

2022 年欧美对俄金融制裁 与中俄金融合作新机遇

王 晶

【内容提要】 2022 年欧美以乌克兰危机升级为由对俄发起九轮制裁,而其中针对俄金融领域的限制性措施对俄宏观经济稳定与发展影响最为深远。欧美对俄金融制裁主要通过限制俄大型商业银行国际结算与融资能力、冻结俄政府海外资产与融资渠道、对俄重点创汇行业施加贸易与投资禁令、打击俄金融基础设施等四大途径展开。全球经济复苏疲软拖累大宗商品需求、欧美央行货币政策大幅紧缩、欧盟对俄制裁态度转变等因素叠加放大了对俄金融制裁效果。制裁除引发俄金融市场剧烈震荡外,还加速推动人民币成为俄参与国际经贸合作和主权财富基金资产配置的重要替代币种。提升人民币资产份额、扩展人民币应用场景,既是俄强化与全球市场联系、避免被隔绝在全球贸易与金融体系之外的无奈之举,更是俄借助人民币国际化机遇,加速与中国金融资源对接,利用中国资本实现其经济复苏和经济转型目标的主动出击。未来中俄金融合作可围绕提升大宗商品本币化结算水平、加速双方跨境支付体系对接、在俄增设离岸人民币生息渠道、强化中俄政策性金融机构合作、在多边框架内构建以人民币为核心的区域货币体系等方面展开。

【关键词】 乌克兰危机 俄罗斯 金融制裁 中俄金融合作

【作者简介】 王晶,中国社会科学院俄罗斯东欧中亚研究所助理研究员、经济学博士。

当前全球地缘政治格局加速演变,世界经济受新冠疫情拖累仍处于深度调整期。发达经济体与新兴经济体经济走势与宏观政策持续分化,欧美央行加息与币值走强对新兴经济体的资本流动、大宗商品贸易、财政可持续发展均产生剧烈冲击。在此背景下,2022 年欧美以乌克兰危机升级为由对俄罗斯发起九轮制裁,其中的金融制裁对俄宏观经济稳定运行影响最为深远,中俄

深化金融合作的外部环境也发生了根本性变化。本文从欧美对俄制裁背景与演进出发,在详细解析制裁对俄金融业影响及俄反制措施基础上,就中俄金融合作的新机遇与潜在路径展开思考。

一 地缘危机背景下欧美对俄制裁的外部经济环境

在 2022 年欧美对俄发动的九轮经济制裁中,欧美凭借金融、货币、科技霸权将经济制裁的灵活性、针对性发挥到极致。而在地缘危机背景下,制裁前后俄所面临的外部经济环境严峻,这是由多种影响因素效果叠加所致。

首先,全球经济降速与新冠疫情叠加导致能源需求收窄,能源价格缺乏持久、强劲支撑。国际货币基金组织在 2023 年 1 月的《世界经济展望》中对 2023 年全球经济增速的预期仅为 2.9%,虽较此前 2.7% 的预测提升了 0.2%,但仍低于 2000~2019 年全球经济 3.8% 的历史平均增速^①,全球经济降速已基本成为定局。经济降速与新冠疫情冲击严重削弱了世界能源需求,全球原油日均需求量在 2020 年第二季度同比下降 15.52%,为近 20 年来最大跌幅。需求疲软随即引发价格单边震荡下跌,OPEC 原油季度平均价格从 2019 年第四季度的每桶 63.01 美元一路降至 2020 年第二季度的每桶 26.82 美元(见图 1)。与 2009 年和 2015 年石油价格下跌诱发危机相似,本轮原油需求和价格的深度调整在制裁前已动摇俄经济增长基础。此后,全球油价虽受美联储大幅降息推动实现触底反弹,但后疫情时代主要经济体复苏缓慢叠加欧美货币政策紧缩重启,全球油价在 2022 年第二季度冲顶后再次陷入下行区间,而这恰是欧美频频对俄施加经济制裁之际。

诚如俄前财长库德林所述:“看似以消费和出口为增长引擎的俄罗斯经济,其核心动能是能源出口价格飙升所引发出口收入的大幅提升,而非出口规模的扩张和海外市场份额的增加,这就使俄罗斯经济增长呈现出一种典型的高油价带动下的‘输入型增长’,宏观经济运行极易受到全球大宗商品价格波动影响。”^②与 2009 年危机后俄经济快速反弹的情况有所不同,刚从疫情中恢复的俄经济在 2022 年再次面临油价下调和西方制裁的联合影响,俄宏

^① World Economic Outlook, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>

^② А. Кудрин, Е. Гурвин. Новая модель роста для российской экономики// Вопросы Экономики. 2014. № 12. С. 11 - 12.

观经济运行与金融市场稳定缺乏良好外部环境支撑。

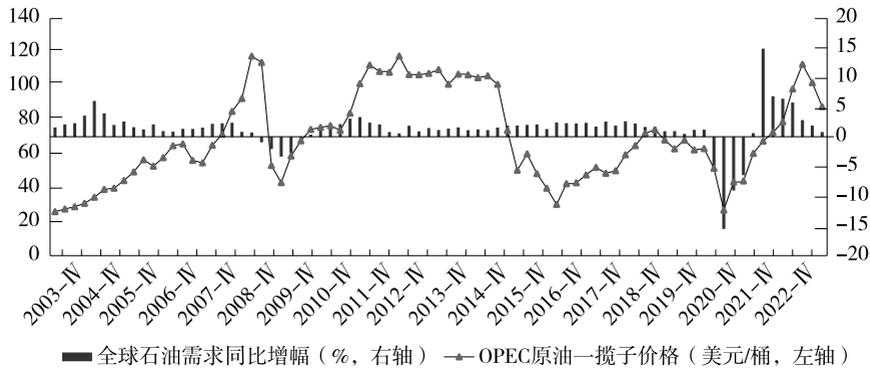


图1 全球石油需求同比增幅与 OPEC 原油季度平均价格

资料来源:作者根据 CEIC 数据整理而得, <https://insights.ceicdata.com/Untitled-insight/views>

其次,欧美持续高通胀触发货币政策紧缩,新兴市场财政稳定性与利率环境持续恶化。新冠疫情暴发以来,欧美央行在现代货币理论(MMT)指导下不惜以超低政策利率和无限量化宽松为抓手,通过临时性放松央行通胀目标管理以刺激增长,旨在避免经济受疫情拖累大幅衰退。如图2所示,在2020年长期超低利率、持续量化宽松、供应链不畅背景下,欧美通胀持续走高。为应对通胀对经济增长的吞噬作用以及捍卫通胀目标,欧美央行在2022年3月开启快速升息通道。

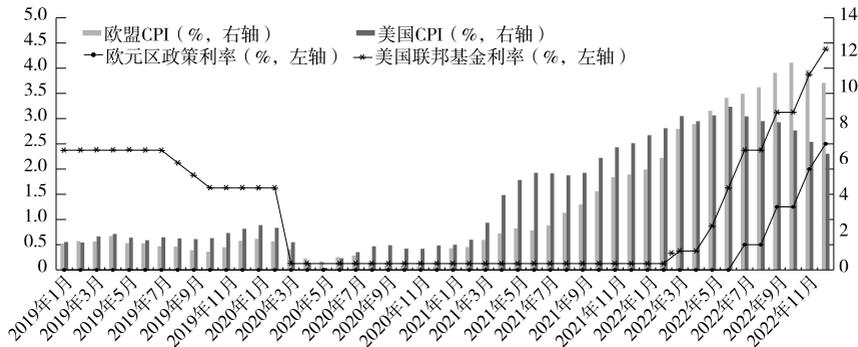


图2 2019~2022年美国与欧盟消费者价格指数及央行政策利率

资料来源:作者根据国际清算银行(BIS)数据整理而得, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/k1>; <https://stats.bis.org/statx/srs/table/l1>

欧美央行加息一方面提升了美元、欧元资产的绝对收益率,另一方面降

低了与新兴经济体货币资产的相对利差。在二者联合作用下,新兴经济体出现资本外流加速与国内利率抬升的不利局面。如图 3 所示,2022 年 1~11 月,美国(255 基点)、英国(249 基点)、德国(231 基点)、法国(247 基点)、意大利(309 基点)、加拿大(183 基点)等 G7^① 国家 10 年期国债收益率均大幅上扬。发达经济体利率上扬也迅速传导至新兴经济体,同期俄罗斯 10 年期国债收益率^②净增 179 个基点,在 2022 年 11 月初达到 10.23%。至此,欧美央行为应对高通胀的加息措施引发俄罗斯资本外流加速与国内利率抬升。二者叠加不但挤压了俄政府应对西方制裁的财政发力空间,还抑制了经济主体的正常消费与投资活动。美元回流与全球利率抬升极大弱化了资本账户全面开放的俄金融系统稳定性。

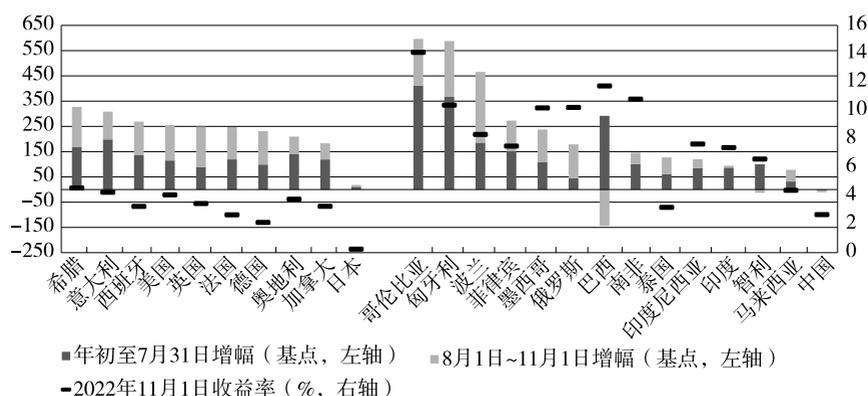


图 3 2022 年 1~11 月部分国家 10 年期国债收益率增幅及利率水平

资料来源:CEIC, <https://insights.ceicdata.com/Untitled-insight/views>

最后,地缘危机背景下欧盟对俄制裁态度发生巨变,对俄制裁决心、方法、力度前所未有的。在能源价格缺乏强劲支撑以及欧美加息压缩俄财政施力空间、抑制经济活动的大环境下,作为俄罗斯最大贸易伙伴和外商直接投资最大来源地的欧盟追随美国对俄重点金融机构及创汇部门所施加的限制性措施则彻底将俄推向危机边缘。如果说 2014 年对俄罗斯制裁是“美国主导 + 欧盟参与”,那么 2022 年对俄制裁则是由欧盟充当起“急先锋”。国际贸易中

① 2022 年日本是 G7 国家中唯一没有发生国债收益率大幅飙升的国家,其根本原因是日本央行以实施收益率曲线控制(YCC)为核心的货币政策框架。该框架内日本央行承诺通过买入和卖出的干预方式确保日本 10 年期国债收益率维持在 $\pm 0.25\%$ 区间内。

② 通常一国 10 年期国债收益率被默认为该经济体长期的无风险利率。

心(ITC)数据显示,2017~2021年,欧盟长期维持俄最大出口市场地位,俄罗斯对欧盟货物出口占俄出口总额的44.73%,远超中国(10.9%)、土耳其(5.1%)、白俄罗斯(5.16%)等国份额(见表1)。对欧盟贸易不但是俄罗斯出口的主要方向,更是俄经常账户盈余的重要来源。2017年对欧盟贸易贡献了俄经常账户盈余的55.97%。换言之,俄罗斯通过欧盟市场,用44.73%的出口份额得到了55.97%的贸易盈余,欧盟对俄参与国际贸易的重要性不言而喻^①。

表1 2017~2021年俄主要出口方向及商品贸易盈余贡献率(%)

国别	出口占比					贸易盈余贡献率*				
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
欧盟28国	44.73	57.44	53.00	38.36	58.92	55.97	89.02	77.33	42.22	86.04
中国	10.90	15.69	15.90	13.76	19.23	-7.01	2.94	2.05	-4.43	-3.08
土耳其	5.10	5.98	5.90	4.46	7.40	11.40	13.16	12.37	8.31	15.30
白俄罗斯	5.16	6.11	5.75	4.48	6.48	5.12	7.41	5.95	2.59	5.76
哈萨克斯坦	3.45	3.62	3.93	3.94	5.18	5.69	5.86	6.52	6.91	8.73
美国	3.01	3.51	3.69	3.07	4.97	-1.48	-0.11	-0.19	-1.73	0.37
韩国	3.46	4.99	4.58	3.49	4.73	4.16	8.32	6.42	4.08	3.00
日本	2.94	3.49	3.18	2.54	3.00	2.11	2.79	1.84	1.49	1.23
印度	1.81	2.17	2.05	1.62	2.56	2.73	3.48	2.60	1.80	3.61
乌克兰	2.22	2.67	1.85	1.77	2.28	2.33	3.12	1.37	2.01	3.05

注:*贸易盈余贡献率是用俄罗斯对目标国出口额减去进口额所得的差值,再除以当年俄经常账户盈余总额。正值表示俄对该国贸易盈余为正,负值表示俄对该国贸易盈余为负。

资料来源:作者根据国际贸易中心(ITC)数据整理而得, https://www.trademap.org/Country_Sel Product_TS.aspx?

此外,国际货币基金组织数据显示,截至2021年年底,欧盟对俄外商直接投资占俄吸引外商直接投资存量的64.39%(见表2)。虽然在2014年乌克兰危机后该数值持续下降,但仍远超中国、美国、日本^②等主要经济体。可

① 究其根源,欧盟是俄能源、石化制品、钢铁等主要创汇商品的最大的出口市场。

② 国际货币基金组织统计口径只包括从中国、美国、日本等国国内对俄罗斯的直接投资,而忽略了上述国家通过离岸账户对俄进行投资的份额,但欧盟对俄64.39%的外商直接投资存量占比仍使其成为俄第一大外商直接投资来源地。

见, 欧盟不但是俄罗斯参与国际贸易最核心、最盈利的目标市场, 更是俄经济吸收长期外汇资本、推动本国经济发展的重要资金来源。

表 2 2014 ~ 2021 年各国对俄罗斯外商直接投资存量占比 (%)

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
欧盟 28 国	73.12	71.59	66.95	68.98	64.59	66.36	64.52	64.39
塞浦路斯	36.54	34.62	35.48	36.85	30.56	33.78	32.25	33.34
英国	2.50	3.30	2.97	4.23	3.66	6.65	7.19	7.56
荷兰	14.43	11.73	10.46	9.22	9.89	8.30	8.57	6.70
法国	3.34	3.81	3.72	3.43	4.24	4.54	4.33	4.53
德国	4.74	4.94	4.22	4.11	4.02	4.13	4.03	4.03
美国	0.58	0.51	0.65	0.69	0.78	0.70	0.87	0.91
中国	0.95	0.51	0.74	0.81	0.65	0.76	0.49	0.64
日本	0.44	0.50	0.49	0.49	0.47	0.52	0.54	0.63

资料来源: 作者根据国际货币基金组织数据整理而得, <https://data.imf.org/?sk=40313609-F037-48C1-84B1-E1F1CE54D6D5>

21 世纪前 20 年, 俄罗斯经济分别享受了石油美元红利与全球金融周期对其经济增长的推动作用, 虽然地缘政治博弈加剧与俄经济结构改革效果不佳等因素部分拖累了俄经济健康和持续发展, 但增长的基本态势得以延续。然而, 后疫情时代全球经济降速与能源需求疲软引发能源价格下行, 再加上欧美央行加息对俄财政空间挤压和经济活动抑制, 俄罗斯经济在受到制裁前就已经处于危机边缘。欧盟作为俄最主要的外汇资金来源地和出口市场, 对俄重要金融机构和创汇部门的限制性措施则成为本轮俄经济衰退、金融动荡的直接诱因。

二 2022 年欧美制裁俄罗斯的战略目标与演进路径

2022 年欧美制裁俄罗斯的核心战略目标是通过多维度、高烈度金融制裁尽可能将俄从全球贸易与金融市场中移除, 使俄经济在缺乏全球市场与国际资本支撑条件下处于长期停滞状态。经济停滞和生产衰退所引发的税收困境与财政赤字将对俄经济、社会稳定形成持续压力, 直至引发俄国内经济崩溃、社会秩序动荡, 最终削弱俄在地缘政治、经济、军事领域同欧美对抗的能力。具体看来, 乌克兰危机升级背景下欧美对俄金融制裁主要通过以下途径展开。

首先,将俄隔绝在全球贸易与金融市场之外以限制俄大型商业银行国际结算与融资能力。欧美对俄商业银行制裁措施主要集中于资产冻结、金融交易禁令以及从国际资金清算系统(SWIFT)中移除。

欧盟作为乌克兰危机升级以来对俄制裁的最大“新增变量”,对俄商业银行制裁的逻辑最为清晰、措施最为完整,因此极具代表性意义。欧盟对俄银行制裁主要根据欧盟第 269/2014 号和第 833/2014 号^①两项法案的最新版本执行。欧盟第 269/2014 号法案是欧盟冻结俄商业银行在欧资产的主要法律依据。该法案第 2 条规定,“被制裁机构所拥有和持有的在欧资金^②及经济资源^③应予冻结;同时禁止向受制裁机构提供新的资金与经济资源”^④。欧盟第 833/2014 号法案详细规定了对俄受制裁银行的金融交易禁令以及从国际资金清算系统中移除的限制性措施。该法案第 5 条规定,“禁止欧洲金融机构直接或间接购买、销售受制裁银行在 2022 年 4 月 12 日以后发行的期限超过 30 天的可转让证券和货币市场工具,或为上述金融产品提供投资建议与承销服务”;该法案第 5h 条规定,“禁止向受制裁机构及其控股超过 50% 的分支机构提供金融数据交换和金融数据信息服务”^⑤。如表 3 所示,2022 年欧盟共对 12 家俄商业银行和俄罗斯外经银行(ВЭБ)发起制裁。俄资产规模排名前十的商业银行中有 9 家受到欧盟制裁,其中俄罗斯储蓄银行(Сбербанк)、俄罗斯外贸银行(ВТБ)、俄罗斯开放银行(Банк Открытие)、俄

① 欧盟第 269/2014 号法案全称为《关于对破坏或威胁乌克兰领土完整、主权和独立的行动采取限制性措施》;欧盟第 833/2014 号法案全称为《针对俄罗斯破坏乌克兰局势稳定而采取限制性措施》。本文所涉及相关法条均为制裁期间上述两法案的最新版本。

② 法案中“资金”的定义范围包括:现金、支票、货币债权、汇票和其他支付工具;在金融机构或其他实体的存款、账户余额和债权;公开和非公开交易的证券和债务工具,包括股票和股份、证券凭证、债券、票据、认股权证、衍生品合约;资产的利息、股息或其他收入等。

③ 法案中“经济资源”的定义是指可以购买资产、商品和服务的各类非资金形式资产,无论其是有形或无形资产、无论其是动产或不动产。

④ Council Regulation (EU) No. 269/2014 of 17 March 2014 Concerning Restrictive Measures in Respect of Actions Undermining or Threatening the Territorial Integrity, Sovereignty and Independence of Ukraine, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:02014R0269-20230225&from=EN#tocId3>

⑤ Council Regulation (EU) No. 833/2014 of 31 July 2014 Concerning Restrictive Measures in View of Russia's Actions Destabilising the Situation in Ukraine, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:02014R0833-20230226&from=EN#tocId39>

罗斯工业通讯银行(Промсвязь Банк)更是拿到了欧盟对俄银行制裁的“大满贯”,上述俄罗斯商业银行除其在欧资产被冻结、金融产品交易被禁外,还被欧盟从国际资金清算系统中移除。俄罗斯最大的开发性金融机构——俄罗斯外经银行也难逃欧盟的全面制裁。

美国对俄银行业制裁主要通过其财政部海外资产控制办公室(OFAC)^①实施。2022 年 2 月 22 日美国在乌克兰危机升级前夕就将俄罗斯外经银行与工业通讯银行列入其特别指定国民清单(SDN),拉开 2022 年对俄金融制裁序幕。2022 年美国共将俄罗斯 10 家商业银行^②以及俄罗斯外经银行列入特别指定国民清单,冻结上述受制裁银行在美司法管辖权内的资产及交易,同时禁止美国居民和机构向受制裁银行提供资金、商品与服务^③。

欧美对俄大型商业银行的资产冻结与交易禁令严重削弱了俄银行系统提供国际贸易结算和金融服务的能力与时效。

表 3 2022 年受欧美制裁的俄商业银行资产规模排序及被制裁类别

资产排名	银行名称	冻结资产	交易禁令	从 SWIFT 移除	资产冻结时间	SWIFT 移除时间	列入美方 SDN 清单
1	俄罗斯储蓄银行	√	√	√	2022. 7. 21	2022. 7. 14	√
2	俄罗斯外贸银行	√	√	√	2022. 4. 8	2022. 3. 12	√
3	俄罗斯天然气工业银行		√				

① 美国对外经济制裁主要通过其商务部下设的工业与安全局(BIS)和美国海外资产控制办公室等机构实施。而与金融制裁相关的一系列限制性措施多源于美国海外资产控制办公室所发布的各类制裁清单。当前该机构所公布的与金融制裁相关的清单种类包括特别指定国民清单、代理行和通汇账户制裁清单(CAPTA)、非 SDN 菜单式制裁清单(NS-MBS)以及行业制裁识别清单(SSI)。

② 2022 年被美国海外资产控制办公室列入特别指定国民清单的俄商业银行包括:俄罗斯储蓄银行、俄罗斯外贸银行、俄罗斯工业通讯银行、阿尔法银行(Альфа-Банк)、俄罗斯开放银行、俄罗斯现代商业银行(Совкомбанк)、诺维科姆银行(Новикомбанк)、俄罗斯“TKB”银行(Транскапиталбанк)、俄罗斯投资与贸易银行(Инвестторгбанк)、远东银行(Дальневосточный банк)。OFAC. SDN Changes 2022, <https://www.treasury.gov/ofac/downloads/sdnnew22.pdf>

③ Executive Order on Blocking Property with Respect to Specified Harmful Foreign Activities of the Government of the Russian Federation, <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2021/04/15/executive-order-on-blocking-property-with-respect-to-specified-harmful-foreign-activities-of-the-government-of-the-russian-federation/>

(续表 3)

资产排名	银行名称	冻结资产	交易禁令	从 SWIFT 移除	资产冻结时间	SWIFT 移除时间	列入美方 SDN 清单
4	阿尔法银行		√				√
5	俄罗斯农业银行		√	√		2022. 7. 14	
6	俄罗斯开放银行	√	√	√	2022. 4. 8	2022. 3. 12	√
7	俄罗斯工业通讯银行	√	√	√	2022. 2. 23	2022. 3. 12	√
8	莫斯科信贷银行	√		√	2022. 12. 16	2022. 7. 14	
9	俄罗斯现代商业银行	√		√	2022. 4. 8	2022. 3. 12	√
17	俄罗斯银行(Банк Россия)	√	√	√	2022. 2. 23	2022. 3. 12	
24	诺维科姆银行	√		√	2022. 4. 8	2022. 3. 12	√
90	远东银行	√			2022. 12. 16		√
	俄罗斯外经银行*	√	√	√	2022. 2. 23	2022. 3. 12	√

注：* 俄罗斯外经银行为政策性银行未参与商业银行排名。

资料来源：作者根据欧盟与美国相关制裁法案制作而成。银行资产规模数据来源于 https://www.banki.ru/banks/ratings/?SEARCH_NAME=&#search_label

其次,冻结俄政府海外资产与融资渠道,破坏俄政府财政稳定性与汇率干预能力。健康的财政可持续性和全球第四大外汇储备^①是俄金融稳定的重要基石,西方也将限制俄外币主权债务发行与冻结央行资产作为重要制裁手段。

欧盟第 833/2014 号法案第 5a 条规定：“禁止欧盟金融机构直接或间接购买俄罗斯央行、俄罗斯政府在 2022 年 3 月 9 日之后发行的可转让证券和货币市场工具,同时禁止为上述金融产品提供投资建议与承销服务以及为其提供新的融资信贷安排;禁止一切与俄央行、俄主权财富基金资产管理相关的交易。”^②

美国海外资产控制办公室于 2022 年 2 月 22 日更新第 14024 行政令^③项

① Золотовалютные резервы стран. <https://svspb.net/danmark/rezervy-stran.php>

② Council Regulation (EU) No. 833/2014 of 31 July 2014 Concerning Restrictive Measures in View of Russia's Actions Destabilising the Situation in Ukraine, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:02014R0833-20230226&from=EN#tocId39>

③ 该行政令全称为《封锁与俄罗斯联邦政府特定有害外国行动相关的资产行政令》,由美国总统拜登于 2021 年 4 月 15 日签署。

下的指令 1A,其核心内容是禁止美国金融机构在二级市场参与俄中央银行、俄主权财富基金、俄财政部 3 月 1 日以后发行的卢布及非卢布证券交易。该指令是对 2021 年指令 1 的进一步收紧。而前者禁止美金融机构在一级市场参与上述三家俄机构债券发行业务以及为其提供新增贷款。至此,俄政府借助美资本市场进行主权债务融资的渠道被全部封锁^①。2022 年 2 月 24 日,作为对乌克兰危机升级的强硬回应,美海外资产控制办公室发布第 14024 行政令项下的指令 4,禁止美居民和法人与俄央行、俄国家财富基金和俄财政部发生任何交易。该措施不仅冻结了俄政府在美司法管辖范围内的资产,同时也冻结了俄政府在第三方市场美金融机构分支中的资产^②。

欧美对俄政府海外融资能力和外汇储备的限制与冻结,其实质是通过破坏财政稳定性与汇率干预能力,弱化俄政府应对外部冲击的能力。

再次,对俄重点商品与行业施加贸易、投资禁令,打破国际收支平衡。

如前文所述,俄罗斯之所以能够凭借 44.73% 出口份额从欧盟得到 55.97% 的经常项目盈余,其深层原因在于欧盟是俄重点创汇商品的最大出口市场。国际贸易中心(ITC)数据显示,2017~2021 年俄罗斯前五大出口商品为原油、石油制品、煤炭、黄金和钢铁(见表 4)。欧盟无一例外的是上述俄创汇商品出口的最大目标市场,2021 年原油(56.18%)、石油制品(54.10%)和黄金(90.49%)市场份额更是过半(见表 4)。

表 4 2017~2021 年俄罗斯主要出口商品种类及对欧出口占比(%)

海关编码及货物名称	该类商品在俄总出口中的占比				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
2709 - 原油及从沥青矿物提取的原油	26.13	36.14	34.01	20.32	31.08
2710 - 从石油及沥青矿物提取的油类(如:汽油、柴油、煤油等)	16.31	21.87	18.73	12.70	19.59
2701 - 煤;煤砖、煤球及用煤制成的类似固体燃料	3.79	4.77	4.48	3.47	4.92
7108 - 各类未锻造、半制成品或粉末状的黄金	0.66	0.20	1.61	5.19	4.86
7207 - 铁及非合金钢的半制成品	1.69	2.23	1.71	1.36	2.57

^① Directive 1A Under Executive Order 14024, <https://ofac.treasury.gov/media/918731/download?inline>

^② 同^①。

(续表 4)

海关编码及货物名称	该类商品在对欧盟出口中的占比				
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
2709 - 原油及从沥青矿物提取的原油	59.38	74.47	66.51	37.57	56.18
2710 - 从石油及沥青矿物提取的油类(如:汽油、柴油、煤油等)	57.28	57.56	58.77	53.44	54.10
2701 - 煤;煤砖、煤球及用煤制成的类似固体燃料	31.90	32.87	31.42	21.62	21.91
7108 - 各类未锻造、半制成品或粉末状的黄金	45.85	62.17	92.90	91.43	90.49
7207 - 铁及非合金钢的半制成品	24.54	22.89	22.46	16.95	29.98

资料来源:同表 1。

2022 年欧盟通过对第 833/2014 号法案的数轮修订,将俄罗斯主要对欧盟出口的商品列入进口限制清单。法案规定,欧盟成员国不但禁止从俄罗斯直接或间接进口原油(第 3m 条)、石油制品(第 3n 条)、煤炭(第 3j 条)、黄金(第 3o 条)和钢铁(第 3g 条)等商品,与此同时,欧盟还禁止成员国相关机构为俄罗斯上述商品提供融资、保险等与出口相关的金融、经纪服务。此外,欧盟企业还被禁止参与俄罗斯原油、天然气开采与深加工处理相关的项目融资^①。

美国方面,2022 年 2 月 24 日海外资产控制办公室发布第 14024 行政令项下的指令 3,其核心内容是在美司法管辖范围内禁止俄金融、能源、电信、运输等行业的核心企业发行期限超过 14 天的债务工具,并禁止美国居民和法人参与上述新增债务工具交易^②。

2022 年 3 月 8 日,美国对俄能源行业贸易与投资禁令继续加码,通过颁布第 14066 号行政令^③禁止进口原产于俄罗斯的原油、石油制品、液化天然

① Council Regulation (EU) No. 833/2014 of 31 July 2014 Concerning Restrictive Measures in View of Russia's Actions Destabilising the Situation in Ukraine, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:02014R0833-20230226&from=EN#tocId39>

② Directive 3 Under Executive Order 14024, <https://ofac.treasury.gov/media/918476/download?inline>

③ 该行政令全称为《禁止与俄联邦有组织持续破坏乌克兰主权和领土完整有关的进口和新投资行政令》,由美国总统拜登于 2022 年 3 月 8 日签署。

气、煤炭等产品,同时禁止美国居民和法人对俄能源部门新增投资^①。

2022 年 3 月 11 日,美国颁布第 14068 号行政令^②,全面禁止美国居民和法人向美国财政部和国务院确定的俄罗斯相关行业进行新的投资^③。可见,美国对俄重点商品与行业的贸易、投资禁令伴随乌克兰危机局势的演进逐渐升级。

欧美对俄能源等重点商品贸易与行业投资禁令可有效限制外汇通过国际贸易和外商投资的形式流入俄国内市场,进而从经常账户和资本账户两方面施压俄国际收支平衡。

最后,打击俄金融基础设施、限制跨境资本流动。与上述针对俄商业银行、政府、重点行业所施加的定向制裁不同,对俄金融基础设施及跨境资本流动的限制则对俄经济各部门均产生影响。

当前,欧盟已全面禁止向俄法人实体提供会计、审计、税务咨询(第 5n 条)以及信用评级(第 5j 条)等服务,同时欧盟切断了欧洲清算系统(Euroclear)与俄国家结算存管所(НКО АО НРД)的连接(第 5e 条)。此外,欧盟还禁止向俄居民及法人提供加密资产(第 5b 条)与信托服务(第 5m 条)、禁止对俄销售以欧盟成员国本币定价的金融产品(第 5f 条)、对欧盟内商业银行吸收俄居民和法人存款设置 10 万欧元上限(第 5g 条)^④。

美国方面,海外资产控制办公室在 2022 年 2 月 24 日发布第 14024 行政令项下的指令 2,切断俄最大商业银行俄罗斯储蓄银行的美元跨境支付业务。该指令禁止美国金融机构(包括其海外分支机构)以及外国金融机构在美分支为俄罗斯储蓄银行及其 24 家分支机构开立和维护代理行账户和通汇账户。该指令中美国金融机构的定义范围包括银行、信用卡业务服务商、证券

① The White House, Prohibiting Certain Imports and New Investments With Respect to Continued Russian Federation Efforts to Undermine the Sovereignty and Territorial Integrity of Ukraine, <https://ofac.treasury.gov/media/919111/download?inline>

② 该行政令全称为《禁止与俄联邦持续侵略有关的进口、出口和新投资行政令》,由美国总统拜登于 2022 年 3 月 11 日签署。

③ The White House, Prohibiting Certain Imports, Exports, and New Investment with Respect to Continued Russian Federation Aggression, <https://ofac.treasury.gov/media/919281/download?inline>

④ Council Regulation (EU) No. 833/2014 of 31 July 2014 Concerning Restrictive Measures in View of Russia's Actions Destabilising the Situation in Ukraine, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:02014R0833-20230226&from=EN#tocId39>

和期货交易所、证券清算机构等^①。俄罗斯储蓄银行被完全隔绝在美元结算体系与美元资本市场之外。此外,2022 年 3 月 11 日起美国还禁止向俄罗斯政府和经济主体直接或间接出口、供应美元现钞,同时剥夺俄罗斯从国际多边金融机构贷款资格^②。

上述制裁限制了俄国内经济主体通过国际资本市场进行债务融资与对冲汇率风险的能力。以欧盟叫停对俄法人提供会计、审计、信用评级服务为例,该禁令可有效抑制俄企业在欧美外第三方资本市场进行债务融资。而禁止对俄销售欧盟成员国金融产品、设置存款数额上限以及禁售美元现钞等措施可有效封堵俄经济主体将卢布资产转换成欧美货币的路径,使俄国内卢布资产持有者无法有效对冲汇率波动,进而增加制裁对所有俄国内经济参与者的痛苦指数。也就是说,上述措施从跨境资本流入、流出两方面限制了俄居民和法人对接国际资本市场与对冲汇率风险的能力。

三 制裁对俄罗斯金融系统的冲击与俄应对措施

(一) 制裁引发卢布汇率暴跌,人民币成为俄参与全球经贸合作重要替代币种

制裁伊始,大量外资基于对俄罗斯经济波动预判和自身业务合规要求,纷纷套现卢布资产并在外汇市场换汇后迅速撤离。仅 2022 年 2 月 21 ~ 28 日,莫斯科交易所录得非居民法人现汇购买量高达 4 294 亿卢布^③,创近年之最。外资大规模撤离造成俄外汇市场美元、欧元等外币需求强烈。而欧美对俄央行及商业银行的制裁措施又缩小了外汇供给规模。外汇需求与供给的巨大缺口随即引发卢布大幅贬值,卢布汇率从 2022 年 2 月开启单边大幅震荡下跌走势,在 3 月 11 日跌至 1 美元兑换 120.38 卢布的历史极值。

面对汇率暴跌,俄央行在缺乏外汇干预条件与干预机制的背景下被迫祭

^① Directive 2 Under Executive Order 14024, <https://ofac.treasury.gov/media/918471/download?inline>

^② The White House, Prohibiting Certain Imports, Exports, and New Investment with Respect to Continued Russian Federation Aggression, <https://ofac.treasury.gov/media/919281/download?inline>

^③ ЦБ РФ: обзор финансовой стабильности IV квартал 2021г. – I квартал 2022 г. https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/4q_2021-1q_2022/

出强制结汇、外币取现配额、限制对外资本转移等资本管制措施^①。随后凭借天然气卢布结算令和能源出口收入短暂增加等利好,卢布汇率在2022年3月中旬止跌反弹并一路回升(见图4)。在汇率大幅波动与外币资产冻结背景下,俄商业银行系统加速推进资产负债两端本币化进程,通过缩窄汇率敞口降低外部冲击对俄商业银行系统负面影响。截至2022年10月1日,俄商业银行系统法人外币贷款占比(15%)、法人外币存款占比(20%)和自然人外币存款占比(11%)等核心指标分别比年初下降4%、6%和5%^②,创历史新低。

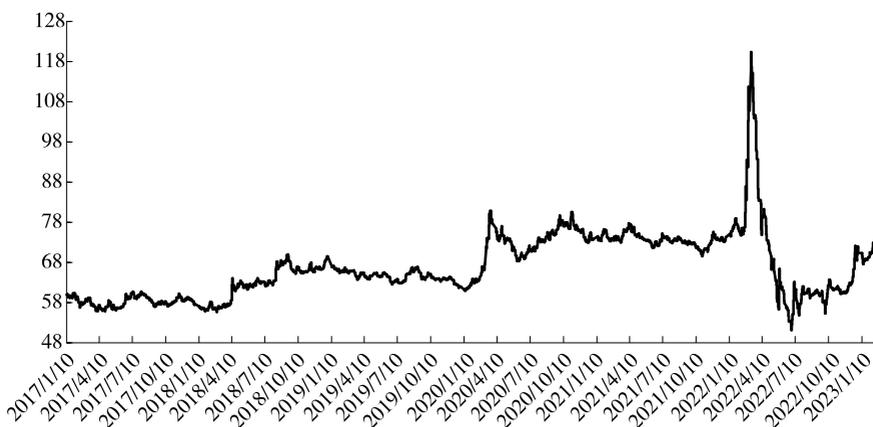


图4 2017~2023年2月卢布兑美元汇率示意图(直接标价法)

资料来源:同图3。

如果说俄银行系统资产配置本币化是为了有效隔绝卢布汇率波动向金融系统传导。那提升人民币在俄外贸和外汇交易中的占比则是俄政府在金融资产本币化基础上规避制裁、积极融入世界经济的有益尝试。2022年前三季度,美元、欧元在俄出口结汇份额中的占比累计下降34.5%,同期卢布、人民币占比分别上升了20.1%、13.7%(见图5)。人民币在俄外汇市场中的交易份额也从2022年年初不足0.5%快速增至11月的32.6%,一举超越欧元成为俄外汇市场第二大交易币种(见图6)。

① 面对外汇市场剧烈波动,俄央行缺乏外汇干预条件,即俄央行外汇储备被欧美大量冻结。与此同时,由于俄央行早在2014年11月10日宣布彻底放弃外汇走廊边界,卢布汇率实现完全自由浮动,因此,俄央行也缺乏直接下场干预汇率的机制与渠道。

② ЦБ РФ: обзор финансовой стабильности II - III квартал 2022 г. https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/2_3_q_2022/

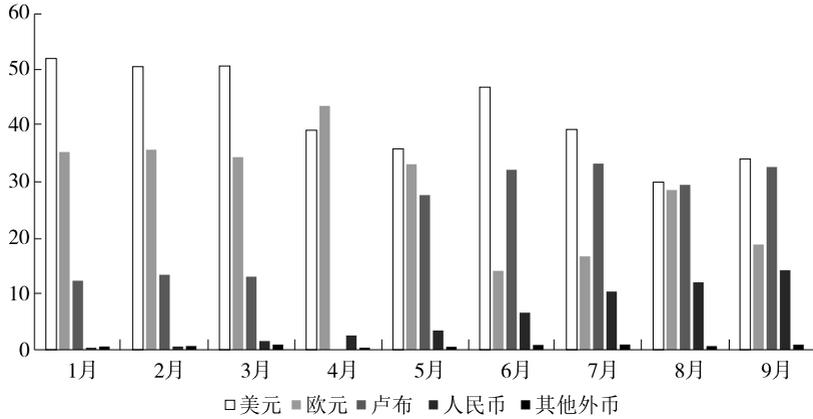


图 5 2022 年 1~9 月俄罗斯出口结算各币种占比 (%)

资料来源:俄罗斯央行, https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43514/2q_3q_2022.xlsx

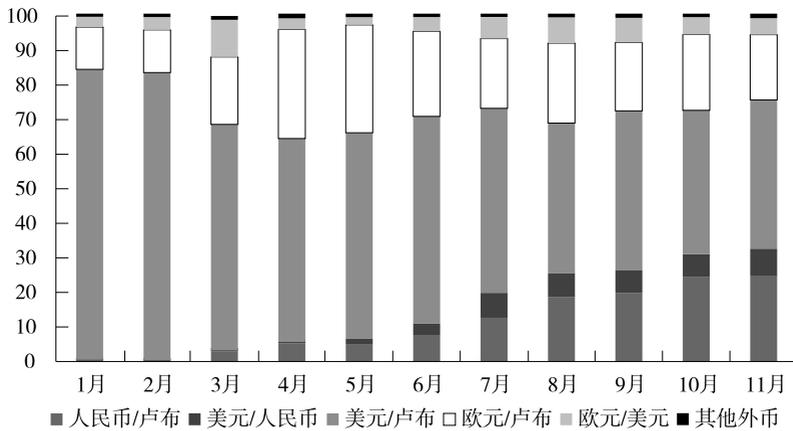


图 6 2022 年 1~11 月莫斯科交易所外汇场内交易各币种占比 (%)

资料来源:同图 5。

(二) 制裁引发俄证券市场剧烈震荡,市场结构散户化倾向加剧

2022 年欧美制裁还引发俄证券市场震荡,股指与国债收益率大幅波动。如表 5 所示,在制裁发起之初的 2022 年 2 月 21~25 日,非居民投资者在俄股票和债券市场净卖出 1 399 亿卢布和 782 亿卢布金融资产,引发俄 RTS 股指暴跌 27.2%,俄 10 年期国债收益率飙升 277 个基点。制裁对俄股票和债券市场的冲击及引发的非居民投资者撤资幅度均创近年之最。俄央行先后出台临时性休市、限制不友好国家资本参与市场交易、调整债券公允价值计算方法、暂停证券市场做空等措施稳定局势。

表 5 2018 ~ 2022 年俄股票和债券市场波动及非居民撤资幅度

时间	引发事件	股票市场		国债市场	
		股指跌幅 (%)	非居民净卖出 (亿卢布)	10 年期国债收益率增幅 (基点)	非居民净卖出 (亿卢布)
2018 年 4 月 6 ~ 12 日	美国对俄重要企业家发起制裁 ^①	3.80	169	38	805
2018 年 8 月 7 ~ 17 日	美国因斯科里帕尔对俄发起制裁 ^②	1.90	26	77	559
2020 年 2 月 20 ~ 28 日	新冠疫情在俄首度暴发	10.60	296	48	275
2020 年 3 月 2 ~ 19 日	OPEC + 减产谈判失败引发石油价格战 ^③	18.30	1 001	170	1 321
2022 年 1 月 13 ~ 25 日	俄政府与欧美多轮安全谈判进展不畅	14.90	1 075	108	784
2022 年 2 月 21 ~ 25 日	非居民投资者撤离俄资本市场	27.20	1 399	277	782

资料来源:俄罗斯央行, https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43512/2q_3q_2022.pdf

在各类反危机政策干预下,俄证券市场于年中逐渐平稳,但非居民投资者的大规模离场还是对市场流动性和结构产生负面影响。流动性方面,俄股票市场交易量在 2022 年 3 月复市后大幅缩水,交易规模环比下降近 90%,从 2 月的 45.58 万亿卢布锐减至 4.35 万亿卢布。此后股票市场交易规模在数月内也长期维持在 10 万亿卢布上下,远低于制裁前水平。此外,非居民投资者大幅撤离还引发俄股票市场散户化倾向加剧,散户投资者交易份额从制裁前的 40% 增至 79% (见图 7)。而据俄央行调查,俄散户投资者中约 98%^④为

① 2018 年 4 月 6 日,美海外资产控制办公室发布公告,对俄罗斯天然气工业股份公司首席执行官阿列克谢·米勒、俄罗斯第二大银行俄罗斯外贸银行行长安德烈·科斯京、俄罗斯中央银行副行长安德烈·托尔申等在内的 24 名俄公民发起制裁,瞬间引发俄外汇与资本市场大幅波动。

② 2018 年 8 月 8 日,美国国务院宣布认定俄政府在当年 3 月的斯科里帕尔案中使用有毒化学武器,违反美国政府《化学与生物武器管制和战争消除法案》。为此,美方宣布将对俄施加新一轮制裁。

③ 2020 年 3 月,新冠疫情蔓延导致原油需求急剧萎缩,俄罗斯拒绝与沙特阿拉伯一起大幅减产,谈判破裂后价格战打响,国际油价暴跌。

④ ЦБ РФ: обзор финансовой стабильности II – III квартал 2022 г. https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/2_3_q_2022/

不合格投资者,即资金规模较小、风险承受能力较低且缺乏参与证券市场交易的经验与技巧。在面临新一轮制裁冲击时,俄股票市场的波动性恐进一步加大。

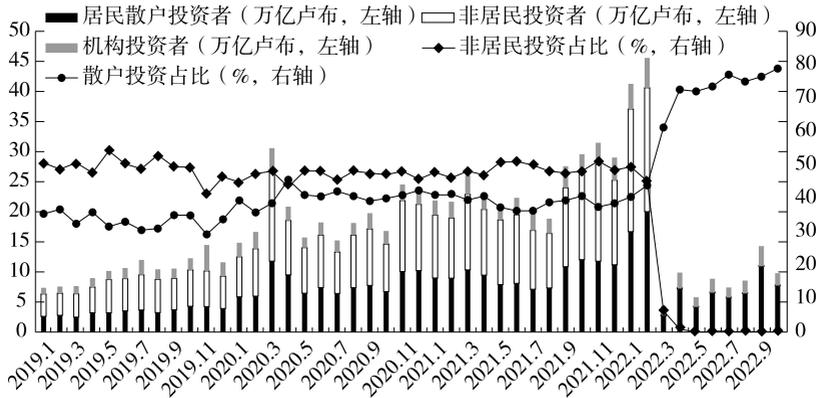


图7 2019~2022年俄罗斯股票市场交易规模及非居民交易占比

资料来源:同图5。

俄罗斯国债市场规模也出现近75%的萎缩,二级市场交易量从2022年2月的6680亿卢布降至3月的1570亿卢布(见图8)。证券市场流动性降低短期内对投资者信心和抗风险能力产生负面影响,长期或将削弱俄资本市场资源配置的效率。

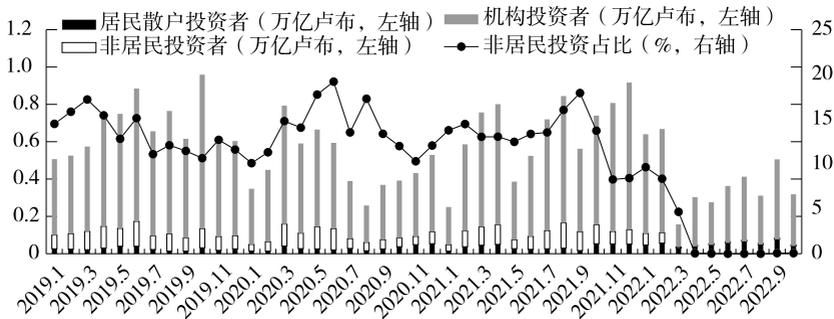


图8 2019~2022年俄罗斯二级国债市场交易规模及非居民交易占比

资料来源:同图5。

(三) 央行加息增加企业利率负担,宏观审慎调整避免大规模债务违约
面对制裁所引发的外汇市场和证券市场动荡,俄央行在2022年2月

28 日宣布将基准利率提升至 20%，整体利率环境亦随之调整。快速加息辅以临时资本管制有效规避了俄金融系统风险，在稳定商业银行流动性、缓解卢布贬值、对抗输入性通胀方面取得显著效果。但大幅加息在增加各经济部门利息负担的同时还极易引发信贷紧缩，这也是制裁对俄金融市场传导的又一底层逻辑。

截至 2022 年 4 月 1 日，俄罗斯非金融机构存量贷款中的 40% 采用浮息计价方式，即企业贷款利率等于央行基准利率加一个固定基点。央行大幅加息势必增加企业利率成本，进而引发资金困难甚至破产。为此，俄央行分别针对大型、中小型企业设置差异化利率调整缓冲机制，期间允许企业就利率调整幅度和速度与金融机构展开谈判并进行信贷重组。针对大型企业，俄央行政策允许企业向商业银行申请三个月的贷款利率调整缓冲期，并在缓冲期内与商业银行协商具体的利率上升幅度。这一措施有效规避了利率大幅调整对重点大型企业的影响。据俄央行统计，截至 2022 年 5 月 17 日，共有 1.8 万亿卢布的存量贷款根据该规定被重组，约占俄大型企业浮息贷款总额的 9%^①。

此外，针对无法享受利率调整缓冲期政策的中小型企业，俄央行和经济发展部联合出台了时效为 6 个月的信贷假期（Кредитные каникулы）政策。根据俄经济发展部解释，信贷假期指在一定期限内允许借款人由于收入减少而暂时停止或部分减少贷款偿还额度^②。信贷假期内中小型企业可以利用俄经济发展部与央行联合开发的中小型企业循环贷款项目以固定利率对存量贷款进行重组。俄政府和央行已将农业、旅游、餐饮、零售等中小型企业占比较高的行业列入支持范围。

2022 年 3 ~ 10 月，全俄约有 23% 的企业存量信贷实现重组，重组贷款中 60% 是浮息贷款^③。此后，俄央行降息通道的开启实质性缓解了借款人和金融部门的利率风险。

（四）新增企业贷款大幅下滑，信用紧缩致政策性金融成俄经济发展新抓手

制裁背景下，2022 年 3 月俄企业新增贷款同比下降 24%（见图 9），且该

① ЦБ РФ: обзор финансовой стабильности IV квартал 2021 г. – I квартал 2022 г. https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/4q_2021-1q_2022/

② Министерство экономического развития РФ. Малый и средний бизнес. Вопросы и ответы. https://www.economy.gov.ru/material/file/20c6baa4bb66fbb6c5716db2354d63cd/msp_voprosy_i_otvety.pdf

③ 同①。

指标在 2022 年内长期负增长,企业信贷紧缩风险持续加剧。为积极应对企业信贷增速不足,推动稳就业、保民生、促发展的宏观政策调控,自 2022 年第二季度起,俄政府和央行借助各类政策性金融平台向企业提供利率补贴与优惠贷款。

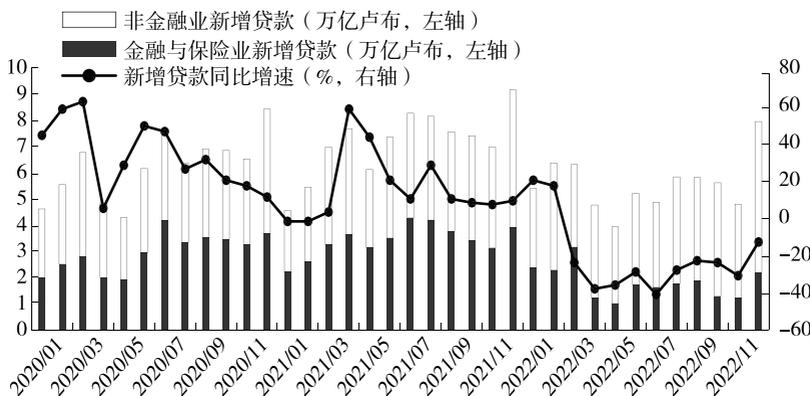


图 9 2020 ~ 2022 年俄罗斯企业月度新增贷款额及同比增速

资料来源:俄罗斯央行, https://cbr.ru/statistics/bank_sector/sors/credit/

2022 年 3 月,俄工业和贸易部出台重点企业利率补贴应急方案。在 3 月 ~ 5 月中旬,俄农业及工业重点企业分别通过该方案累计获得利率补贴贷款 392 亿卢布和 2 615 亿卢布,占同期新增企业信贷规模的 6%^①。此外,俄外经银行、俄中小企业发展联盟(MСП)等政策性金融机构还积极协同俄央行持续向中、小、微企业发放优惠贷款。大幅升息背景下政策性金融向实体经济注入优惠贷款的反危机政策,有效缓解了企业部门的信贷紧缩压力,避免了重点企业与中小型企业的经营困难与大规模倒闭。

四 新形势下务实推动中俄金融合作的机遇与路径

欧美对俄金融制裁一方面引发了俄金融市场剧烈震荡,通过恶化利率与汇率环境短期内对俄宏观经济平稳运行造成负面冲击,中长期内对俄经济结构转型与稳定增长产生持续负面影响,但同时也为新形势下深化中俄金融合作提供了难得的战略机遇期。具体看来,制裁背景下中俄金融合作新机遇主

^① ЦБ РФ: обзор финансовой стабильности IV квартал 2021 г. – I квартал 2022 г. https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/4q_2021-1q_2022/

要体现在以下四个方面。

第一,俄罗斯积极谋求在俄人民币资产保值增值渠道。制裁背景下人民币不但迅速替代欧美货币成为俄贸易结算与外汇交易的核心币种,而且在俄外汇储备和主权财富基金中的占比也快速提升。特别是 2022 年年底,俄财政部突然宣布调整主权财富基金资产配置结构,将人民币份额从此前的 30% 进一步增至 60%,而剩余的 40% 全部采用黄金形式^①。至此,人民币成为俄主权财富基金配置中的唯一生息资产。如何为俄经济体内大量涌入的人民币流动性提供持续、稳定、可靠的生息渠道是俄政府及金融机构亟待解决的难题之一。借助人民币国际化与中国资本市场开放契机,强化与中国金融机构合作、实现在俄人民币保值增值成为当前俄罗斯对华金融合作的重要诉求之一。

第二,俄罗斯期望借助中国资本市场对冲欧美金融封锁。欧美对俄商业银行、金融基础设施、外汇交易的封锁与限制加大了俄被隔绝在全球贸易与金融体系之外的风险。放眼俄罗斯潜在的协作伙伴,唯有中国资本市场的庞大规模与人民币汇率强、收益稳、流动好的良好特征可以满足俄罗斯对冲欧美金融封锁诉求。俄罗斯推动其商业银行和金融基础设施与中国对接,其核心是大幅提升人民币在俄贸易结算与资金融通的时效与规模,巩固俄与全球市场的关联度、弱化欧美金融封锁效果。特别是在当前全球经济区域化与“去金融化”大背景下,俄政府以期借助中国资本市场化解欧美金融封锁的战略意图愈加明显。

第三,俄罗斯希望运用中国资本助力其经济转型。欧美金融制裁对俄实体经济施压的主要途径是人为制造汇率暴跌,迫使俄央行提升政策利率。而利率上扬将增加企业利率负担、抑制新增贷款需求、造成社会信用萎缩。与此同时,欧美对俄商业银行及重点行业的全面封锁也将俄实体经济排除在欧美资本市场之外,增加了俄经济转型的资金成本。为此,俄政府迫切需要为其经济转型与持久发展寻找可持续、可负担的优质资金来源。新冠疫情与乌克兰危机升级以来,中国谨慎的财政与货币政策有效地保障了国内通胀稳定,整体利率环境在全球各主要经济体中优势明显。国内国外双循环发展格局也更加明确了中国资本“走出去”推动区域经济发展、创新保值增值渠道的历史责任。因此,俄罗斯加速吸引优质中国资本参与其经济转型与发展,在

^① Коммерсантъ; Минфин подтвердил продажу из ФНБ всех фунтов и иен.
<https://www.kommersant.ru/doc/5774201>

有效解决其国内资金短缺问题的同时,更能为人民币国际化与深化改革开放提供实践路径。

第四,依托中国庞大市场规模助力其经济复苏与财政稳定。欧美对俄金融制裁与全球经济复苏乏力相叠加使俄宏观经济走势不确定性愈发加大,实体经济长期低速增长乃至衰退对财政赤字的压力日渐增长。俄政府大幅提升人民币资产配置规模、扩大人民币结算范围的举措不仅强化了中俄两国金融系统的关联程度,更通过降低汇率波动风险的方式大幅提升了俄罗斯商品与服务在中国市场的竞争力。未来,俄罗斯将从宏观层面借助中国庞大市场根基稳固其经济发展态势;在中观层面强化两国间金融服务对实体经济发展的促进作用;在微观层面借助中国庞大的市场规模助力其实现贸易方向与产业结构的调整与优化。上述举措的核心就是通过强化两国金融合作、提升本币结算规模,借助中国市场短期内推动经济复苏、促进实体经济发展、创造就业机会,进而实现财政可持续发展与经济、社会稳定。

面对欧美金融制裁,俄罗斯一方面积极提升人民币资产份额,扩展人民币应用场景,尽量避免被排除在全球贸易与金融体系之外;另一方面,俄罗斯借助人民币国际化进程加速与中国金融资源对接,借助中国资金实现其经济复苏与经济转型。面对全球贸易、金融、货币体系变革,中俄两国可在以下五方面深化金融合作,进而有效突破美元霸权,围绕人民币构建以大宗商品交易和稳定经济增长为信用背书的新型国际货币体系。

第一,持续推动中俄双边、欧亚多边贸易本币化结算体系建设,提升原油、天然气等大宗商品本币结算规模。欧美国家对俄全方位多角度施加单边制裁的做法严重破坏了全球经济与能源合作的传统产业链与供应链。新形势下俄罗斯能源出口方向加速向亚太、印太布局,强化与新兴市场国家能源合作符合俄寻求能源出口替代市场的战略规划。中国经济的强劲反弹离不开可持续、可负担的能源供给。作为全球最大的能源进口国,特别是在“控煤减碳”背景下保障能源安全与推进能源转型更需统筹兼顾。俄罗斯丰富的油气资源、日趋完善的对华出口管网建设、基于长期采购协议的稳定价格等均是助力中国经济反弹、统筹能源安全与转型的重要支撑。

能源贸易也是中俄经贸关系的压舱石与稳定器,中俄双边能源贸易经验足、金额大、水平高,拓展以油气合作为抓手的中俄大宗商品人民币定价、结算体系构建能够高效便捷地通过经常账户促进人民币流入俄市场。此外,中国经济的稳定增长、巨额的贸易盈余、稳健的财政与货币政策进一步提升人民币币值稳定性,这为突破中俄双边、拓展欧亚多边的大宗商品人民币定价、

结算体系建立创造了良好的基础。欧美对俄金融制裁与贸易封锁也从根本上改变了欧亚区域的大宗商品交易走向,区域内大宗商品出口呈现由西向东、由“发达”向“发展”的调整趋势,其背后所折射的是美元、欧元等传统强势货币在区域内贸易结算份额的下降,这也为构建人民币区域结算体系创造了有利时机。同时,加速推进人民币区域结算体系建设还具有极强的正外部性,可展现人民币的强大购买力和良好信誉度,吸引更多国家使用人民币进行跨境贸易结算,进一步提高人民币的国际流动性。

第二,加速人民币跨境支付系统(CIPS)与俄罗斯央行金融信息传输系统(SPFS)高水平对接,提升本币互换规模。可以预见,新形势下中俄双边贸易规模仍将持续、稳定增长,加速构建贸易本币化结算体系与推进跨境支付平台对接将有效提升双边贸易结算时效、对冲汇率波动风险。中俄双方有关部门可进一步加强协作,推动两国跨境支付系统高水平对接。此外,目前中国国有大型商业银行普遍完成在俄业务布局,它们同时也是未来深化对俄金融合作的重要支点。但当前对俄金融合作具有敏感度高、政策性强、涉及面广、风险性大等特征,可适当满足俄商业银行在华设立分支机构的诉求,通过暂时将俄商业银行作为深化两国金融合作载体的方式避免中国大型国有银行受美国次级制裁威胁。货币互换结算可以绕开美元,避免多重换汇风险。新形势下,中俄两国央行可超前布局,提前扩容货币互换规模,以满足市场交易需求。

第三,积极响应俄外汇储备、主权财富基金对人民币资产需求,结合人民币国际化、区域化进程适时在俄增设离岸人民币生息渠道。由于人民币在俄出口结汇与外汇交易中占比大幅上升,俄商业银行体系留存大量人民币流动性,通过创新机制与创新产品为俄商业银行提供人民币生息渠道,将显著提升人民币在俄市场吸引力。而此前受资本项目管制影响,中国金融机构对俄证券业务推进缓慢,股票、债券等双向资金流动渠道和规模有限,中国商业银行与资管机构难以大规模、深度参与俄罗斯证券市场交易。为满足俄罗斯市场对人民币资产日益增长的需求,应在促进双边金融合作健康发展的基础上,酌情考虑局部放松资本管制要求,基于实际情况合理建立与设定双边资本市场相互投资的渠道与额度。例如,推动中国金融机构与企业在俄试点发行人民币债券和金融产品。上述操作可逐渐将俄罗斯提升为后苏联空间的人民币离岸债券市场,在协助俄解决当前人民币生息渠道的同时,加速人民币区域化建设。此外,可率先促进两国会计、审计、信用评级机构进行前期业务对接,推动两国资产管理机构和投资银行为进入彼此资本市场展开前期研究。

第四,提高中俄政策性、开发性金融对接水平,丰富各类股权融资渠道。制裁对俄罗斯宏观经济影响的实质是人为扭曲金融部门资源配置效率,引发金融抑制,这也是当前俄罗斯经济增长与结构性改革面临的重大外部掣肘。作为应对,俄政府强化金融资源引导、突出政策性、开发性金融作用的反危机逻辑已逐渐清晰。面对欧美极限金融制裁,俄政府和金融机构能否有效为国内实体经济“输血”或将成为决定中长期经济稳定运行与持续增长的关键因素之一。当前,俄政府除在需求端积极采取周期性政策强化短期干预外,还在供给端积极发挥政策性金融作用,力求解决实体经济融资、实现行业培植的问题。其中俄罗斯外经银行的“项目融资工厂”(Фабрика Проектного финансирования)计划就是其重要政策抓手之一。该项目的核心是借助主权担保和利率风险补贴,在政府引导下推动社会资本进入被鼓励发展的相关经济领域,进而解决经济增长中资本积累不足的弊端。可以预见,伴随中俄金融合作水平的切实提升,中国资本市场将逐渐成为俄罗斯政府和机构最重要的融资平台之一。为此,进一步提升两国间政策性、开发性金融机构对接与丰富股权融资渠道,既能满足俄经济结构转型的资金需求,也可为中国金融资本增值寻找新方向。

第五,借助上海合作组织和“金砖国家”等多边合作机制加速构建区域货币体系。欧美货币政策过渡紧缩及对俄金融领域的强力制裁再次表明,当前以美元、欧元为核心的国际货币体系已无法满足新兴市场对国际金融稳定、安全的现实诉求,人民币国际化与全球货币体系多极化势在必行。上海合作组织和“金砖国家”作为中国引领建设的重要区域政治、经济合作平台,其正式成员国与对话伙伴国囊括主要新兴市场国家,是区域乃至全球经济增长的重要引擎。各成员国在实现经济稳定增长、平抑本币汇率波动、加速吸引外资、促进产业发展等方面具有普遍诉求,对中国市场与中国资本倍加青睐。未来,应积极借助这些区域合作平台,充分整合区域内大宗商品生产国、过境国、消费国资源,协调项目合作规划,拓展金融合作方式,构建以区域大宗商品贸易和投资为核心的新型区域货币体系。这些举措对包括中俄在内的广大新兴经济体意义深远。

(责任编辑:于树一)