

## 俄罗斯经济

# 制裁背景下俄罗斯货币政策的多重目标与调整逻辑分析

王晶

【内容提要】2014年，美欧制裁封锁了俄罗斯主要金融机构与出口部门的资金融通与创汇能力。国际资本流入下滑与大宗商品价格暴跌致使俄国际收支恶化，卢布贬值呈现出自我强化态势。汇率大幅波动不但拉高了输入型通胀水平，更通过资产价格（汇率）和资金价格（利率）限制了俄国内消费与投资端增长。面对复杂的经济局势，俄央行以“保障金融安全、维护经济稳定、促进经济增长”为目标对汇率制度安排、货币政策目标、货币政策工具进行了一系列优化与调整。结果表明，自由浮动汇率与俄反通胀货币政策的有效结合，较好地应对与防范了制裁引发的金融波动向实体经济传导，有效隔绝了外部风险。此外，通过看齐国际主流央行利率走廊调控机制，俄央行也较好地兼顾了稳定与增长的目标。有效的通胀管理对内确保实际利率走低，对外避免实际汇率偏移，有效促进了俄国内债务优化和卢布区域公信力提升，为俄进入新一轮繁荣周期奠定了良好的国内外基础。

【关键词】经济制裁 俄罗斯 货币政策

【中图分类号】F823/827.512.0 【文献标识码】A

【文章编号】2095-1094（2020）05-0071-0018

【作者简介】王晶，中国社会科学院大学（研究生院）世界经济专业博士研究生。

## 一、问题的提出及研究背景

2013 年以来,以“马格尼茨基案件”“克里米亚问题”等为借口,美国为首的西方国家对俄罗斯发起多轮经济制裁,对俄经济发展产生强烈冲击。制裁不仅短期内封锁了俄主要金融机构与出口部门的资金融通与创汇能力,其引发的金融市场动荡还弱化了金融工具对经济发展应有的促进作用,进而阻碍和削弱了俄经济多元化发展战略的实施和未来经济增长潜力。然而,面对制裁引发的短期衰退及政府加强调控对货币宽松的客观需求,俄罗斯央行却在 2014 年毅然推行自由浮动汇率下的通胀目标制,将反通胀作为货币政策的核心目标并“一反常态”地执行紧缩的货币政策。这一调整不仅打破了俄央行“赤字货币化”的传统反危机模式,更是与市场期望中的货币宽松形成巨大反差。

上述调整招致了包括俄总统经济顾问 С. 格拉季耶夫以及宏观分析和短期预测中心 (ЦМАКП) 世界经济室主任 А. 阿波金等学者的强烈批评,二人认为俄央行“具有一系列基础性不足”<sup>①</sup>,甚至将货币政策调整比喻为“对俄经济的又一打击”<sup>②</sup>。作为回应,俄央行第一副行长 К. 尤达耶娃<sup>③</sup>和央行货币政策司顾问 П. 巴达森<sup>④</sup>以发言或撰文的方式对推行通胀目标制的必要性进行阐释。俄罗斯学界和央行围绕制裁背景下货币政策调整的讨论实质是,新凯恩斯主义与货币主义围绕制裁下的俄罗斯商品、资本、劳动市场,就经济低速增长、是否充分就业、紧缩货币是否恰当、通胀目标制是否可行等问题所展开的辩论。

当前中国学界对制裁背景下俄罗斯货币政策调整还鲜有介绍,在为数不多的研究文献中,以郭连成、徐坡岭的观点最具代表性。郭连成老师将 2014 年前俄央行以抑制通货膨胀和保持卢布稳定为总目标的货币政策演进概括成“实行紧缩性货币政策—紧缩到适度扩张再趋向从紧的货币政策—由从紧到相对宽松的货币政策”等三个阶段<sup>⑤</sup>。徐坡岭老师将 2014 年俄货币政策概括为:“大幅度调整了

① Апокин А., Белоусов Д., Голощапова И., Ипатова И., Солнцев О. О фундаментальных недостатках современной денежно-кредитной политики // Вопросы Экономики. 2014. № 12; Галимов Д., Голощапова И., Сальников В., Солнцев О. Денежно-кредитная политика: работа над ошибками // Вопросы Экономики. 2015. № 9.

② Глазьев С. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы Экономики. 2014. № 9; Глазьев С. О таргетировании инфляции // Вопросы Экономики. 2015. № 9.

③ Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы Экономики. 2014. № 9;

④ Бадасен П., Исаков А., Хазанов А. Современная денежно-кредитная политика: обоснованная критика или типичные заблуждения экспертного сообщества? // Вопросы Экономики. 2015. № 6.

⑤ 郭连成、仲晓天:《俄罗斯货币政策演进及其特点》,载《国外社会科学》2015 年第 6 期。

货币政策目标定位，由通货膨胀目标制为核心的多目标政策转向卢布完全自由浮动下的通货膨胀目标制。”<sup>①</sup>

由于时间维度和数据可得性等原因，此前研究中，关于制裁的影响与货币政策调整之间的关联性以及货币政策调整后对俄经济影响的研究略显不足。当前，对俄制裁已持续超过7年，俄罗斯经济也逐步适应了新常态。成功的通胀目标制虽未给俄带来设想中的投资快速增长和经济强劲复苏，但却保护了经济参与主体的财富价值，为可能的经济复苏创造了必要的客观条件。本文旨在通过复盘对俄制裁演进过程，结合经济形势变化数据，探寻本轮货币政策在汇率与利率、安全与增长、失业与通胀之间的平衡逻辑，揭示俄罗斯货币政策在“反通胀”操作下维护经济“安全、稳定、增长”的多重目标与相关启示。

## 二、欧美对俄制裁演进及影响

2013年4月12日，美国财政部下属的外国资产控制办公室（OFAC）根据稍早颁布的《马格尼茨基人权法》，单方面对18名与马格尼茨基案有关的俄方人员发起制裁，内容包括取消上述人员申领赴美签证资格，注销已有赴美签证，冻结在美资产并禁止其资产在美境内交易等。至此，西方拉开了新一轮对俄制裁帷幕，意图通过全球金融和贸易体系的不对称性，限制俄罗斯金融和实体经济进入国际资本和高科技市场，增加其融入廉价强势外币和引入高新技术的难度，重创国际资本和贸易伙伴对俄市场信心，进而迟滞和延缓俄经济发展，削弱和降低俄罗斯同欧美在区域地缘政治、经济、军事竞争中的实力与强度。

2014年乌克兰危机爆发后，美国与欧盟强化对俄制裁，2014年至今共发动六轮对俄制裁，其中尤以美国在2014年主导发起的针对金融、能源、军工等国民经济命脉部门的三轮制裁对俄影响最为深远。下文将从简要回顾2014年对俄制裁演进和分析制裁对俄金融市场和宏观经济的负面冲击出发，探寻俄央行年末货币政策调整的宏观经济背景与逻辑起点。

### （一）欧美对俄制裁的演进回顾

#### 1. 以针对俄政府高官及商业富豪为代表的第一轮“警示性”制裁

2014年3月17日克里米亚公投当天，美国对俄发动第一轮制裁（见表1），宣布冻结包括俄联邦委员会主席B. 马特维延科、俄政府副总理Д. 罗戈津、俄总

<sup>①</sup> 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。

表 1 2014 年美国对俄制裁目标及类别

	制裁时间	主要制裁目标	制裁类别
第一轮	2014 年 3 月 17 日	B. 马特维延科、Д. 罗戈津、B. 苏尔科夫、C. 格拉季耶夫等	SDN*
	2014 年 3 月 20 日	Г. 季姆琴科、罗滕贝格兄弟、Ю. 卡尔瓦琴科、А. 福尔先科、B. 雅库宁等人以及“俄罗斯”股份银行、SMP 银行	SDN
	2014 年 4 月 28 日	Д. 格扎克、И. 谢钦等人以及铁路石油运输公司 (Трансойл)、天然气运输建设公司 (Стройтрансгаз) <sup>1</sup> 、投资资本银行 (Инвест Капитал Банк)、索宾银行 (Собинбанк) 银行等机构	SDN
第二轮	2014 年 7 月 16 日	金刚石安泰康采恩、卡拉什尼科夫公司、玄武岩科研生产联合体、无线电电子技术康采恩、星座康采恩、军事工业机械研究与生产联合体 <sup>2</sup> 等	SDN
	2014 年 7 月 16 日	俄罗斯天然气工业银行、俄罗斯国有开发银行 (ВЭБ)、俄罗斯石油公司 (Роснефть)、诺瓦泰克公司	SSI**
	2014 年 7 月 29 日	莫斯科银行、俄罗斯农业银行、俄罗斯外贸银行 (ВТБ)	SSI
	2014 年 7 月 29 日	俄罗斯国有联合造船厂 (ОСК)	SDN
第三轮	2014 年 9 月 12 日	俄罗斯天然气工业集团、卢克石油公司、俄罗斯石油管道运输公司、苏尔古特油气公司、天然气工业石油公司、俄罗斯国家技术集团、俄罗斯储蓄银行	SSI

注：\*SDN 为“特别指定国民清单”，\*\*SSI 为“行业制裁识别清单”

资料来源：笔者根据美国财政部外国资产控制办公室 (OFAC) 对外制裁清单整理而得

统助理 B. 苏尔科夫、俄总统经济顾问 C. 格拉季耶夫等在美的 7 名俄政府高官在美银行账户，控制上述人员在美资产并停止发放签证<sup>①</sup>。随后又将制裁范围进一步扩展至 Г. 季姆琴科、罗滕贝格兄弟、Ю. 卡尔瓦琴科、А. 福尔先科、B. 雅库宁、И. 谢钦<sup>②</sup> 等富商。此外，美国还将包括“俄罗斯”股份银行 (Банк Россия)<sup>③</sup> 和北方海航道银行 (Банк "Северный морской путь", SMP) 在内的数家金融机构和两家油气运输企业一并纳入制裁<sup>④</sup>。与此同时，欧盟也宣布了禁止部分俄官员

① OFAC. Issuance of a new Ukraine-related Executive Order; Ukraine-related Designations, [https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/ukraine\\_eo2.pdf](https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/Programs/Documents/ukraine_eo2.pdf)

② 被制裁时 Г. 季姆琴科是全球第四大原油交易商“Гунвор”的创始人，同时他还分别持有西布尔和诺瓦泰克 37% 和 23% 的股份；罗滕贝格兄弟持有俄罗斯 SMP 银行 74.6% 的股份；Ю. 卡尔瓦琴科是“俄罗斯”股份银行的董事长及最大股东，持有该行约 43% 的股份；А. 福尔先科是前俄罗斯联邦教育科学部部长，时任普京的科技顾问；B. 雅库宁时任“俄罗斯铁路”公司总裁；И. 谢钦时任俄罗斯石油公司总裁。

③ “俄罗斯”股份银行是俄一家股份制商业银行。俄罗斯银行 (Банк России) (常译作“俄罗斯央行”)，是本文所探讨的俄罗斯货币政策的主要制定者与实施单位。上述两家银行虽从名称上极易混淆，但功能与定位截然不同。

④ OFAC. Ukraine-related Designations, [https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/OFAC-Enforcement/pages/20140320\\_33.aspx](https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/OFAC-Enforcement/pages/20140320_33.aspx); OFAC. Ukraine-related Designations, <https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/OFAC-Enforcement/Pages/20140428.aspx>

入境并冻结其在欧资产的制裁决定<sup>①</sup>。

在第一轮制裁中，美国所采用的特别指定国民清单（SDN）亦是美国对具体对象实行制裁的传统方法，内容包括对纳入SDN的个人和实体采用“封锁制裁”，即被禁止入境、冻结资产和禁止所有交易，同时可能处以吊销销售美国产品执照、取消出口许可证等处罚<sup>②</sup>。上述制裁虽涉及冻结资产和禁止交易等内容，但欧美第一轮制裁范围“巧妙”地选定为普京的政治同僚、关系密切的商业富豪以及经营规模较小和业务多在俄国内市场的数家银行和油气运输企业，因此首轮制裁并未对俄金融和能源市场造成巨大冲击。不难看出，欧美期望制裁可以迫使俄罗斯在乌克兰问题上做出让步，但同时出于局势缓和的潜在可能以及为制裁升级预留空间的需要，首轮制裁的手段“温和”、对象“明确”、警示性作用明显。

## 2. 以限制金融、能源等部门进入国际资本市场为主线的第二轮“针对性”制裁

2014年7月，受乌克兰局势骤然恶化和马航事件影响，为向俄方施压，美国借机进一步加大对俄制裁力度，将俄罗斯国有开发银行、俄罗斯天然气工业银行、俄罗斯石油公司、诺瓦泰克、金刚石安泰、卡拉什尼科夫公司、玄武岩科研生产联合体<sup>③</sup>等俄罗斯重要金融机构和能源、军工实体列入制裁范围。这也是自乌克兰危机爆发以来欧美第一次将俄罗斯金融、能源、军工行业内骨干企业和创汇大户列入制裁范围。

在第二轮制裁中，除对俄军工企业采取冻结在美资产、禁止美国企业与之交易的措施外，美国还针对俄罗斯金融和能源实体企业引入了“行业制裁识别清单”（SSI）制度。如对表1中受SSI制裁的金融机构和能源实体企业，除非政策豁免或获得OFAC特许，否则美国或在美国境内的个人与实体均不得给予受制裁实体新的权益和提供超过90天期限的新债务（包括债券、贷款、授信、贷款保函、信用证、汇票、银行承兑、票据贴现或商业票据）<sup>④</sup>。为配合美国对俄制裁，欧盟在7月中旬也叫停了欧洲投资银行和欧洲复兴开发银行的在俄融资业务，并宣

<sup>①</sup> EU. COUNCIL DECISION 2014/145/CFSP of 17 March 2014, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1591941463807&uri=CELEX:02014D0145-20140321>

<sup>②</sup> 姜毅：《解析美国对俄制裁新法案》，载《俄罗斯东欧中亚研究》2018年第1期。

<sup>③</sup> OFAC. Ukraine-related Sanctions; Publication of Executive Order 13662 Sectoral Sanctions Identifications List, <https://www.treasury.gov/resource-center/sanctions/OFAC-Enforcement/Pages/20140716.aspx>

<sup>④</sup> 2014年9月12日，OFAC将对俄金融机构融资期限缩短至30天。2017年在《CAATSA》法案签署后，对俄金融机构和能源实体融资期限被进一步缩短至14天和60天。参见姜毅：《解析美国对俄制裁新法案》。

布于 7 月底开始对俄罗斯储蓄银行、俄罗斯天然气工业银行、俄罗斯外贸银行、俄罗斯国有开发银行、俄罗斯农业银行施加制裁。制裁内容包括在欧盟市场范围内禁止购买和销售上述 5 家金融机构超过 90 天的可转让证券和货币市场工具<sup>①</sup>，同时禁止向这些证券和货币市场工具提供经纪、承销和交易服务<sup>②</sup>。

第二轮制裁最显著的特征是，西方通过限制俄罗斯金融机构和能源实体进入欧美资本市场，融入廉价强势外币以扰乱俄国内金融市场运行秩序，通过提升俄宏观经济运行的不确定性来削弱国际资本和主要贸易伙伴对俄经济增长的信心。第二轮制裁对于扰乱俄金融稳定、迟滞宏观经济发展极具针对性。

### 3. 以阻挠资本积累、妨碍技术进步为核心的第三轮“抑制性”制裁

2014 年 9 月 12 日，美国财政部最终将俄罗斯最大的商业银行——俄罗斯储蓄银行、最大的能源企业——俄罗斯天然气工业集团、最大的军工出口企业——俄罗斯国家技术集团在内的数家法人实体列入制裁清单。除限制美国或在美国境内的个人与实体参与上述受制裁的俄金融、能源、军工企业债务期限超过 30 天的交易外，还特别禁止向俄气、卢克等企业提供用于在深水（500 英尺以上）、北冰洋或其领土及领土延伸区域内开采页岩油的设备、技术和服务<sup>③</sup>。同日，欧盟也宣布将 7 月份施加制裁的 5 家俄罗斯银行在欧盟资本市场融资期限从 90 天下调至 30 天<sup>④</sup>。

在第三轮制裁中，欧美除收紧对俄核心企业的融资限制外，还将技术和特种装备封锁作为打压俄能源部门发展的重要手段。该轮制裁是在俄劳动力供给不足、国际大宗商品价格暴跌的大背景下发起的。欧美旨在通过打压俄金融、能源、军工等推动经济发展的龙头企业，限制整个经济体资本积累的规模和技术进步的速度，进而阻碍和削弱俄经济多元化发展战略的实施和未来经济增长潜力。至此，对俄制裁的基本框架已搭建完毕。此后 2016 年对俄情报部门和国家安全机构的第四轮制裁，2017 年针对俄采矿业、能源管网、国有资产出售的第五轮制裁，2018 年禁止向俄出口航电、水下设备等高技术装备的第六轮制裁，均是对 2014 年末

① EU. COUNCIL DECISION 2014/512/CFSP, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1591942327099&uri=CELEX:32014D0512>

② 宋扬：《危机：2014—2015 年的俄罗斯》，中国金融出版社 2019 年版，第 78 页。

③ 参见姜毅：《解析美国对俄制裁新法案》。2017 年 CAATSA 法案签署后，该指令修改为不得以贸易、金融服务、技术支持等各种方式，参与有 33% 以上俄罗斯股份的深水、北极、页岩油勘探和生产项目。这一调整也使俄罗斯能源企业通过组建合资公司，通过合资公司利用美国技术和装备开发非常规油气田项目的计划难以实现。

④ EU. COUNCIL DECISION 2014/512/CFSP, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1591942327099&uri=CELEX:02014D0512-20140912>

制裁框架的修补与完善，但其威胁俄经济安全、扰乱俄经济稳定、阻碍俄经济增长的逻辑主线贯彻始终。

## （二）欧美对俄制裁的影响分析

欧美制裁重创了国际市场对俄罗斯经济发展的预期，外商直接投资大幅下滑，伴随同期大宗商品价格下跌致使俄罗斯国际收支不断恶化。为避免汇率绑架和外汇储备枯竭，俄央行被迫降低了汇率干预的强度和频度，这使卢布贬值的自我强化不但拉高了输入型通胀，更通过资产价格（汇率）和资金价格（利率）渠道限制了国内消费和投资的增长。看似仅针对金融、能源、军工等特定行业的西方制裁，最后却通过汇率、通胀率、利率等传导途径对整个俄罗斯金融市场稳定、经济平稳运行、经济增长产生了较大负面影响。

### 1. 制裁引发国际资本流入停滞与资本外逃加剧

乌克兰危机前，俄罗斯国际收支盈余持续为正，即便2009年俄经济危机出现了短暂的资本账户赤字，但在大宗商品出口量价齐涨的大背景下，经常账户盈余和外汇流入为俄罗斯经济发展创造了良好的基本面。特别是在2009年卢布汇率大幅调整之后，卢布汇率强烈的升值预期和经济反弹趋势相叠加，增加了卢布资产对外国投资者的吸引力，卢布需求不断提升。面对不断流入的外汇资本对卢布升值的压力，俄央行在降息和扩充外汇储备之间选择了后者。俄央行大量购入外汇，释放卢布流动性促进了消费和生产端的增长，反过来又进一步提升了外国投资者对俄罗斯市场的信心，最终形成了一个外资流入、货币宽松、资产升值、外资再流入的自我强化过程。这也造就了2010—2013年初俄罗斯稳增长、低通胀、本币持续坚挺的合意局面。

但是，自2014年第二轮对俄制裁开始，被排斥在欧美廉价资本之外的俄罗斯机构与企业所面临的巨大债务兑付压力和融资困难与同期国际油价大幅下跌相叠加，重挫了国际资本对俄罗斯经济发展的信心。自2014年第三季度（7—9月）起，外商对俄直接投资急剧下滑，甚至在2014年末和2015年出现负值。而早前2013年第一季度俄吸引外商直接投资还高达创纪录的401.4亿美元<sup>①</sup>。资本账户和经常账户同步大幅恶化及“对制裁后果的预期和避险情绪使全球投资者竞相逃

<sup>①</sup> 虽然伴随乌克兰局势加剧和欧美对俄施加第一轮制裁，俄吸引外商直接投资也有大幅回落，但仍维持在2009年经济危机以来的平均水平。

离”<sup>①</sup>，这与 2008 年以来外资流入促进经济增长并进一步吸引外资流入的自我强化过程截然相反。

## 2. 制裁引发卢布贬值自我强化与输入性通胀高企

2014 年下半年制裁引发的外资流入大幅下滑和国际大宗商品价格暴跌，使俄罗斯国际收支平衡急剧恶化，卢布也面临持续的贬值压力。自 2013 年起，在面临卢布贬值压力时，俄央行凭借高油价背景通过外汇干预较好地平滑和延展了汇率波动的幅度与周期。而当卢布在 2014 年 7 月欧美制裁升级后面临大幅贬值预期时，为规避汇率绑架风险、避免外汇储备的迅速消耗，俄央行外汇干预力度较一年前已大幅下降，央行稳定卢布汇率的决心和能力愈显不足。2014 年下半年，在俄国内经济增速放缓、国际收支盈余赤字恶化、资本外逃加剧和央行汇率干预效果不佳等因素共同作用下，针对卢布的贬值预期不断得以持续，贬值已然进入了一个自我强化过程。

伴随着卢布贬值自我强化，卢布名义汇率进入大幅贬值通道。而对进口消费品和资本品的过度依赖也迅速拉高了俄罗斯国内的通胀水平。由于 2014 年第四季度卢布汇率的大幅贬值，由进口食品和消费品支撑的输入型通胀持续攀升，并在 2015 年初增至近 17%，达到了 2009 年经济危机以来的最高点。庆幸的是通胀率的大幅上升和迅速回落并未对俄劳动力市场造成较大影响。2014 年末，俄罗斯经济实际处于“低增长、低失业、高通胀”的新阶段。此时，俄央行货币政策仅需要通过提高国内名义利率以达到缓解卢布贬值和压低通胀的双重目标，无须过度关注失业。这不仅降低了央行货币政策的难度，也为向自由浮动汇率下通胀目标制的过渡创造了难得的操作空间。

## 3. 制裁切断了俄国际融资渠道，提高了国内借贷成本

对于资本项目开放的俄罗斯，利率平价作用下汇率的抬升还会引发国内利率的上涨。通常金融中介机构在发放本外币贷款时会将通胀预期、汇率波动、借款人经营风险等因素纳入风险溢价计算，而卢布贬值的自我强化、输入性通胀高企与制裁下俄企业运营风险增加都会拉高信贷利率。被限制在欧美资本市场之外的俄金融机构无法融入外币补充资产权益，银行业流动性也逐渐趋紧。在风险溢价上升和银行业流动性趋紧的相互作用下，自 2014 年第四季度起俄国内居民和实

<sup>①</sup> 许文鸿：《美欧对俄金融制裁的影响及若干思考》，载《俄罗斯学刊》2017 年第 5 期。



体经济贷款平均利率<sup>①</sup>大幅上升。

利率上升降低了家庭部门对商品和服务以及新增债务的需求。由于对流动性趋紧条件下信贷机构抽贷、断贷的主观担忧以及外部融资渠道不畅与本币贬值叠加下债务偿还本币需求上升的客观现实，俄国内非金融企业部门和政府部门自2014年第三季度起借债规模持续攀升，形成了“越涨越借，越借越涨”的不利局面，加重了实体经济和政府的债务负担。高利率、高杠杆下家庭部门消费萎缩与实体经济和政府部门因债务成本上升被迫减少投资同时发生，消费和投资对经济增长的拉动作用大幅下降。对俄制裁在低油价背景下造成了卢布汇率和国内利率的大幅抬升，并通过资产价格（以卢布计价资产的实际贬值）和资金价格（俄国内借贷利率的大幅上升）变动两条路径对需求端产生不利冲击，这也是后续2015年俄经济危机的诱因之一。

### 三、制裁背景下俄货币政策的调整路径

以切断俄罗斯经济进入国际资本市场融资通道为主要手段的欧美制裁，通过汇率、通胀率、利率渠道对俄罗斯金融市场安全、经济平稳运行产生较大的负面冲击。冲击由需求侧向供给侧的外延将会进一步迟滞和阻碍俄经济增长。基于这一宏观经济背景，俄央行以“保障金融安全、维护经济稳定、促进经济增长”为主要目标对汇率制度安排、货币政策目标、货币政策工具进行了一系列优化与调整。在调整过程中，俄央行也遵循了“首先保安全、然后讲稳定、最后谈增长”的货币政策调整逻辑。2014年末，俄央行率先放弃外汇干预，通过卢布汇率的迅速调整实现维护金融市场安全的目标。随后在浮动汇率制度下，俄央行结合通胀目标管理有效压低了输入性通胀，保障了经济平稳运行。最后在利率走廊制度下实际利率的下降压缩了俄各经济部门的债务规模，为促进经济增长创造了良好基础。

#### （一）放弃外汇干预，允许汇率自由浮动以实现币值的迅速调整

制裁前，俄央行采取有管理的浮动汇率，通过不断调整汇率允许浮动的范围来平抑波动。但进入2014年第三季度后，在由国际收支赤字、资本外逃加剧和

<sup>①</sup> 实际信贷利率与俄央行所公布的关键利率（Ключевая ставка）不同，前者是在关键利率基础上附加了风险溢价和金融机构盈利的实际资金使用成本，是居民和非金融企业融资成本的真实反映。实际信贷利率的上升不仅早于关键利率调整，更是后者调整的重要参考变量。因此2014年下半年实际信贷利率的上升不能解读为是受关键利率调整所致，反而是实际信贷利率的增长和卢布汇率的贬值倒逼央行上调了关键利率。

外汇干预效果不佳等因素引发的卢布贬值自我强化的情况下，俄央行面临着巨大的汇率绑架风险。为避免重蹈 1998 年和 2009 年危机期间外汇储备迅速消耗的覆辙，俄央行已伺机准备放弃外汇干预。最终在 2014 年 11 月 10 日，俄央行宣布允许汇率自由浮动，放弃关于外汇篮子走廊设定的上下限，也不再保持对外汇篮子走廊的经常干预<sup>①</sup>，存在近 20 年的外汇走廊制度就此消失<sup>②</sup>。这一决定对卢布汇率产生剧烈冲击，随即引发年末的卢布危机。

自由浮动汇率放开前，通过外汇干预延缓汇率调整速度的做法对卢布产生了一个持续的贬值预期，俄央行也被迫在经济疲弱的背景下收紧货币政策，自 2014 年第三季度起不断加息。这一做法在经济已经出现疲软时会进一步起到紧缩经济的作用。贬值预期会不断引发资本外流和汇率投机，扩大国际收支赤字，迅速消耗外汇储备。2013 年至 2014 年底，俄央行在外汇干预、提升政策利率、加强资本管制无果后，最终还是选择了放任卢布迅速贬值。央行放弃外汇干预后，卢布即期汇率迅速调整。卢布的迅速贬值不可避免地使家庭部门消费和实体经济负债产生负面影响。但另一方面，正是该轮卢布汇率超调引发的大幅贬值，客观上使卢布成为一种相对被低估的廉价货币，辅以央行政策利率的紧急加息，强烈的升值预期和高额利息收入使卢布一跃成为国际资本追逐的对象，一定程度上缓解了资本外逃的压力。

此外，卢布贬值提升了国内出口部门的竞争力，降低了对进口商品的需求。随后在 2015 年第一季度经常账户大幅盈余的带动下，国际收支平衡由负转正，卢布汇率也短暂地出现了升值倾向。2015—2016 年卢布又经过两轮调整并最终完成了向真实汇率的回归，较高的输入性通胀也随即企稳并开启下降通道。放弃外汇干预不仅避免了国际资本对卢布空头的持续冲击，也保护了俄央行珍贵的外汇储备，更是通过汇率迅速调整和压低输入性通胀确保了金融市场安全并为经济平稳运行创造基础条件。

## （二）以锚定通胀代替相机抉择，提升央行通胀预期的管理能力

2013 年 11 月，俄央行发布了《2014—2016 年国家货币信贷政策指引》，这也是纳比乌琳娜任行长以来的第一份完全体现其货币政策调整意图的政策文

① История курсовой политики Банка России, [https://cbr.ru/dkp/exchange\\_rate/history/](https://cbr.ru/dkp/exchange_rate/history/)

② 李建民：《油价下跌和新冠肺炎疫情下的俄罗斯经济：影响与政策选择》，载《俄罗斯学刊》2020 年第 3 期。

件<sup>①</sup>。相较于此前数版货币政策指引，新版最大的不同是删除了货币政策对“维持经济稳定增长”的相关描述，这也为俄央行后续向通胀目标制的过渡圈定了政策方向。如表2所示，俄央行自建立之初就将维持卢布币值稳定、降低通胀与维持汇率稳定、促进经济增长等一并纳入货币政策目标。但在具体实践中，俄央行既没有锚定货币增速也没有锚定通胀，在数次反危机中实际所遵循的原则为多重目标制下的“相机抉择”，这极大地削弱了俄罗斯央行的公信力和对市场预期的管理能力。特别是在资本账户开放的背景下，货币政策名义锚的摇摆不定更是增加了平衡国际资本流动、推行适当货币政策、维持汇率稳定的难度，如同用两个锅盖同时盖住三口大锅一般为难。

为推动货币政策向通胀目标制过渡，纳比乌琳娜在第一任期内的每版货币政策指引中都明确提出了中长期通胀调控目标。虽然这种“通胀预期管理”的举措在伊格纳季耶夫的最后任期内也被采用过，但此时俄央行不仅提出了目标，更拿出了关键利率（Ключевая ставка）这一重要的货币政策调控工具。这样，市场可以通过观察关键利率的变动，更好地理解与预测当前央行货币操作的目标，提升央行的预期管理能力。例如，当2014年底面对较高输入性通胀时，俄央行紧急提升关键利率，通过汇率和利率两种途径压低输入性通胀。而在卢布币值逐渐坚挺、输入性通胀减弱之后，俄央行仍然以通胀率高于预期为由，继续维持较高的关键利率。即便通胀率在2018年普遍低于4%的情况下，俄央行也并未进一步降息。这一操作不仅践行了俄央行通胀目标管理的承诺，提升了俄罗斯民众与各经济部门对央行公信力与透明度的认可，更是通过维持较低的通胀水平和通胀预期为经济平稳发展创造了良好的价格环境。

### （三）“利率走廊”的实施有效应对了金融风险，降低了实际利率

作为通胀目标制下最重要的货币政策工具之一，2013年9月俄央行将公开市场7天期流动性供给与吸收利率设定为“关键利率”，并将其上下浮动100个基点的范围定义为利率走廊。利率走廊上限是1天期常备借贷便利利率，工具种类涵盖隔夜贷款、回购、伦巴第贷款、外汇掉期、非市场化资产抵押贷款、黄金抵押贷款等。而利率走廊的下限则为隔夜存款便利利率（见表3）。俄央行通过设

<sup>①</sup> 纳比乌琳娜于2013年6月正式上任俄央行行长一职，而2013年全年俄货币政策执行仍遵循前任行长伊格纳季耶夫于2012年底所公布的《2013—2015年国家货币信贷政策指引》。因此，真正体现出新任行长纳比乌琳娜对俄货币政策的调整思路还要从2014—2016年的货币政策指引开始。

表 2 1992—2016 年俄央行货币政策目标

年份 / 央行行长	货币政策目标
1992/Г. Г. 马图金	加强国民经济的可管理性, 维持信贷机构和其他组织的流动性, 应对通胀压力
1993/В. В. 格拉辛科	降低通胀率, 限制经济下滑速度
1994/Т. В. 帕拉莫诺娃	降低通胀率, 为生产稳定创造条件, 实施体制性和结构性改革
1995/А. А. 汉德鲁耶夫 (11 月 8—22 日)	月均和年均通胀率降至 4%, 协调广义货币供给 (M2) 与抗通胀经济政策
1996/С. К. 杜比宁	在预算赤字 4% 的范围内降低通胀和稳定汇率
1997/С. К. 杜比宁	稳定卢布在国内外市场上的币值, 并将币值稳定作为非通胀经济增长的必要条件
1998/В. В. 格拉辛科	全年通胀率降至 5%—8%, 维持卢布汇率、GDP 增长 0%—2%
1999/В. В. 格拉辛科	在 GDP 下滑不超 3% 的基础上将通胀率控制在 30% 以内
2000/В. В. 格拉辛科	在 GDP 增加 1.5% 的基础之上将通胀率降至 18%, 为增加就业和提升居民实际收入创造条件
2001/В. В. 格拉辛科	巩固经济增长态势 (GDP 增长 4%), 提高居民生活水平, 降低年通胀率至 12%—14%, 发展市场经济机制性基础设施
2002/С. М. 伊格纳季耶夫	将通胀率降低至利于长期经济增长的最优水平
2003/С. М. 伊格纳季耶夫	年末 CPI 增幅控制在 10%—12% 之间
2004/С. М. 伊格纳季耶夫	年末 CPI 增幅控制在 8%—10% 之间
2005/С. М. 伊格纳季耶夫	CPI 增幅控制在 7.5%—8.5% 之间
2006/С. М. 伊格纳季耶夫	CPI 增幅控制在 7%—8.5% 之间
2007/С. М. 伊格纳季耶夫	年末通胀率降至 6.5%—8%, 基础通胀维持在 5.5%—7% 之间
2008/С. М. 伊格纳季耶夫	2008 年末通胀率降至 6%—7%, 2009 年末通胀率降至 5.5%—6.5%, 2010 年末通胀率降至 5%—6%
2009/С. М. 伊格纳季耶夫	2009 年末通胀率降至 7%—8.5%, 2010 年末通胀率降至 5.5%—7.0%, 2011 年末通胀率降至 5%—6.8%
2010/С. М. 伊格纳季耶夫	2010 年末通胀率降至 9%—10%, 2011 年末通胀率降至 7%—8%, 2012 年末通胀率降至 5%—7%
2011/С. М. 伊格纳季耶夫	2011 年末通胀率降至 6%—7%, 2012 年末通胀率降至 5%—6%, 2013 年末通胀率降至 4.5%—5.5%
2012/С. М. 伊格纳季耶夫	2012 年末通胀率降至 5%—6%, 2013 年末通胀率降至 4.5%—5.5%, 2014 年末通胀率降至 4%—5%
2013/Э. С. 纳比乌琳娜 (自 6 月 24 日起)	2013 年末通胀率降至 5%—6%, 2014 年和 2015 年末通胀率降至 4%—5%
2014/Э. С. 纳比乌琳娜	在未来三年内确保价格稳定, 将实现和维持较低的消费物价增速作为经济可持续发展的重要条件之一。通胀控制目标为 2014 年 5%、2015 年 4.5%、2016 年 4%
2015/Э. С. 纳比乌琳娜	确保价格稳定, 实现和维持稳定的低通胀, 2015 年起推行通胀目标制, 中期通胀目标是 2017 年通胀率为 4%
2016/Э. С. 纳比乌琳娜	确保价格稳定, 实现和维持稳定的低通胀, 2016 年和 2017 年通胀目标均定为 4%, 并将通胀率长期维持在该水平上下

资料来源: 笔者根据历年俄央行货币政策指引整理而得

表3 2014年俄罗斯央行货币政策操作相关利率表\* (单位: %)

目标	流动性供给工具						流动性吸收工具			再贷款利率
	常备便利						公开市场操作	公开市场操作	常备便利	
工具类型	隔夜贷款	回购	伦巴第贷款	外汇掉期	黄金抵押贷款	非市场化资产抵押贷款	回购操作拍卖	存款竞拍	隔夜存款便利	
期限	1天						1周 (关键利率)	1周 (关键利率)	1天	
2013年 9月17日	6.5						5.5	5.5	4.5	8.25
2014年 3月3日	8						7	7	6	8.25
2014年 4月28日	8.5						7.5	7.5	6.5	8.25
2014年 7月28日	9						8	8	7	8.25
2014年 11月5日	10.5						9.5	9.5	8.5	8.25
2014年 12月12日	11.5						10.5	10.5	9.5	8.25
2014年 12月16日	18						17	17	16	8.25

\*注: 由于篇幅原因, 本表中仅罗列出1周和1天期流动性工具利率(即关键利率和利率走廊边界), 而实际流动性供给与吸收工具的期限种类更为丰富, 除表中所列1天期、1周外还有其他数种

资料来源: 俄罗斯央行 2014 年年报

定关键利率来调节利率走廊范围, 同时配合以流动性供给和吸收工具, 确保货币市场利率处于利率走廊范围之内并对中长期通胀加以调控。其作用机制可简单理解为, 当央行预期到未来有一个持续上升的通胀压力时, 会提高关键利率、收紧流动性, 并通过货币市场传导提升终端信贷利率, 最终降低投资、消费需求从而压低通胀。利率走廊的推出客观上增加了货币决策透明度, 经济主体可以通过观察央行关键利率来判断调控的方向与强度。伴随各部门对货币政策目标和传导机制理解的不断深入, 关键利率对通胀和流动性管理的有效性和准确性也在持续增强。2014年12月, 面对卢布汇率和国内通胀“双升”的局面, 俄央行紧急加息, 通过提升卢布资产收益率和调整需求侧平抑卢布贬值引发的高通胀对俄经济的持续冲击。

为配合关键利率对资本市场价格的调整, 俄央行还对其流动性供给渠道进行

了优化。特别是 2013 年、2014 年，为了稳定卢布汇率，俄央行大量卖出美元，购入卢布。如表 4 所示，为了对冲外汇干预带来的流动性赤字，俄央行加大了公开市场的操作强度。公开市场操作虽利率较低，但操作时间和规模均由央行决定，且对商业银行抵押品和运营能力提出了较高要求。特别是在 2014 年西方三轮制裁后，俄金融系统通过融入廉价强势货币补充权益的难度逐渐增加，大量卢布计价的资产贬值和杠杆率攀升使公开市场操作注入流动性的效果越来越弱，中小银行通过竞标获得流动性的难度陡增。为此，自 2014 年起，由信贷机构发起的常备借贷便利逐渐成为流动性补充的重要渠道。同时针对由于政府债券、投资级商业债券等传统质押物价格下降所导致的抵押品不足，俄央行部分放宽了非市场化资产贷款的质押品和担保人要求，变相通过风险转移的方式持续向信贷机构提供流动性供给。正如表 4 所示，2014—2016 年间，常备借贷便利在流动性供给中的作用越发明显，其中非市场化资产抵押贷款增幅明显。

表 4 2012—2016 年俄罗斯央行流动性供给规模及工具类型（单位：亿卢布）

工具类型	工具名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
常备借贷便利	盘中贷款	526 737	577 731	607 429	531 203	496 002
	隔夜贷款	1 723	1 465	2 039	1 809	2 145
	回购	18 165	5 767	142 966	259 348	428 807
	伦巴第贷款	527	152	1 097	2 386	847
	外汇掉期	26 074	128 090	157 013	45 833	2 698
	非市场化资产抵押贷款	15 204	10 973	53 257	16 478	102 927
	黄金抵押贷款	22	21	28	46	33
公开市场操作	回购拍卖	880 294	1 455 352	1 446 883	720 725	133 303
	伦巴第贷款拍卖	1 586	2 097	35	—	—
	非市场化资产抵押贷款拍卖	—	8 068	68 191	82 552	2 500

资料来源：笔者根据相关年份俄央行年报整理而得

在 2014 年底制裁对俄罗斯外汇和资本市场造成消极影响时，利率走廊与流动性工具的恰当组合，不仅在稳汇率、降通胀方面发挥了重要作用，同时还避免了大规模银行挤兑所引发的金融危机，把金融动荡对实体的影响降至最低。此外，利率走廊有效压缩了市场实际借贷利率波动、创造借贷空间，满足了国内实体经

济加杠杆与偿债对本币需求的大幅增加，避免了实体经济的大规模倒闭。2015年后关键利率（利率走廊）和通胀率的同步下降带动了实际利率的下调，这为经济低速增长下的俄罗斯创造了一个良好的去杠杆条件，俄实体经济部门和政府也充分利用较低的实际利率缩减了自身债务规模，为下一个经济繁荣周期存续力量。

#### 四、关于俄罗斯货币政策的多重目标与调整逻辑的思考

首先，俄央行该轮汇率制度安排、货币政策目标、货币政策工具的优化与调整，充分利用并借助了外部经济环境的变化与压力。作为开放经济“稳定器”的自由浮动汇率与俄罗斯反通胀货币政策的有效结合，较好地应对与防范了由制裁引发的金融波动向实体经济的传导，有效隔绝了外部风险。本轮货币政策改革突破了新兴市场国家传统固定汇率下的“汇率安全观”“经济安全观”，通过看齐国际主流央行利率走廊的调控方式，较好地兼顾了安全与增长的目标。有效的通胀管理对内确保实际利率走低、对外避免实际汇率偏移，这又进一步推动俄罗斯国内债务优化和卢布区域公信力提升，进而为俄罗斯进入新一轮繁荣周期奠定了良好的国内外基础。作为转型国家和新兴市场代表的俄罗斯，在西方经济制裁背景下其“防风险、促稳定、顾增长”的货币政策优化与调整，目标清晰，效果明显。

其次，2014年7月和9月制裁升级后，美国通过对俄重要金融机构和创汇企业融资能力的限制，瞬间恶化了俄国际收支平衡，使卢布产生一个强烈的贬值预期。同期油价暴跌和央行外汇干预效果不佳放大了市场恐慌，卢布汇率贬值开始自我强化。卢布贬值通过资产价格和资金价格渠道以及输入性通胀对家庭部门消费和实体经济投资、债务成本都产生较大负面影响，进而引发经济衰退。从表面看，制裁下由俄罗斯外汇、金融市场波动引发的经济衰退与1998年和2009年经济危机并无明显差异，但俄央行在本轮危机中放弃外汇干预，推行通胀目标制还是与制裁改变了俄经济固有的债务模式有关。具体来说，在此前的经济危机中，俄当局和经济主体可以从国际市场借入低息强势货币以平衡短期内的国际收支平衡，然后再将外币计价债务通过一个通胀性去杠杆过程分摊至数年逐渐偿还。但欧美制裁事实上限制了俄实体经济和政府部门借入外币的能力，融资渠道被迫从国外转移至国内。此时推出通胀目标制，可有效降低实际利率，减轻实体经济债务负担。有效的通胀管理可以优化俄罗斯债务结构，降低杠杆率。如果说低通胀没有给当

前的俄罗斯带来繁荣,那么宏观杠杆率的下降和债务成本的优化为下一个经济繁荣周期前加杠杆提供了重要保证。低通胀不可能也不会是俄罗斯经济高速发展的充要条件,但一定是俄罗斯走出当前制裁困局的必要条件之一。

再次,2015年初,在国际油价回弹和高政策利率叠加影响下,卢布汇率止跌反弹。俄央行也充分利用这一窗口期开启了降息通道,关键利率从17%一路降至11%后停止。但面对市场进一步降息的呼声时,俄央行最终还是严格恪守了将通胀调控作为政策目标的承诺,在相当长一段时间执行了较高的政策利率以持续压低通胀。此后,俄罗斯经济也进入了低增长、低通胀的“新常态”。但与当初美好愿望有所不同的是,低通胀的经济环境也没有给俄罗斯带来设想中的大量外资流入和经济强劲复苏。但笔者认为,俄罗斯这一“新常态”是对自然产出水平的真实回归。在失业率长期处于较低水平的合意状态下,有效资本积累和技术进步这类长期指标对俄经济增长的决定作用愈发明显。在没能有效解决人口负增长、劳动参与率下降、科技创新实力不足等制度性因素前,俄罗斯经济很难持续高速增长。正是俄央行对俄经济“新常态”的正确判断,才将政策目标锚定为合意的通胀水平,其背后的逻辑可以解读为通过有效的通胀管理以缩小失业率与自然失业率之间的偏差,进而将经济增长稳定在自然水平之上。

最后,在本轮反制裁、反危机货币政策调整中,俄央行一改此前“总量型政策”大水漫灌式的货币宽松,转而通过巧用利率和流动性工具、提升货币政策透明度等方式强化货币政策效果。这是俄央行在纳比乌琳娜领导下向货币主义学派货币政策的转变和向世界发达经济体央行的看齐。更深一层的理解是,俄罗斯将自身定位从小型开放经济转变为大型开放经济,供给、需求侧调节的传导机制由汇率管控改为利率调整。这一变革,放弃了遭遇危机时“以领为壑”实行本币低估的固有手段,但做出不再进行卢布实际汇率操控的承诺,为卢布成为一种区域贸易结算货币奠定了坚实的基础。当前俄央行无论是名义利率还是实际利率都存在较大的操作空间,即便未来接近零利率下限,还可以通过“量化宽松”和“直升机撒钱”等非常规货币政策工具调节经济运行。俄罗斯货币政策的调整与优化为转型国家提供了一个鲜活的案例,特别是对于我们深刻理解经济制裁对金融和实体部门所产生的影响,以及如何通过财政、货币政策应对外部冲击都具有极强的示范作用。

(责任编辑 靳会新 刘阳)



## Анализ множественных целей и логики корректировки монетарной политики России в условиях санкций

Ван Цзин

**【Аннотация】** Введенные США и Европой в 2014 году санкции закрыли главным российским финансовым организациям и экспортерам возможность получения кредитов и валютной выручки. Снижение притока внешнего капитала имировых цен на сырьевые товары ухудшили платежный баланс России и усилили девальвацию рубля. Рост волатильности обменного курса вызвал повышение импортированной инфляции и ограничил внутреннее потребление и рост инвестиций. Центробанк РФ в целях "обеспечения финансовой безопасности, поддержания экономической стабильности и содействия экономическому росту" произвел ряд оптимизаций и корректировок режима регулирования валютного курса, целей и инструментов монетарной политики. Эффективное сочетание свободно плавающего валютного курса с антиинфляционными механизмами денежно-кредитной политики позволило России отреагировать и предотвратить переход финансовых колебаний в реальный сектор экономики, и эффективно изолировать внешние риски. А равнение на механизм коридора процентных ставок позволило Центробанку РФ уделять внимание двум целям - достижение стабильности и роста. Эффективное управление инфляцией позволяет обеспечить низкую реальную процентную ставку и избежать отклонения от реального обменного курса, способствует оптимизации внутреннего долга России и повышению силы общественного доверия в рублевой зоне, закладывая прочную внутреннюю и внешнюю основу для вступления России в новую фазу подъема.

**【Ключевые слова】** экономические санкции; Россия; монетарная политика

## Analysis on the Multiple Goals and Adjustment Logic of Russia's Monetary Policy against the Sanctions

Wang Jing

**Abstract:** In 2014, the sanctions imposed by the US and Europe restricted the financing and foreign exchange earning capacity of Russia's major financial institutions and export sectors. The decrease in international capital inflows and the plunge in commodity prices worsened Russia's balance of payments. Accordingly, the ruble appeared to depreciate. The fluctuations in the exchange rate not only raised the imported inflation, but also affected the growth of consumption and investment in Russia through asset prices (exchange rates) and capital prices (interest rates). In the face of complicated economic situation, the Central Bank of Russia has made a series of adjustments to the exchange rate system, monetary policy objectives, and monetary policy tools in order to "guarantee financial security, maintain economic stability, and promote economic growth". At last, the effective combination of a freely floating exchange rate and Russia's anti-inflation monetary policy has prevented the financial fluctuations from being transmitted to the real economy, and isolated external risks. Furthermore, by aligning with the interest rate corridor regulation mechanism of mainstream international central banks, the Central Bank of Russia has also balanced the goals of stability and growth. The effective inflation management ensures the lowering of real interest rates internally, avoids the deviations of real exchange rate externally, and promotes the optimization of Russia's domestic debt and the improvement of the regional credibility of the ruble, which lays a good foundation for the prosperity of Russia in the future.

**Keywords:** economic sanctions; Russia; monetary policy