

## 为什么新兴市场汇率暴跌不能提振出口？

从理论上来说，货币贬值可以提高国际竞争力，促进经济活动。然而，这幅良性图景可能缺少一些关键拼图。特别是，由于美元计价的广泛使用，汇率存在一个透过全球贸易融资发挥作用的金融渠道，这对传统的贸易渠道是一种削弱。

随着全球价值链（GVC）的延伸，贸易融资的作用也越来越大，这就需要更多的金融资源来支撑其扩张。建立和维系GVC是个高度金融密集型的活动，对企业的营运资本（working capital）提出了很高的要求。当融资需求超出企业自身资源时，就需要依赖短期银行信贷补充营运资本。

为什么会有这些融资需求呢？因为，企业在向供应链上的其他企业销售产品时，需要在资产负债表上维系中间产品库存或应收账款。存货和应收账款是公司的资产，就像资产负债表上的其他资产一样，它们必须以某种方式融资。

随着供应链的增长和货物运输时间的延长，边际融资需求的增长速度越来越快。只有在非常宽松的融资条件下，超长的GVC才可以维系。

卷入GVC的公司类似同时在空中抛着许多球的杂耍者。这些球有不同的形状和大小。其中一些很重，因为它们代表着高价值。长而复杂的GVC意味着空中同时有许多球，公司需要更多的融资资源将生产过程编织在一起。对于玩杂耍的人来说，更宽松的金融环境就像更弱的引力，使得他们可以将更多的球抛向空中。然而，但当融资环境收紧时，在空中同时保持这么多球就难了，而大球会变得特别沉重。在金融环境收紧时，非常漫长而复杂的GVC将不再具有经济可行性。

由于美元走强通常与新兴市场的信贷环境收紧有关，这种金融因素削弱了货币贬值对一国出口的提振作用。在极端情况下，如果GVC因信贷收紧而缩减，货币贬值甚至可能对出口产生收缩效应。一个例子是，全球贸易占全球GDP的比例与美元强弱呈负相关（下图）。