



日本学刊  
*Japanese Studies*  
ISSN 1002-7874,CN 11-2747/D

## 《日本学刊》网络首发论文

题目： 日本的海外金融资产:现状、特点、影响及启示  
作者： 刘瑞  
网络首发日期： 2019-10-25  
引用格式： 刘瑞. 日本的海外金融资产:现状、特点、影响及启示[J/OL]. 日本学刊.  
<http://kns.cnki.net/kcms/detail/11.2747.D.20191024.1045.010.html>



**网络首发：**在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

**出版确认：**纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

## 日本的海外金融资产：现状、特点、影响及启示

刘 瑞

**内容提要：**在经济全球化背景下，日本海外金融资产持续保持高水准，从1991年起日本连续28年稳居全球最大净债权国的地位。从结构来看，日本海外净资产来源从贸易顺差转为第一次所得顺差，其中对外直接投资收益起到牵引作用。近年来日本海外资产变化的主要动因，可以从国家发展战略、国内外形势变化、企业海外生产模式、对外投资形式等变化中探究。日本海外金融资产对经济产生了积极影响，如反哺和提振日本国内经济、提升企业国际竞争力、缓解汇率变化对贸易收支的影响、避免政府债务负担引发经济社会危机、促进日本经济转型等。与此同时，日本海外金融资产面临诸多课题，如对内直接投资比重低，不利于对外资产负债结构的优化；财政赤字制约海外净资产稳定增长；海外净资产收益率需进一步提升等。在严峻的国际环境和对外压力下，分析日本海外资产形成路径及结构，有助于对中国的全球化布局提供借鉴和参考。

**关键词：**海外金融资产 经常收支 贸易立国 投资立国 经济转型

**作者简介：**刘瑞，中国社会科学院日本研究所研究员。

**中图分类号：**F833.13 **文献标识码：**A

**文章编号：**1002-7874(2019)05-0116-31

海外金融资产，也称海外资产、对外资产、对外金融资产，是指一国居民对非居民拥有的金融资产，包括对外直接投资、证券投资、金融衍生商品投资、其他投资（如发放借款、存款、各类应收款等）、外汇储备等。与之相对应，对外负债指一国居民对非居民承担的负债，包括引进直接投资、发行有价证券、吸收金融衍生商品投资、其他负债（如吸收存款、借款、各类应付款等）。对外资产与对外负债之间的差额即为对外净资产。<sup>①</sup>

2019年6月，二十国集团（G20）大阪峰会发表宣言，指出全球经常账

<sup>①</sup> 財務省「用語の解説」、[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/iip/index.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/index.htm) [2019-07-01]。

户失衡 (global current account imbalances) 仍规模庞大且长期持续, 对外资产负债规模不断扩大, 强调各国在评估对外收支时, 应注重包括服务贸易、所得收支在内的所有组成要素。<sup>①</sup> 截至 2018 年, 日本的海外金融资产规模为 1018 万亿日元, 是其名义国内生产总值 (GDP) 的 1.85 倍, 海外净资产规模达到 GDP 的 62%, 日本连续 28 年位居全球净债权国排名之首。

理论上讲, 流量视角下的经常收支顺差对应转化为一国海外净资产的累积存量, 因此学术界和政策制定部门对日本海外金融资产的分析起点集中在经常收支结构演变上。松林洋一将日本 130 余年的经常收支变化分为三个阶段, 认为长时序下日本经常收支特征表现为“20 世纪 80 年代之前基本保持均衡, 之后的 30 年, 顺差成为恒定的常态”。<sup>②</sup> 植田健一等从国内外储蓄与投资的关系分析经常收支变化, 并将对外净资产作为说明经济基本面的一个变量, 与反映经济周期、结构和政策等变量共同作用于对外经济平衡。<sup>③</sup> 徐梅从过剩资本、海外投资收益和内外环境变化等因素分析了 20 世纪 90 年代日本对外投资增加的动因。<sup>④</sup>

长期以来, 日本贸易顺差一直是经常收支顺差的最重要来源, 但 2005 年发生“历史性转折”<sup>⑤</sup>, 所得收支顺差首次超过贸易顺差。2011 年东日本大地震后贸易收支出现 1980 年以来首次逆差, 经常收支顺差随之大幅收窄。日本经济产业省指出, 2011 年以来的经常收支结构, 反映了国内需求及产业结构存在的短期及长期变化。<sup>⑥</sup> 在第一次所得收支中, 直接投资收益逐渐超过证券投资收益, 其背景在于日本企业加速海外投资与布局, 通过比较优势, 立足具有技术和服务优势的产品, 提升国际竞争力。

日本对外投资相关研究成果众多, 如樱健一等分析了日本海外生产动机、背景、效果等。<sup>⑦</sup> 在论及对外投资对日本国内经济影响时, 主要有两种观点。

① “G20 Osaka Leaders’ Declaration”, [https://www.g20.org/jp/documents/final\\_g20\\_osaka\\_leaders\\_declaration.html](https://www.g20.org/jp/documents/final_g20_osaka_leaders_declaration.html) [2019-07-01].

② 松林洋一「我が国經常収支の長期的変動と短期的変動 1980—2014」、『国際経済』2015 年 66 卷, [https://www.jstage.jst.go.jp/article/kokusaikazai/66/0/66\\_kk2015.05.m/pdf/-char/ja](https://www.jstage.jst.go.jp/article/kokusaikazai/66/0/66_kk2015.05.m/pdf/-char/ja) [2019-07-01].

③ 植田健一・服部孝洋「グローバル・インバランスと IMF による対外バランス評価 (EBA) モデルについて」、『PRI Discussion Paper Series』2019 年 5 月号。

④ 徐梅《试论 90 年代日本对外投资》, 《日本学刊》1997 年第 5 期。

⑤ 刘昌黎《日本国际收支的历史性转折与投资立国》, 《日本学刊》2007 年第 2 期。

⑥ 経済産業省『通商白書 2014』, <https://www.meti.go.jp/report/tshuhaku2014/index.html> [2019-07-02].

⑦ 桜健一・岩崎雄斗「海外生産シフトを巡る論点と事実」, 日本銀行『BOJ Reports & Research Papers』2012 年 1 月号, [http://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2012/data/ron120127a.pdf](http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf) [2019-08-12].

一是强调其积极效应，如深尾京司等通过测算，认为对亚洲直接投资激发出口诱发效应，利于日本国内生产；马文秀等系统论证日本对外直接投资带动国内产业升级的传导机制及策略体系。<sup>①</sup>二是分析其消极影响，特别是海外生产可能导致日本国内产业空心化。如伊丹敬之指出海外生产对国内生产存在替代效应，洞口治夫认为对外投资将导致国内就业减少，松浦寿幸认为海外直接投资伴随逆进口增加，导致日本国内技术水平停滞甚至下降。<sup>②</sup>

日本经常收支顺差累积海外净资产，而投资收益扩大带动日本经常收支顺差进一步扩张，在这个循环过程中，日本对外投资的成果很大程度上体现在海外金融资产变化中。大野正智认为，伴随所得收支增加，国民总收入（GNI）与GDP之间存在缺口，如果缺口增大，二者相关系数降低；樊勇明以2011年日本国际收支的重大结构性转变为视角，分析了日本海外资产的增长情况及经济战略转型面临的问题；岩村英之指出了国际收支发展阶段中日本所处的位置，即日本具备成熟债权国特征。<sup>③</sup>

本文拟在评估日本海外金融资产基本状况的基础上，分析其结构特点，梳理其变化动因，总结海外资产变化对日本的积极效果及其面临的课题，以期为中国企业“走出去”提供借鉴。

## 一、日本海外金融资产概况：流量及存量视角

厘清一国海外资产的规模及结构，一般以国际收支统计为依据，从流量和存量两个角度分析对外收支交易和国际投资头寸。流量方面，日本主要参考财务省和日本银行公布的国际收支统计数据。<sup>④</sup>根据国际货币基金组织

① 参见：深尾京司·天野倫文「対外直接投資と製造業の『空洞化』」、『経済研究』第49卷第3号、1998年；马文秀、王立军《日本对外直接投资与国内产业升级研究》，北京：人民出版社，2018年，第29—150页。

② 参见：伊丹敬之『空洞化はまだ起きていない—日本企業の選択と行動—』、NTT出版社、2004年、2—3頁；洞口治夫「日本の産業空洞化と知識集約型クラスターの創造」、『イノベーション・マネジメント』2004年第1号；松浦寿幸「空洞化—海外直接投資で『空洞化』は進んだか?—」、『日本労働研究雑誌』第609号、2011年。

③ 参见：大野正智「日本のGDPとGNI及び対外資産負債について」、『商学論集』第79卷第4号、2011年；樊勇明《海外资产和日本经济的转型》，《世界经济研究》2012年第8期；岩村英之「日本の対外取引の転換点—新国際収支表を手がかりに—」、『現代社会へのとびら』2015年度3学期号。

④ 福間則貴·森下謙太郎·中村武史「わが国における最近の国際収支動向とその特徴点—国際収支統計の改訂・拡充を踏まえて—」、日本銀行『日銀レビュー』、2016年5月10日。

(IMF) 第六版《国际收支和国际投资头寸手册》(简称“IMF 手册”)规定,日本国际收支统计包括经常收支、金融收支和资本转移收支三大项目,<sup>①</sup>其中居民与非居民之间的债权债务交易变化通过经常收支和金融收支表现,如经常收支项目反映一定期间海外资产的来源及途径,金融收支则显示一定时期海外资产交易及配置结构变化。而存量方面,日本银行每季度会公布对外金融资产负债余额数据,记录日本海外资产和负债的累积形式及规模,反映在特定时点日本对海外金融交易的存量。据此,本文将选取经常收支、金融收支和对外资产负债余额等三项国际收支数据,以梳理和分析日本海外金融资产的结构、规模及变化特点。其中前两项指标从流量角度展现一定时期日本海外资产变化情况,对外资产负债余额则体现出金融收支的存量特征。

#### (一) 流量视角之一: 经常收支

经常收支主要包括贸易及服务收支、第一次所得收支、第二次所得收支等<sup>②</sup>,其变化具体反映出日本与海外的货物贸易、服务贸易和投资收益等情况。国际收支统计得出的经常收支顺差,在存量上表现为海外资产的增加,因此经常收支反映出日本对外盈利能力。

二战后,日本在美国扶持下走向经济复兴。由于国土狭小、资源匮乏,20 世纪 50 年代初,日本确立“贸易立国”战略,以出口导向型模式促进经济发展。作为日本经常收支的重要组成部分,贸易收支持续保持大规模顺差,将经常收支盈余推升至 2007 年 24.95 万亿日元的峰值(参见图 1)。

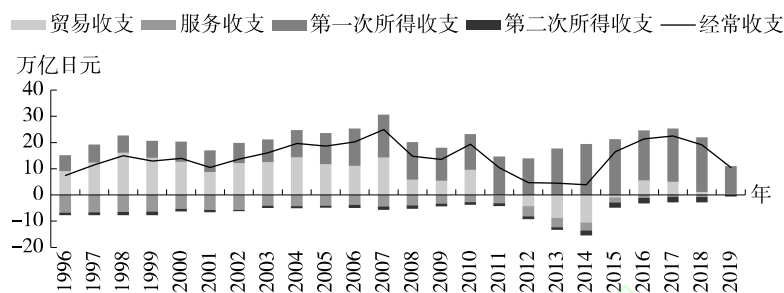
受国际金融危机影响,2008 年及 2009 年日本经常收支顺差规模缩小。2011 年东日本大地震导致日本的原油进口大幅增加,日本贸易收支时隔 31 年转为逆差,经常收支顺差规模也随之连续四年减少,2014 年降至 3.92 万亿日元,成为有历史记录以来的最低值。<sup>③</sup>伴随国际原油价格走低及服务收支出现盈余等因素,2015 年起日本的经常收支顺差开始大幅提升,虽然 2018 年时隔三年再次出现减少态势,但仍处于 19.22 万亿日元的较高水准。

<sup>①</sup> 2014 年 1 月,日本银行根据“IMF 手册”(第六版)对国际收支统计进行了调整,此前由经常收支、资本收支和外汇储备增减三大项目构成。参见:財務省・日本銀行「国際収支関連統計の見直しについて」、2013 年 10 月 8 日、[http://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2013/ron131008a.htm](http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2013/ron131008a.htm) [2019-07-01]。

<sup>②</sup> 日本銀行「国際収支統計 (IMF 国際収支マニュアル第 6 版ベース) の解説」、2019 年 1 月、<http://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exbpsm6.htm> [2019-07-01]。

<sup>③</sup> 経済産業省『通商白書 2015』、<https://www.meti.go.jp/report/tshuhaku2015/index.html> [2019-07-01]。





注：2019年数据为上半年的统计结果。

图1 日本经常收支变化情况

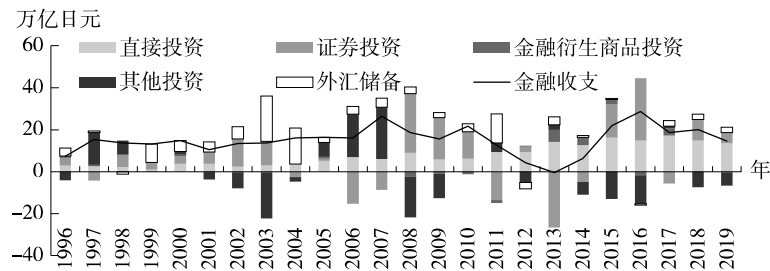
资料来源：財務省「国際収支の推移」、[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/bpnet.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/balance_of_payments/bpnet.htm) [2019-08-08]。

## （二）流量视角之二：国际收支金融账户

根据功能或类别，国际收支金融账户主要反映一定时期直接投资、证券投资、金融衍生商品投资、其他投资、外汇储备等变化情况。根据国际收支平衡原则，“经常收支 + 资本转移收支 + 误差遗漏 = 金融收支”。由于资本转移规模极其有限，误差的理想状态为零，因此一般来说一国在一定时期内的经常收支与金融收支变化基本匹配。

在日本与海外的实际资金往来中，由贸易及第一次所得顺差产生的经常账户盈余，以海外直接投资、证券投资及外汇储备等金融收支方式形成资本循环，若金融收支变化为正值，即意味着对外资产净增长。与经常收支相对应，日本金融收支在2012年至2014年显著降低，其中2013年减少4087亿日元，成为1996年公布这一数据以来的首次负值，其余年份则保持了较高水平增长。从图2可以看出，2013年，虽然日本对外直接投资有所增加，但在“安倍经济学”的刺激作用下，股票价格上涨，海外投资者通过证券投资尤其是股票投资进入日本金融市场，日本对内证券投资同比增加一倍，为17.8万亿日元，是对外证券投资的近三倍，金融收支大幅入超。2018年日本金融收支为20万亿日元，其中直接投资净增长（对外直接投资增量 - 对内直接投资增量）14.72万亿日元，虽然同比增长幅度减小，但仍保持历史第三位的高水平。<sup>①</sup>另外，证券投资净增长9.98万亿日元，同比增长近三倍。

<sup>①</sup> 日本銀行「2018年の国際収支統計および本邦資産負債残高」、2019年7月。



注：2019年数据为上半年的统计结果。

图2 日本金融收支变化情况

资料来源：財務省「国際収支の推移」、[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/bpnet.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/balance_of_payments/bpnet.htm) [2019-08-08]。

### （三）存量视角：对外资产负债余额

对外资产负债余额统计从存量角度衡量日本在特定时点对外债权债务的变化情况。其中对外资产即对外债权，反映日本政府、企业和个人在海外拥有的资产规模，包括对外直接投资、证券投资、对外借款和外汇储备存量，对外负债反映外国直接投资、证券投资、借款等外国政府、企业和个人在日本保有的资产存量，二者之间差额为对外净资产。

如图3所示，从2008年起，日本对外资产连续十年保持增长势头。截至2018年末，日本海外资产达1018.04万亿日元，连续七年创历史新高。<sup>①</sup>与1996年相比，日本海外资产规模提升2.36倍，其中对外证券投资占比从37%升至44%，对外直接投资从10%升至18%，外汇储备从8%升至14%，而其他投资（对外借款、贸易信贷等）从45%降至21%。

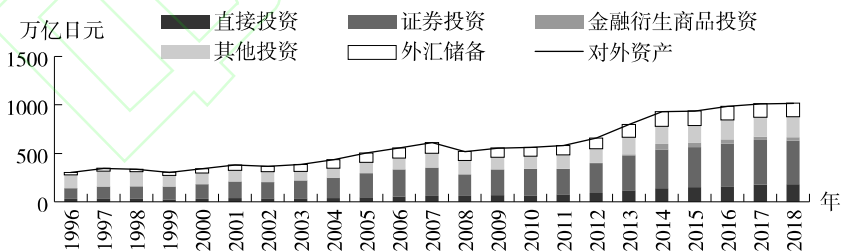


图3 日本对外资产规模变化情况

资料来源：日本銀行「時系列統計データ検索サイト」、[http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=\\$nme\\_a000&lstSelection=FM08](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$nme_a000&lstSelection=FM08) [2019-08-01]。

① 「対外純資産2年ぶり増」、『日本経済新聞』2019年5月24日。

对外负债方面，2009年至2017年，日本海外债务连续九年呈增长趋势，2018年同比仅减少1.1%，仍保持676.48万亿日元的高位。从其结构可以看出，相对对日直接投资，海外投资者持有日本证券投资占比最高，约占52%，2018年对外负债减少就与海外投资者所持的日本企业股票价格下跌有关。

图4显示出日本对外净资产变化情况，即日本政府、企业及个人所持海外资产与负债之间的差额。截至2018年末，日本对外净资产时隔两年转为增长，以341.56万亿日元的规模居历史第二高值（最高值出现在2014年，为351.11万亿日元），居全球首位，其规模远高于第二、第三位的德国（260.28万亿日元）和中国（236.78万亿日元）。<sup>①</sup>

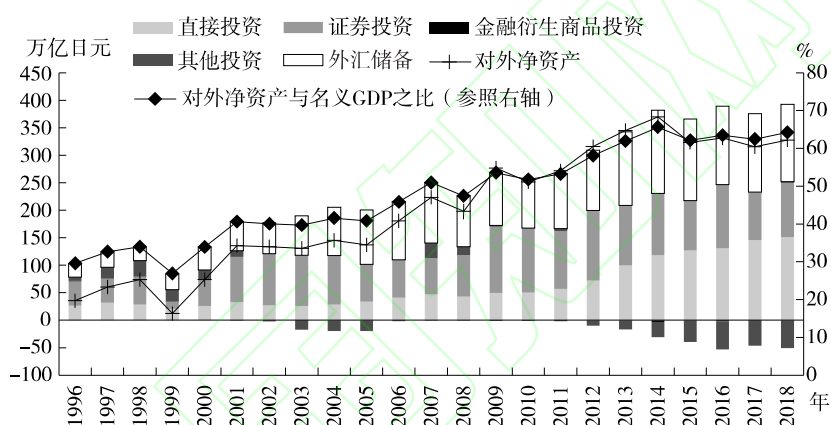


图4 日本对外净资产变化情况

资料来源：財務省「本邦対外資産負債残高」、[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/iip/data.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/data.htm) [2019-08-01]；内閣府「国民経済計算（GDP統計）」、<https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html> [2019-08-01]。

#### (四) 日本海外金融资产变化的特点

##### 1. 海外资产和海外负债规模大，且均呈增长趋势。

与1996年相比，2018年日本名义GDP从525.81万亿日元增加至548.91万亿日元，增幅仅有4.49%，但海外资产规模从302.81万亿日元扩张至1018.04万亿日元，增幅达2.36倍，海外负债从199.45万亿日元增至676.48万亿日元，增加2.39倍。截至2018年，日本海外资产和海外负债余额分别为名义GDP的1.85倍和1.23倍，而1996年分别仅为57.59%和37.93%。

<sup>①</sup> 財務省「平成30年末現在本邦対外資産負債残高の概要 主要国の対外純資産」、2019年5月24日、[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/iip/2018\\_g3.pdf](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/iip/2018_g3.pdf) [2019-07-10]。



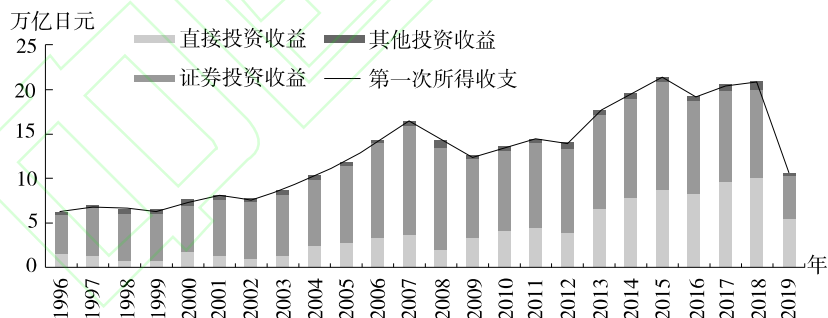
2. 海外净资产规模长期保持全球首位。

2018 年，日本海外净资产是 1996 年的 3.3 倍，海外净资产占名义 GDP 的比重从 1996 年的 19.66% 上升至 62.22%。从 1991 年起，日本连续 28 年是全球最大净债权国。与此同时，2018 年美、法、英、意等老牌发达国家均为净债务国，其中美国以 1076.95 万亿日元规模继续居全球净债务国之首。

3. 海外资产来源从证券投资收益转为直接投资收益。

从国际收支变化中可以看出，日本经常项目顺差主体已由贸易收支转为第一次所得收支。与反映无偿资金援助、赠予等的第二次所得收支相比，第一次所得收支直接体现对外金融债权债务发生的收益和利息收支情况，包括直接投资收益、证券投资收益、其他投资收益等。<sup>①</sup> 2005 年日本第一次所得顺差首次微弱超过贸易顺差后，二者之间差距呈扩大态势，2018 年日本第一次所得顺差为 20.85 万亿日元，是贸易顺差的 17.38 倍，成为日本维持经常项目盈余的决定性因素。

如图 5 所示，长期以来，日本第一次所得收支顺差主要源于证券投资收益，如 1996 年证券投资收益占比达 70.83%，而直接投资占比不到 1/4。近年来，在全球低利率环境下，证券投资收益缩小，2018 年日本对外直接投资收益以 10.06 万亿日元创年度历史最高水平，并超过证券投资收益，二者占第一次所得收支的比重分别为 48.26% 和 47.24%。



注：2019 年数据为上半年的统计结果。

图 5 日本第一次所得收支结构变化

资料来源：日本銀行「時系列統計データ検索サイト」、[http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi?cgi=%20nme\\_a000&lstSelection=FM08](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi?cgi=%20nme_a000&lstSelection=FM08) [2019-08-01]。

<sup>①</sup> 財務省「用語の解説」、[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/term.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/balance_of_payments/term.htm) [2019-07-01]。

从金融收支变化也可以看出，近年来日本对外直接投资增长显著，2017 年达 17.24 万亿日元的历史峰值；2018 年，日本对外直接投资为 14.72 万亿日元，约为对外证券投资的 1.5 倍。<sup>①</sup> 这种变化反映出日本企业积极的海外投资战略。

#### 4. 外汇储备规模大，持有美国国债的占比高。

外汇储备是政府从民间机构购买其所持海外金融资产，用于本国对外币值稳定、外汇干预等目的，可以理解为政府部门持有的海外金融资产。<sup>②</sup> 2018 年日本外汇储备为 140.28 万亿日元，是 1996 年的 5.6 倍，占海外资产的比重从 24.4% 升至 41.1%，其规模仅次于中国。

从结构上看，美国国债在日本外汇储备中所占的比重高。美国财政部统计显示，截至 2019 年 6 月末，日本持有美国国债规模达 1.12 万亿美元，<sup>③</sup> 占同期日本外汇储备（1.32 万亿美元）的 85%。日本时隔两年，超越中国成为美国国债最大持有国。

## 二、近年来日本海外金融资产变化的动因

国际收支统计展现出日本海外金融资产在规模和结构上的双重变化，反映了其“量质齐变”的特点，即日本海外资产规模巨大，其主要来源从贸易顺差转为第一次所得顺差，其中海外直接投资收益成为主要牵引要素。近年来日本海外金融资产发生如此变化的主要动因，可以从国家发展战略、全球化浪潮、企业海外生产模式、对外投资形式等变化中找寻和探究。

### （一）外压下日本对外经济结构调整，国家发展战略从“贸易立国”向“投资立国”转变

战后日本确立“贸易立国”发展战略，在 1 美元兑换 360 日元的固定汇率下，日本出口竞争力增强，为实现战后经济复苏、保持长达 30 余年的经济增长打下坚实基础。20 世纪 60 年代起，日本出口占 GDP 的比重不断提升，从 5% 升至 70 年代的 8.3%，80 年代中期达到 10.4%。<sup>④</sup> 1964 年日本实现贸

① 財務省「国際収支の推移」、[https://www.mof.go.jp/international\\_policy/reference/balance\\_of\\_payments/bpnet.htm](https://www.mof.go.jp/international_policy/reference/balance_of_payments/bpnet.htm) [2019-08-08]。

② 三橋貴明『経済ニュースが10倍よくわかる「新」日本経済入門』、アスコムBOOKS、2010年、135頁。

③ 「6月、2年ぶり、中国抜く」、『日本経済新聞』（夕刊）2019年8月16日。

④ 小峰隆夫編集『日本経済の記録—第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで—』、佐伯印刷株式会社、2011年、27頁。

易顺差，1986 年顺差规模居全球首位。除 1973 年和 1979 年两次石油危机导致原油价格暴涨、日本陷入贸易赤字之外，20 世纪 80 年代至 90 年代，日本贸易顺差基本保持在 10 万亿日元规模，是经常收支顺差主要来源。

与此同时，20 世纪 80 年代初期，美国陷入财政、贸易双赤字困境，里根政府大幅减税导致财政赤字扩张，不得不推行紧缩货币政策，引发利率高企、资本流入和强势美元局面，美国的国际收支出现大幅逆差。早在 1965 年，美日间即首次出现贸易逆差，到 1985 年逆差规模已增至 435 亿美元，占美国贸易逆差总额的 35.6%，<sup>①</sup> 日本逐渐成为美国最大贸易伙伴和最大贸易逆差来源国。

为减少日本优势企业对美国相关行业的威胁，从 1955 年“1 美元女式衬衫”事件起，日美贸易摩擦不断升级，20 世纪 60 年代末日本的纺织产品和钢铁、70 年代的彩电、80 年代的汽车等相继成为日美贸易摩擦的火种。美国首先将贸易失衡与汇率安排挂钩，坚持认定美日巨额贸易逆差原因在于日元币值过低，要求日元升值。1985 年 9 月，在美国主导下，西方五国财长达成“广场协议”，促使其他四国货币尤其是日元和德国马克升值。日元兑美元汇率从 1984 年末的 1 美元兑 252 日元急剧攀升至 1987 年末的 122 日元，三年间日元升值一倍。1985 年 2 月至 1995 年 4 月，日本进入长达十年的日元升值时期，日元兑美元汇率从 1 美元兑 260 日元升至 84 日元，日元升值超过两倍。伴随日元急速升值，日本对外经济结构发生变化。2005 年，日本第一次所得顺差规模首次超过贸易顺差，之后差距不断加大；2011 年贸易收支转为逆差后，连续五年持续逆差状态，2016 年虽然转为顺差，但规模不断缩小，2018 年为 1.20 万亿日元，仅为 2004 年峰值的 8.3%。

2005 年，小泉纯一郎政府出台“21 世纪日本的构想”，在描绘 2030 年经济蓝图时，指出日本应利用卓越的经营资源和技术进行跨国投资，从“贸易立国”“出口立国”向“投资立国”发展。<sup>②</sup> 日本政府在政策制度层面更加重视提升日本国际竞争力，优化企业海外布局。2012 年底安倍晋三第二次执政后，确立了以海外增长性市场促进日本国内经济的良性循环的目标，进一步强化海外投资战略，同时以“酷日本”战略为中心，加强对内直接投资制度环境建设。

在制定年度经济增长战略时，日本政府通过关键绩效指标（KPI）展示工

① 小峰隆夫編集『日本経済の記録—第 2 次石油危機への対応からバブル崩壊まで—』、35 頁。

② 「日本 21 世紀ビジョン」に関する専門調査会「新しい躍動の時代—深まるつながり・広がる機会—」、2005 年 4 月、<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/minutes/2005/0419/item10.pdf> [2019 - 08 - 02]。

作目标及进度。2014 年日本政府设立目标，争取 2018 年自由贸易区（FTA）比率达到 70%，截至 2018 年度实际达到 51.6%，未来签署“区域全面经济伙伴关系协定”（RCEP）后将进一步上升至 78.7%。另外，计划到 2020 年，中坚、中小企业出口规模及当地法人营业额合计为 2010 年的两倍，2010 年度的该数值为 12.8 万亿日元，2016 年度已升至 20.6 万亿日元；争取到 2020 年，基础设施系统出口实现 30 万亿日元订单，2017 年已实现 23 万亿日元；争取到 2020 年，外国企业对日直接投资规模达到 35 万亿日元，约为 2012 年的两倍，截至 2018 年末这一指标已完成 88%。<sup>①</sup> 由此可以看出，日本政府在推动对外经济战略方面成绩斐然。

### （二）国内外形势变化促使日本企业“走出去”

近年来，人口老龄化、少子化进程加剧，更加凸显日本国内市场狭小、内需弱化的局限，加之国内投资成本高、自然灾害影响巨大等因素，特别是东日本大地震后日本产业链、供应链断裂，企业面临“六重苦”，迫使日本加快推进产业结构调整 and 海外生产布局。另一方面，在经济全球化过程中，国际分工进一步细化，跨国投资规模不断扩大，资源在全球范围内配置优化成为可能。因此，综合来看，日本企业加大海外投资是应对国内外形势变化的选择。

究其背景，一是伴随人口不断减少，日本国内市场收缩，内需弱化，海外市场成为日本企业生存与发展的新空间。二是为了减少成本，提质增效。与日本的土地价格和工资水平相比，新兴国家劳动力充足且低廉，既能保证生产，又可以有效扩大消费市场。三是市场特性差异成为日本企业海外并购的主要目的，即日本国内成熟的商品与服务，在新兴市场成为领先产品。四是分享新兴国家经济增长红利。五是日本银行实施的超宽松利率政策下，资金筹措环境宽松，为企业并购提供资金支持。

根据经济产业省调查，日本企业海外当地法人数量呈增加趋势，2016 年度全球范围内共有 2.5 万家日资企业，其中制造业约占 44%，非制造业占比超过 50%。从区域分布看，亚洲约占 2/3，美洲、欧洲各占约 12%。<sup>②</sup>

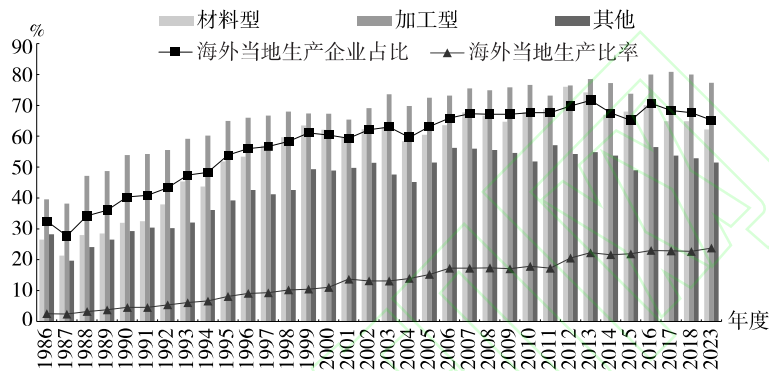
### （三）日本企业通过“海外当地生产 + 海外当地销售”模式拓展海外资产

20 世纪 80 年代中后期起，日本企业在海外拥有当地生产基地的比重迅速

<sup>①</sup> 首相官邸「成長戦略フォローアップ」、2019 年 6 月 21 日、<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/fu2019.pdf> [2019-08-02]。

<sup>②</sup> 経済産業省『通商白書 2019』、<https://www.meti.go.jp/report/tshaku2019/index.html> [2019-08-03]。

上升。内阁府调查结果显示，1986 年度，日本制造业上市企业中，约三成企业在海外设有生产基地，2013 年度这一比率达到峰值为 71.6%，之后虽略有降低，但 2017 年度仍为 68.3%，其中加工型企业超过 80.8%。预计 2018 年度拥有海外生产基地的日本企业会有所减少，占比约为 67.7%，2023 年度约为 65.2%。（参见图 6）



注：2018年度和2023年度的数据为预测值。

图 6 日本制造业上市企业的海外生产情况

资料来源：内阁府「平成 30 年度企业行动に関するアンケート調査結果」、2019 年 3 月 29 日、  
[https://www.esri.cao.go.jp/stat/ank/h30ank/h30ank\\_houkoku1.pdf](https://www.esri.cao.go.jp/stat/ank/h30ank/h30ank_houkoku1.pdf) [2019-08-07]。

从生产能力来看，日本企业在海外当地产出占总产量的比率也不断上升。1986 年度，日本制造业上市企业的海外当地生产比率<sup>①</sup>仅为 2.6%，2017 年度升至 22.9%，且上升趋势仍将持续，2023 年度将达到 23.8%。

销售方面，与近年来日本企业面向国内销售所占比率持续减少相对应，海外销售占比不断提升。2000 年度，国内销量超过七成，2018 年度仅为四成；与此同时，海外销售所占比重从不到三成提升至近六成，其中美洲提高一倍，亚太地区提高近三倍。（参见图 7）而且，海外产品中再次进口到日本的逆进口率从 2000 年度的 22.9% 降至 2017 年度的 17.7%，预计今后也呈减少趋势，2023 年度将降至 17.3%。

从行业和规模来看，日本非制造业企业、中小企业的海外投资呈增加趋势。历史上日本海外投资以制造业为主，近年来，零售、金融等服务行业也将海外作为最终消费地，非制造业“走出去”呈增加趋势。2018 年度，日本

① 海外当地生产比率即海外生产比率 = 海外当地生产产量 / (日本国内生产产量 + 海外当地生产产量)。

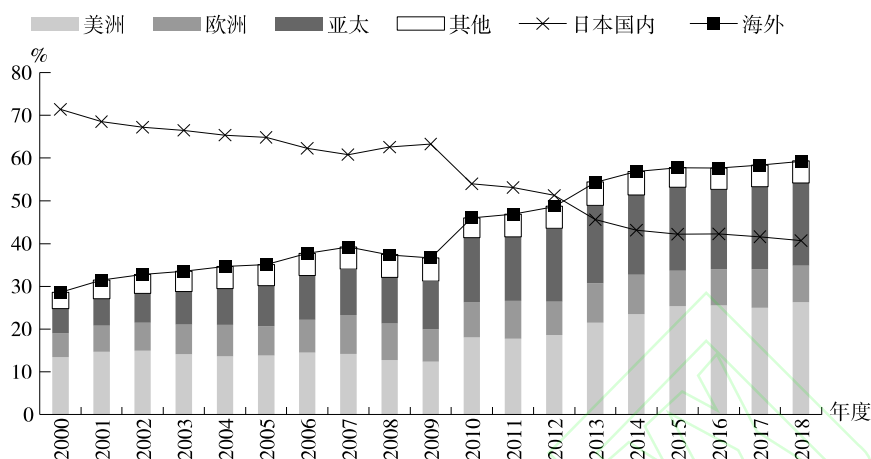


图7 日本企业海内外销量占比变化

资料来源: JETRO『世界貿易投資報告 2019』、[https://www.jetro.go.jp/ext\\_images/world/gtir/2019/dai2.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/world/gtir/2019/dai2.pdf) [2019-08-03]。

非制造业企业的海外销量达 55.4%，国内销量为 44.6%。<sup>①</sup> 在全球低利率环境下，证券投资收益增长空间有限，而海外投资行业多元化及非制造业对外投资积极性增强，提升了日本的对外直接投资收益所占比率。

可以看出，在全球化过程中，日本形成了“海外当地生产 + 海外当地销售”的经营模式。20 世纪 70 年代起，日本加速海外投资布局，其目的，一是降低因工资、地价持续上涨而导致的经营成本高企；二是规避来自美国等发达国家的贸易摩擦冲突，以通过对外投资进行海外生产的方式替代产品出口；三是石油危机爆发后，以确保能源和资源长期稳定供给为目标拓展海外投资；四是通过对外投资分散日元升值对日本经济的负面影响。<sup>②</sup>

近年来，在国内市场萎缩、新兴市场发展背景下，日本在海外设置生产网店的动因也发生变化。根据内阁府调查，2017 年度日本制造业企业进行当地生产的最大理由为“当地或投资国邻近国家旺盛且扩大的需求”（70.8%），其次为“应对当地客户需求”（48.6%），而直到 20 世纪末仍占据主导的“劳动力成

<sup>①</sup> JETRO『世界貿易投資報告 2019』、[https://www.jetro.go.jp/ext\\_images/world/gtir/2019/dai2.pdf](https://www.jetro.go.jp/ext_images/world/gtir/2019/dai2.pdf) [2019-08-03]。

<sup>②</sup> 具体论述参见张季风主编的《日本经济与中日经贸关系研究报告（2019）》（社会科学文献出版社，2019 年）中的相关论文，如堂之上武夫和藤原智生的《日本视角下的日中经贸关系动态分析》、田正的《改革开放 40 年来日本对华直接投资对中日经济的影响分析》、赵旭梅的《日本企业的海外投资及其启示》等。



本低”和“原材料、物流、土地、工厂成本低”等要素影响力减弱。

从日本国际协力银行（JBIC）长期对日本制造业企业海外业务进行调查的结果也可以看出，日本企业选择有投资潜力的主要国家时，首位理由从“廉价劳动力”转向“当地市场的现有规模”，“廉价零部件和原材料”也呈减少趋势。<sup>①</sup>可见，日本企业对海外基地的功能定位及预期目标发生变化，更加注重适应和满足东道国当地的消费需求。

#### （四）海外投资形式从绿地投资转为收益性更高的并购

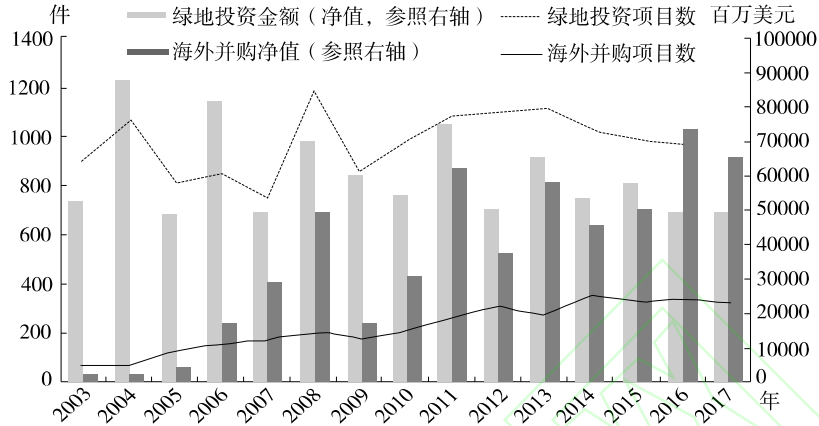
按照 IMF 和经济合作与发展组织（OECD）的定义，根据投资目的，可将直接投资分为五类，即绿地投资、并购（mergers and acquisitions，M&A）型投资、业务扩张型增资、财务体质改善型投资和其他投资，<sup>②</sup>以前两种形式居多。绿地投资也被称为创建投资、新建投资，指跨国公司在东道国新设企业的投资形式；并购则指跨国公司通过兼并或收购，获取东道国目标企业股权。进入 21 世纪，在日本对外直接投资中，较之受生产要素和人文社会因素影响较大的绿地投资，并购型投资与业务扩张型增资的比重提升，2016 年起日本并购金额超过绿地投资，成为对外直接投资主力（参见图 8）。

从 20 世纪 90 年代后期，日本的并购型投资就开始增加，进入 21 世纪增长势头加速，2012 年以来连续七年保持增长，2018 年达到 3850 件的历史最高纪录。从规模看，2018 年的并购总金额为 29.9 万亿日元，突破 1999 年的 18.1 万亿日元，时隔 19 年再创历史新高。（参见表 1）

根据主体及资金流向，并购可分为日本企业之间进行的 IN- IN、日本企业并购外国企业的 IN- OUT 以及外国企业并购日本企业的 OUT- IN 等三种类型。从并购项目数量看，20 世纪 80 年代后期至 90 年代，日本经济泡沫膨胀，日本企业大量出海，IN- OUT 案件急速增加，占当时并购案的一半以上，索尼收购哥伦比亚广播公司（CBS）和哥伦比亚影业公司、普利司通轮胎公司以 26 亿美元收购美国火石轮胎橡胶公司（FIRESTONE）便是其中的著名案例。伴随泡沫破灭，日本经济陷入长期低迷，IN- OUT 案件数量占比下降，2018 年约为 20%，但 777 件的案件数量仍创历史新高。与此同时，伴随严峻

<sup>①</sup> 日本国际协力银行『わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告—2018 年度海外直接投資アンケート結果（第 30 回）—』、2018 年 11 月、[https://www.jbic.go.jp/ja/information/press/press-2018/pdf/1126-011628\\_1.pdf](https://www.jbic.go.jp/ja/information/press/press-2018/pdf/1126-011628_1.pdf) [2019-08-09]。

<sup>②</sup> 参见：IMF，“Sixth Edition of IMF’s Balance of Payments and International Investment Position Manual（BPM6）”，2008；OECD，“Benchmark Definition of Foreign Direct Investment-4th Edition”，2008。



注：海外并购净值是指海外当地投资企业收购外国企业的金额减去出售、转让海外关联公司的金额。

图8 日本对外投资类别与项目数量

资料来源：联合国贸易与发展会议（UNCTAD）公布数据，转引自：宫岛英昭「クロスボーダーM&Aをめぐる論点」、[https://www.rieti.go.jp/jp/events/19090201/pdf/p-2\\_miyajima.pdf](https://www.rieti.go.jp/jp/events/19090201/pdf/p-2_miyajima.pdf) [2019-09-05]。

表1 近年来日本并购型投资的变化情况

类型	项目数 (件)						金额 (万亿日元)					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
IN-IN	1400	1558	1663	1816	2180	2814	1.69	1.94	3.50	3.65	2.20	2.82
IN-OUT	499	557	560	635	672	777	5.17	5.77	11.26	10.40	7.48	19.04
OUT-IN	149	170	205	201	198	259	1.60	1.19	1.02	2.56	3.66	8.03
合计	2048	2285	2428	2652	3050	3850	8.46	8.91	15.78	16.61	13.34	29.88

资料来源：レコフデータ、<https://www.marr.jp/genre/market/MAkaiko/> [2019-08-10]。

的老龄少子化进程，日本企业后继者不足，加之新兴产业不断兴起，为谋求发展，日本企业间抱团取暖，IN-IN 案数大量增加，2018 年突破最高纪录达 2814 件。其中，对创业型企业（venture business）的并购案占 34.1%，同比增长 49.2%。

从规模来看，日本企业对外国公司的 IN-OUT 并购占比很高，2018 年占 64%，金额是 IN-IN 的 6.8 倍，是 OUT-IN 的 2.4 倍，突破历史最高水平。2018 年度金额超过 1000 亿日元的 18 件大型并购案中，17 件为跨境并购，其中武田制药以 6.79 万亿日元收购爱尔兰大型制药公司夏尔（Shire）创日本企

业单个并购项目金额的峰值。<sup>①</sup> 居第二位的是日本半导体厂商瑞萨电子 (Renesas Electronics) 完成对美国芯片公司集成设备技术公司 (Integrated Device Technology, IDT) 的收购, 7330 亿日元规模是日本半导体厂商有史以来的最高收购价。日立制作所以 7140 亿日元收购瑞士 ABB 公司送配电业务位居第三, 日立旨在谋求在全球送配电事业中独占鳌头。此外, 太阳日酸、三菱日联信托银行、大正制药、东京海上控股公司、日本烟草 (JT) 等均榜上有名。

### 三、海外金融资产变化对日本经济的影响

国际经济学理论肯定了海外资产对国内经济的积极影响。根据动机不同, 海外投资可以分为节约贸易成本、满足当地需求的水平型直接投资和节约生产要素成本的垂直型直接投资。按照国际经济学的传统理论, 在要素禀赋差异基础上产生国际资本流动的垂直型对外直接投资, 资金会从利润率低的本国向利润率高的国家转移, 海外生产的结果有益于增加企业收益、改善国民收入。<sup>②</sup> 而对于企业特性差异和收益递增基础上的水平型对外直接投资而言, 企业根据生产效率选择最优国际化战略, 其中生产效率高的企业进行对外投资活动, 而生产效率低的企业即使在国内市场也无法生存, 剩余劳动力通过提升技术再就业, 国民收入得以改善。<sup>③</sup> 具体到日本的海外金融资产变化, 其对国内经济的积极影响主要体现在如下方面。

#### (一) 反哺和提振日本国内经济

日本财务省调查显示, 2017 年度日本企业经常利益达 83.6 万亿日元, 连续突破最高值。<sup>④</sup> 其中对外直接投资收益占比不断提升, 20 世纪 90 年代还不到 5%, 之后持续提升至 20% 左右。海外资产不仅支撑了企业收益, 也成为日本国内经济发展的重要支点。<sup>⑤</sup> 换言之, 日本企业进行跨国生产, 不仅扩大

① 「平成最後の2018年度 M&A 件数・金額は過去最高」、『週刊経営財務』2019年5月20日。

② 桜健一・岩崎雄斗「海外生産シフトを巡る論点と事実」、日本銀行『BOJ Reports & Research Papers』2012年1月号、[http://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2012/data/ron120127a.pdf](http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120127a.pdf) [2019-08-12]。

③ Helpman Elhanan, Marc J. Melitzand and Stephen R. Yeaple, “Export Versus FDI with Heterogeneous Firms”, *American Economic Review*, Vol. 94, No. 1, 2004.

④ 財務省「法人企業統計調査」、<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h29.pdf> [2019-08-05]。

⑤ 中島厚志「対外投資立国日本と不可欠な為替相場の安定」、2017年12月、<https://www.rieti.go.jp/users/nakajima-atsumi/serial/009.html> [2019-08-05]。

了海外事业规模，也在一定程度上助推了国内业务，虽然国内外生产、销售的商品和服务有所区分，但信息技术、品牌文化等经营资源得以有效共享，更易使企业高收益成为可能。

将企业海外部门收益合并计入企业报表，对国内经济产生影响主要通过三种路径，即股票上涨、向国内分红等资产路径，增加国内设备投资、研发投入等资本路径，以及增加工资进而影响家庭支出的收入路径。<sup>①</sup> 为鼓励日本海外子公司收益回流日本母公司，提高日本国内设备投资和研发能力，创造更多就业岗位，2009年日本出台税收新制度，规定母公司取得海外子公司分红等税前收入的95%不计入盈余，以避免企业被双重征税，减轻企业负担。2017年度日本海外当地法人当期净收益为9.9万亿日元，其中当地内部留存4.1万亿日元，向日本出资方（即母公司）回流的分红、专利使用费等为4.6万亿日元，占净收益的46.5%。<sup>②</sup>

一般来说，GDP是衡量一国经济增长的重要指标。伴随海外收益增长，将海外创造的附加值计算在内的国民总收入（gross national income, GNI）<sup>③</sup> 受到关注，安倍政府第二次执政后推出的经济增长战略，也以“十年后人均GNI增长150万日元”为政策目标。<sup>④</sup> 从图9可以看出，近年来日本的海外净收入增长对实际GNI的增长起了推动作用。在企业高收益带动下，截至2019年1月，日本经济扩张周期达到74个月，突破了战后最长的小泉景气周期（2002年2月至2008年2月，共计73个月）。

## （二）提升企业国际竞争力

二战后，日本在纺织、造船、汽车、电机等产业引领下，实现了经济腾飞和高速增长。近年来日本的海外投资区位战略变化大致可划分为四个阶段。一是20世纪90年代末期，日本重视以赚取外汇为目的的加工贸易，加之向东南亚增加生产设备投资，日本国内对产业空心化担忧加重。二是21世纪头十

① 一瀬善孝・近藤崇史・中浜萌「企業のグローバル収益力の向上とそれが国内経済に及ぼす影響」、日本銀行『日銀レビュー』、2015年2月23日、[http://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2015/data/rev15j02.pdf](http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2015/data/rev15j02.pdf) [2019-08-05]。

② 経済産業省「第48回海外事業活動基本調査概要 2017年度実績」、2019年5月。

③ 与GDP相关的概念为GNP（gross national product），即国民生产总值。1993年联合国成员国引入国民经济计算体系（System of National Accounts, SNA），以GNI代替GNP概念，2000年GNP统计数据不再公开。

④ 首相官邸『日本再興戦略—JAPAN is BACK—』、2013年6月14日、[https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf) [2019-07-11]。

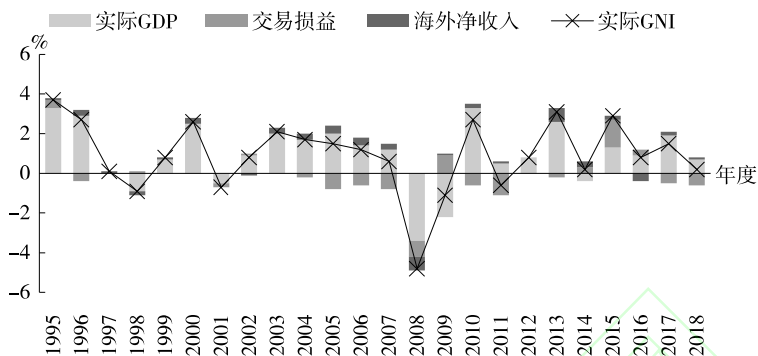


图9 日本实际 GNI 的要素贡献率

资料来源：内閣府「国民経済計算（GDP 統計）」、[https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/sokuhou/files/2019/qe192/gdemenuja.html](https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2019/qe192/gdemenuja.html) [2019-08-09]。

年，日本加大向新兴国家的直接投资，积极践行国际分工论，同时在日本国内保留关键零部件生产的“母工厂”功能。三是近十年，日本的半导体、液晶产品在全球市场中所占份额降低，日本开始注重高端零部件及原材料生产，推行“材料立国”战略。四是经历东日本大地震导致产业链断裂的危机后，加之新兴国家成本上升、中美贸易摩擦等因素，以及伴随科技发展竞争环境变化，日本企业目前正在寻找最优投资地，其中不排除制造业回归国内的可能。<sup>①</sup>

在这一变迁过程中，日本企业在国际上形成了独特优势，如与美国、德国和中国相比，日本的企业在“产品品质”、“当地发现并解决问题的能力”以及“技术开发能力”等方面具有明显优势。在科技创新方面，日本始终注重研发投入，开发制造位居产业链上游的中高端产品。在日本经济产业省对制造业企业过去五年内为扩大收益而采取的具体措施中，进行“划时代的新技术、新商品、新服务开发”的企业占比最高。<sup>②</sup> 从经营角度看，与不从事国际业务的企业相比，出口或对外投资的企业在生产率、就业人数和工资水平等方面均保持较高水平。<sup>③</sup>

日本通过创新进行产业升级的举措提升了其技术实力。据科睿唯安发布的全球百强创新机构报告，2018年日本以39家企业上榜再居首位，美国为

① 経済産業省『ものづくり白書』、2019年、[https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/mono/2019/honbun\\_pdf/index.html](https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/mono/2019/honbun_pdf/index.html) [2019-08-04]。

② 同上。

③ 内閣府『年次経済財政報告2019年度』、[https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je19/index\\_pdf.html](https://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je19/index_pdf.html) [2019-08-04]。

33家，列第二。<sup>①</sup> 自有排名以来连续八年跻身榜单的企业中，日本有14家，名列前茅，美国以12家的规模紧随其后。可以说，日本已发展成为与美国并驾齐驱的全球创新中心。截至2018年末，日本已有26人（含两名美籍日裔）获得诺贝尔奖，其中物理、化学和生物医学等基础学科分别为11人、7人和5人。日本的科技实力可见一斑。

另外，作为经常收支的构成要素，服务项下盈余逐渐成为推动日本经常收支顺差的力量，在存量上即表现为对外资产增加。2018年，日本取得专利使用费的规模扩大到2.6万亿日元，为1996年有记录以来的历史最高值。<sup>②</sup> 从地区来看，北美和亚洲地区占比最高，尤以亚洲地区增长最快。

值得关注的是，近年来日本材料产业发展迅速，其经营网点约3万家，占制造业整体的17%；员工约120万人，占17%；产品生产规模约56万亿日元，占18%；产出附加值约20万亿日元，占21%，成为“日本支柱产业”。在激烈的国际竞争环境下，虽然总体市场规模不大，但日本生产的许多材料产品长期保持六成以上的全球市场占有率，如占据全球份额60%的偏光板、占比超过70%的黑色光阻和彩色光阻等，液晶偏光板所需三醋酸纤维素薄膜甚至包揽了全部市场。<sup>③</sup> 2019年7月，日本政府宣布对出口韩国企业的半导体所需三种材料即光刻胶、蚀刻气体和氟化聚酰亚胺加强管控，而韩国目前约80%的半导体设备依赖日本，此举对韩国制造业企业造成严重打击。

### （三）缓解汇率变化对贸易收支的影响

作为出口大国，汇率变化一直是日本企业关注的重要因素。根据J曲线效应理论，日元贬值能够提升日本的对外价格竞争力，虽然短期可能出现贸易顺差减少或赤字增加现象，但长期看出口将增加，贸易收支会改善。

2012年末安倍第二次上台执政，与日本银行发表共同声明，出台量化宽松货币政策，大幅拉低日元汇率，将东日本大地震后的1美元兑80日元降至100日元左右，力图扭转2011年日本时隔31年首次出现的贸易赤字局面。但事与愿违，在日元持续贬值背景下，2012年起日本仍连续四年出现贸易

<sup>①</sup> 科睿唯安《德温特2018—2019年度全球百强创新机构》，<https://clarivate.com.cn/top100innovators> [2019-08-15]。

<sup>②</sup> 日本銀行「2018年の国際収支統計および本邦対外資産負債残高」、2019年7月、[http://www.boj.or.jp/statistics/br/bop\\_06/bop2018a.pdf](http://www.boj.or.jp/statistics/br/bop_06/bop2018a.pdf) [2019-08-03]。

<sup>③</sup> 経済産業省「素材産業におけるイノベーションの役割と期待」、2018年1月、[https://www.meti.go.jp/policy/mono\\_info\\_service/mono/chemistry/downloadfiles/180112materials-innovation.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/mono_info_service/mono/chemistry/downloadfiles/180112materials-innovation.pdf) [2019-08-02]。



易赤字且规模不断扩大，J 曲线效应失灵。（参见图 10）

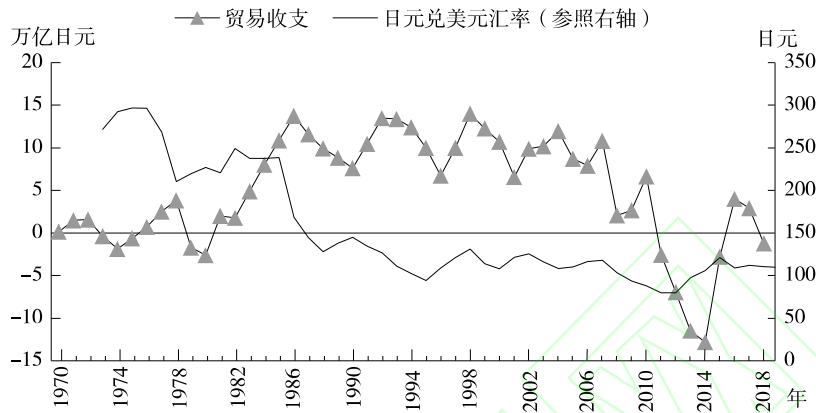


图 10 日本贸易与汇率变化情况

资料来源：財務省『貿易統計』、<http://www.customs.go.jp/toukei/sui/html/nenbet.htm> [2019 - 08 - 05]；日本銀行「時系列統計データ検索サイト」、<http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html> [2019 - 08 - 05]。

日元贬值并未带来出口数量的增加，而且，在核电站停止运营后，价格弹性低的资源类商品进口大幅增加。汇率变化对日本企业影响弱化，其背景首先在于日本企业生产基地的海外转移，形成当地生产、当地采购原材料等经营模式，制造业出口企业对汇率变化的承受力增加。在雷曼危机前，日本海外生产伴随的出口替代和诱发效应基本平衡，一定程度上抑制了出口数量减少现象，但近年来产自销模式难以产生出口诱发效应，出口数量难以增加。<sup>①</sup> 其次，日本出口产品的附加值高，以低价格为营销手段的产品失去国际竞争力。<sup>②</sup>

进入 21 世纪后，日元贬值仍未能带动出口增加，<sup>③</sup> 通过“日元贬值→外需增加→国内生产扩大→设备投资增加、就业及工资增加→内需增加”的经济增长模式难以持续。与此同时，以最优生产基地为目标的日本企业，在当地需求、生产成本和国际分工等发生变化的背景下，积极通过海外生产来提升企业效益。值得关注的是，在日美贸易谈判（TAG）过程中，虽然实质性谈判并未涉及汇率条

① 泉山美幸・高橋宏信「我が国の経常収支の構造変化—『貿易立国』から『投資立国』へ—」、『ファイナンス』2018 年 6 月号。

② 小池拓自「貿易収支に見る産業構造の変化と政策」、『レファレンス』2015 年 9 月号。

③ 清水順子・佐藤清隆「アベノミクスと円安、貿易赤字、日本の輸出競争力」、『RIETI Discussion Paper Series』2014 - J - 022、2014 年 4 月。

款，但从现实情境和应对举措来看，日本对汇率条款的谈判能力有所增强。<sup>①</sup>

#### (四) 避免政府债务负担引发的经济社会危机

日本的债务问题在发达国家中最为突出，且呈不断恶化趋势。20 世纪 80 年代末，日本公共债务约占 GDP 的一半，泡沫经济崩溃后这一比率直线上升，2017 年度达 853 万亿日元，为 GDP 的 1.56 倍，预计 2019 年度将达到 897 万亿日元，为 GDP 的 1.58 倍。如果加上地方政府负债，2019 年度日本政府长期债务余额将达 1122 万亿日元，约为 GDP 的两倍。<sup>②</sup> 从全球范围来看，据 IMF 预测，2019 年日本中央和地方政府、社保基金合计债务规模将达其 GDP 的 2.36 倍，远高于排名第二位的意大利（1.28 倍）和美国（1.08 倍）。<sup>③</sup> 这主要是因为，20 世纪 90 年代中期，日本金融体系陷入危机，企业被“三过剩”（人员、债务、设备）所累，政府通过发行国债刺激经济增长。从 1990 年度至 2019 年度，日本普通国债余额合计增加 725 万亿日元，其中社保相关支出增加 316 万亿日元，老龄化进程对日本经济造成的负面影响明显。

与此同时，日本严峻的财政问题，并未引发诸如希腊、意大利等国家的财政破产、国家破产危机，社会也处于稳定状态。究其原因，主要源于日本民间部门的丰沛资产<sup>④</sup>，表现在内外两方面。据日本央行统计，截至 2019 年 3 月末，日本家庭部门所持的金融资产高达 1835 万亿日元，是名义 GDP 的 3.3 倍，远远超过日本政府部门的债务总额。这些资产中，超过一半以现金和存款形式存留，因此拓宽投资渠道、提升资产效率，才能保证日本民间资金支撑巨大债务并推动经济增长的国内资金循环模式得以持续。而日本海外净资产回流国内，又有助于国内就业和新产业培育，对提振长期处于通缩和“失去二十年”困境中的民众信心具有重要作用。

#### (五) 促进日本经济转型

国际收支发展阶段学说源于 19 世纪末期，主要反映国际收支与经济发展

<sup>①</sup> 熊野英生「為替条項による牽引一脅かしに屈せず強かに交渉せよ一」、『Economic Trends マクロ経済分析レポート』、2018 年 10 月 15 日。

<sup>②</sup> 財務省「日本の財政関係資料」、2019 年 6 月、[https://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/201906.html](https://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/201906.html) [2019-08-09]。

<sup>③</sup> IMF, “World Economic Outlook”, October 2018.

<sup>④</sup> 如果将日本政府的负债总额扣除所持的金融资产，其净债务余额与 GDP 之比降至 1.53 倍，但仍在发达国家中居首位。而且，日本政府持有的金融资产中，国有企业借款和非上市股票等市场评价依据不足，难以评估价格。至于非金融资产，如公共建筑、土地、基础设施等，规模约占政府资产的 1/4，但这些有形固定资产是经济社会发展必需的要素，在非常时期也不易变现，缺乏流动性。参见：IMF, “Fiscal Monitor”, October 2018; OECD『対日審査報告書 2015 年版』、2015 年 4 月。

相关性。如表 2 所示，根据一国经常收支结构的两个维度变化，即债权国或债务国（第一次所得收支顺差或逆差）、资本输入国或资本输出国（金融收支顺差或逆差），判断一国所经历的六大递进式发展阶段。

表 2 国际收支发展阶段学说示意图

	经常收支	贸易服务收支	第一次所得收支	对外净资产	金融收支
1. 不成熟债务国	-	-	-	-	+
2. 成熟债务国	-	+	-	-	+
3. 债务偿还国	+	++	-	-	-
4. 不成熟债权国	++	+	+	+	--
5. 成熟债权国	+	-	++	++	-
6. 债权减损国	-	-	+	+	+

注 “+”表示国际收支顺差“-”表示逆差。

资料来源: Crowther G., *Balances and Imbalances of Payments*, Harvard University Press, 1957. 转引自: 经济产业省『通商白書 2017』、<https://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2017/2017honbun/i1130000.html> [2019-08-10]。

从 20 世纪 80 年代中期起，日本将自身长期定位于第四阶段即不成熟（或年轻）债权国。<sup>①</sup>但事实上，从 2011 年起，日本贸易逆差或贸易顺差缩小成为常态，第一次所得收支盈余成为支撑经常收支顺差的主要力量。可以说，日本已进入第五阶段即成为成熟债权国，其标志是所得收入增长及对外净资产规模扩大。日本利用多年累积的资产存量，继续发挥促进经济发展的功能。

在贸易逆差逐步成为可能的背景下，如何确保经常收支顺差成为关键，即以海外投资为主的第一次所得收支顺差能否持续冲抵贸易逆差。为防止日本进入债权崩溃国行列，日本经济如何转型显得尤为重要，基于此，日本各界非常关注“贸易立国”向“投资立国”的战略转型。

1989 年至 2017 年，全球贸易出口额增加了 5.7 倍，而日本只提升了 2.7 倍。其背景在于日本企业利用亚洲经济增长契机，加快海外投资布局，同期全球对外投资规模骤增 16 倍，日本基本保持同步为 15 倍，日本基本实现了“贸易立国”向“投资立国”的转型。另一方面，作为传统贸易大国，贸易依然是日本经济的重要支柱。日本经济产业省通过对不同国家贸易收支与经济增长率相关性进行分析，指出：从收支角度，商品、服务等贸易收支规模与名义 GDP 增长率之间相关性低；但从贸易角度，商品及服务的贸易增加规模与名义 GDP 呈正相关关系，即

<sup>①</sup> 经济产业省『通商白書 2017』、<https://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2017/2017honbun/i1130000.html> [2019-08-10]。

同时扩大进口和出口，有利于经济发展。<sup>①</sup>从贸易角度观察，虽然日本国内企业出口难以增加，但如果将当地法人出口因素考虑在内，日本整体制造业企业的出口则呈增加趋势，其中亚洲地区是直接投资高收益的重要支柱。<sup>②</sup>

同时，基于现实考虑，日本经济完全依赖海外生产存在诸多风险，尤其近年来以美欧为代表的贸易保护主义抬头，加之技术竞争、新兴国家成本上升等因素，日本出现制造业回归国内的动向。经济产业省的调查结果显示，2017年约有12.5%的日本海外企业把生产基地转移到日本国内，其中从中国大陆和中国香港地区转移的企业最多，占52.3%，其次为东南亚（38.5%）。当问及“回归国内的理由”这一问题时，所选答案排名前五位依次为人工成本（23.1%）、品质管理问题（23.1%）、缩短生产周期（14.6%）、技术问题（15.4%）、确保工厂工人（12.1%）。<sup>③</sup>

综上所述，在人口减少及少子老龄化制约下，作为经济发展的重要甚至说唯一的路径，日本通过扩大对外直接投资，正在实现“贸易立国”向“投资立国”的转型。在此潮流中，推动“投资立国”战略，兼顾“贸易立国”思维，更符合全球视野的国际分工及日本现实国情。<sup>④</sup>

#### 四、日本海外金融资产面临的课题及挑战

##### （一）对内直接投资比重低，不利于对外资产负债结构的优化

理论上讲，流量视角下的经常收支顺差（逆差）与资本净流出（流入）相符，在存量上则表现为海外净资产的增加（减少），经常收支与海外净资产变化呈正相关关系。

海外净资产是海外资产与海外负债的差额，对外直接投资与对内直接投资分别体现海外资产与海外负债的变化。近年来，在日本政府积极推动下，日本对内直接投资呈增加趋势，2018年为30.7万亿日元，占GDP的5.6%，连续五年突破历史纪录，但其规模仅占日本海外负债总额的4.4%。而且，同期日本对外直接投资余额仅为GDP的33.1%、海外资产总额的17.8%。日本

① 原田浩气·道上有里香「平成を振り返る（前編）」、『ファイナンス』2019年7月号。

② 三浦有史「グローバル・バリュー・チェーンからみたわが国製造業の現在地」、『環太平洋ビジネス情報』第19卷第74号、2019年。

③ 経済産業省『ものづくり白書』、2019年、[https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/mono/2019/honbun\\_pdf/index.html](https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/mono/2019/honbun_pdf/index.html) [2019-08-04]。

④ 日本政府在《通商白皮书2007》中提出“贸易投资立国战略”，希望借助对外投资和对外贸易双驱动模式，实现经济长期稳定发展。参见苏杭《日本对外直接投资的网络化发展及启示》，《日本学刊》2015年第2期。

海外资产结构呈“单行道”或者说“单一通道”特点，缺乏与国际经济的双向交汇。<sup>①</sup> 为防止经常赤字导致对外净资产减少，应平衡对外及对内投资，改善资产收益率，保持对外资产负债表的可持续性。<sup>②</sup>

对内直接投资主要通过两方面影响海外净资产变化。一是促进日本企业与海外企业合作，在全球开拓新商机。外国直接投资有助于日本企业引进新技术和管理方法，提高自身科技创新能力，创造技术集约型高附加值产品，为其全球化布局夯实基础。二是形成稳定资本流动，保持对外资产负债表健康平衡。对内直接投资有助于加强日本与海外之间的双向贸易、投资活动，提升日本在全球贸易投资中的国际地位，提升海外金融资产配置质量。

海外对日投资主要集中在以东京为中心的大城市。<sup>③</sup> 经济产业省对日本外资企业的调查结果显示，对海外企业而言，日本市场的魅力在于“收入水平高，享受产品和服务的客户群体大”（62.1%）、“对产品服务附加值和流行趋势敏感，新产品和新服务的竞争力能够得以验证”（47.2%）、“交通、能源、信息通信等基础设施完善”（45.8%）等。与此相对，海外企业在日本市场业务受阻的主要原因包括“经营成本高”（72.3%）、“人才缺乏”（53.6%）、“日本市场的封闭性和特殊性”（46.4%）等。<sup>④</sup>

近年来，为构建良好的跨国企业经营环境，日本政府出台了一系列政策，如 2013 年修订《药事法》，制定《再生医疗新法》《国家战略特区法》，2014 年实施《产业竞争强化法》等。其中，在区位选择方面，2012 年日本政府出台《促进特定跨国公司研发业务特别措施法》（也被称为“以亚洲地区为据点的推进法”），提出以亚洲地区为据点，增加研发和管理功能，生产高附加值产品。针对人才不足情况，日本政府推出“高级人才积分制的出入境管理优待制度”。2019 年 4 月，正式实施修订后的《出入境管理法》，推出“特定技能”这一新型在日居留资格，促进吸收外国人劳动力。

与此同时，为促进外国企业对日贸易投资，日本积极签署自由贸易协议，在广域经济合作领域有所作为。截至 2019 年 3 月，日本与 21 个国家和地区签

① 樊勇明《海外资产和日本经济的转型》，《世界经济研究》2012 年第 8 期。

② 岩本武和「再考日本經常収支（下）」、『日本經濟新聞』2014 年 3 月 27 日。

③ 博報堂「我が国の地域における投資魅力度調査報告書」、2019 年 3 月、<https://www.meti.go.jp/policy/investment/pdf/H29FYtoushimiryokudohoukokusho.pdf> [2019-08-13]。

④ 経済産業省『外資系企業動向調査 第 52 回 2018 年調査結果（2017 年度実績）』、[https://www.meti.go.jp/statistics/tyo/gaisikei/result/result\\_52/result\\_52k.html](https://www.meti.go.jp/statistics/tyo/gaisikei/result/result_52/result_52k.html) [2019-08-14]。



署或生效了 18 个经济伙伴关系协定（EPA），其中包括 12 国签署的“跨太平洋伙伴关系协定”（TPP）。日本与这些协议对象国之间的贸易规模占其贸易总量的 51.6%；若不计入美国，只考虑 TPP11，这一比例降至 36.5%。目前日本与哥伦比亚、土耳其之间的双边 EPA 谈判正在进行，同时在广域合作中继续推进中日韩 FTA、RCEP 谈判。<sup>①</sup> 如果将这些正在谈判的 EPA 与已生效、已签署的 EPA 都计入的话，日本与对象国之间的贸易额占其贸易总量的比重将升至 85.8%。<sup>②</sup> 值得注意的是，在中美贸易摩擦背景下，日本政府以安全保障为名，追随美国强化对以中国为主的企业对日投资的限制，并在 2019 年秋季修改相关政令，将外资限制标准从所持股份数改为表决权，以图更便于限制外商出资。<sup>③</sup> 与此同时，日本政府通过修改《外汇及外国贸易法》（简称“外汇法”），扩大限制外商投资行业，除以往的核能外，新增手机、个人电脑、集成电路、软件开发等领域，针对中国的意图明显。这种趋势反映出全球贸易保护背景下日本对外来投资的选择将更加保守谨慎。

## （二）财政赤字制约海外净资产稳定增长

经常收支变化状况一直是海外金融资产的风向标。一般来说，经常收支与经济主体各部门的资金余缺关系可以通过储蓄—投资（IS）恒等式表现，即经常收支 = 日本国内民间部门储蓄与投资差额 + 财政收支。

从图 11 可以看出，日本长期处于经常收支顺差状态，截至 2017 年度，日本经常收支规模连续四年增长。观察各部门资金余缺状况，可以看出经常收支顺差源于民间部门储蓄规模高于政府部门赤字。

在老龄化背景下，日本国内储蓄剩余呈不断减少趋势。2010 年日本人口达到 1.28 亿人的峰值后不断下降。据日本国立社会保障与人口问题研究所预测，2053 年日本人口将跌破 1 亿人，2065 年仅为 8808 万人。其中，65 岁以上老年人口占总人口的比重将从 2015 年的 26.6% 升至 2065 年的 38.4%，即 2.6 人中就有一位老年人，而劳动适龄人口占比将从 60.8% 减至 51.4%。<sup>④</sup>

① 外務省「日本のEPA・FTAの現状」、[https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/fta/\[2019-08-14\]](https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/fta/[2019-08-14])。

② 外務省「我が国経済連携協定（EPA）の取組」、<https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000282811.pdf> [2019-08-14]。

③ 「外資規制の基準厳しく、議決権10%で審査、中国など念頭」、『日本経済新聞』2019年8月18日。

④ 国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来推計人口（平成29年推計）報告書』、2017年7月、[http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp\\_zenkoku2017.asp](http://www.ipss.go.jp/pp-zenkoku/j/zenkoku2017/pp_zenkoku2017.asp) [2019-08-11]。



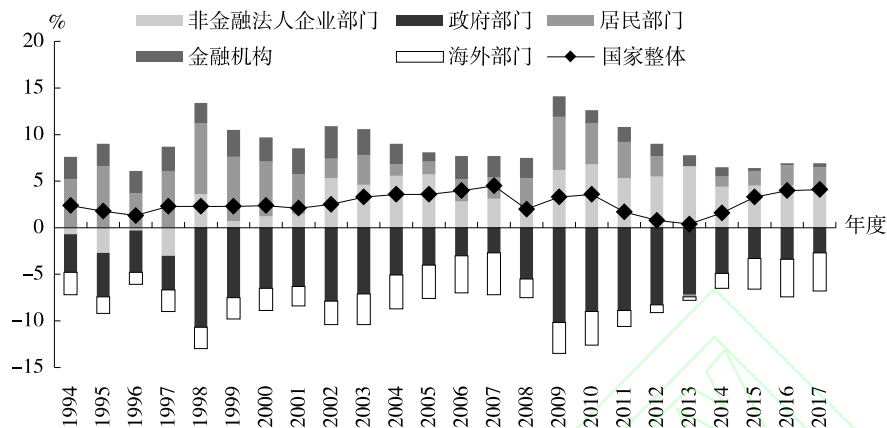


图 11 日本各部门资金余缺占 GDP 比重的变化

资料来源：内閣府「国民経済計算」、[https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data\\_list/sokuhou/files/2019/qe192/gdemenuja.html](https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/2019/qe192/gdemenuja.html) [2019-08-09]。

老龄化将带来可支配收入减少和最终消费支出增加，老年人口所占比重越大，居民储蓄率的减速越明显。20 世纪 70 年代，日本家庭部门储蓄率高达 20% 以上，90 年代为 10% 以上，21 世纪第二个十年已迅速下降至 0%—3% 左右，由于消费税增税导致最终消费支出大幅增加，2013 年度居民储蓄率甚至出现了历史上首次负增长局面。2019 年 6 月，金融厅出台报告，指出日本人退休后，其家庭将面临 2000 万日元养老金不足问题。<sup>①</sup> 这份报告对日本民众产生了猛烈的心理冲击，虽然之后该文件被日本政府撤销，但其背后反映出对储蓄减少的担忧。近年来，由于企业部门盈利，剩余资金充裕，因此居民储蓄率虽然降低，对日本经济却并未产生直接影响。但是，在财政赤字背景下，若居民部门储蓄率持续为负，则意味着家庭支出超过储蓄，长期积累的金融资产逐步被消耗，国内储蓄无法冲抵巨额财政赤字，经常收支将转为逆差。届时财政赤字不得不依靠外部融资，国债消化由海外投资者承担，结果使长期利率上升，巨额国债费将导致财政状况更为严峻。

居民储蓄冲抵政府债务需要具备三个条件：（1）家庭储蓄未出现大幅减少，（2）几乎全部国债均由本国投资者持有，（3）基础财政收支盈余。<sup>②</sup> 为

① 伴随人均寿命提高，假定日本人均寿命为 95 岁，由于二人家庭（65 岁与 60 岁）每月支出（15 万日元）超过养老金补贴（10 万日元），收支缺口为 5 万元，按照 20—30 年余生进行简单计算，总计缺口为 1300 万日元至 2000 万日元。参见：金融厅「高齢社会における資産形成・管理」、2019 年 6 月 3 日、[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20190603/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20190603/01.pdf) [2019-08-11]。

② 小林慶一郎「債務膨張の速度調整で財政再建」、『週刊エコノミスト』2019 年 5 月 14 日号。

避免日本经常收支陷入赤字、保证海外资产顺利回流，一方面必须注重提升对外净资产收益，另一方面应着手进行日本的财政重建。2018年6月，日本政府推出新的财政重建目标，将实现基础财政盈余的时间从2020年度延至2025年度，同时提出稳定降低债务余额占GDP的比重。<sup>①</sup>但在潜在经济增长率低下、老龄化导致社保费用攀升背景下，日本要实现上述目标任重道远。

### （三）海外净资产收益率需进一步提升

少子老龄化深化及家庭部门储蓄率下降的现实，对通过提高日本海外净资产收益来减轻经常收支顺差缩小风险提出了更高要求。作为最大债务国，美国对外直接投资收益高，而作为最大债权国的日本，其海外净资产回报率较低。有学者将海外净资产收益率分为投资回报（return）因素和资产组合（portfolio）因素，认为美国的高收益率源于上述两个要素。<sup>②</sup>与此相对应，在日本的海外净资产中，美国国债等低风险、低收益资产所占比重较高（参见图12）。

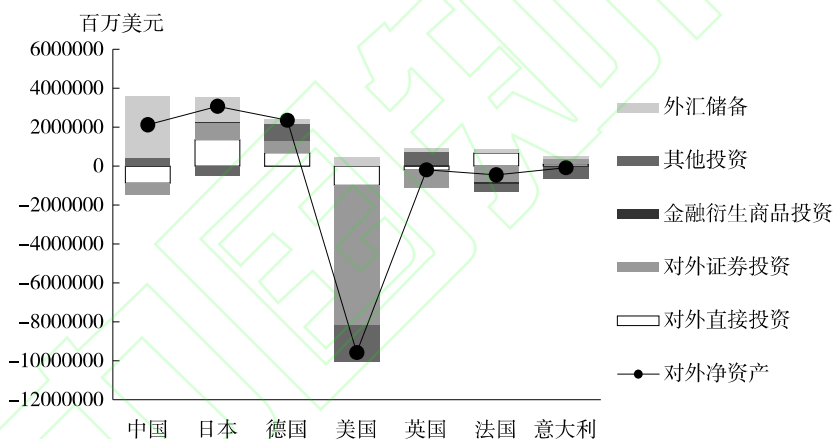


图12 海外净资产的国际比较（2018年）

资料来源：日本銀行「2018年の国際収支統計および本邦対外資産負債残高」、2019年7月。

日本内阁府指出，日本海外净资产收益低的原因在于直接投资历史较短、海外投资经验不足以及绿地投资占比高等。<sup>③</sup>近年来，伴随日本企业并购投资所占比重大幅提升，上述投资约束瓶颈有所突破。在日本对美投资占比仍然

① 内閣府『経済財政運営と改革の基本方針2018』、2018年6月15日。

② Bosworth B., S. M. Collins and G. Chodorow Reich, “Returns on FDI: Does the U. S. Really Do Better?”, NBER Working Paper Series No. 13313, 2007.

③ 内閣府「日本の対外直接投資の動向」、『マンスリー・トピックス』2016年第48号。

最高的背景下，特朗普政府实施的大幅减税政策或能进一步改善日本海外直接投资收益率。<sup>①</sup>

## 五、借鉴与启示

20 世纪 80 年代中后期，日本经济发展令人瞩目：1985 年日本成为全球拥有海外净资产最多的国家，1986 年日本贸易顺差规模居全球首位，1987 年日本取代美国成为世界最大债权国。在长期对外经济实践过程中，日本积累了庞大的海外金融资产，既为国内经济复苏提供了信心，也有效分散了经济政策风险，提升了日本企业国际竞争力。

近年来，中国的海外金融资产增长迅速，截至 2018 年末，对外资产和对外负债分别为 7.32 万亿美元、5.19 万亿美元，分别是 2004 年的 7.8 倍、7.5 倍，海外净资产从 2004 年的 0.23 万亿美元提升至 2018 年的 2.13 万亿美元。<sup>②</sup>在欧美国家贸易保护主义势力抬头以及美国挑起的中美贸易摩擦长期化背景下，中国海外资产增长面临更为复杂的局势。日本累积海外金融资产的历程及其经验教训或可为中国提供借鉴和启示。

### （一）保持经常收支平衡，促进海外金融资产稳定增长

理论上说，在对外资产负债头寸中体现的海外净资产变化，与国际收支中的经常项目变化一致。在“尼克松冲击”和两次石油危机双重打击下，1973—1975 年以及 1978 年、1979 年，日本出现经常收支逆差。20 世纪 80 年代起，日本经常收支连续近 40 年保持顺差，平均约占名义 GDP 的 3%；与此同时，日本海外金融资产稳定增长。但其间，日本的经常收支结构发生了重大变化。东日本大地震后，2011 年日本贸易收支转为逆差，经常收支却未陷入赤字，其原因在于维持顺差的基本力量从贸易顺差转向以对外投资收益为主的第一次所得顺差。与此同时，作为经常收支的组成部分，服务收支赤字规模缩小，内涵也发生变化，其中访日游客大幅增加，旅行收支顺差突破历史峰值，专利使用费收入等其他服务收支也连创新高。可见，在全球化进程中，面对激烈的形势变化，日本企业注重调整经营战略，从商品出口到资本

<sup>①</sup> 大野早苗·鈴木唯「対外直接投資収益率の決定要因—日米の比較—」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2019 年第 1 号。

<sup>②</sup> 国家外汇管理局《国家外汇管理局年报（2018）》，2019 年 7 月 28 日，<http://www.safe.gov.cn/safe/2019/0728/13720.html> [2019-09-01]。

输出，从货物贸易到服务贸易，从模仿跟随到技术独创，实现产业转型升级。

反观中国，从1994年起经常账户持续顺差，但2018年顺差与GDP之比仍仅为0.4%，而且2018年第一季度经常账户出现17年来的首次季度逆差。其主要原因在于货物贸易顺差下降、服务贸易逆差持续扩大等。<sup>①</sup> 伴随中国经济向高质量发展，对消费升级及产业结构提升的需求更加强烈。因此，要通过扩大开放，改变以往以要素资源推动经济增长的模式，通过注重科技创新、提高全要素生产率，扩大有效供给，提升产业价值链。

### （二）提升对外直接投资收益，是海外金融资产健康持续的重要保证

1991年起，日本连续28年为全球最大债权国，但其海外资产结构发生了变化。长期以来，日本对外净资产以对外证券投资为主，2009年起对外直接投资占比持续增加，2014年超过对外证券投资，2018年二者占比分别为44.21%和29.15%。其背景源于国际金融危机后主要经济体实施低利率政策，以并购为主的对外投资成为日本企业追求更高收益率的选择。目前直接投资收益成为日本海外金融资产的重要来源。过去十年间日本对外证券投资平均收益率为4.2%，而直接投资达6.7%，其中在亚洲地区的收益率高于平均值。

2018年，中国的海外净资产为2.13万亿美元，仅次于日本、德国，居全球第三位。但观察其结构，中国的海外净资产主要来源于外汇储备，对外投资收益长期为负值，即对外资产收益水平无法冲抵对外负债（利用外资）的高成本。伴随中国海外资产规模的扩张，提升对外投资收益、优化海外资产配置，既是中国企业提高国际竞争力的需要，也是中国能否从不成熟债权国向成熟债权国转型的重要标志。

### （三）国家战略与企业海外布局协调发展，有利于海外资产有效配置

在少子老龄化加速深化过程中，国内市场规模有限，向海外发展成为日本微观经济主体的必然选择，日本政府也将“投资立国”作为国家战略，出台政策扶持企业参与国际竞争。以基础设施出口战略为例，安倍政府于2013年1月提出“基础设施系统出口”构想；3月，日本政府设立由相关部门共同成立的“经济协作基础设施战略会议”（简称“经协会议”），作为推动日本基础设施出口的指挥部，从中央、地方和海外三个维度有体系地推动基础

<sup>①</sup> 国家外汇管理局 《国家外汇管理局年报（2018）》，2019年7月28日，<http://www.safe.gov.cn/safe/2019/0728/13720.html> [2019-08-10]。

设施出口。中央方面，除“经协会议”相关省厅外，还包括日本贸易振兴机构（JETRO）、日本贸易保险（NEXI）、日本国际协力机构（JICA）以及进行投融资支持的 JBIC 等政府性金融机构等。地方层面，主要由上述机构的地方分支机构在各自区域统筹及协调。海外方面，主要依靠使领馆、JETRO、JBIC 及海外当地企业组织的商工会议所。此外，日本律师协会、海外产业人才育成协会等也在海外当地提供法律、税收、行政和人才培养等系统服务。这种官民一体化结构，有利于海外投资企业的信息收集、资金筹措、人才培养、改善投资环境等，便于企业与海外市场的有效对接。从 2013 年 3 月至 2019 年 6 月，“经协会议”共召开 43 次会议，议题涉及战略制定与实施进度、重点区域及投资领域等，有效推动了日本基础设施向海外出口。

中国实行改革开放政策以来，很多企业在国家战略指引下走出去，积极参与国际分工与合作。为减少经营风险、提升品牌竞争力，中国政府与相关部门可借鉴日本经验，加强与企业的密切协作，在政策出台、融资模式、项目运作及风险管理等方面形成顶层设计及服务保障，为企业优化海外资产结构、树立良好的中国品牌创造良好的政策支持 and 市场条件。

#### （四）防范对外投资风险，减少海外资产损失

对日本企业而言，全球布局一方面利于优化其产业链布局、提升经营收益，但也意味着需要承担投资和经营风险。20 世纪 80 年代至今，从泡沫经济鼎盛时期日本三菱地所株式会社以 13.4 亿美元收购美国洛克菲勒中心，到近年来东芝收购美国西屋电气、日本邮政收购澳大利亚物流巨头“拓领控股”（Toll Holding）造成巨额损失，日本企业在不断试错中加速海外投资步伐。此外，80—90 年代，以美国为中心，日本在海外的不动产投资占对外直接投资的比重高达 20%，造成房地产价格暴跌后日本企业资产严重受损。

在保护主义势力抬头、国际投资环境日趋复杂的形势下，中国企业“走出去”所面临的投资风险更为严峻，如全球政治格局变化、经济增长减速、国家或地区安全不稳定、贸易保护主义等。近年来，发达经济体以国家安全保障为由强化海外企业并购壁垒，项目审批更加严格，加之中国国际地位提升，针对中国企业的跨国投资限制更加严苛。对此，到海外投资的中国企业应强化风险意识，运用合适的风险管控工具，选择与实体经济相关的投资项目，做好风险收益评估工作，最大限度降低海外投资风险，提高投资回报率。



## Japanese Overseas Financial Assets: Assessment, Characteristics, Influence and Policy Implication

*Liu Rui*

Under the background of economic globalization, the volume of Japan's overseas financial assets has continued to maintain a high level. Since 1991, Japan has been the world's largest creditor nation for 28 years. From the perspective of its structure, the major source of Japan's overseas financial assets has shifted from trade surplus to the primary income surplus, in which the foreign direct investment income playing a leading role. In recent years, the main driving factors of changes relating to Japanese overseas financial assets are linked with the changes in national development strategies, domestic and international situation, corporate overseas production patterns and forms of foreign investment. Japan's overseas financial assets have a positive impact on the economy, such as boosting the domestic economy, enhancing the global competitiveness of enterprises, easing the impact of exchange rate on trade balances, avoiding economic and social crises caused by government debt burden and promoting Japan's economic transformation. Meanwhile, Japan's overseas financial assets are also faced with many problems. The low proportion of inward direct investment is not conducive to the optimization of overseas financial assets allocation. The fiscal deficit restricts the steady growth of overseas net assets, and the overseas assets return needs to be further improved. In the context of severe international environment and external pressure, it is significance to analyze the formation path and structure of Japan's overseas assets, which will provide reference for China's globalization.

### 日本の対外金融資産 —現状、特徴、影響および示唆—

劉 瑞

経済のグローバル化が進む中、日本の対外金融資産は高い水準を保ち続けており、1991年から28年連続で世界最大の債権国となっている。内訳を見ると、日本の対外資産の供給源は貿易黒字から第一次所得黒字に移行し、特に対外直接投資収益が牽引している。近年、日本の対外金融資産が変化した主な要因としては、国家の発展戦略、国内外情勢の変化、企業の海外生産モデル、対外投資形態などの変化から解明できる。対外金融資産が日本経済にもたらすプラスの影響には、海外利益の還流による国内経済成長の促進、企業の国際競争力の向上、為替変動による貿易収支への影響の緩和、政府債務による経済・社会危機の回避、日本経済の構造転換の促進などがある。一方、日本の海外金融資産は多くの課題を抱えており、対内直接投資の割合が低く、海外金融資産の配置の最適化に不利であること、財政赤字が海外純資産の安定的成長を制約していること、海外資産の収益率をさらに上げる必要があることなどが挙げられる。厳しい国際環境と外的圧力の下で、日本の海外資産形成の方法や構造を分析することは、中国のグローバル化にとって参考になる。

(责任编辑: 叶琳)