

# 俄罗斯国际收支结构与宏观经济稳定\*

郑维臣

**【内容提要】** 俄罗斯国际收支结构与卢布汇率水平、宏观经济运行有着紧密的联系。回顾俄罗斯2001年以来各年度国际收支结构变化,经常账户虽然一直保持着跨境资金净流入,但俄罗斯经济结构决定了经常账户余额波动性较强。金融账户跨境资金流动呈现较强的波动性,金融账户的跨境资金集中流出往往与汇率贬值、宏观经济失序联系在一起。俄罗斯应加强跨境资金流动的风险研判和宏观审慎管理,坚持汇率市场化方向,以此防控跨境资金流动对宏观经济稳定的冲击。

**【关键词】** 俄罗斯 国际收支 汇率危机 跨境资金

**【作者简介】** 郑维臣,中国人民银行沈阳分行职员、经济学博士。

## 一 引言

宏观经济稳定主要指经济增速和通货膨胀率的稳定性。当经济增速和通货膨胀率未出现明显波动且维持在合理区间内,可以认为宏观经济基本稳定。宏观经济稳定性偏弱一直是俄罗斯经济运行过程中面临的一大难题。俄罗斯以“休克疗法”启动经济转型,转型初期宏观经济处于失序状态,1995年俄罗斯以法律形式确立央行独立性后,随着“外汇走廊”的确立宏观经济初步企稳,但之后于1998年、2008年和2014年爆发三次汇率危机,由于俄罗斯国内的货币错配问题,1998年和2008年两次卢布汇率危机最后均演变成系统性金融危机。在1998年、2008年和2014年三次汇率危机中,俄罗斯经济

---

\* 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,与所供职单位无关,文责自负。

均出现明显衰退。此外,由于俄罗斯经济存在一定程度的美元化问题以及大量消费品需要进口,汇率贬值往往会加剧通货膨胀问题,这一现象在转型初期表现得尤为明显。在三次汇率危机过程中,通货膨胀问题均出现不同程度的恶化。因此,卢布汇率稳定是俄罗斯宏观经济稳定的基础<sup>①</sup>。

卢布汇率水平受诸多因素影响,俄罗斯频繁出现卢布汇率危机的原因较为复杂,既包括国际经济环境<sup>②</sup>、大宗商品价格、美元走势<sup>③</sup>等外部因素,也包括其产业结构<sup>④</sup>、财政状况等内部因素。但总体来看,上述因素均为间接因素,卢布汇率最终还是直接由外汇市场的供给与需求所决定。外汇供求除了受市场主体持有外汇意愿、央行外汇市场操作等因素影响外,主要还是由跨境资金流动情况所决定。

鉴于卢布汇率是俄罗斯宏观经济稳定的重要影响因素,跨境资金流动状况又与汇率水平有着密切的联系,而国际收支则反映了一个经济体与其他经济体的经济往来,因此,国际收支结构与宏观经济稳定存在着密切的联系。国际收支结构可以简单分为以下三种情景:国际收支基本平衡、国际收支大幅顺差、国际收支大幅逆差。在不同情景下,国际收支结构对宏观经济稳定的影响机制有着明显的差异,其影响机制可以简单归结如下。

国际收支基本平衡指经常账户和金融账户(指非储备性质金融账户,下同)总体上呈现小幅顺差或小幅逆差格局。在这一情景下,跨境资金流入、流出压力较小,因此,对外汇供求和汇率的影响较小,对宏观经济运行的冲击也较小。但是,当国际收支基本平衡表现为经常账户逆差和金融账户顺差这一格局时,应关注其隐含的金融风险。因为金融账户持续顺差意味着对外资产的下降或对外负债的增加,如果是由于对外负债的持续增加导致的金融账户顺差,则隐含着一定的外债风险。

国际收支大幅顺差指经常账户和金融账户总体上呈现大幅顺差格局。在这一情景下,跨境资金流入压力较大,汇率面临较大的升值压力。如果汇率弹性较大,那么汇率升值首先将弱化出口竞争力,这将缓解经常账户的跨境资金流入压力,同时金融账户的跨境资金大量流入,会促使市场利率下降,

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。

② 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。

③ 郑维臣:《美元因素对卢布汇率的影响》,《欧亚经济》2018年第3期。

④ 于娟:《石油金融异化对卢布汇率的影响》,《欧亚经济》2016年第1期。

刺激资产价格的上涨;如央行对外汇市场进行强有力干预,被动“超发”的货币又隐含着一定的通胀风险,同样也会刺激资产价格的上涨。

国际收支大幅逆差指经常账户和金融账户总体上呈现大幅逆差格局。在这一情景下,跨境资金流出压力较大,汇率面临贬值压力,当汇率出现大幅贬值时,便有可能引发货币危机。跨境资金的大量流出会导致市场利率的上升,央行为了扭转资金外流局面也可能会采取加息操作,这将增加经济出现紧缩的可能性。此外,跨境资金的大量净流出可能导致资产价格的下跌。

从国际收支结构状况对宏观经济运行的影响机制可以看出,国际收支结构与宏观经济稳定有着紧密的联系。因此,我们将基于上述分析框架,从俄罗斯国际收支结构入手来分析其对汇率水平和宏观经济稳定的影响,回顾梳理国际收支中不同账户跨境资金流动与卢布汇率水平和宏观经济运行的联系,并进一步分析俄罗斯跨境资金流动的主要影响因素。

## 二 俄罗斯国际收支结构演变及影响

俄罗斯经济转型初期,“休克疗法”导致宏观经济秩序混乱,汇率大幅贬值,通货膨胀问题严重。虽然1995年后通胀压力和卢布贬值压力有所缓和,但受限于其严重的财政问题,1998年俄罗斯爆发金融危机。俄罗斯转型初期经济处于失序状态也体现在外汇管理领域,在其国际收支平衡表中,净误差与遗漏项持续多年呈现大额负值,这可能由于资金外逃所致,也反映了统计数据质量有待提升。因此,我们选择了2001~2018年作为研究的样本区间。这一区间俄罗斯经济已从转型初期的失序中走出,并经历了持续多年的复苏直至2008年国际金融危机,2008年后俄又开始经济复苏直至2014年再次爆发汇率危机。先后两次从增长到危机的经济周期给我们提供了很好的样本来分析国际收支结构演变及对宏观经济的影响。

### (一) 经济复苏至2008年国际金融危机期间国际收支结构演变及影响

俄罗斯从1998年金融危机走出后,在能源价格上涨的带动下,经济实现了强劲复苏。从2001年开始,经常账户持续多年呈现顺差格局,除2002年出现小幅下降外,经常账户顺差总体呈不断扩大态势,之后虽然于2007年再次下降,但2008年经常账户仍然维持较大顺差。金融账户资金流动最初呈现双向波动态势,但从2006年开始,受证券投资项下出现大量资金流入影响,金融账户由逆差转为顺差。俄罗斯国际收支结构由经常账户单顺差转变为经常账户和金融账户双顺差格局。双顺差格局下,卢布汇率面临着较大的

升值压力,这又进一步加剧了资金流入压力。2007年,虽然经常账户顺差小幅收窄,但是,其他投资项下贷款资金的大量流入导致金融账户顺差迅速扩大,当年金融账户净流入971亿美元,同比增长25.9倍(见图1)。

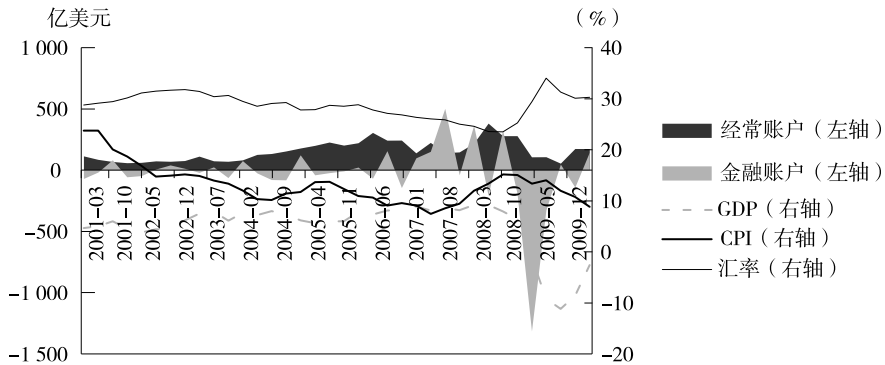


图1 2001~2009年俄罗斯国际收支与宏观经济运行情况

注:国际收支数据口径为BPM6,其中金融账户数据为非储备性质金融账户,为了图表更为直观,对金融账户数据进行了符号调整,调整后正值为顺差、负值为逆差;GDP为实际GDP同比变化;CPI为每季度最后一个月同比变化;汇率为每季度最后一个月美元对卢布汇率。

资料来源:Wind数据库, <https://www.wind.com.cn>

跨境资金的大量流入导致卢布汇率面临较大的升值压力,虽然俄罗斯央行通过外汇市场干预来减轻卢布升值压力,卢布仍然出现明显升值,同时外汇市场干预也导致这一时期储备资金迅速增加。俄罗斯央行对外汇市场干预导致“被动”超发了大量货币,这一时期其国内通胀率一直处于较高水平。

2008年国际金融危机爆发后,国际能源价格出现明显下跌。俄罗斯经常账户顺差于2008年第四季度开始收窄。相比较经常账户顺差的收窄,金融账户的变化更为剧烈。2008年上半年金融账户仍为顺差,但下半年迅速转变为大幅逆差。仅2008年第四季度,俄罗斯金融账户逆差高达1316亿美元,比第三季度环比扩大了5.9倍。其中,证券投资项下逆差212亿美元,环比扩大1.2倍;其他投资项下逆差1119亿美元,环比扩大6.6倍。金融账户由顺差转为大幅逆差给汇率造成了明显冲击。危机爆发前其他投资项下贷款资金的大量流入意味着俄罗斯市场主体举借了大量的外债,能源价格下跌和汇率贬值交织在一起引发了严重的债务问题。同时,证券投资项下大量资金流出又进一步加剧了金融市场的动荡,俄罗斯最终爆发了系统性金融危机,经济出现萎缩,通胀问题恶化。

## (二) 俄罗斯转向自由浮动汇率制度过程中其国际收支结构的变化

2008年国际金融危机使俄罗斯进一步认识到僵化汇率制度的不足,主动向自由浮动汇率和通货膨胀目标制这一货币政策框架转型,并最终于2014年完成了向自由浮动汇率制度的转型。2010年,俄罗斯经济增速由负值转为正值,经济开始了新一轮复苏。货物出口收入增长带动经常账户顺差止跌回升,金融账户逆差也明显收窄。但值得注意的是,在这一阶段俄罗斯金融账户没有重现2008年国际金融危机前的大规模净流入,以年度数据观察,金融账户持续多年呈现逆差。这一时期,俄罗斯国际收支结构呈现经常账户顺差、金融账户逆差的“一顺一逆”格局。

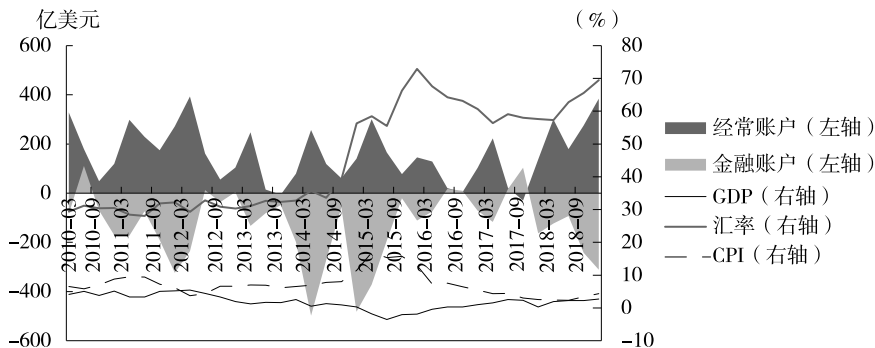


图2 2010~2018年俄罗斯国际收支与宏观经济运行情况

资料来源:同图1。

2014年,在原油价格下跌和欧美制裁双重压力下,俄罗斯金融账户再次出现大幅逆差,卢布汇率再一次出现大幅贬值。但与2008年国际金融危机的区别是,这次金融账户资金流出的步伐相对缓和,并未重现2008年国际金融危机前后金融账户跨境资金的大进大出。这反映了汇率弹性的增加使俄罗斯市场主体汇率风险意识有所提升,2008年国际金融危机的惨痛教训也使其举借外债更为审慎。因此,虽然2014年经常账户和金融账户跨境资金总体净流出规模高于2008年,2014年汇率危机中卢布贬值幅度也更大,但对俄罗斯经济的冲击却要小于2008年国际金融危机。

回顾俄罗斯各年度国际收支结构演变及影响,我们可以发现:

一是不同国际收支结构对宏观经济运行有着不同的影响。在不同阶段先后经历了国际收支大幅顺差、国际收支大幅逆差和国际收支基本平衡三种情景:在2008年前的经济复苏中,俄罗斯经历了国际收支大幅顺差,大量的跨境资金流入加剧了国内的通货膨胀问题;2008年国际金融危机中,金融账户跨境资金的大幅流出导致了国际收支出现逆差,跨境资金的集中流出导致

汇率贬值,经济衰退;2010~2013年的经济复苏过程中,呈现经常账户顺差、金融账户逆差格局,国际收支基本平衡,宏观经济相对稳定。

二是金融账户跨境资金流动情况是俄罗斯宏观经济稳定的一个重要影响因素。在2008年和2014年两次危机爆发过程中,金融账户跨境资金均出现大规模流出。2008年,俄罗斯经常账户实现了1039亿美元的大幅顺差(仅低于2018年),但是金融账户的大量资金流出导致了跨境资金总体面临较大的流出压力,最终卢布出现大幅贬值。2014年,金融账户再次出现大规模资金流出,直接导致汇率危机爆发。

### 三 俄罗斯跨境资金流动的影响因素分析

国际收支结构,特别是金融账户跨境资金的流动状况直接影响汇率走势,是俄罗斯宏观经济稳定的重要影响因素。考虑到经常账户和金融账户资金流动的影响因素存在不同,我们分别进行分析。

#### (一) 经常账户跨境资金流动影响因素

由于能源是俄罗斯的主要出口产品,能源价格对俄罗斯出口收入有着显著的影响。因此,我们选择俄罗斯原油出口价格作为自变量,经常账户差额作为因变量,建立以下模型:

$$Y = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + A_3 Y_{t-3} + A_4 Y_{t-4} + A_5 Y_{t-5} + C + u_t$$

其中, $Y = [CA \ OIL]'$ , $A$ 为系数矩阵, $C$ 为常数项列向量, $u_t$ 为误差扰动列向量。 $CA$ 为经常账户差额, $OIL$ 为原油出口价格,数据来源为Wind数据库。样本范围为2001年第一季度至2018年第四季度,共72期样本,原油出口价格为每季度最后一个月的月度值。我们选择的计量软件为Eviews 6,构建非限制VAR模型,对模型进行滞后阶数检测,根据检测结果选择模型的滞后阶数为5阶。

表1 滞后阶数判断结果

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-835.571	NA	3.61e+08	25.38093	25.44729	25.40715
1	-766.793	131.3041	50745038	23.41795	23.61701	23.49661
2	-761.891	9.059708	49400597	23.39065	23.72241	23.52174
3	-755.211	11.94313	45593655	23.30943	23.7739	23.49297
4	-748.405	11.75708	41952319	23.22438	23.82156	23.46035
5	-726.682	36.20481*	24589885*	22.68732*	23.41721*	22.97573*
6	-723.591	4.964074	25382014	22.71487	23.57746	23.05572

注:\*表示相应准则选择出来的滞后阶数均为5阶。



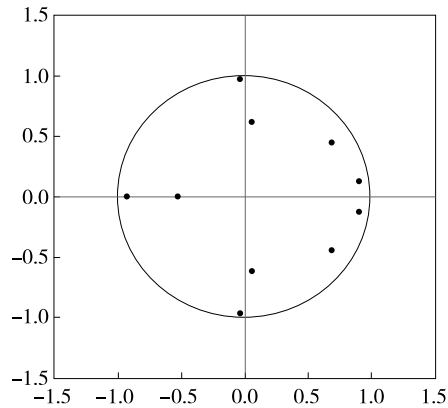


图3 单位根检验结果

表2 CA为因变量的格兰杰因果检验结果

Excluded	Chi - sq	df	Prob.
OIL	13.50432	5	0.0191
All	13.50432	5	0.0191

格兰杰因果检验结果表明:原油价格(OIL)是经常账户差额(CA)的格兰杰原因,原油价格走势变化会对经常账户差额施加显著影响。一般而言,相比较金融账户,经常账户跨境资金流动更趋稳定。但我们的实证分析表明,俄罗斯经常账户项下跨境资金流动和原油价格有着密切的联系,而原油作为大宗商品其价格同样具有波动性强的特点。俄罗斯原油价格对经常账户跨境资金流动的显著影响意味着其经常账户跨境资金流动具有较强的波动性。

### (二) 金融账户跨境资金流动影响因素

俄罗斯金融账户跨境资金流动的影响因素较为复杂,境内外利差、汇率预期、宏观经济形势、国别风险等诸多因素都会对金融账户跨境资金流动的方向和规模产生影响。

境内外利差是市场主体决定是否从境外融资的重要影响因素,当境内利率水平高于境外利率水平时,市场主体倾向于从境外市场融资。由于俄罗斯国内曾长期存在高通货膨胀问题,叠加储蓄意愿弱等因素,俄罗斯贷款名义利率曾长期处于较高水平,这解释了俄罗斯市场主体举借外债意愿较强的原因。但是,这一指标无法解释金融账户跨境资金流动的高波动性。俄罗斯金融账户于2008年和2014年出现了两次大规模跨境资金集中流出,流出的原因并非境内外利差收窄。但是,在上述两次集中流出过程中,俄罗斯央行均选择了加息作为政策手段来缓解跨境资金流出压力。

跨境资金流动是外汇市场供求和汇率变动的主要影响因素,而汇率预期又反过来对金融账户跨境资金流动产生影响。当卢布汇率存在升值预期时,市场主体倾向于持有卢布资产和外币债务。反之,当卢布存在贬值预期时,市场主体倾向于抛售卢布资产和减少外币债务。在 2008 年国际金融危机前,卢布汇率呈现单边升值走势,汇率升值预期浓厚,这加剧了金融账户跨境资金的流入压力。

宏观经济形势在很大程度上决定了一国对直接投资的吸引力,进而影响金融账户资本流动。俄罗斯高度依赖原材料生产的经济结构决定能源价格对其宏观经济形势有着显著影响。当能源价格高涨时,宏观经济形势良好,外资赴俄投资意愿较强,俄罗斯国内企业也有较强的举债投资意愿,这都会促进金融账户下跨境资金的流入。当能源价格下跌,俄罗斯经济形势预期恶化,会加剧金融账户跨境资金流出压力,2008 年和 2014 年金融账户两次集中的跨境资金流出都与原油价格下跌导致经济形势恶化有着密切的联系。

国别风险指一国因战争、制裁、政策变动和政府更迭等原因所导致的该国市场环境的不确定性。国别风险也是俄罗斯金融账户跨境资金流动的重要影响因素。2008 年,俄格战争的爆发是俄罗斯 2008 年金融账户跨境资金集中流出的原因之一。乌克兰危机爆发后,欧美对俄罗斯的经济制裁是 2014 年俄罗斯金融账户跨境资金集中流出的重要原因。

上述分析表明,境内外利差、汇率预期、宏观经济形势、国别风险等因素是俄罗斯金融账户跨境资金流动的主要影响因素。其中,国别风险具有一定的突发性,会迅速成为跨境资金流出的压力,加剧金融账户跨境资金流动的波动性。宏观经济形势这一影响因素本应相对稳定,但俄罗斯宏观经济形势与原油价格有着紧密的联系,而原油价格的强波动性决定了俄罗斯宏观经济形势的易变性,这进一步加剧了金融账户跨境资金流动的波动性。

## 四 结论与启示

### (一) 简要结论

国际收支结构是俄罗斯宏观经济稳定的重要影响因素,俄罗斯多次爆发卢布汇率危机的一个直接原因便是跨境资金的集中大规模流出。我们回顾俄罗斯 2001 年以来国际收支结构变化,总体来看,经常账户跨境资金流动长期保持顺差,但金融账户跨境资金流动却存在较强的波动性,成为 2008 年和 2014 年两次汇率危机的重要原因,特别是金融账户中证券投资和其他投资在两次汇率危机中均出现大规模的跨境资金流出,是俄罗斯宏观经济运行的重



要不稳定因素。

金融账户跨境资金在两次危机中均发生了大规模流出,但在两次危机中跨境资金的流出特点仍存在一定差异。2008年危机前后,金融账户跨境资金流动呈现“大进大出”特点,危机爆发前金融账户跨境资金的大量净流入埋下了风险隐患,危机爆发后跨境资金的流出导致汇率风险和债务风险集中暴露。2008年危机后的经济复苏进程中,在更富弹性的汇率制度下,市场主体更为重视汇率风险。在这一轮经济复苏中,金融账户跨境资金流动呈现净流出格局,虽然2014年流出压力明显加大并引发汇率危机,但俄罗斯经济在本次汇率危机中所受冲击相对可控。

俄罗斯经济结构决定了其跨境资金流动具有高波动性。实证结果表明,经常账户余额受到原油价格波动的显著影响,这意味着相比出口商品更为多元化的国家而言,俄罗斯经常账户更具波动性。金融账户受境内外利差、汇率预期、宏观经济形势、国别风险等诸多因素影响,其中宏观经济形势与原油价格的紧密联系又加剧了金融账户跨境资金流动的波动性。总的来看,俄罗斯经济结构决定了其跨境资金流动更具有波动性,特别是应高度关注金融账户跨境资金流动的风险。

## (二) 启示与政策建议

加强对金融账户跨境资金流动的风险研判和宏观审慎管理。金融账户跨境资金流动是俄罗斯宏观经济的重要不稳定因素,金融账户跨境资金流动本身具有波动性特征,而经济结构特点又加剧了这一波动性。俄罗斯应高度关注金融账户跨境资金流动风险,特别是当金融账户跨境资金出现大规模流入时,要高度关注未来可能发生的跨境资金集中流出风险。应加强对于金融账户跨境资金流动的宏观审慎管理,完善相应的管理框架和政策工具。

汇率弹性的提升可以缓解宏观经济的脆弱性。俄罗斯的经验证实了僵化的汇率制度隐含着较大的金融风险。在僵化的汇率制度下,汇率水平得不到及时有效的调整,无法反映市场主体真实的外汇供求关系,容易导致市场主体形成单方面汇率预期,加大跨境资金流动压力。特别是在严峻的跨境资金流出压力下,如果汇率水平得不到有效调整,一旦汇率水平被动出现调整,市场情绪可能出现恐慌,加剧跨境资金流出压力,引发货币危机。更具弹性的汇率制度可以使汇率水平更好地反映外汇市场供求,并通过汇率水平调整来调节国际收支状况。此外,当汇率更具弹性时,有利于帮助市场主体建立汇率风险意识,举借外债时更为审慎,从而改善汇率波动对经济运行的冲击。

(责任编辑:高晓慧)