



English

下载中心

首页

网站地图

关于IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

热点研究

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《第一财经日报》2007年5月24日

泰国金融危机不是典型的国际收支危机。泰国在危机爆发后根据国际货币基金组织要求的升息措施，导致大批金融机构破产倒闭，加重了危机。

对于希望利用外国资金但金融体制脆弱的国家来说，泰国金融危机的最主要教训是：必须对资本流动实行有效管理，否则金融危机就难以避免。

泰国如何走向危机深渊？

世界经济与政治研究所所长 余永定

东亚各国的具体情况不同，导致危机的具体原因也有所不同。对于泰国危机的性质，学界有各种不同说法：国际收支危机、货币危机、泡沫经济破灭导致的银行危机、资本项目危机和“双重错配”等。

泰国金融危机实际上是多种危机交互作用的结果。一般认为泰国危机是国际收支危机：泰国的经常项目逆差过大。1996年泰国经常项目逆差达到国民总产值的8.1%，超过了1995年墨西哥爆发金融危机时墨西哥的经常项目逆差对国民总产值的比——7.8%，而国际公认的安全线是5%。

但是，泰国持续经常项目逆差近20年，经常项目逆差对国民总产值之比上世纪90年代初曾高达8.5%，1995年为8.1%，都并未发生严重问题。为什么到1997年却发生了危机？其关键是国际资本的流动方向发生了变化。

在过去，由于看好泰国的经济前景以及其他种种原因，外资一直源源不断地流入泰国，从而使泰国在存在大量经常项目逆差的情况下仍然可以维持国际收支平衡。但是，1996年泰国经济发生了两件重大变化。首先，由于房地产泡沫破裂，金融机构出现大量不良债权。1997年初，泰国办公楼的空置率达21%。位于曼谷商业区的房屋价格下跌了22%。1996年底，公众对泰国金融机构的信心开始动摇。1997年以后，泰国更是一再出现严重的金融机构挤兑现象（在3月3日到3月5日，短短两天中，泰国存户从泰国银行和金融公司提走存款300亿泰铢）。危机前，许多重要的金融机构已面临倒闭的危险，一些已经倒闭。其次，泰国出口增长速度急剧下降。由1995年以前的双位数下跌到1996年的-1.9%。泰国的经济增长速度也明显下降。由于泰国经济形势的恶化，外国投资者对泰国经济前景的信心减弱，外资的流入速度在1996年下半年开始明显减慢。

在这种情况下，要想保持国际收支的平衡，泰国就只有两种选择：提高利息率或使泰铢贬值。

对于泰国政府来说，提高利息率是不可取的。因为不良债权问题严重，进一步提高本来已经相当高的利息率必将使泰国金融机构遭到沉重打击。事实上，在1997年5月份，泰国政府为挽救陷于困境的金融机构已将利息率下调了50~100个基点。

当时泰国也没有贬值计划。之所以如此可能三个原因。第一，泰国金融机构和企业外债负担沉重，贬值将使以本币计价的外债急剧增加，从而导致大量早已深受不良债权困扰的金融机构和企业陷入破产。第二，贬值和贬值预期将导致外资急剧抽逃，从而无可挽回地导致国际收支危机。第三，尽管外资流入速度在1996年下半年开始明显减慢，但直到危机爆发之前泰铢似仍未受到难以抵抗的贬值压力。直到1997年4月泰国仍能在美国成功发售7亿美元的扬基债券。这种情况可能使泰国货币当局心存侥幸，认为不用经过痛苦的调整就可以度过危机。

正当泰国货币当局左右为难的时候，一个重要角色登场了，这就是对冲基金。对冲基金判断，泰铢贬值是使泰国减少经常项目逆差，摆脱国际收支危机的唯一选择。既然泰国既没有足够的外汇储备(只有370亿美元左右)来干预外汇市场，也难于用提高利息率的办法保卫泰铢，对实际钉住美元的泰铢发起攻击并最终迫使泰铢贬值，就会得到巨额收益。国际投资者对泰铢进行了卖空操作。其具体过程为，在泰铢贬值之前，大量借入泰铢；然后在外汇市场上大举抛售泰铢。在经过几个回合的较量之后，泰铢失守，1997年7月泰国金融危机终于爆发。

简单来说，造成泰国金融危机的最主要原因有三个：经常项目逆差过大、金融体系脆弱、投机资本的冲击。泰国金融危机同墨西哥金融危机存在重要的不同，后者是典型的国际收支危机。克服国际收支危机的典型处置方法是升息、贬值。泰国金融危机不是典型的国际收支危机。泰国在危机爆发后根据国际货币基金组织要求的升息措施，导致大批金融机构破产倒闭，加重了危机。

最近，一些泰国经济学家把泰国金融危机定义为“资本项目危机”。这是一种很值得重视的说法。“成也萧何，败也萧何”，此“萧何”就是外资，外资的过度流入为危机准备条件，而外资流动的突然转向则导致危机的发生。

一种观点认为，升值预期导致的外资流入推高了泰铢，进而导致了泰国的经常项目逆差。这种说法是不对的。泰铢兑美元的汇率相当稳定(泰铢事实上是钉住美元的)。而经常项目逆差是国内投资率高于储蓄率的结果。关键在于外资流入使泰国的经常项目逆差和外债得以超过合理的限度，且无法及时得到纠正。泰国经常项目在1994年就出现恶化的迹象，如果泰国金融管理当局在当时就让泰铢贬值，泰国金融危机可能也就不会发生了。

在泰铢面临升值压力的情况下如何让泰铢贬值呢?一个办法是由泰国中央银行干预外汇市场，买进美元卖出泰铢。问题是，当时泰国经济处于过热状态，泰国中央银行采取的是紧缩性货币政策。为了防止干预外汇市场导致通货膨胀，泰国中央银行必须进行相应的对冲。而此时泰国的利率水平相当高，对冲必然导致中央银行的大量损失。如果泰国中央银行不愿承受对冲损失，因而不愿大规模干预外汇市场。剩下的唯一办法就是通过资本项目的管理或管制抑制外资的流入。但是，由于泰国已经实现了资本项目下资本流动的自由化，泰国中央银行丧失了这样做的可能性。

当泰铢在1997年4~5月份突然面临贬值压力之后，泰国中央银行只有两个选择：听任泰铢贬值或保卫泰铢。两个选择风险都很大。但现在看来，听任泰铢贬值是较不坏的选择。在此阶段，如果泰国货币当局能够对资本流动实施有效管理，则泰国可以让泰铢逐步贬值。而泰国仍然有可能避免金融危机。

在对冲基金发动攻击的最后阶段，没有资本管制，泰铢一泻千里已经是不可避免的。对冲基金的考虑是，泰国金融体系由于不良债权而早已不堪重负，泰国政府必难于用提高利息率的方式来打击投机以维持汇率的稳定。于是，富可敌国的西方机构投资者开始向泰铢发起了攻击。对冲基金的判断是十分正确的。泰国金融危机终于爆发，它们也赚得盆满钵溢。

对于希望利用外国资金但金融体制脆弱的国家来说，泰国金融危机的最主要教训是：必须对资本流动实行有效管理，否则金融危机就难以避免。

推荐好友

相关文章

张斌 百年来国外主要经济金融危机分析 《中国金融》2007年第19期 (2007-12-25)

姚枝仲 防范机制足以避免另一个金融危机吗 《国际经济评论》2007年11-12 (2007-12-12)

■ 余永定：亚洲金融危机十年反思 《第一财经日报》2007年11月15日 (2007-11-28)

■ 访余永定：解开央行货币政策的“手铐” 《南风窗》2007年10月（上） (2007-10-27)

■ 余永定 当前中国宏观经济的新挑战 《国际经济评论》2007年9-10 (2007-10-10)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

[院首页](#)

[网站声明](#)

[会员登录](#)

[联系我们](#)

[下载中心](#)

[院图书馆](#)

中国社会科学院世界经济与政治研究所 版权所有 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 E-mail:webmaster@iwep.org.cn

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号