

国泰基金吴向军：俄罗斯可能会再次债务违约吗？

上周全球金融市场惊心动魄。周二卢布创纪录的大跌。紧接着周四美国标普 500 指数创 2013 年 1 月以来最大日涨幅。全球主要股市（除香港外）普遍大幅上涨 3% 左右。

一个多月以来我们数次提到，由沙特对美国页岩油产业进行价格战导致全球油价大跌有可能会在短期内对全球金融市场造成较大的冲击。美国页岩油行业性破产倒闭迫在眉睫，带动高收益信用债价格大跌。而以俄罗斯为首的严重依赖石油出口国则有可能对全球经济带来更大的风险。上周，这个风险达到了新的顶点。全世界的对冲基金好像都好像在做空卢布和原油。上周二当天，卢布对美元的汇率曾经一度暴跌 25% 达到一美元兑换 79 卢布。仅仅在一年前一美元还兑换 33 卢布。

周三至周五这三天连续发生了三件事让卢布和原油价格稳定下来，股市大幅回升。

首先周三，美联储议息会议结束。对于大家都非常关心的何时升息的问题，美联储虽没明说，但是剑指 2015 年 6 月或 7 月。这一点和大家预期的一致。在升息开始之后的速度如何这个问题上，美联储主席耶伦使用了“Patience”（耐心）这个词。市场解读是美联储升息的步伐可能会比较缓慢。虽然耶伦的表态一点儿也不明确，但是这个貌似“宽松”的词语却激发了市场一大波买盘。正好前期大量的卖空盘获利回吐，造成了周三和周四两天股市的暴涨。

周四股市的暴涨和卢布止跌有关。周二俄国央行把利率从 10.5% 大幅上调至 17%，并且将周一超过 64.4459 的国内卢布交易全部作废。这一做法不但没有制止卢布下跌，反而造成更大恐慌。整个全球市场都在卖出卢布，美元兑卢布一度达到 1:79 的水平。这时俄罗斯央行出手干预，大量抛售欧元和美元（具体数额没有公布）。俄罗斯总统普京同时召开了 4 个小时的记者招待会进行信心喊话，强调俄罗斯政府将会积极捍卫卢布，保证俄罗斯经济仍然会继续保持增长。虽然普京的讲话让人心存很多疑虑，但是他一贯的信心对市场是一种鼓舞。另外，在提到乌克兰问题的时候，普京的态度比较缓和，使得市场猜测是否普京在经济危机的时刻会放松对乌克兰的领土要求，以换取西方减少或放弃制裁。卢布在周四和周五稳定在 1:60 左右。卢布的暂时稳定对股市是一个正面刺激。

周五，沙特石油部长称沙特在 11 月曾经和非 OPEC 产油国商讨过展开某种形式的合作事宜。虽然没有达成任何成果，但是会继续交流。沙特的价格战到底会持续多久？这是市场上所有人最大的问题。很明显，美国的页岩油产业不破产一大批，沙特不会收手。但是任何缓和的语气对价格已经下跌了 50% 的原油市场来说都是正面的。沙特石油部长讲话之后原油价格立即上涨达 4%。周五收盘价与前一周基本持平，收于每桶 56.52 美元。

俄罗斯卢布价格虽然止跌，但俄罗斯的危机远未结束。很多人认为，如果原油价格在每桶 60 美元保持一年，俄罗斯就有可能会债务违约。俄罗斯政府的收

入一半为石油和天然气（与石油价格挂钩的）出口。现在石油价格下跌一半。俄罗斯的油气税收下跌超过一半。俄罗斯财政部长 11 月 24 日表示，俄罗斯每年因原油下降造成的损失达 900-1000 亿美元。当时原油的价格是每桶 76 美元。现在原油的价格是每桶 56 美元！按现在的价格计算，俄罗斯每年的收入损失可能达到 2000 亿美元。

俄罗斯现在的外债不算高，为 1200 亿美元。截至 12/12，外汇和黄金储备为 4146 亿。我们尚且不知上周俄罗斯央行使用了多少外汇保卫卢布。那么，这 4146 亿美元能够持续多久呢？俄罗斯黄金储备大约 450 亿美元，另有 1700 亿美元属于财政部的类似社保基金，真正央行能够动用的外汇不到 2000 亿美元。过去一年，俄罗斯外汇储备下跌了 1000 亿美元，基本上都被俄罗斯央行用于买入卢布，而卢布仍然贬值近 100%。如果原油价格不能及时上升，卢布将继续面临下跌的压力。俄罗斯央行将不停地买入卢布，卖出美元。2000 亿美元也支持不了多久。其实，市场给俄罗斯的时间不会有一年之久。因为一旦市场看到俄罗斯央行不断大量买入卢布仍然不能阻止卢布币值下跌，将会更加疯狂地卖出卢布，并引发大量外资出逃。私营部门的海外债现在已经开始大量违约，银行外资债违约是下一步，国债违约是最终一步。

那么俄罗斯央行除了卖出美元之外就没有其它办法了吗？有，大幅度提高利率，增加卢布的吸引力，提高借入卢布卖出的代价也是阻止卖空卢布的一种方法。但是这种方法对经济的损伤非常大。俄罗斯央行今年已经升息 6 次。本周央行将基准利率升到 17% 以后，俄罗斯银行间市场几乎无人敢向外借钱，短期拆借（回购）利率大幅攀升至 27%。仅仅一个星期以前，短期拆借利率只有 11%。俄财政部 19 日宣布竞拍 1500 亿卢布 10 日逆回购，最终的结果竟然是年化利率 38%。如此之高的借贷成本虽然会让卖空卢布的活动暂时退潮，对经济的负面影响也将是巨大的。

俄罗斯的问题在收入方面过分依赖原油，在过去 20 年，其它行业并没有在全球范围内形成有力的竞争力。而在支出方面，普京为了获得高支持率，对内大规模施行高福利政策，医疗、教育、水电等等基本免费，退休、失业待遇也异常优厚。普京对外则不停地动武，领土争端（车臣、格鲁吉亚、乌克兰等等）几乎没有停过。俄罗斯过于注重于重树百年前强大的帝国形象，却忽视了现在这个帝国是建立在脆弱的基础之上。1998 年俄罗斯曾经违约过一次。现在俄罗斯虽然外汇储备要比当时多很多，但是其经济对原油的依赖远超 1998 年，因此也更加危险。沙特对美国页岩油生产商的一场价格战就把俄罗斯的真实面目展现在大家面前。