

東南亞須限民生補貼 加大基建投資

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

東南亞的經濟體之前都有不錯的出口表現和堅實的內部消費。然而，卻有一個關鍵的結構性問題令人擔憂。那就是，自從1990年代末期爆發亞洲金融風暴以來，東南亞經濟體的資本儲備（capital stock）幾乎就沒有怎樣增長。

由於這個原因，愈來愈多看淡論者爭論說，投資不足的代價將以另一種形式出現——經濟過熱的壓力。尤其是，泰國和印尼等市場的經常帳都正在惡化。我們認為，這些擔憂被誇大了。

經濟過熱壓力 只是誇大

我們不是說，東盟市場沒有風險。相反，投資者要對此有心理準備。東盟國家1990年代的繁榮是靠借入外幣來支持，並以它們的貨幣大幅貶值、債務違約及被迫按照國際貨幣基金組織（IMF）的決定，來推行財政緊縮政策來結束。為此，東盟各國政府鼓勵出口，以及將風險大、變數高的資本密集型計劃縮小。

結果，東盟各國實現了大約10年的相對均衡的經濟增長——債務水平比較合理，實質利率大多是正數，各國的中央銀行的儲備合計有5000億美元。因此，即使東盟因為增加了資本財貨的進口，令近期的貿易稍為不平衡，我們懷疑，這是否就會迅即引發危機。令我們憂慮的反而是，該地區的財政狀況有迅速惡化的傾向。

首先，在東盟日益強大的民主政體中，選民養成了一些不太好的權利習慣。在2008至2009年的全球金融海嘯之中，東盟的五大經濟體就合共減稅650億美元之多，並推出低息貸款，以及由大米到柴油都提供補貼。

其次，我們擔心，東盟各國政府可能被迫要承擔改善基建的費用，因為基建不足正在形成樽頸，威脅到東盟的競爭力及制約了其經濟增長。

據亞洲開發銀行估計，即使只是維持現時的競爭力和經濟增長，由現在到2020年，東盟也必須每年花費530億美元。單單印尼、馬來西亞、泰國和菲律賓就希望，在2013年投資約350億美元在基建方面。這目標看來不太可能實現。

我們認為，東盟在提高資本儲備而又不致投入大筆財政預算方面，面臨三大難題。但他們也有一張王牌。

難題1：資本市場沒有深化

東盟的問題不是資金短缺，因為其儲蓄佔GDP（國內生產總值）的比例不論單獨看，還是與投資佔GDP的比例作比較，都是相當高的。相反，東盟是弱在引導國內儲蓄至資本密集型的項目方面。東盟的銀行只吸納了比例很小的儲蓄，尤其是在收入增長強勁的農村地區。在1990年代末期的亞洲金融風暴之後，東盟的資本市場並沒有顯著的深化。

難題2：企業不願投資基建

東盟的最大資本家都傾向於避免投資在資本密集型企業之上，而專注於容易產生現金流的消費導向型企業。這是有問題的。

在大多數東盟國家，政府與佔據主導地位的華裔商人之間有一種互惠互利的不成文協議。過去幾十年來，這些大富豪都在一些消費導向的行業取得壟斷性的專營權，而與政府有聯繫的公司則包辦了大部分利潤豐厚的公共工程合約。

難題3：政府財政不足支持基建

在過去10年，大財團避開大項目還不是一個問題。因為那時東盟國家胼手胝足的將資本儲備提升至現在的水平。但是，隨着該地區的資本組成需求不斷升級，各國政府要支持大型項目，便面對愈來愈大的壓力。以印尼為例，在未來幾年，政府的庫房收入只可以為其雄心勃勃的基建項目提供35%的資金。

對大多數東盟國家來說，其政府借貸利率的歷史新低，鼓勵了它們直接支持大型基建項目。問題是，雖然東盟國家的公共債務佔GDP的比例仍算合



去年10月，印尼就和日本簽署了一份龐大計劃，包括雅加達及周邊城市的45個策略性項目，未來8年的總投資高達大約300億美元。圖為日本首相安倍晉三（左）與印尼總統蘇西洛今年1月見傳媒。（資料圖片）

理，但財政赤字在過去5年不斷上升，乃是結構性的現象。因為愈來愈多國民將政府提供補貼看作他們的應有權益。還要注意的是，有一些東盟國家實際收到稅款的比例是全世界最低的。這是因為它們的收稅部門高度分散和低效率。

東盟各國政府應該利用其堅實的宏觀經濟基本因素以及改善管治的願景，以吸引更多的外國直接投資。根據聯合國的數字，外國對東盟的直接投資在2011年達到1170億美元，按年增長26%。相信2012年亦繼續了這一趨勢。

去年10月，印尼就和日本簽署了一份龐大計劃，包括雅加達及周邊城市的45個策略性項目，未來8年的總投資高達大約300億美元。其中，私營企業將提供大約55%的融資，日本政府則投入大約30%，其餘則由印尼政府承擔。

因此，東盟地區保持均衡增長的能力，其實是有賴推出新的政策。若區內的民主國家想避免重蹈印度的覆轍，便需要限制補貼民生的計劃，引導更多資金投入基礎建設和產業發展。

自從採取了大膽改革應付亞洲金融風暴之後，東盟各國政府多年來可以說是在使用自動駕駛儀。但展望未來，它們的經濟成功與否，其政府決策的因素將愈來愈重要。任何可以減少政府直接補貼以及刺激資本家將現金投入成為資本開支的行動，都是正面的。