



# 下一站，东盟



作者：

谢亚轩 招商证券研发中心董事总经理

刘亚欣 招商证券研发中心宏观经济分析师

文章首发于《债券》杂志

### 摘要

从历史经验看，全球金融周期的扩张、全球产业转移活跃度上升、国际经贸合作的升温往往相伴而生。新一轮全球金融周期的扩张从 2019 年下半年开始，为中国与东盟之间的产业转移与合作提供了“天时”。东盟具备承接中国产业转移的禀赋，中国与东盟政府在推动双方合作层面持积极的政策态度，“地利”和“人和”兼备。展望未来，中国与东盟之间的经贸联动和产业转移有望加速发展，前景广阔。

### 关键词

全球金融周期 东盟 经贸合作

新一轮全球金融周期的扩张阶段从 2019 年下半年开启，整体扩张将持续长达 7 至 8 年。金融与实体经济密切相关，从历史上看，全球金融周期的扩张、全球产业转移活跃度上升、更密切的国际经贸合作相伴而生。当前新一轮的全球金融周期扩张是否能够在亚太区域内，特别是中国与东盟之间推动进一步的深度经贸合作和产业转移？双方的合作意愿是否充足？

东盟的资源 and 要素禀赋是否符合产业转移的条件？本文将对此逐一分析。

## 全球金融周期：概念和当前阶段

### （一）全球金融周期的概念及特征

全球金融周期最早由法国的经济学家在 2013 年杰克森霍尔会议上提出，出于学术渊源和政策理念的契合，这一概念迅速得到国际清算银行和欧洲央行等机构的推崇。随后，全球金融周期被定义为“与跨境资本流动的激增和缩减、资产价格的繁荣和萧条以及危机有关的周期”。理解全球金融周期有以下两个关键词。

一个关键词是金融周期。金融周期不同于传统的经济周期，一是驱动因素不同，驱动传统经济周期的是实体经济层面的因素，如库存、设备更新改造或建筑活动；而驱动金融周期的因素是经济主体的风险态度、融资环境及资产价格预期。二是时长不同，基钦周期为 3 年左右，朱格拉周期为 9 至 10 年，库兹涅茨周期为 18 年左右；金融周期一般是 15 至 20 年。三是前提假定不同，传统经济周期以理性人为前提，金融周期则以阶段性的非理性或群体效应为前提。当然，金融周期和经济周期并不能简单分割，特别是当经济周期和金融周期同时处于扩张或收缩阶段时，二者将形成共振，放大经济周期和金融周期的波动幅度。

另一个关键词是全球。通过对比了解金融周期后，将其范围扩大到全球，就是全球金融周期，即在全球范围内存在共同的金融周期。

全球金融周期以资产价格、国际资本流动和杠杆率的国际间大规模共同变动为特征，有一部分学者用美元指数和恐慌指数（VIX）等一系列价格指标来描述全球金融周期，也有一部分学者用国际信贷与国内生产总值（GDP）之比等数量指标来描述全球金融周期。近年来国际清算银行的研究表明，无论价格指标还是数量指标，其所描述的全球金融周期均高度重合，价量匹配度高，具有非常强的一致性。

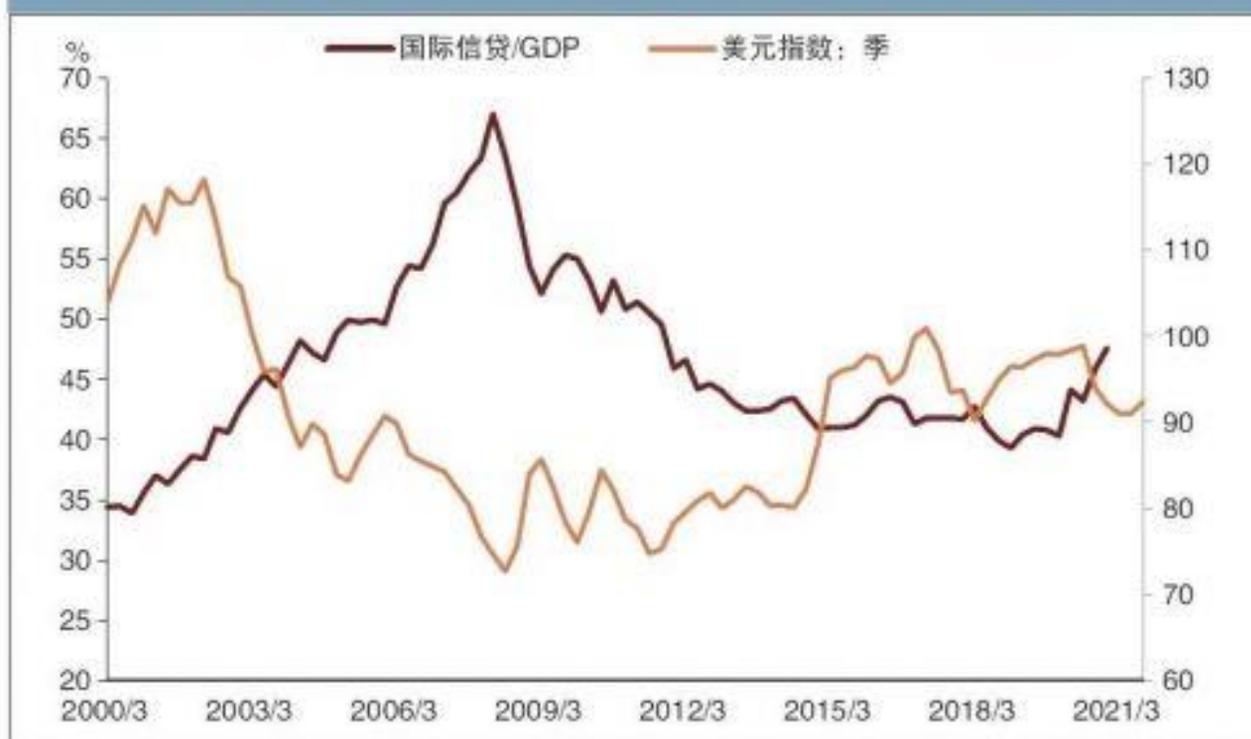
## （二）当前阶段

以上一轮周期为例，从数量指标来看，国际信贷/GDP 比值的底部出现在 2000 年三季度，此后该比值即呈现上行趋势，直到 2008 年一季度才见顶，持续了七年半之久，此期间国际信贷/GDP 从约 34% 快速抬升至约 68%。此后，从 2008 年二季度至 2019 年二季度，全球金融周期进入长达 11 年的收缩阶段。从价格指标来看，美元指数的走势与全球金融周期的扩张与收缩呈反向关系，并略滞后于数量指标。在 2001 年至 2002 年第一季度高位运行一段时间后，从 2002 年 3 月开始美元指数回落，进入持续 8 年的下行周期，美元指数从高位的 119 下降到底部的 75，回落幅度达 37%。而从 2011 年 7 月开始，美元指数进入走强阶段，一直到 2020 年的 4 月到达顶点后回落。从这一轮的价量数据来看，全球金融周期的时长为 18 年左右，整体呈现扩张期相对短、收缩期相对长、价格指标与数量指标高度一致但滞后于数量指标等较为明显的特征。

从图 1 可见，新一轮全球金融周期从 2019 年下半年开始扩张上行。

国际信贷/GDP 从 2019 年下半年已开始出现上升，美元指数上升滞后 3 个季度，高点在 2020 年 4 月得到确认。不论数量指标还是价格指数均显示，新一轮全球金融周期的扩张阶段已经开启。从历史经验看，即便考虑扩张期相对较短的因素，未来 7~8 年我们都将处于全球金融周期的扩张阶段。

图 1 描述全球金融周期的价格指数和数量指标



资料来源：Wind、招商证券

### 全球金融周期与国际产业转移

全球金融周期和全球资本流动、产业转移和国际贸易等实体经济活动之间存在密切的互动反馈关系。产业转移是指产业由某些国家或地区转移到另一些国家或地区，是一种产业的空间转移或迁移现象。在全球一体化

的大背景下，新一轮全球经济繁荣往往伴随着产业转移，实现国际间产业转移的途径是国际资本流动。在全球金融周期扩张阶段，活跃的国际资本流动推动大规模的国际间产业转移；在全球金融周期收缩阶段，国际资本流动渐趋低迷，国际间产业转移也进入低谷期。

从全球金融周期的视角来看，无论是第三次产业转移（日本—“亚洲四小龙”）还是第四次产业转移的高潮阶段，都分别对应着两个弱美元周期或全球金融周期的扩张期：1986年至1989年、2002年至2007年。从图2可见，两个时期金融层面的美元回落和全球信用扩张，与实体经济层面的全球资本形成占GDP比重的上升相伴而生，全球国际资本流动和产业转移活跃。

图2 三轮美元回落 - 全球金融周期扩张 - 全球产业转移活跃时期



资料来源：Wind、招商证券

观察这两次全球产业转移，可以概括出两条主线：一条是全球制造中心的主线，一条是大宗商品供应国的主线。

从全球制造中心的角度看，从 1986 年至 1989 年，全球投资增速最快的经济体包括这一时期兴起的世界制造中心日本、“亚洲四小龙”和“亚洲五小虎”。2001 年至 2007 年，产能投资扩张最为显著的是中国。中国加入世界贸易组织（WTO），大量承接劳动密集型产业和资本技术密集型产业，吸引了美国、日本、欧洲等世界主要经济体的大规模投资，崛起成为“世界工厂”。

从大宗商品供应国的角度看，每一次全球产业转移和固定资产投资的活跃期，都会带动大宗商品需求的增加和大宗商品价格的上涨，推动大宗商品国扩张产能。1986 年至 1989 年，投资增速居前的大宗商品生产国包括巴西、智利和墨西哥等。2002 年至 2007 年，随着经济全球化程度加深和大宗商品需求增加，加拿大、俄罗斯、阿根廷、沙特、南非和澳大利亚等大宗商品生产国的投资增速排名居前。

展望 2019 年下半年开始的新一轮全球金融周期和全球产业转移，仍然可以沿用以上两条主线。从全球大宗商品生产国主线看，预计仍将围绕自然资源丰富的澳大利亚、加拿大、俄罗斯、巴西、阿根廷和智利等经济体，在此基础上可能扩展到非洲、中亚和东南亚。从全球制造中心主线看，预计未来更可能是围绕现有全球三大制造中心的扩围，一是从西欧扩展到东中欧；二是从美国扩展到北美洲和中美洲；三是从东亚扩展到东南亚、

南亚与环太平洋地区，特别值得关注的是中国与东盟之间的产业转移合作。

## 东盟具备承接中国产业转移的禀赋

新一轮全球金融周期进入扩张阶段为中国与东盟之间的产业转移与合作提供了“天时”，东盟是否具备与中国乃至东亚地区深度经贸合作的“地利”条件？以下将详细解析。

东盟体量小于中国，但也较为可观。东盟人口相当于中国的一半。截至 2020 年，东盟合计人口约为 6.67 亿人，占全球总人口的 8.7%，大体相当于中国人口的 48%。东盟当前在全球 GDP 中的占比仅为 3.6%，经济总量存在较大增长空间。东盟的外贸数据也呈现了与 GDP 类似的情况，2019 年东盟出口在全球的份额为 7.5%，低于中国的 13.1%。多项指标显示东盟多国仍有较大发展潜力。从人均 GDP 水平看，2019 年中国人均 GDP 为 10216 美元，东盟十国中仅有新加坡、文莱、马来西亚高于中国，其中缅甸最低，仅为 1407 美元。人均 GDP 收入较低的部分国家或有较低的人力成本和相对较低的发展水平，具备承接中低端产业转移的潜力。

制造业增加值占 GDP 比重可以在一定程度上反映工业化水平。制造业增加值占 GDP 比重可以在一定程度上反映工业化水平。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_29470](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29470)

