

日本内阁府日前公布的速报值显示,经季节调整,2012年第四季度日本实际国内生产总值(GDP)环比下滑0.1%,换算成年率下降0.4%,这是日本经济连续第三个季度出现负增长。



# “竭泽而渔”埋祸根 日本:怎一个“债”字了得

中国社科院世界经济与政治研究所副研究员 徐奇渊

聚焦

在日本首相安倍晋三的持续压力之下,日本央行今年1月推出新宽松货币政策,将从明年开始实施无上限债券购买计划,并将日本的通胀率目标从1%上调至2%。受此影响,日元汇率近期出现急速贬值,有利于刺激日本企业出口。但汇率贬值并非万能药,日本政策的最大风险来自政府债务,目前日本债台高筑,债务余额与名义GDP的比率已经超过200%,因此无论是提高通胀目标,还是增加财政开支,都将恶化国家主权债务状况,导致日元长期国债信用度下降,利率攀升,从而给金融市场埋下隐患。

日本央行日前决定,维持现有资产购入基金规模,并将继续将银行隔夜拆借利率维持在实际零利率水平。在日本政府最新推出的2013年度政府预算案中,国债发行总额为170.5万亿日元。预计到2013年度末,日本国债余额仍达约749万亿日元。分析人士认为,如果通胀率提高到2%至3%,日本政府融资利率将上升3%,政府利息成本增加额将达GDP的7%,这可能加速债务危机到来。一些市场人士和金融机构担心,激进的货币宽松措施可能最终影响到日本国债的市场信用。一旦日本长期国债收益率快速上升,在全球金融市场动荡之际,日本版债务危机可能不期而至。

这两个方面,却具有完全相反的特征:海外总资产超过7万亿美元,其中净海外资产3万多亿美元,占GDP约50%,本国投资者持有约92%的国债。在历史上的主权债务违约中,也不乏对内违约的情况,虽然这个比例较小。但从理论上说,对内债务完全可以通过赤字货币化来进行稀释,之所以发生对内违约,是由于赤字货币化带来的通货膨胀,可能造成扭曲并带来其他社会成本。反过来则可以认为,长期处于通缩困扰中的日本,这项政策空间还是很大的。

既然远期堪忧,近期仍有政策空间,那么近期是多近,远期又有多远呢?这将取决于三道防线的坚固长度。一旦这些防线逐个突破,日本债务危机将逐渐成为现实

第一道防线:个人金融资产的支撑作用,安全期为6年。国债融资的资金来源,最终可以细分为以下几种:日本居民境内资产、日本居民境外资产、境外非居民资产。第一道防线依赖于境内居民的资产。其中,日本大型金融机构持有的国债规模,已经达到全部资产的30%,远高于欧美国家,因此这一比例难以再有明显的上升空间。不过日本居民1500万亿日元的金融资产中,有56.5%是现金或存款,而欧元区和美国的这一比例分别为36.4%和14.4%。参照欧元区的这一比例,日本居民金融资产中,大约还有300

万亿日元的空间用于购买国债。假设日本政府每年继续发行50万亿日元的国债,则日本居民金融资产对新增国债的支撑能力约为6年。第二道防线:经常项目盈余的支撑,安全期为10年。高盛公司的研究报告认为,日本经常项目在2020年前将不会出现逆差。日本人口老龄化会使国内储蓄率呈现下降,但人均预期寿命的上升,以及14岁以下人口抚养比例的下降,又会对储蓄率产生相反作用,因此可以判断第二道防线的安全期约为10年。

如果将经常项目盈余来源区分为商品贸易、收益两项,则第二道防线又可分为两个阶段。第一阶段:商品贸易处于盈余;第二阶段:商品贸易处于赤字状态。目前的状况正处于两个阶段的过渡进程当中。这意味着,日本国内的总体资金来源中,以前有一部分依赖于贸易顺差。而受到一些趋势性因素的影响,这个渠道可能正在弱化,甚至将走向关闭。进入第二阶段后,商品贸易处于赤字状态意味着经常项目盈余的来源将完全依靠海外资产的收益回流。目前,形势大致处于第一阶段的末期,这也正是大家对日本债务问题产生关注的重要背景之一。

第三道防线:海外金融资产存量支撑,安全期为20年。经常项目盈余消失,对于一般国家来说意味着国内资金来源将依赖于境外投资者。对日本来说,情况并不完全如此。毕竟日本是全球最大的海外资产和净资产持有者。因此,经常项目盈余消失,对日本来说,海外资产孳息的回流,已经无法满足国内资金的需求。这时候,海外资产本金的回流,可能对国内资金需求提供支撑。在这一阶段,经常项目盈余的消失仍

将具有重大影响。在经常项目陷入长期赤字的情况下,日元汇率可能面临趋势性的贬值压力。由于日本的生产、消费对于进口产品有较大的依赖。此时,财政赤字货币化的空间将受到较大挤压,量化宽松的货币政策也将受到束缚。另一方面,对于投资者而言,低收益率、汇率贬值的背景下,日元资产的吸引力也将显著减弱。

但是,在庞大海外资产的支撑下,日本的债务问题还有可能继续勉强维持稳定。因为日本大型金融机构的总资产超过30%以国债形式持有,以大型金融机构为核心的各大财团,在很大程度上已经被政府绑架。这时候,大而不倒的不是银行,而是日本政府。因此,日本政府和金融机构能够达成谅解,对债务问题进行较为平稳的处理,金融机构也可能将海外资产用于购买、支持本国国债。从这个角度来看,日本债务问题的安全期约为20年。

在此以后,日本国内资金的需求来源中,境外居民的投资将变得更为重要,而日本的财政问题也将变得更加脆弱

一旦上述三道防线逐步失守,日本财政问题将趋于脆弱,同时政策空间也将愈加狭窄。从更短期的视角来看,在第一道防线之前,如果欧债危机最终缓和下来,目前日本短期国债的境外持有者将重新考虑资产配置。因此,日本财政问题还将面临一次潜在的考验。但是,只要第二道防线存在,日本国债仍将具有一定的安全性。

收入的一半用于偿付债务利息,开支又是收入的两倍,这是日本中央财政的窘迫现状

一半收入用于付息,说明债务存量巨大,截至2012年年底,日本政府债务规模达997.2181万亿日元,创历史新高,与名义GDP的比率已经超过200%。随着近期国债余额即将突破千万亿日元的量级,该比例还将进一步上升。另一方面,总开支是收入的两倍,说明债务情况还将继续恶化,财政只能靠发新债来维系正常运转。问题是,靠发新债来支撑一半财政开支,这样的状况还能维持多久。

在信用货币体系下,尽管历史上发生过数百次主权债务违约,但现有的违约国家往往具有以下两个特点:净外债规模大,国债的境外持有比例高。但是日本在

## 视角

在当前国际经济形势依然错综复杂,世界经济低速增长态势仍将延续的大背景下,全球投资者的避险情绪不断被推高,瑞士国债却出现了负收益率。作为发达经济体中的一方“净土”,瑞士资产已成为全球投资者的避风港。

最近一个时期,瑞士国债收益率持续走低。去年11月13日,标志性的10年期瑞士国债收益率在欧洲市场交易时间触及0.42%的低位,再创历史新低。目前,期限低于5年的瑞士国债收益率甚至全部为负值。这意味着,如果瑞士联邦政府向你借钱,你反过来还要给它贴息。有分析人士就此指出,这是市场的理性反应。

## 瑞士国债 缘何成抢手货

陈建

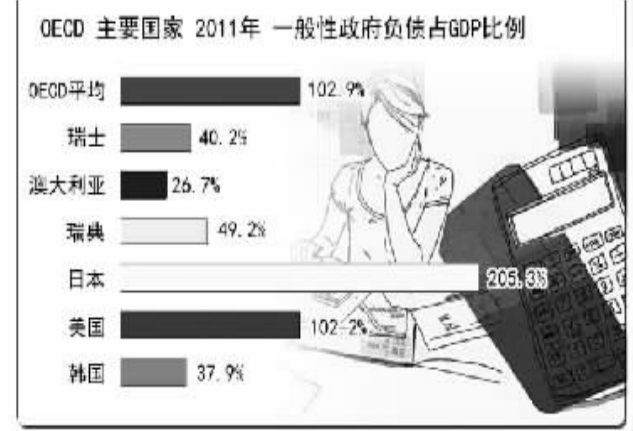
瑞士国债之所以广受投资者青睐,首先与该国有着持续健康的宏观经济和金融环境相关。瑞士经济一直保持稳定繁荣,国民收入在较高的水平上持续提高,储蓄不断增加,有大量盈余资金;瑞士法郎日趋坚挺,投资者购买以瑞士法郎计价的债券,事实上可从中获得相当大的收益;瑞士金融市场历史悠久,金融业发达,苏黎世是重要的国际金融中心之一;瑞士没有外汇管制,资本可以自由流进流出。因此,经多重波动因素调整后,瑞士国债带给投资者的仍然是正回报。

瑞士国债受到追捧的另一个原因,则在于其有着一套完善的运营和管理机制。瑞士国债由瑞士财政部的国库部门负责发行。该部门具有为政府筹资和管理资金的职能,是财政资金、国家债券管理的主要机构。瑞士国债的发行,由该部门根据经济发展、旧债还本付息等情况提出发债计划,经财政部及议会讨论通过,然后交瑞士国民银行(央行)具体实施。在层层监管下,瑞士政府的负债率一直维持在合理水平。据经合组织统计数据,2011年瑞士一般性政府负债占国内生产总值的比重为40.2%,远低于美国的102.2%、德国的86.4%,低于大部分发达经济体的水平。

瑞士国债发行采取印发公告、派购招标、市场交易、限期办理的方式。财政部与央行协商议定发债公告的具体内容,包括发债时间、期限、利率、面额以及用途等,但不议定债券的价格。然后由购买者填制申报表,购买10万瑞郎以下者无资格报价,购买10万以上者可在申报表上报3种价格。央行核实购买者的姓名、账号、开户银行后,将各派购数、报价数由高到低进行汇总排队,与财政部共同测算出一个出售价格,这个价格可能高于或低于债券面额,报价在出售价格以上者,均按出售价格进行购买;报价低于出售价格者,就可能购不到所需的债券。

总的来看,瑞士稳定的宏观经济环境和严格的国债管理制度,确保了瑞士国债的“含金量”。2013年,瑞士政府计划发行75亿瑞郎国债。有分析人士指出,瑞士国债预计将继续保持在国际债市上的抢手地位,如果欧债危机持续发酵,瑞士国债的收益率或许“没有最低,只有更低”。

## 图说



本版编辑 于建东 李红光  
版式设计 邵颖

## 韩国:国债不愁 家债堪忧

本报记者 顾金俊

计出的韩国政府负债比例明显低于以美国(102.2%)、日本(205.3%)和德国(86.4%)为代表的发达国家,也明显低于经合组织(OECD)平均102.9%的债务水平。也就是说,韩国政府的财政结构处于安全健康状态。

自2008年国际金融危机爆发以来,韩国的一般性政府债务规模虽然也在增加,但增速缓慢,且总体比例始终处于安全线以下,这是韩国政府能够从从容容应对危机的重要原因。

但是所谓“一长必有一短”,与国债形成鲜明对照的是韩国家庭负债却始终居高不下,韩国政府多年来一直对此忧心忡忡。最近由韩国统计厅、金融监督院和韩国央行联合进行的一次调查再次说明了韩国家庭负债的严重性。调查显示,截至2012年3月末,韩国所有家庭的平均负债额为5291万韩元(约为5万美元),同比增加了1.7%。从债务结构看,金融债务(包括抵押贷款和信用贷款)占了68%,约为3599万韩元,房租保证金占了32%,约为1693万韩元。

韩国的家庭负债在前年的增速曾超过12%,媒体曾形象地将其比喻为韩国经济的“定时炸弹”。此次统计的增速较前两年大幅下降,而且家庭资产结构也较前

有所改善,但总体负债规模过大,家庭债务负担依旧沉重。

调查还显示,韩国负债的家庭比例达到64.6%,这些家庭的平均负债额为8187万韩元(约合8.1万美元)。金融债务与家庭可支配收入的平均比例是103.6%。其中户主为50岁的家庭负担最重,金融债务与可支配收入之比高达121.6%,40岁的家庭这一比例为107.1%。这当中做小生意的家庭负担更突出,其金融债务占可支配收入的平均比例是146.1%。

统计还显示,韩国的贫富差距正在继续扩大,高收入阶层的纯资产增加了14.1%,而低收入阶层的纯资产则减少了5.1%。受负债影响,全国贫困家庭比例达到16.5%,去年有44%的家庭收入没有超过3000万韩元(约3万美元)。

这种家庭债务问题直接带来两方面的影响。一是户主为四五十岁的家庭由于债务负担过重,必然减少消费支出,造成内需增长乏力,这对于外需也不景气的韩国经济无疑是“雪上加霜”。二是随着贫困家庭数量增加,贫困度加深,在过度债务和经济不景气的双重压力下,出现破产的家庭可能会越来越多,长期下去必将进一步拖累韩国经济。

截至2012年3月底,韩国所有家庭的平均负债额为5291万韩元(约为5万美元),同比增加1.7%



正当欧元区国家还在主权债务危机中艰难徘徊的时候,最近一条消息让韩国政府颇感自豪。

2012年末,韩国企划财政部按照国际货币基金组织的新标准对韩国的一般性政府债务进行了统计。结果显示,截至2011年年底,韩国的政府债务规模为

468.6万亿韩元,占韩国当年国内生产总值(GDP)的比例为37.9%。此次统计的范围不仅包括了中央和地方政府的债务,也包括了非营利公共机构以及公共基金机构的债务,因此其债务总规模较以往统计多出了48.1万亿韩元。

根据韩国企划财政部的说明,此次统