

亞洲金融危機後，大部分亞洲經濟體系均作出調整，其中包括貨幣貶值。相反，香港在固定匯率下主要透過本地價格下調來進行調整，而價格得以下調，部分原因是生產要素價格下降，部分原因則為實質經濟出現結構調整。

因此，與亞洲其他經濟體系比較，自亞洲金融危機以來，香港名義工資增長的放緩較急速，而租金則大幅回落。然而，以美元計，香港的工資增長較其他亞洲經濟體系快，而租金的跌幅亦比較小。香港的公司亦進行了大規模的財務重組，以調整其流動資金狀況及債務結構，從而鞏固盈利能力及使公司更加穩健，以增強應付信貸環境不利轉變的能力。

由於要維持香港的競爭力主要有賴提升生產力，香港的勞動生產力在危機後期間(1999年第1季至2000年第3季)大幅增長6.5%，遠高於大部分亞洲經濟體系(後者增長率在2%-6%之間)。

我們透過一個簡單的分析架構進行研究，結果顯示在危機後期間，香港的出口價格已重拾競爭力，利潤幅度亦已回升，而且生產要素價格(如工資與租金)並沒有作出幅度遠較其他亞洲經濟體系為大的向下調整。這個結果顯示，由於港元兌其他亞洲貨幣匯率升值，香港私營企業的整體生產力增長必須較其他地區強勁。

I. 引言

在亞洲金融危機後的3年內，區內大部分經濟體系均進行了大規模的調整。香港亦不例外。然而，與其他亞洲經濟體系部分透過貨幣貶值來進行調整的情況不同，香港主要透過本地價格下調來進行調整——分別是生產要素價格下降，以及實質經濟結構的調整。尤其，私營企業重新檢討其運作，尋求可節省成本及提高生產力的方法，以維持其在國際市場的競爭力。

本文比較香港與其他亞洲經濟體系的結構調整，並集中研究私營企業的重組措施。¹ 本文分為兩部分。第1部分研究香港企業持續進行重組的過程，並分析勞工成本、就業、租金及其他成本的趨勢，以及反映財務重組、精簡運作、多元化發展及重新定位的證據。在可能的情況下，我們亦將香港的表現與其他亞洲經濟體系比較。第2部分是香港

及其他亞洲經濟體系生產力轉變的比較分析，這在某程度上可反映它們在危機後進行重組的成效。

II. 企業重組：證據與分析

本報告內，企業重組分為兩類——基本結構重組及財務重組。基本結構重組指企業削減成本及提升競爭力的措施及策略，財務重組指為鞏固盈利能力與穩健程度，以防信貸環境出現不利轉變，因而就流動資金及債務結構作出調整。

A. 基本結構重組

(a) 香港的表現

私營企業營運成本(根據定義，並不包括售出貨物的成本、原材料及所耗用的中間貨物與服務)的3個主要組成項目是勞工成本、租金及利息支出。在香港，這3個項目佔總營運支出超過50%，

¹ 「重組」指為使公司或國家的經濟結構更為穩健所採取的措施，可分為系統性(或宏觀)及企業(或微觀)重組。系統性重組包括修訂／改進破產法例、銀行業規例及其他金融活動、新公司法或較完善的會計標準等。企業重組可分為財務重組及基本結構重組。

不過在不同行業中，這些項目所佔的份額各有不同。自亞洲金融風暴以來，企業控制成本的措施主要集中在更有效運用這些生產要素。

i) 工資、薪酬與工時

名義工資與薪酬的增長率自1997年底起大幅放緩(表1)。實際上，平均工資更由1999年第3季起錄得輕微跌幅，然後到2000年第2季才再次略為回升。以每名就業人士平均計算的薪金總額(包括津貼，但不包括附帶福利)也反映類似走勢。然而，

表 1
香港的工資與薪金總額趨勢
(1997 年－2000 年第 3 季)

		(按年變動百分比)			
		工資		按就業人士平均計算的薪金總額	
		名義	實質	名義	實質
1997	第 1 季	6.0	0.3	9.5	3.2
	第 2 季			10.1	4.3
	第 3 季	7.1	1.7	11.5	5.0
	第 4 季			9.1	3.5
1998	第 1 季	5.2	0.3	5.3	0.2
	第 2 季			4.5	0.1
	第 3 季	2.2	-0.1	3.0	0.3
	第 4 季			3.2	4.0
1999	第 1 季	0.1	2.6	1.7	3.6
	第 2 季			-1.2	2.9
	第 3 季	-0.8	4.4	-1.1	5.0
	第 4 季			-0.7	3.6
2000	第 1 季	-0.4	3.7	0.0	5.5
	第 2 季	0.9	4.6	1.7	6.5
	第 3 季	1.1	3.3	1.7	4.7

註： 1. 工資不包括超時工作補薪、不定期津貼及花紅。

2. 薪金總額包括工資與薪金、花紅與約滿酬金、佣金、津貼及其他形式直接支付與僱員的現金款額。

資料來源：政府統計處

由於消費物價下跌，平均工資與薪金總額繼續錄得實質增長。

然而，工資統計數字可能會低估了限制工資支出的程度，因為市場調查結果反映附帶福利被大幅削減，雖然這趨勢在最近幾個月已趨於穩定。² 與此同時，在亞洲金融危機後的3年裏也出現工作時間增加的趨勢。³

此外，新入職人士及遭解僱或裁減後獲受僱於另一家公司的人士，其工資亦大幅減少。政府統計處公布的經理級及專業僱員薪金指數也部分反映這種情況(表2)。指數甲與指數乙的差距顯示，新入職僱員的名義薪金與3年前比較下跌超過20%。

ii) 人力的運用

儘管實質工資與薪金的整體跌幅未算嚴重，但直至最近，私營企業均一直致力裁減過剩人手。

表 2
現有及新招聘經理級及專業
僱員薪金指數變動情況

	2000 年 6 月 / 1997 年 6 月	
	名義	實質
指數甲：現有僱員及新招聘僱員	-0.4%	9.7%
指數乙：現有僱員	3.0%	13.5%
指數丙：計算而得的新招聘僱員薪金指數	-23.5%	-15.6%

註： 1. 指數乙只評估連續兩年均留任同一公司及同一職位的僱員。

2. 從名義薪金指數扣除恒生消費物價指數，得出實質薪金指數。

3. 計算而得的新招聘僱員薪金指數是假設現有僱員與新招聘僱員的薪金水平相若。若現有僱員的薪金水平高於新招聘僱員，新僱員的薪金下跌幅度便會被低估。

4. 新招聘僱員薪金指數由金管局推算得出。

資料來源：政府統計處

2 香港人力資源管理學會在1999年5月進行的「金融危機以來人力資源策略對業務表現的成效調查」。該項調查涵蓋152家成員公司，主要為中型至大規模公司。

3 官方統計數字顯示，全職受僱人士的工作時間有所增加。雖然就業不足人數大幅增加，但每星期工作超過50小時的受僱人士(包括就業不足人士)所佔比例由1997年第3季的25.7%上升至2000年第3季的33.9%。

官方就業統計數字顯示，由1997年10月至1999年6月的21個月內至少有13萬名僱員被解僱或裁減(圖1)，佔私營企業受僱總人數約5%。⁴

iii) 物業租金

香港的企業重組也因為物業租金下調而受惠。自金融風暴以來，租金下調的幅度相當顯著，大部分由1997年第3季的高位下調20%至超過三分之一不等。

iv) 業務策略

根據我們調查所得，研究的53家公司中，有39家在1998年內至1999年初採納了一種或以上的新業務策略，以提高競爭力。⁵ 最常見的策略是裁員、出售資產及產品與市場開發。⁶

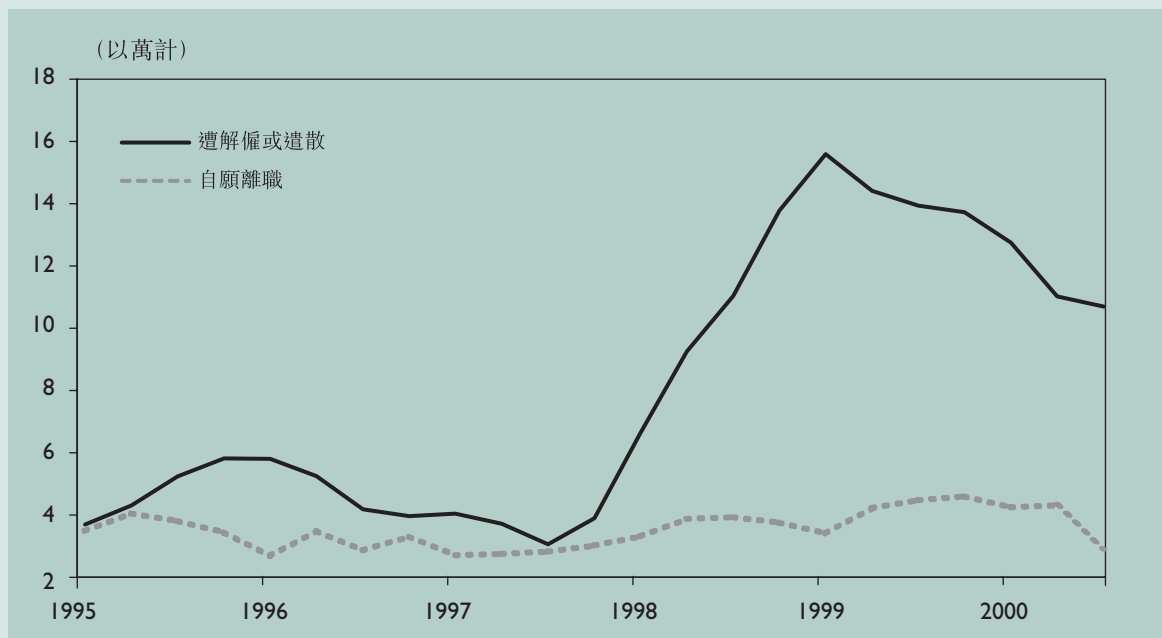
(b) 基本結構重組的相對表現——香港與鄰近亞洲經濟體系的比較

i) 勞工成本調整

與表3所列的其他亞洲經濟體系比較(這些經濟體系自危機以來名義工資增長放緩，但年增長率仍然在3%至6%之間)，香港的工資與薪金增長的放緩速度比較顯著。然而，由於貨幣貶值普遍令這些國家的物價上升，而香港則出現通縮，因此香港工資的實質(及按美元計)增幅比大部分其他國家大。

不過，要注意的是，儘管香港公司為免影響員工士氣，似乎都盡可能避免大幅削減現有職員的工資，但它們均利用勞工市場放緩的機會，削減新

圖 1
失業人士最近一次離職原因



註：不包括重新投入勞工市場的人士。

4 失業率由1997年9月的2.2%，上升至1999年9月的6.5%高位，也反映這種情況。

5 這些公司都是構成恒生100指數及恒生50中型股指數的公司，在香港擁有龐大業務。

6 「出售資產」指出售一家公司或公司的主要組成部分。

表 3
香港及其他亞洲經濟體系的工資趨勢

	香港	韓國	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
(除另有說明外，數字表示年度平均變動百分比)						
名義工資						
以當地貨幣計						
危機前	7.5	10.7	7.4	5.8	3.2	4.9
危機期間	1.8	-2.5	9.5	8.1	9.2	2.1
危機後	0.2	12.1	2.8	2.1	-0.1	3.3
危機發生以來	0.8	4.5	6.1	5.6	5.0	2.8
以美元計						
危機前	7.4	6.1	0.4	7.7	3.2	2.8
危機期間	1.8	-33.8	-14.5	-1.5	-28.8	-8.9
危機後	-0.2	31.8	2.3	1.0	6.8	6.1
危機發生以來	0.6	-6.6	-6.2	-0.3	-12.6	-0.2
實質工資						
危機前	0.4	5.4	-0.9	3.9	-0.4	1.8
危機期間	-0.1	-9.3	-0.7	8.3	-1.5	0.7
危機後	4.3	11.2	-1.0	2.0	-0.4	3.2
危機發生以來	2.5	0.4	-0.9	5.7	-1.0	2.1

註：1. 除泰國外，危機期間指1997年第4季至1998年第4季，危機前期間指1993年第1季至1997年第3季，危機後期間則指1999年第1季至2000年第3季。至於泰國方面，危機期間由1997年第3季至1998年第4季。「危機發生以來」期間指危機期間及危機後期間。

2. 由於沒有關於菲律賓最近期的數據，所以這個國家的危機後期間是指截至2000年第1季為止。

3. 韓國、新加坡和泰國只有截至1999年的年度數據。

4. 菲律賓、新加坡和台灣採用薪金總額數據作為代替。

5. 有關新加坡的數據來自CPF Board，其中包括花紅(如有)，但不包括僱主的CPF供款。

6. 實質工資數據是透過從名義數據扣除相應的消費物價指數後估計而得。

資料來源：由金管局根據官方數據及CEIC的數據編製。

職員的工資、延長工作時間，以及削減現有職員的附帶福利。此外，它們亦積極裁減過剩人力，並採用新業務策略提升生產力。

ii) 租金調整

如表4所示，金融危機後租金大幅下調的情況並非香港獨有。除台灣外，大部分亞洲經濟體系的名義租金均向下調整，幅度與香港相若，各個環節(零售、寫字樓及住宅)的租金由危機前的水平下跌20%至超過三分之一不等。然而，就消費物價指數

上漲作出調整後，香港租金下調的幅度並不如其他亞洲經濟體系的大。此外，若計入匯率變動的影響，其他亞洲經濟體系租金(以美元計)下調的幅度遠超過香港。

B. 財務重組

(a) 香港的表現

我們研究了私營企業中非金融類公司的財務重組過程，方法是我們挑選大約570家香港公司，

表 4
亞洲經濟體系自危機以來的租金變動情況

	零售		名義 寫字樓		住宅		零售	實質 寫字樓	住宅
	當地 貨幣	美元	當地 貨幣	美元	當地 貨幣	美元	(%)		
香港	-18.4	-19.0	-37.1	-37.5	-30.0	-30.5	-13.2	-33.0	-25.5
馬來西亞	-39.4	-55.6	-35.0	-52.4	-31.3	-49.7	-44.5	-40.5	-37.0
菲律賓	不詳	不詳	-37.0	-55.1	-34.6	-51.9	不詳	-47.4	-44.6
新加坡	-17.1	-28.8	-20.2	-31.5	-29.4	-39.0	-18.4	-21.4	-29.7
泰國	-36.1	-57.9	-37.4	-58.8	-19.1	-45.3	-42.7	-43.8	-27.5
台灣	不詳	不詳	3.0*	-8.9*	1.9	-10.9	不詳	0.6*	-0.5

註：1. 除泰國（危機始自1997年第3季）外，所有地區危機均始自1997年第4季。

2. 附有「*」號的數字顯示整體商業環節的租金變動。

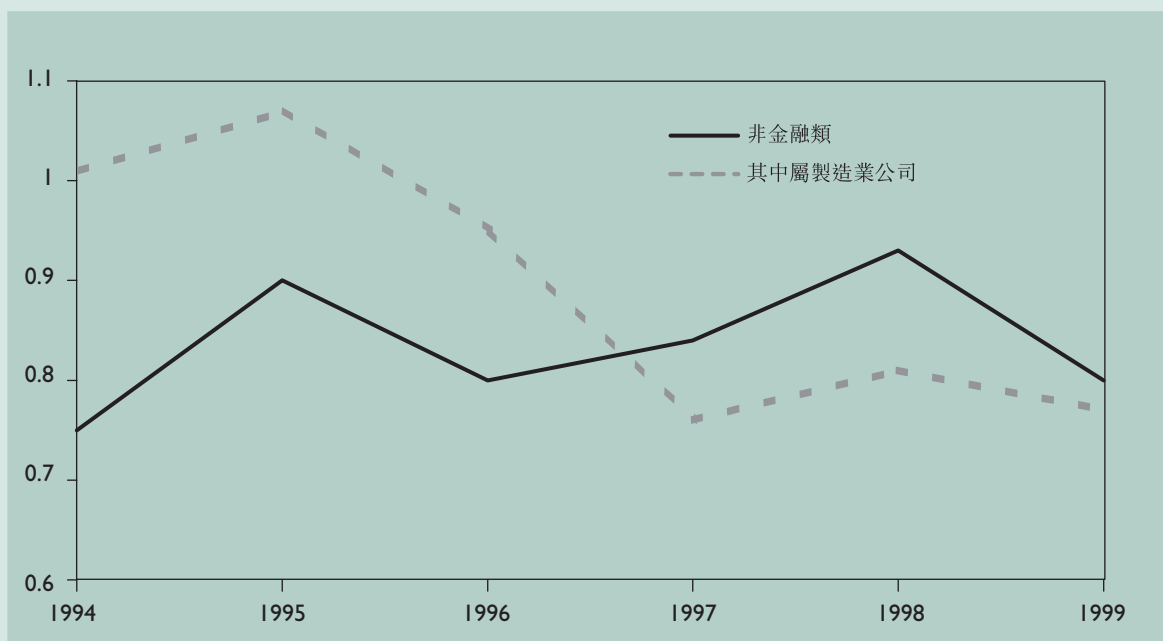
3. 租金變動是透過比較最近期數字及緊接危機前期間的數字得出。就前者而言，馬來西亞、菲律賓及泰國的是截至2000年第1季的數字，香港、新加坡及台灣的是截至2000年第3季的數字。就後者而言，泰國的是始自1997年第2季的數字，其他地區的都是始自1997年第3季的數字。

資料來源：差餉物業估價處（香港）、Urban Redevelopment Authority（新加坡）、行政院主計處（台灣）及Jones Lang Lasalle（所有其他國家）。

分析它們主要財務比率的變動情況。由於銀行及其他金融機構具有截然不同的財務特色，因此這次研究並沒有包括此類公司在內。

危機期間，香港商界的財務狀況迅速惡化。公司不僅要應付不斷惡化的經營環境，更要面對大幅上升的實質利率及金融機構收緊信貸的壓

圖 2
香港公司的負債比率



註：1. 負債比率指債務與資本的比率。

2. 樣本數目各年均有所不同。以1999年計，共有571家非金融類公司，其中210家為製造業公司。

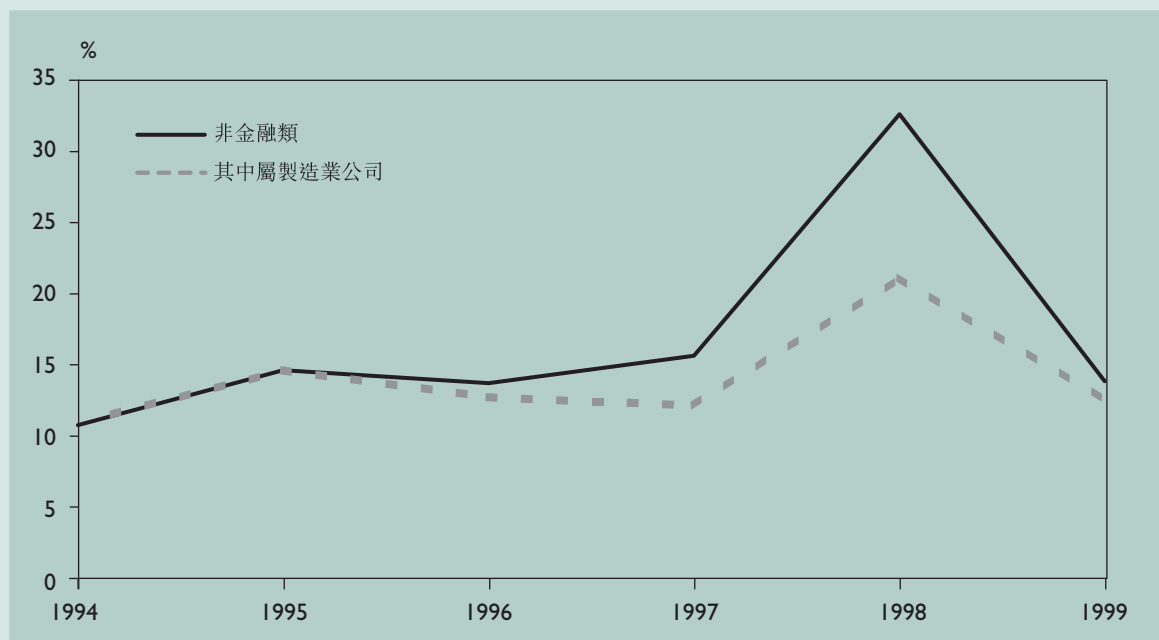
力。由於股東資金大幅下滑(因為生意虧損所致)，因此即使未償還債務變化不大，這些公司的整體債務與資本比率仍然由1997年的0.84上升至1998年的0.93(圖2)。因為利息支出增加及盈利減少，所以反映利息負擔的整體財務費用與盈利比率也由1997年的15.6%飆升至1998年的32.6%(圖3)。製造業公司的情況也相若。非金融類公司的整體貸款結構惡化，其中以製造業公司的情況尤其顯著。短期貸款佔債務總額的比例升上較1997年還要高的水平(圖4)，按流動資產比率及現金比率計算的流動資金水平在1998年則告下跌(圖5)。

由於經濟環境欠佳，大部分公司在1998年的盈利均下跌。非金融類公司的整體利潤幅度由1997

年的24.5%，大幅收縮至1998年的15.0%。⁷製造業本身的利潤幅度則由17.2%下跌至11.6%(圖6)。其他反映盈利能力的指標，例如資產及資本回報率等亦大幅下跌。

面對這些嚴峻的考驗，私營企業紛紛採取措施強化其財務結構。透過減債及增加股東資金雙管齊下，整體債務與資本比率在1999年回落至0.8的水平，反映私營企業致力減低負債比率。透過轉用成本較低的融資(由貸款轉為資本)及收緊對借款的控制，私營企業大幅減低利息成本，此舉亦有助提升公司的信貸評級。因此，儘管1999年內利率繼續高企，但私營企業的財務費用與盈利比率在1998年急升至32.6%後，於1999年回落至13.8%。

圖3
香港公司的利息負擔

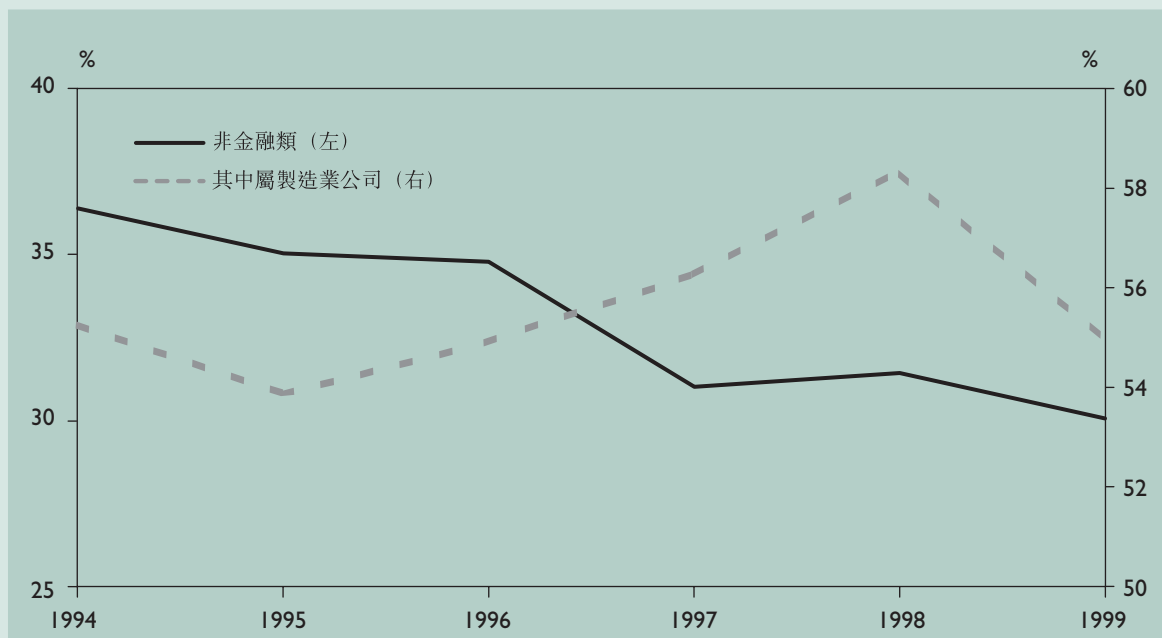


註：1. 利息負擔指財務費用與盈利的比率。

2. 樣本數目每年均有所不同。以1999年計，共有551家非金融類公司，其中210家為製造業公司。

⁷ 按未扣除利息、稅項、折舊及攤銷的盈利與銷售額的比率計算。

圖4
香港公司的短期貸款比率



註：1. 短期貸款比率是指短期貸款佔貸款總額的比率。

2. 樣本數目每年均有所不同。以1999年計，共有527家非金融類公司，其中205家為製造業公司。

與此同時，公司亦採取措施改進其貸款結構與流動資金狀況。非金融類公司的短期貸款佔債務總額的比例由1998年的31.4%下降至1999年的30.1%，反映流動資金水平的流動資產及現金比率則在1999年分別回升至1.51及0.58。製造業公司的改善更為顯著。其整體債務與資本比率在1999年回落至0.77，財務費用與盈利比率亦下降至12.5%，兩者均與1997年的水平相同。短期貸款佔債務總額的比例也由1998年的58.4%，大幅減少至54.9%。

值得注意的一點是，根據製造業公司的統計數字所反映的情況，流動資金水平改善，部分是因

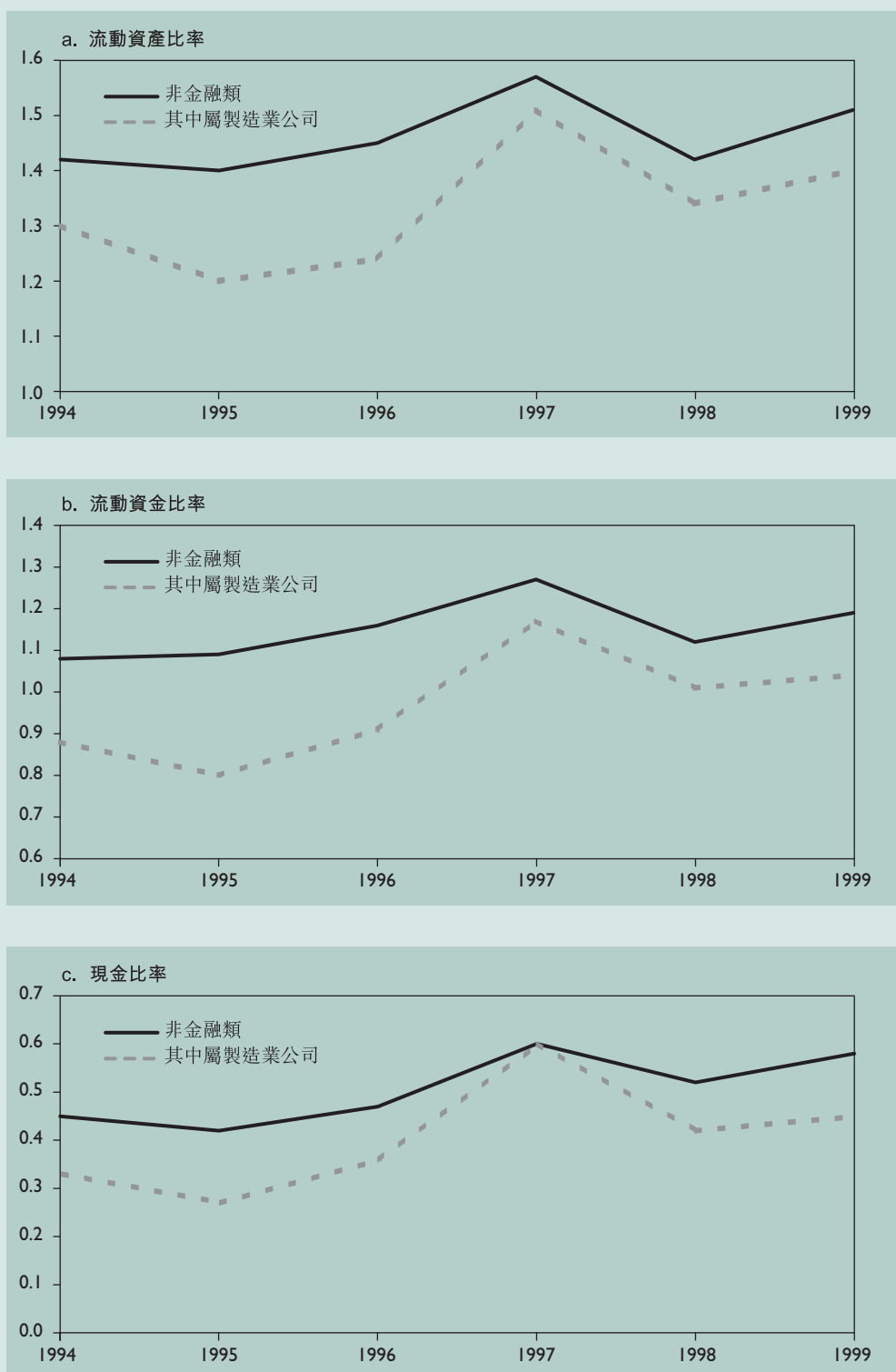
為收緊存貨控制。⁸ 如圖7所示，儘管1998年銷售量大幅減少，但存貨與銷售量比率仍然由1997年的14.4%下降至1998年的13.8%。然而，隨着經濟復甦，存貨也有所增加，因此存貨與銷售量比率在1999年回升至14.8%。

(b) 財務重組的相對表現 —— 香港與亞洲其他地區的比較

表5至7載有香港與其他經濟體系財務比率的比較統計資料。與亞洲其他地區比較，在危機後的期間把負債比率回復至比較穩健的水平方面，香港

⁸ 其他行業的統計數字較難取得，闡釋也比較困難。

圖5
香港公司流動資金水平



註：1. 流動資產比率 = 流動資產／流動負債

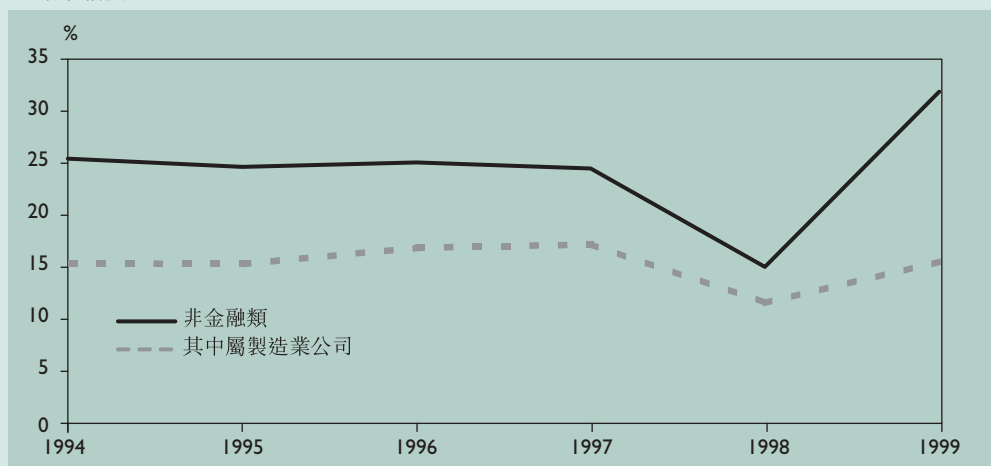
2. 流動資金比率 = 流動資產（不包括存貨）／流動負債

3. 現金比率 = （現金＋有價證券）／流動負債

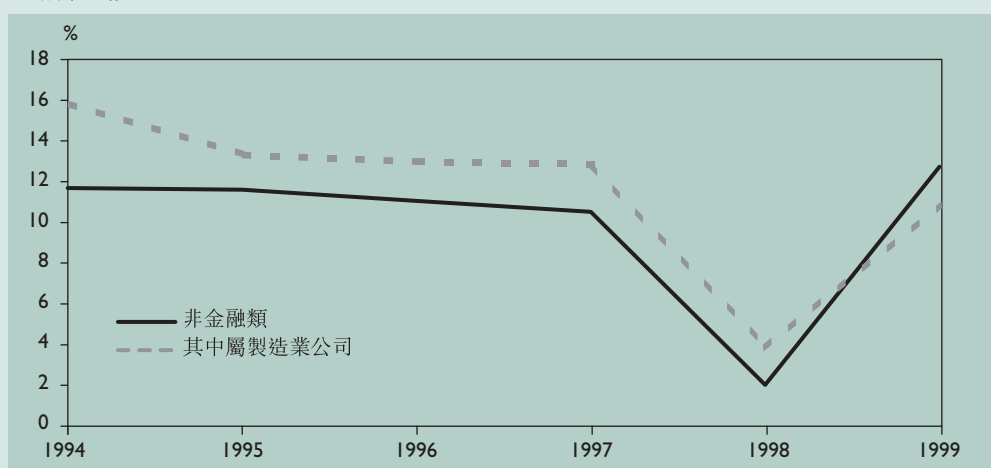
4. 樣本數目每年均有不同。以1999年計，就計算流動資產與流動資金比率而言，分別有571家非金融公司及214家製造業公司。現金比率方面，分別為570家及213家。

圖6
香港公司的盈利能力

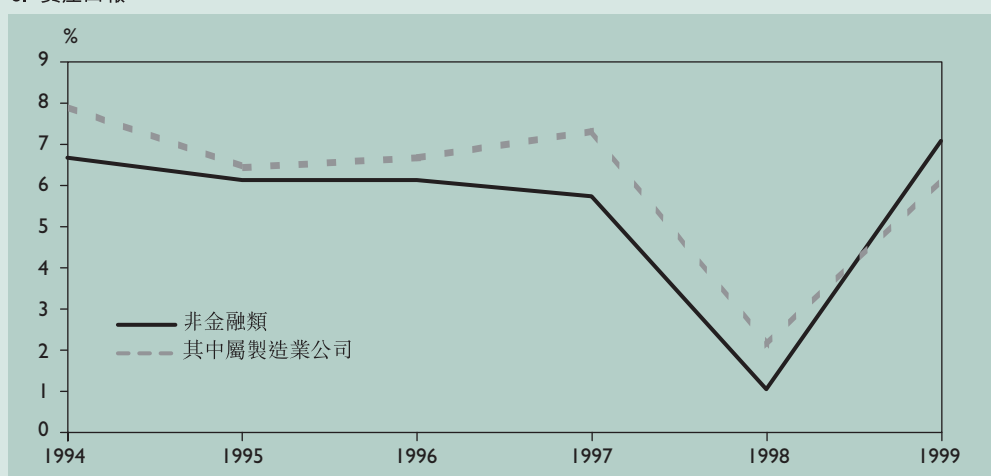
a. 利潤幅度



b. 股本回報



c. 資產回報



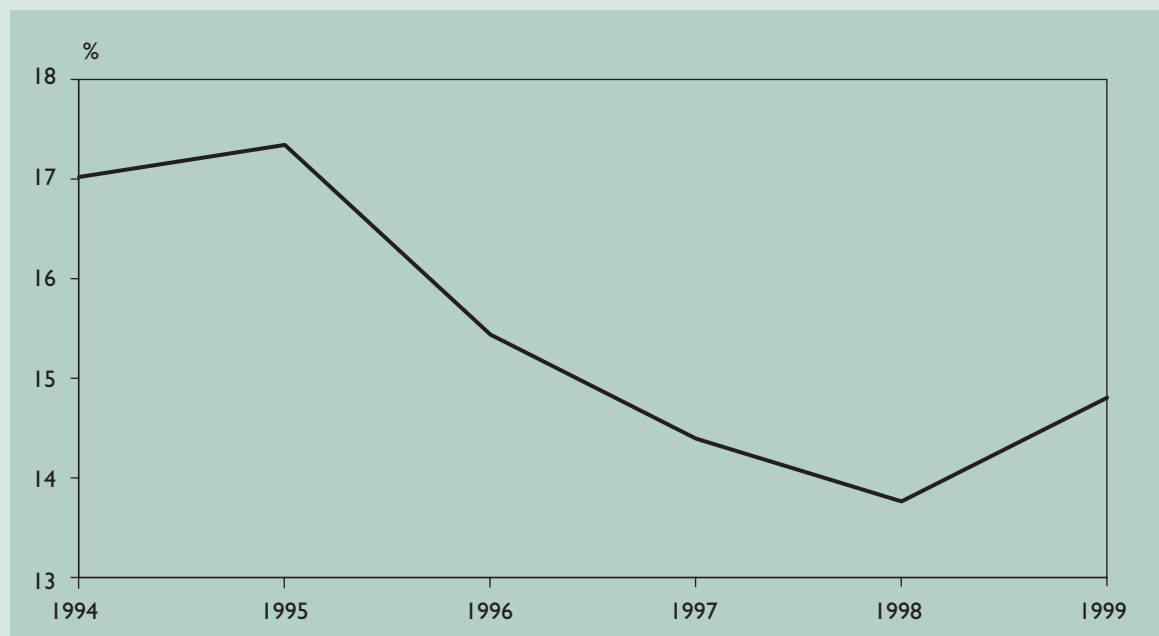
註：1. 利潤幅度 = 未扣除利息、稅項、折舊及攤銷的盈利／銷售額

2. 股本回報 = 稅後盈利／股本

3. 資產回報 = 稅後盈利／資產

4. 樣本數目每年均有不同。以非金融類公司而言，1999年用於計算利潤幅度、股本回報及資產回報的樣本數目分別為578家、492家及571家公司。以製造業公司而言，1999年所用的相應樣本數目為228家、198家及214家公司。

圖7
香港製造業的存貨與銷售額比率



註：樣本數目每年均有所不同。以1999年計，為205家公司。

的非金融類公司似乎比較成功。正如表5所示，香港的非金融類公司的負債比率遠低於其他地區。儘管韓國、馬來西亞、菲律賓及新加坡等地的非金融類公司在1999年成功減低負債，但泰國與台灣的債

務與資本比率在危機後繼續上升。這種情況反映香港的非金融類公司對信貸狀況不利轉變作出比較敏銳的反應。

表5
香港及其他亞洲經濟體系非金融類公司的負債比率

	香港	韓國	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
1996	0.80	5.46	1.99	1.13	2.38	3.63	2.19
1997	0.84	6.81	2.22	1.67	2.14	6.57	2.13
1998	0.93	5.80	2.27	1.52	2.93	5.56	2.15
1999	0.80	3.76	2.17	1.49	2.79	5.72	2.33
(樣本數目)	(571)	(337)	(696)	(183)	(358)	(369)	(229)

註：1. 這項研究僅包括在證券交易所上市的非金融類公司。
2. 債務與資本比率用作反映借貸水平。
3. 樣本數目在不同時間會有所不同。所報公司數目為1999年數字。

資料來源：由金管局根據 Thomson Financial 的數據編製。

香港的非金融類公司在調整其貸款結構及流動資金水平方面的表現似乎也比較理想。正如表6所示，短期貸款佔債務總額的比率由1998年的31.4%下降至1999年的30.1%，是繼菲律賓後從樣本所得的最低數字。與此同時，隨着香港的非金融類公司的流動資產與現金比率在1999年顯著改

善，其流動資金水平為亞洲經濟體系中最高之一。

本港非金融類公司致力提高資金運用的效率，並轉用更可靠及成本較低融資的措施似乎取得了成功，因此在危機後期間的盈利能力有顯著改

表6
香港及其他亞洲經濟體系非金融類公司
的流動資金水平及貸款結構

	香港	韓國	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
流動資產比率							
1996	1.45	1.21	1.32	1.61	1.76	1.20	2.14
1997	1.57	1.14	1.23	1.29	1.68	0.86	2.11
1998	1.42	1.20	1.14	1.40	1.69	0.89	1.75
1999	1.51	1.13	1.21	1.44	1.69	1.06	1.79
(樣本數目)	(571)	(332)	(691)	(183)	(356)	(362)	(228)
流動資金比率							
1996	1.16	0.99	1.11	1.31	1.55	0.89	1.67
1997	1.27	0.95	1.02	1.06	1.45	0.65	1.67
1998	1.12	1.02	0.91	1.15	1.48	0.72	1.36
1999	1.19	0.96	0.99	1.20	1.50	0.87	1.44
(樣本數目)	(571)	(332)	(691)	(183)	(356)	(362)	(228)
現金比率							
1996	0.47	0.28	0.43	0.49	0.82	0.19	0.69
1997	0.60	0.26	0.38	0.40	0.58	0.16	0.76
1998	0.52	0.27	0.35	0.38	0.68	0.23	0.53
1999	0.58	0.22	0.40	0.44	0.73	0.36	0.51
(樣本數目)	(570)	(331)	(689)	(182)	(346)	(362)	(228)
短期貸款佔貸款總額(%)							
1996	34.8	48.0	48.9	39.7	40.1	39.3	52.5
1997	31.0	47.7	46.9	37.1	38.3	42.9	49.7
1998	31.4	41.4	43.4	29.7	34.4	48.5	48.6
1999	30.1	44.1	43.0	27.0	37.6	40.3	47.4
(樣本數目)	(527)	(314)	(616)	(132)	(309)	(333)	(215)

- 註：1. 這項研究僅包括在證券交易所上市的公司。
2. 樣本數目在不同時間會有所不同。所報公司數目為1999年數字。
3. 流動資產比率=流動資產／流動負債。
4. 流動資金比率=流動資產(不包括存貨)／流動負債。
5. 現金比率=(現金+有價證券)／流動負債。

資料來源：由金管局根據Thomson Financial 的數據編製。

表 7
香港及其他亞洲經濟體系
非金融類公司的盈利能力

	香港	韓國	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
利潤幅度 (%)							
1996	25.1	8.1	22.5	28.7	18.1	20.0	15.4
1997	24.5	8.6	15.6	23.0	18.0	32.8	16.3
1998	15.0	8.4	13.1	27.1	14.4	19.6	11.5
1999	31.9	5.4	17.9	24.1	16.8	6.7	15.0
(樣本數目)	(578)	(304)	(704)	(139)	(364)	(329)	(212)
股本回報 (%)							
1996	11.1	2.3	13.4	14.2	9.9	10.9	10.8
1997	10.5	-11.3	9.1	10.0	9.2	42.6	12.3
1998	2.0	-18.7	-10.0	4.8	3.9	-21.5	4.8
1999	12.7	-11.0	5.2	3.0	7.9	-38.4	8.2
(樣本數目)	(494)	(311)	(634)	(145)	(304)	(323)	(198)
資產回報 (%)							
1996	6.1	0.4	4.5	6.6	2.9	2.4	3.4
1997	5.7	-1.4	2.8	3.7	2.9	5.6	3.9
1998	1.1	-2.7	-3.1	1.9	1.0	-3.3	1.5
1999	7.1	-2.3	1.6	1.2	2.1	-5.7	2.5
(樣本數目)	(571)	(337)	(695)	(172)	(357)	(369)	(228)

註：1. 這項研究僅包括上市非金融類公司。

2. 樣本數目在不同時間會有所不同。所報公司數目為1999年數字。

3. 利潤幅度 = 未扣除利息、稅項、折舊及攤銷的盈利／銷售額

資料來源：由金管局根據 Thomson Financial 的數據編製。

善。1999年，利潤幅度更由15%上升至32%，而韓國及泰國等部分亞洲經濟體系的利潤幅度卻繼續惡化(表7)。⁹ 利用資產回報率及股本回報率等其他指標來評估盈利能力時，也得出類似的結果。

III. 生產力轉變的比較分析：香港與其他亞洲地區比較

A. 香港的表現

部分由於企業重組，按每名就業人士的實質本地生產總值計算的香港勞動生產力在1999年

第2季開始回升，並在1999年第4季至2000年第1季期間迅速攀升(圖8)。

為了評估是次復甦有多廣泛，我們嘗試研究個別行業勞動生產力的變化。由於香港按行業分類的官方增值數字要在很遲才公布，我們不可能在現階段作出與整體經濟勞動生產力相類似的計算，以評估個別行業的勞動生產力變化。作為另一可選擇的方法，我們利用按每名就業人士平均計算的實質業務收益來評估直至2000年第3季勞動生產力的轉變。¹⁰

9 要注意香港非金融類公司利潤幅度大幅改善，部分原因是和記黃埔有限公司的「售橙交易」。此交易為該公司帶來龐大的非經常收益。

10 主要行業的業務收益數字透過政府統計處的季度調查獲得，存在的時差不超過3個月，這些數字是有用的產出量指標。然而，我們需要留意，若在研究期內投入資源的組成份額發生顯著變動，從生產力的角度來看，以業務收益作為評估產出量的指標可能會出現偏差。有鑑於此，以及在沒有部分行業產出量的官方平減物價指數的情況下，大家在闡釋由這些數字而得出的結果時須審慎處理。

圖8
香港按每名就業人士平均計算的實質本地生產總值
(1993年至2000年第3季)

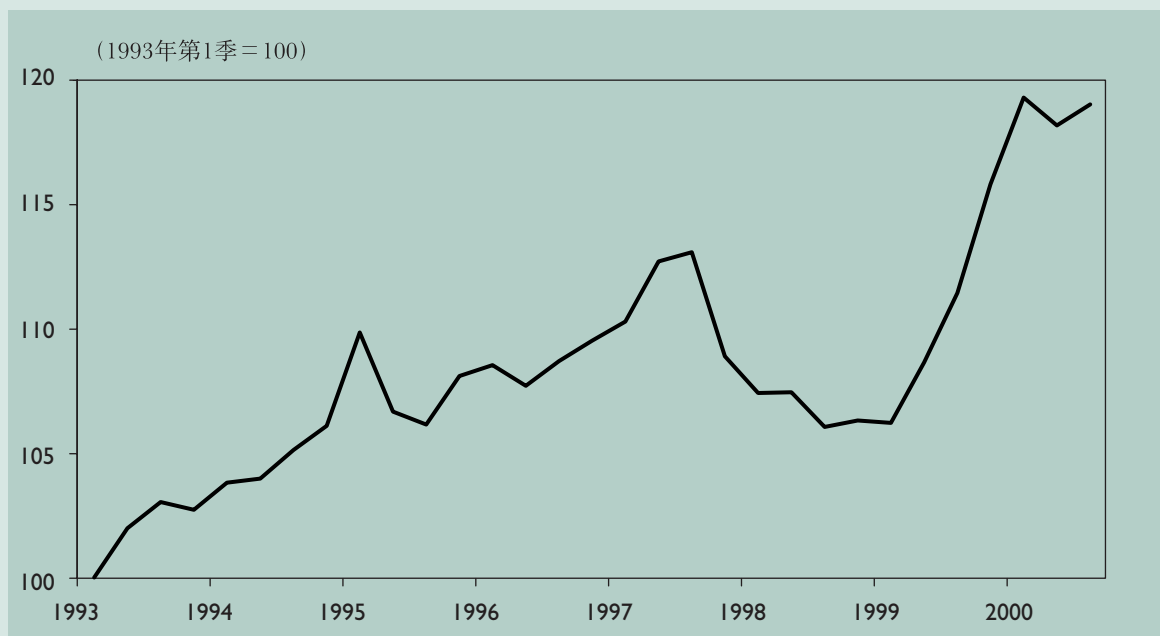


表8
主要經濟行業的生產力水平
2000年第3季與1997年第3季比較

行業	生產力指數		差距 (%)
	2000 第3季	1997 第3季	
酒店	143	87	65.0
地產	91	66	37.8
倉庫	148	113	31.6
銀行服務	130	109	19.2
製造	189	163	16.0
電影	138	140	-1.4
保險服務	120	123	-2.7
金融服務 (銀行除外)	80	85	-6.1
食肆	97	104	-6.3
通訊	164	179	-8.1
進出口貿易	99	112	-11.8
陸路運輸	79	93	-14.8
商用服務	83	98	-15.8
零售	92	110	-16.5
批發	88	107	-17.7

註：1. 生產力指數指按每名就業人士平均計算的實質業務收益。
2. 陸路運輸、地產及電影業以1996年第1季 = 100，其他行業則以1993年第1季 = 100。

資料來源：由金管局根據政府統計處的數據編製。

生產力回升的情況似乎相當廣泛。如表8所示，在按季度調整的基礎上，三分之一行業的生產力已回復至危機前的水平，這些行業包括酒店、地產、倉庫、銀行服務及製造業。

B. 相對表現——香港與其他亞洲地區比較

由於沒有關於總生產力的可靠指標，因此要精確評估香港與其他亞洲私營企業重組工作的相對成效便變得比較複雜。在這個部分，我們會對各經濟體系部分生產力的轉變進行研究，方法是檢視這些地區有關勞動生產力的數據。接着，在沒有反映生產力的直接指標的情況下，我們構思了一個簡單的方法，透過其他指標間接評估生產力的轉變。

(a) 勞動生產力轉變的比較

表9列載部分亞洲經濟體系的勞動生產力(定義為按每名就業人士平均計算的實質本地生產總值)的實際及趨勢調整增長。如有關資料所反映，大部分研究中的經濟體系的勞動生產力在危機期間都出現惡化，部分原因是市場不穩定及不明朗、資本投資放緩，以及需求呆滯以致生產力過剩。在危機後期間，研究中所有經濟體系的勞動生產力均顯著回升，其中香港的勞動生產力更強勁反彈6.5%，名列第二，遠高於大部分其他地區(在2%至6%之間)。經作出調整以剔除趨勢增長後，香港在危機後期間的勞動生產力增長亦遠高於其他亞洲經濟體系。

表9
香港及其他亞洲經濟體系
勞動生產力的實際及經趨勢調整後的增長率

	香港	韓國	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
(a) 實際增長率	(除另有說明外，數字反映年度平均變動百分比)						
危機前	2.7	4.8	5.0	1.5	5.7	5.5	5.3
危機期間	-4.9	0.2	-8.0	-2.6	-1.4	-5.6	3.0
危機後	6.5	6.9	3.6	6.3	6.2	1.7	4.3
(b) 趨勢增長率	2.3	4.5	2.5	1.9	4.6	2.4	4.7
(c) 經趨勢調整增長率 = (a) - (b)							
危機前	0.4	0.3	2.5	-0.4	1.1	3.1	0.6
危機期間	-7.2	-4.3	-10.5	-4.5	-6.0	-8.0	-1.7
危機後	4.2	2.4	1.1	4.4	1.6	-0.7	-0.4
(d) 截至2000年第3季 與趨勢的差距 (%)	-0.7	1.2	-9.5	3.0	-2.3	-12.4	-0.3

- 註：1. 勞動生產力指按每名就業人士平均計算的實質本地生產總值。
2. 趨勢增長率是1993年第1季至2000年第3季的按年計趨勢增長率。
3. 除泰國外，危機期間指1997年第4季至1998年第4季，而危機前期間則為1993年第1季至1997年第3季，危機後期間則為1999年第1季至2000年第3季。就泰國而言，危機期間指1997年第3季至1998年第4季。
4. 與趨勢的差距透過比較截至2000年3月底的絕對生產力指數與趨勢預測水平而得。趨勢預測水平則透過假設指數自危機前水平一直按趨勢率增長而得。

資料來源：由金管局根據CEIC的數據編製。

表 10
香港及其他亞洲經濟體系
的出口價格、匯率及利潤幅度

	香港	韓國	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
以美元計的出口價格：	(除另有說明外，有關數字為期內的累計變動)						
危機前	1.6	-7.2	6.6	6.4	-1.0	14.6	2.5
危機期間	-3.6	-16.3	-10.9	15.6	-13.5	-40.6	-13.6
危機後	-2.5	4.6	0.0	10.8	8.7	-10.2	2.8
自危機發生以來	-5.9	-12.5	-10.9	28.1	-5.9	-46.7	-11.2
匯率*：							
危機前	-0.1	-13.0	-6.2	-15.1	+9.8	-2.9	-10.3
危機期間	-0.1	-28.7	-26.7	-24.6	-9.3	-28.2	-11.4
危機後	-0.6	+12.1	0.0	-11.8	-5.6	-10.3	+3.2
自危機發生以來	-0.7	-20.1	-26.7	-33.6	-14.3	-35.6	-8.6
製造業的利潤幅度(%)：							
危機前	16.2	12.5	19.3	17.8	14.1	22.7	17.2
危機期間	11.6	11.2	10.2	25.0	12.9	21.4	12.4
危機後	15.5	10.9	17.8	15.4	12.0	6.8	16.0

註： 1. 除泰國外，危機期間指1997年第4季至1998年第4季，而危機前期間則為1993年第1季至1997年第3季，危機後期間則為1999年第1季至2000年第3季。就泰國而言，危機期間指1997年第3季至1998年第4季。
2. 鑑於所得數據的限制，適用於菲律賓的出口價格的危機前期間由1996年第1季開始。
3. 鑑於所得數據的限制，馬來西亞的出口價格指數以貨物及服務出口的平減物價指數來代替。
4. 利潤幅度指未扣除入息稅、利息支出、折舊及攤銷的盈利與銷售額比率。鑑於所得數據的限制，危機前期間指1994年至1997年間的平數，危機期間指1998年的平數，危機後期間指1999年的平數。

* 「+」號表示當地貨幣兌美元升值，「-」號則代表貶值。

資料來源：由金管局根據CEIC及Thomson Financial的數據編製。

表9也顯示按絕對價值計算，除韓國及菲律賓外，研究中所有亞洲經濟體系的勞動生產力均並未回復到趨勢預測水平。截至2000年第3季，香港的勞動生產力比趨勢水平低0.7%左右。這個差距略為大於台灣（比趨勢水平低0.3%），但小於新加坡（比趨勢低2%以上）、馬來西亞和泰國（分別比各自的趨勢低9%至12%）。

(b) 簡單的分析架構

理論上，任何貨品的價格相等於生產成本加利潤幅度，而生產成本則為生產要素價格與生產力

的函數。以一個經濟體系的對外貿易來說，以美元計的出口價格是有關行業的利潤幅度、匯率、生產要素價格及生產力的函數：

$$UVI_{US} = ER * UVI_{LC} = f(ER, \text{利潤幅度}, \text{生產要素價格}, \text{生產力})$$

其中 UVI_{US} 指以美元計的出口單位價格指數（出口價格）；

ER 指當地貨幣的匯率（美元兌當地貨幣）；及

UVI_{LC} 指以當地貨幣計的出口單位價格指數（出口價格）。

表 11
香港與其他亞洲經濟體系
的出口實際及經趨勢調整後的增長率

	香港	韓國	馬來西亞	菲律賓	新加坡	泰國	台灣
(a) 實際增長率：	(除另有說明外，有關數字為年度平均變動百分比)						
危機前	-1.6	15.3	13.2	13.5	18.2	7.7	7.9
危機期間	-13.2	4.4	2.1	2.2	0.5	6.0	1.1
危機後	3.9	19.7	18.3	8.6	8.2	22.3	19.8
(b) 趨勢增長率：	-2.3	14.5	12.5	8.4	12.9	10.7	9.5
(c) 經趨勢調整增長率 = (a) - (b)							
危機前	0.7	0.8	0.7	5.1	5.3	-3.0	-1.6
危機期間	-10.9	-10.1	-10.4	-6.2	-12.3	-4.8	-8.4
危機後	6.1	5.3	5.8	0.2	-4.6	11.6	10.4

註： 1. 除泰國外，危機期間指1997年第4季至1998年第4季，而危機前的期間則為1993年第1季至1997年第3季，危機後的期間則為1999年第1季至2000年第3季。就泰國而言，危機期間指1997第3季至1998年第4季。鑑於所得數據的限制，菲律賓的危機前期間由1996年第1季開始。
2. 趨勢增長率是指1993年第1季至2000年第3季期間的按年計趨勢增長率。
3. 除新加坡及馬來西亞外，各經濟體系的出口均指貨物出口。至於新加坡，其出口指非石油產品的出口，而馬來西亞則包括服務出口。

資料來源：由金管局根據CEIC的數據編製。

上述函數顯示匯率、利潤幅度、生產要素價格及生產力是決定以美元計的出口價格的四大元素。一般來說，假設以當地貨幣計，生產出口貨物的成本沒有多大變動，生產力與利潤幅度也沒有變化，若當地貨幣兌美元貶值，有關國家的出口貨物的 UVI_{US} 便會下跌。同樣，假設其他因素不變，若出口商的利潤幅度收窄、生產要素價格下跌或有關行業的生產力增加，出口價格便會下調，而 UVI_{US} 則會下跌。

表10總結香港與其他6個亞洲經濟體系（韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、台灣及泰國）製造業的出口價格、匯率及利潤幅度。有關分析涵蓋1993年第1季至2000年第3季，這段時間可以分為3個不同期間：危機前期間、危機期間及危機後期間。除泰國外，危機期間由1997年第4季至1998年

第4季，而危機前期間則為1993年第1季至1997年第3季，危機後期間則為1999年第1季至2000年第3季。就泰國而言，危機期間由1997第3季至1998年第4季。

從上表可見，以在國際市場的價格競爭力來說，除菲律賓外，所有其他亞洲經濟體系似乎都在危機期間相對於香港有所改善。從這些國家以美元計的出口單位價格指數跌幅較香港為大可見一斑（跌幅由11%至41%不等，香港則為4%）。然而，在危機後期間，與其他亞洲經濟體系比較，香港的出口競爭力已漸收復失地。香港以美元計的出口價格繼續下降（跌幅為2.5%），但所有其他經濟體系（泰國除外）的出口價格均上升。研究所包括的地區的出口表現大體上與價格競爭力的改善情況一致（表11），尤其香港在1999年第1季至2000年第3季

期間的出口更錄得達6.1%的急速經趨勢調整後的增長，高於大部分其他亞洲經濟體系的趨勢調整增長(-5%至6%)。¹¹

我們利用這套簡單方法，對影響香港出口價格競爭力的4項決定性因素中的匯率、利潤幅度及生產要素價格的相關變動作出研究，並與其他亞洲地區比較。這套方法讓我們間接了解在危機後期間，第4項因素——生產力——的相對表現。

i) 匯率

如表10所示，大部分亞洲貨幣在危機期間均大幅貶值(幅度由10%至30%)，而港元表現則相當穩定。這些亞洲貨幣的貶值，是其出口價格競爭力相對於香港來說有所改善的主要原因。若排除了匯率變動的影響，事實上香港出口價格比其他亞洲經濟體系的跌幅更大，達到4%，而台灣為1%，馬來西亞、韓國及菲律賓則增加約16%至50%。

在危機後期間，亞洲經濟體系的匯率走勢並不一致。韓國與台灣的貨幣由低位上升，菲律賓、新加坡及泰國的貨幣則繼續偏軟。然而，這些亞洲經濟體系的貨幣匯價仍然遠低於危機前的水平。這表示香港出口價格競爭力在危機後有所改善，主要是受其他因素影響。

ii) 利潤幅度

出口價格亦有可能因為利潤幅度收窄而下降。為了收集利潤幅度方面的統計資料，我們調查了研究地區的企業數據。正如表10所示，調查結果顯示危機期間香港製造業利潤下調的幅度遠高於其他亞洲經濟體系。面對其他經濟體系貨幣的大幅貶值，由於生產力隨調整過程提升有一定時差，香港生產商要維持出口競爭力的一個方法，就是收窄利潤幅度。從表10可見，1998年香港的利潤幅度減少

約30%(由16.2%下降至11.6%)，韓國與新加坡跌幅則比較溫和，為10%左右。利潤幅度收窄，令香港能夠在匯率走勢相對不利的期間調低出口價格。

然而，香港利潤幅度收窄的情況在危機後很快便扭轉過來，並回復到接近危機前的水平。這種情況與大部分亞洲經濟體系相反，它們的利潤幅度或繼續下降，或即使有所回升，仍然相對於香港較為大幅度地低於危機前的水平。要強調的是，香港製造業的利潤幅度在1999年大幅上升，並不是因為製造業在審慎理財方面有所妥協。與其他亞洲經濟體系比較，香港製造業的流動資金水平一直偏高，並一直是負債比率最低的地區之一，債務結構亦是最理想的。

iii) 生產要素價格

正如在第IIA(b)部分所討論，香港在危機後期間名義工資增長放緩，幅度比部分其他亞洲經濟體系大。然而，由於沒有工作時間及附帶福利等其他重要數據的統計資料以評估平均勞工成本，因此無法進行精確的跨地區比較。至於物業租金方面，以名義值計，香港的下調幅度與大部分其他經濟體系相若。整體來說，研究中的經濟體系的生產要素價格表現大致相同。

iv) 生產力

上述分析反映，儘管港元兌其他亞洲貨幣的匯價上升，利潤幅度回升較顯著，生產要素價格的下跌幅度亦沒有明顯大於亞洲經濟體系，但香港在危機後期間仍能維持其對外競爭力。這即是說，香港製造業在提升生產力方面必定比其他亞洲經濟體系的表現為佳。

IV. 總結

自亞洲金融危機以來，香港的勞工市場作出了不少調整，主要是裁員、調低入職薪金、削減附

¹¹ 泰國與台灣除外，它們分別錄得12%及10%的增長。

帶福利、延長工作時間、裁減過剩人力，以及限制工資增長，但不是削減現有工資。此外，香港的私營企業也透過減低負債比率及改善債務結構與流動資金狀況，致力鞏固財務結構。直至目前為止，所得證據顯示這些措施取得一定的成功，按每名就業人士平均計算的實質本地生產總值在1999年第2季開始回升，並於1999年第4季及2000年第1季大幅上升。

大部分亞洲經濟體系均有透過貨幣貶值進行調整，但香港的情況不同，主要透過本地價格下調來進行調整——部分藉生產要素價格下降，部分藉實質經濟結構調整。為了維持對外競爭力，香港企業重組的幅度要比其他亞洲經濟體系來得顯著，原因是香港要維持競爭力，主要得靠提升生產力來達到。

鑑於香港能夠在金融危機過後不久便恢復價格競爭力，香港與其他亞洲經濟體系的製造業在匯率及利潤幅度的相對表現反映香港私營企業的生產力有較大幅度的提升。因此，儘管香港的生產要素價格跌幅並不遠較其他亞洲經濟體系為大，但生產成本卻因為生產力提升而錄得較大幅度的下調。這不僅抵銷了不利的匯率走勢的影響，更擴大了利潤幅度。若生產力的改善能維持於一段較長的時間（與匯率因素相比），當美元兌香港貿易競爭對手的貨幣轉弱時，香港的對外貿易便會受惠。

然而，我們要留意，上述分析並未計入因香港與其他亞洲經濟體系的產品及市場結構不同而可能引起的偏差。尤其，這次分析沒有計入研究中的經濟體系所面對需求方面情況的差異，以及勞工與租金以外其他投入成本的變化。此外，產品質素轉變對出口價格的影響也難以掌握。鑑於上述各項不足之處，大家在闡釋分析結果時必須審慎。

— 本文由經濟研究部黃學元、余業榮、羅詠梅及馮鏡波提供