

# 美元因素对卢布汇率的影响\*

郑维臣

**【内容提要】** 卢布汇率走势一直是影响俄罗斯经济、金融稳定的重要因素，因此，卢布汇率变化的原因也引起了广泛关注。以往的分析往往聚焦于俄罗斯国内经济形势和原油价格变化等方面，而笔者的研究表明，美元走势也是卢布汇率水平的重要影响因素，美元走势的变动会通过影响跨境资金流动方向而对卢布汇率水平造成冲击。为了应对美元因素对卢布汇率水平造成的冲击，俄罗斯应坚持卢布汇率形成机制的市场化改革方向，提升对跨境资金流动的监管能力，改善其国内金融体系存在的脆弱性问题。

**【关键词】** 卢布汇率 汇率危机 美元 跨境资金

**【作者简介】** 郑维臣，国家外汇管理局辽宁省分局职员，经济学博士。

## 一 引言

汇率作为影响宏观经济运行的重要变量，其变动的的原因一直是备受关注的理论和实践问题。名义汇率和实际汇率都是衡量一国汇率水平的重要指标，其中，实际有效汇率指数由于通过对名义汇率加以通胀因素调整和伙伴国加权而得出，可以较好地衡量一国汇率水平，并与国际收支联系较为密切，因此，我们选择卢布实际有效汇率指数这一指标来衡量卢布汇率水平，下文所提到的卢布汇率均指卢布实际有效汇率。俄罗斯经济转型启动后，卢布实际有效汇率指数波动幅度相对较大，并先后于1998年、2008年和2014年出现过三次大幅下跌，即三次卢布汇率危机。由于美元化、货

---

\* 本文为作者个人学术观点，与所供职单位无关，文责自负。

币错配等问题的存在，卢布汇率的大幅贬值往往对俄罗斯宏观经济运行造成严重冲击，这一点在1998年和2008年两次汇率危机中表现得尤为明显，并最终导致这两次汇率危机进一步演变成系统性金融危机。鉴于卢布汇率变化对俄罗斯宏观经济运行影响显著，因此，深入分析卢布汇率变化的成因具有重要意义。

学术界曾就卢布汇率波动和三次汇率危机的原因展开过广泛而深入的讨论。王志远对1998年和2008年金融危机进行了比较分析，他认为，在1998年金融危机中，外资撤离引发了卢布贬值，而财政状况恶化是金融危机的深层次原因；2008年则是国际金融危机爆发导致外部环境恶化而引发的卢布汇率贬值和金融危机<sup>①</sup>，同时认为俄罗斯过早开放资本项目，导致卢布汇率受“游资”影响波动较大<sup>②</sup>。关雪凌认为2008年国际金融危机暴露了俄罗斯产业结构存在的问题<sup>③</sup>。徐坡岭认为卢布汇率频繁发生剧烈波动反映了俄罗斯国家战略与经济基本情况之间存在着冲突<sup>④</sup>。李新认为俄罗斯经济能源化是2014年卢布贬值的主要原因<sup>⑤</sup>，于娟也提出2014年汇率暴跌反映了俄罗斯经济存在的“去工业化”和过度依赖原材料出口问题<sup>⑥</sup>。同时郑维臣认为僵化的汇率制度加大了汇率危机爆发的可能性，而俄罗斯严重的货币错配问题导致汇率危机进一步演变成金融危机<sup>⑦</sup>。

以上研究从不同的角度成功解释了卢布汇率变化和汇率危机产生的原因。总体来看，这些研究主要关注的是俄罗斯经济自身特点或国际政治经济环境变化等因素，以此为出发点来解释卢布汇率变化的原因。卢布汇率变化，特别是卢布汇率大幅贬值将对俄宏观经济造成冲击，当汇率发生迅速且剧烈的贬值时便意味着发生了货币危机。当前，理论界为了解释货币危机已经形成了相对成熟的理论，即三代货币危机模型。第一代货币危机

① 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。

② 王志远：《人民币和卢布汇率的决定与调整》，《欧亚经济》2016年第1期。

③ 关雪凌：《透视国际金融危机中的俄罗斯经济困境》，《俄罗斯中亚东欧研究》2010年第1期。

④ 徐坡岭：《卢布汇率剧烈贬值和波动的政治经济逻辑》，《欧亚经济》2016年第1期。

⑤ 李新：《人民币是否会步卢布贬值的后尘》，《欧亚经济》2016年第1期。

⑥ 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。

⑦ 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。

模型认为固定汇率制度与宽松的宏观经济政策存在着冲突，而投机者会利用这一矛盾来进行投机交易，进而引发货币危机。第二代货币危机模型则引入了政府是相机抉择的这一假设，即政府部门会进行成本收益分析来决定是否坚守固定汇率制度。第三代货币危机模型认为金融自由化为跨境资金流动提供了可能，而跨境资金的大进大出加剧了经济周期的冲击。三代货币危机模型由于对汇率危机具有良好的解释性，已成为分析汇率危机的主流理论。三代货币危机模型主要从危机国国内入手，在宏观经济政策、汇率制度和外债负担等方面探讨危机爆发的原因。值得注意的是，美国货币政策在次贷危机爆发后进行了大幅调整，美元指数也发生了剧烈震动，由此导致全球跨境资金在美国与新兴市场之间大进大出，对新兴市场国家币值稳定造成了剧烈冲击。这使得越来越多的学者开始注意到美国货币政策调整是新兴市场货币危机的重要影响因素。科普克（Robin Koepke）对发生于27个新兴市场经济体的154次危机成因进行了实证分析，结果表明，美国货币政策因素与危机国国内因素一样，对危机爆发具有较强的解释力<sup>①</sup>。以上研究提醒我们，在分析俄罗斯汇率危机成因时，应关注美元因素。因此，我们将构建一个简单的两国模型，以此为基础分析美元走势变化对卢布汇率水平的冲击。

## 二 美元走势变化对卢布汇率水平的影响机制

自1995年以来，美国很少对外汇市场进行直接干预<sup>②</sup>，美元汇率水平主要由宏观经济政策、经济形势预期等因素所决定。当美元走强时，美元资产的外币价值上升，跨境资金将更加青睐美元资产，反之亦然。基于此，笔者构建一个简单的涵盖美国和俄罗斯的两国模型，美国为大国，俄罗斯为小国，美元汇率由美国货币政策变化和宏观经济走势所决定，跨境资金流动则主要受美元汇率走势决定，卢布汇率则由跨境资金流动所决定。

在笔者的分析框架中，美元币值变化对卢布汇率影响的具体机制为：当受美联储降息、美国经济疲软等因素导致美元走弱时，投资者将更加青睐卢布资产，跨境资金会大量流入俄罗斯，俄罗斯市场主体倾向于持有美

---

<sup>①</sup> Robin Koepke, *Determinants of Emerging Market Crises: the Role of U. S. Monetary Policy*, IIF Working Paper 2016.

<sup>②</sup> 管涛：《汇率的本质》，中信出版社2016年版，第167~174页。

元债务，这将导致卢布升值；当美联储加息或美国经济形势改善时，市场的美元升值预期迅速实现为美元的走强，投资者会转向持有美元资产，跨境资金将从俄罗斯流入美国，导致卢布贬值，俄罗斯市场主体选择美元债务去杠杆化，这将加剧卢布汇率贬值。

笔者基于以上分析框架来回顾俄罗斯经济转型启动以来美元走势变化对卢布汇率水平的影响。

1995年，俄罗斯形式上确立了央行独立性，选择“外汇走廊”作为汇率制度。俄罗斯选择“外汇走廊”作为汇率制度，除了为了控制通胀问题外，还希望为发行国债创造条件<sup>①</sup>。这一策略在最初取得了一定的成功，鉴于俄罗斯国债收益率较高，因此，举借美元来投资俄罗斯国债变得有利可图。与此同时，美元疲软的走势也为俄罗斯实施这一策略创造了有利条件。美国自1995年开始了一轮降息，联邦基金目标利率由1995年年初的6%逐步降至1996年年初的5.25%<sup>②</sup>。受此影响，美元指数自1995年起走势较为疲软。美元走低意味着持有美元负债的成本有所下降，这提升了俄罗斯包括银行在内的经济主体举借美元债务的意愿，以此来持有包括其国债在内的卢布资产。俄罗斯国际收支中负债项下贷款科目于1995年和1996年分别净流入94亿美元和120亿美元<sup>③</sup>。1997年，美元开始逐步走强，美元升值意味着持有美元债务的俄罗斯市场主体债务负担加重，因此，俄开始积极偿还持有的美元债务。受此影响，1997年第四季度俄罗斯国际收支中负债项下贷款科目净流出243亿美元<sup>④</sup>。跨境资金的流出给卢布带来了较大的贬值压力，为了维系“外汇走廊”，俄货币当局积极对外汇市场进行干预，1997年第四季度，俄外汇储备减少58亿美元，环比下降31.2%<sup>⑤</sup>。1998年，美元延续走强态势，实际美元指数自1988年以来首次突破100，并于1998年8月一度涨至105。美元的快速走强加剧了俄罗斯跨境资金的流出压力，1998年俄罗斯跨境资金净流出53亿美元<sup>⑥</sup>，卢布面临较大的贬

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》，《俄罗斯研究》2013年第4期。

② Wind数据库。

③ 俄罗斯中央银行，统计口径为BPM6。

④ 同③。

⑤ 同②。

⑥ 跨境资金净流入（负值为净流出）=经常项目余额-资本和金融项目余额（不含储备）+误差和遗漏，数据来源为Wind数据库，统计口径为BPM6。

值压力。俄薄弱的外汇储备已经无法进行有力的外汇市场干预来对抗贬值压力，最终俄罗斯选择放弃“外汇走廊”，1998年汇率危机最终爆发。

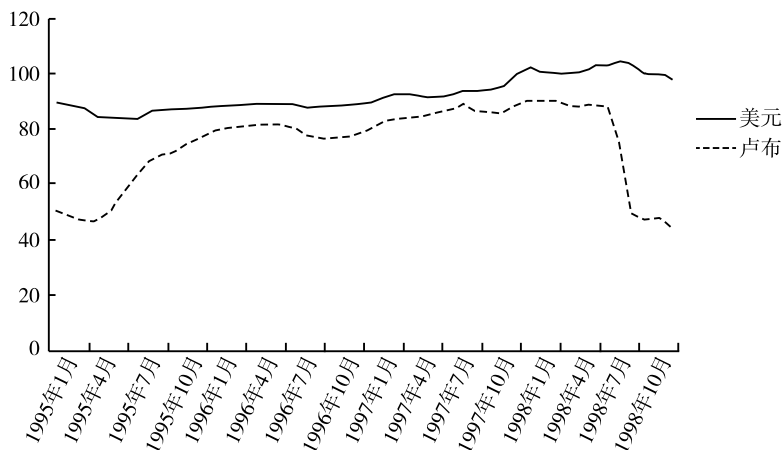


图1 1995~1998年美元实际汇率指数和卢布实际有效汇率指数走势

资料来源：Wind数据库。

1998年汇率危机过后，俄罗斯在能源价格上涨的拉动下开始一轮强劲的经济复苏，卢布汇率也随之持续升值。美国于2001年多次下调联邦基金目标利率，由年初的6.5%下调至年底的1.75%，此后再未恢复至当年年初水平。美元实际汇率指数也自2002年年初开始总体呈现下跌走势。俄罗斯国内经济复苏和美元疲软再次吸引跨境资金大量涌入俄罗斯。俄罗斯国内经济主体大量举借外债，截至2008年年底，俄罗斯外债贷款余额高达3738亿美元，比2000年年底增长280%<sup>①</sup>。次贷危机爆发后，虽然在危机爆发初期，美元仍延续疲软态势，但为了应对危机，美国选择了强势美元。2008年6月，时任美国总统布什、美联储主席伯南克和财政部部长保尔森分别表态美国将采取强势美元策略<sup>②</sup>。受此影响，美元于2008年下半年开始迅速走强，美元走强刺激跨境资金流出俄罗斯。2008年第四季度，俄罗斯跨境资金单季净流出1248亿美元<sup>③</sup>，卢布汇率出现迅速贬值，再一次爆发汇率危机。

① Wind数据库，统计口径为IIP。

② 孙磊：《2008年美元升值原因探析》，《黑龙江对外经贸》2009年第5期。

③ 跨境资金净流入（负值为净流出）=经常项目余额-资本和金融项目余额（不含储备）+误差和遗漏，数据来源为Wind数据库，统计口径为BPM6。

为了应对 2008 年国际金融危机，美国实施了极为宽松的货币政策，联邦基金目标利率降至 0.25%，并通过购买国债向市场注入了大量美元流动性。受此影响，美元于 2010 年开始走弱，大规模跨境资金开始由美国流向包括俄罗斯在内的新兴市场，卢布实际有效汇率指数则有所上涨。2014 年 10 月，美联储宣布将结束购买资产计划，并在合适时机加息，这意味着量化宽松政策的结束。受美联储退出量化宽松政策影响，2014 年下半年美元开始走强，跨境资金流动方向转为由俄罗斯流向美国，当年俄罗斯外债贷款余额下降 16%<sup>①</sup>。由于美元走强、乌克兰危机和原油价格下跌等因素交织在一起，俄罗斯于 2014 年再一次爆发汇率危机。

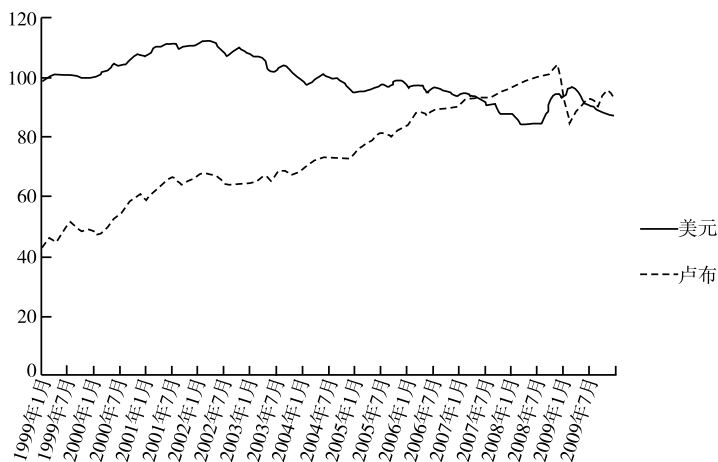


图 2 1999 ~ 2009 年美元实际汇率指数和卢布实际有效汇率指数走势

资料来源：同图 1。

笔者的分析表明，卢布实际有效汇率除了受国内经济形势、原油价格变化等因素影响外，美元走势也是重要的影响因素。当美元走弱时，跨境资金倾向于流出美国，流入俄罗斯，这将促使卢布汇率升值。而卢布汇率升值将进一步提升市场主体持有美元债务的意愿，也将增强卢布的升值压力。当美元走强时，跨境资金倾向于流出俄罗斯，流向美国市场，这将导致卢布贬值，市场主体面临卢布汇率贬值将积极采取美元负债去杠杆化策略，这又将进一步加大卢布贬值压力。因此，美元走势变化是卢布汇率走势的重要影响因素。

<sup>①</sup> Wind 数据库，统计口径为 IIP。

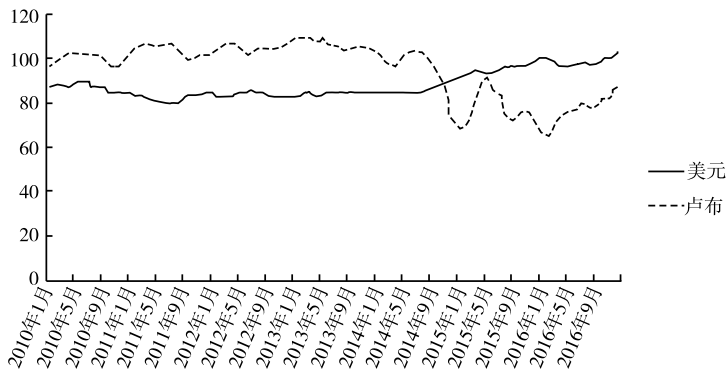


图3 2010~2016年美元实际汇率指数和卢布实际有效汇率指数走势

资料来源：同图1。

### 三 美元走势对卢布汇率影响的实证分析

为了评估美元走势对卢布汇率的影响，笔者构建 VAR 模型来进行实证检验，模型如下：

$$Y = AY_{t-1} + C + u_t$$

其中， $Y = [E_U E_R]'$ ，A 为系数矩阵，C 为常数项列向量， $u_t$  为误差扰动列向量。 $E_U$  为美元实际汇率指数， $E_R$  为卢布实际有效汇率指数，数据来源为 Wind 数据库。样本范围为 2000 年第一季度至 2016 年第四季度，共 68 期样本，季度值由每季度最后一个月的月度值代替。笔者选择的计量软件为 Eviews6，构建非限制 VAR 模型。

首先对模型进行滞后阶数检测，结果显示超过一半的准则选出来的滞后阶数为 1 阶。这与全球外汇市场运行特点相一致，因为外汇市场交易频繁，市场汇率会迅速对影响因素的变化作出反应。因此，选择模型的滞后阶数为 1 阶。

表 1 滞后阶数判断结果

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-418.738 0	—	2 687.712	13.572 19	13.640 81	13.599 13
1	-321.270 5	185.502 8	131.829 4*	10.557 11*	10.762 96*	10.637 93*
2	-319.742 6	2.809 207	142.851 7	10.636 86	10.979 95	10.771 56
3	-313.416 6	11.223 64*	132.688 6	10.561 83	10.042 15	10.750 41
4	-310.471 6	5.035 048	137.583 8	10.595 86	11.213 41	10.838 32

5	-309.138 9	2.1923 58	150.466 1	10.681 90	11.436 69	10.978 25
6	-307.294 1	2.916 110	162.112 9	10.751 42	11.643 45	11.101 65

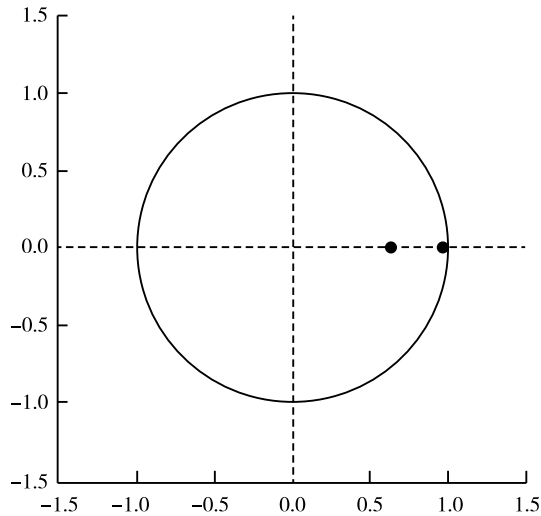


图4 单位根检验结果

图4为模型的平稳性检验结果，检验结果显示所有特征根均在单位圆内，这表明模型是平稳的。表2为协整检验结果，协整检验表明模型变量间存在着长期均衡关系。

表2 协整检验结果

Hypothesized No. of CE (s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob. **
None *	0.233 430	20.704 60	15.494 71	0.007 5
At most 1	0.046 749	3.159 865	3.841 466	0.075 5

格兰杰因果检验结果表明：美元实际汇率指数（ $E_U$ ）是卢布实际有效汇率指数（ $E_R$ ）的格兰杰原因，这证实了笔者的分析，美元走势变化会对卢布汇率水平施加影响。

表3  $E_R$ 为因变量的格兰杰因果检验结果

Excluded	Chi - sq	df	Prob.
$E_U$	3.090 117	1	0.078 8
All	3.090 117	1	0.078 8

模型的估计结果为：



$$E_R = 0.767847 E_{R-1} - 0.286705 E_{U-1} + 47.38963$$

$$R - \text{squared} = 0.899670$$

脉冲响应结果显示：卢布实际有效汇率指数（ $E_R$ ）对其自身的一个标准差新息产生正向反应，这表明卢布当期汇率变化会对卢布未来的汇率走势产生影响，这是因为当卢布汇率升值时，通常会提升市场主体对卢布汇率的信心，增强持有卢布的意愿，从而导致卢布进一步升值；卢布实际有效汇率指数（ $E_R$ ）对美元实际汇率指数（ $E_U$ ）的一个标准差新息产生负向反应，这证明了当美元走强时将对卢布产生贬值压力。

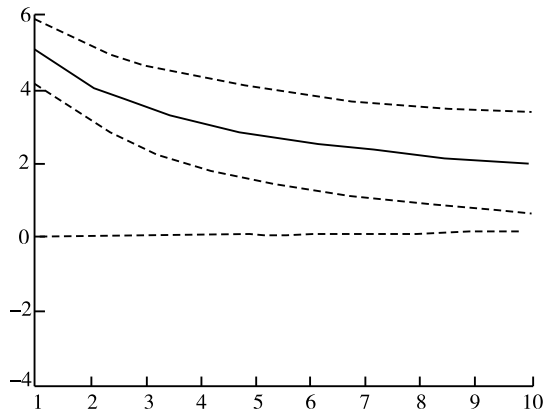


图5  $E_R$ 对  $E_R$  一个标准差新息的响应

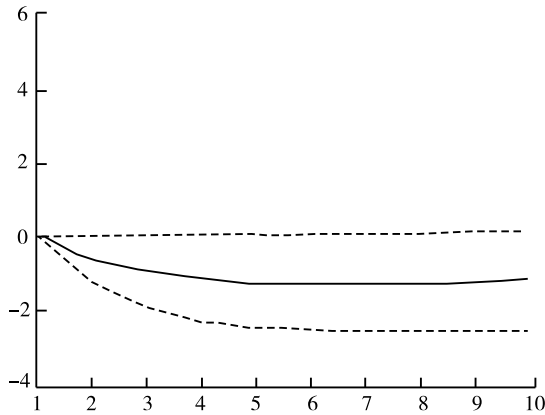


图6  $E_R$ 对  $E_U$  一个标准差新息的响应

## 四 政策建议

卢布汇率水平一直是影响俄罗斯经济、金融稳定的重要变量，俄罗斯先后爆发过三次汇率危机，其中前两次汇率危机更是进一步恶化为系统性金融危机，因此，如何避免汇率的剧烈波动对于维护经济、金融稳定有着重要意义。笔者认为，美元走势是卢布汇率走势的重要影响因素。美元走势主要受美国宏观政策和经济发展预期等因素所决定，虽然俄罗斯无法控制美元的走势，但是由于跨境资金流动是美元因素影响卢布汇率的主要渠道，当美元指数变化对卢布汇率水平造成剧烈冲击时，俄罗斯可以通过加强跨境资金监管来缓和美元因素对卢布汇率水平的冲击。此外，俄罗斯还应通过加强自身金融体系对于汇率波动的容忍度来避免卢布汇率贬值对宏观经济运行造成剧烈冲击。

### （一）坚持卢布汇率形成机制市场化

卢布汇率波动取决于多种因素，包括美元走势、俄自身政治经济态势和能源价格等。其中，俄罗斯除了对美元走势无法掌控外，对能源价格波动的影响也较为有限。从这个角度来观察，卢布汇率具有内在的强波动性。因此，试图通过常态化外汇市场干预来控制汇率水平的效果有限，俄罗斯的“外汇走廊”和管理浮动汇率制度实施经验也证实了这一点。对汇率水平的常态化干预导致市场汇率水平长期偏离均衡汇率水平，隐含着较大的金融风险。当外部冲击来临时，利用有限的外汇储备进行市场干预也无法有效掌控汇率水平，最终结果是外汇储备的大量消耗和汇率的突然崩盘。因此，合理的路径是提升汇率形成机制的市场化程度，增强汇率弹性，提升市场主体的汇率风险意识和风控能力，让汇率水平反映经济基础的变化。俄罗斯在2008年国际金融危机过后积极转向自由浮动汇率制度，并于2014年11月10日正式转向自由浮动汇率制度，虽然卢布在2014年汇率危机中又一次大幅贬值，但经过多年的转型，市场主体对卢布汇率波动的适应能力已大幅提升，2014年汇率危机并未像前两次危机那样演变成系统性金融危机，同时较为克制的外汇市场干预也导致俄罗斯外汇储备损失相对较小。因此，在汇率影响因素难以掌控这一背景下，俄罗斯应该坚持卢布汇率形成机制的市场化，不断提升汇率弹性，避免对外汇市场的过度干预。

### （二）提升对跨境资金流动的监管能力

美元走势变化之所以能够对卢布汇率水平造成冲击，其原因在于美元走势变化将影响俄罗斯跨境资金的流动方向，跨境资金的大进大出将影响

卢布汇率水平。为了应对美元走势突变对卢布汇率造成的剧烈冲击，避免卢布汇率水平受美元因素影响而大起大落，俄罗斯应提升对跨境资金流动的监管能力。俄罗斯于2006年全面实施资本项目开放，其理论依据便是麦金农和爱德华·肖提出的金融发展理论，他们认为发展中国家普遍存在的金融抑制会妨碍金融效率的提升，因此，应采取以金融自由化为导向的金融改革，以此来提升金融效率并促进经济增长。麦金农认为金融改革应遵循一定的次序，首先是应建立稳定的财税体制并达成健康的财政状况，之后是形成完善的金融中介体系并推动利率市场化，最后是放开外汇管制，完成资本账户开放。然而，俄罗斯在仍未完成向自由浮动汇率制度的转型便全面实施资本项目开放，直接导致2008年汇率危机爆发后企业面临严重的债务问题。虽然，当前俄罗斯已经完成了向自由浮动汇率制度的转型，但在实施资本开放过程中应注重提升对跨境资金流动的监管能力。实质上，即使是对金融自由化持倡导态度的国际货币基金组织，在2008年国际金融危机后对资本管制的态度也发生了转变，提出了资本流动管理工具<sup>①</sup>。俄罗斯在资本项目开放的同时仍应注重提升对跨境资金流动的监管能力，不断完善对于跨境资金流动的统计监测，加强跨境资金管理工具储备，以此应对美元走势变动可能对卢布汇率水平造成的剧烈冲击。

### （三）改善金融体系脆弱性问题

对于俄罗斯而言，不敢放任卢布汇率贬值的重要原因之一是其金融体系的脆弱性导致汇率贬值可能引发系统性金融危机，1998年和2008年两次汇率危机曾对国民经济造成剧烈冲击，进一步演化成系统性金融危机。前面已经提到，由于美元币值变化和能源价格波动都是卢布汇率水平的重要影响因素，卢布汇率波动在所难免。那么，如何克服“浮动恐惧”，避免汇率危机演化成系统性金融危机尤为重要，问题的解决途径便是改善金融体系脆弱性问题。俄罗斯1998年和2008年汇率危机演变成金融危机的一个重要原因就是其国内存在着较为严重的货币错配问题，因此，一旦卢布汇率大幅贬值，便会产生债务危机，从而对金融体系稳定性造成冲击。因此，俄罗斯应降低卢布融资成本，缓解货币错配问题，以此来改善金融体系的脆弱性，提升金融体系对卢布汇率波动的免疫力。

（责任编辑：李丹琳）

---

<sup>①</sup> 陈丰：《IMF资本流动管理新框架下新兴市场国家资本流出管理研究》，《国际金融》2015年第3期。