

俄罗斯货币政策的经济效应*

——基于新开放经济宏观经济学的分析

徐坡岭 郑维臣

一 引言

当经济产生波动时,货币政策是宏观调控的一个重要手段。在面临2008年国际金融危机的冲击时,中国迅速将货币政策从紧缩转为适度宽松,并最终完成了“保八”的目标。反观俄罗斯,在2009年GDP增长率为-7.8%的严峻形势下,政府非但未采取宽松的货币政策,反而将利率上调。那么,这是其政策失误还是针对国内经济形势做出的理性选择呢?

俄罗斯在面对国际金融危机时所采取的反危机措施,引起了学术界的广泛关注。辽宁大学教授程伟指出,俄罗斯反危机措施的核心是以金融危机为契机来推动现代化。俄罗斯未来将注重经济结构调整、基础设施建设、金融体系完善以及发展区域经济等问题,而完成这些目标所面临的困难主要包括投资来源和通货膨胀问题。俄罗斯之所以在面临金融危机时未采取大规模的经济刺激措施,是其在国家长期发展战略下做出的理性选择^①,即放弃短期经济增长而致力于为长期增长创造条件。那么,采取宽松的货币政策遏制经济下滑与为经济的长期发展创造条件之间是否存在着矛盾?对这一问题的明晰需要我们对俄罗斯货币政策的经济效应做出深入细致的分析。

关于货币政策的经济效应问题,古典经济学认为,经济在面临冲击时会通过自发调节而重新实现均衡,因此,不需要运用货币政策来对经济进行调节。但古典经济学家在大萧条来临时却束手无策,凯恩斯主义经济学便勃然

而兴。凯恩斯主义经济学认为,通过采取扩张或紧缩的货币政策或者财政政策可以调节总需求,最终实现经济的内部均衡。

在开放条件下,宏观经济政策的经济效应变得更为复杂,需要新的分析框架来指导其制定实施。蒙代尔^②与弗莱明^③分别在开放条件下扩展了凯恩斯主义的分析框架,为开放条件下宏观经济政策的制定和实施提供了理论基础,即蒙代尔—弗莱明模型(M—F模型)。M—F模型的突出意义不仅体现在其得出的结论上,更在于其为开放条件下宏观经济政策的传导提供了一个分析框架。

随着宏观经济学的发展,凯恩斯主义及在此基础上建立的M—F模型受到质疑。在这一背景下,真实经济周期理论开始兴起。真实经济周期模型设定代表性厂商和代表性家庭,通

作者分别为辽宁大学转型国家经济政治研究中心副主任、教授和辽宁大学博士研究生。

* 本文为教育部人文社会科学重点研究基地辽宁大学转型国家经济政治研究中心重大项目《转型政治经济学导论》(项目编号:10JJJDJW009)的阶段性研究成果。

① 以上观点来自程伟于2011年9月召开的“后危机时代的转型深化学术研讨会”上的发言。

② Mundell R., Capital Mobility and Stabilization Policy under Fix and Flexible Exchange Rates, The Canadian Journal of Economics and Political Science, 1963, 29(4), pp. 475-485.

③ Fleming J., Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates, International Monetary Fund Staff Paper, 1962, 9(3), pp. 369-379.



过代表性经济主体的行为来分析宏观经济的运行。此外,这一模型还应用了动态随机一般均衡模型。同时,凯恩斯主义者也在为其理论寻找微观基础,形成了新凯恩斯主义。经济学家们将新凯恩斯主义的假设引入动态随机一般均衡模型中,又形成了一个新的更为严密的分析框架,并在这一框架内形成新开放经济宏观经济学^①。

奥博斯特弗尔德和若戈夫对于新开放经济宏观经济学做出了开创性的研究,他们在其经典文献中构建了一个两国模型^②。在其之后,诸多学者对这一分析框架做出扩展,使得新开放经济宏观经济学成为开放条件下宏观经济学的热门研究方法。特别是科尔塞蒂和佩森蒂构建了一个更为简化的模型,并用图形对模型做了清楚的表述。本文将针对俄罗斯经济的具体情况,应用该模型分析俄罗斯货币政策的传导机制与经济效应。

二 科尔塞蒂和佩森蒂的两国模型^③

科尔塞蒂和佩森蒂两国模型的主要假设包括:厂商具有一定的垄断力量,从而名义价格具有刚性;厂商在生产产品时只投入劳动这一种生产要素;资本市场是完整的。因此,当本国采取扩张的货币政策时,本币将贬值;本国消费者消费本国商品和进口商品,价格指数 P 取决于本国消费篮子中的本国商品和进口商品的价格。科尔塞蒂和佩森蒂将其模型用图形加以演示,从而使模型更为清晰(见图1)。

其中,AS曲线为总供给曲线。由于假设厂商只投入劳动这一种生产要素,所以总供给与技术水平 Z 正相关,与就业 L 正相关,与 τ 正相关。 τ 被定义为本国需要用 $1/\tau$ 单位产出来购买一单位本国的消费篮子。AD为总需求曲线,其中 μ 为货币政策,由于假设名义价格具有刚性,总需求与扩张的货币政策正相关。 L 为均衡时的就业水平。

当经济受到冲击时,假设冲击是由于技术

水平 Z 上升引起的,即AS曲线将逆时针偏转。由此导致供给能力的增加,而有效需求则相对不足。因此,需要采取扩张的货币政策使AD曲线上移,从而使经济重新实现均衡。当一国实行扩张的货币政策时,一个重要的问题是, τ 将如何变化。当本国贸易条件改善时,本国产出的购买能力将提升,这时 τ 变大,AS曲线将逆时针偏转。但在不同的汇率传递机制下,扩张的货币政策对贸易条件,即对 τ 产生不同的影响。科尔塞蒂和佩森蒂分别阐述了在生产者货币定价(PCP)、当地货币定价(LCP)以及美元定价(DP)条件下扩张的货币政策对 τ 产生的影响以及对于均衡点的影响。

三 开放条件下俄罗斯货币政策的传导机制

在运用科尔塞蒂和佩森蒂的分析框架分析俄罗斯货币政策的传导机制之前,我们须要考察两国模型的基本假设与俄罗斯的经济现状是否符合。俄罗斯的经济结构呈现较高的垄断性,这与模型的假设相一致。俄罗斯于2006年实现了资本项目开放,卢布可自由兑换,基本满足资本市场完全这一假设。所以,我们用这一分析框架对开放条件下俄罗斯货币政策的传导机制进行分析是合适的。

这里值得注意的问题是,在选择汇率传递机制时,如果我们考虑到俄罗斯的贸易结构,就不能简单地套用生产者货币定价或者当地货币定价以及美元定价。俄罗斯的出口产品大多为资源类产品,这些产品的国际价格大多

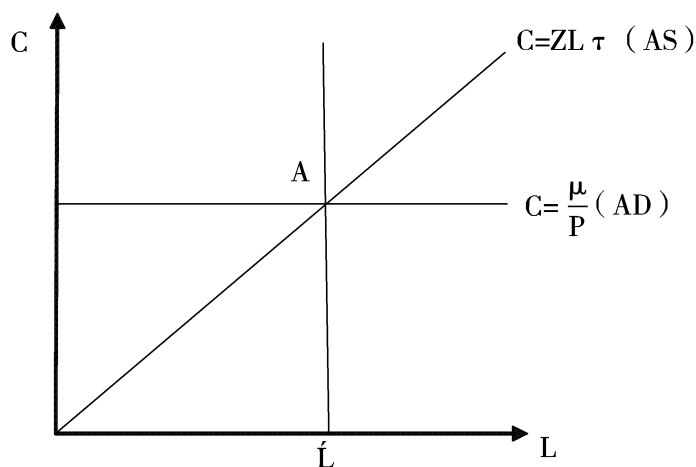
① 汤铎铎:《新开放经济宏观经济学:理论和问题》,《世界经济》2009年第9期。

② Obstfeld M., Rogoff K., Exchange Rates Dynamics Redux, Journal of Political economy, 1995, 103(3), pp. 624 - 660.

③ Corsetti G., Pesenti P., The Simple Geometry of Transmission and Stabilization in Closed and Open Economies, Federal Reserve of New York Staff Reports, 2005, No. 209, pp. 1 - 41.

图 1

科尔塞蒂与佩森蒂两国模型



由国际期货市场决定。因此,俄罗斯汇率的变动对其出口产品的国际价格影响并不显著。而俄罗斯的进口产品在其国内售价则较易受汇率变动的影响,可以认为,俄罗斯进口产品符合生产者货币定价^①。

我们根据俄罗斯进出口商品结构重新构建了其贸易品市场定价方式,即出口产品价格遵循国际价格,当俄罗斯出口产品的国际价格为 PI 时,其出口价格为 εPI 。而进口产品沿用生产者货币定价,这样,当进口产品的国外价格为 P^* 时,其进口产品的国内价格将为 εP^* 。那么,在这样定价方式下,当俄罗斯采取宽松的货币政策时,卢布将贬值,卢布的名义汇率 ε 将上升。由于出口产品的国际价格 PI 与进口产品的国外价格 P^* 均为既定的。因此,本国贸易条件将不变,即 τ 不发生变化。

当俄罗斯面临国际金融危机的冲击时,由于有效需求不足,其经济将偏离初始均衡点,产量下滑、失业率增加。这时,俄罗斯货币政策当局应采取宽松的货币政策来扩大需求。宽松的货币政策意味着 μ 增加,这时, AD 曲线将上移,并最终与 AS 曲线交于点 A ,从而就业与产出都恢复到均衡水平。但由于采取宽松的货币政策,卢布将贬值,其进口产品的国内价格 εP^* 和价格指数 P 将上升。但由于本国产品的价格由于价格刚性而保持不变, P 上升的幅度将小于 μ 增加的幅度,因此,在采取宽

松的货币政策时总需求曲线仍将上移。而此时由于其贸易条件不发生变化,即 τ 不发生变化,所以,扩张的货币政策将不改变 AS 曲线的位置。

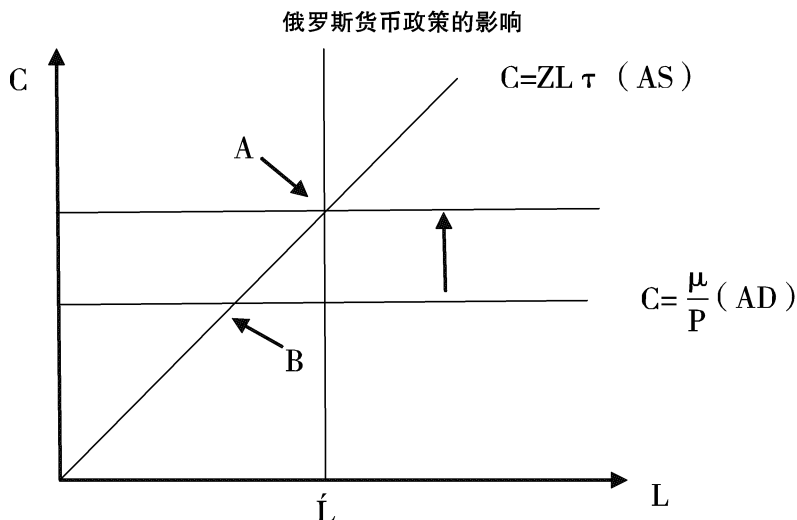
如图 2 所示,经济的均衡点位于 A 点,当俄罗斯面对冲击所导致的有效需求不足时, AS 曲线与 AD 曲线的交点由 A 点变为 B 点,这将导致失业率增加。这时,通过采取扩张的货币政策可使就业回到均衡水平,即由 B 点变为 A 点。显然,通过宽松的货币政策来提升总需求,可以避免经济由于外部冲击而造成的产量大幅波动。值得注意的是,当俄罗斯采取扩张的货币政策时,虽然会带来产量的提升,但也会产生一些“副产品”:由于假设资本是可以自由流动的,扩张的货币政策将导致卢布贬值,卢布贬值又进一步导致进口产品的本币价格上升,由于本国的消费篮子涵盖了本国产品和外国产品,那么,进口产品本币价格的提升将导致价格水平的提升,即通货膨胀率上升。

四 汇率与通货膨胀率波动的影响

之前的分析已经得出,当俄罗斯面临有效

^① 2009 年俄罗斯出口商品中燃料所占比重高达 66.7%,而在进口商品中制造业商品进口所占比重达 76.5%, <http://data.worldbank.org.cn>

图 2



需求不足时,货币政策当局通过采取扩张的货币政策可以使就业率恢复到均衡水平。但是,扩张的货币政策也会导致卢布贬值和通货膨胀率的上升。而汇率贬值和通货膨胀率上升是俄罗斯货币当局所竭力避免的。俄罗斯货币政策的目的是维护卢布币值的稳定,即控制通货膨胀和避免卢布汇率的剧烈波动^①。那么,俄罗斯为什么选择这样的货币政策目标,由宽松的货币政策所产生的汇率贬值和通货膨胀率上升对于经济运行特别是长期经济发展战略的实现有着怎样的影响?

俄罗斯货币当局如果采取扩张的货币政策,那么,卢布将贬值。而卢布贬值并不改变俄罗斯出口产品的国际价格,因此也就无法带动俄罗斯扩大出口。但是,卢布贬值却提升了进口产品的国内价格,从而加剧了通货膨胀压力。更值得注意的是,俄罗斯企业拥有大量的外债,一旦卢布贬值,企业的债务负担将大大加重。在 2008 年国际金融危机中,卢布大幅贬值引发俄罗斯企业的债务危机。因此,虽然当时俄罗斯面临着产量大幅下滑的局势,但是为了遏制卢布的迅速贬值,政府却逆市加息,希望借此吸引外资流入,从而扭转卢布的贬值趋势^②。因此,采取扩张的货币政策所导致的汇率贬值将彻底暴露企业的债务风险,并对实体经济造成巨大的冲击。

此外,采取扩张的货币政策还会导致通货

膨胀水平的上升。对于俄罗斯而言,通货膨胀问题显得尤其重要。俄罗斯在经济转型之初曾经历过恶性通货膨胀。1993 年通货膨胀率高达 874.6%^③,居民持有的卢布因此大幅缩水,这给俄罗斯民众带来了痛苦的回忆。因此,在俄罗斯货币政策的效用函数中,通货膨胀的负效用占据着重要的地位。虽然俄罗斯物价水平的快速上升在近些年有所放缓,但是通货膨胀率仍处于较高水平。

从图 3 中我们可以清楚地看到,近十年来俄罗斯通货膨胀率不仅远高于美国这样的成熟经济体,即使与同为转型国家中国相比也高出很多。高通胀一直是俄罗斯宏观经济运行中存在的一个重要问题。在通货膨胀已经处于较高水平的条件下,如果俄罗斯货币当局仍采取宽松的货币政策,将使其通货膨胀水平超出经济正常运行所能够承受的边界。

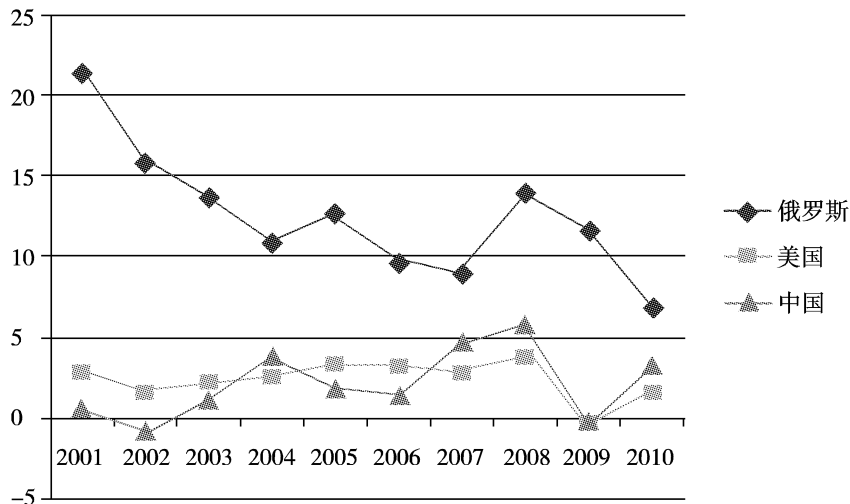
采取宽松的货币政策对俄罗斯经济的长期发展战略影响也很大。之前已经提到,俄罗斯达到长期发展目标面临的主要困难是投资来源和通货膨胀问题。无论是推进产业结构调

① 李中海:《论俄罗斯货币信贷政策及影响》,《俄罗斯中亚东欧研究》2007 年第 4 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 <http://data.worldbank.org.cn>

图3 中、俄、美三国近10年通货膨胀率比较(%)



资料来源: <http://data.worldbank.org.cn>

整还是加强基础设施建设都需要大量的投资,而国内资金不足使吸引外资显得尤为重要。那么,外资是否愿意进入,除了与俄罗斯的经济发展前景有关外,更与卢布汇率的走势相关。如果俄罗斯采取扩张的货币政策,必然导致外资大量流失,卢布呈现贬值的趋势。因此,为了吸引外资,俄罗斯将极力避免采取扩张的货币政策。第二个重要问题是通货膨胀。俄罗斯较高的通货膨胀水平导致国内贷款利率极高。2010年俄罗斯通货膨胀率高达6.9%,其国内存款利率为6%,这就意味着居民享有的真实利率为负值,进而商业银行难以吸收大量的存款。与此同时,贷款利率高达10.8%,这就意味着企业难以从国内商业银行进行融资且具有较高的融资成本^①,加剧企业的融资困境。所以,当俄罗斯采取宽松的货币政策时,将使其国内投资匮乏和高通胀问题进一步恶化,不利于其发展模式的转变。

而当经济面临冲击导致有效需求不足时,货币政策是非常重要的宏观调控手段。俄罗斯货币当局在面临金融危机的冲击时,为了抑制国内通货膨胀和维持汇率稳定而避免采取扩张性货币政策,从而丧失了一种有力的宏观调控手段。因此,俄罗斯应着力将其通货膨胀控制在合理的水平。这样,在面对有效需求不足时,即使采取扩张性的货币政策,其通货膨胀仍可控制在民众可接受的水平上。通货膨胀率的下降还会进一步导致贷款利率的下降,从而降低企业从国内银行的融资成本,避免过度依赖从国外融资。企业外债水平的降低可以减轻汇率贬值对国内经济的冲击。这样,俄罗斯实施扩张性的货币政策所带来的负面影响将有所减弱,从而使其具备运用货币政策来调控经济形势的条件。

(责任编辑:农雪梅)

五 结论与启示

综上所述,当俄罗斯采取宽松的货币政策时,会导致卢布贬值及通货膨胀水平上升,并进一步恶化企业的融资环境,不利于其经济发展模式的调整和长期发展战略的实现。

^① 通货膨胀数据来自世界银行数据库, <http://data.worldbank.org.cn>; 存款利率数据来自俄罗斯中央银行网站, <http://www.cbr.ru>