

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

ABSTRACTS

Zhang Ming et al. Russian Ruble exchange rate has experienced sharp depreciation and volatility since 2014. The international community witnessed capital run – out, inflation and foreign exchange reserve falling in Russia. Western sanctions and the falling of oil prices are the powderhose, weak economic growth and distorted economic structure are the fundamental, capital account liberalization is an accelerator of Russian Ruble’s depreciation. The choice of exchange rate regime by developing countries and openness of capital account are hot spots of discussion after the Federal Reserve retreated QE and RMB central parity rate cut sharply. In this regard, the Editorial board had invited some scholars to discuss the following issues: what are the underlying reasons of Russian Ruble crisis, what kind of policy choice could be for developing countries on the exchange rate system, what kind of implications could be for the RMB internationalization and the capital – account liberalization in China, and what kind of lessons could be for the marketization of RMB exchange rate formation mechanism.

Keywords: Russian Ruble Exchange Rate, Capital Account, China’s Financial Reform, RMB Internationalization

Liao Yazhen Xu Minhui The paper analyzed systematically and intensively the mismatch between Russia’s trade structure and industry structure with empirical analysis. The conclusions drawn out from the study are, first, the effect of changes of trade structure to the industrial structure’s change is negative, second, the industrial structure to the export structure of primary product is fluctuating, and is positive to the import structure of manufactured goods.

Keywords: Russia, Trade Structure, Industrial Structure, Mismatch

Yang Lei Central Asian countries have planned new transnational railway networks to the world market after the collapse of Soviet Union. Based on various forms of consultations, they finally agreed on the framework of new transnational