



大公国际：“内债不是债”的幻象——日本高债务模式的脆弱性与风险再审视

国际合作部 何岩浩

2026年5月21日

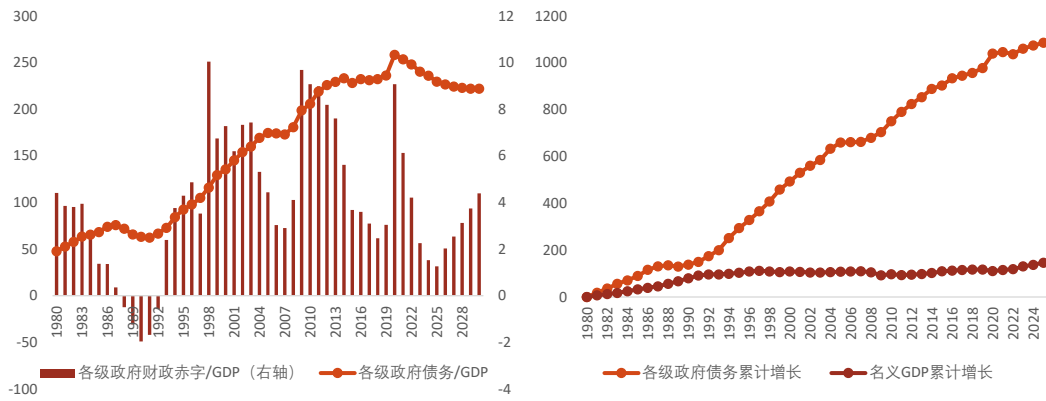
近期，日本国债收益率全线上行，日债可持续问题再度引发全球市场高度关注。日本政府债务负担率长期位居全球主要经济体首位，却始终未发生主权债务违约，这一现象也催生了“内债不是债”的认知。本文系统审视这一认知背后的逻辑与局限，研究发现，日本债务的可持续性建立在三重支撑之上，以国内持有为本币债务结构、日本央行人为压制的超低利率环境，以及国内高储蓄率和经常账户盈余提供的内生资金。然而近年来维系日本债务平稳运行的三大支撑正同步松动瓦解，多重变局之下，日本高负债发展模式潜藏的脆弱性全面凸显，包括债市供需缺口难以弥合、利息成本激增压垮财政预算、内生资金缓冲快速消耗以及汇率贬值与债市抛售恶性螺旋。本文认为，“内债不是债”的认知已从过去的经验描述蜕变为危险的幻象，日本高债务模式的可持续性正面临系统性挑战。

一、日本政府高债务未违约的“悖论”

长期以来，日本政府债务负担率位居全球主要经济体之首。根据国际货币基金组织的数据，截至2025年日本政府债务总额已达1370.8万亿日元，连续10年刷新历史最高纪录，占GDP比重高达206.5%，位居世界主要经济体之首，远超意大利（137.1%）、美国（123.9%）等发达经济体，也显著高于G7国家平均水平（123.0%）。日本政府债务的持续攀升历经多个关键阶段，战后至1964年，日本凭借高速增长实现财政收支基本平衡，形成了短暂的财政稳健期。1965年，战后经济增速首次放缓引发财政赤字，日本政府打破财政平衡惯例，重启国债发行为赤字融资。为应对石油危机重创下的日本经济，1975年政府开启大规模赤字国债发行，成为债务累积的起点。此后，1990年代日本泡沫经济破裂、2008年全球金融危机、2011年东日本大地震以及新冠疫情期间，日本政府均推出大规模的财政刺激计划，进一步推升了债务负担率，最高曾逼近260%。期间经历泡沫经济繁荣期，日本财政赤字率短暂收窄，但并未改变债务长期上升的趋势。虽然日本债务负担率上涨伴随着外部危机，但其深层原因来看，是大规模的财政政策刺激效果不佳导致经济持续低迷，同时老龄化使社保支出刚性增长，造成税收长期不足，政府被迫持续发债，最终导致债务负担率长期居高不下。



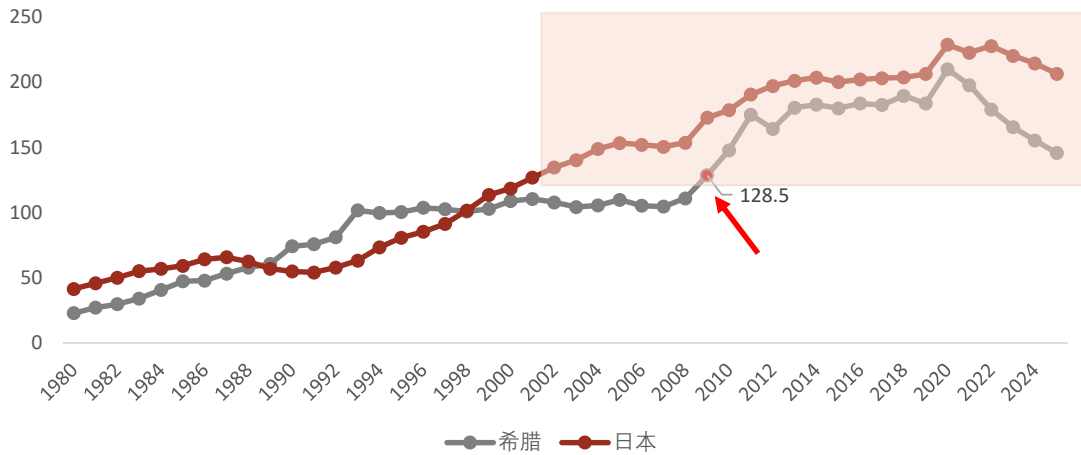
图1 日本财政赤字率与各级政府债务负担率 (%) 图2 日本政府债务与GDP累计增长 (%)



数据来源：WEO，大公国际整理

纵观全球主权债务危机历史，希腊债务危机堪称高负债发达经济体风险爆发的典型案例，具备极强的参照对比价值。与希腊当年陷入债务危机、濒临国家破产的困境不同，日本政府债务负担率自 2002 年便突破希腊债务危机时水平，至今已背负巨额债务运行 24 年，却始终未爆发类似的系统性债务危机。为什么债务比率远超希腊的日本，并未发生类似希腊的债务危机呢？

图3 日本和希腊政府债务负担率走势 (%)



数据来源：WEO，大公国际整理

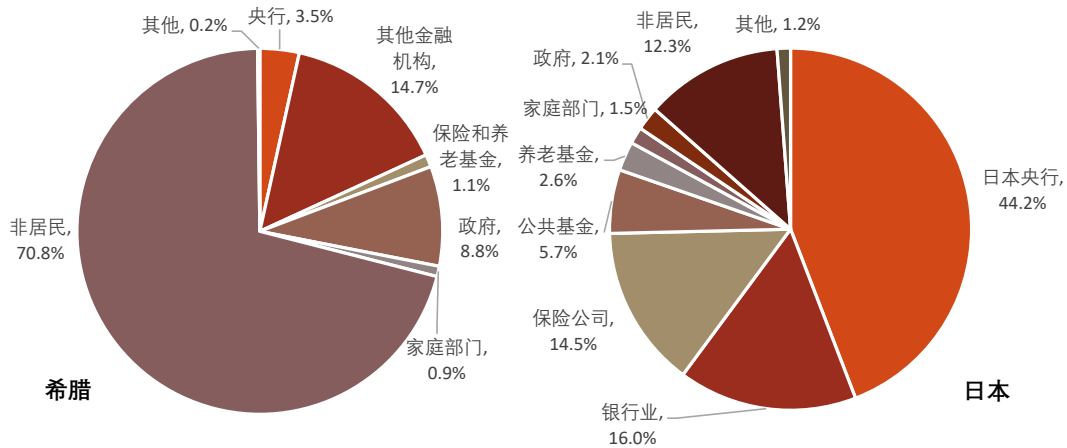
二、日本政府高债务模式的支撑因素

通过对比，支撑日本高债务的因素有以下三个方面。

第一，日本政府债务的第一重支撑来自其独特的持有人结构。日本政府债务约 85% 以上为国内机构持有，具体而言，约 44% 的日本国债由日本央行持有，另外 44.5% 的份额是由国内银行、保险公司、国内基金以及政府家庭部门等持有，只有 12% 的份额由非居民持有。理论上而言，这种“自己人借给自己人”的结构，使日本政府减少外国债权人挤兑的风险。对比希腊债务危机期间，其约 70% 的政

府债务由外国投资者持有，使其极易面临外国资本撤离引发的融资危机。同时，日本政府债务主要以本币计价，虽希腊政府债务也使用本币“欧元”，但因欧元区框架使其无法自主通过货币政策灵活应对，而日本依托完整的货币主权，央行总能“创造”出履行名义偿付义务所需的日元，这意味着从技术层面而言，日本不会被迫发生传统意义上的本币债务违约。

图4 希腊（2009年）和日本（2025年）政府债务持有人结构（%）



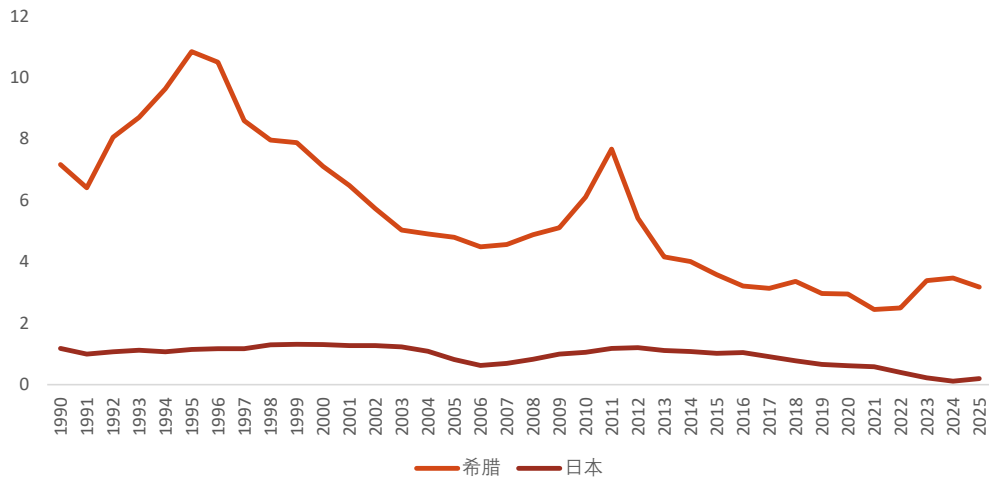
数据来源：希腊央行，日本央行，大公国际整理

第二，日本政府债务的第二重支撑来自央行控制下极低的融资成本。泡沫经济破裂后，日本陷入通缩与经济衰退，央行开启持续降息进程，1995年贴现率降至0.5%。1999年日本央行政策利率由贴现率转向无抵押隔夜拆借利率，并引导后者“尽可能低”以向市场提供充裕流动性，开启了日本首次零利率政策。因此，从1995年日本央行政策利率首次掉落1%以下，此后30年时间日本央行政策利率均维持在极低水平。同时，日本央行在极低利率环境下于2010年开始执行量化宽松政策(QE)、2013年开始量化质化宽松(QQE)、2016年1月引入负利率政策和2016年9月引入收益率曲线控制政策，将国债收益率控制在目标水平，人为压低了政府债务的再融资成本，使政府债务具备可持续的有利条件。近三十余年，日本政府债务利息支出仅占GDP的1%左右，长期维持在极低水平，即使债务规模持续扩张，也并未形成显著的财政压力。对比希腊债务危机期间，其利息支付占GDP的比重为5%左右，并在欧债危机后逐步升至7.5%以上，债务成本的高企直接加剧了财政困境与市场恐慌。而日本凭借长期低利率环境与央行购债的双重支撑，成功将债务利息支出控制在极低区间，形成了与希腊截然不同的债务可持续性格局。加之日本货币超发并未带来通胀，反而长期通缩环境使得市场通胀预期被牢固锚定在极低水平，日本央行得以持续推行低利率的政策，将国债融



资成本压至低位。

图5 希腊和日本政府债务利息支出与GDP之比（%）

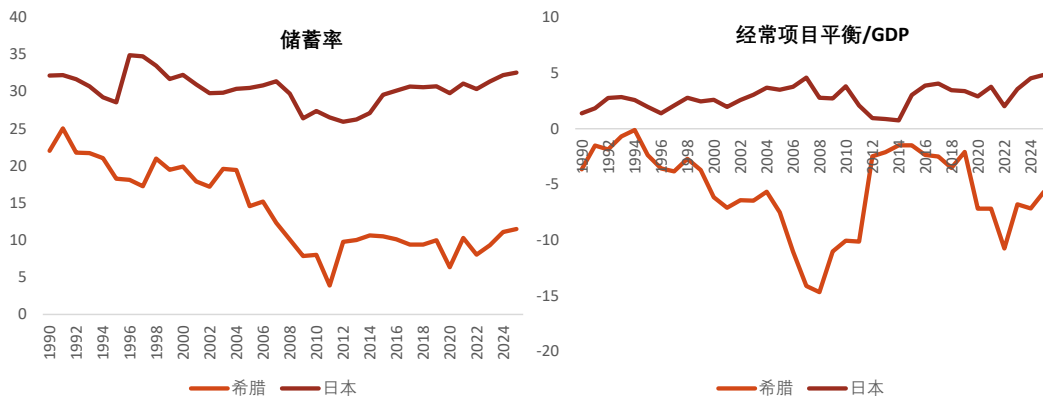


数据来源：WEO，大公国际整理

第三，日本政府债务的第三重支撑来自国内高储蓄率和经常账户盈余提供的内生资金。日本居民普遍具有强烈的储蓄意愿，其储蓄率长期保持在全球领先水平，这为政府债务提供了稳定的内部融资来源，这些资金天然偏好低风险的政府债券，形成了对日本国债的稳定、持续的需求，构成了债务可持续性的核心缓冲。这种国内资金的自我循环机制，使得日本政府债务扩张有对应的国内储蓄作为支撑。这一高储蓄特征与持续的经常项目顺差相互强化，根据储蓄—投资缺口理论，经常项目余额等于其国民储蓄与国内投资的差额，过剩的储蓄通过贸易顺差转化为源源不断的海外资产积累。日本整体对外净资产规模庞大，即便政府负债率高企，整个国家资产负债表仍具备强大的外部缓冲能力，央行亦可在极端情形下依托巨额海外净资产维护本币信用。而希腊债务危机时期，其国内储蓄率长期处于极低水平，国内资金根本无法支撑政府的财政支出与债务发行，只能高度依赖外部融资。当外部融资渠道关闭时，希腊政府立即陷入了债务违约的边缘，不得不接受严苛的救助条件。对比之下，日本的高储蓄率为政府债务提供了内生性的资金保障，这是希腊所完全不具备的结构性优势。



图6 希腊和日本储蓄率与经常项目平衡对比 (%)



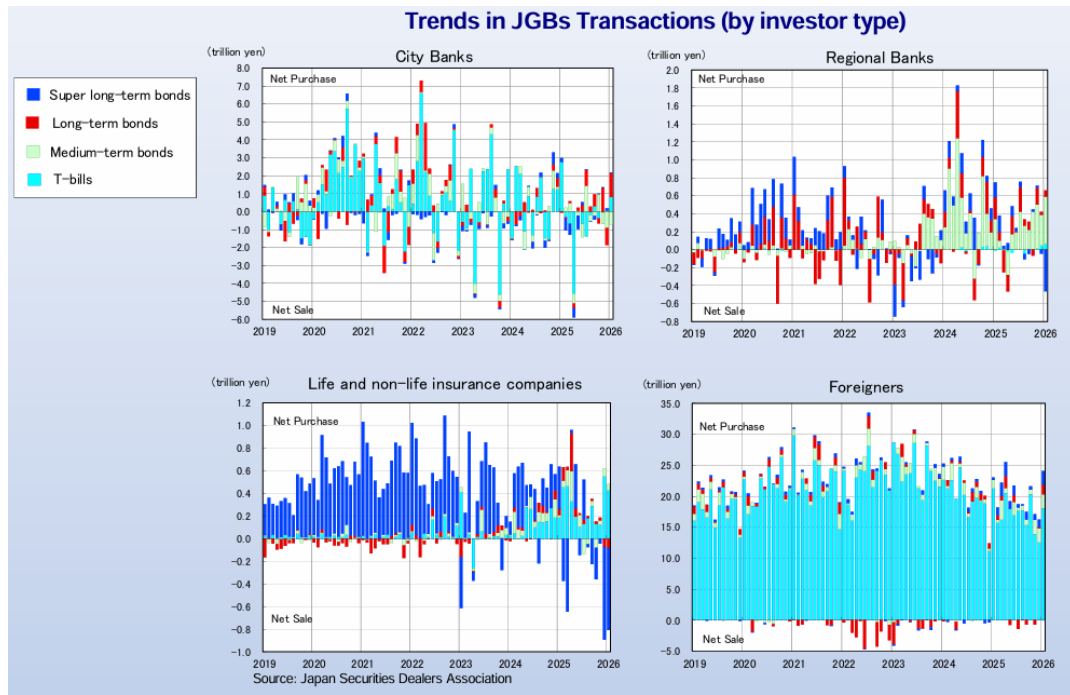
数据来源：WEO，大公国际整理

三、日本债务支撑因素的深层变化与风险审视

以上三重支撑相互作用，共同构成了日本高债务模式的历史支撑体系。正是在这一体系中，“内债不是债”的认知得以形成并不断强化。然而，上述支撑因素并非永恒不变，近年来三大支撑力量同步弱化消退，日本高债务模式的基础正在发生根本性动摇。

首先，独特的国内主导型持有人结构日渐松动，日央行启动缩表进程并由购债转为净卖出，国内机构持有意愿也有所下降。自2013年日本央行推行量化宽松政策以来，其国债持仓占比大幅抬升，2025年末持有比例升至44.2%，直接造成国债市场流动性持续枯竭，市场定价功能严重扭曲，央行增量购债空间已然触及上限。2024年3月日本央行正式退出负利率与收益率曲线控制政策，作为债市最大配置方，政策转向后央行主动缩减持仓，直接助推国债收益率走高。与此同时，利率上行使得央行存量国债资产账面亏损不断扩大，2024财年日央行国债持仓市值浮亏达28.6万亿日元，较上年大幅上升，截至2025年9月末的上半财年浮亏进一步升至32.8万亿日元，创下历史新高，巨额持仓浮亏进一步限制其后续增持国债的能力与意愿。日本国内银行、保险等传统主力配置机构配置意愿也走弱，利率上行带来的资产浮亏压力，使各类金融机构纷纷减持国债资产，其中作为超长期国债核心配置主体的保险机构，更是频繁大规模抛售长端国债。日本央行由购债转为减持叠加本土金融机构需求减弱，日本国债市场本土配置需求端整体呈现显著萎缩。

图7 日本国内与国际持有人国债净交易情况（万亿日元）



数据来源：日本财政部报告

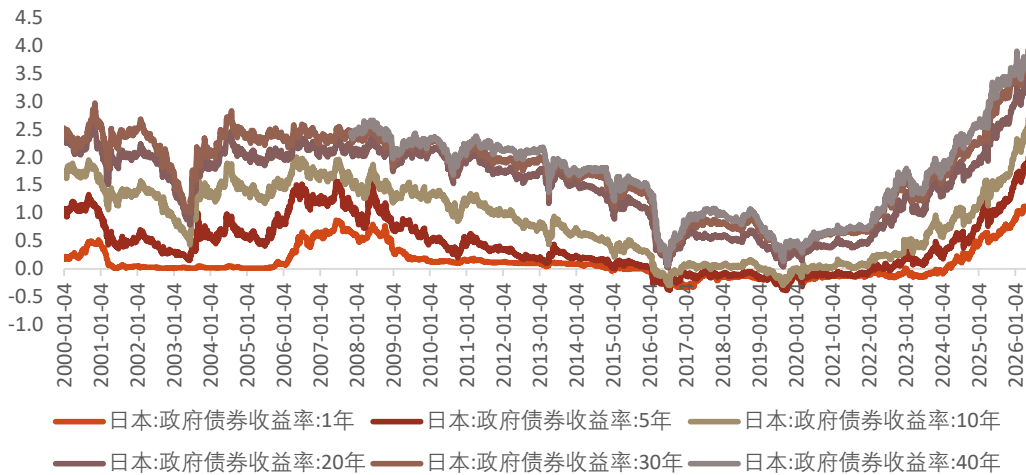
而日本国债供给端持续放量，进一步加剧市场供需失衡格局。在高市早苗政府 2026 年 2 月大选取得压倒性胜利后，财政扩张预期进一步强化，从最新财政预算来看，日本 2026 财年预算规模达 122.3 万亿日元，远超 2025 财年的 115.2 万亿日元，其中社会保障费约 39.1 万亿日元，占比近三分之一，用于偿还国债及利息的国债费 31.3 万亿日元，防卫费首次突破 9 万亿日元，且受少子老龄化加剧、经济增长乏力等因素制约，财政支出压缩空间极度狭窄，财政赤字难以实现实质性收窄。在此背景下，日本政府不得不将大规模发行国债作为填补财政收支缺口的核心手段，导致国债市场增量供给常年维持高位，预计 2026 财年新发国债规模仍高达 29.6 万亿日元。现阶段发债融资已然是维系日本财政正常运转的关键支撑，进一步强化了国债高供给的格局。这种基于财政赤字刚性的大规模发债，使得国债供给端压力长期存在，与市场需求端的收缩形成鲜明对比，成为加剧日本国债市场供需失衡的核心因素。

其次，日本央行控制下的极低融资成本体系逐步动摇，货币政策正常化进程不可逆，财政利息支出压力呈扩张态势。2022 年以来，全球通胀飙升迫使各国央行收紧货币政策，日本也未能独善其身。自 2024 年 3 月退出负利率政策以来，日本央行已累计四次上调政策利率，截至 2025 年 12 月 19 日将基准利率上调至 0.75%，创下自 1995 年以来的最高水平。日本国债收益率也出现全面飙升，短中长时间收益率同步大幅上行，截至 2026 年 5 月 19 日，1 年期、10 年期、20 年



期和 30 年期国债收益率分别升至 1.14%、2.78%、3.72%和 4.04%，均刷新自 2000 年以来历史最高水平，凸显市场对日本财政可持续性和通胀前景的深层担忧。融资成本的上升直接导致政府债务利息支出快速增长，据日本财务省预测，到 2028 财年，政府利息支出将从 2024 财年的 7.9 万亿日元飙升至 16.1 万亿日元，若长期利率升至 2.5%以上，到 2030 年仅利息支出将可能达到 25 万亿日元以上。

图8 日本国债收益率走势（%）



数据来源：Wind，大公国际整理

日本央行已陷入“控通胀”与“稳债务”的两难困境，任何政策选择都将加剧债务模式的脆弱性。通胀方面，截至 2025 年 12 月，日本通胀已连续 45 个月高于 2% 的政策目标，2025 年平均通胀高达 3.2%。2026 年的春斗首轮结果显示同比涨薪 5.26%，已经实现连续 3 年涨薪超 5%，薪资与物价联动上涨的通胀螺旋风险持续累积。进入 2026 年，尽管国内通胀短期随油价回落有所缓和，但受中东地缘局势扰动，国际油价震荡上行并突破 110 美元/桶，3 月和 4 月国际原油价格分别同比上涨 35.2% 和 57.7%，直接带动国内能源、物流、化工及食品价格全面上行。在此背景下，市场普遍预期日本央行将于 2026 年年中再次加息，将政策利率升至 1.0%。若日本央行继续加息以抑制通胀，将进一步推高国债收益率，加剧政府债务付息压力与金融机构的估值亏损，甚至可能引发国债市场的崩盘与债务违约风险。反之，若日本央行暂缓加息，叠加日元汇率贬值，将导致通胀预期进一步失控。日本央行已陷入加息则债务崩盘，不加息则通胀失控的政策两难处境，无法通过货币政策化解宏观经济与政府债务的系统性风险。



图9 日本通胀、国际油价以及央行政策利率情况

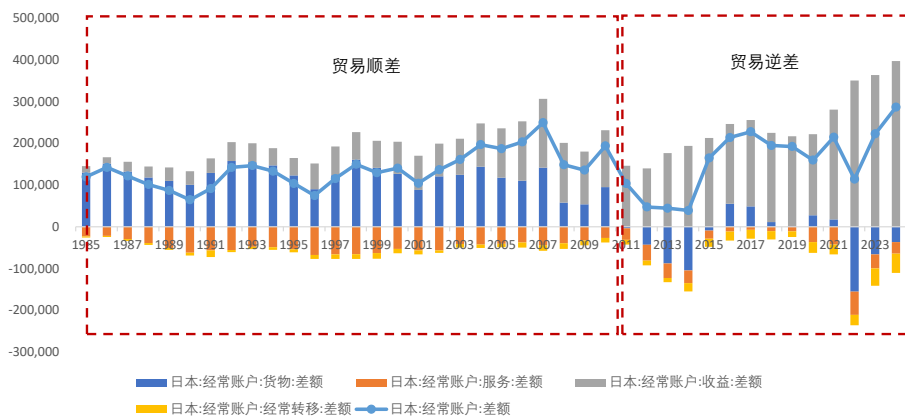


数据来源: Wind, 大公国际整理

最后,日本高储蓄率与经常账户盈余构筑的内生资金缓冲正在快速消耗,国内资金自给能力显著减弱。截至2025年9月,日本65岁及以上老年人口达3619万人,占总人口比例29.4%,创历史新高,随着大量劳动人口进入退休期,家庭部门从传统的净储蓄者转变为净消费者。而企业在劳动力短缺和工资上涨压力下,也更多将利润用于提高员工薪酬和国内设备投资,而非像过去那样大量留存利润购买国债。从经常账户的角度来看,2025年日本经常项目顺差高达34.5万亿日元,同比增长15%,连续三年刷新历史纪录,但顺差结构的脆弱性凸显了资金缓冲的不可持续性。受传统优势产业竞争力持续下滑影响,日本出口增长乏力,而关键能源、粮食等物资高度依赖进口,叠加日元贬值推高进口成本,使得货物贸易逆差逐步常态化,已难以成为经常账户顺差的稳定支撑力量。当前,海外投资收益顺差已逐步取代货物贸易,成为日本经常项目维持顺差的核心支柱,但这一收益高度依赖海外净资产规模与全球市场投资回报率,受全球经济波动、汇率变动等外部因素影响极大,波动性与不确定性显著上升。



图10 日本经常项目账户变化（亿日元）

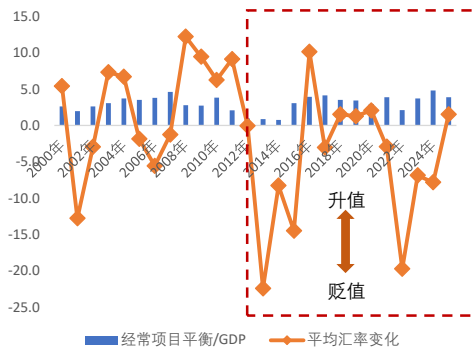


数据来源：Wind，大公国际整理

除此之外，日本债市的风险正在向汇市扩散，形成危险的“债汇双杀”螺旋。日本经常账户顺差高度依靠海外投资收益维系，此类境外收益并未大规模回流本土形成日元实际购买力与配置需求，最终造就了经常项目顺差与日元持续贬值并存的反常格局。叠加日本政局不稳、经济复苏动力不足、货物贸易逆差趋于常态化、政府债务规模居高不下等多重结构性短板，日元中长期贬值压力始终难以消解。日本财政部虽多次通过抛售海外储备资产、直接入市干预汇率等手段稳定日元汇率，但干预效果短暂且持续性不足，难以扭转贬值大趋势。而日元持续大幅贬值进一步抬升日本能源、大宗商品等进口成本，输入性通胀再度升温，倒逼日本央行维持偏紧货币政策，持续推动国债收益率上行，央行与国内金融机构持仓浮亏进一步扩大，市场抛售情绪加剧，债市流动性进一步恶化。而债市持续走弱、债务风险不断暴露，又会持续削弱海外资本对日债及日元资产的配置信心，引发外资持续流出，进一步压制日元汇率走势。债市收益率上行拖累日元资产估值，日元贬值推高国内通胀倒逼货币紧缩，二者相互牵制彼此强化，形成“债汇双杀”的负面共振格局，进一步放大日本整体金融市场的系统性风险。

图11 日本经常项目与GDP之比与日元汇率变动（%）

图12 美元兑日元和欧元兑日元汇率走势



数据来源：Wind，大公国际整理



四、结论与启示

“内债不是债”的认知，在本质上是对“货币主权能够无限稀释债务实际价值”这一命题的过度简化，日本的债务实践为全球主要经济体提供了深刻的启示。

第一，“内债不是债”是特定条件下的市场幻象，不存在绝对安全的主权债务，财政纪律始终是债务可持续性的核心底线。即便是以本币计价的内债，其可持续性也依赖于稳定的经济增长、合理的利率水平与健康的财政收支，盲目效仿财政赤字货币化，最终必将陷入债务陷阱。**第二，经济增长是化解债务风险的唯一根本路径，脱离经济增长的债务扩张终将走向不可持续。**日本的教训表明，若债务扩张无法推动经济内生增长，仅能维持短期经济稳定，最终将形成债务与经济的负向循环，加剧长期结构性困境。**第三，人口结构等长期结构性因素对债务可持续性的影响远超短期政策，债务管理必须具备长期跨周期视角。**日本人口老龄化对储蓄率、财政支出、经济增长的长期冲击，是其债务风险的核心根源，这也警示各国必须提前应对人口结构变化对财政可持续性的长期影响。

从全球影响来看，日本债市动荡紧跟全球流动性收紧大势，其债务风险具备极强跨境外溢性，极易牵动全球金融市场整体稳定。日本国债市场的动荡并非孤立事件，5月13日美国财政部拍卖250亿美元30年期国债，得标利率5.046%，是自2007年以来首次30年期美债得标利率超过5%，反映出全球流动性趋紧的大背景。作为全球主要债权国和第四大经济体，日本债市的流动性恶化和债务困局，不仅可能引发国内金融体系的不稳定，其外溢效应还可能影响全球资本流动，甚至加速全球股债汇市场的波动，成为全球金融体系脆弱性的重要诱因。当前，日本高债务模式的风险仍在持续累积，通胀高企、利率上行、经济低迷与金融体系风险的多重共振，可能引发债市、汇市与经济的系统性动荡，其风险外溢效应将对全球金融市场产生显著冲击，值得全球各国持续关注与警惕。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。