

大公下调日本主权评级展望至负面

大公决定将日本国(以下简称“日本”)主权信用评级展望由稳定下调至负面,同时维持其本、外币主权信用等级 A-和 A。政府在结构性改革方面长期毫无建树,使日本经济深度依赖货币和财政刺激,积重难返的结构性问题正持续侵蚀日本经济基础,政府偿债能力随偿债来源恶化和债务高位攀升而持续下行。

下调日本主权信用评级展望的主要原因阐述如下:

一、以利益集团为主导的政治生态使政府难以切实推进结构性改革,国民经济难以实现筑底。政党、行政官僚和国内利益集团紧密联系使日本政治体制严重僵化,一旦触及到利益集团的切身利益,在其阻扰下政府的结构性改革往往流产或流于形式,最后依赖宽松货币政策和财政刺激来兑现选民承诺。安倍政府无意打破这种僵化的政治生态,这决定了日本将延续依赖货币财政刺激政策框架换取短期经济改观。结构性改革的持续缺位必然引导国民经济在债务化轨道上愈行愈远,从而破坏日本经济增长基础。

二、增长潜力持续下滑将使日本经济增速长期徘徊于低位。由于结构性改革缺位,通缩预期心理固化、工资增长乏力、企业投资谨慎等制约因素将弱化货币与财政刺激政策的正向拉动作用,预计 2018 年和 2019 年日本经济增速将降至 0.7%和 0.6%。长期观察,少子、老龄化将加剧人口结构深度失衡,劳动力市场僵化问题更为突出,创新动力不足和公司治理结构僵化使制造业国际竞争力下降,加之产业空心化严重,日本中长期平均经济增速仅能维持在 0.4%的低位。

三、一再推迟的财政巩固计划将持续恶化偿债来源基础。由于经济增长动力不足，政府缺乏有效措施遏制不断上升的刚性支出需求，安倍政府将财政平衡目标的实现期限推迟至 2020 财年，短期内以财政刺激拉动经济增长的模式延续，预计 2018 财年和 2019 财年日本各级政府赤字率小幅扩大至 4.4%和 4.5%，同期融资需求高达财政收入的 133.9%和 115.5%，政府偿债来源极为脆弱。

四、持续债务货币化使日本主权信用风险持续积累，偿债能力下行。财政巩固无望使政府债务继续高位攀升，预计 2018 财年和 2019 财年日本各级政府债务与财政收入之比将上升至 743.8%和 745.0%，中期内进一步恶化至 748.0%。2017 年政府金融资产对债务覆盖率仅为 48.6%，难以应对庞大负债。鉴于美联储加息将扩大日本国债与美国国债收益率利差，削弱日本国债市场吸引力，预计日本更加依赖债务货币化方式维持债务滚动，政府偿债能力继续下行。

维持日本主权信用等级的主要理由为：一是政府债务中约 90%为银行、养老金等国内金融机构持有，这将大幅削弱海外持有人因利差扩大抛售日本国债带来的冲击；二是中长期债务占比 80%，其中超长期债务占比 38.7%，期限结构不断延长缓解了政府偿债压力；三是经常项目温和顺差、庞大的海外投资收益和稳固的净债权国地位可较好保障政府外债偿付能力。综上，大公将密切关注日本各评级要素风险的变动情况，适时调整其主权信用等级。

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年二月十一日