

## 本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

我们接着聊。

日本失落之后创造了战后以来最大也是最长久的carry trading套息的产生，日元沦为了全球套息本币。它的产生对于之后全球的资本流动有着比较大的影响。这也是为什么在1992年之后，日本的股票市场东证也好，日经也好，更多反映的不是日本的经济或者日本的政策怎么样，而是全球的资本流动的现象。这跟日本失落之后的carry trading套息的产生有密切的关系。

它的第一次的影响应该是在1997年的亚洲金融危机。97年亚洲金融危机以后直到00年，美国股市的大幅度上涨、互联网泡沫的产生这个阶段其实都体现出了它第一次比较强大的影响。

先说97年亚洲金融危机的情况。90年到92年的过程中，日本的破裂带来了适当的产业转移，向东南亚的产业转移。在产业转移的过程中，快速地出现了资本的流入、资产价格的升高。资本的涌入中也包括了日元、以日元为主导的carry trading套息。

1990年，美国货币政策做出了适当的调整，当时格林斯潘将实际利率维持在零长达18个月。这也加速了全球的美元的借贷行为。

90年到95年，日本对于全球再平衡的过程中，将初级生产加工制造转移给东南亚实施，东南亚的各国均出现了资本涌入推高本币、推高资产价格的情况。格林斯潘的实际零利率除了对美国起到重要支撑作用外，其实也对97年亚洲金融危机火上浇油，成为了和日元carry trading共同作用下的一个重要的外因。

东南亚后面的情况毫无疑问了。96年油价触及到高点之后，对于全球经济的影响就出现了，东南亚的外汇储备无法兑付如此大规模的借贷资金。这些资金涌进去的时候会形成它的外债的增长，它的经济增长和产业结构更多的是依赖于这些对外的负债的扩张，这个东西有利有弊。一旦对外的负债突然间猛地收缩，就会出现资本的流动，资本流出抛售本币资产，或者抛售本币兑换成外币出境。

这个过程中，如果你一开始遵循着完全的自由市场，不带任何的资本管制的话，外汇储备的快速消耗就会形成一个负反馈：外汇储备的下降引发大家的恐慌，加速抛售的过程中本币加速的贬值，加速消耗外汇储备。一旦外汇储备告急，整个游戏也就坍塌了。

其实关于这段历史大家可以去看看2018年韩国拍的一个电影叫《国家破产日》，这里面以

韩国为基准描述得非常清晰。

这个问题其实并不复杂，大家也可以去看看沈联涛的《十年轮回》。逻辑上大家都很清楚，包括索罗斯当时对于东南亚的狙击，其实并不是什么复杂的框架，这些东西大家都看得到。但是最关键的，就像《国家破产日》里面讲到的一样，事实上是政府的选择，就是在这样的一个问题下选择的（应对）方式。

历史的推进比较有意思。金融实际上存在的大量的都是一种逻辑性的关系，有因有果。“果”的产生完全取决于执政者的选择。不同的选择下，产生的结果当然不一样了。

这方面中国一直做得非常好，没有将很多手段完全交于市场来进行决策。当然这有好有坏，利和弊都是共生的。在短期内我们看到的更多的是利，但是从中长期角度来讲，就像我说的一样，虽然说手段很多，但是也会滋生大家对于政府行为的一种对赌关系。这种现象不同于市场经济，但是同样，它的弊端会在十年以后或者十五年以后爆发得异常明显。

聊完97年亚洲金融危机以后，紧接着就是从92年开始，95年加速的美国的证券市场。

我们前面讲过，日本的基准利率逐渐降至到零，美国的实际利率降至零达18个月。配合着美国里根和老布什的两届改革，一直到93年克林顿实行的信息技术法案，开始给美国的新经济带来市场空间和生产效率的提升。（所有政策）整体搭配着，美国的经济从93年开始

逐步企稳。前面十年的政策开始发挥效应，到1995年开始给美国的新经济带来了高回报和高增长的预期。

而这个时候美国开始调整，开始加息。美联储在18个月将联储的基准利率目标提升了300个基点到了6%。这个过程中又滋生了日元和美元之间巨大的套息，carry trading。日本到了00年基本上降至到零了，日本持续的零利率和美国之间就形成了巨大的利率差。这样的货币政策的差异性就使得投资者以低利率大量介入日元，从而为美国的经济的发展，尤其是股票市场的火爆提供了充裕的资金基础，造成了巨大的资金的流动，全球的套息资本其实也推高了美国股市的资产价格。

在互联网泡沫最顶端的99年、00年阶段，日元和美金之间的利差高达6%。毫无疑问，当时美国互联网的股票就成为一个绝佳的目标。类似于这样的资本流动关系也就加速了美国资产价格的上涨。但是也不是无根的上涨，（美国资产）在96年以前是具备着产业的成熟和高回报率高增长的，但是在97年亚洲金融危机之后，其实更偏向于泡沫化的状态。

在1996年的，包括美联储在内，其实都意识到了证券市场的泡沫问题。当时格林斯潘说是非理性繁荣，这个话用得很好。但是因为97年亚洲金融危机的爆发和99年千年虫的问题，使得美联储在货币政策上是有所犹豫的。

所以96年，包括97年亚洲金融危机的状态下，美联储的货币政策是稍微犹豫的，这也促使

了泡沫进一步得做大，进一步得膨胀。所以泡沫化一直持续到了99年00年，才开始（出现）破裂的迹象。

—— END ——

[\(戳\) 不错哟！我要订阅《付鹏说》](#)







## 《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家在社区里多多交流。



华尔街见闻  
wallstreetcn.com

## 相关文章



**华尔街巨头：加息导致亚洲金融危机再度上演？你们太看...**

2019-01-22 23:40



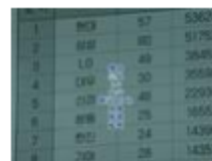
**80年代美国伟大的“转型”（3）：日本的失落...**

2019-01-28 18:33



**80年代美国伟大的“转型”（1）：去累赘再平衡...**

2019-01-11 18:59



**《国家破产之日》：1997年的金融危机，这些人靠做空祖...**

2019-01-13 10:35



**90后产品经理徐璐冉和她的“多闪”**

2019-01-15 21:25

## 参与评论



请发表您的评论

## 联系我们

广告投放

意见反馈

信息安全举报

## 关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

## 加入我们

招聘专页

## 评论自律



或以其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站[“跟帖评论自律管理承诺书”](#) 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: [contact@wallstreetcn.com](mailto:contact@wallstreetcn.com)

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

界面新闻 | 证券之星 | 全景财经 | 观察者网 | 中国经济网 | 猎聘网 | 华夏时报 | 陆家嘴金融网 | 英为财经Investing.com | 黄金头条 |

信息科技有限公司 wallstreetcn.com 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399



