

货币贬值对泰国国际收支的影响分析

黄亦君

摘 要: 本文首先在对 1997~1998 年泰国国际收支充分分析的基础上,得出泰铢贬值对改善经常项目逆差尤其对贸易逆差影响十分显著,但同时贬值又会导致资本尤其是短期资本大量外逃,资本项目逆差部分冲消了经常项目盈余。然后据此得出几点政策含义。

关键词: 货币贬值;经常项目;资本项目;逆差

中图分类号: F831 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2003)01-0049-04

一、经常项目逆差的不可持续性和泰铢贬值

国际收支理论认为,如果一国发生经常项目持续巨额逆差,该国为了平衡这种逆差,往往通过吸收外资尤其是举外债来弥补这种逆差,用资本净流入冲销经常项目逆差,即 $CA = K$ (这里 CA 为经常项目余额, K 表示资本项目余额),这样形成了资本净流入支付贸易和服务净进口的资金循环,从而维持了经常项目逆差的可持续性,一旦资本净流入发生逆转,资金循环就会被迫中断,尤其当资本净流入以外债大量积累为代价时,经常项目逆差就会不可维持,最终爆发国际收支危机和货币贬值。泰国就是一例,货币危机发生前,泰国经常项目连续巨额逆差,1995 年和 1996 年逆差规模分别达 132.06 亿美元和 143.5 亿美元,经常项目逆差占 GDP 的比重分别为 -8.0% 和 -7.9%,远远超过了国际公认的警戒线。与此相对应,资本项目连续盈余,盈余额 1995 年和 1996 年分别达到 219.21 亿美元和 195.04 亿美元,远远超过了经常项目逆差,资本净流入不但冲销了经常项目逆差,而且使国际储备不断增加。随着资本的大量流入,外债余额不断增加,1996 年达 907.78 亿美元,占 GDP 的比重为 50%,其中短期外债余额达 376.1 亿美元,占全部外债余额的 41.4%,而短期外债主要以短期银行信贷为主,使得资本流动具有很大的不稳定性和可逆性。在国际游资的冲击下,泰国政府在外汇市场大量抛售外币、购买本币以稳定泰铢无效的情况下,于 1997 年 7 月 2 日宣布放弃已实行了 14 年之久的钉住美元的固定汇率制度,实行以市场供求为基础的浮动汇率制度,当天泰铢贬值达 10%,随后因周边国家和地区(如菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、韩国、日本等)的恐慌性货币贬值,泰铢也随之加入到传染性恶性竞争贬值之中。自从 1997 年 7 月初始贬值 24% 以后,存在持续的较小幅度的贬值,而到 1997 年底和 1998 年初,又进行

了较大幅度的贬值,贬值幅度达 16~17%,名义汇率在 1998 年 1 月 6 日又创新高达 54.77 泰铢/美元,随后两个月泰铢开始反弹,2 月份升值幅度达 20%,3 月份达 10%,而随后几个月,汇率波动幅度小,相对比较稳定。从以上泰铢波动轨迹可得出以下几个结论:(1) 贬值幅度大,最大幅度达到 52%;(2) 贬值持续时间长,历时近 7 个月(从 1997.7~1998.1);(3) 泰铢在 1997 年末和 1998 年初存在着过度贬值。

二、泰铢贬值对泰国国际收支影响分析

泰铢发生持续大幅度贬值以后,国际收支的两大主要项目:经常项目和资本项目发生了严重逆转,经常项目余额由贬值前的巨额逆差转变为贬值后的巨额顺差,而资本项目正好相反,由贬值前的巨额顺差逆转为巨额逆差。另外,经常项目余额走势与贸易项目余额走势一致,资本项目余额走势与短期资本余额走势一致,说明经常项目余额主要由贸易项目余额决定,资本项目余额由短期资本决定。因此本文分析泰铢贬值对国际收支的影响着重分析贬值对贸易项目和资本项目的影

1. 泰铢贬值对贸易收支的影响 货币贬值对贸易收支的影响一般用国际收支的弹性理论分析,该理论由英国经济学家马歇尔提出,后经英国经济学家琼·罗宾逊和美国经济学家勒纳等发展而成,这个理论主要研究由货币贬值引起的进出口商品的需求弹性对贸易收支的影响。一国货币贬值会使以外币表示的出口商品价格下跌而促进出口,进口商品价格提高而使进口受到抑制,但并不意味着贸易逆差会减少,因为贸易逆差的减少取决于贸易值,即出口值增加并大于进口值,然而出口值增大只发生在出口商品数量的增长率大于出口价格下跌的比率时,亦即国外需求弹性大于 1 时;进口值减少只发生在进口需求有弹性时,进口才会减少,这样出口值大于进口值,贸易收支便得到改善。

泰铢贬值有利于改善贸易收支。贸易逆差由 1996 年的 161.48 亿美元缩小为 1997 年的 46.24 亿美元,而到 1998 年则出现巨额贸易盈余达 122.35 亿美元。总体而言,泰铢贬值效果非常显著。但是,贬值对进口值和出口值的各自影响来看,效果很不一样,贬值对出口影响效果不十分明显,1997 年出口值比 1996 年增长仅为 3.8%,而 1998 年比 1997 年反而下降 6.8%,两年合计下降 3.3%。这主要由于当时复杂多变的全球经济环境造成的,泰铢贬值不仅直接影响以外币表示的出口商品价格,而且通过货币贬值的传染效应间接影响世界产出的增长,世界国内生产总值增长率由 1997 年的 3.6% 下降为 1998 年的 1.7%,从而导致世界商品需求下降,这样出口商品数量没有象理论上预期大幅度上升,而出口商品价格下跌,结果使得出口值不升反降。

而泰铢贬值对进口的影响效果比较显著,进口值 1997 年比 1996 年下降 13.4%,1998 年比 1997 年进一步大幅下降 33.8%,两年合计下降 42.3%。泰铢贬值对进口值的影响主要通过 3 条途径:一是价格效应,贬值立即引起以本币表示的进口商品价格大幅度上升(尽管世界产品价格下跌,但价格下跌幅度小于贬值幅度),从而本国居民对国外产品的需求下降,转向购买国内生产的价格相对较低的产品,发生支出—转换效应;二是财富效应,贬值会立刻引起本国居民持有的以本币表示的金融资产价值缩水,而以外币表示的金融债务负担加重,这样会使本国居民增加储蓄而减少消费,从而会进一步减少对外国产品的需求;三是收入效应,泰铢贬值后引起泰国 GDP 增长率的大幅度下降,GDP 增长率由 1996 年的 5.5%

下降为 1997 年的 -1.3% 和 1998 年的 -9.4%，国民收入的大幅下降又加剧了对外国产品需求的下降，所以因贬值而引起的价格、财富、收入三大效应的合力作用，使抑制进口的效果十分显著。

由以上分析可知，泰铢贬值对贸易收支的改善，并非出口值的增加而是进口值的大幅度减少所致，所以一国在选择货币贬值来改善贸易逆差时，应充分考虑它所带来的负面效应，如贬值的传染效应、世界经济增长减缓、世界产品价格下降等。

2. 泰铢贬值对资本项目的影响 货币贬值对资本项目的影响，取决于资本项目的稳定性，而资本项目稳定性则取决于资本项目结构，它表现为两个方面：一方面为资本流动形式结构，目前资本流动形式简单地分为直接投资和股权、债券、信贷等非直接投资，如果一国资本流入以直接投资为主，则资本项目稳定、波动小，如果一国资本流入以非直接投资为主，则资本项目具有易变性和可逆性；另一方面为资本期限结构，按期限长短资本可分为短期资本和长期资本，如果一国资本流入以短期资本为主，则资本项目具有易变性和可逆性；如果一国资本流入以长期资本为主，则资本项目稳定、波动小。1989 年以来，泰国以激进方式实施了一系列金融自由化措施：资本项目自由化、取消存贷款最高利率限制、1992 年建立曼谷国际银行便利(BIBF)、1995 年建立省级国际银行便利和积极发展国内股票市场等，这些激励措施刺激外国资本大量进入泰国，而资本流入形式主要以非直接投资为主，尤其以短期私人信贷为主。在 1995 年，资本净流入总额为 219.49 亿美元，其中直接投资为 12.32 亿美元，仅占净总额的 5.6%，短期资本为 90.73 亿美元，占净总额的 41.3%，1996 年，由于采取了限制短期资本流入的措施，使短期资本流入大幅度减少，尤其是通过 BIBF 和 Non-BIBF 的短期私人银行借贷大幅度减少，由 1995 年的 121.41 亿美元减少到 1996 年的 -9.28 亿美元。由此看来，泰国资本项目具有很强的不稳定性和可逆性，而这主要表现在短期资本的不稳定性和可逆性，一旦受到外部冲击，资本项目余额出现逆转，由顺差变成逆差。泰国在国际投机资本的冲击下被迫实行浮动汇率制度和货币贬值，泰铢贬值加剧了大量资本外逃，1997 年资本净流出总额为 122.8 亿美元，而短期资本流出为 123.6 亿美元，1998 年继续大量资本外流，净流出总额为 146.7 亿美元，而短期资本流出达 168 亿美元，其中通过 BIBF 和 Non-BIBF 的短期银行借贷为 -94.5 亿美元，占净流出总额的 64.4%。而同期直接投资不断上升，中长期资本流入额 1997 年比 1996 年小幅上升，但 1998 年却大幅下降，仅为 1997 年的一半。这样因短期资本的大量外流导致资本项目出现巨额逆差，而引发短期资本大量外流的根本原因则是泰铢贬值，理由是：泰铢贬值会引起远期贴水从而使国内国外相对资产收益率发生变化，按利率平价条件，如果抵补后的国内资产收益率（抵补后的国内资产收益率 = 国内利率 - 远期贴水）大于外国利率，则外国资本流入；反之，则资本流出。泰铢贬值期间，政府为了稳定汇率和抑制通货膨胀，大幅度提高国内利率，而欧洲美元利率较稳定，从而使非抵补国际利差（非抵补国际利差 = 国内银行间利率 - 欧洲美元利率）也大幅度提高。非抵补国际利差远远大于远期贴水，但是巨大的抵补后的国际利差仍然不能阻止大量资本外逃，因为影响资本流动的因素除国内国外相对资产收益率外，还取决于外国居民持有国内资产的风险，也即信心危机，如果发生信心危机，即使潜在的国内资产收益很高，也会导致资本外逃。而信心危机主要是贬值引起了外国投资者尤其是短期私人信贷的债权人对泰国的商业银行、金融公司和企业所欠外债的清偿能力失去信心所致。90 年代以来，泰国的商业银行、金融公司和企业通过 BIBF 和 Non-BIBF 大量借入外债，使得银行和金融公司的外

债负债率相当高,它可以用外债/M2 和外债/资产这两个指标表示,外债/M2:1990 年为 6.1% 到 1996 年上升为 32.8%,外债/资产:1990 年为 265%,1996 年上升为 775%。另外企业的外债负债率也很高,它用外债/权益表示,1996 年外债/权益中值为 80%。这样泰铢贬值加重了这些机构的债务负担,因为同样金额的美元外债要支付更多的泰铢,从而引发信心危机,导致短期资本的大量外流。

3. 泰铢贬值对国际收支总影响 综上所述,泰铢贬值有利于改善经常项目,但同时导致了大量资本外逃,这样,1997 年因经常项目和资本项目出现双逆差而使国际收支恶化,而 1998 年资本项目逆差抵消了经常项目盈余但国际收支逆差缩小。

三、结论和政策启示

1. 结论 通过泰铢贬值对经常项目和资本项目的影响分析,可以得出以下结论:

(1) 货币贬值对改善经常项目逆差尤其是改善贸易收支是有效的,货币贬值能通过价格效应、财富效应和收入效应有效抑制进口,但对出口的作用却是不确定的,如果一国货币贬值没有对世界经济(如世界产品价格、世界产出等)产生影响,则贬值能刺激出口,如果发生区域性货币贬值从而引起世界产品价格和世界产出下降,则出口不一定增加。

(2) 货币贬值会因外国债权人对国内金融公司和非金融公司的偿债能力失去信心而加速资本外流尤其是短期资本的大量外逃,这样抵消了经常项目盈余,从而使国际收支恶化。

(3) 货币贬值期间所采取的高利率政策不能有效阻止短期资本外逃。

2. 政策启示 当一国资本自由流动的情况下,该国为了改善经常项目逆差而采用货币贬值时必须考虑以下几个因素:

(1) 贬值货币国的进出口商品结构,一般而言,贬值货币国的进出口商品结构以制造品为主,则进出口商品的需求弹性大,贬值能有效改善贸易逆差。

(2) 应充分考虑贬值的国际传染效应,尽量避免区域性的竞争性贬值,进而避免国际汇率不稳定和金融动荡。

(3) 应充分考虑外债结构,如果外债结构中以短期外债尤其是以私人短期外债为主,则会引发信心危机而加剧资本外逃。

(4) 汇率政策的调整应采取积极主动的方法,而应摒弃消极被动的方法。

(作者单位:浙江师范大学)

参考文献:

- [1] 戴维·里维里恩,克里斯·米尔纳. 国际货币经济学前沿问题[M]. 北京:中国税务出版社,2000,169-194.
- [2] Lane Timothy and Ghosh Atish, "IMF Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand", IMF Occasional Paper No. 178, 1999.
- [3] 刘舒年. 国际金融(1996 年修订本)[M]. 北京:对外经济贸易出版社,1997,28-29.
- [4] 朱之鑫. 2000 年国际统计年鉴[M]. 北京:中国统计出版社.
- [5] 世界银行编. 全球经济展望与发展中国家:1998/99 写在经济危机之后[M]. 北京:中国财政出版社,1999,57-59.
- [6] R. Botry Johnston and Salim M. Darbar and Claudia Echeverria, "Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand", IMF Working Paper, No157, 1997.