

证券研究报告—深度报告

宏观经济

日本财赤专题研究

2011年03月25日

相关研究报告:

深度报告

证券分析师: 周炳林

电话: 0755-82130638

E-mail: zhoublin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980510120066

证券分析师: 林松立

电话: 010-66026312

E-mail: linsl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980510120050

证券分析师: 崔嵘

电话: 021-60933159

E-mail: cuirong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码:
S0980510120057

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

日本财政真相: 国债与赤字的游戏

● 为何问题不小, 游戏继续?

日本是世界上负债率最高的国家之一, 市场担心地震将使日本财赤进一步恶化, 从而引发债务危机。然而必须思考的是, 为何貌似问题不小, 游戏却可继续? 带着这样的问题, 我们系统地梳理日本赤字的来龙去脉, 我们对于前述担忧并不认同, 主要依据如下:

● 日本财政已有问题未如想象中严重

日本已有赤字主要由持续降税引起, 因而根本问题未如想象中严重, 日本反映公共部门对国民经济总占用的财政支出占 GDP 的 15-17%, 纵向上长期保持稳定, 横向上低于其他国家 (中国 18-20%)。日本总税收由 1990 年的 60.1 万亿日元 (占 GDP 的 13.6%) 降至 2010 年的 37.1 万亿 (占 GDP 的 7.8%), 期间 GDP 反而增长了 10%, 日本国债 95% 由国民购买, 当前的国债是未来的税收, 赤字增加与税收减少是民主选举“派糖政治”下, 政府与国民之间的游戏;

● 地震对赤字的影响规模不大且非持续

地震赤字相对总赤字的规模不大, 按照世行估计, 本次地震损失占日本 GDP 的 2.5%-4%, 按照阪神的案例, 归于政府负担的重建支出不大于 GDP 的 2.3%, 因此, 相对于 190%GDP 的债务存量和约 10%GDP 的赤字流量来说, 地震赤字规模不大。非持续性也是分析地震赤字影响必须看到的重要一点, 在各国财政历史上, 作为一次性事件, 不管是灾害、还是战争, 赤字的影响均在随着事件的结束而结束。以历史案例看, 阪神地震仅在当年和次年影响了日本赤字。

● 预计日本 2011-2014 年赤字为 -10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%

按照我们的测算, 日本 2011-2014 年赤字为 -10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%, 2010 年日本赤字已经存在向危机前复归的趋势, 本次地震的影响在于将复归步伐延缓了两年。在日本的财赤中, 因为人口老化、税制过轻、福利过高等稳定的社会经济因素导致的持续的“结构性赤字”为 -6.38%, 一个经济中的“结构性赤字”是一个相对固定的值, 计算方法为最近一个完整经济周期中, 财政总赤字的均值。赤字的第二部分是“周期性赤字”, 它随经济周期波动, 经济好时有“周期性盈余”, 差时有“周期性赤字”, 当前日本处于 09 年金融危机恢复期, 09 年时“周期性赤字”高达 -5%, 2010 年随着经济恢复, 已经缩小为 -2.87%, 因为生产中断, 地震一定程度抑制了日本 2011 年经济增长, 预计周期性赤字将达 -3%, 但 2012 年之后将较快收窄为 -1%, 2013 年后周期性赤字可能将消失, 乃至出现 1%-2% 的周期性盈余; 在结构性和周期性赤字之外, 参考阪神案例, 地震造成的一次性赤字影响在 11、12 年产生, 分别为 0.8%、1.5%, 随后为零。

● 日本财政出路: 发债空间将被发挥到机制, 最终加税

民主选举“派糖政治”会把继续发债的空间发挥到极致, 从而把加税时点推迟到极致, 但是, 当前国债是未来税收, 日本财赤最终出路仍然在于加税, 在全球比较中, 现时日本税率属于非常轻的行列, 日本税收增加的空间还很大。

● 两个日本加税的促发点

其一, 全球发生大型通胀并传导至日本, 超低利率水平不可维持; 其二, 居民个人金融资产无法支撑国债余额。

内容目录

摘要	4
日本财政真相：国债与赤字的游戏.....	6
财政分析的三大经济学原理.....	6
原理之一：三类赤字具有三种不同性质	6
原理之二：财政平衡表仅是现金流量表	7
原理之三：当前的国债是未来的税收	7
日本债务的已有问题未如想象中严重	7
日本财政支出占比 GDP 的根本指标一直稳定、健康.....	7
日本非息财政支出占比 GDP 仅围绕 12.5%波动，远低中国	7
日本已有财赤和债务的原因在于持续降税.....	8
地震赤字影响不大	11
地震赤字相对总赤字的规模不大	11
地震赤字不具有持续性.....	11
对未来几年日本总财赤的判断	12
预计日本 2011-2014 年赤字分别为-10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%	12
我们测算的依据	12
日本财政问题的解决之道	14
民主选举“派糖政治”会把发债空间发挥到极致，从而把加税时点推迟到 极致	14
当前的国债是未来的税收，日本财赤的最终出路仍然在于加税.....	14
加税促发点一：全球发生大型通胀并传至日本，超低利率不可维持.....	15
加税促发点二：居民个人金融资产无法支撑国债余额	15

图表目录

图 1: 三类财政赤字的原因与影响.....	6
图 2: 中日财政支出占比 GDP 的比较.....	7
图 3: 日本历次刺激政策的时间与金额	9
图 4: 日本刺激政策对于经济的作用	10
图 5: 除了长时间大规模战争之外, 战争对政府债务和赤字影响不大	11
图 6: 阪神地震对于赤字规律的扰动	13
图 7: 1992-2010 日本 GDP 增速与周期性赤字占比 GDP.....	14
图 8: 日本每年利息支出占 GDP 比重.....	15
表 1: 中日财政支出占比 GDP 明细	8
表 2: 中日税收、赤字占比 GDP 的比较	9
表 3: 日本财政总账户收入、支出主要项目情况.....	10
表 4: 1992-2010 年 GDP 增速与财政赤字分解	12
表 5: 2011 年日本财政赤字占比 GDP 的情景分析	14

摘要

日本是世界上负债率最高的国家之一，2010 年其国债余额占 GDP 超 190%。虽然在小泉政府任期内，日本赤字得到改善，但 07 年之后又出现恶化趋势，占比 GDP 一度超过了 11%（3%为警戒线）。因此，市场担心地震将使日本财赤进一步恶化，从而引发债务危机。

然而必须思考的是，为何貌似问题不小，游戏却可继续？带着这样的问题，我们系统地梳理日本赤字的来龙去脉，我们对于前述担忧并不认同，主要依据如下：

日本财政已有问题未如想象中严重：

日本已有赤字主要由持续降税引起，因而根本问题未如想象中严重，日本反映公共部门对国民经济总占用的财政支出占 GDP 的 15-17%，纵向上保持稳定，横向上低于其他国家（中国 18-20%）；

日本总税收由 1990 年的 60.1 万亿日元（占 GDP 的 13.6%）降至 2010 年的 37.1 万亿（占 GDP 的 7.8%），期间 GDP 反而增长了 10%，日本国债 95%由国民购买，当前的国债是未来的税收，赤字增加与税收减少是民主选举“派糖政治”下，政府与国民之间的游戏；

地震对赤字的影响规模不大且非持续：

地震赤字相对总赤字的规模不大，按照世行估计，本次地震损失占日本 GDP 的 2.5%-4%，按照阪神的案例，归于政府负担的重建支出不大于 GDP 的 2.3%，因此，相对于 190%GDP 的债务存量和约 10%GDP 的赤字流量来说，地震赤字规模不大。

非持续性也是分析地震赤字影响必须看到的重要一点，在各国财政历史上，作为一次性事件，不管是灾害、还是战争，赤字的影响均在随着事件的结束而结束。以历史案例看，阪神地震仅在当年和次年影响了日本赤字。

预计日本 2011-2014 年赤字-10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%：

按照我们的测算，日本 2011-2014 年赤字-10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%，2010 年日本赤字已经存在向危机前复归的趋势，本次地震的影响在于将复归步伐延缓了两年。在日本的财赤中，因为人口老化、税制过轻、福利过高等稳定的社会经济因素导致的持续的“结构性赤字”为-6.38%，一个经济中的“结构性赤字”是一个相对固定的值，计算方法为最近一个完整经济周期中，财政总赤字的均值。赤字的第二部分是“周期性赤字”，它随经济周期波动，经济好时有“周期性盈余”，差时有“周期性赤字”，当前日本处于 09 年金融危机的恢复期，09 年时“周期性赤字”高达-5%，2010 年随着经济恢复，已经缩小为-2.87%，因为生产中断，地震一定程度抑制了日本 2011 年的经济增长，预计周期性赤字将达-3%，但 2012 年之后将较快收窄为-1%，2013 年后周期性赤字可能将消失，乃至出现 1%-2%的周期性盈余；在结构性和周期性赤字之外，参考阪神案例，地震造成的一次性赤字的影响在 11、12 年产生，分别为 0.8%、1.5%，随后为零。

民主选举“派糖政治”会把继续发债的空间发挥到极致，从而把加税的时点推迟到极致：

日本财赤的前景展望：在扣除阶段性、一次性影响的周期性赤字和地震赤字之后，日本仍有 6%左右的结构性持续赤字，我们预计，民主选举的“派糖政治”会把继续发债的空间发挥到极致，从而把加税的时点推迟到极致。

日本财赤的最终出路仍然在于加税:

但当前的国债是未来的税收，日本财赤的最终出路仍然在于加税，在全球比较中，现时日本税率属于非常轻的行列，日本的消费税、增值税仅 5%，在 OECD 国家最低，个人所得税也很低，一个年收入 82000 美元的纳税人在英国的所得税负为 27.3%，美国为 16.7%，日本为 8.6%，中国为 17-21%。日本上述税收增加的空间还很大。

日本加税的促发点:

日本加税的促发点之一：全球发生大型通胀并传导至日本，超低利率水平不可维持。2010 年日本国债利息支出占 GDP 仅 2.04%，处在中间水平。日本历史上，该比率最高超过 3%；欧元区国家该指标也在 2.5-5% 的水平。上述情况的重要原因在于通货紧缩使得日本国债利率重心持续向下。2010 年日本存量国债约 919 万亿日元，一旦出现较大型全球通胀并传导至日本，迫使利率重心向上，国债游戏无法持续，必然触发加税工具。

日本加税的促发点之二：居民个人金融资产无法支撑国债余额。存量上，日本居民个人金融资产近 1500 万亿日元，国债余额 919 万亿，占比 61%。增量上，金融机构对企业的借款占其全部借款 1990、2000、2008 年，分别为 52.8%、44.7%、31.7%（有借有还），用于购买国债的支出 1990、2000、2008 年分别是 4.2%、7.9%、16.9%（越借越多）。由于经济疲软，日本居民金融资产的总规模扩张速度不可能太快，由此，国债余额的增加将直接导致其占比居民金融资产的提高，居民个人金融资产无法支撑国债余额之时，就是税收增加之日。

日本财政真相：国债与赤字的游戏

日本是世界上负债率最高的国家之一，2010 年其国债余额占 GDP 超 190%。虽然在小泉政府任期内，日本赤字得到改善，但 07 年之后又出现恶化趋势，占比 GDP 一度超过了 11%（3%为警戒线）。因此，市场担心地震将使日本财赤进一步恶化，从而引发债务危机。然而必须思考的是，为何貌似问题不小，游戏却可继续？带着这样的问题，我们系统地梳理日本赤字的来龙去脉，我们对于前述担忧并不认同，主要依据如下：

日本已有赤字主要由持续降税引起，赤字增加与税收减少是民主选举“派糖政治”下，政府与国民之间的游戏；地震赤字相对总赤字的规模不大，持续时间也仅 2 年。综合我们的测算，日本 2011-2014 年赤字-10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%，本次地震的影响在于将原本就存在的赤字向危机前复归的步伐延缓了两年。

在扣除阶段性、一次性影响的周期性赤字和地震赤字之后，日本仍有 6%左右的结构性赤字，我们预计，民主选举的“派糖政治”将继续发债的空间发挥到极致，从而把加税的时点推迟到极致。但当前的国债是未来的税收，日本财赤的最终出路仍然在于加税，加税的促发点一是全球发生大型通胀并传导至日本，超低利率水平不可维持；二是居民个人金融资产无法支撑国债余额。

展开分析之前，我们建议先了解财政分析的三大经济学原理。

财政分析的三大经济学原理

原理之一：三类赤字具有三种不同性质

财政分析首要的经济学原理在于：应将财政赤字分为“结构性赤字”、“周期性赤字”和“一次性事件赤字”，以区分不同影响。其中，“结构性赤字”指在经济周期中段（经济不好不坏）的赤字水平，这类赤字是因为某种稳定的社会经济因素（人口老龄化、民主选举政治导致社保福利过高等）造成的财政持续入不敷出；“周期性赤字”则是围绕“结构性赤字”趋势线波动的部分，该赤字随经济周期波动，经济繁荣时有周期性盈余，衰退时有周期性赤字。而地震后重建而引致的财政赤字应归类于“一次性事件赤字”，按其性质，分析时不仅可将其类比历次地震灾害，也类比于其他灾害引发的赤字和历史上的“战争赤字”。

图1：三类财政赤字的原因与影响

	赤字原因	影响
➤结构性赤字	因为某种稳定的社会经济因素（人口老龄化、民主选举政治导致社会福利过高等）造成的财政持续入不敷出	• 影响规模较大，持续时间较长，会导致较大规模的国债存量
➤周期性赤字	因应经济周期性波动产生的赤字，一般以实际赤字与结构性赤字趋势之差测量	• 经济繁荣时有周期性盈余，衰退时有周期性赤字。盈余与赤字均具有阶段性
➤一次性事件赤字	应对战争、自然灾害	• 随着事件影响结束而结束

资料来源：国信证券经济研究所

原理之二：财政平衡表仅是现金流量表

传统上，财政余额正负两种情况称“盈余”和“赤字”，这让人误以为财政收支是公共部门的损益表，实际上并不然，财政收支报表仅是政府部门的一张现金流量表，因为，财政开支不区分“资本性开支”（政府修路的支出，有对应资产存在）和“消费性开支”（公款吃喝、公务员工资，花费后无资产存在）。

原理之三：当前的国债是未来的税收

日本债务的已有问题未如想象中严重

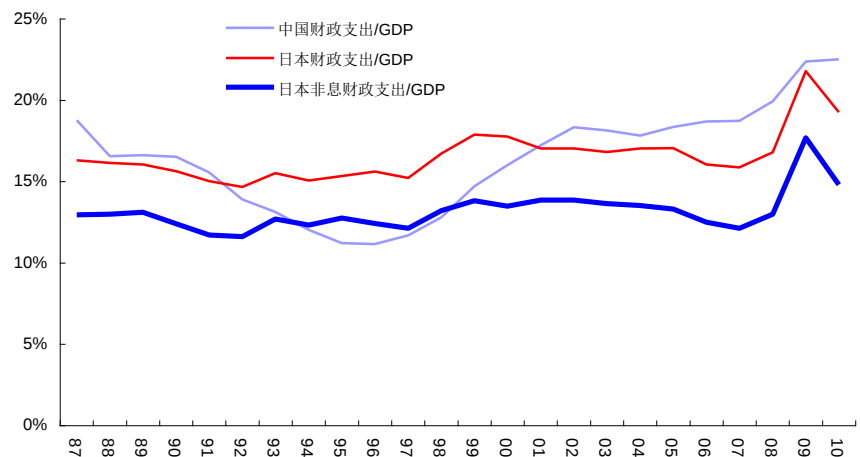
日本财政支出占比 GDP 的根本指标一直稳定、健康

日本的财政支出占比 GDP 一直较为稳定、健康，日本总财政支出占比 GDP 在 1987 年达到 16.3%，此后至 08 年均在 15-17% 之间，无上升趋势。与中国横向比较，1990 年代日本财支占比 GDP 稍高于中国，但 2000 年后十多年中国财政支出占比出现趋势性上升，已高于日本 2-3 个百分点。

2009 年金融危机，不仅日本，世界各国都采取措施刺激经济，日本财政支出占比 GDP 增加 5 个百分点，刺激力度比中国高 2.5 个百分点，但最终形成的财政支出占比水平仍然低于中国，2010 年后日本该指标明显回落（中国继续上升）。必须看到的是，这是一种典型的“周期性支出”，经济恢复正常，这部分支出将明显减少。

由于当前的国债是未来的税收，财政支出占比 GDP 才是显示政府对于国民经济成果总支配的综合指标，日本此项指标不仅趋势平稳，而且国际纵比绝非畸形。

图2：中日财政支出占比GDP的比较



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

日本非息财政支出占比 GDP 仅围绕 12.5% 波动，远低中国

日本 95% 的国债由国民购买，日本剔除利息的纯财政支出更能反应政府对国民生产成果的占用。日本该指标占比 GDP 在 1987 年达到 13.0%，1987-2008 的 12 年间围绕 12.5% 波动，同样无上升趋势。比较而言，中国国债利息支出约

1500-1700 亿人民币，约占 GDP 的 0.5%，由此中国非息财政支出占 GDP 仍然在 20%左右。

表1: 中日财政支出占比GDP明细

指标名称	中国财政支出/GDP	日本财政支出/GDP	日本非息财政支出/GDP
1987	18.8%	16.3%	13.0%
1988	16.6%	16.1%	13.0%
1989	16.6%	16.1%	13.1%
1990	16.5%	15.6%	12.4%
1991	15.5%	15.0%	11.7%
1992	13.9%	14.7%	11.6%
1993	13.1%	15.5%	12.7%
1994	12.0%	15.1%	12.3%
1995	11.2%	15.3%	12.7%
1996	11.2%	15.6%	12.4%
1997	11.7%	15.2%	12.1%
1998	12.8%	16.7%	13.2%
1999	14.7%	17.9%	13.8%
2000	16.0%	17.8%	13.5%
2001	17.2%	17.0%	13.9%
2002	18.3%	17.0%	13.9%
2003	18.1%	16.8%	13.6%
2004	17.8%	17.0%	13.5%
2005	18.3%	17.0%	13.3%
2006	18.7%	16.1%	12.5%
2007	18.7%	15.9%	12.1%
2008	19.9%	16.8%	13.0%
2009	22.4%	21.8%	17.7%
2010	22.5%	19.3%	14.8%

资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

日本已有财赤和债务的原因在于持续降税

不难看出，无论纵横比，日本赤字都不是因为支出的挥霍无度，真正导致日本赤字的原因在于降税，1990 年日本总税收达到 60.1 万亿日元，占比 GDP 为 13.6%，至 2010 年一路降至 7.8%，税收金额仅有 37.4 万亿日元（20 多年间 GDP 反而增长 10%或 40 万亿日元），在降税的过程中，由于支出基本稳定，赤字国债逐渐增加，再加随之形成的国债利息支出，由此造成 2009 年以来的 10%赤字。这一现象一方面是 1990 年代以来日本经济不振，降税是日本政府重要刺激经济措施之一（野村证券测算，90-05 年相关举措刺激 GDP 形成累计达 4000 万亿日元），另一方面是民主选举导致的“派糖政治”。由于赤字根源在于减税（与刮地皮式的政府财政有根本区别），这是我们看到，日本财赤问题不小，游戏却能继续的原因。

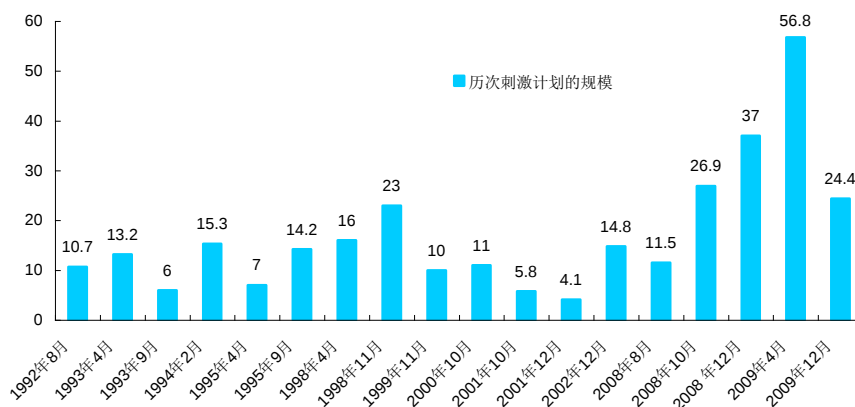
表2: 中日税收、赤字占比GDP的比较

指标名称	中国总税收/GDP	日本总税收/GDP	中国财政赤字/GDP	日本财政赤字/GDP
1987	17.7%	13.2%	-0.5%	-2.7%
1988	15.9%	13.3%	-0.9%	-1.9%
1989	16.1%	13.4%	-0.9%	-1.6%
1990	15.1%	13.6%	-0.8%	-1.7%
1991	13.7%	12.7%	-1.1%	-1.4%
1992	12.2%	11.3%	-1.0%	-2.0%
1993	12.0%	11.2%	-0.8%	-3.3%
1994	10.6%	10.4%	-1.2%	-3.4%
1995	9.9%	10.5%	-1.0%	-4.3%
1996	9.7%	10.3%	-0.7%	-4.3%
1997	10.4%	10.5%	-0.7%	-3.6%
1998	11.0%	9.8%	-1.1%	-6.7%
1999	11.9%	9.5%	-1.9%	-7.5%
2000	12.7%	10.1%	-2.5%	-6.6%
2001	14.0%	9.6%	-2.3%	-6.0%
2002	14.7%	8.9%	-2.6%	-7.1%
2003	14.7%	8.8%	-2.2%	-7.2%
2004	15.1%	9.1%	-1.3%	-7.1%
2005	15.6%	9.8%	-1.2%	-6.2%
2006	16.1%	9.7%	-0.8%	-5.4%
2007	17.2%	9.9%	0.6%	-4.9%
2008	17.3%	8.8%	-0.4%	-6.6%
2009	17.5%	7.8%	-2.3%	-11.4%
2010	18.4%	7.8%	-1.6%	-9.2%

资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图3: 日本历次刺激政策的时间与金额

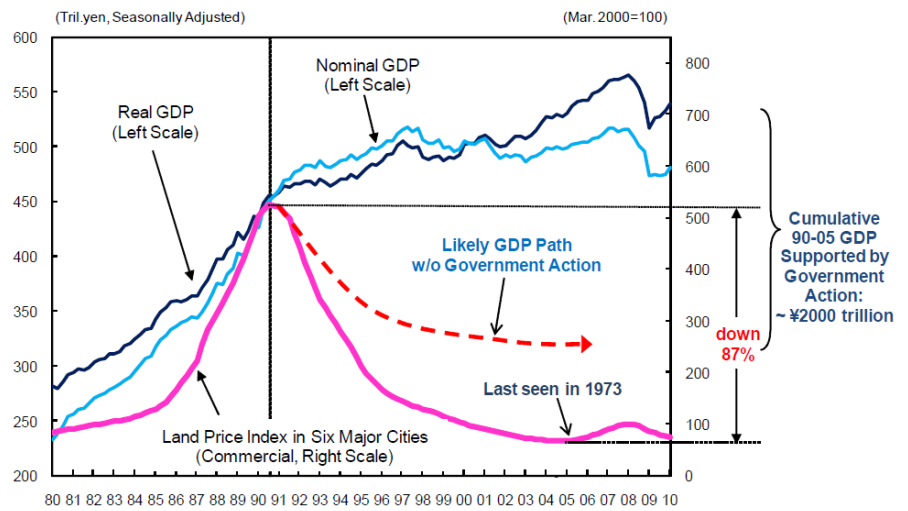
单位: 万亿日元



资料来源: Nomura Research Institute, 国信证券经济研究所

图4: 日本刺激政策对于经济的作用

单位: 万亿日元



资料来源: Nomura Research Institute, 国信证券经济研究所

表3: 日本财政总账户收入、支出主要项目情况

单位: 万亿日元

指标名称	总帐户收入	财政收入: 税收	财政收入: 其他	国债发行 (赤字)	总帐户支出	总支出	地方分配税收拨款	国债服务	国债服务: 利息	GDP: 当年价
1990	71.7	60.1	4.3	7.3	69.3	39.0	15.9	14.3	10.8	443
1991	73.0	59.8	6.4	6.7	70.5	39.2	15.8	15.5	11.0	469
1992	71.5	54.5	7.5	9.5	70.5	41.7	14.2	14.6	10.8	481
1993	77.7	54.1	7.4	16.2	75.1	47.4	13.9	13.7	10.6	484
1994	76.3	51.0	8.8	16.5	73.6	48.1	12.1	13.4	10.7	488
1995	80.6	51.9	7.4	21.2	75.9	50.8	12.3	12.8	10.7	495
1996	81.8	52.1	8.0	21.7	78.8	48.8	13.9	16.1	10.7	505
1997	80.2	53.9	7.8	18.5	78.5	47.1	15.5	15.9	10.6	516
1998	89.8	49.4	6.4	34.0	84.4	52.4	14.3	17.7	10.8	505
1999	94.4	47.2	9.6	37.5	89.0	55.7	13.1	20.3	10.5	498
2000	93.4	50.7	9.6	33.0	89.3	52.0	15.8	21.4	10.0	503
2001	86.9	48.0	9.0	30.0	84.8	52.3	16.7	15.8	9.4	498
2002	87.3	43.8	8.5	35.0	83.7	51.6	16.5	15.6	8.6	491
2003	85.6	43.3	7.0	35.3	82.4	49.5	17.4	15.5	7.8	490
2004	88.9	45.6	7.8	35.5	84.9	49.7	17.7	17.5	7.3	498
2005	89.0	49.1	8.7	31.3	85.5	49.3	17.4	18.7	7.0	502
2006	84.4	49.1	7.9	27.5	81.4	46.7	16.7	18.0	7.0	507
2007	84.6	51.0	8.2	25.4	81.8	47.6	14.9	19.3	7.4	516
2008	89.2	44.3	11.8	33.2	84.7	49.9	15.7	19.2	7.6	504
2009	102.6	36.9	12.2	53.5	102.6	66.7	16.6	19.3	8.4	471
2010	92.3	37.4	10.6	44.3	92.3	53.5	17.5	20.6	9.8	479

资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

地震赤字影响不大

地震赤字相对总赤字的规模不大

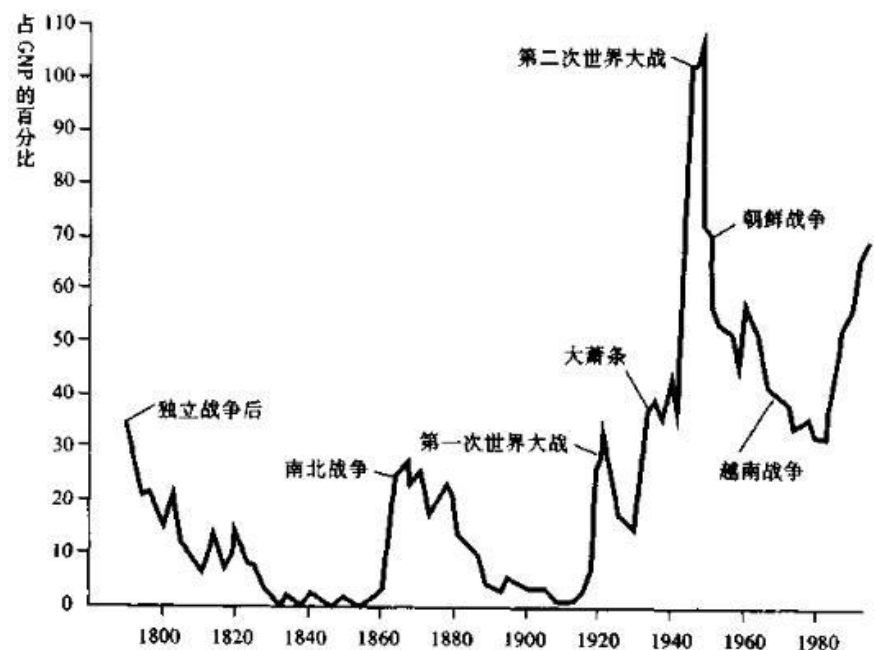
以历史案例看，在结构性赤字、周期性赤字和一次性事件赤字中，一次性事件赤字的影响占比一直很小——除非发生类似大型内战、一战、二战这样的长时间大规模战争。如南北战争、一战对美国的赤字影响每年约 6-8%，二战达到每年 13-15%，总战费中，一战 75% 靠向政府向公众借款，二战 57%，但朝鲜、越南等局部战争对于美国年度赤字的影响就很小，如下图所示，两场局部战争中，美国仍处于持续的减债过程，两次战费向公众借款的比例仅约 1%。

自然灾害赤字的影响可能更小，阪神地震的损失达到 2000 亿美元，占当时日本 GDP 的 2.5%，重建阶段分别提高 95、96 年日本赤字 0.6、1.0 个百分点，日本政府支出占比 GDP 在 15-20%，一般而言，特殊事件发生，政府的重要性提升，在阪神案例中，重建的财政赤字占地震损失就提升至 60%（平常时间政府在经济中的占比仅 20%）。本次日本东北大地震，估计损失约在 2.5%-4% 之间，预计提升 2011、2012 年日本赤字因此边际提高 0.8、1.5 个百分点。不难看出，地震赤字相对总赤字规模不大。

地震赤字不具有持续性

非持续性也是分析地震赤字影响必须看到的重要一点，在各国财政历史上，作为一次性事件，不管是灾害、还是战争，赤字的影响均在随着事件的结束而结束。以历史案例看，阪神地震仅在当年和次年影响了日本赤字。

图5：除了长时间大规模战争之外，战争对政府债务和赤字影响不大



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

对未来几年日本总财赤的判断

预计日本 2011-2014 年赤字分别为-10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%

按照我们的测算，日本 2011-2014 年赤字-10.2%、-8.6%、-6.4%、-5.4%，2010 年日本赤字已经存在向危机前复归的趋势，本次地震的影响在于将复归步伐延缓了两年。

在日本的财赤中，因为人口老化、税制过轻、福利过高等稳定的社会经济因素导致的持续的“结构性赤字”为-6.38%，一个经济中的“结构性赤字”是一个相对固定的值，计算方法为最近一个完整经济周期中，财政总赤字的均值。赤字的第二部分是“周期性赤字”，它随经济周期波动，经济好时有“周期性盈余”，差时有“周期性赤字”，当前日本处于 09 年金融危机的恢复期，09 年时“周期性赤字”高达-5%，2010 年随着经济恢复，已经缩小为-2.87%，因为生产中断，地震一定程度抑制了日本 2011 年的经济增长，预计周期性赤字将达-3%，但 2012 年之后将较快收窄为-1%，2013 年后周期性赤字可能将消失，乃至出现 1%-2% 的周期性盈余；在结构性和周期性赤字之外，参考阪神案例，地震造成的“一次性事件赤字”的影响在 11、12 年产生，分别为 0.8%、1.5%，随后为零。将上述三种赤字加总，可得出对 2011-2014 年日本财政赤字的判断。

表4：1992-2010年GDP增速与财政赤字分解

年份	GDP 增速	财政赤字	结构性赤字	周期性赤字	地震赤字
1992	2.4%	-1.8%	-1.5%	-0.3%	0.0%
1993	0.6%	-2.8%	-3.6%	0.8%	0.0%
1994	1.0%	-2.8%	-3.6%	0.8%	0.0%
1995	1.4%	-3.4%	-3.6%	0.8%	-0.6%
1996	2.0%	-3.7%	-3.6%	0.9%	-1.0%
1997	2.1%	-3.3%	-3.6%	0.4%	0.0%
1998	-2.1%	-5.7%	-6.0%	0.3%	0.0%
1999	-1.4%	-6.5%	-6.0%	-0.5%	0.0%
2000	1.1%	-5.8%	-6.0%	0.2%	0.0%
2001	-1.1%	-5.6%	-6.0%	0.4%	0.0%
2002	-1.3%	-6.4%	-6.4%	0.0%	0.0%
2003	-0.2%	-6.6%	-6.4%	-0.2%	0.0%
2004	1.6%	-6.3%	-6.4%	0.1%	0.0%
2005	0.7%	-5.5%	-6.4%	0.8%	0.0%
2006	1.1%	-4.8%	-6.4%	1.6%	0.0%
2007	1.6%	-4.4%	-6.4%	2.0%	0.0%
2008	-2.2%	-5.7%	-6.4%	0.7%	0.0%
2009	-6.6%	-11.4%	-6.4%	-5.0%	0.0%
2010	1.8%	-9.3%	-6.4%	-2.9%	0.0%
2011E	0.0%	-10.2%	-6.4%	-3.0%	-0.8%
2012E	2.0%	-8.9%	-6.4%	-1.0%	-1.5%
2013E	1.5%	-6.4%	-6.4%	0.0%	0.0%
2014E	1.5%	-5.4%	-6.4%	1.0%	0.0%

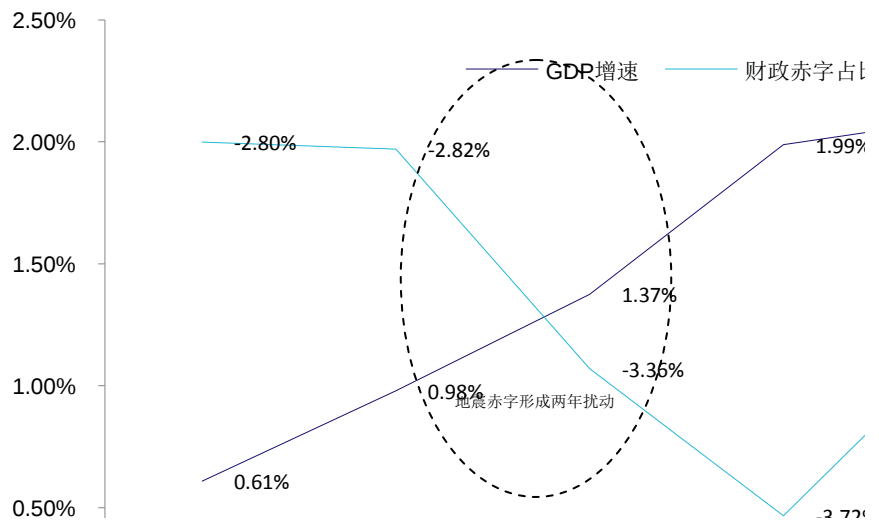
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

我们测算的依据

测算须对各年日本财政赤字占比 GDP 分解为“结构性赤字”、“周期性赤字”、“事件性赤字”三部分。首先，我们将一个完整的经济周期定义为，从经济增速的最低谷到下一个经济增速的最低谷，比如 2002 年至 2009 年，从 2002 年的-1.29%到 2009 年的-6.63%，其间经历了“一起一落”。取每一个经济周期中财政赤字占比 GDP 的均值，作为该周期中的结构性赤字，最新的结构性赤字为最近一个完整经济周期的赤字均值 6.38%；2、结构性赤字与无灾害年份的实际赤字之差，则为周期性赤字（具体分解结果见表）。3、以周期性赤字与 GDP 增速之间的关系，可复原出排除地震干扰的 1995-1996 年的纯经济周期性赤字，最后以实际赤字减结构性赤字、再减周期性赤字为地震对赤字的影响，我们对 1995 年阪神地震“赤字冲击”的估计为 0.6%，1996 年为 1%。根据本次日本东北地震的受损规模，我们预计 2011-2012 年地震赤字冲击为 0.8%、1.5%。

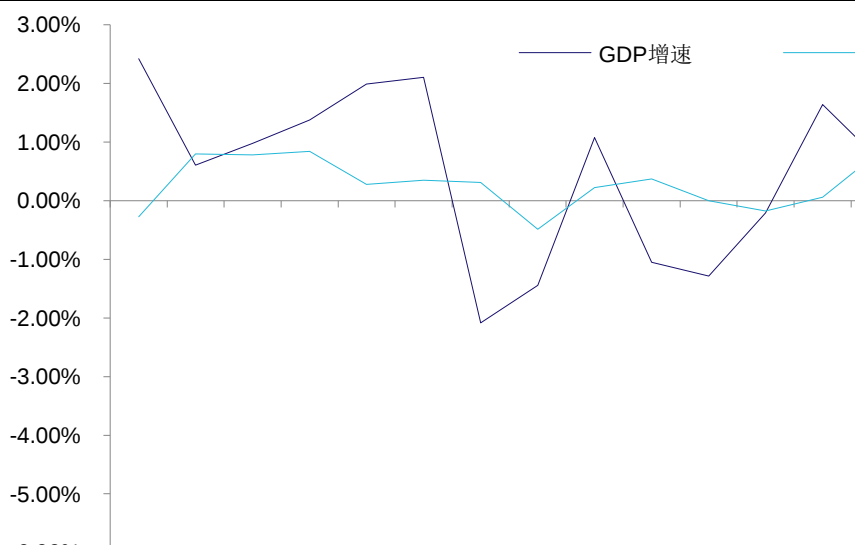
结合以上“结构性赤字”，“周期性赤字”以及“地震赤字”的假设，我们给出了不同假设组合下，2011 年日本财政赤字的情况。最乐观估计达 7.88%，而最保守情况达 10.18%。

图6：阪神地震对于赤字规律的扰动



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图7：1992-2010日本GDP增速与周期性赤字占比GDP



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

表5：2011年日本财政赤字占比GDP的情景分析

	结构性赤字	周期性赤字	地震赤字	总财政赤字
情景 1	-6.38%	-3.00%	-0.8%	-10.18%
情景 2	-6.38%	-2.50%	-0.8%	-9.68%
情景 3	-6.38%	-2.00%	-0.8%	-9.18%
情景 4	-6.38%	-1.00%	-0.8%	-8.18%
情景 5	-6.38%	-3.00%	-0.5%	-9.88%
情景 6	-6.38%	-2.50%	-0.5%	-9.38%
情景 7	-6.38%	-2.00%	-0.5%	-8.88%
情景 8	-6.38%	-1.00%	-0.5%	-7.88%

资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

日本财政问题的解决之道

民主选举“派糖政治”会把发债空间发挥到极致，从而把加税时点推迟到极致

在扣除阶段性、一次性影响的周期性赤字和地震赤字之后，日本仍有 6% 左右的结构性持续赤字，虽然民主选举“派糖政治”会把继续发债的空间发挥到极致，从而把加税时点推迟到极致

当前的国债是未来的税收，日本财赤的最终出路仍然在于加税

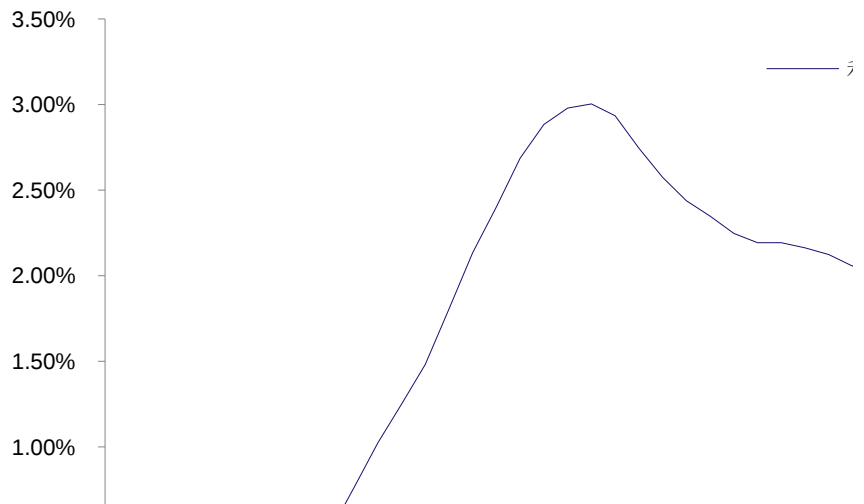
但是，当前的国债是未来的税收，日本财赤的最终出路仍然在于加税，在全球比较中，现时日本税率属于非常轻的行列，日本的消费税、增值税仅 5%，在

OECD 国家最低，个人所得税也很低，一个年收入 82000 美元的纳税人在英国的所得税负为 27.3%，美国为 16.7%，日本为 8.6%，中国为 17-21%。日本上述税收增加的空间还很大。

加税促发点一：全球发生大型通胀并传至日本，超低利率不可维持

日本加税的促发点之一：全球发生大型通胀并传导至日本，超低利率水平不可维持。2010 年日本国债利息支出占 GDP 仅 2.04%，处在中间水平。日本历史上，该比率最高超过 3%；欧元区国家该指标也在 2.5-5% 的水平。上述情况的重要原因在于通货紧缩使得日本国债利率重心持续向下。2010 年日本存量国债约 919 万亿日元，一旦出现较大型全球通胀并传导至日本，迫使利率重心向上，国债游戏无法持续，必然触发加税工具。

图8：日本每年利息支出占GDP比重



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

加税促发点二：居民个人金融资产无法支撑国债余额

日本加税的促发点之二：居民个人金融资产无法支撑国债余额。存量上，日本居民个人金融资产近 1500 万亿日元，国债余额 919 万亿，占比 61%。增量上，金融机构对企业的借款占其全部借款 1990、2000、2008 年分别为 52.8%、44.7%、31.7%（有借有还），用于购买国债的支出 1990、2000、2008 年分别是 4.2%、7.9%、16.9%（越借越多）。由于经济疲软，日本居民金融资产的总规模扩张速度不可能太快，由此，国债余额的增加将直接导致其占比居民金融资产的提高，居民个人金融资产无法支撑国债余额之时，就是税收增加之日。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑武	0755-82130422	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646			秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁丹	0755-82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程锋	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
黄磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	阳瑾	0755-82133538
		袁剑	0755-82139918	周琦	0755-82133568
		余辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn