

日本大舉債重建 勢衝擊匯債

香港文匯報訊（記者 周紹基）日本世紀強震及核災打擊經濟，未來為應付重建需動用天文數字的資金，日政府計劃發行超過10萬億日圓（1,240億美元）緊急債券，為災後重建籌資。雖然有股神巴菲特唱好及95%國債由日本人持有的這道防止債務海嘯的「防波堤」，但市場人士憂慮，日本大量舉債，勢必進一步推低日圓及日債價格，國民財富終有消耗殆盡的一日，令日本陷入破產危機，並引發像「歐豬」國家般的「日債危機」，建議對日本資產及日債等投資「避之則吉」。

國債總額已超GDP兩倍 恐步入第二輪衰退

截至去年底，日本政府的債務總額達1,100萬億日圓，是該國GDP的兩倍以上，大大超過希臘的120%，更遠越國際公認的60%國家債務安全線，日本政府的債務平均每年更以40萬億日圓的速度增長，故在今年初已被信貸評級機構下調了信貸評級，標普1月27日將日本的評級由「AA」調降至「AA-」，穆迪於2月22亦將日本「Aa2」信用評級的展望由「穩定」調降至「負面」。是次的世紀強震核災難，令本已步履艱難的日本經濟，再陷入泥沼，市場預期日本很可能步入第二輪衰退，大摩估計日本今年將是負增長1%至3%。該國資產的投資前景一片灰暗。

日國民企業佔國債持有率95%

恒生（011）投資服務首席分析員溫灼培認為，日本為了救災，的確有機會大量發債應付資金需求，幸好日本國債主要的持有人，就是日本國民及企業，他們持有的日本國債佔其總量的95%以上，其餘5%左右在國際投資者手上，即使日債會因為發行量增加而下跌，對全球的影響可謂微不足道。

至於日本國民的儲蓄率近年不斷下降，日本若再大量發債，會否出現承接不足的情況。溫灼培相信，日本央行最終要為該批日債「包底」，就好像美國的量化寬鬆政策（QE）一樣，由美國聯儲局大手買入美債，等如「開機印銀紙」，理論上會令日圓大幅貶值，但現時指日本會出現金融危機，理據暫不充分。

長期零利率 日債海外乏銷路

長久以來，國際投資者一直不沾手日本國債，原因是日本長期零利率，其國債的息率相比安全度較高的美國國債，低了一大截。截至4月8日數據顯示，10年期日債息率只有約1.3%，是七大工業國（G7）中最低，同樣10年期的美國國債則有3.25%，隨時「爆煲」的「歐豬」國家希臘，更高達12.58%，仿如高利貸（見表）。加上經濟為出口導向型的日本，一直傾向將日圓處低水平。近年日本又因巨大債務和赤字，令其信貸評級被下調，故日本債券在海外幾乎沒有銷路，只有各國央行持有少量作為外匯存底。

與日本文化有密切關係的台灣，原來其投資者對日本債券亦不感興趣。台灣的中國信託財富管理處協理黃培直指出，由於長期的零利率，台灣投資者很少投資日本債券，頂多是日股、或者日本基金；過去日本失落了十年，財管客戶投資亞洲多半會避開日本，即便投資日本，部位也不大，資產配置頂多5%到10%，由於部位不大，投資者面對日股大跌，多半以靜制動。

「防波堤」助力 未重蹈希臘危機

事實上，日債的最大買家是日本國民及日本企業，持有率佔95%，而且屬長期持有，可謂是一道防止債務海嘯的「防波堤」。原因是日本銀行零利率，他們唯有以買債券來取代存款，免卻匯兌的風險；同時，由於日本經濟不景，很多中小企經營困難，還不起貸款的風險增加，銀行向企業放貸也不積極，日本的銀行也只好投資相對安全的日本國債。正因為有國民「埋單」，日本的國債總額即使突破了當地GDP的兩倍，仍沒有發生像希臘那樣的主權債務危機。理論上，只要繼續有國民付鈔，日本政府仍可繼續發債。

長貧難顧 日或終向國際伸手

香港文匯報訊（記者 周紹基）長期零利率下，約1厘的日本國債成為日本國民及企業替代存款的出路。09年末日本國民的儲蓄高達1,440萬億日圓，日本的銀行和壽險公司又將國民的存款買日本國債，賺取利差。由於有國民不斷付鈔，結果目前95%的日本國債都由日本人持有，只要日本人不集體拋售，日本債券就不會發生如希臘、葡萄牙等國家的債務危機。然而，長貧難顧，日本國民的財富縱使再豐厚，也有坐食山崩的一日，日本政府仍有向國際伸手救援的一日。

大規模出售海外資產機會微

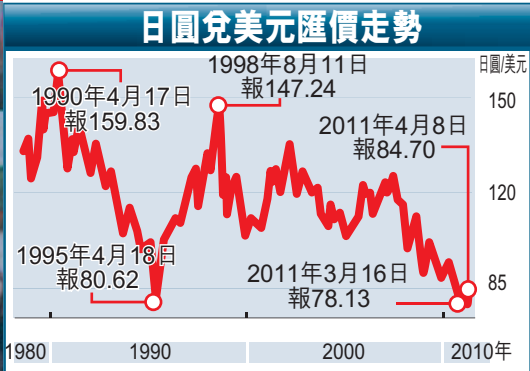
在日本地震及核災難發生前，瑞德綜合研究所曾推算，若以日政府預測，未來20年日本名義GDP增長率為1.5%，由於人口老齡化，社會保障費用持續增加，如果不提高稅收下，到2025年國債將會與國民儲蓄總額持平，屆時日政府將「無錢可借」。如今日本受災後，數字可能要重新估計，財政支出會大幅超出原來的預期，這個時間點或會大大提前。屆時，日本政府未來融資途徑只

能靠海外，但誰又會把錢投資回報率極低、信貸風險极高的日本國債，這就意味着日本終有一天會跟今日的希臘一樣。

經濟學者表示，日本想要其債務率不再惡化，重建資金來源無非來自加稅、出售海外資產和「印銀紙」三種渠道。日政府於現時加稅，無疑進一步加重國民負擔；至於大規模出售海外資產，機會率也是偏低。據穆迪估計，09年日本持有的外國資產佔該國GDP的比例高達59%，當中包括大量的美國國債，但大量套現的結果是推升日圓，繼而傷害日本的製造業，這是日政府不願見的。早前就有海外投資的日圓，因日本受災而將頭寸平倉回流日本，結果令日圓升值，逼得日本要聯合多國出手干預日匯。

印鈔買國債 難免引發通脹

目前日本只有通過印鈔買入國債，將救災的成本社會化，而這正是金融危機發生後，美國量化寬鬆措施的「翻版」。不過，以印鈔將債務「貨幣化」，會令日本的長期通縮轉化為輸入型通脹，中長期利率也會走高，這會令日本的經濟復甦變得更漫長。



■日債的最大買家是日本國民及日本企業，持有率佔95%，可謂是一道防止債務海嘯的「防波堤」。



■日本政府計劃發行超過10萬億日圓緊急債券，為災後重建籌資。相信日本通過印鈔買入國債，將救災成本社會化。

重要貿易夥伴 中國不會沽清日債

日本國債 五大風險

- 1 日本國債泡沫爆破。**日本政府近年債台高築，2010年日本債務佔GDP的比重達229%，遠超希臘的120%，更是大大超越了國際公認的60%國家債務安全線。
- 2 稅收不足以償債。**日本2010年預計有37.4萬億日圓稅收，收入少於增發國債額度，且有史以來借債第一次超過稅收，日本只能以發新債抵償舊債。
- 3 貨幣匯兌風險。**以出口導向經濟的日本，不樂見日圓升值，這政策必加大日本國債的投資匯兌風險，外國投資者屆時將得（信息收入）不償失（日圓換回美元）。
- 4 買入長期套牢。**日圓資產的流動性遠遠低於美元及歐元，少有新的投資者肯去接盤。
- 5 信用評級降低。**鑒於日本不斷膨脹的債務和風險，標普1月27日將日本的評級由「AA」調降至「AA-」，穆迪於2月22亦將日本「Aa2」信用評級的展望由「穩定」調降至「負面」。日本評級可能會再被下調。

中國面對資產貶值危機，唯有以增持日本國債，通過結構化調整來提升資產配置的安全性。

去年拋售日債淨額5年最多

日本財務省早前披露，去年中國淨拋售1,773億日圓的日本國債，全年累計淨拋售日圓資產達4,677億日圓，這使2010年成為自2005年以來，中國淨賣出日本債券量最多的一年。數據顯示，在2010年前七個月，中國持續增持日本國債，其中單是5月份就增持7,352億日圓，是有記錄以來數額最大的月度買進。但自去年8月開始，中國反方向持續減持日債，其中8月更拋售2.02萬億日圓的日債，創自05年以來的最大單月減持紀錄。

4大風險困擾日股

香港文匯報訊 日本地震後一種逆勢操作成為主流，基於經濟V形復甦的預期，令日本股市自3月15日以來勁漲10%，這種復甦前景現在看來雖有實現的可能，但其速度和力道存在疑問。投資者應當防備包括：政治、電力短缺、核問題擴散、消費意慾下降等的風險。

據路透社報道，在一系列謹慎樂觀預測的鼓舞下，外國投資者近期向日本股市投放近120億美元，甚至連股神巴菲特也加入追捧日股的潮流中。這波漲勢炒熱了一些重建活動相關的個股，如發電機製造商電友（Denyo）自3月15日以來攀升44%，淨水企業多寧（Nihon Trim）勁揚48%，照明企業Iwasaki大漲



■日本震災後，日股上月中一度暴瀉，其後大幅反彈，上周五升1.85%，報9768點。 資料圖片

日本國債與部分國家10年期國債浮動收益率比較

七大工業國			
美國	收益率：3.25%	意大利	收益率：4.75%
日本	收益率：1.31%	加拿大	收益率：3.45%
德國	收益率：3.74%	法國	收益率：3.77%
英國	收益率：3.80%		

「歐豬」國家			
葡萄牙	收益率：8.66%	愛爾蘭	收益率：9.24%
西班牙	收益率：5.90%	希臘	收益率：12.58%

註：數據截至4月8日

為優化結構實現資產多元化

不過，野村綜合研究所金融市場首席研究員Tetsuya Inoue表示，中國去年縱使賣出大量日本債券獲利，但日本作為中國主要貿易夥伴國，中國可能希望持有部分日圓計價的長期資產。廣東技術師範學院經濟學教授張銳指出，當前的10年期美國和德國國債的收益率分別約為3%和2.6%，而日本國債的收益率僅為1.2%。因此，中國持有日本國債顯然不全為了追求利息回報，更主要的目的相信是優化資產結構和實現資產多元化。

張銳指出，中國的外匯儲備一直保持着增持美元和歐元資產的偏好，但由於美國政府的QE政策和歐洲債務危機，中國所持歐美資產遭遇到了前所未有的挑戰。中國外儲中的美元資產正在不斷「縮水」；另一方面，歐債危機已導致歐元兌美元大跌，

中國面對資產貶值危機，唯有以增持日本國債，通過結構化調整來提升資產配置的安全性。

電力短缺將抑制日產出

但是福島核電廠受損反應堆繼續向外洩漏輻射的壞消息，正在吞噬市場的信心。除了擔心核輻射局面惡化，投資者還面臨另外三個難題。首先，電力短缺將持久抑制日本的產出。地震導致東京電力喪失近四分之一的發電量，促使該公司拉開限電，並迫使主要供應商停工，給整個供應鏈都造成影響。如果在夏季需求高峰來臨前，工廠生產不能恢復，那麼產出減少的後果就是日本在全球市場的份額萎縮。

核災未完 消費意慾降

重建速度是另一個令人擔憂的問題。反對派政客對緊急預算案吹毛求疵，即便提案獲得通過，天災毀壞的範圍是如此廣大，以至於基礎設施不僅需要重建，還可能要重新定位。最後一個並且可能也是最重要的問題是消費者信心。一些人擔憂，已經受20年就業無保障困擾的年輕日本人，會進一步壓抑消費欲望。

當然，情況並不完全是絕望的，現在的日本股票不算昂貴，以IBES預估計算的東證股價指數市盈率(PE)只有12.2倍。不過，日經指數期貨實權價格上漲，暗示部分投資者態度正轉向謹慎。

