

墨西哥在6年前金融危機後的復甦過程，在很多方面都可與亞洲四個國家(印尼、南韓、馬來西亞、泰國)的經驗相比。兩者經濟都呈現短暫而明顯的「V」型反彈，但在回復至危機前的增長軌道上，亞洲四國的表現卻似乎落後於墨西哥。

由於亞洲金融危機前，亞洲區的經濟增長速度遠較墨西哥為高，要回復原來較高的水平較為困難，但前者在危機期間及復甦初期投資不振，也可能妨礙其經濟復甦。

亞洲四國的投資不振又可歸咎於危機前過度投資、社會政治不穩定、龐大而根基薄弱的銀行體系，以及日本遲遲未能擺脫經濟困局。

若上述都是亞洲四國經濟未能發揮真正潛力的原因，以它們相當緩慢的改善進度來看，亞洲的復甦前路仍可能一片陰霾。

I. 引言

墨西哥6年前的金融危機，與亞洲過去3.5年的金融危機在很多地方都可作比較。亞洲受危機影響各國固然具有多元的特性，本文將會根據墨西哥的經驗來探討整體亞洲的持續復甦的前景。

本文第II部分分析墨西哥與亞洲復甦之路的異同，第III部剖析推動兩者復甦的主要動力，第IV部探討造成兩者復甦過程主要分別的原因，第V部評估對亞洲復甦前景的影響，第VI總結本文的分析。

II. 墨西哥與亞洲經濟衰退比較

很多分析家都有個印象，認為亞洲1997至98年期間的金融危機，較墨西哥1995至96年期間的危機嚴重。造成這個印象的原因，可能是過去數十年亞洲錄得近乎奇蹟一樣迅速的經濟增長，拉丁美洲則飽受重重危機所困，因此亞洲金融危機來得較墨西哥危機更令人感到意外。從地域及人口的角度分析，亞洲危機造成廣泛連鎖效應，觸及範圍達300萬平方公里，受影響人數約4億；相比之下，墨西

哥的面積較亞洲少了三分之一，受影響人口也只得亞洲的四分之一，可見亞洲所受的影響較墨西哥的嚴重。

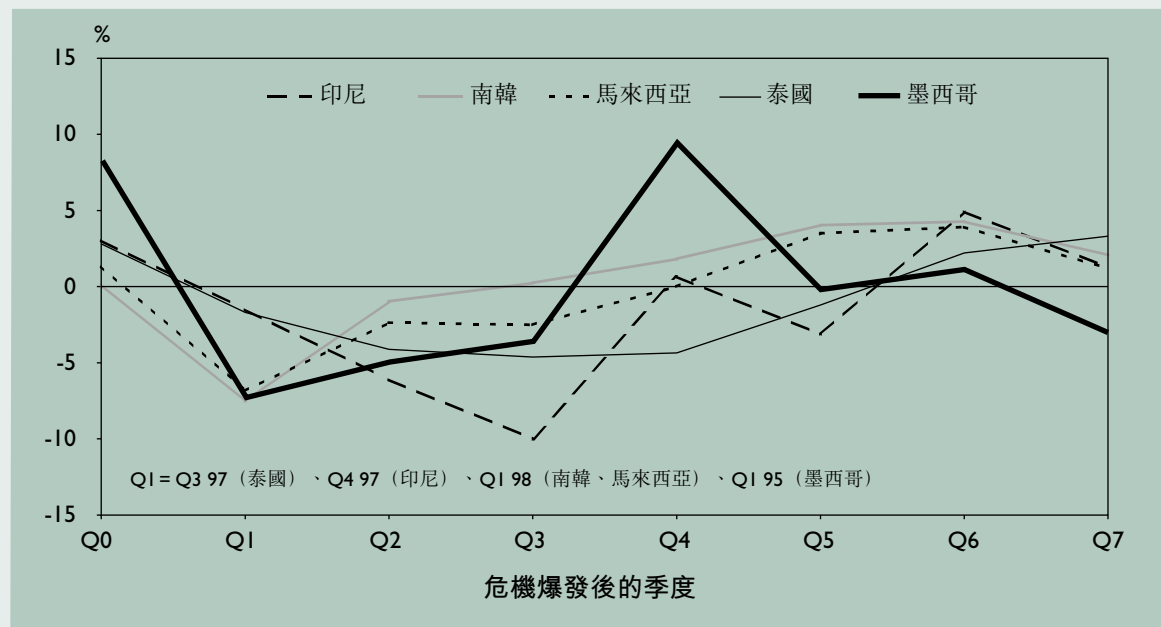
根據我們分析，若以危機前的經濟增長趨勢來作比較，亞洲承受損失的時間較墨西哥長。但若以其他指標進行評估，所得的結果卻不那麼明確。就衰退持續的時間而言，除泰國外，亞洲大部分國家在步入衰退後都能在4個季度內回復正經濟增長(圖1)¹。事實上，這些國家的經濟復甦更呈現明顯的「V」型模式，實質國內生產總值在3至4個季度內回升達8至17個百分點。就衰退程度而言，墨西哥在衰退期內以美元計的名義國內生產總值及實質國內生產總值所錄得的跌幅，與亞洲危機受影響國家的大致相同。以下論述各項指標，以比較墨西哥與亞洲國家的衰退嚴重程度及復甦表現。

由於本文分析的國家正處於不同的經濟發展階段，增長潛力亦不相同，實際與潛在產值水平的差距是一項可作參考的指標。這項指標採用粗略的方法，以估計實際產值與根據危機前增長趨勢來預計的產值相距有多少²，結果顯示亞洲國家的表現明顯遜色於墨西哥。

1 實質國內生產總值增長是指經季節因素調整後按季計算的數字。在本文內，「衰退」是指最少連續兩季錄得實質國內生產總值負數增長。

2 這個方法假設產值可按照危機前的趨勢增長率繼續增長，並以危機爆發前7年(亞洲是指1990至96年，墨西哥是指1988至94年)實質國內生產總值的平均增長率作為該趨勢增長率。選用7年期並無特別原因，但這段時間應能顯示較近期的增長趨勢，同時又足以淡化短暫的周期性波動的影響。但無論如何，即使以5至10年期的增長趨勢來作分析，其結果亦沒有明顯的分別。另一估計潛在產值的方法，是以HP filter smoothing method，以從實際產值序列中得出長期的產值趨勢。這個方法與上述不同，原因是長期增長趨勢不會局限於危機前，而是涵蓋危機本身所引發的長期變化。這個方法顯示有關5個國家的產值表現只有輕微分別。

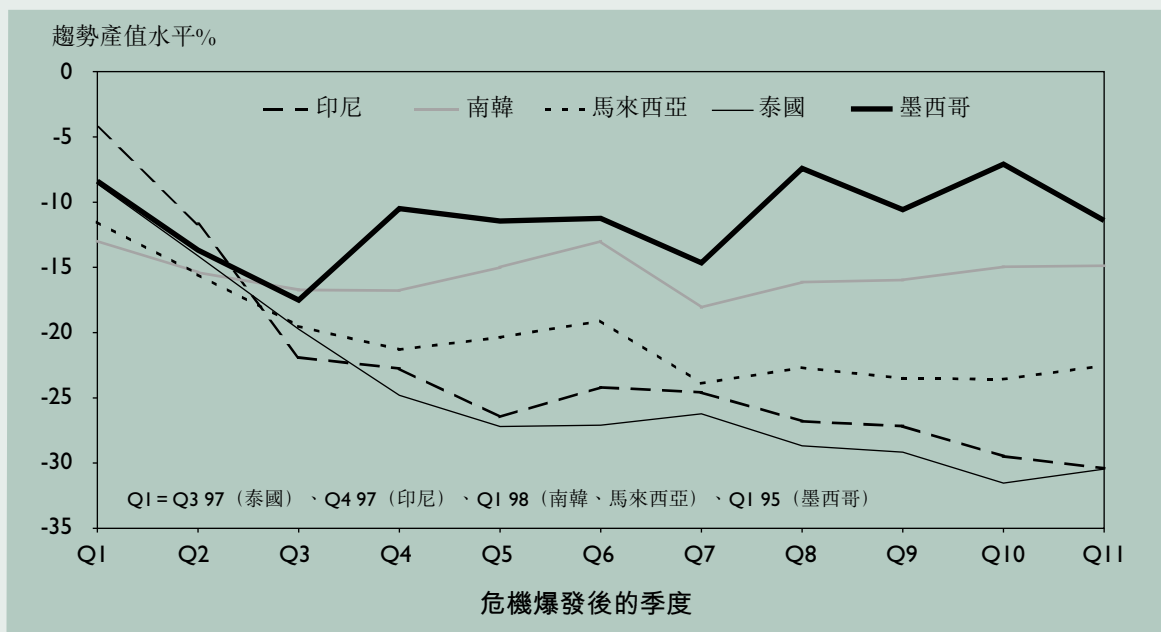
圖1：
實質國內生產總值增長
(經季節因素調整的按季變動)



如圖2所示，墨西哥及南韓在衰退最嚴重時的實際產值，與潛在產值相差約15%，馬來西亞、泰國及印尼的差距則在25%至30%之間。但墨西哥在

危機爆發後10個季度內已能把差距縮小至5%左右，亞洲國家與危機前的增長趨勢保持差距的時間則維持較長。爆發危機前，亞洲國家經濟增長達

圖2：
實際產值與危機前趨勢的差距



7%至9.5%，墨西哥則為3.5%，因此前者的比較基數固然遠較墨西哥高。但我們仍值得探討一下這些國家的復甦模式，以評估亞洲重拾以往上升軌道的潛在條件。

另一個用作比較不同國家衰退程度的傳統方法，就是以某通用貨幣(美元)計算名義國內生產總值，並假設匯率反映購買力平價。以名義美元計，亞洲四個國家在衰退期間的國內生產總值較危機前下跌20%至60%不等，在衰退最嚴重時所錄得約40%的平均跌幅，媲美墨西哥的35%跌幅(圖3)。亞洲國家在衰退期後約1年內收復所有(南韓及馬來西亞)或接近一半失地，墨西哥也在差不多相同時間內完全恢復至原來的水平。

但以美元計的名義國內生產總值是否比較不同國家的表現的有效方法，仍有待商榷。事實上，影響匯率變動的原因有很多，部分更可能與經濟基本因素毫無直接關係。此外，本文中各國對外收支的相對規模差距頗大，由墨西哥佔國內生產總值的比率的30%，以至馬來西亞的90%都有。至於外向

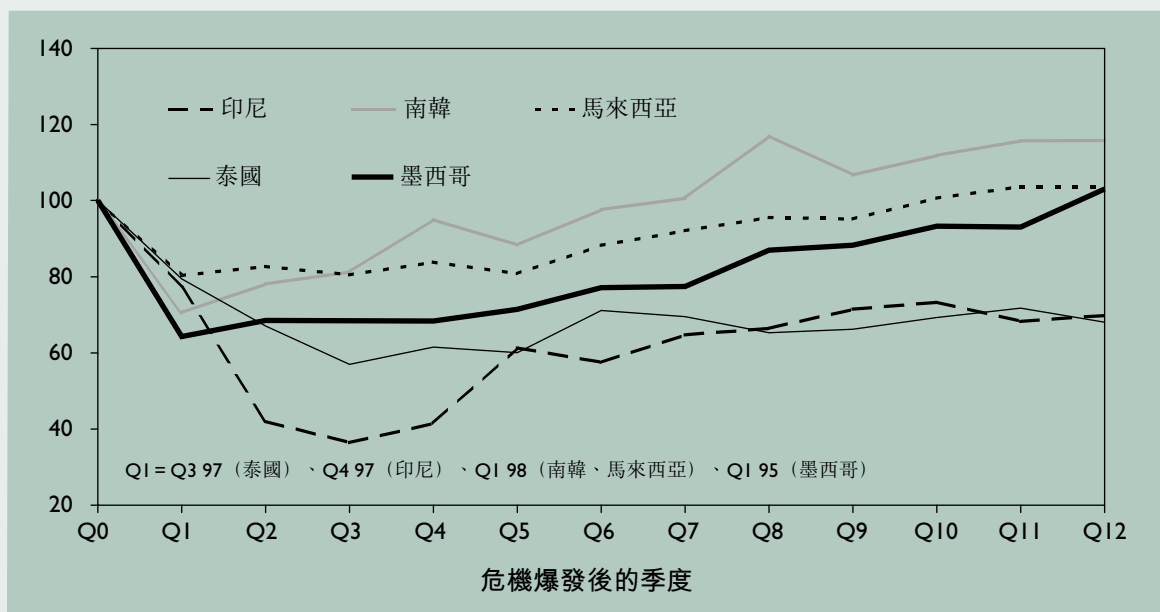
程度較低的國家，美元名義國內生產總值也可能不是評估經濟表現的理想指標。

另一指標是各國經季節因素調整的實質國內生產總值指數。從圖4可見，這個指標顯示墨西哥及亞洲四國在衰退最嚴重時期的表現並無明顯分別。以實質國內生產總值計，墨西哥在危機中錄得產值的最大跌幅約為15%，約為亞洲四國錄得8%至20%跌幅的中間數。此外，兩者的復甦模式也接近：墨西哥在1至1.5年內全面回升至危機前的產值水平，亞洲四國也在相同時間內回升90至110%。

III. 復甦背後的動力

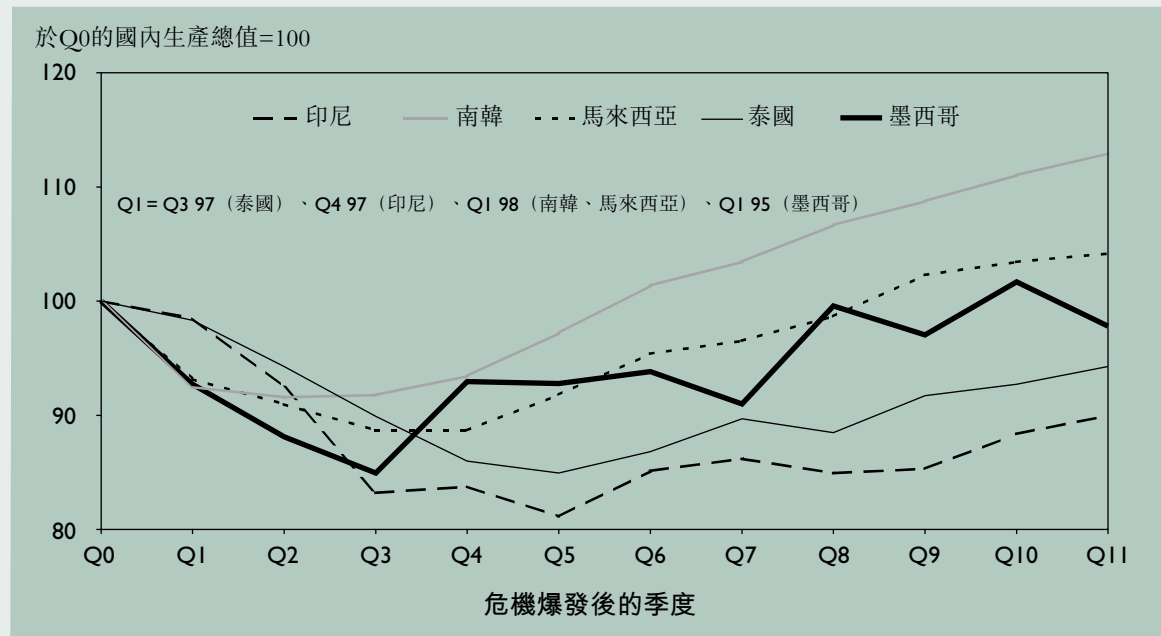
為了解亞洲的復甦表現為何以危機前增長趨勢計低於本身潛力，我們研究了在背後推動墨西哥與亞洲復甦的不同動力。在各個需求組成項目中，我們發現在危機前及危機後，亞洲與墨西哥的消費及淨出口對本身國內生產總值增長的貢獻並無重大分別。但在東南亞的投資對國內生產總值增長的貢獻，卻顯著小於墨西哥及南韓。

圖3：
名義國內生產總值指數（以美元計）



資料來源：CEIC 及 Datastream

圖4：
實質國內生產總值指數



a. 淨出口

危機期間，所有5國的對外收支狀況均顯著改善，但正當墨西哥出口穩步復甦，亞洲出口回升卻非常不穩定。大部分亞洲國家在危機爆發後錄得初步的出口回升，但不出2至5個季度，回升動力已告中斷，部分是出於貨幣危機使出口融資受到嚴重衝擊，同時也醞釀社會不安。到了危機爆發後第8個季度，出口才再度成為推動亞洲復甦的一股穩定動力。

進口收縮對改善亞洲對外收支狀況的幫助，較對墨西哥的大。如圖5所示，這種情況在危機爆發初期的馬來西亞尤其明顯，也可見於較後期的印尼。無論是出口增長或進口減少，同樣可有助改善淨出口及經常帳戶差額，但由於對外需求可產生承托作用，以免經濟陷入更深的衰退，因此擴大出口是兩者中較優之選。相比之下，減少進口通常代表

本地需求嚴重萎縮，造成大量失業及資源使用不足。

以對實質國內生產總值增長的貢獻而言，淨出口在危機爆發後首4個季度內助長經濟上升5至30個百分點，有助減少突然收縮造成的影響(圖6)。由於外貿佔亞洲各國國內生產總值的比重普遍較墨西哥大，因此危機期間淨出口對亞洲經濟增長的貢獻也較墨西哥重要³。

但到了各國相繼進入復甦期後，淨出口的重要性便顯著降低。事實上，墨西哥在1996年初開始復甦以來，淨出口更對其國內生產總值產生負面作用。亞洲國家方面，在危機爆發後第4及第5季，淨出口對實質國內生產總值的貢獻也突然下降，但其後又再次回升；這主要是由於電子產品的出口需求殷切，其中以南韓的情況較為明顯。總的來說，對外收支狀況有助亞洲經濟復甦，但應該不是導致其復甦期表現低於潛在條件的一個原因。

3 在危機爆發時，商品及服務總貿易佔各國國內生產總值的比重是：40% (墨西哥)、73% (南韓)、78% (印尼)、92% (泰國) 及194% (馬來西亞)。

圖5：
減少進口對國內生產總值增長的貢獻

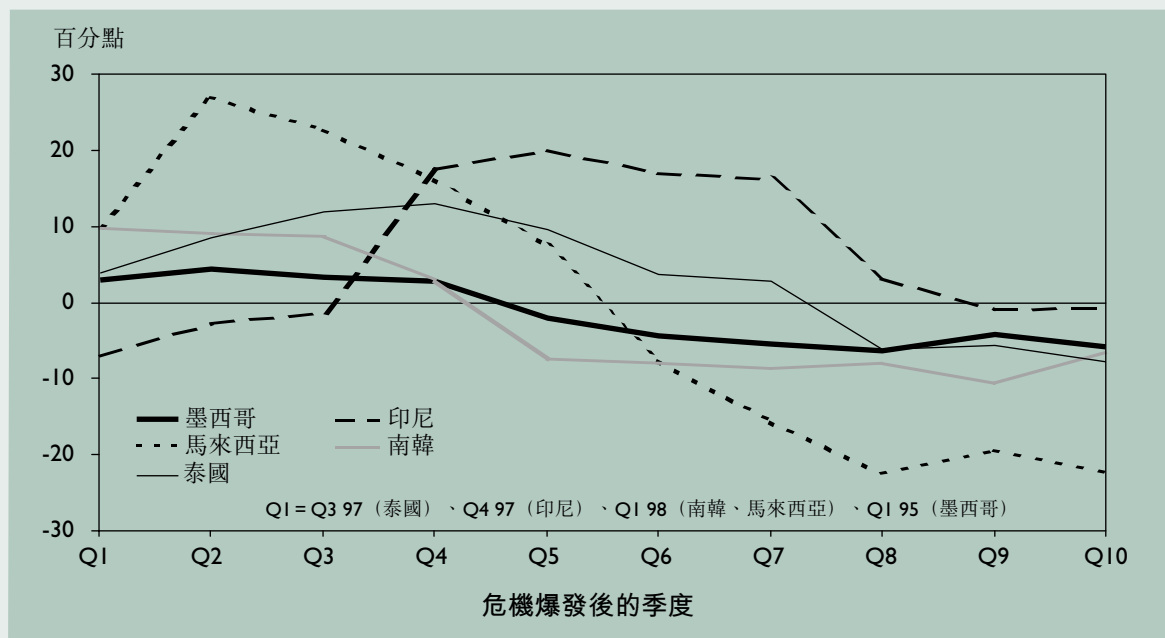
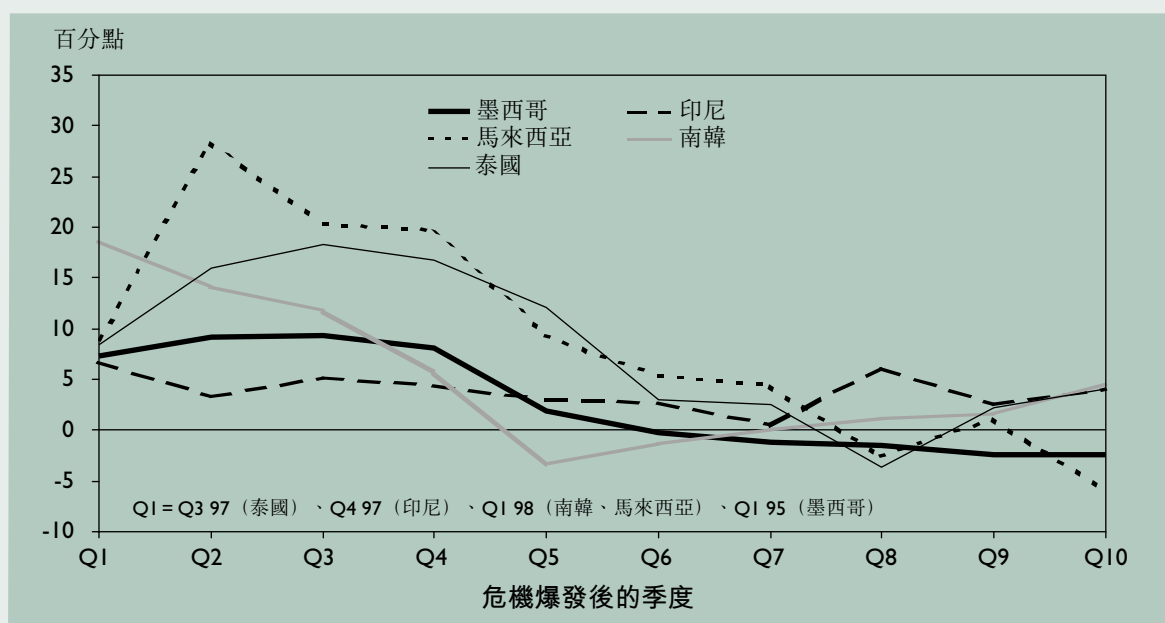


圖6：
淨出口對國內生產總值增長的貢獻



b. 消費

由於消費一般佔總需求約三分之二，消費波動將會對國內生產總值增長造成相當顯著的影響。危機期間，所有受影響的國家均出現消費需求劇降的現象，使國內生產總值的增長減少5至10個百分點。到了危機爆發後約4至6個季度，消費才錄得回升，並對經濟增長帶來正面的貢獻。在這方面，墨西哥與亞洲危機之間並無明顯分別（圖7）。

c. 投資

鑑於投資一向佔亞洲經濟相當大的比重，達到30至50%，墨西哥的比重則少於20%，因此投資萎縮是造成亞洲在危機過後經濟不振的主要原因。在墨西哥及南韓，投資回升的同時，經濟活動也再度蓬勃，但印尼、馬來西亞及泰國在危機爆發後3年的投資仍遠低於危機前的水平（圖8）。

墨西哥較積極的投資氣氛，也表現在股市方面。墨西哥披索開始自由浮動後，該國股市BMV指數在2個月內從谷底回升。亞洲方面，各國貨幣

貶值後約14個月其股市才首次展現明顯的上升趨勢（圖9）。

以投資對國內生產總值增長的貢獻計，東南亞國家在危機初期的投資收縮幅度，較墨西哥及南韓的大（圖10）。

IV. 分別的原因

在需求的各個組成項目中，投資似乎是造成亞洲各國的復甦表現持續未能達到潛力水平的較明顯原因。這可能與幾項因素有關，以下將會逐一分析。

a. 銀行體系不健全

銀行體系健全與否，可能是造成復甦程度不同的主要原因。亞洲企業較多倚賴銀行提供資金，墨西哥則較偏重直接的資本市場融資。於1996年底，銀行對國內客戶的債權約佔泰國國內生產總值的140%；印尼54%；南韓60%左右；而墨西哥只佔45%。若銀行體系龐大但運作不健全，一旦爆發

圖7：
消費對國內生產總值增長的貢獻

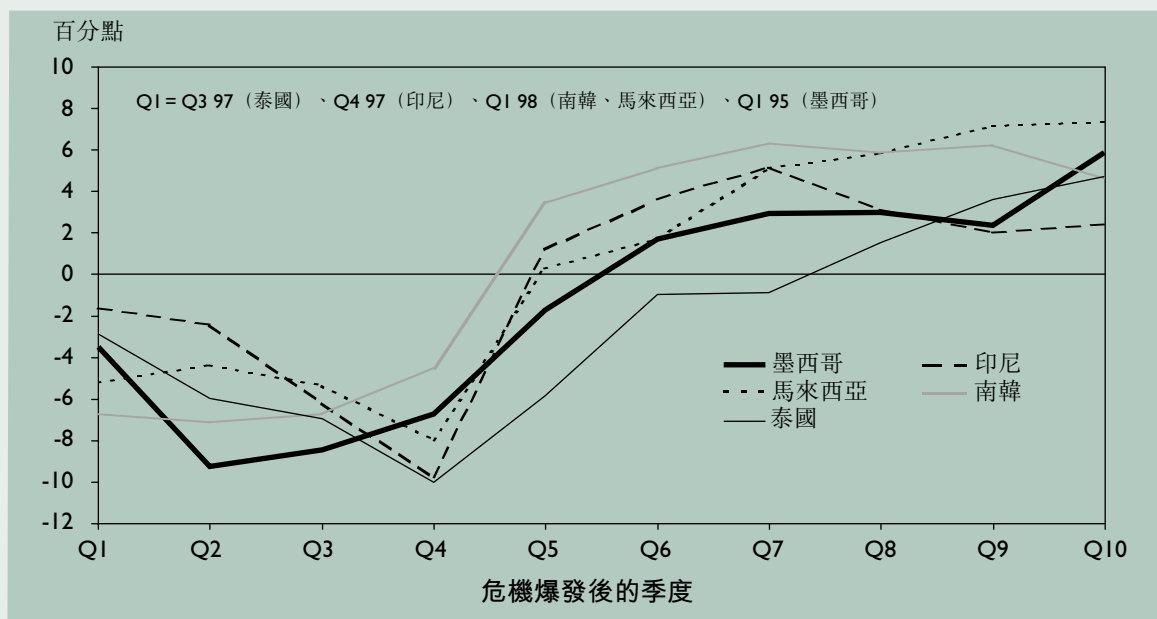


圖8：
固定資本形成

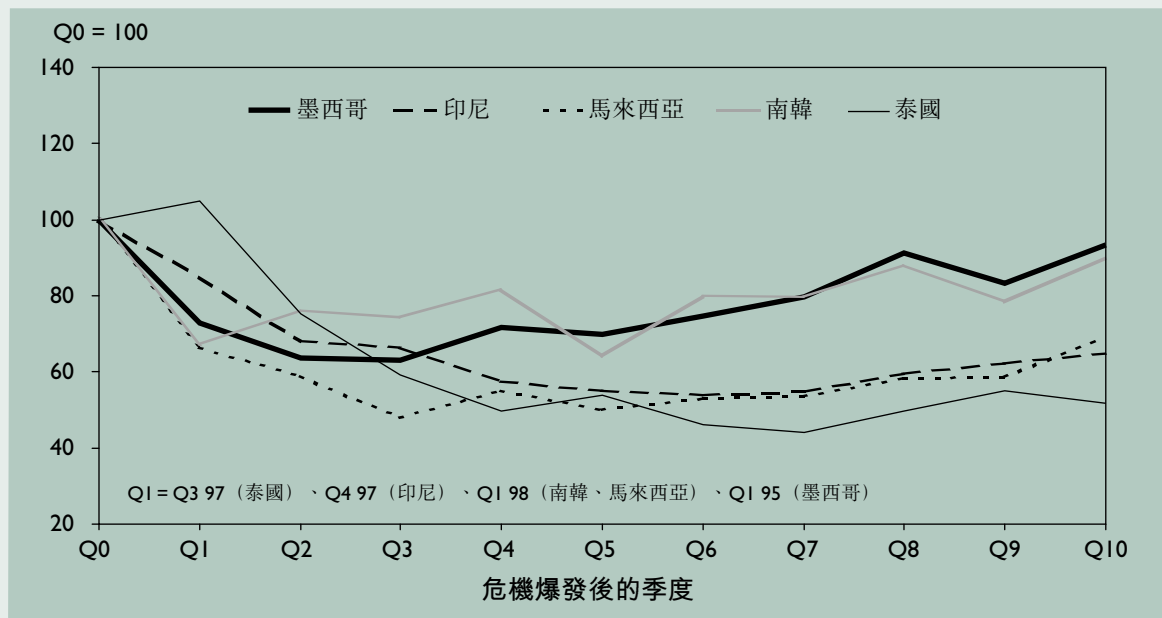


圖9：
股市表現

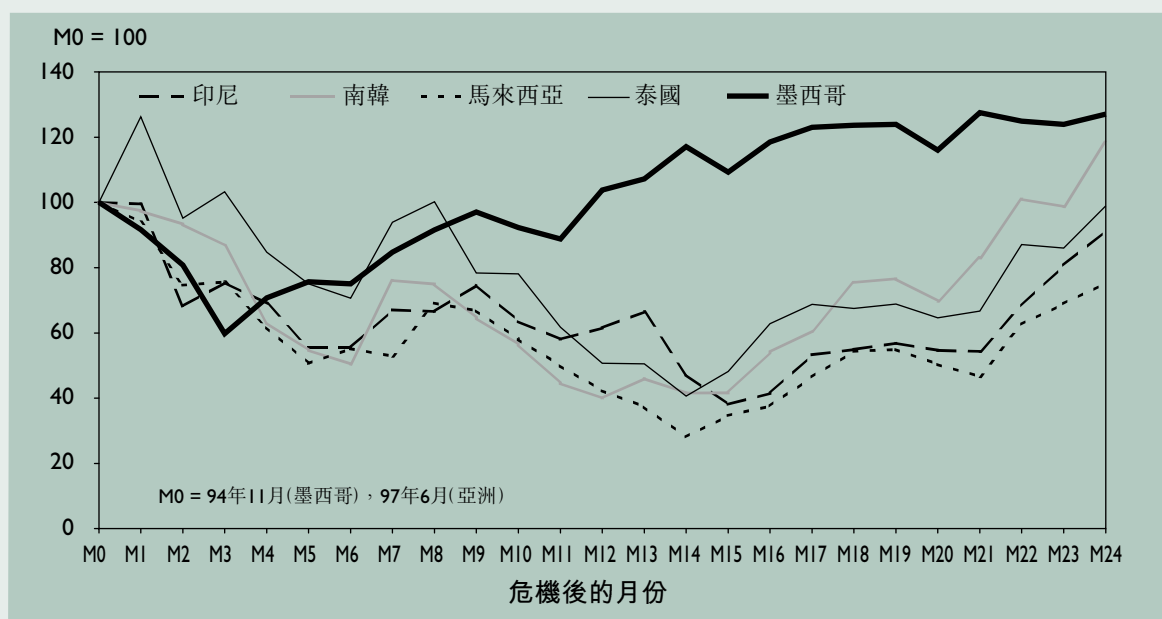
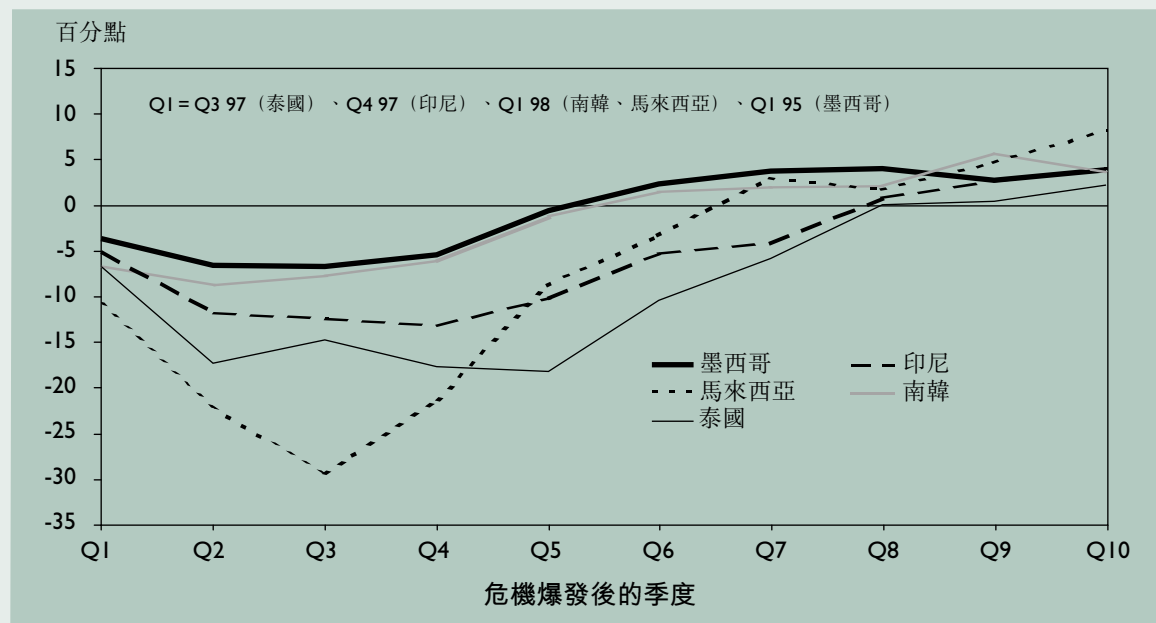


圖10：
投資對國內生產總值增長的貢獻



金融危機，將會構成嚴重的系統性風險，以致影響宏觀經濟穩定，妨礙需要長期資金承諾的投資活動。金融體系重整的費用可能相當高昂，對總需求（尤其對倚賴銀行融資的投資需求）的收縮作用也很強大。根據事後分析，墨西哥在危機前推行的銀行體系改革有助加強本身抵禦衝擊的能力。反觀亞洲方面，由於銀行體系在危機前迅速推行撤銷管制及擴充經營，導致體系的穩健程度受損。

b. 日本經濟低迷

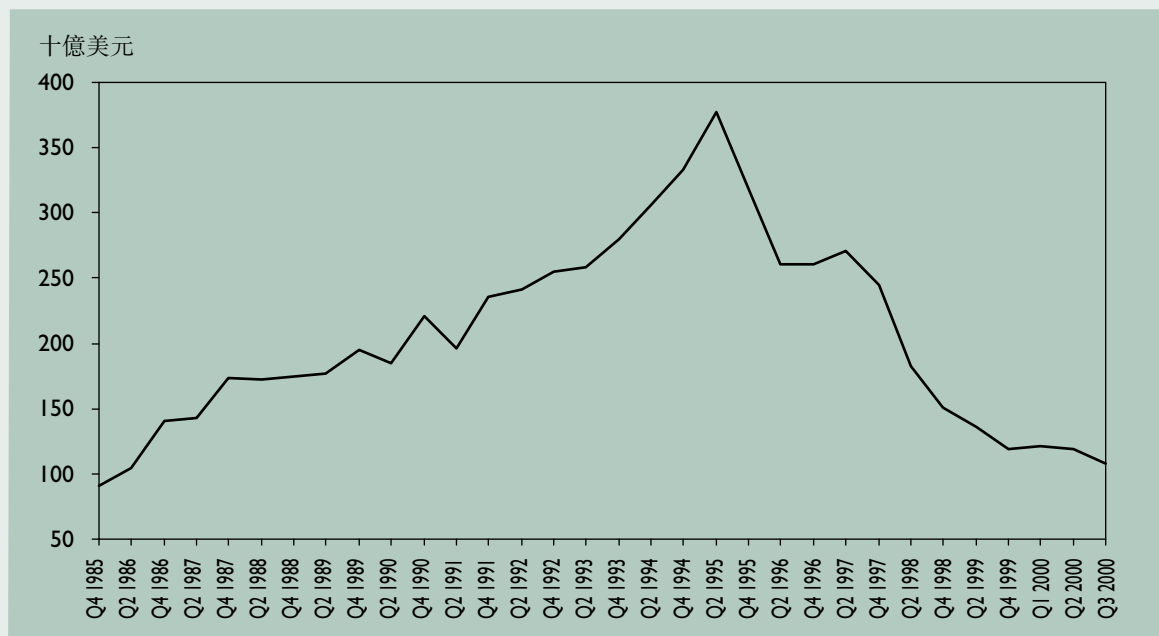
日本是亞洲經濟的火車頭及主要出口市場，但礙於本身經濟困難重重，未能發揮較積極的作用，抵禦金融危機對本區造成的影響。更有甚者，日本的金融問題令區內危機加深。日資銀行是亞洲主要的債權人，但為了應付區內借款人無力還債及日資銀行本身資本不足的問題，不得不從亞洲各國撤回資本。由1997年中至2000年9月底期間，日資銀行對亞洲的總貸款收縮1,600億美元，減幅達60%（圖11）。相比之下，吸納墨西哥80%出口，並

佔墨西哥對外銀行貸款34%的美國，在墨西哥危機期間卻正值經濟繁榮期，對墨西哥危機的擴散產生了抑制作用。1995至97年期間，儘管美國對墨西哥的銀行貸款減少了27%，但其輸入墨西哥的貨品卻增加73%。此外，日本一向佔亞洲受危機影響國家的海外直接投資20%至30%，但其國內的經濟問題使這方面連帶也受影響。日本統計資料顯示，日本在1998財政年度（截至1999年3月底）對亞洲四國的直接投資額下跌40%，在1999年度再跌15%。相比之下，1994年底至1996年底期間，美國對墨西哥的直接投資卻上升14%。

c. 亞洲投資過度

受金融危機影響的所有5個國家，都在危機爆發前錄得龐大的往來帳赤字。但究其成因，亞洲的往來帳赤字是源於大量的資本開支，墨西哥的問題則主要是消費增長過度所致。在危機爆發前的兩年內，墨西哥的國內總投資平均約佔國內生產總值的20%，亞洲4個國家的比率則在30%至50%之間

圖11：
日本對亞洲的銀行貸款



(圖12)。在危機爆發前2.5年內，墨西哥消費佔國內生產總值的比重約75%，持續較亞洲國家的60-65%平均數字為大。雖然在資源有效分配的情況下，投資支出有助提高生產力，但亞洲的經驗似乎顯示投資過度的經濟調整可能較消費過度的經濟調整困難。這當中的部分原因，可能是透過壓縮生產規模或提高設備使用率來削減過剩的生產設施所需的時間，往往較重新調整消費(尤其非必需品)需求的時間為長。就糾正房地產投資過剩來說，由於調節供應要等待一段頗長的時間，房地產的需求彈性也相當低，這種情況更為明顯。

d. 政局不穩

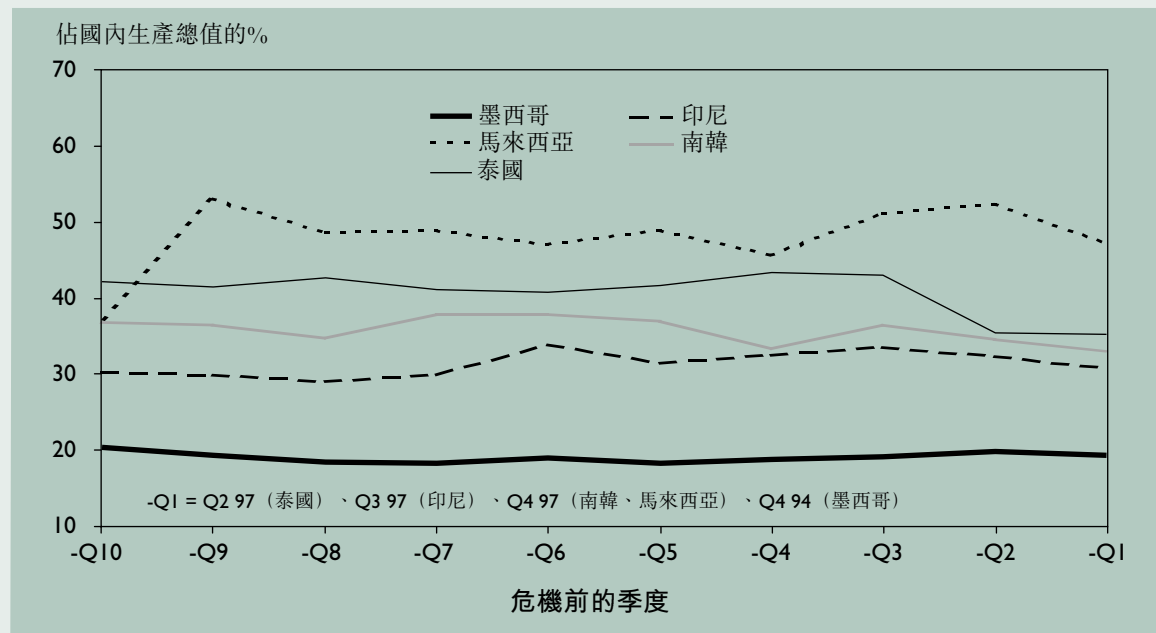
穩定的政治環境對重建投資者信心及防止資金外逃都非常重要。危機期間，大部分受影響國家都受到嚴重的政治不明朗因素及政府易權的問題困擾，因此它們能否成功令政局回復穩定，對經濟復甦造成很大的影響。在墨西哥貨幣貶值前幾個月，一位總統候選人及執政黨秘書長遭到暗殺，造成政

治不明朗，新獲選總統Zedillo上台後首年重組內閣兩次，使政局回復穩定。南韓在危機爆發後不足1個月，新獲選總統金大中即時致力舒緩民眾對前任政府的不滿情緒，並重新恢復投資者的信心。相比之下，泰國及印尼則較為不幸。雖然泰國民眾叛亂迫使原來的Chavalit政府下台，由較得人心的Chuan執政，但曠日持久的政黨爭執繼續困擾着新政府，經濟重整的進度也受到拖累。印尼方面，由於種族及宗教糾紛的壓力升級，不合時宜的政治制度終於瓦解，釀成廣泛的民眾騷亂及長期政治不穩定，許多經濟調整方案也停滯不前，使投資環境長期惡化。最近梅加雅蒂獲選為總統，使印尼局勢回復一些平靜，並可能有利於推行更多經濟改革。

V. 亞洲的復甦前景

基於上述原因，在評估亞洲的復甦前景及其重拾危機前增長速度的機會時，應該特別審慎。按當前情況，亞洲要回復危機前的潛在生產水平，幾乎是不可能的事，原因是若要達到這樣的表現，亞

圖12：
總投資比率



洲經濟增長的速度必須比危機前更高，才能彌補危機造成的損失。日本經濟形勢仍然困阻重重，難望海外投資及銀行貸款可在短期內回升。在受危機影響的國家內，壓縮過剩的生產設施，尤其像房地產及基礎設施等以國內需求為主導的環節，仍會相當費時。此外，與出口有關的投資也受到出口需求萎縮影響，難望短期內可以回升。金融體系方面，結構及資本重組的情況普遍欠佳，不良貸款減少進度緩慢，南韓與泰國更需要對銀行額外注入公帑。在政治方面，由既得利益組織帶動的新興民族主義及保護主義情緒(如南韓及泰國的工會)，以及印尼的種族衝突，均增加社會政治的不明朗因素，並遏抑投資者的信心。所有這些因素都不可能迅速獲得解決，因此可能令經濟增長表現繼續低於潛在水平。

VI. 總結

儘管亞洲復甦初期呈現「V」型的強勢反彈，並錄得雙位的經濟增長，但至今仍未能重上危機爆發前的增長軌道。反觀墨西哥表現卻似乎較佳。在各

種需求組成項目中，投資較呆滯應該是導致亞洲復甦表現低於潛在水平的主要原因。造成這種情況的因素可能是危機前亞洲過度投資的影響、部分亞洲國家政局不穩定、銀行體系普遍規模龐大但根基不健全，以及日本經濟困難重重加深海外融資及投資流失等原因。從這些因素構成亞洲投資及復甦乏力的情況來分析，由於處理各項因素的前景未能令人樂觀，加上問題本身屬於長期性質，亞洲短期內全面回升至危機前的增長潛力水平的機會可能受到限制。❀

— 本文由經濟研究部關家明及鄭韻恩提供