

危机复盘系列报告（三）

亚洲金融危机复盘：亚洲市场如何走出强势美元危机？

相关研究报告

【平安证券】危机复盘系列报告（一）：无限量宽与低利率的逆转——次贷危机的回顾与启示

【平安证券】危机复盘系列报告（二）：欧债危机启示录：全球紧缩时代，债务风险何去何从？

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
WEIWEI1170@pingan.com.cn

张亚婕 投资咨询资格编号
S1060517110001
ZHANGYAJIE976@pingan.com.cn

郝思婧 投资咨询资格编号
S1060521070001
HAOSIJING374@pingan.com.cn



- **复盘 1997 年亚洲金融危机：外有强势美元，内有基本面和制度缺陷；亚洲国家加强经济金融改革以应对危机。**1997 年亚洲金融危机始于东南亚国家货币汇率崩溃，随后蔓延至整个东亚东南亚地区，最终甚至引发俄罗斯债务危机的连锁反应。究其成因，外因在于危机前美联储“强加息+快转向”带来美元走强日元贬值，导致东南亚国家出口萎缩、经常账户恶化，货币贬值压力加大；内因在于东南亚国家基本面缺陷（经济结构失衡以及投资过热），坚持“固定汇率制”+过早的“金融自由化”导致本国外债风险积压和资产泡沫滋生，并便利了国际炒家肆意做空。危机应对上，IMF 借鉴拉美经验提供的外部援助效果不佳，过度紧缩反而加大了衰退并推动危机二次演化，直至美联储降息才有所缓解；亚洲各国还通过经济金融改革以提高抵御外部风险能力。总体来看，此次亚洲国家的强势美元危机本质上是全球经济金融失衡和错配的问题。
- **危机期间的资本市场：汇率反应最为敏感，政策效果评估带来波动，基本面强劲国家资本市场反弹弹性更大。**第一，固定汇率崩溃后引发货币贬值和资本外逃，资本市场大幅调整。如 1997 年 7-8 月东南亚国家放弃固定汇率制，汇率贬值 10%-40%，其股市于 8 月见到危机期间最大月度跌幅。第二，危机期间股市共见两次反弹，持续性在于政策评估。第一次反弹始于 1998 年 1 月 IMF 援助落地，终于 3 月印尼经济危机再度爆发，持续约两个月，反弹幅度在 20%-40%之间；第二次是 1998 年 9 月的全面企稳，原因在于美联储降息落地，持续时间更长。第三，主要危机国在三个内追平前期跌幅，韩国和新加坡市场反弹最为强劲。相较亚洲“四小龙”，基本面相对较差的“四小虎”市场表现更弱，开启下跌时间更早、跌幅更深（“四小虎”跌幅 55%-85%， “四小龙”跌幅 35%-65%）、反弹更弱（“四小龙”普遍在一年内涨回至危机前水位）。
- **政策启示：亚洲金融危机对亚洲国家的经济金融政策选择影响深远。**对外方面，要推进汇率市场化改革，增强汇率弹性，并有条件的推进开放发展；对内方面，加大经济基本面以及金融制度韧性，加大高质量发展，加强亚洲区域协调，增强经济增长内生动力。
- **资本市场启示：内外部政策预期日渐明朗，A 股港股在基本面预期修复下仍有望延续反弹，短期外部风险和国内经济修复评估仍有扰动。**当前国内稳增长继续发力、防疫政策全面优化，海外衰退预期升温，美联储加息担忧缓和，美元已走出最为强势的阶段，日央行紧缩风险上升但影响尚且可控。在此情况下，人民币汇率已升值至 6.7 左右，后续有望继续走强；A 股和港股代表的亚洲新兴市场反弹已两月有余，涨幅分别为 10%和 45%，价格上，A 股估值在近十年 35%以下的较低位置，仍具备布局性价比，港股前期反弹势头较猛估值已大幅修复。总体上市场向上趋势不改，政策效果评估或带来扰动，美联储政策转向则需观察衰退程度。行业风格上，借鉴韩国走出危机的经验，短期金融行业代表的价值板块相对占优，中长期半导体为主的成长板块表现更好；启示当下，短期风格以均衡为主，布局困境反转的消费板块和地产链，中长期关注高景气且当前估值吸引的成长板块（数字经济、新能源、高端制造）。
- **风险提示：短期疫情蔓延超预期；海外紧缩风险加大；局部地区债务风险抬升并蔓延。**

正文目录

- 一、 危机复盘：90年代的强势美元如何影响亚洲金融市场？5
 - 1.1 危机成因：外有强势美元，内有经济缺陷..... 6
 - 1.2 危机应对：过度紧缩并非良方，经济金融改革加大韧性.....11
 - 1.3 资本市场：亚洲市场如何走出强势美元危机？ 14
- 二、 当前启示：亚洲金融市场修复可期.....18
 - 2.1 汇率市场：美元已走出最强势阶段，人民币企稳走强可期 18
 - 2.2 资本市场：政策预期明朗，市场向上趋势不改 19
 - 2.3 政策启示：加大人民币汇率弹性，推动经济高质量发展..... 23
- 三、 风险提示24

图表目录

图表 1	1996-2000 年，东亚东南亚地区主要股指走势	6
图表 2	危机期间，亚太地区主要国家货币汇率变动	6
图表 3	1998 年 5-8 月，俄罗斯金融市场波动	6
图表 4	日元汇率变动与危机时间线	7
图表 5	90 年代初，日本经济增速快速下滑并弱于美国	8
图表 6	自 1994 年，美日货币政策分化导致利差扩大	8
图表 7	东亚东南亚国家多为“出口导向型经济”	8
图表 8	危机前夕，东亚东南亚国家出口增速下滑	8
图表 9	危机前夕，主要东南亚国家 GDP 增速放缓	8
图表 10	危机前夕，东亚东南亚国家经常账户普遍恶化	8
图表 11	东亚东南亚国家的外债存量占 GNI 比重较高	9
图表 12	东亚东南亚国家的总储备应对外债的能力不足	9
图表 13	主要危机国的短期外债占外债总规模的比重较高（%）	9
图表 14	90 年代，泰国与美日之间保持了较大利差	10
图表 15	90 年代，流入泰国的外资主要投向房地产	10
图表 16	1993 年至危机，泰国“热钱”流入规模变大	10
图表 17	1992-1993 年，东南亚国家股指涨超一倍	10
图表 18	索罗斯等国际炒家在汇市和股市发动联合攻击的路线	11
图表 19	IMF 等国际机构对泰国、印尼和韩国的计划援助资金和实际支出情况	11
图表 20	亚洲金融危机中，IMF 援助条件概述	12
图表 21	IMF 等国际机构对泰国、印尼和韩国的计划援助资金和实际支出情况	12
图表 22	东南亚国家总储备占外债比重提高	13
图表 23	泰国出口更多流向中国，对美日依赖降低	13
图表 24	1970 年-2020 年韩国各制造业子行业生产值占制造业总生产值比重（%）	14
图表 25	危机期间，亚洲“四小龙”和“四小虎”的股指月度涨跌幅	14
图表 26	危机期间，亚洲“四小龙”和“四小虎”的货币对美元汇率变动	15
图表 27	危机期间，韩国、泰国权益市场外资流入变动	15
图表 28	1998 年 9 月，美联储降息美元指数快速走弱	15
图表 29	1998 年 8 月，道琼斯工业指数下跌 15%	16
图表 30	1998 年，美国经济出现走弱的趋势	16
图表 31	横向对比，亚洲“四小虎”股市下跌普遍更早、跌幅更深、反弹更弱	16
图表 32	1992-2000 年，亚洲“四小虎”股市表现	17
图表 33	1992-2000 年，亚洲“四小龙”股市表现	17

图表 34	价值板块先行表现，中长期成长板块占优	17
图表 35	韩国电气和电子设备行业长牛	17
图表 36	1995-1999 年，中国 A 股市场和 B 股市场走势	18
图表 37	2022 年，美国加息节奏及美元指数走势	19
图表 38	2022 年以来东亚东南亚国家汇率变动情况	19
图表 39	2022 年四季度，海外通胀开始回落	19
图表 40	2022 年 12 月美国 PMI 加速回落至近年新低	19
图表 41	2022 年 A 股市场可以划分为四个阶段	20
图表 42	本轮港股下跌持续时间已是历史最长，跌幅仅次于 1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机	20
图表 43	2022 年 12 月中央经济工作会议部署 2023 年经济工作	21
图表 44	A 股和港股主要股指估值及历史分位	22
图表 45	创业板指股债收益比为近十年 94% 分位水平	22
图表 46	11 月以来，北上资金净流入超 1200 亿元	22
图表 47	11 月以来，A 股两融余额有所企稳	22
图表 48	2022 年 11 月市场反弹以来，各行业指数市场表现、估值位置和盈利增速预测	22
图表 49	2022 年，央行通过多项人民币汇率调节工具稳定汇率	24

2022 年以来，全球经济金融市场陷入“高通胀+强紧缩”的两难境地，俄乌冲突的爆发进一步拖累全球供应链修复，通胀持续上涨并屡破新高，欧美央行为抗击通胀开启激进加息周期，自 3 月以来，美联储加息 7 次，共计 400BP，美元指数随之快速上涨并逼近 115 的历史高位。强势美元之下，以中国为首的亚洲新兴市场国家遭遇了较为严重的资本外流，各国货币对美元汇率大幅贬值，资本市场亦持续调整。进入 2022 年四季度，全球通胀向下拐点得到验证，美联储加息预期出现缓和，全球资本市场从定价“紧缩”逐步向定价“衰退”转换，新兴市场汇市回稳，流动性问题得到一定缓解，股市迎来反弹。然而，站在当前时点，尽管市场对于 2023 年全球通胀走势、经济衰退形势、美联储加息进程已形成相对一致的预期，但实际的兑现还需等待，新的风险点仍需警惕，在此情况下，以 A 股为代表的新兴市场的反弹节奏和持续性值得讨论。为此，我们对同样发生在强势美元背景下的 1997 年亚洲金融危机进行了复盘，希望借此对本轮市场反弹给予一定启示。

一、危机复盘：90 年代的强势美元如何影响亚洲金融市场？

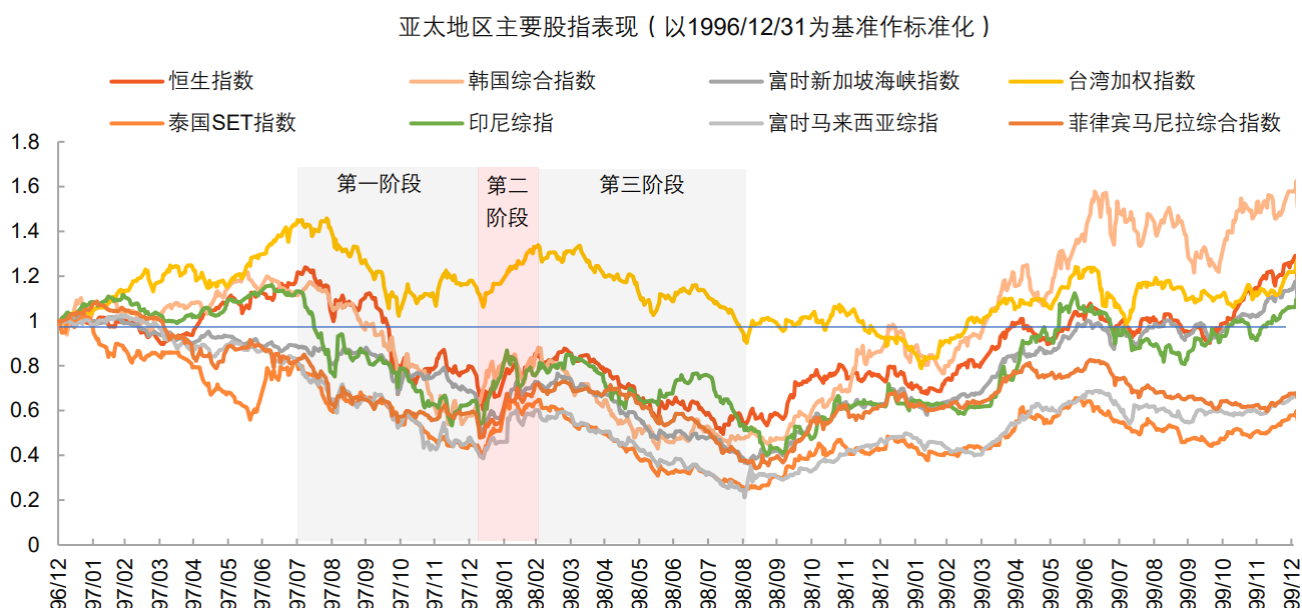
1997 年的亚洲金融危机始于东南亚国家的货币汇率崩溃，随后蔓延至整个东亚东南亚地区并演变为地区性经济金融危机，危机的始末可以划分为三个阶段。

第一阶段为 1997 年 7 月至 1997 年年底，该时期东亚东南亚国家的固定汇率制度纷纷崩溃，货币大幅贬值并引发股市下跌。1997 年 7 月 2 日，泰国当局在与国际炒家对抗数月后宣布放弃盯住美元的固定汇率制度，并从当日起实行有管理的浮动汇率制，当日泰铢极速贬值，美元兑泰铢汇率跌 23%，危机自此开始。随后的两个月，马来西亚、印度尼西亚和菲律宾纷纷放弃固定汇率制度并开启货币竞争性贬值，1997 年 7-8 月，泰国泰铢、印尼卢比、马来西亚林吉特和菲律宾比索对美元的汇率分别下跌 41%、21%、16%和 14%。货币危机蔓延至东亚地区，1997 年 10-12 月，中国台湾、韩国相继宣布放弃固定汇率制度，新台币、韩元对美元汇率分别下跌约 18%和 90%；港币则在政府动用巨额外汇储备调节的情况下坚守固定汇率。货币贬值引发股市恐慌性抛售，自 1997 年 7 月至 1997 年年底，泰国、马来西亚、印尼、菲律宾和韩国的主要股指下跌约 45%-70%，中国香港、新加坡和中国台湾的主要股指下跌约 20%-35%。

第二阶段为 1998 年 1 月至 2 月，该时期国际组织的外部援助落地、主要危机国积极应对提振市场情绪，汇市股市短暂回稳。1998 年年初，国际货币基金组织（以下简称“IMF”）等国际组织对泰国、印尼和韩国的援助全部落地，主要危机国亦相继采取提高利率、关闭破产银行等措施以应对危机，市场情绪得到安抚，汇市暂时回稳，外资再度流入亚洲地区，股市短暂止跌回升。1998 年 1-2 月，韩国、泰国、印尼、马来西亚、菲律宾的主要股指反弹约 20%-40%。

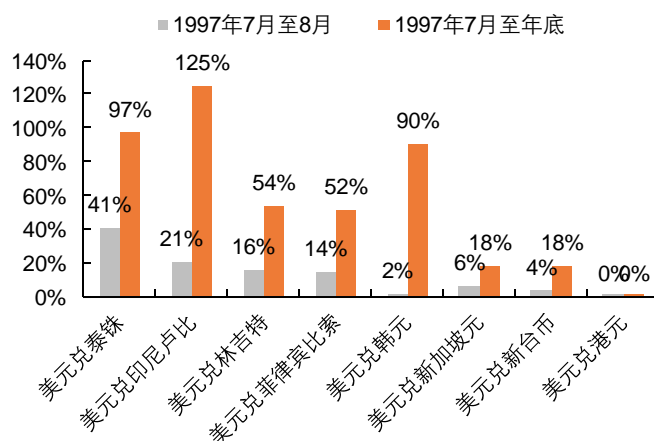
第三阶段为 1998 年 3 月至 1998 年 9 月，IMF 救助政策评估不及预期，地区汇市再起波澜，股市再度下跌。然而，IMF 援助计划中要求的货币财政双紧缩的政策并未起效，反而加速了受援国的银行业崩溃和经济衰退，社会矛盾进一步激化，1998 年 3 月印尼爆发严重的政治经济危机，东亚东南亚地区的汇市再次动荡，股市开启第二轮下跌。危机进一步蔓延至俄罗斯，1998 年 5 月俄罗斯金融市场出现剧烈波动，当月俄罗斯短期国债收益率跳涨，卢布贬值；8 月，国际社会对俄的援助计划流产，国际炒家乘势攻击卢布，当月卢布汇率贬值 26%，俄政府则在压力之下宣布停止国内债务偿还并延期国外债务偿还。俄罗斯的债务违约引起投资者警觉，全球风险溢价快速上升，地区金融危机演化为全球危机的势头愈强，8 月美国道指下跌 15%，日经 225 下跌 14%。在此情况下，美联储主席格林斯潘于 9 月 4 日正式宣布降息计划，市场情绪有所改善，随后的 9-11 月，美联储连续降息三次共计 75BP，亚洲市场的流动性紧张的局面得到扭转，外资重回亚洲地区，股市企稳反弹，危机逐渐退却。

图表1 1996-2000 年，东亚东南亚地区主要股指走势



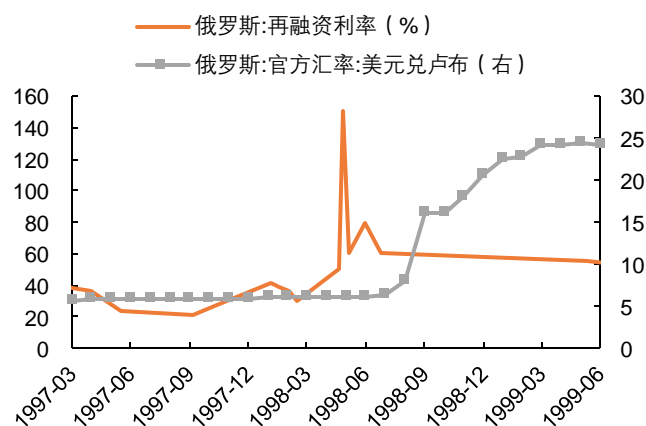
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 危机期间，亚太地区主要国家货币汇率变动



资料来源：世界银行，平安证券研究所

图表3 1998 年 5-8 月，俄罗斯金融市场波动



资料来源：世界银行，平安证券研究所

1.1 危机成因：外有强势美元，内有经济缺陷

究其成因，亚洲金融危机的爆发既有外部的偶然性又有其内在的必然性。

外部视角来看，全球经济金融环境的失衡是引发彼时东亚东南亚国家汇市崩溃的导火索，主要在于两点：一是 90 年代初日本经济衰退拖累该地区出口，基本面逐步走弱为危机爆发埋下伏笔；二是危机前夕美联储强加息推动美元走强，间接导致该地区经常账户恶化，货币贬值压力骤升。

90 年代初，日本泡沫经济破裂导致依附日本的东亚东南亚国家的经济基本面开始走弱。自 1985 年广场协议至 1988 年，日元在经济高增的支撑下持续升值，日元汇率从 250:1 升值到 125:1；期间，日经指数上涨 2 倍有余，劳动力密集型产

业从亚洲“四小龙”¹加速转移至亚洲“四小虎”²，以日本为首的东亚东南亚经济圈繁荣发展。1989年，日本开启紧缩周期，泡沫经济开始破裂，日经指数从1989年年末的38900左右的高点快速下跌至1990年年末的24000点左右，跌幅近40%；日本银行业的坏账问题随之暴露，企业和金融机构被迫缩表，经济增速快速下滑并进入“失落的十年”。日本经济衰退的负面效应进一步传导至承接日本产业转移的东亚东南亚地区：一方面，日本原本流入该地区的FDI规模下滑，部分日本企业撤资撤离；另一方面，东亚东南亚国家的出口主导型经济易受外需变动的影响，而日本作为该地区产业链的主导国，吸收了东亚东南亚地区较大的出口份额，1990年-1994年，主要东南亚国家的货物出口金额增速明显放缓，基本面开始走弱。

1994-1995年，美联储“强加息+快转向”推动美元走强，致使东亚东南亚国家的经常账户快速恶化、实际币值与固定汇率大幅背离，货币贬值压力骤升。美国方面，1994年2月，美联储在原材料价格大幅上涨、通胀抬头的压力下开启预防性加息，一年内加息7次合计300BP，联邦基金目标利率从3.0%提升至6.0%。1995年二季度，美国GDP增速显著放缓，美联储为防止经济衰退于7月开启降息周期，半年时间降息3次合计75BP。可以看到，美联储在两年时间内“先激进加息、后快速降息”，在成功抑制通胀的同时实现了经济“软着陆”，美元随之走强。日本方面，1991-1993年，日本为刺激经济连续8次降息，贴现率从6.0%下降至1.75%，1995年再度大幅降息两次至0.5%。货币政策的分歧加剧美日利差扩大，日元自1995年年中开始快速贬值。美日币值变动的负面效应外溢至东亚东南亚地区，“盯住美元+美元升值+日元贬值”的组合导致该地区货币相对于日元被动升值，极大削弱了其对日的出口竞争力；1995-1996年，主要东亚东南亚国家的货物出口增速从30%左右的水平快速降至个位数水平，其中泰国的出口甚至进入负增区间；出口萎缩进而导致经常账户快速恶化，地区货币贬值压力骤升。

图表4 日元汇率变动与危机时间线

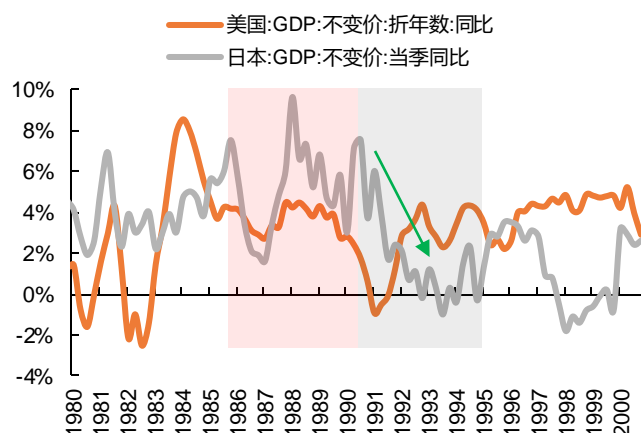


资料来源：Wind，平安证券研究所

¹ “亚洲‘四小龙’”指韩国、新加坡、中国香港和中国台湾。

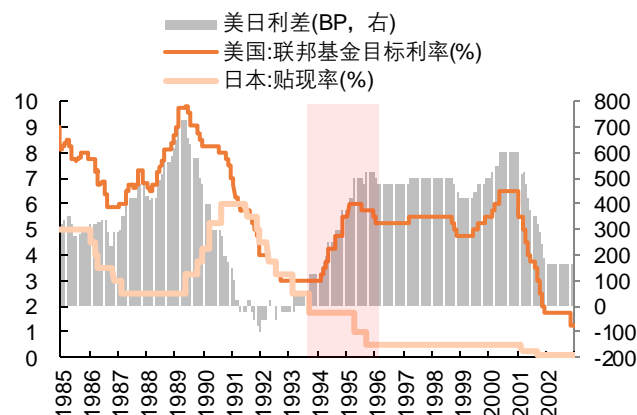
² “亚洲‘四小虎’”指泰国、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾。

图表5 90年代初，日本经济增速快速下滑并弱于美国



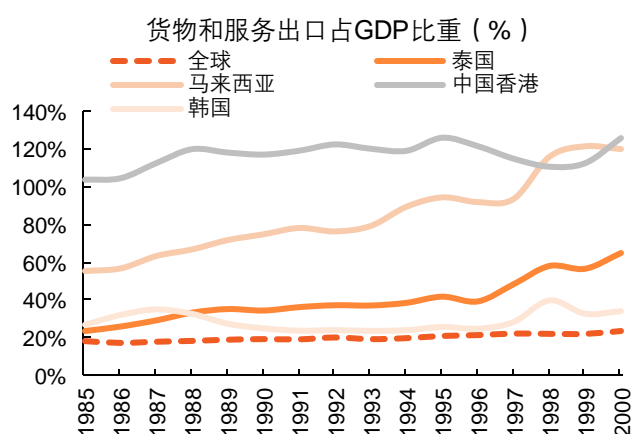
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 自1994年，美日货币政策分化导致利差扩大



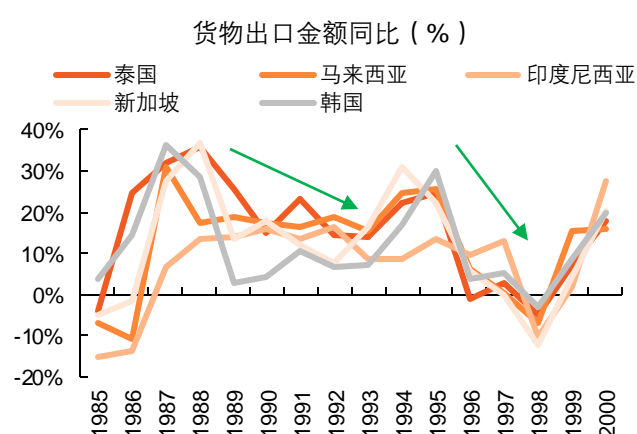
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 东亚东南亚国家多为“出口导向型经济”



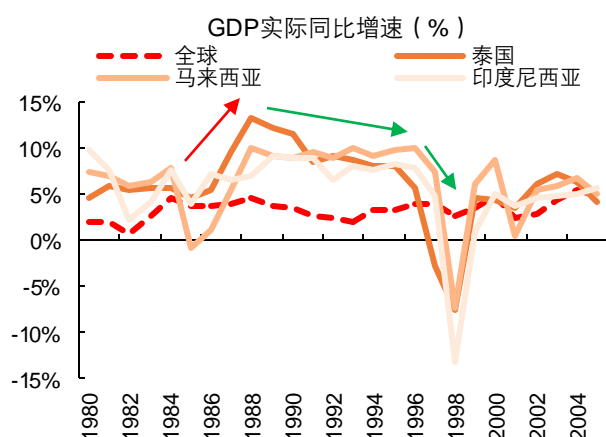
资料来源: 世界银行, 平安证券研究所

图表8 危机前夕，东亚东南亚国家出口增速下滑



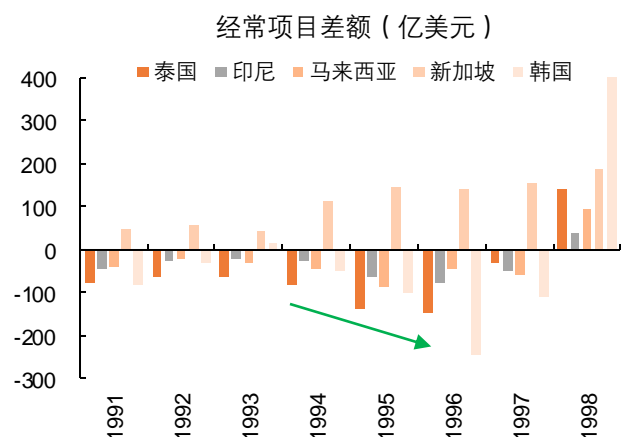
资料来源: 世界银行, 平安证券研究所

图表9 危机前夕，主要东南亚国家GDP增速放缓



资料来源: 世界银行, 平安证券研究所

图表10 危机前夕，东亚东南亚国家经常账户普遍恶化

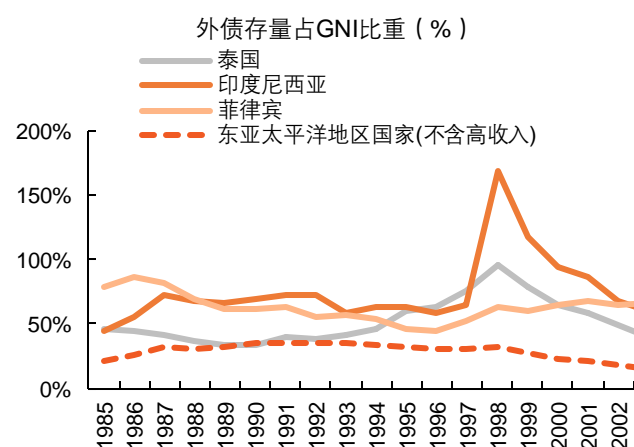


资料来源: 世界银行, 平安证券研究所

内部视角来看，东亚东南亚国家在自身银行金融体系相对薄弱的阶段坚持固定汇率制度并过早实行金融自由化，引致外债高举和热钱流入，最终导致外债风险积压和资产泡沫滋生。上世纪 80 年代中至 90 年代初，主要的东亚东南亚国家为了维持出口竞争力普遍采取了盯住美元的固定汇率制度，同时随着经济金融全球化的加速，以泰国为首的东南亚国家陆续采取了金融自由化政策，先后取消了经常账户国际支付限制并放开资本账户，允许境外非居民在本国自由设立账户进行存贷款。而如此政策组合实际忽视了“不可能三角形”警示的风险，放弃了本国货币政策的独立性，为危机的爆发埋下了隐患。

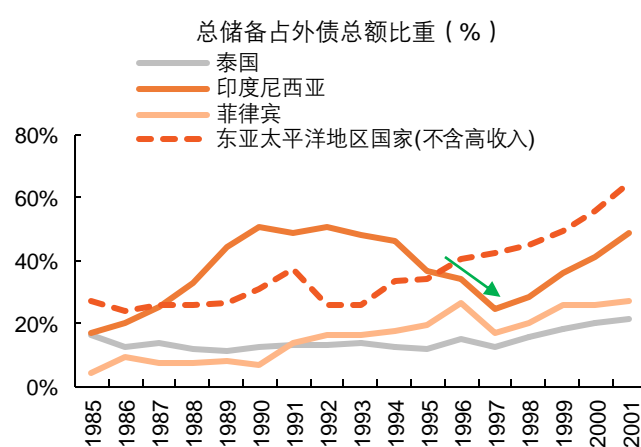
第一，外债高举叠加短贷长投埋下流动性风险隐患。如前文所述，90 年代以来，东亚东南亚国家出口开始走弱，经常账户逆差逐渐扩大，此时政府为了维持固定汇率制度，需要通过资本账户大量举借外债来弥补经常账户逆差，而其中绝大部分为流动性风险更高的短期外债。根据世界银行统计数据，1990-1997 年，泰国的外债存量占 GNI 比重从 33% 上升至 75%，菲律宾和马来西亚的数据则长期维持在 60% 左右的高水平，而同期东亚太平洋地区国家（不含高收入外）的平均水平为 33%，彼时中国的该数据在 15% 左右，属于偏低水平；债务的期限结构来看，1996 年，泰国和韩国的短期外债占总外债比重均超过 40%，印度尼西亚和菲律宾的该数据在 20% 左右，均高于同期全球中低收入及中等收入国家的平均水平。同时，彼时东亚东南亚国家缺乏金融风险意识，忽视了扩大外汇储备以提高抗风险能力的重要性，危机前夕，泰国、菲律宾的总储备覆盖外债的比率约在 10%-20%，低于东亚太平洋地区国家（不含高收入）的平均水平，而印尼虽然在危机前总储备占外债比重较高，但在 1997 年危机爆发后仍发生了“储备不足、贬值难敌”的局面。

图 11 东亚东南亚国家的外债存量占 GNI 比重较高



资料来源：Wind，平安证券研究所

图 12 东亚东南亚国家的总储备应对外债的能力不足



资料来源：Wind，平安证券研究所

图 13 主要危机国的短期外债占外债总规模的比重较高（%）

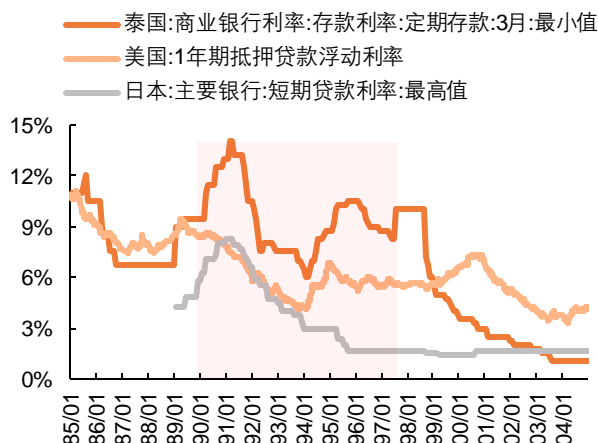
年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
泰国	30	33	35	43	44	44	42	34	28	24	19
韩国					45	47	48	36	23	27	32
印度尼西亚	16	18	21	20	18	21	25	24	13	13	15
菲律宾	14	15	16	14	14	13	18	23	11	8	9
中低收入国家	15	16	17	18	16	18	18	18	15	13	13
中等收入国家	15	16	18	18	17	18	18	18	14	13	13

资料来源：Wind，平安证券研究所

第二，利差交易吸引投机性热钱不断流入，推高资产价格导致泡沫滋生。90 年代初，经济金融全球化加速、日本经济进入衰退，国际资本开始寻找新的投资地，“利率较高+固定汇率+金融自由”的东亚东南亚国家成为主要流入地，利差交易是主要形式。以泰国为例，90 年代初期，泰国存款利率中枢约在 10% 左右，而日本和美国短期贷款利率的中枢在则 5%-6% 的水平，投机者通过在美国借贷再换成泰铢并在泰国投资，最终能够取得一笔低汇率风险的利得。然而，此类利差交易往往

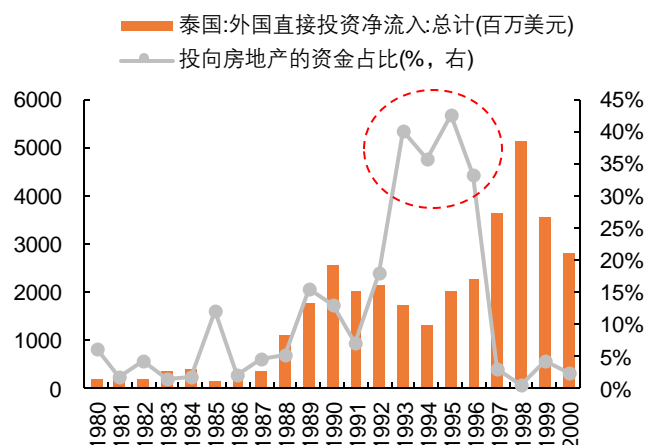
带有投机性质，并主要流向泰国的股市和楼市。1990 年，泰国的外国直接投资中约有 7% 的资金投向了房地产，而这一比重在 1993-1996 年间达到了 35%-45%。与此同时，泰国股市亦经历了外资的大进大出，1993 年、1995 年和 1997 年，流向泰国权益证券的外资甚至超过了 FDI，而 1994 年则出现权益资本外流。热钱的大幅流入使得该地区资产泡沫快速累积，1992-1993 年的两年时间，泰国、印尼及马来西亚的股市均实现成倍上涨。

图表14 90 年代，泰国与美日之间保持了较大利差



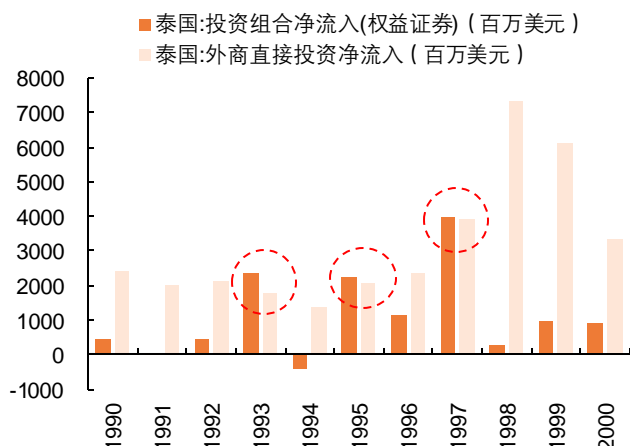
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表15 90 年代，流入泰国的外资主要投向房地产



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 1993 年至危机，泰国“热钱”流入规模变大



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表17 1992-1993 年，东南亚国家股指涨超一倍



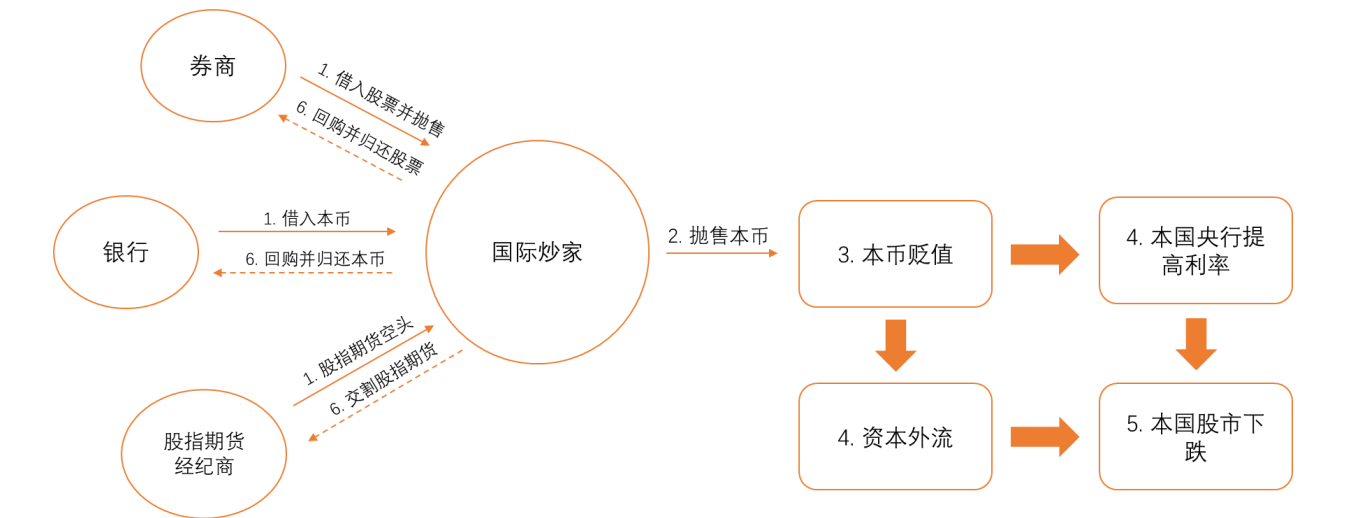
资料来源：Wind，平安证券研究所

第三，完全的金融自由化为国际炒家肆意做空提供了便利条件。国际炒家做空某国货币的必要条件在于获取大量该国货币，对于国际化程度较高的货币，国际炒家可以通过离岸金融市场获取本币；而对于彼时的东亚东南亚国家，金融自由化体制则便利了国际炒家从在该国国内的货币市场上直接获得大量本币，为其后续做空提供了便利条件。首先，国际炒家通过该国银行借贷大量本币，待本国经济的负面消息放出时大量抛售致使本币贬值，再以低价回购本币归还给该国银行；与此同时，国际炒家还会在股票市场上实施卖空，并在衍生品市场上积累股指期货的空头头寸；接着，本国央行会通过提高利率以应对本币贬值，国内流动性进而收紧，叠加货币贬值带来的资本外流，股票市场的信心受挫并开启下跌；此时，国际炒家便可通过低价回购股票和交割股指期货空头来获利。以 1998 年 8 月的“香港保卫战”为例³，自 1998 年年初至 8 月，国际炒家持续借入港币并积累了大量港股股票和股指期货的空头头寸，8 月港币空头超 300 亿港币、国际炒家持有的股指

³ 管涛，谢峰。重温亚洲金融危机期间的泰铢狙击战和港币保卫战：从技术角度的梳理[J]. 国际金融, 2015(11):8.

期货空头合约近 8 万份，8 月初国际炒家开始大肆抛售港币并做空港股；8 月 14 日香港政府正式入市干预，通过直接建立股市买盘、承接外汇市场卖盘、提高利率、切断炒家借入股票的渠道等方式进行回击，最终将恒生指数守在了 7000 点以上。

图表 18 索罗斯等国际炒家在汇市和股市发动联合攻击的路线



资料来源：《重温亚洲金融危机期间的泰铢狙击战和港币保卫战:从技术角度的梳理》，平安证券研究所

1.2 危机应对：过度紧缩并非良方，经济金融改革加大韧性

危机应对来看，IMF 的外部援助为受援国提供了短暂的流动性支持，各国自身亦通过金融经济改革以积极应对。其中，前者的政策效果备受争议，援助计划中要求的过度紧缩非但未救受援国于水火反而加剧了其社会动荡和经济衰退。

IMF 以严苛的改革条件向主要国家提供资金援助，但实际落地情况和政策效果却不及预期。危机爆发初期，主要危机国便向 IMF 等国际组织寻求援助，在经过多轮谈判后，泰国、印度尼西亚和韩国先后在 1997 年 10 月至次年 1 月获得援助资金，但资金实际落地情况却不及预期。据资料显示⁴，国际货币基金组织、亚洲开发银行和世界银行等组织和国家对印尼的计划援助额度最高，合计达到 423 亿美元，占印尼 1997 年 GDP 的 20%，但实际仅支付了 121 亿美元，不及计划的 30%；对韩国的计划援助额度为 584 亿美元，实际支出 287 亿美元；对泰国的计划援助额度为 172 亿美元，实际支出 14.1 亿美元。

图表 19 IMF 等国际机构对泰国、印尼和韩国的计划援助资金和实际支出情况

	计划支出		实际支出	
	金额（十亿美元）	占 1997 年该国 GDP 比重	金额（十亿美元）	占 1997 年该国 GDP 比重
印度尼西亚	42.3	20%	12.1	6%
IMF	11.2	5%	8.8	4%
亚开行及世界银行	10	5%	3.3	2%
其他	21.1	10%	0	0%
韩国	58.4	13%	28.7	6%
IMF	21.1	5%	19	4%
亚开行及世界银行	14.2	3%	9.7	2%
其他	23.1	5%	0	0%
泰国	17.2	11%	14.1	9%
IMF	4	3%	3.4	2%

⁴ Berg, Andrew, The Asia Crisis Causes, Policy Responses, and Outcomes (October 1999). IMF Working Paper No. 99/138.

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

亚开行及世界银行	2.7	2%	1	1%
其他	10.5	7%	8.7	6%

资料来源：IMF，平安证券研究所

政策效果上，IMF 援助计划中不合时宜的紧缩政策一定程度上加剧了受援国的经济衰退，推动了危机二次演化。据资料显示⁵，IMF 的援助计划主要依据了其此前帮助拉美国家的经验，即要求受援国采取货币财政双紧缩政策、实施经济金融自由化和市场开放来维护投资者对受援国经济金融市场的信心。然而，这些援助条件低估了亚洲国家金融系统和基本面的脆弱性、忽视了可能发生的道德风险，最终加剧了该地区经济衰退和市场信心坍塌。首先，不同于拉美主权债务危机，亚洲金融危机中的债务问题主要来源于私人部门而非政府，此时采取货币财政双紧缩便是弊大于利。一方面，提高利率虽能在短期内应对货币贬值，但也使得国内信用融资成本增加，当企业难以获得周转资金而倒闭时，银行坏账便成为了现实，随之而来的便是银行的无序破产和挤兑；另一方面，紧缩的财政政策（减少支出+增加税收）可能加重私人部门的债务负担，同时还会降低国内需求，加速经济衰退，更不利于信心修复。其次，IMF 忽视了受援国政治环境的不稳定和道德风险。危机爆发前，印度尼西亚就已经历了近 30 年的独裁政府统治，民众对此早有积怨，而 IMF 要求的紧缩政策更是进一步激化了社会矛盾；1998 年 2 月下旬，印尼民众举行了大规模游行示威行动，3 月彼时当权的苏哈托政府被推翻，IMF 要求的经济金融改革也陷入停滞，援助就此中断。总体来看，IMF 援助计划中不合时宜的紧缩政策使得部分受援国陷入“货币财政紧缩—企业银行加速破产—经济衰退及政局动荡—市场信心受损—外资再度流出”的局面，一定程度上推动了危机的二次演化。

图表20 亚洲金融危机中，IMF 援助条件概述

条件	具体内容
采取财政紧缩政策	限制政府赤字规模，降低预算赤字占 GDP 比重，通过增加税收来减少对外债的依赖。
采取货币紧缩政策	提高利率以避免货币继续贬值。
整顿金融体系	关闭无清偿能力的金融机构，鼓励金融机构资产重组。
进行经济结构性改革	减少政府对经济的过度干预，减少寡头垄断，促进私有化，鼓励外资对本国金融机构和企业的接管；推行自由贸易政策，降低贸易壁垒。
继续实施金融自由化	允许资本账户的完全自由交易，继续开放证券市场。

资料来源：IMF，平安证券研究所

除采纳 IMF 意见之外，各国还通过实施有选择的资本管制、降低关税促外贸等手段来应对危机。首先，部分危机国采纳了 IMF 的建议，包括提高利率应对货币过度贬值、开展金融机构整顿工作和财政紧缩等。未接受 IMF 援助的马来西亚还从约束贷款和资本管制两方面采取了行动，一方面，马来西亚当局在危机爆发后果断要求商业银行严格控制为非生产性领域提供贷款，并调低地产贷款投放比例，以加快金融风险出清，另一方面，马来当局还逆 IMF 的反对实施了有选择的资本管制，以控制外资大幅外流，一定程度保障了国内市场的流动性。另外，泰国和印尼还通过降低关税来提高出口竞争力、平衡外贸情况，加快经济基本面修复。

图表21 IMF 等国际机构对泰国、印尼和韩国的计划援助资金和实际支出情况

政策类型	措施	具体方案
采纳 IMF 意见	提高利率	各国实行相对紧缩的货币政策，提高利率。自 1997 年 6 月至 1998 年 5 月，印尼、韩国、泰国和马来西亚的名义利率分别上涨 31.7%、12.1%、8.0% 和 3.5%。
	金融机构整顿	泰国：1997 年年底前关闭了 56 家金融机构； 印度尼西亚：1997 年 11 月关闭 16 家商业银行；1998 年 4 月关停 7 家小银行；1999 年 3 月关停 38 家金融机构；

⁵ Hetzel, R. (2008). The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History (Studies in Macroeconomic History). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9780511754173

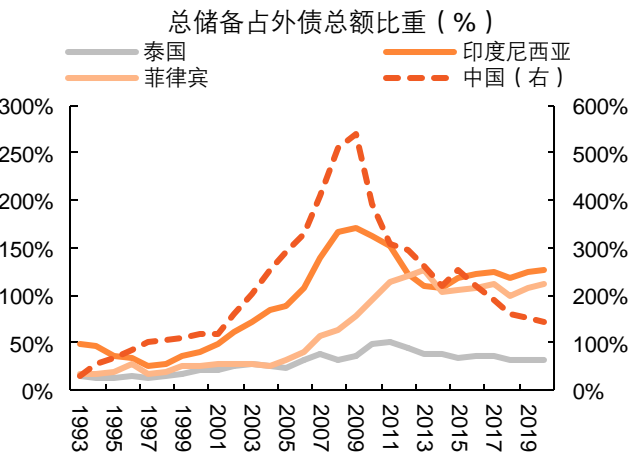
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

非 IMF 意见	财政紧缩	韩国：1997 年 12 月中止 14 家无清偿能力的商业银行营业、关停约 50 家金融机构； 泰国：决定在两年内将财政预算赤字从 8% 降到 7.2%； 印度尼西亚：决定将赤字控制在 3% 左右。
	约束贷款	马来西亚：将地产业贷款投放比例从亚洲金融危机前的 29% 下调到 20%，明确要求各商业银行严格控制为非生产性领域提供贷款。
	资本管制	马来西亚：1998 年 9 月，马来西亚实施了有选择的资本管制政策。
	降低关税	泰国：1997 年泰国投资委员会提出，通过政策让出口创汇行业享有更多的国内优惠待遇； 印度尼西亚：将会削减约 100 项工业品的关税，使国内工业品平均出口关税从 13% 降至 12%。
	财政刺激	马来西亚：1998 年 7 月，宣布 70 亿林吉特财政刺激计划以推动经济增长，同月发表“国家经济复兴计划”。

资料来源：IMF，平安证券研究所

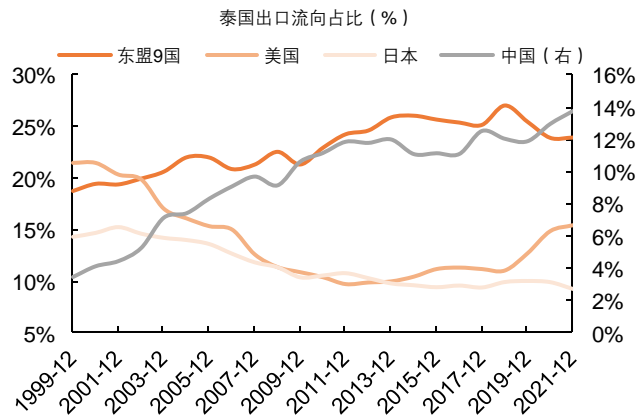
拉长视角看，危机国还通过经济金融改革以增强自身风险防御和处置能力。金融改革方面，首先危机国普遍重视增加外汇储备以抵御外部经济金融重大变化对本国货币和市场的冲击；其次，危机国还对汇率制度进行调整，目前泰国、印尼、菲律宾、新加坡等均实行有管理的浮动汇率制度，并进行外汇交易管制；另外，危机国还积极通过区域合作以维护地区金融市场稳定，包括签订《清迈协议》加强区域货币市场合作、成立亚洲债券基金等。经济改革方面，首先危机国将贸易合作目标转向区域内部，以泰国为例，危机过后，该国对美日的出口占全部出口额比重持续下降，而对中国和东盟国家的出口占比则逐年上升。其次，部分危机国还通过推进经济结构转型来增强经济增长韧性，以韩国为例，危机使得金融风险和问题企业加速出清，韩国政府则果断抓住机遇加大经济转型力度，1998 年韩国发布《面向 21 世纪的产业政策方向及知识型新产业发展方案》，提出集中力量发展计算机、半导体、生物技术等技术和知识密集型的战略性新兴产业和服务业，1999 年韩国发布《长期科技发展规划——2025 年构想》，提出以“科技导向”引领国家经济、产业发展模式转型，进一步加大对科技进步的支持；政策支持使得韩国电子电气产业迅速发展，产值占制造业比重由 1990 年的 19% 跃升至 2000 年的 28%。

图表22 东南亚国家总储备占外债比重提高



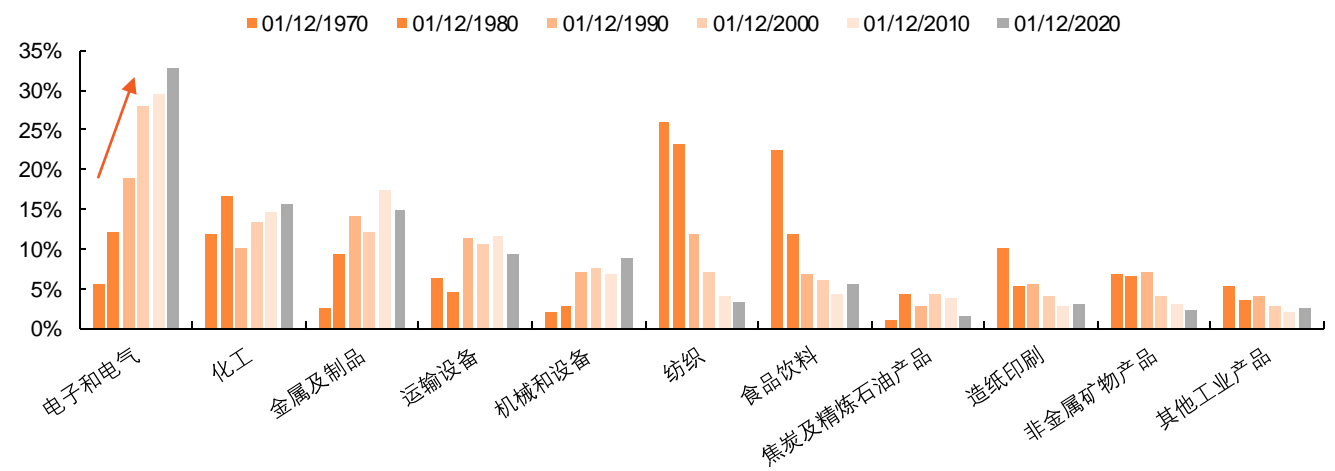
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 泰国出口更多流向中国，对美日依赖降低



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 1970年-2020年韩国各制造业子行业产值占制造业总产值比重（%）



资料来源：CEIC，平安证券研究所

1.3 资本市场：亚洲市场如何走出强势美元危机？

那么，彼时危机国的资本市场如何表现？对当前又有何启示？

货币汇率崩溃引发资本外逃，进而带来股市深度下跌。1997年7月2日泰铢“破防”，印尼、马来西亚和菲律宾开启货币竞争性贬值，并引发外资恐慌性抛售，8月亚洲“四小虎”的股市看到危机期间最大月度跌幅，大约为20%-30%，该阶段亚洲“四小龙”的股市虽也开启下跌但跌幅较浅。同年10-11月，韩国和中国台湾在国际炒家的攻击下相继放弃币值保卫，货币大幅贬值并引发外资快速流出，股市出现深度下跌，10月“四小龙”的主要股指月度跌幅大约为15%-30%。

市场反弹来由于明确的预期变动，持续时间受制于政策评估。危机期间，资本市场共见两次反弹。第一次是1998年1-2月，彼时IMF援助全部落地，地区汇市企稳，外资再度流入，市场情绪有所回暖；1月，受援的韩国、泰国和印尼的主要股指反弹约20%-50%；次月，中国香港、中国台湾、新加坡、马来西亚和菲律宾的主要股指均出现反弹。然而，IMF政策评估不及预期，3月印尼社会矛盾激化并爆发政治经济危机，地区汇市再起波澜，股市开启第二轮下跌。第二次是1998年9月地区股市集体企稳回升，反弹的原因主要在于两点：一是1998年8月28日“香港保卫战”大挫以索罗斯为首的国际炒家，并对外传递了中国政府对抗投机者的决心，国际炒家自此偃旗息鼓，市场情绪得到抚慰；二是1998年8月俄罗斯债务违约叠加卢布崩盘导致全球风险偏好快速恶化，9月4日美联储主席格林斯潘公开表示，美联储将降息以防范可能出现的经济萎缩以及亚洲金融危机的蔓延⁶，9月29日美联储兑现承诺降息25BP，海外流动性宽松确认，当月韩国股市扭转上月外资净流出局面，转为净流入1088亿韩元；随后的10-11月，美联储连续两次降息合计50BP，外资稳定回流亚洲，支撑地区股市企稳反弹。

图表25 危机期间，亚洲“四小龙”和“四小虎”的股指月度涨跌幅

主要股指	97/07	97/08	97/09	97/10	97/11	97/12	98/01	98/02	98/03	98/04	98/05	98/06	98/07	98/08	98/09	98/10
恒生指数	8%	-14%	6%	-29%	-1%	2%	-14%	24%	0%	-10%	-14%	-4%	-7%	-8%	8%	29%
韩国综合指数	-3%	-4%	-7%	-27%	-13%	-8%	51%	-1%	-14%	-12%	-21%	-10%	15%	-10%	0%	30%
富时新加坡海峡指数	-1%	-8%	8%	-19%	5%	-8%	-18%	28%	1%	-8%	-16%	-15%	0%	-20%	10%	28%

⁶ Hetzel, R. (2008). The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History (Studies in Macroeconomic History). Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9780511754173

台湾加权指数	11%	-3%	-11%	-16%	7%	5%	-1%	14%	-1%	-9%	-5%	-4%	1%	-14%	4%	5%
泰国 SET 指数	26%	-25%	8%	-18%	-12%	-6%	33%	7%	-13%	-10%	-21%	-18%	0%	-20%	18%	31%
印尼综指	0%	-32%	11%	-8%	-20%	0%	21%	-1%	12%	-15%	-9%	6%	8%	-29%	-19%	9%
富时马来西亚综指	-6%	-21%	1%	-18%	-18%	9%	-4%	31%	-3%	-13%	-14%	-15%	-12%	-25%	23%	9%
马尼拉综指	-7%	-23%	2%	-12%	-3%	5%	4%	16%	-1%	-3%	-8%	-12%	-9%	-26%	6%	39%

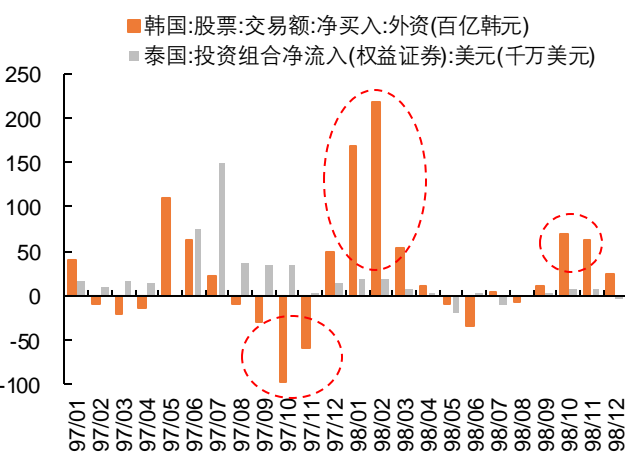
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表26 危机期间，亚洲“四小龙”和“四小虎”的货币对美元汇率变动

本币名称	97/07	97/08	97/09	97/10	97/11	97/12	98/01	98/02	98/03	98/04	98/05	98/06	98/07	98/08	98/09	98/10
港币	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
韩元	0%	1%	1%	6%	21%	45%	-10%	7%	-15%	-3%	5%	-2%	-10%	8%	4%	-5%
新加坡元	3%	3%	1%	3%	1%	6%	2%	-6%	0%	-2%	6%	1%	3%	3%	-5%	-4%
新台币	4%	0%	-1%	9%	4%	1%	4%	-6%	2%	0%	3%	1%	0%	1%	-1%	-6%
泰铢	28%	7%	4%	13%	1%	14%	13%	-19%	-8%	-2%	4%	4%	-3%	3%	-6%	-7%
印尼卢比	7%	12%	12%	9%	1%	50%	90%	-16%	-2%	-8%	40%	32%	-11%	-15%	-4%	-30%
马来林吉特	5%	11%	11%	2%	6%	11%	9%	-12%	-1%	3%	3%	7%	0%	1%	-9%	0%
菲律宾比索	10%	4%	12%	3%	-1%	15%	6%	-5%	-8%	8%	-3%	8%	0%	4%	0%	-7%

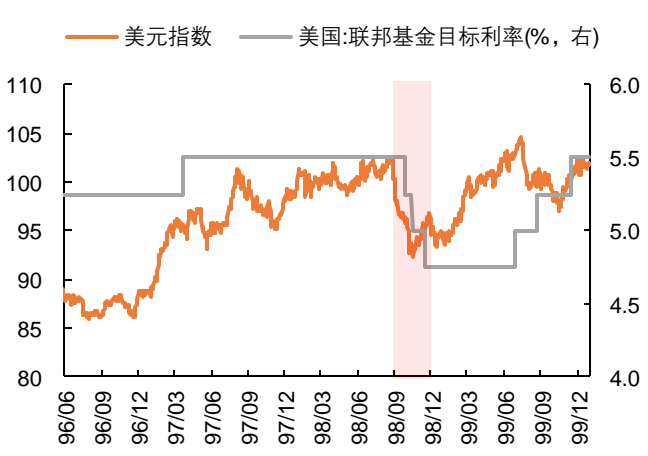
资料来源：Wind，平安证券研究所，注：上述货币的汇率均使用直接标价法

图表27 危机期间，韩国、泰国权益市场外资流入变动



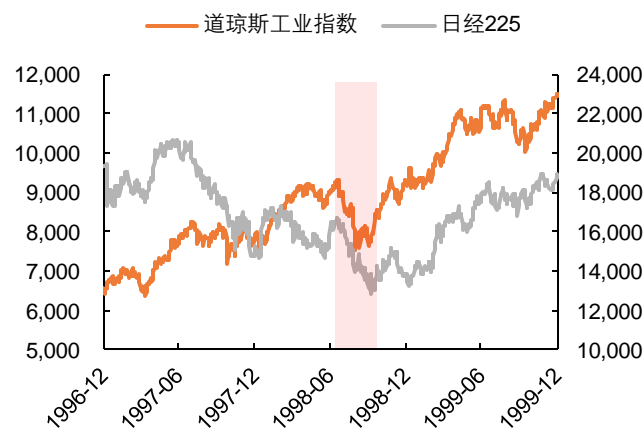
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表28 1998年9月，美联储降息美元指数快速走弱



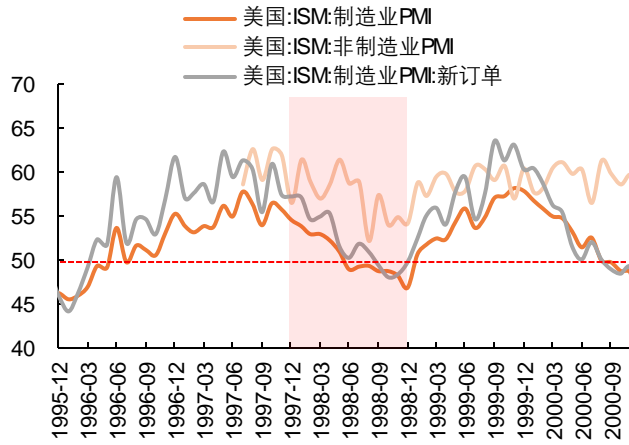
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表29 1998年8月，道琼斯工业指数下跌15%



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表30 1998年，美国经济出现走弱的趋势



资料来源：Wind，平安证券研究所

横向对比来看，相较于亚洲“四小龙”，经济基本面相对较差的“四小虎”股市下跌普遍更早、跌幅更深、反弹更弱。较小的时间窗口来看，地区汇率集体崩溃引发外资流出是危机爆发的起点，股市也往往在该时点后深度下跌。但从更长期的视角来看，东南亚股市普遍在1997年7月泰铢“破防”前就已经表现出颓势，泰国股市甚至在1996年年中便已开启下跌。据资料显示⁷，1996年泰国便已经出现多重风险信号，如7月国际炒家对泰铢发起第一次重大攻击，9月穆迪调低泰国短期债务信用评级。1997年1~2月，国际炒家对泰铢进行第二次重大攻击，担忧情绪传导至东南亚其他国家，马来西亚、菲律宾和新加坡的股市开启下跌。同年7-8月，亚洲“四小虎”陆续宣布放弃固定汇率制度，引发地区性汇市动荡，印尼、中国香港、中国台湾及韩国的股市开始下跌。从跌幅来看，亚洲“四小虎”的股市跌幅较深，从各自开启下跌的时点至1998年9月全面企稳，该四国主要股指的跌幅大约在55%-85%，而亚洲“四小龙”的股市跌幅相对较浅，约35%-65%左右。从危机退出后的市场反弹情况来看，除中国台湾外，基本面相对韧性的亚洲“四小龙”的股市反弹幅度更大，且普遍较快地涨回至危机前水位，企稳后一年的涨幅在80%-200%，而亚洲“四小虎”企稳后一年的涨幅则在60%-140%。

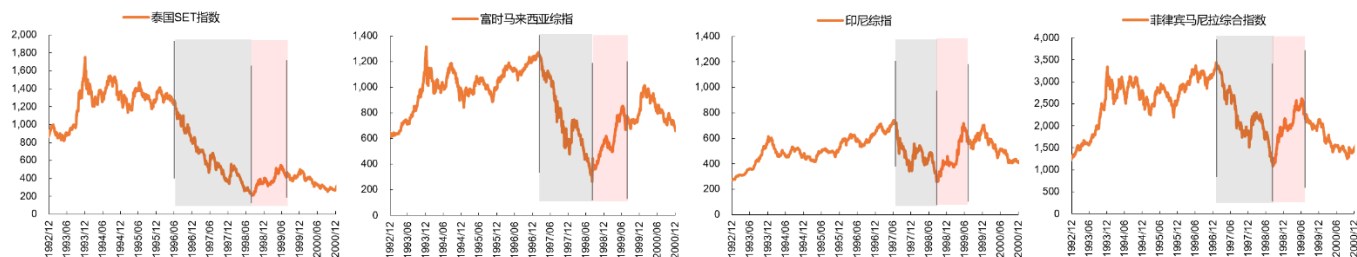
图表31 横向对比，亚洲“四小虎”股市下跌普遍更早、跌幅更深、反弹更弱

指数	亚洲“四小虎”				亚洲“四小龙”			
	泰国 SET 指数	印尼综指	富时马来西亚综指	菲律宾马尼拉综合指数	恒生指数	韩国综合指数	富时新加坡海峡指数	台湾加权指数
开启下跌时点	1996年6月	1997年8月	1997年2月	1997年2月	1997年8月	1997年8月	1997年2月	1997年8月
股市企稳时点	1998年9月	1998年9月	1998年9月	1998年9月	1998年8月	1998年9月	1998年9月	1998年9月
总计跌幅	-84.2%	-54.9%	-71.4%	-68.1%	-59.5%	-61.8%	-64.3%	-36.1%
企稳后三个月涨跌幅	62.8%	16.6%	68.4%	66.4%	45.8%	84.1%	67.0%	15.2%
企稳后半年涨跌幅	62.6%	17.7%	65.0%	79.8%	37.4%	104.3%	76.4%	2.3%
企稳后一年涨跌幅	107.9%	68.8%	138.1%	94.2%	83.8%	216.5%	165.8%	29.0%
开启下跌的时点	较早	正常	较早	较早	正常	正常	较早	正常
企稳的时点	正常	正常	正常	正常	较早	正常	正常	正常
跌幅深浅	较深	正常	较深	正常	正常	较浅	正常	较浅

资料来源：Wind，平安证券研究所，注：以区间内高点交易日和低点交易日确定下跌开启日期和企稳日期

⁷ 沈联涛，杨宇光，刘敬国. 十年轮回[M]. 上海远东出版社，2013.

图表32 1992-2000 年，亚洲“四小虎”股市表现



资料来源：Wind，平安证券研究所

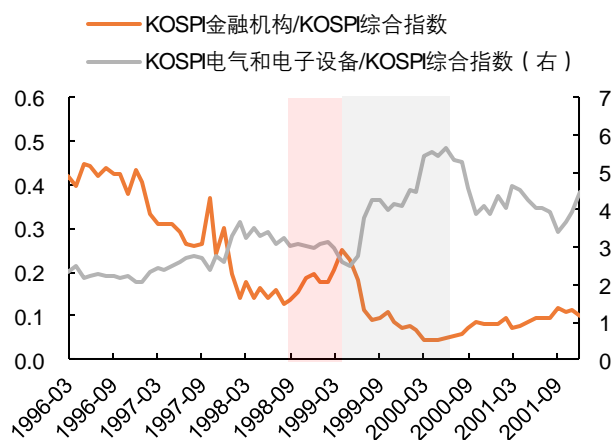
图表33 1992-2000 年，亚洲“四小龙”股市表现



资料来源：Wind，平安证券研究所

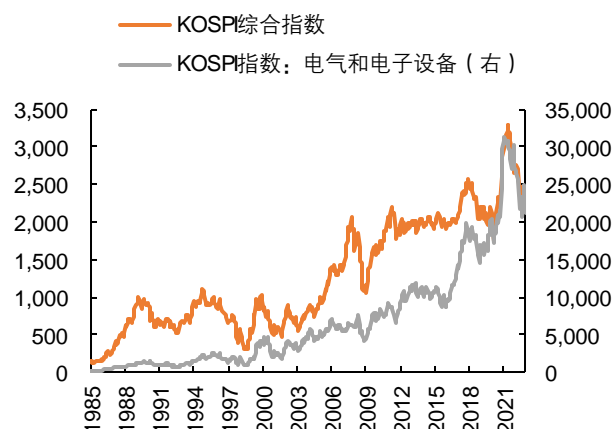
从反弹后的行业轮动来看，短期困境反转的价值板块先行表现，中长期则是成长板块占优。由于彼时未有合适的风格指数供给参考，因此我们选取韩国综合指数（KOSPI）中金融机构行业指数来代表困境反转的价值板块，选取电气和电子设备行业指数来代表成长板块。通过行业指数较大盘的比价可以看到，1998 年 9 月地区股市全面企稳反弹后，金融行业代表的价值板块先行跑赢大盘，而电气电子代表的成长板块相对跑输，持续时间约半年；1999 年二季度起，市场风格发生切换，价值板块开始跑输，而成长板块则持续取得相对收益，持续时间一年有余。绝对收益来看，韩国电气电子行业随着该国产业结构转型的同时迎来长牛，自危机以来持续上涨，至今累计涨幅超 2000%，同期韩国综合指数累计涨幅约 600%。

图表34 价值板块先行表现，中长期成长板块占优



资料来源：CEIC，平安证券研究所

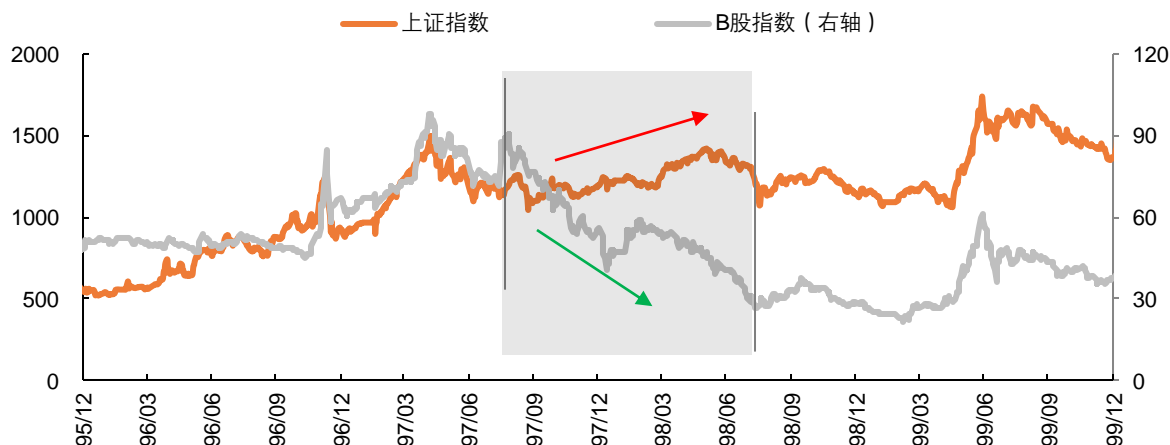
图表35 韩国电气和电子设备行业长牛



资料来源：CEIC，平安证券研究所

国内市场方面，A股的韧性较强，而B股受到的冲击较大。自1997年7月危机起始至1998年9月危机退出，A股市场由于对外开放程度较低而保持相对独立，期间维持在1100点左右的中枢震荡，累计小幅下跌8.0%；受外资影响更大的B股市场则与主要危机国股市走势基本同步，累计跌幅达到70%。

图表36 1995-1999年，中国A股市场和B股市场走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

二、当前启示：亚洲金融市场修复可期

2.1 汇率市场：美元已走出最强势阶段，人民币企稳走强可期

2022年以来，亚洲新兴市场国家的货币贬值压力明显加大，人民币汇率突破7.2的重要关口。2022年，美联储在高通胀的压力下大跨步加息，自3月以来加息7次，共计400BP，美元指数快速走强并在9月逼近115的历史高位。在此背景下，包括中国在内的亚洲新兴市场国家货币贬值压力显著上升。美元兑人民币汇率从年初的6.3的水平快速贬值，并在11月初突破7.2的重要关口，创下近15年新高。其他亚洲国家货币亦出现不同程度的贬值，自年初至10月底，日元、韩元、泰铢、林吉特、菲律宾比索对美元汇率贬值幅度10%-30%。

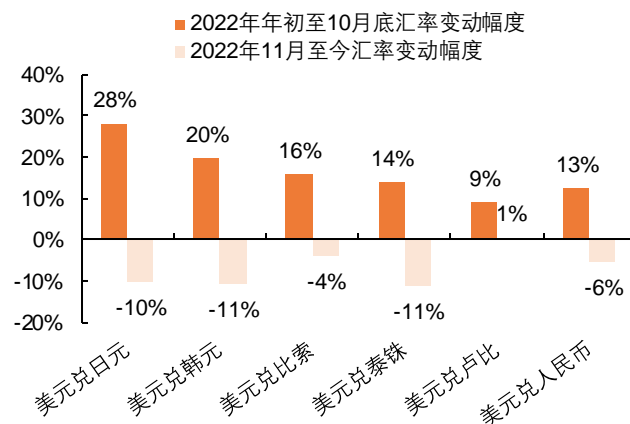
进入2023年，美元已经走出最为强势的阶段，中国经济重启之下人民币汇率走强可以期待。货币政策和中美经济差是影响人民币汇率的重要因素，而这两条逻辑线自2022年12月以来均出现了明显的边际改善，目前人民币已企稳至6.7左右的水平。货币政策方面，美国继续大幅加息的可能性明显降低。一方面，海外通胀回落拐点确认，10-11月美国CPI同比分别增长7.7%和7.1%，均低于市场预期，后续美联储大幅降息抗通胀的可能性降低；另一方面，市场对于加息的反应也逐渐平稳，12月15日美联储加息50BP，美元指数当日小幅上翘但随后继续回落，目前已经降至103的位置。中美经济差来看，2023年经济“东升西降”的格局确定性较高，有望支撑人民币汇率稳定甚至走强。海外方面，我们预计美国经济景气加速回落，2023年陷入衰退的可能性较高，或会影响美联储政策转向。12月美国制造业和服务业PMI加速回落并已降至近年新低，10Y-2Y美债利差持续倒挂并一度加深至84BP，程度仅次于上世纪70年代的“大滞胀”时期。国内方面，防疫优化叠加政策维稳，经济修复企稳可以期待。2022年12月以来，国内政策布局逐步清晰，一方面疫情防控政策全面优化；另一方面经济维稳力度加大，地产政策在供给端布局“三箭齐发”稳住体、需求端则是建立首套住房贷款利率政策动态调整机制支持刚性住房需求；产业政策则强调平台经济的引领作用，支持平台企业在常态化监管之下发挥提振消费、稳定就业、支撑经济的重要作用。

图表37 2022年，美国加息节奏及美元指数走势



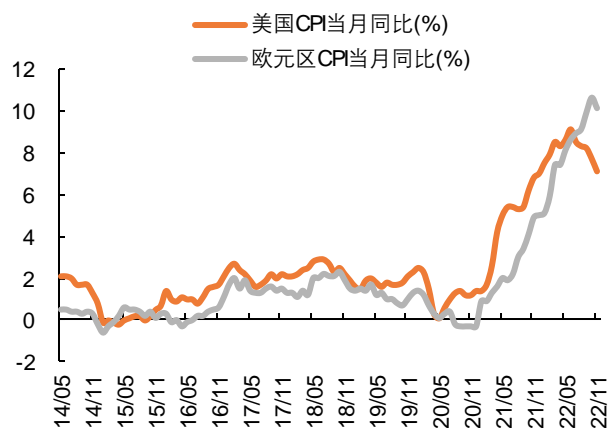
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表38 2022年以来东亚东南亚国家汇率变动情况



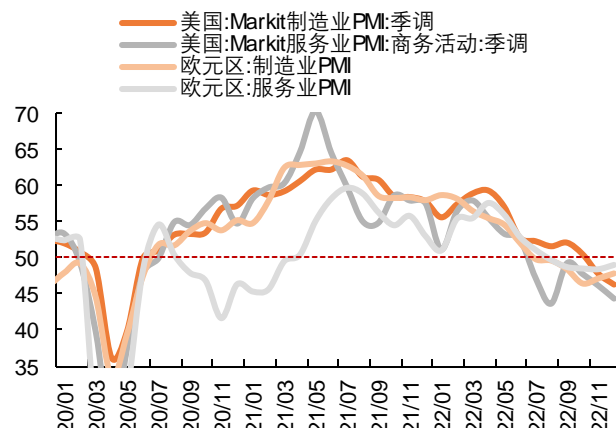
资料来源：Wind，平安证券研究所，注：比索为菲律宾比索，卢比为印尼卢比，汇率变动最新截至日期为2023年1月6日

图表39 2022年四季度，海外通胀开始回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表40 2022年12月美国PMI加速回落至近年新低

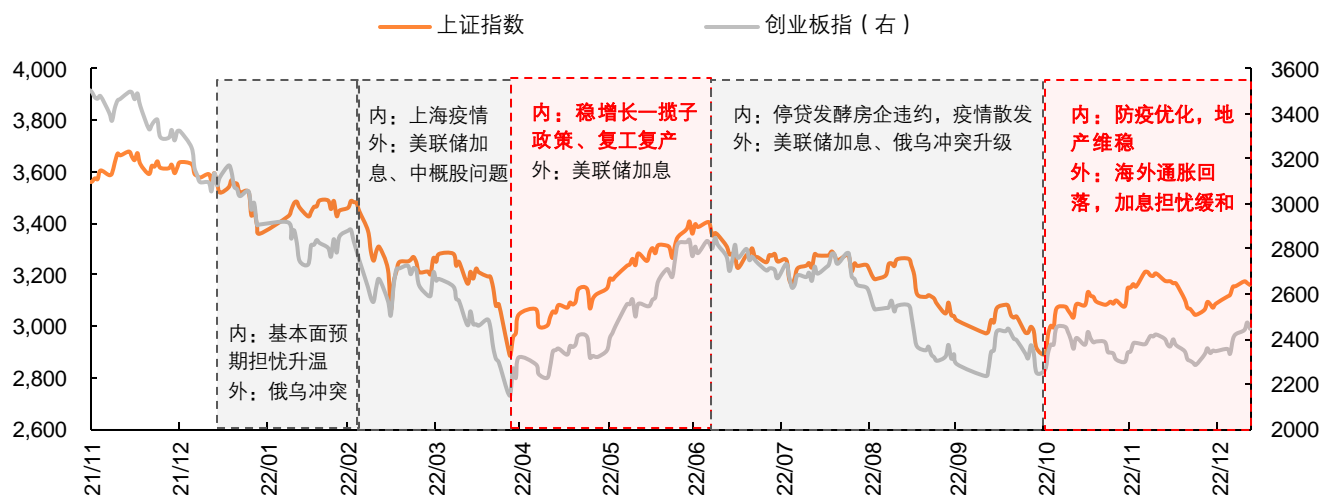


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 资本市场：政策预期明朗，市场向上趋势不改

2022年A股和港股在内外制约下持续回调，近期在政策预期渐明下开启反弹。2022年A股和港股持续回调的制约因素在于三点——俄乌冲突制约风险偏、经济下行制约盈利、美联储加息制约流动性，自年初至10月底，上证指数和创业板指累计跌幅分别达-21%和-32%，恒生指数和恒生科技指数分别下跌-37%和-50%。进入11月，前期制约风险均出现边际改善——俄乌冲突的影响有所缓释、国内经济修复企稳预期在防疫政策优化下渐强、海外通胀回落美联储加息担忧缓和，A股和港股均开启反弹，至今已有两月有余，上证指数和恒生指数分别反弹10%和45%。然而，站在当前时点，尽管市场对于2023年全球通胀走势、经济衰退形势、美联储加息进程已经形成相对一致的预期，但现实的兑现还需等待，新的风险点仍需警惕，在此情况下，以A股为代表的新兴市场的反弹节奏和持续性值得讨论，而1997年的危机复盘则提供了一些启示。

图表41 2022年A股市场可以划分为四个阶段



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表42 本轮港股下跌持续时间已是历史最长，跌幅仅次于1997年亚洲金融危机和2008年全球金融危机

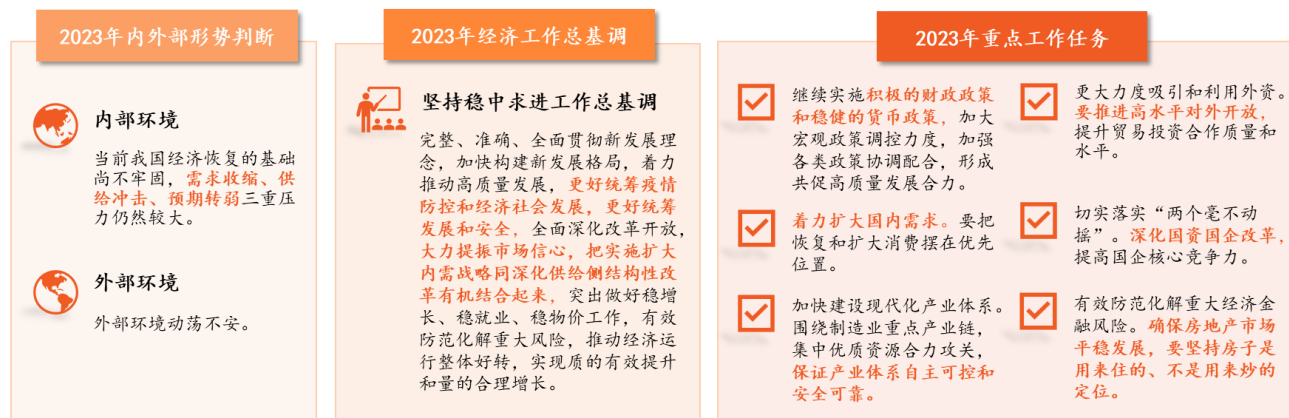


资料来源：Wind，平安证券研究所

镜鉴亚洲金融危机中的两次反弹，当前市场政策评估预期兑现的可能性较大。如前文所述，亚洲金融危机中资本市场共见两次反弹，第一次在1998年年初，持续时间约2个月，因IMF援助政策不及预期、印尼爆发政治经济危机而结束；第二次开启于1998年9月的美联储降息，随后地区股市波动向上，反弹幅度和持续时间因国家基本面情况的不同而有差异。反观当下，目前国内外政策预期已经较为明朗。海外方面，通胀拐点已经出现，经济衰退预期持续升温，美联储大概率将于2023年停止加息，海外流动性紧缩的新增风险点在于日本央行，但目前看影响总体可控（12月20日，日本央行宣布将长期利率波动幅度由 $\pm 0.25\%$ 上调至 $\pm 0.5\%$ ，当日日债收益率跳涨、日股下跌，但欧美股市相对平稳）。国内方面，此前对经济生产活动压制较大的防疫政策已经全面优化，国内大部分地区也已平稳度过第一波感染高峰，居民生产生活活动稳步修复，截至2023年1月10日，北京和深圳日均地铁客运量已经恢复至2021年同期80%左右的水平，上海和广州的恢复程度则接近70%，而以上城市在日前疫情高峰期间的日均地铁客运量仅为2021年同期15%-25%左右水平。另外，中央经

济工作会议后国内政策预期更趋明朗，近期高层对房地产、平台经济的政策表态亦较为积极。对比亚洲金融危机，当前政策向好预期强于危机中的第一次反弹，但不及第二次反弹中美联储降息落地那般确定，总体上政策评估预期兑现的可能性较大。

图表43 2022年12月中央经济工作会议部署2023年经济工作

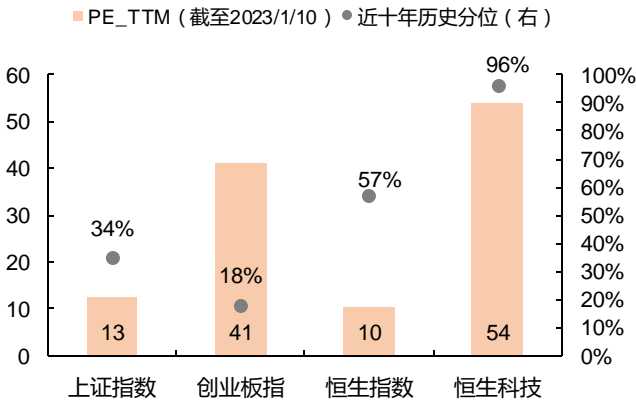


资料来源：中国政府网，平安证券研究所

结合市场价格和投资情绪来看，当前 A 股仍具备布局性价比，市场情绪稳步修复，成长板块估值仍在低位。市场价格来看，截至 2023 年 1 月 11 日，上证指数和创业板指估值分别为 13 倍、41 倍，均较 2022 年 10 月底的低点修复约 10%，其中创业板指估值处于近十年 20% 以下的低分位水平，且其股债收益比仍处于 90% 以上的高位；恒生指数和恒生科技的动态市盈率分别为 10 倍和 54 倍，较 2022 年 10 月底分别修复 44% 和 64%，分别处于近十年 57% 和 96% 左右的分位水平；整体上，A 股目前估值仍有较高性价比，港股前期反弹势头较猛，后续估值修复的空间相对较小。市场情绪来看，当前市场风险偏好持续回升，增量资金持续流入，11 月以来北上资金净流入超 1200 亿元，规模已经超过 2022 年全年，两融余额亦有所回升。行业风格来看，自 11 月市场开启反弹以来，A 股的价值和消费风格显著占优，食品饮料、消费者服务、家电、建材、房地产等行业涨幅居前，估值也有不同程度的修复，电子、新能源为代表的成长板块反弹幅度相对较弱，估值仍在历史低位。

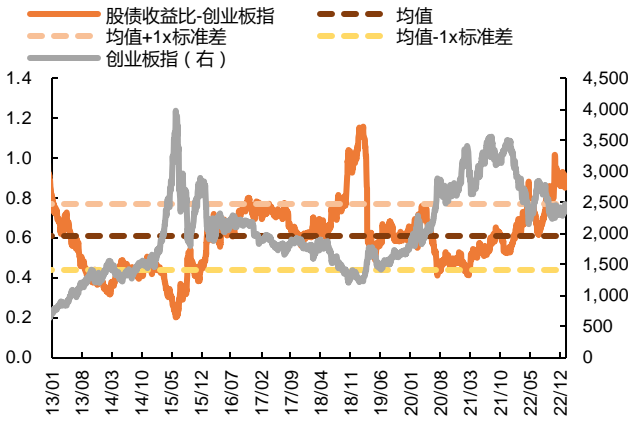
综上所述，预计短期 A 股和港股市场仍有望在预期改善下延续反弹，前者的持续时间和空间更加乐观，后续也还需密切观察经济修复动向以及外部新风险点（如日央行货币政策转向等）的扰动；风格行业来看，短期市场风格仍以均衡为主，困境反转的板块表现相对占优，包括疫后复苏的消费板块、政策改善的房地产和互联网板块；中长期来看，待经济企稳信号确认后，市场定价逻辑将从政策预期转向业绩兑现，高景气且前期调整较为充分的成长板块有望迎来估值和盈利双升驱动的上涨行情，具体建议关注数字经济、新能源和高端制造业。

图44 A 股和港股主要股指估值及历史分位



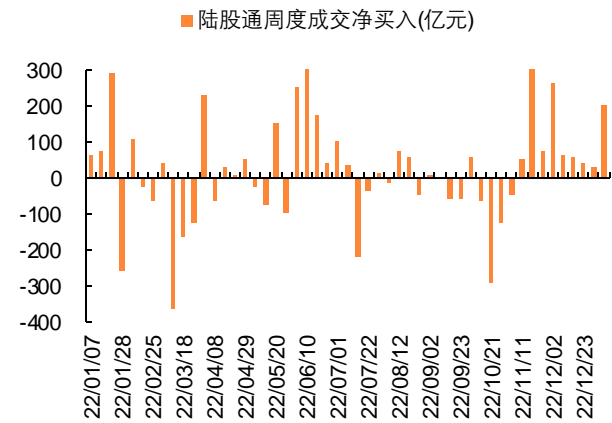
资料来源：Wind，平安证券研究所

图45 创业板指股债收益比为近十年 94%分位水平



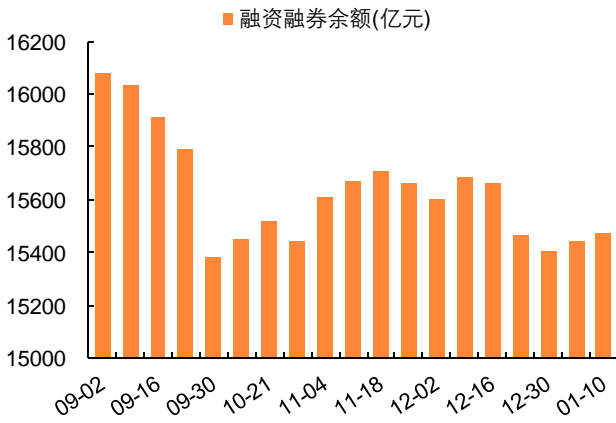
资料来源：Wind，平安证券研究所

图46 11 月以来，北上资金净流入超 1200 亿元



资料来源：Wind，平安证券研究所，时间截至 2023/1/10

图47 11 月以来，A 股两融余额有所企稳



资料来源：Wind，平安证券研究所

图48 2022 年 11 月市场反弹以来，各行业指数市场表现、估值位置和盈利增速预测

行业	累计涨跌幅（%，截至 2023/1/10）		当前 PE 估值		当前一致预测净利润同比增速（%）	
	2022 年前 10 个月	2022 年 11 月以来	PE_TTM	历史分位	2022 年	2023 年
煤炭	21.98	-3.74	6.3	0.26	66.0	-2.0
石油石化	-12.84	6.01	8.1	0.74	41.0	5.6
有色金属	-19.24	8.89	15.5	1.11	78.4	15.3
银行	-17.67	16.08	4.6	5.63	7.6	7.5
通信	-18.92	2.95	17.8	6.78	23.1	20.6
基础化工	-24.87	7.30	19.1	7.23	21.3	17.0
电力设备及新能源	-22.91	3.91	32.8	7.97	82.2	34.7
医药	-23.46	7.97	35.2	17.08	20.0	-4.2
电子	-34.80	2.12	40.7	17.41	-9.9	39.3
国防军工	-16.30	-10.91	59.8	23.98	30.9	39.9
家电	-29.99	20.75	15.8	26.16	17.4	10.1
建材	-34.00	20.16	15.1	31.95	-28.9	29.7
非银行金融	-25.39	17.67	16.0	32.48	-10.2	18.1
机械	-17.99	1.36	38.0	33.02	8.1	28.6
建筑	-14.34	7.47	10.3	36.84	18.2	30.2

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

纺织服装	-17.80	12.49	28.9	41.03	-10.9	62.9
计算机	-21.47	1.02	72.8	49.32	16.1	53.8
轻工制造	-29.75	17.89	33.9	49.82	3.7	25.3
交通运输	-6.02	8.50	22.1	50.31	-7.6	23.9
传媒	-35.49	21.97	54.2	65.50	-9.3	57.9
钢铁	-23.01	2.79	23.6	67.78	-55.4	41.9
综合金融	-31.13	8.57	41.9	70.48	-15.5	76.7
食品饮料	-33.54	36.41	38.2	79.55	16.0	21.3
汽车	-19.97	7.51	42.5	85.61	35.3	40.2
电力及公用事业	-16.36	3.92	45.9	94.83	121.0	40.0
消费者服务	-17.19	32.35			30.5	362.1
商贸零售	-22.06	19.57			53.6	605.0
房地产	-19.36	19.35			-92.9	6,028.6
农林牧渔	-14.10	6.54			146.6	475.0
综合	-15.53	6.31			37.5	181.3

资料来源：Wind，平安证券研究所

2.3 政策启示：加大人民币汇率弹性，推动经济高质量发展

立足我国，在外部环境日趋复杂的情况下，如何在不确定和风险中独善其身？1997 年亚洲金融危机的复盘也给出了一些政策启示。

一是深化金融体制改革，加强和完善现代金融监管，提高防范化解重大风险能力。亚洲金融危机中，受灾较为严重的国家大多存在杠杆率高、外债高举、期限错配、银行金融体系相对脆弱的问题。当外围环境剧烈变动引发本币贬值时，此类国家往往都面临严重的资本外逃，金融市场便开始剧烈波动。对此，二十大报告给出了明确的政策指引：“深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线”。

二是推进汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性。亚洲金融危机中，东南亚国家的固定汇率制度掩盖了国际收支不平衡的问题、积压了汇率市场风险并最终导致危机爆发，危机后受灾国多选择实行有管理的浮动汇率制度，以发挥汇率市场的调节功能。对我国来说，应继续坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度；深化汇率市场化改革，构建有弹性的汇率制度以更好发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用；持续推进多层次外汇市场体系建设，丰富汇率调节工具箱，综合施策保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

三是稳步推进金融业高质量开放，积极参与国际经济金融治理。亚洲金融危机的一个重要原因在于东南亚国家在自身银行金融体系仍脆弱的情况下过早实施金融自由化，不仅导致外资过度流入推升本国资产泡沫，还使本国经济金融体系丧失独立性，给国际投机者提供了机会。对我国来说，扩大金融业开放是构建“双循环”新发展格局的必然要求，但这一过程应坚持渐进可控、平衡效率与安全的原则，实现高质量、高水平的开放，在为境外投资者进入中国市场提供便利的同时，建立健全跨境资金流动宏观审慎管理框架，提高对跨境资本流动的逆周期调控能力，同时积极参与全球经济金融治理和国际金融合作，增强我国金融系统抵御外部风险的能力。

四是加快构建“双循环”新发展格局，增强经济增长内生动力，推动高质量发展。亚洲金融危机爆发的另一个内因在于东亚东南亚国家“出口主导型”经济的脆弱性，使得经济增长过度依赖外需，容易受到汇率波动或外需走弱的冲击。鉴于此，我国当前提出“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”具有重要的战略意义。一方面要着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用，增强经济增长内生动力；另一方面要继续深化供给侧结构性改革，建设现代化产业体系，建设现代化产业体系，推动经济高质量发展。

图表49 2022 年，央行通过多项人民币汇率调节工具稳定汇率

措施	具体方案
金融机构外汇存款准备金	2022 年 5 月 15 日，人民银行下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点，由 9% 下调至 8%。 2022 年 9 月 15 日，人民银行下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，由 8% 下调至 6%。
远期售汇外汇风险准备金	2022 年 9 月 28 日，人民银行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。
跨境融资宏观审慎调节参数	2022 年 10 月 25 日，人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25。
口头干预引导预期	2022 年 9 月 27 日，全国外汇市场自律机制电视会议召开，会议表示“当前外汇市场运行总体上是规范有序的，但也存在少数企业跟风‘炒汇’、金融机构违规操作等现象，应当加强引导和纠偏。必须认识到，汇率的点位是测不准的，双向浮动是常态，不要赌人民币汇率单边升值或贬值，久赌必输。”

资料来源：中国人民银行官网，平安证券研究所

三、 风险提示

- 1、防疫政策逐步放开后或带来超预期疫情冲击，影响稳增长政策发力，对宏观经济修复进程形成扰动，企业盈利也将相应遭受负面影响。
- 2、在海外地缘政治危机未完全解除、欧洲冬季资源短缺、美国劳动力仍紧俏的情况下，海外高通胀或仍然顽固，美联储加息节奏出现超预期收紧的可能性仍存。
- 3、全球流动性紧缩持续、经济衰退风险加大共同推高部分新兴市场国家的偿债成本，部分南亚东南亚的高负债国家的违约风险显著增加、资本外流严重，进而使得局部地区金融系统尾部风险抬升，需警惕此类风险蔓延。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033