

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2012.06.07

日本国债：安全资产还是风险潜在？^{*}

陈虹

(中国社会科学院世界经济与政治研究所,北京 100732)

摘要:金融危机后全球安全资产减少,使日本国债地位相对改善,成为世界金融市场的避险工具之一。但由于日本长期政府债务净额占 GDP 之比居高不下,国债信用已经受到损毁,主权信用评级被下调。从日本国内资金循环特征看,日本企业转变为储蓄大户的原因不是企业的盈利增加,而是由于资产负债表的调整压力使投资意愿降低,因此,日本政府只有不断增发国债来弥补筹资主体的缺位;日本国债期限结构的短期化和日益增长的利息负担使其面临的市场利率风险加大;同时,日本中央银行购买国债规模膨胀,不断冲击财政纪律的约束,财政赤字货币化风险隐藏其中。长期来看,日本泡沫经济崩溃后,资产去泡沫化的过程也正是国债泡沫化的过程。在日本财政改革前景未见定论,企业的投资需求尚未恢复的前提下,日本国债的可持续性存在巨大风险。

关键词:安全资产;主权信用评级;国债依存度;量化宽松货币政策;资金循环;国债期限结构;投资杠杆率;国债利率风险;银行券原则;财政赤字货币化

中图分类号:F81313.6 文献标志码:A 文章编号:1674-8131(2012)06-0058-09

Japanese National Debt: Is It a Safe Asset or Potential Risk?

CHEN Hong

(Research Institute for Global Economy and Politics, China Academy of Social Science, Beijing 100732, China)

Abstract: Global safe assets decrease after financial crisis, which relatively improves Japanese debt position and which becomes one of risk prevention tools in global financial market, because the ratio of Japanese long-term government bonds net amount to GDP is high, however, the national debt credit is damaged, and Japanese sovereign credit rating is down-graded. Based on the feature of Japanese domestic capital circulation, the reason for a Japanese enterprise to become a big depositor is not the increase of enterprise's earnings but is compelled by the pressure of adjusting balance sheet to make investment willing decrease, thus, Japanese Government has to continuously increase national bonds issuance to make up fundraising subject default. The short-term Japanese debt maturity structure and increasing interest burden make its market interest rate risk bigger, meanwhile, the scale of Japanese Central Bank bonds purchase is swelling, which constantly challenges the limitation of financial regulation, as a result, financial deficit monetization risk is hidden in it. From long-run perspective, after Japanese bubble economy burst out, the bubble removal process of Japanese assets is the bubbling process of Japanese debt, thus, the sustainability of Japanese bonds has huge risk under the premise of the uncertainty of Japanese financial reform prospect and the non-recovery of Japanese enterprise investment demand.

Key words: safe asset; sovereign credit rating; national bonds dependence rate; quantitative easing monetary policy; capital circulation; national debt maturity structure; investment leverage rate; national bonds interest rate risk; bank note principle; financial deficit monetization

* 收稿日期:2012-10-22

作者简介:陈虹,女,研究员,经济学博士,在中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室工作,主要从事货币银行学、区域金融合作研究。

2007 年全球金融危机后,日本国债几度受到投资者追捧。根据日本银行的统计,2012 年 6 月外国投资者所持日本国债比率创历史最高纪录达 8.7%^①。2012 年 8 月 10 日日本银行公布所持长期国债净额超过了已发行的日本银行券净额^②。但与此同时,2011 年 1 月和 8 月,两家国际著名评级机构穆迪和标准普尔已先后下调了日本国债的信用评级;2012 年 5 月 22 日,另一家国际著名评级机构惠誉评级公司将日本国债信用评级下调到 A+^③。

日本国债究竟是安全资产还是风险潜在?已被三大信用评级机构下调了信用等级的日本国债为何在此时仍受到投资者追捧?日本国债发行的不断攀升,冲破财政纪律约束的后果又是什么?本文将对此进行探讨。

一、全球安全资产减少

近年来日本国债之所以受到投资者信任,外部原因在于全球的安全资产正在减少。所谓安全资产是指获得 AAA 信用评级的发达国家的主权债资产和高等级公司债资产,特别是由一国政府发行的国债,曾被市场认为是零风险资产。投资者持有国债等安全资产有两大动机,一是为保证资产的安全性即能够按时足额收回本金并取得利息,二是为享受国债等安全资产独有的“便利”性。特别是当金融危机来临或金融市场出现混乱时,投资者持有的资产安全可靠,才能确保流动性并及时满足金融监管的各项指标要求(日本银行,2012)。

例如,美国国债是具有高流动性同时被广泛用作借款担保的资产,即使金融市场出现混乱也可避免遭受巨大损失。因此,经历过金融危机的国家一般都大量持有美国国债,目的就在于在危机时期确保所持资产的流动性。发达国家金融机构为满足金融监管的要求(或银行为实现资本充足率,或保险机构为达到监管规定的偿付能力要求)也必须大量持有国债。

1. 金融危机造成安全资产缩水

2007 年美国次贷危机的爆发和 2010 年欧债危

机的爆发,彻底颠覆了人们对“零风险资产”的认知。随着公共和私人部门创造安全资产的能力下降,安全资产的供应不断收缩。根据 2012 年 4 月国际货币基金组织公布的《全球金融稳定报告》(Global Financial Stability Report, GFSR)的数据^④,发达国家的安全资产占比下降,2007 年底占 68%,2012 年 1 月底下降到 52%(参见图 1)。

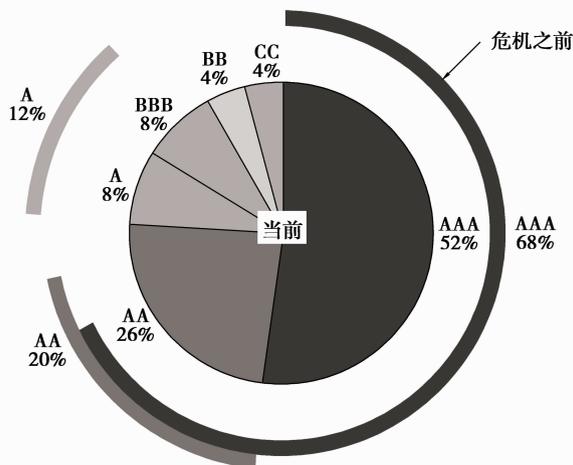


图 1 全球安全资产减少

资料来源:国际货币基金组织 2012 年 4 月《全球金融稳定报告》第三章:安全资产:金融体系的基石?(第 119 页)

形成国债稀缺性的原因在于:一是新兴市场国家和产油国增加外汇储备主要投资于高流动性的发达国家的国债;二是追求资产的“绝对安全”也融入了政府部门审慎监管和机构投资者的投资理念和操作之中,为达到金融监管的标准,银行或保险公司等金融机构加速改变资产构成,转变了过去的投资方向,由向风险资产投资转为向安全资产投资;三是全球金融危机引发美国国债信用评级被下调,欧洲主权债务危机也降低了欧元区一些国家的国债评级。这些因素都使安全资产供给收缩。

① 日本银行调查统计局《资金循环报告》,2012 年 9 月 20 日公布(<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>)。

② 日本银行《营业每旬报告》,2012 年 8 月 14 日公布(<http://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acmai/release/2012/ac120810.htm/>)。

③ Fitch Ratings(2012),<http://www.fitchratings.com/gws/en/sector/overview/sovereigns>。

④ 根据标准普尔评级机构对 25 个发达国家的统计。资料来源:IMF:Global Financial Stability Report. April,2012:119。

险溢价甚至出现了逆转,这意味着在这个时点上,

德国国债风险甚至超过日本国债。

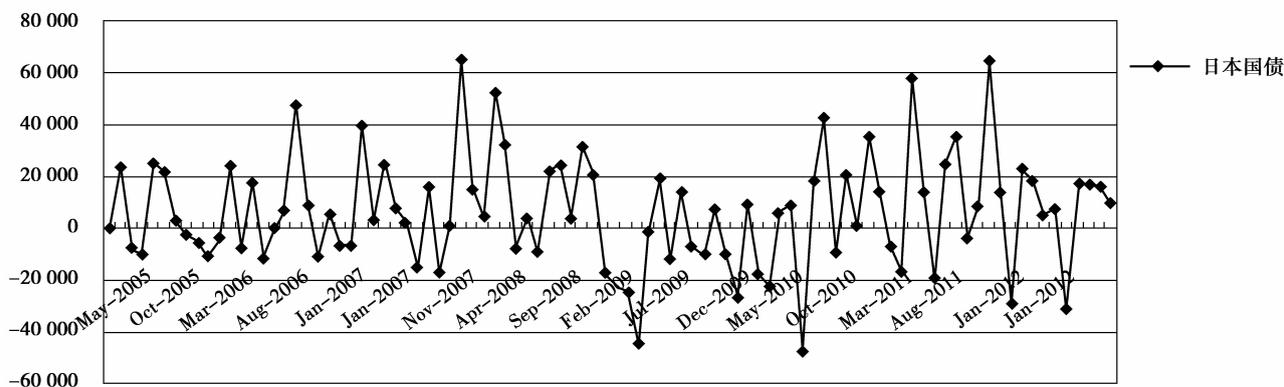


图2 海外投资者购买日本国债净额的变动/亿日元

资料来源:日本银行国际收支统计(<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html>)

二、日本资金循环与国债大量发行

上述三大国际评级机构的主权评级业务最具权威性,他们在主权评级中监测的关键因素各有不同^①,但他们下调日本国债评级的主要原因都是日本公共债务占GDP之比的上升使得日本国债的信用风险上升,可持续性存在严重问题。同时,各家

评级机构最终确定国债的信用评级时还是要看评级对象(国家)的实体经济、财政状况、货币政策三大因素,而日本恰恰在后两点上问题严重。无论是长期政府债务净额占GDP之比,还是国债依存度,日本都明显高于其他发达国家(图3)。

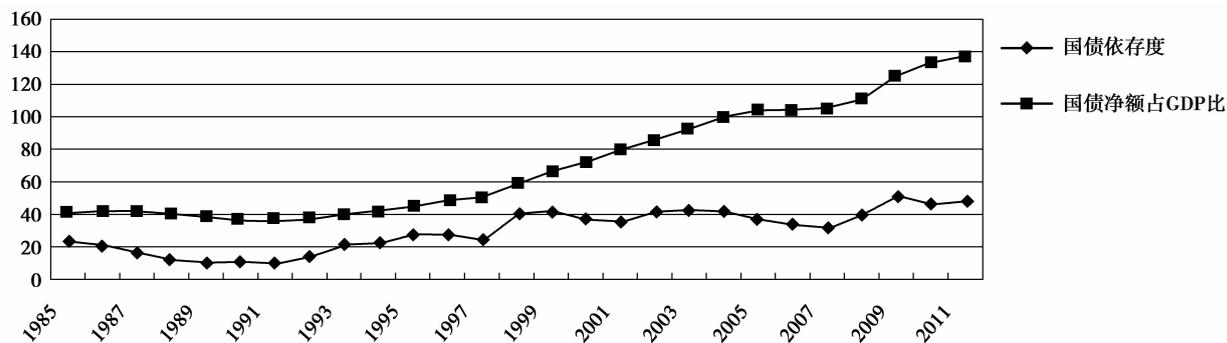


图3 日本国债依存度与国债净额占GDP之比

资料来源:日本财务省财政基础数据(http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201204/index.htm)

1. 日本的资金循环特征

日本对外是一个净债权国,国内储蓄超过投资。储蓄过剩是一个流量概念,表示一定期间内依靠国内储蓄能够消化多少国债。净债权国是一个存量概念,表示用现在的储蓄能够消化到目前为止

已发行的国债。日本的资金在流量与存量两个方面都有巨额储蓄为支撑,因此能够顺利地消化已发行的国债。

根据日本银行的最新研究,进入21世纪以来,日本资金循环^②存量与流量具有以下特征:

^① 标准普尔评级公司:政治风险,经济结构,经济增长前景,财政灵活性,一般政府债务负担,离岸负债或有负债,货币灵活性,外部流动性,外债负担。穆迪投资者服务公司:经济实力,机构实力,政府的财力,对事件风险的敏感度。惠誉评级公司:宏观经济政策、表现和前景,经济的结构特征,公共融资,外部融资(国际货币基金组织,2010)。

^② 资金循环统计是将一国经济分为政府、家庭、企业、海外等若干经济主体,计算每个经济主体资金的交易情况。

(1)家庭部门资金余幅收窄;(2)民间企业在资金循环中的角色出现了重大转变,资金由短缺转为剩余,若干时段资金剩余程度甚至超过了家庭部门;(3)一般政府和海外两大经济主体资金缺口逐渐扩大。日本的企业出现资金剩余说明企业在国内的投资呈下降趋势,与此同时,一般政府的财政赤字则在不断扩大。日本银行在研究中选择了有代表性的三个时点(即1990年度末、2000年度末、2011年9月末)进行比较,分析各主要经济体资产与负债的状况。从资金存量看,家庭部门金融资产(现金与银行存款)总额不断增加但近年来增幅下降,民间企业通过借款或证券融资的总额在持续减少。因此,政府部门成了

金融市场上的筹资大户,政府依靠发行国债筹资的增幅明显扩大,到2011年9月末发行国债筹资总额达到1 093万亿日元,是1990年度末的3.7倍(日本银行,2012)。

资金流量的变化反映了不同部门资金的余缺。根据日本各经济主体每10年(分别为1980年代、1990年代、2000年代)的资金交易状况可知各经济主体储蓄与投资的差额即资金的不足与剩余(见图4)。一定期间内储蓄金额(资金剩余)与同期借入金额(资金不足)应该是相等的,也就是说储蓄应该等于投资。企业资金不再用于投资而是转为储蓄的过程,正是政府为补充资金不足导致筹资大幅上升的过程。

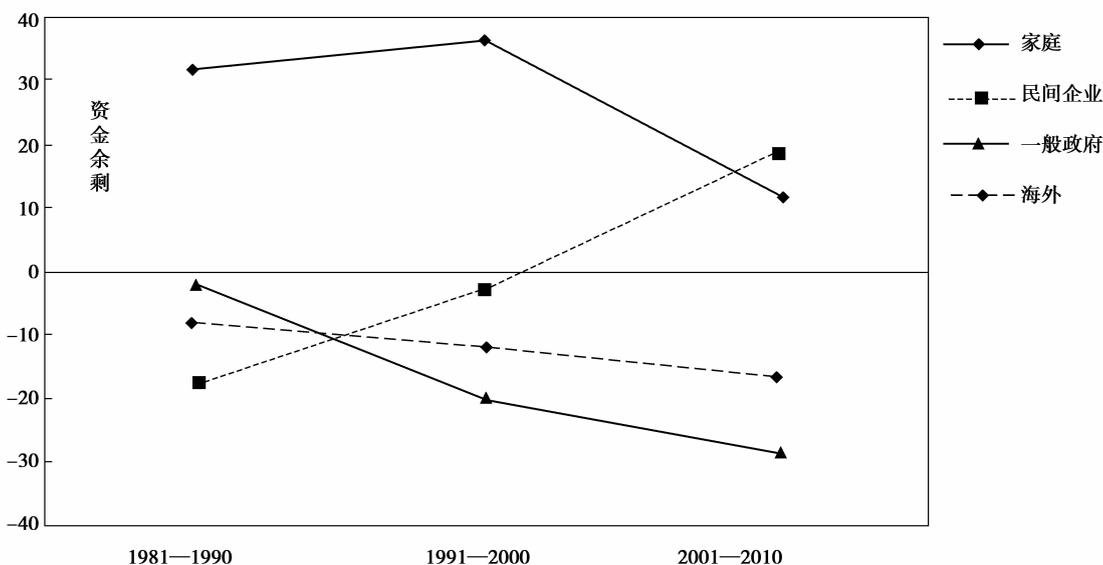


图4 日本各部门资金余缺的变化趋势

资料来源:日本银行《资金循环统计》,转引自《Japan's Flow of Funds Accounts: Main Characteristics and Measures for Enhancement》,载《Bank of Japan Review》,Apr,2012

2. 企业储蓄过剩与政府的财政赤字

日本资金循环的特征在于法人部门(非金融法人企业+金融机构)投资意向的变化。企业经营本以利益最大化为目标,通过投资获得的收益或从金融机构的借款要不断投入新的生产销售过程。正常情况下企业资金状况应该是紧缺的,不应出现资金的剩余。实际上,直到1990年代初期,日本企业资金始终严重不足,企业是资金不足的经济主体,这说明当时企业看好收益前景,积极筹资进行设备投资;与此同时,日本提供资金的主体一直是家庭

部门。日本的家庭部门在2000年之前始终保持着很高的储蓄率,是拥有巨额资金剩余的经济主体;日本经济泡沫崩溃之前,日本家庭储蓄资金通过银行和证券市场流向企业,最终用于企业的设备投资。

但日本经济泡沫崩溃后资金流向发生了变化。1990年代曾一度暴涨的股票、土地等资产的价格急剧下跌,企业的资产负债表失去了平衡。企业的投资对象资产或担保资产价值下跌,但购买资产所产生的负债却在扩大。不仅如此,由于资产价格下跌造成企业资不抵债的情况一直不见好转,迫使企业

加紧修复资产负债表,只要持有现金马上用于偿债。日本经济承受的“资产负债表衰退”^①大约持续了15年之久(佐佐木雅也,2012)。

在“资产负债表衰退”背景下,日本企业与1980年代的情况截然不同,几乎丧失了投资意愿。这不仅使企业对银行借款失去热情,而且为尽快偿还借款,即使企业上一轮投资获取了收益也都无心继续投资,因此日本的企业从借款大户变成了储蓄大户。进入21世纪,日本企业的剩余资金规模基本上与家庭部门相同,其中的两个时段(2000—2006年中期和2009年到目前)甚至超过了家庭部门。第二个时段发生在2008年9月,当时由于美国雷曼兄弟公司破产后全球经济前景不明朗,为最大限度地持有流动性,日本企业纷纷进一步压缩负债。根据日本资金循环统计,日本民间非金融法人企业现金净额1991年3月底为172万亿日元,2008年9月底上升到183万亿日元,十几年间增幅比较平稳;但到2011年9月猛增到205万亿日元,从2008年开始仅仅三年时间现金净额增加了22万亿日元。

自1980年代末日本企业资金状况发生的变化一直持续到现在。1980年代之前,日本的家庭部门与企业部门间循环良好,保证了经济的均衡发展;但1990年代以后,日本的家庭部门和企业部门都是储蓄主体,导致市场严重缺乏借款者。截止到2011年9月,日本法人企业与家庭部门两者的剩余资金之和高达GDP的10%。

假设民间资金的剩余部分全部用经常收支顺差冲抵的话,顺差幅度需达到名义GDP的10%,但这在现实中是不可能的。1985年以后日本经常项目顺差最高年份是2007年,但也仅占名义GDP的4.8%。为维持储蓄与投资的平衡,日本政府只有扩大财政赤字。1990年代以后,日本政府的财政赤字(即政府资金缺口)增幅大体上与法人部门资金剩余增幅同步上升。换言之,为了维持日本投资与储蓄的平衡,日本政府不得不依赖财政赤字。

从宏观经济角度看,日本财政赤字不断扩大

的最大原因在于企业为调整资产负债表而压缩了对资金的需求。换言之,只要日本企业尚未恢复对资金的需求,日本要想消除财政赤字将是非常困难的。

三、日本国债的利率风险

日本国债规模大,利息支付逐年上升,因此能否低息筹资是日本国债能否持续发行的关键,只有将利率维持在较低水平上才能保证国债市场的稳定。

1. 日本国债期限短期化的影响

日本的投资者很难接受长期的低息固定利率国债。一般情况下,中短期国债发行成本低于长期国债,由此可降低国债筹资成本。日本国债期限结构存在短期化倾向,使得国债净额规模很大。2000年代以前,就日本的国债期限构成看,主力是10年期国债,但2000年以后中短期国债占比开始明显上升。10年期长期国债和超长期国债^②年度合计最高发行额约50万亿日元,而中短期国债的发行额却高达长期和超长期国债的数倍。日本政府借新债还旧债的频率很高,每年不得不筹集巨额资金,所以对国债持续发行造成巨大压力。

2012年日本必筹资金额占GDP之比高达59%,远超其他发达国家(表2)。必筹资金占比偏高加大了日本国债市场风险,一旦市场对日本国债的信任度减弱,国债利率就会大幅上升,将对国债发行的可持续性造成巨大的冲击。2003年6月至8月,日本10年期国债的指标利率从0.4%急剧上升至1.4%,升幅高达100bp。当时由于20年期国债发行失败,导致大型银行抛售长期国债,最终引发了利率高起(菅野泰夫,2012)。再以欧洲债券市场利率为例,当市场对欧债的信心发生动摇时,与长期利率相比,短期利率涨幅更加明显。由于日本国债期限结构短期化,如果利率形势变化很可能出现与欧债类似的情况,日本国债市场遭受的打击将比欧债市场更加严重(河村小百合,2012)。

① 指由于资产价格暴跌导致企业资不抵债,企业为了修复财务内容而将收益用于偿还借款,即使央行下调利率,企业也缺乏向银行贷款筹集资金的意愿,从而抑制了设备投资和居民消费,导致经济进一步恶化。

② 日本的长期国债是指10年期国债,超长期国债是指期限分别为20年、30年和40年的国债。

表2 日本等国到期负债、财政赤字、必筹资金额占名义GDP之比/%

	2011年			2012年			2013年		
	到期负债	财政赤字	必筹资金额	到期负债	财政赤字	必筹资金额	到期负债	财政赤字	必筹资金额
日本	47.5	10.3	57.8	49.5	9.1	58.6	45.8	7.8	53.6
美国	17.6	9.6	27.3	22.4	7.9	30.4	22.9	6.2	29.1
意大利	18.5	4.0	22.6	21.1	2.4	23.5	17.7	1.1	18.9
法国	14.1	5.9	20.0	16.2	4.6	20.8	16.2	4.0	20.2
英国	7.0	8.5	15.5	7.6	7.0	14.7	8.2	5.1	13.3
德国	9.1	1.7	10.7	9.4	1.1	10.5	7.4	0.8	8.1

资料来源:IMF, Fiscal Monitor Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks. September 20, 2011.

2. 国债利息支付压力增大

日本国债期限短期化的趋势影响年利息支付额,因为利息支付额在很大程度上是受中短期利率影响的。日本财政部每年公布《国债整理基金筹资状况的假设计算》,计算的前提是国债利率变动对下一年度财政支出和收入的影响^①。2010年度日本支付的国债利息费是7.8万亿日元,假设即使今后10年期国债利率仍保持1%的水平,到2019年度日本必须支付的国债利息将达到17万亿日元,增幅高达10万日元。如果一旦利息率上升,日本国债偿还利息的压力必然大幅增强。

再用日本国债市场的投资杠杆率^②数据检验日本政府债务的利率风险。根据日本近年来支付国债利息的实际情况,如果假定年度国债利息费用为10万亿日元,税收收入为40万亿日元,国债利息费用与税收收入比即为25%。假设未来存在三种可能性:一是乐观预期,到2035年,如果未来国债利率继续维持较低水平,国债利息费用与税收收入比将低于40%。二是悲观预期,如果利率上浮1%,国债利息费用与税收收入比就将升至80%。三是最悲观预期,如果利率上升2%,国债利息费用与税收收

入比还将进一步升至120%,这就意味着年度内全部税收额低于年度国债利息支付额。

四、日本财政赤字货币化的风险

进入2009年以后,日本银行所持长期国债一路攀升,2012年以来更是与日本银行发行的银行券即纸币比肩(图5)。2012年8月日本银行持有的长期国债净额超过了日本银行券净额。根据日本银行2012年8月14日公布的每旬营业报告,日本银行持有的长期国债净额达809 699亿日元,首次超过了日本银行发行的银行券即纸币的净额807 876亿日元,而且这种状况还在持续^③。

1. 日本银行的“银行券原则”

日本银行2001年3月19日出台了“银行券原则”,要求日本银行从金融机构购买长期国债的净额不能超过日本银行的纸币发行量净额^④,该原则是日本银行量化宽松货币政策的配套措施,目的在于限制日本银行任意购买国债,避免财政赤字的货币化。

时任日本银行总裁的速水优与副总裁藤原作弥都曾强调这项原则的意义。他们指出日本银行

① 日本政府每年在编制预算时,原则上是不能对国债费进行事后调整的,一旦不能按照原有合同还本付息就会出现主权债务违约,而丧失市场信誉的代价极大,今后的筹资将会受到长期制约。因此,日本财务省需要预先试算国债利率变动对财政收支的影响(详见<http://www.mof.go.jp/budget/topics/outlook/sy2202b.htm>)。

② 投资杠杆率(interest coverage ratio)指用税收除以国债利息费用的比率。如果利率上升,国债利息负担加重,依靠税收收入偿还利息负担就将难以为继,国债发行就会出现困难。

③ 日本银行《营业每旬报告》,2012年8月14日公布(<http://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acmai/release/2012/ac120810.htm/>)。

④ 日本银行在2001年3月19日为增强宽松货币政策的效果,公布了《变更金融市场调节方式进一步实行宽松的货币政策》,其中第4条为在“增加长期国债的买入额度”的同时“防止滑入滥发国债的境地”,规定了买入国债额度的上限(详见http://www.boj.or.jp/announcements/release_2001/k010319b.htm/)。

是坚决反对通过增购长期国债来维护国债价格并使财政赤字货币化的,但同时他们也为购买长期国债的原因做出了解释:如果需要持续增加货币供应量,难免出现国债认购额低于目标金额的现象,因此央行才选择通过买进长期国债增加货币供应量,但必须对购买长期国债的上限作出规定,这就是纸币的发行净额。也就是说,日本银行买进国债是既不能为政府解决财政困难,也不能演变为保护国债价格的工具。规定银行券发行净额为国债买进净额的上限,目的在于强调银行券发行额的合理性,也就是说,民间各经济主体根据自身经济规模的需要自行选择银行券的发行量,这是一个由民间经济真实需求主导的结果,而日本银行是不能任意操纵的。

但实际情况是,只要日本银行维持零利率政策,随着无利息纸币发行的增加,可购买国债的上限也将随之上升。反之,如果日本银行终止零利率政策,利息开始上升,民间部门就会放弃无利息的纸币,长期国债的可购买上限就将随之下降。

“银行券原则”能够保证日本政府对于财政纪律的坚守吗?2010年10月日本银行新增设了一项“资产买入基金”,规定该基金是“银行券原则”的例外,其购买的长期国债不受限制。以日本银行8月

10日的每旬营业报告为例,其中有14.5万亿日元国债列入“资产买入基金”项目之下,日本银行购买的这笔长期国债并不违反“银行券原则”。日本银行作为政府的银行,必须规范其交易行为以避免对国家财政管理造成威胁,所以日本银行强调新设的“资产买入基金”只是一项临时措施,一旦这项特殊政策的期限到期便会马上销户。但即使“资产买入基金”是一项临时措施也存在一定的问题。该基金规定买进国债的截止期是2013年6月,由于国债的偿还期都在三年之内,所以到2016年6月底将迎来国债的偿还高峰期,这些国债将存在被现金化的风险(熊野英生,2012)。

最初日本银行设定“银行券原则”,强调其目的在于避免国债发行的目标总额得不到充分认购,但实际上每次政府计划发行的国债总额都已顺利消化了。目前的事实是,尽管“银行券原则”最初设立的理由已不存在,但日本银行仍不断追加国债的买入金额。正如图5所示,2001—2006年当日本实施的量化宽松货币政策结束后,日本银行长期国债的购买额曾一度降低;但2009年以后,随着全球金融危机的冲击不断扩大,日本银行长期国债的购买额出现了快速上涨。日本国债的超额发行势必带来财政赤字货币化的风险。

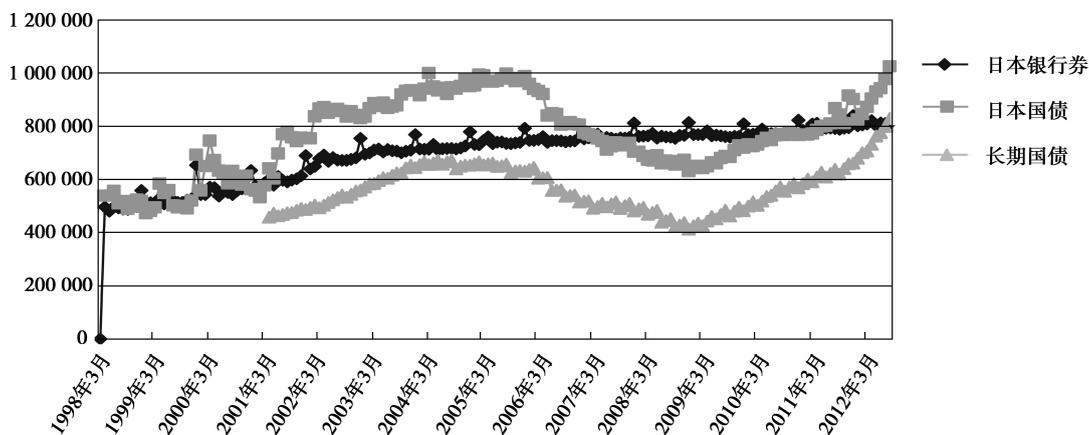


图5 日本银行券发行与国债

资料来源:日本银行统计数据(<http://www.stat-search.boj.or.jp>)

2. 日本财政赤字货币化的风险

日本银行作为货币发行银行的基础是日本银行的信誉或者说是日本政府的信誉。日本银行获

得信誉的基础是什么?是银行券背后担保资产所具有的安全性,这些担保资产正是日本银行每天进行的资金供给操作中严格挑选出来的资产。

银行券流通是在日本银行开设了活期存款账户的、与日本银行有交易往来的民间银行进行的,它们由于需要而从自己的账户中提取现金进行交易从而形成了银行券的流通。日本银行则通过资金供给操作满足民间银行对银行券的需求。市场上流通的银行券总额是日本银行通过民间银行放出并长期累积形成的;日本银行资产负债表中的长期国债净持有量则是日本银行为向民间银行放出银行券提供资金而买进的。从原则上讲,日本银行应该只在银行券发行需要的范围内购买国债。

也正是根据银行券发行必须以真实的经济需求为基础这个原则,日本银行规定国债购买净额一定要控制在银行券发行净额的限度内。但由于经济环境的恶化,日本银行推行量化宽松货币政策后不断增加活期存款账户的现金净额,因此导致银行券的供给远远超出了民间银行对银行券的需求或银行间实际交易结算的需求,人为地增加了货币供给。量化宽松货币政策的实现是以突破“银行券原则”为代价的。作为中央银行的本国银行是不能按照政府需要直接购买国债的,但要落实宽松货币政策,即超过民间银行实际需求不断增加货币供给,就不得不增设类似“资产买入基金”的账户,使违背“银行券原则”的行为合法化。在日本政府长期的宽松货币政策下,日本银行成为消化国债的一支重要力量,但这只能作为特殊时期特殊的政策安排。一旦债券价格暴跌,如果日本银行通过高价购买国债给予价格支持的话,必然扩大央行(即日本银行)劣质资产的比重,这将威胁到央行担保资产的价值。假设央行银行券不能维持其应有的价值,日元资产便会贬值,这就是日本国债潜在的风险,应该引起投资者的高度关注。

综上所述,金融危机后全球安全资产大幅减少

是日本国债成为安全资产的主要原因。但是,日本经济在经历了资产价格的暴跌之后,进行资产负债表调整是一个必经过程,而资产负债表调整的基本方式就是民间债务负担向政府转移,这时国债就成为“保证债务违约时点能够不断延后”的工具;随着资产负债表调整不断深入,不仅需要及时处理不断出现的损失,还需要增加国债弥补投资的不足;国债规模的持续扩大及其期限短期化,使其利息支付压力增大,并日益受到市场利率变动的影响;更值得注意的是,日本国债发行的不断攀升已经破坏了其财政纪律,而财政赤字货币化的结果必然导致本币的贬值,这是日本国债最大的风险所在。

参考文献:

- 日本银行,一上,木村,中村,长谷. 2012. 安全资产的供需与国债稀缺性差价[J]. 日本银行评论,(1):3.
- 国际货币基金组织. 2012. 全球金融稳定报告(第三章:安全资产:金融体系的基石?) [R]. 2012-04:119.
- 国际货币基金组织. 2010. 全球金融稳定报告:主权、融资和系统流动性[M]. 中译本. 北京:中国金融出版社:96.
- 佐々木雅也. 2012. 知识资产[J]. 日本野村证券(5):8-12.
- 菅野泰夫. 2012. 金融市场:对冲基金如何再现 CaR 冲击 [R]. 日本大和综合研究所:3-4.
- 河村小百合. 2012. 日本国债期限结构与筹资结构更易受到强烈冲击 [J]. 经济学家(日本周刊), 2012 - 02 - 13: 44-45.
- 熊野英生. 2012. 日本银行分析报告——日本银行的银行券原则 [R]. 日本第一生命经济研究所, 2012-08-22.
- Bank of Japan. 2012. Japan's Flow of Funds Accounts: Main Characteristics and Measures for Enhancement [J]. Bank of Japan Review, Apr:2.

(编辑:南北,段文娟)