

日本会爆发主权债务危机吗？

姜 洪

日本是目前全球发达经济体中公共债务占比最高的国家，但并未爆发主权债务危机，其原因主要在于：健康的实体经济、稳健的金融业以及相对较低的失业率为主权债务提供了信用支撑；低通胀、低利率降低了发债成本；高储蓄率保障了国债的高自持率；财政支出稳定、健康，未来增税空间大；保持经常项目盈余，并拥有庞大的外汇储备与海外资产。但是，从长期来看，日本债务问题并非高枕无忧，在经济长期低迷的情况下，日本国民消化债务的空间终将有限，若低通胀与经常账户盈余终结，可能爆发债务危机。不过，由于可通过增税与量化宽松手段应对，危机的影响将可控。

日本债务危机问题对中国的启示有三。一是要坚持金融服务实体经济发展，防止出现虚拟经济过度膨胀；二是与日本相比，中国仍存在税负较重，债务成本较大，财政支出偏高等结构性问题；三是要合理利用外汇储备，积极扩大海外投资。

关键词：日本 公共债务 主权债务危机 财政 税收

日本财务省公布的最新数据显示，截至2011年12月底，日本国家债务总额（包括国债、借款和短期政府债券）为958.639万亿日元，以2011年日本468.425万亿日元的名义GDP计算，公共债务占GDP总额的204.7%，为全球发达经济体中公共债务占比最高的国家，远超希腊和美国。然而，令人惊讶的是，如此高的

作者姜洪系国家开发银行研究院常务副院长，金融研究发展中心主任。

债务率却未导致日本爆发如欧债危机式的主权债务危机，值得探究和思考。

日本的国家债务情况分析

（一）国家债务余额与财政赤字连年增长

自20世纪90年代初日本经济泡沫破裂以来，日本政府推行“财政赤字刺激经济增长，增加税收弥补赤字”的经济振兴思路，但多年来经济复苏之路艰难，政府更迭不断，提高税收水平的目标始终执行不力，通过举债刺激经济导致债务的雪球越滚越大。目前，其公共债务占GDP的比重超过200%，是世界上负债率最高的发达国家，财政赤字占GDP的比重亦达到9.2%。尽管不断攀升的财政赤字由政府大规模举债造成，但究其深层原因主要有三个，一是人口老龄化严重，导致经济增长缺乏动力；二是政府长期推行高福利政策；三是社会整体税收水平较低。除此之外，灾害因素也是财政负担加重的原因，其中1995年阪神大地震与2011年的东北部大地震均造成其后2-3年的财政赤字的增加。

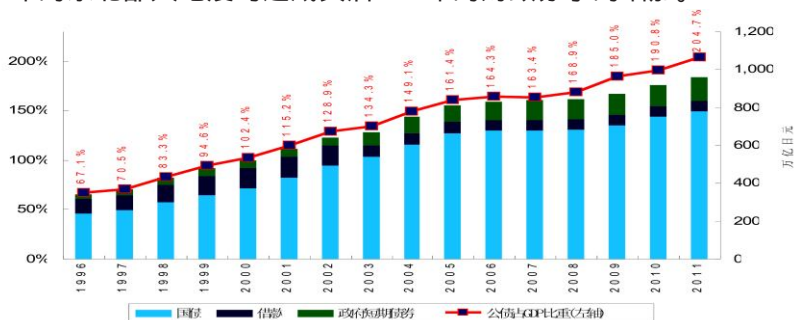


图1 日本近年来公债占GDP比重及公债构成

资料来源：CEIC。

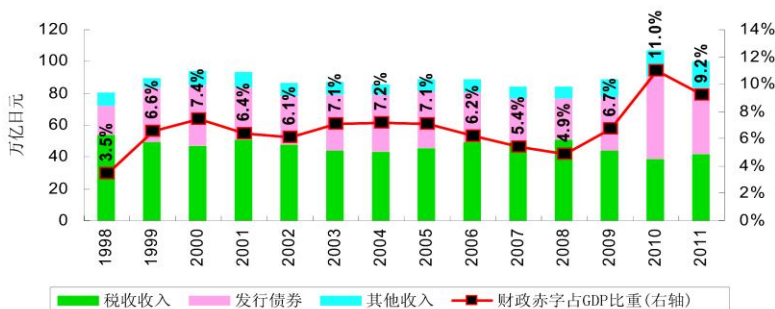


图2 日本近年来财政赤字占GDP比重及财政收入构成

资料来源：CEIC。

（二）日本国家债务及赤字的结构特点

1. 长期债务占比较大

从期限结构来看，长期债务占比较大。截至2011年末，2年期以上的国债和长期借款余额为733万亿日元，占债务总额的76.5%；1年期以下的国债、短期借款和政府短期债券余额为198万亿日元，占总债务的20.7%。

2. 外债占比较小

日本的公共债务中，外债的比例很低。截至2011年末，日本政府的对外负债总量为89.6万亿日元，仅占公共债务的9.4%，其中国债的95%都由日本国内投资者持有，这是与美国及欧洲国家主权债务的最大区别。

3. 发债填补赤字的占比不断增加

日本的财政收入中，税收收入始终占比不高。尽管2011年GDP比1990年提高了5.8%，但相比于1990年54.8万亿日元的税收收入，2011年税收收入下降了24%，仅为41.5万亿日元。税收收入的下降导致日本政府不得不依靠发债填补赤字，1998年日本税收收入54.9万亿日元，依靠发债填补赤字18.5万亿日元；而2011年依靠发债填补赤字42.3万亿日元，已超过当年41.5万亿元的税收收入。

日本短期内不会爆发债务危机

日本在高债务率的重压下却能在危机中独善其身，原因主要有以下几方面。

（一）良好的经济基本面为主权债务提供了信用支撑

1. 健康的实体经济为日本经济打下扎实根基

尽管近年来日本经济增速低迷，但其制造业依然发达，未出现欧美式的产业空心化。电子、汽车等实体经济产业仍然具有很强的国际竞争力，利润产出能力强，并有效地提升了就业率，带动了社会消费。近年来，日本制造业占GDP的增加值基本保持在19%~20%，显著高于美国的12%。2011年日本大地震后，日本制造业出现了供应链断裂，但随后快速恢复，2012年1月份日本工业产出环比增长1.9%，而绝对值已接近震前水平。



图3 日本工业产出震后快速恢复

资料来源：CEIC。

2.稳健的金融业将经营重心置于为实体经济服务

在经历了20世纪90年代初泡沫经济的破灭和1998年亚洲金融危机的洗礼后，日本认识到虚拟经济的过度膨胀不仅会导致金融危机，而且会引起实体经济的空心化。因此，与欧美相比，日本金融体系仍然实行长短业务分离、商业银行与投资银行业务分离、银行与信托业务分离的体制，避免出现混业经营的风险。近年来，大部分日本金融机构将业务重点指向为企业发展和扩张提供融资，服务于实体经济，而衍生品交易占全球交易量的比重还出现了下降，到2008年，日本七家衍生品交易所交易量仅占全球交易量的1.6%，远低于欧美国家。

3.相对较低的失业率为债权人提供了信心保证

从失业率看，日本2011年的失业率始终处于5%以下，而美国持续在9%的高位徘徊，欧元区的债务国基本上都在10%~20%左右，即便德国的失业率也达到了5.8%。相比之下，处于通货紧缩情况下的日本的就业情况要好得多。低失业率意味着产出及消费水平的上升，此外，充分就业保证了一旦债务危机发生，政府削减福利与增税措施面临较小的社会阻力。

(二) 低成本发债和高比例自持，降低了危机爆发的风险

1.低利率使得日本政府发债成本保持低水平

由于老龄化导致的需求不振使日本长期处于低水平通胀甚至通缩的局面。2011年，日本通胀率为-0.28%，连续三年处于通缩状态。多年来的低通胀使得日本央行得以长期维持低利率，政府发债成本得以长期保持低水平，尽管债务规模巨大，但还本付息压力较小。日本政府平均融资成本不到1%，可估算政府债

务利息支出占 GDP 的比例不到 2%，占财政赤字的 20% 左右，利息负担不算太重。

即便在经济受到重创、债务显著加重的日本东北大地震时期，债券市场依然保持稳定，日本国债收益率始终维持较低水平，而同期葡萄牙、希腊等国债收益率受主权债务危机影响大幅飙升。

此外，长期通缩为日本央行实行“量化宽松”的货币政策提供了操作空间，即使出现债务危机，也有通过债务货币化兜底的可能。

2. 高储蓄率保障了日本国债的本国需求

与日本超低的存款利率相比，国债具有一定吸引力。日本拥有近 12 万亿美元的国民储蓄，相当于人均储蓄 10 万美元，居民部门的金融资产高达 1500 多万亿日元，是目前公共债余额的 1.5 倍左右，其国民的债务融资能力较强，并仍有空间消化新增公共债务。

3. 高自持率使得日本债务的外部风险最小化

日本国债的 95% 都由国内金融机构和个人投资者所持有，且具有长期持有的倾向。因此，即便日本政府出现债务违约，遭到外部投机做空的可能性也很小，不会引发地区性连锁反应。形成强烈对比的是，美国国债一半左右由国外持有，而希腊更是有 2/3 的公共债务为外国持有。在投机交易盛行的环境下，外部机构受利益驱使，可以做空危机国家货币以及债务相关 CDS 等衍生品，从而导致市场对危机的进一步“自我实现”。

（三）财政支出稳定，未来增税空间很大

1. 日本财政支出稳定、健康，并未出现畸形

从历史数据看，日本历年财政支出占 GDP 的比重一直保持稳定，1994 年为 14.8%，此后至 2008 年均处在 15% ~ 18% 之间，只是从 2009 年开始受金融危机的影响出现上升，2011 年又因地震增加支出创下 23.0% 的新高。但横向比较显示，日本财政支出占 GDP 的比重一直小于美国，并且在 2001 年后低于中国。

2. 税负整体水平较低，未来增税空间巨大

目前日本的税负率（税收总额/GNP）是 OECD 的 30 个国家中最低的。以消费税为例，目前日本消费税仅为 5%，而其他发达国家或经济体一般都高于 10%。造成日本税收水平较低的原因，一方面是由于 20 世纪 90 年代以来日本经济不振，减税成为日本政府重要的刺激经济措施之一；另一方面民主选举又导致当政者提高税率的阻力增加。一旦出现债务危机隐患，日本政府可以通过调整税率来迅速提高政府的财政收入，降低公共债务规模。

（四）经常账户持续盈余，庞大的海外资产为高债务提供坚实后盾

1. 经常账户长期盈余，积累了大量外汇储备

与债务危机国家出现财政、贸易“双赤字”不同的是，日本多年的经常账户盈余增强了其政府的融资能力。2010年，日本经常账户盈余17.2万亿日元（约合1958亿美元），尽管受地震影响，2011年出现贸易逆差，但经常账户仍然实现盈余9.6万亿日元，连续30年保持盈余状态。日本的外汇储备规模在2011年底达1.3万亿美元，倘若主权债务出现问题，日本政府可以从容抛售所持有的外汇储备来应对危机。



图4 日本经常账户盈余与国外净资产

资料来源：CEIC。

2. 全球最大的海外金融资产持有国是日本维持高债务的坚实后盾

2011年底，日本国外净资产（本国持有的外国资产与外国持有的本国资产之差）总额高达253.01万亿日元，占当年GDP的54%，连续第21年成为全球最大的海外金融资产持有国。庞大的海外资产不仅对日本经济的发展起到了重要作用，也为日本维持高债务率提供了坚实后盾。巨大的外汇储备与国外净资产从某种意义上说是对日本公共债务“信用上的抵押”，显著降低了日本政府的债务持有成本和风险。

日本远期出现债务危机的可能性

尽管短期内日本不会面临债务危机威胁，但从长期来看，日本债务问题并非高枕无忧。

（一）经济基本面始终面临考验

日本老龄化的人口结构以及资源匮乏的先天不足，是其经济难以快速发展的症结。自20世纪90年代以来，在战后重建、人口红利、汇率优势、经济泡沫等因素远去之后，日本经济泡沫破裂而陷于停滞，1991年以来平均GDP增速仅为0.97%，度过了两个“失去的十年”。更严重的是，日本当前在电子、汽车等支柱产业的先发优势也正在被新兴市场赶超。由于其长期经济增长面临严峻考验，充分就业和社会稳定也都将受到威胁。

（二）日本国民消化债务的空间终有限

如果日本经济持续疲软，日本居民金融资产的规模扩张速度不可能太快，随着国债余额的增加，终将面临居民金融资产无法消化债务的境地。

（三）持续低通胀水平并非不会改变

若全球发生严重通胀，日本也将难以独善其身，其超低利率水平并非不会改变。假设通胀上升1个百分点，导致利率同幅度上升，以日本年增量债务规模估算，每年的债务利息将多支出5万亿日元，相当于一年财政收入的10%左右，影响不可小视。

（四）长期贸易顺差终结，经常账户盈余面临挑战

受地震影响，2011年日本出现了30年来的首次贸易逆差，达2.56万亿日元，2012年上半年就出现了2.92万亿日元的逆差。2011年经常账户虽出现盈余，但较2010年下降了44.2%。尽管地震是影响出口的主要原因，但随着日元的长期升值，多年来经常账户盈余的局面可能面临逆转。

（五）日本远期发生债务危机时保有有效应对手段，影响可控

日本目前的税收水平很低，尤其是消费税有很大提升空间。此外，日本具有货币主权，这与欧洲的危机国家显著不同。因此，若远期面临债务危机，通过提高税率和量化宽松的手段，可有效防止危机深化。同时，由于债务的高自持率，量化宽松带来的通胀效应也将可控，其影响将远小于美元量化宽松对全球经济带来的损害。

日本债务问题对中国的启示

（一）坚持实体经济的发展，防止出现虚拟经济过度膨胀和产业空心化

美国金融危机与欧洲主权债务危机的爆发，都与虚拟经济过度膨胀及实体经

济出现空心化有关，而日本稳健的实体经济避免了其重蹈欧美覆辙。当前中国实体经济总体发展良好，但也出现经济脱实向虚的问题，这需要中国及时调整财政政策与货币政策，促进财政、金融共同服务实体经济的健康发展。

（二）当前债务总体健康，但存在结构性问题

2011年中国中央与地方财政赤字为5189.7亿人民币，占当年GDP总量的1.1%，2011年末中国中央财政债务余额为7.2万亿，占GDP总量的15.3%，加上地方政府债务10.7万亿左右的余额，仅占GDP总量的37.9%，从规模上来说要远小于日本。但从结构上来说，有些问题值得引起重视。

首先，税收收入占GDP的比重达到19.0%，相比日本8.9%、美国10%左右的比重，中国的税收负担明显较重。

其次，尽管中国债务规模较之日本小得多，但2011年还本付息支出占GDP的比重却达到2.9%（日本为2%）。由此可见，高成本下中国债务未来的增长空间并不大。

最后，2011年中国财政支出占GDP的比重为23.1%，高于日本。尽管中国财政收入较高，但支出也并不“节省”，尤其近年来社会公众对财政支出的问题反应强烈。

总的来看，尽管中国出现债务危机的可能性不大，但税收负担较重、债务成本和财政支出偏高等结构性问题仍然存在。

（三）合理利用外汇储备，积极扩大海外投资，支持企业“走出去”

截至2012年6月末，中国外汇储备约为3.24万亿美元，是日本的2.55倍左右，而截至1季度末，中国的海外净资产为1.8万亿美元，仅为日本的58%。这从一方面说明了中国的外汇储备尚未充分利用。同时，在海外净资产总量小于日本的情况下，中国持有的美债却高于日本，说明中国所持的海外净资产在结构上仍偏重于美、欧等成熟市场，在欧美债务危机频现的背景下，这种资产组合面临较大风险。

对此，中国应积极鼓励企业“走出去”，收购优质海外资产。尤其是利用好外汇储备，在新兴市场、亚非拉市场进行开拓，以能源、矿产、农产品等中国发展需求的资源为重点，而非盲目收购发达国家的问题资产。■

Studies on the Possibility of a Japanese Sovereign Debt Crisis

Jiang Hong

140

Among the developed economies across the world, Japan has the highest public debt ratio. But it has largely avoided the attack of a domestic sovereign debt crisis. Several factors count. First, Japan's public debt is supported by its healthy real economy and sound financial sector, as well as a relatively low unemployment rate. Second, low inflation and interest rates have reduced the cost of the debt issue. Third, with the high household saving rate, most of Japan's public debt has been held by domestic buyers. Fourth, Japan has a healthy and sound fiscal expenditure level and there is still ample room for tax hikes in the future. Last, but not least, Japan has maintained a current account surplus for many years and boasts a large pool of foreign exchange reserves and oversea assets. However, in the long term, Japan's public debt problem will bring severe challenges. If its economic woes continue, the space for its domestic buyers to digest its public debt will be limited. If it no longer has low inflation and a current account surplus, a debt crisis may break out. The impact of such a crisis, however, could be limited because the Japanese government could increase taxes and launch quantitative easing to combat the crisis.

Japan's debt problem can serve to remind China of its potential risks. Its financial sector must serve the real economy and the excessive expansion of the virtual economy must be prevented. Moreover, compared with Japan, China's public finance is facing structural problems, such as a heavy tax burden, the high cost of debt and disproportionate fiscal expenditure. China must use its foreign exchange reserves more rationally and actively expand overseas investment.

ON THE SCENE

A General Account of the Symposium on Asia's Responses to the Global Financial Crisis and Its Transformation

Hu Zhenhu

148

All discussions about how Asia has dealt with the global economic crisis and promoted its transformation, from whichever perspective, cannot avoid the topic of what tactics China has employed to push for its economic transformation.

Think Tank Watch

156

Are China's Multinational Corporations Really Multinational? • Why Long-Term Unemployment Has Doubled Under President Obama? • The Politics and the Economics of the Global Financial Crisis • A Flop and a Debacle: Inside the IMF's Global Rebalancing Acts • Is Germany Losing Its Influence over Europe? • Why Internal Devaluation Is Advantageous • The Need for Contingency Planning: Potential Scenarios of Eurozone Disintegration • Austerity Works