

俄罗斯 “8・17” 经济危机探析

(ロシア “8・17” 経済危機の原因を探る)

朱 显 平

(吉林大学東北亜研究院)

序 言

1998年俄罗斯发生了严重的金融危机，危机给俄罗斯经济带来深刻的影响，这场危机具有综合性特点，对危机产生和加剧的原因，学术界一般从下面几个方面总结。政治方面：议会和政府的矛盾、中央和地方的矛盾、更换政府本身的矛盾导致了危机；经济方面：经济结构的问题、经济衰退的问题、东亚金融危机的影响、俄罗斯出口产品国际价格的下跌导致了危机；社会方面：出现信心缺口、接连不断的罢工导致了危机。1998年9月19日俄罗斯科学院经济学部学者给政府的公开信中说：“危机是近年来推行错误的改革方针的规律性结果”¹⁾。作者认为经济政策的不平衡是危机发生的主要原因之一。

俄罗斯著名经济学家，前经济部部长亚辛在1998年10月8日的科学报告会上的讲演中曾说：“当1994年秋天决定停止中央银行为财政预算增加货币时，就里下了今天这场危机的种子。采取这个决定的同时，就应该采取增加税收，减少支出的严厉措施，……然而当时并没有这样做”（亚辛，1998年）。这篇文章的目的是想通过事实来揭示俄货币政策和财政政策的不平衡及给经济造成的不良影响。这种不平衡在1994年的“黑色星期二”就有暴露，并在不同时期有不同发展，最后终于酿成“8・17”危机。

一 央行停止提供财政拨款的政策措施和“黑色星期二”

1992年以后的几年中，俄罗斯每一财政周期（一年或一季度）的国家预算，

都必须得到中央银行的扩大发行的货币，否则预算就无法平衡。财政收支的差额相当大，政府内部对削减支出阻力重重。因此，俄罗斯的通货膨胀率居高不下，1994年秋季的月通胀率超过15%，全年达33%，经济稳定难以实现²⁾。中央银行限制为财政赤字提供拨款数量的做法，收效甚微。俄罗斯的货币——财政政策的软弱引起了国际货币基金组织的强烈不满。在俄央行1994年7-8月为财政提供了季度拨款之后，国际货币基金组织明确表示，不能再为这样的政策提供贷款，如此下去俄政府确定的稳定宏观经济的目标根本无法实现。

1994年9月，财政部开始酝酿对宏观经济政策加大改革的力度，中央银行停止向财政预算提供拨款，争取实现经济稳定。经过广泛讨论和协商，10月9日在由丘拜斯主持的工作会议上，政府和央行的领导们接受了财政部的决定，首次确定了1994年第4季度和1995年的预算将不再依靠中央银行的货币支持。

1994年10月11日，发生了俄经济史上的重要事件“黑色星期二”。这一天，俄卢布对美元的比价下跌了27%。原因是央行7-8月因财政需要增加了货币发行。8月受外汇季节性需求影响，卢布比价开始下跌。中央银行是唯一的调节人，具有外汇最终实卖机构的双重身价，它一方面要调低美元汇率，另一方面要保证卢布的可兑换性。国家经济发展、收支平衡状况和季节性因素对外汇供求有决定性影响。俄罗斯的汇率调节主要依据央行黄金外汇储备的中期变化。当时央行没有充分估计到7-8月发行的卢布所产生的巨大压力。按惯例，俄货币市场上每年1月和8-9月是外汇需求的高峰期，而4-5月和12月是外汇储备的增长期。因此，8月末出现的外汇需求增加，并未引起央行的特别注意。央行继续通过出售美元来控制汇率变动。但是，当外汇不断投入市场的同时，卢布贬值并没有缓解，这表明对供求预测的分析出现了失误。迫于形势，央行不得不决定在短期内放弃对汇率的干预并试图通过市场调节来寻找合理的汇率。于是引发了10月11日的汇率的急剧动荡（朱显平，1998年）。虽然卢布价格很快就转而回升，但财政部和中央银行的领导均被撤了职。这一事件也证明了10月9日决定的对货币——财

政政策进行坚决调整的必要性。

二 货币政策和财政政策的失衡

宏观经济政策主要由货币政策和财政政策构成。俄罗斯中央银行法规定，在国内实行统一的国家货币信贷政策。几年中俄的各权力机构并未达成统一，它们用奇怪的方式把紧缩的货币政策和松驰的财政（预算）政策结合在一起。这种结合不可能在较长的时期内保持协调。

近年来的俄罗斯财政有若干特点：

- 1，联邦财政的收入和支出在不断下降，制订的预算并没有反映国家的实际需要。
- 2，联邦财政中的税收水兵不断下降，而且收入中的非货币缴纳的比例不断上升。这表明，国家不能履行其最重要的一项职能——税收职能，因此无法保证稳定的财政收入。俄罗斯的税赋名义上高得惊人，甚至扼杀了某些经营。同时，国家税收收入的下降反映出逃税的增加。结果导致经济中货币需求的减少，自然经济化日趋严重。经济的发展趋向不是市场经济，而是“影子”经济。
- 3，预算赤字保持着相当高水平。财政赤字本身并未达到可以视为经济危机发生原因的程度，但赤字同国家实际货币财政收入的比例，1995年为51.9%，1996年为108.1%，1997年为72.1%（阿列科萨什克，1998年）。
- 4，缺乏弥补财政赤字的可靠资源。国家只有在拥有可以用来增加收入的资源的情况下，才能允许某一特定时期有较高的赤字。资源主要指可以出售的储备和国有资产。同时，资源的有限性决定了赤字财政政策不可能持久。1994-1996年俄罗斯已经尽可能地利用了储备（指贵金属）。不仅如此，政府还建立了扩大利用储备的特殊体制——集中出口体制，借此掌握国内的能源和贵金属资源，在出口时国家得以获得重要的财政收入。而俄罗斯的私有化模式决定俄不可能获得较大规模的私有化收入。这就决定了俄必须主要利用借债来弥补财政赤字。由于外债的来源有限，财政赤字主要依靠在国内金融市场上发行国债解决。
- 5，财政中用于偿付国债券利息的支出不断增加。政府的加强内债的政策导致经

济中利息率的居高不下，结果又迫使联邦财政迅速增加用于偿付国债利息的支出。在联邦的支出总额中用于国债利息的比例 1995 年为 19.3%，1996 年为 25.4%，1997 年为 23.8%，形成了债务的金字塔（亚辛，1998 年）。

上述特点表明：俄罗斯面临债务危机。而近年来的税收政策不利于克服危机。当然，债务危机可以通过增发货币和恶性通胀来摆脱，但是这样做仍无法解决财政不平衡的问题。俄罗斯的实践证明，运用货币政策工具可以抑制通胀，稳定本币汇率，但是如果没有稳定的财政，就无法保证其效果的长期稳定。

三 国家有价证券市场上外资的进入

1995 年，外国资本开始通过代理机构向俄罗斯的短债市场渗透。尽管当时俄罗斯法规不允许外国投资直接进入俄短期国债市场，但是国债的高收益率和俄外汇政策吸引外资迂回流向这一市场。根据这种情况，1996 年 1 月中央银行制定了专门措施，在加强监督和限制的前提下，允许外资进入国家有价证券市场。对外国人的限制包括：1) 严格限定其投资；2) 限制其资金通过同俄罗斯银行结算期货合同的方式自由外流；3) 限制其收益；4) 将其投资的美元收益率，控制在固定的低水平上。俄央行并不希望短债市场上的外国投资完全自由化。

外资进入国家有价证券市场，给金融市场带来了某些正面效应：清偿力大大加强，国家有价证券收益率明显下降，1997 年夏已低于（年）20%的水平（朱显平，1998 年）。更重要的是，俄财政部在 1996-1997 年度得到了弥补预算赤字的资金，同时央行的外汇储备得以扩大。1997 年国际货币基金组织向俄罗斯提出要求，做为提供贷款的必要条件，1998 年要取消短债市场所有对外国人投资的限制。俄政府代表没有充分听取央行意见接受了这个要求。

巨额外资短期内在市场上的自由流动给金融稳定埋下稳患。1997 年春夏之交，在短暂的捷克危机和最初的泰国危机发生后，这种稳患已有所显露。1997 年 7 月，短债市场上的外资占有额超过 30%，其中将近 50%是单独发行的，证券投资 and 短期投资占外资总额的 55.6%³⁾。

四 1997 年的第一次危机

10月27日，全球所有主要的交易市场上的股票行情出现下跌。俄罗斯市场也受到了冲击。外资开始同俄央行签订撤出国家有价证券市场的数额巨大的期货合同：为了交纳2日期借款业务的保险金和确保同外资的定期合同的执行，国内金融机构开始收实外汇，还有一些机构开始出售手中的国债，以便把资金投向更容易兑现的领域。结果，国家有价证券收益率由18-20%迅速升高到24-27%。11月10日，政府和俄罗斯央行采取措施控制形势：公布了3年内的外汇走廊，把再贷款利率提高到28%，提高了吸收外汇的准备金标准（亚辛，1998），这些措施并不能根本改善局面。政府内部缺乏对危机原因的全面认识。财政部决定发行2年期和3年期的债券，发行问题十分棘手。财政部多次要求央行支持，否则无法顺利发行新债券以偿还旧债。外资实际停止了对新国债券的投资。中央银行试图通过大规模收购来制止国家有价证券价格的下跌。10月27日至11月30日，俄央行为此共支出近310亿卢布，仅11月最后一周就支出130亿卢布（阿列科萨什克，1998年）。

事实证明，在危机的形势下是无法同时维持卢布汇率和国家有价证券的收益率水平的稳定。困难在于：央行一方面提供卢布，另一方面要保证这些卢布换成外汇。央行内部有两种观点；维护卢布汇率稳定的观点认为卢布汇率是稳定价格的基础，卢布贬值必然引起外汇储备减少或是造成严重的通货膨胀；而维护收益率（利率）稳定的观点认为在发达国家利率是金融当局的目标指针，并且有必要通过货币贬值来稳定整个经济。经过辩论，第一种观点占了上风：央行的主要目标是维护价格和卢布汇率的稳定。这种立场也得到了政府和总统的认可。为此，1997年12月1日起央行停止收购国家有价证券，并维持其收益率。几天后，市场形势出现好转，人们开始出售美元购进国家有价证券，在短债券收益率下降的同时，外资回到了市场，并在1周之内投入了4亿美元的资金⁴⁾。

1997年的事件说明，有目标地操作货币政策工具可以影响危机的发展。同时，

财政政策的软弱性更加显露。《1998年统一的国家货币信贷政策的基本方针》中指出：财政的软弱对宏观经济稳定是最大的威胁⁵⁾。但是，97年事件并没有引起俄政府的足够注意，局势刚有好转，政府又开始增加支出，财政部继续举借新债。

五 1998年“8・17”事件前的形势

3月，俄罗斯市场仍然保持平静，外资继续小量地投资收买国家有价证券，其收益率不到30%。央行的外汇储备仍有增加。3月初，央行汇总各种数据后完成的1997年的国际（贷借）收支差额统计暴露出了存在的问题：国际收支中顺差急剧减少，考虑到石油价格下降，预测1998年的收支逆差不可避免，实现平衡需要新的国外资金或者动用央行的外汇储备。为解决问题，3月中旬央行认真研究了关于放弃现行的根据央行对外汇交易的每日开价来确定日常汇率的模式，以及对收支不平衡施加“反作用力”而向浮动汇率过渡的设想。对汇率政策进行调整的设想因切尔诺梅尔金政府的下台而搁浅（阿列科萨什克，1998）。

有人认为，俄罗斯陷入危机的主要原因是政府在加强财政收入和结构改革方面的措施不力，因比，俄罗斯的财政——税收危机迟早要发生的。但是，撤换政府导致治危机，使外国投资者和国内居民对俄市场的稳定失去信心，所引起的心理方面的负作用是很大的。同时，新政府的通过，组阁及制定政策方针浪费了许多时间，经济形势更加不利⁶⁾。

史行再次准备5月向总统建议采取卢布浮动汇率及其他有关措施，包括加强对外汇流动的控制，把对银行的监督改成对其业务的监督，以确保银行系统的稳定和存款人，贷款人的利益。然而新一轮危机又到来了。这次危机是一些投资者企图操纵市场“走低”而引起的。1月份曾发生过类似情况：外资团伙在一周内撤出10亿美元资金，造成证券市场上价格下降和收益率上升10-15%，之后，外资用较低的价格买进了同等数额的债券。与1月不同的是，这次没有投资者向俄投入新的资金。平息这次危机，中央银行采取了纯心理手段——将再贷款利率提高到150%⁷⁾。这样高的利率对市场不起任何作用，只是表明政府维护本币稳定

的决心。这次危机使中央银行妥善，“掩蔽”地解决汇率问题的时机失之交臂。

由于政府无法确定新的政策目标，外国投资者对俄市场的信心日益丧失，国内税收大幅下降，财政收支差额不断增加，如何弥补财政赤字成为大难问题。6月17日，星期三，财政部终于因无法配销新的国债券而将应该用于偿还旧债券的全部68亿卢布向中央银行“挪借”。按惯例，只有在做为财政部国债券发行代理的央行划拨出低偿旧债的资金后，才能发行新的债券，以往发行新债券所筹的资金足以低偿旧债券，财政部可以在当天，或2个工作日内（5年中只有3次）还清债务。6月17日的债务未还的情况下，下一个星期三财政部又用这种方式“借”了36亿卢布。在中央银行和正在与国际货币基金组织谈判的丘拜斯的压力下，财政部于6月30日清偿了债务。原因是财政部债务的拖欠，会给同基金组织的谈判增加难度。但是，财政部找到了解决问题的“方法”。从7月开始，这个方法每个周三都被使用。财政部欠中行的债务迅速增加，7月中旬超过了133亿卢布。（阿列科萨什克，1998年）。

财政部的借款增加了金融市场的压力，外汇市场上的交易量迅速增长。各银行尽可能地把闲置资金更多地换成外汇，与年初相比，代理帐户上的剩余资金减少了2倍。银行系统的支付危机日益严重，难以完成日常结算业务。央行处于进退维谷的境地：这种形势下向浮动汇率过渡必然引起卢布大幅贬值，不过渡最终的一次性卢布剧烈贬值不可避免。

六 “8·17”金融危机的发生和启示

7月末，丘拜斯与国际货币基金组织的谈判结束了。俄罗斯得到了国际货币基金组织的贷款。

同国际货币基金组织谈判结束后，央行决定从财政部帐户中划款以冲销债务。为此，政府认真商讨了财政部拖欠债务的问题。但是，讨论中未能找出解决的办法，转而说服央行“解冻”财政部帐户。增收节支的问题，未能解决。

得到国际贷款使金融市场平静了3天。随后，由于俄政府未能制定任何解决

危机的实际政策措施，局势继续恶化。西方国家市场上俄的有价证券开始暴跌，表明市场已不相信俄国能偿还这些债券。国内局势也江河日下，8-9月份财政预测一天比一天糟。财政部仍强调没有央行的支持财政无法平衡，而这种“支持”的规模从每个月的60亿卢布上升到80亿，120亿，160亿卢布，8月14日，受卢布贬值传闻的影响，全国范围内掀起挤兑风潮，美元的汇率升至7卢布（涨幅10%），国际炒家推波助澜，央行已无力回天⁸⁾。这天傍晚召开了紧急政府工作会议，主要是解决财政和到期的内债问题：8月实际税收收入比预计的要少得多，并且无法举借新债，而清偿到期的内债则需要几乎全部财政收入。情况已非常清楚，若要执行预算和偿还国债，必须补充筹款400-500亿卢布。经过一夜的冥思苦想，第二天与会者提出了三个方案：

- 1，提请议会通过“中央银行向政府提供清偿国债的贷款”的法案；
- 2，对国家短期债券进行强制性重组；
- 3，依靠在国际市场上出售俄有价证券来举借外债。

经讨论认为，第三种方案可行性不大，第一种方案违背了近年来的宏观经济政策并必然引起恶性通货膨胀，因此决定采用第二种方案并于当日提交给总统。鉴于全国都在等待政府紧急会议的结果，必须于周一（8月17日）制定出整套措施。

国债重组方案最初得到政府各方支持，并同国际货币基金组织就方案的一揽子实施计划这成了协议：这些措施公布后，货币基金组织随后将发表声明表示支持，并保证俄9月价得到贷款。8月17日政府和央行共同发表了将放宽“外汇走廊”，实行新的汇率和采取新的经济政策的声明后，情况发生了变化。国际货币基金组织的立场出现了动摇，8月17日晚上表示无法支持国债重组的各种条件。财政部也表示，已达成协议的重组措施不适用于财政部，因为日常收入状况并未得到改善，需要修改。结果，直到19日深夜，政府才宣布推迟偿还短期国债，将其变为3-5年的长期债券。这时，对俄政府的信任已丧失，事隔3日基里延科

政府提出了辞职。

8月17日的措施实际上并没有实行。债券重组没有进行，相应的法规也没有制定。在宣布延期90天偿还债务之后，中央银行为健全银行体系的所有努力都告失败⁹⁾，央行自身也陷入了同债权人的谈判中。国家杜马并没有审议提交的有关调整税收和货币的法规，拒绝了央行提出的有关健全银行机构的建议。同国际货币基金组织按期贷款的谈判陷入僵局，对方理由是俄方即没有采取先前协商好的措施。又提不出下一步行动的纲领。税缴率降到了极根，一半的税收采取了“低销”方式。俄罗斯最终陷入了不可逆转的境地：财政危机日益尖锐，无力偿还外债，中央银行恢复为财政提供贷款，多种卢布汇率并存，并取消了卢布的可兑换性，稳定经济的政策彻底失败了。

这次危机，俄罗斯和其他国家政府应引以为戒：一个采取强硬的货币政策和软弱的财政政策的国家的经济是不可能长期稳定的。国家的宏观经济政策必须是平衡的。

俄罗斯危机的原因之一是财政——债务危机。因此，如果有根治危机的良药，其中一剂就应该到财政——税收政策的库房中寻求。也就是说，如果俄罗斯曾有过可以摆脱发生“8・17”危机的机会，那么这个机会在很大程度上取决于政府阻止税收和财政危机发展的意志和决心。货币政策和汇率政策是无法医治财政危机的。

注

- 1) 《俄罗斯科学院经济学部学者关于解决面临问题的实际措施和方法的公开信》莫斯科，1998年9月19日。
- 2) 俄中央银行《1995年统一的国家货币信贷政策的基本方针》莫斯科，1994年12月，统计数字。
- 3) <俄>《消息报》1997年10月30日。
- 4) 1998年1月19日作者访问俄中央银行，有关专家提供的资料。

- 5) 俄中央銀行《1998年統一的国家貨幣信貸政策的基本方針》莫斯科，1997年12月，序言。
- 6) 王奇“俄羅斯金融市場動蕩探折”《世界經濟與政治》，北京，1998年第9期，第33-34頁。
- 7) 同上。
- 8) (俄)《國際傳真》1998年9月3日，第36期。
- 9) (俄)《生意人》1998年10月11日。

< 参考文献 : >

朱显平“折俄罗斯货币政策及吾示”，《世界经济与政治》，北京，1998年第9期。

阿列科萨什克，俄中央银行第一副行长（吉林大学名誉教授）1998年10月25日在图们江国际开发研究所做的学术报告。

亚辛，俄经济部（前）部长（吉林大学名誉教授），1998年10月8日在科学报告会上的讲演，载于“高等经济学校经济杂志”，莫斯科，1998年第3期。

Analyzing the Cause of “8·17” Economic Crisis in Russia

ZHU Xian Ping

In August 17th, 1998, a serious financial economic crisis occurred in Russia, which gave great influence upon the Russian economy. The essay has analyzed the characteristics of Russian monetary policy, fiscal policy and tax policy, and the contradiction relationships among them, explained the emergence, development and change of the crisis, and pointed out that the cause of “8·17” crisis derived from fiscal and debt crises. It is impossible for a country which adopted the combination of hard monetary policy and soft fiscal policy to stabilize economy in the long run. Macro-economic policy of one country must keep the balance.