

历史回溯之二——亚洲金融危机：

投资驱动型经济体之殇

2022年09月16日

投资要点

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	1.31	-3.79	25.97
沪深300	5.29	10.04	-2.05

陈敏

分析师

执业证书编号：S0530522080001
 chenmin79@hncshasing.com

相关报告

1 《历史回溯之一——拉美债务危机：资源国何成了石油危机的最大受害者》 2021-09-09

- **亚洲金融危机的背景和始末。**1985年广场协议之后，日本加速了产业转移步伐，亚洲“四小龙”和东南亚地区是产业转移的目的地，这些地区经济快速发展，对内形成了投资驱动型经济体的发展模式，对外形成了以日本为雁首，“亚洲四小龙”为雁身，东南亚其它国家为雁尾的“雁行模式”。在金融自由化浪潮下，东南亚国家于80年代末期加速了资本账户的开放。在经济高速发展、产业迁入、高息、资本账户激进开放的多重条件下，过度投资、外债激增、资产泡沫等弊端开始积累，体现在统一数据上，出现了资本形成占GDP比重与经济增速脱节的现象，虚假繁荣特征显露。1995年日元结束了长期升值态势，步入贬值周期，美元则进入升值周期，实施固定汇率制的东南亚国家经常账户快速恶化。与此同时日本在地产泡沫破灭之后，1995年开始爆发银行业危机，1996年之后加大了资金撤离力度，此时东南亚经济体已经极为脆弱。1997年7月，在索罗斯为代表的国际资本攻击下，亚洲金融危机于泰国率先爆发，随后扩散至亚洲其他国家和地区，楼市、股市、汇市大跌，经济深度衰退，部分国家甚至爆发政治危机，多年的经济发展成果被掠夺。1998年，国际资本折戟于中国香港和俄罗斯，1999年亚洲金融危机结束。
- **投资驱动型经济体之殇——高资本形成占比与经济增速不匹配之后容易形成衰退。**现象：高资本形成占GDP比重与经济增速不匹配是投资驱动型经济体发展到一定阶段之后会出现的一种现象，随后容易触发杠杆率上升，以及发生衰退或者危机。我们分析了泰国、马来西亚、韩国、印尼这些当时的新兴经济体、新加坡和日本这一类发达经济体、以及冰岛、爱尔兰这些欧洲经济体的数据特征，发现当出现高资本形成占比与经济增速不匹配现象出现之后的几年，容易出现经济衰退或者危机。而中国为例外，但也付出了各部门全面加杠杆的代价。**机理：**基于上述经验数据，我们推测机理在于当更多的资本投入未能形成更多的产出时，为了维持经济稳定就需要投入更多的要素，对应的将是杠杆率的快速提升，金融体系和经济的稳定性下降。
- **存在资本账户激进开放、高外债、经常账户恶化，以及资产泡沫的国家更容易发生危机。**高资本形成占比与经济增速不匹配之后，将出现的债务快速上升的现象，一些国家会以内债的形式体现，一些国家则会以外债飙升的形式体现，而东南亚在资本账户激进开放之后，其体现形式选择了高外债。随着经常账户恶化和资产泡沫破灭，高外债国家最终走向了衰退甚至危机。
- **风险提示：**美联储超预期紧缩、通胀继续大幅攀升、新冠疫情超预期变化、俄乌冲突超预期变化、历史推演误差

内容目录

前言:	4
1 亚洲金融危机爆发前的时代背景.....	5
1.1 产业转移浪潮.....	5
1.2 日本从繁荣走向泡沫破灭.....	6
1.3 金融自由化下资本账户迅速开放.....	7
2 危机为何率先于泰国爆发.....	8
2.1 外部因素.....	8
2.1.1 美元升值, 日元贬值, 经常账户恶化.....	8
2.1.2 日本经济和银行业陷入危机, 日本银行撤资.....	10
2.2 内部因素.....	11
2.2.1 过度投资.....	11
2.2.2 资本账户激进开放.....	12
2.2.3 外债占外汇储备比例过高.....	12
2.2.4 资产泡沫.....	13
3 亚洲金融危机始末.....	14
3.1 危机开始——国际资本狙击泰国.....	14
3.2 危机传播——快速向东南亚其它国家和东亚地区扩散.....	15
4 亚洲金融危机带来的启示——投资驱动型经济体之殇.....	16
4.1 投资驱动型经济体之殇.....	16
4.2 投资驱动型经济体之殇的原因.....	17
4.2.1 高资本形成占 GDP 比重与经济增速不匹配.....	17
4.2.2 高资本形成占 GDP 比重与经济增速不匹配之后容易形成衰退的机理.....	21
4.2.3 存在资本账户激进开放、高外债、经常账户恶化及资产泡沫的国家更容易发生危机.....	23
4.3 亚洲金融危机对当前中国的启示.....	24
5 风险提示.....	25

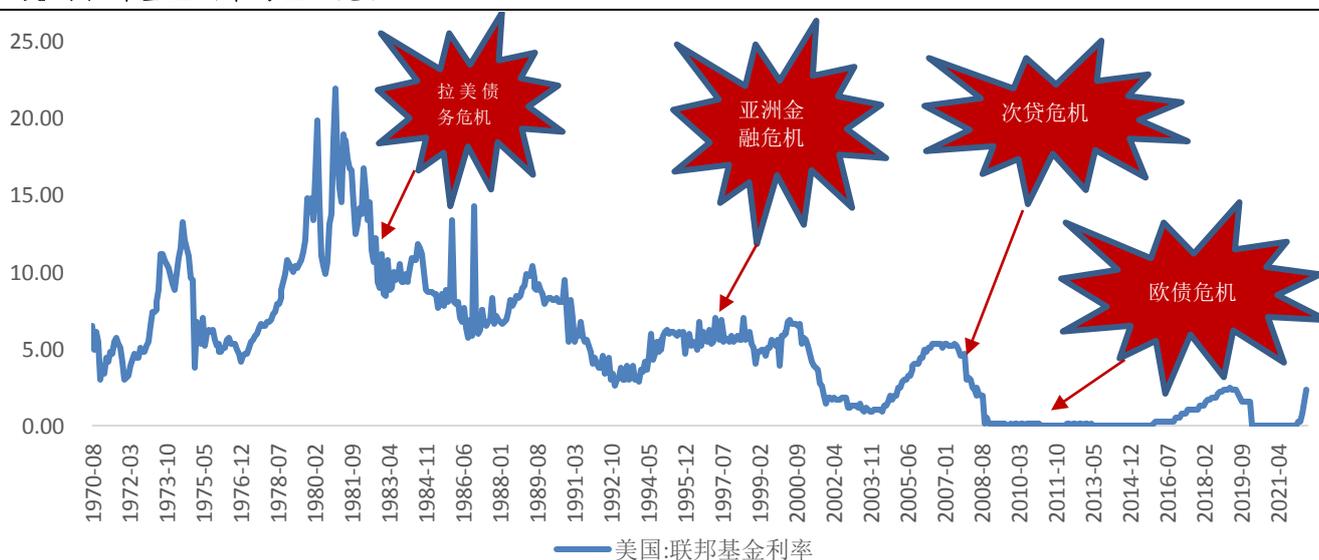
图表目录

图 1: 美国联邦基金利率与金融危机	4
图 2: “亚洲四小虎”GDP 增速 (%)	6
图 3: 日本 GDP 增速 (%)	7
图 4: 日元汇率和隔夜拆借利率 (%)	7
图 5: 日元汇率 (日元/美元)	9
图 6: 泰国经常项目差额和储备总额的变化 (百万美元)	9
图 7: 日本对外投资规模走势图 (百万美元)	10
图 8: 日本对泰国、印尼直投占总对外直接投资比重	10
图 9: 泰国固定资本形成占 GDP 比重 (%)	11
表 1: 高资本形成占比与衰退或金融危机的关系	11
图 10: 泰国外债占储备资产比重 (%)	13
图 11: 泰国外债占 GDP 比重 (%)	13
图 12: 泰国 SET 指数表现	14
图 13: 美元兑泰铢 (泰铢/美元)	15
图 14: 泰国股指表现 (SET)	15
图 15: 亚洲金融危机爆发后各国汇率贬值幅度 (%)	16
图 16: 亚洲国家经济衰退——GDP (%)	16
图 17: 亚洲国家固定资本形成总额占 GDP 比重 (%)	17
图 18: 泰国资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	18
图 19: 马来西亚资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	18
图 20: 印尼资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	18
图 21: 韩国资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	18
图 22: 新加坡资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	19
图 23: 日本资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	19
图 24: 冰岛资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	19
图 25: 爱尔兰资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)	19
图 26: 中国资本形成占比和 GDP 增速不匹配时期的杠杆率变化 (%)	20
图 27: 各国资本形成占比与储蓄率的差值 (%)	21
图 28: 韩国资本形成占比和 GDP 增速不匹配时期的杠杆率变化 (%)	22
图 29: 爱尔兰资本形成占比和 GDP 增速不匹配时期的杠杆率变化 (%)	22
图 30: 高资本形成占比与经济增速不匹配之后容易形成衰退机理 (%)	23
图 31: 短期外债占总储备比重 (%)	24
图 32: 外债占总储备比重 (%)	24
图 33: 经常账户收支差额 (千美元)	24

经济学的内容，实质上是历史长河中的一个独特的过程。如果一个人不掌握历史事实，不具备适当的历史感或所谓历史经验，他就不可能指望理解任何时代（包括当前）的经济现象。——熊彼特

前言：布雷顿森林体系瓦解之后，金融危机此起彼伏，尤其是经历一轮美联储加息周期之后，出现金融危机的概率更高。2022年3月美联储启动新的加息周期，我们试图回溯历史、追本溯源，去探寻金融危机的历史现象、演化过程和内在机理。《历史回溯——金融危机研究系列》共五篇，根据时间脉络选取布雷顿森林体系瓦解之后4个有代表性的金融危机，分别是拉美债务危机、亚洲金融危机、次贷危机和欧债危机为研究对象，前四篇侧重历史背景、成因、危机过程的研究，掌握历史事实，最后一篇为对危机的总结，侧重对危机的系统剖析、总结与预判。本文是《历史回溯——金融危机研究系列》的第二篇，对上世纪90年代末期爆发的亚洲金融危机进行历史回溯，并提出亚洲金融危机对当前中国的启示。

图1：美国联邦基金利率与金融危机



资料来源：财信证券，WIND

1985年广场协议之后，日本加速了产业转移步伐，亚洲“四小龙”和东南亚地区是产业转移的目的地，这些地区经济快速发展，对内形成了投资驱动型经济体的发展模式，对外形成了以日本为雁首，“亚洲四小龙”为雁身，东南亚其它国家为雁尾的“雁行模式”。在金融自由化浪潮下，东南亚国家于80年代末期加速了资本账户的开放。在经济高速发展、产业迁入、高息、资本账户激进开放的多重条件下，过度投资、外债激增、资产泡沫等弊端开始积累，体现在统一数据上，出现了资本形成占GDP比重与经济增速脱节的现象，虚假繁荣特征显露。1995年日元结束了长期升值态势，步入贬值周期，美元则进入升值周期，实施固定汇率制的东南亚国家在汇率被动升值下经常账户快速恶化，与此同时日本在地产泡沫破灭之后，1995年开始爆发银行业危机，1996年之后加大了资金撤离力度，此时东南亚经济体已经极为脆弱。1997年7月，在索罗斯为代表的国际资本攻击下，亚洲金融危机于泰国率先爆发，随后扩散至亚洲其他国家和地区，楼市、股市、汇市大跌，

经济深度下滑，部分国家甚至爆发政治危机，多年的经济发展成果被掠夺，我们称之为投资驱动型经济体之殇。

1 亚洲金融危机爆发前的时代背景

1.1 产业转移浪潮

第一次产业转移。19世纪以来，全球共发生四次产业转移浪潮，产业转移浪潮的根源来自于工业革命。第一次工业革命开始于18世纪60年代的英国，以蒸汽机的使用为标志，也率先完成于英国。第一次工业革命，蒸汽机代替手工业大大的提高了生产效率，使英国成为“世界工厂”和经济霸主。但内部空间小、市场受限和劳动力不足，使英国不得不实行产业转移。产业转移时间发生在十九世纪下半叶，转移目的地为美国和欧洲，其中美国国土面积广袤、自然资源丰富，以及与英国的历史渊源颇深，吸引了大量英国企业投资，成为第一次产业转移最大的收益者。

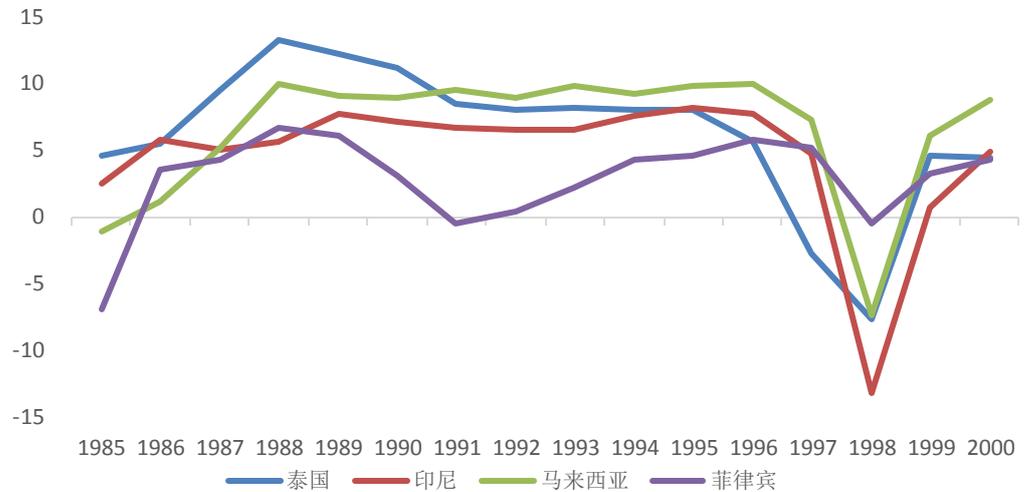
第二次产业转移浪潮发生在20世纪50-60年代。二战后美国引领了以原子能、电子计算机、空间技术和生物工程的发明和应用为主的第三次科技革命，在此背景下，美国对其产业结构进行了调整，将钢铁、纺织等资源消耗型和劳动密集型产业向德国、日本转移，形成第二次产业转移浪潮。德、日通过产业和资本的承接，战后重建和工业化进程加快，成为新的“世界工厂”和经济强国。

第三次产业转移浪潮发生在20世纪70-80年代。日本和德国经济受益于第二次产业转移浪潮快速发展，产业结构也开始不断升级调整，逐步把一些劳动密集型和资源消耗型产业向亚洲“四小龙”——中国香港、中国台湾、新加坡和韩国，以及东南亚其它地区和拉美部分地区转移。其中日本受到石油危机和本币升值的影响，产业转移的诉求和意愿更为强烈。1985年广场协议之后，日本产业转移不再局限于劳动密集型和资源消耗型产业，也包括汽车、电子等资本密集型、技术密集型产业。第三次产业转移造就了“亚洲四小龙”的崛起，东南亚其它国家经济也快速发展。亚洲地区形成了以日本为雁首，“亚洲四小龙”为雁身，东南亚其它国家为雁尾的“雁行模式”，其中资金雄厚、工业发达的日本为主要的产业和资本输出国，具有一定技术基础的“亚洲四小龙”主要转为资本密集型产业，起步于农业的东南亚经济体，主要承接劳动密集型产业。

第四次产业转移浪潮发生在20世纪90年代到21世纪10年代。第四次产业转移除了延续第三次产业转移的脉络外，产业链分工的态势愈发明显。日本和“亚洲四小龙”是这次产业转移的转出国，东南亚和中国内地是承接地和受益国，但是东南亚在97年-99年爆发了亚洲金融危机，中国内地成为第四次产业转移的最大受益国。

东南亚国家享受了第三次、第四次产业转移红利，经济快速发展，从1987年-1996年10年间，泰国、印尼、马来西亚、菲律宾的GDP平均增速分别为9.28%、6.90%、9.06%、3.73%，四国并称为“亚洲四小虎”，其中泰国为这一时期经济发展优等生中的佼佼者，讽刺的是亚洲金融危机也率先爆发于泰国。

图2：“亚洲四小虎”GDP增速（%）



资料来源：财信证券，WIND

1.2 日本从繁荣走向泡沫破灭

分析亚洲金融危机多会关注东南亚经济体的自身问题，最容易被忽视的背景环境是广场协议之后作为“雁行模式”的领头雁经历了繁荣-泡沫-泡沫破裂的过程。

受益于第二次产业转移，日本经济在 20 世纪 50、60 年代高速增长，1968 年成为全球第二大经济体。进入 70 年代之后，通过国民收入倍增计划和经济结构调整，日本经济完成增速换挡，连续 20 多年维持中速增长，直到 90 年代初期日本泡沫破灭。1992 年之后日本经济进入到“失去的 30 年”，从 1992 年-2021 年日本经济平均增速仅 0.69%。

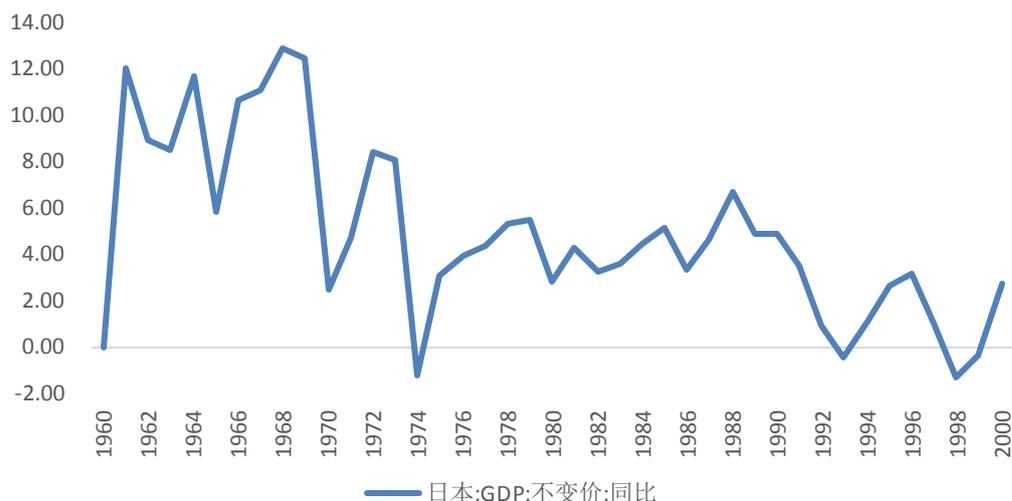
1985 年广场协议签订后，日本汇率进入升值通道，美元兑日元从 1985 年的 250 附近快速升值到 1987 年的 122 附近，而到 1995 年进一步升值到 85 附近。日元的升值一方面导致资本流入日本，加之宽松的货币环境，推升了资产价格泡沫。1989 年日本房地产市值估计约为 24 万亿美元，是美国地价市值的四倍，而日本 GDP 仅是美国的 60%。日本的股票市场也于 1989 年 12 月达到了 38916 点的高峰，市盈率达到 70 倍多，美国同期股票市场的市盈率只在 15 倍左右¹。另外一方面日元升值加速了日本产业转移，以及日本内资在全球的买买买模式。

90 年代初期，日本资产价格泡沫破灭，经济滑向衰退与长期停滞。1995 年，为了防止通缩，日本采取了低利率政策。随着政策目标利率下调，日本隔夜拆借利率由 2.2% 左右快速下滑至 0.4% 附近，并长期维持在低位，与美国联邦基金利率的价差扩张到 5% 以上。巨大的价差吸引了大量套利交易者，他们可以以非常低的利息借入日元，投资于美元

¹ 沈联涛《十年轮回-从亚洲到全球的金融危机》

或其它货币。如果日元升值，套利收益将是利差收益减去汇兑收益；如果日元贬值，套利收益将是双重收益，即利差收益加汇兑收益。彼时，东南亚经济体资本账户激进开放、经济快速发展、利率较高，以及处于“雁行模式”体系内，东南亚国家自然而然的成为套利资金的目的地，大规模的套利资金流入和流出东南亚市场，是亚洲金融危机爆发的重要原因。

图3: 日本 GDP 增速 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图4: 日元汇率和隔夜拆借利率 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

1.3 金融自由化下资本账户迅速开放

20 世纪 70 年代之后，全球掀起金融自由化浪潮。金融自由化的大背景是大萧条之后，罗斯福奉行了凯恩斯主义，使美国经济重新焕发了新机，凯恩斯主义开始逐渐盛行。根据凯恩斯主义，高通胀和经济衰退不可能并行，但 20 世纪 70 年代，全球经济陷入大滞涨时代，凯恩斯主义受到挑战，货币学派、供给学派等新自由主义思潮渐起。加上技术进步和市场竞争环境的变化，放松金融监管具备理论基础、技术条件和现实需要，金融自由化浪潮开启。

亚洲国家从 20 世纪 80 年代也开始积极推进金融自由化，80 年代末期进一步加速了金融自由化步伐，其中泰国的步伐尤其快。从 80 年代末开始，泰国加快了金融业开放进程，对内增设金融机构，取消部分金融机构利率限制、信贷限制。对外逐步取消外汇管制，到 1991 年，泰国已取消了大部分资本账户的限制，除了少数针对本国居民的管制措施之外，外国居民在泰国进行资本交易已不需要审批。1992 年 9 月 16 日，泰国宣布在曼谷成立 BIBF(曼谷国际银行设施)，准许泰国和外国银行遵循 BIBF 规定的标准开展离岸金融业务，对非居民提供外币和泰铢的金融服务。BIBF 主要有两个目的，一是与东南亚各国争夺国际金融中心的地位；二是为本国经济的发展争取外资。资本账户激进开放，吸引了资本流入，一方面推升了股市、楼市泡沫，另外泰国外债规模快速增长，同时也为日后国际资本攻击泰铢提供了便利。

2 危机为何率先于泰国爆发

我们总结国际资本之所以率先选择狙击泰铢，以及亚洲金融危机之所以率先于泰国爆发的原因分为外因和内因两个方面。外部因素之一是日元贬值，美元升值，触发了出口竞争力减弱和资本大规模流动的双重反馈；之二是“雁行模式”中的头雁日本经济陷入的低迷。内因方面主要体现在：一是过度投资；二是金融自由化与资本账户激进开放；三是外债占外汇储备的比例过高；四是国内存在资产泡沫。

2.1 外部因素

2.1.1 美元升值、日元贬值、经常账户恶化

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_46116

