

俄罗斯汇率制度演变历程分析

——基于货币错配的视角*

郑维臣

【内容提要】 俄罗斯央行自 1995 年确立独立性后，先后实施了“外汇走廊”、管理浮动汇率和自由浮动汇率三种汇率制度。在汇率制度演进过程中曾先后爆发三次卢布汇率危机，其中，前两次汇率危机在其国内存在严重货币错配问题背景下进一步演化成金融危机。2008 年金融危机过后，俄罗斯逐步转向自由浮动汇率制度，汇率弹性的提升使货币错配问题得以缓解，这也是 2014 年汇率危机未演化成金融危机的重要原因。

【关键词】 俄罗斯 卢布汇率 汇率危机 货币错配

【作者简介】 郑维臣，国家外汇管理局辽宁省分局职员、博士。

2014 年 11 月 10 日，俄罗斯在进行多年准备工作后，终于完成由管理浮动汇率制度向自由浮动汇率制度的转型，正式启动自由浮动汇率制度。但是，在能源价格下跌和欧美制裁背景下，卢布于 2014 年大幅贬值，再一次爆发严重的汇率危机。俄罗斯自经济转型以来，先后于 1998 年、2008 年和 2014 年经历三次严重的汇率危机。卢布汇率在三次危机中均大幅贬值，不同的是，前两次汇率危机进一步演化成系统性金融危机，2014 年汇率危机却未演化成系统性金融危机。那么，对于俄罗斯这样一个在不到二十年时间里发生过三次汇率危机的国家，应如何评价其汇率制度选择？为什么在 2014 年汇率危机中，汇率的大幅贬值并未像前两次那样引发金融危机，这与俄罗斯 2008 年金融危机后汇率制度演变有着怎样的联系？为了回答上述问题，我们以货币错配为视角，分析汇率制度选择与货币错配之间的关系，在此基础上评价俄罗斯选择自由浮动汇率制度的成效。

* 本文为第二届俄罗斯东欧中亚研究前沿论坛优秀论文。作者感谢匿名审稿人提出的中肯意见，本文为作者个人学术观点，与所供职单位无关，文责自负。

一 俄罗斯汇率制度选择历程回顾

(一) “外汇走廊”的确立和崩溃

俄罗斯经济转型启动后，价格自由化将货币超发的通胀压力彻底释放，由此产生了严重的通胀问题。为了控制通货膨胀，俄罗斯于1995年引入“外汇走廊”，将卢布对美元汇率控制在一定区间内，以此稳定民众对于卢布汇率的预期。“外汇走廊”启动后，由于卢布兑美元汇率开始呈现相对平稳的走势，民众持有卢布的意愿有所提升，扩大了卢布的货币需求。此外，“外汇走廊”还有利于进口商品的国内价格保持稳定。因此，“外汇走廊”启动后，俄罗斯高通胀问题得到了明显缓解，1996年，俄罗斯年通胀率为47.7%，较1994年的307.6%有了明显好转^①。

俄罗斯引入“外汇走廊”后，虽然高通胀问题得到缓解，但仍远远高于美国的通胀水平。在这一背景下，卢布对美元的名义汇率要通过一定幅度贬值才能保持实际汇率不变，但名义汇率的贬值幅度远低于实际汇率保持不变所需，由此导致实际汇率呈现明显升值。卢布对美元实际汇率升值显然不利于俄罗斯的出口，1996年至1998年，俄罗斯经常账户余额持续收窄，加大了维持“外汇走廊”的难度。

亚洲金融危机爆发后，外资大量撤离俄罗斯导致卢布汇率面临较大的贬值压力。俄罗斯央行薄弱的外汇储备已经无法继续维系“外汇走廊”。最终，俄罗斯于1998年8月17日发表声明宣布转向浮动汇率制度，“外汇走廊”最终崩溃，卢布对美元汇率迅速出现大幅贬值，从8月17日至年底，卢布对美元汇率贬值了69.5%^②。

(二) “不可能三角”约束下的汇率政策选择

1998年金融危机过后，在能源价格上涨的拉动下，俄罗斯开始了一轮强劲的经济复苏。能源出口收入的激增使得卢布面临较大的升值压力。俄罗斯执政当局在强国战略指引下把经济增速放在了突出位置，如果放任卢布升值显然不利于

^① 数据来源于世界银行网站，<http://data.worldbank.org.cn>

^② 由俄罗斯央行年报发布数据计算而得，《俄罗斯中央银行年报2008》，俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/eng>

出口增长，将妨碍经济复苏。因此，俄罗斯频繁对外汇市场进行干预，抑制卢布汇率升值^①。因此，俄罗斯在经济复苏阶段选择了兼顾型的货币政策，即将控制通胀和抑制卢布汇率升值同时作为货币政策目标。为了达成兼顾型货币政策目标，俄罗斯央行通常在上半年着力控制国内的通胀问题，当通胀问题得到控制后，下半年则着力抑制卢布升值，但由此超发的货币又将导致下一年年初通胀问题突出^②。

在经济复苏阶段，俄罗斯选择了兼顾型的货币政策目标，但在实际操作过程中往往面临着顾此失彼的困境。其根本原因在于：在开放条件下，根据“不可能三角”，一国无法同时达成独立的货币政策和固定汇率。“不可能三角”意味着俄罗斯控制通货膨胀和抑制卢布汇率升值的双货币政策目标之间存在内在矛盾。

俄罗斯在能源价格高涨拉动下实现了持续的经济复苏，投资者对俄罗斯的投资热情日渐高涨，卢布汇率的单边升值又助长了这一情绪。2005年，俄罗斯结束了持续多年的私人部门资本净输出，2007年私人部门资本净输入高达831亿美元^③。能源出口收入和跨境资金的流入导致外汇市场上供求失衡更为明显。俄罗斯央行为了抑制卢布汇率升值不得不购买了大量的外汇，虽然外汇储备实现迅速增长，但也由此“被动超发”了大量的货币，导致国内通货膨胀水平一直居高不下^④。

直到2008年上半年，俄罗斯央行仍在外汇市场上频繁进行市场干预来抑制卢布汇率升值，1~7月央行共在外汇市场上净购买了990亿美元。全球金融危机爆发后，外资大量流出俄罗斯，能源原材料价格出现大幅下跌。受此影响，从8月起，卢布面临较大的贬值压力，央行由购买外汇迅速转为抛售外汇，试图以此来稳定卢布汇率。从8月到12月，央行在国内外汇市场上净抛售了1681亿美元外汇^⑤。卢布汇率也在外部冲击下再一次大幅贬值。

① 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》，载《俄罗斯研究》2013年第4期。

② 李中海：《论俄罗斯货币信贷政策及影响》，载《俄罗斯中亚东欧研究》2007年第4期。

③ 数据来源于《银行统计公告2009.01》，俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/eng>

④ 在经济复苏阶段，俄罗斯为了完成抑制卢布过快升值的目标，年度通胀率往往高于通胀目标。详见马骥、吴艾君：《俄罗斯货币政策及其启示》，载《俄罗斯中亚东欧研究》2008年第2期。

⑤ 数据来源于《俄罗斯中央银行年报2008》，俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/eng>

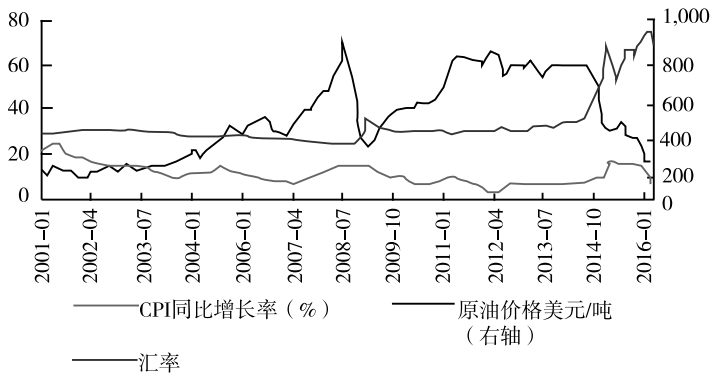


图1 俄罗斯通货膨胀和汇率变动情况

数据来源：WIND 数据库。

(三) 后金融危机时期逐步转向自由浮动汇率制度

2008年金融危机暴露了俄罗斯经济的诸多问题，危机过后，俄罗斯提出创新发展战略来克服原有经济发展方式的内在矛盾。为了达到这一目标，俄罗斯提出宏观经济政策应为经济发展创造平稳的环境，货币政策主要任务是降低通胀水平。在2008年金融危机之前的经济复苏阶段，通胀问题迟迟得不到解决的重要原因是俄罗斯将维持汇率稳定作为货币政策目标。因此，为了实现通胀目标，俄罗斯央行需要放弃将汇率水平作为货币政策目标。正是在这一背景下，俄罗斯提出将选择通货膨胀目标制作为货币政策框架^①，并确定汇率制度应转向自由浮动汇率制度。除了通胀目标外，自由浮动汇率制度也有助于改善金融脆弱性问题。基于以上原因，俄罗斯央行在2008年金融危机过后致力于逐步增强汇率弹性，为全面实施自由浮动汇率制度做准备。

俄罗斯央行为了经济主体能够适应自由浮动汇率制度，选择了在管理浮动汇率制度下逐步对汇率干预机制进行微调，以此逐步增强汇率弹性。俄罗斯央行选择美元和欧元双货币篮子的卢布价值作为操作指标，操作指标的浮动范围由浮动操作区间决定。央行在浮动操作区间中设立一个中立区域，在中立区域内不进行外汇操作，一旦操作指标突破中立区域，央行将对外汇市场进行干预。当累计干

^① 通货膨胀目标制是国际上较为流行的货币政策框架。央行公布一个量化的通货膨胀目标，并将其作为货币政策名义锚。通货膨胀目标制要求将通胀作为货币政策单一目标，因此要求汇率制度应为自由浮动汇率制度才能与这一货币政策框架相适应。

预量达到一定值后，浮动操作区间的边界将自动移动 5 戈比。

表 1 俄罗斯管理浮动汇率制下外汇市场干预机制调整

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
浮动操作区间宽度	由 3 卢布扩大至 4 卢布	由 4 卢布扩大至 6 卢布	由 6 卢布扩大至 7 卢布	中立区域扩大至 3 卢布	由 7 卢布扩大至 9 卢布
触发浮动操作区间边界移动 5 戈比的累计干预量	由 7 亿美元缩减到 6.5 亿美元	由 6.5 亿美元减少至 5 亿美元。	由 5 亿美元减少至 4.5 亿美元	由 4.5 亿美元减少至 3.5 亿美元	由 3.5 亿美元增加至 15 亿美元，后回落至 3.5 亿美元

资料来源：由各年度《俄罗斯中央银行年报》整理而得，俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/eng>

在管理浮动汇率制度下，俄罗斯央行选择逐步扩大浮动操作区间宽度和减少触发浮动操作区间边界移动所需的累计干预量的方式来扩大卢布汇率弹性，表 1 展示了这一过程。通过汇率干预机制的渐进式调整，卢布汇率形成机制市场化程度显著提升，经济主体对于卢布汇率波动的适应能力逐步提升。最终，俄罗斯于 2014 年 11 月 10 日完成了向自由浮动汇率制度的转型。自由浮动汇率制度并不意味着完全放弃外汇市场干预，当金融稳定性受到威胁时，央行会进行外汇市场干预。实际上，2014 年第 4 季度卢布面临严重的贬值压力，央行为了稳定汇率预期从 11 月 11 日到 12 月 31 日净卖出了 119 亿美元外汇^①。

2014 年，受乌克兰危机和能源价格大跌双重影响，卢布汇率又一次大幅贬值。截至 2015 年年末，卢布对美元汇率较 2014 年年初贬值超过 50%。但和前两次汇率危机不同的是，本次危机是在逐步转向自由浮动汇率制度背景下发生的，2014 年年底俄罗斯仍拥有 3 855 亿美元外汇储备^②，俄罗斯央行仍具有干预外汇市场的能力。因此，不应将 2014 年汇率危机视为俄罗斯央行无力控制卢布汇率贬值，而是在自由浮动汇率制下主动放弃过度干预，让卢布汇率自动调整来适应基本经济要素发生的新变化。在 2014 年卢布汇率危机中，汇率贬值并未像前两次危机那样成为外部冲击的“放大器”，而是发挥了“缓冲器”的作用^③。

① 《俄罗斯中央银行年报 2014》，俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/eng>

② 数据来源于《银行统计公告 2015》，俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/eng>

③ 郑维臣：《通货膨胀目标制可以增强金融体系抵御外部冲击的能力》，载《欧亚经济》2016 年第 1 期。

二 货币错配是理解俄罗斯汇率制度变迁的重要维度

(一) 货币错配的成因与危害

俄罗斯在转型之初曾选择固定汇率制度（“外汇走廊”），“外汇走廊”最终在1998年金融危机中崩溃。1998年危机过后，俄罗斯选择了管理浮动汇率制度，以此来抑制卢布过快升值。但2008年全球金融危机爆发后，俄罗斯爆发汇率危机并进一步演化成系统性金融危机。2008年危机过后，俄罗斯选择了自由浮动汇率制度作为目标汇率制度，并于2014年11月完成向自由浮动汇率制度的转型。虽然俄罗斯在2014年再一次陷入汇率危机，但是汇率危机并未进一步演变成系统性金融危机，俄罗斯也没有选择抛弃自由浮动汇率制度。那么，为什么俄罗斯做出了这样的汇率制度选择，固定汇率和管理浮动汇率制下，汇率危机为何隐藏着较大的金融风险？理解这一问题则需要从货币错配问题入手。

货币错配被戈登斯坦和特纳定义为：“在一个权益实体的净值或净收入（或二者兼而有之）对汇率的变动非常敏感时，就出现了所谓的‘货币错配’。从存量的角度看，货币错配指的是资产负债表（即净值）对汇率变动的敏感性；从流量的角度看，货币错配则是指损益表（净收入）对汇率变动的敏感性。净值/净收入对汇率变动的敏感性越高，货币错配的程度也就越严重。”^① 对市场主体而言，如果其资产是以本币计价的，其负债是外币计价的，那么便在存量角度存在着货币错配问题。或者说，如果其收入是以本币计价，而支出是以外币计价的，那便存在着流量角度的货币错配问题。货币错配问题意味着一旦本币汇率出现大幅贬值，那么资产负债（收入支出情况）情况会迅速恶化，经济主体将面临严重的汇率风险。

对于一国而言，严重的货币错配问题将加剧金融体系的脆弱性，一旦汇率出现大幅贬值，便可能导致严重的金融风险。那么，为什么货币错配有着如此大的潜在危害，货币错配问题却仍在诸多国家广泛存在？回答这一问题，便需要从货币错配的成因入手。埃森格林（Eichengreen）和豪斯曼（Hausmann）提出了“原罪”论，即发展中国家由于过去频繁发生的高通胀和本币贬值，或者仅仅是

^① [美] 莫里斯·戈登斯坦、菲利普·特纳：《货币错配——新兴市场国家的困境与对策》，李扬、曾刚译，社会科学文献出版社2005年版，第1页。

由于信誉度较低而难以在资本市场上以本币计价进行长期融资^①。对于新兴市场国家而言，所谓“原罪”的存在意味着较高的本币融资成本，因此经济主体往往寻求利率成本更低的外币融资，以此来降低融资成本。但是，如果经济主体的资产和收入主要以本币计价，持有外币负债便意味着存在货币错配问题。戈登斯坦和特纳进一步将货币错配的成因进一步归结为僵化的汇率制度、高通胀、信息不充分、外汇管理政策未能有效控制外债规模等七个方面^②。

在货币错配的诸多成因中，最为关键的成因便是国内高通胀和僵化的汇率制度。高通胀导致本币负债的名义利率水平较高，这将激励市场主体去举借外债。本币汇率缺乏波动将导致经济主体忽视汇率风险，外币融资意愿更为强烈。“如果没有汇率的浮动，市场参与者就不会努力去控制货币错配。”^③更为致命的是，僵化的汇率制度可能导致汇率失调问题，即汇率水平偏离了均衡汇率水平^④。汇率失调将提升本币对投机者的吸引力，在汇率被高估条件下，一旦投机者取得成功，本币汇率将大幅贬值，这样货币错配隐含的汇率风险将迅速释放，经济主体将面临严重的债务违约风险。如果货币错配源于企业从本国银行的外币贷款，那么债务违约将导致银行不良贷款率上升。如果货币错配源于银行自身持有大量外币负债，那么其资产负债表将迅速恶化。实际上，无论哪种情形都将导致本国金融系统受到重大冲击，甚至引发金融危机。

以上的分析表明，新兴市场国家的经济主体倾向于外币融资，这将导致货币错配问题。固定汇率或其他僵化的汇率制度将助长这一行为，即加剧货币错配问题。同时，固定汇率和僵化的汇率制度容易产生汇率失调，随着汇率失调的加剧，外部冲击或投机攻击等因素都可能引发汇率危机。一旦本币贬值，那么货币错配将成为汇率风险的放大器，债务违约将导致汇率危机进一步演变成系统性金融危机。

① Eichengreen, B. & Hausmann, R, “Exchange Rate and Financial Fragility,” NBER Working Paper 7418, 1999. p. 1 - 54.

② [美] 莫里斯·戈登斯坦、菲利普·特纳：《货币错配——新兴市场国家的困境与对策》，第4~5页。

③ 同上，第120页。

④ 根据购买力平价理论，如果本国通货膨胀率高于目标国通胀率，那么本币应随之做出贬值调整才能保持汇率仍处于均衡汇率水平。但是在固定汇率下，本币与目标国货币之家的汇率保持不变，这样当本国通胀率高于目标国通胀率时，便会产生汇率失调问题，即本币被高估。本币高估显然不利于出口，而出口形势的恶化将导致出口收入减少（外汇供给减少），这将加大维持固定汇率的难度。

（二）“外汇走廊”促进国债市场繁荣的同时加剧了货币错配

1995 年，俄罗斯选择“外汇走廊”作为汇率制度，这一汇率制度除了可以控制国内的高通胀问题外，还为国债市场的繁荣创造了条件。1995 年俄罗斯央行独立性确立后，财政赤字货币化得到了抑制，但财政收支失衡问题仍未得到有效解决。为了弥补财政赤字，央行发行了大量的国债。“外汇走廊”的实施为国债市场的繁荣创造了条件，卢布汇率的稳定使国债市场的收益具有良好的保值性^①。

虽然通过“外汇走廊”促进了国债市场的繁荣，但是也由此引发了严重的货币错配问题。“外汇走廊”稳定了卢布对美元汇率的预期，这样借入利率较低的美元来购买利率较高的以卢布计价的国债，便可以获得可观的收益，但这一操作将产生货币错配问题。更为致命的是，俄罗斯大量商业银行也参与到其中，银行通过持有大量的美元债务来购买国债资产获取收益，进一步加剧了货币错配问题所隐含的金融风险。

在“外汇走廊”框架下，卢布汇率难以根据国内的高通胀而进行有效调整，卢布汇率被高估，这加大了维持“外汇走廊”的难度。1997 年亚洲金融危机爆发后，大量资金从俄罗斯流出，仅在当年 11 月份，央行便动用 61 亿美元外汇储备来维持汇率稳定^②。1998 年夏天，俄罗斯当局已经意识到“外汇走廊”难以为继，但是银行部门的货币错配问题使其不敢放任卢布汇率贬值。为了给银行解套争取时间，俄罗斯央行向 IMF 做出了一些根本无法完成的承诺，以此来延缓卢布汇率贬值^③。1998 年 8 月 14 日，叶利钦仍在表示卢布不会贬值，但三天后的“8.17”声明意味着“外汇走廊”彻底崩溃^④。

“外汇走廊”崩溃后，卢布汇率危机全面爆发，虽然俄罗斯当局曾极力为银行争取时间，但银行仍持有大量的美元债务和卢布资产，卢布对美元汇率贬值后，银行业损失惨重。危机爆发后，俄罗斯最大的 18 家银行有 15 家面临资

① 王联：《“汇率走廊”对俄罗斯经济、金融的影响》，载《国际金融研究》1996 年第 4 期。

② Dabrowski, M. Paczynski, W. & Rawdanowicz, L, *Inflation and Monetary Policy in Russia: Transition Experience and Future Recommendations*, RECEP Working Paper, 2001, p. 9.

③ Woodruff, D. M. Boom, Gloom, Doom: “Balance Sheets, Monetary Fragmentation and the Politics of Financial Crisis in Argentina and Russia”, *Politics & Society*, 2005, 33 (1) . p. 28 - 32.

④ 王凤京：《俄罗斯的金融自由化与金融危机：剖析和借鉴》，经济科学出版社 2008 年版，第 61 ~ 64 页。

不抵债的困境^①，大量银行破产，1998年汇率危机最终转变为系统性金融危机。

俄罗斯的“外汇走廊”实施经验再次证实，在固定汇率下，市场主体倾向于忽视汇率风险，其国内较高的名义利率水平更是导致市场主体倾向于举借美元负债来持有卢布资产，从而导致货币错配问题不断加深。最终，亚洲金融危机爆发后，内外因素交织在一起导致俄罗斯最终无法再维持“外汇走廊”，卢布汇率贬值导致货币错配隐含的金融风险最终暴露，特别是银行部门的货币错配问题导致大量银行破产，俄罗斯金融危机全面爆发。

（三）2008年前缺乏弹性的汇率制度导致企业外币负债规模迅速扩大

1998年金融危机使“外汇走廊”这一固定汇率制度的脆弱性彻底暴露。危机过后，虽然俄罗斯外汇储备规模迅速上升，但其已无意再重建“外汇走廊”，转为实施管理浮动汇率制度。在经济复苏阶段，俄罗斯央行为了达成经济增速目标，将避免卢布过快升值作为汇率政策目标。在这一目标下，俄罗斯央行频繁对外汇市场进行干预，从而导致这一时期卢布汇率弹性不足。除此之外，俄罗斯央行频繁在外汇市场抛售卢布来买入外汇导致超发了大量的卢布，从而使其国内通胀水平一直处于较高水平，这又进一步传递至名义利率水平。

强劲的经济复苏使企业拥有较强的投融资意愿，由于卢布贷款利率水平较高，俄罗斯国内企业举借了大量美元贷款。值得注意的是，在经济复苏阶段卢布一直面临较大的升值压力，虽然央行通过市场干预抑制了卢布汇率升值，但市场上持续存在着对于卢布的升值预期。在卢布单边升值预期下，企业显然偏好举借美元负债。

企业美元负债规模的增长又一次加剧了俄罗斯的货币错配问题。2008年金融危机爆发后，国际能源价格急转直下，卢布兑美元汇率大幅贬值，从而导致企业债务危机爆发，大量企业陷入困境。俄罗斯为了抑制卢布汇率升值甚至采取逆市加息策略，这显然不利于其经济复苏^②。2008年卢布汇率危机通过引发企业债危机最终演变为金融危机。

^① 徐向梅：《俄罗斯银行改革、危机与启示》，载《经济社会体制比较》载2009年第5期。

^② 王志远：《俄罗斯两次金融危机的比较分析》，载《俄罗斯中亚东欧研究》2009年第4期。

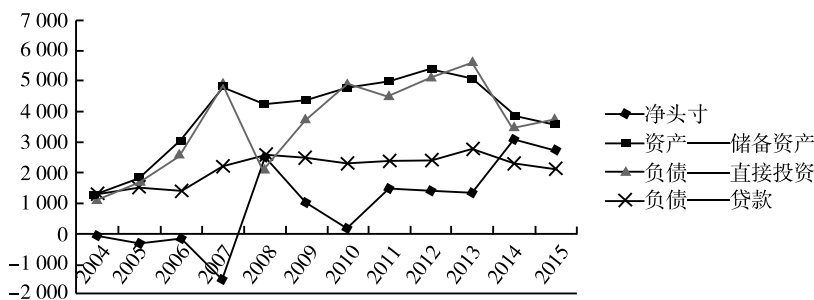


图2 俄罗斯主要 IIP 数据

资料来源：俄罗斯中央银行网站。

(四) 在向自由浮动汇率制度转型过程中货币错配问题得到了缓解

俄罗斯在1998年和2008年两次汇率危机中受到了较大冲击，均暴发了严重的金融危机，汇率危机演变成金融危机的一个重要原因便是其严重的货币错配问题。而俄罗斯的经验表明，固定汇率（外汇走廊）或其他形式缺乏弹性的汇率制度将成为货币错配的温床。因此，2008年金融危机过后，俄罗斯痛定思痛，决心提升其金融体系的稳定性，其中一个重要举措便是改变其僵化的汇率制度，逐步转向自由浮动汇率制度，以此来缓解货币错配问题，进而提升金融体系稳定性。

2008年金融危机后，随着俄罗斯逐步转向自由浮动汇率制度，卢布汇率弹性不断提升，经济主体的汇率风险意识也随之提升。此外，在单一货币政策目标下国内通货膨胀问题也有所缓解，这有利于缓解卢布融资名义利率较高问题。在以上因素共同作用下，俄罗斯货币错配问题得到了缓解。

2014年卢布对美元汇率再次呈现大幅贬值，但在货币错配问题得到缓解背景下，俄罗斯央行敢于让卢布对美元汇率贬值，因为汇率贬值不会向前两次危机那样引发系统性金融危机，适当的贬值反而有利于国际收支逆差的收窄。虽然2014年汇率危机中卢布对美元汇率贬值幅度大于2008年汇率危机，但是因为俄罗斯货币错配问题得到了改善，经济金融体系对于卢布汇率贬值的抵御能力显著提升。

三 汇率弹性提升是俄罗斯货币错配问题改善的主要原因

俄罗斯1998年和2008年两次汇率危机表明，货币错配是加剧金融体系脆弱

性的重要原因，而固定汇率或缺乏弹性的汇率制度将加剧货币错配问题。因此，2008年金融危机过后，俄罗斯开始逐步转向自由浮动汇率制度。与此相对应的是，俄罗斯货币错配问题在这一时期得到了一定的缓解。那么，为什么在转向自由浮动汇率制度过程中货币错配问题得到了缓解，这一阶段卢布汇率动态发生了怎样的变化，为了回答这一问题，我们借助实证分析的方法，通过比较卢布开始转向自由浮动汇率前后实际汇率与均衡汇率之间的关系，观察卢布汇率弹性的变化。

为了评估卢布均衡汇率水平，我们基于克拉克（Clark）和麦克唐纳（MacDonald）评估均衡汇率的基本模型来进行实证分析。他们选择与汇率动态联系较为密切的基本经济因素变量与实际汇率建立模型，运用计量方法得出实际汇率与基本经济因素变量之间的联系方程，再用当期基本经济因素求得当期均衡汇率，当期实际汇率与当期均衡汇率的差便可用于衡量汇率失调水平^①。

我们沿用他们的方法，选择货物贸易顺差和GDP同比增长率作为基本经济因素，以卢布实际有效汇率指数指代汇率水平。其中：货物贸易顺差是俄罗斯经常项目顺差的主要来源^②，GDP增长率反映了经济基本面，而经济基本面是跨境资金流动的重要原因。因此，我们认为这两个指标是外汇市场供求的重要影响因素，故选其作为基本经济因素。所有数据均取自Wind数据库，构建VAR模型如下：

$$Y = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + A_3 Y_{t-3} + C + u_t$$

其中， $Y = [E \text{ EX} \text{ GDP}]$ ， A_1 、 A_2 和 A_3 为系数矩阵， C 为常数项列向量， u_t 为误差扰动项列向量。 E 为卢布实际有效汇率指数， EX 为货物贸易顺差， GDP 由同比增长率指代。我们选择季度数据为样本数据，其中卢布实际有效汇率指数由每季度最后一个月的月度值代替。样本范围从2002年第1季度至2016年第1季度，共57期样本。选择样本期从2002年开始，是因为石油价格虽然从1998年危机后开始上涨，但在2001年有一次回调，从2002年开始石油价格开始稳步上涨，由此导致俄罗斯出口收入持续上升，俄罗斯央行也开始频繁进行外汇市场干预来抑制卢布汇率升值。所有数据均来自Wind数据库。我们选择的计量软件为Eviews6，选择的滞后期为3，构建非限制VAR模型。

图3给出了模型的平稳性检验结果，所有的特征根均在单位圆内，表明模型

^① Clark, MacDonald, *Exchange Rates and Economic Fundamentals: a Methodological Comparison of BEERs and FEERs*, IMF Working paper, 1998.

^② 2015年俄罗斯经常项目余额为696亿美元，其中货物贸易顺差（BOP口径）为1182亿美元。数据来源于《银行统计公告2016.06》，俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/eng>

是平稳的。协整结果显示存在着协整关系，表明 E、EX、GDP 变量之间存在着长期均衡关系。

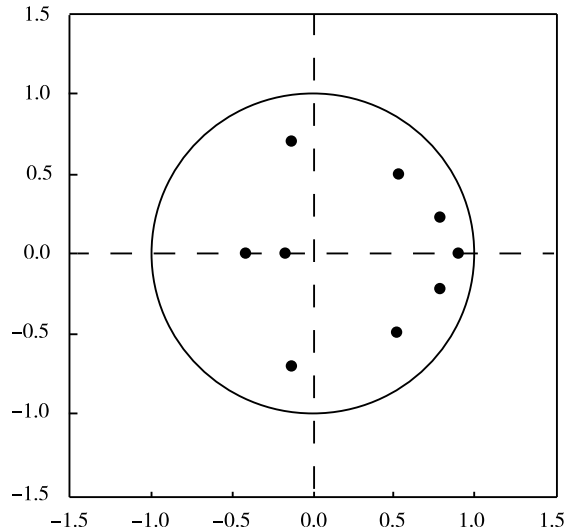


图3 VAR模型平稳性检验结果

表2 协整检验结果

Hypothesized No. of CE (s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob. **
None *	0.375 954	41.59 039	29.79 707	0.0 014
At most 1 *	0.235 252	16.59 923	15.49 471	0.0 340
At most 2	0.043 987	2.384 155	3.841 466	0.1 226

格兰杰因果检验结果表明，EX 和 GDP 是 E 的格兰杰原因。这表明选择货物贸易顺差、经济增长率作为基本经济因素变量评估卢布均衡汇率水平是合适的。

表3 E为因变量的格兰杰因果检验结果

Excluded	Chi - sq	df	Prob.
EX	7.684 979	3	0.0 530
GDP	6.529 269	3	0.0 885
All	17.51 107	6	0.0 076

模型的估计结果为： $E = 0.664231E_{-1} - 0.03721E_{-2} + 0.48053E_{-3} + 1.129147EX_{-1} - 3.256311EX_{-2} + 0.301537EX_{-3} + 0.76706GDP_{-1} - 0.493167GDP_{-2} + 0.078794GDP_{-3} - 4.393538R - squared = 0.898616$ (1)

将当期经济因素变量代入方程(1)可以估计出当期均衡汇率。我们再用当期实际有效汇率指数减去当期均衡汇率，其差值如图4所示。当实际有效汇率指数与均衡汇率的差为正值时，意味着卢布汇率被高估，市场上将产生贬值预期。当实质汇率与均衡汇率的差为负值时，意味着卢布汇率被低估，市场上将产生升值预期。

从图4可以观察到，2008年金融危机前实际有效汇率指数与均衡汇率的偏离幅度较小，并呈现连续多季度单向偏离。例如从2007年第2季度到2008年第1季度连续4个季度呈现负值。这意味着卢布汇率被低估，市场将对卢布产生升值预期。在这一背景下，企业倾向于外币负债加杠杆，这一趋势在图2中可以明显地观察到。企业举借外币贷款将加大货币错配程度，这也为俄罗斯2008年金融危机埋下了伏笔。

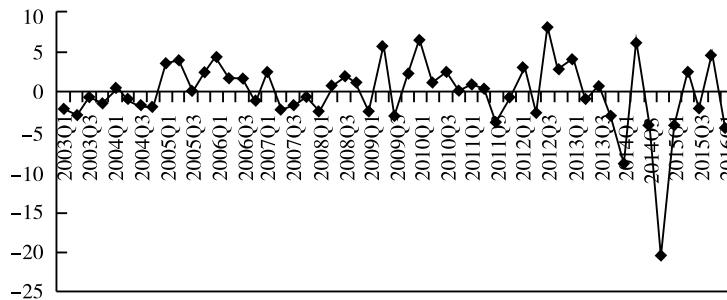


图4 卢布汇率动态

资料来源：俄罗斯中央银行网站。

实证分析结果表明，2008年金融危机过后，实际汇率较均衡汇率的偏离幅度明显加大，并且偏离方向转换较快。这主要源于俄罗斯央行开始逐步转向自由浮动汇率制度，汇率弹性显著提升。实际汇率较均衡汇率的偏离方向多变意味着市场对于卢布汇率走势的预期将频繁发生转变，这意味着持有外币负债的汇率风险明显加大，在这一背景下企业举借外币负债将更为审慎，这解释了为什么2008年金融危机后俄罗斯货币错配问题得到了一定的缓解。

结 论

俄罗斯在经济转型启动后,先后于1998、2008和2014年经历三次明显的卢布汇率危机,不同的是前两次危机均转变为系统性金融危机,而2014年汇率危机未转变为系统性金融危机。其关键在于,2008年危机过后,俄罗斯在金融领域采取一系列改革,引入了通货膨胀目标制和自由浮动汇率制度,加强了汇率市场化程度,由此缓解了货币错配问题,困扰俄罗斯的金融脆弱性问题得到显著改善。正因如此,2014年在受能源大幅下跌和乌克兰危机影响下,俄罗斯经济形势显著恶化,大量跨境资金流出,卢布汇率大幅贬值,但汇率贬值并未引发系统性金融危机。

俄罗斯的经验表明,在僵化的汇率制度下,采取外汇市场干预虽然可以影响汇率走势,但外汇市场干预容易导致实际汇率长时间单方向偏离均衡汇率,这将加大对投机资金的吸引力。一旦形势扭转,投机资金便会迅速撤离,从而导致汇率出现大幅波动。特别是当市场对汇率形成强烈的贬值预期后,虽然可以动用外汇储备进行干预,但随着外汇储备规模不断下降,市场对汇率贬值的预期将不断加强,一旦外汇储备消耗殆尽,那么汇率危机的爆发将难以避免。更重要的是,僵化的汇率制度还会加剧货币错配问题,而货币错配将成为汇率危机的放大器,这也是俄罗斯前两次汇率危机转变为金融危机的重要原因。

对于俄罗斯这样一个严重依赖能源原材料出口的国家,一旦能源原材料价格出现大幅下跌,那么卢布汇率便会面临较大的贬值压力。能源原材料的国际市场价格具有较大的波动性,这就意味着想要完全避免卢布出现大幅汇率波动是非常困难的。合理的策略选择应是:增强汇率弹性、较低的通胀水平、有效控制货币错配问题、加强市场主体的汇率风险意识和风控能力,以此提升经济金融体系对汇率波动的抵御能力。

2008年金融危机过后,俄罗斯选择了新的货币政策框架,即转向通货膨胀目标制和自由浮动汇率制度。在向新框架逐步转型过程中,长期困扰俄罗斯的高通胀问题得到了有效缓解,有利于其国内企业降低融资成本。汇率弹性的提升也使得市场主体的汇率风险意识显著提升。在双重效应下,俄罗斯企业外币负债规模未出现显著增长,货币错配问题得到了一定缓解。因此,2014年虽然受能源价格断崖式下跌影响俄罗斯经济表现不佳,但卢布汇率危机未演变成系统性金融危机。这表明,汇率弹性的增强可以有效缓解货币错配问题,并进一步提升金融系统稳定性。

(责任编辑 张红侠)