

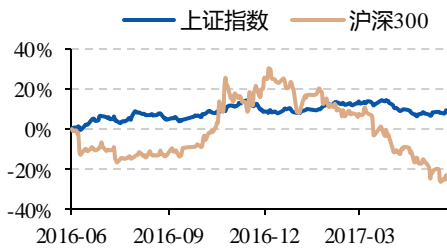
历史回溯之二——亚洲金融危机：

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@hncf.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

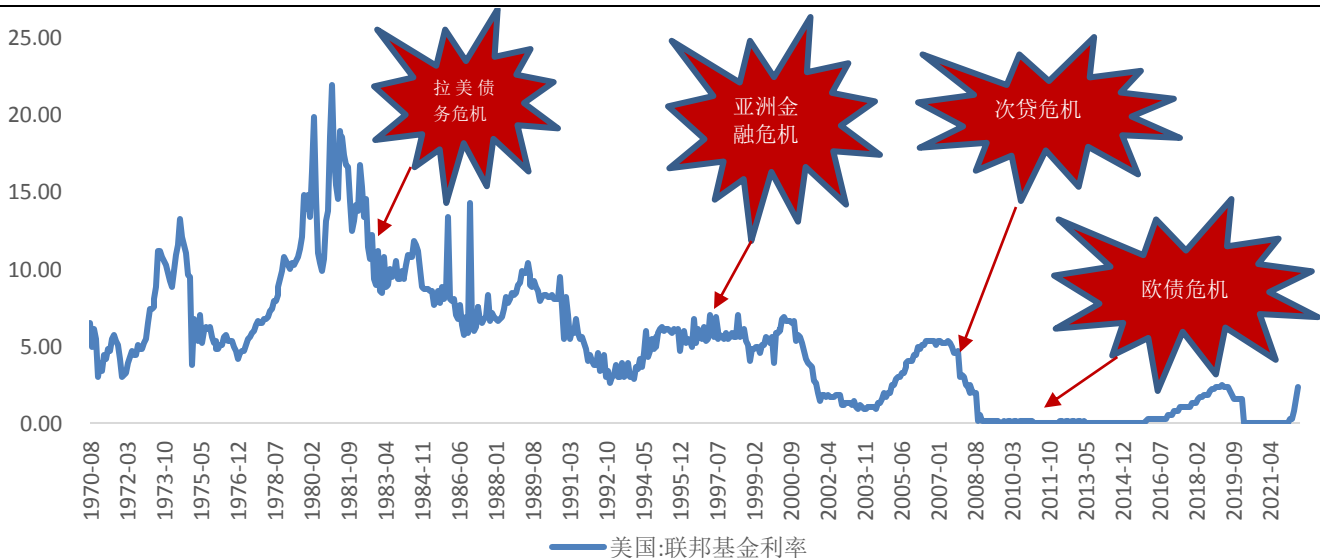
图表目录

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。

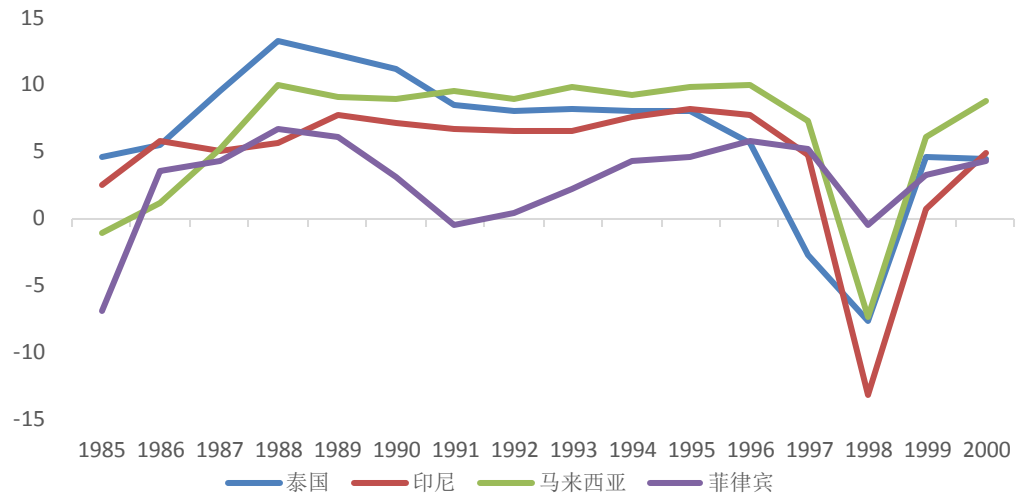
第二次产业转移浪潮发生在20世纪50-60年代。二战后美国引领了以原子能、电子计算机、空间技术和生物工程的发明和应用为主的第三次科技革命，在此背景下，美国对其产业结构进行了调整，将钢铁、纺织等资源消耗型和劳动密集型产业向德国、日本转移，形成第二次产业转移浪潮。德、日通过产业和资本的承接，战后重建和工业化进程加快，成为新的“世界工厂”和经济强国。

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%。

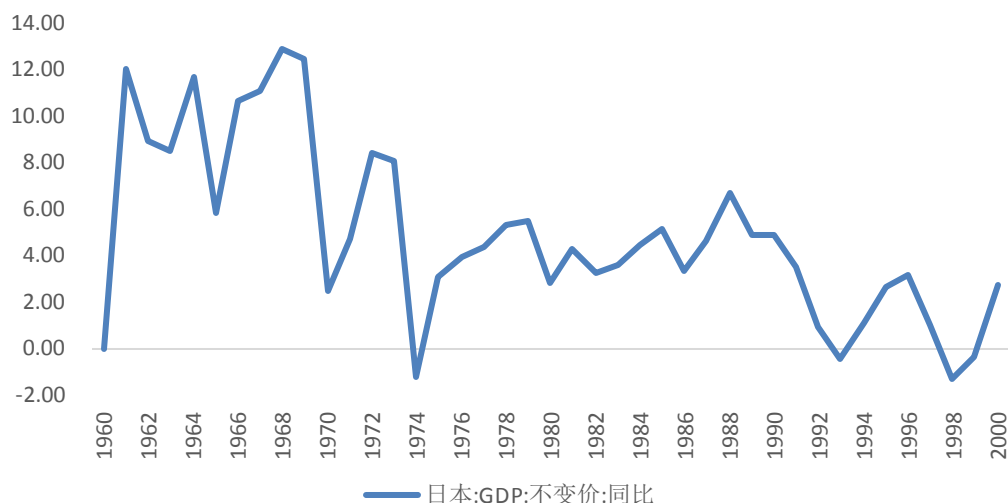
1985 年广场协议签订后，日本汇率进入升值通道，美元兑日元从 1985 年的 250 附近快速升值到 1987 年的 122 附近，而到 1995 年进一步升值到 85 附近。日元的升值一方面导致资本流入日本，加之宽松的货币环境，推升了资产价格泡沫。1989 年日本房地产市值估计约为 24 万亿美元，是美国地价市值的四倍，而日本 GDP 仅是美国的 60%。日本的股票市场也于 1989 年 12 月达到了 38916 点的高峰，市盈率达到 70 倍多，美国同期股票市场的市盈率只在 15 倍左右¹。另外一方面日元升值加速了日本产业转移，以及日本内资在全球的买买买模式。

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生机，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

泰国在经济高速发展阶段，对外贸易也发展较快，但贸易的发展并未带来贸易顺差，相反为持续逆差。1986 年到 1996 年总贸易逆差为 681 亿美元，其中 90 年代之后贸易逆差为 638 亿美元。而同期，泰国外汇储备（含黄金储备）则是由 37 亿美元上升至 387 亿美元。即外储的增加并非由贸易改善所带来，其主要来自资本账户的开放，大规模资本流入和举债所致，背景是第三、第四次产业转移，以及广场协议之后日元大幅升值开启的日本大规模的对外投资和买买买模式。数据显示泰国 55% 的外债是日元，并且日本是泰国最大的外商投资来源。

1995 年之后美元贬值、日元升值的红利消失，从 1995 年 4 月到泰铢第一次贬值风波的 1997 年 2 月，美元升值 16%，日元贬值 43%。泰国实行固定汇率制，汇率锚定在泰铢

兑美元 25:1，泰铢被动升值，使本就持续逆差的经常项目雪上加霜，1995 年、1996 年泰国经常项目逆差快速扩大至 136 亿美元和 147 亿美元，经常账户快速恶化。

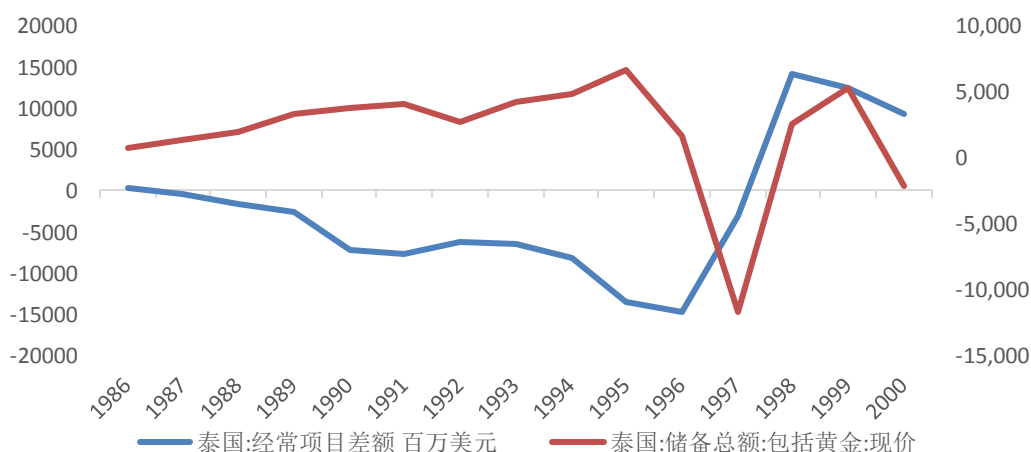
而资本账户的恶化则晚于经常账户，根据章节 1.2 阐述的日元套利机制，随着日本 1995 年执行低利率政策，日美利差超过了 5%，在贬值周期套利者拆入日元，投资于美元或者东南亚国家将获得双重收益——价差收益和汇兑收益。1995 年之后的日元快速贬值为这种套利交易的盛行提供了绝佳的“温床”，套利交易者的涌入使得泰国在经常账户快速恶化的情况下，资本账户继续扩张。

图5：日元汇率（日元/美元）



资料来源：财信证券，WIND

图6：泰国经常项目差额和储备总额的变化（百万美元）



资料来源：财信证券，WIND

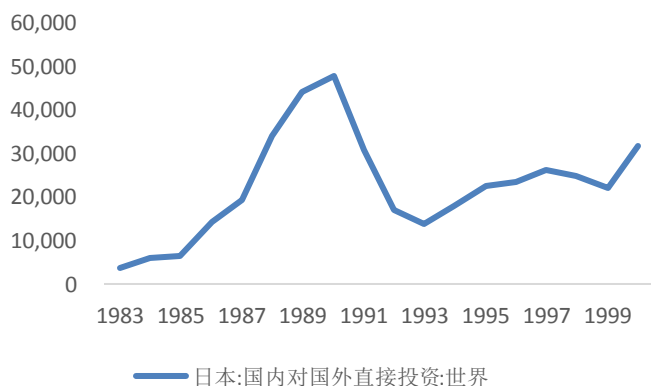
2.1.2 日本经济和银行业陷入危机，日本银行撤资

日本是“雁行模式”的领头雁，90年代初期日本地产泡沫破灭后，经济陷入低迷，与此同时日本银行业因体制机制问题在泡沫破灭初期未发生较大风险事件，但风险的积累逐步加深。1995年夏天，宇宙信用合作社、木津信用合作社、兵庫银行等金融机构相继破产，其中兵庫银行成为第一家因不良债权破产的地方银行，引发了市场对日本金融体系的不信任，为日本银行业危机的第一波。1996年夏天，大臣官房金融审查部认定阪和银行陷入了资不抵债的境地，进行破产处理，1997年末，三洋证券、拓殖银行、山一证券、德阳城市银行等大型证券和银行接连破产，为日本银行业危机的第二波。1998年拥有26.6万亿日元的总资产，在7000多家客户中多数是大型企业的日本长期信用银行破产。同年，日本大型银行之一的“日本债券信用银行”破产，为日本银行危机第三波²。

据沈联涛《十年轮回-从亚洲到全球的金融危机》一书披露数据1996年到1999年间，日本银行在五个发生危机的国家减少了474亿美元贷款，1995年到1999年间，在东南亚地区总共减少1925亿美元贷款（大部分在新加坡和香港）。日本银行的大规模撤贷，制造了东南亚的急剧信用紧缩，成为东南亚金融危机的重要导火索之一³。

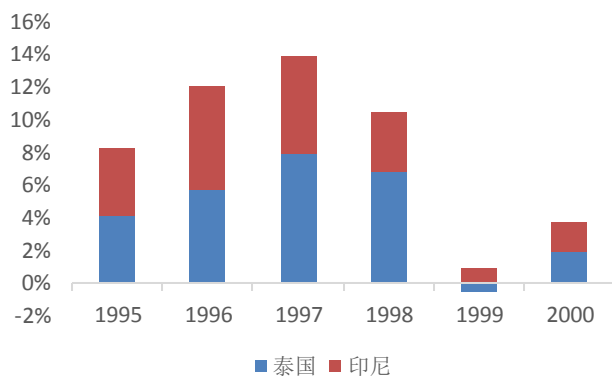
另外，在直接投资方面，东南亚国家中泰国和印尼与日本绑定较深，其它国家和地区占比不高。1995年日本对泰国和印尼的直接投资占日本总对外投资规模的8.3%，1996年上升至12.07%，97年为10.49%，随后回落，99年下降至仅0.36%。巧合的是两个与日本绑定较深的国家，泰国正好是亚洲金融危机的始发地，而印尼则是在危机中受到冲击最大的国家。

图7：日本对外投资规模走势图（百万美元）



资料来源：财信证券，WIND

图8：日本对泰国、印尼直投占总对外直接投资比重



资料来源：财信证券，WIND

² 西野智彦《日本迷失的真相：1998》

³ 沈联涛《十年轮回-从亚洲到全球的金融危机》

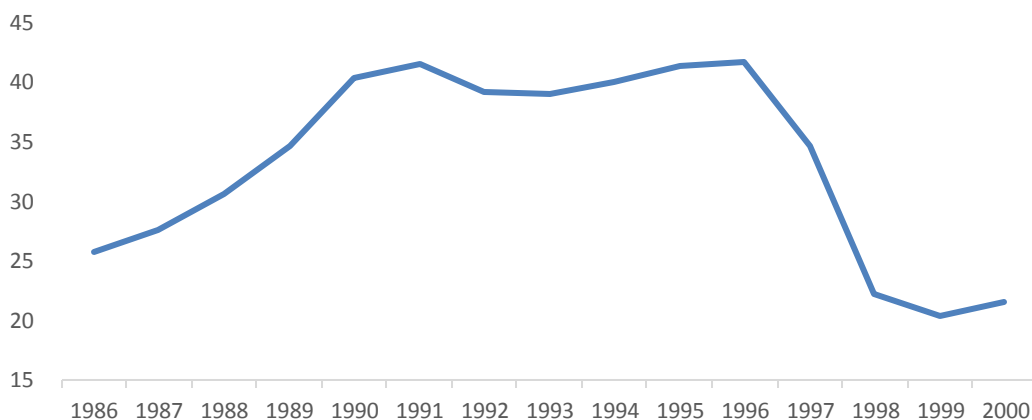
2.2 内部因素

2.2.1 过度投资

泰国经济在高速发展的同时，逐步出现过度投资的弊端。根据世界银行数据，1986年泰国固定资本形成总额占GDP比重为25.78%，到1996年该数值快速上升至41.65%。固定资本形成总额包括产业部门、政府服务生产者和为居民户的私人非营利服务生产者在固定资产存量上追加的新的耐用品(商品)支出(购买及为自己装备而生产的)，减去类似废残物品的净销售。固定资本形成快速增长一般伴随经济的快速增长，但当固定资产形成占GDP比重过高时，往往是过度投资，繁荣的背后潜伏着危机。

固定资本形成占比较高的情况多出现在亚洲和非洲，有一部分为袖珍经济体和贫困经济体，欧美该数据相对不突出。大量的投资能驱动经济快速增长，但过犹不及，从经验数据看，超过35%容易引发衰退(表1)，严重的会爆发金融危机(不考虑数据容易大幅波动的袖珍经济体)。

图9：泰国固定资本形成占GDP比重(%)



资料来源：财信证券，WIND

表 1：高资本形成占比与衰退或金融危机的关系

国家	时间	固定资本形成占比	经济增速	爆发危机时间	经济增速	爆发危机时间间隔	备注
泰国	1996 年	41.65%	5.65%	1997 年	-2.75%	1 年	连续多年 40% 以上，爆发危机
韩国	1996 年	37.50%	7.89%	1998 年	-5.13%	2 年	亚洲金融危机前连续多年 35% 以上
日本	1973 年	40.73%	8.03%	1974 年	-1.23%	1 年	1974 年经济衰退，自此之后，经济运行中枢下移，固定资本形成占比逐步回落
马来西亚	1995 年	43.59%	9.83%	1998 年	-7.36%	3 年	连续多年 40% 以上，爆发危机
伊朗	1976 年	49.32%	18.26%	1977 年	-2.77%	1 年	曾经世界最富有的国家之一，随后经济连续回落，1979 年爆发革命
瑞士	1972 年	36.07%	3.2%	1975 年	-7.28%	3 年	深度衰退
冰岛	2006 年	35.41%	6.32%	2008 年	2.21%	2 年	2008-2011 年冰岛爆发金融危机
爱尔兰	2006 年	31.89%	4.98%	2008 年	-4.45%	2 年	次贷危机之后，欧债危机的主角之一。2019 年，爱尔兰固定资本形成占比在此上升，但很快回落正常水平
中国	2010 年	43.93%	10.64%	未爆发		未爆发	2010 年之后中国固定资本形成占比未有效下行，但经济下行压力持续存在，各部门杠杆率全面上行

资料来源：财信证券，WIND

2.2.2 资本账户激进开放

泰国资本账户激进开放的过程在章节 1.2 中已经提到。据陈雨露、马勇（2009）的研究表明在那些资本项目平均开放程度较高的样本国家，发生系统性金融危机的概率更低，但研究结果同样表明“激进式资本账户开放”与“系统性银行危机”和“双重金融危机”均显著正相关。这意味着，如果一个国家的资本账户开放选择了激进式的开放方式，那么系统性金融危机的爆发概率将明显提高；反之，如果一个国家的资本账户开放选择的是渐进式开放方式，那么系统性金融危机的爆发概率可能较低⁴。而泰国进入 80 年代末期后，选择了资本账户激进开放，加上监管未跟上开放的步伐，金融危机的爆发概率显著提高，给了国际资本兴风作浪的可乘之机。

2.2.3 外债占外汇储备比例过高

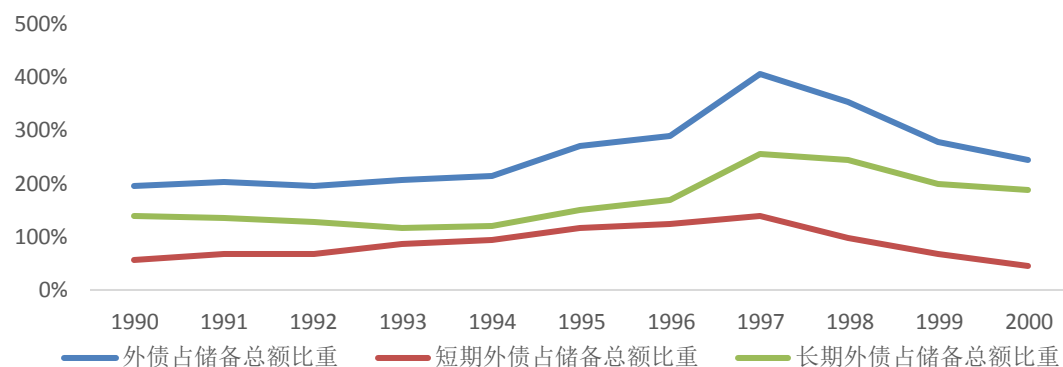
从 90 年代初期开始，泰国外债占外汇储备和占 GDP 的比重快速上行。1990 年，泰国外债占外汇储备的比重为 197.53%，其中短期外债占外汇储备比重为 58.37%，长期外债占外汇储备比重为 139.16%。1996 年底，泰国外债占外汇储备的比重为 292.97%，其中短期外债占外汇储备比重为 123.47%，长期外债占外汇储备比重为 168.62%。

外债占 GDP 的比重也发生了同样的变化，1990 年泰国外债占 GDP 的比重为 31.84%，其中短期外债占 GDP 的比重为 9.41%，长期外债占 GDP 的比重为 22.43%。1996 年数值

⁴ 陈雨露、马勇编著的《大金融论纲》

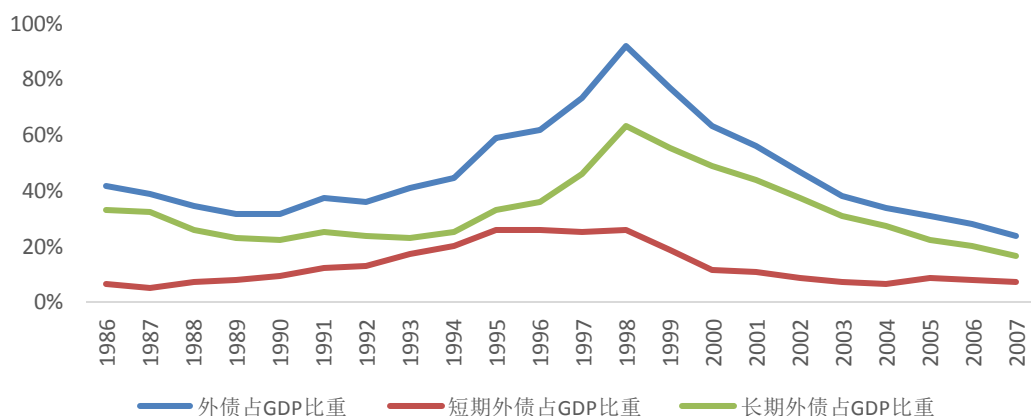
分别上升至 61.67%、26.07% 和 35.6%。巨额的外债是泰国在面临国际资本阻击时最终外储耗尽，汇率崩盘的主要因素。

图10: 泰国外债占储备资产比重 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图11: 泰国外债占 GDP 比重 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

2.2.4 资产泡沫

泰国股市从 1986 年 1 月的 139 点上升至 1993 年 12 月的 1789 点，涨幅超过十倍。随后先震荡回落，国际资本狙击泰铢前后，泰国股市大跌，于 1998 年 8 月最低见至 204 点。泰国楼市的发展路径跟股市相仿，其见顶的时间晚于股市，但金融危机的爆发，泰国楼市同样重挫。资产泡沫的破裂加剧了金融危机的演化速度和冲击。

图12: 泰国 SET 指数表现



资料来源: 财信证券, WIND

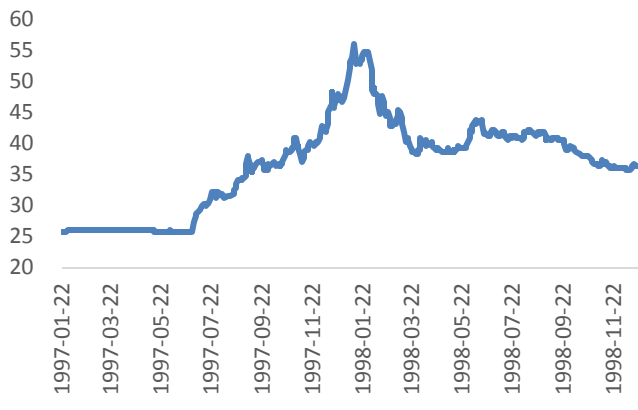
3 亚洲金融危机始末

3.1 危机开始——国际资本狙击泰国

面对泰国高外债占比、短期外债大幅上升、过度投资、资产价格泡沫等因素，国际资本嗅到了“血腥味”。自 1997 年开始，以索罗斯为代表的国际资本开始了对泰国的狙击，最终泰国外储耗尽，放弃固定汇率制，汇率大幅贬值，同时引爆了亚洲金融危机。

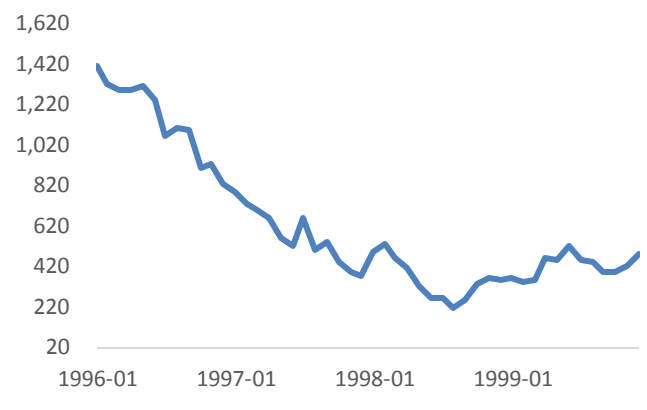
1997 年 2 月，以索罗斯为主的国际资本对泰铢进行了试探性攻击，随后泰国央行抛出 20 亿美元外储，平息了泰铢第一次货币贬值风波。5 月，国际资本卷土重来，国际资本从泰国商业银行借入大量泰铢，同时在即期外汇市场和远期外汇市场卖出泰铢买进美元。泰国央行采取了联合新加坡和香港的金融管理局对外汇市场进行干预、禁止泰国商业银行向外国投机者拆放泰铢资金、将泰铢资金隔夜拆借利率提高到 25% 等举措，国际资本对泰铢的第二次攻击以失败告终。1997 年 6 月，国际资本卷土重来，并加大攻击力度，泰国外汇储备告急。7 月 2 日，泰国央行宣布放弃固定汇率制，当天汇率大幅贬值，随后危机传导至东南亚及亚洲其它国家和地区。金融危机期间泰铢兑美元最低贬值至 54.96:1，危机给泰国社会造成了严重的冲击，国家的对外支付能力缩水近半，超过一般泰国金融机构停业，其存款总额占全国总存款额的 2/3 以上，同时破产企业超过万家，失业人数达 270 万。

图13: 美元兑泰铢 (泰铢/美元)



资料来源: 财信证券, WIND

图14: 泰国股指表现 (SET)



资料来源: 财信证券, WIND

3.2 危机传播——快速向东南亚其它国家和东亚地区扩散

在7月2日泰国央行宣布放弃固定汇率制之后,危机传导至东南亚及亚洲其它国家和地区。菲律宾比索、印尼卢比、马来西亚林吉特均成为国家资本攻击的对象。7月12日菲律宾央行宣布放弃固定汇率制,8月马来西亚林吉特和印尼卢比宣布自由浮动,1个多月的时间东盟四国全部失守。2007年10月,国际热钱开始转战香港,攻击联系汇率制度,香港股市大跌。11月,韩国爆发危机,汇率贬值幅度快速加大,韩国政府不得不向国际货币基金组织求援。到1998年1月泰国泰铢、菲律宾比索、印尼卢比、马来西亚林吉特、韩国韩元贬值幅度分别达到52.66%、76.63%、38.17%、44.48%、41.78%。

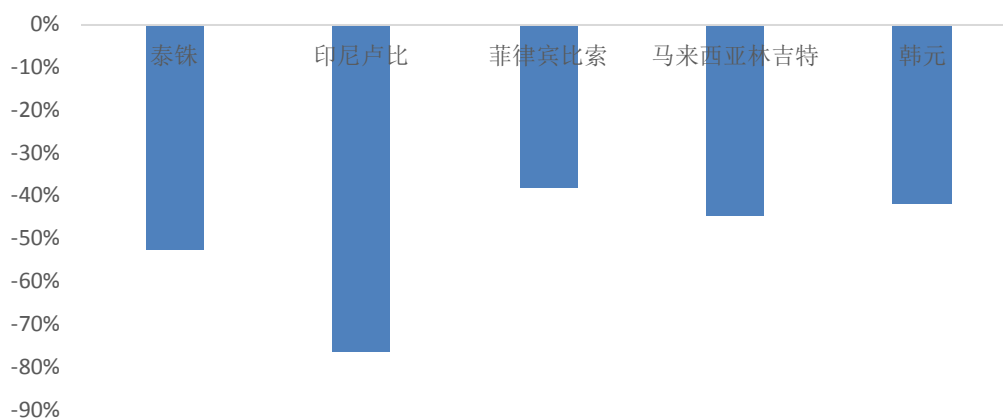
1998年2月,因国际货币基金组织开出的药方未能取得预期效果,印尼政府宣布将实行印尼卢比与美元保持固定汇率的联系汇率制,以稳定印尼卢比。此举遭到国际货币基金组织及美国、西欧的一致反对。国际货币基金组织扬言将撤回对印尼的援助,印尼陷入政治、经济大危机⁵,亚洲金融危机再起波澜。值得注意的是同期马来西亚未接受国际货币基金组织开出的药方,将财政货币政策转向,改为适度宽松,并加强了资本项下外汇管制,推进金融和企业部门的改革,马来西亚反而以相对较小的代价度过了危机。

1998年8月国际资本卷土重来,攻击香港,但最终在港府的回击下,铩羽而归。在香港市场惨败的同时,国际炒家在俄罗斯市场也遭遇滑铁卢,元气大伤。1999年,亚洲金融危机结束。危机虽然结束,但受危机的冲击,亚洲人民资产大幅缩水,银行倒闭、经济瘫痪,部分国家发生的不止是货币危机、银行危机,甚至出现了包括政治危机在内的三重危机。

⁵ 百度百科

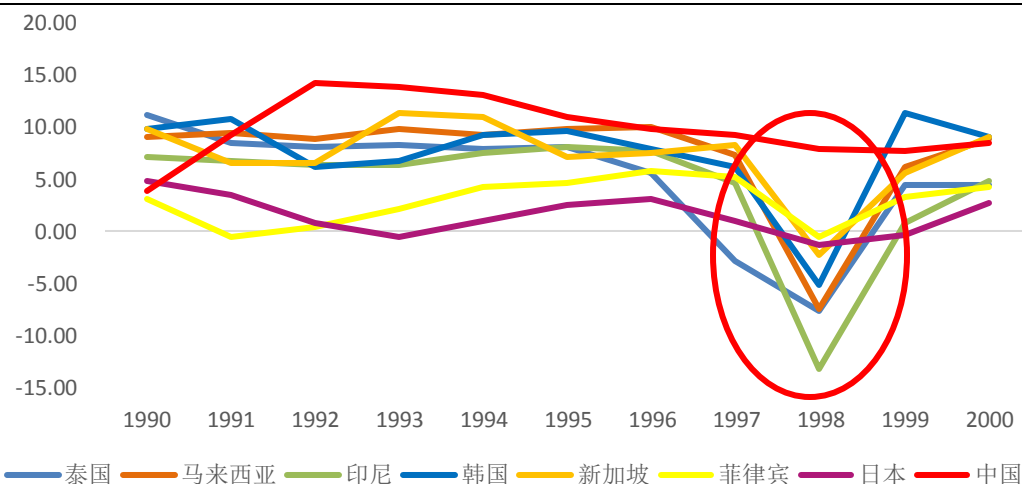
<https://baike.baidu.com/item/1997%E5%B9%B4%E4%BA%9A%E6%B4%B2%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%8D%B1%E6%9C%BA/23187113>

图15: 亚洲金融危机爆发后各国汇率贬值幅度(%)



资料来源: 财信证券, WIND

图16: 亚洲国家经济衰退——GDP (%)



资料来源: 财信证券, WIND

4 亚洲金融危机带来的启示——投资驱动型经济体之殇

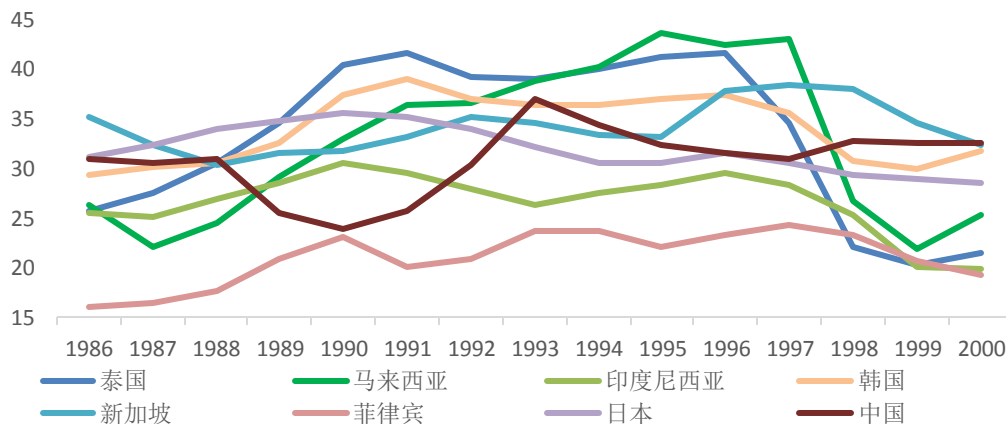
4.1 投资驱动型经济体之殇

我们对比了全球数据, 亚洲地区, 尤其是东亚、东南亚一带的国家和地区, 投资驱动型经济特征比较明显, 其固定资本形成占 GDP 的比重普遍高于全球其它区域。这一现象一方面与东亚和东南亚地区是第三次、第四次产业转移浪潮的主要目的地有关, 另外一方面与该地区国家高储蓄率有关。我们把这一类高固定资本形成占比的国家或地区称之为投资驱动型经济体。从图 17 可以看出, 投资型驱动经济体在投资维持高比例的同时, 经济增速一般较快, 无论是成功晋升为发达经济体的“四小龙”, 还是落入中等收入陷阱的“四小虎”, 经济均出现了一个快速增长的过程。包括中国, 中国固定资本形成比例占 GDP

的比重从上世纪 90 年代初期就一直在 30% 以上，30 年的高资本形成占比是中国经济奇迹的重要因素，因此投资驱动型的发展模式对经济有巨大的推动作用，我们予以积极的肯定。

亚洲金融危机的成因比较复杂，有外部因素，也有内部因素，同时还有国际炒家的兴风作浪。但本次危机主要爆发于东南亚、东亚一带的投资驱动型经济体，是投资驱动型经济体的整体危机，我们称之为投资驱动型经济体之殇。从金融危机对各国冲击大小的排序看，基本上呈固定资本形成占比更高的国家所受到的冲击更大，而占比相对较小的国家所受到的冲击相对小一些，譬如危机前固定资本形成排名前四的是马来西亚、泰国、韩国、新加坡，除新加坡外，其它三国在亚洲金融危机中均受到了巨大的冲击。当然也有例外情况，譬如印尼固定资本形成占 GDP 的比重相对偏低，它在危机中所受到的冲击反而最大。实际上在危机爆发初期，印尼被传染的时间相对较晚，之所以最终冲击最大，与其历来外债占比极高，同时在亚洲金融危机第二阶段与国际救助机构发生了摩擦，甚至出现了政治危机有关，并非单纯的经济现象。

图 17: 亚洲国家固定资本形成总额占 GDP 比重 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

4.2 投资驱动型经济体之殇的原因

4.2.1 高资本形成占 GDP 比重与经济增速不匹配

泰国、马来西亚、韩国、印尼的数据特征。在亚洲金融危机爆发前，泰国、马来西亚和韩国等国都出现了很明显高资本形成占比与 GDP 增速不匹配的情况。譬如泰国（图 19），1986 年之后资本形成总额占 GDP 的比重由 25.87% 快速上升至 1991 年的 42.84%，随后一直保持在 40% 以上的高位，但 GDP 增速却下滑。1996 年，泰国资本形成总额占 GDP 的比重为 42.53%，而 GDP 增速却进一步回落至 5.65%，最终 1997 年亚洲金融危机于泰国率先爆发。韩国、马来西亚的情况也比较类似，在危机爆发前出现过一段时间高资

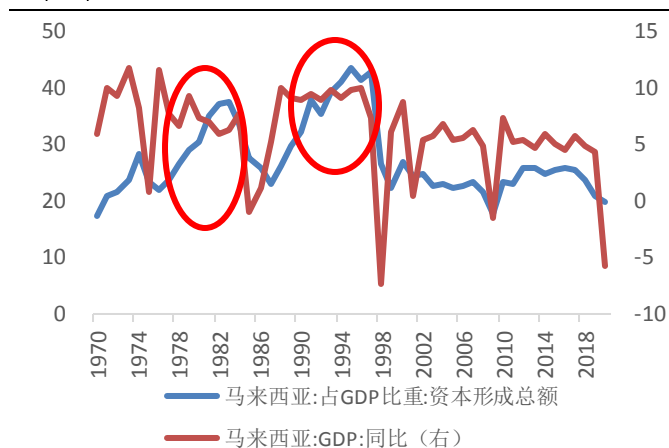
本形成占比与 GDP 增速不匹配的阶段。例外的是印尼，印尼一方面资本形成总额占比相对不高，另外不匹配的现象也不明显，具体原因在章节 4.1 中有阐述。

图18: 泰国资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)



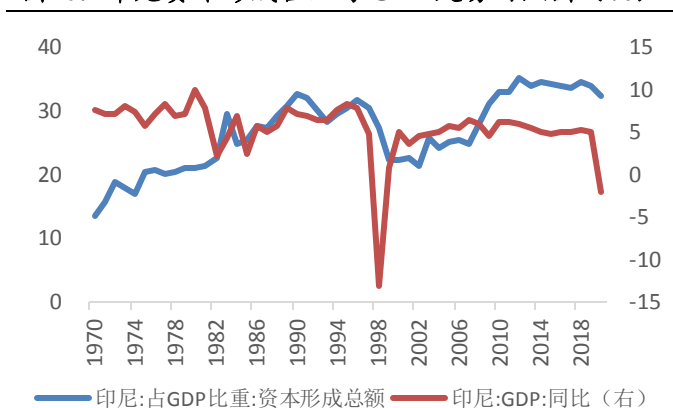
资料来源: 财信证券, WIND

图19: 马来西亚资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)



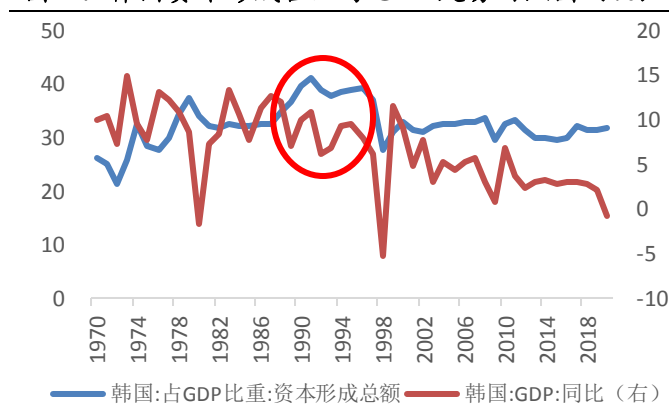
资料来源: 财信证券, WIND

图20: 印尼资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

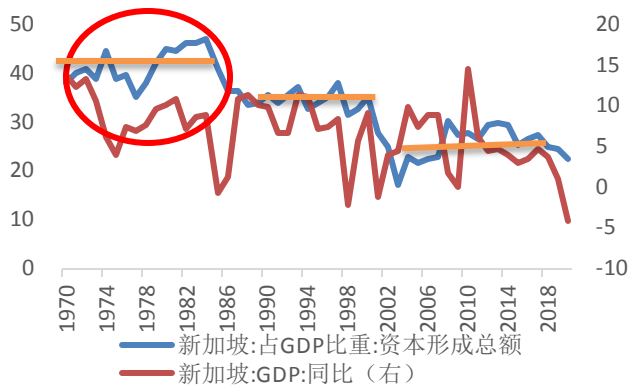
图21: 韩国资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

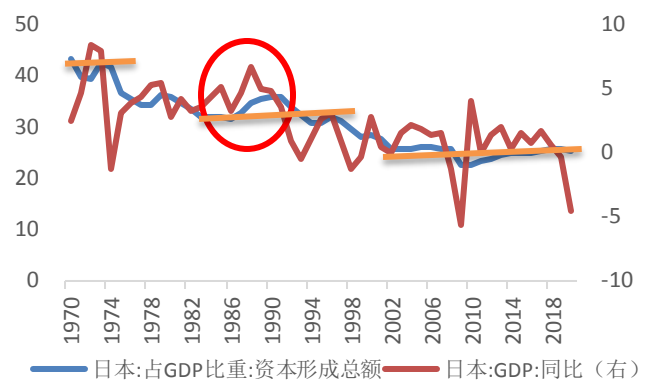
新加坡和日本的数据特征。考察亚洲的两个发达经济体新加坡和日本,也存在当高资本形成占比与 GDP 增速不匹配之后经济回落的现象。其中新加坡这一现象出现在1981-1984年,之后的1985年新加坡经济陷入衰退,当年GDP增速降至-0.62%。日本数据的不匹配则是出现在地产泡沫破裂时期,泡沫破灭之后经济下行。值得注意的是作为发达经济体的新加坡和日本在长期发展过程中均出现了资本形成占比三阶段回落的现象,对应的是经济增速的换挡和经济结构的转型。

图22: 新加坡资本形成占比与 GDP 走势对照图(%)



资料来源: 财信证券, WIND

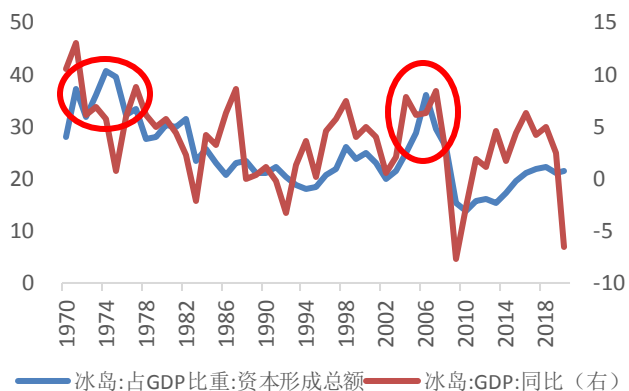
图23: 日本资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

欧洲经济体的数据特征。在欧洲经济体中，资本形成高占比的现象不太突出，但也有少量国家出现这一现象，譬如瑞士、冰岛、爱尔兰就出现过资本形成占比较高的情况，不过持续的时间不长，列入投资驱动型经济体可能不太恰当。其中瑞士不匹配的情况发生于上世纪 70 年代，而后于 1975 年出现深度衰退，时间点与当前比较近的是冰岛和爱尔兰。冰岛经济体量不大，但是从人均 GDP 看，为全球最发达的经济体之一，2003 年-2006 年冰岛资本形成占 GDP 比重快速提升，由 21.29% 快速上升至 36.07%，与此同时经济增速快速上升，但 2005、2006 年 GDP 增速明显弱于资本形成占比升速，到 2008 年 10 月 6 日，冰岛总理宣布，国家可能将要破产，冰岛陷入危机。爱尔兰为欧猪五国之一，但为一个中等发达国家，经济增速并不慢，曾被誉为凯尔特之虎。2003 年到 2007 年爱尔兰资本形成占 GDP 比重连续上行到超过 30%，但经济增速并未对应回升，次贷危机后，爱尔兰成为了欧债危机的发源国之一。

图24: 冰岛资本形成占比与 GDP 走势对照图 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图25: 爱尔兰资本形成占比与 GDP 走势对照图(%)



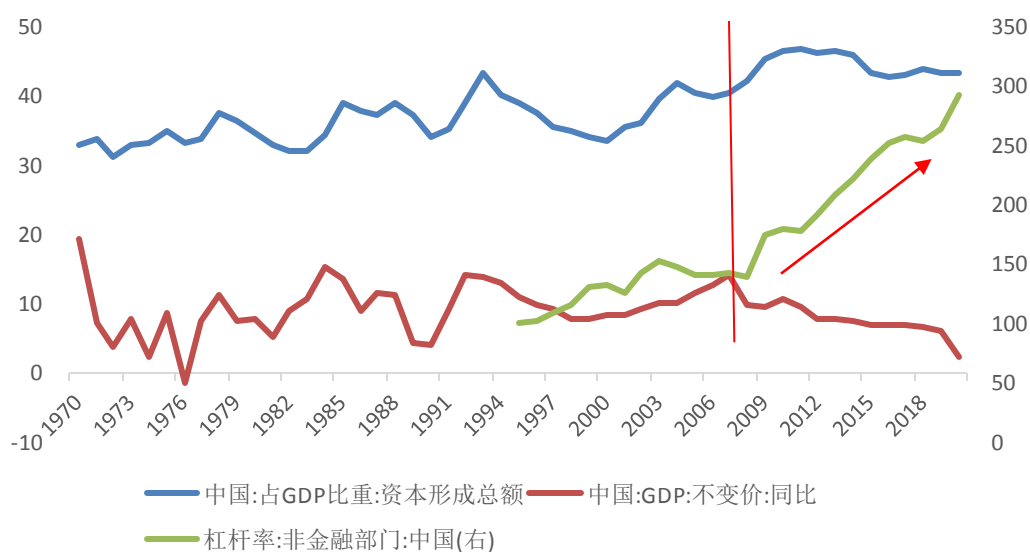
资料来源: 财信证券, WIND

中国的数据特征。最后回到中国，中国是少有的长期维持高投资，同时未发生大的

经济危机的国家。上世纪 80 年代末期和 2008 年之后都可以发现中国存在高资本形成占比和经济增速不匹配的现象，尤其是 08 年之后到目前，这种不匹配到目前已经持续了 10 多年。

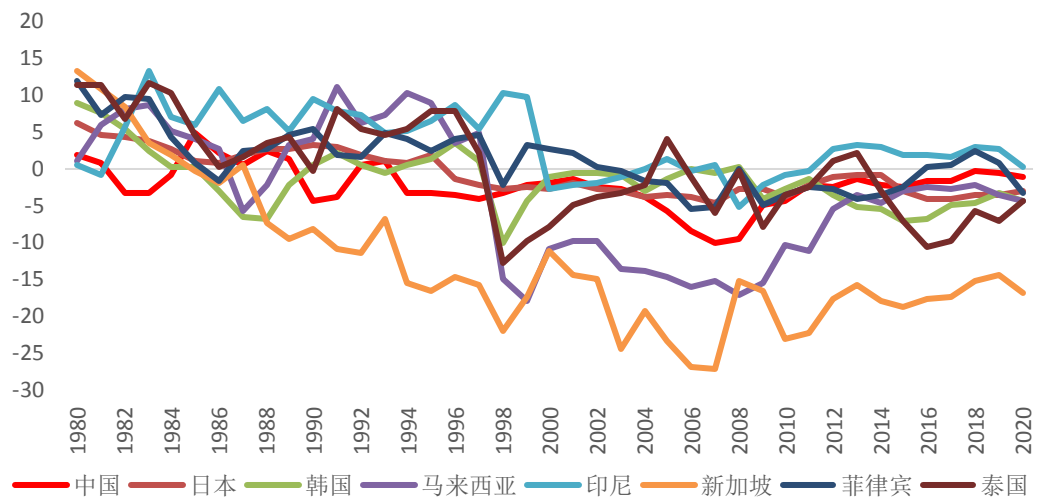
是什么原因让中国在这么多年数据不匹配之后，仍然能够维持稳健。经济结构转型是一方面原因，这些年，我们推行经济结构转型，转型的成果是消费对拉动经济的贡献越来越大，但数据显示资本形成占 GDP 的比重却并未有效下行，同时经济下行压力却一直存在，因此转型的成效并没有那么显著，这一原因不够充分。基于资本形成和储蓄的关系，我们用资本形成占 GDP 的比重减去储蓄率进一步分析，我们发现亚洲的投资驱动型经济体在上世纪 80、90 年代除了中国和新加坡长期是储蓄率占比低于资本形成占比外，其余国家均出现过比较长时期的资本形成占比高于储蓄率的情况，持续时间最长且数值差最大的是在亚洲金融危机中受到冲击最大的印度尼西亚。根据金融学中储蓄=投资+资本净流动，储蓄率和资本形成的差异将体现在经常账户盈余和资本的流入流出，最终体现在外债占比上。由此可推导出，中国与东亚和东南亚其它国家的差异是中国走的是一条内生式资本积累的投资驱动型经济发展模式，而东亚和东南亚其它国家则走的是内生和外债并趋的投资驱动型经济发展模式，前者的稳定性好于后者。因此大致可推导出区别其它东亚和东南亚经济体，中国未发生大的风险的主要原因是中国走的是内生式资本积累的发展模式，负债也主要是以内债为主，加之体制优势、资本账户未完全放开、经常账户长期盈余等因素，因此中国并未爆发危机。但当高资本形成占比与经济增速不匹配的情况发生后，即便是内生式资本积累的投资驱动型经济体也并非是没有弊端，我们发现另外一个经验数据，即近年来中国各部门杠杆率全面上行，这可能是当数据不匹配时维持经济增速需要付出的代价。

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（%）



资料来源：财信证券，WIND

图27: 各国资本形成占比与储蓄率的差值 (%)

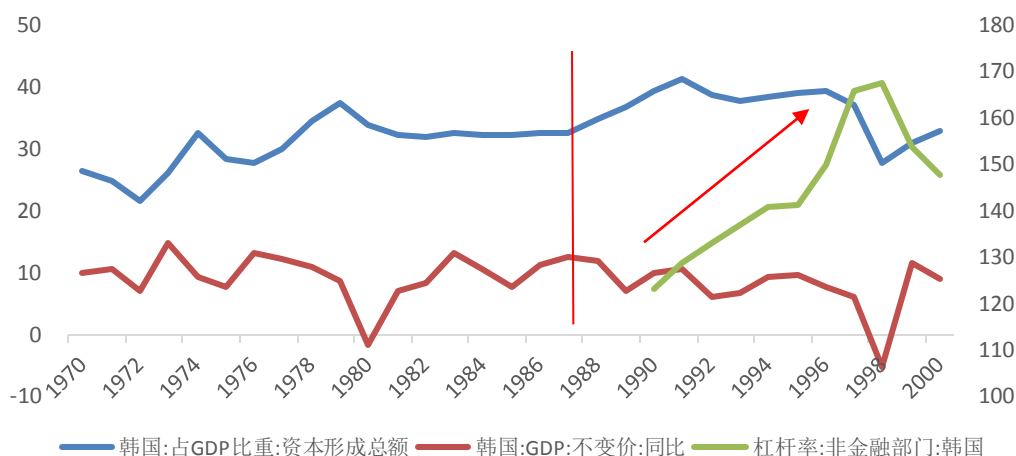


资料来源: 财信证券, WIND

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

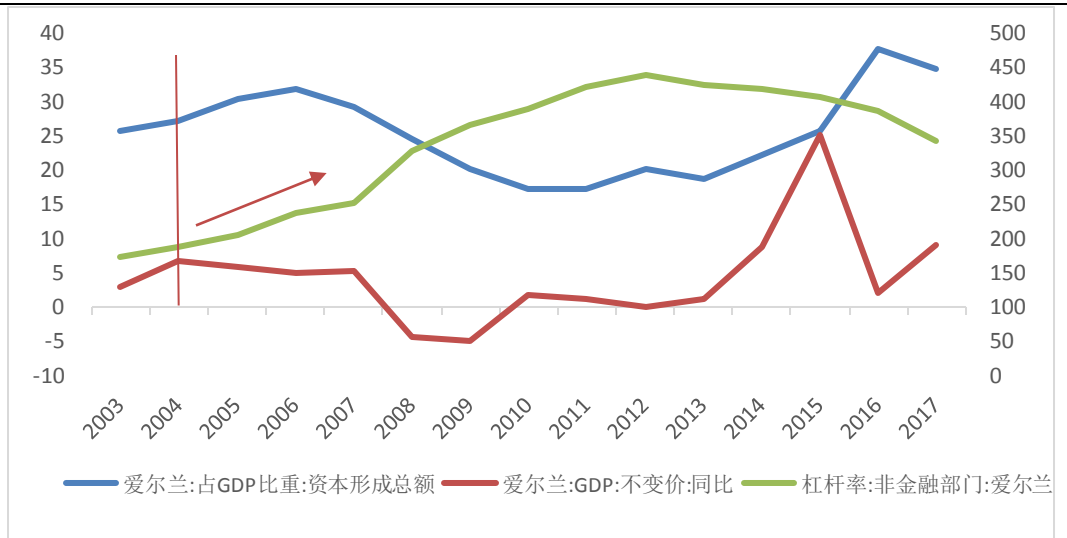
高资本形成占比与经济增速不匹配之后容易形成衰退机理。上一节提到中国近年持续出现高资本形成占比与经济增速不匹配的现象, 虽未发生危机, 但整个非金融部门, 包括居民部门、政府部门、非金融企业部门的杠杆率全面上行, 这构成了一个考察为何高资本形成占比与经济增速不匹配出现后容易形成衰退的视角。在数据可得的情况下, 韩国和爱尔兰的数据特征变化与我们此前观察到的中国的数据特征变化相一致(图 29、图 30), 即一旦高资本形成占比与经济增速不能匹配, 将会推动杠杆率的上升。通过上述经验数据, 我们推测高资本形成占比与经济增速不匹配应该是当高资本形成占比持续到一定阶段后, 资本投入到产出的边际效应减弱, 为了维持经济稳定就需要投入更多的资本, 对应的将是杠杆率的提升。而杠杆率的上升对金融体系和经济运行将形成挑战, 容易形成衰退, 甚至爆发危机, 如图 31 所示。

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 (%)



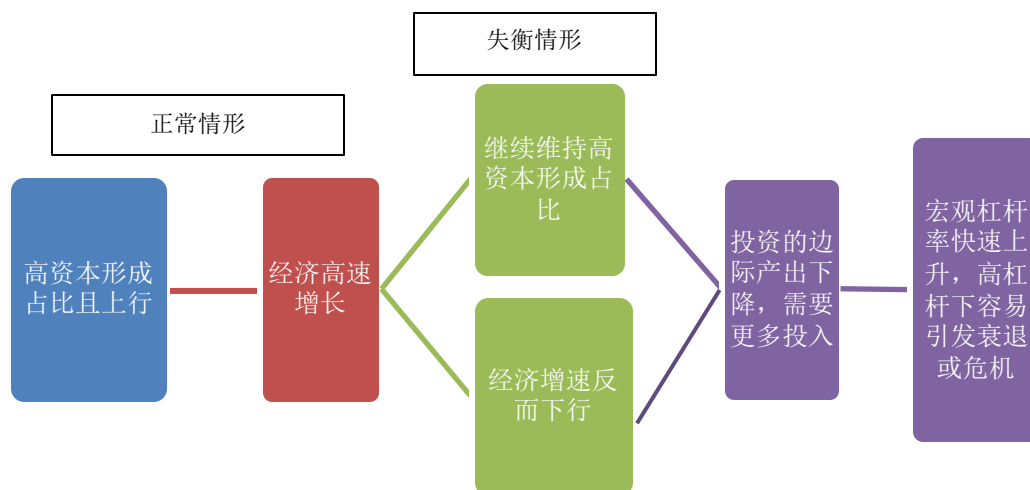
资料来源: 财信证券, WIND

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 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

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 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

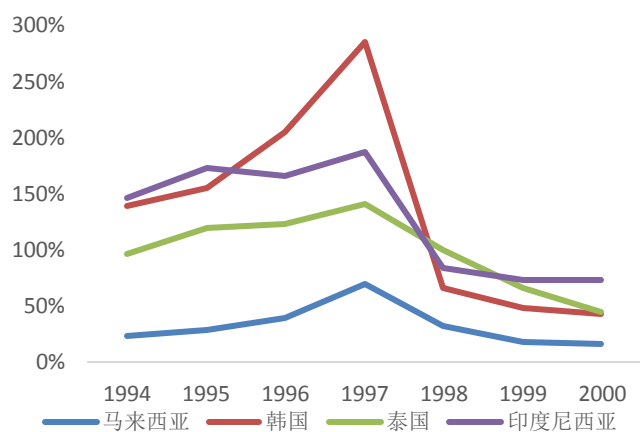
4.2.3 存在资本账户激进开放、高外债、经常账户恶化及资产泡沫的国家更容易发生危机

在高资本形成占比与经济增速不匹配的情况下, 宏观杠杆率会上升, 一些国家会以内债的形式体现出来, 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之路。随着经常账户恶化和资产泡沫破灭, 高外债国家出现不可承受之痛。

资本账户激进开放。东南亚国家于 20 世纪 80 年代积极推进金融自由化, 韩国先后放松了直接投资自由化、流入流出自由化以及开放证券市场; 印度尼西亚也先后经历了利率市场化、批准外国金融机构及分支机构入驻本国、证券投资自由化的过程。马来西亚于 20 世纪 80 年代持续推行金融自由化, 国际资本大量涌入, 金融风险加剧, 其于 1994 年对资本流入加强了管制, 但开放后再收紧面临比较大的压力, 成效并不显著。泰国的案例更加明显, 泰国先后取消存贷款利率上限、推行外汇交易市场化、扩大金融业开放\发展离岸市场业务、扩大证券市场自由化。

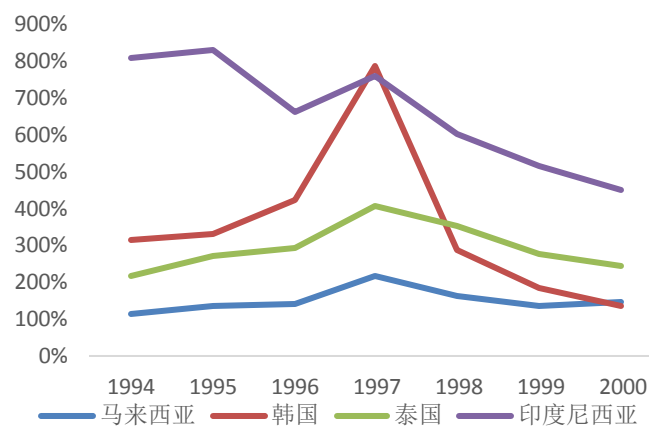
高外债和经常账户恶化。1996 年, 受到冲击最大的四个经济体泰国、马来西亚、印度尼西亚、韩国四国外债占总储备比重从高到低排序为: 印度尼西亚>韩国>泰国>马来西亚, 具体数值分别为 665%、424%、292%、142%。短期外债占总储备比重排序为: 韩国>印度尼西亚>泰国>马来西亚, 具体数值分别为 205%、166%、123%、40%。四国外储均不足以覆盖外债规模, 最终在金融危机中均受到较大冲击。在国际收支方面, 受危机冲击较大的国家在危机爆发前长期为经常账户赤字(图 33), 包括冰岛和爱尔兰也是如此, 而中国、日本、新加坡则长期处于经常账户盈余状态, 不过在资产价格泡沫方面中国和日本的表现可能也并没有的比东南亚国家好, 只是不同的情景下, 泡沫的坚硬程度不一样。

图31: 短期外债占总储备比重 (%)



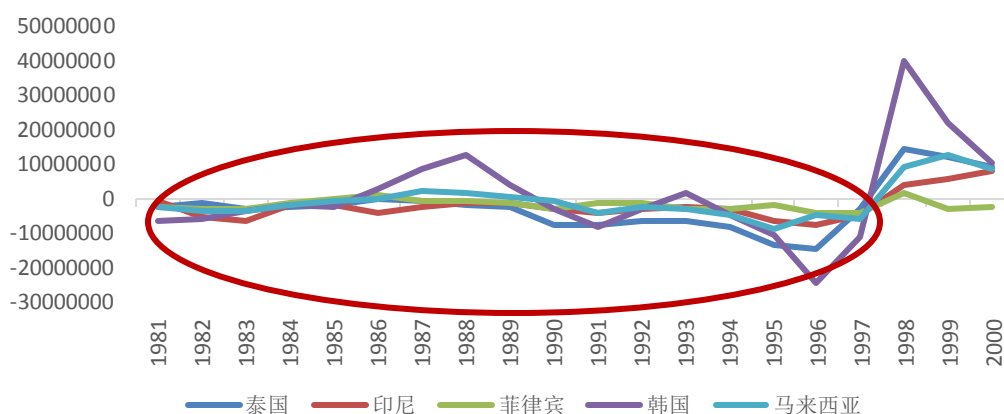
资料来源: 财信证券, WIND

图32: 外债占总储备比重 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图33: 经常账户收支差额 (千美元)



资料来源: 财信证券, WIND

4.3 亚洲金融危机对当前中国的启示

中国经济的增长模式与亚洲金融危机期间东南亚地区的经济增长模式比较接近, 均为投资驱动型经济体, 产业转移浪潮和亚洲国家高储蓄的习惯是该区域国家集中出现投资驱动型发展模式的核心原因。投资驱动型经济体一般会出现一个经济快速增长的阶段, 该模式是摆脱贫困, 实现经济高速发展的有效手段。但在此过程中, 有些国家成功跻身发达国家行列, 有些国家却爆发危机, 陷入中等收入陷阱。

从亚洲金融危机来看, 爆发危机的原因有外部环境的恶化、过度投资、资本账户激进开放、外债占比过高和资产价格泡沫等因素。危机的细致原因虽有些差异, 但关键点是当经济发展到一定阶段, 资本形成占比与经济增速将不再匹配, 可以理解为投资效率下降, 此时要维持经济增速需要投入更多的资源, 将引发债务的快速上升, 金融体系和整体经济的稳定性变弱, 最终容易爆发危机, 可以称之为投资驱动型经济体之殇。

立足当下，一些较大的经济体投资驱动的特征已经不再明显，而中国是少有的例外。但 08 年之后，中国的资本形成占 GDP 的比重与 GDP 增速已经明显背离，这说明储蓄转化为投资，投资转化为生产的过程不顺畅，投资的有效性不足。而这些年，我们始终维持较高的资本形成占比，但经济下行压力始终存在，同时付出了各部门杠杆率全面提升的代价。为了摆脱这一困境，我们也在推动经济结构转型，消费对 GDP 的贡献抬升，产业层面也出现了一批具有国际竞争力的新兴产业，但截至目前仍未有效弥合资本形成占比和 GDP 增速的剪刀差，社会杠杆率仍在抬升。

在此前的分析中，我们也看到了日本和新加坡资本形成占比的三阶段下行，这应该是经济发展到一定阶段之后的客观规律——当经济发展到一定阶段之后就需要进行经济结构调整和推进产业转型。另外值得注意的是日本在第三阶段的下行中，是以硬着陆的方式，最终陷入“失去的三十年”。由此来看，在转型的过程中经济不失速的意义并不比转型本身弱，维持一定的经济增速非常必要，因此在转型过程中首先是要保持经济不失速，其次以此为基础，去避免在有效投资不足的情况下，债务螺旋式上升。

中国有着无与伦比的体制优势，债务主要体现在内债，同时有着全球最大的贸易顺差以及资本账户的开放是有序的，这与危机之前的东南亚经济体有很大的不同。在产业层面中国已经涌现出一批具有国际竞争力的产业，2020 年中国研发投入 2.4 万亿元，在全球仅次于美国，研发支出占 GDP 的比重由 2007 年的 1.37% 快速上升到 2020 年的 2.40%，虽还不及一些发达国家，但维持了较快增速，在很多新兴产业上中国不但未掉队，甚至处于领先水平。体制优势、债务结构、贸易顺差、产业优势等，使得中国在破除资本形成占比与 GDP 增速不匹配所导致的债务螺旋式上升的问题上有更大的回旋空间，如何用好这一回旋空间则需要更大的智慧，加大改革和经济转型力度，在不失速的前提下减少低效投资，把资源分配到更高效的领域是重要路径。

5 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。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438