

## 第五章 日本經驗

日本泡沫經濟於 1990 年達到頂點，1991 年泡沫破滅後，大幅調降短期利率至實質上為零，並數度採取財政刺激措施(自 1993 會計年度至 1999 會計年度日本政府七度宣布刺激景氣配套措施，合計金額 113.5 兆日圓，按 1999 年底匯率折合新台幣 34.9 兆元。其中包括減稅、增加公共投資、提供企業及個人融資等)，使政府負債超過 1 年的國內生產毛額(2001 年 3 月底日本中央政府舉債餘額達 577.6 兆日圓，為 2000 年名目 GDP 的 1.13 倍)，但經濟成長仍無起色，1997 年以來仍然繼續發生大型金融機構經營失敗事件，1998 年更出現經濟負成長(參閱附表 5-1、日本經濟金融指標)。日本人終於瞭解：經濟結構可能存在嚴重弱點，繼續採取「等待」策略，靜待景氣復甦，可能不是解決經濟金融問題的上策，必須進行更根本的結構性調整，才能使經濟恢復活力。因為，在一般物價和資產價格下滑，企業獲利前景不佳之際，縱使名目利率調降至零，實質利率仍然很高，無法激勵投資意願。而政府擴大支出，就會增加舉債，相對壓縮民間可用資金來源。

### 壹、問題成因

1992 年以來日本實質 GDP 平均年增率僅有 0.5%，在八大工業國中排名倒數第二(只高於義大利)，若和 1980 年代比較，日本的 GDP 成長率在八大工業國中降幅最大。為什麼表現這麼差？時常被引用的理由為：1980 年代末至 1990 年代初日本出現泡沫經濟，隨後又泡沫破滅。

然而，瑞典也曾經發生過泡沫經濟和銀行業危機，但是現在瑞典經濟已經恢復正常成長，顯示 1990 年代日本經濟的停滯，不能完全歸因於泡沫經濟的破滅。其實是因為全球化導致經濟環境發生重大改變，而日本民間和政府對環境變化的適應能力降低所致。

#### 一、全球化

1990 年代的日本經濟環境，除與亞洲鄰邦間的分工關係發生變化(傳統勞力密集產業外移)，以及人口快速老化之外，最重大的變化就是資訊科技和通信技術的進步，促使世界經濟和金融市場趨向整合，產生全球化現象。在這樣的環境裡，企業面臨來自全球市場前所未有的競爭壓力。過去視為理所當然的製造業與服務業間的分界線，或貿易財與非貿易財間的分界線，現在變得愈來愈模糊。以服務業為例，直到不久前，日本的服務業還受到政府保護，免受國際競爭壓力，目前則處於嚴峻的調整過程。

#### 二、結構性問題

根據某些派別的經濟理論，經濟成長是對環境變化(包括：科技創新、貨物和勞務等生產因素相對價格的變動等)不斷適應的過程。無論如何變化，企業會嘗試去適應新環境，讓利潤達到最大，諸如：研發新產品、改良生產和分配方法、或改革企業的經營管理等。其本質為「創造性破壞」。換言之，在中、長期間，經濟成長取決於諸如勞動和資本等生產因素的投入，以及生產力的增加。而從個別企業觀點，生產力的增加取決於企業對環境變化的適應能力。

日本企業為什麼在適應環境變化方面動作這麼緩慢？根據「日本銀行」(日

本的中央銀行)的研究，第一個最重要的因素是逾期放款問題拖累了經濟活動。換句話說，泡沫經濟破滅以後，由於資產價格大幅下跌，使銀行和個別企業的資本受到侵蝕，整體經濟體系的抵抗力因而變弱。例如，各銀行的資本受到侵蝕以後，銀行變得比較不願意(也沒有能力)去承擔新風險，使放款成長減緩。金融機構以外的企業，由於正在努力償還過去過度舉借的債務，也無餘裕資金去進行新投資和研究發展，以有效地適應環境變化。

第二個因素在於：法令和稅制等經濟基礎設施跟不上時代腳步，致阻礙日本企業的創新活動，無法把握機會，充分利用因資訊科技和通信技術的革命性進步而出現的全球商機。未完全暴露於國際競爭的非製造業部門。多年來由於受到各種管制規定的保護，免於承受國際競爭壓力。然而，隨著全球化的進展，傳統的貿易財與非貿易財的區分，逐漸趨於模糊。有些服務業，尤其是金融服務業和資訊服務業，現在也和汽車、電腦、錄放影機等一樣，可以進、出口，連勞工都可以進口。結果，傳統的國內非製造業部門現在也暴露在愈來愈強的國際競爭壓力下，被迫必須提升效率。基於這項認知，日本雖然自 1990 年代初葉起，即加速進行對非製造業的解除管制措施。但根據 1970 年代和 1980 年代美國和英國的經驗，需要相當長的一段時間，這些努力才會開花結果。

第三個因素與日本的企業文化有關。日本採行所謂的「終身僱用制度」，這點曾經被視為是日本企業競爭優勢的來源。但是，現在卻會阻礙勞動力的機動性，使勞動力無法從沒落的產業移轉到新興產業，或從無效率的企業移轉到有效率的企業。企業領導制度方面，交叉持股在過去也被視為是日本企業的優點，在這種制度下，董事會成員大部分是企業內部員工，被認為能使管理階層著眼於中、長期策略。其負面影響則是保護企業管理階層，免於承受市場上要求提高資本報酬率的壓力。

---

---

## 第六章 亞洲金融風暴

歷經兩年的快速成長後，1996 年全球貿易量成長減緩。但美國由於發展新經濟，因此，出口表現相對耀眼，加上股價上揚，外資湧入，美元匯率趨於升值。泰國匯率由於實質上盯住美元，因此，也隨同美元匯率升值(附表 6-1、東亞各國及美國貨幣對特別提款權(SDR)平均匯率)，但在缺乏新經濟的助力下，1996 年出口出現負成長(參閱附表 6-2、東亞各國出口)，經常帳逆差擴大至 147 億美元(參閱附表 6-3、東亞各國國際收支)。此種表現引起國際貸款機構和投資人的疑懼，最後一窩風地逃竄。開始時，泰國政府仍堅守匯率，但至 1997 年 7 月初終告力盡而棄守，亞洲金融風暴正式爆發，鄰國紛紛遭受波及。

亞洲金融風暴發生以後，各國根據所處主、客觀環境，採取不同的因應方法。泰國、印尼、南韓等國由於外匯短缺，只有聽任本國貨幣貶值，進行經濟上的對外調整。而其後遺症則為：倚賴外債過深的企業連鎖倒閉，帶來金融機構逾期放款大幅增加，以及經濟成長率下滑、失業率上升等問題。

香港實施聯繫匯率制度，匯率缺乏調整彈性，因此，只能依靠對內調整機制，結果產生通貨緊縮現象，物價、不動產價格下跌，其結果也是銀行逾期放款增加、經濟成長率下滑、以及失業率上升。

處於其間者如新加坡，由於有豐厚的外匯存底，因此，政府對匯率具有調

節能力，匯率貶值幅度可以較低。但為補救因鄰國貨幣大幅貶值而引起的國際競爭力減弱，乃由政府出面引導，協助企業降低經營成本，加強企業的國際競爭力。換言之，就是採取對內和對外調整機制併用的策略。儘管如此，經濟上的短期衝擊還是難以避免（參閱附表 6-4、東亞各國經濟（實質 GDP）成長率及失業率）。

## 壹、危機發生經過

亞洲金融風暴始自 1997 年 7 月泰銖的崩潰，以印尼、南韓、馬來西亞、菲律賓、和泰國等 5 國受害最深，其他鄰國也紛紛遭受波及。1997 年 12 月南韓幾乎形同倒債。1998 年 1 月亞洲地區金融市場摔落谷底。2 月印尼經濟危機嚴重惡化，5 月蘇哈托總統辭職。日本雖於 1998 年 4 月推出刺激景氣財政措施，但經濟仍持續萎縮。8 月俄國中央銀行宣布將盧布貶值，並實質上停止償還外債本息；香港政府據估計出資 150 億美元用於支撐股市。9 月馬來西亞宣布實施選擇性外匯管制，以抵擋對馬幣的投機攻擊。9 月底美國「長期資本管理基金」瀕臨倒閉，必須仰賴「紐約聯邦準備銀行」出面予以挽救。直到 1998 年 10 月以後，亞洲的經濟情況才開始改善。此後的重點工作由危機處理轉至債務重整、企業重整、及金融業改革等方面。

金融機構問題方面，1997 年 7、8 月間泰國有 58 家金融公司停業，11 月印尼有 16 家銀行被關閉，12 月南韓有 14 家商人銀行業務公司停業。

## 貳、問題成因

對亞洲金融風暴的成因有兩種不同說法。「經濟基本面不良說」認為：各亞洲經濟體存在嚴重的結構性問題及政策不當（例如：泰國的經常帳赤字很大且快速增加）。有些亞洲國家政府對銀行負債提供默示保證，導致銀行經營不受市場力量約制，放款輕率，且常優惠「有關係」但財務不佳的借款人，加上企業領導制度不良，致產生大量的逾期放款。換言之，政府的默示保證為政府本身製造出大量的「或有財務責任」。

「金融恐慌說」主張：亞洲金融風暴是國際貸款機構悲觀看法的自我實現，類似於銀行擠兌（眾多存款人一起提取存款，迫使銀行必須立即處分長期資產而蒙受鉅額損失）。傳統上，銀行發生擠兌時，中央銀行可以擔任最後貸款者，提供銀行流動性支援。但若一個國家的匯率固定不變，且外匯存底與短期外債金額比較，相對稀少時，沒有任何國際性安排可以應付恐慌性擠兌。

撇開群眾心理因素不談，各亞洲經濟體確實存在一些弱點。金融風暴發生前，亞洲經濟繁榮立基於出口導向策略，強調由政府協調生產活動，並對民間投資計畫提供明示或默示的融資保證。銀行與企業間則存在密切的相互投資控股關係。此種經濟發展策略使得企業過度倚賴銀行融資，負債比率偏高。

此外，亞洲各經濟體多採行實質上盯住美元的匯率制度，使得外幣借款潛藏的匯率風險受到忽視。先前，由於工業國家的利率相對較低，加上亞洲經濟前景樂觀，因此，資金競相擁入亞洲。企業逐漸習慣於以短期借款資金融通長期投資計畫，尤其在南韓、馬來西亞、泰國最為普遍。由於融資取得容易，資金逐漸被用於投資高風險資產，產生泡沫經濟。有些國家，資金則被用來投資電子等高科技產業，或著名的重大投資案，但投資效益不彰。