

金融制裁与地缘政治：西方对俄罗斯 经济战的策略与俄罗斯的反制措施分析

巩冰 杨斯尧 戴睿

内容提要 2022年俄乌冲突爆发后,以美欧为首的西方国家联盟对俄罗斯实施了史无前例的全方位“海啸式”金融制裁,俄罗斯主权机构、银行和重点行业企业从全球金融市场和贸易中获取“存量”和“流量”金融资产的能力遭受到严重冲击。西方制裁触发了俄国内“资本外流—卢布贬值”的逆向反馈,风险在金融体系和实体经济中快速蔓延,金融和经济的脆弱性大幅提升。面对极端制裁,俄罗斯构建起了一套“事前”与“事后”相结合的应对策略体系,包括事前的制裁预防性措施、事后的制裁防御性和反击性措施,这样有助于缓解制裁对俄金融和经济的冲击,避免其陷入深度经济衰退。然而,俄罗斯在采取反制裁措施中也耗费了巨大成本,其金融经济与全球隔离度显著加深,能否在中长期抵御制裁的负面冲击尚不确定。西方与俄罗斯间的金融制裁攻防战为中国提供了宝贵的案例,有诸多经验教训值得借鉴。我国需在金融制裁的事前预案、危机应对、制裁反击等三方面尽早制定系统性战略框架和政策体系,建立多领域的跨部门协调机制和政策工具组合,为我国化解潜在制裁冲击,反击制胜提供最大支持。

关键词 金融制裁; 地缘政治; 俄罗斯

JEL分类号 F51, F3

作者简介 巩冰: 中国社会科学院大学国际政治经济学院 北京市房山区长于大街11号 102488 电子邮箱: gongbing@ucass.edu.cn; 杨斯尧(通讯作者): 清华大学五道口金融学院 北京市海淀区成府路43号 100083 电子邮箱: yangsiyao@pbcfs.tsinghua.edu.cn; 戴睿: 新加坡国立大学理学院 新加坡下肯特岭路10号 119076 电子邮箱: e1124159@u.nus.edu。

一、引言

2022年俄乌冲突爆发后，美国联合超50个西方国家或地区对俄罗斯采取了协调一致的金融制裁，制裁在速度、规模、覆盖范围、严厉程度等多方面可谓“史无前例”。2016年特朗普当选美国总统以来，美国在政治和经济上对中国的敌对态度急剧上升，并在2018年发动对华“贸易战”；俄乌冲突爆发后，美国先后以保障供应链安全和我国对俄贸易违反美国制裁等为由寻求打压我国产业和经济的机会；近期，特朗普在其重新竞选美国总统的演讲和访谈中进一步提出打压中国经贸的极端政策计划（Savage et al., 2023）。未来，美国联合其西方盟友针对我国采取与2022年后其针对俄罗斯类似的金融制裁已成为现实可能。因此，结合本轮俄罗斯的案例，系统研究西方联盟的金融制裁手段及其作用机制，并采取有针对性的防范、应对、反击措施，已成为保障我国国家安全、维持我国经济稳定发展的重大课题。

俄乌冲突后美西方联盟对俄罗斯的金融制裁突破了诸多传统界限，诸如冻结俄外汇储备及国有企业海外资产、将俄主要银行移出环球银行金融电信协会（SWIFT）清算系统等，其本质是利用西方国家在全球金融市场和贸易结算体系中的主导优势，切断俄罗斯从西方国家获得存量和流量金融资产，以及通过西方国家货币或支付基础设施进行交易结算的渠道，扰乱俄罗斯的金融和经济体系运行。本文通过系统分类梳理西方对俄金融制裁手段，研究不同类型制裁方式的作用和传导机制，评估了制裁对俄罗斯金融和经济领域短期和中长期的影响。同时，本文也结合大量数据分析了俄罗斯自2014年至2022年的金融制裁规避策略和措施、在2022年遭受制裁后的紧急应对措施，以及在2022年至2023年的制裁反击措施，并从多个方面对这些规避、应对与反击措施的效果进行了评估和经验总结。在对本轮俄罗斯遭受金融制裁的案例进行全方位分析研究的基础上，本文在预案、防御、反击三大层面对我国应对潜在金融制裁的策略、机制和政策组合进行了思考并提出建议。

本研究发现，西方金融制裁主要通过两大机制冲击俄罗斯的金融体系和实体经济：在金融领域，主要通过触发“资本外流—卢布贬值”的逆向反馈形

成金融风险，并通过资本市场和银行系统传导至整个金融体系，增加发生系统性金融危机的概率。在实体经济领域，主要通过贸易支付结算限制叠加卢布贬值，推升俄罗斯国内通货膨胀和增加企业破产概率，对其经济和就业造成全面性与结构性并存的冲击。而通过储备资产和贸易结算货币多元化、资本流动管制、组合性货币与财政政策，充分利用本国核心产业优势进行博弈等方式，能够缓解制裁对金融和经济的负面影响。

本文的内容安排如下：第二部分对现有俄罗斯金融制裁相关的文献进行梳理和总结；第三部分梳理俄乌冲突后西方对俄金融制裁的措施并分析其作用机制及效果；第四部分梳理俄罗斯对西方金融制裁的规避、应对、反击措施及效果；第五部分对我国应对潜在金融制裁提出建议；第六部分进行总结。

二、文献综述

经济制裁主要分为贸易制裁和金融制裁，旨在通过对被制裁方跨境货物和资金流动的限制，迫使其改变现有行为或战略，以达到制裁方军事、外交或经济政策的目标。进入 21 世纪后，因金融制裁更易执行、更难规避、影响力更大，它已成为最重要的经济制裁工具，数量达到了贸易制裁的 2 倍，占全部制裁总量的 36%（李姝娟、韩爽，2024）。随着贸易全球化和经济金融化程度不断加深，以美国为首的西方国家凭借其在全球贸易和金融领域的主导优势，已成为金融制裁的主要实施方。

俄罗斯是遭受西方国家金融制裁数量最多的主要经济体。尤其自 2014 年“克里米亚事件”之后，美国联合欧盟及英国等 50 多个国家和地区对俄罗斯开展制裁，形成了西方国家联盟针对单一国家实施集体金融制裁的模式和实践案例。2022 年俄乌冲突爆发后，西方联盟在极短时间内对俄罗斯进一步实施了全面、一致和激烈的“海啸式”金融制裁。目前，在针对俄罗斯多年的金融制裁实践中，西方已发展出一套较完善的集体制裁框架体系和行动模式。

俄乌冲突爆发以来，关于金融制裁的研究已成为我国乃至全球学术界的热点。由于金融制裁覆盖面和影响范围很广，相关研究也从法律、经济、金

融、政治、国际关系等多个领域的视角进行分析。其中，国内的主要研究视角聚集于以下几个方面。一是对金融制裁研究方法和机制模式的梳理，例如钟春平和龚啸峰（2023）以统计和计量经济研究方法为焦点对金融制裁研究的方法学进行了归纳和总结；倪外（2023）分析了金融霸权国通过金融制裁对目标国进行战略阻断的机制和传导效应。二是对美国金融制裁的历史、逻辑、法律手段和案例的分析，例如陶士贵（2022）梳理了20世纪以来美国对外金融制裁的历史；周汉民和黄骅（2022）以制裁方法为视角对美国的金融制裁进行了实体性法理分析；陈鸿祥（2022）对美国金融制裁的依赖支柱、法律体系、运行机制进行了梳理，勾勒出美国金融制裁的基础框架；刘旭等（2022）对美国冻结外国央行资产的案例及相关技术细节进行总结。三是对美西方国家针对俄罗斯金融制裁的手段以及俄罗斯的应对措施进行梳理，例如刘军梅（2022）对美西方国家在俄乌冲突后对俄罗斯的制裁手段进行了系统性梳理，并归纳了俄罗斯的部分应对措施；边卫红和阮诗雨（2023）对俄罗斯2022年后应对金融制裁的逻辑和举措进行了梳理分析；许文鸿（2021）对俄罗斯在“克里米亚事件”后去美元化的动因、策略和具体措施进行了系统分析。四是对美西方国家对俄罗斯金融制裁的影响和效果进行评估，例如徐坡岭和聂志宏（2024）运用合成控制双重差分法构造出一个“合成俄罗斯”，并通过计量经济实证模型评估了西方金融制裁对俄罗斯GDP增长率的负面冲击；李仁真和关蕴珈（2022）对俄乌冲突后西方利用SWIFT制裁俄罗斯的机制和产生的影响进行了分析；徐奇渊和候蕾（2022）以西方国家将部分俄罗斯银行移出SWIFT报文系统和对俄罗斯央行国际储备实施限制性措施为着眼点，对西方制裁对俄罗斯能源出口、财政和央行储备的影响进行了分析；孙攀峰和刘岚萍（2023）通过构建不同类型实证模型对西方金融制裁对俄罗斯通货膨胀的影响效果进行了评估，发现负面影响在制裁前期逐渐增强，但在中后期逐渐减弱直到消除。

截至目前，国内针对西方对俄罗斯金融制裁的研究主要集中于对制裁法理和法律体系的探讨、制裁方式和机制的分析、制裁对俄罗斯宏观经济不同领域的影响评估、对俄罗斯反制裁手段的梳理归纳等，研究呈现“碎片化”趋

势。然而，现代经济体系下的金融制裁本质上是利用金融手段发动的战争，而俄乌冲突后的西方对俄金融制裁为我国提供了一个完整的金融战案例，需要以更高的视角，更全面地梳理、分析和评估金融战攻防双方采取的措施及其影响机制和效果，总结出可供我国借鉴的经验和启示。因此，本文旨在系统全面地针对俄乌冲突爆发后西方与俄罗斯金融制裁攻防战进行分析，填补目前国内相关研究的空白。

三、西方对俄罗斯主要金融制裁措施及效果

（一）西方对俄主要金融制裁措施

俄乌冲突爆发后，西方国家针对俄罗斯采取了快速、集中、复合式、多维度的金融制裁，覆盖了金融领域的全链条，包括禁止俄罗斯被制裁实体提取其在西方世界的存量金融资产、阻止其获取西方货币的现金流、限制其在西方金融体系内获得融资等主要措施。通过上述“急”“猛”“全”的金融制裁，西方国家联盟旨在短期内对俄罗斯金融体系造成“休克式”冲击，通过引发系统性金融危机对俄经济造成沉重打击。

1. 冻结存量金融资产

长久以来，俄罗斯国家、企业和居民有大量财富以金融资产的形式存放于美国、英国和欧盟等发达经济体的金融市场中，包括股票、债券、基金、信托和存款等，这也为西方国家在极端情况下限制俄罗斯动用其存量财富提供了机会和抓手。2022年俄乌冲突爆发后，美国及其西方盟友便协调一致地对俄罗斯央行、财政部、大型商业银行等重要部门和机构在他们国内金融市场中持有的金融资产进行大面积冻结，极大制约了俄罗斯动用存量财富支持军事行动以及对抗西方其他类型金融制裁的能力。

从具体操作上看，2022年2月28日，俄乌冲突爆发仅4天后，美国便针对俄罗斯中央银行（CBR）、财政部、国家主权基金（NWF）等三家主权机构实施了“非SDN菜单式制裁（NS-MBS）”，通过阻断美国主体与上述机构的转账和外汇交易，事实上冻结了俄罗斯国家主体持有的主要美元资产及其在美国金融体系中存放的如黄金等其他资产。同时，美国也将俄罗斯金融、

能源、军工等战略性重要行业的多家重点企业纳入了“特别指定国民清单（SDN 清单）”，全面阻断了他们在美国的金融“连接点”，并冻结了它们在美国管辖区域内持有的包括存款和证券在内的一切金融资产，使这些企业无法进行金融资产的转账、转移、赎回、使用和更改等一系列操作，显著削弱了俄罗斯战略性重要行业应对诸如业务收缩、美元资金链吃紧等外部冲击的抵御能力。仅从 2022 年 2 月到 2022 年年底，美国便在 SDN 清单中新纳入了超 2500 个俄罗斯主体，其中包括以俄罗斯外贸银行（VTB）为代表的 80% 的俄罗斯商业银行，俄大型钢铁生产商、技术和电子机构，以及金属和采矿领域的多家大型公司（Helmstädter et al., 2023）。除美国外，欧盟、英国、加拿大、日本等其他主要经济体也在俄乌冲突后快速地冻结了俄罗斯央行在他们金融系统中存放的外汇储备资产，并要求本国金融机构冻结若干俄罗斯大型商业银行的金融资产，旨在进一步削弱俄罗斯主权金融机构和商业银行等重要非主权金融机构动用存量金融资产应对外部冲击的能力。以欧盟为例，截至 2024 年 3 月，除俄罗斯央行在欧储备资产外，他还对超 110 个俄罗斯实体和超 1300 个俄罗斯公民在欧盟的约 215 亿欧元的资产进行冻结。^① 本轮俄乌冲突爆发后西方国家针对俄罗斯进行金融资产冻结制裁操作中最重要的重要举措是对俄外汇储备的冻结。外汇储备是国家官方储备资产中最重要的组成部分，多投资于流动性强、风险性低的外币债券或存款类金融资产，是维护一国汇率和金融稳定、保障经济平稳发展的重要资源，也是政府掌控的具有多重功能的重要政策工具。2022 年俄乌冲突爆发前，俄罗斯国际储备资产总额约为 6300 亿美元，其中约 5000 亿美元为外汇储备资产、超 3000 亿美元投资于西方国家货币计价的金融资产。^② 2022 年 2 月底至 3 月初，美国和欧盟领衔的西方经济体协调一致地对俄罗斯存放于其国内金融市场的国际储备资产进行冻结，冻结总额占俄罗斯总储备资产一半左右，严重削弱了俄罗斯动用国际储备资产维护金融稳定的能力。

① 根据欧盟委员会官方网站披露信息统计计算，<https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/sanctions-against-russia-explained/>。

② 根据俄罗斯央行、CEIC、欧盟委员会等不同渠道披露信息整理计算。

2. 切断国际现金流

俄罗斯经济对外贸依存度较高。世界银行数据显示，2011年到2021年，俄罗斯贸易占其GDP年均比重达48.1%，2021年出口总额占GDP比重更高达约35%。因此，俄乌冲突爆发后，西方国家除了对俄罗斯在其国内金融市场的存量金融资产进行冻结外，也采取了多种类型相结合的制裁手段，以切断俄罗斯大型银行和企业与西方国家货币的跨境支付和金融交易，并限制这些主体进行涉及其他货币相关交易的便利性，旨在一方面进一步切断俄罗斯获取国际现金流的能力，增加其金融体系的脆弱性；另一方面通过冲击其外贸行业对俄罗斯的实体经济进行打击。

西方国家切断俄罗斯国际现金流的金融制裁措施主要分为两类：切断俄罗斯重要机构与本国主体直接交易的渠道、大幅提升俄罗斯银行进行跨境支付的难度。在第一类制裁措施中，以美国为例，主要通过将俄罗斯大型银行和金融机构纳入CAPTA清单^①、SDN清单或NS-MBS清单的方式，封堵他们获取和使用美元的渠道，切断他们的美元现金流。截至2022年10月末，美国已将俄罗斯联邦储蓄银行（Sberbank）等十家俄大型商业银行^②纳入了CAPTA清单，禁止美国银行和金融机构为他们提供代理行和通汇账户服务，堵上了多家俄罗斯系统性重要银行和金融机构进行美元支付的渠道，事实上切断了他们的美元现金流。此外，如前所述，美国也将多家俄罗斯能源、军工等战略性重要行业的大型企业纳入SDN清单，封堵了他们获取和使用美元的渠道，切断了其美元现金流。

在第二类制裁措施中，西方国家通过充分利用其在环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）中的控制权，在2022年3月12日，美国、英国、加拿大、法国、德国和意大利等组成的西方联盟一致通过将俄罗斯外贸银行、俄罗斯银行、诺维克姆银行、社会银行、工业通讯银行（Promsvyazbank）和俄罗斯国

^① 全称为 Correspondent Account or Payable-Through Account List, 代理或通汇账户清单。

^② 包括俄罗斯联邦储蓄银行、俄罗斯外贸银行（VTB）、俄罗斯工业通讯银行（Promsvyazbank）、开放银行集团（Otkritie Bank）、社会银行（Sovcombank）、诺维克姆银行（Novikombank）、俄罗斯银行（Rossiya Bank）、俄罗斯国家开发集团（VEB.RF）、莫斯科信贷银行（Credit Bank of Moscow）和俄罗斯农业银行（Russian Agricultural Bank）。

家开发集团等 7 家俄罗斯大型银行排除出 SWIFT 系统，并在后续多轮跟进制裁中对俄罗斯更多重要银行和金融机构采取了同样措施。由于 SWIFT 是全球最大的金融交易信息交换系统，而现代金融体系下企业跨境交易基本通过银行电汇进行，西方此举旨在通过切断或大幅限制俄罗斯大型银行进行跨境支付交易并清算信息传递的“信息流”，尽可能阻碍俄罗斯与国际间的贸易和金融交易结算，进一步切断俄罗斯国际现金流，强化对俄罗斯金融体系和贸易领域的冲击和影响。

3. 限制国际融资

俄罗斯在外部投融资上对西方国家依赖度高。据 Korhonen 和 Simola (2022) 估算，俄罗斯有约 70%~75% 的外商直接投资 (FDI) 存量来自欧盟、英国和美国，俄罗斯对外组合投资存量中有约 83% 投向欧、英、美三地，其中欧盟在两类投资中占比均超 50%。因此，利用其在俄罗斯国际投融资上的影响力，俄乌冲突爆发后西方强化了对俄罗斯主权机构、金融机构和大型国有企业在国际融资和资本市场交易上的限制，进一步削弱俄罗斯获取西方货币和资本的能力。

在直接融资限制的制裁措施上，美国通过将俄罗斯战略性重要行业纳入“行业制裁识别清单 (SSI 清单)”，并将俄罗斯重要主权机构纳入 NS-MBS 清单的方式，切断了他们通过发行债券或股票进行美元融资的渠道，从而影响其进行美元再融资和美元偿债的能力。2014 年“克里米亚事件”后，美国便针对俄罗斯的金融、能源、国防军工等行业推出 SSI 制裁清单，限制美国投资者为上述行业实体提供中长期融资。其中，针对金融行业，美国主体不得购买清单内实体发行的期限大于 14 天的债券与股票；针对能源行业，美国主体不得购买清单内实体发行的期限大于 60 天的债券与股票；针对上述两行业之外的 SSI 清单内实体，美国主体不得购买他们发行的期限大于 30 天的债券和股票。俄乌冲突爆发后，美国在 2022 年 2 月 28 日针对俄罗斯央行、财政部、主权财富基金的 NS-MBS 制裁中也进一步对美国主体对上述三家机构提供债券融资进行限制，例如禁止美国主体在二级市场购买俄罗斯在 2022 年 3 月 1 日之后发行的政府债券等。2022 年 4 月 6 日，美国总统拜登签署了第 14701 号总统

行政令，进一步全面禁止了美国主体为俄罗斯主体提供包括贷款、担保、开展货币掉期以及相关金融资产交易等的新增投资。

欧盟和英国在俄乌冲突爆发后也跟随美国加大了制裁俄罗斯的国际融资力度。其中，欧盟禁止俄罗斯国有企业在其辖区内交易所上市，并扩大俄罗斯欧元债券的融资限制；英国则采取立法措施，禁止俄罗斯公司在英国资本市场融资，导致伦敦证券交易所暂停了 27 家与俄罗斯有密切联系的公司的交易。

在限制国际资本市场交易的制裁措施上，美国在俄乌冲突爆发后禁止俄罗斯联邦储蓄银行等 8 家俄罗斯大型银行发行的债券和证券交易，并进一步严格限制美国金融机构参与与俄罗斯主权机构关联的一级和二级市场交易；欧盟禁止辖区内金融机构与俄罗斯央行展开任何交易，并将俄罗斯的国家结算存管所（NSD）纳入制裁名单，使其无法向境外债权方支付由欧元计价的本金和利息，导致俄罗斯 105 年来首次外币主权债务违约（Morpurgo and Cherry, 2022）。同时，纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所、德意志证券交易所及伦敦证券交易所等多个西方国家证券交易所也暂停了多家在其挂牌上市的俄罗斯公司的股票交易。

在间接融资限制的制裁措施上，西方国家充分利用其国际信用评级领域的话语权与主导权，协调一致地降低俄罗斯主权信用评级，旨在增加俄罗斯政府和企业的融资成本，增加他们获取债务融资和其他金融资源的难度，并向既存俄罗斯金融资产投资者释放消极信号，加大俄罗斯金融资产面临的抛售压力。其中，穆迪（Moody's）和惠誉（Fitch）以俄罗斯“主权债券偿还受到干扰的风险加剧”为由，把俄罗斯主权信用评级下调至“垃圾级”，并将其列入“负面评级观察名单”；标准普尔（S&P）则将俄罗斯长期外币主权信用评级从“CCC-”下调至“CC”，仅比违约高出两个级别。此外，2022 年 3 月 15 日，欧盟委员会进一步禁止了国际评级机构为俄罗斯主权债和企业债提供评级服务。

4. 进行“二级制裁”威胁

为增强西方对俄金融制裁的“破坏力”，美国还利用美元在国际货币和金

融体系中的霸权地位，通过进行“二级制裁”威胁，限制非美国或非西方金融机构与俄罗斯进行金融交易或向其提供融资的能力。例如，俄乌冲突爆发后，美国就威胁将对和俄罗斯开展黄金储备交易，向俄罗斯受制裁主体提供金融服务的全球金融机构实施“二级制裁”，显著增加了这些金融机构与俄罗斯交易的成本和风险，降低了其进行相关交易的动力。

（二）西方对俄金融制裁的效果

西方的金融制裁在短期内对俄罗斯的金融和实体经济两大领域造成了显著冲击，对俄罗斯的经济社会稳定发展造成了较大影响。

1. 制裁对金融领域的冲击

西方对俄罗斯的金融制裁严重限制了俄罗斯央行等主权机构以及大型商业银行和重要企业对其海外“存量”和“流量”金融资产的获取能力，导致俄罗斯国内金融风险上升、资本外流压力加大，在短期内对卢布汇率以及俄罗斯资本市场造成了严重的负面冲击，俄罗斯银行系统面临的经营压力也陡增，国内金融体系的脆弱性和金融稳定风险均显著上升。

第一，俄乌冲突开始后西方国家联盟对俄罗斯的金融制裁“组合拳”触发了大量外国投资者抛售其在俄资产，并带动了资本外流潮的形成。根据俄罗斯央行公开披露数据，2022年一季度末俄罗斯对外负债较2021年年底大幅下降1786亿美元（约占其2021年年底对外负债总额的15%，约占其2021年GDP的10%），其中外国直接投资和组合投资分别下降888亿美元和850亿美元，显示大量外国企业和对俄资本市场投资者快速撤出俄市场。大量的资本外流也使卢布贬值压力陡增，而由于俄罗斯央行有近50%的储备资本被西方国家冻结，其动用储备资产稳定卢布汇率的能力锐减，卢布短时间内大幅贬值：2022年2月24日至2022年3月10日，美元兑卢布汇率由81.41卢布/美元贬值约70%至138.72卢布/美元（见图1）。卢布大幅贬值进一步导致在俄金融资产价值缩水，加大了资本外流的压力，在短期内形成了“资本外流—卢布贬值—资本外流”的逆向反馈效应。



第二，西方金融制裁扩大了冲突给俄罗斯金融市场带来的冲击和风险，制裁触发的资产抛售和资本外流进一步促进金融市场风险的实现，使俄罗斯股市和债市波动大幅加剧，资产价格大幅下跌。其中，2022年2月24日俄乌冲突爆发当天，俄罗斯交易系统指数（RTS）和莫斯科交易所指数（MOEX）分别暴跌45%和40%，迫使莫斯科交易所在2022年2月25日至3月23日关停近一个月，以保护俄罗斯国内投资者免遭西方制裁带来的更大冲击和损失。同时，在西方资本市场上市的俄罗斯企业股票价格也暴跌，其中在伦敦证券交易所上市的俄罗斯联邦储蓄银行、俄罗斯天然气工业股份公司（Gazprom）、油气巨头卢克石油（Lukoil）、最大黄金生产商 Polyus 等俄罗斯重要大型企业的股票最大跌幅均超过90%。2022年4月末，在莫斯科交易所重新开盘约一个月后，莫斯科交易所指数较俄乌冲突爆发前一交易日（2022年2月22日）仍下跌近21%（见图2）。

在债券市场，西方对俄罗斯国债和企业债的融资限制、国际评级机构对俄罗斯主权信用评级的下调，叠加外国投资者对俄罗斯债券的抛售，导致俄罗斯国债收益率飙升、价格大幅下跌。据统计，2022年1月外国投资者共持有3.1万亿卢布的俄罗斯本币国债，占其本币国债总规模的19.9%；俄乌冲突后

这些投资者大量抛售其持有的俄罗斯国债，一年内共卖出金额高达 1.1 万亿卢布（Cleary, 2023）。大量抛售也导致俄罗斯国债收益率攀升，1 年期国债收益率由冲突前的 11% 飙升至 24%，收益率升幅超过 2008 年全球金融危机和 2014 年“克里米亚事件”时期。同时，俄乌冲突爆发后俄罗斯国债收益率也出现了“倒挂”现象，即短期国债收益率高于长期国债收益率，显示出其面临的金融风险不断增大（见图 2）。



第三，俄罗斯金融体系由银行业主导，2020 年底其银行业资产占国内总金融资产比重高达 87%（Black Sea Trade & Development Bank, 2020）。而遭受西方资产冻结、结算与融资限制的俄罗斯银行的资产占俄银行业总资产比重超 70%（熊启跃、赵雪情，2022），导致该国整个银行体系能够动用和获取的存量与流量外汇资产均大幅减少。上述问题叠加制裁在短期内触发的大规模资本外流及卢布大幅贬值，使俄罗斯银行业承担了巨大的外汇流动性压力，整个行业仅在 2022 年上半年遭受的外汇损失一项就达到 250 亿美元（Demertzis et al., 2022）。业务亏损、大量外汇资产被冻结以及因制裁导致的俄国内贷款主体违约风险上升，引发俄罗斯银行体系的信贷紧缩效应，并通过银行系统传导至整个金融体系，进一步加剧了俄罗斯金融体系的脆弱性。

2. 制裁对实体经济的冲击

西方对俄罗斯的金融制裁显著收窄了俄国内企业的融资渠道，也增加了企业的融资难度和融资成本。这些影响叠加西方国家对俄罗斯的贸易制裁、科技封锁等其他经济制裁手段，在短期和中长期对俄罗斯的实体经济均造成不平衡的结构性冲击。

从短期来看，西方金融制裁所触发的俄罗斯“资本外流—卢布贬值”的逆向反馈效应导致卢布贬值预期加强、进口商品价格上升，大幅推升了俄罗斯国内的通货膨胀。俄罗斯联邦统计局数据显示，俄乌冲突前12个月（2021年3月至2022年2月）俄罗斯月度CPI同比的平均值为7.26%，而俄乌冲突爆发后12个月（2022年3月至2023年2月）该平均值则大幅升至14.16%，涨幅近一倍。同时，俄罗斯出口对石油依赖程度较高，而制裁短期内导致俄罗斯乌拉尔原油（Urals）与英国布伦特原油（Brent）价差显著扩大，可能导致俄罗斯石油出口贸易条件恶化，并对其企业利润和政府财政收入等产生负面影响（徐奇渊、候蕾，2022）。高企的通货膨胀、金融制裁对俄重点企业利润和融资的直接限制，以及金融制裁对俄罗斯银行业冲击导致的信贷收缩效应，对俄罗斯实体经济造成了显著的结构冲击，企业破产概率及俄罗斯国内失业率均上升。从中长期来看，制裁将限制俄罗斯企业的外部市场扩张，降低其营收增速以及投资于研发的支出，叠加西方国家对俄罗斯的科技封锁，将进一步限制俄罗斯科技创新上的突破，进而影响其生产率增长并可能降低中长期GDP增速。

综上所述，俄乌冲突爆发后西方国家对俄罗斯的“极限”金融制裁将在金融和实体经济两大领域对俄罗斯造成严重冲击。在金融领域，制裁首先通过触发“资本外流—卢布贬值”的逆向反馈效应，其影响快速扩散至俄罗斯资本市场和银行体系，使俄金融体系的脆弱性及发生金融危机的概率在短期内显著上升。在实体经济领域，制裁将在短期内通过推升通货膨胀、增加企业破产概率和失业率的方式对俄罗斯经济造成不平衡的结构性冲击；在中长期，金融制裁将叠加其他对俄经济与科技封锁手段，影响俄罗斯的生产率和经济增长。

四、俄罗斯的反制裁措施及效果

（一）俄罗斯的反制裁措施

早在 2014 年“克里米亚事件”后，俄罗斯便开始针对应对西方金融制裁的升级进行系统性的准备。其反制裁策略体系大致可分解为三大措施：预防性措施、防御性措施和反击性措施。

1. 预防性措施

2014 年“克里米亚事件”后，美欧等西方经济体针对俄罗斯展开了“定向式”金融制裁，即聚焦于银行、能源、国防等领域中特定的俄罗斯国有企业接受西方金融市场的融资和金融服务的限制。这也使俄罗斯意识到制定系统性应对金融制裁策略的必要性，并从 2014 年开始推进该策略。

“去美元化”是俄罗斯预防金融制裁策略体系中的核心措施。早在 2016 年，俄罗斯央行便将“去美元化”列为其年度任务之一，并在 2018 年系统地推出了针对外贸结算、金融市场、金融基础设施建设等多领域的去美元化战略和计划，主要包括：（1）推动俄罗斯外贸结算货币由以美元为主转向以卢布和其他货币为主；（2）通过俄罗斯存管机构发行欧洲债券，降低对欧盟债券清算基础设施的依赖度；（3）建立俄罗斯贵金属清算中心，推动本地黄金交易和清算；（4）建立俄罗斯大宗商品市场交易和风险对冲平台，掌握国际大宗商品定价权；（5）鼓励俄罗斯海外上市公司回归莫斯科证券交易所上市；（6）将大型俄罗斯公司的注册地由离岸迁移至俄罗斯境内（Shagina, 2022）。与此同时，随着俄美关系在 2018 年进一步紧张，以及美欧对俄制裁措施不断升级，俄罗斯在制定中长期“去美元化”战略的同时，也加速推进在贸易结算、对外资产、国际债务和融资、跨境支付等多领域的去美元化行动。

第一，在外贸上，俄罗斯利用其作为全球重要能源出口国的优势地位，自 2019 年起率先在原油和天然气出口结算中拒绝接受美元，要求使用欧元或其他货币支付。此后，俄罗斯农业和矿业领域的大型企业，如俄罗斯农业公司（Rusagro）和诺里尔斯克镍业公司（Norilsk Nickel）等，也开始探索利用其在各自领域中的相对优势地位在出口结算中规避美元。在进口领域，俄罗斯大力

推动与欧盟和中国等主要进口来源方的双边贸易结算中使用欧元和人民币，以替代美元在俄进口贸易结算中的主导地位。

第二，在对外资产上，俄罗斯央行自 2018 年以来大力推动储备资产去美元化，通过抛售美国国债及其他美元资产，不断降低外汇储备中美元资产的比重；同时为确保与贸易结算去美元化进程的协调，俄央行也增加了对欧元和人民币金融资产的投资。此外，俄央行也大幅提升了黄金在其储备资产中的比重，以降低对外币金融资产的依赖。俄罗斯财政部自 2019 年起也开始将其国家财富基金中的部分美元资产置换成黄金、人民币和日元等资产。

第三，在对外债务上，2014 年“克里米亚事件”后，俄罗斯积极探索并实施了债务融资去美元化的措施，一方面充分利用欧洲对其能源的依赖，大量发行欧元债券来替换到期的美元债券；另一方面转向中国和亚洲国家拓展新融资渠道，自 2014 年开始筹备发行人民币主权债券，其企业也开始在中国香港和上海等亚洲国际金融中心融资。

第四，在国内美元使用上，一方面，俄罗斯通过制定差异化的存款准备金要求增加银行吸收美元存款的成本，并增加美元贷款发放的条件以提升银行发放美元贷款的难度，降低国内银行体系对美元的需求；另一方面，俄罗斯禁止在其国内支付中使用外币，并强制零售企业安装 POS 机以支持卢布的非现金结算，减少美元在国内交易中的使用。此外，俄罗斯进一步加强外汇监管，打击美元黑市交易，增加国内居民或企业资本外流的难度。

第五，在国际支付上，俄罗斯从 2014 年开始建立本国的金融信息交换和支付体系，并积极推动国际货币互换以及国际贸易本币交易。其中，俄罗斯在 2014 年底启动并最终完成了自身金融信息交换系统 SPFS 的开发，旨在规避其金融机构被移出 SWIFT 的风险；在 2015 年底建立了本国支付系统 Mir，并强制本国银行和商户开发和使用 Mir 系统的信用卡；积极推动其国际支付领域的国际合作，以提高 SPFS 和 Mir 系统在国际支付中的使用率；积极推动与中国、中东、东南亚、拉丁美洲和非洲的贸易伙伴签订本币互换协议，以促进双边贸易中的本币结算。

第六，除上述主要领域中的去美元化外，俄罗斯央行在 2014 年后也多措

并举支持卢布汇率稳定，以增强国内主体和国际贸易伙伴持有卢布的意愿，助力去美元化进程。俄央行的主要政策措施包括以下三条：一是货币政策制定转向“通胀目标制”，以解决长期困扰俄罗斯的高通货膨胀问题，降低卢布融资成本；二是通过增加储备资产中的黄金资产比重，为卢布信用提供支撑；三是降低本国政府和企业的对外负债率，减少扰动卢布汇率的风险因素。

2. 防御性措施

2022年2月至3月，在遭受西方联盟大规模金融制裁的背景下，俄罗斯在金融和实体经济领域快速出台了多项常规性与非常规性相结合的防御性政策措施，形成了抵御金融制裁的策略体系。其中主要的措施集中在限制资本外流、稳定卢布汇率、维护国内银行体系和资本市场稳定、保护受制裁冲击国内主体等重点领域。

第一，为防止西方金融制裁所触发的“资本外流—卢布贬值”的逆向反馈向整个金融和经济体系的蔓延，俄罗斯在遭受制裁后的短时间内快速推出了多项资本管制措施，以阻断资本外流负面冲击的传导机制和渠道。其采取的具体措施包括：一是强制结汇，增加外汇供给，例如要求出口企业销售所得外汇80%必须结汇；二是提高购汇成本，降低外汇需求，例如将美元、欧元、英镑等主要西方货币的购汇手续费提高30%；三是禁止本国主体“蚂蚁搬家”式资产转移，例如设立本国居民银行外汇账户1万美元的取款上限额度，禁止本国居民向非本国居民以贷款合同形式汇出外汇，或将外汇存入其海外银行账户；四是限制外国主体的金融交易，例如推出“不友好国家或地区”清单，禁止清单内国家或地区主体与俄罗斯本国主体的外汇交易，暂停或限制上述外国主体在俄罗斯的金融交易。

在限制资本外流的同时，俄罗斯也通过价格与非价格手段相结合，稳定卢布汇率，进一步阻断“资本外流—卢布贬值”的恶性循环。在价格手段上，俄罗斯央行在2022年2月28日大幅加息1050个基点，将基准利率从9.5%提升至20%，并以5000卢布/克黄金的价格将卢布与黄金挂钩，稳定卢布汇率；在非价格手段上，俄罗斯政府一方面实施临时外汇交易管制与暂停措施，同时禁止卖空卢布的交易，降低卢布汇率的下行压力，另一方面普京总统签署了俄

罗斯天然气出口的“卢布结算令”，强制要求“不友好国家或地区”购买俄罗斯天然气必须使用卢布结算，以增加卢布的需求。

第二，在针对西方制裁的第一层冲击制定防御措施后，俄罗斯央行和政府也推出多项举措维护国内银行系统和资本市场稳定，对冲制裁对其国内金融稳定的冲击和影响。针对银行体系流动性不足和挤兑风险上升等问题，俄罗斯央行在西方实施金融制裁后持续向俄国内银行注入现金和非现金流动性，并无限量提供回购拍卖，满足银行的资金需求；同时，俄央行也将存款准备金率由4.5%下调至2%，预计释放出2.7万亿卢布（约260亿美元）的准备金（Osipovich, 2022），进一步提升俄银行体系的流动性。针对资本市场大幅动荡的问题，莫斯科证券交易所从2022年2月25日至3月23日关闭，以避免投资者恐慌情绪蔓延带动市场持续暴跌；俄罗斯政府动用国家主权财富基金，斥资1万亿卢布（约95亿美元）购买俄上市公司股票，稳定市场价格；普京总统在2022年4月16日签署法令，终止在海外上市俄罗斯公司的存托凭证的配售流通，并将相关存托凭证转换为俄罗斯证券交易所中的股票，旨在形成同一俄罗斯上市公司股票的单一定价机制，并避免西方国家使用俄海外上市公司的存托凭证作为对俄罗斯开展经济战争的工具。

第三，在推出维护金融稳定措施后，俄政府和央行也出台了多项举措帮助其国内受战争和制裁冲击较大的主体纾困。其一，俄央行取消了2022年3月1日后银行发放的无担保消费贷款和抵押贷款的宏观审慎风险附加权重，以减轻银行财务负担，促进贷款发放，减缓因制裁导致的银行体系信贷收缩。其二，俄政府于2022年3月7日宣布允许本国主体以卢布偿还“不友好国家或地区”的债务，并在之后通过税收减免和补贴贷款等措施向受制裁影响的企业和家庭提供资金支持，以缓解相关主体因制裁导致的债务困境，降低制裁对实体经济主体的影响。其三，俄信贷机构决定对2022年12月18日后因制裁导致还款能力恶化的借款主体维持此前的财务评估和信用评级，同时，俄央行也建议银行对此类借款主体的贷款进行重组，并在2022年12月31日前不对相关主体征收贷款违约金，以减轻制裁对俄国内陷入困境主体的财务压力。其四，俄政府宣布授权期国内企业免费使用外国专利，且无须为非授权使用这些

专利做出任何补偿，以降低相关企业的研发成本，促进科技创新，提升俄罗斯企业的竞争力。其五，俄央行将俄罗斯国家再保险公司的授权资本从 710 亿卢布增加至 3000 亿卢布，以确保该公司能够持续为受金融制裁的企业提供保险，为相关企业提供金融支持。其六，俄政府计划将“不友好国家或地区”的企业在俄资产“国有化”，以保护俄罗斯企业的利益，并增加政府对经济的控制力度。

3. 反击性措施

除了多个领域推出应对制裁的防御措施外，俄罗斯也在遭受西方联合金融制裁的短期内制订并实施了反击计划，在金融领域和贸易领域分别推出了多项对称性的和非对称性的制裁反击措施。

(1) 金融领域的反击措施

在金融领域，俄罗斯主要推出了与西方制裁措施一致的一系列“对称性”制裁反击措施，即俄政府在 2022 年 3 月 7 日批准了由西方国家及其盟友组成的“不友好国家或地区”清单^①，并针对清单内国家或地区的在俄主体实施了与西方对俄制裁类似的金融制裁措施，包括资产冻结、交易和融资限制等。在法律上，俄罗斯制裁反击的大部分措施主要以俄罗斯总统普京签发总统令的形式实施。

第一，金融交易限制的制裁反击措施主要包括：在国际支付和结算层面，对在俄境内的不友好国家或地区实体对国外银行转账实施为期 6 个月的交易暂停、禁止相关实体购入任何非卢布货币、限制俄境内银行处理交易中任何一方为不友好国家主体的转账或资金往来业务，并强制要求俄罗斯实体在基础设施设备和服务的采购中使用卢布结算；在金融资产交易层面，允许俄罗斯债务人使用卢布向不友好国家或地区的债权人偿还额度超过 1000 万卢布（约 14 万美元）的大额债务，禁止俄罗斯居民在未获得政府许可的情况下，向不友好国家或地区实体转让股票或房产产权，在 2022 年 12 月 31 日前，禁止俄罗斯国内主体向不友好国家或地区股东分配利润；在其他国际金融交易

^① 截至 2024 年 3 月，“不友好国家或地区”清单包括美国、欧盟全部国家、英国、日本、韩国等 49 个参与对俄实施金融制裁的国家或地区。

层面，禁止被列入制裁名单的不友好国家或地区的 31 家能源企业与俄方履行合同或进行金融交易，在 2022 年 12 月 31 日前，禁止俄罗斯保险公司与不友好国家的保险公司、再保险公司或保险经纪人进行交易（沈伟、方荔，2023；Gisbon，2022）。

第二，资产冻结或没收的制裁反击措施主要包括：禁止重要资产出售，即自 2022 年 8 月起，俄罗斯禁止来自不友好国家或地区的投资者在未获得总统许可的情况下出售其持有的俄金融和能源行业战略性重要企业的股份；限制资产出售价格并征收罚金，即自 2022 年 12 月起，俄政府要求退出俄罗斯市场的外国公司不得以高于市值 50% 的价格出售其在俄资产，自 2023 年 3 月起，俄政府进一步要求上述公司在出售其资产后向俄罗斯支付补偿费用；没收不友好国家或地区主体的在俄资产，即在 2023 年 4 月，俄总统普京签发第 302 号总统令，允许俄罗斯对不友好国家或地区的在俄资产进行临时征用，并由俄方派遣临时管理人对相关资产进行管理。此外，除针对有形资产的冻结或没收措施外，俄罗斯还进一步针对不友好国家或地区主体的无形资产推出了反制裁措施，最主要的措施为允许俄罗斯企业或个人免费任意使用来自相关国家或地区的专利和工业设计等无形资产。

第三，金融市场融资的制裁反击措施主要为禁止俄罗斯企业和居民在未得到俄政府许可的情况下向不友好国家或地区的主体提供卢布贷款。

总体来看，俄罗斯在金融领域推出的制裁反击措施与西方国家联盟针对俄罗斯主体采取的制裁措施形成了较好的对应。然而，相对于西方国家，由于俄罗斯的经济和金融市场规模以及国际化程度均较小，导致俄罗斯在金融领域制裁反击措施对西方国家金融体系的“杀伤力”远小于西方金融制裁对俄罗斯金融体系的“杀伤力”。

（2）贸易领域的反击措施

在贸易领域，俄罗斯充分利用自身在全球能源、农产品、化肥等大宗商品供应链上游的“相对垄断”优势，针对西方联盟国家推出了“非对称性”的制裁反击措施，主要包括天然气贸易的强制卢布结算和对重要大宗商品设置出口限制。

俄乌冲突爆发前，欧洲对俄罗斯能源依赖严重，其 40% 的天然气供应来自俄罗斯（European Council, 2024）。由于天然气需要通过庞大的油气管道进行输送，相关基础设施前期建设成本高且周期长，使欧洲在短时间内难以摆脱对俄罗斯天然气的依赖，导致双方在天然气贸易上的话语权呈现出非对称的状态。利用其在对欧天然气贸易中的优势地位，2022 年 3 月 31 日，普京签署了俄罗斯天然气出口的“卢布结算令”，强制要求不友好国家或地区使用卢布购买俄出口的天然气。通过颁布该法令，俄罗斯一方面能够充分掌握能源出口获得的收入，减轻西方联盟对其外汇储备进行冻结后的负面冲击，稳定卢布汇率；另一方面期望能够以天然气贸易为抓手，撕开其反金融制裁的突破口，破解西方对俄制裁。

在农业领域，俄罗斯和乌克兰是全球重要的农产品出口国，两国在 2019 年至 2021 年的出口合计占全球农业贸易总额高达 12%，在小麦、大麦和玉米等关键农作物的占比更高达 34%、26% 和 17%（Glauber et al., 2023）。2022 年 7 月 22 日，俄罗斯、乌克兰分别和土耳其与联合国签署了《黑海港口农产品外运协议》，旨在为亚、非、拉等大洲有需要国家提供粮食和化肥等大宗商品。然而，俄罗斯在 2023 年称协议执行期间有 70% 以上农产品被运往包括欧盟等高收入和中高收入国家，^① 并未起到保障全球粮食安全的作用。因此，2023 年 7 月 17 日，俄罗斯宣布在一年期协议到期后不再继续执行，旨在利用其与乌克兰在全球农产品供应端的相对优势，通过对西方国家经济的负面影响（如推升通胀），迫使欧盟取消部分针对俄农产品、金融和物流的制裁。

（3）进一步完善反制裁的法律框架

俄罗斯还通过完善法律框架，使其反制裁法律制度和依据更加清晰，进一步提升制裁反击效率。其中，早在 2018 年 5 月，俄罗斯国家杜马便通过了《俄罗斯反制裁法》，给予俄罗斯总统最高且非常宽泛的推行反制裁措施的决策权，确立了以总统为核心的反制裁决策体系，也成为俄罗斯能够在 2022 年遭受西方制裁后快速推出制裁反击措施的法律基础。俄乌冲突爆发后，俄罗斯

^① 参见：“热点问答：黑海港口农产品外运协议不再延长影响几何”，新华网，http://www.news.cn/world/2023-07/19/c_1129756684.htm。

进一步对其现有反制裁法律框架进行完善，旨在建立更强大和更广泛的制裁应对法律体系。其中最重要的一条是在 2022 年 3 月 7 日颁布的《刑法典》第 201 条修订案，允许俄罗斯对遵守外国对俄制裁措施的企业高管判处 10 年有期徒刑及巨额罚款，通过建立针对企业运营管理人员的严格约束机制，阻断美国及其西方盟友“二级制裁”的域外效力。

（二）俄罗斯的反制裁效果

1. 制裁规避措施的效果

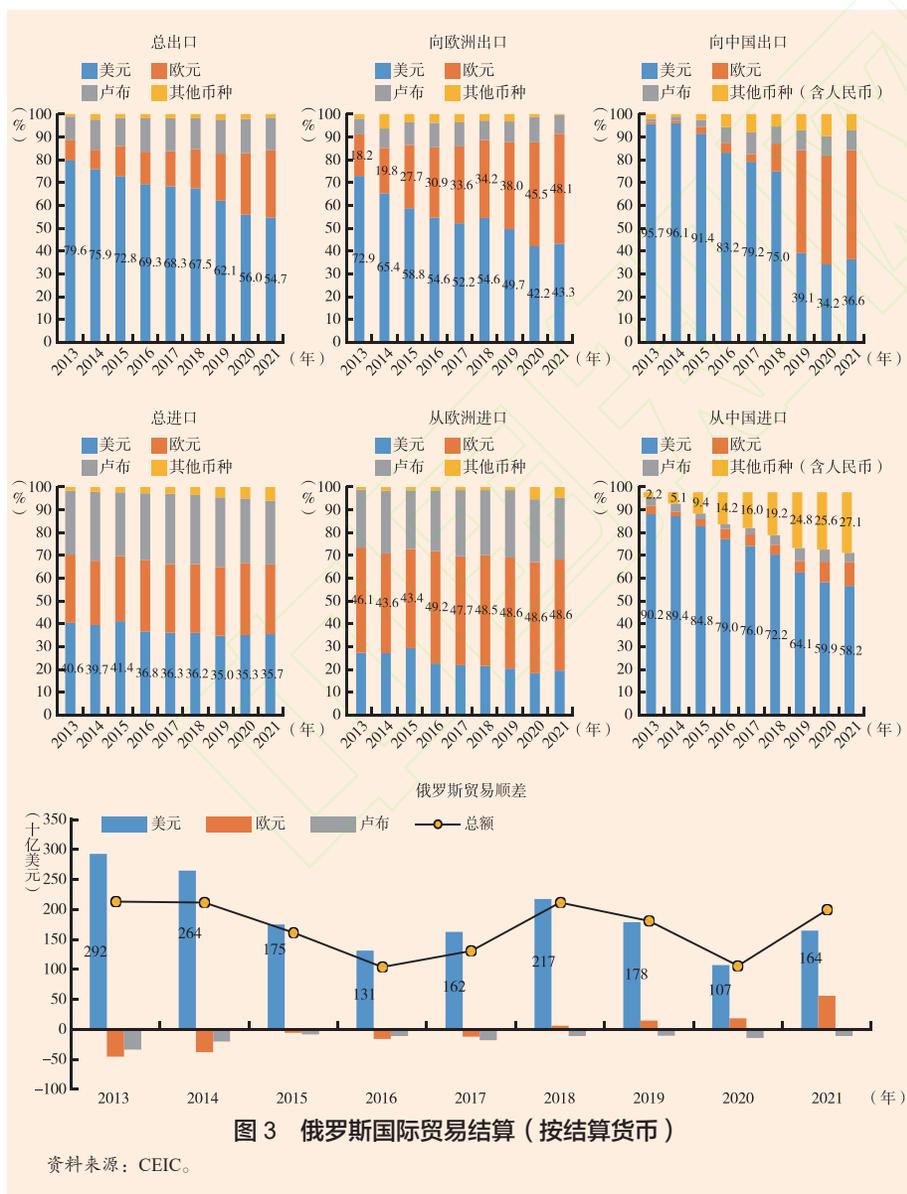
如前所述，俄罗斯在 2022 年以前采取的最主要制裁规避措施是在贸易、金融、对外资产负债等多个领域的“去美元化”。多年来对该措施的执行使美元在俄罗斯上述领域中的影响力和比重逐渐降低，俄罗斯的制裁规避策略取得了一定成效。然而，在此期间俄罗斯各主要领域对欧元的依赖度却不断上升，成为其遭受美欧联合金融制裁时的“软肋”。

（1）贸易和金融去美元化效果显著，但对欧元依赖度上升

在出口领域，2014 年后美元作为俄罗斯出口结算货币的占比持续下降，欧元和卢布结算占比持续上升。其中，2015 年到 2018 年，出口美元结算占比由 72.8% 下降至 67.5%，反映俄出口企业在“克里米亚事件”后主动规避美元结算的成效；2018 年到 2021 年，出口美元结算占比进一步由 67.5% 大幅下降至 54.7%，显示俄罗斯 2019 年起要求原油天然气交易中拒绝使用美元的效果显著。欧元是俄罗斯出口结算去美元化的最大赢家，其在俄全部出口结算占比由 2013 年的 9.1% 大幅提升至 2021 年的 29.5%，成为俄罗斯出口欧洲和中国的最主要结算货币。

在进口领域，2014 年后美元结算占比由 39.7% 显著下降至 2021 年的 35.7%，在此期间欧元和卢布结算占比则保持稳定。美元结算的占比下降主要由从中国进口货物中人民币结算占比上升取代。

尽管 2014 年以来美元作为结算货币在俄罗斯进出口占比均显著下降，但是，由于俄罗斯贸易顺差庞大，且均为美元货币结算的顺差，其仍积累了大量美元收入，作为资产流入其国内经济金融体系（见图 3）。



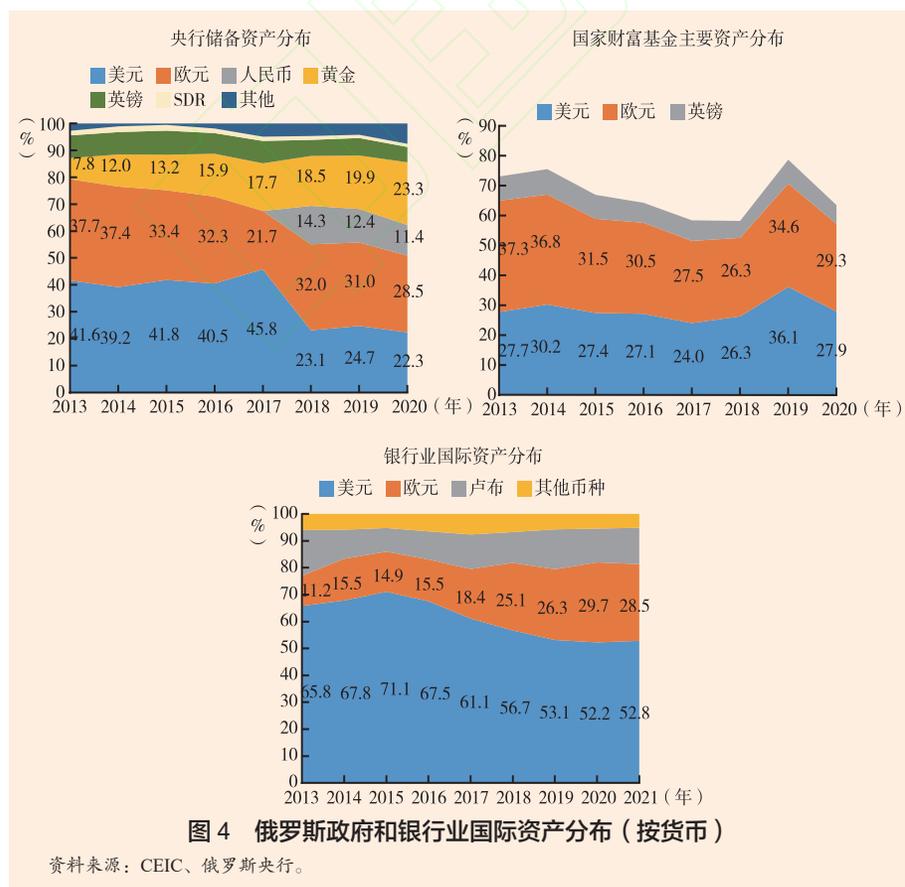
(2) 政府和银行业资产端去美元化效果良好, 但美元资产总量仍庞大

在央行储备资产上, 2016 年底俄罗斯央行开启储备资产去美元化进程, 美元资产在俄官方储备资产中占比由 2017 年的近 46% 大幅下降至 2020 年的约 22.3%, 同期欧元、人民币资产以及黄金的占比则显著上升, 2020 年欧元和

黄金已超越美元成为俄央行第一和第二大储备资产。尽管如此，俄官方储备资产仍大量投向西方金融市场，2020年欧元、美元和英镑资产占其总储备资产比重仍高达62.3%。

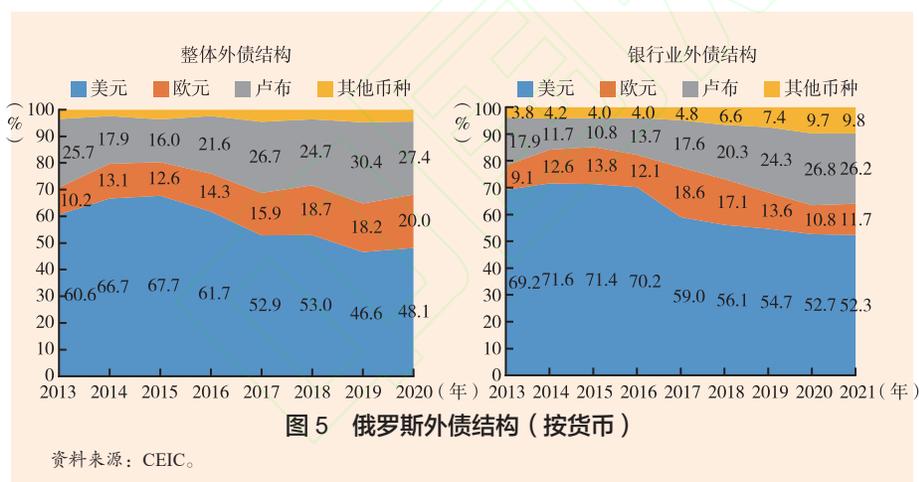
在政府对外资产上，2020年俄财政部为配合俄央行储备资产去美元化进程，大幅减少了俄罗斯国家财富基金对美元资产的投资，美元资产占比从2019年的约36%降至2020年的近28%。此外，俄国家财富基金同期也大幅减少了对欧元资产的投资，其持有的资产更加分散化、多元化。

在银行业对外金融资产上，2015年起美元资产占俄罗斯银行业对外总金融资产比例持续下滑，从71.1%降至2021年的52.8%；但欧元资产占比则由2015年的14.9%大幅升至2021年的28.5%（见图4）。



(3) 对外负债去美元化效果良好，卢布负债占比显著上升

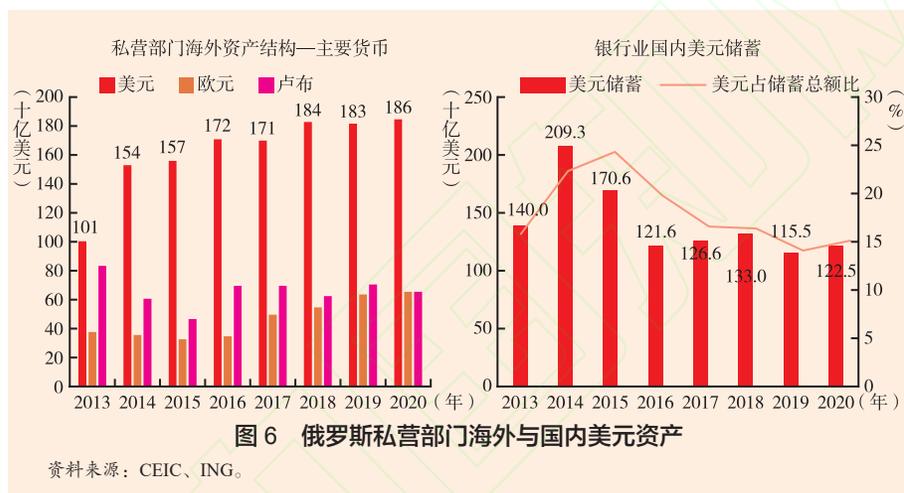
“克里米亚事件”后俄罗斯对外负债去美元化进程取得了较显著成果。在该国总外债构成中，美元债务比重由 2015 年的 67.7% 大幅降至 2020 年的 48.1%，而卢布和欧元债务比例则分别由 2015 年的 16%、12.6% 升至 2020 年的 27.4%、20%。与此同时，俄罗斯银行业的国际负债结构自 2015 年起也发生了显著变化，美元和欧元债务占比均显著下降，卢布和其他货币（主要为人民币）债务占比则显著上升，显示俄罗斯银行业积极推动降低债务对西方货币依赖度的效果良好（见图 5）。



(4) 私营部门去美元化效果欠佳

俄罗斯贸易结构不平衡，导致该国自 2015 年来年均仍有约 1600 亿美元的贸易顺差流入国内，其中约 60% 流入私营部门成为俄罗斯非金融私营企业和居民的美元资产（Dolgin, 2019）。由于西方货币资产在全球金融和支付领域的核心地位，即使面临被制裁风险，俄罗斯私营部门主体仍倾向于持有西方货币资产，美元资产相对于欧元资产的高收益率则进一步吸引这些主体将所获得的美元贸易顺差投资于海外美元资产。据荷兰国际集团（ING）测算，2014 年“克里米亚事件”后，俄罗斯私营部门持有的海外美元资产反而出现了大幅上升的趋势，到 2020 年规模已达到约 1860 亿美元（Dolgin and Pang, 2020）。

另外，尽管“克里米亚事件”后俄罗斯出台了针对银行美元存款的限制性措施，但 2016 年以来俄银行业美元存款总额并未明显下降，显示出私营部门主体即使在俄国内也有较强烈的持有美元的意愿（见图 6）。



综上所述，尽管俄罗斯在 2022 年以前多年来的去美元化进程取得了较显著的效果，其贸易结算及国家层面的对外资产和负债对美元的依赖度大幅降低，但其美元贸易顺差仍巨大、私营部门持有美元资产意愿仍强烈，为其日后遭受西方金融制裁时大量资本外流埋下了隐患。此外，在去美元化的同时，俄罗斯贸易结算、对外资产和负债等重要领域对欧元的依赖度大幅提升，成为俄乌冲突后西方国家联合对其实施金融制裁时的“软肋”。

2. 反制裁措施的效果

俄乌冲突爆发后，面对西方联盟快速、激烈、统一的制裁措施，俄罗斯短时间内在多领域采取的防御和反击相结合的应对措施成功维护了其金融和经济体系稳定，但相关措施也使俄罗斯付出了巨大的成本代价。

(1) 卢布汇率大幅反弹后企稳

遭受金融制裁后，俄罗斯在抑制资本外流、货币政策和贸易结算领域采取的一系列防御性措施的“组合拳”帮助卢布汇率在短期内大幅反弹后企稳，卢布汇率从 2022 年 3 月 15 日起大幅反弹，到该年 6 月末已较 3 月最低点上涨

超 58%，达约 55 卢布 / 美元，并在此后的近一年中稳定在 60~80 卢布 / 美元，恢复到了俄乌冲突爆发前的水平（见图 7）。



俄罗斯在上述重要领域的防御政策组合有效抵御了西方金融制裁对卢布汇率的大幅冲击，在第一层面阻断了因汇率大幅波动和贬值引发的金融风险在本国金融体系中的传染和扩散，相关政策措施主要通过以下机制起效：一是其在多方面采取的严格的资本外流限制措施有效地降低了在俄罗斯主体对外币的需求，显著增加了他们将卢布兑换成外币并在国外金融机构进行储蓄的难度，还降低了其对外币的需求；二是俄罗斯央行在短期内大幅提升利率，同时采取将卢布币值与黄金价格挂钩，叠加俄总统普京在 2022 年 3 月签署“天然气卢布结算令”，增加了卢布币值之“锚”的稳定性，并增强了持有卢布的回报率和吸引力，有助于提升俄本国主体对卢布的需求和稳定卢布汇率预期；三是西方联盟对俄罗斯进口的制裁措施和执行更严格，而对俄出口的天然气等主要能源商品的出口制裁和执行相对宽松，叠加俄乌冲突后全球能源价格高企，有助于改善俄罗斯经常账户平衡，对卢布汇率有进一步稳定效用（Itskhoki and Mukhin, 2022）。

2023年8—9月，随着国际市场石油和天然气等能源商品价格下降，叠加西方持续制裁对俄罗斯能源商品出口量的负面冲击，以及俄罗斯军事行动上的开支上升，导致其经常账户和财政状况恶化（Davis and Patel, 2023），卢布汇率一度贬值至100卢布/美元左右。作为应对，俄罗斯央行在2023年9月大幅加息100基点至13%，并在2023年底进一步将利率提升至16%，俄罗斯央行也宣布在2024年将重启购买和出售人民币资产的卢布汇率调节机制；^①同时，普京总统在2023年12月也签发了强制出口结汇的总统令，并重新启动资本控制措施（Euronews, 2023），这些措施抑制了卢布的贬值力量，帮助卢布汇率稳定在90卢布/美元左右。

（2）金融体系和实体经济恢复到相对稳定状态

除稳定卢布汇率外，俄罗斯在金融领域采取的多项制裁防御和反击措施也降低了资本外流的速度，并阻断了“卢布贬值—资本外流”的逆向反馈效应对金融体系的冲击，帮助国内金融体系恢复到了相对稳定的状态。根据俄罗斯央行发布数据，2022年2月至2023年6月，有总额达2530亿美元的资本从俄罗斯净流出，其中2022年净流出资本达2390亿元，2023年上半年净流出资本仅为140亿美元，^②显示出俄罗斯资本外流控制措施虽有一定滞后性，但最终在2023年开始起效，使“卢布贬值—资本外流”逆向反馈效应对金融领域的冲击进一步减弱，国内金融体系未发生系统性金融风险。

同时，俄罗斯的货币和经贸政策也缓解了国内通货膨胀，在2022年取得了巨大的贸易顺差，其实体经济也较快恢复，运行相对稳定。其中，俄央行在动用货币政策应对制裁冲击时也重视政策间的协调性，在快速提升基础利率的同时也采取了如下调存款准备金率并向银行系统大规模注入流动性等措施，以解决银行体系流动性不足的问题。相关政策也成功遏制了通胀上行，稳定了市场情绪：在2022年4月达到17.8%的高点后，俄罗斯CPI同比持续下行，并在2023年3月降至2021年以来最低水平；俄罗斯国债收益率也在2022年3月后大幅下降（见图8），国内通胀和流动性危机缓解。

^① 即当俄罗斯出口收入低于某个值时，俄罗斯央行将出售国家主权基金的人民币资产购入卢布；反之亦然。

^② 资料来源：俄罗斯央行。

此外，俄罗斯在应对西方制裁过程中也充分利用自身全球能源出口大国的优势，以及新冠疫情后全球能源价格持续上涨带来的机会，积极扩大与非西方国家的能源交易，并利用西方制裁机制的漏洞推动能源出口，2022年对外贸易总额达8500亿美元，同比增长8.5%。出口增长叠加受制裁影响的进口下降，也使俄罗斯在2022年实现了3320亿美元的贸易顺差。同时，在能源出口和贸易政策调整的带动下，俄罗斯实体经济也在遭受制裁的短期冲击后较快恢复，2022年第2季度至2023年第4季度的实际GDP同比增速基本维持在4%~5%，显示出较强韧性（见图9）。

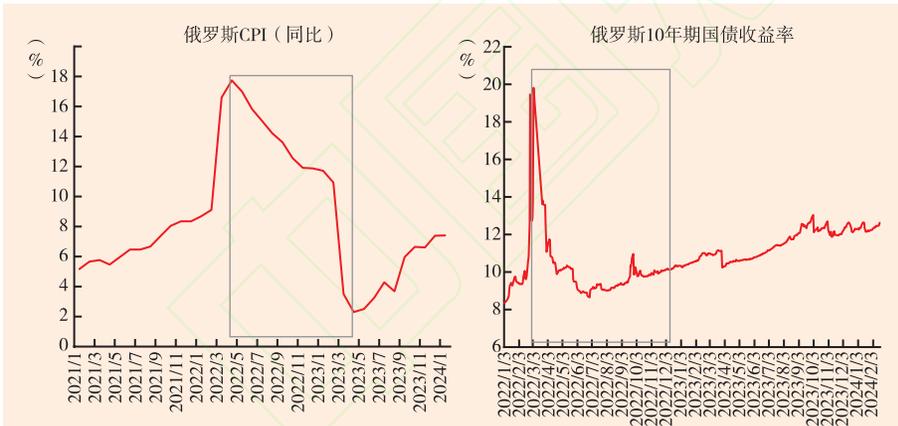


图8 俄罗斯CPI和国债收益率

资料来源：万得、俄罗斯联邦统计局。



图9 俄罗斯实际GDP增速

资料来源：俄罗斯联邦统计局。

（3）与国际金融和经济体系隔绝程度加深

虽然俄罗斯的反制裁政策“组合拳”在短期内稳定了国内金融体系和实体经济，取得了较好的效果，但这些政策措施也使俄罗斯付出了极大的成本。

根据 Demertzis 等（2022）测算，为维护国内金融稳定，俄罗斯央行仅在 2022 年 2 月至 10 月便损失了 950 亿美元的储备资产，占其未被西方冻结储备资产的近 1/3，这也使俄央行此后应对同样危机时可动用的资源大幅减少，间接强化了西方联盟冻结俄罗斯储备资产的效果。同时，卢布兑美元汇率虽然在 2022 年 3 月底便已恢复至俄乌冲突爆发前水平并保持相对稳定，但卢布汇率稳定的代价是俄罗斯外汇市场的美元交易量大幅减少，仅为俄乌冲突爆发前 1/3 的水平，显示俄乌冲突后俄罗斯金融市场与国际市场的隔绝程度显著加深。此外，俄罗斯推出的天然气“卢布结算令”的反制裁措施本质上并未完全脱离由欧元或美元主导的全球天然气结算体系，而仅是利用结算过程中的模糊地带规避美元和欧元相关制裁的短期手段。在中长期，随着欧洲国家改变能源策略、替代能源寻找完毕后，该结算令是否能规避目前的制裁具有不确定性（田丰，2022）。

总体来看，在西方联盟“极限”制裁的背景下，2022 年俄罗斯经济和金融虽然面临很多困难和挑战，但是通过一系列制裁防御和反击措施，俄成功缓解了制裁所带来的短期负面冲击，使其免于发生系统性金融和经济危机。然而，这些反制裁措施也进一步阻断了俄罗斯与海外金融市场的往来。同时，俄罗斯推出的天然气“卢布结算令”并没有在本质上完全规避美欧金融制裁，该结算令的长期效应不确定。

五、俄罗斯案例对中国的启示

2022 年以来西方联盟与俄罗斯的金融制裁攻防战为中国提供了诸多值得借鉴的经验和教训。随着全球地缘政治风险不断上升，我国需尽早制定应对潜在金融制裁的预案、防御、反击等三大层面的战略框架和政策体系。

（一）未雨绸缪，建立全面的金融制裁预案战略

俄罗斯案例显示，制定全面应对金融制裁的预案战略和实施措施至关重要。相关预案既需在宏观层面建立相对完善的法律框架体系，也需在微观层面出台具体的应对举措并划定路线图，构建起反制裁的“堡垒”。同时，制定预案时也需坚持“底线思维”，可针对不同级别的制裁情景进行分析，制定分层级的预案，并对我国金融和经济体系的关键领域进行“压力测试”，帮助我国更清晰地了解潜在制裁的作用机制和传导渠道，以便制定合理的防御和反击措施。

第一，制定明确的、以应对制裁为目的和导向的法律、金融、经济政策框架，为制裁发生时能迅速及时推出相关领域的应对政策措施奠定基础。在法律框架层面，2018年以来我国已搭建起相对完善的反制裁框架体系，先后出台了《中华人民共和国国际刑事司法协助法》《不可靠实体清单规定》《中华人民共和国出口管制法》《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》《中华人民共和国反外国制裁法》《中华人民共和国国家安全法》。但在金融和经济领域，我国尚未出台系统性的、明确针对金融和经济制裁的统筹性反制裁框架指引，可进一步完善。

第二，在金融领域制定系统性和协同性的规避金融制裁行动路线图，并尽快推动相关政策和措施落地。俄罗斯的经验教训表明，西方联盟的金融制裁主要通过基于美元和欧元的国际货币和金融体系作用，通过对被制裁国的汇率、国际支付和结算、银行等主要金融体系的负面冲击，加剧其国内发生系统性金融和经济危机的风险。因此，需加快推动在贸易结算、国际支付、对外资产和负债的全方位的去美元化路线图和具体措施，逐渐推动上述领域的货币多元化和人民币化，最终达成人民币国际化。同时，加快人民币跨境支付基础设施（如CIPS与数字人民币）的建设，保障我国企业在金融制裁下与海外贸易伙伴能正常进行人民币跨境贸易结算。

第三，将我国可能遭受的金融制裁分层级，建立情景列表，并根据不同的层级和情景划分预案，制定“应对手册”。俄罗斯的教训显示，其在多年的去美元化进程中，未充分考虑被欧盟制裁的情景，欧元在其外汇储备和贸易结

算中占比显著提升，导致其被欧盟制裁后陷入措手不及的境地。因此，在制定制裁情景列表时需坚持“底线思维”，将最极端的情况考虑在内，以确保我国在遭受最极端制裁的情况下仍有预案和可实施策略。

第四，建立应对金融制裁的统筹体制机制，明确相关部门职责范围，并根据情景列表定期开展“压力测试”。针对本轮西方对俄金融制裁负面冲击的分析显示，金融制裁本质上可被视作能够引发系统性金融危机的主要金融风险。因此，可采取类似于银行和金融业风险管理的步骤，将“情景分析”和“压力测试”等手段相结合，减缓并适应相关风险，守住不发生系统性金融危机的底线。

（二）尽快建立应对制裁协调机制与政策工具箱

俄罗斯的经验显示，面对超常规金融制裁，迅速推出多领域组合式的制裁应对和防御措施能够显著减缓制裁对被制裁国金融体系和实体经济的负面冲击，避免发生系统性金融和经济危机，降低金融制裁的效用。以此为鉴，我国需尽快建立应对金融制裁的跨部门协调机制，并制定多层次、组合式的制裁应对措施。

第一，建立央行、国家金融监管总局和证监会等三大金融监管部门间的统筹协调机制，在金融制裁发生时集中协同推出防范和限制资本外流的政策工具，保障汇率和资本市场稳定、银行体系安全。西方金融制裁的作用机制主要通过触发“资本外流—货币贬值”的逆向反馈，并通过金融系统传导机制对被制裁国的资本市场、银行体系造成负面冲击，最终传导至实体经济，引发系统性金融和经济危机。因此，制裁发生时多部门需快速、协同、一致推出应对政策工具，从多渠道堵住资本外流的出口，保障国内金融安全。潜在的应对措施包括：在银行体系可实施强制结汇和外汇配额制度、大幅提高购汇成本、限制本外国居民对外大额外币转账等；在资本市场可限制“沪港通”“深港通”等互联互通机制的交易额，极端情况下可暂停相关机制并执行临时休市等。

第二，及时推出保障人民币汇率稳定的政策工具。潜在的应对措施包括：

对外汇市场交易实施临时管制，例如推行外汇交易配额制、禁止做空人民币汇率的衍生品交易、禁止与制裁实施方主体进行外汇交易等；临时将人民币与黄金价格挂钩；推动主要和关键产品出口结算通过人民币交易等。

第三，出台我国境外上市企业回归本国资本市场上市的紧急措施。西方对俄罗斯的金融制裁教训显示，制裁下俄境外上市企业易被“围猎”或被勒令退市，其传导效应易引发俄国内资本市场动荡。因此，我国可借鉴该教训，及时推出相关举措，保障国内金融和资本市场稳定。

第四，及时出台全面性与结构性相结合、货币政策与财政政策相结合的综合性“救市”措施。如前分析，极端金融制裁对被制裁国的金融系统和实体经济既会造成全面性冲击，又会造成结构性冲击。因此，我国需针对不同类型的冲击推出相应的应对措施，例如：央行可及时通过加息、降准、注入流动性等方式防范和化解银行挤兑风险；政府可通过发行特别国债，直接进行资产购买以稳定资本市场；财政可定向对受金融制裁负面冲击较严重的企业和居民推出结构性的支持和补助政策等。

（三）围绕自身比较优势制定制裁反击措施

俄罗斯经验显示，制裁防御和反击措施相结合可以更有效化解金融制裁的负面冲击。因此，我国也需围绕自身比较优势制定有针对性的制裁反击措施，帮助我国面临潜在金融制裁时有更多应对工具化解制裁冲击，并能够进行反制。

第一，遭遇制裁时及时推出“不友好”国家或地区清单，对清单进行实时更新，并根据我国反制裁和国家安全法律框架，针对清单内国家或地区的主体开展对等性金融制裁。反制措施可在资产冻结、金融交易限制、融资限制等三个主要维度上推出，例如：冻结或征用参与制裁的清单内国家实体在我国境内及港澳台地区的实物和金融资产；对清单内国家实体与我国实体间的非人民币金融交易、购买我国金融资产、在我国资本市场融资采取许可证制度等管制措施等。

第二，充分利用我国在需求端作为全球最大单一市场的体量优势，在某

些关键领域全球供应链（如稀土、半导体和军工产业上游特定材料、光伏产业链等）的相对垄断优势，针对“不友好”国家实体推出市场准入和运营限制，以及出口管制等限制性措施。上述措施可能引发全球半导体或新能源等主要领域的供应链扰动，加剧西方经济体国内通胀压力；同时，也可能对制裁施加方国内企业营收和利润造成结构性不平衡冲击，增加制裁成本。

第三，充分利用我国在全球贸易领域的领先地位，根据对我国贸易依赖性，针对参与对我国实施金融制裁的经济体推出差异化的贸易与市场运营和准入政策。上述举措可能引发或加剧制裁方阵营内部的分化，增加制裁的脆弱性，降低制裁的持续时间和对我国的负面冲击。

六、结论

2022年俄乌冲突爆发后美西方国家联盟对俄罗斯发动的金融制裁是二战后全球针对单一主要经济体的规模最大和最全面的经济制裁，制裁在一致性、全面性、迅速性、覆盖范围上几乎达到“史无前例”的程度。通过对此案例的系统性梳理和分析，本研究发现西方对俄罗斯金融制裁的核心是切断俄从西方国家获得存量和流量金融资产，以及通过西方金融基础设施进行交易结算的渠道和能力，通过触发“资本外流—卢布贬值”的恶性循环，增加俄罗斯金融体系发生系统性风险的概率，并叠加贸易制裁，使其陷入经济衰退。本研究还发现，俄罗斯在遭受制裁的“事前”和“事后”通过在制裁预防、制裁防御、制裁反击这三大维度上制定应对金融制裁的策略和具体实施措施，尽管实施这些措施有着很高成本，但它们能够有效减缓制裁对被制裁国金融体系和实体经济的冲击，避免了系统性的金融和经济危机发生。

西方与俄罗斯的金融制裁攻防战也为我国提供了宝贵的经验和教训。近年来，美西方国家对我国的敌对情绪显著上升，已在贸易领域针对我国出台打压性政策。面对外部环境的恶化，我国需要尽早建立应对潜在金融制裁的策略，可从制裁预防、制裁防御、制裁反击三个维度入手进行策略框架体系的搭建，包括建立全面的金融制裁预案战略体系、建立应对制裁的协调机制及政策组合，以及挖掘自身比较优势制定制裁反击措施。接下来，我国可在上述三大

维度进一步深入研究俄罗斯案例，结合我国实际情况和问题，制定更详细具体的政策。

参考文献

边卫红、阮诗雨：“俄罗斯应对金融制裁的金融政策逻辑分析”，《清华金融评论》2023年第2期。

陈鸿祥：“美国金融制裁的逻辑辨析与中国预案”，《现代金融》2022年第10期。

李仁真、关蕴珈：“俄乌冲突下美欧利用 SWIFT 制裁俄罗斯的影响及其对中国的启示”，《国际贸易》2022年第9期。

李姝娟、韩爽：“美国对俄罗斯金融制裁的法律机制与法律挑战”，《俄罗斯东欧中亚研究》2024年第1期。

刘军梅：“俄乌冲突背景下极限制裁的作用机制与俄罗斯反制的对冲逻辑”，《俄罗斯研究》2022年第2期。

刘旭、尚昕昕、贺洋：“美国冻结外国央行资产的案例分析”，《中国外汇》2022年第10期。

倪外：“金融霸权、金融制裁与阻断战略研究”，《上海经济研究》2023年第4期。

沈伟、方荔：“美俄金融制裁与反制裁之间的拉锯和对弈——理解金融反制裁的非对称性”，《经贸法律评论》2023年第2期。

孙攀峰、刘岚萍：“经济制裁对俄罗斯通货膨胀的影响研究”，《新疆财经》2023年第2期。

陶士贵：“美国对外金融制裁：历史、本质及反制裁措施”，《人民论坛》2022年第14期。

田丰：“从‘卢布结算令’看金融制裁的应对及启示——基于资金账户和货币清算视角”，《财会通讯》2022年第15期。

熊启跃、赵雪情：“美欧对俄罗斯经济制裁的逻辑、影响和启示”，《俄罗斯研究》2022年第6期。

徐坡岭、聂志宏：“美欧制裁对俄罗斯经济增长的影响——基于合成控制双重差分的两阶段对比分析”，《俄罗斯东欧中亚研究》2024年第1期。

徐奇渊、侯蕾：“金融制裁对俄罗斯影响的评估”，财新，2022年3月2日。

许文鸿：“去美元化：俄罗斯在俄美金融战中的反击”，《俄罗斯东欧中亚研究》2021年第5期。

钟春平、龚啸峰：“经济金融制裁研究的进展与争议”，《俄罗斯东欧中亚研究》2023年第1期。

周汉民、黄骅：“美国对外金融制裁的法理分析”，《海关与经贸研究》2022年第1期。

Black Sea Trade & Development Bank, 2020, Overview of the Financial Sector in Russia, www.bstadb.org/Overview_of_the_fin_sector_RUSSIA.pdf.

Cleary, G., 2023, Russian Sovereign Debt: What Do Investors Need to Know? www.clearygottlieb.com/-/media/files/rostrum/sovereign-debt/russian-sovereign-debt.

Davis, J. S. and K. Patel, 2023, Russian Ruble Buckles under Trade Sanctions, Declining Export Earnings, Federal Reserve Bank of Dallas.

Demertzis, M., B. Hilgenstock, B. McWilliams, E. Ribakova and S. Tagliapietra, 2022, How Have Sanctions Impacted Russia? Policy Contribution 18/2022, Bruegel.

Dolgin, D., 2019, Russian De-dollarization—Banks on Board, Others Need Convincing, ING. <https://think.ing.com/reports/russian-de-dollarization-banks-on-board-others-need-convincing/>.

Dolgin, D. and I. Pang, 2020, Russian De-dollarization—Public-private Divergence Persists. ING <https://think.ing.com/reports/russian-de-dollarisation-public-private-divergence-persists/>.

Euronews, 2023, Rouble Strengthens after Putin Reimposes Currency Controls.

European Council, 2024, Where Does the EU's Gas Come From? www.consilium.europa.eu/en/infographics/eu-gas-supply/#:~:text=The%20share%20of%20Russia's%20pipeline,of%20total%20EU%20gas%20imports.

Gisbon D., 2022, Russia Responds to International Sanction—An Overview of Russian Countersanctions and Further Measures Against So-Called “Unfriendly States”. <https://www.gibsondunn.com/russia-responds-to-international-sanctions-an-overview-of-russian-countersanctions-and-further-measures-against-so-called-unfriendly-states/>.

Glauber, J., D. Laborde and J. Swinnen, 2023, The Russia-Ukraine War's Impact on Global Food Markets: A Historical Perspective, International Food Policy Research Institute. <https://www.ifpri.org/blog/russia-ukraine-wars-impact-global-food-markets-historical-perspective>.

Helmstädter, F., H. Ichilcik, J. E. Smith, et al., 2023, 2022 年度制裁回顾 —— 第二期：俄罗斯，Morrison Foerster, <https://www.mofo.com/resources/insights/2022-sanctions->

year-in-review-chinese.

Itskhoki, O. and D. Mukhin, 2022, Sanctions and the Exchange Rate. *Intereconomics*, 57(3): 148-151.

Korhonen, L. and H. Simola, 2022, How Important Are Russia's External Economic Links. *Asian Economic Papers*, 21(2): 1-13.

Morpurgo, G. and L. Cherry, 2022, Russia Slips Into Historic Default as Sanctions Muddy Next Steps, BNN Bloomberg. <https://www.bnnbloomberg.ca/russia-slips-into-historic-default-as-sanctions-muddy-next-steps-1.1784537>.

Osipovich, A., 2022, Russian Central Bank Cuts Reserve Requirements. *The Wallstreet Journal*, <https://www.wsj.com/livecoverage/russia-ukraine-latest-news-2022-03-02/card/russian-central-bank-cuts-reserve-requirements-D46b1AjiEdo0gmyVczGu>.

Savage, C., J. Swan and M. Haberman, 2023, A New Tax on Imports and a Spilt From China: Trump's 2025 Trade Agenda. *The New York Times*, <https://www.nytimes.com/2023/12/26/us/politics/trump-2025-trade-china.html>.

Shagina, M., 2022, Western Financial Warfare and Russia's De-dollarization Strategy, FIIA Briefing Paper 339.

(责任编辑: 溪 亭)