

解析卢布暴跌的深层原因及其应对之策

郭晓琼

【内容提要】 2014年以来,在欧美制裁和油价暴跌的影响下,卢布出现大幅贬值。然而剖析卢布贬值的深层次原因还要从俄罗斯经济内部运行规律着手,畸形的经济结构才是造成俄罗斯目前经济下滑、卢布贬值的重要内因。因此,产业结构的转型升级不仅是推动经济增长的强劲动力,也是抵御外部风险、保持经济稳定的重要保障。此外,对于俄罗斯这样一个高度外部依赖的经济体,不应采取激进的资本项目开放措施,在危机时期,最直接和有效预防汇率贬值的办法就是实行资本管制,以此作为挡住资金外逃的最后一道阀门。

【关键词】 卢布贬值 汇率政策 资本管制

【作者简介】 郭晓琼,中国社会科学院俄罗斯东欧中亚研究所助理研究员、博士。

2014年以来,卢布持续大幅贬值引起国际社会的广泛关注。仅2014年卢布贬值幅度接近50%,成为全球跌幅最大的货币。从表面上看,卢布暴跌是欧美制裁和油价下跌引起的,但深层次原因还在于俄罗斯畸形的经济结构。为避免再次出现卢布暴跌的情况,根本的解决之道在于:进行产业结构调整,推行创新型经济,降低国际油价波动对卢布汇率及俄罗斯经济的影响,从根本上摆脱“荷兰病”症候群;逐步实现“去美元化”,掌握能源出口定价权。然而,这两点在短期内都不可能做到。

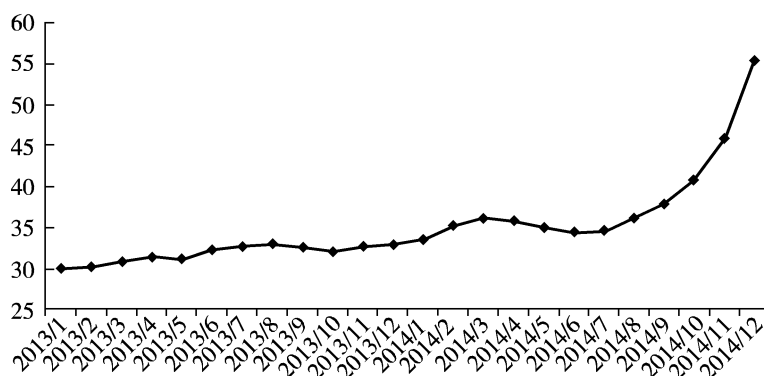
一 卢布贬值的原因

(一) 经济下行是卢布贬值的“起点”

卢布贬值趋势早在2013年年底就已出现。2013年,俄罗斯能源出口导

向型经济的结构性弊病凸显,全年 GDP 增长仅为 1.3%,固定资产投资下降 0.3%,经济处于停滞边缘,下行趋势明显。从 2013 年 11 月起,卢布对美元开始出现贬值趋势,2013 年 11 月~2014 年 1 月,卢布对美元月平均汇率环比下跌 1.78%、0.76% 和 1.7%。2014 年 2 月,卢布对美元月平均汇率加速下跌,跌幅达 5%,3 月下跌 2.73%。美元对卢布汇率从 2013 年 1 月的 1:30.26 跌至 2014 年 3 月的 1:36.21^①。

图 1 2013~2014 年卢布对美元汇率走势图(直接标价法)



资料来源:CEIC 全球数据库, <http://www.ceicdata.com/zh-hans/products/global/>

(二) 欧美对俄制裁是卢布贬值的“助推器”

乌克兰危机后,欧美对俄罗斯的制裁逐步升级,从冻结个人资产、禁止入境升级到动用金融手段,再到对能源、军事、金融等俄罗斯最关键领域实行制裁。马航危机之后,欧盟和美国相继出台了更加严厉的制裁措施,卢布再现下行趋势。2014 年 8 月,卢布对美元月平均汇率环比下跌 4.07%,9 月下跌 4.65%^②。欧美对俄金融制裁主要是限制俄罗斯银行和企业在欧美资本市场上的融资,在增加俄罗斯企业融资难度的同时,使其国际融资成本也大大上升。欧美对俄能源和军事领域的制裁措施主要针对大型的能源和军工企业,禁止武器及相关材料的进出口,对重要的能源、军工企业实行融资限制和技术封锁。这些制裁措施使得俄罗斯金融、能源和军事领域中至关重要的大型企业面临融资困境。值得注意的是,截至 2014 年 6 月,俄罗斯企业以外币计价的债务已达 5 020 亿美元,超过其外汇储备规模,接近 GDP 的 1/4。俄罗斯

^① CEIC 全球数据库, <http://www.ceicdata.com/zh-hans/products/global/>

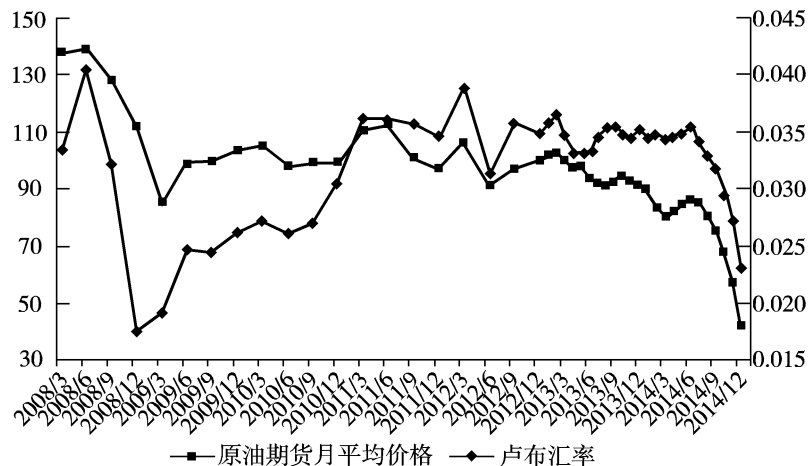
^② 同^①。

企业这种外债内用是典型的货币错配现象,西方对俄罗斯的金融制裁是卢布贬值的伏笔,而这一伏笔正是抓住了货币错配这一特征。因为限制美元再融资就意味着债务到期时美元告急,对应面就是卢布的大幅贬值。据有关统计,俄罗斯企业大约有1300亿美元债务将会在2015年到期,由此足见其货币错配的严重程度。此外,欧美制裁恶化了投资环境,导致大量资金外逃。根据俄罗斯央行数据,2014年上半年俄罗斯外逃资金已近750亿美元,是2013年同期的2.2倍,且超过2013年全年资金外逃规模(627亿美元)。2014年流出俄罗斯的美元资本超过1200亿。更重要的是,欧美制裁使市场预期不断下降,投资者持有卢布的意愿降低,推动卢布持续贬值。

(三) 国际油价暴跌是卢布贬值的“放大镜”

澳大利亚经济学家科登和尼尔瑞在著名的“荷兰病”理论模型中提出了国际油价上涨导致本币升值的传导机制:油价上涨带来石油部门劳动力和资本需求的增大,引起该部门工资的上涨和资本回报的增加。资源转移效应引致劳动力和资本从制造业和服务部门流向石油部门,石油部门的产出和劳动力雇佣将因此而增加,而制造业和服务部门的产出和劳动力雇佣将会减少,从而形成“直接去工业化”。对于服务业而言,由于价格由本国供求决定,产出下降导致价格上升;对于制造业和石油部门而言,其价格是由国际市场外生决定的。三部门价格变动的综合结果是,不可贸易商品相对于可贸易商品价格上涨,

图2 2008~2014年布伦特原油期货价格与卢布汇率



注:左侧坐标轴为布伦特原油期货月平均价格(单位:美元/桶),右侧为间接标价法的卢布汇率(单位:美元/卢布)

资料来源:同图1。

引起本币升值。同样,当国际油价下降时,则出现本币贬值。卢布汇率与国际油价就存在着这种同向变动的关系,即国际油价上涨则卢布升值,国际油价下跌则卢布贬值。图 2 为 2008 ~ 2014 年布伦特原油期货价格与卢布汇率(间接标价法)的变动趋势,从图中可以看出,这两条曲线走势高度吻合,同向变动。

2008 年 7 月 ~ 2009 年 3 月,国际油价也曾出现大幅下跌,布伦特原油期货价格从每桶 145.41 美元跌至 39.72 美元,美元对卢布汇率相应从 1:23.35 跌至 1:51.42,此后,伴随国际油价的上涨,卢布汇率逐步回升。从图 2 可以看出,从 2014 年 9 月起,国际油价持续大幅下跌,推动卢布加速贬值,2014 年 10 月卢布对美元月平均汇率环比下跌 7.09%,11 月下跌 11.12%^①。在量价齐跌的条件下,俄罗斯出口所换取的石油美元减少。同时,国内生产不能满足所有消费需求,尤其是食品和轻工业消费品类,这就需要进口来弥补,而进口则需要大量外汇,美元需求与供给缺口逐渐增大。在卢布贬值的背景下,出口创汇企业也会尽可能保有美元,这更加剧了美元紧张的局面。此外,一些外围因素释放的信号进一步加速卢布贬值。2014 年 10 月 18 日,国际信用评级机构穆迪将俄罗斯主权信用评级从 BAA1 下调至 BAA2,与垃圾级仅一步之遥。主权信用评级的下调带来对卢布更多悲观预期,卢布加速贬值。

(四) 美国退出量化宽松政策是卢布贬值的国际背景

自 2008 年国际金融危机以来,美联储先后出台了三轮量化宽松政策,总共购买资产约 3.9 万亿美元,第一轮旨在维持金融系统稳定,之后两轮的主要目的是刺激经济复苏、改善就业。2014 年,美国经济稳定增长,失业率显著下降,股市和房地产市场复苏态势强劲,带动了美元升值。2014 年 10 月 29 日,美联储宣布结束资产购买计划,明确将下一步政策重点转向加息,为期 6 年的量化宽松政策自此画上句号。美国退出量化宽松政策,美元供应量减少,利率上升,国际资本将从新兴市场国家大量流回美国。美元走强不仅加强了新兴市场国家货币贬值的预期,还不可避免地在这些国家造成资产价格下降、流动性紧张等负面影响。此外,在美元走强的背景下,以美元计价的国际大宗商品价格将出现下降。卢布贬值在所难免。

(五) 产业结构能源化是卢布贬值的深层次原因

欧美制裁、油价暴跌、美元走强,这些都是卢布贬值的重要外因,但导致卢布贬值的深层次原因还在于俄罗斯经济内部。俄罗斯产业结构严重失衡,

^① CEIC 全球数据库, <http://www.ceicdata.com/zh-hans/products/global>

能源和原材料工业在工业中约占一半比重。在国际金融危机爆发的前几年,良好的宏观经济运行环境为制造业发展创造了有利条件,制造业生产快速增长,能源、原材料工业占比略有下降。国际金融危机爆发后,需求萎缩、固定资产投资大幅下滑、银行惜贷等原因导致制造业生产大幅下降,下降幅度远大于能源和原材料工业下降幅度,2009年能源和原材料工业在工业中所占比重升至51.97%。此后,该比重一直保持在50%以上,且出现逐年上升的趋势,2013年达53.56%(见表1)。产业结构能源、原材料化的问题不仅没有好转,反而更加恶化。

表1 2005~2013年俄罗斯工业结构变化

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
工业产值(万亿卢布)	13.625	17.068	20.613	24.709	22.473	28.763	35.053	38.221	41.372
能源和原材料工业产值(万亿卢布)	6.763	8.619	9.986	12.083	11.680	14.497	18.114	19.843	22.158
能源和原材料工业在工业中的占比(%)	49.63	50.50	48.45	48.91	51.97	50.4	51.68	51.92	53.56

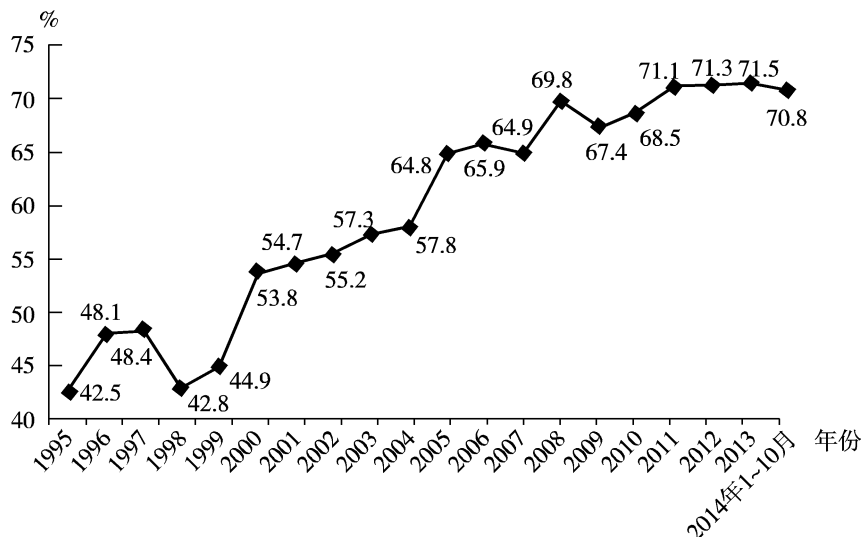
注:能源和原材料工业包括:矿产开采,木材加工及木制品生产,焦炭及石油制品生产,其他非金属矿产品生产,水、电、气的生产及调配。

资料来源:根据俄联邦国家统计局数据计算所得, <http://www.gks.ru>

从1998年起,在俄罗斯的出口商品结构中,矿产资源(主要为能源)出口占比一直呈上升趋势。2008年国际能源价格达到历史最高点,俄罗斯矿产资源出口在出口总额中的占比也达到69.8%(见图3)。此后,金融危机爆发,国际能源价格一路下跌,俄罗斯的能源出口受到一定程度的影响,矿产资源出口占比略有下降,而随着2009年能源价格的逐渐回升,矿产资源出口占比也随之提高,再次接近70%的水平。2011年后,在俄罗斯出口商品结构中,矿产资源出口一直在70%以上。

通过资源出口换取外汇是俄罗斯偿还外债、增加储备、发展经济、稳定币值和维持社会保障体系稳定运行的重要途径。然而,这种资源出口型经济发展模式具有很强的不可持续性和脆弱性:一方面,自然资源具有不可再生的特点;另一方面,由于能源出口价格取决于国际市场行情,因此俄罗斯经济对外部市场具有很强的依赖性,能源价格大幅下跌极易对俄罗斯经济造成沉重打击。

图 3 1995 ~ 2014 年俄罗斯矿产资源出口占出口总额的比重变动趋势



资料来源：俄罗斯联邦国家统计局，<http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite/main/trade/#>

从产业的关联效应看,能源和原材料业产业链条相对较短,所产生的产业关联效应也较小,对带动相关产业共同发展的拉动能力不强。资源产业过度发展通过资源转移效应和支出效应导致制造业部门直接和间接的“去工业化”,从而患上“荷兰病”。卢布汇率与国际油价高度相关,同向变动。在油价上升期,国内非贸易品部门相对贸易品部门价格上升,导致汇率升值;而在油价下降期,一方面上述效应导致卢布贬值,另一方面实体层面的外需加大外汇供需缺口,加之市场惜售外币的紧张情绪,导致卢布进一步下跌。2008年国际金融危机之后,国际油价大幅下跌曾导致卢布大幅贬值(见图2)。可以说,此轮卢布贬值是历史的重演,而导致历史不断重演的根源就在于单一能源化的产业结构至今未曾改变。

从国际分工的角度看,尽管在资源出口的支撑下俄罗斯经济曾保持较为快速的增长,但这种增长并没有提升俄罗斯的国际竞争力,反而使其逐渐沦为世界经济的“原料附庸国”。俄罗斯政府早已意识到这种畸形的工业结构必将阻碍经济可持续发展。近年来,经济结构弊病凸显更加坚定了俄政府转变经济增长方式、实现经济现代化的决心,但这种资源出口型的增长模式早在苏联时期就已形成,并在叶利钦时期固化。长久以来形成的路径依赖导致俄罗斯能源、原材料化的趋势短时期内难以改变。

二 俄罗斯政府的被动应对

卢布贬值后,俄罗斯央行出台了一系列应对政策。俄罗斯央行曾于2014年3月、4月、7月、10月和12月6次加息,将基准利率从5.5%提至10.5%,但收效甚微。俄罗斯从2005年开始实行汇率走廊政策,对双外汇篮子走廊设定上下限,当汇率超过上下限时,央行买入或卖出外汇进行干预。此轮卢布贬值后,俄央行先后出售800亿美元干预汇市,但未能阻止贬值趋势。2014年9月后,俄央行抵不住外汇储备减少的压力,减持黄金;11月10日,央行宣布放弃对卢布汇率的自动干预机制,不再以可预期的方式在卢布对欧元和美元的汇率超过限度时入市支持卢布,事实上允许卢布汇率自由浮动;12月15日,卢布暴跌13%,美元对卢布汇率跌破1:64,央行紧急加息650个基点,将基准利率从10.5%大幅提至17%,这一幅度超过此前5次加息的总和,但卢布贬值仍在继续;12月16日,卢布汇率再创新低,盘中一度跌破1:80大关,当日,央行抛售2亿美元购买卢布救市;12月17日,财政部决定向市场出售70亿美元,以遏制外汇市场抢购美元的投机行为,12月18日,美元对卢布汇率重回1:60以内,但与2014年年初相比,贬值幅度已接近50%。

在上述过程中,俄政府一直处于被动应对的状态,顾忌到汇率、流动性、通胀、外汇储备、国际声誉等诸多因素,一些措施往往顾此失彼。第一,央行加息的目的是通过提高利率留住资本,减少资金外逃,但在卢布暴跌之后大幅提高利率反而使得市场信心崩溃,卢布暴跌趋势并未停止。美国经济学家克鲁格曼在《萧条经济学的回归》^①一书中早就论述了投资者在面对汇率贬值和利率提升时存在双重标准。以1992年英镑贬值和1998年东南亚金融危机中泰铢贬值为例进行对比:由于投资者普遍相信英国是一个政治经济稳定的国家,索罗斯狙击英镑导致英镑贬值15%之后,投资者在政府加息的诱惑下选择将资金留在英国,英镑汇率逐步恢复稳定,并没有酿成危机;而泰铢贬值之后,泰国也曾大幅提高利率,但结果却使资金外逃得更快,说明投资者不相信泰国政府能够挽回危机。此次卢布贬值与泰铢贬值的境况如出一辙,投资者对俄罗斯经济缺乏信心,政府提高利率反而释放出“危机快要来了”的信号,加速资金外逃。第二,过早地放弃对汇率的干预。卢布贬值后,因实行

^① [美]保罗·克鲁格曼,朱文晖、王玉清译:《萧条经济学的回归》,中国人民大学出版社1999年版,第151~158页。

汇率走廊政策,俄央行不断动用外汇储备干预汇市。俄政府于 2014 年 11 月 10 日宣布放弃自动干预机制,此时俄外汇储备为 4 189 亿美元,相对于年初的 4 989 亿美元只减少了 800 亿美元^①,与当年泰国相比远没有到外汇储备耗尽的边缘,而且 4 189 亿美元还能满足俄罗斯一年以上的进口需求,但政府却因担心外汇储备消耗过快而放弃干预,在“保钱”和“保命”(避免危机)之间选择失误。

货币危机逐渐向银行危机蔓延。对于那些不能将卢布转化成硬通货美元的普通俄罗斯民众,他们的选择是尽快从银行取出卢布并购买能够长期存储的物品。这不仅造成了通货膨胀,还导致银行出现流动性危机。银行流动性危机的直接表现之一就是银行间拆借市场利率飙升。2014 年 12 月 16 日凌晨俄罗斯紧急宣布将基准利率调升至 17% 以后,银行间隔夜拆借利率在第二天就升至 27.3%,但银行间互相借款的意愿依然很低,因为大家关心的不是利率的高低,而是是否会出现血本无归的违约。流动性危机的下一步就是破产危机。俄罗斯存款量第 15 大的银行“National Bank Trust”在 2014 年 12 月 14 ~ 20 日的一周时间内就损失存款 30 亿卢布,资本缺口达上百亿。目前该银行已交由存款保险机构托管,并在稍后对其进行 300 亿卢布的救助。

俄罗斯央行在应对货币危机和银行危机时面临两难选择。银行危机要求央行注入卢布流动性,但卢布注入过多会造成更大的汇率贬值,而对于市场而言,它会利用一切套利措施将卢布换成美元。最初注入的流动性又会回到央行手里,商业银行就成为“僵尸银行”。市场真正需要的是美元流动性,央行只有“真刀真枪”地拿出美元,市场才能建立稳定的信心。普京总统在 2014 年 12 月 18 日的记者招待会上表示,俄罗斯有 4 190 亿美元外汇储备足以应对任何危机,但不会轻易动用。这种犹豫不决的态度延误了应对危机的最佳时机。

此后,俄政府被迫采取非正式资本管制措施,卢布暴跌的局势才逐渐得到控制。首先,2014 年 12 月 23 日,俄政府要求包括“俄油”、“俄气”在内的五大国企必须在 2015 年 3 月 1 日前将各自所持外汇数额减少到 2014 年 10 月 1 日时的水平。此外,这些企业必须每周向俄罗斯央行报告所持有的外汇数量。其次,政府推行一些鼓励性措施,普京总统呼吁俄罗斯商人把海外资产带回俄罗斯。在普京号召下,俄罗斯首富乌兹马诺夫成为第一个“雪中送

^① Центральный банк Российской Федерации. http://www.cbr.ru/hd_base/default.aspx?PrId=mrnf_7d

炭”的人。最后,针对外债集中到期的情况,俄罗斯央行于2014年12月24日宣称,将向那些愿将海外贷款作为担保品的企业提供硬通货贷款,从而帮助俄大型企业对外国贷款进行再融资。

三 汇率政策的选择

(一)“不可能三角”:关于汇率政策选择的讨论

1999年,美国麻省理工学院教授克鲁格曼在蒙代尔—弗莱明模型的基础上,结合对亚洲金融危机的实证分析,提出了“不可能三角”理论。他用三角形的三个顶点分别表示资本自由流动、货币政策独立性和汇率稳定,而政策制定者在这三个目标中只能选择两个。

汇率体系的选择就是规则的选择。各国不可能同时达到三个目标。如放弃汇率稳定,像美国一样实行浮动汇率制,就意味着在资本自由流动的情况下,频繁进出的国内外资金会造成国际收支状况的不稳定;如放弃灵活的货币政策,像阿根廷一样实行固定汇率,则意味着货币政策效果可能被资本流动的变化抵消;如既要保持汇率稳定,又要保持货币政策独立性,那么就必須放弃市场化原则,限制资本的自由流动,实行资本管制。对于许多发展中国家,尤其是那些金融体系尚不健全的国家来说,相对稳定的汇率有助于保持经济的稳定性,货币政策独立性则有助于调控国内宏观经济。

此后,有关“不可能三角”的扩展分析表明,资本自由流动、货币政策独立性和汇率稳定不一定是完全的,而是可以根据一国的政治、经济、金融等诸多因素,在有限的资本流动、有限的货币政策独立性和有限的汇率稳定之间进行权衡。在这一点上中国或许是一个成功的新兴市场案例。采取有限的资本管制,放弃一部分货币政策独立性,通过冲销操作获取稳定汇率。

(二)资本管制:最后的阀门

俄罗斯经济与能源出口高度相关,具有很强的对外依赖性,能源价格和供求的变化都会对俄罗斯经济产生影响。对于俄罗斯而言,汇率政策固定一个名义锚是有意义的,但资本项目完全开放是一把双刃剑,经济形势向好时,由于俄国内投资环境仍不尽如人意,实体经济盈利率不高,资本更多地进入金融层面;而当经济下行、卢布贬值时,资本项目的完全开放不但为资金外逃敞开了大门,还会使货币政策丧失很大独立性,平时疲于应对,危机时又担心外汇储备流失。因此,对于俄罗斯这样一个具有高度对外依赖性的经济体,不应过早开放资本项目。在危机时期,最直接和有效预防汇率贬值的办法是

实行资本管制,以此作为挡住资金外逃的最后一道阀门。根据中国的经验,资本账户由管制逐步地、有限度地向开放过渡是值得借鉴的。

俄政府多次声明不到万不得已不会采取资本管制,因为资本管制意味着市场化改革的“倒退”。俄政府担心此举不利于打造卢布成为国际货币的长远战略,也不利于政府形象,同时也担心,一旦实行严厉管制实际上变相承认俄已无其他应对危机的手段,进一步引发市场恐慌。然而,在多次加息和干预汇市等技术手段失效之后,还是变相的资本管制措施^①对稳定汇市起到了至关重要的作用。

四 根本解决之道

为了避免卢布暴跌的情况再次发生,根本的解决之道在于两点:从国内看,要调整产业结构;而着眼于国际,则要逐步实现“去美元化”。然而,实现这两点均非一日之功,须从长计议。

(一) 调整产业结构,实现经济多元化

调整产业结构,降低国际油价波动对卢布汇率和经济的影响,加大对高科技产业、知识密集型产业和生产性服务业的投入,实现产业结构的合理化和高级化,实现经济和出口的多元化。事实上,普京在其总统第一任期(2003年)里已经认识到产业结构失衡的危害性,并明确提出了调整经济发展战略,普京的第二任期提出了“2020 战略”,梅德韦杰夫时期提出了“全面现代化”。多年来,调整产业结构、实现经济多元化早已成为俄罗斯社会各界的共识,但到目前为止结构调整仍不见起色。俄罗斯目前的产业结构和增长方式是由其资源禀赋决定的,改革中最大的阻碍仍然是能源价格。当能源价格走高时,俄罗斯坐收能源红利,国内改革的压力和动力均不强;但如能源价格下跌,卢布贬值,经济陷入危机,改革所需的资金则得不到保障,政府疲于应对危机,改革依旧难以推行。

(二) 逐步实现“去美元化”

在国际市场上,石油、天然气等大宗商品的交易绝大多数是以美元计价和结算的,国际能源价格的涨跌与美元不无关联。俄罗斯作为能源出口大国,经济形势、本币汇率都与国际能源价格高度相关,那么,在进行能源交易时采用本币结算和掌握能源定价权对俄罗斯而言意义重大。

^① 俄政府要求五大国企减持外汇实际上可以被视为变相的资本管制措施。

五 几点启示

第一,产业结构转型升级不仅是推动经济增长的强劲动力,也是抵御外部风险、保持经济稳定的重要保障。俄罗斯经济严重依赖能源出口,国际能源价格是经济增长、财政收入、币值稳定、外汇储备等重要经济指标的决定性因素,经济运行具有极强的外部依赖性和脆弱性,只有实现经济多元化,才能避免俄罗斯经济在国际能源价格大幅下跌时陷入危机的悲剧不断重演。对中国而言,劳动密集型产品的出口曾在过去30年对中国经济增长作出过巨大贡献,但与俄罗斯相似的是,出口导向型经济受国际市场供需变化的影响较大,具有较强的外部依赖性。因此,加快产业结构的转型升级,力争在关键性技术创新领域取得突破,将“中国制造”转变为“中国创造”,这不仅能为中国经济带来新的增长点,对抵御外部风险、保持经济稳定也同样意义重大。

第二,对资本项目的完全开放要持谨慎态度。实行浮动汇率,完全放开资本项目适用于发达国家。多元化的经济结构、完善的竞争机制和法律体系是支撑投资者信心的强大后盾,当这些国家本币贬值后,经济反而能够从中获益。而在“信心游戏”中,俄罗斯、墨西哥、泰国、印尼、巴西这些国家的惨痛经验表明,汇率贬值往往演变成信心崩溃,而资本管制则是挡住资金外逃、防止酿成货币危机的最后一道阀门,因此,资本项目完全放开要谨慎。

第三,拥有相当规模的国际储备至关重要。在现代货币制度下,国际储备的作用早已不仅仅局限于弥补国际收支逆差,还具有干预汇市、提高本币地位、增强国际清偿能力等功能。在俄政府挽救卢布的过程中,就是由于担心国际储备耗尽而放弃干预汇市,继而酿成货币危机。中国拥有世界上最大规模的国际储备,这为抵御金融风险、稳定人民币汇率、提高人民币的国际地位提供了强大保障。

第四,适度控制外债规模,合理期限结构,防止酿成金融危机。当代金融危机大都与货币错配有关,20世纪的拉美债务危机和亚洲金融风暴皆是如此。资金来源以外币计值,资金运用以本币计值,当债务偿还时发生本币大幅贬值,货币错配的风险就被放大。俄罗斯也存在同样的问题。近年来,俄银行和企业外债快速增长,卢布大幅贬值后,企业还本付息压力加大。应对之策可通过大力发展外汇远期等对冲工具来实现,但往往举债国家都是新兴市场或欠发达国家,金融市场发育相对滞后。因此,在利用外资时应适度控制外债规模,或举借长期资金,或最好以外商直接投资形式吸引外资。

(责任编辑:农雪梅)