

莫斯科克里姆林宫救世主塔。

两次危机的比较分析

Erik Berglöf、Alexander Plekhanov和Alan Rousso

俄罗斯财富的逆转十分惊人。就在2008年下半年全球经济危机猛烈冲击这个国家之前，俄罗斯似乎战无不胜。近10年来，俄罗斯取得了令人印象深刻的经济成就：审慎的宏观经济管理政策、财政和国际收支经常项目顺差、世界上第三大外汇储备国，以及中产阶级的不断壮大，这些都仅仅是该国取得的一部分成就。

但现在，俄罗斯的情景已经发生了戏剧性转变。2008年第4季度和2009年第1季度产出急剧下降，几家大银行濒临倒闭，主要工业集团正苦苦挣扎，加之失业率也在令人担忧地攀升，这使人们开始重新审视俄罗斯。更有甚者，俄罗斯将近1/3的储备——主要用于当卢布逐渐贬值时稳定其币值——已经蒸发掉了。

似曾相识

我们以前在哪听过这个故事？舆论

和经济绩效的双重转变，以及当前危机的其他几个特征，令人不禁回想起1998年的金融危机。从1995年到1998年年初，许多受人尊敬的西方分析家将俄罗斯描绘成在全球获得成功的典范。根据这些分析家的说法，由于第一个改革团队的早期努力，在鲍里斯·叶利钦总统和代总理叶戈尔·盖达尔的领导下，俄罗斯在不到五年的时间内已经变成了一个以市场为导向的民主国家。

在那之后（就像2008年这样），莫斯科给人一种新兴都市的感觉，年轻的专业人员云集于此，以图发财致富。俄罗斯的股票市场尽管规模小且流动性不足，但仍然是世界上业绩最好的市场之一。此外，中产阶级正在形成之中。当时人们认为俄罗斯是如此之大、如此之重要（并且有如此强大的核能力），以至于绝不会失败。因此1997年下半年到1998年年初亚洲金融危机在新兴市场国家蔓延时，舆论认为关于俄罗斯会受到

俄罗斯仍然是资源依赖型经济体，必须以顺应市场的方式实现经济多样化。

此影响的担忧是没有道理的。现在我们知道了故事的结局：1998年8月，俄罗斯出现违约、货币贬值和恐慌情绪。

从几乎正好相隔10年的这两次危机中，我们能够学到什么东西呢？自从受到上一次重大经济危机的冲击以来，俄罗斯在许多方面都取得进步。回首1998年的往事，我们可能得到的是一些慰藉，因为今天的俄罗斯比10年前更为强大。但某些担忧也是不无道理的：这次经济的复苏可能不像上次那样迅速和全面。

我们能够确定的结论是，俄罗斯所做的还不足以使自身不再发生危机，从很大程度上讲，这主要是指由于石油价格暴跌而造成的危机。俄罗斯仍然是资源依赖型经济体，其必须采取有意义的措施，从而以顺应市场的方式实现经济多样化。

石油依旧重要

这两次危机最初都是由于石油价格暴跌造成的，而石油价格是俄罗斯经济的关键外生变量。如何摆脱对石油、天然气和其他商品的依赖，实现经济多样化，仍然是俄罗斯面对的最主要的长期挑战。

在1998年危机之前，石油和天然气的出口几乎占俄罗斯出口收入的一半，正好是联邦政府收入的1/5。到2008年，石油和天然气在出口收入中所占的比例达到了68%，自然资源的收入正好是联邦政府收入的一半。原油精炼工业占总增加值的10%以上，其对GDP的实际贡献甚至更高，因为大约60%的工业生产集中在与之密切相关的部门，如石油精炼、化肥以及冶金工业部门。粗略的估算表明，自然资源及其相关产业在经济增加值中所占比重从1997年的约15%提高到2007年的20%左右。此外，自然资源的贸易，以及石油、天然气和矿产品的运输也是服务业增加值的重要组成部分。

与1998年相比，俄罗斯如今更加依赖于自然资源，那么其经济是如何受到石油价格冲击的影响呢？亚洲经济危机之后，乌拉尔石油的价格从1997年年初的每桶23美元下降到1998年6月中旬的不足9美元，下跌了60%以上。而当前的石油价格水平远远高于历史

“俄罗斯所做的还不足以使自身不再发生危机，从很大程度上讲，这主要是指由于石油价格暴跌而造成的危机。”

上的低价：按实际价格计算，几乎比1998年年中的油价高出3倍，相当于2005年初期的价格，那时俄罗斯的经济正以每年7%的速度增长，并积蓄着外汇储备（见图1）。但是从相对价格来看，这次价格的调整速度更快、幅度更大：乌拉尔石油的价格已从2008年8月每桶138美元下降到2009年前四个月的平均每桶44美元，几乎下跌了70%。

同样的问题

对于俄罗斯经济来说，石油的重要性是1998年和2008年两次经济危机中的一个共同主题。另一个相似之处是实体经济部门、金融部门和政府财政都受到了严重影响。不过，这三个部门的初始状况、三个部门之间的关系，以及导致1998年经济危机和2008年经济低迷的事件先后发生的顺序，却大相径庭。

实体经济。在1998年遭受危机冲击之前，俄罗斯就曾经历过一次经济衰退。虽然到1997年中期时，莫斯科的经济已经转为快速增长，但是据估计在1997年，79个地区中有43个的产值是下降的。相形之下，

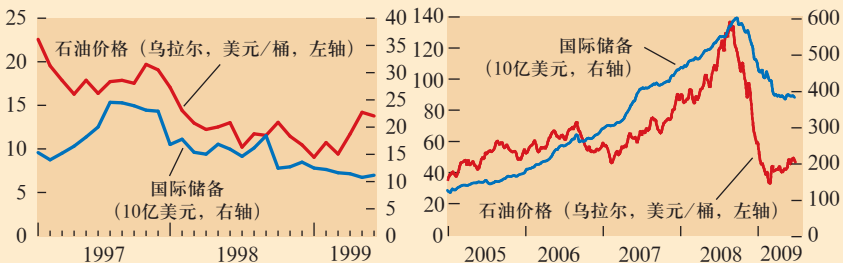
在过去十年间，俄罗斯经济出现了快速的、强劲的和各地区共同广泛的生长。2008年上半年，该国产值的年增长速度为8.2%，1999年至2008年经济增长了82%。许多人都认为俄罗斯经济过热了。

早在1998年8月信用违约冲击金融系统并引发卢布严重贬值之前，实体经济部门就出现了问题。虽然未能获得官方调整季节变动后的数据，但据粗略的计算，1998年前三个季度产值急剧

图1

资源依赖

俄罗斯的经济状况仍然与石油价格密切相关。



资料来源：俄罗斯中央银行；美国能源部；欧洲复兴开发银行（EBRD）的计算。

下降，尽管金融危机之后俄罗斯几乎立即迎来了强劲的复苏（见图2）。简而言之，石油价格的下跌对已经苦苦挣扎的实体经济不啻是雪上加霜，这令公共财政出现巨额赤字，只能通过发行利率极高的短期债券（GKO）临时弥补。国内外金融机构都大量地买进这种债券。俄罗斯短期债券市场的崩溃触发了本国的金融危机和卢布的急剧贬值。

1998年经济的低迷从实体部门逐渐扩散到公共财政，再扩散到银行系统。与此不同的是，2008年俄罗斯经济的这三个部门同时都受到了冲击。快速增长的实体部门受到了双重打击，即商品价格暴跌和全球对制造业产品需求的显著减少，后者包括对钢铁成品和半成品需求的锐减。银团贷款市场受到金融危机的冲击，致使某些私人部门借款者的外债的再融资面临极大挑战，而其他借款者甚至根本无法进行再融资。许多证券组合投资者迅速逃离俄罗斯（这种情况在新兴市场更为普遍），贸易融资开始断流。财政收入急剧下降：按年率折算，2008年1月至2月政府名义财政总收入下降了9%，扣除价格因素后，实际下降了将近20%。

政府财政。1998年在金融危机之前，俄罗斯的实体部门萎靡不振，而在危机之后，银行部门和政府财政几乎没有给予实体经济部门任何支持。1997年政府财政收入总额（包含预算外资金）仅占GDP的27%，其中联邦政府收入不足一半。因此，财政刺激措施的实施余地很有限。

到了2008年，政府在经济中的作用大幅提升。政府一般财政收入占GDP的比重达到39%，其中联邦政府收入的比重为58%。2004年，俄罗斯利用一部分国家石油收入建立了石油平准基金，之后又分拆为储备基金和国家财富基金。到2009年年初，该基金已经积累到2250亿美元（占GDP的17%），并且大部分对外公共债务已经偿还。尽管财政收入大幅下降，但与1998年相比，俄罗斯政府仍有更多的空间实施财政刺激政策。

金融部门。1998年，金融部门在大量投资于GKO的同时，对私人部门贷款总额仅占GDP的9%，贷款与存款比率为76%。那时几乎没有消费信贷，一年期以上的项目融资总额不足GDP的2.5%。在这样的环境下，银行系统的崩溃对实体部门的影响是有限的。如果有什么不同的话，那次金融危机促使银行再次改变了对企业和消费者的融资模式。

然而到了2008年年中，俄罗斯向私人部门提供的国内贷款已经占GDP的42%，其中约1/4贷给了消费者。贷款与存款的比率达到150%左右，大部分的贷款资金源自于银行的外部融资（截至2008年9月底，为2000亿美元），其主要方式是来自外国母银行的银团

贷款或信用额度。大公司也积极进入国际金融市场，公司外债累积为3000亿美元左右。

在2000年年底至2008年第3季度期间，俄罗斯各银行贷款的年均增长速度超过了50%，这几乎与乌克兰贷款增速一样（该国私人部门贷款占GDP的比率已达63%，银行系统正面临严重困难）。从这个意义上说，俄罗斯尚算适度的贷款占GDP的比率多少会给人造成误解，因为其反映了名义GDP出现的前所未有的高增长，1999年到2008年，随着商品价格的快速上涨，俄罗斯按美元计算的GDP增加了8倍。

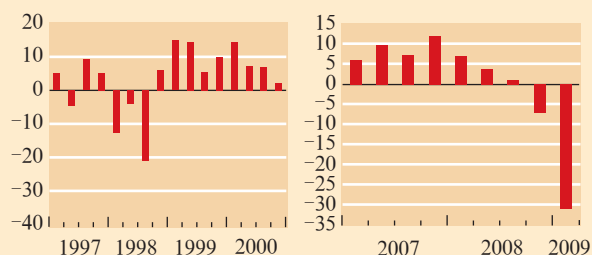
对银行和监管机构来说，贷款的高增长率使其难以确保适当的风险管理模式和程序真正发挥作用。俄罗斯央行的流动性支持可以暂时使银行延缓问题贷款的还款期，但银行基础资产的质量最终将取决于实体经济的状况。因此，很有必要为银行系统的结构改革和资本构成调整制定应急计划。

图2

危机剖析

俄罗斯经济在1999年迅速复苏。2009年是否也会如此，尚有待观察。

（季度GDP增长率，已剔除季节因素，折算为按年度计算的百分数）



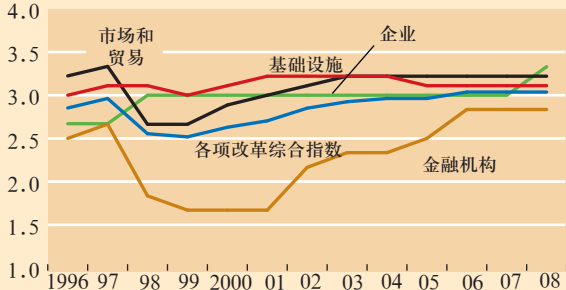
资料来源：俄罗斯联邦国家统计局；俄罗斯政府；欧洲复兴开发银行的估计。

图3

经济转型

1998年危机之后，某些改革的力度逐渐下降。

（转型指数，1996—2008年，最小值=1，最大值=4.33）



资料来源：欧洲复兴开发银行转型指数。

注：欧洲复兴开发银行跟踪研究转型国家几个领域的改革（企业结构改革、市场和贸易、基础设施和金融机构）并将各项改革指数的等级分为1至4+，数值越高表示改革越深入。

到目前为止，支撑如今日益庞大的银行系统的努力主要集中于提供急需的流动性，因为银行已经感到无法从国际市场获得融资。此外，2008年9月，很多银行（特别是中等规模和地区银行）都面临个人储户和

“与10年以前的情况不同，俄罗斯政府现在有充足的资金来实施大规模刺激需求的财政政策，并对那些受危机严重冲击的人们提供定向的社会性转移支付。”

公司客户迅速提取存款的问题。对此，政府当局采取的措施是扩大存款保险范围，并通过提供抵押贷款和非抵押贷款大规模地向银行注入流动性。

从积极的方面来看，俄罗斯在以外币标价的债务方面未出现太大问题。其只有25%的国内公司贷款和1/9左右的消费贷款是用外币标价的，比其他大多数欧洲新兴市场要少很多。这与1998年7月的情形大不相同，当时俄罗斯债务美元化的比率高达42%。

因此，最近卢布的贬值并没有立即对中型公司的资产负债表和银行贷款的质量产生剧烈的负面影响。但与此同时，日趋严重经济衰退和过快增长的银行系统预示着今后的不良贷款发生率将可能迅速上升。

不同时期，不同的应对之策

不同的情形在某种程度上说明了1998年与2008年的另一个重要差别：应对政策。1998年，俄罗斯不仅缺乏应对危机的资源，可能还缺乏相应的政治意愿。实际上，最重要的是当时政府没有采取某些措施。确切地说，面对实行宽松的货币政策以摆脱金融危机的要求，政府不为所动。俄政府和中央银行行长Viktor Gerashchenko（这有些令人意外）顶住了来自许多利益相关方要求印发货币的压力，而实体经济很快就复苏了。

而这次金融危机则有着本质的不同，它是源自俄罗斯以外，而且俄罗斯政府掌握了更多的资源。因此，俄罗斯政府应对危机所采取的财政政策和金融政策也更为有力。

俄罗斯2009年预算修正案提出了大量的财政刺激措施，2009年的联邦预算赤字占GDP的比重预计将高达8%，2010年预计为5%—6%。赤字主要由积累的财政储备来弥补。附加的可自由支配的支出占GDP的4.1%，分别为：扩大需求方面的一揽子计划（主要是

增加社会支出）占GDP的2%左右；增加供给方面的一揽子计划（由对具体企业和产业的定向扶持支出组成）占GDP的1.3%；支持银行的一揽子支出计划占GDP的0.8%左右。

1998年的金融危机导致许多结构性改革出现倒退——主要发生在金融部门，但也出现在自由市场、贸易一体化、企业私有化和结构性改革等方面（见图3）。但同样引发争议的是，那次金融危机也催生了许多重要的中期结构性改革，包括电力部门的结构改革、税制改革、存款保险制度的引入和养老金改革。

现在就评价当前危机对改革议程将产生何种影响还为时尚早。失业率的急速上升（估计2009年2月为9.5%）、收入的下降、通货膨胀的高企（年度通胀率达13%）、制造业产品需求的疲软，以及基础设施短期需求的减缓，都可能引发政府采取行政措施，如价格管制、关税调控、贸易壁垒，以及对受困企业的定向补贴。从政治层面来说，其中某些措施是非常具有诱惑力的。有些措施已经在小范围内试行，例如俄罗斯最近提高了二手车的进口关税。

危机将如何彻底终结？

鉴于俄罗斯在工业部门和基础设施方面所需的大量投资，与1998年一样，其从当前危机中恢复的速度将取决于外部因素，最主要是全球经济复苏的速度、石油价格的变动趋势，以及国际市场上的融资成本。

但由于俄罗斯政府的作用日益突出，且其金融系统与实体经济之间的联系也已大大增强，因此相较1998年，该国的复苏速度将更加取决于其采取的应对政策。

与10年前的情况不同，俄罗斯政府现在有充足的资金来实施大规模刺激需求的财政政策，并对那些受危机严重冲击的人们提供定向的社会性转移支付。不过，如何以积极的方式分配公共支出，从而在刺激总需求的同时又不产生新的瓶颈，这对俄罗斯而言仍是一个挑战。值得特别关注的是，该国政府管理大型基础设施项目的能力仍然有限。与20世纪90年代相比，如今俄罗斯的金融部门在经济中发挥着更为重要的作用，银行系统的崩溃对实体经济造成损害的潜在代价会非常高昂，错误的财政政策的代价也可能同样不菲。今后几个月，俄罗斯政府必须很小心地应对危机。■

Erik Berglöf是欧洲复兴开发银行首席经济学家，Alan Rousso是该行战略与分析部主任，Alexander Plekhanov是该行经济学家。