

外部冲击视角下俄罗斯 货币政策偏离的影响因素

刘遵乐 刘文翠

【内容提要】 伴随全球一体化进程,外部冲击对新兴市场国家货币政策的影响越发显著,导致政策偏离既定目标。本文以俄罗斯为研究样本,运用前瞻性泰勒规则计算货币政策偏离度。结合政策实践选取指标,构建SVAR模型,量化各因素对货币政策偏离的影响程度。结果显示,汇率波动和资本流动变化是导致俄罗斯货币政策偏离的最直接因素,原油价格变动和美元存款占比变动影响相对较小。由此可得,汇率贬值和资本流出是外部冲击影响俄罗斯货币政策的两大表征,并且两者相互促进,造成金融市场动荡和风险放大。最后,基于俄罗斯经验提出对新兴市场国家货币政策制定的借鉴。

【关键词】 俄罗斯 货币政策 外部冲击 影响因素

【基金项目】 国家社会科学基金项目《中巴经济走廊建设中的直接投资风险预警与防范研究》(项目编号:19BGJ069);新疆维吾尔自治区研究生科研创新项目《前瞻性泰勒规则下俄罗斯货币政策的影响因素分析》(项目编号:XJ2020G243)。

【作者简介】 刘遵乐,中国人民银行乌鲁木齐中心支行高级经济师、博士;刘文翠,新疆财经大学教授、博士生导师。

一 引言

俄罗斯作为新兴市场国家的典型代表,兼具能源输出国以及转型国家的特点,在世界政治经济格局中发挥着重要作用,其政治经济变化一直受到学界的广泛关注,具有研究样本性和学术价值。2000年是俄罗斯发展的重要时间节点,国内政局趋于稳定加之国外经济环境的改善使俄罗斯融入全球经济体系的

进程明显加速。与此同时,外部因素对俄罗斯货币政策执行,特别是通货膨胀和汇率变动的影 响不断加剧。2008 年国际金融危机前后,俄罗斯中央银行宣布将向通胀目标制货币政策转型,但是转型过程并不顺利,2014 年和 2018 年俄罗斯两次出现卢布汇率的大幅波动。基于此,文章以俄罗斯货币政策为研究对象,以外部冲击为分析视角,在探讨俄罗斯货币政策转型路径的基础上实证分析导致俄罗斯货币政策偏离的外部因素,揭示俄罗斯货币政策执行面临的困境。

本文结构安排如下:第一部分为引言;第二部分为文献综述;第三部分为融入全球经济体系的俄罗斯货币政策转型过程;第四部分为影响俄罗斯货币政策偏离因素的实证分析,包括基于计算货币政策偏离度、构建 SVAR 模型和测度各因素对货币政策偏离度的影响;第五部分是俄罗斯经验教训的启示。

二 文献综述

(一) 俄罗斯货币政策的实践和影响因素相关研究

前期学者以俄罗斯货币政策为研究对象进行了广泛的探讨,形成一些具有代表性的观点。主要有以下三点:第一,货币政策承载多目标,影响政策执行效果。转型国家中央银行既需要履行维护物价稳定的基本职责,还需要结合政府的目标要求履行弥补财政赤字和促进经济增长等目标^①。货币政策被动承载了较多的政策目标,中央银行需对不同的政策目标进行权衡,削弱了货币政策执行效果^②。第二,过度美元化影响货币政策执行效果。俄罗斯的美元化问题由两方面原因导致:一是原油出口获得的大量美元收入;二是经济转轨期间基于对本币的不信任,大量外币融资所带来的美元化。过度美元化导致经济脆弱化加剧、货币需求函数不稳定以及货币错配^③,最终影响货币政策传导。

^① C. M. Buch, 1996, Russian Monetary Policy – Assessing the Track Record, Kiel Working Papers, No. 786; pp. 1 – 45; M. A. Starr, 2005, Does Money Matter in the CIS? Effects of Monetary Policy on Output and Prices, Journal of Comparative Economics, 33; pp. 441 – 461; 黄丽新、吴艾君:《俄罗斯货币政策的执行经历和启示》,《中国金融》2009 年第 14 期。

^② 娄芳:《俄罗斯通货膨胀的成因分析及其治理》,《今日东欧中亚》1999 年第 1 期;刘旺霞:《俄罗斯转轨以来货币信贷政策及其启示》,《俄罗斯中亚东欧市场》2010 年第 1 期。

^③ P. M. Keller & T. Richardson, 2003, Nominal Anchors in the CIS, IMF Working Paper WP/03/179; pp. 1 – 42; N. Oomes & F. Ohnsorge, 2005, Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: the Case of Russia, Journal of Comparative Economics, 33; pp. 462 – 483; 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。

第三,外部冲击诱发卢布汇率波动。俄罗斯的经济结构易受外部环境变动的影
响,其中原油价格变动和国际资本流动趋势变化是影响卢布汇率波动的主要外部
因素^①,经济结构的不合理则是俄罗斯经济易受外部冲击的根本性原因^②。

归纳上述观点:俄罗斯货币政策的有效执行受到内外部因素的共同影
响。内部因素主要为俄罗斯经济结构失衡及中央银行所承载的多种政策目
标等问题。外部因素主要为原油价格变动和国际资本流动趋势变化所引发
的卢布汇率大幅波动,进而影响国内货币政策的有效执行。在后危机时期金
融深化背景下,全球风险因素以及部分发达国家非常规货币政策对金融市场
影响越发显著,所以本文聚焦外部因素对俄罗斯货币政策的影响进行分析。

(二) 货币政策偏离度的相关研究

1. 利率调节已成为现代中央银行进行货币政策调控的重要工具

泰勒在《相机抉择和政策规则实践》中提出货币政策的基础利率规则^③。
此后,泰勒^④、麦克勒姆(Mccallum)^⑤运用泰勒规则对日本、英国等国的历史
数据进行检验,认为泰勒规则适应上述各国的货币政策执行,泰勒规则成为
货币政策利率调控的重要参考标准。马骏、纪敏^⑥提出,20世纪末,世界主要
发达国家中央银行的货币政策调节框架实现了由货币供应量为中介目标的
数量型向以利率为中介目标的价格型转变。

2. 俄罗斯货币政策规则已经向利率规则转型

A. 叶萨诺夫(A. Esanov)和C. 梅尔克尔(C. Merkl)^⑦检验了俄罗斯货币
政策的工具规则,在泰勒规则、麦克勒姆规则和鲍尔规则中,认定在其研究周

① V. Dobrynskaya, 2008, The Monetary and Exchange Rate Policy of the Central Bank of Russia under Asymmetrical Price Rigidity, *Journal of Innovations Economics*, 1: pp. 29 - 62; 于娟、徐坡岭:《俄罗斯卢布汇率安排的经济效应分析》,《俄罗斯研究》2009年第5期。

② 马理、李书灏:《俄罗斯经济困局及对中国的启示——基于原油价格与卢布币值波动的实证检验》,《国际金融研究》2016年第12期。

③ J. B. Taylor, Discretion Versus Policy Rules in Practice Targeting as A Monetary Policy Rule, *Carnegie - Rochester Conference Series on Public Policy*, 39: pp. 195 - 214.

④ J. B. Taylor, The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank. *Journal of Monetary Economics*, 43: pp. 655 - 679.

⑤ B. T. Mccallum, Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the United States, the United Kingdom, and Japan, *Economic Quarterly*, June, 2000: pp. 47 - 79.

⑥ 马骏、纪敏:《新货币政策框架下的利率传导机制》,中国金融出版社2016年版。

⑦ A. Esanov, C. Merkl & L. V. Souza, 2005, Monetary Policy Rules for Russia, *Journal of Comparative Economics*, 33: pp. 484 - 499.

期内俄罗斯货币政策更加符合麦克勒姆规则,并判断俄罗斯货币政策规则正在向利率规则方向转变。I. 科尔霍宁(Iikka Korhonen)和 R. 努蒂莱宁(Riikka Nuutilainen)^①对俄罗斯货币政策规则进行了研究,认为2004~2010年麦克勒姆规则与俄罗斯货币政策数据相符。2010年之后,俄罗斯货币政策更加符合修正的泰勒规则。俄罗斯中央银行在《2019~2021年货币政策指南》中明确指出,利率调控是俄中央银行最主要的货币政策传导渠道。俄中央银行将基准利率作为中介目标,通过基准利率调整影响金融市场利率,进而影响金融资产收益率和货币汇率,并通过经济传导影响通胀水平。基于此,本文认为维持货币市场利率稳定是俄中央银行重要的操作目标。

3. 选择前瞻性泰勒规则计算俄罗斯货币政策偏离度

泰勒提出,可以通过计算实际利率与目标利率的缺口来衡量政策偏差(Policy Mistakes)。李宏瑾^②提出,考察货币市场实际利率与标准泰勒规则下利率水平的偏差对观察货币政策的偏误程度及判断货币政策有效性具有重要意义。而在泰勒规则扩展研究中,R. 克拉里达(R. Clarida)^③将预期引入,构建具有通胀预期的前瞻性泰勒规则,并认为前瞻性的货币政策能够稳定经济。郑挺国、王霞^④以中国数据进行验证,认为前瞻性泰勒规则可以稳定经济,而后顾和同期泰勒规则不稳定。俄罗斯中央银行已于2010年开始设定通胀目标,于2015年实现通胀目标制转型,并早已开始设定年度通胀目标,基于此更适用于前瞻性泰勒规则。

三 融入全球经济体系的俄罗斯货币政策转型过程

(一) 融入全球经济体系的俄罗斯货币政策调整

2000年之后,俄罗斯经济发展出现两个重要影响因素:一是普京开始执政,俄罗斯的政治、外交更加主动,对外经济联系越发紧密;二是全球大宗商

^① Iikka Korhonen, Riikka Nuutilainen, 2017, Breaking Monetary Policy Rules in Russia, Russian Journal of Economics, 4: pp. 366 - 378.

^② 李宏瑾:《基于标准泰勒规则的我国货币市场利率偏离估算》,《金融评论》2012年第2期。

^③ R. Clarida, et al., 1998, Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence, European Economic Review, 42: pp. 1033 - 1068.

^④ 郑挺国、王霞:《泰勒规则的实时分析及其在我国货币政策中的实用性》,《金融研究》2011年第8期。

品市场价格进入上行周期,俄罗斯以能源商品为主的出口大幅增长。普京执政后,俄罗斯经济实力有所回升,为金融体制改革奠定了基础。2000年开始实施的大规模银行重组使得中央银行地位有所回升。普京时期,俄罗斯调整了宏观经济政策目标,将重点由宏观经济稳定转变为发展生产,货币政策也随之转变,稳定金融市场成为货币政策主要目标。其政策操作集中于三点:一是仍然将维持合理的通货膨胀水平作为货币政策的主要目标;二是改善银行体系的资产质量,通过存款准备金调整和坏账清理增强银行体系的流动性和清偿性,增强银行体系服务实体经济的能力;三是开始重点关注卢布汇率,将维持卢布汇率稳定作为重要的货币政策目标。由于外部经济环境改善和本国政治经济发展趋于稳定,俄罗斯卢布升值预期加剧。为避免货币过快升值造成的负面影响,稳定汇率成为中央银行的重要政策目标。2002年,俄中央银行开始在外汇市场对卢布汇率进行公开的市场干预。2004年,俄罗斯开始实施有管理的浮动汇率制度。2005年,为加强汇率管理,俄罗斯引入由美元和欧元构成的货币篮子,采取盯住“篮子货币+汇率区间”的汇率政策。

俄罗斯这一时期的货币政策调整卓有成效,通胀水平由1998年危机时期的84.3%降至2004年的11.7%,之后维持在10%左右;再融资利率由1998年的55%降至2004年的13%,之后波动幅度逐步缩小,并能够根据中央银行政策意图进行微调;汇率波动趋于稳定,呈现总体上升趋势下的小幅平稳波动。这期间,俄罗斯货币政策调控在宏观经济中的作用越发显著,中央银行的独立性也明显增强。

(二) 后危机时代的俄罗斯货币政策转型

俄罗斯长期饱受通货膨胀的困扰,一直未得到有效解决。一个重要原因就在于国内经济结构失衡,通胀情况易受外部因素的干扰。

2008年国际金融危机使俄罗斯经济遭受巨大冲击,卢布汇率贬值、资本外流以及国内恶性通胀同时出现。基于此,2009年时任俄罗斯中央银行行长谢尔盖·伊格纳季耶夫提出,向通胀目标制和卢布自由浮动汇率制过渡将是中央银行的主要政策目标。但是受外部环境变化影响,货币政策转型过程并不顺利,期间多次出现政策犹豫和反复(见表1)。2010~2011年,俄中央银行一度延缓了全面实施通胀目标制的计划,转为以应对危机为主要目标的货币政策^①。本文结合政策实践,将2009~2019年货币政策的划分为三个阶段。

^① 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。

表 1 2009 ~ 2019 年俄罗斯中央银行货币政策指南对货币政策转型的关键表述

年份	指导文件	货币政策转型表述
2009	《2009 ~ 2011 年货币政策指南》	中央银行宣布将向自由浮动汇率制过渡,以减少外部冲击对通货膨胀的影响
2010	《2010 ~ 2012 年货币政策指南》	中央银行确定 2010 年度通胀目标为 9% ~ 10%,并在 2012 年将通胀指数降至 5% ~ 7%,改善货币政策框架,奠定向通胀目标制和自由浮动汇率制过渡的基础
2011	《2011 ~ 2013 年货币政策指南》	中央银行为实行通胀目标制做好准备,但并未设定具体的过渡期限。未来三年通胀目标区间维持在 5% ~ 7%,减少外汇市场干预,继续向自由浮动汇率制过渡
2012	《2012 ~ 2014 年货币政策指南》	中央银行宣布将在三年内完成向通胀目标制货币政策的过渡,采用灵活的汇率制度,保留中央银行对汇率市场的干预
2013	《2013 ~ 2015 年货币政策指南》	中央银行称将在 2015 年完成向通胀目标制的过渡,逐步提高汇率灵活性,2015 年转为自由浮动汇率
2014	《2014 ~ 2016 年货币政策指南》	中央银行宣布货币政策优先目标是确保价格稳定,进一步提高汇率灵活性,2015 年前完成向自由浮动汇率制的过渡
2015	《2015 ~ 2017 年货币政策指南》	中央银行提出货币政策将在通胀目标制下进行,2017 年将通货膨胀降至 4%。2014 年年底已完成向自由浮动汇率制的过渡,监管部门将放弃旨在影响汇率的国内外外汇市场操作
2016	《2016 ~ 2018 年货币政策指南》	中央银行重申 2017 年通胀目标降至 4%,认为自由浮动汇率制是货币政策发挥利率调控有效性的重要前提,并发挥稳定作用,缓释外部变化对国内经济的冲击
2017	《2017 ~ 2019 年货币政策指南》	中央银行在通胀目标制下实施货币政策,确定 4% 的通胀目标,重点是内需管理,利用利率渠道调控通胀。自由浮动汇率制有助于保护外汇储备,还可以确保国内经济部门对外界变化作出最佳调整
2018	《2018 ~ 2020 年货币政策指南》	中央银行称,在通胀目标制下货币政策首先管理国内需求以影响价格,恢复外汇市场上的外汇购买,以补充外汇储备
2019	《2019 ~ 2021 年货币政策指南》	中央银行坚持实行通胀目标制的货币政策。2018 年 9 月基于内外部因素共同作用修改了其通胀预期。预计 2018 年的年通胀率将在 3.8% ~ 4.2%,2019 年增至 5% ~ 5.5%,寻求将通胀率长期保持在 4% 左右

资料来源:根据 2009 ~ 2019 年俄罗斯中央银行货币政策指南整理所得,俄罗斯中央银行网站, <http://www.cbr.ru/>

第一阶段为2009~2013年,俄中央银行开始设定通胀目标,进一步加强国内通胀问题的关注,但制度转型过程缓慢。其原因在于:一是外部环境的影响。2010~2013年世界经济全面复苏,能源价格呈现上行趋势,俄罗斯财政收支和经常账户盈余增加。在经济上升周期,俄中央银行货币政策的操作空间增大,可以兼顾维持物价稳定和汇率稳定双重目标。二是内部因素影响。为应对2008年国际金融危机,俄罗斯采取了一系列货币政策措施,部分措施与实行通胀目标制货币政策相抵触,导致通胀目标制货币政策推进缓慢。

第二阶段为2014~2016年,俄中央银行通胀目标制货币政策转型过程加速,2014年年底实现了向浮动汇率制度的过渡。其原因在于:一是外部环境的影响。2014年世界经济形势发生重大变化,能源价格出现断崖式下跌,俄罗斯出口盈余及国际资本流入都出现大幅下降(见表2),卢布大幅贬值,俄中央银行为维持卢布汇率消耗大量外汇储备(见表3)。二是内部因素的影响。俄罗斯过度依赖能源经济的产业结构特征决定其国内经济易受外部因素影响。能源价格的走弱直接导致国内经济发展动力不足,内需减少。这一情况下,中央银行货币政策会更侧重关注国内经济的变化,货币政策也由经济复苏阶段的偏紧缩货币政策向宽松货币政策转移。

表2 2009~2017年俄罗斯石油价格、资本流动及贸易差额指标

指标	2009年 第四 季度	2010年 第四 季度	2011年 第四 季度	2012年 第四 季度	2013年 第四 季度	2014年 第四 季度	2015年 第四 季度	2016年 第四 季度	2017年 第四 季度
石油价格 (美元/桶)	107.94	107.26	106.43	73.13	39.63	47.52	59.35	53.30	64.47
短期国际资本 流动(万美元)	3 741.96	3 919.18	3 842.42	4 243.64	4 144.39	2 988.53	2 843.56	2 696.86	3 188.43
贸易差额 (万美元)	3.68	3.56	5.35	4.54	4.65	4.20	3.02	2.71	3.50

资料来源:石油价格来自wind数据库;外汇储备数据来自俄罗斯中央银行网站(<http://www.cbr.ru>)。

注:石油价格采用OPEC一揽子原油价格;短期国际资本流动=外汇储备量-贸易逆差-FDI。

第三阶段为2017~2019年,通胀目标制货币政策逐步形成。2017年,国际原油价格缓慢上行,俄罗斯整体经济状况有所改善。经过几年的货币政策转型,俄罗斯中央银行明确了4%的长期通胀目标,货币政策的传导渠道主要包括利率、信贷、外汇和通胀预期,其中利率渠道调控已经成为中央银行货币

政策调控的最主要渠道。

表 3 2014 ~ 2016 年俄罗斯货币政策的主要措施

措施	2014 年	2015 年	2016 年
货币政策倾向	货币政策逐步紧缩	审慎的货币宽松政策	货币政策宽松趋势进一步明朗, 总体仍是温和偏紧
关键利率调整	2013 年年底正式将一周回购政策利率作为关键利率以加强货币政策信号。全年稳步提升利率, 从 2014 年年初的 5.5% 提至 2015 年年初的 17%	关键利率稳步下调, 从 2015 年年初的 17% 逐步下调至 2015 年年底的 11%	进一步下调关键利率, 从 2015 年年底 11% 的水平两次下调至 10%
主要做法	制定 5% 的全年通胀目标, 加强货币政策传导机制, 提高政策利率的信号作用。积极进行外汇市场干预, 全年总计抛售超过 1 000 亿美元的外汇储备	稳步推进货币政策正常化, 加强对金融系统的监管, 坚持中期 4% 的通胀目标。放弃干预外汇市场, 实行自由浮动汇率, 卢布汇率完全由市场决定	保持通胀水平稳定低位运行, 加强金融市场和银行业的稳定运行
卢布汇率 (1 美元兑卢布)	39.34	62.01	66.86

资料来源:根据 2014 ~ 2017 年俄罗斯中央银行货币政策指南结合具体实践整理所得, 俄罗斯中央银行网站, <http://www.cbr.ru/>

对俄罗斯货币政策转型过程进行梳理可知, 外部冲击是决定俄罗斯货币政策转型的主要因素。2008 年国际金融危机引发的卢布大幅贬值和通胀压力剧增是俄中央银行决定向通胀目标制转型的诱因, 但危机后全球经济的复苏背景和由政府主导的危机复苏计划使得俄中央银行希望通过货币政策实现更多的政策目标, 导致通胀目标制转型过程缓慢。2014 年国际油价断崖式下跌, 加之克里米亚事件引发的外部制裁, 使卢布再次大幅贬值。为维护卢布汇率稳定, 俄中央银行通过公开市场操作消耗了大量的外汇储备, 在这一背景下, 俄中央银行决定加快通胀目标制转型过程, 货币政策倾向于回避外部冲击, 更加关注国内经济。

经过不断完善政策框架, 俄罗斯已经初步实现了向通胀目标制货币政策的转型。2014 ~ 2018 年, 通胀指数呈现明显的下行态势(见表 4), 特别是 2017 年和 2018 年实现了中央银行设定的长期通胀目标。值得关注的是,

2018 年下半年,国际单边贸易主义盛行以及美联储持续的加息预期引发新兴市场国家金融市场动荡,阿根廷、土耳其等国出现大幅度的货币贬值,同时受制于地缘政治,国际油价出现大幅下跌,俄罗斯卢布汇率再次出现大幅贬值,俄罗斯中央银行于 2018 年 9 月上调了通胀预期,这也再次引发了对俄罗斯货币政策影响因素的讨论。

表 4 2014 ~ 2019 年俄罗斯消费价格指数变动情况(%)

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
年度均值变动	7.8	15.5	7.0	3.7	3.1	4.5
年末同比变化	11.3	12.8	5.3	2.5	3.9	4.4

资料来源:经济学人智库, <http://www.eiu.com>

注: *2019 年为预测值。

四 影响俄罗斯货币政策偏离因素的实证分析

为进一步量化各因素对俄罗斯货币政策的影响,本文参考 I. 科尔霍宁和 R. 努蒂莱宁的研究结论,并结合俄中央银行 2010 年货币政策指南将通货膨胀设定为货币政策的主要目标。2000 年之后,俄罗斯货币政策已经开始注重利率调控,并逐步向通胀目标制转型,并以此为前提,认为俄罗斯货币政策适用于泰勒规则^①。在前期研究的基础上分两步进行实证分析。第一步通过泰勒规则计算俄罗斯通胀与产出缺口,运用前瞻性的泰勒规则计算泰勒规则标准利率,并根据实际值(名义利率)与规则值(均衡利率)之间的偏差得到货币政策偏离值。第二步采用结构向量自回归(SVAR)对引致货币政策目标变动的影响因素进行实证分析,结合俄罗斯国家特征,建立货币政策偏离值、汇率变化、国际资本流动、国际市场原油价格变动以及俄罗斯国内银行体系的美元化程度变动的五元结构 SVAR 模型,分析俄罗斯中央银行货币政策在不同时期对汇率变化、原油价格波动、资本流动以及金融体系美元化变动程度的偏好。综合考虑俄罗斯的经济发展阶段,本文选取 2003 年作为时间节点(普京执政初期的金融改革初见

^① 对于俄罗斯货币政策的适用规则,学界并没有定论。因为俄罗斯特殊的国家性质,俄罗斯的货币政策执行还存在“相机决策”与“规则”的争议,但不可否认的是,俄罗斯中央银行的治理较之前更加市场化和规范化,所以本文假定其政策执行向利率调控转变,并适用于泰勒规则。

成效,通胀率和本币汇率趋于稳定),分析外部冲击对俄罗斯货币政策偏离的影响。

(一) 基于前瞻性泰勒规则计算货币政策偏离度

用前瞻性泰勒规则计算利率偏离。利率理论价值计算公式为:

$$i_t = (1 - \rho)(c + \beta\pi_{t,k} + \gamma y_{t,q}) + \rho i_{t-1} + \xi_t \quad \rho \in [0, 1] \quad \text{公式(1)}$$

首先运用泰勒规则计算均衡利率,确定泰勒规则下利率的理论值。泰勒规则主要体现短期名义利率与产出缺口以及通货膨胀的关系,即季度平均短期名义利率 \bar{i}_t 对前四季度平均通货膨胀率 $\bar{\pi}_t$ 和产出缺口 y_t 作出的反应。表达式为:

$$\bar{i}_t = \bar{i}_t + \bar{\pi}_t + 0.5(\bar{\pi}_t - \pi^*) + 0.5y_t \quad \text{公式(2)}$$

其中, \bar{i}_t 为基于泰勒规则计算出的均衡利率, π^* 为通胀目标, y_t 为产出缺口。

本文采用 2003 年第一季度至 2017 年第四季度的数据,计算出前瞻性泰勒规则下的均衡利率。

通货膨胀缺口计算依据标准泰勒规则,为前四季度平均通货膨胀率($\bar{\pi}_t$)与通胀目标(π^*)的差值。产出缺口 y_t 以 1994 年为基期的季度实际 GDP 计算,运用 x_{11} 方法做季节调整,HP 滤波法计算潜在产出,数据来源于俄罗斯联邦国家统计局网站。

$$\text{产出缺口计算公式为: } y_t = 100(Y - Y^*)/Y^* \quad \text{公式(3)}$$

其中, y_t 为产出缺口, Y 为实际产出, Y^* 为潜在产出。

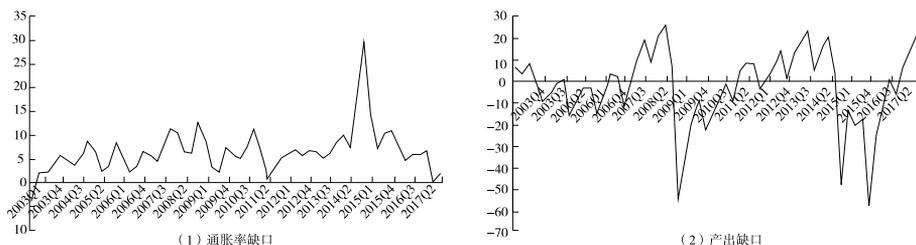


图1 2003~2017年俄罗斯通胀缺口和产出缺口

资料来源:俄罗斯联邦国家统计局网站, <http://www.gks.ru>

通过对通胀缺口和产出缺口的计算(见图1),客观反映了俄罗斯经济的周期性特征。其中有三个较为明显的通胀上行周期。第一个为 2006~2008 年。全球经济上行,受益于国际原油价格上升及市场需求增加,俄罗斯经济快速发展。产出与消费都处于繁荣阶段,产出缺口一直维持正值,

即实际产出高于潜在产出。第二个为 2008 ~ 2011 年, 国际金融危机对俄罗斯经济造成外部冲击, 能源经济受到重挫, 金融体系问题暴露, 经济下滑, 实际产出低于潜在产出。2010 ~ 2011 年, 俄罗斯采取积极的财政政策和宽松的货币政策对冲危机影响, 通胀持续走高。第三个为 2012 ~ 2014 年, 全球经济复苏, 油价上行。俄罗斯经济复苏, 实际产出高于潜在产出。2014 年以后, 国际油价下行和克里米亚事件引发西方国家制裁, 俄罗斯经济再次下行。在经济周期的不同阶段, 货币政策目标存在区别, 政策工具使用也具有差异性。

根据通胀缺口和产出缺口, 计算出基于前瞻性泰勒规则下的均衡利率 i_t [见图 2(1)]。

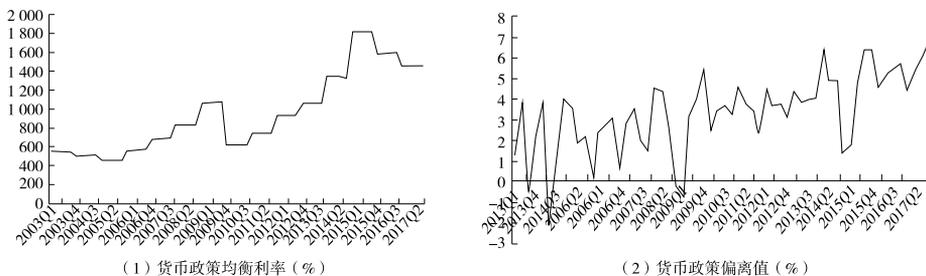


图 2 2003 ~ 2017 年泰勒规则下俄罗斯货币政策均衡利率和偏离值

资料来源: 同图 1。

名义利率 i_t 对前瞻性泰勒规则均衡利率的偏离程度表达式为:

$$\text{deviation} = i_t - \hat{i}_t \quad \text{公式(4)}$$

泰勒规则理论下的均衡利率与名义利率之间的偏差绝对值定义为货币政策偏离值[见图 2(2)], 得出: 2008 年金融危机期间及其后的危机恢复期以及 2014 年经济遭受内外部冲击期间, 货币政策偏离度都比较高。

(二) 构建 SVAR 模型, 测度各因素对货币政策偏离度的影响

1. 影响俄罗斯货币政策的因素及指标选取

基于第二部分文献综述整理, 本文选取汇率水平、石油价格、短期资本流动、美元存款占比作为影响货币政策的因素进行分析(见表 5)。指标选取综合考虑俄罗斯经济发展特点, 其中石油价格由国际大宗商品市场价格决定, 短期资本流动和美元存款占比变动由国际金融市场资本流动趋势决定, 而汇率则是内外部外汇需求的基本反应, 是外部冲击俄罗斯经济的先行指标。

表 5 本文涉及的指标及含义

指标	指标含义	数据来源
利率偏离(%)	泰勒规则理论下的均衡利率与名义利率之间的偏差绝对值	根据 GDP、CPI、利率数据进行测算,数据来源为俄罗斯联邦国家统计局、wind 数据库
汇率(美元兑卢布)	货币政策汇率稳定目标	根据每日美元兑卢布收盘数据季度加权平均取得,数据来源为俄罗斯中央银行
石油价格(美元/桶)	OPEC 一揽子原油价格	wind 数据库
短期国际资本流动(美元)	外汇储备量 - 贸易逆差 - FDI	根据 wind 数据库、俄罗斯中央银行数据加工计算
美元存款占比(%)	美元存款/存款总量	根据俄罗斯中央银行数据加工

2. 模型设定及实证分析

本文建立货币政策偏离值、汇率水平、原油价格、资本流动规模和美元存款占比的五元结构 SVAR 模型。综合考量常用的 LR、SC 准则、AIC 准则和平稳性等因素(见表 6),确定模型滞后阶数为 5。

表 6 SVAR 模型滞后阶数输出结果

滞后期	LL	LR	df	p	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	88.763				1.0e-08	-4.188 15	-4.111 82	-3.977 04
1	118.680	59.828	25	0	8.3e-09	-4.433 84	-3.975 86	-3.167 18
2	152.290	67.223	25	0	5.7e-09	-4.864 43	-4.024 79	-2.542 22
3	195.400	86.223	25	0	2.7e-09	-5.770 01	-4.548 72	-2.392 25
4	231.330	71.851	25	0	2.2e-09	-6.316 29	-4.713 34	-1.882 98
5	275.050	87.457	25	0	1.7e-09	-7.252 72	-5.268 12	-1.763 86

在构建 SVAR 模型之前,使用 Dickey - Fuller 检验模型变量的平稳性。在 1% 的显著性水平下,利率偏离、汇率水平、石油价格、短期国际资本流动和美元存款占比一阶平稳(见表 7)。被估计的 SVAR 模型所有根的模都小于 1,SVAR 模型稳定。

表 7 变量的平稳性检验

指标	利率偏离	汇率	石油价格	短期国际资本流动	美元存款占比
ADF 值	-10.290***	-7.229***	-7.314***	-7.218***	-7.414***

注:*** $p < 0.01$ 。

对于五元二阶 SVAR 模型,需要设置约束条件才能识别结构冲击。本文通过设置矩阵,三角元素全部为零,采用递归形式对 SVAR 系统进行识别。

3. 实证分析结果

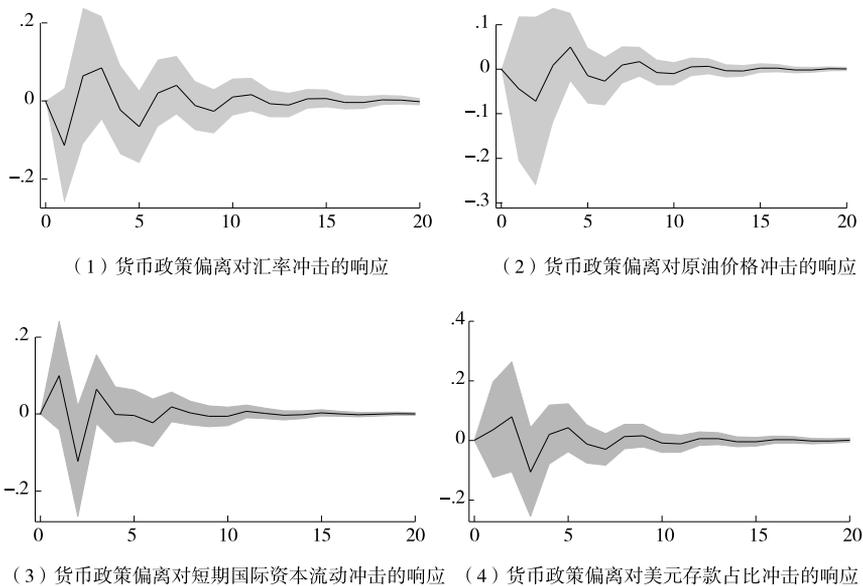


图 3 货币政策偏离对各变量的脉冲响应输出结果

(1) 脉冲响应

本文通过实证分析得出基于 SVAR 模型的货币政策偏离对汇率波动、油价变化、短期国际资本流动以及美元存款占比变动的响应轨迹。

为全面观察分析变量变化带来的长期影响,本文选取时间滞后观察期为 20 个季度。图 3 分别描述了俄罗斯货币政策偏离对汇率波动、国际原油价格变化、短期国际资本流动变化和美元存款占比变化冲击的反应程度。

根据脉冲响应输出结果,得到如下结论:一是俄罗斯货币政策偏离对汇率冲击、国际资本流动的短期响应最为明显,都是在第一季度出现峰值,且响应周期最长。二是俄罗斯货币政策偏离对原油价格和美元存款占比变动短期响应较弱,但是美元存款占比变动影响周期较长。

(2) 方差分解

方差分析结果如下(见表8):货币政策偏离度的外在影响因素从第2期开始,除自身影响外,汇率波动、短期国际资本流动冲击解释度最高。从第4期开始,汇率冲击、原油价格冲击、短期国际资本流动冲击以及美元存款占比冲击对货币政策偏离的解释度累计约为15%,这一比例到滞后第15期维持在17.3%。在四个影响因素中,汇率冲击和短期国际资本流动冲击解释度最高,美元存款占比冲击列第3位,原油价格变动冲击列最后一位。

表8 SVAR模型中货币偏离值的方差分解

滞后期	利率偏离冲击	汇率冲击	原油价格冲击	短期国际 资本流动冲击	美元存款占比冲击
1	100.0	0	0	0	0
2	94.4	2.76	0.407	2.13	0.28
3	88.7	3.40	1.410	5.00	1.52
4	84.9	4.61	1.360	5.57	3.59
5	84.6	4.61	1.790	5.45	3.59
6	83.7	5.30	1.800	5.34	3.84
7	83.5	5.35	1.920	5.41	3.85
8	83.0	5.61	1.920	5.44	3.99
9	83.0	5.62	1.970	5.43	4.01
10	82.8	5.74	1.970	5.42	4.05
11	82.8	5.75	1.990	5.42	4.06
12	82.7	5.79	1.990	5.42	4.07
13	82.7	5.80	2.000	5.42	4.08
14	82.7	5.82	2.000	5.42	4.08
15	82.7	5.82	2.000	5.42	4.09

综上得出结论:影响俄罗斯货币政策偏离的最直接干扰因素是卢布汇率波动以及短期国际资本流动的变化;美元存款占比变动对货币政策偏离的短期影响不明显,但是影响周期相对较长;原油价格变动对货币政策偏离的影响不显著。

(三) 实证结果的原因分析

第一,汇率波动是外部冲击影响俄罗斯经济的先行因素。无论是克里米亚事件引发西方制裁这样的政治事件,还是由于经济下行导致的大宗商品价

格下跌这样的经济事件,对俄罗斯经济造成的首要影响就是卢布汇率贬值。

第二,在危机时期,资本流出会放大外部冲击对俄罗斯经济的不利影响。在1998年亚洲金融危机、2008年国际金融危机以及2014年俄罗斯卢布危机中,俄罗斯都同时出现本币大幅贬值和资本流出加剧。其原因在于:一是经济下行背景下全球资本流向会发生变化,由新兴市场国家流回发达国家,俄罗斯经济具有能源出口和资本流入依赖的特点。能源收入减少和资本外流使得支撑经济增长的动力缺失,造成国内物价承压。二是汇率的大幅波动会吸引投机性资本流入或者流出外汇市场套利,进而形成两者共振,互相放大影响。三是政治事件进一步加剧不利影响。例如2014年克里米亚事件,俄罗斯遭到西方全面经济制裁,特别是美国的“长臂管辖”导致俄罗斯金融体系从国际金融市场上获取资金的难度加大,出现流动性短缺,加剧了资本外流的负面影响。

汇率变动和短期国际资本流动变化共同导致经济内外部失衡,影响货币政策发生偏离(见图4)。

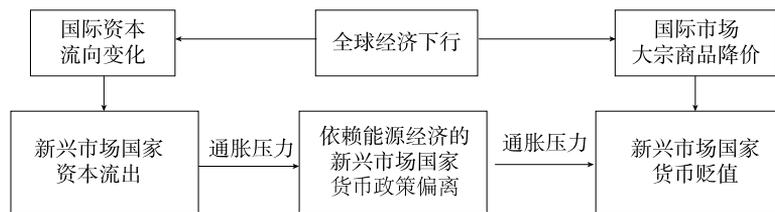


图4 全球经济下行背景下俄罗斯货币政策偏离的因素传导

第三,金融体系外币化问题导致的货币错配使得外部金融风险增强,货币政策传导效率低下。俄罗斯能源型经济结构导致金融体系外币化问题长期存在(能源的外币结算),出现的货币错配问题会增强跨境资本流动风险,影响货币政策调控空间,妨碍汇率制度发挥作用。

第四,油价波动需通过影响经济收入进而传导至货币政策。俄罗斯作为重要的原油出口国,油价变动直接影响其外贸和财政收入,并通过价格渠道传递通胀压力,影响货币政策执行,间接影响货币政策目标的实现,所以货币政策偏离对石油价格的短期响应最弱。

五 俄罗斯经验教训的启示

当前全球正处于百年未有之大变局,新冠肺炎疫情的暴发将导致全球化

进程进一步放缓,经济格局正在重塑。特别是新兴市场国家面临内外部经济环境的变化和本国政治经济问题的交织,货币政策影响因素更加复杂多变。虽然新兴市场国家经济发展水平各不相同,经济结构迥异,但是外部冲击对新兴市场的影响多表现为汇率大幅波动和国际资本流动大幅变化。基于此,俄罗斯货币政策转型过程的政策实践和外部冲击导致货币政策偏离的原因具有借鉴意义。

新兴市场国家在实施货币政策进程中应更加关注以下三方面内容。

一是增强货币政策定力,政策制定要充分考虑本国国情。当前经济全球化受阻,一些大国的非常规货币政策、地缘政治以及疫情突发等因素引发的国际风险影响愈发巨大,对货币政策制定造成各种风险挑战。新兴市场国家的货币政策当局应当坚持“以我为主”的思路,政策制定以本国国情为基础,兼顾国际因素。

二是合理发挥汇率自由稳定器作用,平衡资本账户开放与金融风险外部输入两者关系。综合权衡汇率合理波动的外部风险缓冲作用以及汇率大幅波动引发的资本流动风险,将增强汇率的市场定价与适当的资本管制措施相结合,一方面发挥汇率自由稳定器的作用,增强通过汇率市场化浮动缓冲外部风险的作用,另一方面重点关注汇率波动对实体经济的风险传递,通过适当的资本项下管理,有效防控伴随汇率波动的大幅资本流动对实体经济的冲击。

三是增强金融体系稳健性,重点关注经济结构和外贸结构的调整。俄罗斯货币政策实践证明,外部冲击可以通过多种渠道冲击金融体系,进而影响通货膨胀。这意味着在开放经济条件下,中央银行应当更加关注金融稳定,在政策规则设计过程中主动预判外部风险,积极做好应对准备。结合本国国情,对产业结构和贸易结构进行优化,改变过度依赖资源型出口或者外国投资拉动的经济发展模式,努力实现内外部均衡,增强实体经济抵御风险的能力。

(责任编辑:农雪梅)