

卢布汇率剧烈波动的原因及对 中国金融改革的启示

【编者按】 2014 年以来,卢布汇率大幅贬值和剧烈波动引起国际社会广泛关注。资本外逃、通货膨胀、外汇储备下降,俄罗斯经济面临严峻考验。深刻分析卢布贬值的原因:欧美制裁和油价下跌是导火索,经济增长乏力、结构畸形是根本点,开放资本项目是助推器。美联储退出量化宽松政策,美元加息预期不断增强,特别是中国大幅下调人民币中间价后,新兴市场国家和与中国有密切贸易关系的国家货币争先恐后贬值,在经济全球化的今天,发展中国家选择何种汇率制度、资本项目的开放程度等又成为当前研讨的热点问题。中国“十三五”规划建议指出,有序实现人民币资本项目可自由兑换,推动人民币进入特别提款权,成为可自由兑换、可自由使用货币,可见,人民币国际化进程已经开始提速。本刊编辑部特邀请国内专家学者参加讨论,剖析卢布贬值的深层原因,比较中俄两国在经济增长、产业结构、国际储备、本币国际化、汇率制度等方面的差异,评估卢布汇率危机对中国金融改革总体进程的影响,探讨中国如何在逐步推进汇率形成机制市场化的同时,有效防范汇率大幅波动产生的风险。

【关键词】 卢布汇率 资本项目 中国金融改革 人民币国际化

● 中国应建立并完善宏观审慎监管体系应对潜在金融风险

张 明(中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任、研究员)

2014 年以来,俄罗斯卢布对美元汇率大幅下跌。其中卢布对美元汇率一度由 2014 年年初的 35:1 左右跌至 70:1 左右,如此之大的本币汇率贬值至少给俄罗斯经济带来如下负面冲击:一是以本币计价的出口收入锐减;二是贬值预期与短期资本流出相互作用并相互强化;三是以本币计价的进口成本上升并造成输入型通货膨胀压力;四是举借了外币债务的金融机构和企业的偿债负担加剧。事实上,2015 年前三个季度俄罗斯 GDP 同比增速出现持续负增长,很重要的原因之一就是 2014 年下半年的本币剧烈贬值。

卢布汇率的剧烈贬值,主要源自三个原因:一是国际原油价格在 2014 年下半年大幅下跌;二是俄罗斯经济的诸多层面,例如出口增长、经济增长和财政收入均过度依赖原油出口;三是俄罗斯国际收支结构具有较强的脆弱性。

国际原油价格在 2014 年 6 月底还是每桶 100 美元以上,而在 2014 年下半年一度跌破了每桶 40 美元。造成国际原油价格大幅下跌的原因是多方面的,主要包括:

第一,从需求层面来看,世界经济增长疲弱导致全球范围内原油进口需求低迷。对全球原油进口的两个大国而言,一方面,“页岩革命”已经显著降低了美国的原油进口需求,另一方面,中国经济潜在增速下行和经济结构调整也降低了中国的原油进口需求。

第二,从供给层面来看:(1)尽管目前中东地区地缘政治冲突不断,但迄今为止的地缘政治冲突并未造成石油供应链的断裂。(2)在 2014 年下半年原油价格暴跌的背景下,以沙特为代表的 OPEC 国家并未像过去那样通过减产来稳定原油价格,而是继续增产,这无疑进一步压低了油价。而之所以 OPEC 国家采取这种有损自己短期利益的做法,市场的猜测主要是为了打压美国国内页岩油气产业的发展。这是因为,一旦国际油价降至每桶 50 美元以下,美国几乎所有的页岩油气企业都会面临亏损格局。(3)伊朗和伊拉克等国的油气生产正在复苏,对其他国家的出口也在逐渐上升。

第三,从计价货币来看,受美联储退出量化宽松政策以及未来加息预期的影响,作为全球石油交易最重要的计价货币,美元对全球主要货币的有效汇率在 2014 年显著升值。即使全球原油的供给和需求不发生变化,美元有效汇率的升值也会压低全球原油价格。

第四,从全球原油交易市场来看,原油是一种典型的顺周期资产,而在 2014 年,随着全球经济长期性停滞风险不断上升、美联储货币政策正常化的冲击日益凸显、全球范围内地缘政治冲突明显加剧的背景下,全球投资者的风险偏好显著下降,这意味着他们会显著增持美元、美国国债等避险资产,而显著减持原油、金属、新兴市场国家股票等风险资产,进而会导致原油交易市场上空头力量上升,从而加剧油价下跌压力。

过去 10 年来,俄罗斯经济结构单一化程度加剧,这直接体现在俄罗斯经济增长与财政收入对原油出口的依赖程度不降反升上。例如,尽管油气产值占俄罗斯 GDP 的比重由 2001 年的 37% 降至 2013 年的 29% 左右,但油气产品出口占俄罗斯出口的比重却由 1994 年的 40% 左右升至 2014 年的 70% 左右。根据俄罗斯官方数据,其财政收入超过一半直接来自油气出口,而目前

俄财政收入的收支平衡线约为原油每桶价格 100 美元上下。这意味着一旦国际油价跌至每桶 100 美元以下,俄罗斯就会面临财政赤字。根据俄财政部的声明,2014 年下半年的全球油价下跌至少使其财政收入减少了 1 000 亿美元。既然俄的经济增长和财政状况如此依赖原油出口收入,那么,全球原油价格暴跌造成俄罗斯经济增长放缓以及卢布汇率贬值也就不足为奇了。

此外,俄罗斯国际收支状况的脆弱性也是 2014 年下半年卢布汇率剧烈贬值的重要原因。俄罗斯国际收支在过去 5 年内大致处于经常账户顺差与资本账户逆差的组合。然而,货物贸易顺差是俄罗斯经常账户顺差的唯一来源,除此之外,无论是服务贸易、收益还是转移支付等项目,俄罗斯均处于逆差状态。这就意味着一旦石油出口收入下降,俄罗斯的经常账户就会由顺差转为逆差,这就使得俄罗斯会突然面临国际收支双逆差格局,这一格局自然又会造成外汇储备规模迅速下降,从而进一步加剧卢布贬值预期和短期资本外流。

党的十一届三中全会后,中国的金融改革明显加速,目前人民币存款利率上限已经被放开,“811 汇改”改变了每日汇率中间价与前一日汇率收盘价之间的背离,资本账户开放也处于紧锣密鼓的推进过程中。而 2014 年下半年俄罗斯卢布暴跌以及背后的原因,至少可以为中国相关改革提供如下启示:

第一,应该高度重视国际资本流动的顺周期特点。短期国际资本具有显著的顺周期特点,即当一国经济趋向繁荣时,国际资本通常大举流入,而当一国经济进入下行阶段时,国际资本通常会掉头流出。更为重要的是,短期资本流出通常会与本币贬值预期相互强化,甚至形成恶性循环。因此,如果中国政府要避免本币汇率的大起大落,对短期资本流动保持一定程度的监测与管理是非常必要的。

第二,应该关注国际收支状况在特定情形下显著恶化的风险。1999 ~ 2013 年,中国在大多数年份都面临经常账户顺差与资本账户顺差的双顺差格局。而从 2014 年第二季度起,随着人民币升值预期的逆转,中国开始面临持续资本账户逆差的格局。与俄罗斯类似,尽管中国有着较大的经常账户顺差,但目前中国的经常账户顺差有两大问题。一是中国经常账户顺差的唯一来源是货物贸易顺差,中国的服务贸易、收益和转移支付项目都是逆差;二是尽管近期中国的货物贸易顺差较大,但其原因不是因为出口表现强劲,而是进出口表现都很差,且进口表现显著差于出口表现。换言之,这是一种“衰退型顺差”,很难构成我们对中国经济和人民币汇率乐观的理由。此外,持续低迷的全球需求以及过于强劲的人民币有效汇率,意味着未来中国的经常账户

顺差占 GDP 的规模有望继续稳中有降。换言之,未来中国可能面临不断缩水的经常账户顺差以及显著扩大的资本账户逆差的新组合,而这种组合既可能造成外汇储备的缩水,也可能强化人民币贬值预期。

第三,中国政府应该尽快建立完善宏观审慎监管体系以应对不断上升的金融风险。随着人口老龄化的加剧以及传统增长模式的调整,中国经济潜在增长率的下降已成定局。随着金融抑制环境被打破以及隐性金融风险的显性化,未来几年内中国国内金融脆弱性可能显著上升。如果不能妥善应对这一局面,中国可能爆发区域性乃至系统性金融危机。因此,中国政府应该未雨绸缪,通过建立并完善宏观审慎监管体系来应对潜在金融风险的上升,通过建立金融机构破产清算机制来应对金融机构违约风险上升以及“大而不倒”的问题。在美联储即将步入新的加息周期,且中国国内金融风险日益上升的背景下,中国很可能面临短期资本持续大规模外流的格局。为了应对这一冲击,一方面中国政府应该继续渐进、审慎、可控地开放资本账户,避免资本账户过快开放;另一方面中国政府应该引入托宾税等新的价格型工具来管理跨境资本流动。另外,中国政府应该建立危机的预警、应对与管理机制。中国在跨越中等收入陷阱的过程中,很可能会面临金融危机的洗礼。危机爆发本身并不可怕,可怕的是危机爆发之后,我们却处于不知所措、束手无策的被动境地。

● 卢布汇率剧烈贬值和波动的政治经济逻辑

徐坡岭(新疆财经大学“天山学者”特聘教授,辽宁大学转型国家经济政治研究中心副主任、教授、博士生导师)

(一) 俄罗斯卢布汇率问题的经济性和政治性

2014 年 6 月 26 日~12 月 17 日,同样购买 1 美元需要花费的卢布数量从 33.64 急剧增至 71.66。经过将近一年的震荡,到 2015 年 11 月 19 日,购买 1 美元仍然需要花费 64.35 卢布。如果卢布对美元汇率能够稳定在 66:1 左右,那么与 2014 年 6 月相比,仍然贬值了大约 50%。卢布大幅贬值和剧烈波动的原因是什么?从已经见诸报端、可视化媒体和学术刊物的各种观点看,其中不乏专业的分析,但也不乏商业化、政治化和意识形态化的解读。而且,总体来看,出于政治或资本投机等特定目的而推出的研究报告和发布的评论、解读,在数量和影响力方面要更胜一筹。例如,一些国际投行配合自身投机操作的需要而推出的分析报告,导向明确,耸人听闻;再如,一些西方国家

的政客、保守主义智库,可能是因为讨厌普京政权,甚至把卢布汇率波动与威权政治和俄罗斯民粹主义联系起来,进行意识形态化和政治化的解读。等等言论,不一而足。

归结起来,卢布贬值的石油危机论、西方制裁论、俄罗斯政治危机论和俄罗斯经济崩溃论等是2014年年底至2015年年初的主流观点,这种看法多出自媒体评论和国际投资咨询机构的分析报告。比较而言,在卢布贬值伊始就备受重视的石油危机论则是持续至今的最有生命力的解读。毫无疑问,卢布汇率与国际能源市场石油价格波动高度相关(回归分析相关系数超过0.95),这是不争的事实。而且,到目前为止,在导致卢布汇率下跌的诸因素中,石油价格下跌的影响仍是最为持久和稳定的。所以,石油价格冲击导致卢布贬值的解读,其可信度自然要高一些。但需要追问的是,石油价格是卢布问题的全部吗?如果不是,那么影响卢布汇率的基本面是什么?决定卢布汇率的因素有哪些?这些因素中哪些是长期的、主要的,哪些是临时冲击或次要的?透过分析可以发现,经济层面的影响因素仍是基础性的,政治层面的因素也很重要,但不宜过分强调,喧宾夺主。

(二) 卢布汇率决定的经济学逻辑与卢布汇率走势

无论在专业人士那里还是在普通人眼中,汇率决定都是复杂神秘的。但如果我们抛开教科书和一些国际投资机构给出的复杂的汇率决定公式,仅就汇率本身的含义来看,汇率说到底不过是两种货币之间的兑换比率。在短期内,汇率变动由本币兑换外币的需求和供给决定;在长期中,本币汇率水平则取决于该国的劳动生产率、相对物价水平以及该国居民对进出口商品的偏好。俄罗斯转型至今的卢布汇率变动遵循了这一经济学逻辑。

换汇需要如果仅仅发生于贸易领域,那么,汇率波动在长期中应当与购买力平价变动相一致。假定一国居民商品消费在本国商品和外国商品之间无差别,两国之间相对物价水平保持稳定,则汇率变动的根源必然是两国劳动生产率的差异和物质生产增速的不同。但问题显然要复杂得多。一方面,换汇需求早已超出了商品进出口的范围,另一方面,国家之间的通胀水平和利率水平也是不一致的。特别是投资需求和套期保值等投机需求在当前的国际货币市场上产生的外汇交易更是远远超过了商品进出口所产生的外汇交易规模。在这种情况下,本币汇率变动的影响因素可以按照冲击的持久性和性质归纳如下:(1)劳动生产率和国民经济产出水平;(2)通货膨胀率和利率水平;(3)本币的国际化程度及其在国际投资标的中所占比重;(4)资本项目的开放程度以及货币汇率制度;(5)资本市场的开放程度及其可投机性;

(6) 一国金融当局维护币值稳定的工具和手段,等等。显然,劳动生产率与国内经济产出率是影响一国货币汇率走势的根本因素和长期因素,劳动生产率的持续提高和国民经济产出水平的持续快速增长将推动本币的持续升值,反之则反是。其他因素的影响都具有短期性和临时性特征。

回顾俄罗斯经济市场化转型的历程,从 1992 年俄罗斯决定价格自由化和卢布成为自由兑换货币开始,卢布的实际价值就开始由俄罗斯的产出水平和通货膨胀水平决定了。

借用世界银行剔除通胀因素之后给出的卢布实际有效汇率变动数据来观察,1992 年至今,卢布汇率变动经历了以下几个阶段:

1. 1992 ~ 1998 年,卢布急剧贬值阶段。卢布对美元的汇率从 0.0023:1 跌至 9.72:1。这一阶段的汇率变动反映了转型性经济危机对俄罗斯国民产出水平的破坏,物质财富总水平的急剧缩减和持续的通货膨胀使得卢布的实际价值相应缩水,导致了卢布汇率的持续贬值。

2. 1999 ~ 2008 年,卢布汇率逐渐趋于稳定并缓慢升值阶段。从 1999 年卢布对美元汇率由 24.65:1 小幅贬值至 2002 年的 31.36:1,之后缓慢升值,到 2008 年,卢布对美元汇率升至 24.81:1。这一阶段卢布币值的稳定一方面得益于经济领域生产秩序的恢复、国民经济产出水平的恢复和增长以及国际石油价格持续上扬给俄罗斯带来的持续石油美元流入,这使得卢布的货币价值上扬。同时,大量石油美元流入也从根本上改变了 20 世纪 90 年代俄罗斯经济美元化时期那种不正常的卢布与美元的供求关系,卢布汇率也逐渐呈现一个拥有经济主权的国家应有的本币表现。但同时经济结构畸形和制造业部门劳动生产率增长缓慢,石油美元加速流入正在推动卢布币值高估,经济系统中可能导致卢布剧烈波动的能量也在逐步积累。

3. 2009 ~ 2013 年,卢布汇率在 29.39:1 ~ 31.9:1 区间内波动,相对稳定。期间尽管发生了严重的金融危机,2009 年 GDP 增长率甚至达到了 -7.8%,但经济增长较快得到恢复,国际石油价格仍然在高位运行,并没有从根本上改变卢布汇率的基础和卢布与外币供求的基本面,这保证了卢布汇率能够在一定范围内波动。

4. 2014 年至今,卢布汇率经历了剧烈的贬值。这次贬值的原因如上所述,理论界和投资机构多有探讨。但需要指出的是,这些探讨都太过强调临时冲击因素,而且大多回避了卢布汇率决定的基本面因素。从基本面看,一方面,2000 年之后的经济增长并没有建立在物质生产部门劳动生产率的持续增长基础上,相反,石油美元的持续流入片面改变了卢布与美元的供求关系,

使得相对于劳动生产率的增速卢布币值实际被高估。俄罗斯经济学家 E. 古尔维奇 (Е. Гурвич)、В. 索科洛夫 (В. Соколов) 和 А. 乌柳卡耶夫 (А. Улюкаев) 早在 2008 年就发现了这一问题,并运用“巴拉萨—萨缪尔森效应”评估了卢布名义有效汇率和实际有效汇率的高估程度。因此,卢布汇率存在向均衡汇率调整的要求。另一方面,2013 年俄罗斯经济增长速度步入下降通道,这也要求卢布汇率作出相应调整。因此,汇率调整是早晚的事情,需要的只是这股力量什么时候、在哪儿找到突破口,大方向是早已确定的了。

(三) 卢布汇率剧烈波动反映俄经济与国家战略的深刻矛盾

汇率走势在长期里是由劳动生产率、国民经济产出水平和相对物价水平决定的。但短期汇率是可干预的,甚至在很大程度上是人为干预的结果。这种人为因素包括内部主动干预和外部被动冲击。其中,内部主动干预包括汇率制度设定、汇率政策目标、汇率政策工具在宏观政策工具中的角色等。外部被动冲击包括国际资本投机、国家之间的货币攻击、外部市场冲击等。俄罗斯的汇率制度和汇率目标在经济转型以来几经调整,但基本上遵循了由市场供求关系决定卢布汇率的浮动汇率制,货币政策目标则在通货膨胀和汇率稳定之间游移。在特定时期,俄罗斯央行也曾经通过人为干预试图减少卢布汇率的波动,但俄罗斯资本市场的开放性等制度设置以及俄罗斯外汇储备的规模等都不支持长期大规模干预。

1992 年至今,俄罗斯经历了三次金融危机。其中,1998 年受到亚洲金融危机的影响,俄罗斯发生了债务违约和国家信用违约,卢布急剧贬值;2008 年受国际金融危机的影响,俄罗斯私人债务领域发生了违约风险,金融安全受到冲击,但卢布汇率并没有大幅度波动;2014 年下半年,油价大幅下挫和西方金融制裁叠加冲击,使得卢布币值高估风险快速暴露,在预期因素和国际资本的冲击下,卢布迅速贬值。那么,俄罗斯能否通过人为干预逆转卢布汇率走势?从俄罗斯目前的外汇储备、汇率制度安排和经济结构调整需要看,这种可能性非常小而且没有必要。在俄罗斯解决以下基本矛盾之前,甚至可以预期,卢布汇率波动仍是不可避免的。

第一,俄罗斯的区域地缘政治经济雄心与经济实力之间的矛盾。俄罗斯在 2000 年之后之所以放任卢布汇率高估,与其努力推行的欧亚经济共同体、欧亚经济联盟等独联体一体化进程密切相关。俄罗斯试图建立卢布区,主导独联体经济合作,就需要稳定和可信赖的卢布。但目前看,俄罗斯的这一政策目标与经济实力是相悖的。

第二,俄罗斯全球大国雄心与经济实力之间的矛盾。俄罗斯力图保持全

球影响力的国家战略使得其不断在国际舞台上主动出击,不但消耗国力,而且不断激化与美欧的矛盾,势必阻断卢布在国际资本市场的正常流动和借贷活动。西方的经济制裁只是卢布剧烈波动的推手之一,来自国际关系领域的卢布汇率“黑天鹅事件”不会是一次性的,也不是偶发的。

第三,俄罗斯长期经济结构调整与短期经济增长之间的矛盾。卢布贬值有利于推动俄罗斯的进口替代,有利于俄罗斯克服对资源部门和进口商品的依赖,但结构调整也意味着需要降低能源部门和军事工业部门在经济中的比重,需要推高制造业和创新在经济中的比重。但在目前的俄罗斯国家战略中还看不到这方面明晰的结构变化,甚至看不到导向明确的政策选择。

第四,俄罗斯二元货币篮子与对外贸易结构、国际融资结构之间的矛盾。俄罗斯中央银行主要是通过盯住美元和欧元的二元货币篮子,设立“汇率走廊”,以有管理的浮动汇率制来确保实际有效汇率的稳定。但从目前看,受西方制裁和国际能源市场长期趋势的影响,俄罗斯实际有效汇率稳定机制与对外贸易结构和国际融资结构正在发生错位。俄罗斯尝试建立新的外部金融合作关系以及组建区域经济组织的努力能否帮助俄罗斯实现对外贸易结构和国际融资结构的均衡还是未知数。

第五,俄罗斯货币政策目标、汇率制度安排与汇率稳定之间的矛盾。目前俄罗斯的货币政策属于通货膨胀目标制,兼顾汇率稳定。因此,以“汇率走廊”和适度干预来确保卢布汇率不会大幅偏离实际有效汇率。但实际上,这两个目标在俄罗斯是不能兼顾的。其根本原因在于通货膨胀、卢布汇率与能源价格之间的高度相关性及其相互矛盾。石油美元流入增加货币发行的外汇占款,推高通胀率,同时推动卢布高估,带来贬值压力。汇率贬值推高进口商品价格,推高通胀率,进一步推动汇率贬值。同时,经济结构性缺陷对汇率稳定构成压力。迄今为止的卢布汇率波动及其向均衡有效汇率的回归,每次调整都符合多恩布什汇率超调模型所描绘的运动轨迹,并符合保罗·克鲁格曼描述的汇率与产出、价格水平、汇率干预以及冲击之间的关系。

● 俄罗斯汇率制度的演进与卢布汇率危机

徐向梅(中央编译局俄罗斯研究中心主任、研究员)

俄罗斯向市场体制转轨以来经济发展大起大落,金融市场跌宕起伏,其中卢布汇率制度的演进无疑是自由化进程中的重要环节,而随着国际经济金融环境的变化卢布所经历的剧烈波动也成为整个俄罗斯制度转轨和经济发展的缩影。

(一) 俄罗斯汇率制度的演进

苏联解体前,在高度集中的计划经济体制下,货币汇率虽经多次调整,但始终是国家集中管理,货币完全不可兑换,卢布汇率长期存在高估现象,官方汇率与黑市汇率相差悬殊,黑市交易泛滥。苏联解体以后,俄罗斯走上激进的经济改革之路,随着对外经济活动的自由化,卢布汇率形成机制也发生了彻底的转变。

俄罗斯汇率制度的演变可以分三个阶段。

第一阶段为 1992 ~ 1994 年。随着《俄联邦外汇调节法》和《俄联邦外汇调节与管制法》颁布,俄罗斯开始实行卢布内部可兑换制度,本国居民,无论是法人还是自然人,只要是不涉及国际资本流动的卢布都可以自由兑换成外国货币,兑换可以在外汇交易所、指定的商业银行和交易网点进行。由交易所市场形成统一汇率,并可自由浮动。

第二阶段是 1995 ~ 1998 年 8 月,俄联邦政府和中央银行加强了对货币发行和卢布汇率的遏制和调控,卢布汇率不再完全由市场供求决定,而是中央银行对外汇交易所和银行间外汇市场上卢布对美元的比价预先规定一个上下浮动的范围,即“外汇走廊”,实行有管理的浮动汇率制度。中央银行借助于外汇储备对外汇市场投入美元或卢布实行干预,以此平衡市场供求,抑制汇率的过度波动和外汇市场的投机。这种汇率机制在限制卢布当天浮动界限的同时,减少了市场投机规模,增加了市场和中央银行汇率政策的可预期性。

从浮动汇率制过渡到“外汇走廊”制以后的三年,卢布汇率走过了一段相对平稳的时期,这有助于通货膨胀的降低和遏制外汇市场的投机,增强了俄罗斯金融工具对外国投资者的吸引力。

第三阶段是在 1998 年的金融危机中,俄罗斯中央银行先是放宽“外汇走廊”,允许卢布对美元汇率在 6:1 ~ 9.5:1 之间浮动,之后由于外汇储备枯竭,被迫放弃“外汇走廊”制,卢布汇率制度恢复到主要由外汇市场供求来决定的自由浮动汇率制。之后尽管中央银行又逐步加强对外汇市场的监管和干预,但 1998 年金融危机后至今,卢布汇率自由浮动得以保持下来^①。2006 年 7 月,俄罗斯修订《俄联邦外汇调节与管制法》,放松了资本项目下的卢布管制,卢布实现了完全可自由兑换。

^① 徐向梅:《俄罗斯汇率制度的演进和外汇市场的发展》,《国际经济评论》2004 年第 4 期。

(二) 俄罗斯转轨以来发生的几次大的汇率危机和卢布贬值

卢布内部可兑换是在激进改革引发的严重的经济衰退和恶性通货膨胀情况下实施的,因此大大刺激了本国企业和居民货币的美元化过程,也引发了外汇市场上严重的投机性操作,导致卢布汇率大幅度下跌和严重的资本外逃。第一次大规模的汇率危机发生在 1993 年 9 月 23 日的“黑色星期四”,卢布对美元的汇率在 1 天之内下降了 25%。第二次也是更大规模的汇率危机是 1994 年 10 月 11 日的“黑色星期二”,1 天内美元汇率上涨 27.7%。尽管中央银行采取措施,但 10 月美元汇率平均上涨了 15%^①。实施自由化和卢布内部可兑换几年中,卢布汇率倾泻式下滑,仅在 1994 年 7 月~1995 年 7 月实施“外汇走廊”之前的一年间,卢布对美元汇率从 1 989:1 跌至 4 553:1。1998 年 8 月爆发金融危机,8 月 15 日~9 月 9 日,卢布对美元汇率从 6.29:1 跌至 20.825:1^②。

随着经济形势的好转以及中央银行加强监管和干预,卢布汇率下跌趋缓并在其后形成了长达十几年的相对稳定时期。即便在国际金融危机冲击下发生严重经济衰退的 2009 年,卢布汇率也保持了相对稳定。

但是,2014 年春天的乌克兰危机和俄罗斯收回克里米亚引发的西方经济制裁,特别是国际石油价格急剧下跌,引发了卢布汇率新一轮的剧烈波动。卢布对美元汇率从 2014 年年初的 32.66:1 跌至 2015 年 11 月初的 63.79:1,跌幅近半。2014 年 12 月 15 日卢布大跌 13%,俄中央银行于 16 日凌晨紧急宣布基准利率上调 650 个基点至 17%,但依然没有止住卢布继续大跌,卢布对美元汇率一度跌破 80:1,两天累计跌幅达 25%。

表 1 俄经济转轨以来卢布对美元汇率变化(直接标价)

日期	1992. 7. 1	1993. 7. 2	1994. 7. 1	1995. 7. 1	1997. 7. 1	1998. 7. 1	1999. 1. 1
汇率	125. 26	1 059. 00	1 989. 00	4 553. 00	5 782. 00	6. 20	20. 65
日期	2000. 1. 1	2010. 1. 1	2014. 1. 1	2014. 10. 1	2014. 12. 18	2015. 1. 1	2015. 11. 1
汇率	27. 00	30. 19	32. 66	39. 40	67. 90	56. 24	64. 40

注:1998 年以后是新卢布,1 个新卢布 = 1 000 个旧卢布。

资料来源:俄中央银行网站。

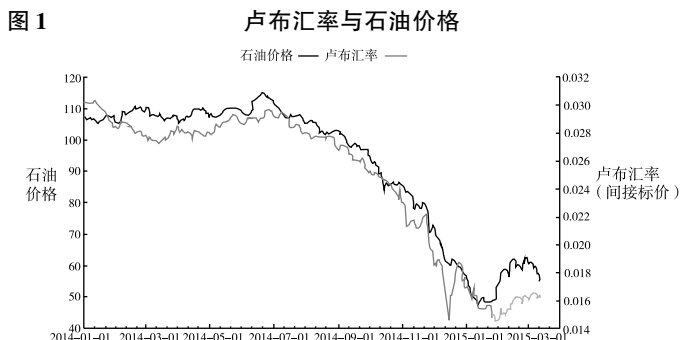
① [俄]Г. 克谢利曼、А. 伊戈金:《1998 年 8 月后俄罗斯的金融市场》,莫斯科西林出版社 2002 年版,第 77 页。

② 徐向梅:《俄罗斯汇率制度的演进和外汇市场的发展》,《国际经济评论》2004 年第 4 期。

(三) 卢布汇率剧烈波动的原因

通常,一个国家汇率的形成主要是依据购买力平价。但影响汇率波动的因素有很多,包括国际收支、利率、外汇储备、突发性国际国内事件等,这些因素无疑也是影响俄罗斯卢布汇率波动的重要因素。与其他国家不同,俄罗斯经济是能源依赖型经济,经济增长和卢布汇率直接与国际石油价格挂钩,因此,油价就成为影响卢布汇率的最重要因素。

俄罗斯经济对能源的依赖有几个直观表现。近年来,在俄罗斯出口商品结构中,石油和天然气出口额占商品出口总额的70%左右,占国内生产总值的30%,俄联邦财政收入的一半依赖油气出口的税收。根据俄罗斯经济发展部2015年9月的经济监测报告数据,与上一年同期相比,乌拉尔石油价格下降51.3%,每桶从107美元降至40多美元,天然气价格也大幅下跌了37.6%。石油和天然气的国际贸易是以美元结算的,油气收入大幅下降,直接造成俄罗斯国际贸易收入减少,外汇储备来源减少,国家财政预算收入紧张,上述影响汇率波动的主要因素都受到影响;而与此同时,美元进款的减少导致美元需求上升,卢布汇率下降。油价和卢布汇率的相关性见图1。



资料来源: <http://habrahabr.ru/post/253285/>

影响卢布汇率波动的另一个重要因素是外部环境的变化。2014年春天乌克兰危机爆发,继而俄罗斯收回克里米亚,造成俄罗斯与西方国家间的关系急剧恶化,并引发多轮经济制裁。西方国家限制俄罗斯银行和企业,在西方资本市场上融资及向俄罗斯出口关键产业的高新技术和设备,给俄经济造成严重困难,各项经济指标加速下滑。标准普尔和穆迪等西方著名的信用评级机构纷纷降低对俄罗斯国家的信用评级。俄国内经济下滑和外部压力的持续所造成的对俄经济不确定性的预估,导致投资者信心受到严重影响,不少外国投资者出售在俄企业的股份,并把资金撤走,2014年俄罗斯资本外流总额达到1540亿美元,从而增加了对卢布汇率下行的预期。

俄罗斯人对本国经济形势的期望和对本币的信任也是影响卢布汇率走向的一个重要因素。20 世纪 90 年代几次大的汇率危机中,这一因素发挥了重要作用。本次危机期间,因为对经济恶化的不确定性估计,居民储蓄率总体上有所上升,居民存款结构中外币储蓄额有所增加,但幅度不是很大,没有发生经济美元化和银行挤兑现象。这反映今天的俄罗斯人只是对经济发展预期不是很乐观,但并没有对政府不信任。

俄中央银行通过向市场投放外汇和提高基准利率的方式实施了一定程度的外汇干预,对维持卢布汇率的相对稳定发挥了作用。俄央行仅 2014 年 10 月就向市场投放了 290 亿美元,并一度承诺每当卢布跌出交易区间以外时就投入 3.5 亿美元,而且在 2014 年年底卢布汇率剧烈下跌中将市场基准利率临时从 10.5% 调至 17%。但基于防止投机、过度消耗外汇储备和支持实体经济贷款的考虑,央行很快放弃了自动干预政策,并逐渐回调了利率。可以说在本轮卢布汇率波动过程中,俄央行总体上保持了克制。

俄罗斯实施激进经济改革以来,卢布从内部可兑换到完全可兑换经历了十几年的时间,其间汇率制度几经演变,从多重汇率到自由浮动汇率到“外汇走廊”最后又回到自由浮动汇率,汇率波动幅度巨大,市场动荡不定,甚至几次遭遇严重的汇率危机。但不可否认的是,汇率制度的改革和卢布的自由兑换为俄罗斯外贸体制的自由化、外汇市场的发展以及卢布国际化和加速融入全球经济创造了前提和条件。俄汇率制度改革和卢布汇率波动起伏以及中央银行的监管干预的经验教训值得中国吸取和借鉴。

● 人民币是否会步卢布贬值的后尘?

李 新(上海国际问题研究院俄罗斯中亚研究中心主任、研究员)

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》明确指出,要扩大金融业双向开放,有序实现人民币资本项目可兑换,推动人民币加入特别提款权,成为可兑换、可自由使用货币。推进资本市场双向开放,改进并逐步取消境内外投资额度限制^①。这将加快人民币国际化的进程,使人民币一步一步走向国际计价货币、贸易货币、投资货币和储备货币,将有助于中国和使用人民币的国家摆脱对美元的过度依赖,避免金融风险。

^① 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》,《人民日报》2015 年 11 月 4 日。

(一) 人民币必须成为与中国的经济实力和国际地位相适应的国际货币

目前,中国已经成为世界第二大经济体、第一大世界制造中心、最大贸易国和最大外汇储备国,包括美国在内 45 个国家的最大贸易伙伴和 120 个国家的主要贸易伙伴。人民币已经成为仅次于美元、欧元、英镑和日元之后的世界第五大货币,人民币的国际化程度不断提高。2014 年以人民币结算的贸易总额超过 7 万亿元,人民币离岸中心建设取得实质性进展,人民币结算和清算中心基本覆盖了全球,人民币计价的金融产品包括债券、股票、衍生金融产品等快速增长,人民币国际支付体系建设取得最大突破,2015 年 10 月 CIPS 一期在上海成功上线运行。中国人民银行与 32 个国家央行实现货币互换,规模达到 3.1 万亿元人民币。但是,中国在国际货币基金组织中拥有的份额只有 3.66%,远低于美、欧、日,人民币国际化的综合程度不足 3%,远低于美元的 52% 和欧元的 26%^①。

为了使人民币尽快成为与中国的经济实力和国际地位相适应的国际货币以及 2020 年建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心,“十三五”规划期间金融市场化和开放化的步子将会大幅度提速。随着金融业逐步开放,资本管制将逐步取消,资本将更加顺畅地流入和流出,中国投资者将更加方便地投资外国资本市场,外国投资者也可以轻而易举地进入中国资本市场。但是,放松资本管制并不是要完全取消对资本流动的管理,相反还要加大监管的力度,防范一切金融风险。上述建议明确提出,加强金融宏观审慎管理制度建设,加强统筹协调,改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架,健全符合中国国情和国际标准的监管规则,实现金融风险监管全覆盖。

但是,人们对 2015 年中国的股灾仍然心有余悸,上证指数从 6 月 9 日的 5 147 点一路暴跌至 8 月 26 日的不足 3 000 点,迫使政府以前所未有的力度多次试图拯救股市。由于人民币贬值压力增大,跨境资本流出规模呈上升趋势。银行结售汇差额从 2014 年下半年开始出现逆差,且规模呈放大趋势。2015 年前三季度银行结售汇逆差高达 3 015 亿美元,其中 9 月达到 1 092 亿美元。人们普遍担心中国会不会出现俄罗斯在 2014 年和 2015 年出现的大范围资本外逃和卢布暴跌。

中国资本账户开放,不必担心出现大规模资本外逃的出现。的确上述数

^① 中国人民银行:《人民币国际化报告:2015》, http://www.pbc.gov.cn/eporta/fileDir/image_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/pdf

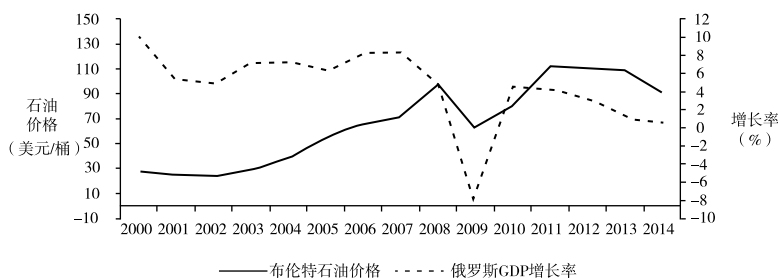
据显示跨境资本流出的规模在增大,甚至超过了俄罗斯资本流出的规模(2014 年净流出 1 530 亿美元,2015 年 1~9 月净流出 450 亿美元)。但是资本流出并不等于资本外逃。在“一带一路”建设加快推进的情况下,国内企业“走出去”,对外投资意愿显著增强。2015 年前三季度非金融类对外直接投资同比增长 16%。

(二) 卢布贬值的根本原因在于俄罗斯经济能源化

俄罗斯经济的脆弱性体现在畸形的经济结构。在苏联时期,20 世纪 30 年代工业化开始就片面优先发展重工业。但是,60 年代就已经显现资源瓶颈已经不能再支撑这一战略。于是被迫进行改革,试图从体制上寻求效率的提高,但是遇到了巨大的阻力。直到 60 年代后期西伯利亚石油天然气的开发正好赶上 70 年代西方的石油危机,滚滚而来的“石油美元”使这一战略得以进一步延续,改革被推迟。80 年代初,国际石油价格大幅跳水,再加上美元贬值,苏联已经无力再与西方进行对抗,最终导致苏联解体。进入 2000 年以来,国际石油价格强劲走高,布伦特石油价格从每桶不足 30 美元猛升至 2008 年年中的每桶 135 美元的历史最高位。2003 年 10 月俄罗斯政府发布了雄心勃勃的《2020 年前俄罗斯能源战略》,大力发展石油和天然气工业。2009 年 11 月又发布了《2030 年前俄罗斯能源战略》。2013 年 6 月经过对前者的修订发布了《2035 年前俄罗斯能源战略》,能源成为俄罗斯的立国之本。因此,石油天然气部门对俄罗斯 GDP 的贡献达到 30%,对财政收入的贡献高达 50%,对出口规模的贡献更是达到 2/3。俄罗斯经济对石油天然气形成了高度依赖,进而国际能源价格的波动显著影响着俄罗斯宏观经济形势。从图 1 可以发现,在 2008 年国际金融危机爆发之前,国际油价上涨推动了俄罗斯经济的增长,国际油价对 GDP 的向上推动作用明显;而金融危机之后,俄罗斯经济规模变动趋势线位于国际油价波动轨迹的下方,说明国际油价对 GDP 的拉动作用显著下降。2008 年国际金融危机成为俄罗斯经济的转折点,标志着俄罗斯能源依赖型的发展模式已经达到极限。2014 年下半年,国际石油价格大幅度跳水,布伦特石油价格从每桶 120 美元的高位,半年内跌去一半,2015 年的最低点不足每桶 40 美元。由于世界经济上升趋势不容乐观,发达国家债务缠身,新兴经济体增速减缓甚至衰退,能源供应过剩,因此,国际能源价格将会长期保持低位运行。这也预示着俄罗斯经济增速将会长期保持在 0~1% 区间内。

与此同时,20 世纪 90 年代俄罗斯采取了“休克式”的以自由化和私有化为核心的市场化改革。不仅价格体系迅速自由化,而且金融体系也全面开放,与西方金融市场全面接轨,取消资本管制,利率和汇率自由波动。进入

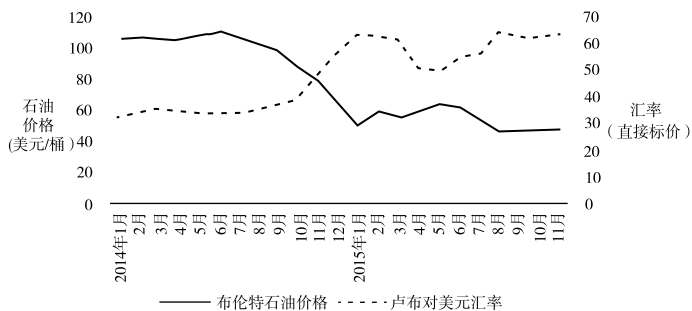
图1 俄罗斯经济波动与国际能源价格变化的相关性



资料来源：根据（Россия в цифрах. 2015. Стат. сб. / Росстат. М. 2015. С. 37; Российский статистический ежегодник. 2014. Стат. сб. / Росстат. М. 2014. С. 32; Российский статистический ежегодник. 2010. Стат. сб. / Росстат. М. 2010. С. 36; Российский статистический ежегодник. 2005. Стат. сб. / Росстат. М. 2005. С. 808.）相关数据绘制。

2000年以来,经济自由化政策并没有随政治集中化亦步亦趋,仍然保持着较高的自由化水平。所以卢布在经济高度能源化的条件下,其币值的变化也高度依赖国际能源价格水平的波动。图2显示,俄罗斯卢布币值变动与国际能源价格变动高度相关。随着国际石油价格下跌,卢布从坚挺逐渐走向贬值。从2014年年中到年底,国际石油价格下跌超过一半,卢布贬值幅度也超过50%。而2000~2014年上半年,除2008年上半年国际油价飙升和下半年暴跌致卢布对美元汇率出现了23.8:1~36.4:1卢布的波动之外,卢布汇率一直维持在30卢布上下。

图2 国际能源价格波动与俄罗斯卢布币值波动的相关性

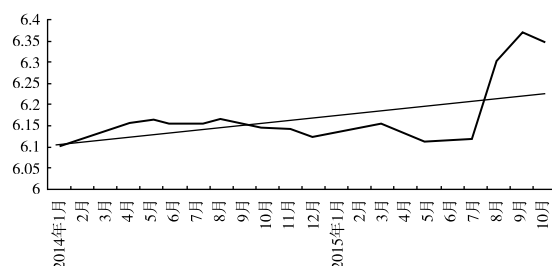


资料来源：根据（Россия в цифрах. 2015. Стат. сб. / Росстат. М. 2015. С. 404; Российский статистический ежегодник. 2014. Стат. сб. / Росстат. М. 2014. С. 525; Российский статистический ежегодник. 2010. Стат. сб. / Росстат. М. 2010. С. 624; Российский статистический ежегодник. 2005. Стат. сб. / Росстат. М. 2005. С. 787.）相关数据绘制。

卢布贬值的另外一个诱因是2012年奥巴马发誓要重振美国制造业,为此将调整税收政策,鼓励美国企业“回家”。2014年10月美联储宣布结束量

化宽松政策,市场预期美联储将会提高利率水平,诱使大量资本撤离新兴经济体。致使包括俄罗斯在内的许多发展中国家货币出现贬值趋势。人民币自 2014 年年初以来已持续贬值 6.4% (见图 3)。所以,这一因素带有普遍性。有学者认为,2014 年下半年开始的卢布大幅贬值,其主要原因在于乌克兰危机和西方对俄罗斯的经济制裁。当然,这两者会加剧资本流出,进而对卢布贬值造成更大压力,但不能说是主要原因。主要原因还是俄罗斯经济深层的结构性原因,即经济的能源化和原料化。

图 3 近两年人民币对美元汇率波动情况(直接标价)



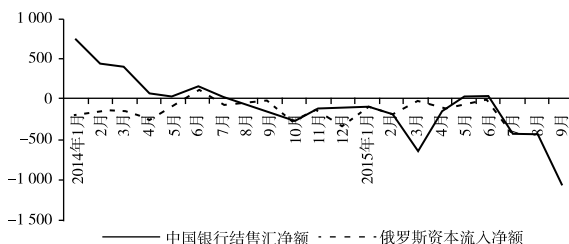
资料来源:根据中国人民银行发布的人民币中间价(<http://www.chinamoney.com.cn/fe/Channel/17383>)绘制。

(三) 人民币贬值与卢布贬值的基础不同

如上所述,导致人民币贬值的普遍性因素就是美国经济复苏以及美联储退出量化宽松政策和加息预期,致使美元坚挺,国际资本从新兴经济体回流美国的趋势增强。而新兴经济体发展速度放缓、中国经济进入“新常态”以及连续降低利率和存款准备金率,助推国际资本外流,自然导致人民币对美元的贬值。国际金融危机之后世界经济处于长期停滞状态,虽然美国经济复苏良好,但欧洲和日本则是艰难跋涉,新兴经济体出现分化但总体放缓。世界经济总需求萎缩,导致出口不振,银行结售汇逆差扩大,这是人民币汇率下降的直接原因。图 4 显示,随着对卢布和人民币的贬值预期上升,俄罗斯和中国近两年均出现了大规模资本流出的情况。2014 年俄罗斯净流出 1 530 亿美元,随着乌克兰危机的逐渐缓解,2015 年前三季度净流出减至 450 亿美元。而中国资本净流出的规模更加庞大,2015 年前三季度银行结售汇逆差高达 3 015 亿美元。在经济全球化时代,二者之间虽然没有必然的联系,但一定的传染效应也是难以避免的。由于中国和俄罗斯的经济体量和外汇储备规模相差悬殊,中国的经济结构多元化水平比俄罗斯高得多,人民币和卢布在国际经济中的地位也不可同日而语。再者,人民币正在昂首走向世界,持续贬值不利于人民币国际化。所以有充分的理由可以相信人民币不会上演“卢布

故事”。中国的资本流出还有更多的成分属于企业“走出去”战略的一部分,意味着境外投资的增加,并非资本外逃。

图4 中国和俄罗斯 2014 ~ 2015 年资本流动情况 (单位:亿美元)



资料来源:根据国家外汇管理局发布的统计数据(<http://www.safe.gov.cn>)和俄罗斯中央银行发布的统计数据([http://www.cbr.ru/statistics/? Prtd = sv](http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=svs)s)绘制。

但是,必须清醒地认识到中国经济面临严峻的外部经济风险。首先,如上所述,资本外流正在具有持续性并有规模扩大的趋势,未来五年内如果资本账户开放速度加快,那么资本外流的规模将会进一步加大,从而对中国经济和金融安全形成严重冲击,资本账户逆差持续上升导致外汇储备规模下降,人民币面临长期贬值趋势,对人民币国际化形成障碍。更为严重的是,资本外流与人民币贬值预期效应相互促进,相互叠加,形成恶性循环。持续的资本外流还可能导致国内流动性不足,形成通货紧缩,诱使利率进一步下降,加速资本外流。其次,中国经济面临全球经济持续放缓,甚至停滞的趋势,外需增长有限,出口面临低迷甚至负增长的趋势。为了促进国内出口部门实体经济的增长,人民币贬值又成为不二的选择。此外,国际大宗商品价格持续下滑,使得国内通货紧缩压力上升,近两年 PPI 同比持续负增长,致使企业实际融资成本进一步攀升,导致企业债务增加,二者之间又形成相互强化的关系。在全球经济长期低迷的情况下,形形色色的贸易保护主义抬头、区域经济一体化趋势加强,如 TTP 和 TTIP 与中国积极推进的“一带一路”重大倡议和俄罗斯主导的欧亚经济一体化建设形成了鲜明的对立姿态。

● 人民币和卢布汇率的决定与调整

王志远(中国社会科学院俄罗斯东欧中亚研究所副研究员、经济学博士)

近年来,有关人民币汇率和卢布汇率问题的讨论可谓是甚嚣尘上。单纯从现象形态上看,这两种货币有着截然不同的走势:人民币无论升值还是贬值,都表现出难得的稳定特征;而卢布汇率则可以直接当作判断国家经济形

势的“晴雨表”,甚至是标示世界油价波动的“温度计”,时时刻刻牵动着俄罗斯决策者的神经。当前,对这两种货币汇率进行比较分析,不仅有助于理解其中的不同,而且可以更加清晰地判断这两种货币的走势。

在汇率决定和调整方面,购买力平价和利率平价属于较为经典的理论。前者是从货币的价值尺度职能出发,认为货币的价值归根结底取决于能够购买多少商品,当然这里的商品应当是具有通用性和可比性的大宗商品,准确说就是可贸易商品,因为只有这种商品才具有国际价格的可比性。显然,如果以不同商品来衡量世界各国的货币价值,实质上相当于背离了购买力平价的核心思想。然而,即使在可贸易商品中选取衡量汇率的一篮子商品,在现实操作中也颇具难度。如果选取不同商品组合,往往会测算出相差甚远的汇率水平。因此,这种理论经常作为衡量一国货币基准汇率的根据,而不是作为分析汇率波动方向的标准,即适合于长期趋势分析,而很难以此作出短线走势判断。

为了将这种汇率趋势分析得更加透彻,1964 年美国经济学家贝拉·巴拉萨和保罗·萨缪尔森几乎同时作出研究,认为隐藏在汇率长期趋势背后的根本原因,应当是劳动生产率与劳动力成本之间的关系(此后被理论界称为“巴拉萨—萨缪尔森效应”)。他们认为,如果一个国家的劳动生产率增长速度快于工资增长速度,那么这个国家的汇率就存在长期升值趋势。这是因为:在可贸易商品的成本之中,资本、技术都可以在全球要素市场自由配置,而劳动力却很难实现跨国自由流动,因此决定可贸易商品成本的因素就是劳动。如果单位劳动生产的商品数量快于劳动力成本增长,那么这个国家商品就会变得相对便宜,反映在该国货币层面上则相当于货币购买力提高,因此,汇率自然会逐渐升值。这样分析的好处在于,不需要将众多可贸易商品分门别类,再依据各国货币购买力来确定汇率长期趋势。由于劳动生产率与工资水平容易统计,因此,这种方法在趋势判断方面极具优势。

在现实汇率波动中,“巴拉萨—萨缪尔森效应”更加容易理解。一国如果劳动生产率提高速度快于工资水平上涨,相当于这个国家在商品生产方面具有竞争优势,反映在国际贸易领域必然是出口大于进口的顺差状态,带来大量外汇收入流入该国,本币自然会出现升值态势。

与购买力平价的抽象相比,利率平价理论显得非常具体,当然这里的利率并非单纯指利息收入,而是指货币在本国可能获得的投资收益。所谓利率平价,即是指如果一国货币的投资收益水平提高,将会吸引外国投资者兑换货币投资到该国,那么在外汇市场上会有大量本币卖出,因此汇率会升值。这样,只有当该国汇率升值幅度与投资收益差距相等时,追逐利润的资本流

动才会停止,故为利率平价理论。反之,货币投资收益率低的国家,货币汇率则会贬值。利率平价从另外一个层面为判断汇率变化方向提供了重要的分析依据。从中不难看出,这种理论更加适用于短期分析,而不适用于长期趋势判断。这一点,与购买力平价理论刚好互补,因此,这两种理论也经常的分析中结合起来应用。

当然,这两种理论在适用方面,也各自存在着非常必要的前提条件。运用购买力平价分析汇率,主要适用于对外贸易规模较大,且贸易商品主要分布在制造业领域,而不是资源型产品。前者在“巴拉萨—萨缪尔森效应”中可以通过劳动生产率和工资水平来分析,而后者则主要取决于国家的资源禀赋。而运用利率平价理论分析,则需要国家存在一个允许外国投资人自由进出的投资市场,即通常所说的资本项目下货币可自由兑换,也称之为资本项目开放。

回顾这两种理论对于理解人民币汇率和卢布汇率的趋势与波动非常必要,因为这两种不同的理论的侧重点刚好切中两种货币汇率的决定与调整规律。

俄罗斯尽管在货币领域屡次遭遇危机,但国家高层一直希望卢布走向国际化,充当国际贸易货币、投资货币和储备货币。这其中需要一个必要前提,就是其他国家的政府、企业或居民必须获得运用卢布进行投资的途径。普京曾经说:“卢布实际上的可兑换在很大程度上取决于卢布作为结算和储蓄手段的吸引力。”^①2006年,俄罗斯比原计划提前一年实现了卢布在资本项目下的完全可自由兑换。在汇率制度方面,早在1999年俄罗斯就已经基本实现自由浮动,这是汲取了1998年金融危机教训,当时中央银行强制稳定汇率,最终也没能抵住卢布汇率出现“断崖式”崩盘。这样看来,如果以汇率自由浮动、资本项目开放、货币国际化等内容评价,俄罗斯在金融制度方面俨然已经步入“发达国家”行列。然而,这些看似完善的制度体系实际表现并不优异。在2008年金融危机冲击下,俄罗斯卢布大幅贬值,依靠浮动汇率制度的弹性,加之俄罗斯已经积累的一定规模外汇储备,严重的货币危机没有出现。之后的两年,卢布逐渐升值到危机之前的水平,即美元对卢布汇率基本在1:25~1:30之间徘徊,这个平均值可以近似地看作卢布的长期均衡水平。与之相比,乌克兰危机爆发后,美欧制裁俄罗斯所带来的卢布贬值,明显强于2008年金融危机冲击,一场货币危机已经正式上演。

对于俄罗斯来说,卢布汇率与国际油价密切相关,毕竟石油天然气收入是重要的外汇来源。但是若要解释这两次卢布贬值中的区别,则需要运用前

① 《普京文集(2002~2008)》,中国社会科学出版社2008年版,第287页。

面提到的利率平价理论。资本项目开放给俄罗斯带来了外资流入。但在危机面前,这些追逐投资收益的资本却不会给卢布汇率稳定带来任何好处。几次危机都可以说明,卢布汇率的贬值幅度主要取决于这些“游资”究竟以多大、多快的速度流出。从汇率波动情况看,美欧制裁对资本流出的推动作用要强于 2008 年国际金融危机,但弱于 1998 年俄罗斯国债违约影响。这说明,为实现汇率自由浮动和货币国际化,过早开放资本项目,对于货币汇率稳定会有负面作用。需要特别强调的是,俄罗斯这种货币汇率贬值,并不违背购买力平价理论。这是因为,购买力平价理论强调长期趋势,俄罗斯货币对外严重贬值,如果这种汇率水平长期存在,那么随着进口商品日益昂贵、原材料成本提高、劳动力工资上升等现象出现,国内通货膨胀水平也会提高。这样,卢布迅速的对外贬值将会引发并随之开启卢布的对内贬值,最终逐步实现对外对内价值的基本统一。这仍然符合购买力平价理论。从这个意义上看,卢布危机所带来的通货膨胀问题,将是未来俄罗斯所要面临的巨大考验。

在人民币汇率方面,由于资本项目尚未开放,自然不能用利率平价理论来解释。在当前有管理的浮动汇率制度下,中国人民银行仍然可以凭借规模庞大的外汇储备,实现稳定汇率目标。因此,判断人民币短期走势,更需要对外汇市场进行分析;而研究长期走势,则需要从中国劳动力竞争优势方面着手。近年来,在人民币持续小幅升值的同时,劳动力成本日益攀升已是不争的事实,这意味着中国未来如果能够继续提高劳动生产率,并使之高于工资增长水平,那么人民币升值之路将会继续,反之则意味着人民币汇率存在长期贬值压力。

由于对人民币汇率的一些误解,美国等西方国家屡次提出抗议,认为中国通过操纵人民币汇率获得对外贸易成本优势。实际上,前文已经作出回答,主要原因是在选取可贸易商品组合时,不同组合经常会存在巨大差异。因此,基于劳动生产率和劳动力成本所作出的趋势分析,对于分析人民币汇率来说更具实质性意义。

● 卢布危机中的货币权力博弈

肖 斌(中国社会科学院俄罗斯东欧中亚研究所副研究员、政治学博士)

俄罗斯卢布不属于强势的国际货币,但卢布危机给“卢布区”国家^①带来

^① “卢布区”国家指以俄罗斯卢布作为贸易结算货币的独联体国家。

了程度不同的负面影响。面对经济衰退的压力,俄罗斯不得不选择卢布大幅贬值。2015年2月卢布与美元和欧元在岸汇率曾一度高达69.66:1和78.79:1。随着卢布大幅贬值,其他独联体国家本币也出现了不同程度的贬值。在独联体国家,外汇收入减少、国际资本流动放缓、外债水平上升等问题凸显。以2015年11月为例,吉尔吉斯斯坦货币索姆与美元在岸汇率为70.38:1,较年初贬值19.5%^①;哈萨克斯坦坚戈与美元在岸汇率为307.8:1,较年初贬值40.1%^②;塔吉克斯坦索莫尼与美元在岸汇率为7:1,较年初贬值22%^③;土库曼斯坦马纳特与美元在岸汇率为3.5:1,与2008年5月相比贬值18.5%^④;乌兹别克斯坦苏姆与美元在岸汇率为2735.74:1,较年初贬值11.2%(乌兹别克斯坦黑市汇率大约是5000:1^⑤)。

在卢布危机的前景上,俄罗斯官方比较乐观。2015年11月,俄罗斯经济发展部部长乌柳卡耶夫表示,俄罗斯的通货膨胀率正在向好的方向发展,俄罗斯经济衰退已经结束^⑥。与俄罗斯官方相比,相关研究机构则持悲观态度。例如,俄罗斯宏观经济分析与短期预测中心报告认为,2016年俄罗斯有可能出现多家金融机构倒闭,并引发新一轮危机^⑦。日本野村控股公司的专家则认为,卢布在2016年年底前仍将会贬值13%,否则俄罗斯政府会因弥补预算赤字而耗尽储备基金^⑧。

卢布危机发生后,国际社会一直密切关注其发展趋势。大多数分析家认为,卢布危机主要是在石油价格下跌、西方国家制裁和俄罗斯资本大量外流等因素共同作用下产生的:

首先,石油价格下跌。2015年11月26日布伦特原油价格为每桶46美元,而2014年6月原油价格为每桶100美元,下降了54%左右。因为石油是俄罗斯的主要出口换汇商品,国际原油价格震荡走低,即油价下跌直接降低了俄罗斯的外汇储备水平。

① 2015年11月10日汇率, <http://kg.mofcom.gov.cn/article/jmxw/201511/20151101160919.shtml>

② 2015年11月25日汇率,根据哈萨克斯坦国民银行统计计算。

③ 2015年11月20日汇率, <http://tj.mofcom.gov.cn>

④ 2015年11月23日汇率, <http://tm.mofcom.gov.cn>

⑤ 2015年11月26日汇率, <http://uz.mofcom.gov.cn>

⑥ <http://sputniknews.com/russia/20151123/1030602701/recession-russian-economy-ulyukaev.html>

⑦ <http://ru.mofcom.gov.cn/article/jmxw/201511/20151101167201.shtml>

⑧ <http://ru.mofcom.gov.cn/article/jmxw/201511/20151101167209.shtml>

另根据俄罗斯中央银行的数据,2015 年第二季度俄罗斯出口原油 6 120 万吨,收入 253.89 亿美元,与 2014 年同期出口 5 720 万吨原油和收入 422.56 亿美元相比,明显出现量增价跌的特点。

其次,西方国家制裁。乌克兰危机以来,西方国家对俄罗斯实施了经济制裁。经济制裁清单涉及俄罗斯的银行业、能源企业、国防工业企业以及部分生产军民两用产品的企业等,导致原本就存在结构性问题的俄罗斯经济一挫再挫。俄罗斯在 2015 年出台反危机计划支持工业和金融领域应对西方国家的制裁。然而,由于反危机计划的效果尚未显现,2015 年俄罗斯经济负增长已成定局,物价指数平均增幅将保持在 11%,而居民实际收入则下降 8%~9%^①。

再次,大量资本外流且需偿还数额较大的外债。根据俄罗斯媒体报道,在 2014~2015 年 10 月期间俄罗斯外流资本已达 1 503 亿美元,预计到 2015 年年底将达到 1 853 亿美元。同时,俄罗斯在 2015 年年底还得偿付 650 亿美元外债^②。另根据俄罗斯中央银行统计,截至 2015 年 9 月俄罗斯外债总额为 5 216.1 亿美元,而在 10 月底俄罗斯的国际储备只有 3 696.4 亿美元^③,缺口高达 1 519.7 亿美元。

在上述三大因素中,西方国家经济制裁正是货币权力博弈的结果。制裁的核心,正是西方国家利用了现行的国际货币体制,因为每一种国际货币体制都有赖于特定的政治秩序^④。特定的政治秩序则体现着特定的国际货币权力,即在特定的政治秩序下,强国或准强国通过操纵国际货币制度安排来影响他国货币的价值、使用稳定以及其他属性,并以此维护或扩大自己在国际政治中的权力^⑤。美国霸权的基础就是建立美元在国际货币体系中的强势地位。在历史上,卢布也曾是世界上最影响的货币之一:沙皇俄国时期,卢布以黄金作为兑换基础;苏联时期,卢布以黄金储备作为担保。两极格局时期,美国建立了以美元为中心的国际货币体系(即布雷顿森林体系),成立了世界银行和国际货币基金组织;苏联则通过经济互助委员会建立了以卢布

① <http://ru.mofcom.gov.cn/article/jmxw/201511/20151101167209.shtml>

② <https://www.rtl.com/business/321547-russia-capital-flight-drop/>

③ http://www.cbr.ru/Eng/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/iip_ira_15_e.htm&pid=svs&sid=mipzrRF

④ [美]罗伯特·吉尔平著,杨宇光等译:《国际关系政治经济学》,上海世纪出版集团 2011 年版,第 112 页。

⑤ [美]乔纳森·科什纳著,李巍译:《货币与强制:国际货币权力的政治经济学》,上海世纪出版集团 2013 年版。

为中心的国际货币体系,成立了国际经济合作银行和国际投资银行。苏联解体后,西方国家受益于卢布大幅贬值,用少量的美元就结清了巨额的苏联债务。在这场货币权力博弈中,苏联卢布彻底输给了美元。

苏联解体后,俄罗斯卢布与西方国家主导的国际货币制度依然存在着权力博弈。在独联体地区,俄罗斯卢布虽然仍占据贸易结算货币的特殊地位,但随着独联体国家不断融入国际经济体系,卢布的货币权力持续地被削弱。俄罗斯卢布的国际化非但未能使俄罗斯在国际货币体系中获利,本国的经济和政治自主权反被掣肘。实际上,在冷战后的货币权力博弈中,俄罗斯卢布也不战而败。乌克兰危机之后,西方国家趁机利用货币权力狠狠打击原本就已经脆弱的俄罗斯卢布。为了应对危机,俄罗斯政府实施反危机计划就安排了 350 亿美元^①。尽管卢布危机给俄罗斯带来巨大的压力,但这并不意味着俄罗斯卢布就会彻底崩溃,因为在国际政治经济关系中,存在制约货币权力的因素。一方面,俄罗斯手中仍然掌握着强化货币权力的有效工具——能源。根据“BP”公司 2015 年的能源报告,俄罗斯天然气占世界天然气产量的 17.5%,石油则占世界石油产量的 12.7%^②。美国能源信息署的最新数据显示,在欧洲能源市场份额中,俄罗斯的石油和天然气大约占三成^③。可以说在相当长的时期内,俄罗斯仍将保持在欧洲能源市场的主导地位。另一方面,西方国家操纵货币权力时也会有所克制,因为金融制裁过重,可能会迫使俄罗斯采取严厉的外汇管制,甚至会债务偿还违约。

综上所述,卢布危机起源于卢布的国际化,正是卢布的国际化为西方国家与俄罗斯进行货币权力博弈提供了空间。可以说,即使危机过去,俄罗斯在“卢布区”国家所拥有的货币权力最终也会被大大削弱,并可能成为完全的货币依赖国。然而,卢布危机也可能会激发俄罗斯的创新动力,从而使俄罗斯卢布能够从容应对货币权力博弈。

● 卢布暴跌与俄罗斯汇率政策选择:在“不可能三角”中权衡

郭晓琼(中国社会科学院俄罗斯东欧中亚研究所副研究员、法学博士)

(一) 卢布贬值的原因

从 2014 年 8 月起至今,卢布汇率剧烈波动,从时间上看,卢布大幅贬值

① <https://www.rt.com/business/226943-russia-anti-crisis-plan/>

② 《BP 世界能源统计年鉴(2015)》, http://www.bp.com/zh_cn/china.html

③ <http://www.eia.gov/>

图 1 2013 年 11 月~2015 年 11 月俄罗斯卢布对美元汇率走势图(直接标价)



资料来源: <http://www.zhijinwang.com/huilv/?from=USD&to=RUB>

出现在欧美对俄罗斯经济制裁升级、国际原油价格暴跌之后(见图1),同时,美国退出量化宽松政策也对卢布贬值起到了推波助澜的作用。也就是说,欧美国对俄经济制裁、国际原油价格下跌和美国退出量化宽松政策是卢布汇率贬值的重要外因。第一,欧美对俄罗斯经济制裁。乌克兰危机之后,欧美国对俄罗斯的经济制裁逐步升级,最早只是冻结俄乌两国中相关人员在欧美国家的个人财产并禁止其入境,随后动用金融手段制裁俄罗斯经济。马航MH17被击落事件之后,欧盟和美国相继出台了更加严厉的制裁措施,对俄罗斯能源、金融和军事三大关键领域实行制裁。其中,金融制裁主要是限制俄罗斯银行和企业在欧美资本市场上的融资;能源和军事制裁则主要针对俄罗斯大型能源、军工企业,禁止对俄进出口武器及相关材料,并对能源和军工两大领域中的重要企业实行融资限制和技术封锁。欧美国制裁升级之后,俄罗斯投资环境恶化,市场预期不断下降,投资者持有卢布的意愿降低,大量资本外逃,推动卢布持续贬值。2014年8月,卢布对美元月平均汇率环比降幅为4.07%,9月降幅达到4.65%。第二,国际油价下跌。国际油价与卢布汇率之间一直存在一种同向变动关系,国际油价上涨则卢布升值,国际油价下跌则卢布贬值。2008年7月~2009年3月间,国际原油价格也曾出现大幅下跌,布伦特原油期货价格从每桶145.41美元跌至39.72美元,美元对卢布汇率相应从123.35跌至1:51.42;此后,伴随着国际油价的上涨,卢布汇率也逐步回升。2014年8月,布伦特原油月平均价格还在每桶101.6美元,此后受全球供需失衡、OPEC争夺市场份额实行保产政策、强势美元等因素的影响,国际原油价格一路下跌,2015年1月,布伦特原油月平均价格已下跌至每桶47.8美元。2015年2~6月,国际油价出现小幅反弹,维持在每桶60美元上下,此时卢布汇率也呈现升值趋势。从2015年7月起,国际油价再度下跌,11月甚至一度跌破每桶40美元,卢布也相应贬值。在卢布贬值的背景

下,出口企业会尽可能持有美元,这就进一步加剧了美元紧张的局面。第三,美国退出量化宽松政策。2008年国际金融危机之后,美联储先后出台了三轮量化宽松政策,以维持金融稳定、刺激经济和改善就业。2014年,美国经济形势好转,就业率显著提高,资本市场呈现复苏态势,带动美元升值。2014年10月29日,美联储宣布退出量化宽松政策,并明确了下一步政策重点将转向加息。美国退出量化宽松政策,美元的货币供应量减少,利率上升,国际资本从新兴市场国家大量回流美国。美元走强不仅加强了新兴市场国家货币贬值的预期,还不可避免地会在这些国家造成资产价格下跌、流动性紧张等负面影响。此外,在美元走强的背景下,以美元计价的国际大宗商品价格出现下跌。在这样的国际经济背景下,卢布贬值在所难免。

从表面上看,欧美制裁、油价暴跌、美元走强都是导致卢布贬值的外因。然而,卢布币值不稳定、严重受外界因素影响的深层次原因还要在俄罗斯经济内部寻找,即产业结构失衡、经济增长严重依赖能源和原材料行业产品出口拉动是卢布汇率剧烈波动的罪魁祸首。这一根本性问题不解决,卢布汇率始终要受外部因素影响,也就意味着:一旦世界经济形势、国际能源格局、国际能源价格出现变化,卢布汇率就会出现相应波动。

(二) 汇率政策的选择

1999年,美国著名经济学家克鲁格曼在蒙代尔—弗莱明模型的基础上,结合对亚洲金融危机的实证分析,就开放经济下汇率政策选择提出了“三元悖论”理论。其含义是指在一国经济目标中,本国货币政策的独立性、汇率的稳定性和资本的完全流动性不可能同时实现,只能三选其二。克鲁格曼用“不可能三角”形象地说明“三元悖论”理论:用三角形的三个顶点分别表示货币政策独立、汇率稳定和资本自由流动,政策的制定者只能在三个目标中选择两个。在实际操作中,政策制定者则面临三种选择。第一种选择,即保持货币政策的独立性和资本完全流动,那就必须放弃汇率稳定,如美国和澳大利亚等国实行浮动汇率制。在资本能够自由流动的条件下,频繁进出的资金会带来国际收支状况的不稳定,那就意味着汇率会随着资金供求关系的变化而波动。汇率调节有利于反映经济的真实水平,改善国际收支,但对于发展中国家而言,往往存在信心危机,即该国汇率贬值后,货币当局通过加息的方式挽留资金往往会适得其反,由于投资者不看好该国经济,加息反而会释放危机的信号,加速资金外逃。第二种选择,即保持资本自由流动和汇率稳定,货币政策的效果则可能被资本流动的变化抵消,也就是说该国将付出放弃货币政策独立性的代价。第三种选择,既保持货币政策独立性又要维持汇

率稳定,那么资本流动将要受到管制。对于大多数发展中国家,尤其是金融体系发展尚不健全的发展中国家来说,相对稳定的汇率有助于保持经济的稳定性,货币政策独立则能够更有效地调控国内宏观经济。这些国家由于其金融监管能力较弱,无法对自由流动的资本进行有效管理和监控,因此往往选择实行资本管制。“不可能三角”的扩展分析表明,资本完全流动、货币政策独立性和汇率稳定性不一定是绝对的,而是根据各国的国情在有限的资本流动性、有限的货币政策独立性和有限的汇率稳定之间进行权衡。中国就是一个很好的案例,采取一定限度的资本管制,并放弃一部分货币政策独立性,通过冲销操作来获取稳定的汇率。

俄罗斯 2005 年汇率政策改革后采用有管理的浮动汇率制度,对双外汇篮子走廊设定上下限:当卢布汇率波动超过上下限时,中央银行则通过买入或卖出外汇进行干预。然而,当中央银行抵受不住外汇储备减少的压力时则放弃这种自动干预机制,那么在资本自由流动条件下实行浮动汇率则意味着丧失货币政策独立性。对于俄罗斯这样一个经济结构单一、金融体系发展尚不健全的国家而言,资本项目的放开具有相当大的风险:经济形势向好时,由于该国投资环境较差,实体经济盈利率又不高,资本更多进入金融层面炒作,并不促进实体经济发展;而当经济形势恶化时,由于资本项目的开放,资金可以在毫无障碍的情况下外逃出去,加速卢布贬值。因此,可以说,俄罗斯不宜过早开放资本项目。在出现危机时期,实行资本管制是防止汇率大幅波动的最直接和有效的办法,以此作为挡住资金外逃的最后一道阀门。尽管俄罗斯政府曾多次声明不会采取资本管制,因为实行资本管制则意味着其在市场化改革中的“倒退”。但是在多次加息和干预汇率政策失效之后,变相的资本管制措施^①对维持汇率稳定起了一定作用。

(三) 对中国的几点启示

第一,产业结构的转型升级不仅能够推动经济增长,同时也是抵御外部风险、保持经济稳定的重要保障。从俄罗斯的经验看,单一的经济结构导致了其经济运行的高风险,只有推行结构改革,改变经济增长依靠能源出口拉动的单一模式,才能避免其国际油价大跌时陷入危机的悲剧重复上演。中国与俄罗斯同为出口导向型国家,不同的是俄罗斯依靠资源出口拉动经济,而中国依靠劳动密集型产品出口推动经济增长。劳动密集型产品具有较强的可替代性,当前中国的人口红利逐渐消失,人力成本上涨,一些劳动密集型

^① 俄政府要求五大国有企业减持外汇实际上可以被视为变相的资本管制措施。

商品的出口被人力成本更加低廉的发展中国家挤占。因此,必须加快推进结构性改革,实现产业结构的转型升级,力争在关键性技术创新领域取得突破,将“中国制造”转变为“中国创造”,为经济带来新的增长点。实体经济的强大对维护国家经济稳定意义重大。

第二,资本项目完全放开应循序渐进。一些发达国家完全放开资本项目,实行浮动汇率,本币贬值反而能使经济获益,那是因为在这背后支撑投资者信心的是这些国家具有强大的实体经济、完善的竞争机制和完备的法律体系。这些国家本币贬值之后,投资者认为其经济不至于陷入危机,反而是逢低买入其货币的好时机。而俄罗斯、墨西哥、巴西、印尼这些国家的惨痛经验表明,对于实体经济基础相对薄弱,法律体系尚不够完备的国家而言,本币贬值往往会导致“信心危机”,而此时实行资本管制则是挡住资金外逃、防止酿成货币危机的最后一道阀门。目前,中国资本项目开放进程正在逐步推进,大部分资本项目已实现基本可兑换和部分可兑换,但距离资本项目完全开放尚有差距。实行资本项目开放有利于优化资本市场资源配置,维持国际收支平衡,扭转长期以来的“双顺差”状态,对于提升企业的运营效率和接轨国际金融市场也大有助益。然而资本项目开放的潜在风险也不容忽视。首先,资本项目放开后宏观调控的政策效果将受到影响。根据“不可能三角”理论,如选择稳定的汇率和资本自由流动则意味着货币政策失去独立性。其次,国际贸易竞争力有可能被削弱。资本管制松动后,资本净流入大幅增加将会造成实际汇率升值,从而导致出口竞争力下降。此外,当本币贬值预期加强时,资本外逃不受限制造成汇率频繁波动,国际贸易的不确定性也相应增加。再次,资本项目开放对国家产业安全提出了挑战。外资对中国技术转让往往是二三流技术。由于自主研发需要较长时间和较高成本,因此,中国容易对发达国家形成技术依赖。此外,跨国公司通过转移落后产业的方式,利用中国相对低廉的劳动力和资源,以满足其全球竞争的需要,对中国实现产业结构的转型和升级也极为不利。最后,资本项目开放还可能加大金融系统的脆弱性。因此,对于中国而言,资本项目开放务必遵照循序渐进的原则,选择好开放的次序和路径,资本项目开放的推进要在金融自由化改革和产业结构改革的基础上进行,要统筹好资本项目开放、汇率制度改革和人民币国际化之间的关系。

第三,拥有相当规模的国际储备对于防范金融风险至关重要。现代货币制度下,国际储备的作用早已不仅仅局限于弥补国际收支逆差,还具有干预汇市、提高本币地位、增强国际清偿能力等功能。俄罗斯中央银行曾经因为

担心国际储备在干预汇率过程中耗尽而放弃干预汇市,继而造成卢布暴跌。目前,中国国际储备的规模居全球第一,这也为抵御金融风险、稳定人民币汇率、提高人民币的国际地位提供了坚强保障。

第四,适当控制外债规模、合理期限结构能够有效防止酿成金融危机。当代金融危机大都与货币错配有关,如 20 世纪亚洲金融危机和拉美债务危机。货币错配是指债务以外币计值,而资金运用则以本币计值,从而产生价值上的差异。当本币大幅贬值时,货币错配的风险就会被放大。近年来,俄罗斯的银行和企业外债规模迅速扩大,卢布贬值后,以美元计值的外债规模膨胀。货币错配的主要应对之策是大力发展外汇远期等金融工具进行对冲,但举债国家大多为新兴市场国家和发展中国家,金融市场发育相对滞后。俄罗斯的教训表明,在利用外资过程中应适当控制外债规模、合理期限结构,最好还是吸引直接投资。

● 俄罗斯的经验对中国推进资本项目开放的启示

刘遵乐(中国人民银行乌鲁木齐中心支行金融研究处,新疆金融学会中亚金融研究中心经济师)

对俄罗斯金融发展的历史进行梳理不难发现,俄罗斯金融体系在出现危机或者即将面临危机时,出现的两大表征为卢布汇率的大幅贬值、国内资本的加速流出。俄罗斯政府和央行采取多种措施应对金融危机,其政策措施演变过程对中国正在进行的资本项目开放具有一定的借鉴意义。

(一) 俄罗斯应对危机政策演化的路径

俄罗斯独立后,由于外部市场因素的影响,共出现三次较大规模的金融挑战,即 1998 年金融危机、2008 年国际金融危机以及 2014 年爆发的俄罗斯卢布危机。应对这三次挑战,俄罗斯货币当局采取了不同的危机应对方式,起到了不一样的效果。

1. 1998 年金融危机

1997 年年底,由于亚洲整体金融市场动荡以及对俄罗斯财政可持续性的担忧,卢布贬值加速。截至 1998 年第三季度末,卢布对美元汇率由 6:1 降至超过 20:1。与之相伴的就是资本大量外逃。为防止汇率进一步下滑,俄罗斯货币当局选择了严格的资本管制措施:采取暂停短期国库券的交易,强制延长国内债务期限,并限制非居民向国外转移资本等措施。即便如此,严格的汇率管制并没有改变资本流出的局面,截至 1998 年年底,俄罗斯资本流出规

模超过 170 亿美元。这证明,俄罗斯货币当局采取的严格资本管制措施宣告失败。

2. 2008 年国际金融危机

2008 年年底,美国的次贷危机演化成为一场席卷全球的国际金融危机。危机导致的石油价格快速下滑对俄罗斯经济造成巨大冲击,再度爆发金融危机。在该次危机爆发前,俄罗斯经历了本国经济发展的黄金时期,国际油价的一路攀升为俄罗斯带来了丰厚的财政收入。在顺周期经济政策的指导下,俄罗斯央行于 2006 年重新开放了资本账户,大量资本流入俄国内,宏观经济一度出现过热迹象。而危机爆发后,2008 ~ 2009 年,国际资本流入出现中断并发生逆转,仅 2008 年第四季度资本流出规模达到 1 300 亿美元(约占全年 GDP 总量的 8%)。面对这一情况,俄罗斯央行吸取了 1998 年的经验教训,并没有采取通过严格资本管制管控资本外流,而是充分利用了本次危机爆发前政府在经济发展黄金时期财政积累的丰富外汇储备,通过大规模的央行支持计划修复资产负债表,延缓汇率贬值。这一措施为私人部门及时化解外汇风险赢得了时间,央行的资产负债表也得到了较好的修复。同时之前俄罗斯央行构建的宏观审慎框架也发挥了作用,减轻了资本流入逆转对银行部门的冲击。

3. 2014 年俄罗斯卢布危机

2014 年俄罗斯爆发以卢布汇率大幅贬值为表征的经济危机,对本次危机的爆发原因进行分析,结论是内外部因素共同作用的结果。内部因素是俄罗斯经济结构不合理,经济增长内生动力不足。在危机爆发前,经济增长已经陷入停滞。外部的触发因素则是国际油价大幅下跌,对联邦预算收入 50% 依赖油气出口的俄罗斯来说影响巨大。加之由于克里米亚事件,美欧对俄罗斯开展制裁,对俄罗斯经济无疑是雪上加霜。

将本次卢布危机与 2008 年危机进行比较,可以发现,本次油价下降的幅度和速度其实都不及 2008 年,但是卢布贬值的幅度和程度远超 2008 年。所以说经济的内生性结构失衡和外部性的油价下跌不能完全解释卢布危机爆发的原因和程度。欧美对俄罗斯经济制裁,特别是金融制裁对俄经济的影响是恶化本次危机的重要因素。美欧金融制裁中运用了包括禁止俄罗斯的主要银行及能源公司在国际市场上获得期限超过 90 天的美元融资,禁止欧洲投资者投资俄罗斯国有银行发行的新股和新债,同时禁止对期限长于 90 天的债务进行展期。与此同时,由美欧主导的国际评级机构标准普尔将俄罗斯主权评级等展望调整至负面观察名单。这些手段导致俄罗斯金融体系从国

际金融市场上获取资金的困难性加大,出现流动性短缺,特别是到期的债务压力剧增。即使俄罗斯多年积攒的巨额外汇储备能够完全偿付债务,但是需要通过被迫变卖资产用于清偿债务。

为了应对本次危机,俄罗斯当局主要采取了以下措施。

一是实行自由浮动的汇率制度。2014 年 11 月 11 日,俄央行宣布结束卢布与美元、欧元汇率联系的双外汇篮子“汇率走廊”制度,不再对外汇篮子走廊设定上限和下限,放弃对卢布汇率的自动干预机制。卢布汇率将由市场因素决定。由于卢布汇率与国际油价具有高度相关性,过度的汇市干预,会导致卢布价值高估。自由浮动的汇率制度则会更加真实的反映卢布价值,最大可能避免国际资本在汇市上的套利行为。

二是实行持续性的加息操作和类似资本管制的措施。2014 年,俄央行先后 6 次上调基准利率。特别是 12 月 6 日,一次性将基准利率上调 650 个基点,至 17%。试图通过利率调控抑制资本外流。虽然俄总统普京公开表示,俄罗斯不会通过资本管制防控金融风险,但是为避免 1998 年金融危机时出现的高通胀和抗议活动,俄当局还是采取了一些非正式的资本管制措施,以形成对卢布币值的支撑,如对国有出口企业美元净资产设限,对几家大型商业银行的外汇交易柜台实施监督等方式,打击市场投机行为,维持外汇市场稳定。

三是出台应对危机计划,设置“坏账银行”。2015 年 1 月 29 日,俄罗斯政府公布一项规模 2.34 万亿卢布(约合 350 亿美元)的危机应对计划。计划包括:设立“坏账银行”,用于收购金融行业问题资产;向最大的国有银行“VEB”注资 3 000 亿卢布,令其扩大对实体经济的贷款;鼓励本国生产的商品替代进口商品,支持农业发展以及将养老金与通胀挂钩。普京表示,该计划旨在维护社会稳定,使预算、通货膨胀、外债、国际储备等经济指标保持在“可接受水平”,维护宏观经济稳定。

上述措施实行后,在一定程度上缓解了本次危机,特别是 2015 年第一季度,伴随世界原油价格回升,卢布贬值的趋势得到了抑制,一度还出现汇率趋势反转。虽然到 2015 年 5 月,随着原油价格再度走低,卢布再现贬值趋势,但不能否认俄罗斯 2014 年年底的综合性政策工具运用对稳定卢布汇率起到了一定的作用。

通过对俄罗斯三次危机中的应对措施进行分析,可以得出,俄罗斯危机应对措施不再局限于最初的单一性、强制性资本管制,而是采取多种措施,进行综合调控维护币值稳定和抑制资本流出。随着俄罗斯综合国力的加强,其

应对货币贬值、资本外流的干预能力也随之提升。

(二) 俄罗斯经验对中国资本项目改革的启示

1. 外部条件是国际资本趋势性流动的决定因素,内部条件仅决定资本流动的规模

俄罗斯经验和国际货币基金组织 2011 年对新兴市场国家的调研报告都显示,趋势性的规模资本流动都是由国际金融市场的外部条件变化引发的,主要包括全球流动性、主要利率指标以及国际市场金融风险预期,外部因素具有不可控性。内部因素则包括经济增速、国际收支情况、国际市场参与度等。内部因素对资本流动发生趋势性变化作用较小,但是可以决定本国资本流动的规模,具体说,俄罗斯卢布与国际原油价格紧密相关、原来使用的双外汇篮子“汇率走廊”制度缺乏浮动性、经常项目逆差严重,这些都是导致俄罗斯资本外流规模扩大的因素。

2. 资本外流风险对宏观经济金融的影响程度由两个因素共同决定

分析俄罗斯历史经验可以得出,并不是每一次的资本外流都会对国家的经济金融造成不可挽回的影响,可以通过两个因素的综合评估得出可能造成的影响大小。

(1)是否拥有足够的国内内部政策调控空间。其中包括经济增长情况、政府财政收支情况、国内失业率以及价格稳定情况。如果经济增长保持良好,国内失业率和价格控制保持稳定,那么国家就会拥有自身的资本吸引力,政府及央行就拥有更多的货币政策执行空间,短期的资本外流不会影响国家经济金融稳定。

(2)是否具有足够的抵御外部冲击的能力。其中包括外汇储备和国际收支状况。俄罗斯经验证明,如果一个国家外汇储备丰富,国际收支长期处于顺差,那么在资本发生外流时,完全可以在公开市场上进行操作,通过抛售美元等方式稳定本国币值。同时可以通过为本国的银行注入资产,提升信用评级,从而达到恢复流动性,增强本国金融体系活力的目的。

如果一个国家上述两个条件都不具备,那么在国际市场资本流动发生趋势性变化时,容易遭到国际资本流动的反复冲击。

3. 各类政策工具的综合运用并不能有效地抑制资本外流

一旦国际资本流动出现趋势性、大规模的逆转,常规的利率、汇率及外汇储备调节等宏观政策调整工具的有效性都会大幅度减弱。同时 1998 年俄罗斯经验也证明,强制性的资本管制也不能改变资本外流的趋势,反而有可能引发恐慌,加剧危机。

4. 国际金融定价权对控制资本外流具有重要作用

在本次卢布危机中,俄罗斯由于缺少国际金融“话语权”,处于被国际资本围追的地位。美欧利用其对国际金融市场的掌控力,通过金融制裁,斩断俄罗斯从国际市场上获取流动性的渠道;美国利用“长臂管理”,凭借其掌控国际支付结算系统等优势,对与俄罗斯开展金融往来的第三国金融机构施加影响;由华尔街掌控的标准普尔将俄罗斯主权信用评级展望调整至负面观察名单,并且利用其影响力在市场上公开唱空俄罗斯。上述措施加速了俄罗斯资本外流,加大了卢布危机的严重性。

(三) 结合实际对中国推进资本项目开放的一些思考

一是加快国内金融改革进程。进一步推进利率市场化改革,增强人民币汇率弹性,增强对国外资本的吸收能力,加强以市场为核心的优化资源配置和化解风险的能力。

二是提高金融监管能力。在促进国内金融市场发展的同时,构建微观审慎和宏观审慎相结合框架降低经济金融风险。顺应资本项目开放的趋势,提前设计价格性资本管理实施框架;对重点领域的行政性资本管理措施应当予以保留;鉴于金融衍生品对金融杠杆的放大作用,应谨慎开放金融衍生品市场。

三是增强国际金融定价权。加快跨境人民币的推广与使用,摆脱国际贸易结算中对美元的依赖。加大 CIPS(人民币跨境支付系统)系统的推广与使用,进一步完善系统建设,扩大 CIPS 系统直接参与者与间接参与者的数量和使用范围。

● 卢布汇率剧烈波动是各种因素相互作用的结果

韩 爽(辽宁大学国际关系学院副教授、经济学博士)

2014 年以来俄罗斯的卢布汇率变动幅度大、震动频繁,很多学者和机构已经从多个方面研究和分析了其中的原因。本文重点梳理影响卢布汇率剧烈波动的主要因素,分析各种因素之间的相互作用和相互制约关系,同时尝试着探讨对中国金融改革过程中汇率风险防范的借鉴意义。

(一) 卢布贬值的实际经济因素

实际经济因素是影响汇率变动的根本性的内在原因,主要包括经济增长、国际收支、资本流动和外汇储备等四个方面。

1. 经济增长

俄罗斯“停滞”甚至“倒退”的经济形势是导致卢布大幅贬值、干预政策

频频失效的主要原因。2014 年俄罗斯的 GDP 增长率仅为 0.6%, 2015 年世界银行预测俄罗斯 GDP 增长率为 -2.7%, 俄罗斯经济发展部预测为 -3.9%。俄罗斯经济增长的“停滞”和“倒退”的直接诱因是石油价格的下降和西方对俄罗斯实行的经济制裁。而诱因之所以能够快速导致俄罗斯经济增长“停滞”或者“倒退”, 根源还是俄罗斯的经济结构问题。俄罗斯的经济结构不合理不是体现在第一、第二和第三产业结构层面上, 而是体现在细分产业层面上。在制造业部门内部, 石油、天然气产业比重高, 占出口总额的比重过大。2009 ~ 2013 年俄罗斯的石油、天然气等矿产品出口占出口总额的比重高达 70% 以上。在服务业部门内部, 生产性服务业比重较低。在内因和外因的共同作用下俄罗斯经济陷入困境, 缺乏强有力经济支撑的卢布的内在价值必然下降, 导致贬值。

2. 国际收支

国际收支状况特别是经常项目对一国汇率会产生长远的影响。如果一国经常项目顺差, 意味着本国货币需求量和外汇供给量都会增加, 因此有利于本币升值, 反之则贬值。作为石油和天然气的出口大国, 俄罗斯的国际收支经常项目多年来保持顺差。但是 2014 年俄罗斯的经常项目顺差是在进出口双降的情况下实现的, 即 2014 年俄罗斯出口同比减少 298.37 亿美元, 这主要是由石油价格下跌造成的; 同时进口同比减少 406.55 亿美元, 这主要是西方国家的经济制裁造成的。这样的顺差背后实际上是进出口萎缩、外汇收入下降和实体经济受损, 同样会导致卢布贬值。

3. 资本流动

俄罗斯的资本外流问题一直是比较严重的。据俄罗斯央行的数据, 2014 年有 1 515 亿美元资金流出俄罗斯, 相当于 2013 年的 2.5 倍。据估计, 2015 年也将有 1 000 亿美元以上的资金流出俄罗斯。大量的资本外流导致俄罗斯国内的外汇供应量减少, 外币币值相对于卢布升值, 则卢布贬值。同时, 大量的资本外流会在市场上产生卢布贬值的预期效应, 于是卢布持有者抛售卢布, 导致卢布贬值的预期变为现实, 加剧卢布贬值。

4. 外汇储备

中央银行持有的外汇储备可以表明一国干预外汇市场和维持汇率稳定的能力。但是外汇储备对汇率的影响往往是有限的和暂时的。俄罗斯政府动用外汇储备干预卢布汇率就是典型的案例。2014 年 10 月后, 当俄罗斯卢布一路下跌并呈难以逆转之势时, 俄罗斯央行进行了多次动用外汇储备回购卢布阻止卢布贬值的干预市场行为, 但收效甚微。据统计, 2014 年超过 1 000

亿美元的外汇储备被投入外汇市场。俄罗斯国际收支数据显示,2014 年储备资产减少了1 075.47亿美元。一方面,石油价格下降导致俄罗斯外汇收入减少;另一方面,为了稳定卢布汇率使用了大量的外汇储备。这样的外汇收支情况,不禁让人们纷纷猜测俄罗斯的外汇储备还剩多少,还能支撑多久。对俄罗斯稳定卢布汇率能力的怀疑或者说是信心的丧失,进一步加剧了卢布的贬值。

(二) 卢布贬值的名义经济因素

实际经济因素是导致卢布贬值的内在基础性因素,而名义经济因素与卢布贬值问题相互联系、相互制约和互为因果的交织发展,使得卢布贬值问题和政府干预变得更加复杂,并对实体经济带来进一步的损害。(1)通货膨胀率。通货膨胀率高会导致货币贬值,即货币的购买力下降会导致其贬值。进而,货币贬值会进一步推高通货膨胀率。俄罗斯的最终消费品中进口产品比重较高,西方国家的经济制裁导致俄罗斯进口商品数量下降,供给量减少使得进口商品价格上涨,引发通货膨胀,带来卢布贬值压力。而卢布的贬值又会进一步推高进口商品的价格,引发更加严重的通货膨胀。2014 年俄罗斯的通货膨胀率是 11.4%,是近 5 年来首次突破两位数。俄罗斯输入性通货膨胀的发酵和蔓延会进一步增加卢布贬值压力。(2)利率。从短期看,一国通过提高利率、紧缩信用可以促使本币升值。俄罗斯央行就是在卢布疯狂下跌过程中,频繁地使用了提高利率以稳定汇率的措施。2014 年俄罗斯央行 6 次加息使得基准利率从 5.5% 一路升至 17%。但是,俄罗斯央行调高利率对汇率的稳定作用都是暂时的,没有从根本上扭转卢布贬值的趋势。而高利率又给俄罗斯经济带来其他隐患,导致投资萎缩和经济产出下降,而这又会从深层次导致卢布贬值。(3)货币供应量。货币供应量的增加意味着实行了宽松的货币政策,银根放松,经济扩张,从根本上有利于经济增长。俄罗斯为了刺激经济增长,货币供应量一直都在增加。从俄罗斯的广义货币供应量(M_2)数据来看,2010~2014 年俄罗斯广义货币供应量平均每年增加 4 万多亿卢布。俄罗斯的宽松货币政策并没有带来经济的持续增长,反而会增加卢布贬值压力。

(三) 卢布贬值的其他因素

导致俄罗斯卢布贬值的其他因素还有很多,需要特别提及的是美元升值因素。美国退出量化宽松政策,经济持续好转,导致美元升值。美元升值对其他国家货币而言无疑会带来贬值的压力,对卢布也不例外。另外,当影响货币贬值的因素都在卢布上应验的时候,那么导致货币贬值的心理预期因素

就会起作用。当市场普遍预期卢布贬值时,卢布持有者会抛出卢布,购买其他货币,从而导致卢布贬值预期的自我实现。

(四) 几点启示

目前,中国正在进行一系列金融领域的改革,推进汇率市场化、资本项目开放和人民币国际化等。俄罗斯的这场汇率危机对中国金融领域改革的影响或者借鉴意义有以下几点:

第一,在推进汇率形成机制市场化的过程中,要防范汇率大幅波动的风险。引起汇率波动的因素很多,关键还是要保证货币内在价值的坚挺。强大的经济实力和强劲的经济增长是币值坚挺的基础。因此,金融领域的改革与中国经济的结构性调整和实现有质量、有效率的增长密不可分。这一轮的美元升值和卢布贬值就是一正一反的两个实例。

第二,目前中国正在稳步地推进资本账户开放,资本账户开放有利于在全球范围实现资本的自由配置,但是风险也是客观存在的。这里的关键应该是资本账户开放程度与金融体系发展的匹配,一个强大、健康、良好的金融体系是资本账户开放的基础和保证。应该注意到,俄罗斯实现了资本账户开放,而大量的资本流出是导致这轮卢布贬值的原因之一。中国也面临着随着资本账户开放,热钱涌入和资本外流问题,会加大人民币汇率波动的风险。控制汇率波动风险,除了已经提到的要有良好的经济基础和金融体系外,就是要注意综合使用多种金融手段调控汇率。

第三,充足的外汇储备对于新兴市场国家稳定汇率还是非常重要的。俄罗斯也多次使用外汇储备来稳定卢布汇率。当国际投机者蓄意冲击汇率时,充足的外汇储备可以为政府干预外汇市场提供支持。

● 卢布汇率传递效应与转型国家汇率制度改革

徐昱东(鲁东大学商学院副教授、经济学博士)

欧美制裁和石油价格下跌对俄罗斯经济造成的影响是多方面的。无论从哪个角度切入,都可以从制度层面发现俄罗斯作为转型国家在制度建设方面的不足和缺陷。如何以俄罗斯为鉴,从源头上避免转型期各种制度建设的缺陷,保持经济社会平稳健康可持续性发展是我们关注的重点。

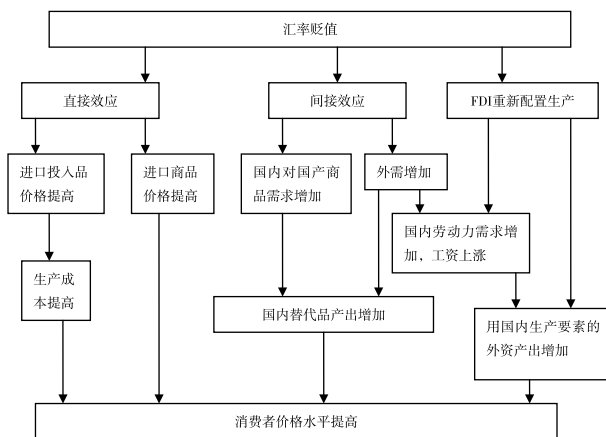
卢布汇率的暴跌是短期现象,是制度建设不足长期积累效应的集中爆发。我们的研究视角应从中长期出发,这样更容易将制度层面的长期影响从短期现象中剥离出来。卢布的涨跌对俄国内居民和企业的一个直接的切身影响就是国内物价水平的变动,比如居民关心的通货膨胀高企问题,厂商关

注的生产资料成本上升带来的盈利空间下降甚至倒闭问题等,政府最为担心的也是这种国内价格变动带来的各种负面影响甚至政治灾难。因此,从汇率变动对国内价格影响的角度,洞察制度选择与建设包括汇率制度改革方面的利弊得失具有重要现实借鉴意义。

(一) 汇率传递机制与卢布汇率传递的典型特征

汇率传递是指汇率变动对一国进出口商品价格和国内价格的影响,该传递反映了进出口企业对汇率变动引起的价格变动的吸收、转嫁以及进而对国内物价传导的过程。汇率变动对国内价格的传导机制如图 1 所示。

图 1 汇率传递机制(以汇率贬值对国内 CPI 影响为例)



资料来源: Dobrynskaya Victoria, Dmirty Levando, A Study of Exchange Rate Pass - through Effect in Russia, ICEF Working Paper #05/01, May 2005.

虽然国内外研究卢布汇率变动对俄国内价格影响的文献在数量上看并不多,且从结论上看有相互矛盾之处,但内在的一致性足以反映汇率传递的若干典型特征,分析这些特征能够得到若干有益的启示。

1. 汇率传递的非对称性

即卢布贬值引起国内物价上涨,但卢布升值并没有引起国内物价下跌,同样还是上升。

这与俄的货币政策有密切关联,即卢布相对美元升值的同时,伴随着货币供给的增加,这使得升值本身变得不再那么重要。这反映俄罗斯中央银行的货币政策对国内价格水平的重视。

2. 汇率传递的超调性

超调性起因于汇率对外部冲击作出的过度调整,即汇率预期变动偏离了在价格完全弹性情况下调整到位后的购买力平价汇率,这种现象称之为汇率

超调。这里的汇率传递的超调性是指汇率变动率带来的国内消费者价格更大变动率的情况。俄罗斯学者萨利茨基通过 1998 年 8 月 ~ 2006 年 12 月的月度数据研究发现, 卢布汇率对进口商品价格的传递效应是足够高的, 从 $-0.40 \sim -1.37$, 平均达到 -0.92 。特别是进口商品中禽肉、黄油、肉罐头、原糖和茶等物品的进口价格对汇率弹性的绝对值均大于 1。

对卢布汇率传递超调原因的解释方面多数研究承袭传统思路^①。例如, 俄罗斯学者萨利茨基认为, 卢布汇率超调效应的存在与商品市场上的“黏性”有关, 也就是由国外生产者更善于通过协商并获取一种高额垄断利润造成的^②; 与此“外源性”解释不同, 中国学者侧重于自俄国内寻求解释, 即除了上述原因外可能还有一个很重要的原因在于俄内部商品供给不足且与商品市场化建设相关的配套建设过分滞后, 比如外贸领域的结算方式方面, 由于大多数外贸企业并没有采用国际惯用的信用证进行结算交易, 相应的, 银行部门无法提供套期保值等避险工具, 外贸企业转而持有外汇在投机市场上相机交易, 导致汇率波动性显著提升。2006 年 7 月俄资本市场完全放开后, 与金融资本市场的标准化程度相比, 传统商品市场建设更为滞后, 两相比较, 失衡加剧, 这可能是造成汇率传递严重超调的重要原因之一^③。

另外, 通过将汇率传递效应分解为直接效应和间接效应发现, 直接效应即成本效应占主要部分, 达到 -0.71 , 而间接效应仅为 -0.21 ^④。这反映俄罗斯国内进口替代能力的不足。

3. 汇率传递对 CPI 和 PPI 影响的差异性

根据俄罗斯学者的研究成果, 汇率传递对国内 CPI 和 PPI 的影响差异较大, 如表 1 所示, 这在一定程度上反映俄罗斯工业生产领域相对于消费品领域可能具有更为严重的进口依存度。总体上, 在 2008 年国际金融危机之后, 相对严重的程度有稍许的缓和, 但从绝对量上却一直在加大。

① 传统的观点如多恩布什 (Rudiger · Dornbusch) 认为, 导致汇率超调现象出现的起因在于商品市场上的价格存在“黏性”或者“滞后”的特点, 这主要是由于商品市场因其自身的特点和缺乏及时准确的信息造成的; 金融市场的价格调整速度较快, 汇率对冲击的反应也较快, 几乎是即刻完成的。

② Игорь Салицкий. Перенос обменного курса рубля в цены импорта Российской Федерации // Экономическая политика. 2010. №6. С. 176 – 195.

③ 徐昱东、包艳:《中俄汇率改革背景下的汇率变动对国内消费者价格传递效应的比较分析》,《金融理论与实践》2015 年第 10 期。

④ 同②。

表 1 卢布汇率变动对俄国内 CPI 和 PPI 的传递效应比较

	NEER(实际有效汇率)			USDER(对美元汇率)			EURER(对欧元汇率)		
	00~08	09~12	00~12	00~08	09~12	00~12	00~08	09~12	00~12
CPI	-0.006	-0.055	-0.046	-0.058	-0.021	-0.028	0.011	-0.058	-0.029
PPI	-0.078	0.103	-0.117	0.465	0.099	0.063	-0.098	0.046	-0.148

注:00~08,09~12 与 00~12 分别代表 2000~2008 年、2009~2012 年和 2000~2012 年三个阶段;加粗字体表示显著性水平在 5% 以下。

资料来源: Ю. Пономарев, П. Трунин, А. Улокаев. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России//Вопросы экономики. 2014. №3. С. 1 – 35.

俄罗斯学者别列金斯卡娅和维杰夫等人的研究成果在一定程度上验证了上述判断,全俄平均进口依赖程度 2006~2013 年逐步提高,进口依赖程度比较高的(前三位)依次是,机器制造,通信,批发、零售、维修及家居生活用品等三类。工业品、加工制造、交通和通讯、运输、消费品略高于全国平均水平。同时,原材料、水电气等领域对进口依赖程度最低(见表 2)。

表 2 2006~2013 年各类商品进口依赖程度(%)

年份	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013
全俄	8.5	10.0	10.6	11.6	13.7	14.1	14.7
工业品	9.0	11.3	11.5	12.8	14.7	15.6	15.9
开采	4.1	4.0	3.7	3.8	4.9	6.5	6.8
加工制造	9.6	12.0	12.6	13.8	15.8	16.4	16.8
消费品	17.7	18.2	18.8	18.6	18.0	17.0	17.6
原材料	4.8	6.5	6.8	7.5	8.2	7.2	7.4
机器制造	13.4	19.7	20.3	25.5	31.8	35.8	36.5
水电气	2.0	1.9	2.2	3.0	3.1	3.2	2.1
建筑	6.0	5.0	6.7	6.6	10.5	8.1	7.0
批发、零售、维修及家居生活用品	6.6	7.3	12.7	14.9	12.5	14.2	20.4
交通和通讯	11.4	6.1	7.6	5.7	12.1	10.1	16.8
通信	7.0	6.9	10.1	12.8	37.0	26.8	22.3
运输	12.4	5.8	6.7	4.0	8.4	7.8	16.3

资料来源: О. Березинская, А. Ведев. Производственная зависимость российской промышленности от импорта и механизм стратегического импортозамещения//Вопросы экономики. 2015. №1. С. 104.

如果进一步将进口依赖程度最高的机器制造类产品分解,如表 3 所示。我们会发现,卢布汇率波动对俄国内 PPI 影响较大的一个重要原因很可能与表 3 所列领域的竞争力缺失有关。在卢布汇率贬值的情况下,国外出口商可以借机大肆加价。这也应该是同样具有转型特征的独联体国家的共性。例如,有学者在分析独联体国家的汇率传递特点时发现,相对于新兴经济体,独联体国家的汇率传递对国内价格变化的解释程度较高且传递速度较快。在更微观的角度,也可能与跨国公司内部定价机制有关^①。

表 3 机器制造类商品进口依赖程度(%)

年份	2006	2008	2009	2010	2011	2012	2013
机器制造(总)	13.4	19.7	20.3	25.5	31.8	35.8	36.5
机械设备	14.9	17.6	22.4	20.5	25.7	29.3	30.1
电器、电子和光学设备	15.3	17.8	17.5	23.3	23.3	25.5	24.1
交通运输设备	11.9	21.2	20.6	28.4	36.8	41.3	42.4

资料来源:同表 2,第 107 页。

4. 1998 年与 2008 年两次危机前后汇率传递的异质性

通过对比卢布汇率传递在 1998 年与 2008 年两次危机期间的表现也可以获得新的启示。多勃鲁恩斯卡娅和列凡多通过比较 1998 年金融危机前后的变化发现,汇率传递效应在危机期间最高。作者对此的解释是,危机期间的货币政策强化了这种效应,进一步推高了国内物价水平,而在实施若干经济的结构性调整之后传递效应开始逐渐降低^②。

波诺马列夫、特鲁宁和乌柳卡耶夫等人通过将样本区间划分为 2000 年 1 月~2008 年 12 月、2009 年 1 月~2012 年 7 月两个子样本区间分析传递效应的结构性变化发现,传递效应在两个子样本时期内的表现存在明显差异,第 2 个子区间内传递效应的绝对值要高些^③。也就是说,此次危机期间汇率波动性或不稳定性的提高导致传递效应在某种程度上的降低。这与 1998 年期间

① Iikka Korhonen, Paul Wachtel, A Note on Exchange Rate Pass-through in CIS Countries, Presented at BOFIT/CEFIR workshop on Russian Macroeconomic and Financial Issues, March 2005.

② Dobrynskaya Victoria, Dmitry Levando, A Study of Exchange Rate Pass-through Effect in Russia, ICEF Working Paper #05/01, May 2005.

③ Ю. Пономарев, П. Трунин, А. Улюкаев. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России//Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 1 – 35.

的表现截然相反^①。作者指出,这或许能用经济主体的预期来解释,因为在波动性较高时他们很少高频度的修订价格,同时,在高波动性条件下,来自不同方向的汇率冲击相互抵消也能对此提供部分解释。

这可能与俄罗斯货币政策实施的条件改善有关。相对于 1998 年金融危机,2008 年国际金融危机期间,俄中央银行的货币政策实施是在更加制度化的框架内进行的,虽然波动剧烈,但区间值较为稳定。具体讲,这种制度化框架与通胀目标制有关,尽管俄罗斯尚未具备全面实施通胀目标制的前提条件,所实行的仅是一种软性的通胀目标制^②,但由 2009 年 6 月俄罗斯中央银行明确将货币政策的主要目标锁定为向卢布自由浮动制度和通胀目标制过渡以来,相关改革进程总体来看是积极的,以至于时任俄中央银行行长乌柳卡耶夫认为俄罗斯将比原计划提前一年即从 2010 年起实行卢布自由浮动制度和通胀目标制。而其他有关转型国家汇率传递方面的实证研究也支持通胀目标制总体上能显著降低汇率传递效应的判断。如马尔让·佩特列斯基 (Marjan Petreski) 专门分析了实施通胀目标制的转型经济体的汇率传递特点,该研究以 1993 ~ 2011 年为样本期,以中欧和东南欧以及独联体国家中的 9 个通胀目标制国家为例,研究结果表明,转型经济体的汇率传递效应普遍较高;而实施通胀目标制国家的汇率传递效应较低,比其他经济体低了近 3/4^③。

5. 开放型经济下的国内外影响因素的失衡性

即同其他转型国家相比,俄罗斯汇率传递的影响远小于国内货币政策的影响。根据我们之前的研究发现,俄罗斯与中国相比,国内货币供给对国内 CPI 的影响远大于汇率波动对 CPI 的影响,这在当前经济全球化广泛深入发展的今天是个特例。这反映俄罗斯工业制成品领域在全球分工中的位置,对俄罗斯参与全球化的主要贡献体现在油气等自然资源领域^④。

① 这一点也与人们的一般条件下的理论预期相反,也与许多针对他国的实证研究结论不一致,如坎帕 (Campa) 和戈德伯格 (Goldberg) 2006 年在分析 OECD 国家汇率波动影响因素时得出结论认为,较强的汇率波动性会增强汇率传递效应。

② 李中海:《俄罗斯通货膨胀及通胀目标制实施前景分析》,《俄罗斯学刊》2012 年第 1 期。

③ Marjan Petreski, Exchange Rate Pass-through Under Inflation Targeting in Transition Economies, Intereconomics, 2013 (3), pp. 187 - 190.

④ 徐昱东、徐坡岭:《汇率变动对国内消费者价格传递效应的中俄比较》,《首都经济贸易大学学报》2015 年第 3 期。

(二) 由卢布汇率传递效应得到的启示

通过梳理分析既有文献对卢布汇率传递效应的讨论,围绕汇率制度改革,大致能总结出以下几点可资国内决策者借鉴的启示。

1. 防范外部冲击的关联性

汇率冲击对俄罗斯国内价格影响的非对称性反映了石油天然气等自然资源的出口对俄罗斯货币政策的实施效果存在较大的影响。俄罗斯的普通工业品领域与世界市场的联系较弱,国际价格对俄罗斯国内物价的影响较弱。相对于俄罗斯,中国更容易受到国际价格冲击的影响。就汇率对国内价格的影响方式和途径而言,一般情况下,汇率并不单独影响CPI等物价指数的方向,但在遭受汇率之外的其他因素冲击后,汇率冲击的重要性会极大提升,因此,汇率冲击同其他冲击的关联性和并发性值得关注,不能仅仅就汇率的单一信号作出反应。我们应特别关注央行对外汇市场的干预这一行为本身同其他国内外冲击性因素的关联性。

2. 顶层设计应注重协同性

中长期来看,无论是在通胀目标制还是非通胀目标制条件下,俄罗斯对能源的依赖会降低,工业制造类产品国际竞争力和国际市场份额会不断扩大,这将导致俄国内货币政策协调难度进一步增加。这有着丰富的政策含义,即推进包括改进货币政策协调效率在内的金融领域的改革应当与财政、贸易等领域的改革相互搭配进行,以降低整体风险。这也是转型经济的共性特征,即制度转型、完善过程本身会伴随诸多突出问题,要求决策者在转型的策略性推进过程中注意制度建设的协调性,即对包括外汇制度建设在内的金融制度建设要与商品市场、要素市场的市场化建设相协调。从对其他转型经济体的实证分析角度也支持这一判断,如贝斯尼克·费泰(Besnik Fetai)研究发现,推进汇率制度改革的不同策略会导致不同的经济绩效,以促进经济快速增长为目的的汇率改革很容易扰乱宏观经济稳定(在以相当大的成本代价获得该目标后)且没有任何显著的经济效益^①。

3. 营造稳定预期的重要性

与制度建设、起效的速度相比,经济主体的预期对外汇市场和商品市场的作用速度要快得多,因此,营造一个利导、稳定预期的环境和氛围是必要的,在一定程度上能够平滑冲击的短期性与制度建设的滞后性。在中国,在

^① Besnik Fetai, Exchange Rate Pass-through in Transition Economies: The Case of Republic of Macedonia, Transit Stud Rev 2013(20), pp. 309-324.

各类危机面前保持人民币币值的稳定化起到了稳定信心平滑危机的效果;也就是说,中国经济的开放度虽然逐年提升但低通胀环境降低了厂商的通胀预期,稳定了企业价格调整行为,有利于降低汇率的价格传递效应。同时,在经济全球化不断提升背景下的跨国生产模式、经济全球化程度的提高导致的交易成本的下降、来自发展中国家的大量产品供给能力的增强等也可以为中国的较低汇率传递效应提供部分解释。而俄罗斯的“汇率走廊”在危机面前常常被击穿,与信心不足有关的“预期”起到了十分明显的推波助澜的作用。

总之,从转型国家角度来看,不同转型国家本币对外币的汇率变动对国内价格传导的模式各具特点,反映汇率制度的多样性,这种多样性内生于各国经济本身的结构差异。推进选择更有效率的汇率制度必须注重国内外影响和冲击的关联性,在制度改革和出台政策时必须注重协同性,单一的制度改革和政策应付不了多重的两难选择,同时,营造短期内的稳定化预期具有平滑冲击的效果。

(三) 结束语

俄罗斯作为油气等自然资源丰裕型的国家,油气资源价格的波动对国内产生的影响要远远大于其他转型国家;作为开放型经济国家,油气价格波动必然会通过汇率波动传导至国内,研究俄罗斯如何从制度建设层面影响这种传导并控制这种影响在可承受范围之内这个过程,并从中提炼出有益于中国的汇率、金融制度改革的若干可资借鉴的建议是今后研究卢布汇率传递效应的意义所在。随着各种行业层面数据的获取,这项工作将在更深入的领域展开。

● 通货膨胀目标制可以增强金融体系抵御外部冲击的能力

郑维臣(中国人民银行沈阳分行主任科员、经济学博士)

2014 年以来,卢布汇率在欧美制裁和原油价格下跌的双重压力下大幅贬值,卢布汇率危机爆发。对于俄罗斯而言,汇率危机并不陌生,先后于 1998 年、2008 年和 2014 年经历三次汇率危机。相比较前两次汇率危机,2014 年汇率危机是俄罗斯在全面向通货膨胀目标制和自由浮动汇率制度这一新货币政策框架转型背景下发生的。俄罗斯时任央行行长伊格纳季耶夫早于 2007 年便提出俄罗斯将选择通货膨胀目标制和自由浮动汇率制度作为未来的货币政策框架,但这一政策框架在俄罗斯全面实施的时间却是 2015 年。俄罗斯为了全面实施通货膨胀目标制进行了多年准备,原因是在俄罗斯实施这一政策框架的条件是否成熟存在着一定的争议。本次卢布汇率危机对于

俄罗斯新货币政策框架堪称一次压力测试,俄罗斯在卢布汇率危机中的经济表现对于评价通货膨胀目标制的适用性问题有着重要的借鉴意义。

(一) 俄罗斯货币政策框架选择历程

俄罗斯在经济转型过程中,执政者的利益偏好决定了货币政策选择。在1998年金融危机前,执政者为了获取政治支持而导致财政支出得不到有效控制,使货币政策一直在为弥补财政赤字服务(在1995年前后所采取的具体策略有所不同)。在1998年金融危机后的经济复苏时期,俄罗斯为了保证经济增长速度而选择把抑制卢布过快升值作为货币政策目标^①。正是由于俄罗斯放弃了将控制通货膨胀作为核心货币政策目标,从而导致货币供给一直未得到有效控制,进一步导致通货膨胀问题不尽如人意^②。

高通胀不仅仅损害了俄罗斯的经济运行效率,还导致其企业的国内融资成本较高,而不得不在国际市场上融资,这引发严重的货币错配问题,从而使经济隐含着较大的金融风险,这一风险在2008年金融危机中已暴露无遗。2008年国际金融危机过后,俄罗斯开始反思过去的经济发展方式,提出了创新增长战略。为了达成这一发展战略,就要求运用货币政策降低通货膨胀率,以此为经济发展营造稳定的宏观环境^③。正是在这一背景下,俄罗斯开始把控制通货膨胀作为货币政策的核心目标。

在世界范围内,将控制通货膨胀作为货币政策的核心目标已经是各国央行的普遍选择。为了达成这一目标,克服货币政策的时间不一致性问题,央行通常会选择合适的货币政策框架来达成这一目标,常用的货币政策框架包括:汇率目标制、货币供应量目标制和通货膨胀目标制。俄罗斯在经济转型过程中货币需求并不稳定,因此货币供应量目标制不适用于转型时期的俄罗斯。因此,俄罗斯在确立把控制通货膨胀作为货币政策核心目标后,所需解决的一个重要问题便是如何在汇率目标制和通货膨胀目标制间作出选择。

(二) 俄罗斯为什么选择了通货膨胀目标制和自由浮动汇率制度

汇率目标制是指将本币盯住通货膨胀率较低的大国的货币,以此达成对本国通货膨胀的控制。在开放条件下,汇率目标制将意味着本国独立货币政

① 徐坡岭、郑维臣:《俄罗斯转型以来货币政策演化分析——基于公共选择的视角》,《俄罗斯研究》2013年第4期。

② 徐坡岭、郑维臣:《俄罗斯经济转型过程中通货膨胀问题的货币解释》,《东北亚论坛》2013年第2期。

③ 李中海:《2010年俄罗斯经济:艰难复苏与现代化战略》,《和平与发展》2011年第1期。

策的丧失,从而使本国的货币政策受到约束。此外,根据一价定律,如果本币和目标国货币汇率保持不变,那么本国通货膨胀率理论上也应近似于目标国通货膨胀率。基于此,汇率目标制可以迅速使本国通货膨胀率得到控制。但是,米什金认为,汇率目标制将使得新兴市场国家的金融体系变得更为脆弱。这是因为新兴市场国家一旦将本币盯住外币,那么将倾向于扩张外币债务规模,这样一旦本币贬值,本国企业将陷入债务危机^①。米什金这一分析对于俄罗斯 1998 年和 2008 年金融危机的爆发有着较强的解释性。

俄罗斯 1995 年曾采取“汇率走廊”来将卢布对美元汇率限定在一定范围内,虽然使通货膨胀得到了一定的控制,但 1998 年金融危机爆发后,卢布大幅贬值、通货膨胀率蹿升,经济形势急剧恶化。1998 年危机过后,俄罗斯选择了将控制通货膨胀和抑制卢布过快升值同时作为货币政策目标。在卢布汇率稳中有升背景下,俄罗斯企业举借大量外债。2008 年金融危机爆发后,卢布汇率大幅贬值导致俄罗斯企业陷入了债务危机,从而使卢布汇率危机演变成系统性金融危机。两次金融危机的教训表明,固定汇率或者通过市场干预来维持汇率稳定会使市场主体忽视潜在的汇率风险,导致严重的货币错配问题,加剧经济金融体系的脆弱性。因此,俄罗斯在汇率目标制(固定汇率)和通货膨胀目标制(自由浮动汇率)间选择了通货膨胀目标制。

(三) 新政策框架在本次汇率危机中的表现

俄罗斯从 2008 年金融危机走出后,开始全面转向通货膨胀目标制。俄罗斯央行在其发布的《2010 年和 2011 年及 2012 年国家统一货币政策指导方针》中明确提出:货币政策目标是将通货膨胀率由 2010 年的 9% ~ 10% 削减到 2012 年的 5% ~ 7%,卢布汇率将很大程度上由宏观经济因素决定。在确立将自由浮动汇率制度作为目标汇率制度后,俄罗斯央行多次对汇率干预机制作出调整,卢布汇率弹性不断增强,汇率形成的市场化水平显著提升,外汇市场发展水平逐渐提升,市场主体的汇率风险意识和风险管理能力有所增强。

俄罗斯开始全面转向新政策框架以来,困扰俄罗斯多年的通货膨胀问题得到了一定的缓解,自 2010 年起连续五年将 CPI 同比增长率控制在个位数。通胀问题的缓解有助于国内贷款名义利率水平下降。在国内贷款名义利率水平的下降和汇率弹性增强等因素作用下,俄罗斯货币错配问题得到了缓

^① F. Mishkin, International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, NBER Working Paper 6965, 1999.

解,这意味着汇率贬值对金融体系的冲击效应将有所减弱。

2014 年汇率危机爆发后,卢布汇率大幅下跌,截至 2015 年第三季度末,卢布对美元汇率较 2014 年年初贬值超过 50%,这一跌幅甚至超过 2008 年国际金融危机的跌幅,但是 2008 年由汇率贬值所引发的企业债务危机在本次汇率危机中并未大规模爆发。这正是因为在新货币政策框架内,俄罗斯货币错配问题得到了一定改善,使得经济金融的脆弱性得到了缓解。此外,随着俄罗斯逐步转向自由浮动汇率制度,外汇市场发育水平逐渐提升,市场主体的汇率风险意识和风险管理能力有所增强。因此,本次汇率危机并未进一步演化成系统性金融危机,反而汇率作为外部冲击“缓冲器”的作用有所发挥。

(四) 结论和启示

俄罗斯的经济结构决定如果选择自由浮动汇率制度,那么一旦国际能源价格发生波动,卢布汇率水平在外部冲击下将发生大幅波动,这也是其选择通货膨胀目标制和自由浮动汇率制度所面临的主要质疑声音。俄罗斯三次汇率危机的经验表明,将汇率作为货币政策目标在面临强劲的外部冲击时仍无法完全避免汇率贬值,汇率弹性的匮乏和货币错配问题会将汇率危机放大成系统性金融危机。反之,如果放弃将汇率作为货币政策目标,将通货膨胀作为单一目标并选择自由浮动汇率,虽然面临外部冲击时汇率会出现大幅贬值,但是汇率贬值的外部冲击“放大器”效应有所减弱,汇率贬值甚至在一定程度上起到了外部冲击“缓冲器”的作用。俄罗斯的经验表明,将通货膨胀作为货币政策目标,增强汇率弹性,可以更为有效的控制通货膨胀问题,增强金融体系面对外部冲击的自我调节能力。

● 石油金融异化对卢布汇率的影响

于 娟(河南财经政法大学讲师、经济学博士,东北财经大学博士后)

后危机时期俄罗斯的金融市场受国际影响日益频繁,金融系统面临的安全考验时间逐渐缩短。2014 年 6 月以来国际油价急剧下跌,石油出口国承受财政预算收入下降与经济外部失衡的压力,金融稳定面临上升风险。到目前为止,货币压力比较集中在俄罗斯、尼日利亚和委内瑞拉等几个产油国。俄罗斯卢布汇率急剧下跌反映的不仅仅是俄罗斯经济基本面的困境,也反映其在已经满足现代管理金融全球化风险三大关键要素的情况下,本国金融安全依然屡受冲击,以及当前国际秩序和对经济政治脆弱的可持续性思考。因此,在俄罗斯深陷乌克兰危机之际,在卢布作为原油关联货币的条件下探寻石油金融异化对俄罗斯金融市场稳定的影响意义深远,旨在揭示影响转型国

家金融安全的深层因素,并为维护中国金融稳定提供有益借鉴。

(一) 石油与金融市场价格交互传递

金融安全是货币资金融通的安全和金融体系的稳定并使之保持成功抵御威胁与风险的状态。俄罗斯金融安全的不稳定性主要来自于金融市场的高开放度与国内脆弱的金融监管机制不匹配,并且受到加入国际组织后的规则制约。国际游资通常将金融市场已出现明显内部缺陷的国家或地区作为目标,俄罗斯首当其冲。

俄罗斯石油产业与金融产业之间互联互通、彼此作用。金融市场为石油企业提供上市、发债、短期融资和海外融资等服务,并参与石油企业引导创投基金、支持民企投资石油项目、协助政府保障石油安全策略的实施;同时石油产业也促进了金融产品创新,便于石油企业获得资源或者通过期货、期权、汇率、利率等进行套期保值和投机交易,规避风险进而获得风险收益。然而石油金融化的发展使石油市场与金融市场的分野逐渐消失,二者通过“定价”机制紧密相连,并成为石油实物与纸货交易的重要载体,同时,风险在这两个市场迅速传递。

乌克兰危机以来,俄罗斯经历了多轮金融制裁后正深刻体会着不同油价上的况味人生。美国和欧盟联合对俄罗斯银行和大型公司实施制裁,通过限制外部借款的再融资、缩短交易期限(即使是不受影响的掉期交易和短期贷款业务也在制裁方责令缩短期限的范围内)以及延长外币支付结算周期等手段,直接影响俄罗斯从国际市场获得相对廉价的长期资金供给。此外,国际评级机构还停止对俄罗斯公司新交易品种的评级,这进一步限制了发行人向机构投资者配售债券的可能性。

(二) 俄罗斯金融市场风险加大

进入 2015 年,油价震荡与西方联合制裁对俄罗斯国内经济、金融产生强烈冲击。金融市场上价格信号反映尤以货币市场的利率、汇率和资本市场的股票波动明显,由此对俄罗斯直接和间接金融交易带来了较大的不确定性风险。

1. 俄罗斯银行业经营状况

后金融危机时期,俄罗斯银行业几经重组改革使资产质量得到较大改善。从银行资产 HHI 指数可以发现俄罗斯银行业集中度不断加强,这一方面显示银行抗风险能力增强,另一方面表明银行业与宏观经济的联系更加紧密。然而也正因此,由乌克兰危机、西方制裁及石油金融投机联合作用引发的大规模资本外逃和卢布贬值使得俄国内银行业不堪重负。大银行机构纷纷进入“资本维持模式”,而中小银行则被迫削减资产负债业务并面

面临着较大的风险,同时从银行经营的三性原则来看俄罗斯银行业表现不尽如人意。

(1)贷款组合质量下降,经营风险水平提升。从2014年中期开始俄罗斯银行业资产质量恶化的影响开始加重,尽管经济停滞和外部资金支持锐减成为打击俄罗斯国内大企业的重要因素,银行则通过采取重组大额贷款和债务再融资方式减少冲击,其结果表现为:一是企业拖欠贷款增幅变小,但业务结构调整使银行资产质量恶化;二是债务再融资规模加大使银行体系面临的贷款风险集中度趋高,当前已经达到25%~26%的水平,个别大银行已经超过这个水平^①。

(2)银行资产业务降低,赢利能力不足。较中国银行业发展环境而言,俄罗斯金融市场的高开放度与银行业的混业经营模式为其商业银行提供了多元发展空间,银行业创收能力应随金融产品创新而表现稳定且持续。然而实际情况远非如此。《巴塞尔协议Ⅲ》后俄罗斯银行业投行类业务锐减,转向利用国内外息差加大的市场行情实现套利项目收益。这为石油价格下跌、卢布贬值和西方制裁联合发力于国内金融市场提供了环境。银行间同业拆息率上升、投资组合放缓和应央行新监管要求增加的拨备覆盖率等因素压缩了银行盈利空间,2014年中期以来俄罗斯国内联邦银行及中小微银行无一幸免。

(3)商业银行流动性失衡。由于俄国家控股银行大多参与石油企业一级市场的上市与发债、二级市场的短期融资与海外融资等资产类业务,所以国际油价与卢布汇率的连跌影响俄国内商业银行的资产类业务在不发生损失情况下的变现能力。而银行同业拆借利率高、资本外逃以及基准利率上升迫使银行以较低成本适时获得所需资金更加困难。俄罗斯商业银行整体性的流动性缺失持续,央行利用再贷款和回购协议向商业银行投放流动性。这其中地方性银行是流动性短缺的薄弱环节。其原因在于银行间市场,国家控股大银行利用市场地位优势,积极发放零售贷款,从而挤占了中小银行贷款投放,同时俄罗斯央行对国家控股大银行的再贷款倾斜,加剧了市场投资者对中小银行经营的恐慌。

2. 证券市场与金融机构的变化

俄罗斯股票市场的繁荣与隐忧。股票市场作为金融市场的重要组成部分

^① 贷款风险集中度是一个重要限制性指标,它是银行对单一客户的贷款余额与银行净资本的比例。现在很多国家的银行监管部门把资本充足率、拨备覆盖率和单一客户风险敞口上限并列为最重要的风险管理指标。

分发挥着资源配置和资本媒介的职能。俄罗斯股票市场具有半强式有效的特征,能源价格对经济的冲击可以在股市中得到较充分的反映。短期观察发现,2015 年以来受到税收和卢布贬值的双重利好影响,俄罗斯油气类公司现金流规模充沛且股票市场繁荣。然而从长期来看却无法摆脱低油价对经济的负面影响。同时,在西方制裁导致俄罗斯石油公司无法接近国际资本市场的前提下,其必须面对巨额美元债务需偿还和再融资的困境。这为前景不明的俄罗斯经济上增添一份隐忧。

俄罗斯债券市场的宁静与涌动。国际评级机构对俄罗斯评级的变化使债券市场笼罩在主权、次主权和公司评级展望不利的阴影下^①。2015 年欧元债券发行量已经降至 2001 年以来的最低水平,然而以美元计值的俄罗斯公司债券收益率却上涨了 25%,涨幅居新兴市场国家第三位,仅次于委内瑞拉和乌克兰。由此形成了俄罗斯债券市场中一级市场发行低迷与二级市场交投活跃的剧烈反差。危机冲击的影响从短期来看,大型企业新发增发债券的成本优势明显上升,长期而言企业投资方案的实施或将被延迟或取消。这虽不足以构成金融系统性风险,然而金融市场流动性减弱却影响了经济增长。

(三) 借鉴与启示

一是要完善国际清算基础系统,加速人民币自由兑换进程。国际清算系统对整个金融系统和世界而言是重要的基础设施,必须要确保体系的安全。在美元支撑的全球金融体系和全球贸易中,金融制裁最大的威力莫过于封闭一国国际贸易结算通道——制裁银行系统。以北海航线银行为代表的遭受美国金融制裁的金融机构以及俄大型企业集团由于国际支付体系被人为中止,导致国际结算运转骤停且严重影响俄罗斯经济运行^②。这对中国金融结算安全的警示在于我们有自主研发的中国银联系统,并设计推出了双币种和多币种银联借记卡与信用卡,然而国际贸易结算业务依然多使用美元与人民币双币银联卡,这就为间接受到国际金融制裁提供了物理媒介,由此加速人民币自由兑换进程,早日实现人民币成为国际储备货币。

二是汇率暴跌是表象,背后反映的是转型国家经济的陈年旧疾。对俄罗斯而言,即使没有乌克兰危机这样非常规性因素的影响,以原材料出口支撑

① 主权评级变化首先是惠誉评级机构将俄罗斯主权债降级为“BBB-”,紧接着是穆迪评估降级为“Baa3”,紧随其后的是降低大公司评级。

② 2014 年 9 月美国维萨和万事达国际支付系统单方面暂停了对俄罗斯银行(Bank Rossiya)、北海航线(SMP Bank)等银行提供支付结算业务。

经济增长的发展模式也已走到尽头。经济的“去工业化”和对国际油价的过度依赖,在面临“输入”型危机的影响下暴露经济增长点过于单一、工农业产能不足和金融体系脆弱的弱点。而中国经济当前也正处于“四期”叠加促转型阶段,传统产业升级与新兴产业发展均对金融服务提出了更高的要求。可见,中俄两国在转型深化期均存在内部经济增长的可持续性与外部经济依存度协调的问题,这也就不难理解金融市场震荡的深层次原因同样反映本国经济结构的内外协调问题。

三是金融市场开放度越高,资本市场结构越多层次化均衡发展。俄罗斯金融市场活动表现出银行集中度趋高且股市结构失衡的倾向。而原油价格与卢布汇率高度关联和金融市场完全开放为国际游资涌入俄罗斯金融市场创造了投机条件。因此,我们更加坚定强化金融服务实体经济的功能,着力提升直接融资占比;继续完善多元化金融机构体系,创新金融产品和运作模式;同时建立多层次的资本市场,形成以主板、中小板和创业板为主的场内市场,推动资本市场与实体经济、投资者与融资者之间良性关系形成和多层次资本市场体系的健康发展。

● 从卢布危机分析人民币国际化的路径选择

王建丰(郑州大学商学院讲师、经济学博士)

(一) 俄罗斯卢布国际化进程

1992 年 1 月,俄罗斯成立了第一家外汇交易所——莫斯科银行间外汇交易所,改变了之前政府所实行的官方汇率的决定机制,形成了卢布对美元的市场汇率。这个时期,政府采取了“内部可自由兑换”制度,允许本国居民可以将卢布自由兑换成外国货币,但不允许非居民兑换。1992 年 1 月 1 日,卢布对美元的汇率是 80:1,到了 1993 年为 812:1,下跌了 90%。

俄罗斯在 1995 年 7 月推出了“汇率走廊”制度,规定卢布对美元的价格在规定的区间内浮动,最初的区间定在 4 300:1~4 900:1 之间。“汇率走廊”制度是俄罗斯在卢布国际化过程中比较成功的措施之一,这一制度给波动剧烈的汇率市场带来了稳定的基础。1996 年 5 月 16 日,俄政府宣布俄罗斯已开始承担国际货币基金组织(IMF)章程第 8 条所规定的义务,实行经常项目下的可自由兑换。

1997 年开始的东南亚金融危机给俄罗斯金融市场造成了极大的动荡,大量外国资本抽逃,外汇储备迅速枯竭,俄罗斯甚至不得不宣布推迟外债偿还。1998 年 1 月 1 日,1 美元兑换 6 010 旧卢布。当时政府宣布 1 新卢布等于

1 000旧卢布,即 1 美元兑换 6.01 新卢布。1998 年 8 月 17 日,政府无力维持对外汇市场的干预,允许卢布对美元汇率在 6:1 ~ 9.5:1 之间浮动,这等于是宣布卢布贬值 35%。政府被迫宣布到期债务违约,引起了外汇市场的震荡。1998 年 8 月 27 日 1 美元兑换 13.4 卢布,政府宣布暂时停止卢布交易。进入 1999 年以来,随着世界石油价格上涨,国家宏观经济形势好转,卢布汇率逐渐稳定下来。2005 年 2 月 1 日,俄罗斯宣布,把美元和欧元共同构成双货币篮子,即实际有效汇率。2006 年 7 月 1 日,俄罗斯政府比预期提前一年宣布卢布可自由兑换,允许俄公民在国外银行开设账户。

2008 年,受美国次贷危机影响,卢布贬值压力急剧增加。6 月 1 美元兑换 23.46 卢布,到 12 月 1 美元兑换 29.38 卢布。卢布贬值最高点出现在 2009 年 2 月,1 美元兑换 35.72 卢布。进入 2010 年油价回升,俄罗斯经济逐步复苏,卢布贬值压力缓解。

2014 年,由于石油价格大幅下跌,再加上西方国家由于乌克兰危机对俄罗斯实施制裁,导致卢布从 2014 年 9 月开始出现剧烈的贬值态势,当年卢布贬值幅度高达 46%。2014 年 11 月 10 日,俄罗斯央行宣布当日起央行不再对“外汇走廊”设定上限和下限,也不再保持对“外汇走廊”的经常干预。俄央行事实上允许卢布汇率自由浮动。

(二) 俄罗斯汇率波动的原因分析

1. 汇率的波动与国内外市场的变化直接相关

对于人民币国际化的一个担心就是放开后人民币汇率是否会大幅度波动,导致人民币汇率失控,从而带来外汇市场的灾难。但是从俄罗斯的卢布自由化来看,尤其是 2006 年卢布资本项目可自由兑换,卢布非但没有贬值,反而是处于升值的趋势,外汇市场并没有出现失控的迹象。卢布的大幅度贬值都与当时的国内外市场的波动有直接的关系。1998 年卢布的贬值与之前的东南亚金融危机有直接的关系,由于亚洲金融市场的不稳定造成了同是新兴市场经济国家的俄罗斯受到波及。2008 年卢布的贬值与国际金融危机的影响有直接关系。2014 年的卢布危机则与乌克兰危机有直接关系。正是因为国内外市场的因素,才导致了俄罗斯卢布的宽幅震荡。

2. 随着可兑换性的加快,影响因素越来越多

自 1992 年开始,俄罗斯实行国有企业私有化,形成了最初的证券市场,为外资对有色证券市场的投资创造了条件。最初,外资投资的金额较少,从 1994 年开始外资证券投资开始迅速增加。1998 年金融危机爆发前,俄罗斯累计引进外资 218 亿美元,其中外商直接投资仅占 37%,大量外资被投入证

券市场,外国金融机构持有短期国债总额的约 33%,持有股票交易额的约 70%,持有国债交易额的 40%。短期资本占比过高,导致危机期间,外资大量流出,给外汇市场带来了沉重打击。2008 年出现的卢布危机导致当年 1 328 亿美元的净流出。进入 2014 年,卢布危机导致当年外资流出额高达 1 515 亿美元,为 2013 年 610 亿美元的近 2.5 倍。而且开放资本项目后,一国的利率、汇率、通货膨胀率等因素都会影响国际资本的流动。

3. 能源依赖型经济受制于国际市场的能源价格

俄罗斯的出口倚重于能源等重化工企业,普京执政后,更是大力发展石油、天然气等能源行业。当石油价格高企的时候,俄罗斯收入颇丰。虽然政府建立了储备基金和国家福利基金,但是没有利用能源收入发展民用工业,导致国内需求严重依赖进口。一旦国际市场出现波动,就会影响外汇市场,几次卢布危机的导火索都与石油价格的暴跌有关。

4. 资本项目开放过早,政府的监管不到位

1996 年俄罗斯成为国际货币基金组织第 8 条款国,仅仅过去了 10 年,俄罗斯在 2006 年就宣布开放了资本项目,比原计划提前了一年时间。2014 年卢布危机,政府进行了市场干预,以降低投机活动,但是结果却是加大了市场的贬值预期,导致大量外资的流出。进入 2015 年,卢布的汇率继续贬值,卢布的危机并没有真正解决。

5. 稳定汇率需要充足的国际储备

1997 年年底俄罗斯的国际储备仅有 130 亿美元,到了 1998 年,俄罗斯为了维持汇率的稳定,动用了其有限的国际储备,但是干预的结果却是国家的国际储备急剧下降,最终不得不宣布放弃干预,到期债务也宣布违约,导致卢布危机进一步扩大。2014 年年初俄罗斯还有 4 900 亿美元的国际储备,到年底降至 4 000 亿美元。另外,俄罗斯国家福利基金和储备基金掌控着 1 700 多亿美元的外汇储备,这部分储备很可能用于短期融资,无法满足政府干预的要求。如果再减去 450 亿美元黄金储备、120 亿美元国际货币基金组织特别提款权,俄罗斯剩余的干预资金就只有 1 800 亿美元。因此,俄罗斯虽然目前还没有到“无米下锅”的地步,但是如果卢布继续剧烈波动则对汇率今后的走势带来不确定性。

(三) 卢布的国际化对中国的启示

1. 坚定改革方向,维持经济的稳定

1994 年人民币汇改后,人民币的汇率持续升值,而这一时期,也是中国经济发展速度最快的时期。一国的汇率水平往往说明了该国的经济状况和发

展水平,因此,人民币在市场上的表现反映的是市场对中国经济的信心,政策可以解决一时的问题,但是无法维持汇率长期的稳定。目前,中国改革进入深水區,一些遗留问题、深层次问题阻碍了改革的进程,影响了市场机制的发挥,这些问题的解决对于今后经济的稳定和市场的完善都会产生深远的影响。人民币的国际化要与中国的经济发展联系在一起,稳定的政治环境、较低的通货膨胀、较快的经济增长对于人民币的国际化健康发展提供了坚实的基础。

2. 加大内需的培育

中国的经济拉动主要靠投资和出口。2008 年国际金融危机前,出口对中国经济的拉动作用非常明显,危机后,随着 4 万亿人民币刺激政策的出台,投资成为推动经济增长的重要力量。但是长期以来消费对经济的促进作用却并不明显,主要原因是中国收入体制的改革还不彻底,社会福利制度还不完善,消费成为三驾马车中的短板。目前,中国经济出现新常态,拉动经济增长的两驾马车速度都有所下降,今后在刺激消费等内需方面要下大功夫。一方面政府要对消费领域制定相关的刺激政策,比如信息消费、绿色消费、住房消费、旅游消费、教育文化体育消费以及适应中国人口老龄化的消费等,另一方面,政府要对网上电商等新型的交易模式进行引导,电子商务对今后居民的消费将产生重要的影响。

3. 要有充足的外汇储备做后盾

中国拥有巨额的外汇储备,表面上看应对外汇市场的危机应该是充足的,但是考虑到外资规模庞大,随着美元的升值,当前流向美国的资本在不断增加,而且国际金融危机后,美国加大了国内产业的支持,奥巴马政府直接喊话要海外的资金回流,这些都对中国的外汇储备构成了不利影响。另外,俄罗斯因为卢布可自由兑换较早,俄罗斯人有保有美元的偏好,所以俄罗斯是藏汇于民。中国一旦实行人民币的可自由兑换,居民、非居民的购汇需求也非常大,这些都要求中国保持较高的外汇储备水平,应对未来可能出现的风险和危机。

4. 人民币国际化要循序渐进

中国人民币的国际化要考虑多方面的因素,在具备一定条件的前提下再展开完全可自由兑换,如经济状况、国际收支状况、国际储备状况、微观企业经营状况、外资流出流入状况等。中国已经是国际货币基金组织第 8 条款国,下面要开放的就应该是资本账户,但是资本账户的开放需要有一个过程:一是允许外国政府、银行、企业到国内发行人民币债券,同时鼓励海外金融市场发行人民币有价证券,提高人民币的流通性。二是实行双边

货币的限量兑换。目前中国已经与 32 个国家或地区的中央银行签署了货币互换协议。三是实现人民币的跨境支付,用人民币支付贸易逆差。四是允许中国的居民和非居民使用人民币进行境外投资。32 个国家或地区的中央银行已与中国人民银行签署货币互换协议,人民币在跨境贸易中的广泛应用有助于避免美元“一元独大”的局面,减少美元升值对中国外汇市场造成的影响。

5. 政府要有一套完善的制度保障

俄罗斯早在 1991 年就颁布了《苏联社会主义共和国外汇调节法》,允许企业、组织和公民有权通过指定的银行买卖外汇。俄罗斯还有完善的市场机构、市场工具。1992 年建立了莫斯科银行间外汇交易所,并且逐步推出了股票交易所、国家商品交易所、国家清算中心和地区交易中心。2011 年成立了莫斯科交易所,这是目前俄罗斯最大、最重要的外汇交易场所。目前,市场上有外汇即期、外汇远期、外汇掉期、外汇期权等产品,交易币种包括美元、欧元、英镑、日元、人民币等。中国外汇交易还要进一步扩大交易品种,丰富交易手段,这有利于外汇市场正常发展。

人民币走向国际化,并不是放弃政府、央行的监管。虽然政府对于外汇市场的直接干预会减少,以此来加大银行间外汇市场竞争的压力,提高银行工作的积极性,拓宽了银行的市场业务,加速中国外汇市场的建立和完善。但是政府必须对市场进行有效的间接管理,俄罗斯的实际有效汇率、“汇率走廊”等制度对于稳定外汇市场起到了较好的作用,中国今后要坚持央行对外汇市场、外汇交易的统一监管,扩大外汇交易参与人的范围,降低市场准入的门槛。

● 卢布危机给中国敲响了警钟

滕 仁(黑龙江大学俄罗斯研究院助理研究员、文学博士)

2014 年 12 月,卢布汇率遭遇“断崖式”暴跌,对美元汇率一度盘中突破 80:1,创下 1998 年金融危机以来单日最大跌幅纪录。一时之间各种消息评论甚嚣尘上,对俄罗斯经济形势的评估和预测也是莫衷一是。时至今日,卢布汇率虽几经波动却依然难以摆脱低位徘徊的走势,而随着石油价格的进一步走低,卢布仍将面临巨大的下行压力。

卢布的大幅贬值以及由此引发的一系列连锁效应不仅给俄罗斯经济形势造成了巨大冲击,对全球经济也产生了多方面的影响。对中国而言,卢布汇率的剧烈波动虽然对中国经济的直接影响有限,但对人民币国际化进程却

有着重大的借鉴和启示意义。

(一) 卢布汇率剧烈波动的原因

造成卢布汇率剧烈波动的原因是复杂而多方面的,是俄罗斯国内外因素联动恶化造成的,是多重因素综合作用的结果。

从内因来看,首先,作为重要的能源出口大国,能源是俄罗斯经济中最大的单一领域,能源出口约占俄罗斯贸易总额的 68%,来自石油和天然气的财政收入支撑着俄罗斯政府一半的官方预算,同时还负担着规模较大的非官方资金。2014 年以来,国际石油价格的大幅下滑对俄罗斯经济造成巨大影响,导致卢布处于弱势地位。其次,俄罗斯黄金和外汇储备大幅降低,截至 2015 年 11 月 20 日,俄联邦黄金和外汇储备为 3 645 亿美元^①。如果说俄罗斯政府在 2014 年为稳定卢布汇率有能力动用超过 1 000 亿美元的外汇储备^②,那么,随着黄金和外汇储备的快速消耗,俄央行对外汇市场进行大规模干预的能力将会受到很大限制,进而加剧市场对卢布的不信任情绪,导致卢布汇率进一步失衡。最后,俄罗斯经济近年来发展乏力,经济增长速度逐年递减,2013 年增长 1.3%,2014 年仅增长 0.6%,而截至 2015 年上半年为负增长,第二季度更是下降 4.6%^③。经济发展出现停滞甚至衰退,导致社会对俄罗斯的未来发展信心不足,资本外逃现象将进一步加剧。

从外因来看,首先,乌克兰危机后,以美国为首的西方各国对俄罗斯实施一系列经济制裁,切断了俄罗斯在西方的融资渠道,对俄罗斯经济造成了严重干扰,加速了国际资本避险撤离和国内资本外逃,卢布在外汇市场上遭遇投机性抛售;其次,美联储退出量化宽松政策后,美元持续走强,一方面导致以美元计价的大宗商品价格普遍下降,另一方面造成新兴市场各国货币的贬值压力加大。

(二) 卢布汇率剧烈波动对人民币国际化进程的影响

中国和俄罗斯同为当今世界上最重要的新兴市场大国,同时又是重要的贸易伙伴国,因此,卢布汇率的剧烈波动对中俄贸易和人民币国际化进程也产生了一定的影响。在中俄贸易方面,自 2015 年以来两国贸易额开始出现下滑,但考虑到占两国进出口比重较大的产品是以美元结算,此外,两国人民

① Международные резервы Российской Федерации. http://www.cbr.ru/hd_base/?PrId=mrrf_7d

② 程亦军:《卢布危机的原因、影响与启示》,《俄罗斯学刊》2015 年第 2 期。

③ Федеральная служба государственной статистики. <http://www.gks.ru/>

币结汇安排也规避了一定的风险,故此,中俄贸易受到卢布汇率波动的影响相对有限。相比而言,人民币国际化进程受到的影响要更大一些,可以分为积极影响和消极影响两个方面。

从积极方面看,卢布的“断崖式”暴跌让人民币在中俄贸易结算中拥有了更多的主导权。一般而言,当一国货币暴跌,币值不稳定时,美元就会被广泛用于市场交易。1998年金融危机期间,俄罗斯国内的大量交易使用的就是美元。但自西方国家对俄罗斯实施制裁之后,俄罗斯政府一直竭力“去美元化”,弱化美元对俄罗斯经济的影响力。在此背景下,人民币成为中俄两国贸易结算方式的首选。同时,中国已经与32个国家和地区签署了双边本币互换协议,在15个国家和地区建立了人民币清算安排^①,在卢布贬值的情况下,这些国家和地区在同俄罗斯进行交易时也可以选择人民币作为主要的结算货币。如若如此,人民币国际使用的范围将进一步扩大。

从消极方面看,美元升值提高了美元资产的吸引力,国际资本开始向发达国家回流,由此导致除美国外的其他国家货币相对贬值,这其中新兴市场国家承受的贬值压力更大。据统计,2014年90%的新兴经济体都处于经济下行状态,新兴市场各国货币都有不同程度的贬值,俄罗斯只是这当中最为典型的例子^②。同为新兴市场国家的中国自然也受此影响,但更为重要的是,卢布的暴跌进一步加强了市场对包括人民币在内的新兴经济体货币贬值预期,卢布贬值的溢出效应引发国际资本从新兴市场加速撤离,导致中国资本外流和人民币贬值压力的增大。如果人民币汇率处于弱势,则投资者对人民币的持有热情就会降低,只有人民币币值稳定且不断走强,才会有人愿意持有人民币^③。从这个意义上说,人民币国际化进程也受到卢布汇率剧烈波动的负面影响。

(三) 卢布汇率剧烈波动对人民币国际化进程的启示

卢布国际化是近年来俄罗斯对外战略的主要组成部分,为了实现这一战略目标,提高卢布的国际地位,俄罗斯政府采取了诸多措施,不仅实现了卢布在资本项目下的完全可兑换,在推动独联体框架内的货币合作方面也取得了一些积极成效。但是经历此次汇率暴跌之后,卢布已经成为全球最不稳定和波动性最强的货币之一,距离“要使卢布成为更有吸引力、更方便、更可靠的

① 《人民币国际化报告(2015年)》,中国人民银行2015年6月。

② 李建民:《卢布暴跌成因、影响及中俄合作机遇》,《经济社会体制比较》2015年第1期。

③ 万正晓:《人民币国际化进程中存在的问题及对策》,《中国流通经济》2014年第1期。

结算手段”的目标越来越远。可以说,卢布国际化进程受阻是这一轮卢布汇率波动给俄罗斯带来的最为严重的负面影响之一。

对于中国而言,人民币国际化同样是重要的国家战略之一,是中国成为金融强国的关键一环。实现人民币资本项目可兑换、人民币汇率市场化是人民币国际化的必然趋势。从目前来看,虽然人民币在跨境使用、双边货币合作、储备选择等方面取得了一定成绩,但仍面临着诸多障碍,存在着潜在的不确定性风险。此次卢布危机给中国也敲响了警钟,同时对人民币国际化具有重要的借鉴和启示意义。

第一,中国应彻底避免俄罗斯卢布危机呈现的汇率暴跌,进一步加强货币汇率安全机制建设。卢布的“断崖式”暴跌暴露了俄罗斯金融体系的薄弱和汇率安全机制的缺失。自苏联解体以来,俄罗斯已经经历了多次卢布汇率震荡,一直缺乏有效的汇率稳定机制,无法积极主动地应对西方以汇率为主要手段的经济制裁。因此,中国必须进一步加强人民币汇率安全机制建设,摸清人民币汇率对实体经济的传导机制,界定人民币汇率波动的警戒线和合理区间,并将其列入政府的主要调控管理目标,以避免人民币汇率的震荡波动。

第二,中国应维持充裕的外汇储备规模,为人民币国际化进程保驾护航。通过此次卢布暴跌可以看出,拥有相当数量的外汇储备是十分必要的。雄厚的外汇储备是稳定汇率的重要基础,是人民币升值的助推器,更能保障资本市场逐步开放的安全性,抵御国际投机资本的做空投机行为。同时,要盘活存量,完善大规模外汇储备经营管理体制,按照“依法合规、有偿使用、提高效益、有效监管”的原则,不断创新和拓宽外汇储备运用渠道和方式,提高外汇资源的使用效率。

第三,中国应继续稳步推进人民币资本项目可兑换,进一步完善资本项目管理,但不能操之过急,要慎重对待资本项目的完全开放。中国于 1996 年实现经常项目可兑换,2014 年顺利开通沪港通,进一步简化了资本项目外汇管理。2015 年 10 月 30 日,中国人民银行等 7 部门印发《进一步推进中国自由贸易试验区金融开放创新试点加快上海国际金融中心建设方案》,宣布在自贸试验区内率先实现人民币资本项目可兑换。在推动人民币资本项目可兑换改革的同时,也应高度重视资本项目可兑换所面临的风险,做好风险防范,在利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革尚未完成前,不宜单方面扩大资本项目开放。

(责任编辑:高晓慧)