

转型期增速下降是正常现象

--转型的特征和前车之鉴探讨

相关研究

2012 年 1 月 6 日, 以史为鉴看金融危机对世界经济格局的影响

2011 年 12 月 26 日, 结构调整是场马拉松

证券分析师

苏畅 A0230511120001
suchang@swsresearch.com

陈康 A0230511090003
chenkang@swsresearch.com

研究支持

祁益峰
qiyf@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮
(8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号
电话: (8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

- 当前困扰中国经济的主要问题表面上在于高投资、高房价、高污染、通胀水平上了一个台阶、贫富差距和各种潜在的矛盾因素等几个方面。其背后反映的要素问题则主要是中国面临的能源和资源瓶颈、劳动力供给的拐点、总需求（出口模式）受到外部变化的冲击、政策变量干预频繁（通胀、房价）。对于如何化解这些要素瓶颈、取得新的稳定增长期从而推动国民福利的稳定可持续增长正是当前“转型”所需要解决的问题，市场上的观点分化为增量改革派和存量改革派。
- 不论是二次大战以后的德国、日本还是 80 年代的亚洲四小龙，在其发展之初居民收入低下、内需较弱、资本缺乏、技术相对落后，均采取了依赖美国需求、低估本币汇率并采用固定汇率的体制，从而为本国经济点火。这种模式发展到一定阶段，矛盾会随之而聚积，这种矛盾表现在外部失衡和内部失衡两个方面。对外失衡主要表现在对美国需求的过分依赖，美国需求的波动可能导致国内经济较大的波动，同时贸易赤字的扩大使得美国和这些经济体之间的贸易摩擦也在上升；对内失衡的表现往往是资产泡沫的初步形成。转型的过程理想情况中则是对增长初期积累的内外失衡的纠正，从而提高资源配置效率、提高宏观政策的有效性。
- 转型期经济体往往经历了经济增速在 5 到 10 年时间里明显下滑的过程。这主要是由于要素价格上升、国际经济环境变化使得新兴经济体经济增长的后发优势逐渐消失导致的。
- 新兴经济体转型期金融风险的产生主要是由于以下几个原因：（1）过于依赖外需和外资；（2）金融自由化和监管放松；（3）货币政策持续过于宽松；从根本上讲，金融风险的产生和危机的爆发都是政策应对失当造成的。之所以政策应对会屡屡犯错，有其内生性因素，伴随着经济发展往往存量财富和收入分配的失衡在聚集，导致宏观政策有效性下降，解决存量财富失衡问题可能是提高政策有效性、避免重蹈覆辙的关键因素。

目 录

1. 中国经济转型面临增量改革与存量改革之争	3
1.1 30 年改革开放表现出来的三个十年周期	3
1.2 转型：存量改革和增量改革之争	4
2. 从他国经验看转型	5
2.1 经济增速下降是经济转型最显著的特点	6
2.2 要素价格上升迫使经济转型	7
2.3 外部经济环境变化要求经济转型	8
3. 容易导致金融风险的转型期国家特征	9
3.1 金融危机本质上是资源持续错配的结果	9
3.2 泰国的例子	11
3.3 金融危机爆发的原因	13
3.3.1 过于依赖外需和外资	13
3.3.2 金融自由化和监管放松	14
3.3.3 货币政策过于宽松 / 固定汇率	14
3.4 政策应对失当，失去转型的最佳时机	15
附录：主要金融危机回顾	16
附录 1 1929 年—1933 年世界经济危机	17
附录 2 1980 年拉美债务危机和美国储贷危机	17
附录 2.1 1982 年—1983 年的拉美债务危机	17
附录 2.2 1987 年—1992 年美国储贷危机	18
附录 3 1990 年的金融危机	19
附录 3.1 1990 年—2003 年的日本银行危机	19
附录 3.2 1992 年—1993 年欧洲货币体系危机	20
附录 3.3 1994 年—1995 年墨西哥金融危机	20
附录 3.4 1997 年—1998 年的亚洲金融危机	21
附录 3.5 1998 年—1999 年俄罗斯金融危机	22
附录 4 21 世纪的金融危机	23
附录 4.1 2001 年—2002 年阿根廷金融危机	23
附录 4.2 2007 年—2009 年全球金融危机	23
附录 4.3 2009 年至今欧洲债务危机	24
附录 5 早期的资产泡沫案例	25

图表目录

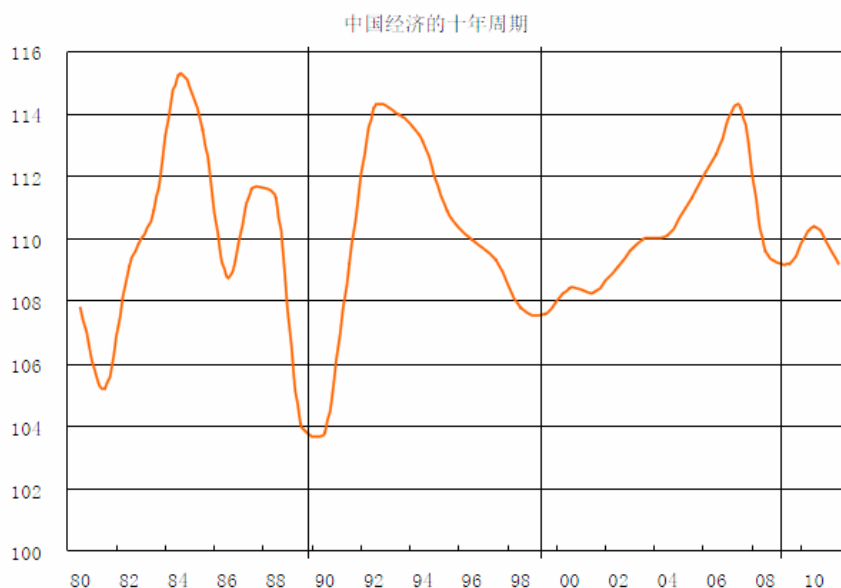
图 1：中国增长的十年轮回	3
图 2：增量改革：再分配的力量	4
图 3：存量改革：超越再分配	5
图 4：转型期 GDP 增速明显下降	6
图 5：人口结构影响一个经济体的潜在经济增长图景	7
图 6：转型期经济体的通胀水平普遍较高	8
图 7：汇率升值导致新兴国家产品的国际竞争力下降	9
图 8：亚洲金融危机前，泰国对外债，尤其是短期外债的依赖严重	11
图 9：亚洲金融危机前泰国经常项目赤字不断扩大	12
图 10：亚洲金融危机前，泰国的资产价格迅速膨胀	12
图 11：亚洲金融危机前，泰铢采取固定汇率，币值被高估	13
图 12：亚洲金融危机前，泰国信贷一直高速增长	15
图 13：不可忽视的恶性循环	16

1. 中国经济转型面临增量改革与存量改革之争

1.1 30 年改革开放表现出来的三个十年周期

“转型”已经成为当前市场中炙手可热的一个词，但这个词到底是什么意思，意味着什么，则往往存在很大的分歧。回顾改革开放以来的 30 年，可以比较明显的看到中国的增长经历了三个十年的周期。这三个十年周期的开始都伴随着制度改革红利的释放：在 80 年代初来自改革开放政策的确立，一部分资源交给市场去配置；在 90 年代初来自邓小平南巡对市场经济地位的肯定和社会主义市场经济方向的初步确立；在 00 年初来自房地产改革和加入 WTO。

图 1：中国增长的十年轮回



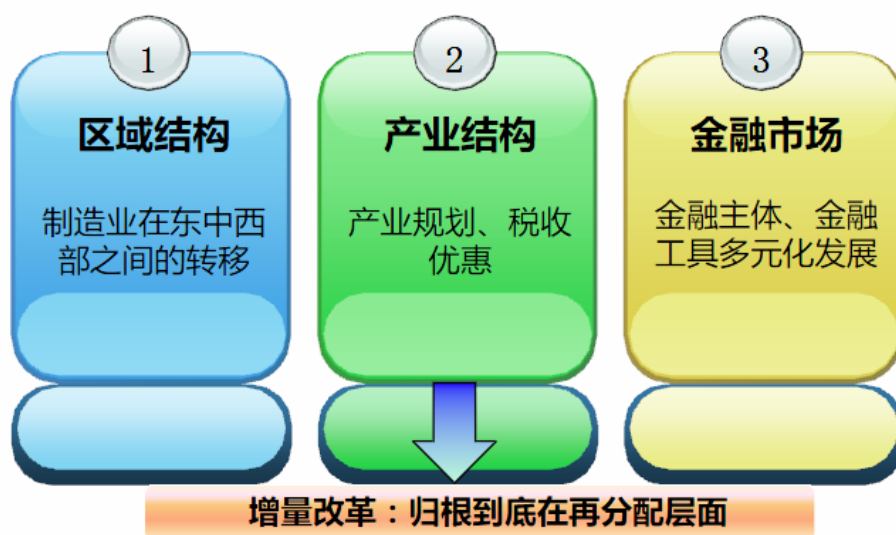
资料来源：CEIC，申万研究

过去三十年的快速发展已经使得中国成为世界上第二大经济体，是许多能源和原材料边际消耗中最大的一个消耗国，当前种种矛盾的暴露带来的是市场对中国的发展模式必须改革的认同，但究竟改什么如何改事实上市场分歧不小。

1.2 转型：存量改革和增量改革之争

当前困扰中国经济的主要问题表面上在于高投资、高房价、高污染、通胀水平上了一个台阶、贫富差距和各种潜在的矛盾因素等几个方面。其背后反映的要素问题则主要是中国面临的能源和资源瓶颈、劳动力供给的拐点、总需求（出口模式）受到外部变化的冲击、政策变量干预频繁（通胀、房价）。对于如何化解这些要素瓶颈、取得新的稳定增长期从而推动国民福利的稳定可持续增长正是当前“转型”所需要解决的问题，市场上的观点分化为增量改革派和存量改革派。

图 2：增量改革：再分配的力量

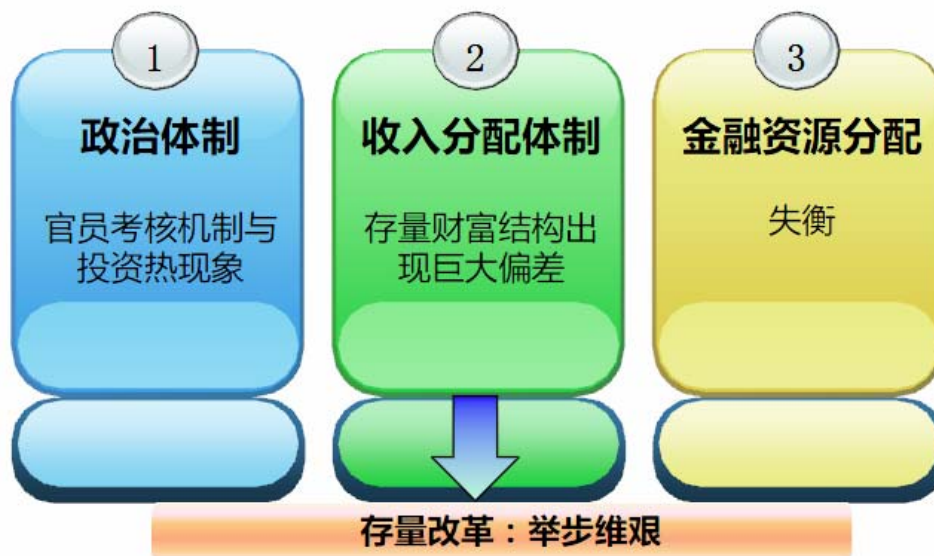


资料来源：CEIC，申万研究

增量改革主要是指通过政府的再分配手段，扶持某些区域、某些领域、某些行业的发展（图 2）；存量改革则一般超越了再分配领域本身，涉及到了对初次分配和存量失衡问题的纠正（图 3）。我们在这里不介入对存量改革和增量改革孰优孰劣的讨论，但是无疑今天中国证券市场的表现集中反映了投资者对这一问题的关注，对于相信增量改革能够解决瓶颈问题的投资者，他们担心的是存量失衡的矛盾会进一步积累，资产泡沫和金融风险可能聚积；对于相信坚定走存量改革道路的投资者，往往对这种改革可能对短期经济造成一定的负面影响表示担心。

历史是最好的老师，我们下面将讨论一下历史上经历过的典型的转型案例和部分资产泡沫的案例。

图 3：存量改革：超越再分配



资料来源：CEIC，申万研究

2. 从他国经验看转型

不论是二次大战以后的德国、日本还是 80 年代的亚洲四小龙，在其发展之初居民收入低下、内需较弱、资本缺乏、技术相对落后，均采取了依赖美国需求、低估本币汇率并采用固定汇率的体制，从而为本国经济点火。这个现象的另一面则是由于美国和其他经济体之间存在巨大的成本差距，客观上企业有利可图。

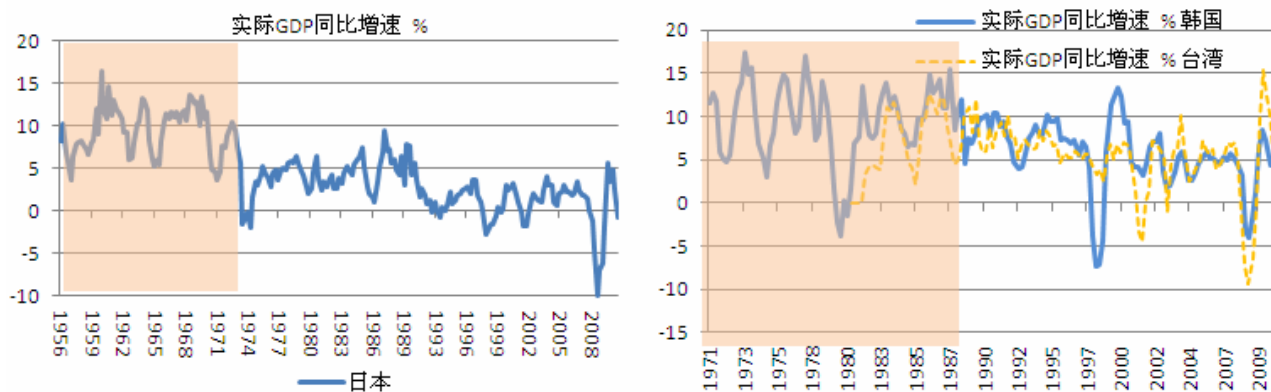
这种模式发展到一定阶段，矛盾会随之而聚积，这种矛盾表现在外部失衡和内部失衡两个方面。对外失衡主要表现在对美国需求的过分依赖，美国需求的波动可能导致国内经济较大的波动，同时贸易赤字的扩大使得美国和这些经济体之间的贸易摩擦也在上升；对内失衡的表现往往是资产泡沫的初步形成。这些问题影响到这些经济体本身乃至全球长期增长的可持续性，最终导致这种依赖美国和其他外部需求的增长模式必须转变。转型的过程理想情况中则是对增长初期积累的内外失衡的纠正，从而提高资源配置效率、提高宏观政策的有效性。

当前美国次贷危机和欧债危机均反映了全球失衡的状况到了不得不调整的时候，同时危机也带来了一波较为激烈的反全球化浪潮，贸易争端频发。美国经济目前处于大周期的低点，不论是房地产需求还是技术创新目前还看不到大的起色，联储估计美国到 2014 年失业率估计还将维持在 6%-7% 的高位，2012 年美国实际 GDP 增长估计将维持在 2% 左右。欧洲是中国出口的第一大目的地，但欧洲经济内部失衡，当前的调整措施不论是削减财政支出还是提高银行资本充足率，都将影响短期和中期的欧洲经济增长；这些措施更多的是解决短期问题，而如果要解决欧洲内部失衡的长期问题再实施内部薪酬和社会福利的调整，将可能进一步削弱 3-5 年内的欧洲经济增长，不排除出现欧洲经济增长长期徘徊在 1% 附近的情况。

2.1 经济增速下降是经济转型最显著的特点

处于转型期的国家往往经历了 GDP 增速的下滑。无论是 70 年代的日本还是 80 年代末、90 年代初的日本、韩国，都在 5 到 10 年的时间里经历了 GDP 增速从 10% 左右下滑到 5% 左右的过程。这实际上是这些转型国家逐渐失去后发优势，经济发展由快速工业化转向“精耕细作”阶段的过程。

图 4：转型期 GDP 增速明显下降



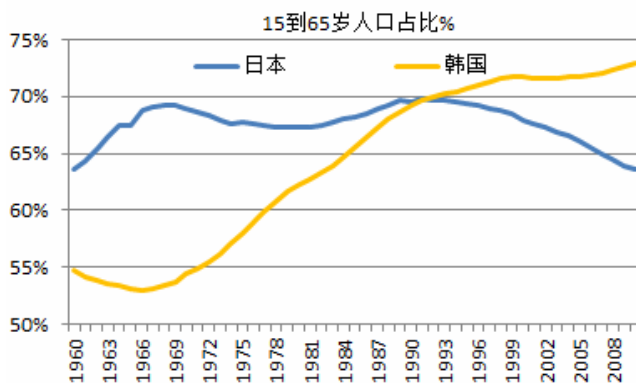
资料来源：CEIC，申万研究

对于处于经济发展初期的经济体，其后发优势主要包括三方面：一是可以利用相对发达国家的资金以及随之而来的先进技术和生产经验、快速提高生产力水平；二是在国内需求依然处于较低层次和水平时，依靠外部需求推动国内经济发展；三是较为低廉的土地和劳动力等资源价格可以支撑高速的投资与经济增长。而当这些初期有利于经济高速增长的因素发生变化时，经济就不得不改变原先的发展模式以适应新的要素条件和内外部经济环境。

2.2 要素价格上升迫使经济转型

在众多经济发展的影响因素中，劳动力的因素无论对于一个经济体的短期还是中长期经济发展都产生至关重要的影响。短期来看，劳动力价格的快速增长可能推高企业的生产成本，导致劳动密集型产业的竞争力下降；中长期来看，一个经济体的人口结构勾勒了它的潜在增长图景。在许多学者看来，日本在上世纪 60 年代末、70 年代初开始的经济转型的一个重要推动因素就是工资倍增计划带来的劳动力价格上升和人口红利由盛转衰，而日本人口结构在 90 年代之后持续恶化被认为是导致日本经济陷入“失落十年”的重要结构性因素。

图 5：人口结构影响一个经济体的潜在经济增长图景

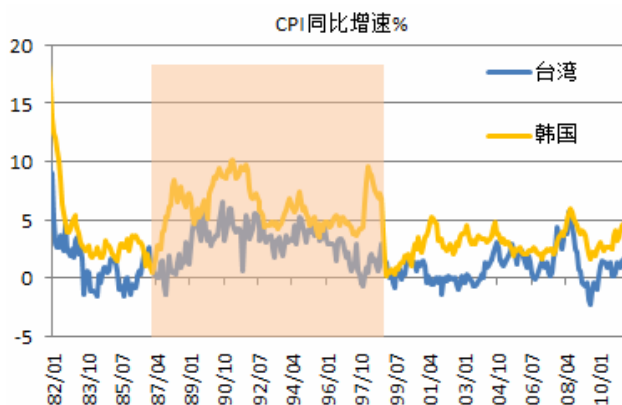


资料来源：CEIC，申万研究

能源等资源价格的高涨也可能推动一些经济体的经济转型。70 年代能源危机导致的全球滞胀至少在两个方面迫使日本调整其经济结构：一是能源价格的高涨使得能源高度依赖进口的日本发展经济的成本日益增加；二是发达国家经济的疲软导致日本的外需环境恶化，国际竞争加剧。

除了劳动力价格和资源价格的高涨可能推动经济体的经济转型之外，土地价格的上升也会提高企业的投资成本和居民的生活成本，客观上推动经济的转型。与居民收入和经济增长匹配的土地价格上涨是经济发展过程中的正常现象，既可以促进产业升级和产业在不同区域的合理布局，也可以通过财富效应促进消费的增长。但是由于土地具有生产资料和资产的双重属性，一旦投机性资金增加，这些资金可能向房地产市场和土地市场聚集，并引导金融资源向房地产和土地市场过度倾斜，其后果除了会对正常的实体经济活动产生抑制之外，也构成较大的金融风险。日本 80 年代末的房地产泡沫和美国的次贷危机是房地产泡沫的例子。

图 6：转型期经济体的通胀水平普遍较高



资料来源：CEIC，申万研究

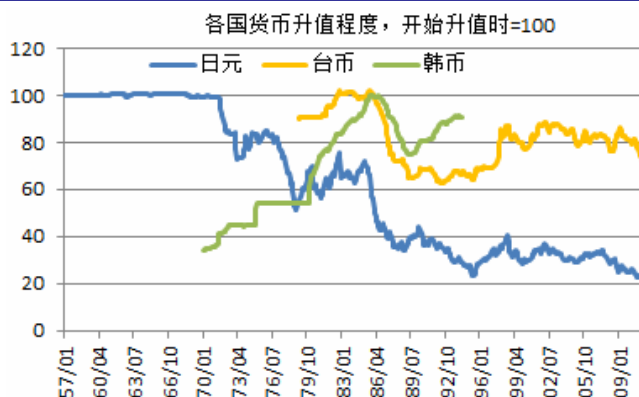
各种要素价格上升综合反映到经济指标中，便是通胀水平的上行。日本的 CPI、PPI 水平从 60 年代后期开始显著高于前期，而韩国、台湾在转型的 10 年里通胀也明显高于转型前后。如果说日本 70 年代的高通胀收到全球滞胀环境的影响，韩国、台湾在转型期的高通胀则更多受个体因素的影响。

2.3 外部经济环境变化要求经济转型

劳动力、土地、能源等要素价格的升高导致我们谈到的后发优势的第三个方面发生变化。而外部经济和政治环境的变化往往会使得后发优势的第一、第二方面发生改变。这里面既包括国际经济、金融市场的变化引起的外需、外资流向的变化，也包括发达国家对新兴国家在经济、政治上的压制，还包括新的国际贸易竞争者的出现。

发达国家对新兴国家在经济、政治上的压制主要体现在贸易摩擦的增加和在汇率问题上的施压。日本、台湾、中国在外贸增长到一定水平后都面临本币升值的压力。其中，从 70 年代初到 90 年代初，日元升值幅度达到 60%；而从 80 年代后期到 90 年代中期，台币的升值幅度达到 40%；从 05 年开始汇率改革以来，人民币的升值幅度也超过 30%。本币升值直接削弱了新兴国家产品在国际市场的竞争力，如果政策应对不恰当，还可能导致严重的金融风险。

图 7：汇率升值导致新兴国家产品的国际竞争力下降



资料来源：CEIC，申万研究

来自后发国家的竞争也是推动一些先发展的经济体经济转型的动力。观察日本、韩国、台湾、中国的发展顺序，可以看到新兴国家的崛起有明显的承前启后的特点。以韩国、台湾为代表的东亚四小龙从 70 年代开始的蓬勃发展无疑给转型期的日本带来压力；而 90 年代的东南亚的崛起则抢占了东亚国家的国际贸易份额；中国加入世贸组织后迅速获得了大量低端制造业的国际贸易份额，并迫使日韩调整产业结构，在其优势的电子等高端制造业产业链上与中国形成上下游的分布格局。面对后发国家的竞争，先发展的国家是否能够及时调整产业结构，重新定位其国际竞争优势决定了这些国家经济持续增长的能力。

3. 容易导致金融风险的转型期国家特征

3.1 金融危机本质上是资源持续错配的结果

金融危机主要有债务危机、货币危机、银行危机三种主要形式。如亚洲金融危机中的泰国，最先爆发的是货币危机，然后演化为银行危机的；日本银行危机则是由其房地产泡沫破灭后形成的。金融危机本质上是价格信号出现扭曲，资源持续错配，特别表现在负债和资产的期限错配、资金供给与需求方的国别错配，在资源错配的背景下泡沫积累，当遇到某种内部或者外部的冲击时候（可能是央行的连续加息，也可能是外部需求突然萎缩），错配会导致偿付能力的严重问题。造成资源特别是资本持续错配的背后，往往有中央银行价格信号失误的问题，当然实证上学者们普遍认为从货币政策到资产价格的传导机制比较复杂，难以找到比较单一的模型来刻画。

金融危机并不是新兴市场国家或转型期国家的专利，任何一种金融危机的形式也不是处于某种经济发展阶段国家的专利。在发达经济体，金融危机多数和货币当局可能为了应对经济危机而在过长的时间里资金价格偏低，例如美国次贷危机和欧猪几国的债务和银行危机。而对于在转型中的经济体，如果政府过分担心经济增速的下滑则也容易出现政策应对的失当。表1中我们比较了近这些年来影响比较深远的一些危机的形成原因和演变过程。

表1：金融泡沫形成到破灭的演变过程

发展阶段	通常的市场表现	日本银行危机	亚洲金融危机	美国次贷危机
泡沫形成和集聚阶段	◆ 资产价格高涨	◆ 80年代后期，放松企业贷款审查	◆ 危机前，泰国、韩国和菲律宾经济增长强劲	◆ 美联储实施长期低利率政策
	◆ 市场参与者改变投资策略	◆ 金融动荡、资本投机性增强	◆ 金融自由化深化，吸引外资流入	◆ 美国住房销售量和房价不断攀升
	◆ 政府过度借贷，形成一片繁荣景象	◆ 海外投资增大，政府借贷增强 ◆ 连续5次降低官方贴现率	◆ 外债结构不合理，中期、短期债务较多	◆ 贷款机构风险控制松懈，次贷衍生品增多
泡沫膨胀阶段	◆ 金融交易持续高涨，金融机构借贷迅猛增加刺激经济	◆ 日经平均指数和土地资产总额大幅增加	◆ 资金大量流入	◆ 房地产的财富效应增大对股票市场投资
	◆ 金融市场低估借贷双方风险，金融衍生工具拓宽市场信用	◆ 银行对房地产业贷款年平均增速远远大于同期贷款年平均增速	◆ 东南亚各国国内信贷实际平均增速加快	◆ 美“次贷”产品大规模开发，二级市场流通总规模急剧膨胀
	◆ 金融泡沫过度膨胀，资产价格大幅上涨，资产过度交易和投机增多	◆ 大量资金被用于股票或土地投资	◆ 危机国家股市、楼市以及整体经济过度繁荣	◆ 国家和家庭债余额创新高
泡沫破灭阶段	◆ 市场资金缺口增大，利率上升，企业资金周转困难	◆ 银行借贷市场发生违约事件，多家银行被下调评级	◆ 泰国放弃钉住汇率制，菲律宾、马来西亚货币贬值和放宽浮动范围	◆ 利率急剧上升，欧日美央行向金融机构注资挽救
	◆ 金融机构损失巨大，贷款很难收回，拥有不良资产金融机构倒闭	◆ 日经平均指数和地价暴跌 ◆ 银行因不良债权损失增加	◆ 危机发生国GDP增速下滑，外汇储备锐减	◆ 投资银行或破产或被收购或转型
	◆ 整个金融市场混乱，市场抛售资产以	◆ 国内经济发展增速大幅下滑	◆ 独联体国家总出口量下降 ◆ 投机资本外逃严重	◆ 房屋交易量和价格大幅下跌 ◆ 失业率大幅上升

规避风险，加剧资产
贬值，金融泡沫破灭

资料来源：申万研究

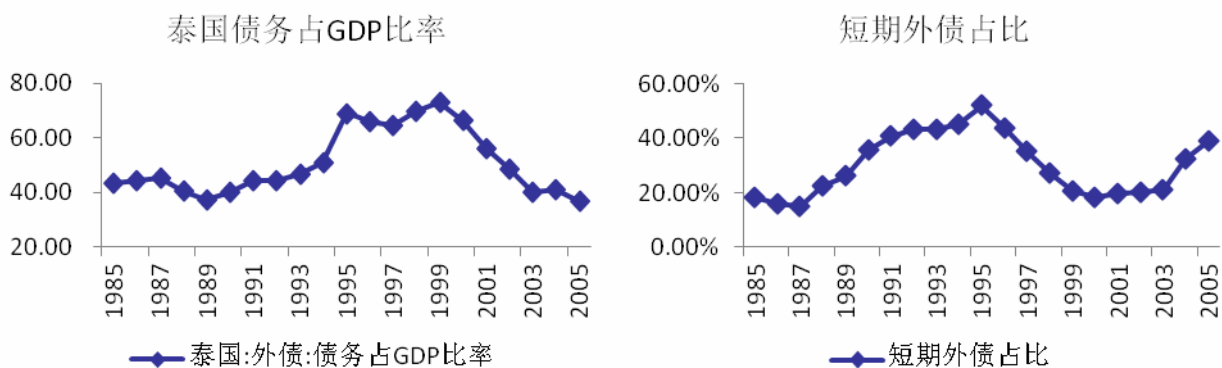
3.2 泰国的例子

下面我们以触发东南亚金融危机的泰国为例，来看一下泰国在转型期的政策失误。97年以前的泰国具有一个新兴市场国家的典型特点：依赖外需、投资高速增长、固定汇率。

80年代泰国充分利用本国廉价的动力资源和农业等自然资源，发展外向型经济，促进了经济腾飞。90年代中期，周边国家劳动密集型产业的竞争加剧，泰国劳动密集型产品竞争力却在下降，产业优势逐渐丧失。泰国在1985-1995年经济增长率达到8.5%，这样高的经济增长率主要建立在高达40%以上的年平均投资增长和接近20%的平均出口增速的基础上的。

亚洲金融危机前，泰国对外债，尤其是短期外债的依赖严重。外债占GDP的比重最高层达到70%，而短期外债占比最高接近60%，这导致泰国的融资能力受到海外短期资金流向的显著影响。

图8：亚洲金融危机前，泰国对外债，尤其是短期外债的依赖严重



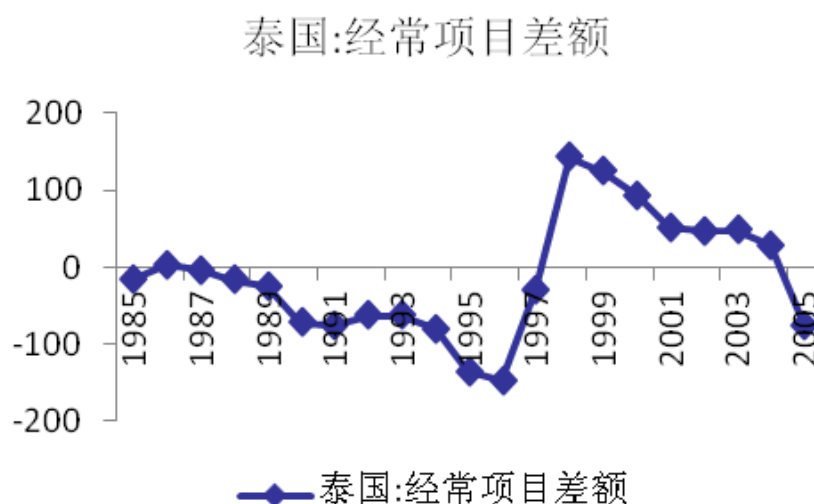
资料来源：CEIC，申万研究

贸易逆差加剧了泰国对外资的依赖程度。随着外部需求的减弱和其他国家同类产品的竞争，泰国出口大幅下降，但进口却是有增无减。1996年经常项目逆差达149亿美元，占国内市场总值的8.3%。对于经常项目的巨额逆差，泰国政府没有采取下调本币汇率以刺激出口，而是运用放开对资本项目的管制，吸引外资流入（通过增加资本项目盈余来弥补经常项目逆差）这一方式。导致其外债总额扶摇直上，外债结构失衡。同时，短期外债具有较强的趋利性，泰国用高利率政策吸引来了外资，但对其投资的领域却未进行适当地引导，结果大量外债流入了房地产、证券市产，极大地炒热了房地产和股市。

由于泰国长期实行固定汇率制，不能根据市场供求适时调整汇率，不仅使汇率调节经济活动的杠杆作用基本丧失，而且也使中央银行对利率工具不能很好地加以利用，国内货币政策的独立性受到一定限制。

固定汇率使得泰国政府不能随着国内外经济形势的变化，采用灵活的汇率政策，而是采取行政手段将本国的汇率维持在一个高估的水平。固定汇率政策也使国内外投机者完全没有了汇率的风险。在需要紧缩的时候，无法提高利率，因为提高利率将导致外国短期资本进一步流入，加大货币流动性。而在经济不景气的情况下，应下调利率，但这却会引起国内资本外流，使得经济进一步受到打击。

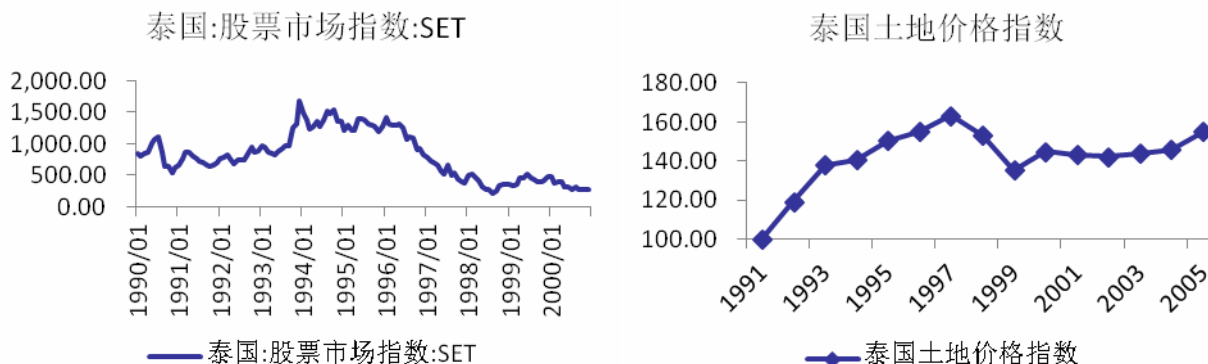
图 9：亚洲金融危机前泰国经常项目赤字不断扩大



资料来源：CEIC，申万研究

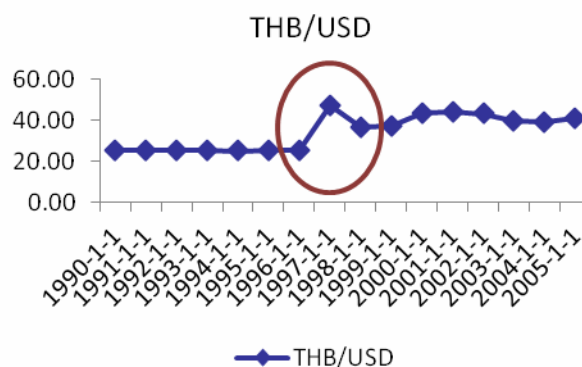
当 1997 年泰国经济恶化时，投资回报率大大下降，外资见无利可图便纷纷退出，使得泰国依赖于引进外资发展经济的策略遭到重创，严重影响到了其经济以及金融的稳定。

图 10：亚洲金融危机前，泰国的资产价格迅速膨胀



资料来源: CEIC, 申万研究

图 11: 亚洲金融危机前, 泰铢采取固定汇率, 币值被高估



资料来源: CEIC, 申万研究

3.3 金融危机爆发的原因

3.3.1 过于依赖外需和外资

多个国家爆发金融危机表明, 不管对发达经济体还新兴市场国家, 其危机发生与否与其面临的外围经济环境密切相关。对绝大多数新兴市场国家来说, 它们都是以出口导向来拉动经济增长的, 一旦外围经济环境恶化, 就会大幅降低其出口, 连累国内经济发展速度, 造成储备减少, 外债增加, 资金期限错配、来源方和供给方错配的压力增加。一旦经济出现问题, 资金就会逆转外逃。

由于信息的不对称, 市场预期则在外围经济环境变化的基础上, 改变投资者信心和投资策略, 推动金融危机在本国蔓延, 并向其他国家扩散。

市场预期引起的羊群效应，促使投资者出现非理性的从众行为，在金融泡沫增大时，助推金融泡沫变大，在金融泡沫快要破灭时，加快金融泡沫破灭。

历史上的几次重大金融危机都有着外围环境变化和市场预期的“功劳”。拉美债务危机受到了两次石油危机的影响；日本银行危机受到了亚洲金融危机的影响；欧洲货币体系危机受到了美国 90 年代经济衰退的影响；墨西哥金融危机受到美国提高利率的影响，欧债危机则受累于全球金融危机的影响。

当非完全理性的投资者、谋取暴利的投机者加大对房地产、股市等资产的投入时，会推动该资产远离均衡水平，形成资产价格上涨预期的逆转。当出现利坏消息时，市场参与者大量抛售自己所持资产，引发资产价格暴跌。

3.3.2 金融自由化和监管放松

从 20 世纪发生的重大金融危机来看，新兴市场国家共发生了 8 次金融危机，金融危机已成为这些国家开展金融自由化的“副产品”，金融危机伴随着金融自由化出现的频率越来越高。

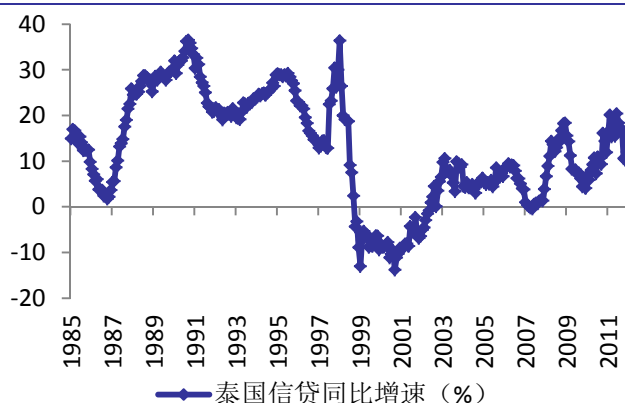
金融自由化一方面使得国外资金顺利地进入新兴市场国家，在增大这些国家流动性的同时，还导致了部分银行承担着过度的风险，同时还推动了国内资产价格膨胀。银行资本充足率下降，资产负债表状况恶化，偿债能力降低。另一方面，而当一国经济出现问题，引起资产价格暴跌，国内信用扩张过度时，会造成货币贬值时，促使国际资本抽逃离开危机发生国。

金融监管本该随着金融自由化深入而逐渐增强的，但许多国家在开展金融自由化以后，对金融的监管反而弱化了，极易造成一国信贷水平的激增并导致坏账率水平提升，恶化银行资产负债状况。而当经济恶化，出现卖空该国货币预期增强时，就会使得资本迅速流出，降低该国外汇储备，出现该国货币汇率贬值增大的预期，欧洲货币体系、墨西哥、阿根廷、土耳其、俄罗斯以及巴西爆发金融危机后，均出现了资本外流，货币贬值造成流动性紧张的局面。

3.3.3 货币政策过于宽松 / 固定汇率

资产泡沫往往是与金融风险伴生的，而宽松的货币政策是导致资产泡沫的直接原因。在亚洲金融危机前，泰国的信贷抑制维持 20% 以上的高增速，由于缺乏产业政策的资金导向作用，宽松的资金环境主要刺激了股市和房地产，导致了资产泡沫。

图 12：亚洲金融危机前，泰国信贷一直高速增长



资料来源：CEIC，申万研究

虽然发达国家也有宽松的货币政策引发的资产泡沫，但是发达国家宽松的货币政策多是货币当局主动选择的结果。对于新兴市场国家，宽松的货币政策很大程度上是被动的，是因为相关国家坚持固定汇率导致的。根据不可能三角理论，一个国家不可能同时拥有固定汇率、自由资本流动和独立的货币政策。前面谈到的金融自由化和对固定汇率的坚持使得这些国家只能放弃独立的货币政策，因为在没有汇率调节机制的情况下，外资的自由流动风险极小，大量资金的涌入流出使得这些国家，尤其是一些经济体量相对较小的国家，其货币政策形同虚设。

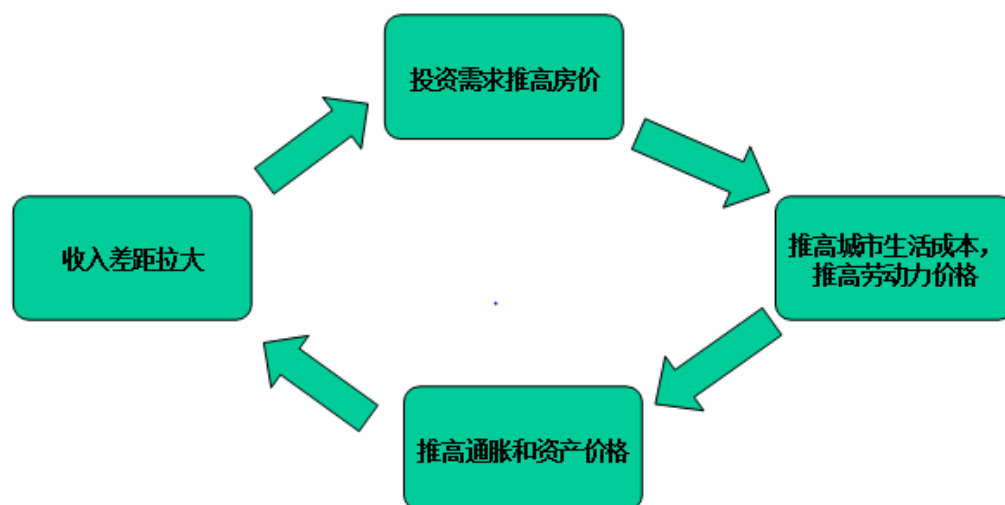
3.4 政策应对失当，失去转型的最佳时机

从根本上讲，金融风险的产生和金融危机的爆发都是政策应对失当造成的。之所以政策应对会屡屡犯错，有其内生性因素，伴随着经济发展往往存量财富和收入分配的失衡在聚集，导致政策有效性下降，并且这一过程容易形成恶性循环（图 13），解决存量财富失衡问题可能是提高政策有效性、避免重蹈覆辙的关键因素。

对于新兴市场国家，政策失当还表现为对经济发展条件的变化，政策没有及时调整，失去了经济结构调整的最佳时机。以泰国为例，当泰国产品的国际竞争力下降时，没有及时通过产业政策的引导进行产业结构调整，而是继续依赖外资和资产泡沫维持较高的经济增速。汇率政策过于僵化，增加了资本流动对经济的冲击。

对于发达国家，政策失当则表现为货币政策过于宽松，金融监管跟不上金融创新的步伐。次贷危机就是由这两个原因共同作用导致的。

图 13：不可忽视的恶性循环



资料来源：申万研究

金融危机伴随着金融自由化出现的频率越来越高，这一“病理”导致了上世纪 80 年代初拉美债务危机的爆发。进入 90 年代后，金融衍生品的兴起，导致金融体系脆弱性增大，使得危机爆发次数增多。21 世纪以来，经济泡沫膨胀、国家政策失误、市场预期加剧市场恐慌等因素结合在一起，极大地诱发了金融危机爆发。

附录：主要金融危机回顾

金融危机，是指一个国家金融市场和金融系统发生动荡，金融风险超出金融监管部门的控制能力，使得资金投资渠道不畅，错失最佳投资机会。金融危机表现出金融指标在短期内急剧恶化的现象，如短期利率、汇率、包括证券、房地产、土地等在内的资产价急剧、短暂、超周期的恶化。

金融危机主要分为货币危机、银行危机和债务危机。现代金融危机常常是多种危机相互转化共生的，很难将它们严格地区分开来。1980 年代，拉美债务危机是货币危机和债务危机相互共生作用的；1990 年代，日本经济衰退和亚洲金融危机是货币危机和银行危机交织在一起的；而当前欧债危机则有着从债务危机向银行危机发展的趋势。

附录 1 1929 年—1933 年世界经济危机

因美国股票市场投机过度导致股票暴跌，引发 1929 年-1933 年的世界金融危机，使得全美证券贬值总额达到 840 亿美元。危机期间，美国抽回了大量对德国的投资，通过资金链的传导作用，引发德国经济崩溃。受累于英国在德国的大量投资，英国也被推入了金融危机的深渊。这场危机重创了全球，使得各国生产出现严重衰退。1930 年代世界经济危机爆发主要有以下几个深层次的原因。

1、贫富差距加剧了借贷消费，使得消费品市场过度膨胀发展。当借贷消费放缓并受阻时，一方面导致消费品生产减少和生产过剩，引发社会购买力不足；另一方面投资锐减，造成资本过剩；

2、投资者对经济前景的看好并不反映在实体经济中，而是表现在股票市场上。银行信用助推了股市繁荣，至 1929 年，道·琼斯指数从 75 点上升至最高的 363 点，上涨了 3.84 倍，年平均增长率高达 21.8%。股市泡沫高涨加速大量资金撤出再生产部门，被投向更高回报率的证券投资领域。

3、金融创新加快和金融监管不当。危机前，美国投资者只需支付 10% 的保证金就可以购买股票，余额由其经纪人支付，增大了整个金融体系的系统性风险。金融监管部门没有对危机期间的银行倒闭采取干预措施，使得银行业出现倒闭→挤兑→倒闭的恶性循环。美国金融监管部门对有问题的金融机构救助迟缓助推了这次危机的蔓延。

1929 年-1933 年的危机是传统经济危机向现代金融危机的过渡，改变了世界经济格局，调整了各国在世界经济中的相对地位。英国、德国、日本等国在应对危机时的采取了及时有效的措施，增大了它们在国际市场贸易市场上的份额；而美国、法国对这次经济的应对相对迟缓，降低了它们在国际贸易市场上的份额。但这次危机的爆发，促使美国改变了经济政策，新颁布了一系列法案，如《银行紧急救助法令》、《联邦证券法》、《格拉斯—斯第格尔法》，这些法律决定了美国今后金融的发展方向。

附录 2 1980 年拉美债务危机和美国储贷危机

附录 2.1 1982 年—1983 年的拉美债务危机

20 世纪 60 年代后，许多拉美发展中国家为了发展国内经济，举借了大量外债。但由于资金使用、制度约束等多方面因素限制，债务资金并没有提高这些国家的经济发展速度，反而造成了还本付息的困难。

1982 年 8 月，墨西哥政府宣布无力偿还到期的外债本息，请求国外银行准许延期，遭到拒绝后，墨西哥政府宣布无限期关闭外汇市场的汇兑业务，

暂停偿付外债等措施，引发市场恐慌，爆发了债务危机。随后，巴西、阿根廷、委内瑞拉、智利、秘鲁等拉美国家也相继因债务问题陷入危机。拉美国家爆发债务危机主要有以下原因。

1、两次石油危机推高了国际油价，加上世界整体经济的萧条，拉美国家面临的外围经济环境不断恶化。拉美国家对石油进口依赖性很强，而石油价格的上涨又会增加这些国家的通货膨胀水平。

2、拉美国家私人银行贷款增速很快，超过了政府和金融机构贷款的增速；短期和长期贷款结构不合理，短期贷款比重增长迅猛，而中长期贷款比重大幅下降；此外，贷款利率大多采用固定利率，增大了利率风险。

3、债务负担加重。因为国际金融市场风险压力增大，国际信贷紧缩，美国实行高利率，加重了拉美国家的债务负担。

拉美债务危机促使大量资金流外流，国际收支恶化；为了偿还债务，拉美国家降低了对能源和原材料的进口，通货膨胀率居高不下，使得这些拉美国家经济发展严重受挫。上世纪 80 年代，拉美地区的国内生产总值年均增长率仅为 1.1%，有些年份甚至出现了负增长；工业产值年增长率为 0.5%；人均收入下降 10%。

1989 年 3 月，美国财长提出《布雷迪计划》，较大规模地免除拉美债务国的部分债务措施。同时，拉美债务国家也开始对国内经济进行调整和改革，直到上世纪 90 年代初，拉美债务国家才基本完成由内向型经济向外向型经济发展模式的转变。

债务危机导致拉美各国由进口替代战略转向出口导向战略，危机各国缩减了国内生产率低下的制造业部门，增大了进口。同时出口国内自然资源，形成了拉美国家对欧美日发达经济体出口原材料资源，同时进口工业制成品的国际分工格局。

附录 2.2 1987 年—1992 年美国储贷危机

上世纪 80 年代后期，美国房屋市场价格得到了逐步修正，同时，美联储加息造成了银行贷款违约率持续攀升，引发了对美国经济影响深远的储贷危机。

储贷银行本质上是通过赚取存贷利率差进行运营的，但是由于美国 80 年代初期升息步伐加快，投资者纷纷将定期存款转投到货币基金中，增大了银行资金压力。而银行又面临着短期市场利率持续走高，长期贷款利率不变的利率错配状况。80 年代美国还允许储贷机构开展商业贷款和消费性贷款业务，增加其获利能力，同时放松了对房贷授信条件以及风险管理控

制，储贷银行还开展了投资不动产等活动，增大了储贷银行的经营风险。导致储贷危机爆发主要有以下几个原因。

1、30 年代世界经济危机后，美国实行单一银行体制，法律禁止金融机构异地设立分支机构，迫使大多数银行只能服务于相对狭窄的区域市场，不利于银行业分散风险，使得银行在很大程度上受到区域性经济发展的影响。

2、银行业内部监控机制不健全、过度信贷扩张，超出了银行控制范围。美国银行在 80 年代的过度信贷扩张，酝酿和集聚的进入风险正是这次储贷危机爆发的重要原因。

3、外部金融监管不力。美国的不同监管机构在监管理念、资本金要求、市场准入、处置措施等方面存在很大差异。缺乏相应的风险管理措施，增大了市场的道德风险。允许实际已经破产的储贷机构继续经营，增大了储贷机构在新竞争环境中破产的概率。

储贷危机爆发后，政府介入其中，设立了重组信托公司（Resolution Trust Corporation，RTC）对储贷机构的不良资产进行处置。先后通过财政部的 200 亿美元的拨款和 300 亿美元的发债融资。RTC 将倒闭的储贷机构资产进行证券化的形式出售，有效地控制了储贷机构倒闭给金融体系、市场秩序带来的破坏性影响。美国相继颁布了《银行平等竞争法》、《金融机构改革、恢复和强化法》、《联邦存款保险公司改良法》等一系列法律，为美国银行和储贷机构日后的健康运转奠定了法制基础。

附录 3 1990 年的金融危机

附录 3.1 1990 年—2003 年的日本银行危机

上世纪 80 年代后期，日本金融机构放松了对企业贷款的审查，发放了大量房地产抵押贷款，促成了日本股市和房地产价格暴涨，集聚了严重的房地产泡沫。银行也因管理不善积累了大量坏帐，加上金融监管当局监管和改革的滞后，经济泡沫最终在 1990 年破灭，造成 90 年代日本银行危机爆发。

亚洲金融危机爆发恶化了日本外围经济环境，监管当局没有及时地控制风险，使得银行危机升级恶化，促使日本经济严重衰退，走上经济衰退增大银行坏账这种恶性循环的道路，加快了日本金融机构的倒闭风潮。

1998 年，日本推出《金融再生法》并成立特别机构，通过拨款注入到有问题的金融机构中，来救助金融体系。同时日本还指定机构进行清算，通过入股方式进行短期融资，并将有的问题金融机构经营权交给政府资助

的过渡性金融机构处理。1994 年还成立了整理回收机构（RCC），接管破产银行的不良债权，收购经营正常银行的不良债权，并通过资产证券化的方式对债权进行打包销售。

附录 3.2 1992 年—1993 年欧洲货币体系危机

东德和西德的合并增强了德国经济。虽然德国马克在欧洲货币单位中的份额不变，但由于马克对美元升值，使得马克在欧洲货币单位中的相对份额不断提高。马克币值变化对德国和其他欧洲国家的经济就产生了很大影响。当时英国、意大利的经济发展缓慢，需要实行低利率刺激经济发展，而德国因东西合并出现巨额赤字，如果实行低利率则会引发通胀，德国和其他欧共体成员的经济矛盾不断加深。德国在 1992 年 6 月将其贴现率升至于 8.75%，随即市场上出现了抛售英镑、里拉抢购马克的投机性攻击，致使里拉和英镑汇率大跌，爆发了欧洲货币体系危机。

尽管欧共体放宽了汇率目标区的中心汇率浮动宽幅，但仍挡不住市场的投机性攻击，造成了区域性的货币危机。造成欧洲货币体系爆发危机的主要原因如下。

1、从外围经济环境来看，美国经济在 90 年代陷入衰退，为刺激经济复苏，采取降低利率手段。大幅度利率差使得市场投资者抛售美元，买进马克；而期初德国东部经济增长缓慢，德国股票市场资金转投马克，导致马克汇率大幅上升，引发了欧洲汇率机制长达 1 年的动荡。

2、欧共体各成员国货币政策的不协调是导致危机爆发的生层次原因。各国经济发展的不平衡导致宏观经济政策的不协调，不同国家采取不同的经济政策和货币政策，从根本上违背了联合浮动汇率机制的要求。危机造成马克币值坚挺，英镑、里拉等币种贬值，导致英镑和里拉被迫退出欧洲汇率机制。

附录 3.3 1994 年—1995 年墨西哥金融危机

墨西哥在上世纪 80 年代债务危机后采取了多项经济改革措施，使得经济取得了较快发展。但是，墨西哥引进巨额外资为它 1994 年发生的金融危机埋下了隐患。当美国提高利率时，墨西哥比索面临巨大的贬值压力，加上国外投资者对墨西哥经济发展前景缺乏信心，大量抛售比索抢购美元使得墨西哥陷入了更深危机中。

借助危机传染效应，墨西哥金融危机迅速地传染到整个拉美国家，甚至波及到了欧洲、亚洲国家，导致这些国家和地区股票指数出现大幅下跌。继拉美债务危机后，墨西哥再次发生金融危机有以下几方面原因。

1、墨西哥经常项目巨额逆差。进口大幅增加，耗费了墨西哥大量外汇储备；在解除资本管制后，盯住汇率制度的隐性“汇率保障”吸引了大规模私人资本流入，虽然弥补了墨西哥经常项目逆差，增加了外汇储备，但这些私人资本流入后，主要投机在有价证券上。这些资金具有极强的流动性和不稳定性，使墨西哥暴露于外部危机之中。

2、国内经济结构失调。民间投资严重不足，投资主要流向不动产、商业和金融市场，产业发展极不平衡；快速私有化进程迫使大量国有资产流失，国家调控经济的能力受到严重削弱，经济结构失衡问题突出；生产性投资不断下降，推动了投机性投资膨胀，经济泡沫现象严重。

3、国内政治冲突以及国际经济金融环境的变化。墨西哥发生的一系列暴力事件动摇了市场投资者的信心。美国利率提高和经济恢复造成墨西哥外围经济环境恶化，引起大量资本抽逃。

附录 3.4 1997 年—1998 的亚洲金融危机

1997 年 2 月至 5 月，国际投机资金对泰铢进行投机攻击，泰国国内银行出现挤兑事件，泰铢兑美元跌至当时 10 年来的最低点，为 26.7 铢 / 美元。泰国财政部长辞职加剧了更大规模的投机狂潮。迫使泰国央行于 7 月 2 日放弃 1984 年以来一直实行的固定汇率制度，泰铢当日跌至 29.5 铢 / 美元，跌幅达 20%。

由于东盟各国经济发展存在很大的相似性和相关性，在投机者的投机攻击下，菲律宾比索、马来西亚林吉特也于 7 月宣布贬值和放宽浮动范围。随后东南亚各国货币均出现不同程度的贬值。资本净流出增大使得东南亚危机国家外汇储备下降，国内利率暴涨，约束了流动性和增大了债务还本付息的困难。外债升值和本国资本市场泡沫破灭，使得区域性的亚洲金融危机演变为全球金融危机。以下几个方面是导致亚洲金融危机爆发的重要原因。

1、汇率政策不当，金融调控手段落后。东南亚国家大多采用盯住美元的固定汇率制度，但是这些国家的进出口结构不合理，使得它们的汇率制度更容易受到美元对日元、美元对其他欧洲货币变化的影响，增大了货币当局的调控难度。

2、银行业巨额不良贷款金额比重急剧上升。银行对私人部门和企业信贷的持续快速增长，使得资产负债率大大地超过了国际平均水平，由于缺乏完善的内控机制，泡沫经济破灭后，增大了银行是不良贷款金额。

3、经济结构失调。金融危机爆发前，东南亚国家经济发展势头良好，工业部门生产力大量过剩，盈利能力减弱。因缺乏新的主导产业，大量资金转向投机与证券市场、房地产市场，集聚了大量金融和房地产泡沫。

4、外债结构不合理，利用外资不当。东亚各国对外国银行债务额巨大，且短期外债居多。但是国内银行对企业所拥有的是按本币计价的中长期债权，巨额外债期限的不合理搭配，增大了东南亚国家外债面临的外汇波动风险。

附录 3.5 1998 年—1999 年俄罗斯金融危机

1992 年初，俄罗斯实施“休克疗法”进行经济改革，但却造成了俄罗斯国内生产连续降低，这种情形一直延续到 1997 年，才有所改善，但生产增长的幅度仍然很小。俄罗斯在 1996 年开始对外资开放，市场投资者看好其金融市场，严重的投机使得股市和债市纷纷走高，俄罗斯的股市涨幅惊人，集聚了大量泡沫，完全有别于当时亚洲各国股票市场严重受挫的表现。

俄罗斯金融危机爆发和 3 次大的波动紧密联系在一起的。第一次大波动在 1997 年 10 月末到 11 月中，韩国金融危机爆发对俄罗斯产生传染效应，导致俄罗斯股市、债市和汇市下跌。第二次大波动在 1998 年 5 月至 6 月间，俄罗斯政局不稳定、私有化政策和债务等问题凸显，使得危机进一步恶化。第三次大波动在 1998 年 8 月，市场对政府政策的不信任，引起卢布暴跌。三次大波动加剧了金融危机，这次危机爆发主要有以下几个原因。

1、经济政策失误。俄罗斯的经济政策中采取了激进的“休克疗法”造成恶性通货膨胀，而财政紧缩又导致了流动性不足，投资大幅降低，最终造成经济长期衰退和政府偿债能力不足。这些因素综合在一起则进一步恶化了金融危机。

2、经济结构发展不合理。俄罗斯轻工业和重工业发展比例严重失调；主要依靠出口能源、基本原材料来增加外汇储备收入。产业结构和出口结构不合理，增大了俄罗斯国民经济对外贸的依存度。

3.复杂的政治因素。俄罗斯政府更迭起伏，政局动荡加剧，对金融危机起到了推波助澜的作用。

虽然俄罗斯通过提高利率水平、转借外债、延长债务偿还期限对金融危机进行遏制。但是，危机引起的高通胀使得居民存款贬值；国内大批银行损失惨重，破产银行数量急剧上升；俄罗斯的金融危机还波及到了欧美、拉美地区，引发了全球金融动荡。

附录 4 21 世纪的金融危机

附录 4.1 2001 年—2002 年阿根廷金融危机

2001 年 3 月，阿根廷出现了一个较小的偿债高峰，但是市场却怀疑阿根廷借新债还旧债的能力。7 月份，阿根廷汇率市场发生了剧烈波动，印证了此前的市场预期，比索币值出现大幅贬值。随着市场预期的恶化，国内资本出现了大规模外逃，利率大幅上扬。为了抑制金融危机，政府采取了限制居民提款和防止资金外逃的措施，但这反而加剧了金融恐慌。期间，阿根廷政治上的混乱也将其金融危机推向了深渊。促使阿根廷危机爆发的原因也是多方面的。

1、改革中实施了激进的自由化策略。贸易自由化、经济自由化加重了国民经济对国际市场的依赖。在阿根廷推行私有化的过程中，严重削弱了政府的干预能力，并没有采取措施限制外资的自由流入和流出。

2、政府宏观调控政策不当。阿根廷没有根据实际情形对汇率政策做恰当的调整，错过了产业升级的机会。通过举借外债发展经济的方式，反而致使阿根廷背负了沉重的外债负担。

阿根廷通过了《公共紧急状态和汇率体制改革法》，该法案赋予新总统有几乎不受限制的经济权力以应对危机。此外，阿根廷还向国际货币基金组织申请援助，进行债务重组，严格限制美元汇出和商品进口，以及改革税制来抑制危机带来的破坏性影响。

附录 4.2 2007 年—2009 年全球金融危机

在 2006 年之前，由于美国住房市场持续繁荣，美国利率水平较低，加速了美国次级抵押贷款市场迅速发展。但是，随着美国住房市场的降温尤其是短期利率提高，增大了次级抵押贷款的还款利率，加重了购房者的还贷负担。同时，住房市场的持续降温也使购房者出售住房或者通过抵押住房再融资变得困难。这种局面直接导致大批次级抵押贷款的借款人不能按期偿还贷款，进而引发“次贷危机”。金融风暴很快从抵押贷款机构、投资银行蔓延到保险公司、储蓄机构和商业银行。

美国次贷危机引发了全球金融市场的流动性短缺。引起美国金融市场上出现了一系列的公司并购、国有化事件，危机的恶劣影响迅速波及到了欧洲、亚洲、拉美等主要金融市场，最终蔓延为全球金融危机爆发。不断扩展和恶化的全球金融危机逆转了世界经济增长的强劲势头，至今还影响着各国和地区的经济发展。由次贷危机引发的全球金融危机爆发有着深刻的原因。

1、过度追逐高额利润的金融创新开发。对高额利润的追逐，次级信用住房抵押贷款债务证券化被开发出来后，放贷部门将贷款的风险转移出去，并利用收回的资金继续放贷。金融市场放贷规模不断扩大的同时，金融风险也被不断放大。美国房地产泡沫风险随着这些金融衍生产品扩散到了其他国家和地区，最终使得美国次贷危机波及到全球，形成全球金融危机。

2、宽松货币政策吹大了经济泡沫，虚拟经济与实体经济发展不平衡。次贷危机爆发前，美国一直实行宽松的货币政策，刺激了股价和房价上涨，股价、房价相互推动的泡沫越来越大。美国将实体经济转移到了东南亚和南美地区，在本地发展金融服务业。美国通过国际贸易消费其他国家的产品和资源，其他国家再以美元购买美国债券等金融产品。美国实体经济与虚拟经济发展不平衡，通过贸易、金融、预期等渠道将危机传染给其他国家。

3、信用制度缺失。评级机构高估了次级产品的评级，给予次级产品与普通抵押债券等同的评级，这极大地促进了次贷市场的发展。但利益冲突无法让评级机构做出客观、公正的评价，当市场认知和机构评级发生冲突时，信任危机就开始蔓延了，投资者抛售债券加大了市场恐慌心理，导致金融市场流动性不足，对全球金融危机爆发起到了推波助澜的负面作用。

4、金融监管不力。《金融服务现代化法》等法案放松了金融管制，打破了银行业、证券、保险、投资行业等间的壁垒，金融市场的激烈竞争诱使大量不具备还款能力的消费者纷纷通过按揭手段，借钱涌入住房市场。监管层面上的漏洞逐步暴露出来，监管不力也给金融投机打开了方便之门。

全球金融危机阻碍了全球经济增长，亚洲经济衰退的程度大大超过美国。以2008年第四季度GDP增长为例，美国和欧元区分别为-6%的增长水平；日本、新加坡和韩国GDP的增长率则分别为-13%、-16%和-20%。为防止金融危机进一步深化，美国出台了包括注资、剥离问题资产、为金融机构负债提供担保、减税和增加社会公共支出等一系列财政措施。其他受全球金融危机拖累的国家也纷纷采取相应财政政策和货币政策以应对危机，向金融市场提供流动性。

附录 4.3 2009 年至今欧洲债务危机

2009年末，全球三大评级公司下调了希腊主权评级，投资者抛售大量希腊国债。在市场情绪带动下，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅攀升，迫使欧元和欧洲股市双双大幅下跌，2010年起欧洲其他国家相继陷入危机，欧洲债务危机全面爆发。虽然欧洲各国债务额大小不一，危机严重程度不同，但是这次欧债危机爆发仍然具有相似的原因。

1、欧元升值、举债成本降低。1999 年，欧元作为世界货币诞生，欧元兑美元比价从 1.01 贬值到 0.85 后，又一路升值到 2008 年 7 月的 1.58，累计升值幅度达 86%。欧元大幅升值使得欧债产品更加受到市场青睐，大大降低了举债成本，这在一定程度上推动了当下债务危机国的大举借债行为。

2、政府部门与私人部门长期过度负债。政府的巨额财政赤字，超出了欧盟《稳定与增长公约》的规定，及政府财政赤字不应超过国内生产总值的 3%。以希腊、葡萄牙为代表的经济发展水平相对较低国家在追求高福利时，迫使政府和私人部门的负债率大幅度提升。

3、外围环境恶化。全球金融危机消极影响的持续存在，促发了房地产市场不景气，银行体系的坏账数量增加。举债和偿债能力出现了不同程度的降低，当以新债还旧债不能持续时，就出现了债务信用问题，债务危机就全面爆发了。

4、缺乏统一的财政政策。欧元区各国经济发展层次不同，欧元区虽然有统一的央行与货币政策，但是缺乏统一的财政政策。这就很难协调各个国家的财政政策来应对危机，比如对债务危机最严重的希腊来说，它既不能通过贬值货币刺激出口，也不能通过货币扩张削减政府债务。

附录 5 早期的资产泡沫案例

郁金香泡沫

产生原因：

郁金香供给量的制约：出现郁金香泡沫的第一个重要原因是：在短时期内，郁金香球茎的供应量几乎是一个常数。它不会因为需求量的增加而发生变化。即使郁金香的价格上升，生产者也没有办法迅速增加供给。从供求关系上来看，郁金香供给曲线很陡。

投机商就开始大量囤积郁金香球茎以待价格上涨。

开设郁金香交易市场，方便投资者交易。郁金香交易市场没有明确的规则，对买卖双方都没有什么具体约束。郁金香合同很容易被买进再卖出，在很短的时间内几经易手。这就使得商人们有可能在期货市场上翻云覆雨，买空卖空。在多次转手过程中其价格也被节节拔高。

郁金香价格暴涨吸引了许多人从欧洲各地赶到荷兰，他们带来了大量资金。外国资本大量流入荷兰，给郁金香交易火上浇油。

破灭：

在人们信心动摇之后，郁金香价格立刻就开始下降。价格下降导致人们进一步丧失对郁金香市场的信心。

法国密西西比泡沫

原因：

不断发行货币，导致金融投资热潮。在出这种情况下，不抑制投机，反而加大货币的供给，导致泡沫的破裂。

公司获得政府的经营特许权，价格遭到哄抬，股价完全背离公司盈利实力而纯粹受制于股票需求和股票买卖价差关系。

破灭：

通货膨胀从 4% 上升到 23%。通货膨胀则直接给广大民众敲响了警钟。

发布了股票贬值令，计划分七个阶段将股票的价格从 9000 里弗尔降到 5000 里弗尔，同时也降低纸币的面值。

英国南海股票泡沫

原因：

通过贿赂，取得了经营国债的特权，股价遭到投机者哄抬。

发行股份，认购者只需立即支付一部分股价的现金即可。持有国债的人可以将尚未兑换的国债年金转换为南海公司的股票。

与国会议员、政府大员们互相勾结。达官显贵可从南海公司获得大量贷款来购买股票。他们还积极参与和大肆鼓吹南海公司的股票。

破灭：

为了禁止没有取得经营许可证的公司的蔓延，英国国会在 1720 年 6 月通过了一个“泡沫法案”(Bubble Act)，并且决定在 8 月 18 日付诸实施。

法国股市一落千丈，坏消息震撼了伦敦。

信息披露

分析师承诺

苏畅, 陈康: 经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准, 本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告系根据服务协议应个别客户委托特别制作。本公司委派胜任专业人员承担委托任务并指定专人审核, 尽力适当考虑个别客户的投资目标、财务状况或需要。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本公司仍然建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。