

# 两次危机中俄罗斯银行外币 资产占比变化原因探析<sup>\*</sup>

付 争

**【内容提要】** 作为曾是高度美元化的国家，自次贷危机后，俄罗斯银行外币资产占比出现断崖式下跌，并至今保持在低位，本文通过对比次贷危机和西方对俄经济制裁时期俄罗斯银行外币资产占比与各主要宏观经济要素走势变化，并对其间的相关性进行了实证检验。研究发现，俄罗斯银行外币资产占比的陡然下降，与卢布汇率和国际资本流动有关，但卢布汇率弹性的增加远不及资本流动自由化对银行外币资产占比下降的作用力度；在资本项目完全开放下，次贷危机所带来的负溢出效应不及西方对俄经济制裁对俄罗斯的冲击力度大；在西方经济制裁后，俄罗斯原油出口量、金融市场的广度与深度也都有助于将银行外币资产占比维持在低位。

**【关键词】** 俄罗斯 银行外币资产占比 汇率波动 资本流动

**【作者简介】** 付争，辽宁大学转型国家经济政治研究中心、国际关系学院副教授。

## 一 引 言

“一带一路”建设为人民币国际化提供了前所未有的契机。然而，因顾虑货币国际化所放大的金融风险等负溢出效应，会给正处于结构调整和金融改革敏感阶段的中国带来不可预知的经济动荡，中国政府虽然一直在放松资本管制与增强

---

<sup>\*</sup> 本文为第三届俄罗斯东欧中亚研究前沿论坛优秀论文。感谢匿名审稿人提出的修改意见，文责自负。

汇率弹性方面表现出积极态度，但在政策实施与操作层面一直保持谨慎<sup>①</sup>。作为曾为高度美元化的国家，俄罗斯经济倚重能源出口，卢布国际化不仅有助于俄罗斯摆脱石油美元对本国经济增长效益的侵蚀，也符合俄罗斯通过涉足国际货币格局多元化来争取国际战略主动权的政治诉求<sup>②</sup>。因此，俄罗斯很早便将本币国际化纳入对外战略的重要组成部分——1996年6月实现卢布在经常项目下可兑换，2006年实现资本项目完全开放<sup>③</sup>。此后，俄罗斯经济接受了来自美国次贷危机和西方对俄经济制裁的挑战。由于资本项目完全开放和汇率弹性空间的增加，卢布在两次危机中均大幅贬值，并较为严重地阻滞了俄罗斯经济的复苏，但在此期间，俄罗斯借助卢布贬值进一步推进进口替代战略，并成功将银行外币资产占比降至低位，削弱了“美元化”对政策制定和经济发展的干扰<sup>④</sup>。因此，探究两次危机中俄罗斯银行外币资产占比下降的原因，有助于厘清货币国际化进程中开放资本项目和增加汇率弹性与放大金融风险、加剧经济动荡之间的内在关系，为人民币国际化进程中中国所面临的“两难”问题<sup>⑤</sup>提供经验借鉴。

因在20世纪90年代曾为高度“美元化”的国家，俄罗斯也面临着资本项目完全开放所带来的更大风险与挑战。理论上，美元化很可能会加剧汇率的波动，使汇率对名义利率的变化更加敏感。在一国金融体系尚未成熟的情况下，开放资本账户将会进一步放大上述风险。尤其是银行系统的高度美元化为金融体系和外汇市场埋下了危机隐患<sup>⑥</sup>。但如果考虑利率对汇率的传导机制，却会得出另一番结论：在高度美元化的国家，本外币贷款利差较小，实际利率走低，汇率波动或市场投机很难形成剧烈的经济动荡<sup>⑦</sup>。但自从步入经济体制转轨以来，俄罗斯便陷入美元化问题的泥淖。针对美元化对俄罗斯经济的影响，学者们主要从金融体系风险、汇率风险和利率调节有效性三个方面进行了研究。李扬指出，随着经济

① “十三五”规划明确提出，要推动中国金融业的双向开放，有序实现人民币资本项目可兑换。2015年4月份，在国际货币基金组织/世界银行春季年会上，周小川行长对人民币资本项目可兑换作了详细的阐述：中国要实现人民币资本项目完全可兑换，但是可兑换之后并不是说不管了，而是有管理的可兑换。

② 在这一点上，中国的人民币国际化与俄罗斯的卢布国际化有着相似的动机。

③ 李中海：《卢布国际化战略评析——兼论中俄贸易本币结算》，载《俄罗斯研究》2011年第4期。

④ 由于在2007年的次贷危机与乌克兰危机后的西方经济制裁中，俄罗斯的金融部门首当其冲，因此，本文选取俄罗斯银行部门中外币资产占比作为度量“资产美元化”的指标，这一指标在次贷危机爆发时出现断崖式下跌，随后便一直处于近20年来的历史低位，并在西方制裁的冲击下保持了相对稳定。

⑤ 这里提到的“两难”问题，即放松资本管制与增加汇率弹性对人民币国际化的积极影响和对中国经济金融稳定的风险。

⑥ 李扬、黄金老：《美元化问题研究》，载《金融研究》1999年第9期。

⑦ 张宇燕：《美元化：现实、理论及政策含义》，载《世界经济》1999年第9期。

全球化程度的加深，本币不是“关键货币”的国家都面临着货币错配的风险，俄罗斯与东欧这些过度美元化的国家自然也会因货币错配而使金融体系暴露于市场风险中<sup>①</sup>。2007 年美国次贷危机对俄罗斯的巨大冲击再次印证了这一论断，阿列克谢·波诺马连科等探究了俄罗斯在次贷危机前后的存贷款美元化变动因素，认为卢布汇率变动是去美元化的主要驱动因素，俄罗斯实体部门的货币错配要比金融部门严重<sup>②</sup>。对于美元化所产生的汇率风险，学者们的观点并不十分统一：部分学者强调美元化会加剧汇率的波动性，通过贸易部门和金融部门传导至一国金融系统内部，放大了银行体系流动性风险，并且导致美元化国家被迫承担汇率波动的成本<sup>③</sup>；另有部分学者认为，美元化有助于降低经济体的实际利率，从而抑制经济体的投机氛围，刺激产业资本投资于实体经济。很早<sup>④</sup>对于美元化干扰利率调节有效性问题上，学者们普遍认为美元化会令货币政策变得更加复杂且有效性下降。奥恩佐格和欧姆斯的研究发现，在高度美元化的俄罗斯，有效广义货币需求较为稳定，但有效广义货币的超发还是对通货膨胀有持续性的影响<sup>⑤</sup>。高亨和梅赫罗特拉探究了俄罗斯在 1998 年危机后货币需求的决定因素，认为高收入有助于刺激卢布的实际货币需求，而且，即便在“去美元化”的趋势下，汇率波动也对卢布的货币需求有着显著的影响<sup>⑥</sup>。达菲认为，对于美元化国家来说，稳定物价的宏观经济政策并不会对国内资本积累产生任何影响，因此也不会达到刺激经济增长的宏观经济目标<sup>⑦</sup>。帕特和夏和艾丽西娅通过回顾历史经验以及实证分析发现，美元化并不必然会抑制通货膨胀，相反，美元化会通过汇率传

① 李扬：《汇率制度改革必须高度关注货币错配风险》，载《财经理论与实践》2005 年第 4 期。

② Alexey Ponomarenko, Alexandra Solovyeva and Elena Vasilieva, “Financial Dollarization in Russia: Causes and Consequences”, BOFIT Discussion Papers No. 36, 2011.

③ 李扬、黄金老：《美元化问题研究》；李扬：《汇率制度改革必须高度关注货币错配风险》；Gunther Schnabl, “International Capital Markets and Exchange Rate Stabilization in the CIS, May 2005, <http://econwpa.repec.org/eps/if/papers/0505/0505015.pdf>; Peter Keller, and Thomas Richardson, “Nominal Anchors in the CIS”, IMF Working Paper 03/179, Washington: IMF, 2003; Jouko Rautava, “The Role of Oil Prices and the Real Exchange Rate in Russia’s Economy—a Cointegration Approach”, *Journal of Comparative Economics* 32, 2: 315–327, 2004.

④ Steve H. Hanke, “How to Make the Dollar Argentina’s Currency”, in *the Wall Street Journal*, February 19, 1999.

⑤ Franziska Ohnsorge, Nienke Oomes, “Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The Case of Russia”, International Monetary Fund Working Paper No. 05/144, July 1, 2005.

⑥ Iikka Korhonen, Aaron Nikolai Mehrotra, “Money Demand in Post-Crisis Russia: Dedollarization and Remonetization”, <http://mesharpe.metapress.com/link.asp?target=contribution&id=C155123711175701>, 2010

⑦ John Duffy, Maxim Nikitin, R. Todd Smith, “Dollarization Traps”, <http://repec.org/esNASM04/up.4866.1075519907.pdf>, January 2004.

递效应干扰货币政策的制定与实施效果<sup>①</sup>。

2007年的次贷危机再次引发美元信任危机，新兴市场国家不得不重新审视与思索自身经济系统内的美元化问题。1998年危机后，俄罗斯在筹备资本项目完全开放的同时，也在有意降低国内美元化程度，并在存款去美元化问题上取得了明显进展<sup>②</sup>。为了抵御金融危机与西方经济制裁对本国经济的负面影响，俄罗斯政府采取了一系列兼顾国家长短期发展的政策措施，包括基于卢布贬值的反危机政策组合（如施行完全自由的浮动汇率制度、以稳定物价和经济结构转型为主线的货币政策、加强金融系统监管）<sup>③</sup>、推进货币互换与本币地区结算<sup>④</sup>以及实施地缘政治策略（如将远东经济发展提至高位、实施分化欧美策略、合作重心向东方转移）<sup>⑤</sup>，俄罗斯政府对卢布国际化的政策性推动，使得银行部门以卢布计价的资产比例迅速提高，即便当时卢布因美元升值而处于大幅贬值状态。

那么俄罗斯银行外币资产占比的降低究竟是缘何而起，通过哪种传导途径实现，在资本项目完全开放下，外来冲击是加剧了经济动荡还是平抑了市场波动，本文的研究将对这些问题的答案进行进一步探究。接下来，本文将首先对比两次危机时期俄罗斯银行外币资产占比与各主要宏观经济要素走势变化，然后再对它们之间的相关性进行实证检验，最后，根据资本项目开放后俄罗斯经济在危机中的表现，对中国资本项目开放和人民币国际化问题提出相关政策建议。

## 二 两次危机时期俄罗斯各经济要素与 银行外币资产占比关系概览

### （一）卢布汇率与银行外币资产占比

理论上，根据汇率的估值效应对本币资产市场价值走势的预期，银行外币资产占比会随卢布的贬值而上升。但从图1可以看出，2006年第四季度，即俄罗

① Patricia Alvarez - Plata, Alicia Garcia - Herrero, "To Dollarize or De - dollarize: Consequences for Monetary Policy". [http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01.c.92705.de/dp842.pdf](http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.92705.de/dp842.pdf). Dec 2008.

② Alexey Ponomarenko, Alexandra Solovyeva and Elena Vasilieva, "Financial Dollarization in Russia: Causes and Consequences", BOFIT Discussion Papers No. 36, 2011.

③ 徐坡岭、贾春梅：《俄罗斯卢布贬值及货币政策调整的长期经济影响》，载《国外理论动态》2016年第3期。

④ 刘洪钟、张振家：《转轨经济的去美元化：以俄罗斯和东欧为例》，载《俄罗斯中亚东欧研究》2011年第1期。

⑤ 张红侠：《制裁与反制裁：俄罗斯经济困局及脱困之路》，载《俄罗斯东欧中亚研究》2016年第6期。

斯全面开放资本账户的第二个季度，银行外币资产占比从 19.4% 骤降至 8.5%，但随后半年很快恢复至 24.6%。2007 年第三季度，即美国次贷危机爆发后，银行外币资产占比再次从 24.6% 陡然下降至 8.5%，并自此至今一直处于 10% 以下的相对低位。而与此同时，无论是卢布的名义汇率还是实际汇率的走势并没有发生明显变化。美国第一轮量化宽松政策实施后，俄罗斯银行外币资产占比从 6.3% 小幅跌落至 4.9%，与此同时，卢布对美元名义汇率贬值 25.6%，实际有效汇率贬值 20.8%。2014 年第四季度，西方对俄罗斯实施经济制裁，卢布名义汇率瞬时贬值 30.7%，实际有效汇率贬值 20.9%，而俄罗斯银行外币资产占比也随之从 5.1% 升至 8.3%。但相对来说，俄罗斯银行外币资产占比在次贷危机后一直保持在低位，并没有在美国量化宽松政策实施和西方对俄制裁后随着卢布大幅贬值而回升至次贷危机前的高位。

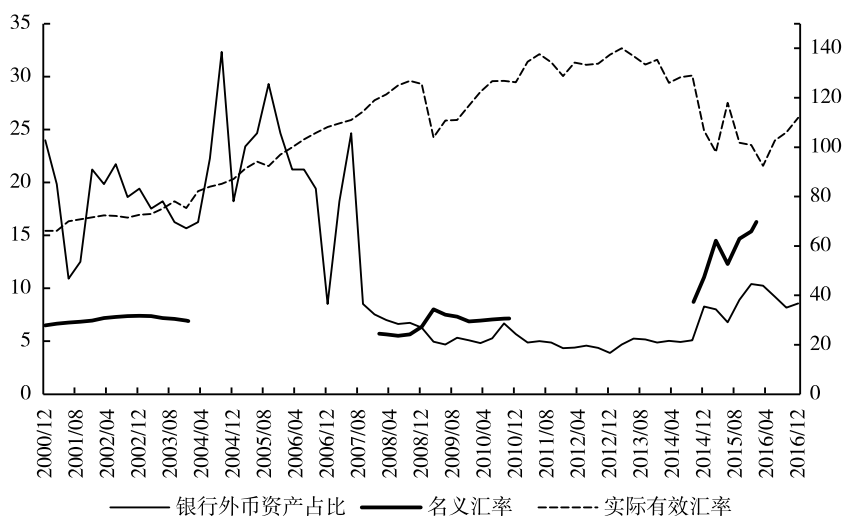


图1 俄罗斯银行外币资产占比与卢布汇率走势变化图

资料来源：银行外币资产占比数据来自俄罗斯中央银行，名义汇率与实际有效汇率数据来自 EIU 数据库。

## (二) 原油出口量与银行外币资产占比

由于俄罗斯经济对原油出口的高度依赖，因此，原油出口的外汇收入也成为俄罗斯外汇收入的重要组成部分。由于出口或先支后收的转口货物及其他交易行为的外汇收入须按银行持牌汇率全部结售给外汇指定银行，因此，由于结售汇的

外币需求，原油出口外汇收入很可能会影响银行外币资产占比，尤其是在汇率波动幅度较为剧烈的时期<sup>①</sup>。图2所展示的内容验证了这一推断。根据图2所示，原油出口额的走势变化与图1中的名义汇率相似，不再赘言。在两次危机前后，原油出口量与银行外币资产占比变化与走势趋同：次贷危机后，虽然原油出口数量略有下降，但降幅远不及以美元计价的原油出口额；俄罗斯原油出口量非但没有受到西方经济制裁的影响，反而略有增加。

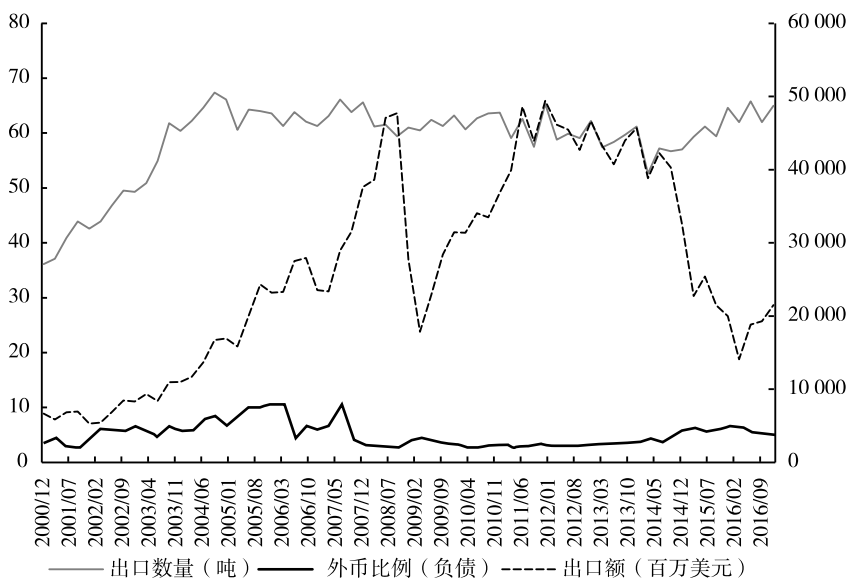


图2 俄罗斯银行外币资产占比与原油出口走势变化图

资料来源：数据来自俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/Eng/statistics/?PrId=svs>

### （三）资本流动与银行外币资产占比

从图3可以明显看出，在资本项目开放前，银行外币资产占比的变化与资本流动并不相关。2006年7月资本项目开放后，随着直接投资和证券投资的流入，银行外币资产占比也明显提高。但次贷危机后，银行外币资产占比骤降，半年后，直接投资与证券投资也大幅下降，且证券投资降幅尤其明显，从2008年第二季度的325.5亿美元降至2008年第三季度的198.4亿美元，其中，估值效应为-111.8亿

<sup>①</sup> 虽然出口信用证业务属于商业银行的表外业务，但当汇率波动幅度剧烈时，银行很可能会利用自有资产来应对表外业务的汇率风险。

美元。而与此同时，金融衍生品投资从12.6亿美元迅速增至103.9亿美元，其中的估值效应为42.1亿美元。俄罗斯金融衍生品资本流入的统计数据始于2003年第四季度，金融衍生品主要是投资者用于套期保值以对冲交易风险，也不排除部分投资者用其进行投机套利。也就是说，金融衍生品的资本流入部分地对冲了证券投资的汇率风险，似乎在将银行外币资产维持于低位方面起到了积极作用。

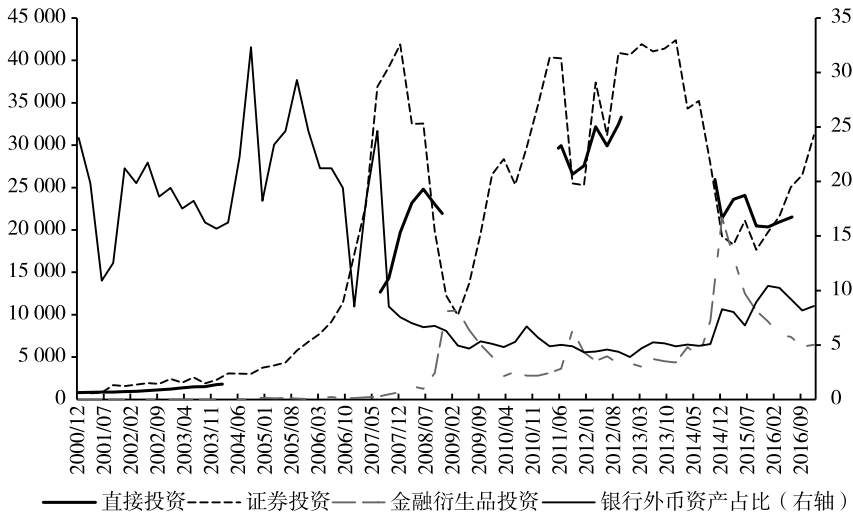


图3 俄罗斯银行外币资产占比与资本流动走势变化图①

资料来源：数据来自俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/Eng/statistics/?PrId=svs>

#### (四) 股票市场指数与银行外币资产占比

股票市场是直接融资市场，与以银行等金融中介所在的间接金融市场互为补益，是一国宏观经济的晴雨表。因此，股票市场指数也是观察俄罗斯金融市场运行是否稳定的重要指标。根据图4显示，在资本账户完全开放之前银行外币资产占比与股票市场指数走势并无明显相关性。在次贷危机爆发后，股票市场指数的变化趋势与银行外币资产占比有相似之处，但前者的波动幅度明显大于后者。但在西方

① 根据俄罗斯央行的数据统计分类，直接投资中包括直接投资性质的权益资本和债务工具（债券、贷款等），证券投资包括股票和长短期债券，金融衍生品投资包括期权和远期合约。还有一项“其他投资”，该项包括外国现金货币、存款、贷款等，而存款占“其他投资”的50%以上，而90%以上的存款属于银行间头寸，并未流入实体经济，因此这项投资的外币化的影响可能多局限在银行间市场，因此，本文并未将“其他投资”纳入分析中。

制裁后，股票市场指数与银行外币资产占比的走势明显相反，但与图3中证券投资的变化趋势极其相似。也就是说，西方制裁后，流入俄罗斯银行部门的证券投资资本很可能流入了股票市场，这是次贷危机时期资本流动所不具备的特征。

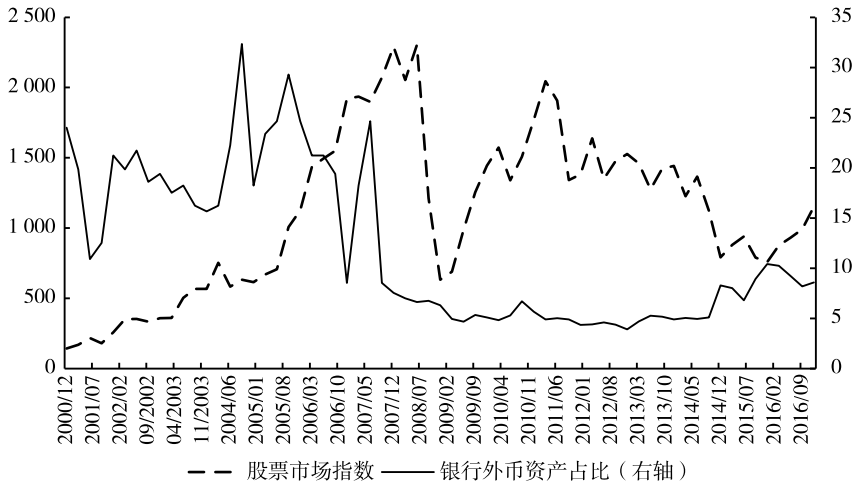


图4 俄罗斯银行外币资产占比与股票市场指数走势变化图

资料来源：股票市场指数来自 EIU 数据库，银行外币资产占比来自俄罗斯中央银行网站，<http://www.cbr.ru/Eng/statistics/?PrId=svs>

从上述图表可以看出，在两次危机中，俄罗斯银行外币资产占比与上述经济要素显现出不同程度的相关性，那么，这些相关性是否在统计上显著，又是否存在因果关系，有待进一步的实证检验。

### 三 实证检验

#### (一) 实证方法与变量选择

为了甄别次贷危机和西方经济制裁前后汇率等各经济变量对银行外币资产占比的影响，本文将引入时间虚拟变量（D），以及虚拟变量与解释变量的“互动项”。实证模型为： $fca_t = \alpha + \beta ex_t + \gamma D_t + \delta D_t ex_t + X_t + \varepsilon_t$ 。

实证检验所选取的经济变量和数据来源如表1所示。选取各经济变量的理由如下：选择银行外币资产而非外币负债占比（fca）来度量银行部门的美元化程度，



是因为负债中的外币占比虽然可以表示银行在融资层面对外币的依赖，但资产中的外币占比更能体现银行在运营资本时对本币资产的信心，这一点在金融危机时期显得尤为重要。选择原油出口量而非原油出口额代表俄罗斯能源出口市场的外部需求，是为了剔除出口收入中的汇率估值效应，避免产生多重共线性。选择股票市场指数代表俄罗斯国内金融市场的运行状况，为了观测在资本项目开放下金融危机前后的资本流动对股票市场的影响。将资本流入细分为证券投资、直接投资和金融衍生品资本流入，是为了能更好地观测影响银行外币资产占比的外部资金来源路径。

表 1 变量选择与数据来源

种类	名称	内容	来源
因变量	fca	银行部门净资产中外币资产比例 (%)	俄罗斯中央银行
自变量	ex	卢布兑美元名义汇率	EIU 数据库
	petr	俄罗斯原油出口量 (10 万吨)	EIU 数据库
	smin	股票市场指数	俄罗斯中央银行
	pi	证券投资资本流入 (10 万美元)	俄罗斯中央银行
	fi	金融衍生品资本流入 (10 万美元)	俄罗斯中央银行
	fdi	直接投资资本流入 (10 万美元)	俄罗斯中央银行

本文所选择的样本数据为 2000 第四季度到 2016 第四季度数据。由前文的图表分析可知，卢布对美元汇率在次贷危机和金融制裁发生后均出现大幅度贬值，但俄罗斯银行外币资产占比的变化在这两个期间却不尽相同，因此，本文将虚拟变量的时间节点分别设定在次贷危机爆发后的 2007 年第三季度以及金融制裁开始正式实施的 2014 年 4 第二季度，即在次贷危机回归方程式中，有： $D = \begin{cases} 0, t < 2007Q3 \\ 1, t \geq 2007Q3 \end{cases}$ ；

在金融制裁回归方程式中，有： $D = \begin{cases} 0, t < 2014Q2 \\ 1, t \geq 2014Q2 \end{cases}$ 。

## (二) 回归结果与经济解释

为防止虚假回归，本文首先对各时间序列进行对数化处理，再进行回归，根据回归结果（具体数据略），我们可以得出以下四点结论：

首先，卢布汇率对银行外币资产占比的影响在两次危机前后的表现存在明显差异。次贷危机前，卢布汇率与银行外币资产占比的关系并不显著，次贷危机后，这一关系转为正向显著，即卢布贬值，银行外币资产占比上升（交互项系数显著为正）。与之形成对比的是，西方对俄制裁前，卢布汇率对银行外币资产占

比的影响为负向显著，即卢布贬值，银行外币资产占比下降，但西方制裁后，这一关系同样转为正向显著，且影响系数要大于次贷危机后。

其次，相较于次贷危机，直击俄罗斯原油出口市场的西方制裁对俄罗斯银行资产美元化的影响更为显著。在次贷危机回归式中，原油出口量对银行外币资产占比的影响始终不显著，说明俄罗斯主要外汇收入来源在次贷危机前后并没有对银行外币资产占比产生影响。但在西方制裁回归式中，原油出口量对银行外币资产占比的影响始终显著，且方向为负，即随着原油出口量的减少，银行外币资产占比增加，即原油出口市场的疲软会加剧俄罗斯银行资产美元化。这不仅说明原油产业在俄罗斯经济中的地位举足轻重，也暗示着原油出口收入可以通过影响俄罗斯金融资产的货币结构对俄罗斯宏观经济政策的制定与实施效果产生深远影响。

再次，股票市场在两次危机回归式中的表现与原油出口市场类似：在次贷危机回归式中，股票市场指数变化并未对银行外币资产占比产生显著影响；在西方制裁回归式中，股票市场指数对银行外币资产占比的影响始终显著为正，即股票市场指数走低，银行外币资产占比增加。这说明，虽然俄罗斯开放了资本账户，但源于美国的金融危机所产生的负溢出效应并未通过股票市场而影响到银行的本外币资产结构。这可能与俄罗斯的直接金融市场和间接金融市场之间资本关联度高低有关。

最后，无论何种形式的资本流入都会对俄罗斯银行外币资产占比产生负向影响，即随着资本流入的增加，银行外币资产占比下降，也就是说，在资本项目实现卢布完全自由兑换后，即便危机发生后，流入的国际资本依然会以本币的形式留存在银行的资产方。根据前文对图3的分析，在危机时期，金融衍生品与证券投资相反的估值效应对冲了彼此的汇率风险，也验证了这一论断。此外，无论是何种形式的资本流入，其对银行外币资产占比的影响力度都在西方对俄经济制裁后进一步加强。这说明，相较于他国的负溢出效应，当危机针对本国时，如果金融衍生品市场较为完善，资本账户完全开放并不意味着放大风险<sup>①</sup>。此外，值得一提的是，在资本流入方面，时间虚拟变量的切分点检验结果在次贷危机回归式中显著，而在西方制裁回归式中不显著。这说明，自次贷危机至今，资本流入对银行资产外币占比的影响一直存在。

根据这些结论，我们可以得到以下三点推论：

---

<sup>①</sup> 次贷危机时期，金融衍生品投资对于银行外币资产占比的影响并不显著，但西方对俄经济制裁时期这一影响便十分显著。

第一，外来冲击所引发的卢布贬值会致使银行外币资产占比上升，这与传统的经济学理论相符，说明投资者对卢布资产的信心依然经不起危机的冲击。回归结果中，西方制裁后外币资产占比上升的幅度大于次贷危机更加验证了这一推断。但在总体趋势上，卢布汇率与银行外币资产占比依然呈现负相关关系（ex 回归系数为负）。可能原因有二：一是俄罗斯政府对卢布国际化的政策性推动和危机期间的应对政策<sup>①</sup>，对银行部门提高卢布资产占比有着持续性积极影响，有效地抑制了因卢布暴跌带来的本币信心不足，即便在两次危机中，卢布因美元升值而处于大幅贬值状态，也依然没有扭转银行外币资产占比下降这一趋势；二是因俄罗斯资本账户开放，外币资本在美元升值期间大量外流，可能导致银行外币资产占比下降<sup>②</sup>。

第二，相对于次贷危机这类外源性金融危机来说，西方对俄经济制裁这类针对性强的危机更显著地影响了俄罗斯银行部门的资产美元化程度。无论是在实体经济中占据主导地位的原油出口产业，还是在金融市场中占据重要地位的股票市场，都在西方经济制裁危机中与俄罗斯银行外币资产占比变化产生了显著的关联性。这意味着，资本项目开放并不必然放大外来冲击的负面作用，即便资本项目账户处于开放状态、汇率处于市场化阶段，国际金融危机的负溢出效应可能依然有限。

第三，在资本账户开放的情况下，无论何种形式的外生冲击都会引发资本的异常流动，从而对银行外币资产占比产生影响，但如果金融衍生品市场能够发挥套期保值以及对冲风险的作用，那么即便资本项目是完全开放的，危机的风险也不必然会被放大。俄罗斯两次危机的实证经验表明，金融衍生品投资在对冲危机时期的汇率风险方面发挥了重要作用，并对借此机会降低银行外币资产占比起到了积极作用，说明金融市场广度与深度的拓展、金融交易产品种类的丰富均有助于将银行资产美元化程度维持在低位。

---

<sup>①</sup> 如2008年年底，梅德韦杰夫在其就任总统后的首次国情咨文中明确要求俄罗斯企业加快用卢布进行油气贸易结算的进程，并在其他行业的对外经济活动中使用卢布等举措。转引自李中海：《卢布国际化战略评析——兼论中俄贸易本币结算》，载《俄罗斯研究》2011年第4期。2014年，面对乌克兰危机和西方金融制裁，俄罗斯政府采取了一系列措施来维护金融市场与经济稳定，如建立独立的国家支付系统、要求超大型国有出口企业强制售汇、对系统性大银行注入流动性、大赦离岸资本等等。详见李建民：《卢布暴跌成因、影响及中俄合作机遇》，载《经济社会体制比较》2015年第1期。

<sup>②</sup> 卢布的两次大幅贬值均是伴随着美元升值而产生，2008年第四季度和2009年第一季度，美元对卢布升值12.5%和25.9%，俄罗斯净资本流出分别为184.4亿美元和140.5亿美元；2014年第三和第四季度，美元对卢布升值30.8%和31.4%，俄罗斯净资本流出分别为231.6亿美元和256.2亿美元。数据来自EIU数据库。

## 四 结论与政策启示

本文通过实证检验发现：俄罗斯银行外币资产占比在次贷危机后降低并一直维持低位至今，与汇率变动、证券投资和直接投资资本流动有关，在西方经济制裁后，原油出口量、金融市场的广度与深度（股票市场和金融衍生品市场运行的稳健性、直接金融市场与间接金融市场间的资本互通）也都有助于降低银行外币资产占比；在资本项目完全开放下，次贷危机所带来的负溢出效应不及西方对俄经济制裁对俄罗斯的冲击力度大；在降低俄罗斯银行外币资产占比方面，增加卢布汇率弹性（主要体现在西方制裁后）远不及资本流动自由化的作用力度。

俄罗斯的经验带给正处于结构调整和金融改革敏感阶段的中国的政策启示有以下三点：

首先，即便资本项目放开，如果应对得当，外部危机所引发的负溢出效应并不会对本国经济产生致命冲击，但对本国针对性较强的国际制裁或经济危机会弱化市场投资者对本国的投资信心。

其次，拓宽本国金融市场的深度与广度、增加金融创新工具的品种与使用，有助于中国在资本项目开放后应对外来冲击。中国对资本项目开放采取如履薄冰的态度主要是担心资本项目开放会放大外部金融风险，导致国内经济无法承受短期资本流动的冲击。但卢布币值的起落经验表明，如果直接金融市场与间接金融市场能够相互补益，金融衍生品市场能够为投资者提供足够多元化的套期保值和对冲风险的金融工具，政府应对外来冲击的政策举措与实施时间得当，那么资本项目的完全开放并不必然放大外来冲击的负面作用。

最后，对市场信心的维护是确保市场对短期内大幅贬值过度反应的重中之重。本币贬值，甚至是短期内大幅度贬值是否一定会对币值的市场信心和国内经济带来冲击？答案也要视情况而定。即便是在本国宏观经济整体低迷的情况下，只要市场对该国经济长期走势有信心，那么本币短期内大幅贬值只是经济调整的需要，或是对未来经济调整结果的先前反应。因此，在实体经济不出现急转而下之势的情况下，与其在选择固定汇率还是浮动汇率问题上举棋不定，不如通过外汇市场操作增加对本币市场预期的把控能力。

（责任编辑 张红侠）