



# 亞洲金融風暴與今後展望

◎謝森展

## 日本在金融風暴中的處境

半年來，從東南亞的泰國、馬來西亞及印尼到東北亞的南韓及日本，都受到亞洲金融風暴的肆虐。以往一直被稱為世界經濟奇蹟的亞洲經濟，竟然發生了從來未曾有過的風暴，其主因在於已經膨脹到日本經濟大約二倍規模的亞洲泡沫經濟發生崩裂。預料至少要花費五年乃至十年的時間進行調整。

今後亞洲金融風暴的走向，當前首要看日本，其次再看中國大陸。

七、八年前，日本泡沫經濟拖延至今依然難以復癒，今後就要看這項危機究竟會發展到何種地步，若是日本承受不了金融壓力而大量拋售美國債券，美國經濟和世界金融就會大亂。迄至一九九七年八月底，日本擁有的美國國庫券達三千零二十億元，為全美最大債券國，而佔美國股票市場三七點六%的外國投資客中，日本佔了四分之一。

自亞洲情勢惡化後，日本扮演的角色，愈來愈為明確。過去認為即使日本經濟衰敗，亞洲依然保有推動成長的動力，但從現實看，日本經濟如果未能好轉，亞洲經濟很難看到復原的曙光。

由於日本是亞洲主要的流動資金的來源，按國際清算銀行統計的數據，日本銀行團在亞洲各國擁有總額達一千一百八十億美元的債務，

僅次於歐洲銀行團。一旦日本政府被迫抽回國際資金，影響之大顯而易見。（不過，基本上日本抽回資金的可能性不高，一則日本購買美國公債所獲得的利息遠高於日本國內，再則美國經濟逐漸復甦，預料自一九六九年來美國聯邦政府將轉為黑字預算，所以在中間選舉年共和黨會主張大幅減稅，但有關大規模的稅制改革，預料在二〇〇〇年新總統選舉前不會成為法律，因此美國將會逐年削減國債之發行。因此，美國公債不似以往容易購得，日本沒有理由放棄美國公債，抽回資金。）

一九八七年十月十九日，當美國股市暴跌發生黑暗星期一（Black Monday）危機時，日本伸出援手大批購買美元債權，協助美國渡過世界性金融危機。如果屬於南韓及東南亞各國最大債主的日本，能夠適當展延其償還期限，或給予紓解資金旱象，應能阻止其進一步惡化。

對於最近台幣急貶的走勢，就基本面看，台幣兌美元匯率確實有超貶的情況。但是，如果考慮日幣兌美元匯率不斷下滑的走勢，受到台灣對日貿易逆差數字甚大的影響，中央銀行自然是會放任台幣貶值，依此推論，未來除非日幣能先走穩，否則台幣貶值壓力將會繼續存在。還因為進出口商展現的美元買氣創下歷史新高，使得台幣匯率在預期心理的推動下，不斷走貶。這種靠著市場預期抓起的外匯投機風

◎本文作者為中華民國日本研究學會理事長。



潮，顯示台幣匯率和大部份東南亞國家的貨幣相同，均已偏離基本面，匯價已明顯被低估。

## 人民幣升跌帶給亞洲經濟的影響

從短期情勢看，亞洲經濟會延續極為惡劣的狀態，結果是攸關中國人民幣何時貶值的問題。香港回歸中國不到一年，中國怎麼樣也不願意貶低人民幣。一旦人民幣貶值，港幣就無法維持聯繫匯率（Pegging）局面，最後可能經由人民幣來吸收。一旦變成這樣，在通貨上就不是一國兩制，而是一國一制了。

北京當局公開表明：人民幣不會貶值，也不應貶值。這是經過中共國家主席江澤民及有望升任國務院總理的朱鎔基爲了面子，在公開場合作出明確的承諾；現實狀況是人民幣既有貶值壓力，又有抵銷這種壓力的力量。

問題是中國大陸銀行系統呆帳龐大，金融風險升高，外資進入的速度明顯放慢，都不利於人民幣保持穩定。人民幣不穩，連帶使港幣失去有力的依據，在國際投機者的狙擊下必然崩壞，這又是北京當局目前所不願看到的。加上人民幣如果大貶，必然引發亞太鄰國貨幣新一輪狂貶和出口惡性競爭，使中國大陸達不到出口競爭優勢。

但從另一面看，人民幣如果能頂住貶值壓力，不僅有利亞太鄰國經濟復元，也將提升中國大陸在國際經濟格局中的地位。即使出現出口和外資雙降的局面，中共也可運用多種其他

政策工具，不需要非靠人民幣貶值來應付。

根據權威人士推測，一旦人民幣狂貶，不但將引起整個亞洲國家的通貨貶值競爭，也會直接衝擊已由輸出導向政策而翻升的歐洲景氣。如果歐洲因而也捲入貿易摩擦，那麼，美國爲了維持目前百分之三的高度成長，將無法容忍當前美元偏高的情況存在。屆時國際間的貿易摩擦更會進入短兵相接，互相砍殺的局面。

美國經濟能否維持目前三%堅挺的成長，與維持世界經濟的穩定大有關係，因此日本、中國大陸的任何變動，可說是牽一髮而動大局，處於極微妙的關係，不可不慎。

## 一九九八年世界經濟展望

依照英國倫敦統計公司的資料，一九九七年五月爲止，日本大約有二點四%的成長率，但從夏季起緩慢下降，目前一般估計約爲一點六%。一九九七年日本的景氣，從夏季到冬季，乃至最近，正急速的惡化。

美國的景氣繁榮原來認爲不會延續到今年（一九九八），去年的美國GDP（國民生產總值）預測爲二點一%，但從夏季開始翻升。一年來德國也反映出口的順利成長，修正提高其成長率。

從需求項目看，日本的個人消費變得非常微弱。相反地，美國預佔消費會有強勁成長，德國的個人消費較弱，維持平平局面，國內需求較弱。



日本的設備投資一直認為較強，但以去年九月為頂峰，形成逐漸走下坡的形勢，最近快速趨於萎縮。美國一直維持強勁走勢，從去年夏季以來出現加速度擴增的情勢。德國在出口成長的鼓勵下，形成較為強勁的穩定成長。

一般來說，除了美國外，日本、德國的國內需求都非常微弱。對德國整個成長率作這樣偏高的預估，其實是以國外強大需求作為背景的原因。

再就亞洲主要國家來說，韓國、新加坡的GDP展望快速惡化。但在台灣，是亞洲地區唯一保持堅挺成長的地方。個人消費方面，韓國、新加坡都非常微弱，台灣預估為稍高及平穩的局面，設備投資亦然。

最近台灣以高科技為中心獲有進展，台灣對日、美兩國，顯然更重視與後者（美國）的關係。謠傳台灣經濟準備跟「全美證券交易商協會自動報價表」（NASDAQ）的股價聯動，加強對美國方面的依賴關係。

泰國的經濟成長急遽惡化。泰國的消費，最近預估已出現負成長，設備投資亦然。亞洲各國除台灣外，都會跟隨泰國出現同一型態的走向。泰國另一項隱憂是：通貨急貶而引起消費者物價暴漲。她與美國呈現兩極化走向，經濟衰退，陷入即將引起通貨膨脹的嚴厲局面。

中國的GDP展望雖然不太明顯，但日益呈現惡化的徵兆。一般而言，亞洲各國在結構上，若沒有外來資金就無法從事設備投資，因此最近引起的通貨危機，對於亞洲各國來說相當不

利。只是中國與泰國不同，目前為止通貨膨脹的影子尚未顯明，也許是過去兩年中國採行過份的通貨緊縮所造成的。

從基本面看，今後亞洲局勢是否穩定，要看人民幣。儘管大家看貶人民幣，新台幣超貶的可能性不是沒有，但中共可以選擇貶值，或者讓經濟成長率降低。其他國家則沒有選擇條件。一旦人民幣貶值，又會再度引起金融風暴，如果不貶值，中國大陸的經濟成長率可能往下調整兩個百分點。身為資本主義創始者的英國，由於柴契爾夫人任職總理時，銳意改革金融經濟並擁有資訊與智慧，所以在這次全球金融風暴中最不受影響，而現任總理布雷爾即將訪問中國、香港，屆時北京領導人勢必向其請教一番。

## 美國經濟在穩定中成長

觀看美國GDP（國內生產毛額）成長率的變動，一九九一年為負成長，一九九二至一九九四年美國景氣擴展，一九九五年為短期後退（Minirecession），一九九六、一九九七年兩年都連續向上翻升。從循環理論說，再維持一年景氣擴展局面，應屬正常。這是對於美國經濟抱持樂觀看法的依據。

美國國內需求，以個人消費及設備投資最為強勁。這兩項就佔了總需求的八十%。個人消費可分為耐久消費財、非耐久消費財及服務業。其中服務業佔有三十%，最近顯然趨向堅



挺，它幾乎不會受到海外情勢的影響，面臨不景氣時也不會大幅滑落，為增加美國安定的一大支柱。

從設備投資看，若依建設投資、一般設備機器、資訊設備機器分類，都呈現堅挺成長，儘管機器的投資出現停滯情形，但成長率仍保有實質的成長。美國的投資項目繁多，不容易下降。

再看美國的儲蓄投資平衡，家計部門為少量盈餘，政府部門的財政赤字幾乎是零，企業部門為赤字。美國貿易收支的赤字是由過多投資產生的赤字，算是一種健全的赤字。由此可見，美國經濟的基本面非常良好。

失業率與通貨膨脹一樣顯得平穩，已回復一九六〇年代中期失業率百分之四的年代。美國經濟自從一九八〇年開始雷根政策後，效應良好，通貨膨脹趨於平穩，長期利率（十年公債）的收益率也穩定的下降中。

美國的股價往往被稱為泡沫，但從票面價格（PAR）看，六〇年代前半期為十七至十八倍，一九九七年九月為二十三倍，並不能說有哄抬的情形。

當經濟保持百分之三成長時，每股收益會增多，股價會保持穩定成長。倘若低於二%時，每股收益的成長會下降，股價也會隨著降低。這種情形若只限於美國本身，倒沒有多大問題，但對於依賴美國的世界股市來說，其帶來的衝擊非常的大。

## 金融風暴只能靜待利空出盡

泰國經濟的致命傷在銀行鉅大的逾放款項。從經濟成長理論說，如有一%的成長率時，銀行放款也成長一%才屬合理。但在一九九〇至一九九四年之間，當時泰國名目成長率為十%，但銀行放款卻成長其十倍，亦即每年銀行放款比率成長了百分百，等於說扣除十%的其餘九十%，都流入資產市場釀成了泡沫經濟。

日本在一九八一年到一九八九年之間，銀行貸放成長了三點八%，結果釀成了極為嚴重的泡沫經濟，以日本的經濟來說，泡沫的後遺症起碼要繼續五年之久。

亞洲各國所以會比日本嚴重，主要在泡沫崩潰後，日本還維持著經常賬盈餘的局面，亞洲則除了台灣、中國外，經常賬都呈現赤字。

歐美各國對亞洲經濟的反應，其關心重點是在於究竟會給其本國造成多大影響？迨至去年九月止，美國預測其GDP只會下降百分之零點三，但最近日趨嚴重，可能會擴大到百分之零點七至一點四的幅度。果真為一點四%時，那麼美國經濟成長率就會降低至二%以下，其影響不可謂不大。

如上所述，當美國經濟成長率下降時，其影響幅度之大，不僅只限於亞洲，連美國、俄國、東歐各國都顯得不太正常。去年十一月二十日紐約股市發生大暴跌，當天香港也暴跌，而俄國股市則跌得更慘！

在近期內亞洲金融風暴所造成的倒閉危機，



勢將持續擴大，類似山一證券、百富勤證券等集團破產案，仍將會此起彼落連續發生，可能在短期間內不會停止。但日美兩國之間，已有尋求兩國聯合穩定匯率等方案，目前如果七大工業國家有意出面穩住亞洲匯市，並獲得中共全力配合，恐慌性的換匯風潮才有可能止住。

唯有等待匯率持穩，市場拆款利率向下滑落，使企業家的融資成本降低，亞洲企業連續倒閉的風潮才得以紓緩。

過去歷史上也曾發生多次類似的經濟風暴，例如一六四〇年荷蘭土耳其球根交易市場泡沫事件；一七一九年法國巴黎宮廷財政證券發行的泡沫事件並延伸到美國路易斯安那州（當時為法國領土）礦床發行證券泡沫事件，以及一七二〇年英國南美貿易公司的奴隸泡沫事件等都是。謹以此奉告並引以為鑑。

## 結言

自一九九七年下半年以來，從東南亞泰國、馬來西亞到東北亞的南韓及日本接連發生金融危機，其惡性循環反應，引起亞洲甚至全球的不安。美國鑑於情勢不妙，曾藉亞太經濟會議在溫哥華舉行的時機，討論如何挽救此一危局。然而並沒有達到立竿見影的功效。

今後亞洲金融經濟危機該如何化解呢？雖然日本泡沫經濟拖延至今尚未復甦，但其扮演的角色卻越來越重。至於台灣，台幣最近雖有一度急眨的走勢，但就基本面看尚稱穩定。因

此，當今之計，日本、台灣應相攜合作，為穩定亞洲經濟金融危機而努力。

日、台灣關係有強化必要乃不爭的事實。就地理條件而言，日本、台灣均處於美國、中國兩大大陸之間的島國。日台關係的加強對於維持兩國國民的生活安定與發展，是不可或缺的條件。再就日、台雙方的歷史關係來看，台灣一度為日本殖民地，當時，兩國住民之間未曾有過嚴重的對決或動亂，可見兩國之間合則利分即害，維持雙方密切的關係即共存共榮，所以雙方除加強文化、經濟的基礎交流外，應再進一步進入準外交關係。

由準外交關係言之，台、日兩協會所訂民間協定已歷二十五年之久，因環境變遷，舊協議內容多少已不符合現實需要，應如何予以調整修訂以順應時空，共謀雙方利益之雙贏，實為當務之急。由於世事多變，雙方因認知上之落差，加上中國之阻撓，因此，許多當前需要解決之問題也因之顯得捉襟見肘、滯礙難行。今後應如何強化或另訂台、日關係之類的規約，台北駐日辦事處和台流文化協會等機構，均有重新洽商給予定位之必要。 ◎