

日本灾后财政和债务前景展望

那 明¹ 白如纯²

(1. 合肥工业大学 经济学院, 安徽 合肥 230009;

2. 中国社会科学院 日本研究所, 北京 100007)

【摘要】日本是发达经济体中财政赤字和政府债务负担最严重的国家。接二连三的欧洲主权债务危机和美国主权债务问题使市场不得不对日本是否将是下一个债务危机发生国产生隐忧。在 2008 年全球金融危机爆发前,日本的债务结构和低利率环境还可以使其维系高额的财政赤字和债务负担。然而 2008 年之后,在全球经济疲软和日本经济萎靡不振的背景下,日本处在了主权债务风险一直上升的阶段。更令日本祸不单行的是“3.11”大地震、海啸和核泄露事件,这一连串灾难更令日本在财政赤字和举债问题上如履薄冰。如果日本政府还不尽快实施有效的债务管理政策和可信的财政整顿计划,短期日本经济会难于运转,中长期日本将爆发主权债务危机。

【关键词】财政赤字; 债务负担; 主权债务危机; 债务管理; 金融危机

【中图分类号】F813.313

【文献标识码】A

doi:10.3969/j.issn.1000-355X.2011.06.001

【文章编号】1000-355X(2011)06-0001-06

【收稿日期】2011-05-13

【基金项目】合肥工业大学博士基金“金融创新与金融危机”(2010HGBZ0568)

【作者简介】那 明(1980-),女,黑龙江哈尔滨人,中国社科院经济学博士,合肥工业大学经济学院讲师。

白如纯(1967-),男,辽宁锦州人,中国社科院日本研究所副研究员。

2008 年全球经济危机的阴影还尚未摆脱,日本近期又遭遇了三大灾难的侵袭——2011 年 3 月 11 日的大地震,随之而来的海啸和核泄露,这无疑对于萎靡的日本经济来说是雪上加霜。遭受灾难的日本东北部经济总量不及全日本经济的 10%,从根本上来讲,灾难并不会直接威胁到日本经济,反而日本可以通过灾后重建拉动经济增长。尽管如此,近期日本发生的一连串事件不得不令全球市场高度关注日本经济及其财政和债务状况。进入 2011 年以来,日本经历了 3 次主权信用问题的挑战。1 月 27 日,标准普尔将日本长期主权信用评级从“AA”下调至“AA-”,这是 2002 年 4 月以来的首次调降,也是发达国家首次出现的评级下调。继标准普尔降级决定之后,穆迪公司于 2 月 22 日再次向日本发出警告,将日本主权信用评级前景从“稳定”下调为“负面”。受地震、海啸及核泄漏事故的影响,标准普尔在 4 月 27 日同样将日本长期主权信用评级前景从此前的“稳定”下调至“负面”。在不断恶化的财政状况和政府债务的负担下,地震增加了人们对日本债务问题的担忧,日本是否会爆发下一轮主权债务危机这一问题变得扑朔迷离。

一、日本在灾难前后的财政和债务问题

日本的公共支出存在严重的低效率问题。^[1]日本在发生灾难之前就已经是发达经济体中公共财政和债务问题负担最严重的国家。2010 年 12 月底,日本的国家债务余额已高达 919 万亿日元,人均债务负担已增至 721 万日元,未清偿的国债占 GDP(国内生产总值)的比重已经达到了 200%。然而,即使以财政赤字闻名于世的美国,政府债务占 GDP 的比重也不过 100% 左右。国际货币基金组织在 2010 年 5 月份发布的最新财政监测报告中估算,日本政府债务占 GDP 比率将在 2015 年达到 250%。在该报告涵盖的 56 个发达经济体和新兴经济体中,日本的这个比率名列第一。

日本财政状况急剧恶化主要始于 20 世纪 90 年代“泡沫经济”的破灭。“泡沫经济”的破灭令日本经济陷入战后最严重的危机之中。为了恢复经济元气,1992 年宫泽喜一开始实施积极的财政政策,不断增加公共工程投资力度。积极财政政策俨然成为日本历届政府应对经济顽症的“秘方良药”,其后历代政府纷纷效仿。但是扩张性财政政策所引起的另一个主要问题是它意味着财政体制改革的延迟,因为 90 年代的日本政府认为为了防止经济滑坡的扩张性财政政策是必要的,而财政体制改革并没有立刻执行的必要。^[2]虽然采用了这样一番刺激总需求的政策,其效果却不尽如人意,90 年代日本的财政政策对于日本的产出影响并不大,而且财政政策的影响对于整个宏观经济的作用也是微不足道的。^[3]一轮又一轮扩张性财政政策中,政府财政赤字日益膨胀,财政状况极度恶化。

在两个“失落的 10 年”中,日本为了刺激经济增长而积累了大量的财政赤字。但是自 2002 年以来,日本凭借出口拉动的东亚型增长方式,其财政收支和经济状况都得到了显著改善,财政赤字占 GDP 的比重一度控制在 2% 左右。可是好景不长,2008 年全球经济危机再次重创日本经济,全球需求的急剧下降使长期依靠出口的日本经济遭到严重打击,日本的财政状况持续恶化,财政赤字占 GDP 的比重重新扩大到 8% 以上。尽管从 20 世纪 80 年代开始直到现在,日本有多届政府都曾致力于以削减财政赤字为目标的财政重建,可结果却都是以失败而告终。因而不仅日本政府在政治领导力和财政重建决心方面受到多方质疑,国际社会对日本政府债台高筑的担忧也是越来越强。

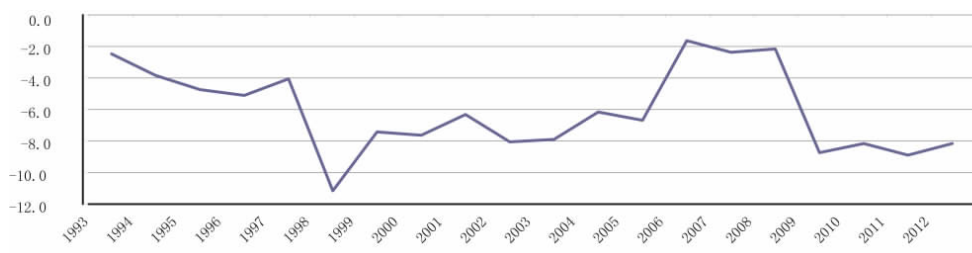


图 1 日本财政收支差额/GDP 比例变化(%)

资料来源: OECD 官方网站数据整理 2011 和 2012 的数据为 OECD 预计数。

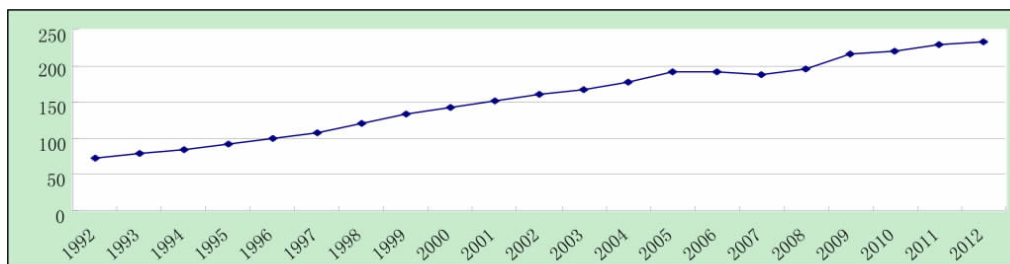


图 2 日本政府债务/GDP 比例变化(%)

资料来源: IMF 官方网站数据整理 2011 和 2012 的数据为 IMF 预计数。

3月11日发生的地震灾难给日本带来的负面影响无疑是给业已萎靡的日本经济以当头一棒。日本在巨灾中的损失惨重,并且灾难带来的后续问题正在慢慢显露,每一轮的经济预测都呈现悲观态势,其中的一项担忧就是针对日本债务问题。^[4]灾后重建会为日本东北部提供增强竞争力的机会,但当前的财年和下一个财年经济增长将还会严重依赖财政上的重建预算和财政融资。日本官方估算在2011至2012财年启动第一轮灾后重建额外的财政支出将会达到470亿美元,这将会占据0.8%的GDP,比之前预计的要高出许多。第二轮和第三轮灾后重建预算在2011至2012财年将会更多,会达到GDP的1.2%。这些支出还并不包括接下来几年财政年度的重建预算。日本政府的债务水平在灾后也许会进一步大幅上升,如果长期压力逐步累积,债务负担达到一定高度,市场将把“风险溢价”加入到政府债券的价格体系中,日本的偿债能力出现问题,这将使日本经济如同在钢丝上行走,并给后危机时期的日本经济和全球经济带来严重冲击。

二、日本低成本发行国债原因分析

由于经济的长期低迷,财政赤字的不断累积,债务规模的不断膨胀,再加上近期的天灾人祸,日本的财政安全问题变得尤为突出。日本财政赤字占GDP的比例大于8%,未清偿债务余额占GDP的比例也已经达到200%。而国际上对于这两项指标的标准是财政赤字占GDP比例应该不高于3%,债务余额占GDP比例应该不高于60%。历史经验表明,如果一个国家长期拥有太大的财政赤字和公共债务,这会导致这个国家真实利率上升。当真实利率持续增长高于真实GDP的增长时,那么债务的可持续性问题将变得非常严重。但是日本的真实状况,从20世纪90年代开始就和历史经验不相一致。更加有意思的是,20世纪90年代这10年日本政府债券收益率不但没有增加,反而从7%降到2%以下,而净债务余额却从GDP的20%上升到GDP的60%。^[5]从2000年开始,日本的净债务余额开始攀升至GDP的90%,但是其国债的长期收益率却仍然没有超过2%。这似乎说明很长一段时间以来日本政府都并没有被庞大的财政赤字束缚住手脚,通过发行政府债券为财政赤字融资对于日本政府来说成为了一个“游刃有余”的途径。

日本国债的低收益率与全球充沛的流动性、很多国家的投资战略和日本央行的适应性货币政策密不可分。首先,从1997年以来,全球货币供应以惊人的速度扩张。从1997年到2006年,全球主要经济体的M1(狭义货币)与GDP的相对比例,美国从40.6%提高到53.3%,欧盟从24.1%提高到44.6%,日本从29.5%提高到78.5%。这意味着10年的时间里,世界经历了一个快速的货币全球化、全球货币化的过程,也意味着日本可以以较低的成本从全球金融市场融资。其次,面对美元的贬值和债务风险问题,大规模增持日本国债,被中国在内的很多国家看成是为外汇储备多元化投资策略。日元是全球第四大储备货币,由日元储备国持有的日元储备购买日本政府债务具有相对的长期性和稳定性。^[6]既然日本国债拥有庞大的市场需求,这一需求自然会起到维持日本国债低收益率的作用。最后,自从20世纪90年代以来泡沫经济破灭,日本央行在大部分的时间里维持极度宽松的金融环境,保持低利率水平来刺激总需求,日本长期国债收益率也是普遍被压低。

三、日本债务管理可行性分析

随着财政状况的不断恶化和政府债务的不堪重负,地震再一次强烈触发人们对日本债务问题的担忧。日本政府实行必要的债务管理变得势在必行。可是日本政府能否实行有效的债务管理却是一个十分复杂的问题。在2008年全球金融危机升级之前,虽然日本拥有庞大的财政赤字和政府债务,可是却

完全具有偿付公共债务的能力。换句话说,在 2008 年之前日本债务的主要问题是流动性问题,而不是偿付能力的问题,日本政府完全有机会、有条件实施有效的债务管理措施。主要有以下几个原因。

首先,日本政府不是“资不抵债”,而是“资可抵债”。要理解日本的债务问题,区分公共债务和净公共债务是一个关键点。公共债务,又称国家债务、政府债务或主权债务,由中央政府债务、地方政府债务和公共部门债务构成。净公共债务是公共债务去除掉中央政府和地方政府所有的资产和社会保障基金后剩余的部分。日本政府的有形资产和金融资产由中央政府资金、地方政府资金和社会保险基金构成,大约为 900 万亿日元(约 11.34 万亿美元),而日本政府的公共债务大约为 875 万亿日元(约 11.03 万亿美元)。虽然日本的公共债务规模庞大,可是净公共债务却并不存在。从某种角度来说,日本政府处于“资可抵债”的状况。

其次,日本的债务结构也为日本财政赤字的顺利融资提供了有利条件,在日本债务可持续性问题上发挥了巨大作用。日本政府债务是以日元结算的,在 2008 年全球金融危机之前,只有大约 5% 的政府债务被外国机构所持有,而 95% 的政府债务则被本国居民持有。日本大型的且稳定的机构投资者,包括日本邮政银行和日本养老基金,持有几乎一半的日本公债。除此之外,日本央行大约持有 1/10 的政府债务。由于本国投资者持有本国国债不承担汇率风险,这意味着日本国债市场的投资者结构要稳定得多。这样的债务持有结构可以让日本对债务操作具有极大的灵活性,日本可以发挥对债务管理的控制力。

再次,尽管个人对政府债券的购买力近些年来呈现出不断下降的态势,可是企业却启用规模较大的储蓄来购买政府债券。所以总的来说,日本政府债券在日本国内还具有相对庞大的市场。最后,日本自 1997 年实行的为政府支出融资的“财政投资融资计划”(FILP),即日本财政机构的资金及日本政府的资金按照一定计划所进行的出资和融资,已经为其他政府债券提供了财政空间。近些年来,“财政投资融资计划”极大地减少不断增加的财政赤字对债务水平的冲击力度。

然而,日本政府却并没有抓住有效实施债务管理的机会,这与政治利益的再分配矛盾有很大关系。从政局来看,近些年来日本政坛更迭频繁,执政党和在野党重小利而轻大义,在互相拆台中难以在财政重建和债务管理上取得一致和连续性的效果。一个稳定的政府才有动力削减财政赤字和执行前后一致的政策。^[7]从执政党和利益集团的关系来看,地方利益集团或政客通过一系列的游说活动可以成功地从中央和地方政府获得更多的财政支持,他们对日本财政赤字的扩大可谓“功不可没”。^[8]当然,执政党需要这些利益集团的支持方能坐稳江山。从中央和地方财政关系来看,由于政府间融资的软预算问题,中央政府对地方政府的财政支持十分沉重,这也令日本的财政每况愈下。^[9]虽然曾经的小泉政府决心将财政重建进行到底,可是最后还是迫于国内形势放弃该目标。自从 2008 年全球金融危机开始,日本宏观环境逐渐恶化,再加上灾后重建所带来的财政难题,日本正在丧失对债务管理的能力和条件。

第一,日本内部承受公共债务的能力在下降,隔绝外在风险的能力也在下降。受金融危机影响,日本邮政银行、养老基金在内的传统投资机构,还有个人和企业,在吸收日本政府债务的能力和意愿上已经大不如前。并且日本不仅要面临来自内在的自身环境的改变,来自外在的威胁也越来越重。随着外国越来越多的机构放弃美国国债而转向日本国债,日本隔绝外在风险的能力也会今非昔比。一旦持有大量日本国债的外国投资者突然抛售日本国债,将会严重影响日本经济的稳定。也就是说,如果日本内向型债务结构一旦被打破,日本政府在债务管理上的能力会受到严重削弱。

第二,日本很难在现实中立即实现“资可抵债”。虽然从理论上来说日本可以实现“资可抵债”,似乎只要把政府拥有的资产出售,政府就能立即获得收入,进而降低负债水平。然而,这又引发了两个问

题。一个问题是日本政府能有多少资产可以出售?政府的很多有形资产是以公众基础设施的形式存在的,例如公路,这些很难被出售。同样的道理,很多以养老基金形式存在的金融资产,一样无法出售。养老基金,是从民众那里接收的养老保险费,将来必须要支付给那些退休人员,它无法像财政税收那样可以由政府自由支配。另一个问题是公共养老基金究竟会持续增长到何时?日本正在面临人口出生率下降和人口老龄化问题,政府未来的社会负担会越变越重,其社会保障系统也会受到威胁。

第三,日本发行债务的成本将会上升。对投资者而言,选择持有何种金融产品,关键是看该产品的收益与风险是否匹配。居高不下的政府债务和灾后新增的政府债务引发了国际社会对日本债务可持续性的普遍担忧。一旦日本国债违约风险提升,新发国债收益率势必上升,日本的债务负担会更加严重。在经济复苏前景暗淡的情况下,日本政府治理债务的空间将会变得所剩无几。从上述分析来看,全球金融危机之后日本在高额债务方面面临的问题不仅仅是流动性问题,更是偿付能力的问题,并且当前全球对世界通货膨胀和紧缩性货币政策的预期很可能会加重日本现有的问题。因而,从当前疲软的全球经济形势和日本国内经济形势来看,日本如果还无法实施有效的债务管理,它将很可能成为下一个主权债务危机爆发的国家。

四、结论及展望

日本的财政支出严重依赖对公共债务的发行,这导致了日本巨大的财政赤字与沉重的债务负担在很长一段时间都呈现出相伴而行的状态。如果财政支出过分依赖发行债务,财政就会处于脆弱的状态,并对财政的未来发展构成潜在的威胁。因为国债毕竟是一种有偿性的收入,国家财政支出主要还是依赖于税收,债务收入只能是一种补充性的收入。

日本财政赤字和庞大债务的可持续性需要一定的“天时、地利、人和”。在超高的负债率下,日本的“天时、地利、人和”正是其债务的特殊结构和长期的低利率环境。但是2008年对于日本财政来说似乎是个分水岭,2011年大地震更是一个敏感源。2008年全球金融危机之前,由于其自身特有条件和国际环境,日本政府有机会、有条件建立债务管理制度,可是不稳的政局和各届政府政策的不连贯性使日本一再坐失改革良机。2008年以来受全球金融危机的拖累,日本经济前景低迷暗淡,财政赤字和政府债务已达到空前状态,原有的“天时、地利、人和”正在悄然发生改变,日本正在丧失对债务管理的能力和条件。3月11日大地震更令日本经济雪上加霜,再加上灾后重建所带来的财政难题,经济下行风险正在提升,爆发主权债务危机的可能性大大提高。如果继续缺乏核心的政策应变能力及不确定的经济增长前景,现阶段日本政府削减财政赤字的目标很有可能再次半途而废。因此,尽快实施财政和债务管理政策对于现阶段和今后几个阶段的日本政府来说是“箭在弦上,不得不发”,否则短期日本经济会难以运转,日本中长期将爆发主权债务危机。无论哪种结果出现,在世界经济高度一体化的今天,势必会给全球经济带来沉重打击。

尽管问题严重,日本仍然是一个非常具有经济实力的国家。日本在2010年是全球第三大经济体,占据全球GDP的8.7%,它拥有持续的经常账户盈余与高企的对外净资产,它在全球贸易中占有重要的一席之地,而且它一直是技术研发高度发达的制造业大国。因而,日本还是具有一定的客观基础来实施有效的财政整顿。但是,进行有效的财政整顿不仅会涉及到增加税收,减少支出,尤其是减少养老保险和健康保障等一系列问题,更涉及到日本政治利益的再分配问题。

参考文献:

[1] 庞德良,于林英.战后日本公共财政存在的问题及改革方向[J].现代日本经济,2008(2):31-35.

- [2] Ihori , Nakazato , Kawade. Japan's Fiscal Policies in the 1990s V [J]. The World Economy , 2004 , (26) : 161-182.
- [3] Toshihiro Ihori , Atsushi Nakamoto. Japan's Fiscal Policy and Fiscal Reconstruction [J/OL]. <http://hi-stat.ier.hit-u.ac.jp/research/discussion/2005/pdf/D05-99.pdf>: 1-5.
- [4] Dick K. Nanto , William H. Cooper , J. Michael Donnelly. Japan's 2011 Earthquake and Tsunami: Economic Effects and Implications for the U. S. [J/OL]. <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41702.pdf>: 2.
- [5] Kiichi Tokuoka. The Outlook for Financing Japan's Public Debt [J/OL]. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1019.pdf>: 4.
- [6] 刘昊虹 , 王晓雷. 论日本的主权债务问题 [J]. 现代日本经济 2011 (2) : 22.
- [7] Toshihiro Ihori. Japan's Fiscal Policy and Fiscal Reconstruction [J/OL]. <http://www.fordschool.umich.edu/rsie/Conferences/CGP/May2004PreconfPapers/Ihori.pdf>: 1-5.
- [8] Toshihiro Ihori and Atsushi Nakamoto. Japan's Fiscal Policy and Fiscal Reconstruction [J]. International Economics and Economic Policy , 2004 , (2) : 153-172.
- [9] Yasuo Goto. Governance of the Management of Public Debt in Japan [J]. Public Policy Review , 2008 , (4) : 2.

责任编辑 孙慧宗

Japan's Post-disaster Public Finance and Debt and Future Perspectives

NA Ming¹ BAI Ru-chun²

(1. School of Economics , Hefei University of Technology , Hefei , Anhui 230009 , China;

2. Institute of Japanese Studies , CASS , Beijing , 100007 , China)

Abstract: Japan is one of the industrialized countries with the most serious highest financial deficit and government debt burden. The European and US sovereign debt crisis have increased the market concern about the Japanese government debt. The debt structure and the low interest rates had helped Japan to sustain her financial deficit and government debt before the global financial crisis of 2008. The declining global and domestic economy , however , had added to the risk of default. Even worse is Tohoku Earthquake on March 11 , 2011 which caused following tsunami and nuclear leakage. The Japanese economy may suffer from financial distress in the short-run and sovereign debt crisis in the long-run , unless effective debt management policies and financial consolidation plans are implemented in time.

Key Words: Financial Deficit; Debt Burden; Sovereign Debt Crisis; Debt Management; Financial Crisis