

分析师： 李冒余 (8621) 68751636 limy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120003

联系人： 王夏儒 (8621) 68751610 wangxr@cjsc.com.cn

居民资产配置结构决定日债评级下调影响有限

报告要点

■ 日本国债评级遭下调

今日，穆迪下调了日本的主权债务评级，该国评级由 Aa2 下调至 Aa3。评级下调的原因仍然是因为日本正在持续恶化的财政状况。

■ 日本财政状况恶化

日本此次债务评级的下调，很大程度上是因为日本债务状况的持续恶化。日本的财政赤字比率自 2007 年以后就持续扩张，根据 IMF 的计算，日本的结构性赤字比率从 2007 年的 2.5% 上升至 2010 年的 7.5%，其预计达 2011 年日本的赤字比率将会达到 8.3%。由于日本赤字率在中长期都可能得不到改善，其债务比率的上行趋势短期内也不可扭转。到 2010 年底，日本的净债务/GDP 的比率达到了 117%，而预计未来债务比率还将上升，到 2015 年债务比率会上升至 150% 以上。

■ 人口老龄化导致国债需求旺盛

由于日本存在相对严重的人口老龄化问题，因此银行和居民投资者对于企业利润的预期较低。因此，居民将更多的资金配置于银行存款。而从银行层面来看，企业利润预期的降低，因此银行宁愿将更多的资产配置于国债，而不愿意进行更多的贷款。这就导致了国债需求的持续旺盛，这也就导致了国债利率长期处于较低的位置。

■ 日国债收益率处于低位，债务可持续性仍强

根据我们在专题报告《欧美债务问题——风险在中长期》中搭建的框架，日本的优势就在于国债收益率非常之低。由于上面提及的原因，对于日本国债的需求持续旺盛，这就使得日本国债的收益率较低，借新债还旧债的压力较小，这也使得日本国债在短中期的可持续可以得到保证。

日本债务问题的中长期风险是存在。首先，老龄化严重，其经济的长期增长将会持续萎靡。其次，日本政府的执行力也颇为令人堪忧。这有可能会削弱日本政府财政改革的动力和可持续性，这对于日本的债务问题也是一个隐忧。

事件：穆迪下调日本国债评级

今日，穆迪下调了日本的主权债务评级，该国评级由 Aa2 下调至 Aa3。与此前标普和惠誉给出的 AA-评级对等。评级下调的原因仍然是因为日本正在持续恶化的财政状况。

表 1：三大评级机构对日本主权债务的评级

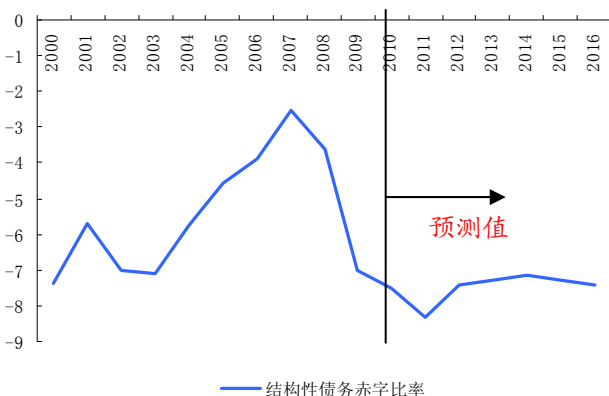
日本主权债务评级						
	穆迪		标普		惠誉	
	评级	日期	评级	日期	评级	日期
上次评级	Aa2(负面)	2011/5/31	AA	2007/4/23	AA+	1998/9/21
最近评级	Aa3	2011/8/24	AA-	2011/1/27	AA	2001/11/26

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

点评：居民资产配置结构决定日债评级下调影响有限

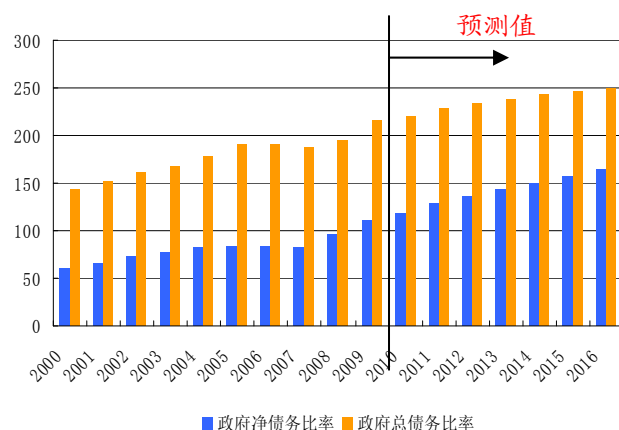
日本此次债务评级的下调，很大程度上是因为日本债务状况的持续恶化。日本的财政赤字比率自 2007 年以后就持续扩张，根据 IMF 的计算，日本的结构性赤字比率（去除了周期性因素的赤字比率）从 2007 年的 2.5% 上升至 2010 年的 7.5%，其预计达 2011 年日本的赤字比率将会达到 8.3%。更糟糕的是，这个赤字比率目前看来还没有削减的迹象。由于日本赤字率在中长期都可能得不到改善，其债务比率的上行趋势短期内也不可扭转。到 2010 年底，日本的净债务/GDP 的比率达到了 117%，而预计未来债务比率还将上升，到 2015 年债务比率会上升至 150% 以上。

图 1：日本结构性赤字比率将持续高涨



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

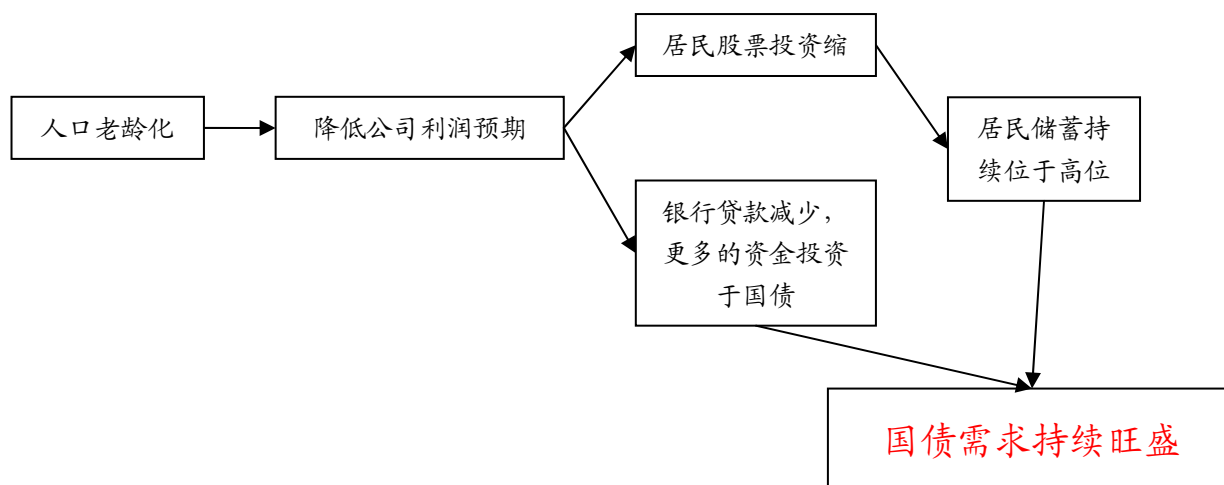
图 2：日本政府债务比率上行



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

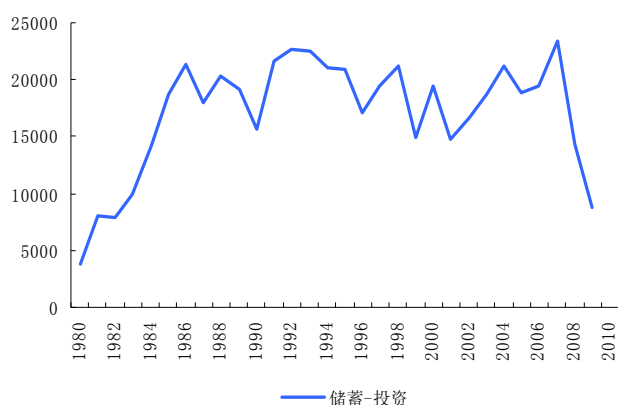
那么，日本的债务状况恶化会导致日本出现债务偿付风险么？我们认为短期内日本的债务状况不会恶化，这是由于日本家庭资产的配置结构所决定的。由于日本存在相对严重的人口老龄化问题，因此银行和居民投资者对于企业利润的预期较低，因此，居民将更多的资金配置于银行存款，这从日本储蓄长期高于投资可见一斑。而从银行层面来看，企业利润预期的降低，因此银行宁愿将更多的资产配置于国债，而不愿意进行更多的贷款。这就导致了国债需求的持续旺盛，这也就导致了国债利率长期处于较低的位置。

图 3: 日本国债需求持续旺盛的逻辑



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 4: 日本储蓄持续高于投资



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 5: 日本国债收益率长期处于低位

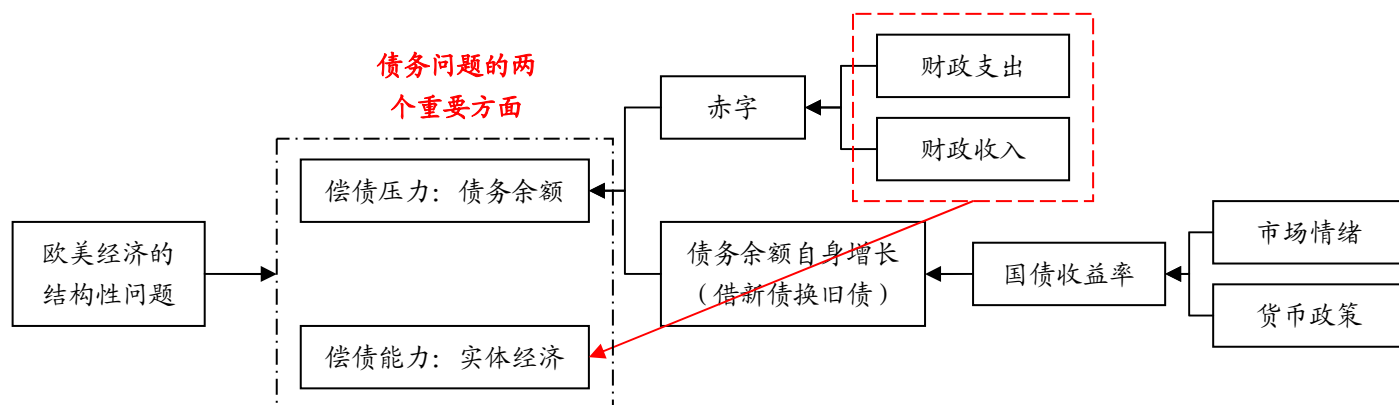


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

在之前的专题报告《欧美债务问题——风险在中长期》中搭建了分析一国债务可持续性的框架（图 6）。日本的优势就在于国债收益率非常之低。由于上面提及的原因，对于日本国债的需求持续旺盛，这就使得日本国债的收益率较低，借新债还旧债的压力较小，这也使得日本国债在短中期的可持续可以得到保证。

当然，日本债务问题的中长期风险是存在。首先，老龄化严重，其经济的长期增长将会持续萎靡。其次，日本政府的执行力也颇为令人堪忧。其与意大利的问题较为一致，日本的政府换届频率也非常之快。此外，日本民主党和自民党两党共治的基础尚不牢固，未来可能会发生较大的变动。这有可能会削弱日本政府财政改革的动力和可持续性，这对于日本的债务问题也是一个隐忧。

图 6：分析债务问题的框架



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。