

同创·同享·同成长

# “华尔街的白手套” ——美元周期与亚洲货币

报告撰写人：研究中心金融团队

部门：浙商期货研究中心

日期：2024年5月31日



浙商期货  
ZHESHANG FUTURES

打造研究型衍生品综合服务商

报告撰写人：周志超

从业资格号：F03087618

投资咨询号：Z0019474

咨询电话：0571-87215357

## □ 一、美国的“双赤字”政策，配合着美元信用，是其最重要的倚仗。

- 美元成了美国的“白手套”，往往通过快速加息，“收割”其他国家币种。
  - ✓ 美元周期会对主要货币汇率形成直接冲击，美元周期对各国的资本市场、经常账户、直接投资等跨境资本流动影响深远。
  - ✓ 美元周期也会影响资本流动大势。美元强势周期时，美元资产将更具吸引力，资本从新兴市场流出，股市会走弱乃至大幅下跌。
- “逆全球化”反而会强化美元信用。
  - ✓ 美国所主导的“逆全球化”往往会造成全球主要经济体经济增长放缓、不确定性抬升，在“比烂”的体系中，美元信用会得到一定程度的增强。

## □ 二、美国对日本的压制，并不是一蹴而就的，通过了贸易、金融、汇率等多种手段。

- 70年代美国陷入了通胀的危机后，升级与日本贸易摩擦，通过加息先强美元，吸引跨境资本流动，打压其他世界国家的同时解决国内矛盾。
- 80年代，里根采用“双赤字”模式发展经济，寻求弱美元。
  - ✓ 一方面主动宽松进行美元贬值，增强美国制造业的出口。
  - ✓ 另一方面通过多方施压，逼迫日本签订《广场协议》、《卢浮宫协议》等，让日本干预外汇市场及扩大内需。
- 在应对美国的多重制裁和摩擦时，日本的应对也是问题，内忧外患导致了经济的最终衰退。
  - ✓ 《广场协议》后，日本一直被欧美发达国家牵着鼻子走。

## □ 三、97年东南亚金融危机背后是金融错配及独立性的缺失，东南亚各国类似的问题，导致被美国“收割”

- 美国的经济表现低迷，东南亚各国的快速发展，海外资本流入。但东南亚各国高速增长是以债务的快速累积为代价的，信贷缺口持续走高。
- 债务扩张更多集中在短期外债，此外东南亚各国的外汇储备普遍不足
- 东南亚各国采取的是固定汇率制度，却在不断扩大金融自由化，取消资本管制。

## □ 四、美国如法炮制的手段，当前亚洲主要国家货币贬值，股市上行，情况与此前较为相似。

- 日本面临着考验，但也有着其改变和应对手段。日本决定退出YCC，若美国降息或者日本加息导致日元升值，日本出口下滑，经济受损后，日本股市将下跌。
- 东南亚各国的形势更为严峻。

- 一、美元周期
- 二、日美关系及日元汇率
- 三、东南亚金融危机
- 四、当前的分析



# 1

## 美元周期



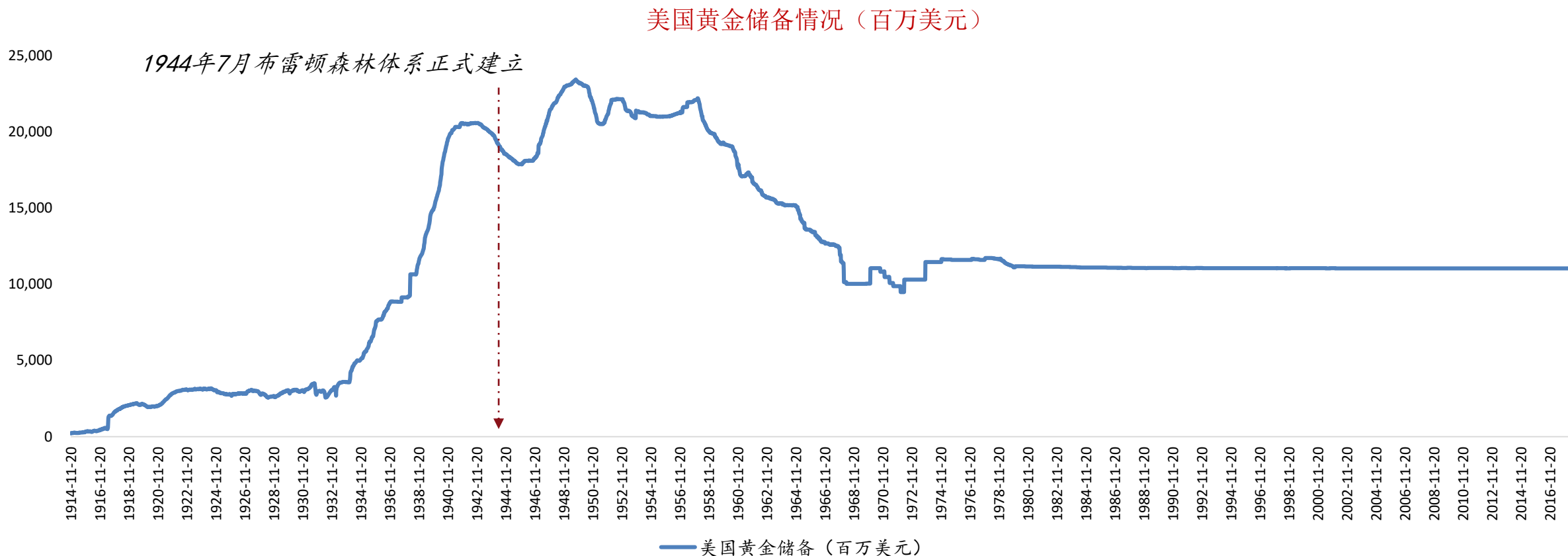
关注我们

下载APP

客服服务热线: 400-700-5186

## 1.1、“布雷顿森林体系”确立美元信用体系

- 美国在二战期间积累了大量黄金，战后拥有全球近75%的黄金储备，美国开始着手建立美元信用体系，1944年7月“布雷顿森林体系”正式确立，形成了全球以美元为基础的货币发行制度——（1）美元与黄金硬性挂钩，各国可以按照一盎司黄金=35美元的官价用美元向美国兑换黄金；（2）其他国家货币与美元挂钩，其他国家政府根据情况规定各国货币的含金量，实行固定汇率。



➤ 但“布雷顿森林体系”注定无法维系，60年代开始，整个体系遭遇了“特里芬难题”（各国用美元作为结算与储备货币，会导致美元在海外沉淀，使得美国国际收支发生长期逆差，而美元要保持币值稳定，就要求美国是国际贸易收支长期顺差国，两者是相矛盾的），从1961年美国介入越南战争开始，美国经济力量削弱，国际收支逆差急剧增加，使得各国抛售美元兑换黄金，美元信心动摇。

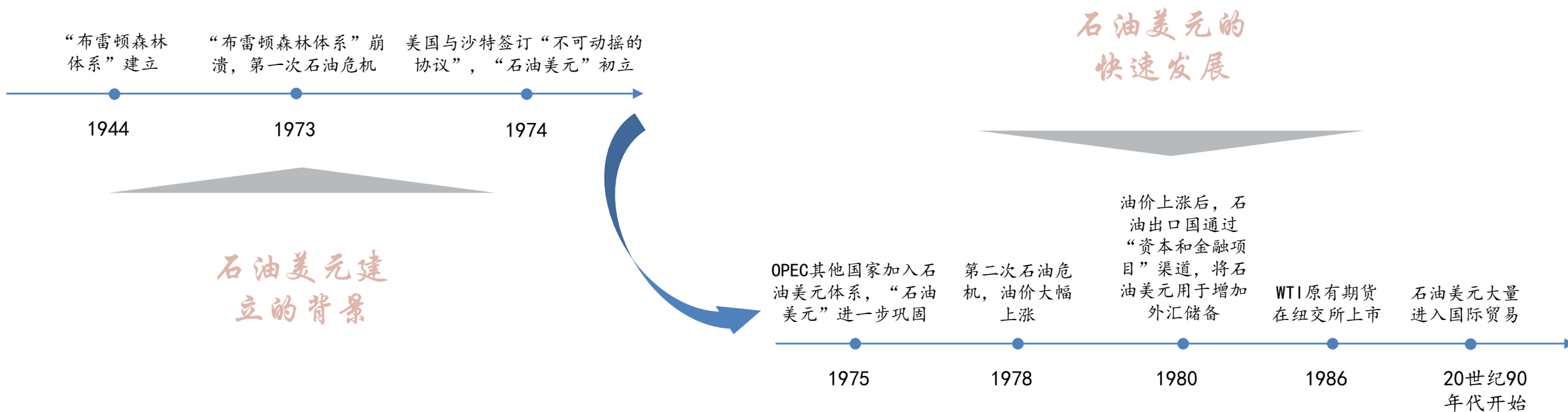
四次美元危机复盘

时间	事件	起因	影响
1960年10月	第一次美元危机	侵越战争的扩大，美国工业产量下降14%，黄金储备由战后的400多亿美元降至178亿美元，而短期外债却高达210亿美元	美元的霸权地位开始动摇
1968年3月	第二次美元危机	美国黄金储备继续下降至121亿美元，而短债上升至331亿美元，市场再度掀起抛美元购黄金的风潮	黄金总库大量抛售黄金，导致黄金损失，各国向美国兑换黄金弥补损失，自由市场的金价与黄金官价失去联系，实行“黄金双轨制”
1971年5月	第三次美元危机	美国国内生产下降8.1%，欧洲市场再次爆发大规模美元抛售，美国黄金储备降至110亿美元	美元事实上已与黄金脱钩，“布雷顿森林体系”开始瓦解
1973年1月	第四次美元危机	对越战争消耗了美国大量国力，大量“无主美元”冲击金融市场	美元被迫二次贬值，取消固定汇率，实行浮动汇率制，随着“牙买加协定”的达成，“布雷顿森林体系”正式瓦解

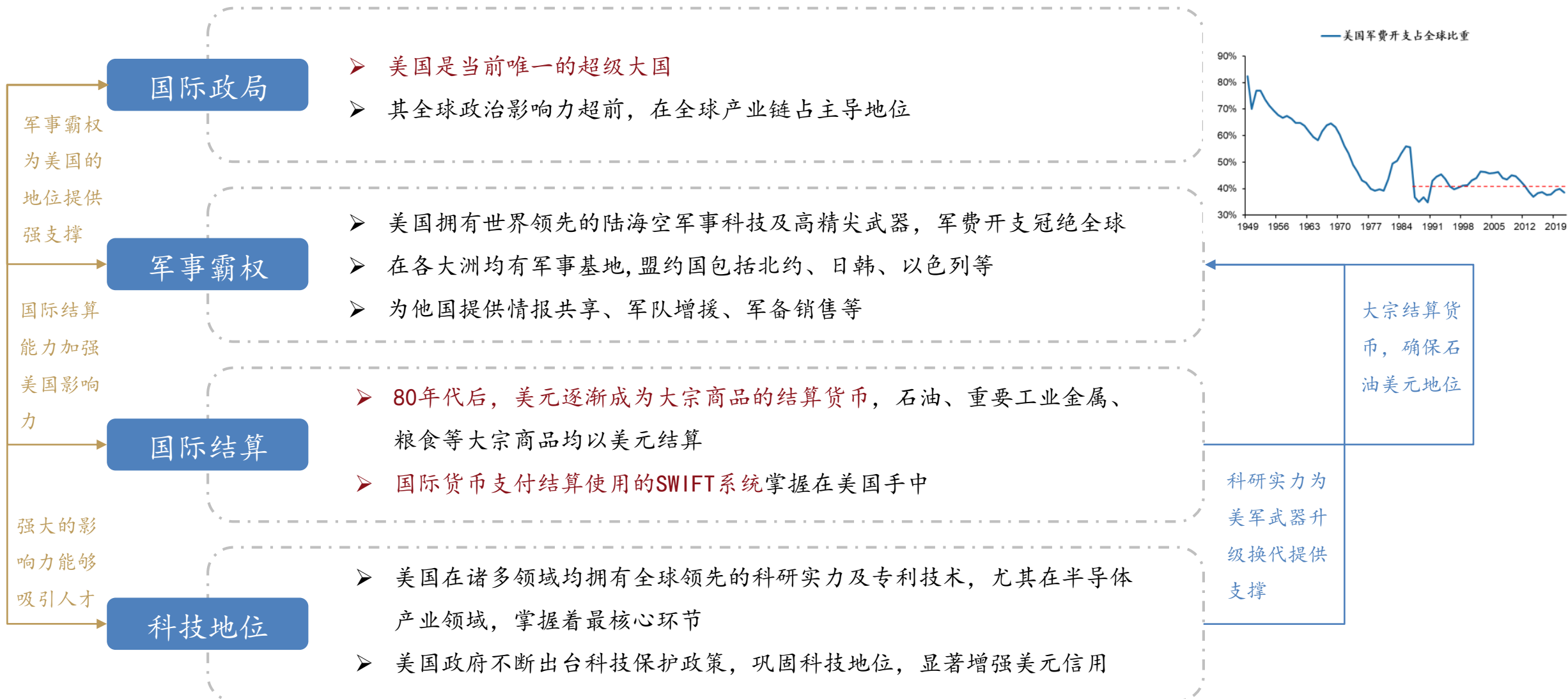


## 1.3、石油美元体系的确立

- 70年代，布雷顿森林体系瓦解，日德崛起，美元信用再遭“滞胀”危机。70年代中期，石油成为重构美元信用的实物锚，“石油美元”新体系重新支撑美元信用。1974年7月，沙特同意以美元作为石油贸易的唯一结算货币，随后扩展至其他OPEC成员国，自此美元与石油绑定。
- 后续随着WTI原油期货在纽交所上市，从20世纪90年代开始，石油美元大量进入国际贸易环节，形成了“美元-石油-美债”的三角循环体系，产油国高度绑定美元。21世纪，主权财富基金的兴起，则进一步推动了石油美元的多元化发展。

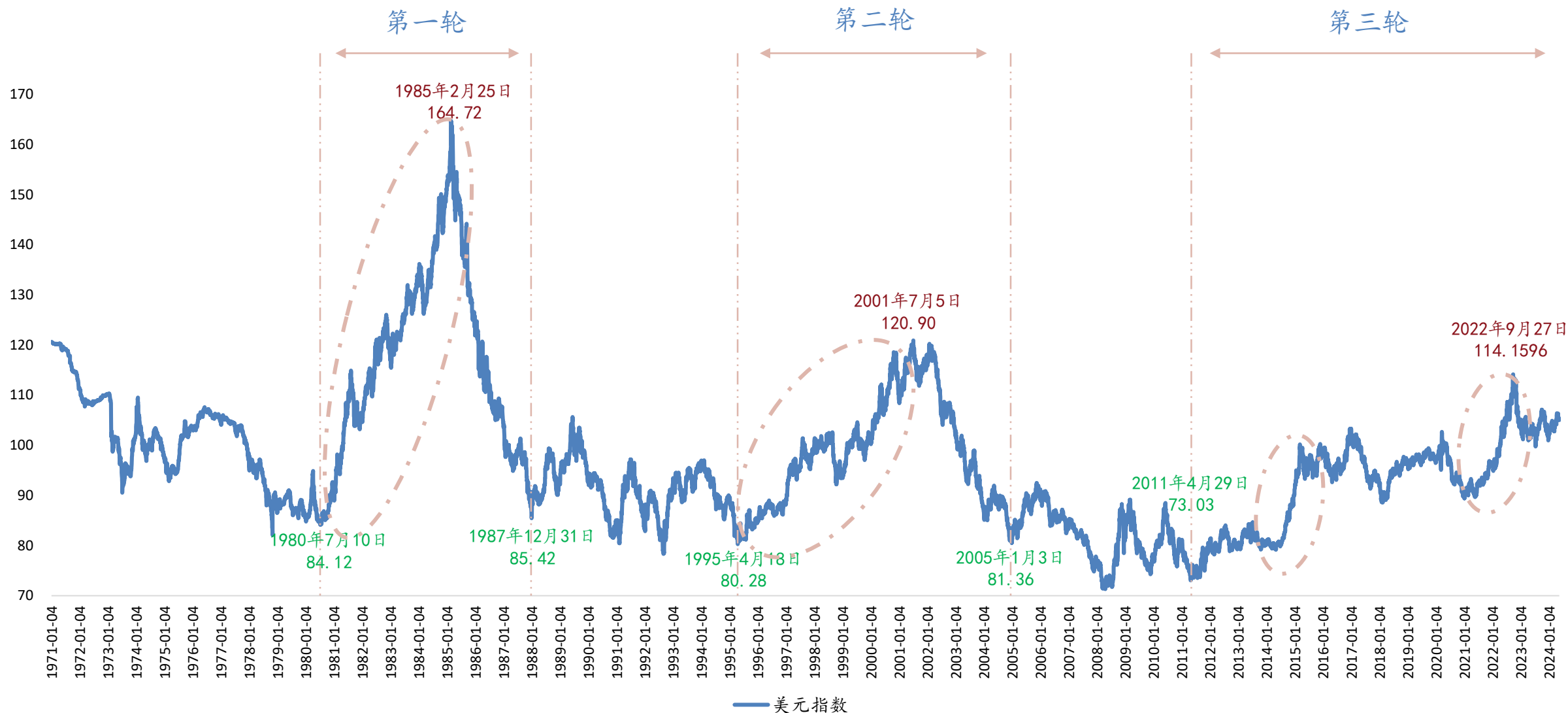


## 1.4、美元信用的四大支撑





## 1.5、1970年以来美元指数走势及三轮美元升值周期



## □ 美国的白手套-加息-美元强势，收割其他币种国家，过去几轮美元周期。

### ➤ 第一轮1980年开始，美元指数最多升值95.82%（80年启动，85年见顶，87年触底）。

- ✓ 1971年开始美元与黄金脱钩，1973年布雷顿森林体系瓦解，美元先贬值，自1980年开始升值（“石油美元”体系确立）。
- ✓ 美国货币政策收紧、美元升值，导致的大宗商品价格下跌和资本流出，是引爆上世纪80年代拉美债务危机的直接导火索（以1982年墨西哥宣布无力偿还外债为标志，拉美国家债务危机相继爆发，厄瓜多尔、玻利维亚、巴西、委内瑞拉等国相继出现偿债违约）。
- ✓ 1988-1995年主要是对于日元及日元资产的收割，88-90年美元升值，随后贬值，日本在此期间房市、股市先快速泡沫，随后被刺破引发下跌，进入衰退。

### ➤ 第二轮，1995年初-2005年初，美元指数升值近40%（95年启动，01年见顶，05年触底）。

- ✓ 在东南亚金融危机前的1990年代，包括泰国、马来西亚、新加坡在内的东南亚国家经济高速发展，由于资本市场发展不够健全，债务融资是实体经济主要的融资方式，信贷缺口一路走高。
- ✓ 1990年代的发达国家正处在1980年代后期开始的去杠杆、资产负债表调整进程中，信贷缺口处在下降期，甚至下滑至负区间，完全不似新兴市场般债务快速扩张。
- ✓ 金融周期错配叠加新兴经济体内部经济脆弱导致危机爆发。在这样的背景下，1994-1995年美国开始加息，资本回流美国的趋势愈加明显，多种因素相互交织演化下，东南亚金融危机由泰国揭开序幕。

### ➤ 第三轮，2011年以后，到2020美元指数底部反弹近40%，当前正处于美元第三轮上行周期之中（2011年启动，2022年或是顶部）。

- ✓ 2008年金融危机后美元低利率，部分新兴经济体债务大量增加。
- ✓ 此轮新兴市场货币贬值始自2013年，彼时伯南克表示将逐步缩减QE，并在2014年完全退出；2013年当年，阿根廷比索贬值超过30%，南非兰特贬值超过20%，土耳其里拉贬值20%，巴西雷亚尔贬值15%；之后几年均以贬值为主。
- ✓ 2018年在美国加息至2%左右，债券收益率上涨至3%附近，经济基本面强劲增长背景下，部分内部经济脆弱的国家爆发系统性危机，货币大幅贬值。
- ✓ 2021年开始，美国大幅放水，疫后经济复苏强劲，美元走强，叠加2022年开始美国再度加息，美元指数大幅上行，东南亚货币快速贬值，日元贬值超50%，韩元贬值超30%，泰铢贬值超26%，人民币贬值近15%。

## 1.5.2、美元周期会对主要货币汇率形成冲击

➤ 美元周期会对主要货币汇率形成直接冲击。美元升值对应的就是非美货币的贬值，背后都是各国间货币政策的映射，而美元周期对各国的资本市场、经常账户、直接投资等跨境资本流动影响深远，一般在其强周期引起的资本外逃，会加速一国货币的贬值，从而令其国际收支和偿债能力恶化，最终形成相应的债务危机。

历来各轮美元周期中，主要货币兑美元汇率涨跌幅表现

	第一轮周期		第二轮周期			第三轮周期			
	1980. 7–1985. 2 美元升值	1985. 2–1987. 12 美元贬值	1995. 4–2001. 7 美元升值	2001. 7–2005. 1 美元贬值	1997. 7–1998. 8 东南亚金融危机	2007. 8–2009. 1 次贷危机	2011. 4–2024. 9 美元升值	2014. 5–2015. 3美元 第一轮快速升值	2021. 1–2022. 9美元 第二轮快速升值
美元兑日元	20. 8%	-53. 9%	56. 0%	-18. 3%	22. 7%	-23. 0%	92. 6%	19. 4%	40. 4%
美元兑韩元		-5. 7%	68. 0%	-20. 0%	50. 1%	42. 9%	27. 8%	9. 9%	31. 9%
美元兑印度卢比	68. 6%	-2. 7%	50. 3%	-8. 1%	19. 0%	19. 4%	88. 7%	4. 7%	11. 6%
美元兑加元	21. 2%	-6. 2%	10. 3%	-20. 1%	13. 9%	15. 1%	44. 5%	16. 9%	8. 3%
美元兑泰铢		-11. 5%	86. 1%	-14. 7%	71. 3%	11. 8%	22. 5%	1. 6%	26. 6%
美元兑印尼卢比			410. 5%	-18. 3%	358. 5%	16. 9%	87. 7%	14. 5%	9. 2%
美元兑林吉特	20. 5%	-3. 4%	63. 5%	-5. 8%	64. 6%	-0. 5%	59. 6%	13. 7%	14. 8%
美元兑卢布			476. 3%	-4. 9%	73. 8%	14. 5%	233. 5%	74. 1%	-20. 9%
美元兑墨西哥比索			45. 1%	23. 8%	26. 0%	25. 5%	45. 5%	18. 9%	3. 3%
美元兑人民币			-1. 7%	0. 0%		-9. 8%	11. 5%	0. 6%	10. 4%

- **美元周期影响资本流动大势。**美元周期对应着美国市场在资本全球配置中的吸引力变化，进而影响资本的流向。美元强势周期时，美元资产将更具吸引力，资本从新兴市场流出，股市会走弱乃至大幅下跌。且过往几轮美元强周期都爆发了债务危机/金融危机，如1982年拉美债务危机，1994年墨西哥金融危机及1997年东南亚金融危机。2014-2015年的美元走强也引发了全球股市的大幅震荡。

历来各轮美元周期中，主要指数区间涨跌幅表现

	第一轮周期		第二轮周期			第三轮周期			
	1980. 7-1985. 2 美元升值	1985. 2-1987. 12 美元贬值	1995. 4-2001. 7 美元升值	2001. 7-2005. 1 美元贬值	1997. 7-1998. 8 东南亚金融危机	2007. 8-2009. 1 次贷危机	2011. 4-2024. 9 美元升值	2014. 5-2015. 3美 元第一轮快速升值	2021. 1-2022. 9美 元第二轮快速升值
美元指数	95. 8%	-48. 1%	50. 6%	-32. 7%	4. 5%	0. 5%	43. 8%	26. 0%	27. 6%
标普500	53. 3%	37. 9%	141. 3%	-1. 4%	7. 4%	-37. 8%	284. 8%	9. 2%	-2. 5%
纳斯达克	73. 3%	16. 4%	151. 9%	3. 5%	4. 2%	-38. 3%	474. 6%	18. 8%	-15. 2%
道琼斯工业	44. 2%	51. 8%	150. 8%	2. 4%	-2. 4%	-33. 9%	208. 8%	7. 5%	-5. 1%
日经225	79. 6%	76. 7%	-22. 3%	-8. 9%	-30. 1%	-48. 4%	289. 4%	29. 5%	-2. 3%
韩国综指	20. 8%	290. 3%	-35. 3%	50. 6%	-59. 1%	-41. 1%	24. 5%	1. 1%	-25. 2%
印度SENSEX30指数	142. 9%	44. 9%	-3. 0%	101. 3%	-31. 8%	-34. 4%	282. 0%	27. 3%	18. 6%
新加坡海峡指数			-20. 5%	22. 8%	-56. 8%	-47. 5%	4. 2%	4. 1%	11. 1%
泰国SET指数			-72. 4%	105. 6%	-59. 3%	-44. 6%	25. 9%	10. 0%	8. 6%
恒生指数	28. 2%	65. 8%	50. 4%	9. 5%	-52. 1%	-35. 9%	-19. 6%	7. 9%	-35. 5%
上证指数			248. 8%	-41. 9%	-8. 0%	-61. 7%	8. 0%	62. 3%	-14. 1%

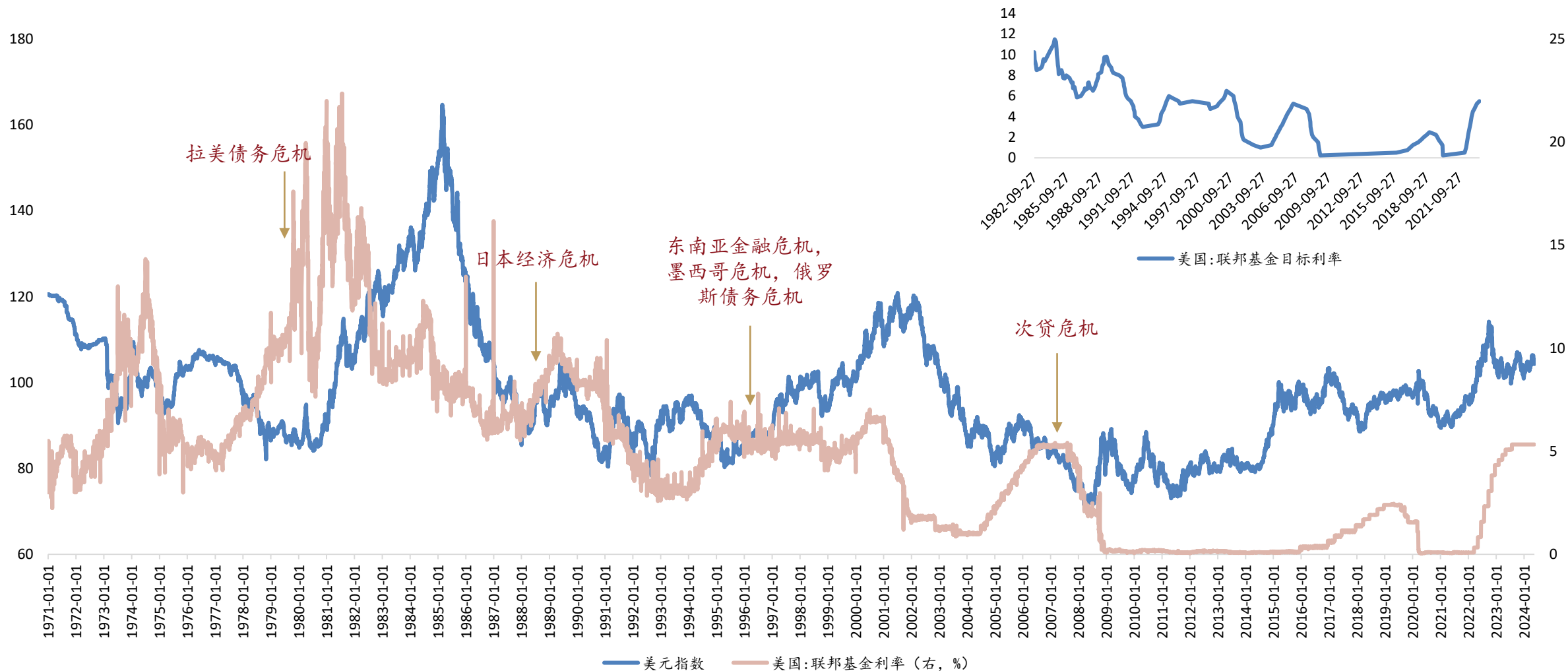
## 1.5.4、过去几轮美元周期，货币政策的变化

➤ 一般来说降息周期美元指数走弱，加息周期美元指数走强，在部分年份市场交易前置，造成了美元指数变动与货币政策周期变动错位。

过去几轮美元周期，货币政策的变化

	时间区间	类型	幅度（基点）	利率上限/下限	加息/降息次数	美元指数变动
第一轮周期 (1980. 7-1985. 2- 1987. 12)	1981. 8-1982. 12	降息	1050	8. 50%	13	5. 0%
	1983. 3-1984. 8	加息	300	11. 50%	10	16. 2%
	1984. 9-1986. 8	降息	562. 5	5. 88%	26	-24. 2%
	1987. 1-1989. 5	加息	393. 75	9. 8125%	22	-0. 6%
	1989. 6-1992. 9	降息	681. 25	3. 00%	24	-21. 1%
第二轮周期 (1995. 4-2001. 7- 2005. 1)	1994. 2-1995. 2	加息	300	6. 00%	7	-10. 0%
	1995. 7-1998. 11	降息	125	4. 75%	6	17. 9%
	1999. 6-2000. 5	加息	175	6. 50%	6	6. 4%
	2001. 1-2003. 6	降息	550	1. 00%	13	-13. 3%
	2004. 6-2006. 6	加息	425	5. 25%	17	-4. 2%
次贷危机发生期间	2007. 9-2008. 12	降息	500	0. 25%	10	0. 4%
第三轮周期 (2011. 4-2022. 9- 今)	2015. 12-2018. 12	加息	225	2. 50%	9	-3. 7%
	2019. 8-2020. 3	降息	225	0. 25%	5	0. 6%
	2022. 3-2023. 5	加息	500	5. 25%	10	7. 0%

美元指数及联邦政策利率变动



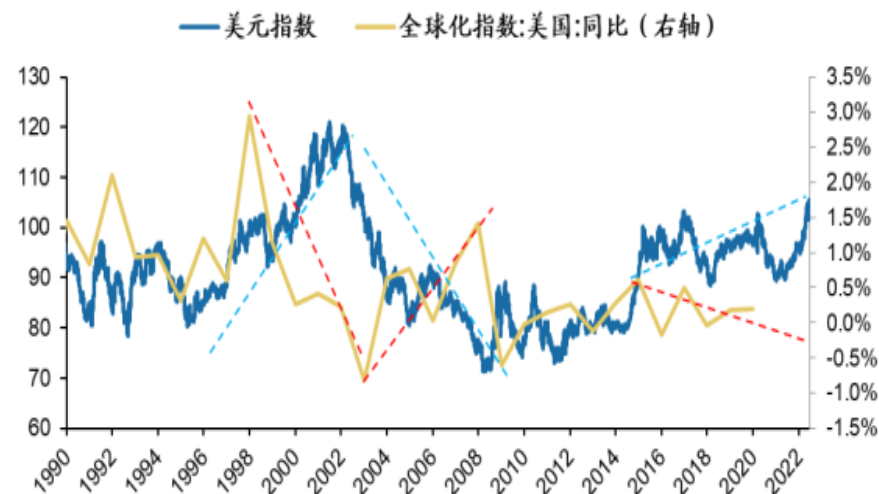


- “逆全球化”反而会强化美元信用。历史数据表明美元指数和美股全球化程度呈现负向相关性，背后逻辑在于，美国所主导的“逆全球化”往往会造成全球主要经济体经济增长放缓、不确定性抬升，而在前文所述的“四大支出”的支撑下，美元信用更强，在“逆全球化”阶段成了更好的避险资产，即在“比烂”的体系中，美元信用会得到一定程度的增强。

美元指数构成

货币	符号	比重
欧元	EUR	57.60%
日元	JPY	13.60%
英镑	GBP	11.90%
加元	CAD	9.10%
瑞典克朗	SEK	4.20%
瑞士法郎	CHF	3.60%

美元指数与美国全球化趋势反向相关



### □ 美国一直在致力于确立美元信用。

- 1944年7月“布雷顿森林体系”正式确立。
- 20世纪90年代开始，石油美元大量进入国际贸易环节，形成了“美元-石油-美债”的三角循环体系，产油国高度绑定美元在应对美国的，石油美元建立。
- 美元有国际政局、军事霸权、国际结算及科技地位四大支撑。

### □ 1970年以来有三轮美元大幅升值周期，美元成了美国的白手套，往往通过快速加息，收割其他国家币种。

- 美元周期会对主要货币汇率形成直接冲击，美元周期对各国的资本市场、经常账户、直接投资等跨境资本流动影响深远，一般在其强周期引起的资本外逃，会加速一国货币的贬值，从而令其国际收支和偿债能力恶化，最终形成相应的债务危机。
- 美元周期也会影响资本流动大势。美元强势周期时，美元资产将更具吸引力，资本从新兴市场流出，股市会走弱乃至大幅下跌。

### □ “逆全球化”反而会强化美元信用。

- 美国所主导的“逆全球化”往往会造成全球主要经济体经济增长放缓、不确定性抬升，在“比烂”的体系中，美元信用会得到一定程度的增强。

# 2

## 日美关系及日元汇率



关注我们

下载APP

客服服务热线: 400-700-5186

## 2.1.1、二战后至1970年：日美“甜蜜期”，日本高速发展

贸易战

20世纪50-70年代：纺织品贸易战

20世纪60-70年代：钢铁贸易战

宏观政策

**1947-50年代初：**  
**紧金融、紧财政**，平衡预算；停止“复兴金融公库”新贷款；确立单一汇率；设立“美国对日援助回头资金”特别账目

道奇计划

**1955-1960年：**  
**稳经济**，实现经济自立和充分就业；实现6.5%的目标GDP增速

经济自立  
五年计划

**1961-1970年：**  
十年内国民收入翻番，**GDP增长350%**，扩内需、扩外需

国民收入  
倍增计划

**1965-1975年：**  
加入OECD，生产力输出策略；制定各种目标计划（GDP、国民收入、消费、进出口等）

中期经济计划、经济会发展计划等

**1970-1975年：**  
应对尼克松冲击和石油危机，财政刺激以应对日元升值萧条；**加快土地开发、公共投资和房地产**；调整能源结构

新全国综合开发计划、经济社会基本计划

1947年

1955年

1961年

1965年

1970年

1945-1949年：倾斜生产方式

增加煤炭生产，并将其重点分配给钢铁部门，以增加钢材生产；然后将钢材重点分配给煤炭部门，进而增加煤炭生产，再以此逐步推动电力、农业化肥、运输等其他**基础工业部门的恢复**，逐步带动整个工业以及国民经济的恢复和发展。

1950-1955年：产业合理化

对**煤炭、钢铁、电力、造船**等基础工业部门进行产业合理化，促进这些产业的设备、技术和产品的现代化，**提高劳动生产率，降低成本**，增强出口创汇的国际竞争力。主要手段包括金融优惠贷款、租税特别措施等。

1955-1959年：产业振兴扶植政策

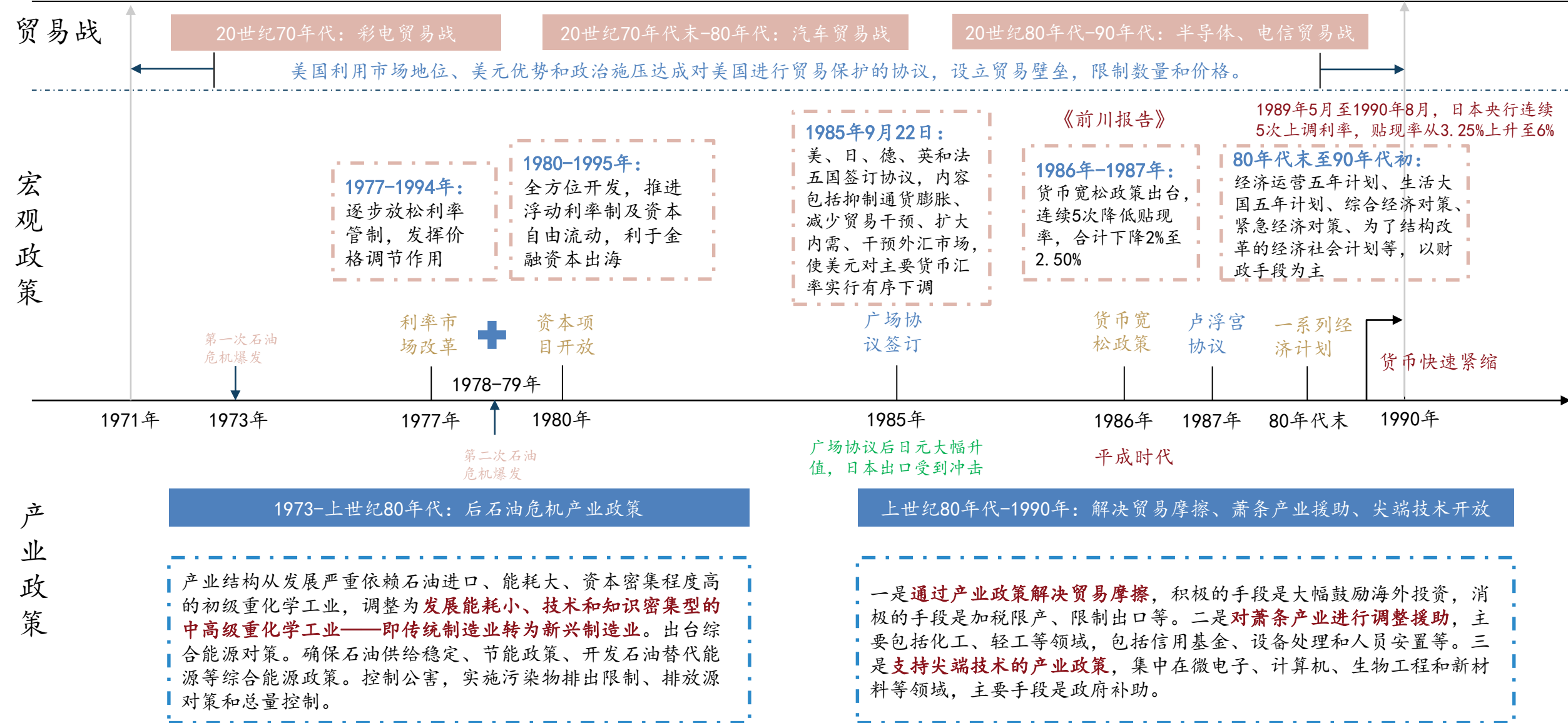
一是扶植和振兴的政策对象从基础产业逐步转向了**新兴和成长型产业**，从原材料工业转向加工工业。二是政策目标从一般性地降低成本、改进技术等再生产过程的合理化，转向了**结构转换和全面的经济振兴**。三是**钢铁行业继续作为重点扶持行业**，但产业合理化未获成功的煤炭工业，则由促进成长的保护对象转变为衰退调整的对象。

1960-1973年：重化工产业政策

一是形成**以附加值高的重化学工业品出口为主的出口结构**，以增加外汇收入，增加国民财富。二是采用官民协调方式形成新产业体制，**推进海运业、钢铁、汽车等行业的合并和业界重组**。三是对钢铁、合成纤维、石油冶炼、石油化学和纸浆等产业的设备投资进行调控，推动形成专业生产体制。

产业政策

## 2.1.2、1971年至1990年：日本威胁论下，日美摩擦不断





宏观政策

货币紧缩，刺破泡沫，流动性枯竭，股价及房价大跌

1998:

针对国内金融机构坏账危机及亚洲金融危机，出台《金融再生法》等，以及紧急经济对策等以应对危机

2002年:

通过更大力度的改革措施**解决银行的不良贷款问题**，以振兴日本经济

2009-2020年:

亚洲经济倍增构想，力争到2020年实现亚洲经济倍增，成为21世纪世界经济的增长中心，确保为日本提供400万人就业；低碳战略则为应对全球气候变暖问题；新经济增长战略提出到2020财年日本国内名义及实际GDP分别增长3%、2%

2012年-2020年:

安倍上台后实施了一系列的刺激经济政策（包括大胆的货币政策、机动的财政政策、刺激民间投资为中心的经济产业成长战略），提出**“三支箭”**

2015年-2020年: 提出**“新三支箭”**：

首先是到2020年日本实现600万亿的GDP总量；其次是改善年轻人的待遇和实现稳定就业，达到理想生育率1.8的目标；第三是延长寿命，提升养老看护环境，目标是护理离职率为零。

东南亚金融危机

金融再生法

互联网泡沫危机

金融再生计划

美国次贷危机

亚洲经济倍增构想、低碳发展战略、新经济增长战略

大地震及福岛核电站泄露事件

安倍经济学

农产品出口倍增计划

安倍“新三支箭”

全球疫情爆发

岸田文雄时代

1991年

1997年

1998年

2000年

2002年

2008年

2009年

2011年

2012年

2013年

2015年

2020年

2022年

小渊惠三（1998年7月~2000年4月）扩张的财政政策，通过减税、提高财政支出来振兴经济

小泉纯一郎（2001年4月~2006年9月）实行新自由主义政策，国有企业民营化，化解不良债权，调整产业结构，日本经济走向复苏道路

安倍晋三（2012年12月~2020年8月）宽松的货币政策、扩大的财政支出和结构性改革，两年内实现通胀率提高2%；2013-2020年期间，实现年均实际GDP增长率2%；到2020年基础财政收支实现盈余。

1990-21世纪初：21世纪产业结构相关计划

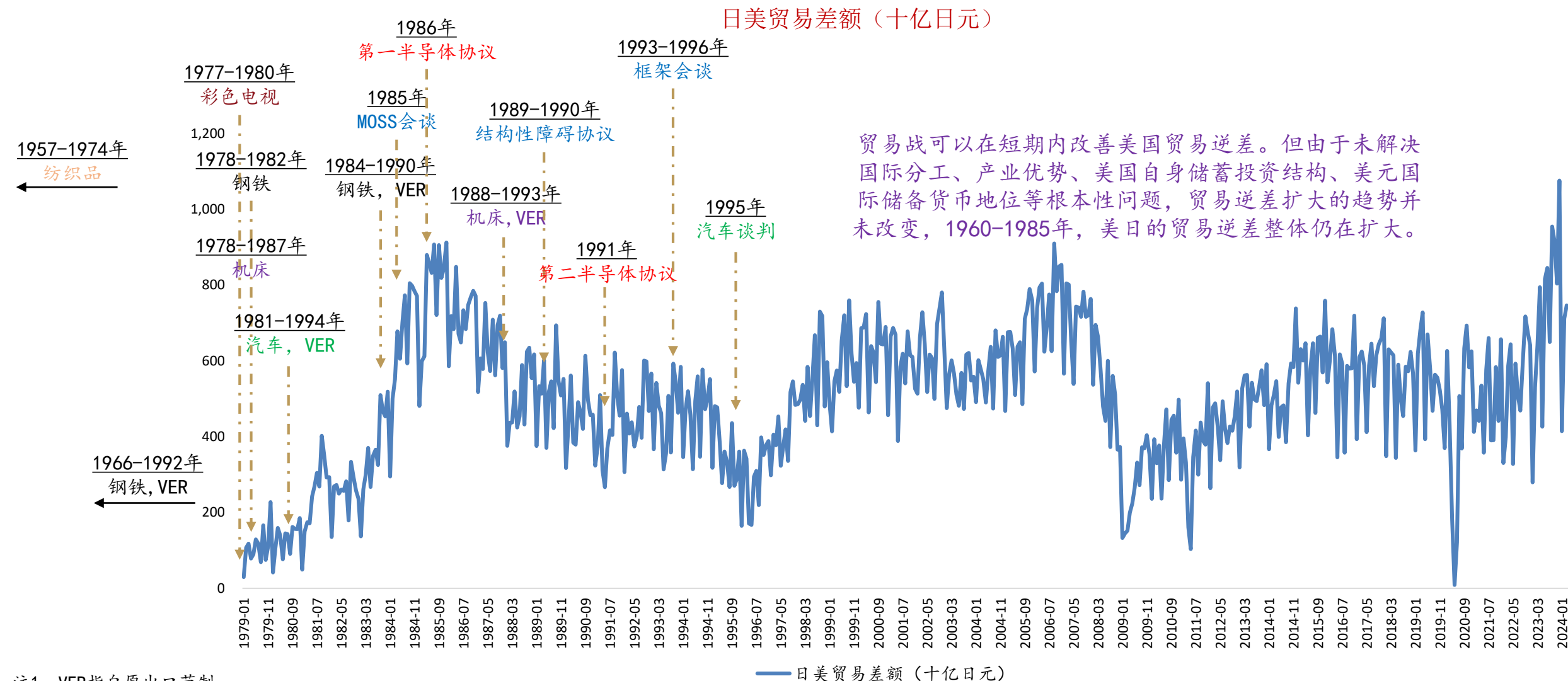
产业结构从发展严重依赖石油进口、能耗大、资本密集程度高的初级重化学工业，调整为**发展能耗小、技术和知识密集型的中高级重化学工业——即传统制造业转为新兴制造业**。出台综合能源对策。确保石油供给稳定、节能政策、开发石油替代能源等综合能源政策。控制公害，实施污染物排出限制、排放源对策和总量控制。

21世纪-今：低碳稳定可持续的产业政策

核泄漏、老龄化和技术升级空间有限使得日本的产业政策更多转向可持续发展领域，提出低碳社会，关注环保、健康和老龄化，强调构建稳定社会。持续投入信息产业、医疗健康产业、环境保护产业等。



## 2.2、美国对于日本的制裁最早始于20世纪50年代



注1：VER指自愿出口节制

注2：MOSS包括电信、电子、药品、汽车、超级计算机、土地使用等一系列议题

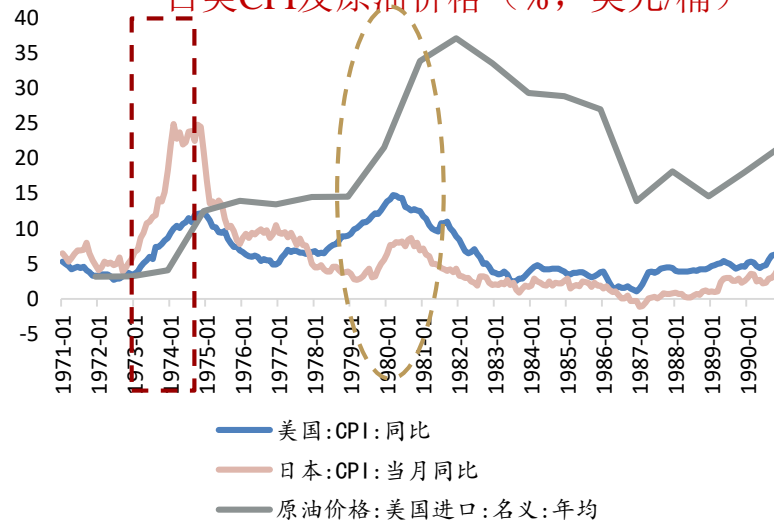
美国针对日本发动的贸易战

时间	贸易战类型	内容
20世纪50-70年代	纺织品	20世纪50年代，由于日本纺织业产能过剩的情况日益加深，导致日本向美国大量出口低价棉纺织品，日本棉纺织品大量出口美国严重打击了美国本土的纺织业，导致了这一时期美日之间贸易摩擦。美日两国在纺织品行业的贸易摩擦最后以签订《1957年日美纺织品协议》、《1962年日美纺织品短期协定》、《1963年日美纺织品长期协定》和1972年《美日纺织品贸易协定》而告一段落。
20世纪60-70年代	钢铁	20世纪60年代初，日本钢铁产量开始大幅超过美国。到1969年，美国从日本进口钢铁的需求量从15%上升到了40%，造成了美国钢铁企业的恐慌。美国就钢铁出口多次和日本磋商，磋商的结果是日本自愿限制钢铁出口。美日钢铁贸易战最终以双方签订《1968年日美钢铁产品协议》、《1976年美日特殊钢进口配额限制协定》等贸易保护协议的方式结束。
20世纪70年代	彩电	20世纪60年代起，日本电视制造业发展迅速。随着日本电视机大幅占领美国市场和新款机型的不断推出，导致20世纪70年代美国对日本电视行业实行了反垄断措施。1977年美日达成协议，日本自愿对彩电进行限制出口。
20世纪70年代末-80年代	汽车	20世纪70年代，日本汽车产量大幅增加。到1980年，日本汽车产量已位居世界第一。在日本对美国的贸易顺差中，日本出口的汽车占据了出口主力地位，导致了美日贸易摩擦不断。最后，汽车行业贸易战以双方签订《1981年日美汽车及零部件协议》、日本自愿限制出口、日本同意开放市场以及日企到美国直接投资的方式解决。
20世纪80年代-90年代初	半导体	20世纪80年代以来，日本大规模出口低价芯片，严重打击了美国芯片市场，导致了美国采取一系列贸易保护措施。半导体行业贸易战最终以签订《1987年日美半导体协议》、限制日本出口产品价格等方式了结。
20世纪80年代-90年代中期	电信	20世纪80年代到90年代中期，美日之间的贸易战拓展到电信领域。之后美日之间实行了电信行业开放，打破了日本的电信贸易壁垒。美日之间几次不同行业的贸易战并未真正削弱日本的经济实力，但贸易战中广场协议的签订却严重打击了日本经济，使日本陷入“失去的二十年”困境。

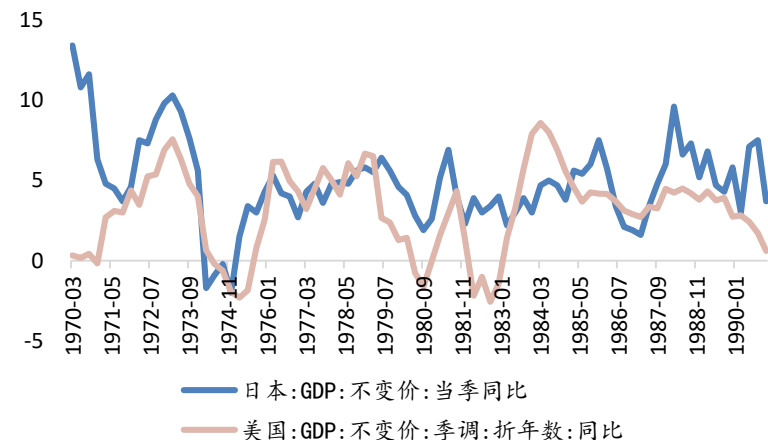
## 2.3、70年代开始美、日均深陷滞胀危机

- 美、日在70年代均陷入危机，通胀率两度大幅攀升，源头是两次石油危机。
- 1973年第一次石油危机，第四次中东战争导致石油价格翻了近5倍，美、日通胀迅速上行，两国均采取了快速紧缩的货币政策，美国将贴现率升至8%附近，日本则升至9%，紧缩短期奏效，通胀下行。
- 但两伊战争的爆发导致的第二次石油危机，使得原油价格再度飙升，通胀重新回升。
- 1978年美联储主席保罗·沃尔克上任，通过快速加息、价格管控、数量管控及信贷管控等措施压制通胀，美国陷入经济衰退，日本则效仿美国采取了类似的措施，此时美元较日元升值，但幅度远低于美指涨幅。

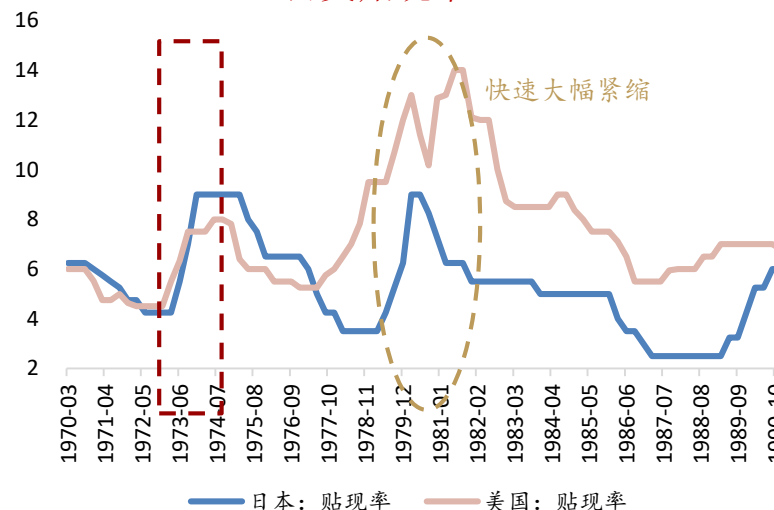
日美CPI及原油价格（%，美元/桶）



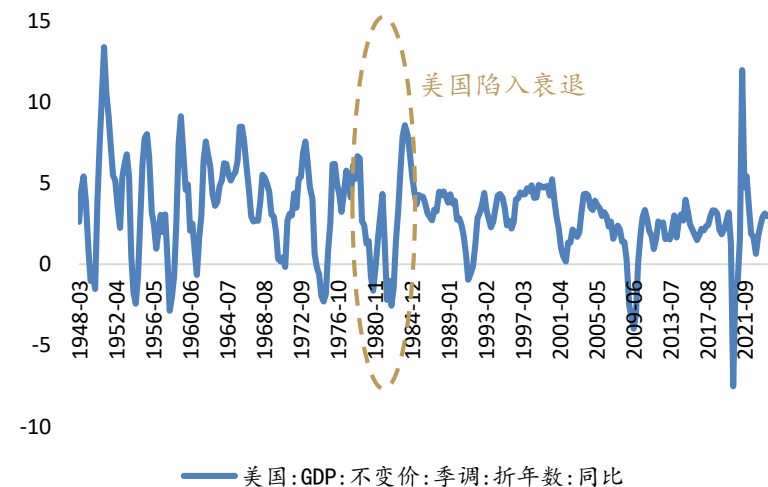
日美GDP季度同比（%）



日美贴现率（%）



美国GDP同比（%）



## 2.3.1、70年代后日本经济增速降档，但产业完成了切换

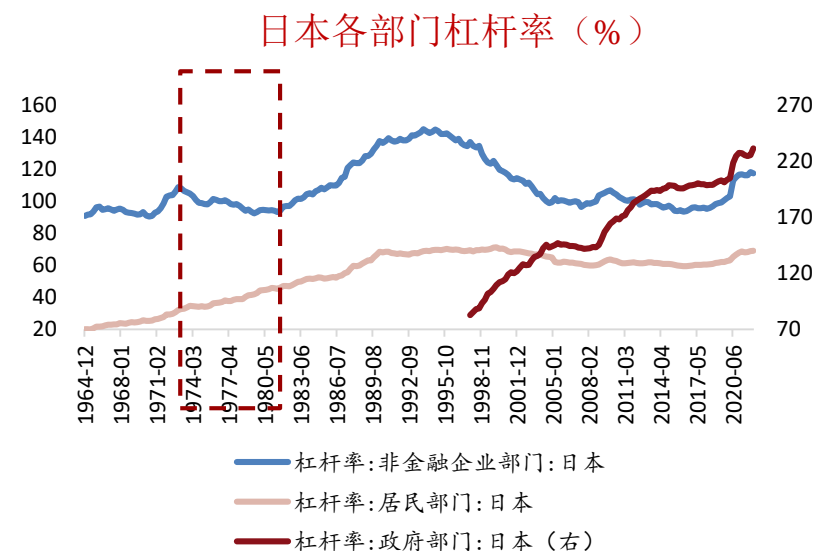
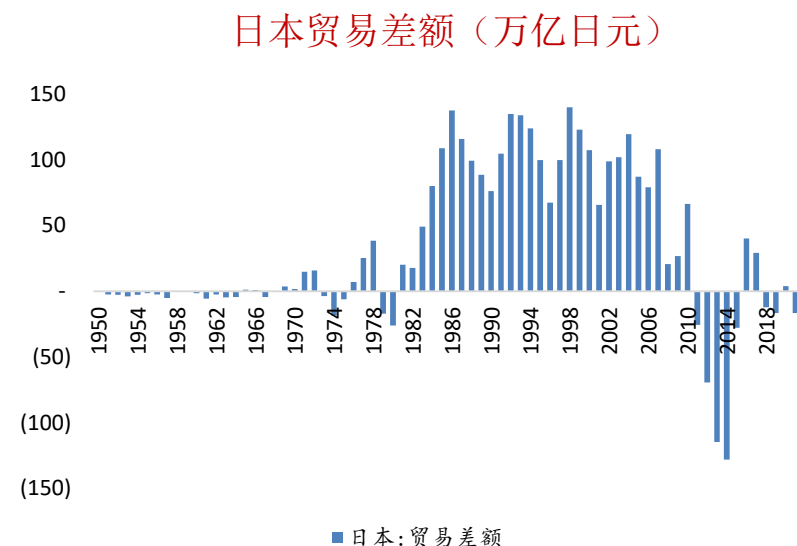
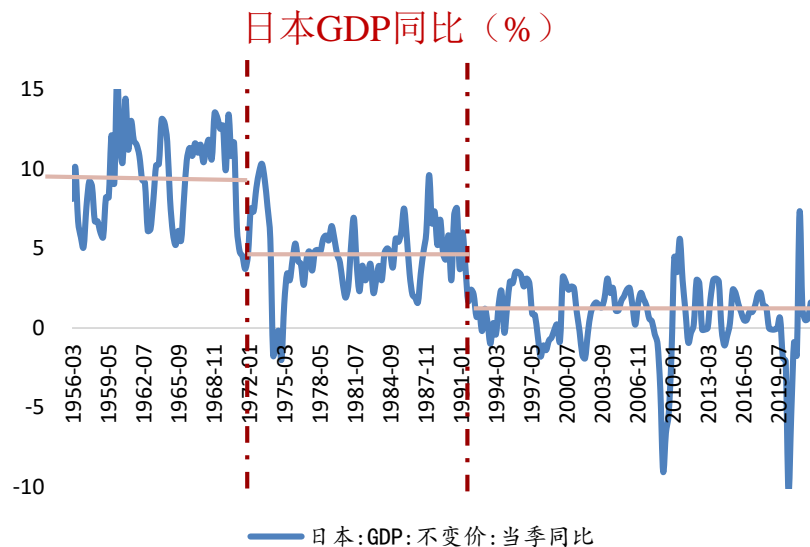
### 70年代日本经济增速降档，至5%左右。

直接原因是两次石油危机，当时日本通胀高企（80年代在日元快速升值时期，贸易顺差使得通胀压力减轻），背后还有高增速的传统制造业产能过剩。

➤ 产业结构完成了调整，经济成功增速换挡。经济降速后日本经济增长点逐渐转向技术密集型产业及第三产业

（包括精密机械、运输机械、医药等高附加值产业）。

➤ 居民负债率较低，仍有加杠杆的空间。1974年日本居民部门杠杆率仅34.3%，非金融企业部门杠杆率98.8%，且当时居民收入增速中枢仍然较高，居民和企业都有一定的加杠杆的空间。

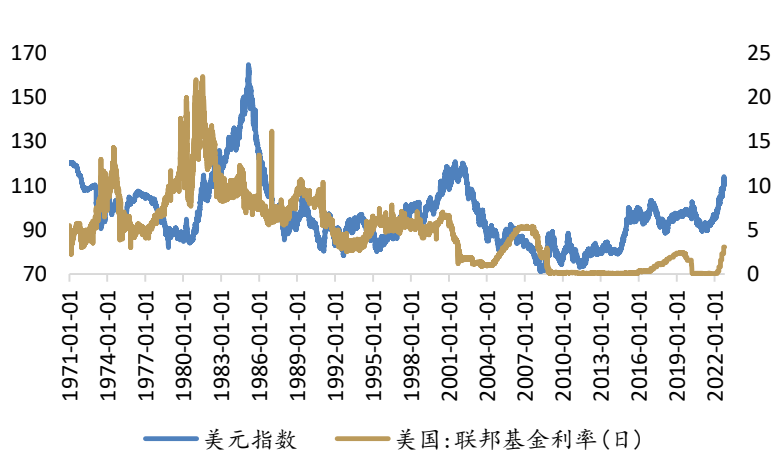




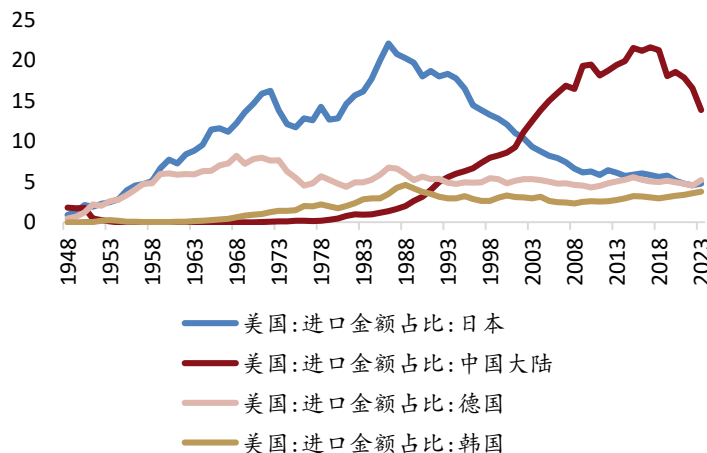
## 2.4、80年代开始美国“双赤字”政策，发动汇率金融战

- 1981年里根上台后，采取了**“双赤字”的模式来发展经济**，商品出口国必将获得大量的贸易顺差，同时获得大量美元债务，于是只要**美元贬值，美国即可受益**。而80年代美国自日本进口占比突破20%，虽然原油供给恢复，通胀回落使得美日双赢，均呈现了经济的快速恢复，但日本威胁论愈发凸显。A而过度紧缩使得美债收益率持续攀升，**美指走强，在1985年2月创下164.72的历史极值**。
- 此外在80年前的六大产业贸易战未能削弱日本竞争力，日本产业化升级后，美日贸易逆差反而在持续扩大，美国认为日本的汇率管制及利率等政策导致日元是被低估了，开始着手向日本的汇率发起冲击：**逼迫日元升值，金融自由化**。
- 金融自由化主要指的是利率自由化、金融业务自由化以及国际资本流动自由化，在80年代日本还在实施汇率管制及金融抑制政策，在利率、金融业务开展和资本流动方面有着诸多限制，外资进入日本要受到严格的金融管制。
- 1984年5月，日美发表《美元日元委员会最终报告书》，日本承诺会逐渐推进金融自由化，但日元此时并未如期升值，美日逆差还在扩大。

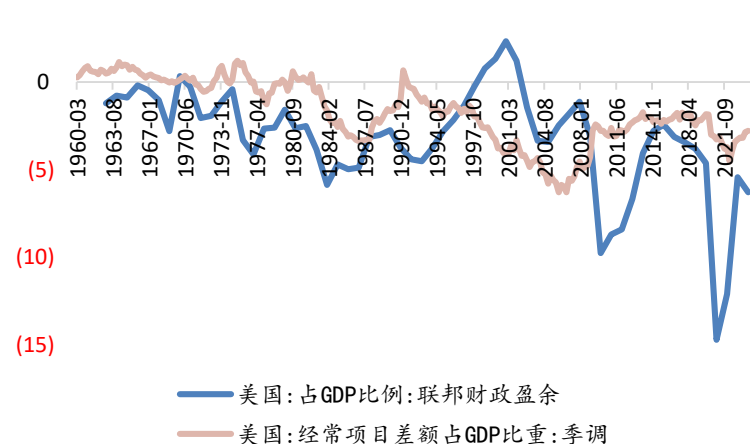
美元指数及美国利率情况（%）



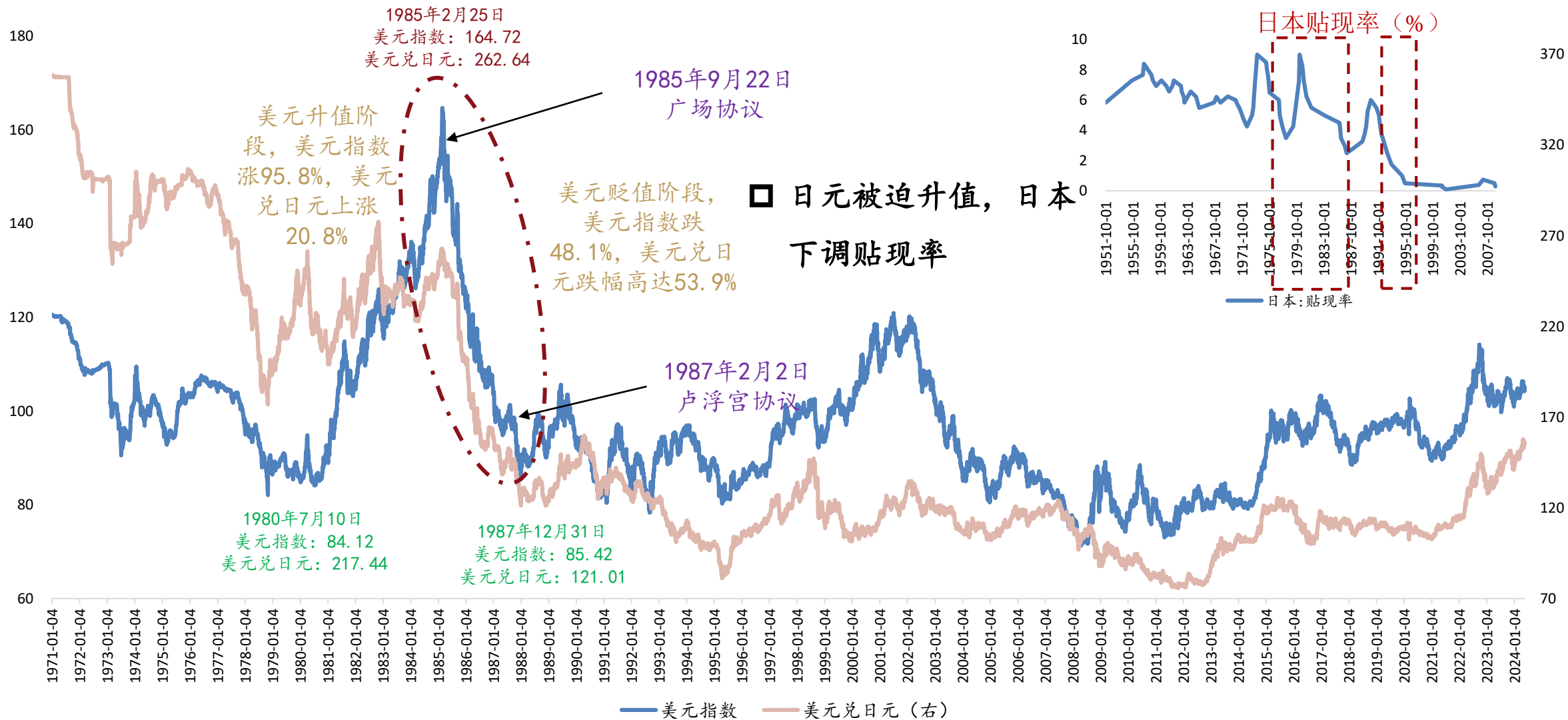
美国进口分国别占比（%）



美国财政盈余及经常项目差额占GDP比重（%）



## 2.4.1、日元从85年开始快速升值





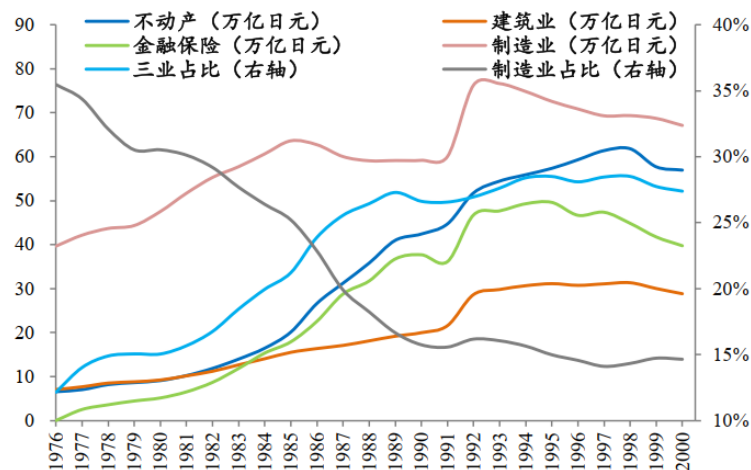
## 2.4.2、1985年后日本所签署的各种协议，美国完成对日本的压制

- 1985年9月《广场协议》签署，美国、日本、联邦德国、法国以及英国财长和央行行长，在纽约广场饭店召开会议并达成协议，内容包括抑制通货膨胀、减少贸易干预、扩大内需、干预外汇市场，使美元对主要货币汇率实行有序下调。
- 1986年日本创设东京离岸市场，允许181家外国外汇专业银行参与，日本企业可以在英国伦敦市场发行以美元为单位的信用债和可转债，日元升值加速。日元快速升值，美元兑日元汇率从协议前的240左右下跌至160，日本经济收到了极大的冲击。然而，由于日本产品的竞争力依然较强，日元升值并没有减少美日贸易逆差。
- 1986年9月，日本希望美国稳定美元汇率，但美国的条件是日本必须下调利率刺激内需，并于同年10月日本决定下调利率。
- 1987年2月《卢浮宫协议》达成，因《广场协议》后当前汇率已基本反映各国经济基本面，汇率的波动损害了各国经济增长，G7财长及央行行长一致同意促进汇率稳定在目前水准附近。具体实施方面美国削减财政赤字，而日本等国实施刺激内需计划。超出日本所料的是，因大规模刺激政策的实施，资产泡沫迅速扩张，日元继续升值到了1987年底一度突破120。
- **美国的新一轮加息，是压垮日本的最后一根稻草。**此时美国因通胀抬头，开始了新一轮的加息进程，从1988年的3月加息到1989年的5月，基准利率从6.5%上调至9.8125%，利率高点仅次于84年。日本则不得不跟随采取货币紧缩，但到此时日本积累的问题已经太多了，泡沫也到达了顶峰。
- 1990年，日美签署《日美结构性障碍问题协议》，目的还是解决美日贸易失衡，美方主导要求改变储蓄投资不平衡问题，而日方主导要求美国提高产品竞争力，从而扩大出口。
- 1993年，双方签署《日美综合经济协议》，进一步改革日本市场准入，提高美国竞争力角度调整双方关系，关系开始缓和了。
- 1995年《日美金融服务协议》签署，日本在金融服务的制度领域进一步放松了外资市场准入限制，在年金、信托、证券市场等领域进一步推动金融自由化。
- 1997年日美通过《日美规制缓和协议》，确立日本放松管制与竞争政策的基本框架。

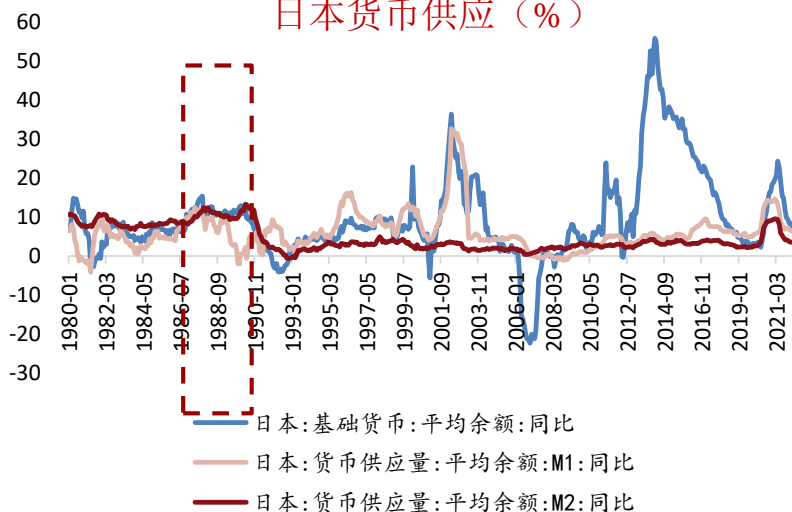
## 2.4.3、日本从80年代开始地产及股市泡沫快速催生

- **80年代后期日本金融自由化加速,金融管制放松催生房地产泡沫。**1985-1990年日本投向制造业的信贷占比快速下降,投向个人、中小企业和房地产的信贷比重均明显上升,原因有两方面:1) 监管的虚设,使得房地产业的银行贷款大幅增加及资金借道流向房地产业情况严重。2) 1985年后,日元大幅升值压制出口,使得制造业企业利润不对下滑,“资产荒”导致日本各银行投放更多的不动产抵押贷款,而企业获取贷款后则循环买地质押,导致泡沫的迅速催生。3) 日本银行持股总量并无限制,且股票未实现收益的 45%可以计入银行的二级资本。因此,股价的上涨推动了银行资本扩张,进一步增加了银行信贷投放能力。
- **1985年广场协议签订,日美均有诉求。**(1) 因高利率及经济复苏,大量资金流入美国,美元指数一度达160,“双赤字”问题开始显现,美国诉诸弱美元。(2) 日本一方面需要维持与美国之间的政治关系和自由贸易,另一方面认为日本国家强大需要货币强大作为支持,同时日元升值还有利于日本进行海外投资,因此日本一方同样不反对日元升值。

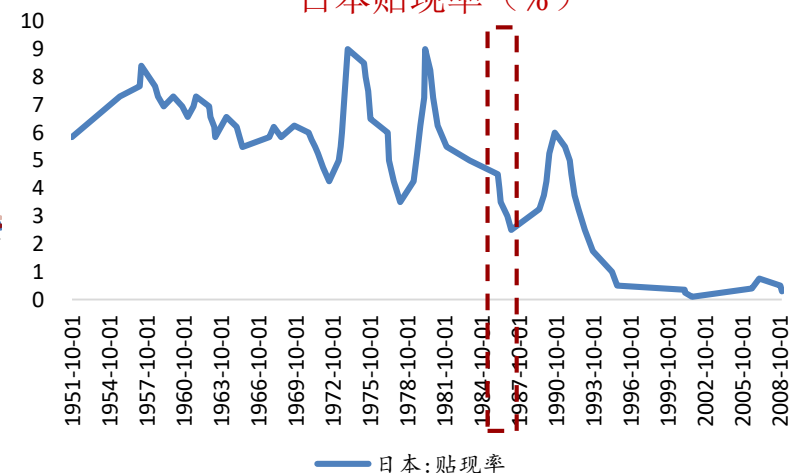
日本银行各产业贷款总额及比重变化 (万亿日元、%)



日本货币供应 (%)



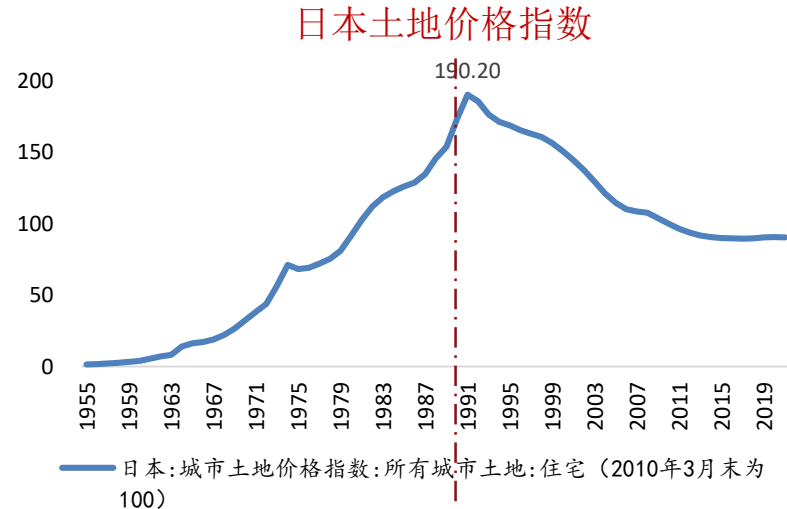
日本贴现率 (%)



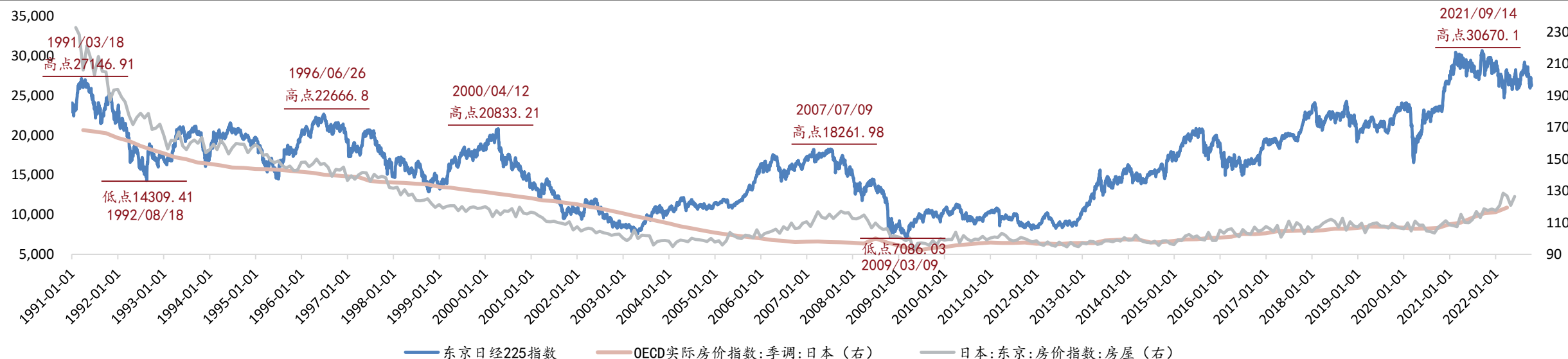
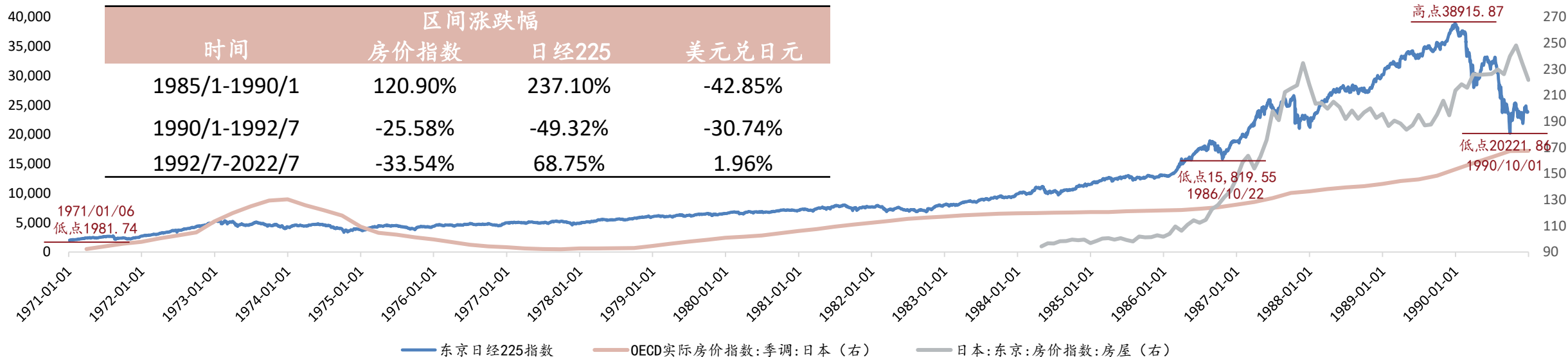
## 2.4.4、1989年日本快速货币紧缩刺破泡沫

▣ 90年代日本经济增长中枢再度下降，基本降至2%左右。

- 广场协议后，汇率升值、利率下行、货币宽松，推升股市泡沫。“广场协议”后的日元快速大幅升值，因此1986年开始日本央行连续五次降低贴现率，由1986年1月的4.5%下调至1987年2月的2.5%，且政策利率处于低位持续至1989年5月。1986-1990年M2同比持续处于较高水平，1981-1985年M2同比大致比同期 GDP名义增速高2.3个百分点，而在1986-1990年M2同比平均比经济增速高出4%左右。在此背景下，居民和非居民部门杠杆率快速攀升。
- 但日本因89年开始采取过快货币紧缩政策，90年泡沫破灭硬着陆。1989年5月至1990年8月，日本央行连续5次上调利率，贴现率从3.25%上升至6%。利率的连续快速上调先后刺破了股价泡沫，而1990年3月大藏省发布《关于控制土地相关融资的规定》，对房地产融资进行总量控制，要求房地产贷款增长率低于总贷款增长率，股价和房价一泻千里。
- 地价拐点晚于股价。信用紧缩见效偏慢，M2同比数据回落偏慢在一定程度上支撑了地价，但1991年《综合土地政策推进纲要》、《土地税制改革的基本方案》陆续出台，开始针对土地保有环节征收“地价税”，要求土地持有人须向国库缴纳土地保有税，成为压垮地价的最后一根稻草。



## 2.4.5、1985年-2022年日本主要资产价格表现





□ 美国对日本（经济强国）的压制，并不是一蹴而就的，通过了贸易、金融、汇率等多种手段。

- 贸易摩擦最早开始于20世纪50年代，初期还是为了保护本土行业。
- 但在70年代美国陷入了通胀的危机后，叠加日本威胁论，贸易摩擦就升级了，延伸至各个领域，同时美国通过加息**先强美元，吸引跨境资本流动**，打压其他世界国家的同时解决国内矛盾，直接引爆了上世纪80年代的拉美债务危机。
- 而在80年代，里根采用**“双赤字”模式发展经济，寻求弱美元**，商品出口国（当时主要是日本）必将获得大量的贸易顺差，同时获得大量美元债务，于是只要**美元贬值，美国即可受益**。美国在此后就开始诉求美元贬值，日元升值。
  - ✓ 一方面主动宽松进行美元贬值，增强美国制造业的出口。
  - ✓ 另一方面通过多方施压，逼迫日本签订《广场协议》、《卢浮宫协议》等，让日本干预外汇市场及扩大内需。
- 美国国内经济增长压力缓解后，再度加息强美元，压垮日本。

□ 在应对美国的多重制裁和摩擦时，日本的应对也是问题，内忧外患导致了经济的最终衰退。

- 一方面日本自70年开始经济增速降档，日本也有货币宽松及财政刺激的需求。
- 但在《广场协议》后，日本一直被欧美发达国家牵着鼻子走，应对日元升值时，日本央行过快的宽松导致了资产价格的泡沫。并且到了90年代泡沫顶峰时，又错误判断了国内经济，过快采用了紧缩的货币政策，导致了资产价格泡沫的破灭。
- 而日元的过快升值，使得日本本土制造业遭受重大打击，低附加值的制造业无法盈利，加上老龄化，产业迅速外迁。

# 3

## 东南亚金融危机



关注我们

下载APP

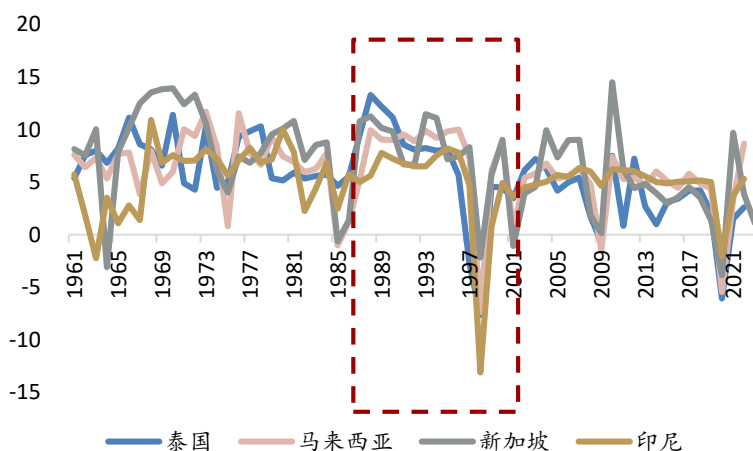
客服服务热线: 400-700-5186



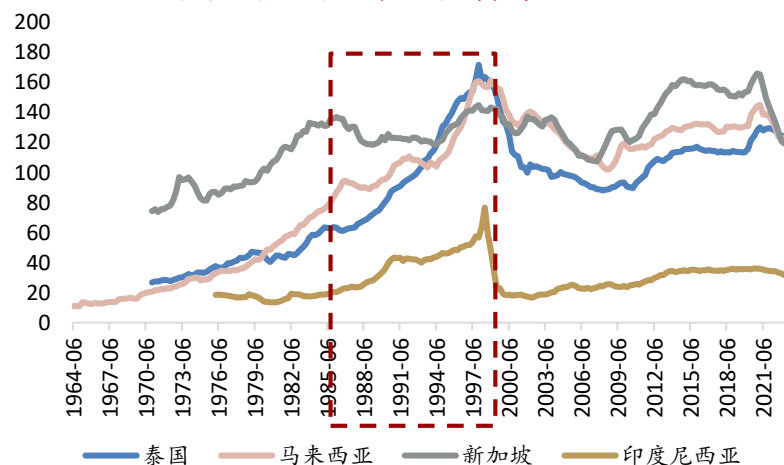
## 3.1、97年东南亚金融危机的形成

- 背后是金融错配，美国的经济表现低迷，东南亚各国的快速发展，海外资本流入。
  - ✓ 在80年代末到90年代初期，美国因二次通胀等危机影响，其国内经济表现低迷，美元指数走弱。
  - ✓ 而泰国、马来西亚、印度尼西亚、新加坡等国经济在80年代到90年代初实现了10%左右的高速增长，出口亦快速增长。
  - ✓ 与此同时，为了吸引海外资本，泰国等东南亚国家推行高利率政策，这就导致了大量海外资本涌入。
- 高速增长是以债务的快速累积为代价的，信贷缺口持续走高。
  - ✓ 东南亚各国在快速增长期间信用扩张过快，债务迅速累积，居民过度消费、企业产能过度扩张，各部门的杠杆率增加。
  - ✓ 因资本市场发展不健全，债务融资是当时的东南亚国家的主要融资方式，也使得信贷缺口一路走高。
  - ✓ 到了95年之后，债务率的抬升已经超过了GDP名义增长。

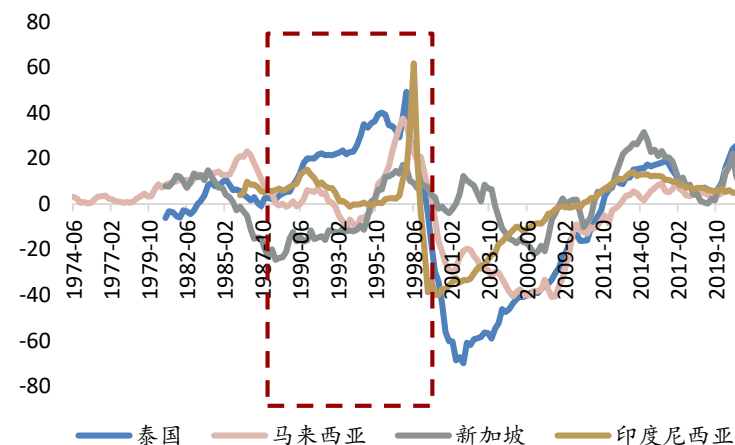
GDP:不变价:同比 (%)



私人非金融部门杠杆率 (%)



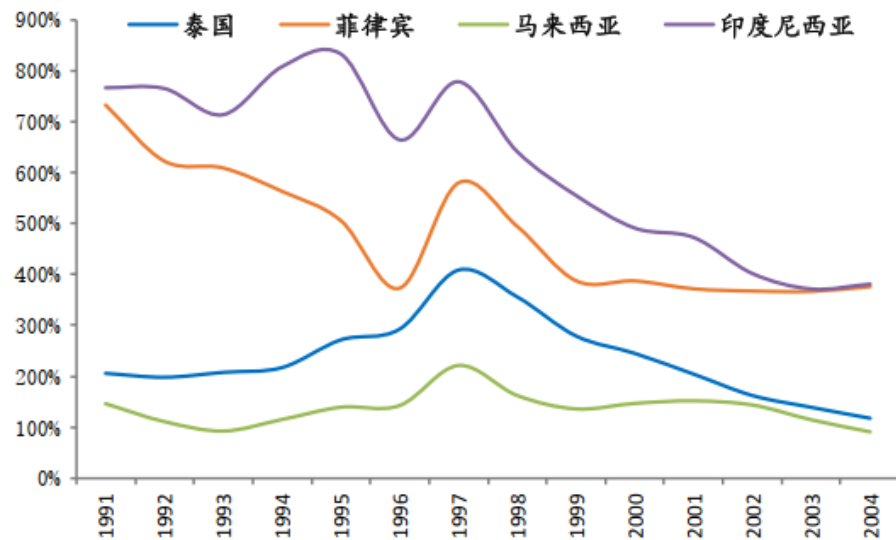
信贷缺口 (%)



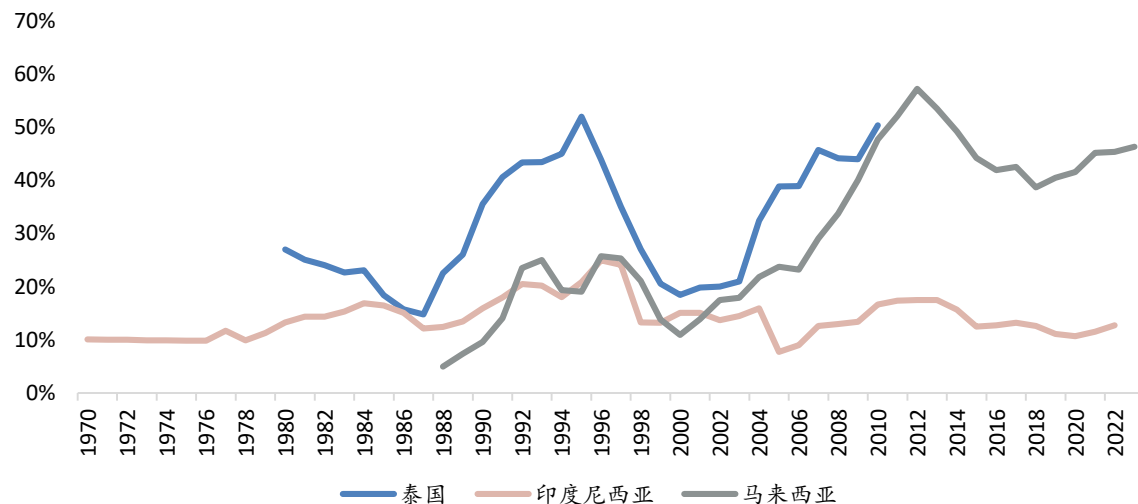
## 3.2、危机发生后泡沫如何被刺破

- 债务扩张更多集中在短期外债，此外东南亚各国的外汇储备普遍不足。
  - ✓ 债务期限错配严重，大量中短期外债进入房地产投资领域，地产投机盛行，迅速催生资产泡沫。
  - ✓ 债务规模的扩张远高于外汇储备，这些国家面临着“资不抵债”的风险。
- 东南亚各国采取的是固定汇率制度，却在不断扩大金融自由化，取消资本管制。
  - ✓ 美国在90年代中后期，经济已经开始强复苏了，格林斯潘开始提升联邦基金利率，美元进入了新一轮强周期。
  - ✓ 东南亚各国被迫被动升值货币，出口竞争力削弱，与此同时当时人民币大幅贬值，成了新的外资吸引地。东南亚各国国际收支开始逆差，经常账户加速恶化。
  - ✓ 相应国家的货币成了国际投机资本的攻击对象，资本外溢，股市及房市遭受重创，银行呆账坏账剧增，金融机构及企业大规模破产。

东南亚部分国家外债/外汇储备

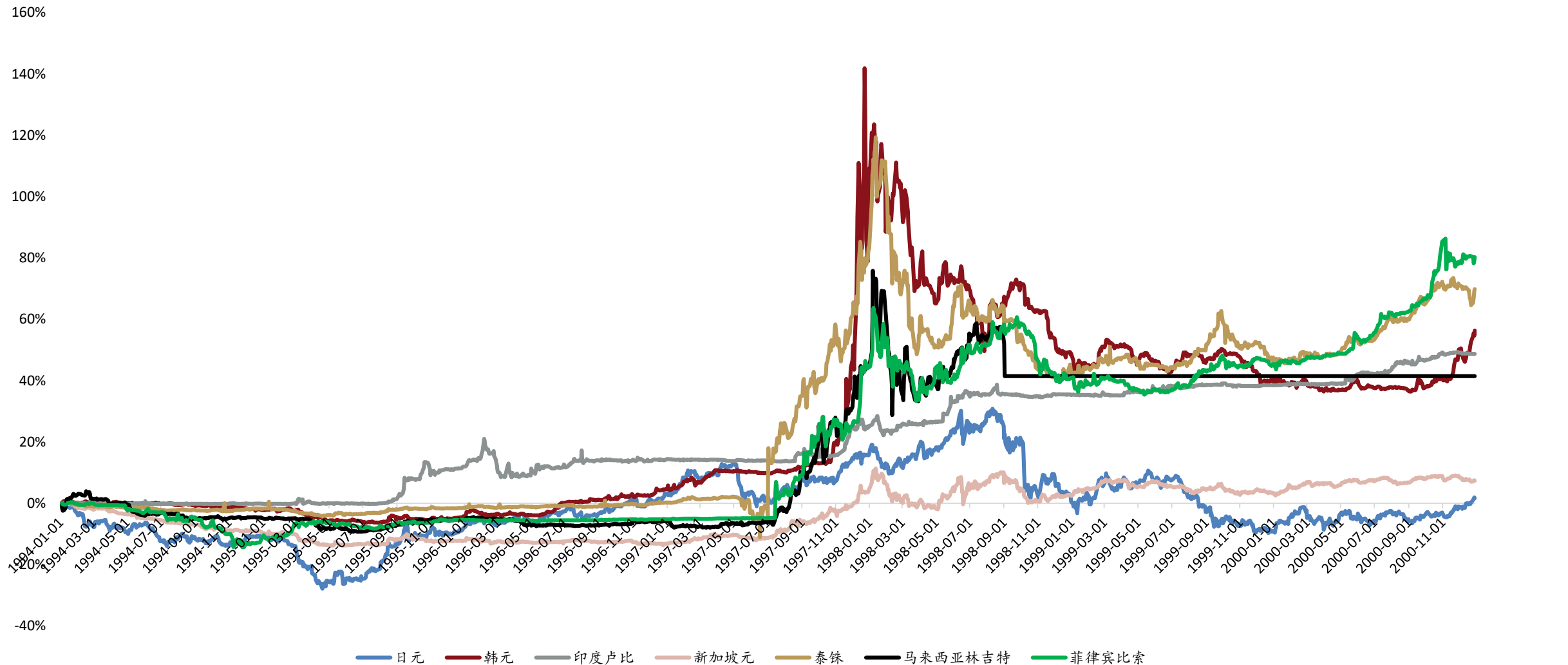


东南亚部分国家短期外债占比(%)



### 3.3、金融危机期间东南亚各国货币较美元均大幅贬值

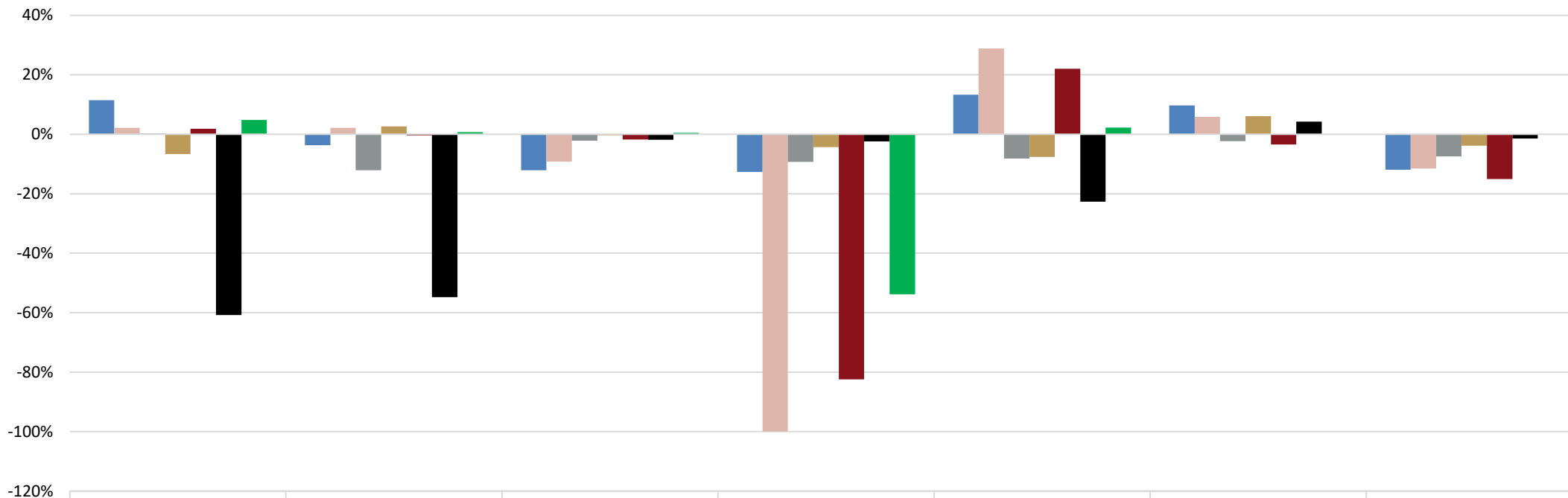
1994-2000年美元兑亚洲各国货币走势（%）



注：上涨表示美元升值，以1994年1月1日为基数

## 3.3.1、亚洲主要国家货币90年代年度升贬值情况

1994-2000年亚洲主要国家货币年度升贬值情况（%）

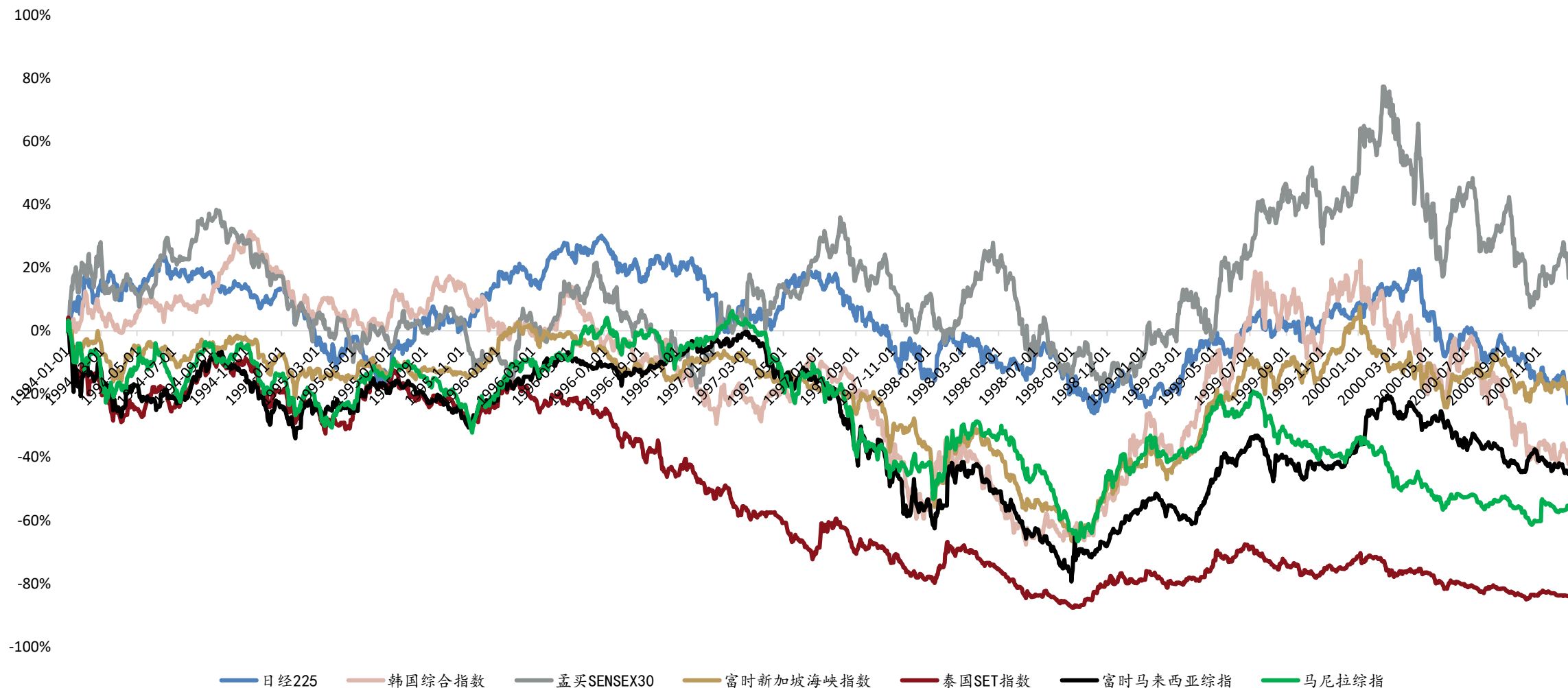


	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
■ 日元	11.5%	-3.7%	-12.1%	-12.7%	13.3%	9.7%	-11.9%
■ 韩元	2.2%	2.1%	-9.2%	-100.0%	28.8%	5.8%	-11.5%
■ 印度卢比	0.2%	-12.1%	-2.2%	-9.3%	-8.2%	-2.3%	-7.4%
■ 新加坡元	-6.7%	2.7%	-0.3%	-4.3%	-7.6%	6.1%	-3.8%
■ 泰铢	1.9%	-0.4%	-1.8%	-82.5%	22.0%	-3.4%	-15.1%
■ 马来西亚林吉特	-60.8%	-54.8%	-1.8%	-2.4%	-22.7%	4.2%	-1.5%
■ 菲律宾比索	4.8%	0.7%	0.5%	-53.8%	2.3%	0.0%	0.0%

注：负数代表货币贬值

## 3.4、金融危机期间东南亚各国股市大幅下跌

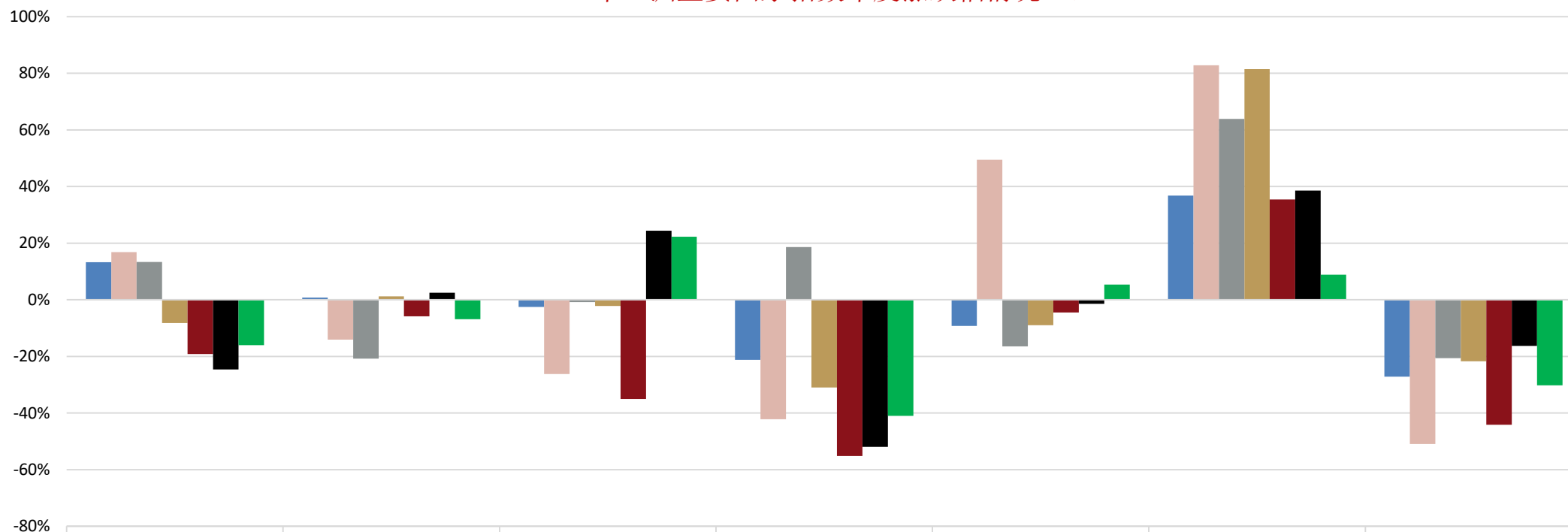
1994-2000年亚洲主要国家指数走势（%）





## 3.4.1、亚洲主要国家90年代指数年度涨跌幅情况

1994-2000年亚洲主要国家指数年度涨跌幅情况（%）

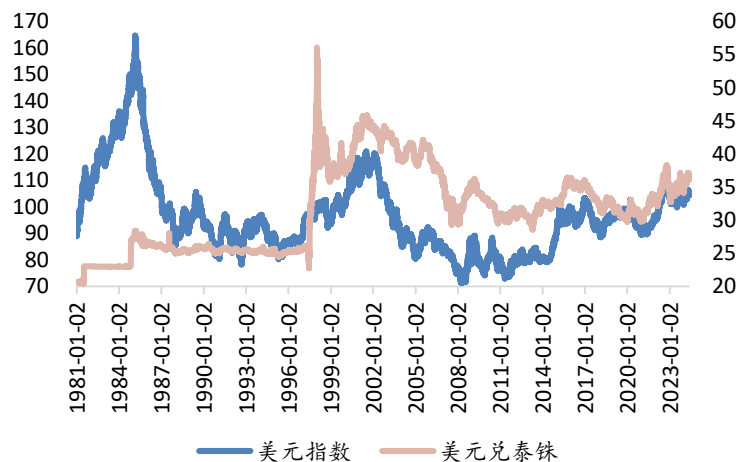


	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
■ 日经225	13.2%	0.7%	-2.6%	-21.2%	-9.3%	36.8%	-27.2%
■ 韩国综合指数	16.8%	-14.1%	-26.2%	-42.2%	49.5%	82.8%	-50.9%
■ 孟买SENSEX30	13.3%	-20.8%	-0.8%	18.6%	-16.5%	63.8%	-20.6%
■ 富时新加坡海峡指数	-8.3%	1.2%	-2.2%	-31.0%	-9.0%	81.4%	-21.8%
■ 泰国SET指数	-19.2%	-5.8%	-35.1%	-55.2%	-4.5%	35.4%	-44.1%
■ 富时马来西亚综指	-24.6%	2.5%	24.4%	-52.0%	-1.4%	38.6%	-16.3%
■ 马尼拉综指	-16.0%	-6.9%	22.2%	-41.0%	5.3%	8.8%	-30.3%

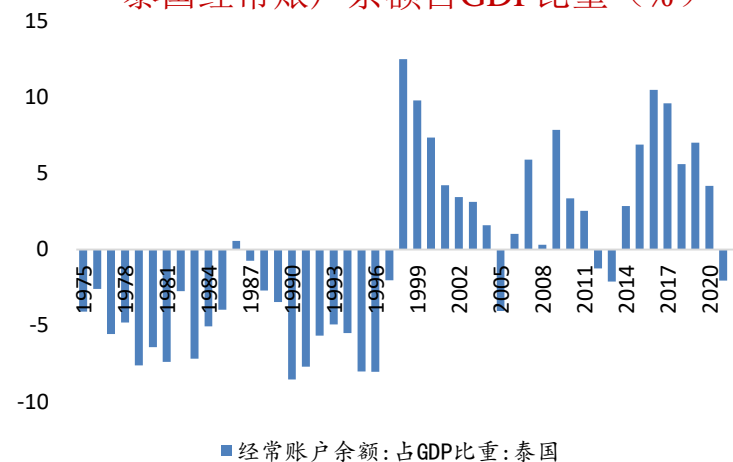
## 3.5、泰国是东南亚金融危机的典型

- 90年代泰国完成从农业出口国到制造业出口国的转型，到了96年泰国的人均GDP已经达到836美元，已经达到美国人均GDP的10.2%，成为中等收入国家赶超的典型。但97年开始，泰铢遭大量抛售，外汇储备快速下降，最终引发危机，房、股、汇三杀。
- 危机的产生源于几个方面：
  - ✓ 出口快速增长后，经常账户逆差并未改善，95-96年泰国经常账户逆差占GDP的比重超过8%。
  - ✓ 泰国实行的是固定汇率制度，盯住美元，在美国开启加息周期后，也不得不被动升值泰铢，使得出口竞争力受损，但潜在风险又被此前出口高速增长掩盖。
  - ✓ 大规模举借外债，而外汇储备又不足。泰国的外债余额在短短几年时间翻了近4倍至96年的1128亿美元，但外汇储备不足，至96年仅有380亿左右的外汇储备，外债占外储之比一度超过3倍，短期外债占外债比重也超过50%。
  - ✓ 银行业过于激进放开，倡导金融自由化，放松资本管制。以索罗斯为代表的外资能大肆做空。

美元指数及美元兑泰铢汇率走势



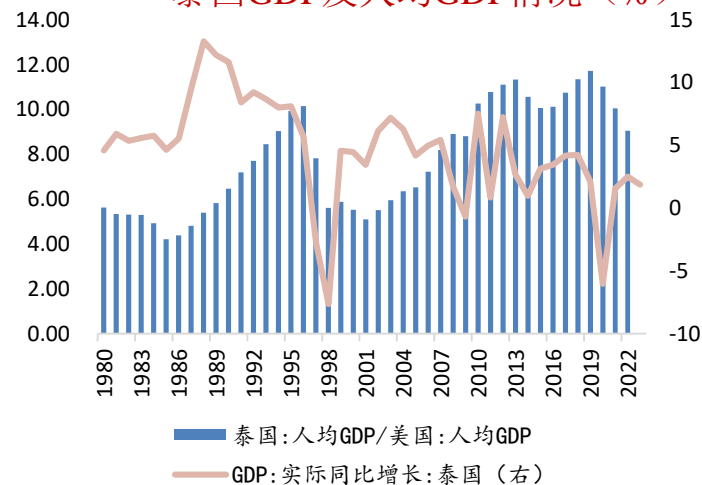
泰国经常账户余额占GDP比重（%）



泰国外汇储备（百万美元）



泰国GDP及人均GDP情况（%）



# 4

## 当前的分析

---



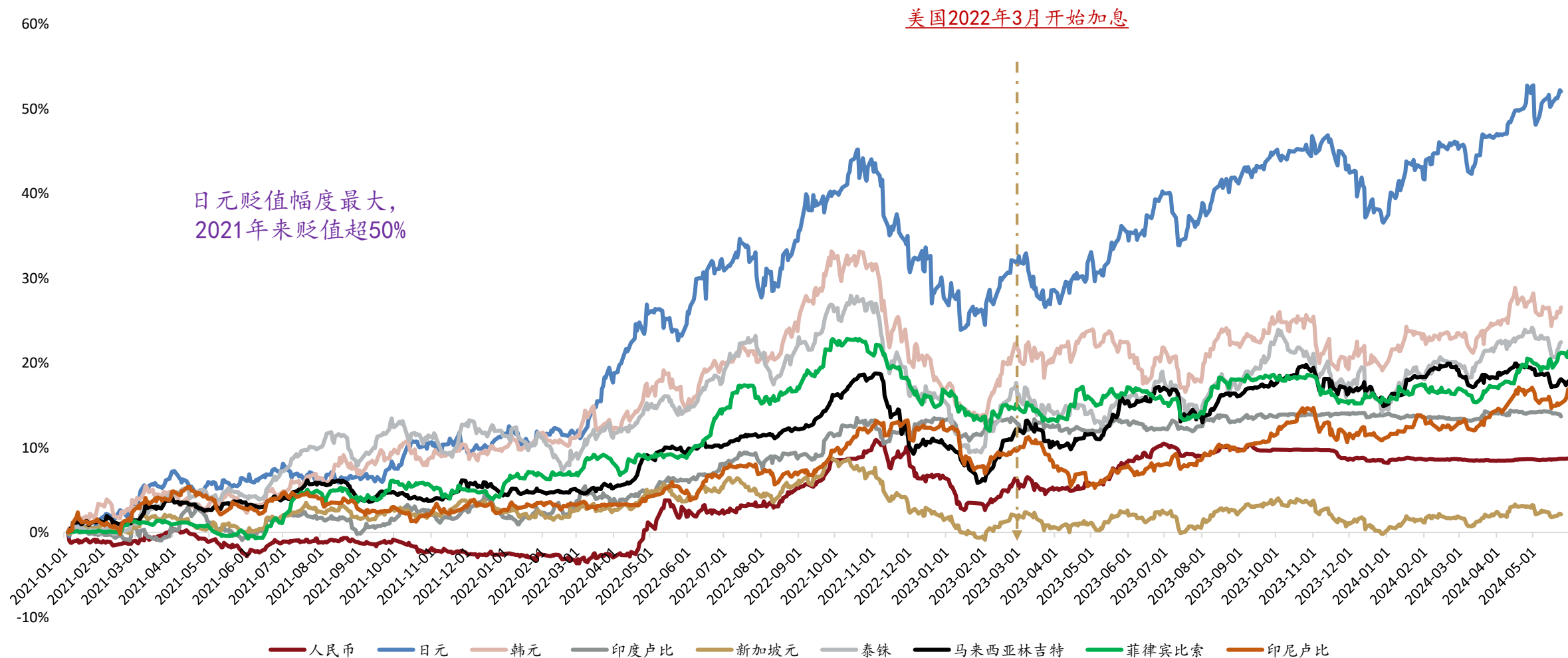
关注我们

下载APP

客服服务热线: 400-700-5186

## 4.1、自2021年起，亚洲主要国家货币较美元均贬值

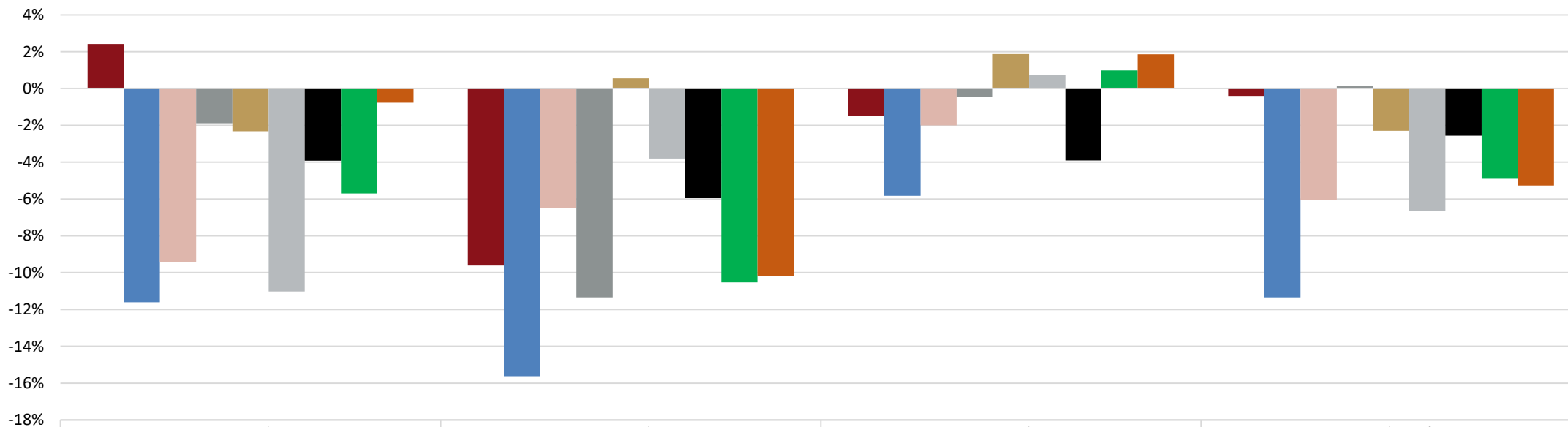
2021-2024年美元兑亚洲各国货币走势（%）



注：上涨表示美元升值，以2021年1月1日为基数

## 4.1.1、亚洲主要国家货币近年来年度升贬值情况

2021-2024年亚洲主要国家货币年度升贬值情况（%）

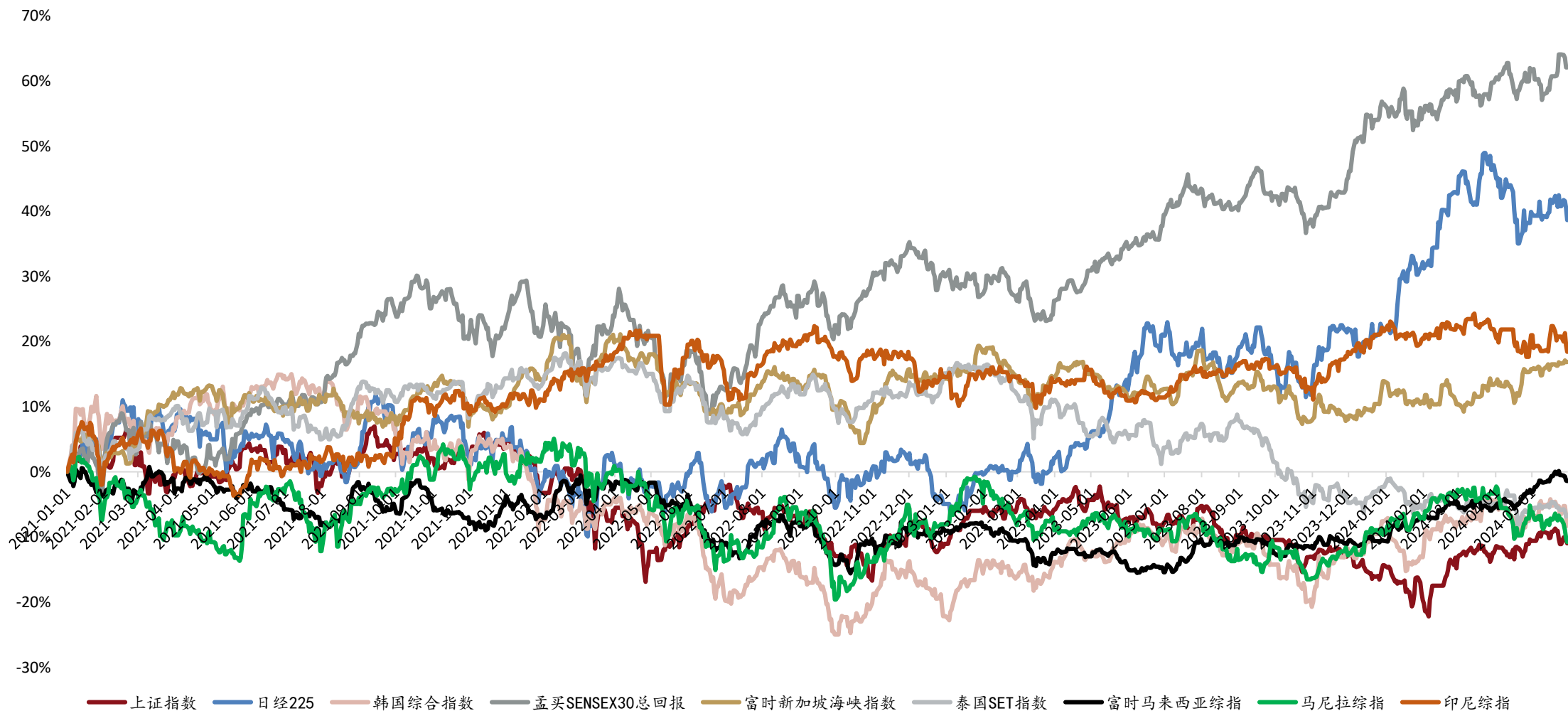


	2021年	2022年	2023年	2024年至今
人民币	2.4%	-9.6%	-1.5%	-0.4%
日元	-11.6%	-15.6%	-5.8%	-11.3%
韩元	-9.4%	-6.5%	-2.0%	-6.0%
印度卢比	-1.9%	-11.3%	-0.4%	0.1%
新加坡元	-2.3%	0.6%	1.9%	-2.3%
泰铢	-11.0%	-3.8%	0.7%	-6.7%
马来西亚林吉特	-3.9%	-6.0%	-3.9%	-2.6%
菲律宾比索	-5.7%	-10.5%	1.0%	-4.9%
印尼卢比	-0.8%	-10.2%	1.9%	-5.3%

注：负数代表货币贬值

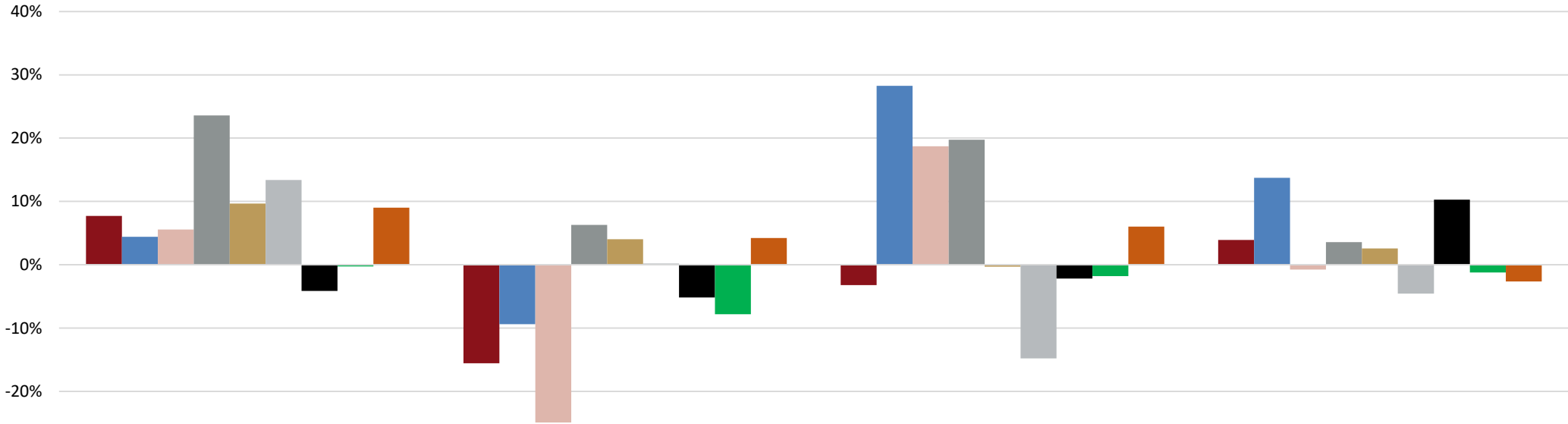


2021-2024年亚洲主要国家指数走势（%）



注：以2021年1月1日为基数

2021-2024年亚洲主要国家指数年度涨跌幅情况（%）



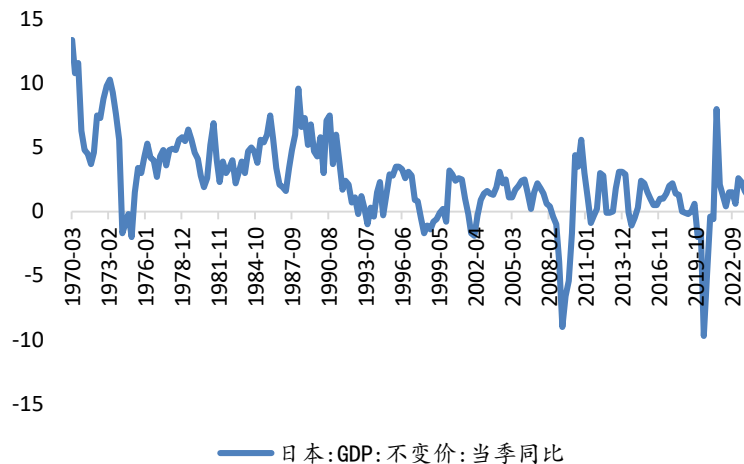
	2021年	2022年	2023年	2024年至今
■ 上证指数	7. 7%	-15. 6%	-3. 2%	3. 9%
■ 日经225	4. 4%	-9. 4%	28. 2%	13. 7%
■ 韩国综合指数	5. 6%	-24. 9%	18. 7%	-0. 7%
■ 孟买SENSEX30总回报	23. 6%	6. 3%	19. 8%	3. 6%
■ 富时新加坡海峡指数	9. 7%	4. 0%	-0. 3%	2. 6%
■ 泰国SET指数	13. 4%	0. 2%	-14. 8%	-4. 5%
■ 富时马来西亚综指	-4. 1%	-5. 1%	-2. 2%	10. 3%
■ 马尼拉综指	-0. 2%	-7. 8%	-1. 8%	-1. 2%
■ 印尼综指	9. 0%	4. 2%	6. 0%	-2. 6%

## 4.3、美国如法炮制的手段，日本股市及汇市走势相似

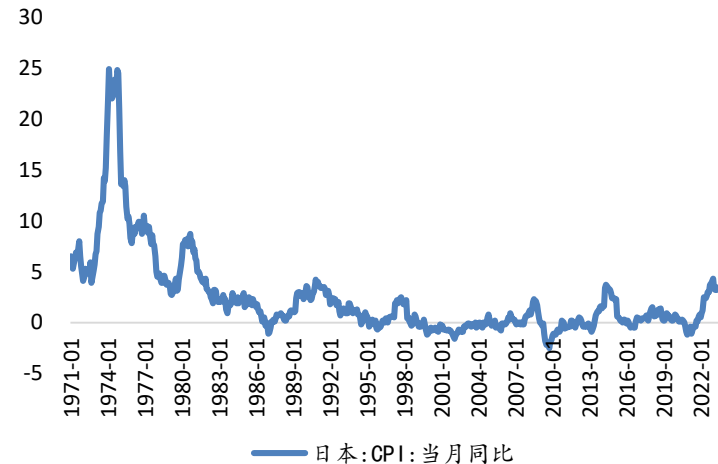
➤ 似乎和当年情况很相似。

- ✓ 美国加息，日元贬值，日本股市拉升。下一步的动作是美国降息或者日本加息导致日元升值，日本出口下滑，经济受损后，日本股市下跌。
- ✓ 日本经济增速无明显起色，今年一季度再度陷入负增长。
- ✓ 仍有着较高的居民及企业杠杆率，政府部门杠杆率超220%。
- ✓ 通胀率抬升，虽然日本央行倡导的是“再通胀”，但输入型通胀压力也是较大的，日本在今年3月19日决定退出YCC，是2007年以来的首次。
- ✓ 近年来外资在持续流入日本，已经获利颇丰，投机资金存在离场可能。

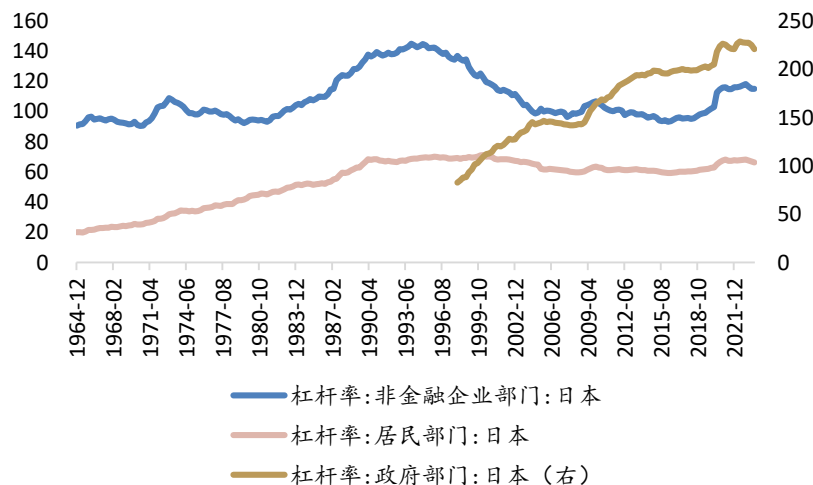
日本GDP当季同比（%）



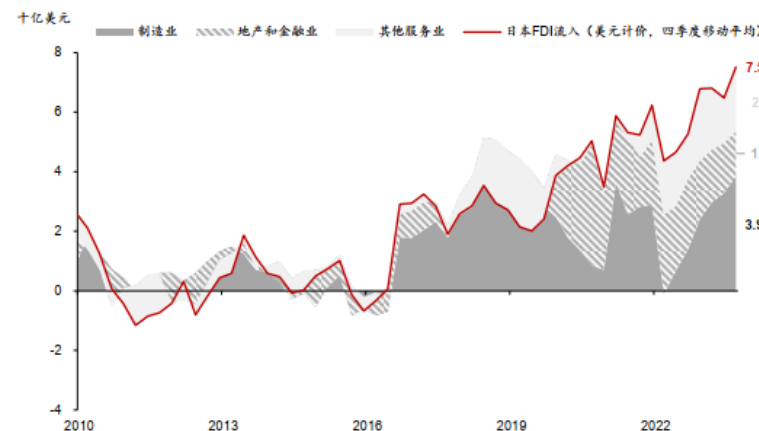
日本CPI当月同比（%）



日本各部门杠杆率（%）



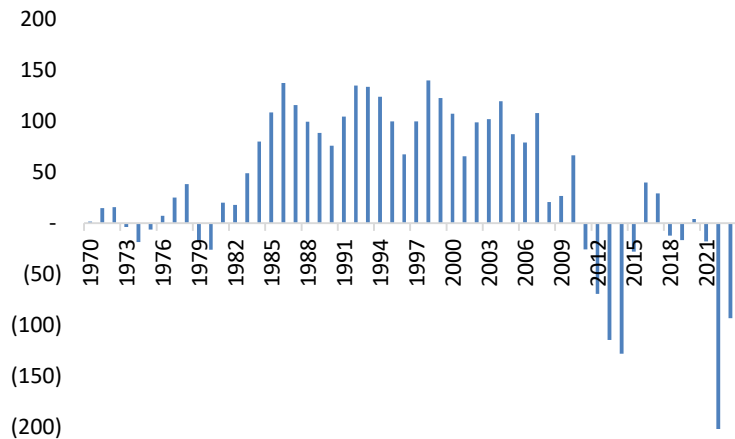
近年来流入日本的FDI显著增加（%）



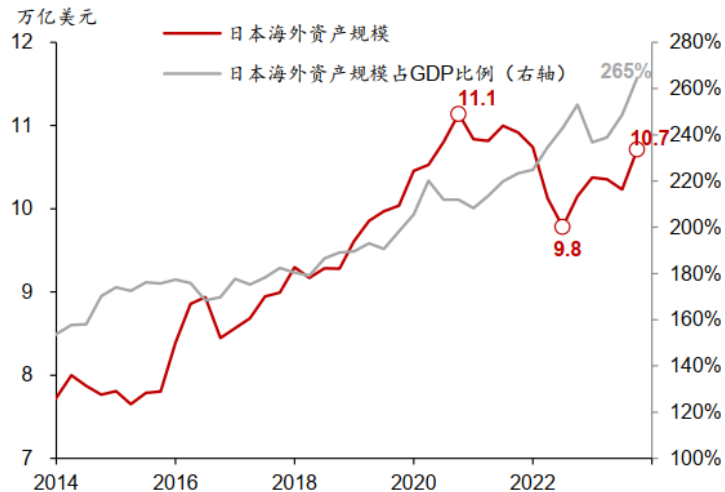
## 4.3.1、日本能否避免重蹈覆辙？

- 但情况也有很大的差异，针对后续可能出现的日元升值。
- ✓ 日本大概持有1.1万亿美元的美国国债，对于本国汇率的调控力较此前有了很大提升。
  - ✓ 日本现在是贸易逆差，海外投资占了很大一部分，而非国内生产出口，若日元升值，商品出口和服务出口所受影响有限。
  - ✓ 经过长期修复，日本的企业及居民负债率降至较低水平，手中的现金和存款占比很高，2023年末日本企业的负债率降至57%，日本居民的现金存款高达54%，对冲风险的能力很强。预计加息对企业 and 个人的现金流影响整体较小。

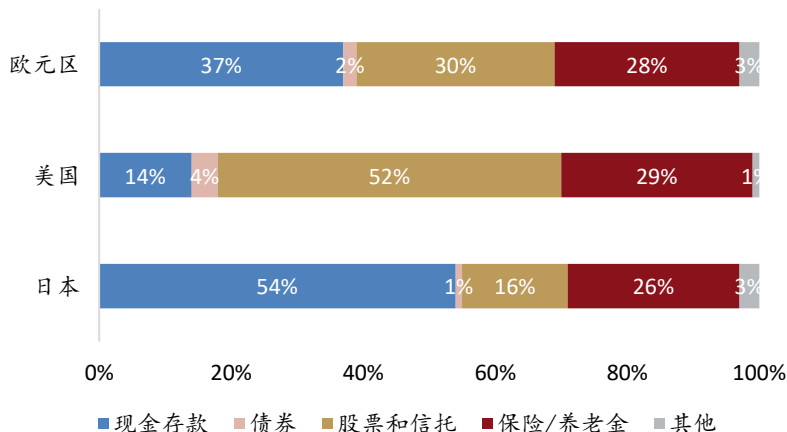
日本贸易差额（万亿日元）



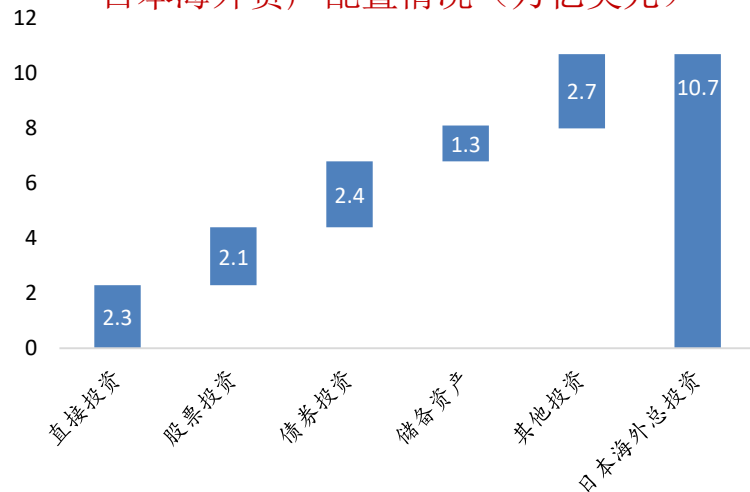
日本海外资产规模（万亿美元）



日、美、欧居民金融资产分布（%）



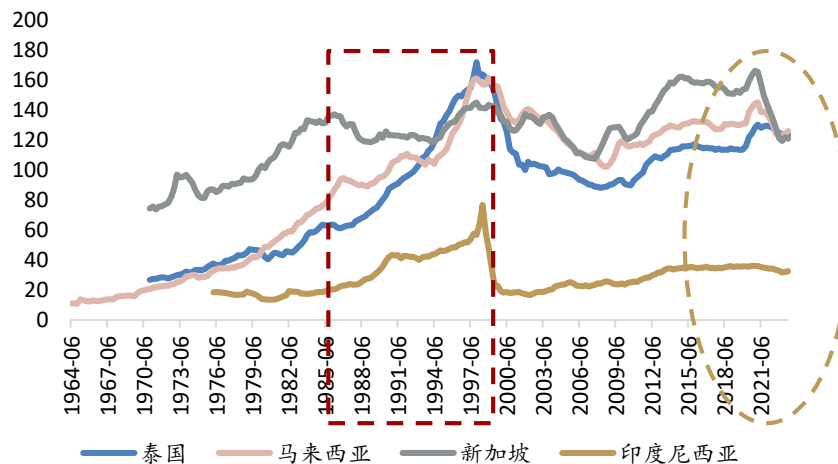
日本海外资产配置情况（万亿美元）



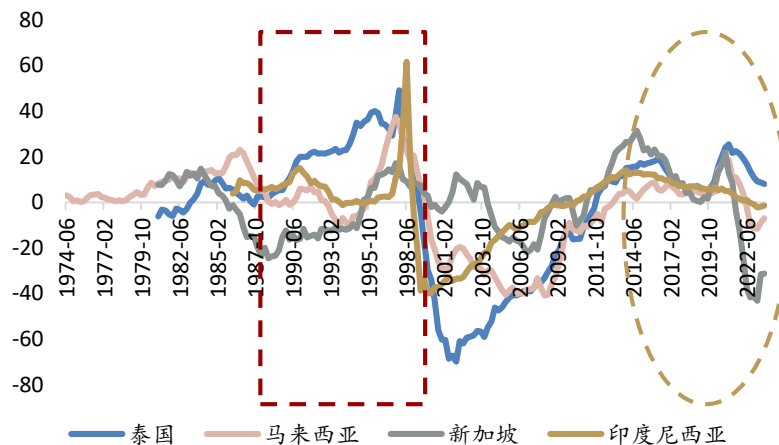
## 4.4、东南亚国家形势则相对更严峻

- 当前东南亚主要国家的杠杆率还在相对较高位置，短期外债的占比较高，尤其是马来西亚已经将近50%。
- 且虽然经历97年后，各国都将固定汇率制度调整为浮动汇率制，其本国货币的汇率稳定性仍较差，在美国持续维持强势的情况下，货币已经出现明显贬值。
- 改善的因素，东南亚各国的外汇储备大幅增加了，抗风险能力较97年的时候大幅提升。

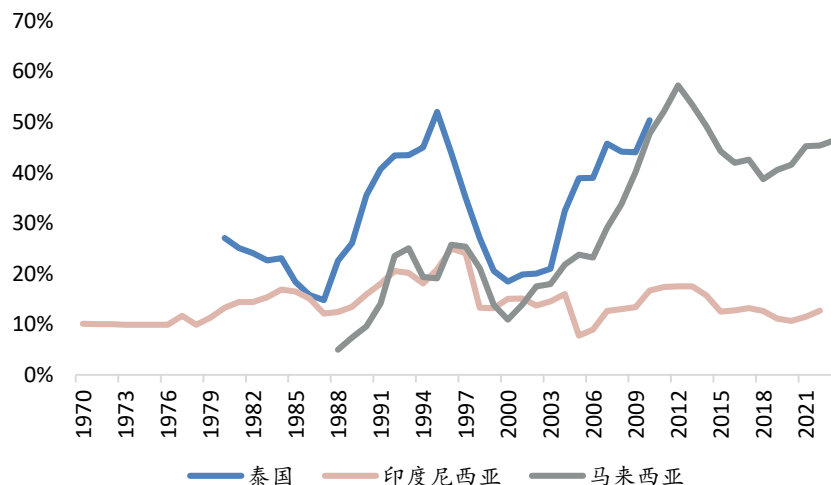
私人非金融部门杠杆率（%）



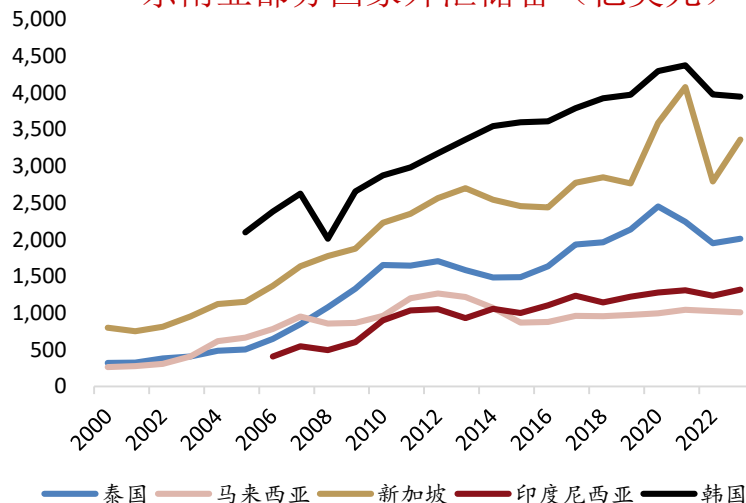
信贷缺口（%）



东南亚部分国家短期外债占比（%）



东南亚部分国家外汇储备（亿美元）





□ 美国如法炮制的手段，当前亚洲主要国家货币贬值，股市上行，情况与此前较为相似。

➤ 日本面临着考验，但也有着其改变和应对手段。

- ✓ 考验部分：2021年以来，日元贬值超50%，日经225上涨超38%，FDI显著增加，而日本经济无明显起色，仍有着较高的居民及企业杠杆率，政府部门杠杆率超220%，日本决定退出YCC，日元则有升值的压力，若美国降息或者日本加息导致日元升值，日本出口下滑，经济受损后，日本股市下跌。
- ✓ 改变及应对部分：日本大概持有1.1万亿美元的美国国债，现在是贸易逆差，海外投资占了很大一部分，而非国内生产出口，若日元升值，商品出口和服务出口所受影响有限。经过长期修复，日本的企业及居民负债率降至较低水平，手中的现金和存款占比很高，预计加息对企业 and 个人的现金流影响整体较小。

➤ 东南亚各国的形势更为严峻。

- ✓ 东南亚主要国家的杠杆率还在相对较高位置，短期外债的占比较高。汇率稳定性仍较差，在美国持续维持强势的情况下，货币已经出现明显贬值。
- ✓ 改善的因素，东南亚各国的外汇储备大幅增加了，抗风险能力较97年的时候大幅提升。



本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。



**关注我们**



**下载APP**

**客服服务热线：400-700-5186**