

俄罗斯金融体系风险 与跨境资本流动关系初探*

郑维臣

【内容提要】 近20年来,俄罗斯频繁发生跨境资本大规模流出,特别是2008年和2014年金融账户逆差均超千亿美元。该文回顾了俄罗斯这两次跨境资本大规模流出对其金融体系的影响,得出以下结论:跨境资本流动与金融体系风险存在着紧密的联系,跨境资本的大规模流出可能引发外汇市场风险、金融机构风险和股票市场风险上升;跨境资本流出对金融体系冲击的强弱与前期跨境资本流动形势有着紧密的联系;具有弹性的汇率制度可以减弱跨境资本流动对金融体系的冲击。

【关键词】 俄罗斯 金融体系 跨境资本 国际收支

【作者简介】 郑维臣,中国人民银行沈阳分行经济师、经济学博士。

引言

稳健的金融体系是国家经济平稳运行的基础,一旦发生系统性金融风险,经济运行就会受到剧烈冲击。但金融体系本身具有一定的风险性特征,防范和化解金融风险,特别是如何避免发生系统性金融风险,是一个重要的理论和实践问题。自1991年独立以来,俄罗斯经济发展过程中金融风险事件频发,其中包括系统性金融危机,如何防范和化解金融风险对俄罗斯具有突出意义。

(一) 金融体系风险与系统性金融风险

金融体系的功能和结构特点导致其运行过程中往往伴随着一定风险,金

* 感谢匿名评审专家中肯的审稿意见,本文为作者个人学术观点,不代表供职单位意见,文责自负。

融体系的监管部门和参与者应时刻注意管控金融风险,特别是注意防范系统性金融风险。系统性金融风险指金融体系风险大规模暴露并对宏观经济运行产生强烈的负面冲击,通常具有以下三方面特点:一是系统性金融风险会对金融体系整体产生冲击;二是系统性金融风险会对宏观经济运行造成负面冲击;三是系统性金融风险具有较强的扩散性^①。

(二) 金融危机理论的发展

在全球经济运行过程中,金融体系风险集中暴露导致金融危机屡见不鲜,学界也逐步形成了较为完整的理论体系,即三代货币危机理论。第一代货币危机理论主要聚焦于固定汇率制度下宏观经济政策失调所隐含的货币危机风险。第二代货币危机理论关注市场主体的投机行为和政策的相机抉择,二者的博弈过程导致固定汇率难以维系。第三代货币危机理论注重从微观主体行为来解释货币危机,该理论关注了跨境资本流动对金融体系和宏观经济的冲击。当跨境资本大规模流入时本币升值、信贷扩张、资产升值,经济和金融体系脆弱性增加,一旦跨境资本大幅流出便引发货币危机^②。美国哈佛大学学者 D. M. 伍德拉夫(2005)形象地将这一过程归纳为“繁荣、黯淡、毁灭”^③。

(三) 金融体系风险与跨境资本流动

货币危机理论为研究金融体系风险与跨境资本流动的关系提供了基本分析框架。国际收支平衡表反映了一国的对外经济往来。在分析跨境资本流动时,考虑到数据的可得性和代表性,本文使用国际收支平衡表数据来衡量跨境资本流动。一般而言,谈论资本账户开放等问题时,资本账户通常指国际货币基金组织发布的《国际收支手册》第4版及之前版本对资本账户的界定。1993年国际货币基金组织发布《国际收支手册》第5版,该版中的资本账户指原经常账户的资本转移等内容,而在第4版中资本账户则被命名为金融账户^④。因此,在使用国际收支平衡表中金融账户差额来衡量跨境资本流动时,考虑到储备资产为货币当局所持有,用来衡量跨境资本流动的金融账户差额不包含储备资产变动。

① 付刚:《宏观审慎管理与系统性金融风险防范思考》,《金融发展研究》2010年第10期。

② 陈雨露、汪昌云:《金融学文献通论》,中国人民大学出版社2006年版,第531~549页。

③ D. M. Woodruff, Boom, Gloom, Doom: Balance Sheets, Monetary Fragmentation and the Politics of Financial Crisis in Argentina and Russia, *Politics & Society*, 2005, 33(1), pp. 3-46.

④ 国家外汇管理局国际收支司:《诠释国际收支统计新标准》,中国经济出版社2015年版,第1~193页。

当跨境资本大规模流入时,外汇市场供求会因为跨境资本的流入发生变化,本币面临着一定的升值压力;跨境资本流入可能导致国内货币环境更为宽松,金融机构信贷投放规模加大,特别是很多跨境资本本身便是以外债形式流入的,考虑到跨境资本流入时本币面临着升值压力,市场主体可能倾向于举借大量的外币债务;跨境资本流动会使得国内流动性环境更为宽松,可能导致股票市场价格上涨甚至形成资产泡沫。总的来看,跨境资本大规模流入虽然可能促进国内金融体系繁荣,但在一定程度上也会加剧金融体系的脆弱性。

跨境资本大规模流出将导致外汇市场的供求发生逆转,本币面临一定的贬值压力,导致国内货币环境趋于紧缩,市场主体的去杠杆可能导致违约增多,对金融机构运营构成一定冲击,还可能导致股票市场价格下跌。总的来看,跨境资本的大规模流出可能导致金融体系风险集中暴露。

基于三代货币危机理论可以简单归结出,跨境资本将通过外汇市场、金融机构和股票市场等渠道对金融体系构成冲击,这为我们研究跨境资本流动对俄罗斯金融体系的冲击提供了分析框架。2000年以来俄罗斯发生的几次金融体系风险显示,重大风险事件引发的跨境资本大规模流出往往是金融体系风险的导火索^①。但金融体系风险与跨境资本流动的联系不仅于此,在跨境资本大规模流入阶段可能造成金融体系脆弱性增强,这便会埋下金融风险暴露的种子。深入分析金融体系风险与跨境资本流动之间的联系,可以更好理解俄罗斯金融体系风险发生的原因和应对措施。

(四) 俄罗斯跨境资本流动及影响

近20年来,俄罗斯跨境资本流动呈现较强的波动性,特别是2008年和2014年的两次跨境资本大规模流出导致非储备性质金融账户年逆差分别高达1396亿美元和1310亿美元。回顾这两次跨境资本大规模流出,其原因存在一定的共性,即这两个年份原油价格均出现了“高台跳水”,国际原油价格暴跌导致对俄罗斯经济预期恶化并由此加剧跨境资本流出。同时,跨境资本流出原因也存在着差异,2008年主要受经济领域重大风险事件引发,国际金融危机爆发后避险资金大量逃离;2014年则受政治领域重大风险事件引发^②。虽然上述两次跨境资本大规模流出在原因上存在差异,但均对俄罗斯

^① 郑维臣:《2000年以来风险事件对俄罗斯国际收支冲击的比较分析》,《欧亚经济》2021年第6期。

^② 同^①。

金融体系造成剧烈冲击,导致金融体系风险集中暴露。

一 外汇市场风险与跨境资本流动

跨境资本大规模流动将对外汇市场供求产生直接影响,但在不同汇率制度下,其影响机制存在着差异。在弹性汇率制度下,跨境资本的大规模流入或流出将直接导致本币名义汇率升值或贬值。在固定汇率制度下,当跨境资本大规模流入时,政府为了应对跨境资本流入产生的升值压力将采取外汇市场干预,在外汇市场上用本币来购买外汇将导致外汇储备规模增长,而非冲销的干预则导致本币超发,由此产生的通胀率上升将促使本币实际汇率升值;当跨境资本大规模流出时,政府通常会动用储备来稳定汇率,但如市场主体有较强的贬值预期,针对汇率的投机将加大稳定汇率的难度,当政府由于难以维系而放弃固定汇率时,外汇市场将出现剧烈动荡,本币的名义汇率会出现急剧贬值。

跨境资本流动对外汇市场的冲击机制与汇率制度存在密切联系,因此,在分析跨境资本流动对外汇市场的影响时,不能简单观察汇率波动,还需观察外汇储备变动情况。为了衡量跨境资本流动对外汇市场的影响,本文参考周工(2017)的方法构建了外汇市场风险指数(FMR),这一指数由实际有效汇率变化和外汇储备变化综合测算得出^①。其中, α_1 为实际有效汇率变化率(ΔE)的标准差的倒数, α_2 为外汇储备变化率(ΔFER)的标准差的倒数。外汇市场风险指数数值较高时,本币汇率贬值压力较大,本币贬值风险较高。外汇市场风险指数波动率较大时,汇率波动风险较高。

$$FMR_t = -(\alpha_1 \Delta E_t + \alpha_2 \Delta FER_t) \quad \text{公式(1)}$$

为了分析俄罗斯跨境资本流动对外汇市场的冲击,本文使用公式(1)测算近年来俄罗斯外汇市场风险指数^②变化,总体来看,外汇市场风险指数呈现较强的波动性。俄罗斯金融账户^③差额数据也具有较强的波动性,这与俄罗斯较早推进资本账户开放有一定的关系,在观察期内,俄罗斯多次发生跨境资本较大规模流出。为了具体分析外汇市场风险与跨境资本流动的关系,分别选择外汇市场风险指标同比变化最大和数值最大的年度进行分析。

① 周工:《资本账户开放、资本流向与金融风险》,中央财经大学2017年博士学位论文。

② 外汇市场风险指数由外汇储备和实际有效汇率计算而得,基础数据来源于世界银行。

③ 文中的金融账户特指非储备性质金融账户,为了更为直观,本文对金融账户数据进行了符号调整,调整后金融账户差额数据的正值为资金净流入、负值为资金净流出,文中所有国际收支数据的统计口径为BPM5,数据来源于国际货币基金组织数据库。

2008年,外汇市场风险指数比2007年迅速上升,当年外汇市场风险指数为-0.1,2007年则为-4。2014年和2015年外汇市场风险指数分别为2.5和2.6,为样本区间的最高值。从俄罗斯国际收支数据看,2008年和2014年均发生了大规模的跨境资本流动,金融账户逆差均超过1000亿美元,因此,我们重点观察这两次跨境资本流动对外汇市场的冲击。

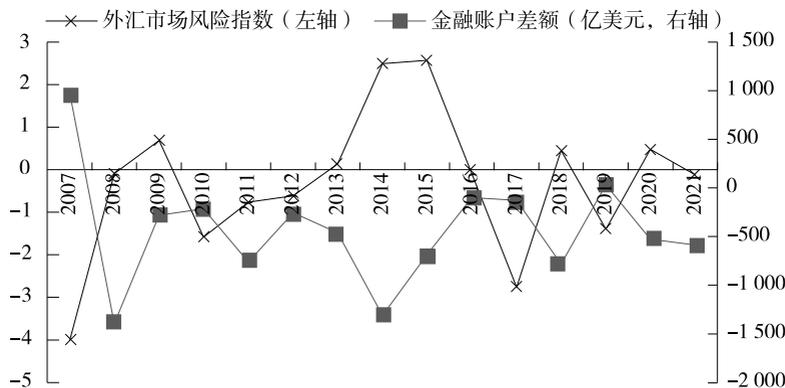


图1 俄罗斯跨境资本流动与外汇市场风险

资料来源:世界银行数据库, <https://data.worldbank.org.cn>; 国际货币基金组织数据库, <https://www.imf.org/en/Data>

2007年,俄罗斯良好的经济形势吸引跨境资本大量流入,卢布汇率升值,外汇市场风险指数为-4,表示卢布面临较大的升值压力。但2008年国际金融危机爆发后,俄罗斯跨境资本迅速由流入转为流出。第二季度,金融账户顺差一度高达321.5亿美元。第三季度,跨境资本流动由顺差转为逆差,当季逆差为191.9亿美元。第四季度,逆差迅速扩大,当季逆差为1315.9亿美元。跨境资本大规模从俄罗斯流出导致卢布面临较大的贬值压力,俄罗斯政府动用大量外汇储备试图平稳汇率,第四季度,俄储备资产减少1248.3亿美元,但是,面对跨境资本大规模流出,外汇市场干预未能彻底扭转卢布汇率贬值趋势,截至2009年1月,卢布对美元汇率相比2008年8月贬值30.6%。

危机过后,俄罗斯主动调整外汇市场干预机制,通过扩大浮动汇率操作区间宽度等方式积极向自由浮动汇率制度转型,并于2014年11月开始实施自由浮动汇率制度^①。2013年年底开始的乌克兰危机导致俄罗斯与美欧关

^① 郑维臣:《俄罗斯汇率制度演变历程分析——基于货币错配的视角》,《俄罗斯东欧中亚研究》2017年第3期。

系恶化,美欧对俄制裁叠加后油价下跌,2014年跨境资本再次从俄罗斯大规模流出^①。2014年金融账户逆差高达1309.9亿美元,受此影响,外汇市场贬值风险加剧。截至2015年12月,卢布对美元汇率比2013年12月贬值55.1%。俄罗斯外汇市场风险指数迅速上升,2015年为2.5,并于2016进一步增至2.6,这也是样本期内外汇市场风险指数的最高值。

从两次卢布汇率危机可以清楚地观察到,外汇市场风险与跨境资本有着紧密的联系,无论是在管理浮动汇率制度还是自由浮动汇率制度下,跨境资本大规模流出都将导致外汇市场风险暴露。

二 金融机构风险与跨境资本流动

新兴市场经济体通常比发达经济体有着更高的名义利率水平,在经济发展态势良好时,市场主体举借低成本外债扩大投资的意愿较强。国内经济良好的发展态势和跨境资本的流入往往意味着本币表现较为强势,这又进一步提升了市场主体举借外债的意愿。

当经济增长前景转为暗淡时,跨境资本流动方向通常会发生逆转,本币面临贬值压力,这时,市场主体为了避免本币贬值加大偿还成本,可能会选择加速外债去杠杆化的策略,这进一步加剧了跨境资本流出压力。当本币贬值浮动较大时,市场主体发生外币债务违约的概率将大幅增加。

金融机构作为从事金融服务业的中介机构,也是跨境资本流动的中介,当跨境资本由流入转为流出时,市场主体债务违约风险将进一步发酵为金融机构风险。其中,商业银行通过持有外债来扩充资产负债规模则是跨境资本流动的重要形式,商业银行自身也是金融机构中极为重要的组成部分,因此,我们简单以商业银行不良贷款率来衡量金融机构风险。

2008年俄罗斯跨境资本大规模流出主要发生于下半年,由于风险的传导存在一定时滞,最终表现为2009年不良贷款率高达9.6%,比2008年大幅上升5.8个百分点,这显示金融体系受到剧烈冲击。从国际收支数据观察,2008年国际金融危机爆发前,俄罗斯金融账户跨境资金整体呈现大规模净流入格局,2007年金融账户顺差高达971.1亿美元,2008年上半年仍保持111.6亿美元的顺差。银行和其他非政府部门净负债增加是金融账户顺差的重要原

^① 徐坡岭、肖影、刘来会:《乌克兰危机以来俄罗斯经济危机的性质及展望》,《俄罗斯研究》2015年第1期。

因,上述负债相关的跨境资金有很大比例以贷款形式流入。2007年,银行部门贷款和存款相关净负债增加516.4亿美元,其他非政府部门贷款相关净负债增加905.6亿美元。银行和其他非政府部门以贷款形式大量举借外债,虽然大量资金流入推动了危机前的经济繁荣,但也隐含着较大的金融风险,随着国际金融危机爆发,油价暴跌导致经济前景暗淡,卢布汇率大幅贬值,债务风险迅速暴露。国际金融危机爆发后,俄能源企业迅速面临偿债危机,银行体系也面临大量贷款无法收回的局面,金融机构和实体经济均受到了巨大冲击^①。

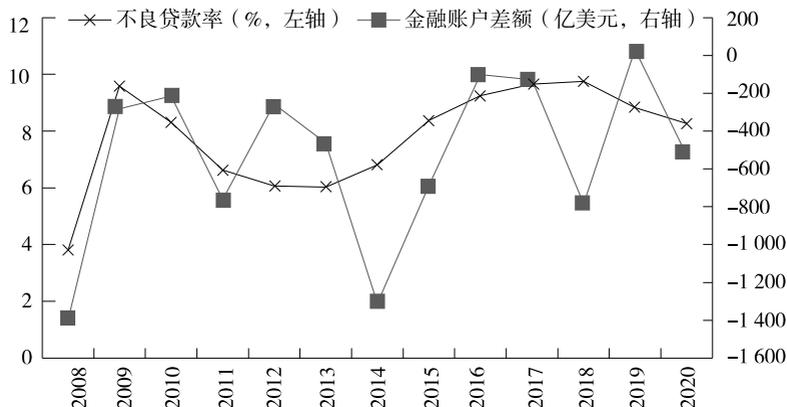


图2 俄罗斯跨境资本流动与金融机构风险

资料来源:同图1。

2014年,跨境资本大量逃离俄罗斯,受此冲击,俄金融体系风险再次上升,2014年,银行业不良贷款率比2013年上升0.8个百分点,2015年在此基础上进一步上升1.6个百分点。但是,此次不良贷款率上升的幅度远小于2009年,从绝对值看也低于2009年。由此可以得出,两次大规模跨境资本流出对金融机构的冲击程度存在明显的差异。这是因为,2008年国际金融危机前,俄罗斯良好的经济形势导致跨境资本大量流入,卢布汇率面临着升值压力,但当局在“强国战略”愿景下不希望看到卢布汇率过快升值而抑制出口,因此选择对外汇市场进行干预,压低卢布汇率^②。在这一缺乏弹性的汇率制度下,卢布升值压力难以得到有效释放,市场主体在长期持有单边升值预期下倾向于举借外币债务,积聚了严重的货币错配问题,存在着较大的金融风险隐

① 王志远:《俄罗斯两次金融危机的比较分析》,《俄罗斯中亚东欧研究》2009年第4期。

② 徐坡岭、郑维臣:《俄罗斯转型以来货币政策演化分析——公共选择的视角》,《俄罗斯研究》2013年第4期。

患,并最终2008年国际金融危机中暴露。之后,俄罗斯开始向自由浮动汇率制度转型,更具弹性的汇率制度促使市场主体更加重视汇率风险,举借外债也更为审慎^①。2013年,银行部门贷款和存款相关净负债增加171.7亿美元,其他非政府部门贷款相关净负债增加446.6亿美元,这一规模远低于2007年。

2008年和2014年两次大规模跨境资本流出对金融机构造成明显的冲击,直接表现为银行不良贷款率明显上升。但是,冲击程度却存在着明显的差异。这是因为,国际金融危机后,俄罗斯市场主体更加重视汇率风险和债务风险,这也导致俄罗斯收支结构发生了明显变化:危机前,俄罗斯国际收支结构呈现双顺差格局,大规模跨境资本流入加剧了经济的脆弱性;危机后,国际收支总体呈现经常账户顺差、金融账户逆差的自主平衡格局。从国际投资头寸数据观察,2007年俄罗斯净对外资产为-1486.4亿美元,2013年净对外资产为1854.8亿美元,俄罗斯完成了由债务国向债权国的转型,这也有利于改善其经济金融体系的脆弱性^②。因此,在监测跨境资本流出对金融机构的冲击时,需重点分析流出前的国际收支结构。

三 股票市场风险与跨境资本流动

跨境资本流动形势与股票市场紧密关联,跨境资本大规模流入可能会促进股票市场的繁荣。其作用机制如下:一是因为部分跨境资本会直接流入股市等资本市场,进而可能直接推高股价;二是因为跨境资本大规模流入会增加境内市场上的流动性;三是跨境资本流入阶段本币通常较为强势,这也增加了本币资产的吸引力。

当跨境资本大规模流出时,则可能会引发股市价格下跌,其主要原因如下:一是跨境资本由流入转为流出通常由重大不利经济或政治事件引发,而上述事件自身就会导致股价整体下跌;二是股市等资本市场的资金流向境外也会使股价面临下行压力;三是跨境资本大规模流出会引发境内市场的流动性趋于紧张;四是跨境资本大规模流出导致本币面临贬值压力,降低本币资产的吸引力;五是针对跨境资本大规模流出、本币贬值,央行可能采取加息作为应对手段,这将对股价进一步施压。

① 郑维臣:《俄罗斯国际收支结构与宏观经济稳定》,《欧亚经济》2019年第6期。

② 郑维臣:《俄罗斯国际收支结构的最优演变路径——基于国际收支发展阶段理论的研究》,《欧亚经济》2020年第5期。

俄罗斯股票指数与跨境资本流动较为密切,从图3可以清楚地观察到,股票指数年变化率和金融账户差额的走势总体趋同。当跨境资本大量流入时,股票指数通常会出现上涨,反之亦然。2008年国际金融危机爆发前,跨境资金大量流入俄罗斯,股价水涨船高,叠加强劲的经济复苏形势,2006年和2007年俄罗斯股票指数同比增速分别高达62%和21.9%。危机前价格的快速上涨导致价格回调的风险集聚,国际金融危机爆发后,跨境资本大量逃离俄罗斯,股市也大幅下跌,2008年股指跌幅高达73.4%。2014年,跨境资本再次大规模从俄罗斯流出,俄罗斯股票指数再次出现大跌,但此次49%的跌幅要小于2008年,主要是此次跨境资本大规模流出前,俄罗斯跨境资本总体呈偏流出态势,2012年股票指数温和上涨,2013年则是小幅下跌,过热的风险较小。

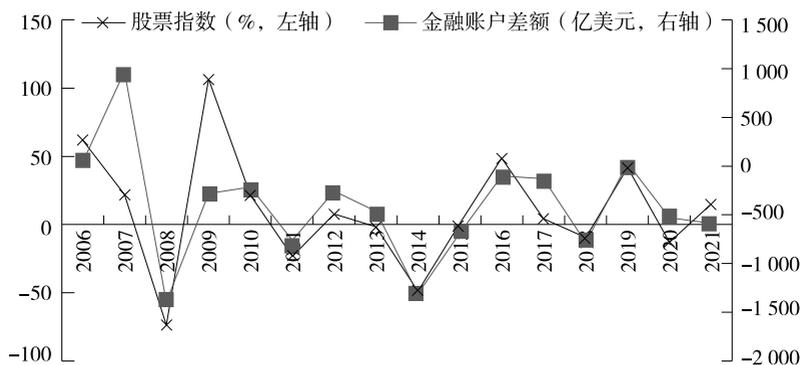


图3 俄罗斯跨境资本流动与股票市场风险

资料来源:同图1。

跨境资本出现大规模流出通常由重大政治经济突发事件、经济发展预期变化等诱发因素所导致,而上述诱发因素自身也很可能导致股指下跌,二者的共振效应将对股市产生剧烈的冲击。此外,由于股市具有较强的流动性,跨境资本从股市流出将较为迅速,而股市的“羊群效应”特征可能导致出现一定的超调。股指迅速下跌可能通过股权质押等多个渠道迅速影响整个金融体系,同时还可能引发市场主体的恐慌情绪,从而加剧金融体系的风险。

结论与建议

(一) 主要结论

跨境资本流动与金融体系风险存在着紧密的联系。跨境资本大进大出将对金融体系产生明显冲击。当跨境资本大规模流入时,外汇市场面临汇率

升值压力;金融机构流动性较为宽松,银行体系会选择加大信贷投放;股票市场较为繁荣。当发生突发事件等因素导致经济预期转为悲观时,跨境资本可能由流入转为流出,这时,外汇市场面临汇率贬值压力;汇率贬值等因素可能导致市场主体偿债能力下降,不良贷款增多,金融机构风险上升;跨境资本大规模流出可能导致股票市场下跌,并引起一系列连锁反应。

跨境资本流出对金融体系冲击的强弱与前期跨境资本流动形势密切相关。俄罗斯于 2008 年和 2014 年先后两次经历大规模跨境资本流出,从金融账户差额观察,两次跨境资本流出的强度基本持平,但对金融体系的冲击却不同。2008 年跨境资本流出导致俄罗斯发生系统性金融危机。2014 年卢布汇率虽然大幅贬值,但俄罗斯并未发生系统性金融危机。究其原因,2008 年国际金融危机爆发前,跨境资本大量流入俄罗斯,其中许多以贷款形式流入,加剧了其金融体系的脆弱性。而 2014 年跨境资本大规模流出前,俄罗斯金融账户已多年持续逆差,国际收支总体呈现自主平衡,金融体系脆弱性已有所改善。

具有弹性的汇率制度可以弱化跨境资本流动对金融体系的冲击。一是缺乏弹性的汇率制度导致市场汇率无法准确反映经济基础条件的变化,市场主体倾向持有单边贬值预期或升值预期,而单边汇率预期与跨境资本单向流动密切相关。二是在弹性汇率制度下市场主体更加关注汇率风险,举借外债也将更为慎重。

(二) 建议

应重视跨境资本流动对金融体系的影响。基于对俄罗斯的分析可以清楚观察到,跨境资本流动将对金融体系产生冲击,大规模跨境资本流动可能引发外汇市场、金融机构和股票市场风险上升。为此,要加强对跨境资本流动的监测和分析,建立有效的风险预警机制。

加强对金融账户跨境资本流动的风险研判和宏观审慎管理。当金融账户跨境资本出现大规模流入时,要高度关注未来可能发生的跨境资本大规模流出风险。应加强对金融账户跨境资本流动的宏观审慎管理,完善相应的管理框架和政策工具。建立健全宏观审慎外汇管理工具体系,充分发挥政策工具逆周期管理作用,防控金融账户跨境资本的大进大出风险。

形成具有弹性的汇率制度,注重提升市场主体汇率风险管理能力。在更富弹性的汇率制度下,汇率可以发挥国际收支自动稳定器的作用,有利于金融体系更有效应对重大风险事件的冲击。汇率弹性的提升应与市场主体汇率风险意识和风险管理能力的提升相契合。

(责任编辑:徐向梅)