

日本沒可能賴債

國際
視野Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

在金融市場，主要有三種方法獲利，分別是「回歸正常交易」（即是「跌市後博反彈」）（Return to the Mean Trades）、「投機交易」（Momentum Trades）以及「利差交易」（Carry Trades）。

三者之中，「利差交易」是最危險的，尤其是在貨幣緊縮、債券孳息曲線變平，以及經濟增長下降等情形下獲利。

但現時，中央銀行收緊貨幣政策的機會一日比一日大，而大多數長債（不論是國債還是企業債券）的風險溢價卻跌至接近最低水平，進行「利差交易」者通常都已在瘋狂地平倉。

然而，我得承認，日本和其他G7成員國的央行在外匯市場入市干預，令到情況變得很難看透。

事實上，雖然日本央行的貨幣基礎還未公布（正常為每月公布一次），最近的干預效果已經可以在日本央行每日公布的經常帳中看到——日本央行看來向日本經濟注入了超過20萬億日圓（約2500億美元）。這行動引起了好些疑問，包括：

日企或在外國 進行利差交易

一、為何日圓沒有進一步下跌？

儘管日本經濟遭遇打擊，以及日本央行看來會更進取地擴大其資產負債表，日圓現時兌大多數貨幣的匯率，大致上都和3月初的水平相若。

是不是好像一般媒體所說，因為日資公司將資金調回日本（我們對此有懷疑），所以令日圓的匯率不致進一步下跌？

還是因為大批外資流入來趁低吸納？（在美國掛牌の日股ETF（EWJ.US）近一星期就升至創新高。）

日本經濟只是短暫欠缺現金？抑或是，被迫縮減生產規模的企業為外匯對沖平倉的結果？

不論是什麼原因，在日本央行進行大規模量化寬鬆的情況下，若日圓的匯價仍能保持這麼強勁，我將會非常意外。

相反，看來更加大可能的是，日本機構（包括銀行、保險公司等）將會抓緊這個

機會，第一時間在外國進行利差交易。

二、日本機構會否再次在外國進行利差交易？

日本央行在2003年至2004年間大幅擴充其資產負債表，令很多日本投資者轉向外國尋求較佳的回報，因為傳統智慧告訴他們，日圓的匯率將會受壓。

資金流入當時的投機交易（新興市場），以及更大規模的利差交易（美國按揭債券、英國債券、歐洲經濟貨幣同盟（EMU）中較弱的國家的主權債務）。這次會否歷史重演？

新發行的日圓會否被用來購買印尼國債、巴西債券、澳洲和新西蘭債券等？

抑或被用來進行投機性更強的交易（如石油、黃金、中國股市、美國股市等）？

當然，另一種選擇是，將新發行的日圓留在日本，投資在日本股市上，實行「博反彈」。

日本投資者決定怎樣做，是不容易估計。因為現時全球四大中央銀行之中，中國的人民銀行正在全面推行緊縮貨幣政策，歐洲央行則是口頭上趨向緊縮，美國聯儲局則仍然在推行量化寬鬆政策，而日本央行現時亦在放鬆其貨幣政策（因為地震之後），雖則它早在兩年前已應該這樣做。

另一更大的問題是，日本政府的財政怎樣應付重建的開支？

「恥文化」濃厚 債務違約機會微

在日本發生地震後的一段日子，日債的違約掉期急升，升至接近韓國（一旦與朝鮮統一，便要很大代價）或泰國（幾季之前，曼谷街頭還有人中槍）的水平。當然，我們曾接獲不少查詢，問我們日本會否真的出現債務違約事件？我們並不認為如此。

除了我們之前檢討過很多次的結構性原因之外，相對其他先進民主國家來說，日本還有一大優勢，那就是文化。我們經常爭論說，主要有兩種功能社會。一種是以「罪文化」為基礎，通常是猶太教或基督教的社會。另一種是以「恥文化」為基礎。

日本的「恥文化」很突出，這在過去兩星期日本人的勇氣和堅忍中表露無遺。沒有其他國家能出其右。

社會和政治學家以賽亞·伯林(Isaiah Berlin)曾指出，社會可以有很多好的價值觀，如公義、財富、個人自由、社會穩定、安全，但不幸的是，我們不能令它們同時變得最大。一定要有所取捨和權衡，這就是政治。

社會有一套透過協商來取捨的方法（民主選舉本身不是一套達致這些取捨的機制，它只是一套將信息傳送給代理人的機制，實際協商則由代理人負責），協商又給經濟因素設置了一個營運的環境。

即使在同樣稱為民主和資本主義的社會中，這些討價還價以及經濟活動的性質也有極大的差異。

例如，美國可以容忍一定程度的不穩定、罪惡、不平等、暴力和宗教狂熱，歐洲人和日本人視之為荒謬，但美國人卻以此換來一套較有活力的創業家精神，以創造財富。

另一方面，日本人願意接受西方人覺得異乎尋常的社會一致性，來換取高度的社會穩定、極低的罪案率，以及某些需要自律和凝聚力的經濟領域（如高精度製造業）的成功。

不還債會構成政治文化崩潰

日本現時的困境是其龐大的國債（約為GDP的兩倍多），但這些國債差不多全部都在日本國民手上。這意味着，日本的主要問題是，怎樣有組織地將資產由老一輩、較富有以及靠租金、利息、股息等生活的人手上，轉移至較年輕和貧窮的人手上。

一、應付這尷尬的處境和困境的方法不是去拖欠債務不還，因為這樣做是沒有作用的，這只會令日本本國人收不回貸款



過去數星期，日本人面對災難表現出勇氣和堅忍，「信貸違約掉期」實在是歷史上最難贏錢的賭注。（資料圖片）

（而非像阿根廷當年那樣抵賴外債）。

解決的方法應該是推行稅務改革或加稅（例如提高增值稅或遺產稅）？或甚至容許通脹出現（這將會令日本國債和日圓貶值）？

二、更重要的，是拖欠債務還不十分違反日本文化的特質。拖欠債務不還所引起的恥辱是難以承受的。

在這方面，一般日本人將群體利益置於個人利益之上，就可以發揮作用。自從地震發生以來，日本國民這種特性都很明顯。

我們認為，若西方的民主國家的國債這麼重，可能一早已選擇了拖欠不還，但日本卻仍在思考解決方法。

簡而言之，若日本拖欠債務不還，將不只是經濟崩潰那樣簡單，而是史詩式規模的政治和文化崩潰！

若有人想買日本的「信貸違約掉期」（Credit Default Swap, CDS）來賺錢，就等同他在看淡日本人犧牲小我、完成大我的精神。這實在是歷史上最難贏錢的賭注。