



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第47期）

俄乌冲突背景下的全球金融市场

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2022年5月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会 第47期

俄乌冲突背景下的 全球金融市场

报告人：钱宗鑫

2022年5月11日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁

(1) 经济制裁

- 油、气、煤、木材、水泥、海鲜、酒等进口限制
- 与部分俄罗斯国企的交易限制
- 飞机燃料、电子、航海、航空航天、无线通讯技术等出口限制
- 钢铁和奢侈品贸易限制
- 能源投资限制、俄罗斯直接投资基金投资项目投资限制
- 交通运输限制：限制俄罗斯公路运输入境、限制俄罗斯使用港口、航空限制
- 信息传播限制

总结起来：贸易限制+投资限制+交通限制+信息限制=切断**外部经济**联系

俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁

(2) 金融制裁

- 冻结央行和部分银行、个人资产
- 部分银行踢出CHIPS和SWIFT系统
- 禁止进入资本和金融市场
- 禁止对俄指定个人和实体提供资金和货币服务
- 禁止提供信用评级服务
- 禁止与俄罗斯央行的交易

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

金融制裁对俄罗斯的影响

(1) 直接观察到的现象

- 国内银行挤兑
- 国内利率上升
- 股市下跌
- 资本管制
- 卢布贬值
- 国际股票市场上，俄罗斯公司股价下跌
- 俄罗斯股票被踢出全球股指
- 俄罗斯主权信用评级下跌

金融制裁对俄罗斯的影响（2）实质影响

- 投融资困难：国内外融资难融资贵+国外投资难以收回
- 国际支付结算困难
- 上述情形的极端场景：没有赊账和储蓄的无信用经济+物物交换
- 经济不会无法运转，但会十分没有效率
- 在国内金融体系没有崩溃的情况下，实际情况，远不会坏到上述极端场景。
- 国内还是货币交易、但信用成本高
- 国际也还可以货币交易、但成本高、信用交易困难
- 与其它经济制裁的联系：以额外的方式加大了俄罗斯国际贸易和投资的成本

金融制裁对俄罗斯经济的实质影响取决于

- (1) 国内金融体系的韧性
- (2) 俄罗斯经济对外部经济的依赖程度
- (3) 制裁强度长期维持的预期

俄罗斯金融体系的韧性？

金融制裁在2014年发生过，它对俄罗斯金融体系和经济的影响如何？

两位俄罗斯专家的研究（Gurvich and Prilepskiy, 2015）

- 制裁效果的40%被俄罗斯资本流出下降抵消了。
- 油价下跌对俄罗斯经济的影响远远大于金融制裁。

俄罗斯金融体系的韧性？



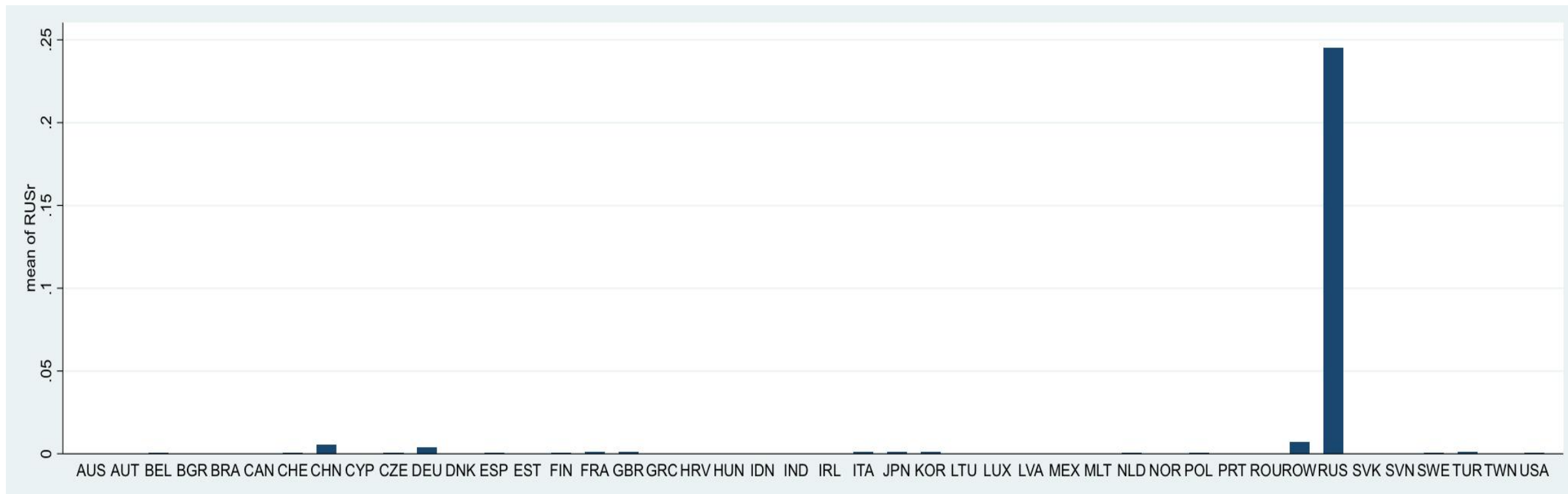
数据来源：WIND

俄罗斯金融体系的韧性？



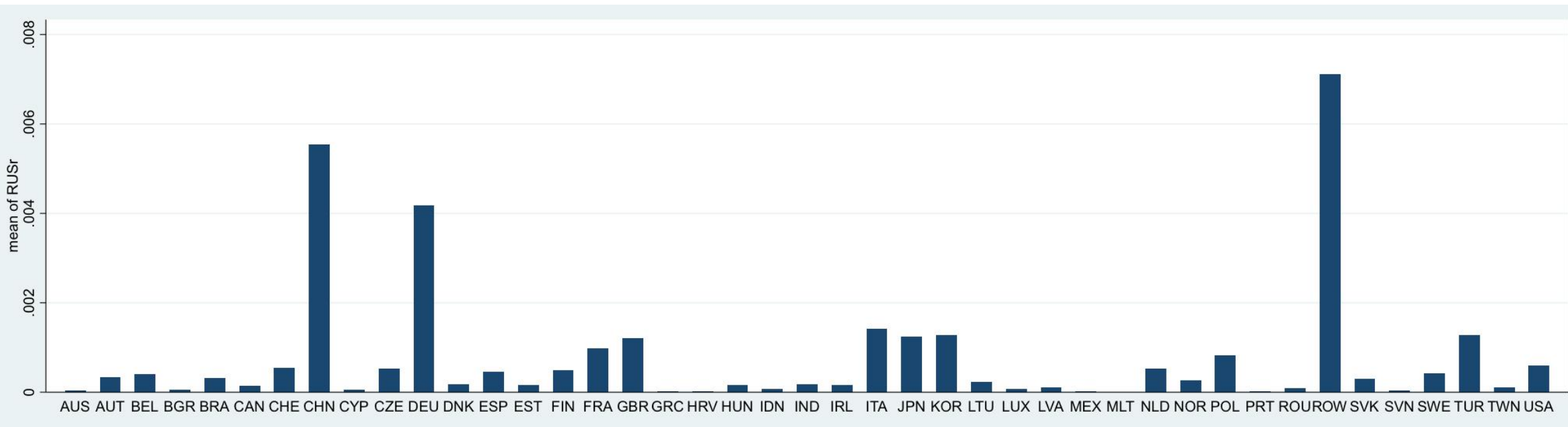
数据来源：WIND

俄罗斯对各国经济的依赖



数据来源：作者根据WIOT数据计算，单位（%）

俄罗斯对各国经济的依赖（不含俄罗斯本国）



数据来源：作者根据WIOT数据计算，单位（%）

制裁强调长期持续的预期

- 俄罗斯外汇储备6000亿美金。Berner等（2022）估算其中非人民币的3460亿。俄罗斯外债4780亿美金。俄国仍是一个净债权国。但是它的债主会一直团结下去吗？
- 俄罗斯的能源出口地位。欧洲，尤其是德国对俄罗斯能源进口的依赖。
- 俄罗斯还在小麦和金属供应上有重要地位。
- 制裁对欧美和俄罗斯的总体经济影响对称吗？
- 欧洲金融机构，尤其是奥地利、法国、意大利金融机构，可能在制裁中严重受损。

金融制裁对俄罗斯的影响

(3) 近期的一些估算

- Pestova等 (2022.4.15) 制裁将导致俄罗斯2022年GDP缩水-12.5-16.5%，但是其贸易顺差不降反升40%-60%，主要问题在投资和消费的下滑。
- Mahlstein等 (2022.5.06) 假设各国对俄罗斯完全贸易禁运，俄罗斯GDP缩水14.8%。主要问题在FDI撤离。制裁方平均损失GDP的0.52%，但成本分布不均。

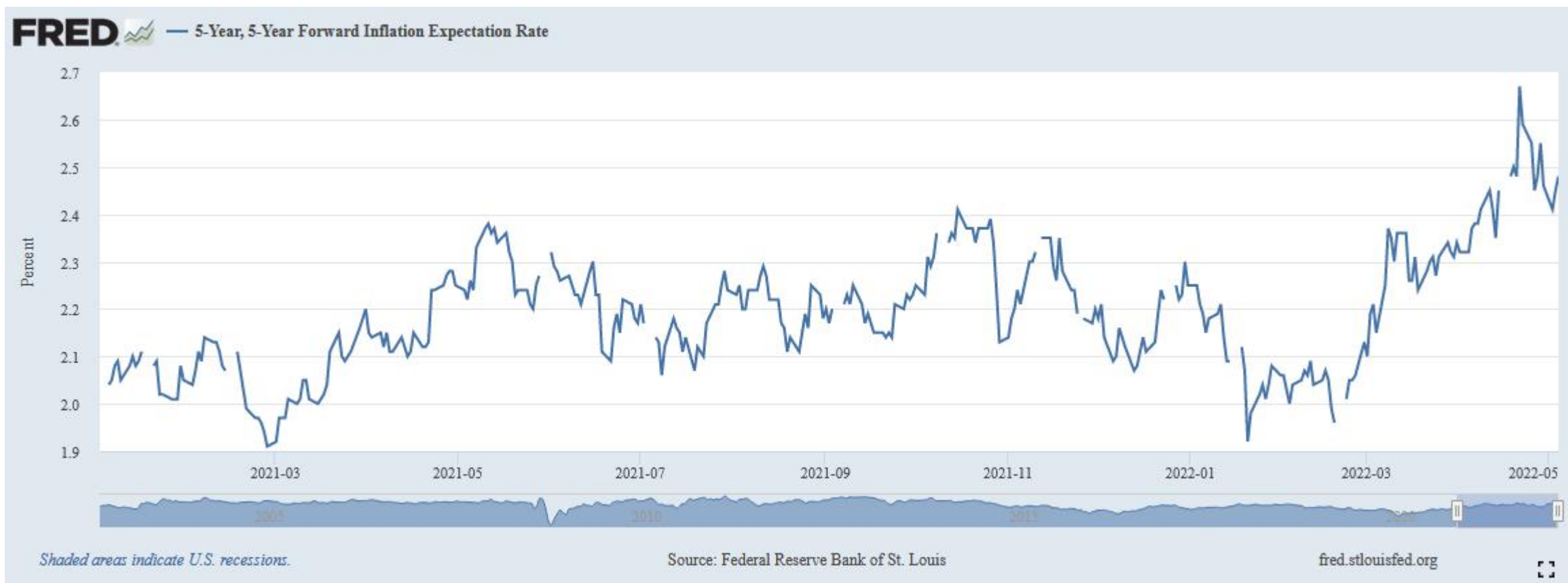
目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

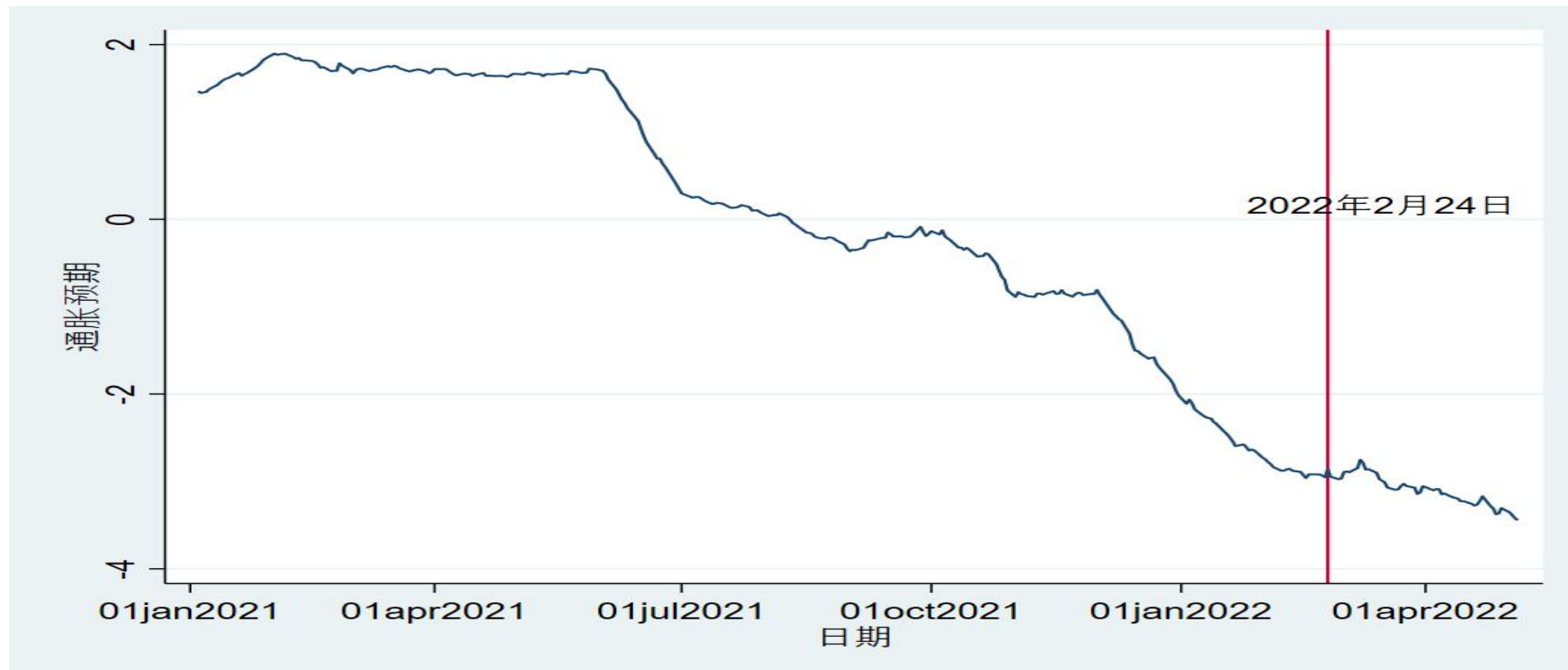
俄乌冲突对全球金融市场的溢出影响

- 通过影响通货膨胀预期和汇率，改变全球股票市场的估值分布，进而改变各国居民和企业的财富分布
- 通过产业价值链联系，将俄罗斯经济因冲突和制裁所受的冲击传导到各国金融市场，引起全球资产价格下跌
- 冲突和制裁发展及其经济影响的不确定性，导致全球金融市场不确定性激增。
- 加剧了美国资本市场冲击对中国资本市场的传染
- 加剧了全球的主权债务风险

俄乌冲突对美国金融市场通胀预期的影响

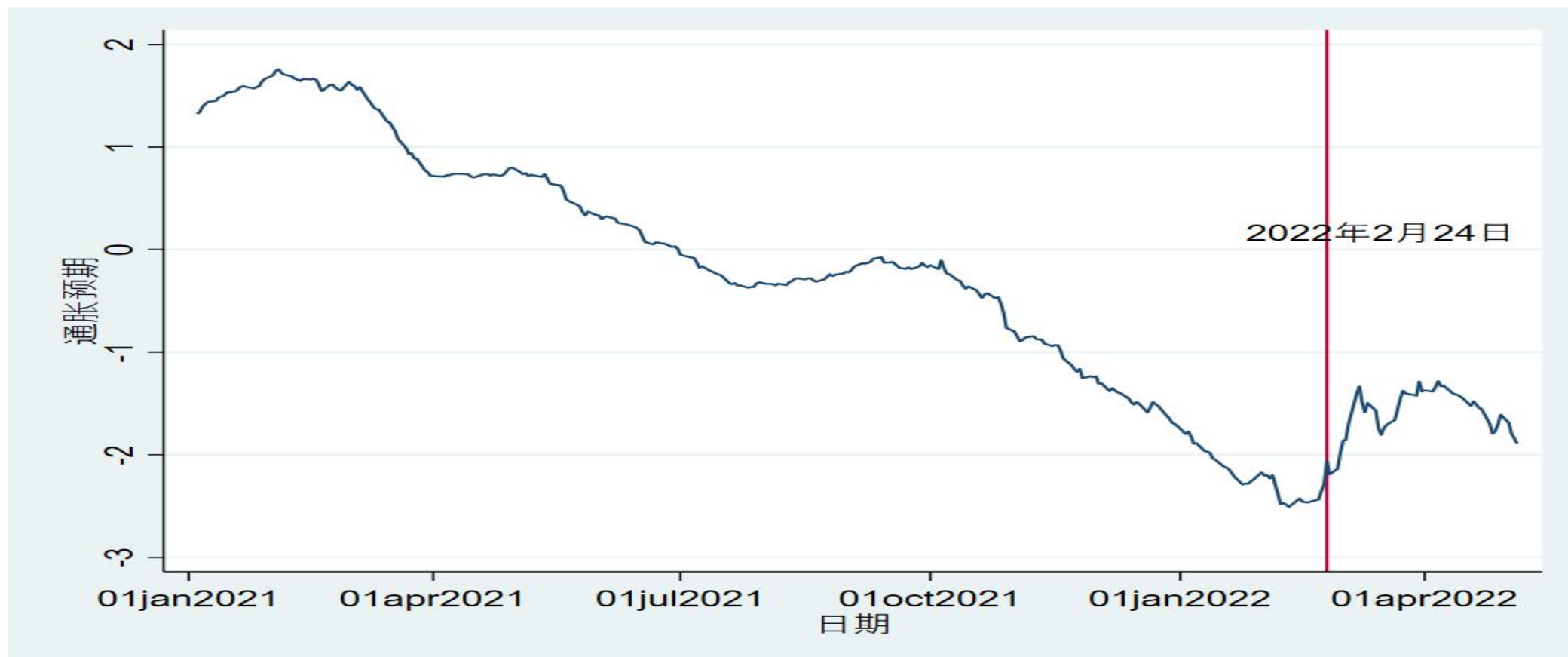


俄乌冲突对英国金融市场通胀预期的影响



数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

俄乌冲突对法国金融市场通胀预期的影响



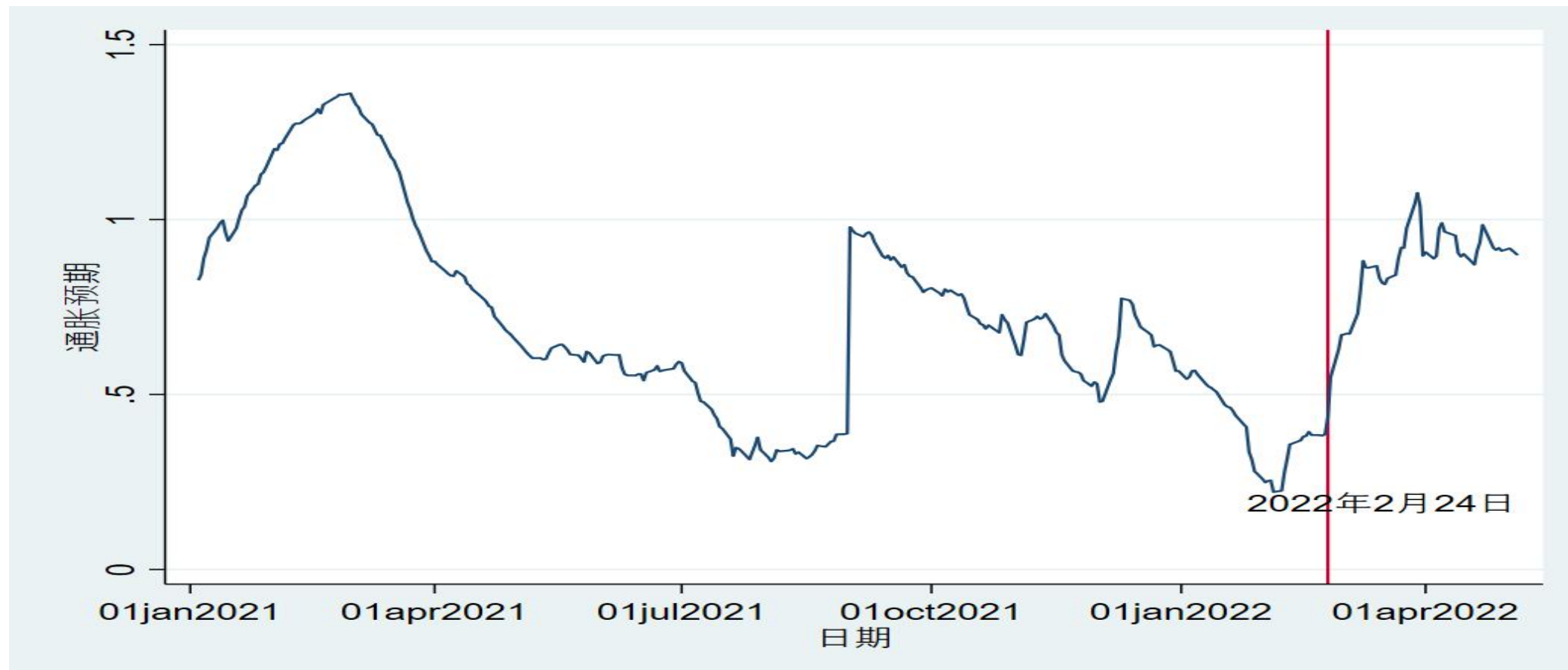
数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

俄乌冲突对德国金融市场通胀预期的影响



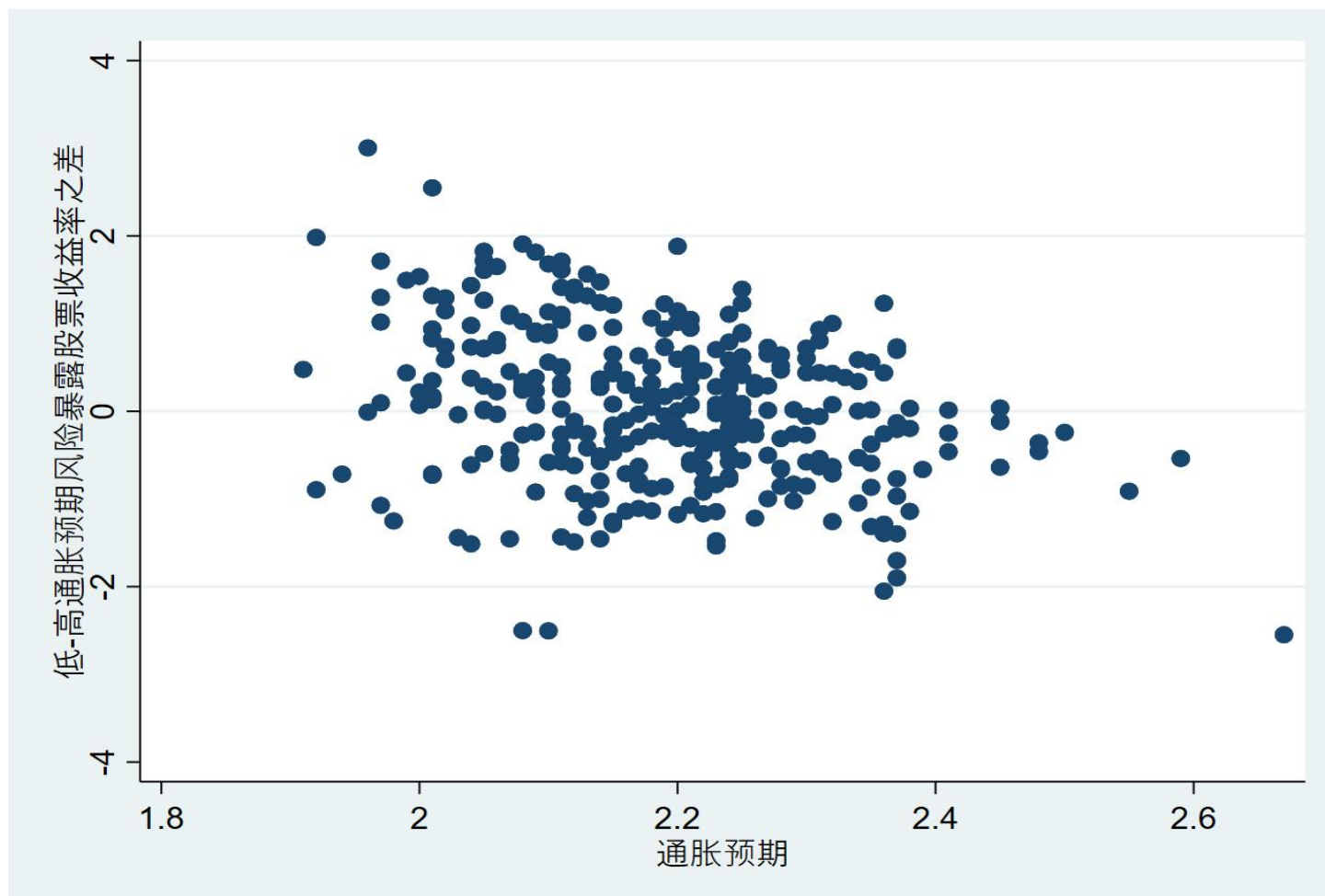
数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

俄乌冲突对日本金融市场通胀预期的影响



数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

通胀预期与美股定价

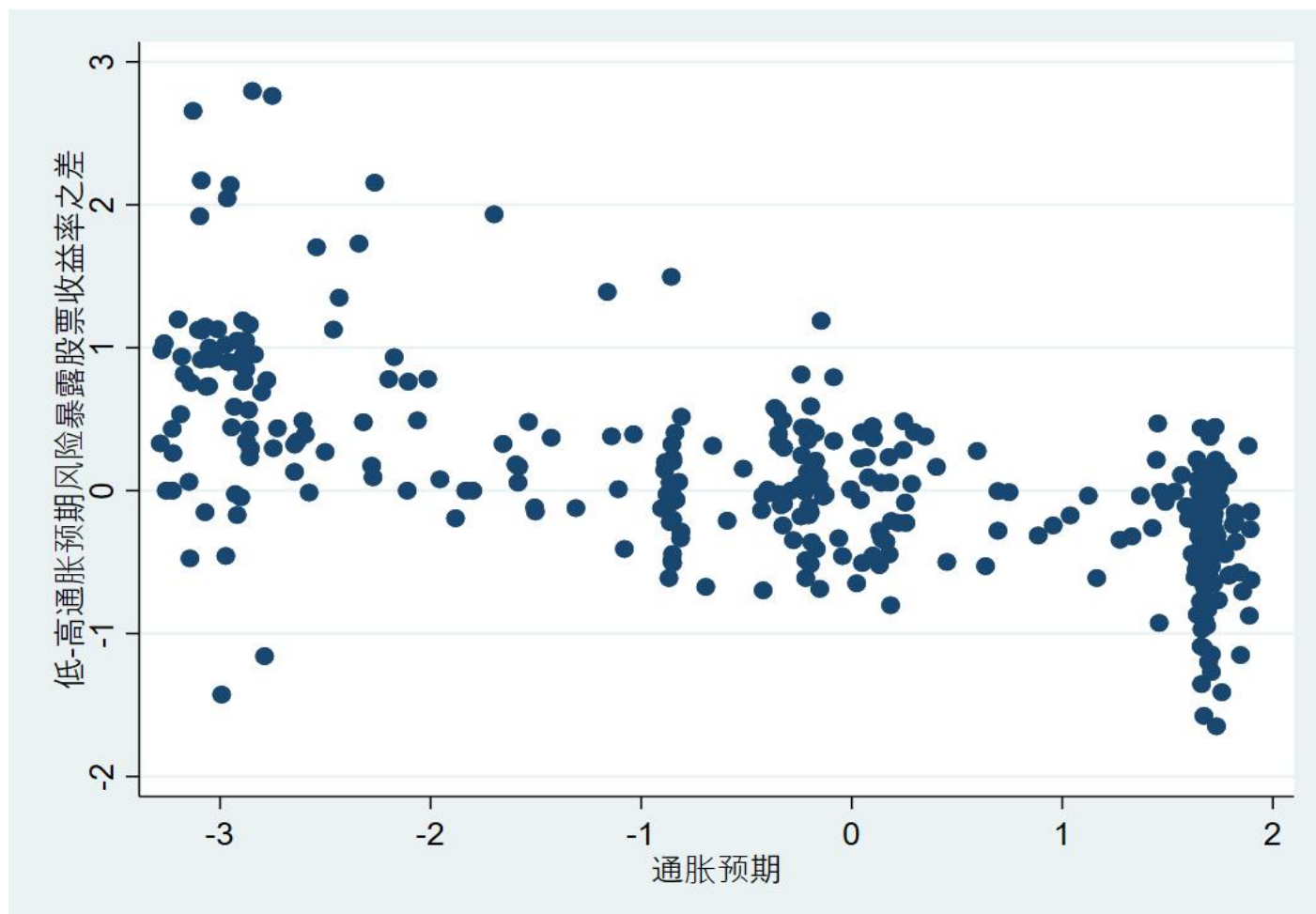


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，美股中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**2个百分点**。

而2月24日之后，美国金融市场通胀预期平均上涨了**17个基点**。

通胀预期与英国股票定价

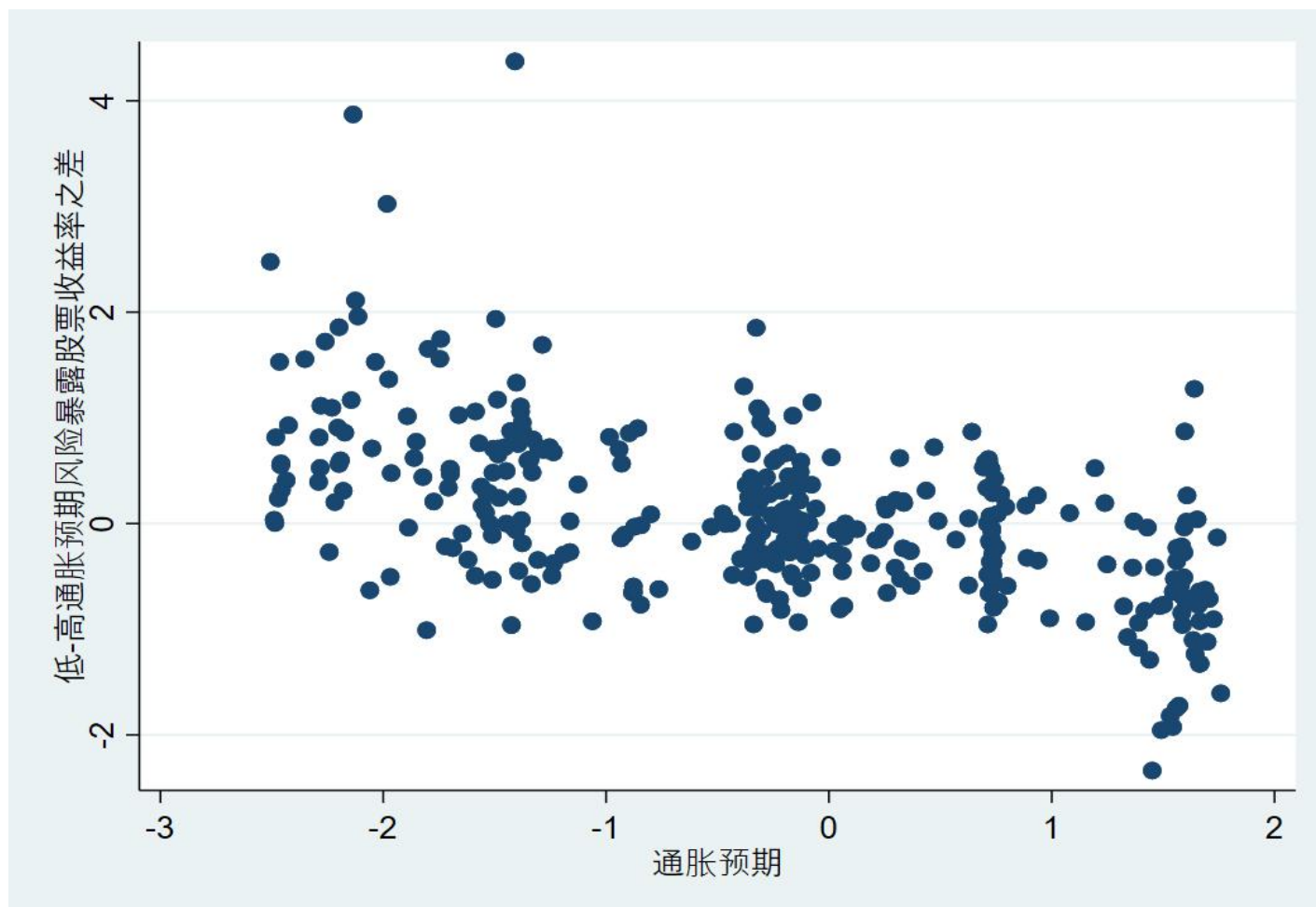


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，英国股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**0.24个百分点**。

而（与前60天平均相比）2月24日之后，英国金融市场通胀预期平均下降了**86个基点**。

通胀预期与法国股票定价

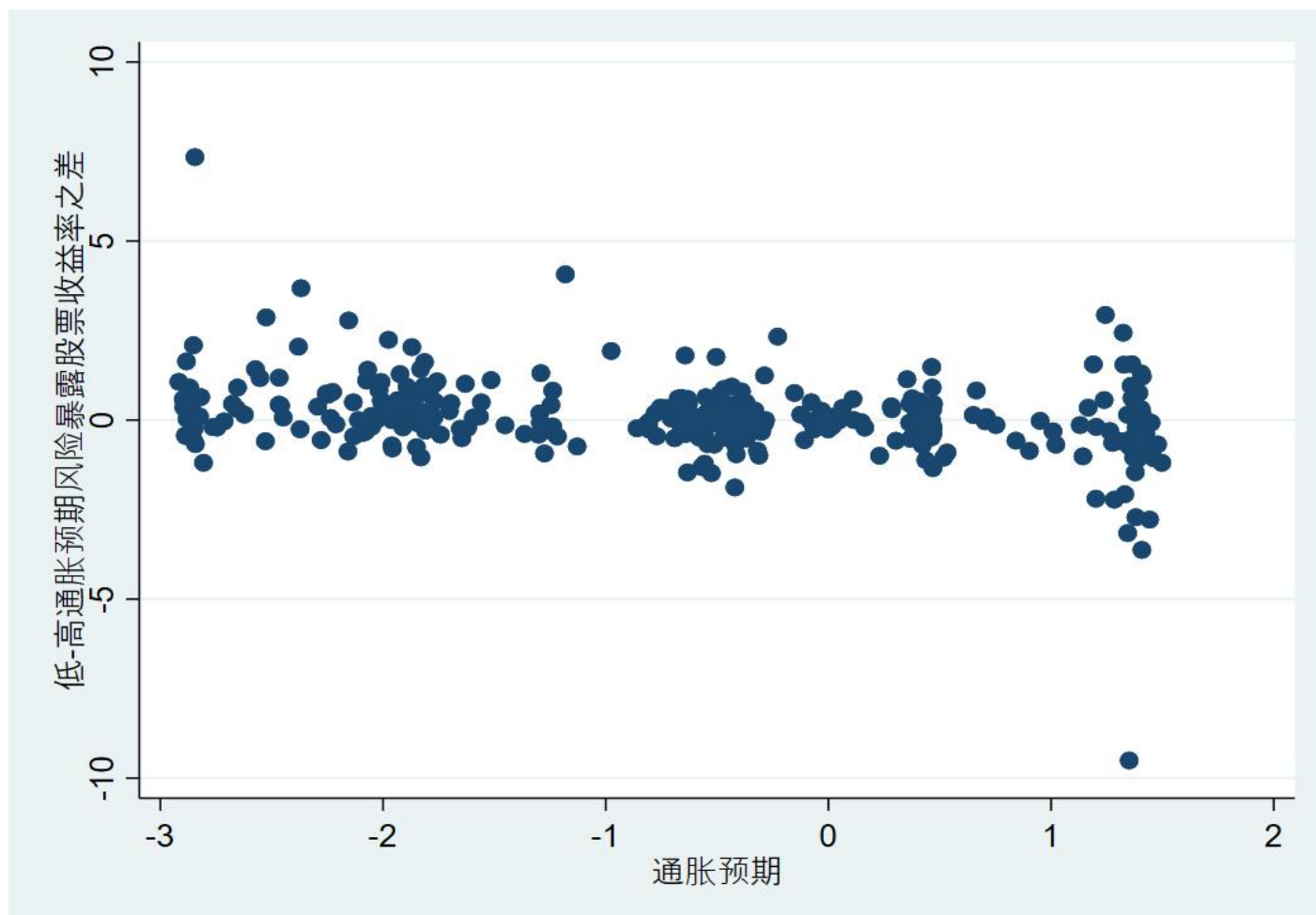


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，法国股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**0.37个百分点**。

而（与前60天平均相比）2月24日之后，法国金融市场通胀预期平均上升了**38个基点**。

通胀预期与德国股票定价

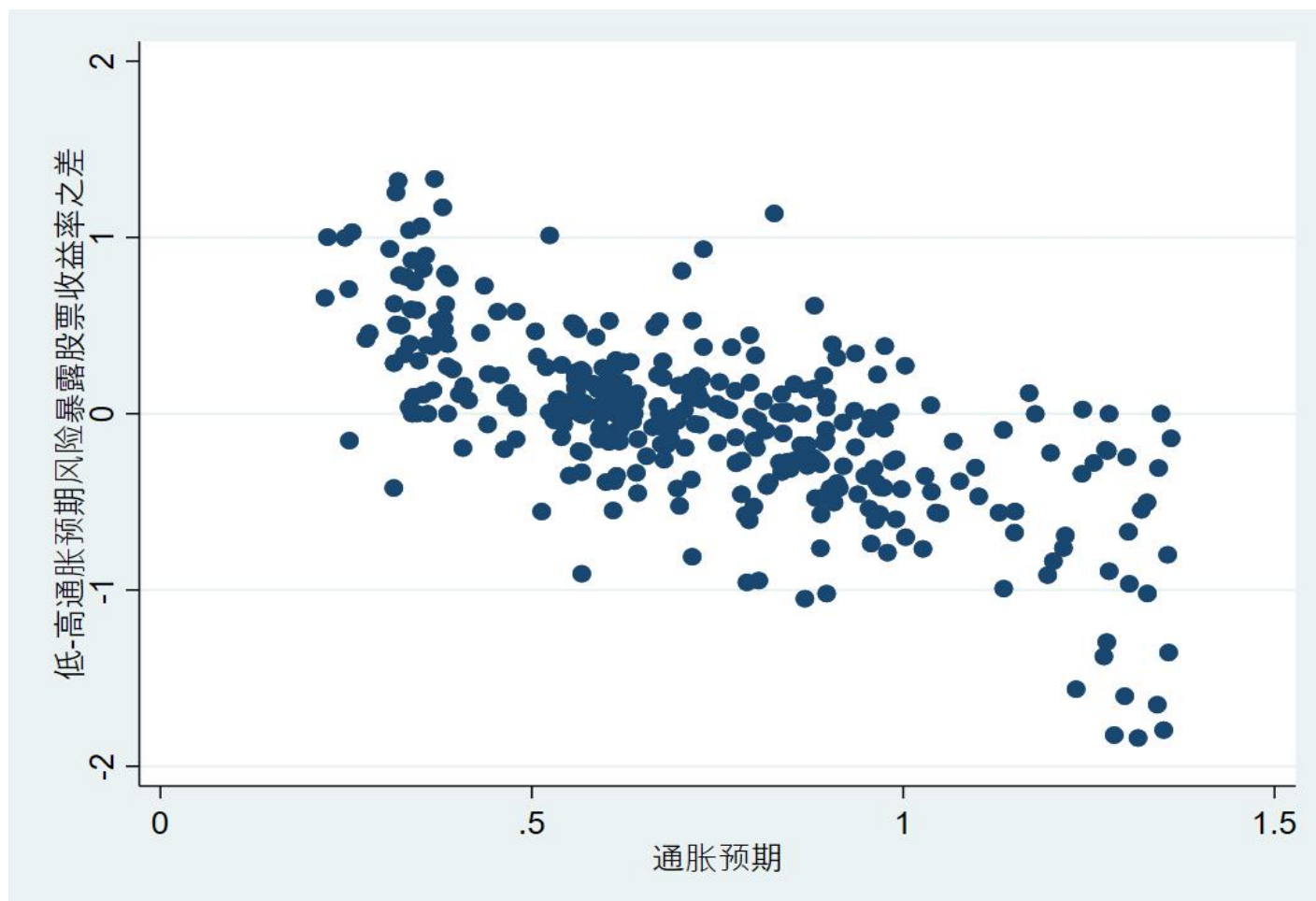


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，德国股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**0.26个百分点**。

而（与前60天平均相比）2月24日之后，德国金融市场通胀预期平均上升了**40个基点**。

通胀预期与日本股票定价



数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，日本股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.24个百分点**。

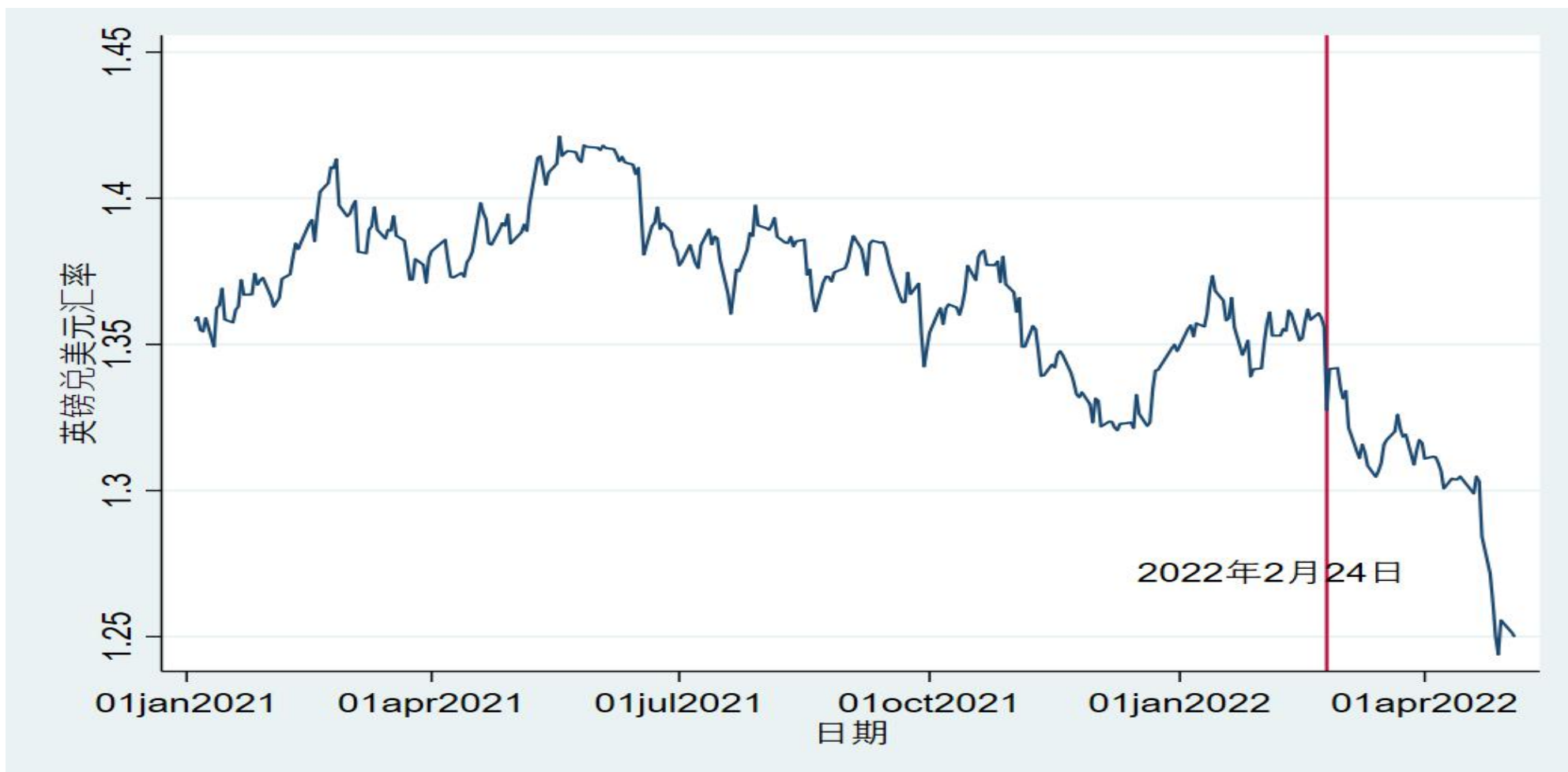
而（与前60天平均相比）2月24日之后，日本金融市场通胀预期平均上涨了**37个基点**。

俄乌冲突对美元指数的影响



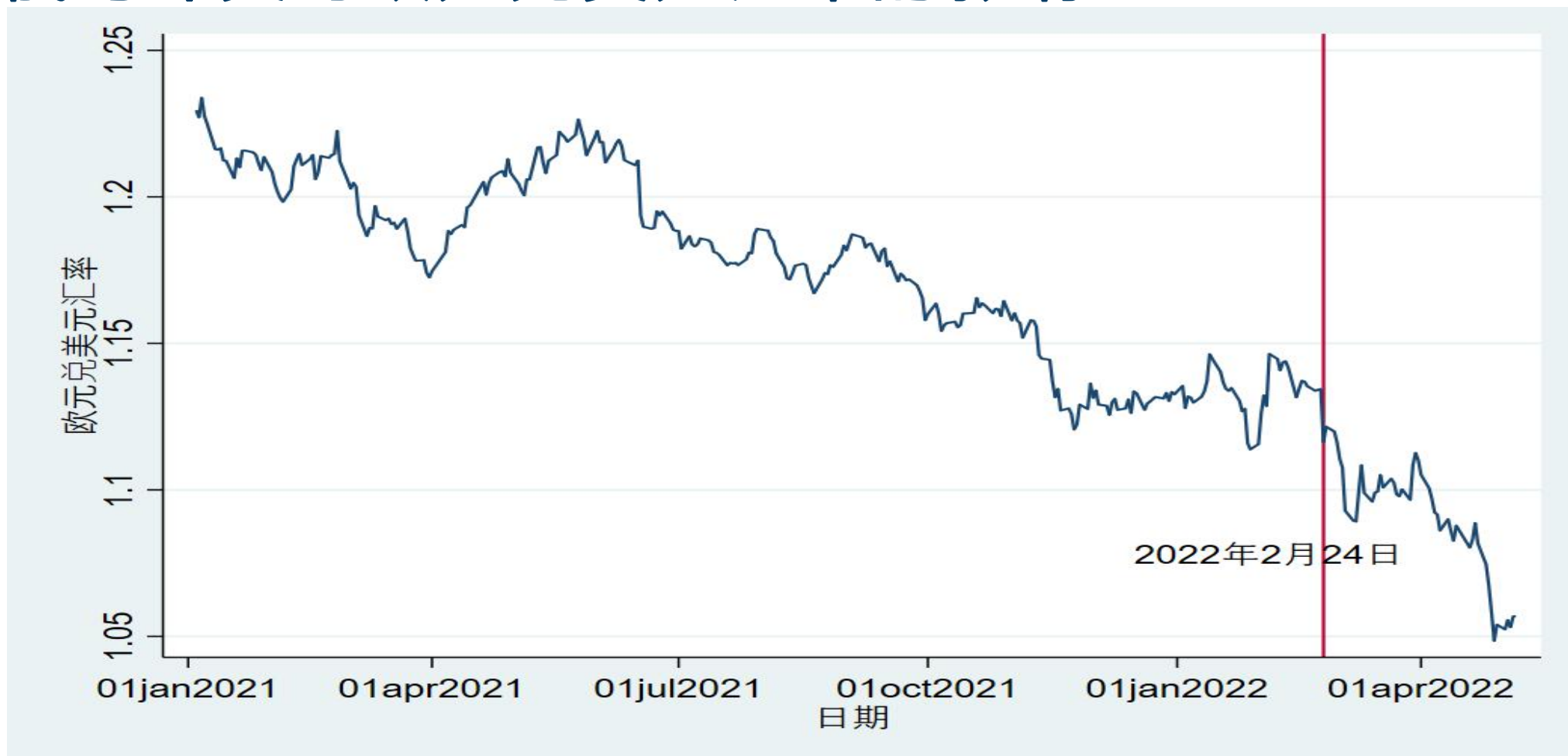
数据来源：WIND

俄乌冲突对英镑兑美元汇率的影响



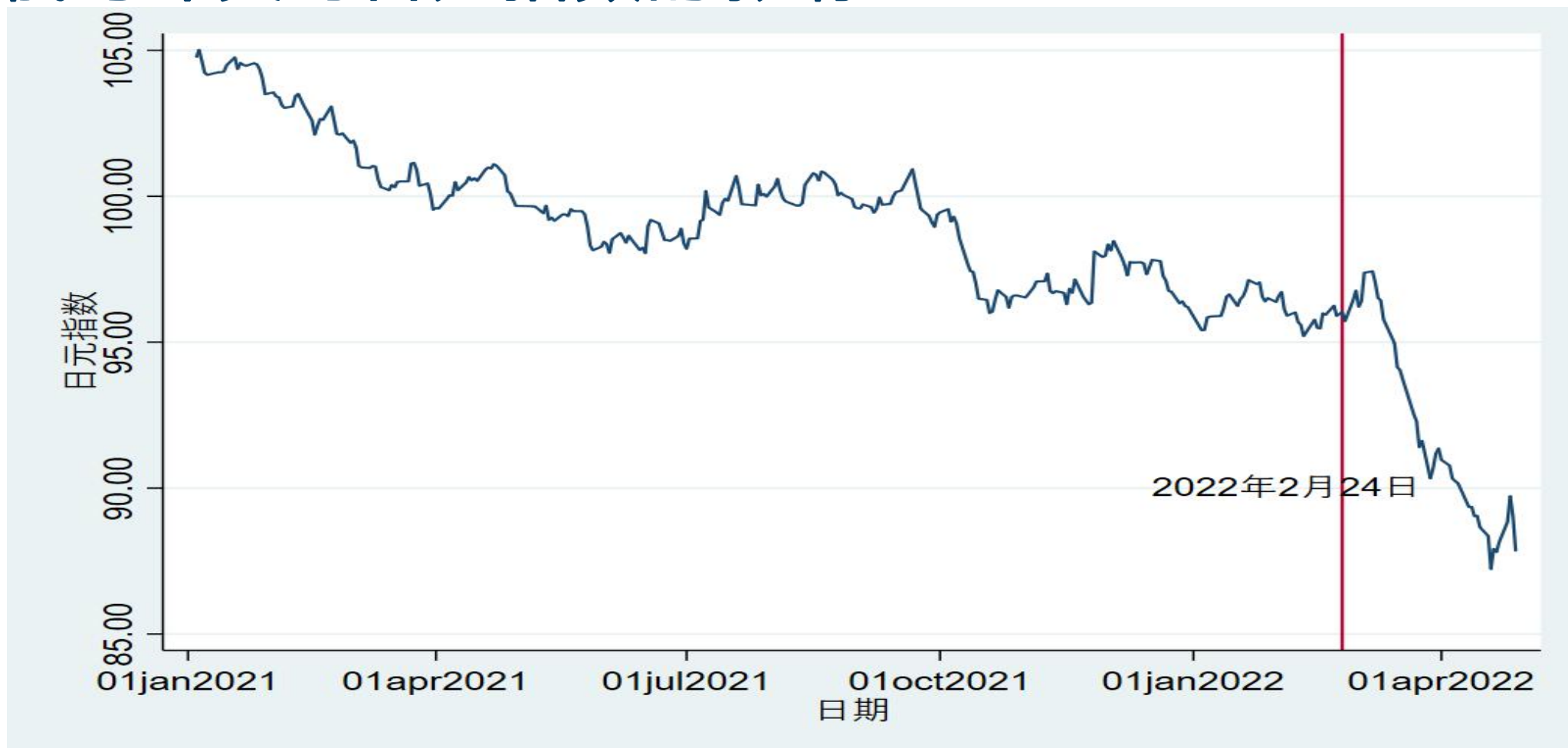
数据来源：WIND

俄乌冲突对欧元兑美元汇率的影响



数据来源：WIND

俄乌冲突对日元指数的影响



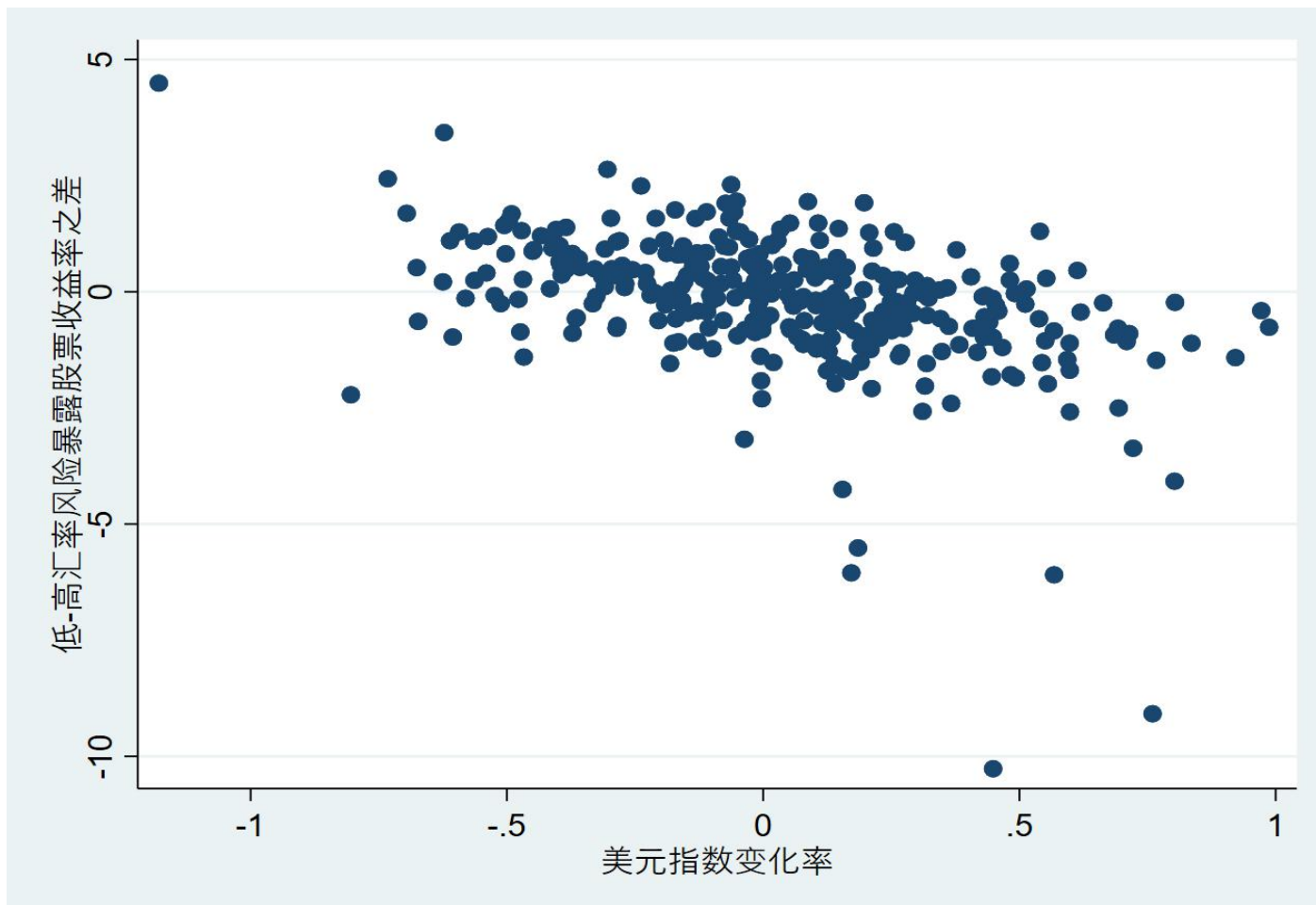
数据来源：WIND

俄乌冲突对CFETS人民币汇率指数的影响



数据来源：WIND

美元汇率变化与美股定价

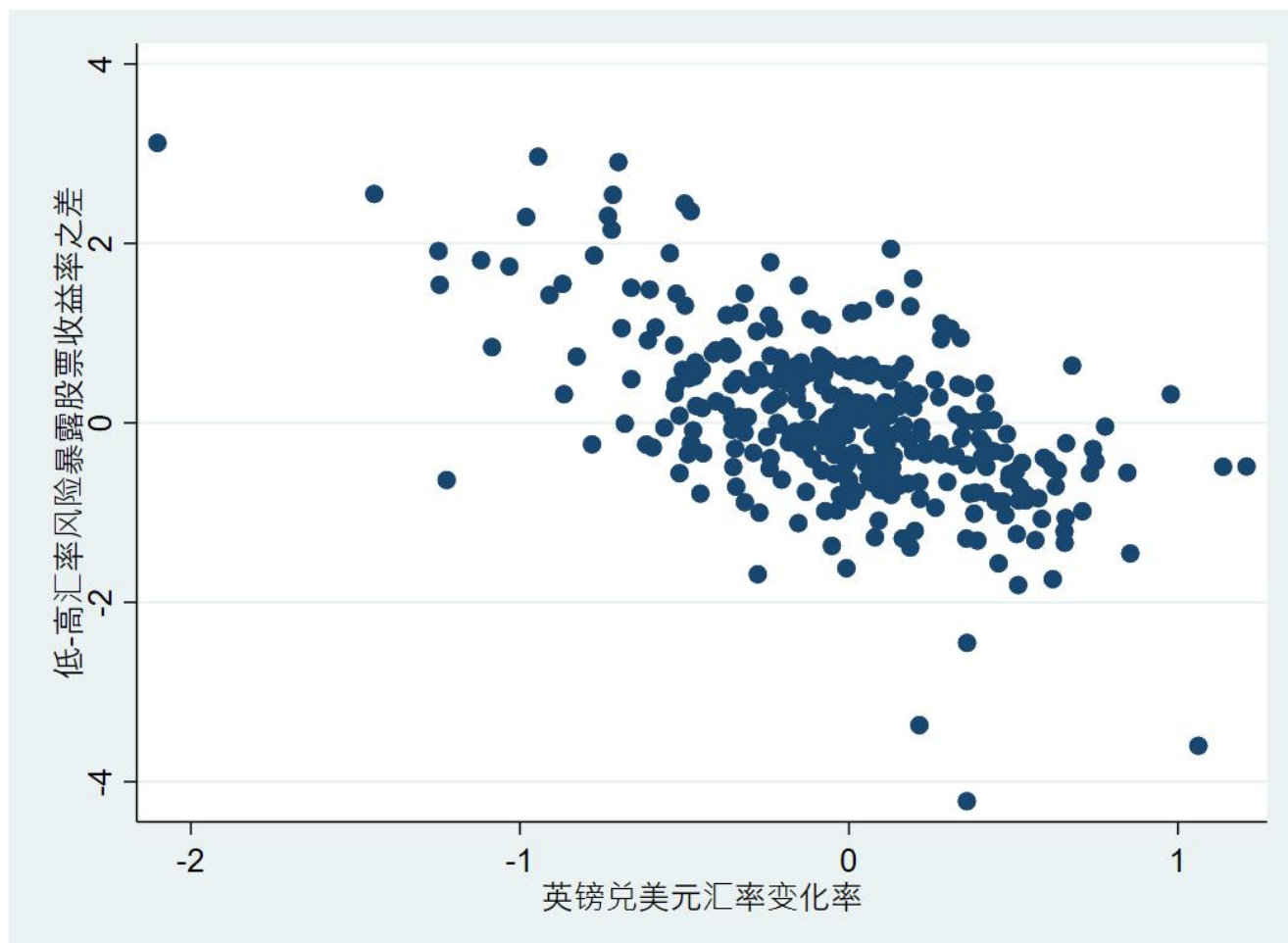


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，美元指数收益率每上涨1个百分点，美股中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.3个百分点**。

而2月24日之后，美元指数收益率平均上涨了**11个基点**。

英镑兑美元汇率变化与英国股票定价

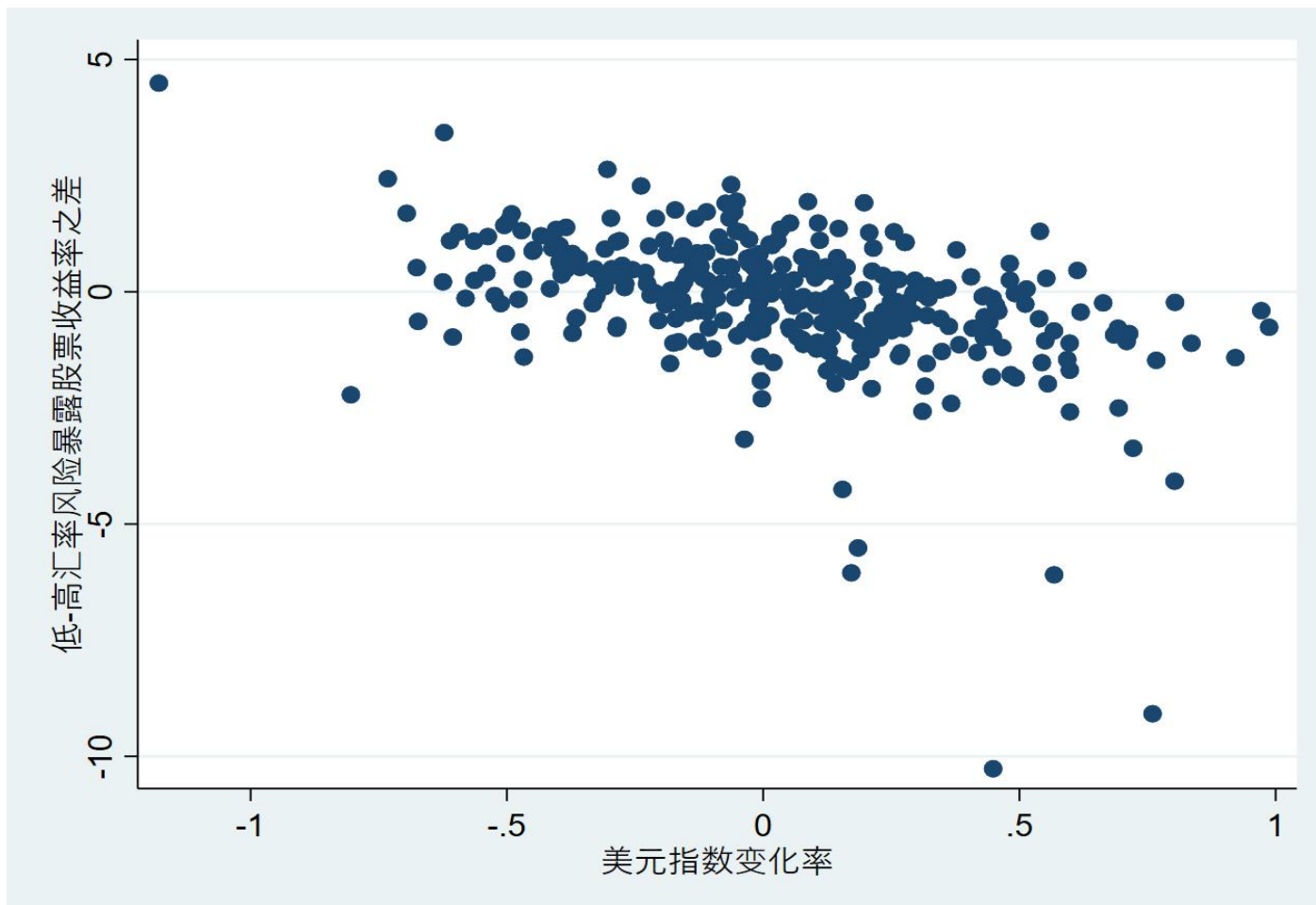


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，英镑兑美元汇率收益率每上涨1个百分点，英国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.3个百分点**。

而2月24日之后，英镑兑美元汇率收益率平均下降了**14个基点**。

欧元兑美元汇率变化与法国股票定价

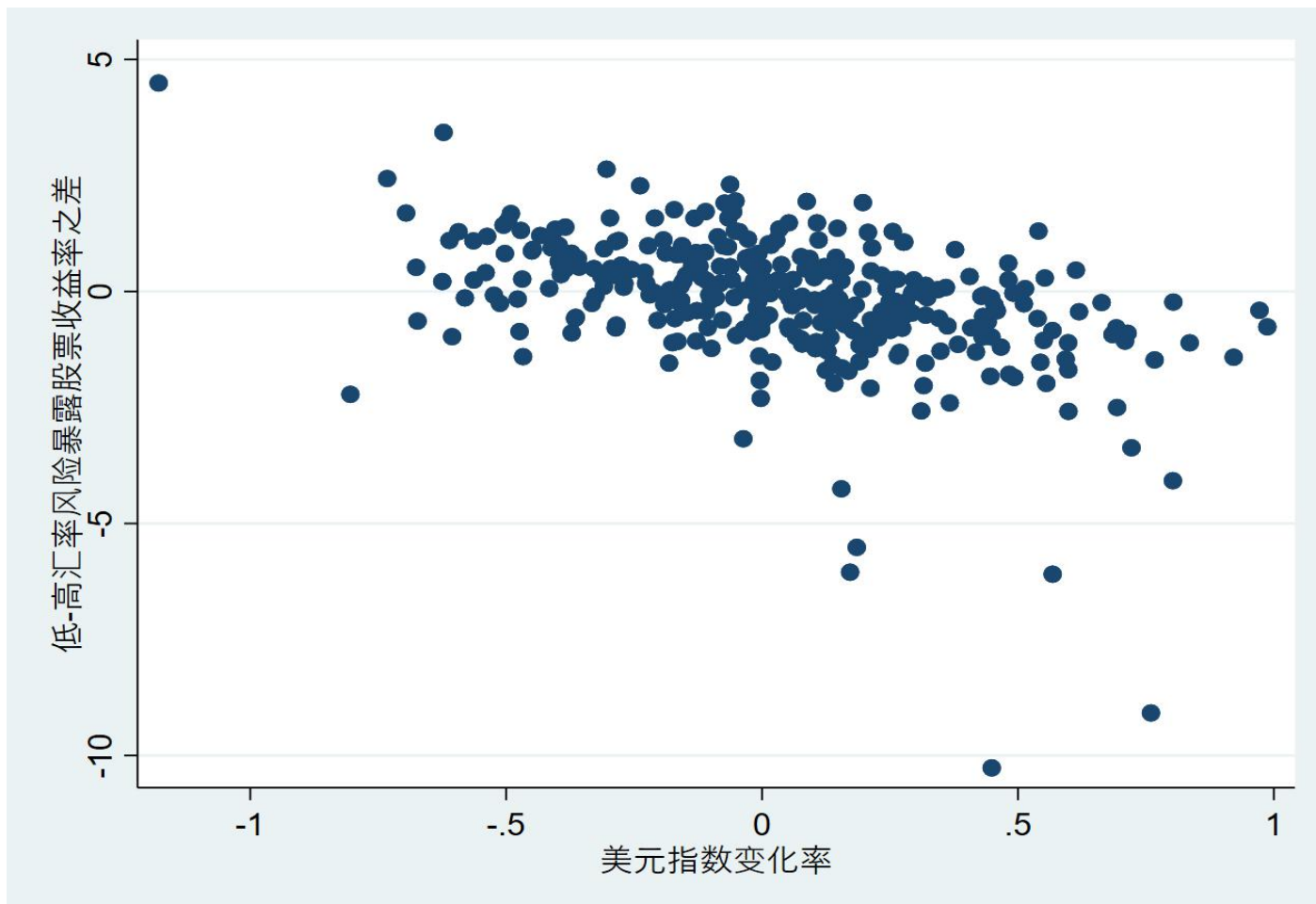


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，欧元兑美元汇率收益率每上涨1个百分点，法国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.5个百分点**。

而2月24日之后，欧元兑美元汇率收益率平均下降了**9个基点**。

欧元兑美元汇率变化与德国股票定价

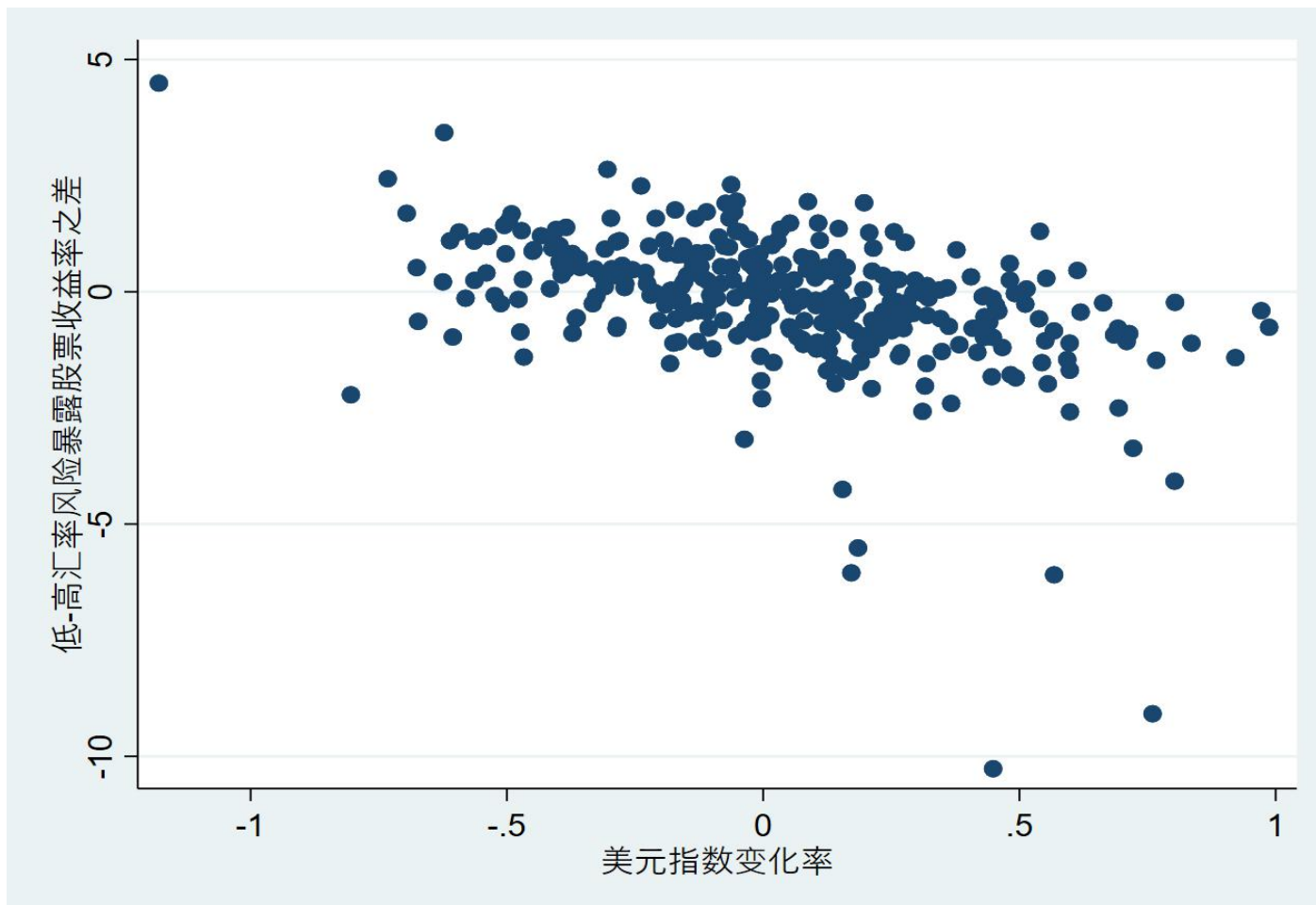


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，欧元兑美元汇率收益率每上涨1个百分点，德国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.3个百分点**。

而2月24日之后，欧元兑美元汇率收益率平均下降了**9个基点**。

日元汇率指数变化与日本股票定价

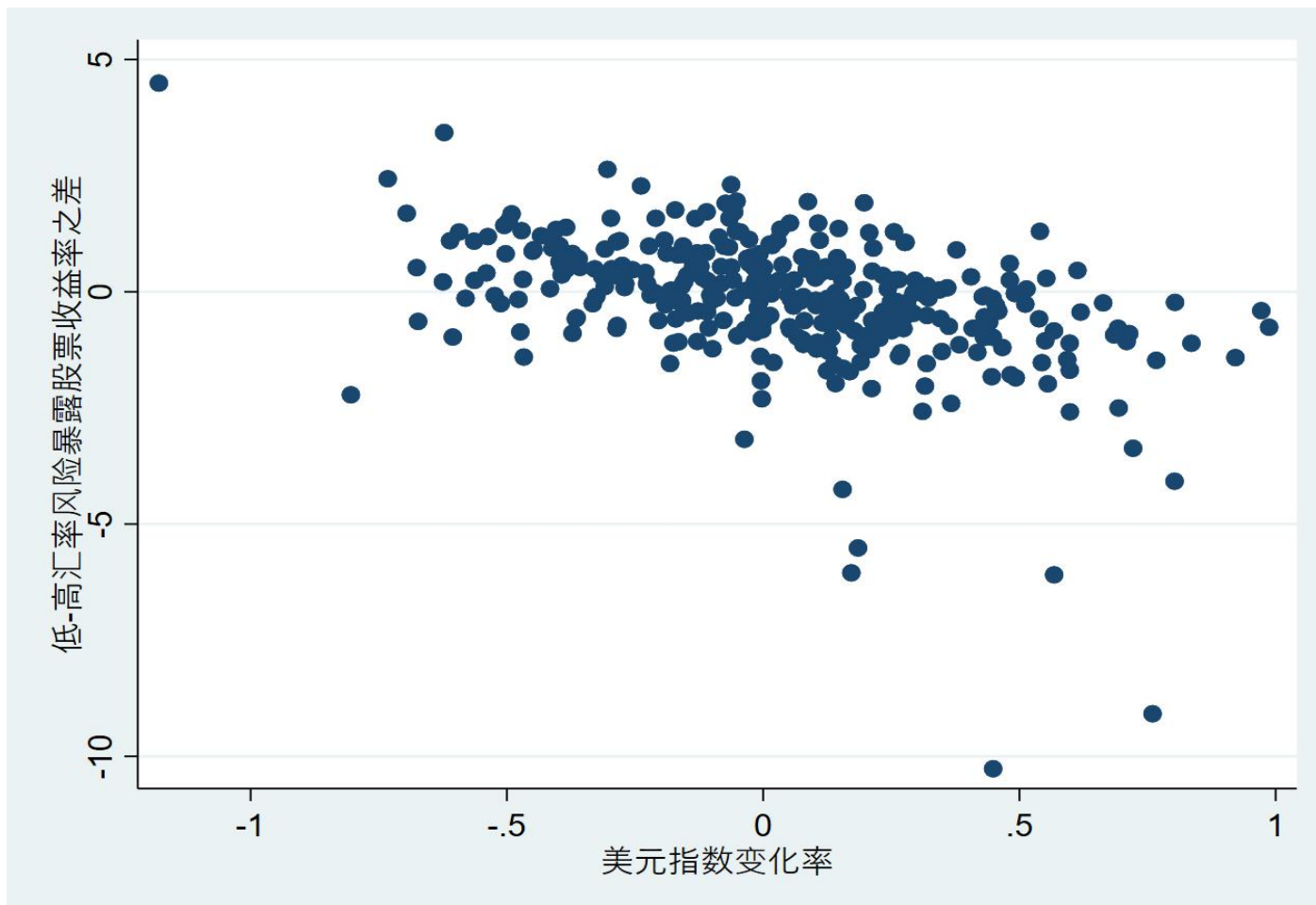


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，日元汇率指数收益率每上涨1个百分点，日本股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.2个百分点**。

而2月24日之后，日元汇率指数收益率平均下降了**14个基点**。

CFETS人民币汇率指数变化与中国股票定价

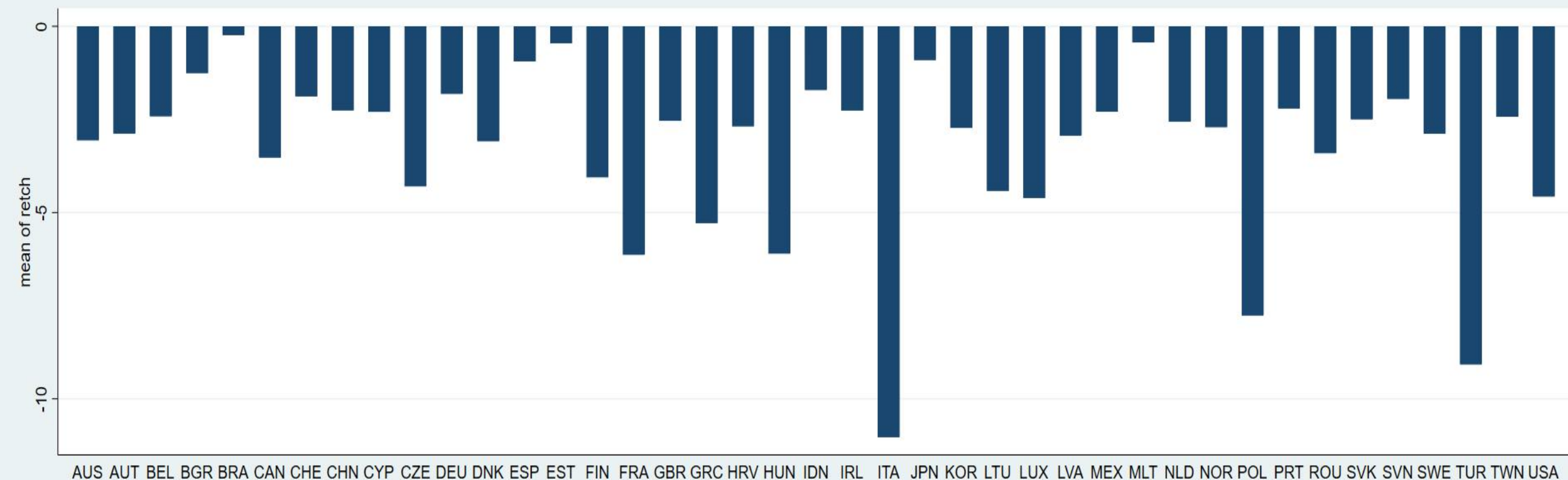


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，人民币汇率指数收益率每上涨1个百分点，中国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**5.1个百分点**。

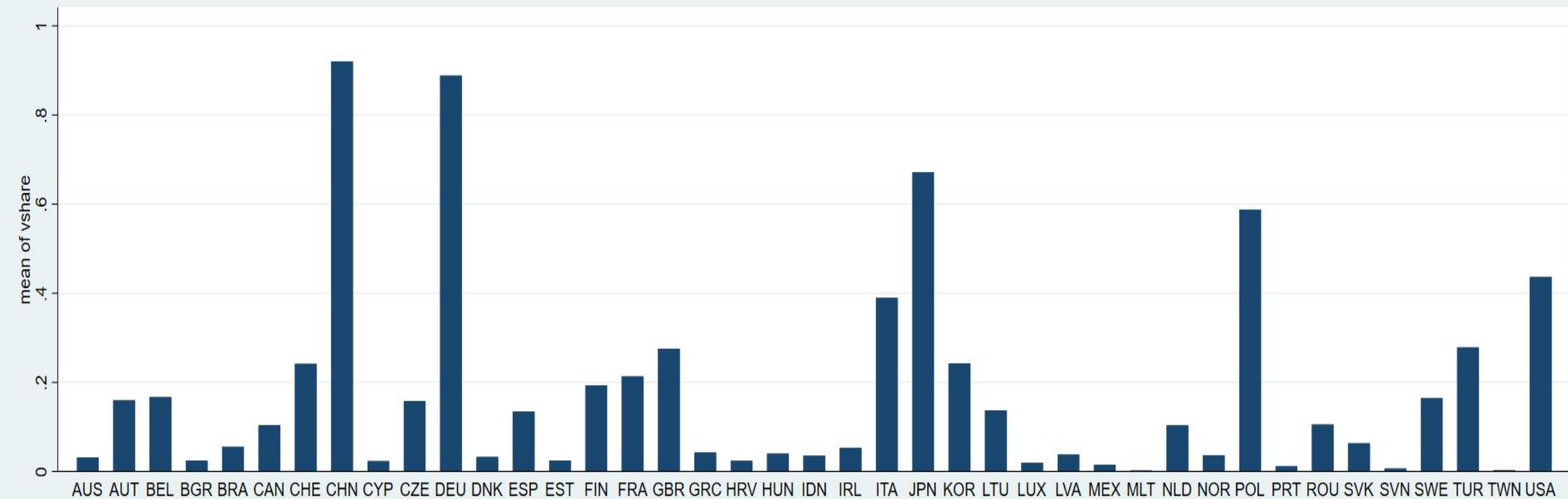
而2月24日之后，人民币汇率指数收益率平均下降了**11个基点**。

俄乌冲突前后股指收益率的变化



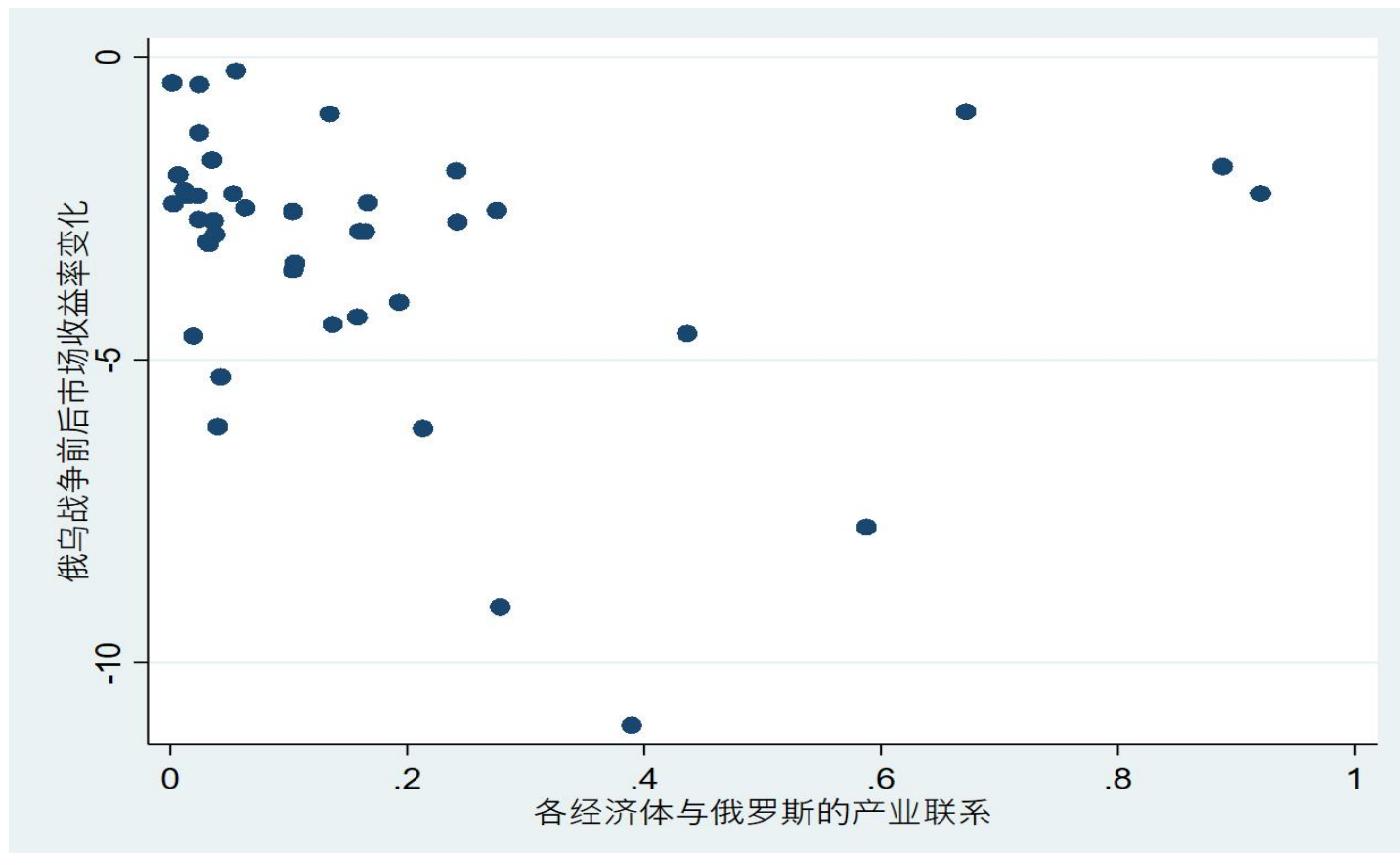
数据来源：作者根据WRDS数据计算，单位（%）

各国与俄罗斯的产业联系差异



数据来源：作者根据WIOT数据计算，单位（%）

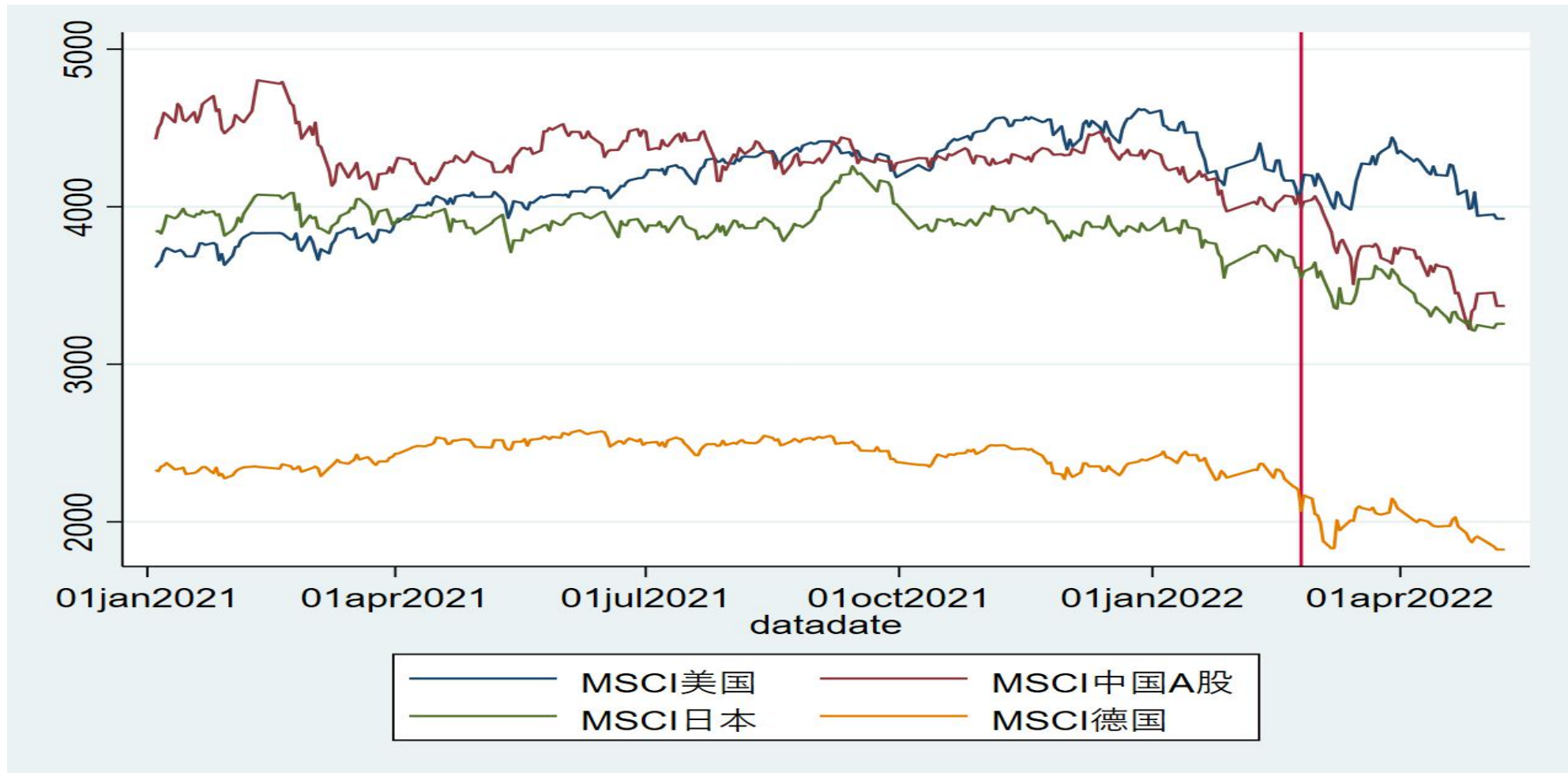
各国股票收益率受俄乌冲突的影响 与各国和俄罗斯产业联系的关系



平均而言，一国增加值中俄罗斯的贡献占比相对于全球增加值中俄罗斯贡献上升1个百分点，其股票指数收益率在俄乌战争爆发之后多下降1.8个百分点。

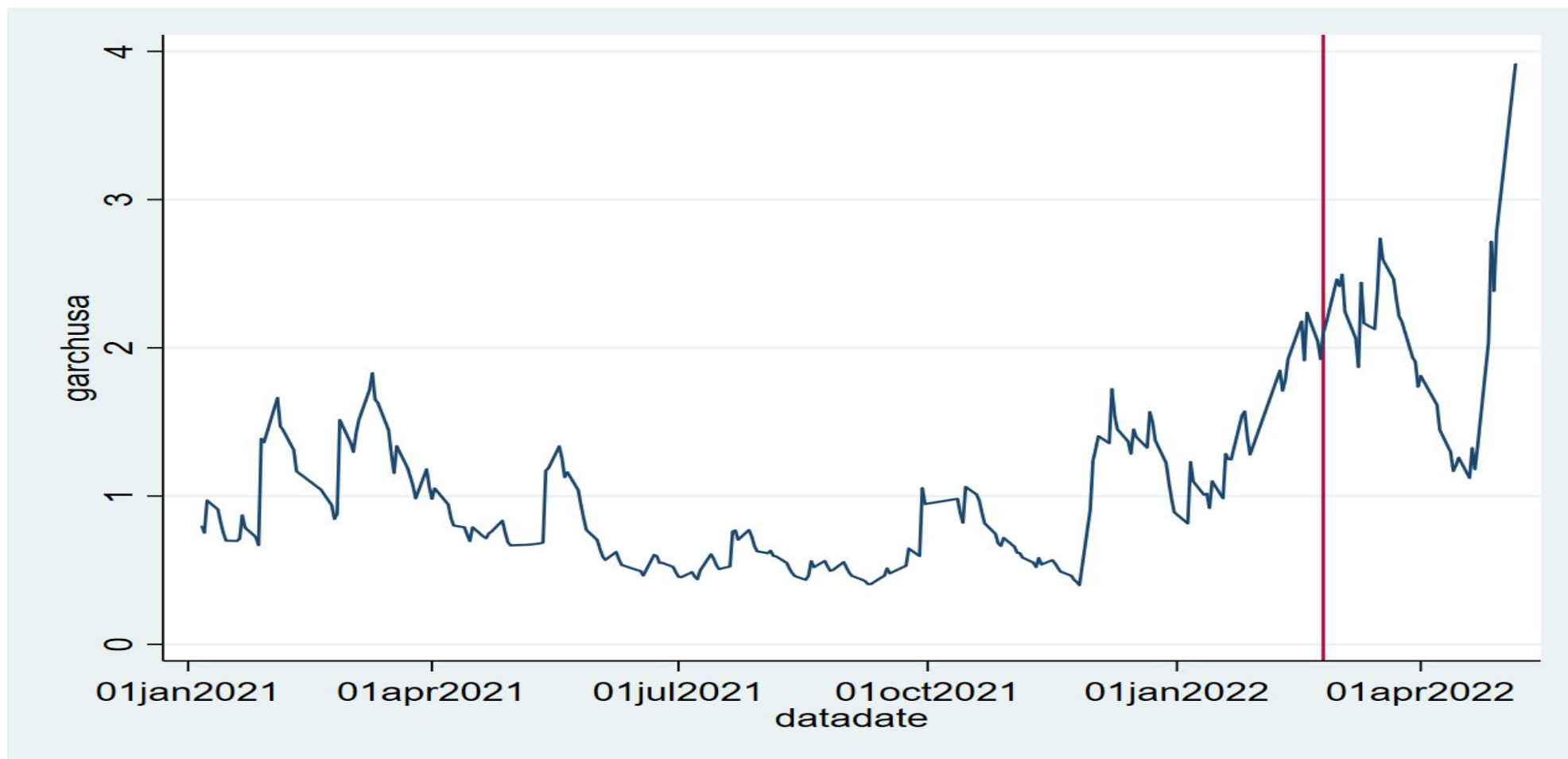
数据来源：作者根据WRDS和WIOT数据计算，单位（%）

俄乌冲突与股指变化



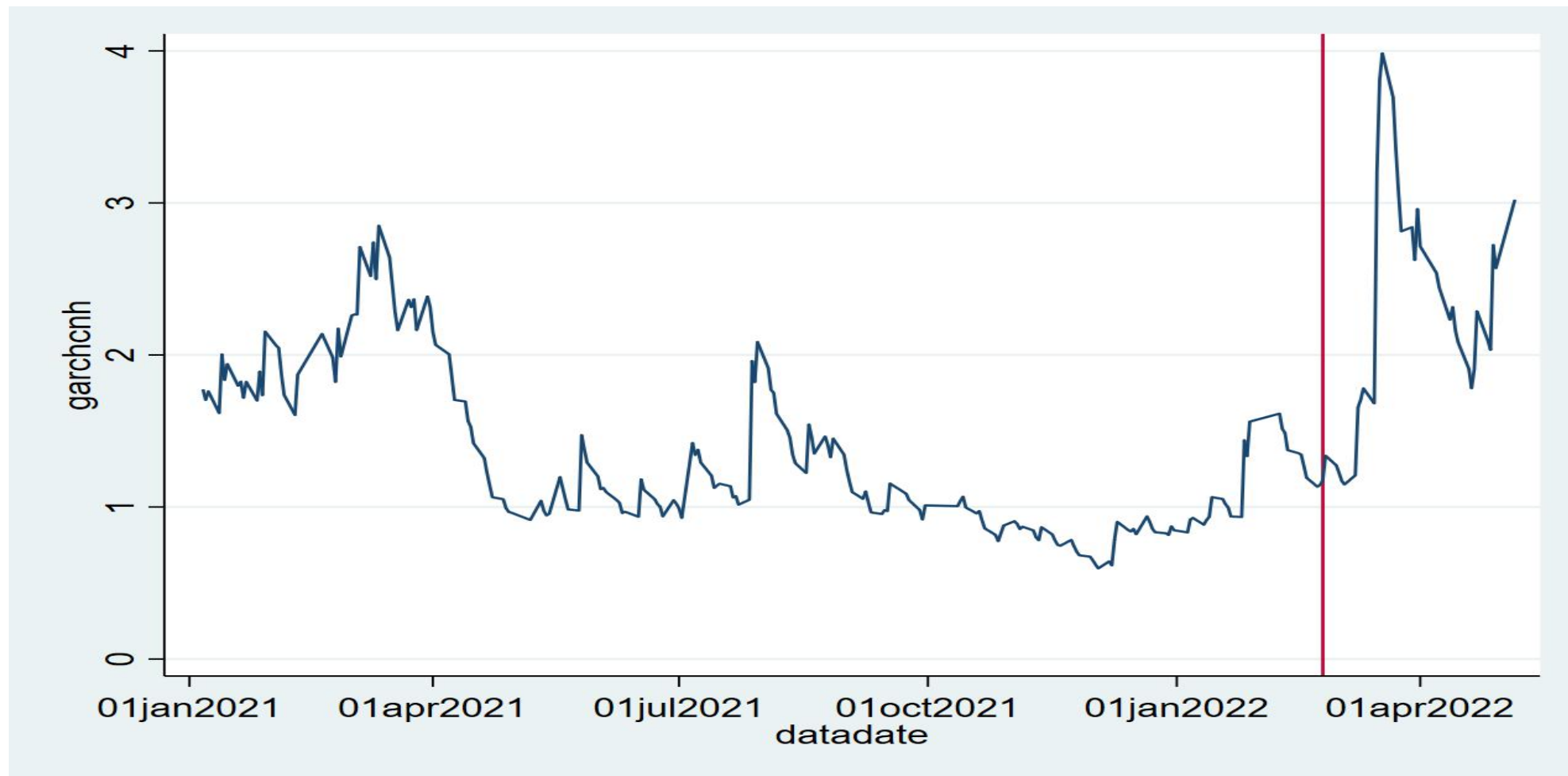
数据来源：MSCI国家指数，WIND

俄乌冲突与美国股指波动性变化



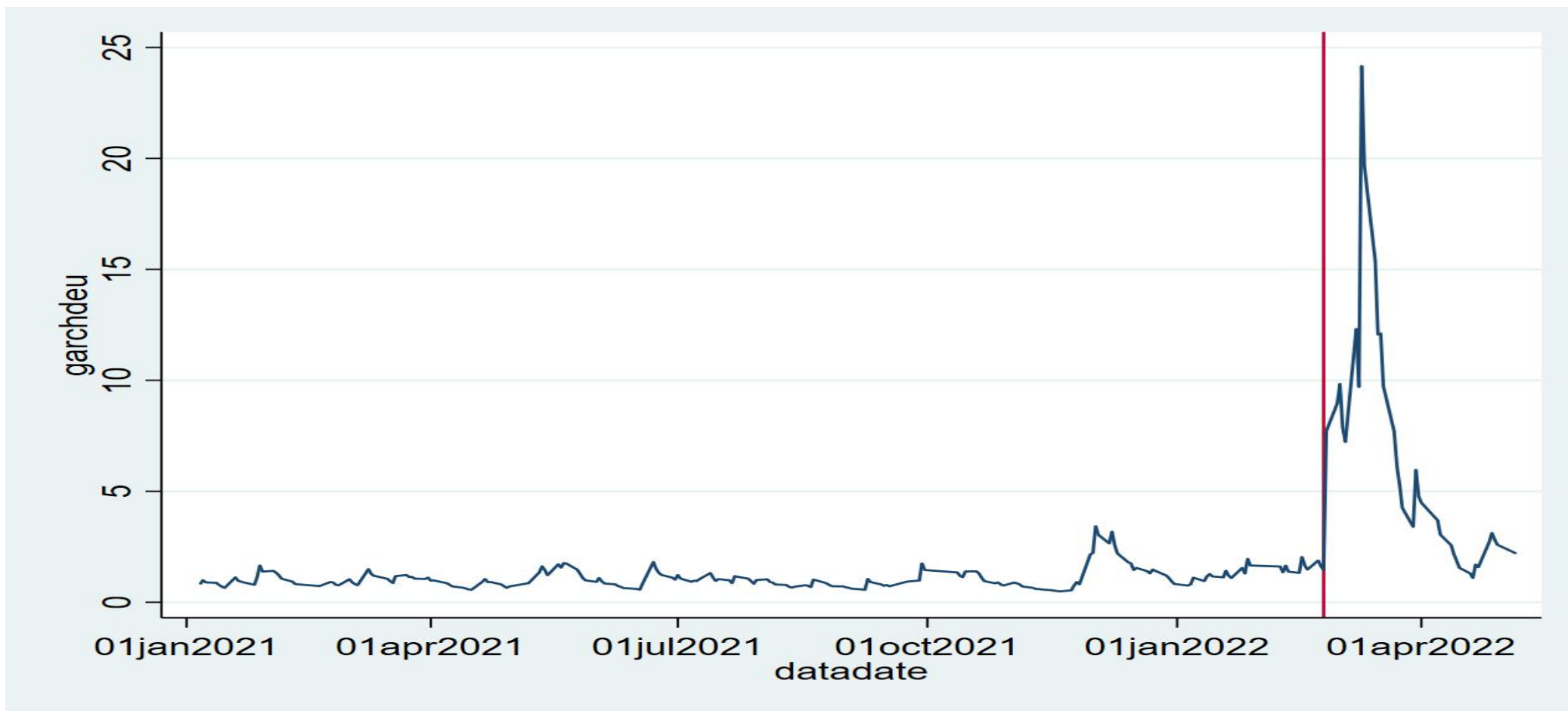
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中国股指波动性变化



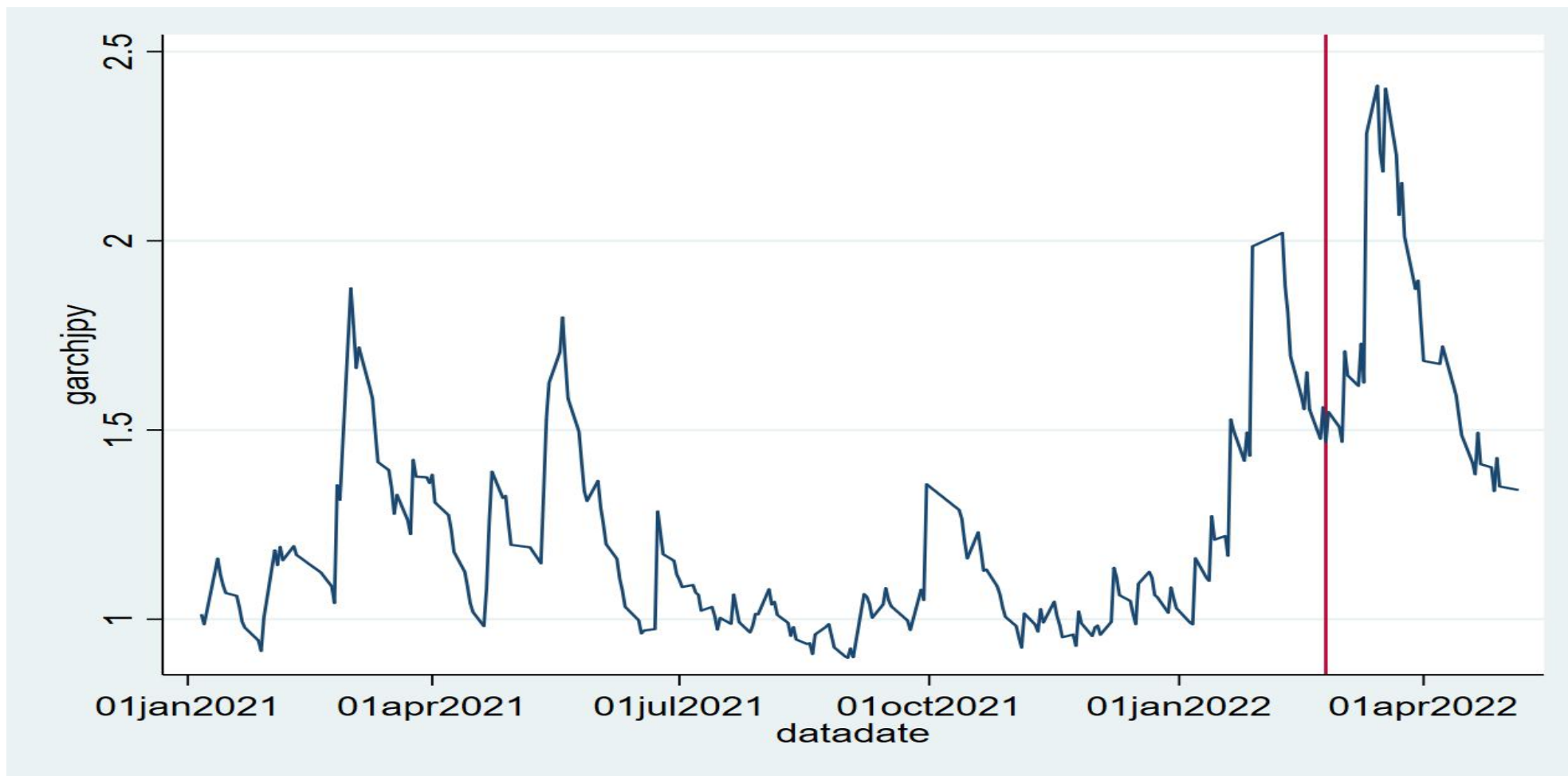
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与德国股指波动性变化



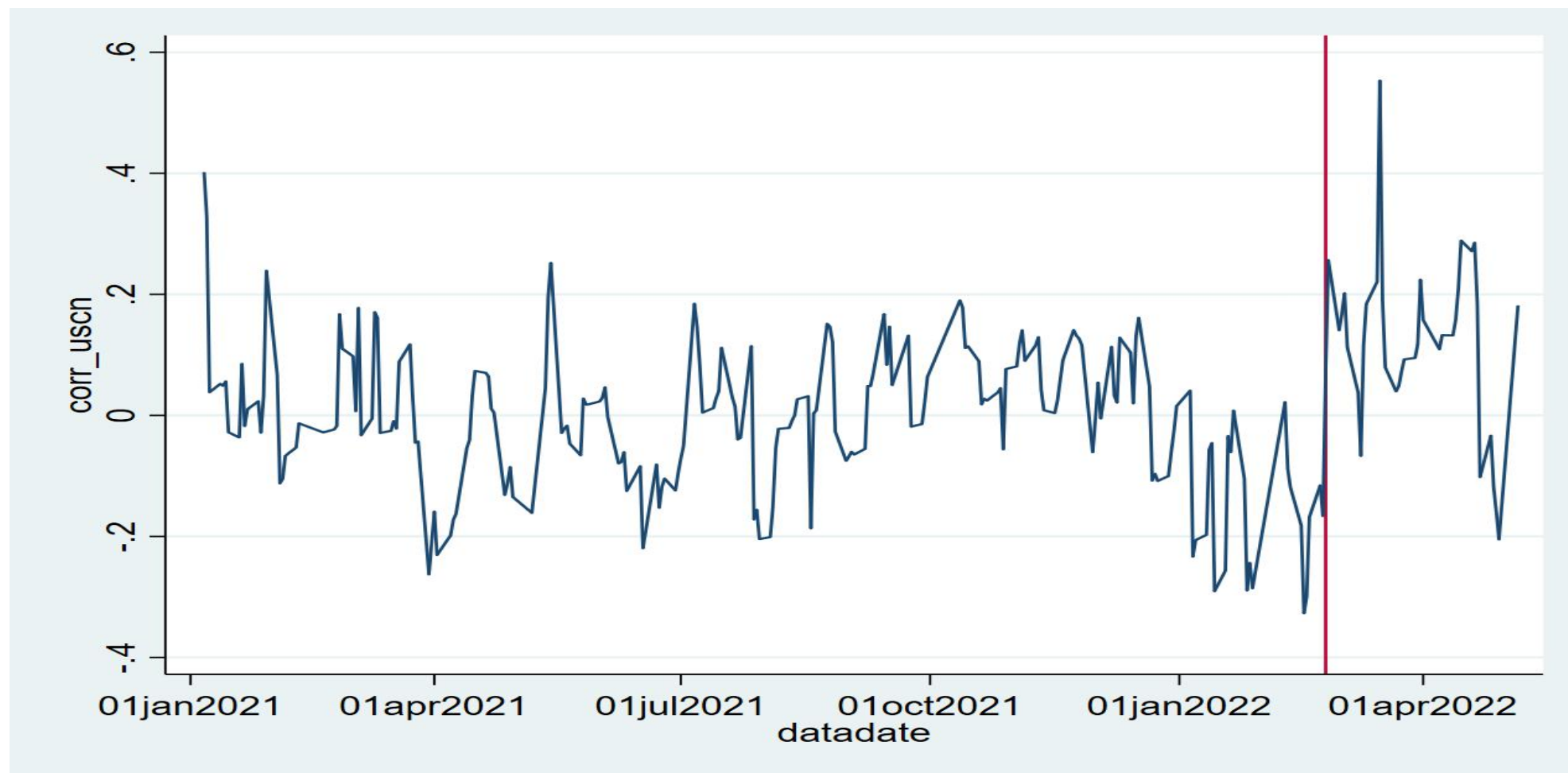
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与日本股指波动性变化



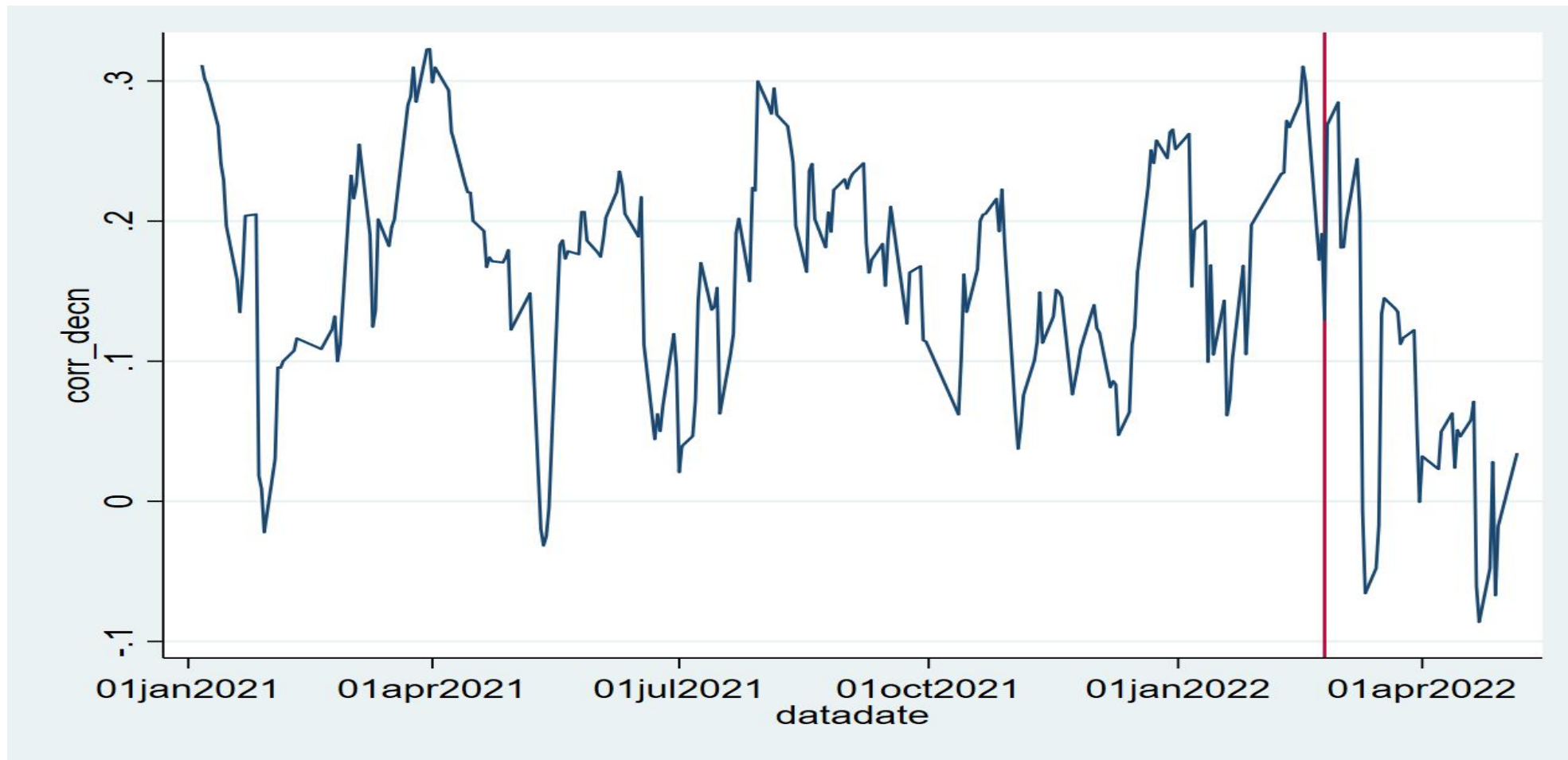
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中美股指联动



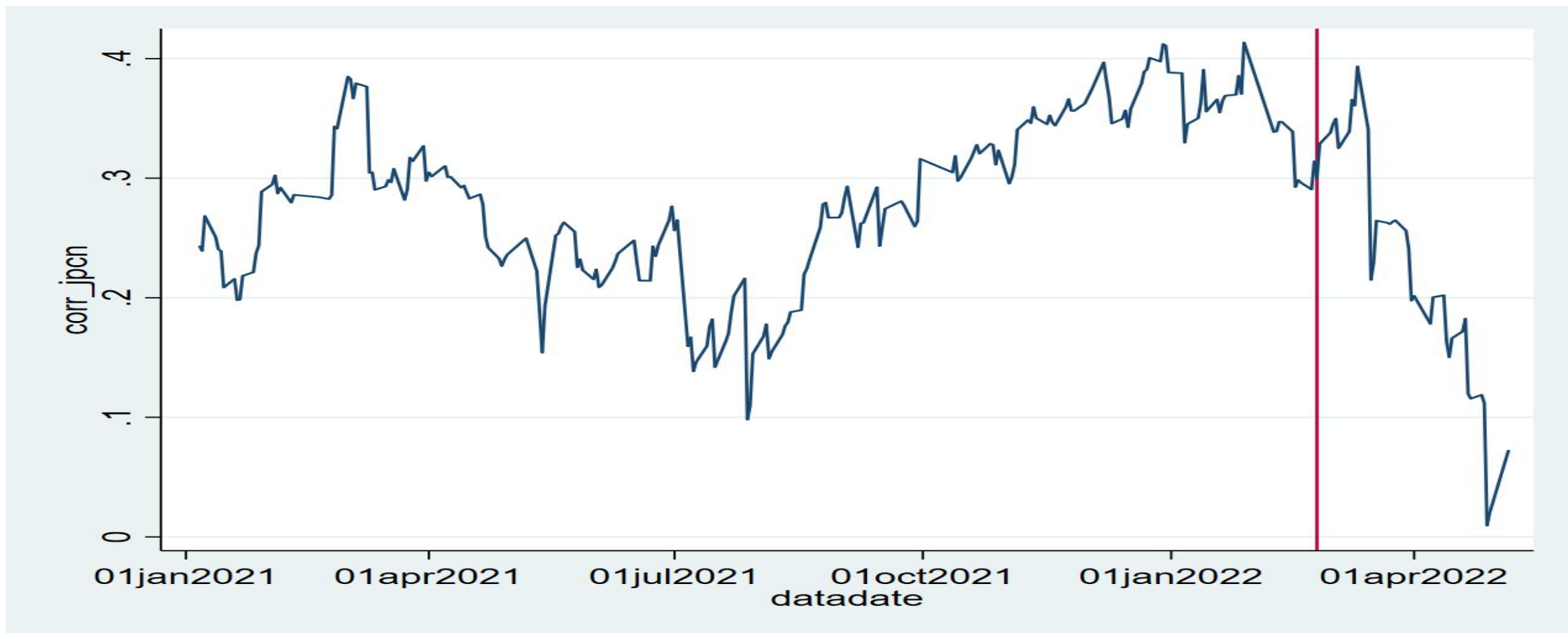
数据来源：MSCI国家指数条件相关系数，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中德股指联动



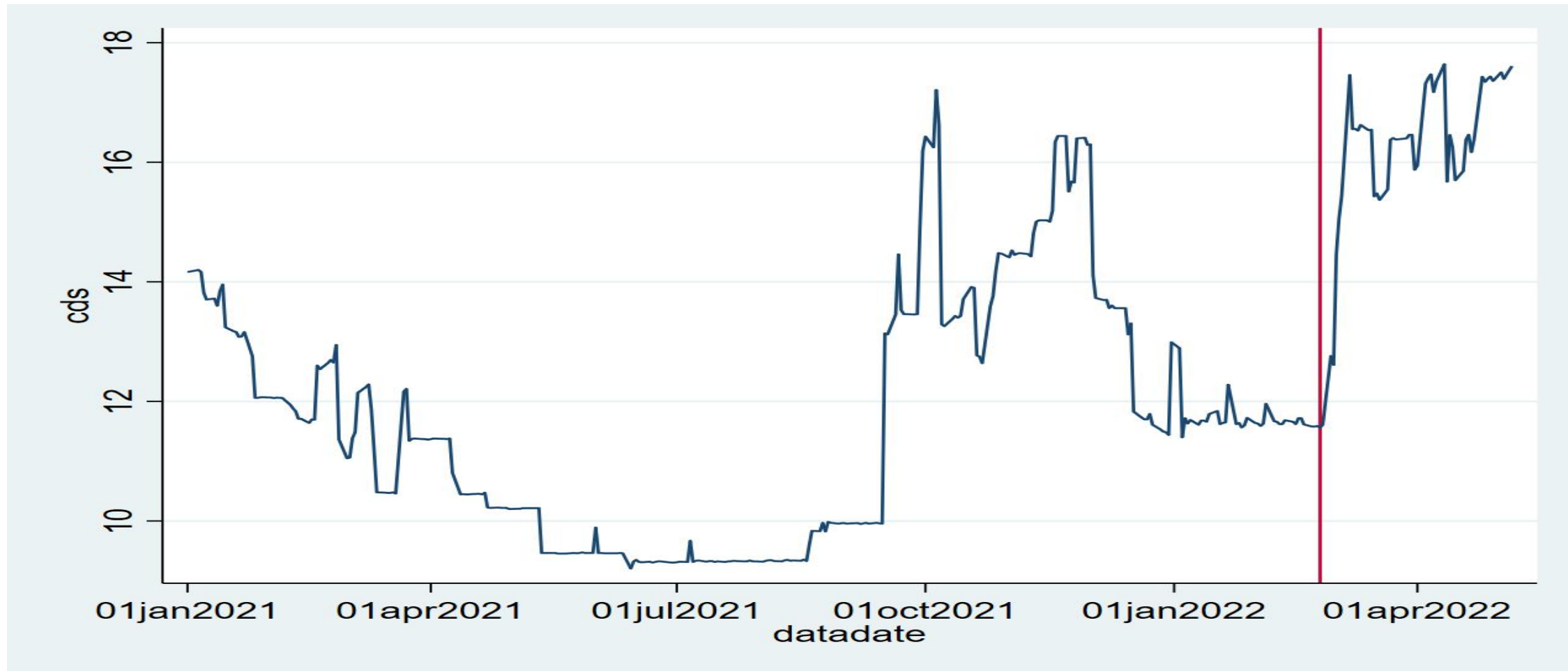
数据来源：MSCI国家指数条件相关系数，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中日股指联动



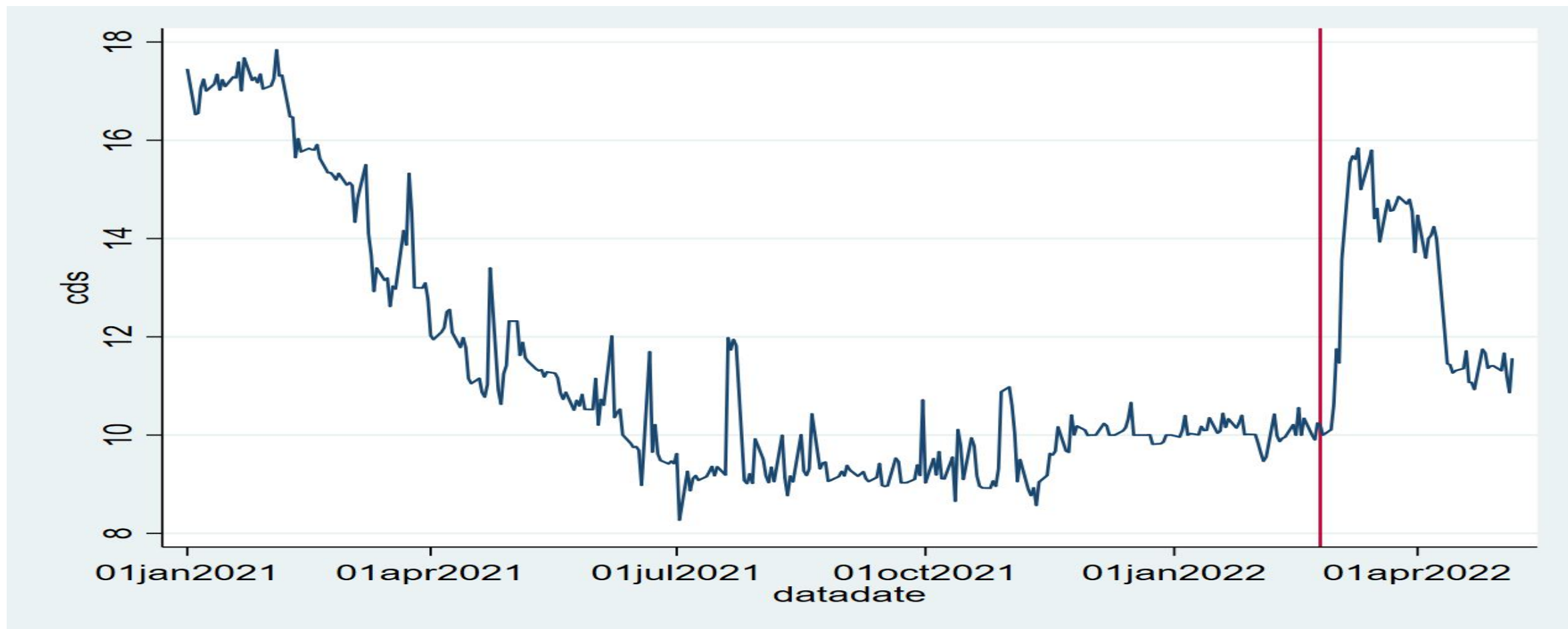
数据来源：MSCI国家指数条件相关系数，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与美国主权信用风险



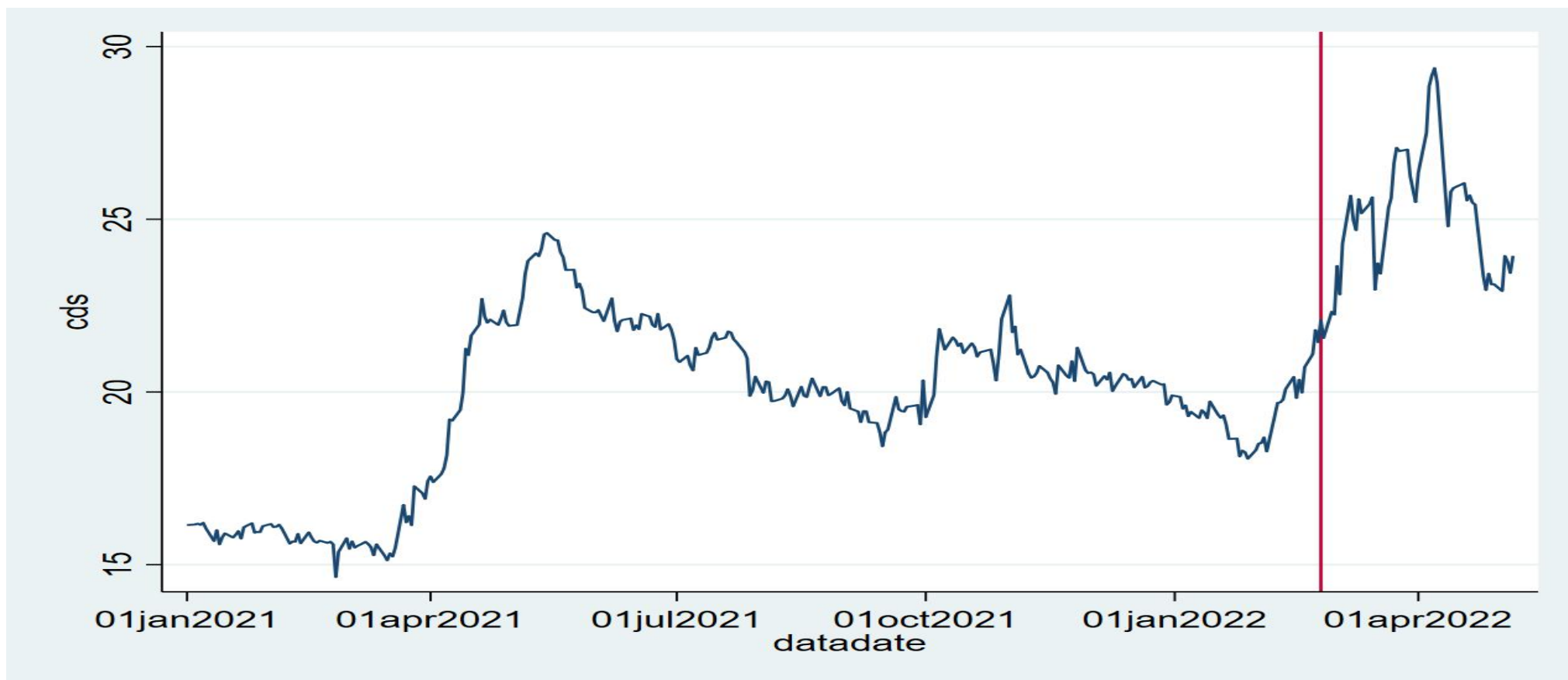
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与英国主权信用风险



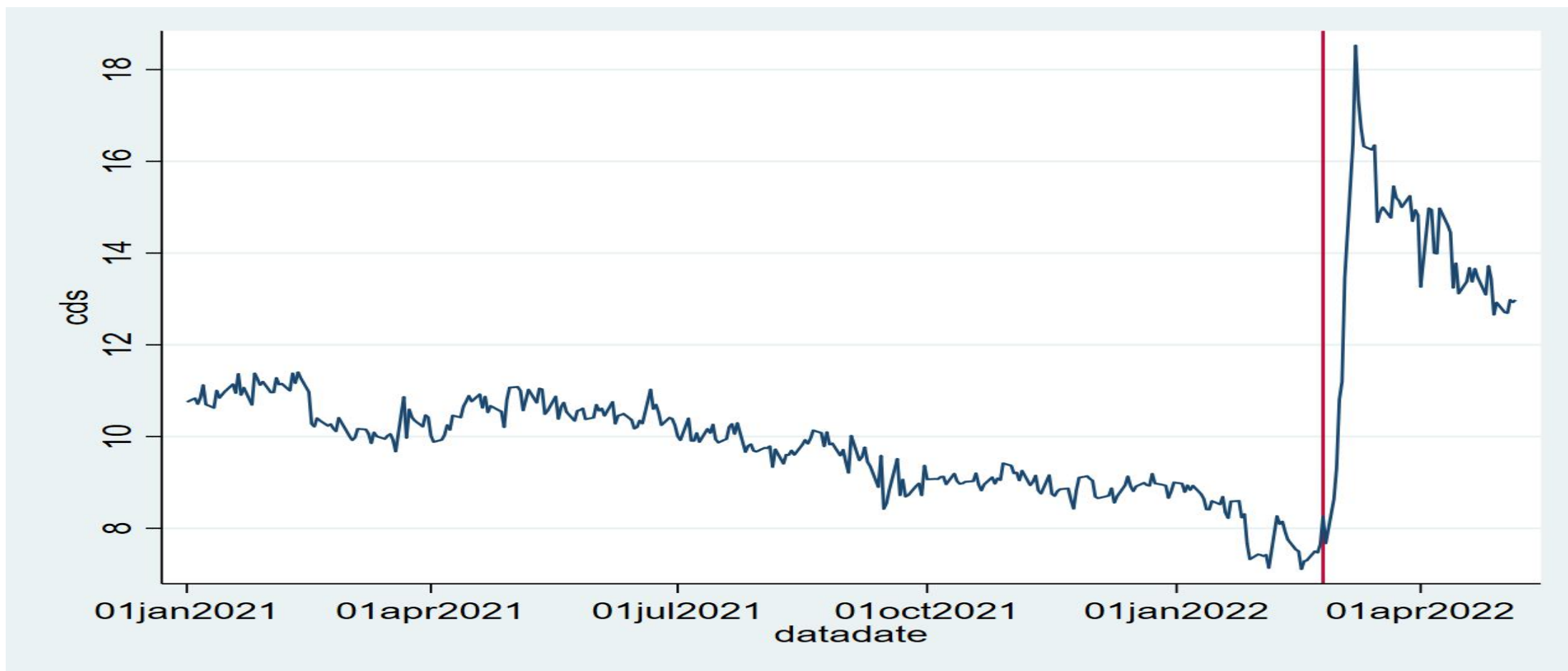
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与法国主权信用风险



数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与德国主权信用风险



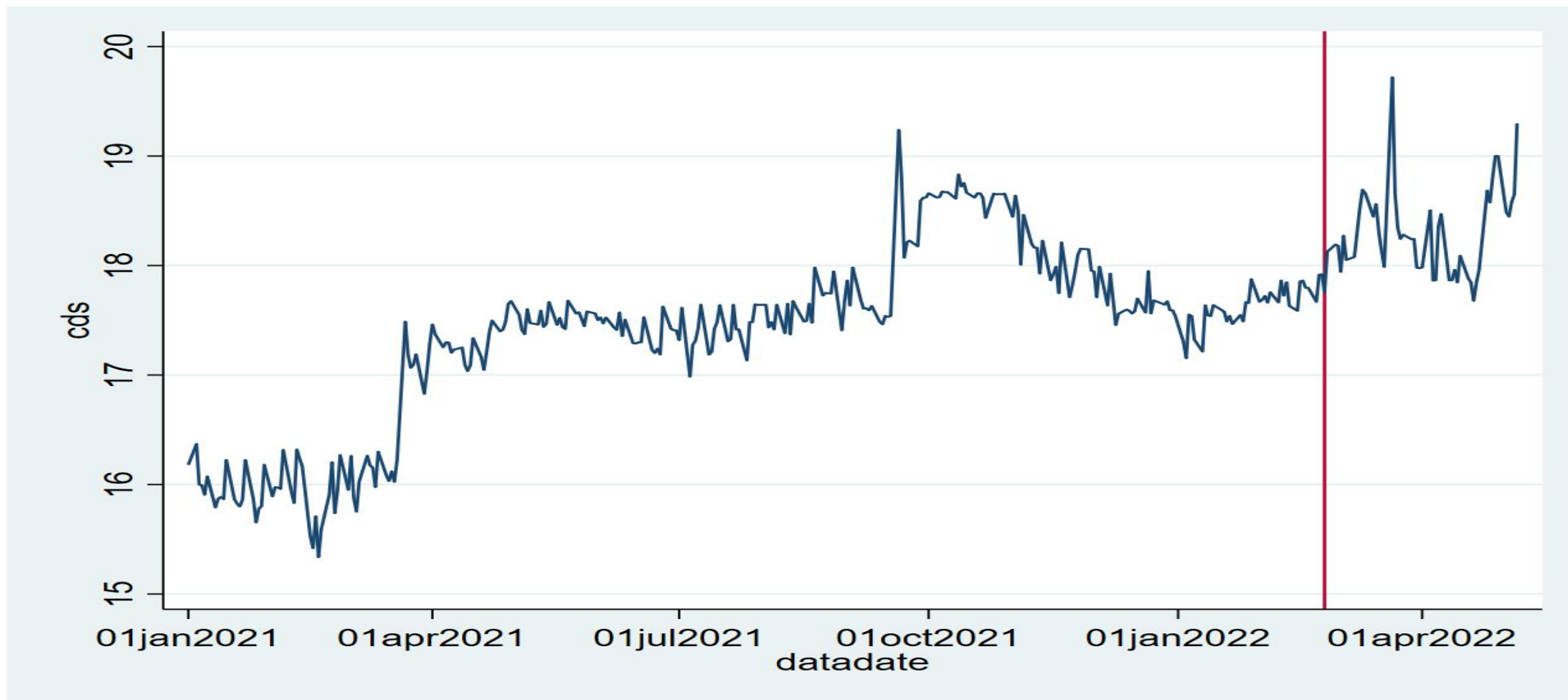
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与意大利主权信用风险



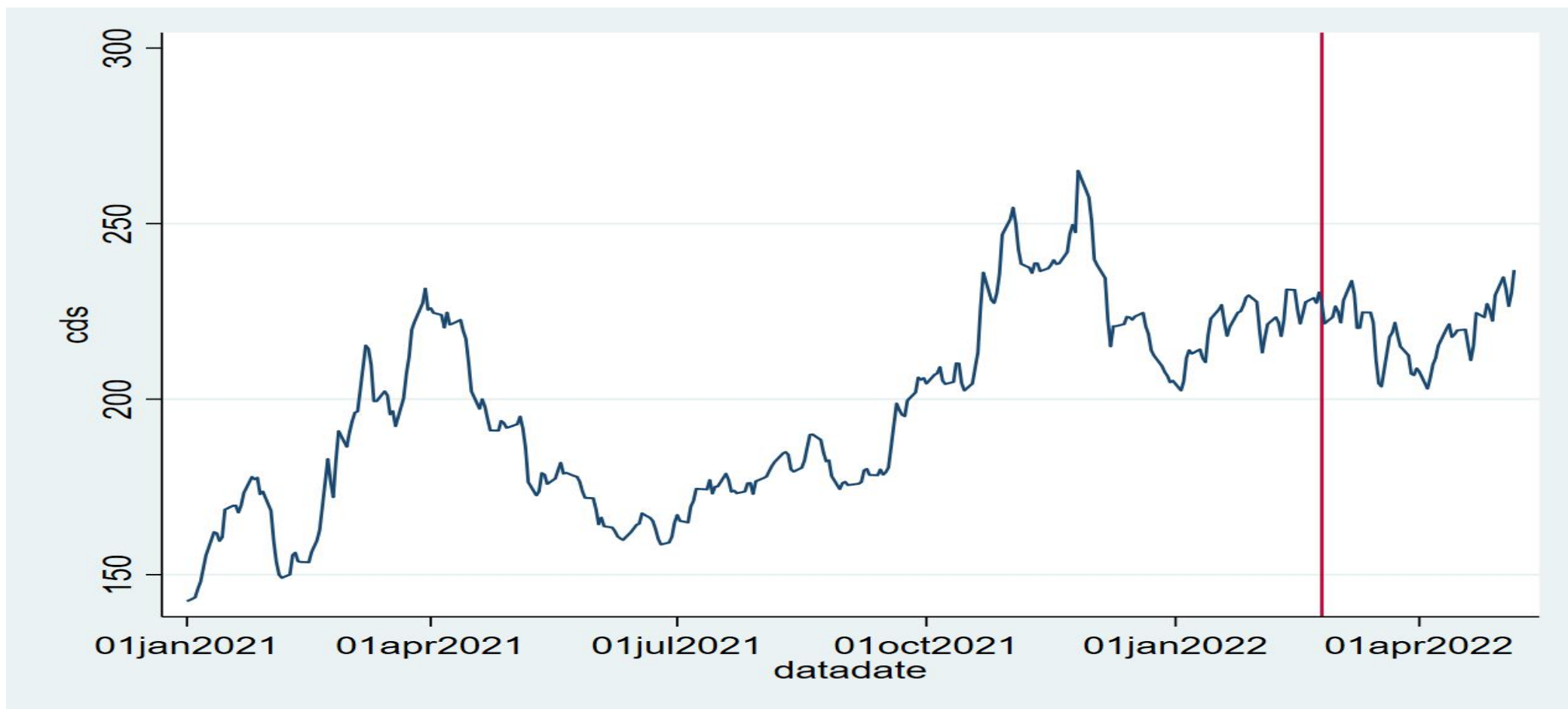
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与日本主权信用风险



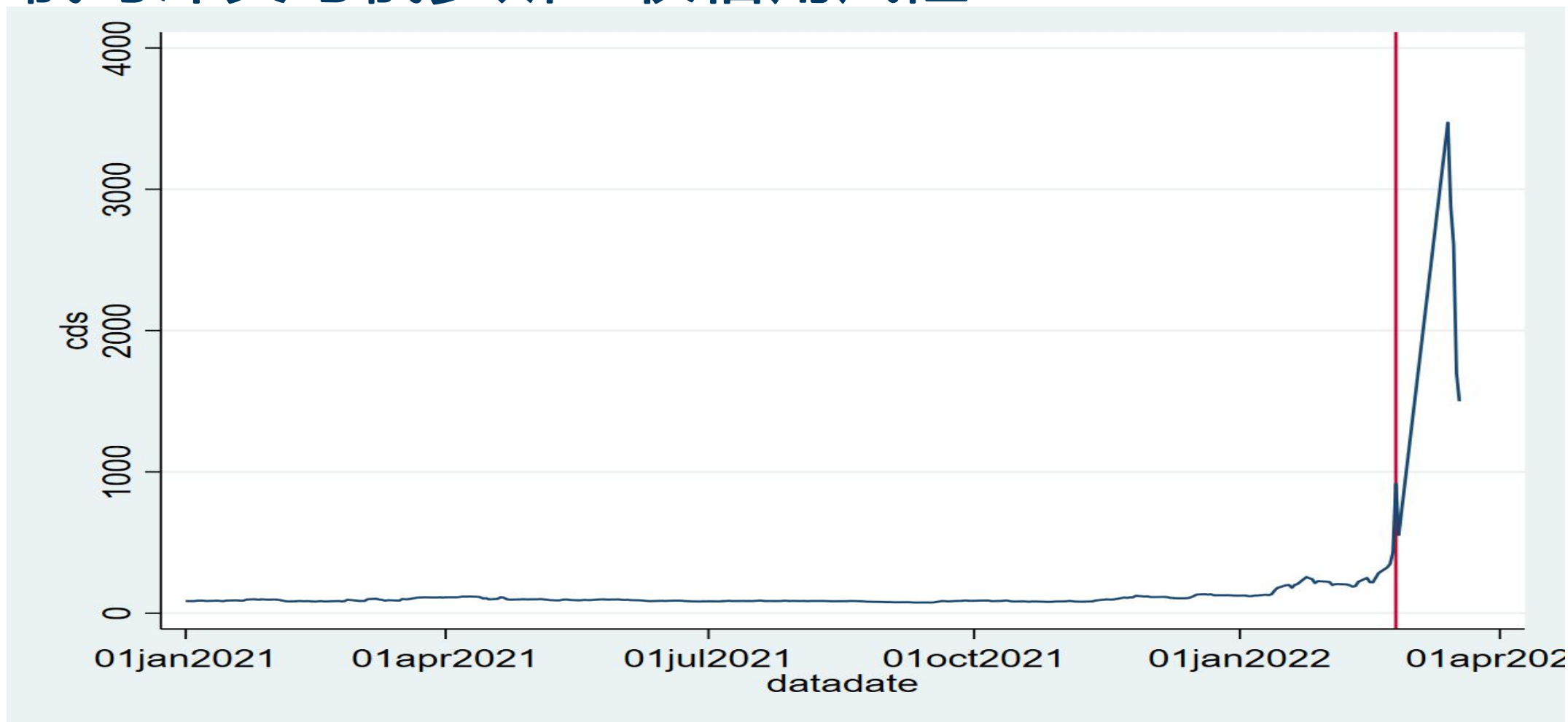
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与巴西主权信用风险



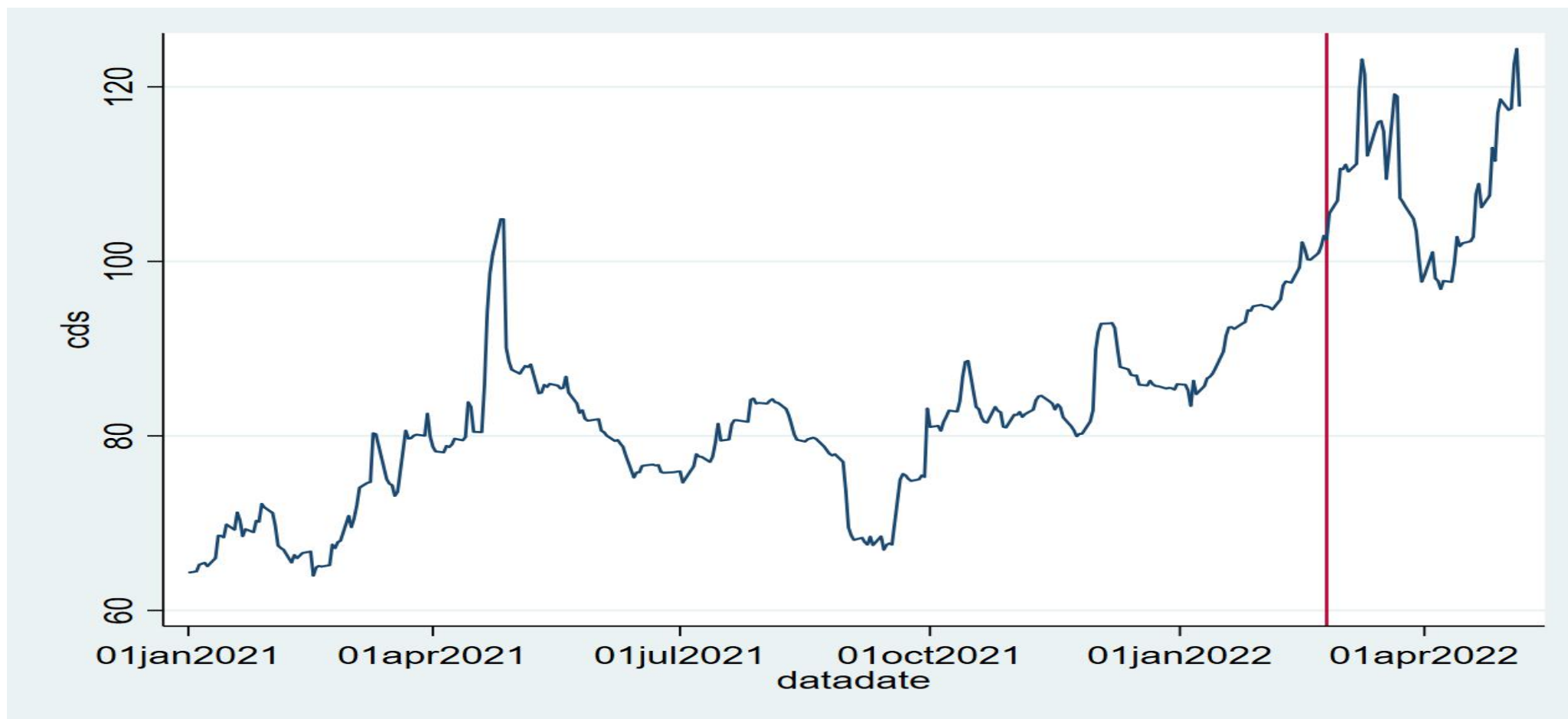
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与俄罗斯主权信用风险



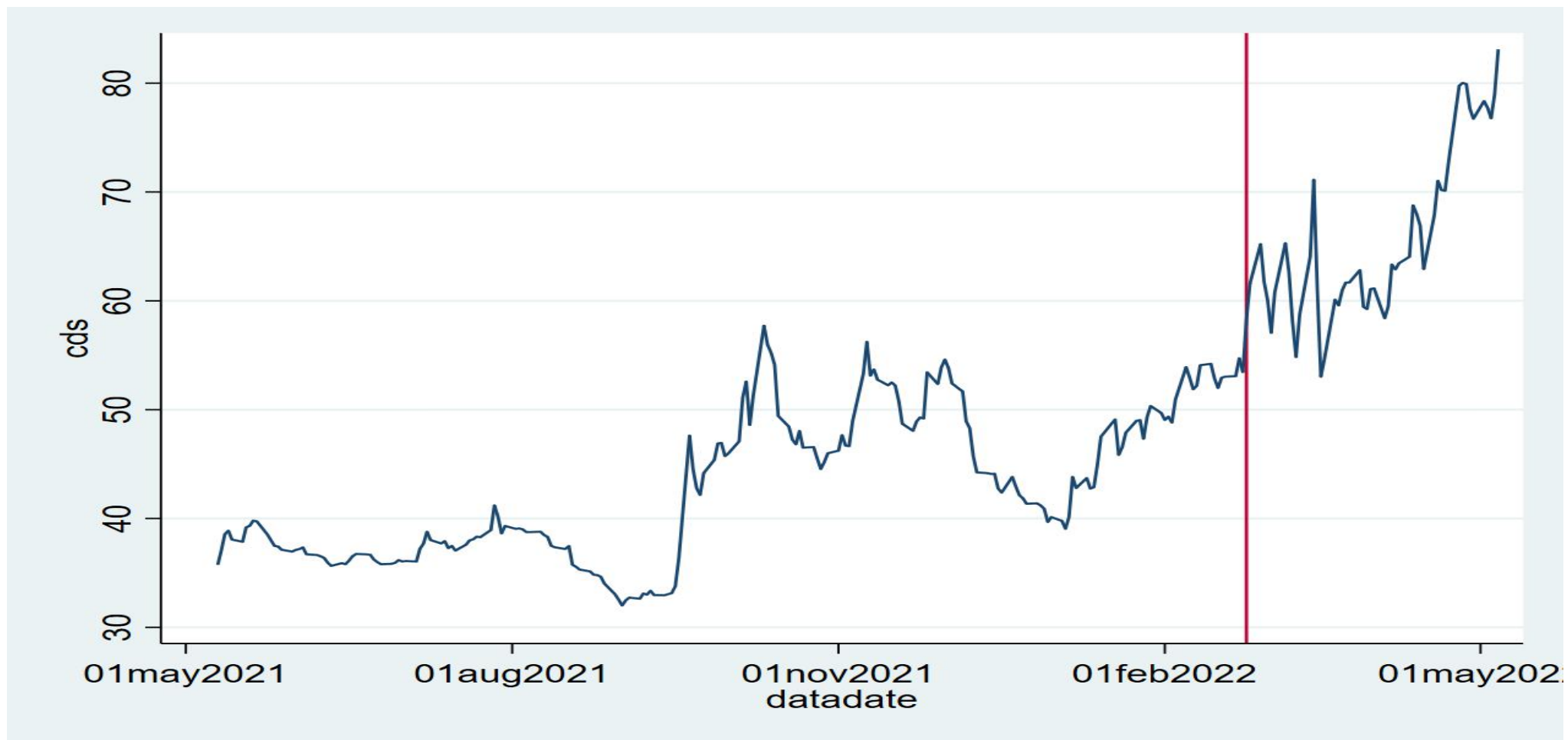
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与印度主权信用风险



数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与中国主权信用风险



数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

对中国金融安全的启示

- 所谓金融安全，重点是维持金融服务实体经济的能力
- 外部冲击对金融安全的影响，主要是外部冲击对金融服务实体经济能力的影响，这又受到
 - (1) 本国金融体系外部依赖性
 - (2) 实体经济外部依赖性的影响

金融体系外部依赖性的风险管理

- (1) 资产端：重视地缘政治冲突通过全球产业链、通胀预期和汇率等因素对外部金融资产市场风险的影响；
- (2) 资产端：发达国家对俄罗斯金融制裁对主权信用风险的影响可能是持续性的，应适当降低对主权信用风险的暴露，并分散外部金融投资；
- (3) 负债端：在宏观审慎原则基础上坚持金融双向开放；
- (4) 进一步推动人民币国际化，建立全球人民币金融生态；
- (5) 加快人民币支付清算体系建设。

实体经济外部依赖性的风险管理

- (1) 坚持按动态比较优势原则，深化国内分工，促进经济内循环，发挥国内市场潜能；
- (2) 多策并举，推动国内创新发展，提升中国在全球价值链中的地位；
- (3) 构建具有多样性的价值链全球布局；
- (4) 做好重要战略物资储备工作，增强经济金融体系应对大宗商品价格波动冲击的韧性。



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



聚焦俄乌冲突背景下的全球金融市场，CMF 中国宏观经济专题报告发布

5月11日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济热点问题研讨会（第47期）于线上举行。百度APP、网易财经、新浪财经、搜狐财经、WIND、凤凰网直播、中国网、同花顺财经、搜狐财经、中证金牛座等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近七十万人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙，中国人民大学经济研究所副所长、中国宏观经济论坛（CMF）副主席，中诚信国际信用评级有限责任公司董事长、总裁闫衍联合主持，聚焦“俄乌冲突背景下的全球金融市场”，知名经济学家余永定、毛振华、彭文生、黄益平、张晓燕、钱宗鑫联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院副院长、教授钱宗鑫代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下四个方面展开：

一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁；

二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响；

三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响；

四、俄乌冲突对中国金融安全的启示。

一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁

西方国家对俄罗斯的制裁，包括经济和金融两个方面。一方面，参与制裁的国家对

俄罗斯的油、气、煤、木材、水泥、海鲜、酒等产品的进口进行限制，并且限制了企业与部分俄罗斯国企的交易；在出口方面，西方国家限制自身对俄罗斯在飞机燃料、电子、航海等技术方面的出口。部分国家对俄罗斯的公路、航运和航空交通进行了限制。对俄罗斯在制裁者方的信息传播也施加了限制。总结起来，西方国家试图通过贸易、投资、交通和信息方面的限制，切断俄罗斯与外部经济的联系。

在金融制裁方面，西方国家冻结了俄罗斯央行、部分银行以及个人的资产，并且将俄罗斯的部分银行踢出 CHIPS 和 SWIFT 系统。除此之外，限制俄罗斯进入西方资本和金融市场、限制西方机构为俄指定个人和实体提供资金和货币服务、提供信用评级服务以及与俄罗斯央行的交易。

二、各国对俄金融制裁对俄罗斯的影响

各国对俄罗斯金融制裁的影响可以分为金融市场上的表象和对金融服务实体经济功能的实质影响。在金融现象方面，俄罗斯国内银行出现挤兑，利率上升；股市下跌。在国际市场上，卢布贬值，俄罗斯企业在国际股票市场上股价下跌，俄罗斯股票被剔除出全球股指；俄罗斯主权信用评级下调。

实质影响就是造成俄罗斯投融资困难与国际支付结算困难。一方面，为应对资本外逃而实行的加息使得俄罗斯国内融资成本大幅度上升，并且限制俄罗斯进入西方金融市场，限制西方机构为俄提供金融服务增加了俄罗斯在国际金融市场的融资难度。除此之外，冻结俄罗斯央行、个人、实体在海外的投资资产，使得其海外投资收益变得难以回收。另一方面，由于部分银行被剔除出 SWIFT 系统，使得俄罗斯的国际支付结算变得困难。叠加国内出现的情况，使其经济运行效率下降。

换个角度讲，对俄罗斯的金融制裁是以一种额外的方式加大了俄罗斯国际贸易和投资活动的成本。而金融制裁对俄罗斯经济的实际影响程度，取决于三个方面：俄罗斯国内金融体系的韧性、俄罗斯经济对外部经济的依赖程度以及各国制裁强度长期维持的预期。

1、俄罗斯国内金融体系的韧性

通过对比 2014 年西方对俄罗斯的制裁，可以分析俄罗斯国内金融体系的韧性。在上一轮制裁中，俄罗斯专家发现制裁效果的 40% 被俄罗斯资本流出下降抵消。除此之外，数据显示油价下跌对俄罗斯经济的影响远远大于金融制裁。本轮制裁对卢布汇率产生了短期压力，但随着俄罗斯央行加息和资本管制，卢布快速反弹，到 4 月底卢布币值已经超过 2 月 24 日之前的水平。制裁对股票市场估值确实有一定的负面影响。

但是分析俄罗斯金融体系能否很好地服务实体经济，更多的是要关注其银行系统受到的影响。从俄罗斯银行间拆借利率可以分析俄罗斯国内流动性情况，该利率经历了自俄乌冲突后的大幅度上扬、3 月份处于高位以及后续时间回落的趋势，这也说明俄罗斯国内流动性短期承压之后已有所改善。俄罗斯央行与金融机构间的资金关系也反映出 4 月份以来俄罗斯的流动性紧张情况有了明显的改善。

2、俄罗斯经济对外部经济的依赖程度

通过观察俄罗斯经济增加值相关数据可以看出，俄罗斯经济增加值中来自国内的部分不足 25%，说明其对于外部经济依赖比较重。其中俄罗斯对德国、法国、英国、美国等参与制裁国家的经济依赖比较明显，这也增加了其面对制裁的损失。

3、各国制裁强度长期维持的预期

如果单纯考虑俄罗斯 6000 亿美元的外汇储备以及 4700 亿美元的债务，看上去在俄罗斯和制裁方双方全面违约的情况下，俄罗斯损失更加巨大，但是需要考虑的是对俄罗斯发起制裁的国家是否能够保持团结。持有俄罗斯债务的国家遭受的损失是不同的，这也就给制裁强度的长期持续带来了较大的不确定性。

俄罗斯在能源、粮食以及部分金属的出口市场上占据着重要的地位。欧洲，尤其是德国对俄罗斯的能源依赖非常明显。并且各国金融机构在对俄罗斯的制裁过程中遭受的损失分布并不平均，其中奥地利、法国和意大利等国家的金融机构由于与俄罗斯金融

体系的捆绑而受损更为严重。

根据国外专家的研究成果,假设各国对俄罗斯完全贸易禁运,俄罗斯 GDP 缩水 14.8%,制裁方平均损失 GDP 的 0.52%。考虑到部分制裁国家 1-2%的经济增长率,这种制裁对西方各国本身的影响也是非常明显的。此外,各国经济损失的国别分布不均也对制裁方持续一致行动的预期产生了一定不确定性。

三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响

第一,俄乌冲突通过影响通货膨胀预期和汇率,改变全球股票市场的估值分布,进而改变各国居民和企业的财富分布。美国、法国、德国以及日本等国家的通货膨胀在俄乌冲突之后都出现趋势性上扬并维持在高位。企业对于通货膨胀的接受能力的差别导致了其股价与经营状况存在差别,导致不同股票的收益率发生相反方向的变化。而这背后是投资者、家庭和居民财富分配的变化。而在俄乌冲突引发的汇率波动中也存在着相同的现象和逻辑。

第二,本次冲突通过产业价值链联系,将俄罗斯经济因冲突和制裁所受的冲击传导到各国金融市场,引起全球资产价格下跌。一方面,单纯考虑俄罗斯产业与各国产业存在的直接关系,通过测算可以看出平均而言,一国与俄罗斯的经济联系如果上涨 1 个百分点,那么战争之后该国的估值收益率损失要多出 1.8 个百分点,这种负相关关系在全球范围内是成立的。

第三,冲突和制裁发展及其经济影响的不确定性,导致全球金融市场不确定性激增。2 月 24 日后,美股股指波动率大幅度上升,同样的情况存在于中国、德国、日本等主要国家。另外可以发现俄乌冲突以来中美股指联动(条件相关性)明显增强,美国资本市场冲击对中国资本市场传染的可能性增加。

第四,俄乌冲突加剧了全球的主权债务风险。本次金融制裁中资产冻结等手段也冲击了投资者对部分发达国家国债的信赖度,产生了持续的影响。而本次冲突也对新兴国家的主权信用风险产生了一定的影响。

四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

通过分析本次俄乌冲突以及西方国家对俄罗斯的制裁产生的一系列影响，可以看出所谓金融安全，重点在于维持金融服务实体经济的能力。外部冲击，包括外部制裁。对金融安全的影响，主要是外部冲击对金融服务实体经济能力的影响，这又受到本国金融体系外部依赖性以及实体经济外部依赖性两方面的影响。

我们应加强金融体系外部依赖性的风险管理。在资产端，要重视地缘政治冲突通过全球产业链、通胀预期和汇率等因素对外部金融资产市场风险的影响；并且应该认识到发达国家对俄罗斯的金融制裁对主权信用风险的影响可能是持续性的，应适当降低对主权信用风险的暴露，并分散外部金融投资。而在负债端，应该在宏观审慎原则基础上坚持金融双向开放。要进一步推动人民币国际化，建立全球人民币金融生态，加快人民币支付清算体系建设。

在实体经济外部依赖性的风险管理方面，首先应坚持按动态比较优势原则，深化国内分工，促进经济内循环，发挥国内市场潜能；其次，做到多策并举，推动国内创新发展，提升中国在全球价值链中的地位；再次，构建具有多样性的价值链全球布局；最后，做好重要战略物资储备工作，增强经济金融体系应对大宗商品价格波动冲击的韧性。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“俄乌冲突对中国金融市场的影响及应对、俄乌冲突对金融市场影响的持续时间、欧美国家金融制裁俄罗斯给我国的启示”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长毛振华首先分析了俄罗斯在被制裁之后通过中国与SWIFT体系进行交换的可能性。目前看来西方国家对俄罗斯的制裁是长期行为，并且不会放弃手中的金融制裁。而中国与俄罗斯在能源方面的双边合作，增加了两国之间的资金流动。但是考虑到俄罗斯对于其自身主权的考虑，以及美国长臂管辖的干涉，俄罗斯通过中国与世界重新建立联系、形成路径依赖的可能性也不是很大。但是可以肯定的是，这次西方国家对俄的金融制裁，可以理解为其对中国未来有可能采取政策的一次压力测试。因为

美国视中国为头号威胁，在这一背景下中美在未来存在进一步脱钩的可能性。西方国家将俄罗斯剔除出SWIFT系统，需要中国做进一步思考。

对于香港而言，目前香港已经只是服务于中国、帮助中国走向世界的金融中心。香港的金融中心地位依赖于中国与世界的联系，然而中国一旦与全球经济关系削弱，甚至与美国脱钩，那么香港势必受到比较大的影响。通过这次俄罗斯所受到的金融制裁可以看出，香港的国际金融中心的地位可能会在未来面临考验。

中国社科院学部委员**余永定**分析了西方国家对俄罗斯的金融制裁想要达到的目的。从短期看，以美国为首的西方国家希望在俄罗斯制造严重的金融动荡，造成类似“十月革命”前的那种局面，从而使得俄罗斯的军事行动彻底失败；从中期看，使俄罗斯无法通过获取新的或动用已有资源补充战争消耗，使战争难以为继，最后发生政权更迭；从长期看，西方不会善罢甘休，要把俄罗斯排除在国际金融贸易体系之外，使俄罗斯彻底沦为一个二流国家，使俄罗斯无法重新成为西方的威胁。但是通过提升利率、资本管制以及卢布购买能源等方法，俄罗斯稳定了卢布汇率和资本市场，使得俄罗斯的经济在短期内并未垮台。对于其原因，除了俄罗斯央行的有效应对、普京得到大部分民众的支持，最主要的原因在于欧洲国家对俄罗斯能源的依赖使得其金融制裁存在重大的缺口。并且近年来能源价格的上涨和保持高位使得俄罗斯的贸易顺差较大，这也对卢布和俄罗斯的经济形成了很好的支持。

但是从中长期看，俄罗斯是否能够扛得住，就要看石油和天然气价格走向。未来美国主导的全球能源增产以及欧洲国家逐步摆脱对俄罗斯能源的依赖，使得欧美国家对俄罗斯的能源禁运可能成为现实，这也会对俄罗斯经济造成重大影响。此外俄罗斯经济的封闭性以及自身存在的技术短板也使得其长期经济发展不容乐观。而一旦未来美国决定对俄罗斯实施全面能源禁运，中国又将面临非常重要且艰难的战略选择。

北京大学国家发展研究院副院长**黄益平**分析了在参与者如此众多、措施如此广泛、力度如此空前的制裁下，会不会终结本轮的全球化浪潮。一般认为人类经历了两次全球化，一次是1860年至1914年，发生在工业革命后；第二轮是1971年布雷顿森林体系

瓦解，浮动汇率促进了全球资本流动和经济活动。两次全球化中非常重要的触发因素就是国际秩序，主导国家提供了一些全球公共品。而在本次金融制裁中，作为国际秩序和国际公共产品的一部分的国际储备货币被冻结，这一点引发的风险考量是全球化根基动摇的最重要的一个方面。黄益平认为过去大家比较信任的国际秩序或国际公共品的根基可能已经动摇，未来的国际贸易和投资可能会更加区域化、集团化。在这一背景下，我们参与国际经济活动，**需要坚持底线思维，从政府到企业都需要对风险有所防范。**在把握底线思维的前提下，中国还是要在一些合适的领域进一步推动开放。

中金公司首席经济学家**彭文生**认为从金融市场来看，全球范围内美国仍然是安全资产的主要提供方。所以在风险偏好下降的情况下，美元汇率上升，美债价格上升，美国股票价格会下跌。但是在本次战争进行过程中，金融渠道出现了一些不符合历史规律的现象。对于中国而言，虽然中国资产近年来受到一些投资者的追捧，但目前主要还是**风险资产**。本次俄乌冲突中，中国的债券作为安全资产的角色是上升还是下降，还需要进一步观察。实体经济方面，俄乌冲突导致能源、粮食价格上涨，既影响到经济增长，又提升了通胀，但是对不同国家的影响又是不一样的。综合考虑到美国作为全球最大的军事出口国，自身能源储备充足；而欧洲对俄罗斯能源依赖严峻，所以战争使得美国收益更多，而欧洲受到贸易条件恶化的影响较大。实体经济与金融市场的互相影响，叠加美元极低利率所带来的对于风险资产追求，进而形成的全球风险资产的估值，使得未来所有风险资产都可能面临比较大的挑战。

清华大学五道口金融学院副院长、国家金融研究院副院长**张晓燕**首先运用数据分析了俄乌冲突对部分股指的负面影响，然而与大宗商品价格相比，股市受到的影响相对较小。在俄乌冲突以及全球金融波动的大背景下，构建全国统一大市场、打造以国内大循环为主体的双循环格局的意义也就不言而喻。从微观角度看，企业在面临原材料价格大幅上升的情况，需要进行风险管理，对冲价格风险。但是总体看来，面对俄乌冲突带来的不确定性、通胀以及疫情防控的压力，监管层要稳预期、稳市场主体、稳资金面、稳市场行为，并且要加快双循环格局的打造。

余永定：俄乌冲突下对俄的金融制裁和反制裁

余永定 中国社科院学部委员

以下观点整理自余永定在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第47期）上的发言

美国及其盟友对俄罗斯的金融制裁，给中国提供了一个难得的兵棋推演机会，我们有必要对这一制裁过程做很好的研究。特别需要回答的问题是：美国及其盟友对俄罗斯的金融制裁是否成功？成功是什么原因，不成功是什么原因？中国从中能够吸取什么样的经验教训？在不久的将来中国的金融安全会面临什么样的挑战？

任何一场战争总是要涉及战争的目标。战争的成败与否就看其目标是否实现，金融制裁的目标是什么？可以从短期、中期、长期三个方面来看。简单来说，在短期，制裁国家希望在俄罗斯制造严重的金融动荡，造成类似“十月革命”前的那种局面。这种局面一旦出现，要么就是政权更迭，要么就是国内一片混乱，使得俄罗斯军事行动刚开始就彻底失败。这是西方2月28日启动空前严厉制裁所希望实现的目标。在中期，使俄罗斯无法通过获取新的或动用已有资源补充战争消耗，使战争难以为继，最后发生政权更迭。在长期，无论俄乌战争结果如何，西方肯定不会就此善罢甘休，它一定要把俄罗斯排除在国际金融贸易体系之外，使俄罗斯彻底沦为一个二流国家，使俄罗斯永远无法重新成为西方的威胁。

西方对俄罗斯的制裁，主要有三个措施：第一，把俄罗斯主要银行列入SDN名单。最基本的内容是美国的金融机构就不能为被列入名单的俄罗斯金融机构提供任何服务，例如，你在美国银行有存款，美国银行不得为你提供服务的含义是，你无法从美国银行把存款提出了。换言之，你在美国的金融资产被冻结了。第二，美国及其盟友宣布把七家俄罗斯银行从SWIFT体系中移除出去。SWIFT是全球几乎所有银行共同使用的报文系统。被从SWIFT踢出后，如果你的客户想通过开户行支付一笔款项，由于支付系统中的相关银行无法从SWIFT得到相应指令，你的客户将无法通过银行间的转账收到这笔款项。

这样，俄罗斯进行金融交易的成本就会大大提高。第三，美国及其盟友宣布冻结俄罗斯央行外汇储备，冻结一个核大国的外汇储备是难以想象的破坏国际金融规则的事情。这件事可以说是“金融核弹”。总而言之，美国及其盟友对俄罗斯的金融制裁是精心设计的，设计师中包括大家熟知、备受尊敬的经济学家，如德拉吉、耶伦等人。

在实行了上述三项，特别是后两项制裁措施后，西方想达到什么目的？特别是短期想达到什么目的？他们希望看到这样一种情景：卢布暴跌、资本外逃、银行挤兑、股市暴跌、利率飙升、通胀失控、经济萧条、政权更迭，这是短期目标。耶伦和德拉吉在商议金融措施怎么推出的时候，应该构想过这样的场景。而且，据英国《金融时报》披露，在谋划这些措施时，德拉吉还考虑到要有突然性，以便打俄罗斯一个措手不及。当然，他们的策略也受到一些批评。批评者认为，对俄罗斯实行制裁的目的应是事前的遏制，是使俄罗斯不敢发动“特别军事行动”，而不是事后的惩罚。按照这种逻辑，西方应该事先大肆宣传对俄罗斯将会实行什么样的制裁，使俄罗斯知难而退。不管采取什么策略，美国及其盟国对俄罗斯的金融制裁说明，金融和美元已经武器化。已经不再有什么金融规则是不可以触动的，金融已经成为地缘政治工具。

金融攻防战是否是按金融战设计者所设想的那样发展的呢？2月22日，卢甘斯克、顿涅茨克宣布独立，俄罗斯承认其独立；2月24日战争爆发。在战争爆发前卢布已经开始出现贬值，幅度不是很大。2月24日战争爆发，俄罗斯股指下跌33%，俄罗斯宣布关闭市场。股市是对政治事件最敏感的一种金融资产。同一天卢布也出现下跌，下跌的幅度不是特别大，但是比战前幅度要大。中央银行动用了10亿美元进行干预，以稳定汇市。2月26日西方宣布把俄罗斯银行踢出SWIFT体系；2月27日，决定冻结俄罗斯的外汇储备，但是要注意：这两天是星期六和星期日，并未开市，但风声已经传出。金融战的西方设计者把卢布作为突破口，一般而言，一国的金融动荡都是从汇率暴跌开始的。1997年东亚金融危机就是这样。1998年对香港的金融股战也是从攻击港币开始的。冻结俄罗斯央行外储的战术目的也是使俄罗斯中央银行在卢布贬值的时候，无法通过动用外汇储备稳定卢布汇率。28日外汇市场开盘，卢布大幅下跌，跌幅一度逼近40%。2月28日，也就是同一天，俄罗斯中央银行升息，实行资本管制，汇率最终下跌25.7%。那么，此后的事态是如何发展的呢？是否像西方金融战设计者所希望的那样，紧接着汇率暴跌之后发生

了资本外逃、银行挤兑、股市暴跌、利率飙升、通胀失控、经济萧条、政权更迭？

既然是攻防战，事态如何发展，还要看俄罗斯采取了什么反制措施。2月28日俄罗斯中央银行升息，基准利率从9.5%上升到20%，幅度可以说非常大。如果西方没有冻结俄罗斯的外汇储备，俄罗斯可能不会如此大幅度升息，而可能会动用外汇储备来稳定卢布。所以，到此为止，德拉吉和耶伦的预想没有落空。俄罗斯中央银行行长表示这种做法是为了补偿存户因通货膨胀遭受的损失，但这只是一种安定人心的托词。对大部分国家而言，一旦国家的汇率大幅度贬值，往往要首先提升利率，以此增加持有本国资产的吸引力，遏制资本外逃，以稳定汇率。

俄罗斯采取的第二条措施是宣布资本管制，也就是在28日宣布80%的外汇储备必须出售给中央银行，这是非常典型的资本管制措施；同时禁止外国持有俄罗斯股票和债券的人出售股票和债券；并且2022年换汇额度仅为1万美元；此外还有一项重要措施是用卢布购买石油天然气。

俄罗斯反制措施的效果如何呢？首先看汇率，由于俄罗斯中央银行采取的一系列措施，2月28日卢布下跌的程度可能远低于德拉吉们所希望看到的。3月10日卢布汇率终于见底回升，由最低时的150多卢布兑1美元回升到不到80卢布兑1美元。目前，卢布汇率已经回升到战前水平。3月24日股市重新开市（虽然有一些限制），虽然还低于战前水平，但处于趋稳回升的状态。还有一个非常值得注意的事实：4月8日俄罗斯宣布降息300个百分点，由21%回落到17%；4月20日又进一步下降到14%。这说明俄罗斯央行相信金融市场已经稳定，不需要用比较高的利息率来抑制资本外逃、稳定卢布。利息率高对经济发展非常不利，降息对经济增长是重要利好。

不难看出，西方金融战未能实现其短期目标，以破坏国际货币体系信用基础为代价去攻击一个国家的货币最终失败。对金融战的西方设计师们实难恭维。

俄罗斯金融市场基本恢复稳定的原因主要有三条：

第一，从金融角度讲，俄罗斯中央银行的应对措施没有出现大的失误。升息是对

的，但他们没有仅靠升息。资本管制也是对的，但俄罗斯央行也没有仅仅依靠资本管制。它把升息和资本管制这两者比较好地结合起来，所以使汇率稳定。十多年前本人参加彼得堡举办的一次会议，与俄罗斯央行行长、经济部长以及最大商业银行的行长讨论俄罗斯大幅度升息的合理性。当时俄罗斯为稳定卢布汇率仅仅采取升息方法，而忽略了资本管制。而这次俄罗斯的应对是升息与资本管制相结合。

第二，普京仍然得到大部分民众的支持，如果他得不到民众支持，银行挤兑等现象是无法避免的，俄国民众也不会配合俄国政府的一系列资管措施。

第三，制裁失败的最重要原因则是美国及其盟友对俄罗斯的制裁留下了巨大的缺口：没有对俄罗斯的石油和天然气实行全面禁运。既然不想对俄罗斯的石油天然气实行全面禁运，那就必须要容忍俄罗斯联邦银行，还有为能源贸易服务的Gasprombank继续存在于SWIFT体系中，也不能将其列入SDN名单中。换言之，美国对俄罗斯的金融制裁也留下巨大漏洞。这一点又是由于欧洲国家对俄罗斯石油依赖造成的。

由于没有实现对俄罗斯油气的全面禁运，由于金融制裁留下了巨大的缺口，俄罗斯的国际收支状况并未恶化，经济依然维持运转，战争损耗估计也能够得到相应的补充。

简言之，在短期，德拉吉、耶伦设计的制裁措施基本是失败的。难以理解为什么会忘记这样一个简单事实：稳定短期汇率，除了升息之外还有许多其他方法，例如资本管制。更有甚者，他们一直标榜是国际规则的捍卫者，为了打击一个国家的汇率，他们竟然主张冻结一个核大国的外汇储备。站在西方的角度看，即便能够获得短期的战役上的胜利，这种做法也是得不偿失的。在1853-1856年的俄——英、法、土克里米亚战争期间，即便双方死伤累累，英国坚持偿还对沙皇政府的欠债，而沙皇政府则依旧为英国投资者购买的主权债付息。一位英国大臣对此轻描淡写地说道：在战争期间偿还敌方的公共债务，对于“文明国家”而言是理所当然的。

众所周知，美元上印的格言是“IN GOD WE TRUST !”，这是何其庄严的宣誓！而冻结资产这种赖账行为彻底动摇了美元历经百年建立起来的国际信用。美国已经用行

动证明，在某种情况下它可以不遵守“欠债还钱”这一最基本、最古老的金融规则。最近美国国会通过决议，要用所冻结的俄罗斯外储补偿乌克兰的损失。其实，我们也不应该过于吃惊。美国并不是第一次干这种事情。前不久，美国冻结了的阿富汗中央银行30亿美元的外汇储备，声称要用这笔钱补偿9.11事件的受害者。

美国冻结俄罗斯央行外汇储备严重破坏了美国的国际信誉，动摇了西方国家占支配地位的国际金融体系的信用基础。从西方国家的角度来看，这种做法因小失大、得不偿失？不过，对中国来讲，这倒是一副很好的清醒剂：对于地缘政治而言，世界上并不存在什么碰不得的“金融神牛”。

俄罗斯要求“非友好”国家用卢布购买石油的举措得到很多称赞，被认为是一步高棋，对维护卢布稳定发挥了重要的作用。我认为这一措施没有那么大的作用。**要求用卢布购买俄罗斯石油、天然气对欧洲油气进口商并不会造成什么实质性损失。我认为，这一措施的目的更多的是为了限制俄国出口商持有欧元。**以前出口商可以自己决定是把外汇卖给央行还是自己持有外汇或将外汇用于境外投资。现在，根据普京签署的法令，外国（不友好国家）**油气**进口商要在Gazprom银行开两个账户，一个外汇账户、一个卢布账户。外国进口商先把外汇打入外汇账户。Gazprom银行负责把账户中的外汇卖给中央银行，从中央银行取得卢布后再打入进口商的卢布账户。最后外国进口商用卢布向俄罗斯出口商购买天然气进口。这样一来，俄罗斯的天然气和石油出口商就只能把它们的外汇收入卖给中央银行，这当然有助于维持卢布的稳定。**但这一举措从本质上来讲不过是资本管制的一种方法。**将油气交易与卢布结算联系起来，是对以美元为本位的国际储备货币一种冲击，但其意义并非像我们所说的那么重大。

总而言之，卢布买石油这种政策对稳定卢布汇率在短期会有一定作用，但也就仅此而已。**最终决定卢布汇率的是俄罗斯的国际收支状况。**2021年俄罗斯经常项目顺差为1200亿美元，外汇储备是6300亿美元，海外资产1.62万亿美元，净资产4400亿美元。可见，俄罗斯的国际收支状况很不错，海外投资头寸也比较理想。从2014年之后，俄罗斯就一直维持了相当高的经常项目顺差，最高的一年超过4000亿美元。**俄罗斯的经常项目顺差之所以这么大，关键原因又是原油价格。**所以对俄罗斯的经济来讲，根本的是原

油价格：如果原油价格维持高位，它就有经常项目顺差和贸易顺差。如果俄罗斯是经常项目顺差，同时又对资本的外流有比较好的控制，卢布就能保持稳定、甚至升值。

在中、长期，俄罗斯是否能够扛得住，关键要看石油和天然气价格走向。至少在今年，由于美国封锁使得石油价格上升，所以今年俄罗斯石油收入将创新高，预计将会超过3000亿美元。这种情况下，卢布稳定是根本不成问题的。**想让俄罗斯经济在短期内崩溃是不现实的。**

从中期来看，美国现在最主要做的事情是设法增加全球油气供应：复产、释放储备、迫使OPEC增产。欧洲国家调整能源结构，减少油气需求量。一旦打破对俄罗斯油气的依赖，就可以对俄罗斯实行石油、天然气供应全面的制裁，对俄罗斯的金融制裁也就不再留有缺口。**未来六个月或者更长一段时间是非常关键的时期，美国对俄罗斯石油禁运、对俄罗斯的金融制裁是否能够成功，就在此一举。**乌克兰战争不可能一直持续下去，俄罗斯和乌克兰最终会达成某种妥协。**在俄罗斯乌克兰战争结束之后，可以肯定的是美国和欧洲国家一定会继续对俄罗斯进行制裁，一旦实行全面制裁，俄罗斯经济将进入非常困难的时期，经济增长速度可能明显下降，甚至是出现负增长。**

从中期来讲，把俄罗斯踢出国际金融体系和国际贸易体系肯定会对俄罗斯经济有很大的影响。但相对于像中国这样的一些国家来讲，这种影响会小很多。**从长期来讲，俄罗斯的经济情况不容乐观。**比如俄罗斯在2023年才能实现28纳米的国产芯片制造，从俄罗斯科技的发展来看，发展的前景很不乐观。普京曾放言：给我20年，我还给你一个强大的俄罗斯。他的豪言壮语大概率会落空。但是，而俄罗斯也不会倒下。**像俄罗斯这样的大国，依靠能源出口是没有前途的，俄罗斯必须对国内产业结构进行重大调整。这种调整必然是困难和痛苦的。**在对外经济方面，俄罗斯的选择也将非常有限。它只能寻求加强同中国、印度等国的经济合作。在这次乌克兰战争之后，除非国内政治发生巨变，俄罗斯恢复和西方的合作、被重新纳入国际贸易和金融体系，基本已无可能。

美国及其盟友对俄罗斯制裁，对中国提出什么挑战？中美之间本身问题就很多，现在又出现了新的非常迫切的问题：中国参加不参加对俄罗斯的石油天然气的禁运和全面

金融制裁？到目前为止，美国并没有对俄罗斯实行全面的石油天然气禁运，所以中国、印度购买俄罗斯的石油天然气还是被允许的。但一旦美国认为欧洲已经可以摆脱对俄罗斯油气的依赖，“万事俱备，只欠东风”——就要看中国和印度是不是还要继续买俄罗斯的石油、天然气。当走到这一步时，中国就要面临非常严重的挑战，这一情况会在半年后或者更长一点的时间内发生。中国必须想清楚：如果中国参与制裁，在俄罗斯沦为二流国家之后，美国是否会把主要矛盾转向中国？如果俄罗斯看到中国参与对它的制裁，它对中国会是什么态度？中国到那个时候会不会面临两个敌人？如果中国不参与制裁，美国是否会立即把矛头指向中国，把中国金融机构列入561名单或SDN名单，甚至通过长臂管辖对中国企业和金融机构进行SDN二级制裁，到时候中国应该怎么办？这些问题既是地缘政治问题，也是高度技术性的专业问题。对于这些问题，理论经济学家没有资格置喙，只能由政治家和贸易-金融领域内的技术专家回答。

毛振华：建设全国统一大市场的核心是规范政府的行为

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）

联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 47 期）上的发言

俄乌冲突持续至今，期间欧美西方国家对俄罗斯采取了一系列的制裁措施，其中最为人关注的就是欧美等国家将部分俄罗斯银行排除在环球银行间金融通信协会（SWIFT）支付系统之外，仅为银行间进行与俄石油及天然气相关支付留出空间。当前这一制裁对全球金融环境的影响还处于持续观察期，我想从以下两个方面进行探讨。

一、关注西方对俄制裁对中俄经贸合作关系的影响

西方国家对俄罗斯包括金融在内的多项制裁措施或将是长期行为。此前各界较为普遍的观点是，俄罗斯被踢出 SWIFT 的可能性较小，其理由有二：一是由于俄罗斯与欧洲地缘关系特殊；二是俄罗斯与欧洲经济紧密相关，例如欧盟进口天然气中约 40%、进口原油中约 30% 来自俄罗斯，将俄罗斯踢出 SWIFT 系统对欧洲国家而言是“伤敌一千，自损八百”。但是，目前来看情况却并非如此，且西方国家对俄罗斯的金融制裁还有进一步加大的趋势。七国集团此前曾公开表示该集团成员承诺将逐步摆脱对俄罗斯能源的依赖，包括逐步减少或禁止进口俄罗斯石油，若相关国家停止进口俄罗斯石油、天然气等资源，也就意味着届时俄罗斯将被全面踢出 SWIFT 系统，未来存在俄罗斯金融体系彻底同西方脱钩的可能性，欧美等西方国家对俄罗斯的金融制裁具有长期性。在国家间处于战争和敌对状态的情况下，企业、国际组织的立场、观点和应对措施都会发生较大变化，这是值得我们思考和警惕的。

尽管制裁之下俄罗斯原有的金融交易路径完全转换的可能性较小，但中俄之间经贸合作仍有望加强。若俄罗斯被禁止向欧洲等国家出口石油、天然气等大宗商品，处于

俄中双向选择的需要，俄罗斯对中国扩大相关产品出口是大概率事件。在此过程中，就涉及到选取何种货币进行贸易结算的问题。作为十分注重主权的国家，俄罗斯将其经济生命线、金融生命线寄托于其它币种的可能性较低。短期来看，将人民币作为中介，以人民币兑换美元并流回本国的可能性也较小，这一方面是由于美国的长臂管辖，另一方面也是由于难以顺利地通过金融机构进行相关操作。综合考虑上述原因，在西方对俄制裁长期化的情况下，中国同俄罗斯间的经贸往来合作会有所强化，但俄罗斯金融交易路径完全转变的可能性较小。

二、警惕俄乌冲突对中国经济及金融的潜在影响

欧美对俄金融制裁或是一场压力测试，需警惕人民币、港币面临的潜在风险。近年来随着中国经济的快速发展，美国对中国的压制已经从过去以贸易领域为主转变为政治、经济、军事、外交等领域的全面打压。美国或利用各种时机制造冲突事件，借此加快中国与美国乃至全球的脱钩步伐。俄乌冲突不仅在短期内难以缓解中国在大国博弈中的部分压力，甚至可能会进一步加大中美脱钩的可能性。极端考量下，世界或将重新划分为两个阵营，当前将俄罗斯踢出 SWIFT 系统可视为一种压力测试，未来人民币和港元同样面临被踢出 SWIFT 系统的风险。此前香港金管局总裁在被问及俄乌局势对香港金融影响时公开表示，香港金管局及银行业界已就不同情境做了预案，当中包括资产被冻结或被剔出 SWIFT。当前相关部门要尽快进行压力测试，以便出现极端情况时可以更好应对。

值得注意的是，香港国际金融中心的地位正面临新的考验。我曾于 90 年代在香港工作过一段时间。彼时香港是名副其实的亚洲金融中心，日、韩、东南亚国家和台湾地区的很多重大金融交易在此进行，多国金融机构在此驻扎，贸易往来频繁。经过多年的发展，时至今日，香港已经逐渐演化成为主要为中国服务的中国金融市场对外窗口。香港国际金融中心的地位与中国的国际关系紧密相关，如果中国同全球经济的联系有所削弱，香港国际金融中心的地位也将受到影响。从历史上看，冷战时期，在中国和西方国家处于相对隔绝的状态下，香港依然保持了同国际社会、全球市场的联系。彼时香港仍未回归，中国也不是美国的首要威胁。从当前来看，情况已经出现改变，中美脱钩的背

景下香港或难以独善其身。

彭文生：俄乌冲突对全球金融市场的影响主要通过实体经济渠道

彭文生 中金公司首席经济学家

以下观点整理自彭文生在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 47 期）上的发言

任何一个冲击，像新冠疫情或者是战争对世界影响、对金融市场的影响有两个渠道。一是金融市场风险偏好的渠道，也就是投资者的信心。二是实体经济的渠道，对经济的需求、供给、经济结构的影响。这次俄乌冲突之后西方国家对俄罗斯展开的一轮制裁，大家关注比较多的是金融制裁，一方面是石油、天然气等实体方面的制裁效果存疑，因为欧洲国家对俄罗斯能源的依赖，另一方面反映了全球金融体系由西方主导，尤其是美元主导的现实，金融制裁的效率更高。

（一）金融市场渠道。战争带来的确定性，对投资者来讲一个直接的效果就是风险偏好下降，全球投资者追求安全资产的动能上升。在全球金融体系中，美国仍然是安全资产的主要提供方。一般情况下，在风险偏好下降的影响下，我们会观察到美元汇率上升、美债价格上升、美国国债利率下降、美国股票价格下降。但随着战争的持续，现在我们看到美元是升值的，股票下跌，但美债也下跌，美国利率是上升的，十年期国债收益率现在到了 3%，不符合金融渠道、风险偏好渠道的规律，或者说不是主要的因素，如果追求安全资产是主要影响力的话，美债显然是安全资产，长端美债利率应该下降。

在西方制裁俄罗斯的大背景下，中国会受到什么样的影响，或者说在地缘政治激烈冲突之下，投资者把中国资产是看成安全资产还是风险资产的问题值得关注。近年来，中国国债渐渐受到一些国际投资者的追捧，起到一定的安全资产的功能。俄乌冲突后，中国的股票作为风险资产，价格下跌了，但中国的债券作为安全资产的角色是上升了还是下降了，值得大家思考。站在西方这一边来看可能不是安全资产，对于那些担心也被美国制裁的国家来讲，中国的国债可能是另一类安全资产。到目前这段时间市场的表现

来看，信号不是很清晰。

（二）实体经济渠道。俄乌冲突影响经济增长和物价，最直接的渠道是能源、粮食价格。能源粮食供给短缺既影响增长，也影响通胀，是一个滞胀的效果。战争也影响产业链的平稳运行，但是，对俄罗斯和乌克兰而言，产业链的影响和大宗商品这两者可能是重叠的。俄罗斯和乌克兰在全球产业链的主要地位还是上游原材料、大宗商品，一定程度上是不可替代的，比如欧洲对天然气的依赖，非洲、中东等国家对乌克兰的粮食依赖。**这对其他国家的冲击和影响，主要还是反映为能源和粮食进口国的贸易条件的恶化，是滞胀的影响。**所谓滞是实体收入下降，贸易条件恶化以后，导致一个进口国的实际收入下降，对经济增长带来下行压力。同时，大宗商品价格上升，导致进口价格上升。这里面还有一个战争的直接影响，即和平红利的下降，更多的资源要投入到战争相关的领域，而不是民生。

这两个渠道对全球总体来讲是滞胀的影响，但是不同国家受到的冲击程度不一样，就要看在这两个方面相对所处的地位。比如美国是重要的能源生产国、出口国，能源供给受到的冲击对美国来讲相对小；欧洲是能源进口国，尤其过去在历史上的路径依赖主要依靠俄罗斯，所以欧洲受到贸易条件恶化的影响特别大。美国是全球最大的军事开支国家，是最大的军事装备出口国，在战争环境下美国也是受益的，欧洲和其他的一些新兴市场国家要增加军费开支，这个开支不是导致国内生产和就业的增加，而是靠进口军事装备，拉动的是对美国产出的需求。在这样的逻辑下，滞胀的影响，体现在美国通胀多一点，其他国家则是停滞多一点，因为实际收入下降不利需求。

在这种分化的影响下，通胀压力增加美国利率上升的动能。短期来讲央行是最重要的市场利率决定者，但看远一点，看十年期、三十年期的利率，即使央行短期不反应，投资者也要求有更高的利率来补偿通胀。所以，最近美国利率上升，美元升值，股票价格下跌，主要还是反映了实体经济渠道的作用。具体而言，美国主要是“胀”，其他国家主要是“滞”，美国的自然利率相对欧洲的自然利率上升。

然而，实体和金融是紧密联系的，有时候一开始是实体变化的影响通过金融渠道放

大，有些时候是金融变化通过实体渠道放大。我们不能忘记过去这些年，尤其是应对疫情以来，作为国际货币体系的储备货币提供者，美国货币政策极度宽松导致资产价格估值水平非常高。实体经济的差异，可能会导致美国通胀在比较高的水平持续相当长的时间，由此美国的利率上升空间还比较大，那么资产估值的重估还要继续。从这个意义上讲，美股的下跌现在可能是一个熊市的开始。**如果这个逻辑推演是对的，下一步金融渠道的作用可能会更加重要。**这不是因为美国制裁俄罗斯，而是全球金融市场过去这些年所累积的问题的暴露。美元极低的利率所带来的风险资产高估值，不仅是美国股市，所有的风险资产，比特币、新兴市场货币、新兴市场股票等等，都面临比较大的挑战。这有可能有一个负向反馈作用，甚至不能排除有一些比较脆弱的、相对小一点的新兴经济体出现金融危机，这是值得我们下一步关注的风险。

黄益平：对俄制裁会否导致全球化终结？

黄益平 北京大学国家发展研究院副院长

以下观点整理自黄益平在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 47 期）上的发言

一、历史上的两轮经济全球化

这一轮西方国家对俄罗斯制裁的参与者非常多，措施也非常广泛，而且力度也空前，会不会导致这一轮经济全球化的终结？

什么是全球化？国际货币基金组织曾经做过一个定义，主要包括四个方面的内容，即资本、人员、产品和知识在各国之间的自由流动与交换。

人类经济史上已经发生过两次经济全球化。第一轮全球化是在 1860 年-1914 年。1760 年左右发生了第一次工业革命，蒸汽机技术催生了效率高、规模大、成本低的纺织业、航运业和铁路业，一方面，生产活动的规模经济日益体现，劳动分工成为可能。另一方面，交通运输成本降低，跨国贸易的便利度大幅提高。这样就开启了第一轮的经济全球化。1914 年之前，不仅各国之间的货物贸易很繁荣，跨境资本流动也很活跃，美国西部铁路、巴西化肥厂甚至南非金矿，都是大规模地从国际市场上融资的。因此，1860 年开始的第一轮经济全球化，技术进步是直接触发因素。

第二轮全球化是从 1971 年开始的。当时布雷顿森林体系濒临崩溃，尼克松总统决定把美元和黄金脱钩，各国由此走向了浮动汇率体制。汇率体制从固定走向浮动，一个直接的结果就是跨境资本流动变得活跃起来。蒙代尔三元悖论认为，在给定固定汇率的条件下，如果要追求货币政策的独立自主，那就必须放弃跨境资本流动。布雷顿森林体系期间，跨境资本流动不太活跃。1971 年以后发生了改变，现在一般的说法是，大部分发达国家从上个世纪七十年代开始了全球化进程，而多数发展中国家是从八十年代开始的。所以，1971 年以来的第二轮经济全球化，主要是由政策调整触发的。

中国是第二轮全球化的主要获益者。1978 年中国开始实行改革开放政策，直到最近之前，经济增长速度一直非常快。究其原因，当然是因为改革政策释放了巨大的经济

能量，积极性空前高涨，创造性充分发挥，经济活力十分强劲。同时也应该看到，我国的改革开放政策恰好与世界经济全球化同步。所以头三十年的经济增长，国际大循环发挥了关键性的支持作用。在相当长的一段时期内，我国不仅是全球最大的出口国，也是最大的外国直接投资接收国。如果没有全球化的国际大环境，我国的经济增长可能不会这么强劲。

二、对全球化的致命一击？

全球化有一个很重要的制度基础，就是国际秩序和全球公共品。基本秩序是经济发展的重要前提条件，一些发展中国家，即便拥有廉价的劳动力甚至丰富的自然资源，但由于缺乏必要的社会秩序，经济就无法发展。对国际经济交流来说，也是同样的道理，但困难更大。原因就在于没有一个全球的政府来维持政治与经济秩序，这样的责任只能依靠个别国家来承担。在第一轮全球化期间，英国承担了这样的责任。但第一次全球化到 1914 年就中止了，因为在那年第一次世界大战爆发。第一次世界大战的核心就是德国挑战英国主导的国际秩序，所以全球化戛然而止，国际秩序不复存在，国际经济交流也就难以为继。一战以后发生了大萧条，大萧条以后又爆发了二战，直到 1944 年美国领头成立了布雷顿森林体系。

本次制裁影响最大的措施是将俄罗斯的一些银行踢出 SWIFT 系统、同时扣押俄罗斯央行的外汇储备。这类做法在过去也不是没有发生过，这次的特殊性是其参与国家比较多，措施广泛，力度空前，同时是针对一个主要国家。国际金融体系中的基础设施比如支付体系以及国际货币都是国际经济秩序的重要组成部分。对俄制裁的实质是一部分主权国家利用全球公共品制裁另一个主权国家，当然在这个例子中，美元是美国的货币，但它同时是全球最重要的储备货币，也是全球公共品。

这对全球化来说可能是致命的一击。全球化的一个基本假设就是只要根据市场因素就可以决定把产品卖到什么地方、到哪儿去投资、用什么货币和什么金融基础设施。二战以来的这一套国际经济秩序，是在美国的带领下建立起来，也提供了全球治理的公共品。过去曾经有美国是“太平洋警察”的说法，虽然不能说美国总是公平公正、没有霸权行为，但总体看来，二战以来的全球经济环境是比较有序、稳定的，中国也是这个

环境的获益者。但西方国家联合制裁俄罗斯的一些措施打破了这样一个局面，也就是说，这个秩序将来还能不能用，首先要看是不是美国的朋友。将来去哪里投资、去和谁做贸易、把供应链放在什么地区，再也不能像过去那样只是考虑成本效益因素。当然，全球化根基的动摇可能并不是今天才开始的，特朗普在 2018 年初四处出击，打贸易战，表明美国已经放弃了国际秩序的维护者、全球公共品的提供者这样一个独特的地位。

全球化会不会由此终结？现在还不太好下绝对的结论，因为与 1914 年爆发热战不同，现在丧失国际经济秩序的过程更像是温水煮青蛙。既不好断然说全球化结束了，也不应只从当前的贸易、投资数据找证据，说全球化还很活跃，因为很多变化还在进行之中。可以想象的一种情形是，国际贸易和国际投资还会继续，但可能会变得更加区域化、集团化，国际经济交易决策需要有更强的选择性和风险意识。也许绝大多数国家都不至于与美国及其盟国爆发激烈的冲突，但谁也不能保证永远都不愿发生矛盾。

三、树立底线思维的同时稳健地扩大开放

即便全球化不会终结，这个风险因素的存在，也应该引起政府、企业和家庭足够的重视。过去一段时期，不少企业都在做国际化的布局，许多富裕家庭也在向国际市场分散资产配置。这些都应该继续，但对于供应链被切断、资产被没收这样的潜在风险，应该要有充分的思想准备，甚至做好相应的预案。如果承受不了那样的冲击，也许可以考虑把工作重点放在国内市场。在宏观层面，需要在建立底线思维的同时更加稳健地扩大开放。

第一，要树立底线思维。过去这几年讨论中美贸易冲突时，经常会有人讨论美国没收我国庞大的外汇储备的可能性。说实话，过去我一直觉得可能性非常小，因为如果美国这样做，对美元和美国在国际金融体系中地位的伤害可能更大。但现在这样的事件已经确实实地发生了，相应地我们的一些对外金融策略就需要重新考虑，比如外汇储备管理，还要不要积累、多少合适、怎样配置，等等。对于企业和家户来说也是一样。

第二，还是要坚持稳健地扩大开放。俄乌冲突使得个别国家增加了对我国货币及支付系统的需求，这是个机会，但也需要小心。我国经济的目标是走向全方位的开放，那就不能满足于只是供少数几个国家使用的货币与支付体系。与欧美形成一个事实上的对

立集团，既没有能力，也不符合我国的长远利益。实际上，在坚持底线思维的前提下，进一步稳健地扩大开放，才能真正一步一步地走向世界经济舞台的中央，况且加大与包括欧美在内的国际经济的贸易与投资的往来，可能反而有利于提高我国经济的稳定性与安全度。

张晓燕：全球金融市场面临诸多不确定性，政府企业等各个须积极应对

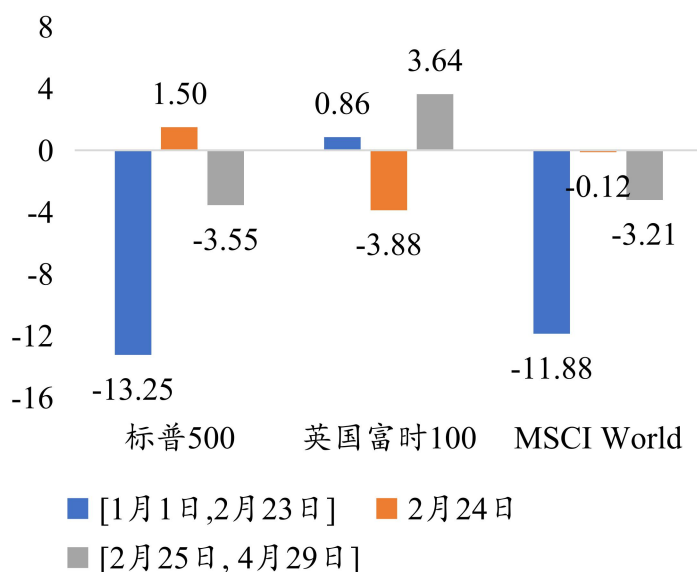
张晓燕 清华大学五道口金融学院副院长、国家金融研究院副院长

以下观点整理自张晓燕在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 47 期）上的发言

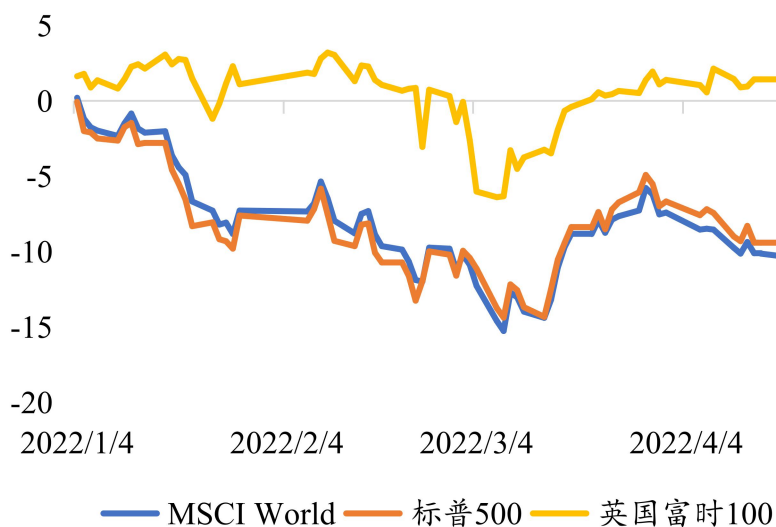
在俄乌冲突爆发前，在 1 月 10 日-2 月 24 日之间，已经有很多迹象表明俄乌冲突快要发生了，给全球资本市场做了一定的铺垫，因此冲突的发生也并不是特别突然。

首先来看俄乌冲突对全球资本市场及对我国资本市场的影响。全球股票市场走势有三个节点，一是从 1 月份到冲突爆发之前，二是冲突爆发当天 2 月 24 日，三是 2 月 25 日-4 月 29 日。在冲突发生前，很多市场都已经有很多负面反应。在冲突爆发当天标普 500 上涨 1.5 个点，英国富时 100 下跌 3.8 个点，MSCI 全球股指基本没有波动，它的收益率当天是-0.12 个百分点。股指累计收益率对富时是基本持平。

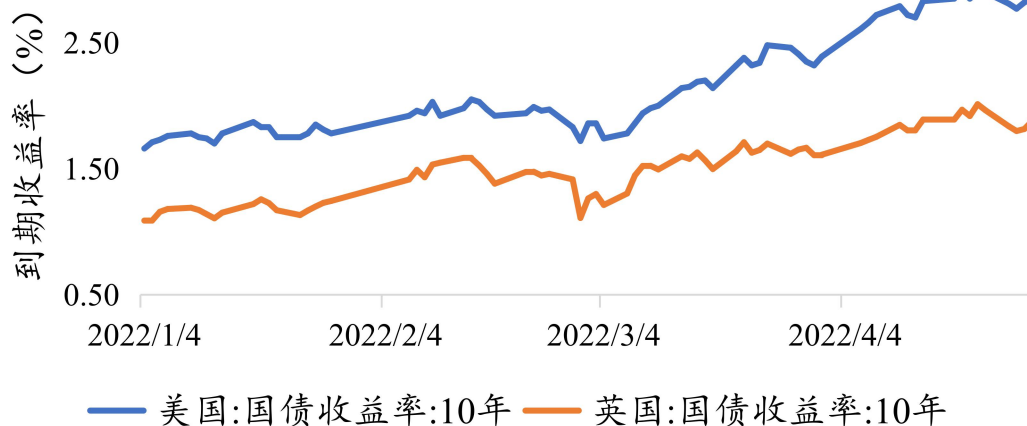
俄乌冲突-股指变动(%)



1月来股指累计收益率(%)

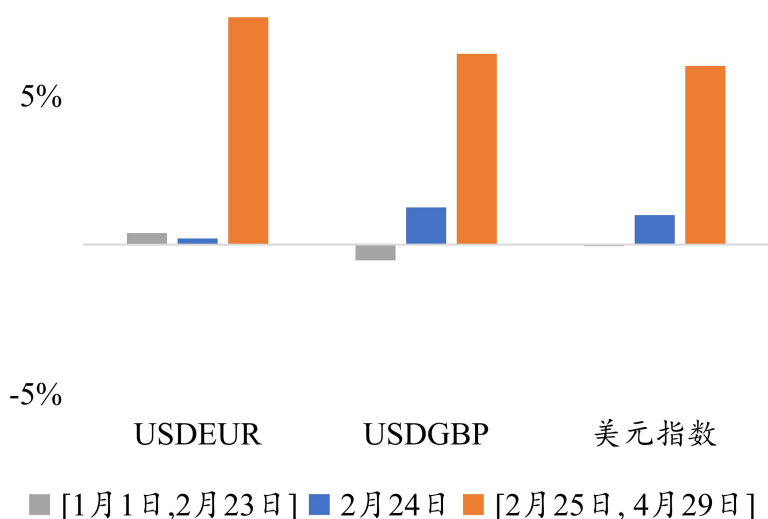


俄乌冲突发生之后，很多的投资人意识到当经济下行的风险增大的时候，可能要保流动性保底。所以，国债是很好的避险资产。英美十年期国债收益率小幅下行后就开始回升，现在在 3%左右。



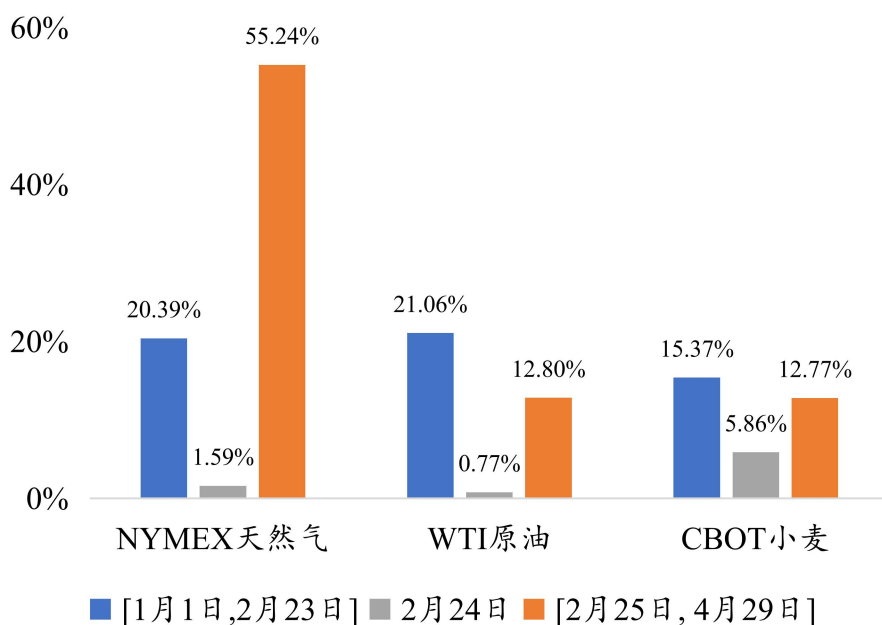
美元是一个避险资产，所以，在冲突爆发之后，美元大幅升值。

俄乌冲突-货币涨跌幅



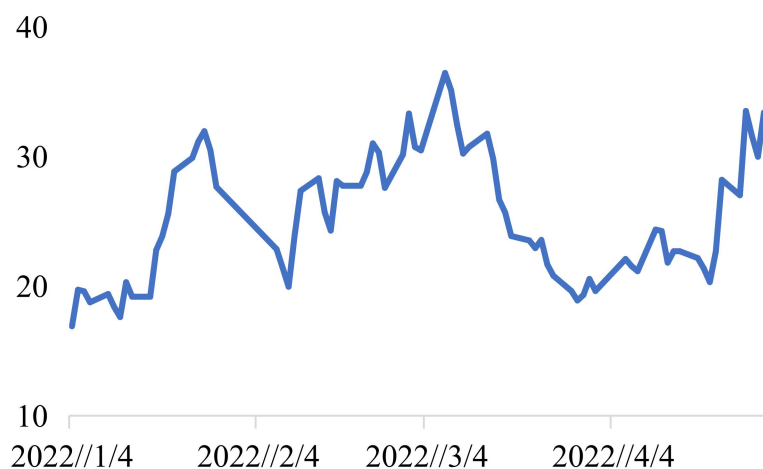
相比股市、债市和外币来说，全球商品价格受到的影响是切切实实的。不管是冲突爆发前、当天和之后，NYMEX 天然气、WTI 原油和 CBOT 的小麦期货合约商品价格涨跌幅都是非常可观的，比如天然气涨到 55.24%，原油 12.8%，小麦是 12.7%。可以看到俄乌冲突的爆发对全球股市的影响是比较有限的，对商品价格影响是非常大的。

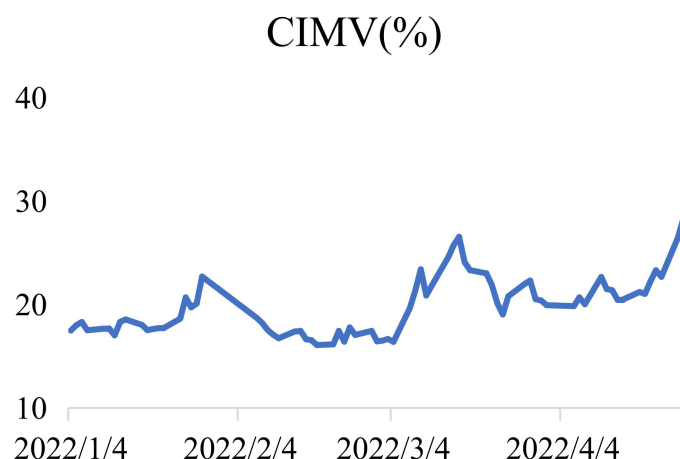
商品价格涨跌幅



同时，同一阶段全球市场的不确定性上升，对于投资人、对于企业、对于国家要考虑将来经济会处于什么样的状态，不确定性是非常重要的指标。根据美国 CBOE 的恐慌指数波动率，在冲突发生 2 月 24 日，波动率稳步上升，后来下降，后来又上升。根据中国上证 50ETF 隐含波动率，在 2 月 24 日当天，国内股市的不确定性后来也是上升的，但当天没有受到影响。

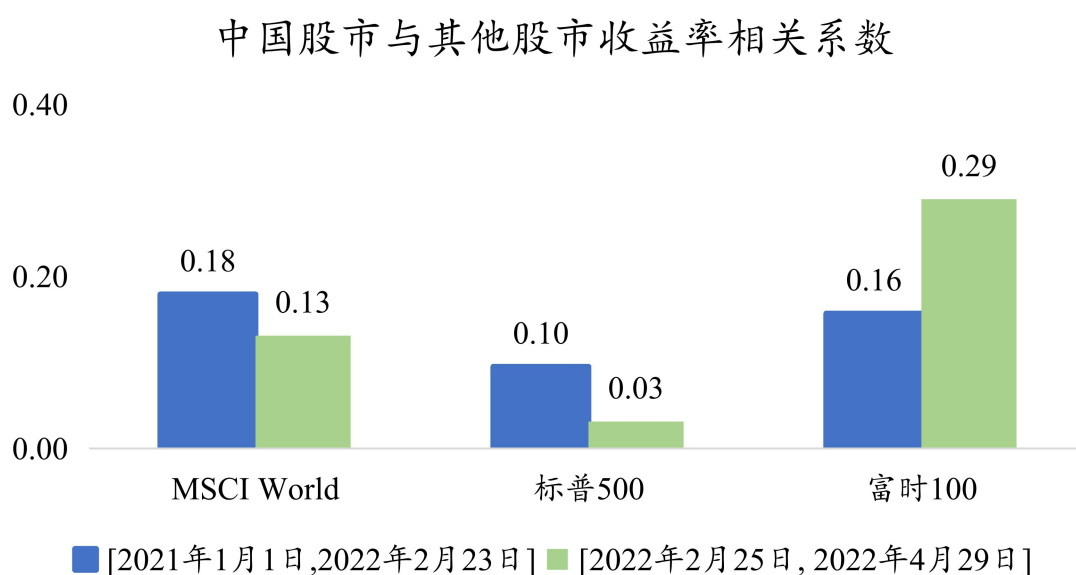
CBOE波动率(%)





不确定性可能和俄乌冲突有一定的关系，但同时要指出，今年1月1日以来全球市场还有国内市场都发生了很多事情。

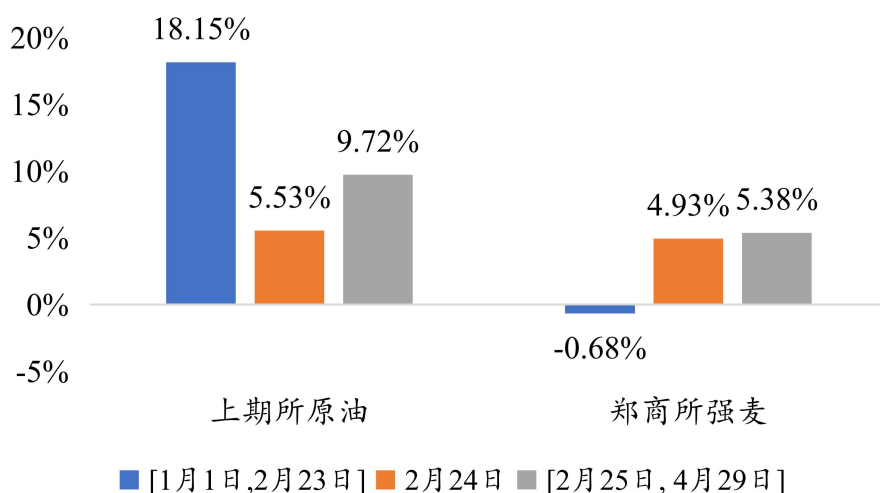
第一件事情是经济体的通胀情况，这里放的是欧元区和美国的情况，通胀是现在发达国家面临的很大的压力。第二件事情是国内新冠疫情状况反复，为经济发展带来不确定性，也是让人觉得障碍重重的事情。在全球通胀和疫情的压力下，国内的股票市场从今年开年以来到现在表现得都不是特别好，是一个下行趋势。就国内股市和全球股市对比而言，总体看联动性都在30%以下，大部分情况在20%以下。



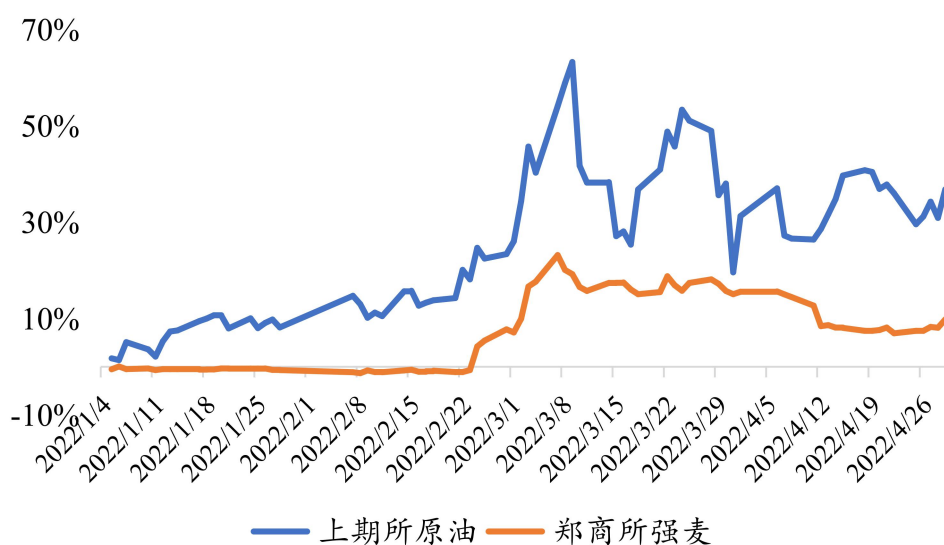
我们的债券也是比较稳定的收益率，因此，当股票市场不好的时候，债券是一个理想的避险资产。

大宗商品价格方面，国内能源中，上期所的原油和郑商所的强麦涨幅较大。因为俄罗斯出口石油天然气，俄罗斯和乌克兰都是粮食的大宗出口国家，所以俄乌冲突对原油和小麦的影响肯定是向上拉升的。

国内能源粮食期货价格涨跌幅



1月以来能源、粮食商品期货累计收益率



面临这么多国际和国内的不确定因素，对于监管层面，目前最重要的任务是维持国内的经济稳定和增长。首先，稳定就业和物价水平，推动经济增长，稳定粮食、能源等商品供给，促进国内物流畅通，推进企业在疫情防控条件下复工复产，达到更好的经济增长率。其次，构建以国内大循环为主体、国内国际双循环的格局，发挥资本在市場中的资源配置作用，打通生产、分配等各个环节。同时，要深化对资本的认识，持续进行对外开放，不能因为国际化发生了一些不确定性就完全把国家封闭起来。我们还是希望能够发展高水平的开放型经济，积极引导各类资本，推动经济发展。政府要积极发挥作用，为各类资本发展营造有力的市场环境和法治环境。

对于企业，很多企业和粮食、能源都有紧密的关系，这种情况下要进行风险管理，对冲价格风险。进出口行业，因为美元持续走强，也证明了对外汇风险的管理是非常重要的，并会影响到企业现金流。

最后对投资者来说，取决于自身的风险偏好。如果是价值导向型，觉得很多东西现在已经被压低，也要非常谨慎，要根据自己的风险偏好和风险承受能力来进行投资，当经济下行的时候股票市场波动率比较大，大家可以考虑一些避险资产，比如国债、黄金等等。

总结一下，俄乌冲突本身是区域性比较负面的冲击，全球市场面临俄乌冲突的不确定性，还有通胀和疫情的压力，导致目前为止资本市场的表现尤其是股市表现不是特别好。所以这种情况下，我国这样大的一个主体，监管层要稳预期、稳市场主体、稳资金面、稳市场行为，还要坚持国内大循环为主体，促进国内国际双循环的发展格局。对于企业和个人来说，风险如此之大，不确定性如此之高，应该进行适当的风险管理。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站: <http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号:

