

经济制裁对俄罗斯卢布汇率的影响： 以俄乌冲突为例

侯 蕾 倪淑慧 郑晓琳

【内容提要】 该文依据一套独特的对俄制裁数据分析了经济制裁对俄罗斯卢布汇率的影响。相比以往研究,该文使用的数据覆盖了 2014 年克里米亚事件和 2022 年俄乌冲突时期的制裁数据,细分了制裁措施的类型并且区分了制裁发起方为美国单一制裁或多国协同制裁,由此细化了制裁措施对卢布汇率的影响。数据展示了以美国为首的西方国家对俄制裁的时序特征,即在短期内以密集的金融制裁和进口限制为主,对俄出口限制则随着对俄出口产品依赖度的降低而均匀实施,呈对俄逐步“脱钩”态势。实证研究结果显示,俄乌冲突爆发两年多时间里,制裁总体上导致俄卢布汇率贬值,其中主要是金融制裁发挥作用,进出口限制的效果在短期内并不显著;与 2014 年克里米亚事件时期美国单独实施制裁相比,2022 年多国协同制裁的效果更为显著。

【关键词】 俄罗斯 俄乌冲突 经济制裁 卢布汇率

【基金项目】 中国社会科学院数据库专项资助项目(项目编号:2024SJK019)。

【作者简介】 侯蕾,中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员、国际发展研究室副主任、中国社会科学院大学国际政治经济学院硕士生导师、经济学博士;倪淑慧,中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员、经济学博士;郑晓琳,中国社会科学院大学国际政治经济学院硕士研究生。

2022 年俄乌冲突爆发后,美欧等国对俄罗斯实施了史无前例的大规模制裁。制裁对俄罗斯金融和宏观经济造成了一定冲击,卢布汇率也经历了短期大幅波动和持续温和贬值的过程。2022 年 2 月 24 日至 2023 年 12 月 31 日期间,卢布汇率波动幅度较大,最高贬值至 120.379,最低升值至 51.158,呈现大幅贬值、快速升值、波动贬值、小幅升值的变化趋势。在此期间,俄罗斯

受到来自美欧的针对个人、实体等制裁累计 1.7 万余项,其中包括金融、贸易、科技、文化等领域的多种限制手段和干预措施。本文基于美欧等国对俄制裁措施的分类梳理,尝试分析制裁对俄罗斯卢布汇率的总体影响,各类制裁手段对汇率影响的差异以及制裁影响汇率的可能途径。

一 文献综述

加利·C. 霍夫鲍尔(Gary C. Hufbauer)等将经济制裁定义为由政府发起的、蓄意断绝或威胁断绝惯常贸易或金融关系的行为^①,基于此,经济制裁类型可划分为贸易制裁和金融制裁。从制裁手段上看,郑联盛、徐以升和马鑫等学者认为,金融制裁是意在阻断金融交易和资金流动的惩罚性措施^②,包括资产冻结、冻结或取消国家间或国际金融融资、制裁对方银行体系、禁止全球金融机构与被制裁对象交易和切断其获取美元渠道等形式^③。在贸易层面,加利·C. 霍夫鲍尔等学者认为贸易制裁是制裁发起国利用出口禁运或进口抵制等非军事手段使受制裁国承受经济压力^④。

受数据可得性限制,现有文献就对俄制裁效果的讨论主要是关于 2014 年克里米亚事件以来经济制裁对俄罗斯经济的影响,其中以金融制裁效果分析为主。陈天鑫和李军帅发现金融制裁导致俄罗斯卢布贬值、物价上涨、抑制俄罗斯经济增长,且负面冲击具有长期持续性,在短期内造成俄罗斯利率上升,长期内利率将显著回落^⑤;高源、陶士贵和郭磊认为金融制裁使卢布汇率大幅波动,提高了俄罗斯物价水平,同时降低了俄罗斯出口商品价值,恶化了贸易结构^⑥;常世伟、陈波和朱怀佳则认为金融制裁对俄罗斯金融体系稳定性产生负面影响,不利于俄罗斯经济的平稳增长^⑦。

① [美]加利·克莱德·霍夫鲍尔等著,杜涛译:《反思经济制裁》,上海人民出版社 2011 年版,第 3 页。

② 郑联盛:《美国金融制裁:框架、清单、模式与影响》,《国际经济评论》2020 年第 3 期。

③ 徐以升、马鑫:《美国金融制裁的法律、执行、手段与特征》,《国际经济评论》2015 年第 1 期。

④ 同①,第 71 页、第 109~114 页。

⑤ 陈天鑫、李军帅:《金融安全视角下国际金融制裁的宏观经济效应——来自俄罗斯的证据》,《上海金融》2022 年第 7 期。

⑥ 高源、陶士贵、郭磊:《金融制裁效力指数的构建和应用——以美国对俄罗斯金融制裁为例》,《亚太经济》2023 年第 3 期。

⑦ 常世伟、陈波、朱怀佳:《金融制裁对俄罗斯金融和经济稳定的影响——基于制裁强度指数的研究》,《亚太经济》2024 年第 1 期。

关于制裁对汇率影响的分析,近期比较有代表性的是巴里·艾肯格林(Barry Eichengreen)等的研究。他们基于对 1914~1945 年 128 起制裁案例的实证分析发现,对一国实施出口限制和金融制裁会使受制裁国货币贬值,而对一国实施进口限制则会使其货币倾向升值^①;关于对卢布汇率的影响,奥列格·伊茨霍基(Oleg Itskhoki)和德米特里·穆欣(Dmitry Mukhin)认为,金融制裁、进出口限制对汇率的影响是通过货币供求平衡实现,其中进口限制会引发对卢布需求上升从而导致卢布升值,而限制出口和冻结外国净资产则有助于卢布供给增加,从而导致卢布贬值^②。吉多·洛伦佐尼(Guido Lorenzoni)和伊万·韦宁(Iván Werning)则认为,对俄进口限制将阻止俄罗斯消费者购买外国商品,国内商品消费增加,从而提高国内商品的相对价格,导致卢布实际汇率升值^③。

本文基于 2022 年俄乌冲突爆发以来更新的制裁数据,分析对俄大规模制裁对卢布汇率的影响。数据的优势体现在三个方面:第一,时间跨度较长,既包括 2014 年克里米亚事件又涵盖俄乌冲突,因此可以对比分析两次制裁的效果;第二,制裁数据区分了金融制裁和贸易制裁,其中贸易制裁进一步细分为对俄进口限制和出口限制,可以对比不同制裁的效果;第三,俄乌冲突后的对俄制裁从以往的单一发起国转变为多国协同,数据中考虑了除美国之外其他国家的制裁,可以比较分析单一制裁与多国协同的效果。基于上述数据的独特性,本文将在现有文献的基础上进一步区分时间段、制裁类型及制裁发起方,针对制裁对卢布汇率的影响做进一步深入探讨。

二 俄乌冲突后卢布汇率的基本走势及制裁影响

(一) 制裁对卢布汇率的短期和中长期影响

1. 制裁对卢布汇率的短期冲击大

俄乌冲突爆发后,美西方对俄推出制裁措施,卢布对美元汇率短期波动显著,这一影响在冲突爆发初期最为突出。这一阶段的制裁呈现频率高、数量大、手段多及多国协同的特征,短期内导致卢布汇率大幅贬值。根据彼得

① Barry Eichengreen, Massimo Ferrari Minesso, Arnaud Mehl, etc., Roger Vicquéry, Sanctions and the Exchange Rate in Time, *Economic Policy*, Vol. 39, Iss. 118, 2024, pp. 323–354.

② Oleg Itskhoki, Dmitry Mukhin, Sanctions and the Exchange Rate, *National Bureau of Economic Research*, 2022.

③ Guido Lorenzoni, Iván Werning, A Minimalist Model for the Ruble during the Russian Invasion of Ukraine, *American Economic Review: Insights*, Vol. 5, Iss. 3, 2023, pp. 347–356.

森国际经济研究所 (Peterson Institute for International Economics, 以下简称 PIIE) 对俄制裁措施的梳理统计, 2022 年 2 月 24 日 ~ 3 月 11 日, 美西方对俄罗斯实施制裁合计近 100 项^①, 其中金融制裁 50 余项、进口限制 20 项、出口限制 15 项^②, 公告或宣言 3 项, 此外还有针对个人和旅行方面的多种限制; 从单日制裁数量来看, 仅 2022 年 2 月 24 日当天就实施制裁近 10 项, 3 月 11 日实施制裁近 20 项。同期卢布对美元汇率从 2 月 23 日的 80.419 一路贬值至 3 月 11 日的 120.379, 两周内的贬值幅度高达 50%。

在冲突进入长期化状态后, 美欧多国制裁措施密集出台, 上述短期影响仍十分显著, 但贬值幅度较初期有所下降。例如, 在卢布对美元汇率持续升值 3 个多月后, 2022 年 6 月 27 ~ 29 日多国密集实施 30 余项制裁措施, 仅 27 日单日实施 20 余项, 超过冲突爆发初期的最高值, 使卢布对美元汇率从 6 月 30 日的 51.158 快速贬至 7 月 8 日的 63.143, 贬值幅度达到 23.4% (见图 1)。

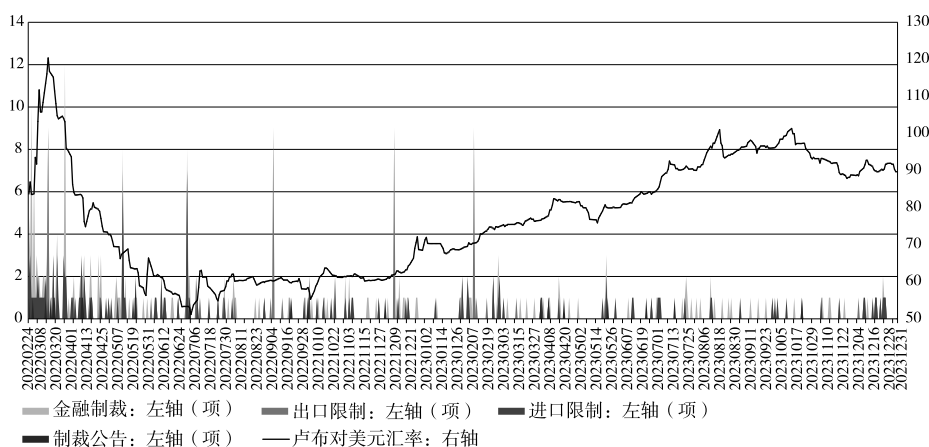


图 1 2022 年 2 月 24 日 ~ 2023 年 12 月 31 日对俄制裁数量与卢布汇率走势

资料来源: PIIE, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2022/russias-war-ukraine-sanctions-timeline>; 中国社会科学院制裁数据库; 俄罗斯央行, https://cbr.ru/eng/currency_base/dynamics/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.so=1&UniDbQuery.mode=1&UniDbQuery.date_req1=&UniDbQuery.date_req2=&UniDbQuery.VAL_NM_RQ=R01235&UniDbQuery.From=01.01.2022&UniDbQuery.To=19.12.2024

① 文中制裁数据来源为 PIIE 对俄制裁时间线和中国社会科学院制裁数据库。其中单一制裁发起国发起一次某一特定类型的制裁 (如金融制裁或进出口限制等) 记为一项制裁, 各类制裁的总数为各制裁发起国各类制裁发起次数的总和。

② 本文正文及图表中所述出口和进口限制均是从俄罗斯角度的出口和进口, 如限制俄罗斯出口石油归为对俄出口限制, 限制俄罗斯进口高科技产品 (即制裁发起国的出口管制) 归为对俄进口限制。

2. 制裁对卢布汇率的中长期影响逐渐减弱

限于统一口径制裁数据的可得性,本文重点考察 2022 年 2 月 24 日~2023 年 12 月 31 日卢布汇率走势情况。从图 1 可以看出,相比俄乌冲突爆发初期,在 2022 年下半年至接下来的中长期时段里,制裁对卢布汇率的影响逐步减弱。

一方面,卢布汇率的单日波动幅度呈现显著下降趋势。2022 年 3~5 月,卢布汇率单日波动的最大幅度分别为 12.5%、7.7% 和 10.2%,而 2023 年全年卢布汇率单日波动幅度最大仅为 3.6%,显著低于 2022 年水平。这表明制裁带来的中长期冲击效应远小于短期,制裁影响卢布汇率走势的重要性逐渐下降。这与 2014 年克里米亚事件中俄罗斯受到制裁后卢布汇率的总体走势比较接近,即如果没有后续高强度的追加制裁,先期大规模制裁对卢布汇率的冲击影响大约在制裁发生两年内逐步消化,汇率波幅将趋于平稳,并逐渐回归到非制裁时期的正常波动水平。

另一方面,制裁实施两年来,卢布汇率贬值幅度基本接近主要新兴经济体的平均水平。截至 2023 年 12 月 31 日,卢布对美元汇率为 89.688,相比 2022 年 2 月 23 日贬值约 12.29%。同期,南非、中国和印度等金砖国家货币对美元汇率分别贬值 20.96%、12.46% 和 11.51%;欧亚新兴国家白俄罗斯、匈牙利、马来西亚、印尼和韩国分别贬值 19.67%、10.34%、9.71%、8.4% 和 8.17%;北美新兴国家智利货币的贬值幅度为 10.19%。将其他新兴市场作为对照组进行对比可以发现,俄罗斯卢布汇率并未过度偏离新兴经济体货币的平均波动水平。

(二) 不同制裁措施的影响差异

俄乌冲突爆发后,美西方对俄罗斯实施的是多领域、全方位的制裁,其中经济层面的制裁措施以金融制裁和进出口限制为主。金融制裁针对俄罗斯的金融存量资产和各类金融交易,以多种制裁清单的形式对俄罗斯政府机构、企业和个人等实施资产冻结、限制交易等措施,并将俄主要银行排除在国际主流交易结算体系之外。在贸易领域,扩大对俄进出口禁令的范围,限制包括设备、软件、重要零部件、先进材料等对俄出口,禁止进口俄罗斯黄金、原油和石油产品等,并对俄能源实施价格上限。

金融制裁或贸易限制措施对汇率的影响机制不同,影响程度存在较明显的差异。为分析不同制裁措施的影响差异,本文选择某类制裁单独实施或者明显以某类制裁为主的制裁案例作为样本进行对比,以该项制裁措施实施后一周内卢布汇率贬值情况衡量其影响程度^①。样本案例的实施日期、不同类

^① 本文以 10 天内卢布汇率贬值进行检验,结论仍成立。

型制裁的实施数量以及制裁实施后卢布汇率贬值情况详见表 1。

表 1 不同制裁类型及对应卢布贬值情况

实施日期	金融制裁 (项)	出口限制 (项)	进口限制 (项)	一周内卢布贬值幅度 (%)
2022 年 2 月 24 ~ 26 日	18	0	6	26.65
2022 年 9 月 2 日	0	9	0	0.16
2022 年 12 月 5 日	0	9	0	0.95
2023 年 2 月 5 日	0	9	0	3.71
2023 年 8 月 31 日	0	0	1	2.00
2023 年 10 月 6 日	0	0	1	-2.69

资料来源:作者依据 PIIE 和中国社会科学院制裁数据库数据制作。

自俄乌冲突爆发至 2023 年年底,多国金融制裁单日总计超过 5 项的情形共出现过 6 次,均在 2022 年 2 ~ 6 月的制裁密集实施期。本文选择 2022 年 2 月 24 ~ 26 日作为金融制裁的样本。从表 1 可以看出,这三天金融制裁总量为 18 项,进口限制 6 项;金融制裁单日出台数量较大,虽然与其他类型制裁有叠加,但从制裁内容和数量级上对比,仍以金融制裁为主,其他制裁类型为辅,初步判定金融制裁是影响卢布汇率贬值的主要因素。这三天金融制裁的具体措施包括限制俄罗斯主权债务交易,对俄罗斯个人、金融机构和寡头实施资产冻结等,其中俄罗斯央行、财政部、国家福利基金以及多家系统性重要银行均在制裁清单上。同时,多国宣布将多家俄罗斯银行从全球银行间主流的报文系统 SWIFT 中移除。一系列金融制裁措施或宣言公告给俄罗斯金融体系带来巨大冲击,卢布汇率在短期内大幅贬值,一周内的贬值幅度高达 26.65%,可见金融制裁对卢布汇率的影响十分显著。

在对俄罗斯出口实施限制方面,单日多国总计超过 5 项的情形出现过 6 次,其中有 3 次与金融制裁等其他措施叠加实施。为排除叠加其他措施的影响,本文选择 2022 年 9 月 2 日、12 月 5 日和 2023 年 2 月 5 日这三天作为分析样本。从表 1 可以看出,这三天只实施了多项出口限制,未实施其他制裁措施,初步判断出口限制是当期影响卢布汇率的主要措施。2022 年 9 月 2 日,七国集团(G7)财长最终确定对俄罗斯原油和石油产品实施价格上限以及对与此限价相关联的全球海运服务进行限制。2022 年 12 月 5 日,七国集团、欧盟和澳大利亚等多国对原产俄罗斯的海运原油实施价格上限。2023 年 2 月 5 日,对俄石油产品的出口限制措施正式生效。相应措施公布后一周卢布汇

率贬值的幅度分别为 0.16%、0.95% 和 3.71%。由此可见,出口限制对卢布汇率的走势有一定影响,且随着更多措施的逐步落地,影响效果逐渐增强。

对俄罗斯进口实施限制单日超过 5 次的情形均出现在冲突初期制裁措施密集实施阶段,之后实施的数量逐渐减少。本文选取 2023 年 8 月 31 日和 10 月 6 日两天只实施单一进口限制的案例进行考察。2023 年 8 月 31 日,美国商务部发布临时禁令,3 名个人和 4 家公司因向俄罗斯军方供应非法物品而被暂停出口特权;10 月 6 日,美国商务部将 49 家企业列入实体制裁清单,原因是这些公司通过向俄供应美国半导体等方式支持俄罗斯军事和国防工业。8 月 31 日的制裁措施实施一周后卢布贬值 2%,但 10 月 6 日的制裁实施一周后卢布却升值 2.69%。由此可见,进口限制对卢布汇率的走势有一定影响,但方向待确定。

从表 1 汇总结果来看,在各类制裁措施中,金融制裁对卢布汇率走势的影响最为显著,贸易类相关的进出口限制的影响在短期内相对较弱,而且整体结果不确定。

(三) 制裁影响卢布汇率的主要机制

经典的汇率决定理论从国际收支账户的贸易渠道和国际资本流动两个角度出发探讨影响汇率的基本因素。从贸易角度看,一国的进出口贸易会影响外汇市场供求从而影响汇率。对一国实施进口限制会使该国进口总额下降、外汇需求下降,同时居民消费从受制裁的进口商品转向本国生产的商品,本国商品价格相对上升,共同推动本币汇率走强。相反,对一国实施出口限制会减少出口总额,从而减少外汇供给,并引发本币汇率贬值。

从国际资本流动角度看,受金融制裁的国家汇率与冻结资产的价值呈正相关,即资产冻结会减少外汇供应,从而导致汇率贬值。同时,从投资角度看,制裁导致风险和不确定性增加,投资者的避险情绪也是影响汇率的重要因素。阿西尔·阿齐姆利(Asil Azimli)认为,当货币贬值时,以贬值货币计价的资产会使国际投资者的购买力下降,投资者可能面临汇率风险,难以获得期望的回报水平^①。克里斯汀·福布斯(Kristin Forbes)和罗伯托·里戈本(Roberto Rigobon)认为,当效用最大化的投资者面对该风险时会寻找替代投资^②。因

① Asil Azimli, Is Gold a Safe Haven for the US Dollar during Extreme Conditions? International Economics, Vol. 177, Iss. C, 2024.

② Kristin Forbes, Roberto Rigobon, No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements, The Journal of Finance, Vol. 57, Iss. 5, 2022, pp. 2223 - 2261.

此,若预期存在风险,投资者避险情绪上升,会转向更安全的资产并减少对货币的持有^①,从而影响对货币的需求及该国汇率,其中更安全的资产即避险资产包括黄金、国债、外汇等。

本文认为,俄乌冲突爆发后,短期避险情绪是制裁引致卢布汇率贬值的主要作用机制。2022年2~3月,美西方密集出台大规模制裁措施,引发卢布外汇市场恐慌,全球资本避险情绪上扬,国际资本纷纷抛售卢布涌向安全资产是短期卢布汇率大幅贬值的主要原因,其中从制裁类型看,通过该机制作用的制裁措施主要是金融制裁(见图1和表1)。各种金融制裁措施大大限制了卢布资产的交易,是引致全球短期避险情绪上扬的主要推手。调降卢布资产的主权债务信用评级大幅折损了国际投资者持有卢布资产的价值;而限制包括股票市场、债券市场等市场的双向投资以及双向直接投资则限制了卢布资产的投资功能,使俄罗斯卢布资产处于一个交易受限的市场中,严重影响了俄罗斯资本金融账户的自由度。为避免直接和间接交易受损,避险情绪下国际资本必然大幅流出以保障投资安全和收益。与此同时,俄罗斯的应急和反制也据此施策,执行临时紧急资本管制、强制结售汇、卢布结算令以及卢布与黄金挂钩,较快地稳定了金融体系和资本市场。2022年3~5月,卢布汇率显著上涨。

在对俄贸易制裁中,出口限制更多的是通过减少俄罗斯外汇收入而影响汇率。相关措施主要包括减少或停止进口俄罗斯商品与原料,对俄罗斯主要出口商品石油及石油产品实行限价令,提高俄罗斯商品进口关税,并大力推动取消俄罗斯在世界贸易组织(WTO)的最惠国待遇等。美西方试图通过这些出口限制大幅削减俄罗斯的出口能力和出口规模,进而削弱俄罗斯央行增量收汇能力。得益于欧洲国家对俄罗斯能源的依赖,2022年俄罗斯出口额超过5900亿美元,增长近20%。俄政府实施的强制结汇措施(包括俄罗斯天然气工业股份公司和俄罗斯石油公司在内的出口公司出售80%的外汇收入给俄罗斯央行)大幅提升了俄央行外汇储备增量。进入2023年,俄罗斯能源出口已经寻找到可替代的市场。国际能源署数据显示,2023年年初以来,虽然出口欧洲的石油急剧减少,但俄罗斯石油整体出口量保持稳定,对土耳其、印度、中东、非洲、拉美国家的出口增加,欧洲市场减少的份额一定程度上已

^① Juan Reboredo, Is Gold a Safe Haven or a Hedge for the US Dollar? Implications for Risk Management, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, Iss. 8, 2013, pp. 2665 - 2676; Shawkat Hammoudeh, Ramazan Sari, Bradley Ewing, Relationships among Strategic Commodities and with Financial Variables: A New Look, *Contemporary Economic Policy*, Vol. 27, Iss. 2, 2009, pp. 251 - 264.

经被新兴市场和发展中国家弥补。因此,针对俄罗斯大宗商品出口的打压限制并未对俄罗斯汇率构成显著影响。

从图 1 可见,与 2014 年克里米亚事件类似,在制裁发生后的半年至两年的中长期,在影响卢布汇率走势的诸多因素中,短期制裁冲击已经让位于正常状态下的国际资本流动、经常账户贸易余额等传统因素。例如,2023 年以来美联储紧缩货币政策导致新兴市场货币资本流出可能是新兴市场货币普遍贬值的主要原因。从更长时期看,制裁常态化后俄罗斯宏观经济的基本面是决定卢布长期汇率水平的根本因素。

三 制裁对卢布汇率影响的实证分析

(一) 制裁基础数据及指标构建

1. 制裁数据来源及处理

参照现有文献^①,关于美国对俄金融和贸易制裁的数据分别来自美国财政部和商务部。李姝娟、韩爽认为,在俄乌冲突中西方国家对俄罗斯的制裁模式从“以美国主导”转变为“多国协同”^②,因此,本文在美国经济制裁数据基础上结合 PIIE 和“Ashurst”律师事务所对俄乌冲突事件的梳理,补充了美国之外其他各国的对俄制裁。考虑到俄乌冲突爆发后制裁频发,本文应用的数据频率为日度数据。每日的对俄制裁数量为当日各国对俄制裁措施的数量加总。

以金融制裁为例,假设 S_{t_0} 是 t_0 时期各国实施的各项金融制裁措施总和,则 S_{t_0} 的表达式为:

$$S_{t_0} = \sum_{i=1}^N i$$

其中 i 表示各国对俄实施的各金融制裁事件数量。在 t_0 时期,各国实施的各项贸易制裁措施总和以及进出口限制措施总和同理可得,其中贸易制裁

^① Jeffery Allen, Do Targeted Trade Sanctions against Chinese Technology Companies Affect US Firms? Evidence from an Event Study, *Business and Politics*, Vol. 23, Iss. 3, 2021, pp. 330 - 343; 高源、陶士贵、郭磊:《金融制裁效力指数的构建和应用——以美国对俄罗斯金融制裁为例》,《亚太经济》2023 年第 3 期; 常世伟、陈波、朱怀佳:《金融制裁对俄罗斯金融和经济稳定的影响——基于制裁强度指数的研究》,《亚太经济》2024 年第 1 期。

^② 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。

的数量为进出口限制的加总。

2. 制裁效力指数构建

制裁措施出台后,其影响不仅局限于制裁当日,而且会持续产生约束力和影响。因此,一国当日遭受的制裁强度不只取决于当日制裁措施的总量,还取决于以前实施的累积到当日的制裁措施。不同的是,以往制裁措施的影响力和强度会随时间推移而逐渐弱化^①。鉴于上述情形,本文在获取每日制裁措施原始数据的基础上进一步构建了制裁指数。本文借鉴高源、陶士贵和郭磊的做法,引入指数衰减函数,计算不同类型的制裁累积及衰减后的综合效力指数,以反映数据样本期间西方国家对俄实施制裁措施的动态演变^②。

以金融制裁为例,为刻画 t 时期的金融制裁,对 t 期前所有金融制裁对 t 时刻的影响进行加总,得出 t 时期的金融制裁效力指数(Financial Sanctions Effect, FSE):

$$FSE_t = \sum_{t_0=1}^t E_{t_0}(t) = \sum_{t_0=1}^t S_{t_0} \times e^{\lambda(t_0-t)}$$

其中 λ 表示金融制裁影响衰减系数,它将影响金融制裁效力指数大小。将金融制裁影响初始值 S_{t_0} 的倒数作为金融制裁影响衰减系数 λ ^③。所以, t 期的金融制裁效力指数为:

$$FSE_t = \sum_{t_0=1}^t S_{t_0} \times e^{\frac{1}{S_{t_0}}(t_0-t)}$$

贸易制裁效力指数(Trade Sanctions Effect, TSE)、进口限制效力指数(Import Sanctions Effect, ISE)和出口限制效力指数(Export Sanctions Effect, ESE)同理可得。

3. 制裁数据的基本情况

(1) 制裁总量变化

图2展示了俄乌冲突爆发后美西方对俄制裁的总量趋势。图中制裁事件总量(sanction_multi)与制裁效力指数(SE_multi)的变化趋势基本一致。从图2可以看出,制裁主要集中在2022年2~5月。俄乌冲突爆发后,美西方随即宣布对俄实施史无前例的金融制裁和贸易限制措施。仅开战后三个

① Jiawen Yang, Hossein Askari, John Forrer, etc., How Do US Economic Sanctions Affect EU's Trade with Target Countries? World Economy, Vol. 32, Iss. 8, 2009, pp. 1223 - 1244.

② 高源、陶士贵、郭磊:《金融制裁效力指数的构建和应用——以美国对俄罗斯金融制裁为例》,《亚太经济》2023年第3期。

③ 同②。

月,美国、英国、加拿大、瑞士、欧盟、法国、澳大利亚和日本等对俄制裁累计超 7 000 项,占 2022 年全年对俄制裁总量的 2/3。其中由美国财政部针对俄罗斯个人和实体实施的制裁就超千例,比该部门前八年对俄制裁的总和还多。自 2022 年 6 月开始,对俄制裁呈持续增长态势并趋于长期化。在金融领域,美西方联手针对俄罗斯可能逃避的制裁查缺补漏,继续制裁俄罗斯精英和寡头试图隐藏和转移资产的行为,包括在房地产、艺术品、豪华游艇和珠宝等高价资产上的交易,对违反制裁的实体实施惩戒。在贸易领域,扩大对俄进出口禁令的范围,限制包括设备、软件、重要零部件、先进材料等对俄出口,禁止进口俄罗斯黄金、原油和石油产品,并对俄能源实施价格上限。从 2022 年年底开始,为确保制裁的有效性,美西方对“逃避或破坏对俄制裁”的第三国实施连带制裁,对俄制裁进入衍生外溢阶段,直接对俄制裁的数据平缓,但对第三国的制裁开始增多。

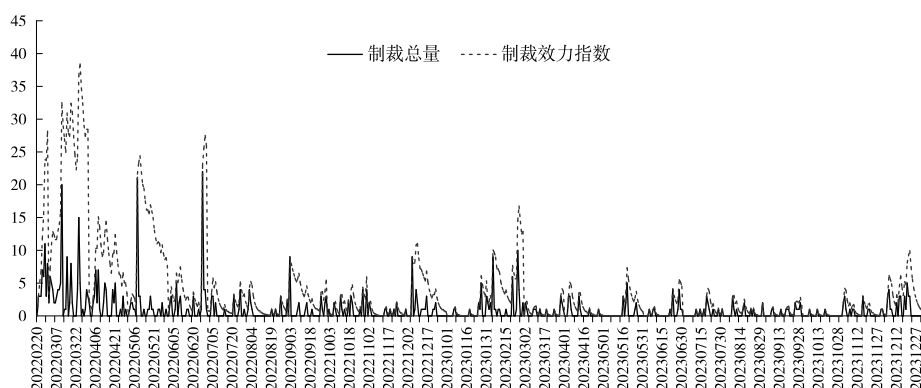


图 2 2022 年 2 月 20 日 ~ 2023 年 12 月 31 日对俄制裁总量 (sanction_multi) 与制裁效力指数走势 (SE_multi)

资料来源:PIIE, <https://www.pii.com/blogs/realtime-economics/2022/russias-war-ukraine-sanctions-timeline>; 中国社会科学院制裁数据库。

(2) 区分制裁类型和制裁发起国

图 3 和图 4 展示了不同类型制裁措施随时间变化的情况,两图分别为多国协同制裁和美国单一国家制裁的情况。从图 3 可以看出,无论是金融制裁还是贸易制裁,大多发生在冲突爆发初期。从制裁事件密度看,金融制裁和贸易制裁中的进口限制使用更多而且有明显的高频密集期。相比之下,出口限制分布较为均匀,不是集中在冲突刚刚爆发就出台,而是逐步实施。美西方对俄制裁的强度和范围随双方依赖程度的变化而调整。在贸易限制中,对

俄能源禁运首先从美、加、澳等对俄依赖度低的国家开始执行。对俄能源高度依赖的欧盟在俄乌开战几个月后才推出石油禁令,但停止进口俄罗斯石油仍在逐步实施。图3中对俄出口限制的均匀出现呈现了美欧逐渐降低对俄经济依赖,匀速“脱钩”的过程。图4中美国单一国家对俄制裁与多国制裁呈现相似特征,区别比较明显的是美国对俄罗斯的出口限制措施更少,无论是出台措施的频率还是措施的数量。美国对俄制裁主要依托自身金融和科技优势实施金融和进口限制,限制俄罗斯介入国际金融体系和对高科技产品的获取,相对于欧洲,美国对俄罗斯的出口依赖更小,出口限制措施对俄罗斯影响有限,因此,针对俄罗斯的出口制裁更多需要其他国家的协同。

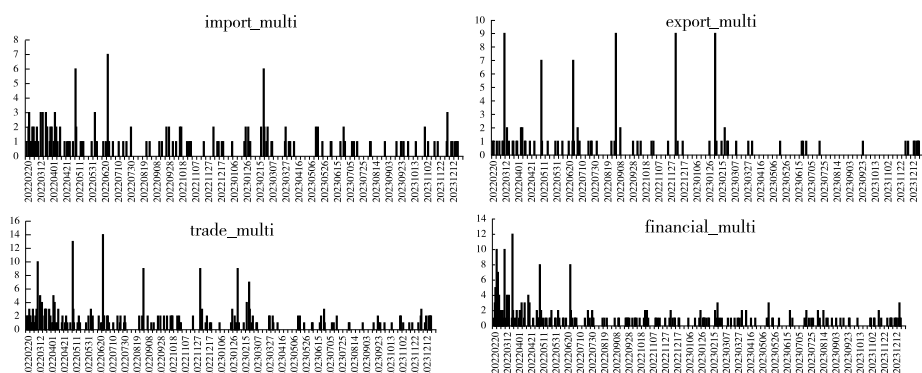


图3 2022年2月20日~2023年12月31日多国对俄不同类型制裁数量走势

资料来源:同图2。import_multi, export_multi, trade_multi 和 financial_multi 分别表示多国对俄单日进口限制、出口限制、贸易制裁和金融制裁数量。

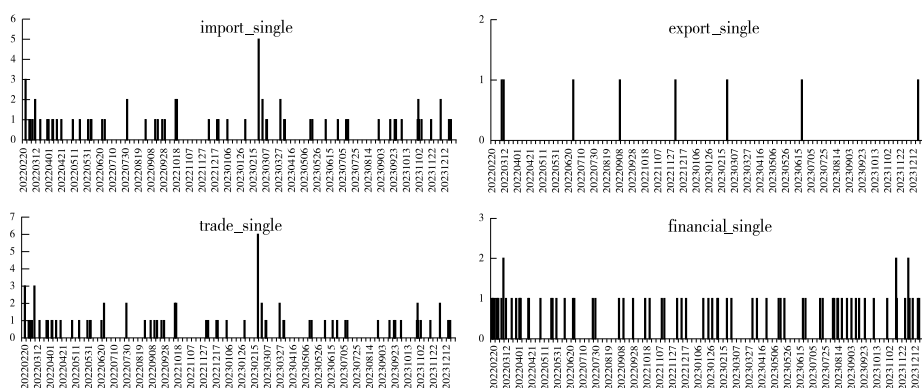


图4 2022年2月20日~2023年12月31日美国对俄不同类型制裁数量走势

资料来源:中国社会科学院制裁数据库。import_single, export_single, trade_single 和 financial_single 分别表示美国单一国家对俄单日进口限制、出口限制、贸易制裁和金融制裁数量。

(3)对比 2014 年克里米亚事件和 2022 年俄乌冲突

图 5 展示了 2014 年克里米亚事件和 2022 年俄乌冲突时期美国对俄罗斯制裁的情况,区分了贸易制裁和金融制裁。从两次事件中美国对俄制裁情况看,俄乌冲突中制裁频率明显增加,主要集中在限制俄罗斯的金融和进口方面。从不同制裁类型实施的时序上看,金融制裁在事件爆发时立即出台,而贸易制裁相对缓和且均匀实施。

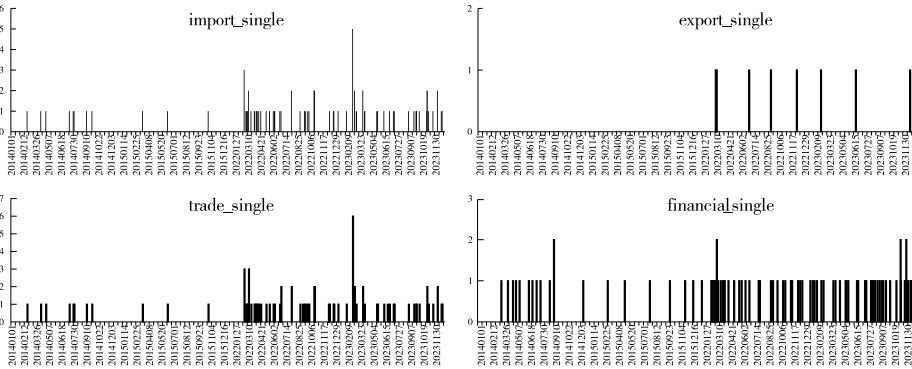


图 5 美国不同时期对俄制裁对比

(2014 年 1 月 1 日~2015 年 12 月 31 日、2022 年 2 月 20 日~2023 年 12 月 31 日)

资料来源:同图 4。import_single,export_single,trade_single 和 financial_single 分别表示美国对俄单日进口限制、出口限制、贸易制裁和金融制裁数量。

(二) 回归模型及变量说明

本文关注制裁对卢布汇率的影响,回归方程为:

$$\ln_RUB = \alpha * \text{制裁} + \beta * \text{Control} + \text{Constant}$$

相关控制变量包括黄金价格及石油价格。除制裁相关变量外,其他数据做对数处理。各变量相关定义及统计描述见表 2 及表 3。其中,表 2 数据来源为美国各制裁机构及 PIIE 数据库,数据时间范围为 2022 年 2 月 1 日~2023 年 12 月 31 日。表 3 数据来源为美国各制裁机构及“Ashurst”律师事务所数据库,数据范围为 2022 年 2 月 1 日~2024 年 5 月 9 日。

将石油价格作为控制变量是考虑了俄罗斯作为石油出口大国的独特经济结构对卢布汇率的影响。关于石油价格与汇率之间的传导机制,毛里齐奥·哈比卜(Maurizio Habib)发现石油价格上涨会从贸易渠道、财富转移和投资组合再分配三个方面促进俄罗斯卢布升值^①。石油价格的上涨通常会

^① Maurizio Michael Habib, Sascha Bützer, Livio Stracca, Global Exchange Rate Configurations: Do Oil Shocks Matter? IMF Economic Review, Vol. 64, Iss. 3, 2016, pp. 443 – 470.

改善石油出口国的贸易条件,而恶化石油进口国的贸易条件。这种变化直接影响国家的国际竞争力、经济表现和货币价值。石油价格的变动通过影响石油进口国和出口国的宏观经济流动,使全球财富重新分配,进而影响不同货币资产的需求和供给,最终通过市场机制调整汇率。毛里齐奥·哈比卜同时提到,国际金融市场的一体化对油价冲击提供了一种保险机制,有助于对贸易平衡进行必要调整,减少了实际汇率的调整幅度。

黄金作为一种传统的避险资产通常会影响汇率。由于黄金价值稳定、流动性强和传统的保值功能,在市场不确定性增加、风险厌恶情绪上升时受到投资者的青睐。迈克尔·杜利(Michael Dooley)等特别强调了黄金的“无国界”特性,意味着它不受单一国家经济政策或政治风险的影响。这一特性使得黄金在全球范围内都具有吸引力,尤其是在某些国家或地区出现经济问题时。如果投资者对某个国家的经济增长前景或政治稳定性失去信心,则会减少对该国货币或资产的持有,转而购买黄金从而引起该国货币贬值。因此,黄金价格的变动不仅反映了市场对避险资产的需求变化,也揭示了投资者对不同国家资产的相对偏好,这种偏好变化最终会通过影响货币需求来影响汇率^①。此外,托马斯·乌尔巴诺夫斯基(Tomas Urbanovsky)认为,若黄金价格上涨,黄金对追求投资收益的投资者来说将更具吸引力,从而减少对卢布的持有,进一步导致卢布贬值^②。

表 2 变量说明(2022. 2. 1 ~ 2023. 12. 31)

变量名称	变量含义	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
多国金融制裁数量 (financial_multi)	多国对俄单日金融制裁数量	699	0.43	1.08	0.000	0.000	12.000
多国进口限制数量 (import_multi)	多国对俄单日进口限制数量	699	0.28	0.71	0.000	0.000	7.000
多国出口限制数量 (export_multi)	多国对俄单日出口限制数量	699	0.18	0.84	0.000	0.000	9.000

① Michael Dooley, Peter Isard, Mark Taylor, Exchange Rates, Country Preferences, and Gold, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 4183, 1992, <http://www.nber.org/papers/w4183>

② Tomas Urbanovsky, Factors behind the Russian Ruble Depreciation, Procedia Economics and Finance, Vol. 26, 2015, pp. 242 – 248.

(续表 2)

变量名称	变量含义	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
多国经济制裁数量 (sanction_multi)	多国对俄单日各类制裁 (包括金融制裁和进出口限制) 总和数量	699	0.90	2.10	0.000	0.000	22.000
多国进口限制效力 指数(ISE_multi)	多国对俄单日 进口限制效力指数	699	0.64	1.16	0.051	0.000	7.243
多国出口限制效力 指数(ESE_multi)	多国对俄单日 出口限制效力指数	699	0.76	1.70	0.000	0.000	10.399
多国金融制裁效力 指数(FSE_multi)	多国对俄单日 金融制裁效力指数	699	1.18	2.52	0.194	0.000	19.573
多国经济制裁效力 指数(SE_multi)	多国对俄单日 各类制裁总和效力指数	699	3.82	6.40	1.382	0.000	38.425
卢布汇率(ln_RUB)	卢布即期汇率, 以卢布/美元形式表示	699	4.33	0.19	4.336	3.935	4.791
石油价格(ln_oil)	英国布伦特原油 现货价(美元/桶)	699	4.51	0.15	4.482	4.275	4.925
黄金价格(ln_gold)	伦敦现货黄金 价格(美元/盎司)	699	7.53	0.06	7.552	7.396	7.639

表 3 变量说明(2022. 2. 1 ~ 2024. 5. 9)

变量名称	变量含义	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
多国金融制裁数量 (financial_multi)	多国对俄单日 金融制裁数量	829	0.39	1.06	0.000	0.000	11.000
多国进口限制数量 (import_multi)	多国对俄单日 进口限制数量	829	0.22	0.73	0.000	0.000	7.000
多国出口限制数量 (export_multi)	多国对俄单日 出口限制数量	829	0.12	0.46	0.000	0.000	4.000
多国经济制裁数量 (sanction_multi)	多国对俄单日各类制裁 (包括金融制裁和进出口限制) 总和数量	829	0.74	1.82	0.000	0.000	16.000
多国进口限制效力 指数(ISE_multi)	多国对俄单日进 口限制效力指数	829	0.62	1.23	0.005	0.000	9.079
多国出口限制效力 指数(ESE_multi)	多国对俄单日出 口限制效力指数	829	0.28	0.60	0.000	0.000	4.370

(续表 3)

变量名称	变量含义	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
多国金融制裁效力指数(FSE_multi)	多国对俄单日金融制裁效力指数	829	1.21	2.76	0.184	0.000	24.338
多国经济制裁效力指数(SE_multi)	多国对俄单日各类制裁总和效力指数	829	3.14	5.19	1.017	0.000	31.354
卢布汇率(ln_RUB)	卢布即期汇率,以卢布/美元形式表示	829	4.36	0.19	4.387	3.935	4.791
石油价格(ln_oil)	英国布伦特原油现货价(美元/桶)	829	4.50	0.14	4.465	4.275	4.925
黄金价格(ln_gold)	伦敦现货黄金价格(美元/盎司)	829	7.56	0.08	7.563	7.396	7.784

(三) 实证结果

对各个制裁相关变量和各控制变量进行 ADF 单位根检验,结果显示,各制裁相关变量不存在单位根,是平稳序列。各控制变量存在单位根,对其进行一阶差分后继续检验,发现差分后的变量不存在单位根,即为一阶单整序列。为避免伪回归,本文采取 EG 两步法,确认各变量组合存在协整关系,对各变量进行 OLS 回归结果见表 4 和表 5。

表 4 协整 OLS 回归:简单制裁数量

变量	1 卢布汇率 (ln_RUB)	2 卢布汇率 (ln_RUB)	3 卢布汇率 (ln_RUB)	4 卢布汇率 (ln_RUB)	5 卢布汇率 (ln_RUB)	6 卢布汇率 (ln_RUB)
多国经济制裁数量 (sanction_multi)	0.004 (1.55)			0.007 *** (3.01)		
多国金融制裁数量 (financial_multi)		0.011 ** (2.36)	0.012 ** (2.18)		0.018 *** (4.34)	0.022 *** (4.46)
多国进口限制数量 (import_multi)			0.006 (0.74)			-0.007 (-0.93)
多国出口限制数量 (export_multi)			-0.011 * (-1.70)			-0.006 (-0.52)

(续表 4)

	1	2	3	4	5	6
变量	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)
黄金价格 (ln_gold)	2.408 *** (27.51)	2.391 *** (27.21)	2.383 *** (27.10)	1.702 *** (28.12)	1.694 *** (28.12)	1.690 *** (28.04)
石油价格 (ln_oil)	-0.084 ** (-2.43)	-0.093 *** (-2.67)	-0.094 *** (-2.69)	-0.168 *** (-5.01)	-0.179 *** (-5.35)	-0.179 *** (-5.36)
常数项	-13.442 *** (-18.49)	-13.276 *** (-18.17)	-13.211 *** (-18.07)	-7.756 *** (-14.83)	-7.643 *** (-14.67)	-7.615 *** (-14.60)
观测数量	699	699	699	829	829	829
R ²	0.567	0.569	0.571	0.546	0.551	0.552

注:1.1~3 组数据来自 PIIE 数据库和美国政府,数据时间范围是 2022 年 2 月 1 日~2023 年 12 月 31 日;4~6 组数据来自“Ashurst”律师事务所数据库和美国政府,数据时间范围是 2022 年 2 月 1 日~2024 年 5 月 9 日。

2. 括号中记录的是标准误,*、**、*** 分别代表在 10%、5%、1% 水平上显著(表 5 同)。

表 5 协整 OLS 回归:制裁指数

	1	2	3	4	5	6
变量	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)
多国经济制裁效力指数 (SE_multi)	0.003 *** (4.03)			0.008 *** (8.34)		
多国金融制裁效力指数 (FSE_multi)		0.013 *** (6.21)	0.019 *** (6.84)		0.017 *** (10.53)	0.019 *** (10.98)
多国进口限制效力指数 (ISE_multi)			-0.012 ** (-2.17)			-0.010 ** (-2.32)
多国出口限制效力指数 (ESE_multi)			-0.007 ** (-2.33)			-0.006 (-0.74)
黄金价格 (ln_gold)	2.339 *** (26.38)	2.262 *** (25.50)	2.195 *** (24.03)	1.675 *** (28.61)	1.638 *** (28.49)	1.622 *** (28.16)
石油价格 (ln_oil)	-0.148 *** (-3.86)	-0.181 *** (-4.86)	-0.191 *** (-5.10)	-0.273 *** (-7.79)	-0.290 *** (-8.56)	-0.289 *** (-8.58)

(续表 5)

	1	2	3	4	5	6
变量	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)	卢布汇率 (ln_RUB)
常数项	-12.639 *** (-16.83)	-11.916 *** (-15.85)	-11.360 *** (-14.67)	-7.095 *** (-13.85)	-6.736 *** (-13.36)	-6.618 *** (-13.12)
观测数量	699	699	699	829	829	829
R ²	0.576	0.589	0.595	0.577	0.595	0.600

1. 基础回归

表 4 中各列是对当日制裁总数和分类型制裁数量的回归结果,表 5 是考虑制裁累积和衰减效果的指数数据的回归结果。在表 4 和表 5 中,模型 1~3 是使用美国政府和 PIIE 数据库的回归结果,模型 4~6 是使用美国政府和“Ashurst”律师事务所数据库的回归结果。

从表 4 和表 5 的结果可以看出,总体来说,制裁总数(sanction_multi 或 SE_multi)的回归系数为正,即制裁导致卢布汇率贬值(卢布汇率为直接标价法下的汇率)。这一结果在使用美国政府和“Ashurst”数据(截至 2024 年 5 月初数据,具有更长的样本区间)时更为显著,无论制裁是用总数衡量还是考虑制裁的累积及衰减效果,结果均稳健。控制变量的符号符合预期,黄金价格的系数为正,石油价格的系数为负,作为避险资产,黄金价格上涨不利于卢布汇率,但石油价格的上涨是卢布汇率的稳定支撑。

2. 不同制裁类型对汇率的短期影响

从制裁发生后两年的数据来看,短期内发生作用的主要是金融制裁,用不同时间段的数据回归,这一结果均稳健。相对于金融制裁,对俄进出口限制对卢布汇率的影响在各回归方程中并不一致,显著性也不稳定。因此,本文认为,金融制裁引发的短期避险情绪是制裁引致卢布汇率贬值的主要作用机制。西方国家的制裁短期内在存量上冻结俄罗斯政府和私人部门的海外资产,在增量上切断俄罗斯国际资本市场融资渠道,俄罗斯与西方金融体系的紧密联系使得金融制裁的效果更为显著。在对俄贸易制裁中,美欧等国通过限制关键技术、关键设备和原材料的对俄出口,减少自俄能源、矿产、粮食等进口,打压俄经济增长能力。由于国际市场对俄罗斯大宗商品的依赖以及新兴市场国家对美欧市场的替代,俄罗斯的出口总量并未受到显著影响。因此,美欧针对俄罗斯大宗商品的出口限制对俄罗斯汇率的影响并不显著。虽

然贸易制裁的效果在短期内不显著,但会通过影响经济基本面对长期汇率发挥作用。

3. 对比 2014 年克里米亚事件中美国单一国家制裁效果

为对比美国单一制裁和多国协同制裁的效果,本文选取 2014 年克里米亚事件中美国对俄制裁作为单一制裁事件样本。样本选取的时长与俄乌冲突样本时长一致,约为两年。样本数据的总体情况见表 6。

表 6 美国对俄制裁变量说明(2014 年 1 月 1 日~2015 年 12 月 31 日)

变量名称	变量含义	样本数	均值	标准差	中位数	最小值	最大值
单国金融制裁数量 (financial_single)	美国单一国家对俄 单日金融制裁数量	730	0.03	0.17	0.000	0.000	2.000
单国进口限制数量 (import_single)	美国单一国家对俄 单日进口限制数量	730	0.02	0.12	0.000	0.000	1.000
单国出口限制数量 (export_single)	美国单一国家对俄 单日出口限制数量	730	0.00	0.00	0.000	0.000	0.000
单国经济制裁数量 (sanction_single)	美国单一国家对俄单日 各类制裁(包括金融制裁 和进出口限制)总和数量	730	0.04	0.24	0.000	0.000	3.000
单国进口限制效力 指数(ISE_single)	美国单一国家对俄 单日进口限制效力指数	730	0.02	0.13	0.000	0.000	1.000
单国出口限制效力 指数(ESE_single)	美国单一国家对俄 单日出口限制效力指数	730	0.00	0.00	0.000	0.000	1.000
单国金融制裁效力 指数(FSE_single)	美国单一国家对俄 单日金融制裁效力指数	730	0.04	0.18	0.000	0.000	2.000
单国经济制裁效力 指数(SE_single)	美国单一国家对俄 单日各类制裁总和效力 指数	730	0.08	0.29	0.000	0.000	3.000
卢布汇率 (ln_RUB)	卢布即期汇率, 以卢布/美元形式表示	730	3.87	0.27	3.934	3.486	4.289
石油价格 (ln_oil)	英国布伦特原油 现货价(美元/桶)	730	4.26	0.36	4.159	3.573	4.748
黄金价格 (ln_gold)	伦敦现货黄金 价格(美元/盎司)	730	7.10	0.06	7.097	6.956	7.233

回归分析结果见表 7,其中模型 1~3 为制裁数量回归结果,模型 4~6 为考虑制裁累积和衰减效果的指数回归结果。在所有的回归模型中,黄金作为

避险资产、石油作为俄罗斯主要出口商品影响卢布汇率的机制仍然显著存在,回归结果与理论预期一致。相比之下,在美国单一制裁的情境下,无论是制裁总量还是区分金融和贸易类型的制裁,对卢布汇率的总体影响均不显著。这与不同时期制裁措施的强度有关,同时也说明在缺乏多国协同配合的情况下,美国单一制裁的效果会受到影响。

表7 2014年克里米亚事件时期协整回归(2014年1月1日~2015年12月31日)

变量	1 卢布汇率 (ln_RUB)	2 卢布汇率 (ln_RUB)	3 卢布汇率 (ln_RUB)	4 卢布汇率 (ln_RUB)	5 卢布汇率 (ln_RUB)	6 卢布汇率 (ln_RUB)
单国经济制裁数量 (sanction_single)	-0.003 (-0.44)					
单国金融制裁数量 (financial_single)		-0.004 (-0.37)	-0.003 (-0.24)			
单国进口限制数量 (import_single)			-0.004 (-0.26)			
单国经济制裁效力指数 (SE_single)				-0.004 (-0.63)		
单国金融制裁效力指数 (FSE_single)					-0.004 (-0.38)	-0.002 (-0.18)
单国进口限制效力指数 (ISE_single)						-0.007 (-0.48)
黄金价格 (ln_gold)	0.326*** (6.18)	0.326*** (6.17)	0.326*** (6.17)	0.326*** (6.17)	0.325*** (6.16)	0.327*** (6.18)
石油价格 (ln_oil)	-0.780*** (-83.80)	-0.780*** (-83.80)	-0.780*** (-83.74)	-0.780*** (-83.51)	-0.780*** (-83.61)	-0.780*** (-83.57)
常数项	4.887*** (14.29)	4.889*** (14.29)	4.887*** (14.27)	4.888*** (14.29)	4.891*** (14.29)	4.882*** (14.23)
观测数量	730	730	730	730	730	730
R ²	0.966	0.966	0.966	0.966	0.966	0.966

四 结论及进一步研究方向

本文依据一套独特的对俄制裁数据分析了经济制裁对俄罗斯卢布汇率的影响。相比以往研究,本文使用的数据覆盖了 2014 年克里米亚事件和 2022 年俄乌冲突时期的制裁数据,细分了制裁措施的类型并且区分了制裁发起方为美国单一制裁或多国协同制裁,由此细化了制裁措施对卢布汇率的影响。数据展示了以美国为首的西方国家对俄制裁的时序特征,即在短期内以密集的金融制裁和进口限制为主,对俄出口限制则随着对俄出口产品依赖度的降低而均匀实施,呈对俄逐步“脱钩”态势。实证研究结果显示,俄乌冲突爆发后两年,制裁导致俄卢布汇率贬值,其中主要是金融制裁发挥作用,进出口限制的效果在短期内并不显著。与 2014 年克里米亚事件时期美国单独实施制裁相比,2022 年俄乌冲突中多国协同制裁的效果更为显著。

俄罗斯自 2014 年以来进行长期的经济堡垒化建设,并在 2022 年俄乌冲突爆发后出台了一系列金融稳定政策,包括实施严厉的外汇管制,限制资本外逃;迅速升息 1 000 个基点,将基准利率升至 20%;颁布天然气的卢布结算令等。这些措施效果明显,使卢布汇率止跌回稳。将俄罗斯反制裁的措施和效果纳入本文的分析框架是下一步研究的方向。

自 2014 年克里米亚事件之后,俄罗斯的对外经济往来采取了“向东转”战略,即在稳固欧盟作为传统贸易伙伴的基础上重视加强与亚太国家的经济联系,将亚洲作为其经贸关系多元化的备选方案。此外,俄罗斯将进口替代列为国家优先发展方向,先后通过了一系列政策法规和措施,支持农业、工业、国防等领域实施进口替代。2022 年俄乌冲突爆发后,面对美西方的贸易封堵,俄积极拓展新买家,开拓新的能源出口市场,扩大友好国家名单和合作范围。对于美西方对俄出口管制的关键零部件和投资设备,俄罗斯通过实行平行进口政策进口紧缺的材料、设备和零部件。此类措施可以在一定程度上解释本文结果中贸易制裁效果不显著的现象。从更长时期内考察贸易制裁对经济基本面进而对卢布汇率的影响是本文的另一个拓展方向。

(责任编辑:农雪梅)