

# 美国金融制裁对目标国金融安全的影响: 俄罗斯的例证

张春生 陈瑞华 牛飞亮

**【内容提要】** 以美元为世界中心货币的全球金融体系是美国对其他国家实行金融制裁的核心载体,美国利用非对称货币权力对侵害其利益的目标国进行制裁,导致目标国出现资本外逃、汇率暴贬、利率飙升等金融不稳定问题。该文在梳理美国对目标国金融制裁手段的基础上,分析金融制裁核心出口产业、银行业、主权性组织的作用机制,探寻金融制裁对目标国金融安全的影响路径及后果,并以俄罗斯为例,研究美国金融制裁对俄宏观经济及金融市场的冲击,导致俄罗斯资本流动,利率、汇率、股价震荡,并进一步影响经济增长、物价稳定、财政收支,其国家金融安全面临巨大挑战。而对金融制裁,目标国有必要提前预判金融制裁的步骤,减弱金融制裁的烈度,阻断次级制裁,尽可能降低金融制裁对目标国金融安全的威胁。

**【关键词】** 金融制裁 非传统金融安全 金融风险

**【基金项目】** 国家社会科学基金项目“金融市场开放环境下的国家金融安全研究”(项目编号:20BJY241)。

**【作者简介】** 张春生,广东财经大学金融学院教授;陈瑞华,南开大学经济发展与安全研究中心主任、喀什大学中巴经济走廊研究中心主任;牛飞亮,喀什大学经济与管理学院教授。

## 引言

长期以来,人们认为金融安全问题通常由一国金融市场的过度冒险、投机冲击、监管不力和经济周期等原因导致,风险暴露时可通过政策调整、强化监管、提供流动性、国外援助等方式在中短期内纾解,甚至无需采取措施,经济体系自动修复机制可逐步消除风险使金融体系恢复运行。但在当

前以美元为世界中心货币的全球金融体系下,美国利用美元的全球金融市场支配地位及其相应的支付结算系统掌握了非对称货币权力,进而部分掌控了其他国家的金融安全。一方面,美国通过直接控制美元发行量和汇率的潮汐操作,间接利用全球化产业链,配合军事和外交手段,影响全球金融市场和经济体系,使目标国的资本市场、外汇市场、债券市场陷入剧烈震荡,进而通过其跨国金融机构对这些国家实现定向财富收割。1997年亚洲金融危机中的东南亚国家就是一例。另一方面,美国金融制裁也会引发一国金融安全问题,通过对目标国施加冻结资产、限制交易、禁止国际支付、限制国际融资、打击市场信心、增加合规运营成本等金融制裁手段,进而对目标国的金融安全构成威胁。“9.11”事件后美国对朝鲜、伊拉克、利比亚等国发动金融制裁;而对伊朗、俄罗斯的制裁最为典型,两国能源行业、商业银行、央行遭受数轮制裁,引发了资本外逃、汇率暴贬、通胀高企、利率飙升,甚至银行破产、外债违约等问题,2022年俄罗斯甚至出现并发性金融危机。本文主要关注美国金融制裁所导致的金融风险及应对。

只有当金融风险处于危机临界值之下才能保证金融安全<sup>①</sup>。一国经济系统自身的缺陷所导致的金融风险与美国利用其金融霸权和制裁给目标国造成的金融风险存在显著差异。一是诱发主体不同,前者由市场主体引发,后者因美国金融制裁所致。二是行为目的不同,前者由市场主体在逐利避险过程中无意识引发,后者由美国政府的主观故意导致。三是危害程度不同,前者一般中短期内可处置解决,所受损害较易恢复,后者往往多种危机并发且短期内难以处置解决,宏观经济和金融体系遭受功能性打击。四是主动权不同,前者主动权由本国掌控,危机爆发与否及影响后果取决于本国监管和应对能力,后者主动权掌握在美国政府手中,只要美国政府不减轻或不取消制裁,金融风险就难以缓解或消除,风险大小、破解之道由美国政府控制。前者可称为传统金融安全,后者则可称为非传统金融安全。显然,非传统金融风险比传统金融风险影响更大、解决起来更困难。

近年来有关金融制裁影响的研究颇多,如经济金融影响<sup>②</sup>、经济金融影

---

① 刘锡良、孙磊:《金融结构视角中的金融安全论》,《经济学动态》2004年第8期。

② 陶士贵、高源:《西方经济金融制裁对俄罗斯经济的影响:基于合成控制法的研究》,《世界经济研究》2020年第11期;郭栋:《金融制裁与反制裁的“阻击”和“防御”效应评估——基于俄罗斯主权货币和国债市场的量化研究》,《金融理论与实践》2021年第12期;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。

响的路径<sup>①</sup>、不同金融机构被制裁的风险后果<sup>②</sup>、不同制裁手段的安全威胁<sup>③</sup>,引起了人们对金融制裁影响金融安全的高度关注。但是,关于金融制裁影响的研究在三方面仍有较大探索空间:一是对金融制裁手段的研究相对简单,缺乏细致的梳理分析;二是关于金融制裁对金融安全的影响机制分析不足,未就不同制裁对象与不同制裁手段组合的影响路径进行剖析,未能区分不同实体遭受不同制裁导致的金融风险;三是考察俄罗斯遭受金融安全冲击时,未就制裁前后的经济金融指标变化展开对比分析。为此,本文拟细化梳理美国对目标国的金融制裁手段,区分目标国的核心行业、银行业、主权性组织被制裁的影响机制,在此基础上考察美国金融制裁对目标国金融安全的影响。需要强调的是,美国对目标国的金融制裁往往是美国等西方国家共同完成,尤其是对俄罗斯这样的大国,由此产生的影响体现在政治、经济、军事和社会等领域。若没有特别强调,本文仅从经济金融角度分析美国金融制裁的可能影响。

## 一 美国金融制裁手段及其特点

金融制裁是美国遏制“敌对”势力、维护其政治经济利益的重要工具。二战期间,美国就曾冻结德国、日本的在美资产,限制这些国家公民和侨民的金融账户交易。二战后很长一段时间,美国对其他国家的制裁以贸易制裁为主,“9.11”事件后金融制裁开始用于打击恐怖主义,并逐步显露更高的聪明度和有效性,此后其使用频率和重要性不断上升而成为一种无可替代的武器。如今,美国对包括俄罗斯、伊朗、朝鲜、叙利亚和阿富汗在内的国家实行不同程度和级别的金融制裁。作为一种政策工具,金融制裁使用金融手段阻碍目标国资金流动,精准打击目标国经济活动和金融体系,迫使目标国停止相关行为并最终接受制裁条件<sup>④</sup>,具有主动攻击性、政治目的性等特征。美

<sup>①</sup> 张颖、刘晓星:《金融制裁传导机制及其有效性——基于全球金融制裁数据的实证分析(1945-2017)》,《金融论坛》2020年第1期;张蓓:《金融制裁对国家金融安全的影响与应对》,《国家安全研究》2022年第5期。

<sup>②</sup> 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。

<sup>③</sup> 殷明明:《美国金融制裁的影响及应对》,《开放导报》2020年第3期;程慧、韦琦琦:《美国金融制裁路径对中国影响研究》,《国际经济合作》2021年第5期。

<sup>④</sup> Gary C. Hufbauer, Jeffrey J. Schott, Kimberly A. Elliott, *Economic Sanctions Reconsidered*, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2007.

国以确保国家安全免受威胁为由对其他国家发动金融制裁,在很大程度上依赖美元的非对称货币权力。非对称货币权力使美国金融制裁具有低成本、易执行、高效率、难规避的优势,目标国往往由于不具备对称的反制能力而陷于被动,由此美国可达到保障其经济利益、控制全球政治经济体系的战略目标。因此,金融制裁是美元霸权的延伸,本质上是利用美元霸权维持其世界霸主地位。

美国对目标国的金融制裁已形成一套完整的制度体系,构建了涵盖成文法、总统决议及财政部规章的法律体系,建立了国会和总统决策、财政部海外资产控制办公室(OFAC)负责执行(国务院和商务部配合)、银行和美元结算机构具体实施的运作体系,可依据制裁名目、效果对目标实体(个人、企业、金融机构、央行、行业、军队、财政部、非政府组织、国家)灵活采取不同制裁手段。金融制裁可从不同角度划分,依据强度可分为轻度制裁、中度制裁、极端制裁;依据目标范围可分为国家级制裁、行业级制裁、特定实体制裁;依据综合程度可分为特别指定国民清单制裁(Specially Designated Nationals and Blocked Persons List,以下简称SDNs清单)<sup>①</sup>、非特别指定国民清单制裁(也称综合制裁);依据制裁责任是否由美国人履行可分为初级制裁(一级制裁)、二级制裁(次级制裁)。无论采取什么标准,实施主体和手段都是金融制裁最核心的内容。本文结合金融制裁的实施主体和手段将制裁分为初级制裁、次级制裁和间接制裁。

### (一) 初级制裁

美国政府基于政治经济需要并根据国内法要求美国人<sup>②</sup>对国外涉事实体执行相关制裁<sup>③</sup>,这就是初级制裁,也是美国广泛采用的金融制裁手段。美国发动初级制裁的理由包括:维护联合国安理会决议,维护美国国家安全、外交政策

---

<sup>①</sup> SDNs清单是最核心、最严厉的制裁清单,美国人须冻结SDNs清单中实体的资产,未经许可或例外规定,任何个人和实体不得与SDNs清单中的实体开展业务。

<sup>②</sup> 美国人包含自然人和法人,自然人指已取得美国国籍的人员(含境外美国人)和在美长期居住的人员,法人指美国境内法人(含境外机构在美境内设立的分支机构)和美境内法人的海外分支机构。美境外分支机构执行美金融制裁时会遇到驻在国法律制度障碍,所在国法律不允许它们在其境内执行美单方面制裁,美财政部海外资产控制办公室一般向这些分支机构签发许可证,免除其执行制裁的法律义务。

<sup>③</sup> 金融机构为制裁执行主体,金融机构应自查是否有被制裁的业务对象,一旦发现,须冻结被制裁实体相关资产或者拒绝提供交易服务,并于10个工作日内向财政部海外资产控制办公室报告账号相关信息,如未阻止违规行为并向该办公室报告,一经查实,将受到警告、民事处罚甚至刑事诉讼。

和经济利益,维护自由、民主、人权等价值标准,打击国际恐怖主义和毒品贩运,防止大规模杀伤性武器扩散等<sup>①</sup>,初级制裁的手段主要包括以下几种形式。

### 1. 冻结(没收)资产

各国实体可能将部分资产存放在美国境内或存放于美国金融机构的海外分支机构,这些资产处于美国控制、管辖之下而成为美国制裁的筹码。冻结资产指冻结目标实体在美国境内或由美国人控制或管辖的财产以及财产性利益,禁止提取、转让、支付、交易、出口或任何形式的处置。美财政部海外资产控制办公室每周发布一次 SDNs 清单,美国金融机构(含美国海外分支机构、国外金融机构在美分支机构)一旦发现客户被列入清单,必须立即冻结客户账户及交易资金,如 2012 年 2 月冻结伊朗政府、央行及金融机构在美所有资产(历史上首次制裁一国央行);2014 年 3 月冻结 7 名俄罗斯高官及 17 家俄企业在美资产;2022 年 2 月 24 日冻结俄在美所有资产。美国还可没收对其发动“武装敌对或攻击行为”的外国人在美国管辖范围内的财产并转交美国国库或指定人,如 2022 年 2 月美国宣布阿富汗政府被冻结的 70 亿美元资产的各 50% 分别用于赔偿“9.11”事件的受害者家属和阿富汗人道主义援助。

### 2. 限制获取美国政府、国际金融组织的援助性资金

美国政府经常向一些欠发达国家提供经济援助、低免息贷款,国际货币基金组织、世界银行也向发展中国家提供低免息融资,美国进出口银行还提供低息进出口信贷。这类援助性资金是一些欠发达国家的重要资金来源,也成为美国金融制裁的工具之一。第一,美国可限制(暂停、减少、取消)对目标国的经济援助、政府间贷款、贸易信贷,如 2021 年 2 月美国暂停对缅甸政府的援助拨款;同年 3 月禁止包括美国进出口银行在内的政府部门或金融机构向俄罗斯提供任何贷款、信用担保或者其他财政援助。第二,美国还可利用控制权阻止国际金融组织向目标国提供资金支持,如 2019 年 8 月要求世界银行、国际货币基金组织等停止对俄罗斯提供任何贷款、技术等经济援助;2020 年 4 月阻止国际货币基金组织向伊朗发放 50 亿美元的紧急贷款。

### 3. 限制(禁止)投资

美国投资者给东道国带来资金、技术、设备,有助于东道国经济发展、技术进步等,为此美国可限制投资目标方,甚至限制该目标方赴美投资,以阻止它获得相关资源。第一,限制美国投资者投资相关行业。一方面,限制美国

<sup>①</sup> 黄凤:《国际金融制裁法律制度比较研究》,《比较法研究》2012 年第 3 期。

投资者投资目标国的特定行业,设置投资限额,如 1996 年《伊朗—利比亚制裁法案》规定禁止任何人(包括非美国公司)向伊朗石油业投资超 4 000 万美元(1997 年降为 2 000 万美元)、禁止合资设立与石油开发相关的公司<sup>①</sup>;另一方面,要求美国投资者撤资,在宽限期内将投资规模降至限额以下,如 2010 年《对伊朗全面制裁、问责和撤资法案》要求,州及以下政府的公共资金<sup>②</sup>投资伊朗能源业超 2 000 万美元或金融机构向第三方提供 2 000 万美元以上且期限超 45 天信贷支持的(第三方将上述信贷投资伊朗能源业),应从伊朗能源业撤资或禁止投资前述企业<sup>③</sup>。第二,限制目标国投资美国相关领域。为防止获取美国的技术和市场,美国往往以国家安全为由限制他国企业赴美投资,2018 年《外国投资风险评估现代化法案》扩大美国外国投资委员会(CFIUS)的管辖范围并强化国家安全审查。

#### 4. 限制金融交易和金融业务

国外实体需获取美元融资并通过美国金融机构开展相关交易时,美国作为美元供给者可阻止相关实体获得美元融资、禁止这些实体与美国人进行交易,使他们无法获得美元资金和相关服务。第一,限制(禁止)金融交易。一是限制目标实体获得美国银行贷款、在美发行债券和股票,如 2014 年 7 月规定美国投资者不得购买俄罗斯金融和能源企业股票及提供 90 天以上的债权(包括债券、贷款、授信等)<sup>④</sup>。二是限制目标国货币与美元交易以阻止目标国获得美元资金,如 2018 年 8 月禁止伊朗购买美元,对涉及伊朗里亚尔买卖的重大交易、在伊朗境外持有以里亚尔计值的大笔资金或账户施加制裁。三是限制与目标国进行贵金属交易,如 2018 年 8 月禁止与伊朗进行钻石、黄金等交易。四是禁止交易目标实体发行的金融产品,如 2022 年 2 月禁止交易俄罗斯实体发行的证券,已持证券可向非美国投资者出售或继续持有,即禁止俄罗斯证券在美交易。五是限制其他金融交易,如 13324 号总统令禁止同

① 还包括禁止帮助伊朗发展石油工业、禁止向伊朗提供油气开发生产设备。

② 包括州及以下政府控制的养老金、退休金、年金、捐赠基金或类似工具,不包括雇员福利计划。撤资主要针对公共资金,非公共资金并没有强制性要求,但迫于舆论压力,私人资金也会跟进撤资。

③ 州层面有撤资的相关规定,SDNs 清单中企业的限制性规定隐含撤资要求,美国社会团体也会形成撤资的舆论压力。参见 <https://www.shangyexinzhi.com/article/1782397.html>

④ 2017 年将金融企业债务融资期限由不超过 30 天缩短为不超过 14 天,能源企业由不超过 90 天缩短为不超过 60 天。2017 年开始打击俄罗斯绕道制裁的渠道,禁止向受制裁的俄罗斯出口商提供预付款。

支持恐怖主义的伊朗金融机构维持业务往来(包括互换、远期等)。第二,限制金融业务。一是限制金融机构在美业务范围和业务资格,如限制(继续)作为美国政府债券的一级经销商,限制担任美国政府基金的储存库、基金顾问。二是禁止美国金融机构为目标国提供服务,如2010年《对伊朗全面制裁、问责和撤资法案》规定禁止为伊朗央行、其他金融机构提供特定的金融信息服务,禁止提供承销服务、保险或再保险。

#### 5. 阻断目标实体的资金流动通道<sup>①</sup>

全球金融体系与美元相关联,美国可以中断账户、银行、电报传输等网络节点或限制媒介货币,切断目标方的美元使用渠道甚至对外资金流动通道,使目标方无法对外转账、支付、结算而陷入金融孤岛境地。第一,限制(切断)美元使用渠道。美国银行可限制、冻结、关闭目标方的美元代理账户或通汇账户,通过掉头交易授权或通过 CHIPS 即纽约清算所银行同业支付系统封锁美元结算,以切断目标方的美元收付渠道,如2007年冻结伊朗赛帕银行代理账户、2018年关闭拉脱维亚“ABLV”银行的代理账户。第二,切断与国际金融体系的联系。美国利用控制权要求 SWIFT 删除目标方的电文代码,切断目标方与国际金融体系的联系通道,如2022年6月 SWIFT 将包括俄罗斯联邦储蓄银行在内的21家银行剔除。第三,限定目标国货币的流通范围。美国可禁止美国投资者及第三方以目标国货币进行结算,将目标国货币限定在其境内使用,以阻止目标国绕开美元进行收付,如13645号总统令限定伊朗与周边国家的结算方式,限制里亚尔及其附带产品的国际流通,禁止以里亚尔结算的银行在美国银行开户或开展业务,禁止美国机构与使用里亚尔交易的实体发生业务往来。第四,限制目标国银行机构的地域存在。2010年6月联合国第1929号决议呼吁各国禁止伊朗银行在本国境内开设分支机构,禁止其获得本国管辖银行的权益、与本国管辖银行新设合资机构、与本国管辖银行建立或保持代理关系,禁止境内或本国管辖金融机构在伊朗开设分支机构或银行账户等。

### (二) 次级制裁

初级制裁禁止美国人与被制裁实体开展相关交易,但被制裁方可与非美国人在美国境外进行交易,从而规避各种限制(禁止)措施。为此,美国对非美国人与被制裁方在美境外从事含有美国因素(如以美元支付、利用美元结算体系)的交易行使域外管辖,限制(禁止)非美国人与被制裁方在美境外开

---

<sup>①</sup> 2014年3月美国维萨公司和万事达公司停止向俄罗斯相关银行发售的银行卡提供支付服务。

展金融交易或提供金融服务,并对违反禁令的非美国人施加制裁,以迫使非美国人也参与金融制裁,这就是次级制裁。典型的次级制裁如 2012 年《国防授权法》禁止外国金融机构故意同伊朗央行或其他被制裁金融机构进行金融交易或为其提供金融服务<sup>①</sup>。对违反规定的金融机构施以巨额罚款、限制(禁止)接入美元体系及在美从事相关业务、列入 SDNs 清单等制裁。

### (三) 间接制裁

除制定法令强制相关主体执行金融制裁外,美国还可通过市场自发力量产生更大的制裁效果,这就是间接制裁。典型的间接制裁包括减少业务往来、降低信用评级、诱发金融市场震荡等。

#### 1. 相关方主动减少与被制裁方的业务往来

相关方与被制裁方进行交易,除商业风险(款项可否收回、合同能否履行等)上升外,还面临被美国制裁的风险(如美国财政部高官游说 40 多家非美国银行重新考虑与伊朗的业务),基于自身商业利益,相关往来银行、上下游交易商等都会主动减少与被制裁方的业务往来。

#### 2. 降低信用评级

美国评级机构可下调被制裁方的信用评级,增加其融资成本和难度。2014 年 4 月美国评级机构标准普尔下调俄罗斯主权信用评级,穆迪也跟进多次下调,导致俄借贷成本飙升并多次取消国债发行计划,2022 年 3 月更是将俄罗斯的企业和主权信用下调为“垃圾级”,使俄海外融资能力基本丧失。

#### 3. 诱发效应

目标国的核心产业、金融机构、央行被制裁后,制裁方向市场传递该国系统性风险上升的信号,引发资本大量外逃和汇率、利率、股价的异常波动,导致金融市场剧烈动荡。

## 二 美国金融制裁对目标国金融安全的影响机制

美国金融制裁是一个四维系统,一是对象维度,可选择个体、行业、金融机构、主权性组织甚至国家作为制裁对象;二是手段维度,可采取冻结资产、削减援助、限制投资、禁止交易、切断收付通道等手段进行制裁;三是参与维度,美国可单独制裁,也可胁迫非美国人参与制裁,还可联合盟友共同

---

<sup>①</sup> 列入国会报告的金融机构一年内被施加不少于 5 种制裁措施(初始制裁),两年内被施加 10 种制裁措施(扩展制裁)。

制裁(如2022年欧盟、日本等制裁俄罗斯);四是多领域维度,除金融制裁外,还同时施加贸易制裁、技术制裁、外交制裁、军事制裁等。美国视觉效果及目标实现程度从四个维度不断升级,形成组合式、联合式制裁,对不同实体采取不同制裁手段所导致的金融安全威胁不同。从对伊朗、俄罗斯的金融制裁看,制裁目标一般沿个体—核心产业—银行业—主权性组织的路径推进(后序对象被制裁意味着前序对象已被制裁),该路径既是目标不断扩大、手段不断加强、领域不断扩展、参与者不断增加的过程,也是轻度制裁—中度制裁—极端制裁的升级过程,制裁目标反映了制裁手段与强度,如伊朗、俄罗斯两国政府被制裁表明前序的个体、核心产业、银行业均已被制裁,金融与非金融制裁手段均被采用。一般来说,偶发性单点制裁不会引发金融风险,自然人、单个企业、单个(非系统重要)银行被制裁对一国金融安全不构成实质影响,核心产业、银行业、主权性组织、国家被制裁则会引发金融安全问题。

#### (一) 核心产业被制裁的金融安全风险

资源型国家的某类产品出口占GDP较大比重,对其经济增长及国际收支有决定性影响,制裁个体无果后,美国会制裁核心出口产业(即行业性制裁)且一并制裁其系统重要银行以阻止外汇收取(两者的影响分开讨论)。主要手段有:冻结资产、禁止投资、禁止融资、禁止证券交易、切断银行收付渠道、降低信用评级等(同时实施贸易和技术制裁)。

目标国核心产业被制裁的金融安全风险包括:第一,对产业的影响。冻结资产、禁止融资、切断收付渠道阻止境外资金流入从而导致该产业出现流动性困境,降低信用评级增加融资成本及难度,由此造成该产业对外偿付困难、银行不良资产上升。第二,对宏观经济的影响。禁止投资、技术制裁使FDI流入减少(还可能撤资),产业流动性困境及银行不良资产上升引发该产业投资下降,贸易制裁及切断收付渠道阻碍产品出口,该产业投资减少、出口下降导致经济增速放缓、财政收入减少。第三,对汇率的影响。核心产业是创汇主要来源,出口减少及外来资金切断导致国际收支失衡而引发汇率贬值。第四,对证券价格的影响。禁止证券交易导致目标国的核心产业证券下挫,流动性困境(投资和出口减少导致)及宏观经济问题使证券市场中长期上涨乏力。美国还可能制裁一国关键进口行业(如原油、原材料)或高科技产业,采取禁止融资、禁止投资、切断对外收付渠道、冻结资产等措施并实施贸易和技术制裁,后果是严重影响该国居民生活、高科技发展、经济金融稳定等(见图1)。

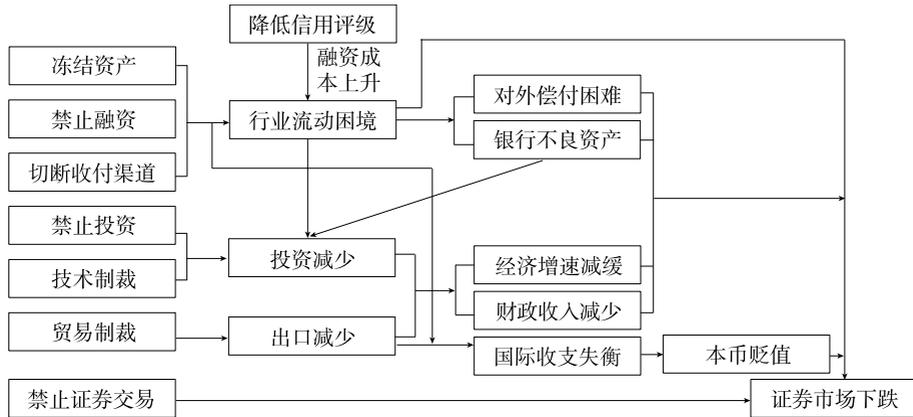


图 1 目标国核心产业被制裁的金融安全影响机制

## (二) 银行业被制裁的金融安全风险

美国很少制裁一国的系统重要性银行,因为打击目标国金融体系的同时也会损害美元的国际使用,因此对违反次级制裁的大型银行一般罚款了事,两国关系趋于紧张情形下才可能制裁大型银行,一方面配合行业性制裁,另一方面欲扰乱目标国经济金融稳定,联合制裁下还可能禁止目标国货币与美元、欧元、英镑、日元等主流货币开展交易,甚至将银行机构排除出 SWIFT 以切断其对外联系通道,使目标国隔绝于全球金融体系之外。银行业制裁手段与上述行业制裁区别较大,主要措施有:禁止外汇交易、禁止融资、禁止提供信贷转移或支付服务、禁止资产交易、禁止交易其证券、冻结资产、限制(禁止)使用美元清算系统、SWIFT 停止提供结算报文服务等。

目标国银行业被制裁的金融安全风险包括:第一,冻结资产、禁止融资、禁止资产交易、禁止信贷转移、禁止外汇交易使商业银行无法获得外部资金而陷入流动性困境,带来以下风险:一是对外偿付风险,可能导致债务危机;二是银行危机,存款人挤兑行为可能导致银行破产,多米诺骨牌效应传染多家银行引发社会恐慌与金融震荡;三是关联风险,系统重要性银行联结银行、证券、保险、企业等,流动性问题扩散而引发其他金融机构的关联风险和业务断裂,演化为系统性金融风险。第二,禁止外汇交易、禁用美元系统、被排除出 SWIFT 切断了涉外资金收付通道及与国际金融市场的联系,进出口中断、FDI 流入停止、信贷紧缩导致经济衰退、财政赤字、国际收支失衡。第三,以上影响进一步扩散,一方面导致利率飙升而致货币市场动荡,另一方面与经济倒退、财政赤字、国际收支失衡的影响共同作用,引发本币持续贬值、证券价格大跌(禁止证券交易也产生此影响)。此外,还有禁止出口含美国技术的产品、禁止其美政府债券一级

交易商资格、禁止其美政府基金存放资格、禁止为被制裁银行提供相关服务(出口保证、保险、信贷展期等)等制裁,不过这四项制裁的影响相对较小(见图2)。

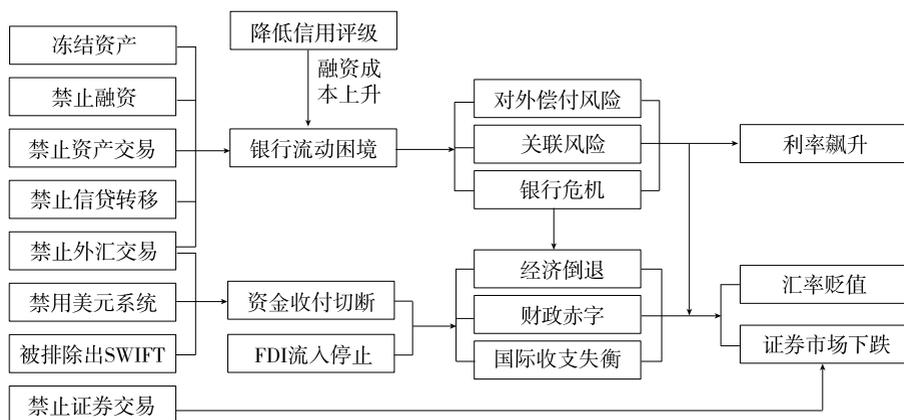


图2 目标国银行业被制裁的金融安全影响机制

### (三) 主权性组织被制裁的金融安全风险

如果上述制裁仍未达到预定目的,则可能升级制裁,制裁代表一国主权且有国际金融业务的政府性组织(央行、财政部、主权财富基金),此时美国广泛联合盟友形成制裁包围圈(如制裁伊朗、俄罗斯)。制裁手段包括:冻结(并没收)资产、禁止援助、禁止外汇交易、禁止提供融资、禁止资产交易(如黄金)、切断国际支付体系。制裁不仅使目标国丧失国际资金来源,而且使其央行失去外部联系通道。

主权性组织被制裁表明前序的个体、核心行业、银行业已被制裁,即进入国家级制裁,美国及其盟友通过金融、贸易、技术制裁全面限制该国居民、企业、金融业、政府机构的对外经济金融往来。此时,境外资产被冻结,国际金融市场联系通道被切断,对外贸易基本陷入停顿(只能易货贸易),核心产业、银行业、主权性组织制裁风险的叠加即为国家制裁风险,表现为:货币信用、国家信用螺旋下降导致通胀持续攀升、汇率持续暴跌、证券市场萎缩、银行倒闭等,此外,因资金技术匮乏、出口受阻而陷入持续衰退、长期赤字状态。目前伊朗、俄罗斯即处于该情形。

目标国主权性组织被制裁的金融安全风险包括:第一,储备冻结、禁止融资使目标国缺乏国际支付手段,无法按时偿还债务而出现国际收支危机;第二,国际储备作为本币的信用保证和稳定基础,因无法使用从而降低了本币信用并动摇了其稳定的基础;第三,境外资产被冻结,央行及财政部无法偿还外债,主权信用出现危机。货币内外价值受损引起一系列反应,汇率暴贬、利率飙升、证券市场暴跌,同时物价持续上涨、经济倒退、财政赤字上升。主权

性组织(主要是央行)被制裁所致风险高于前两者且更持久(见图 3)。

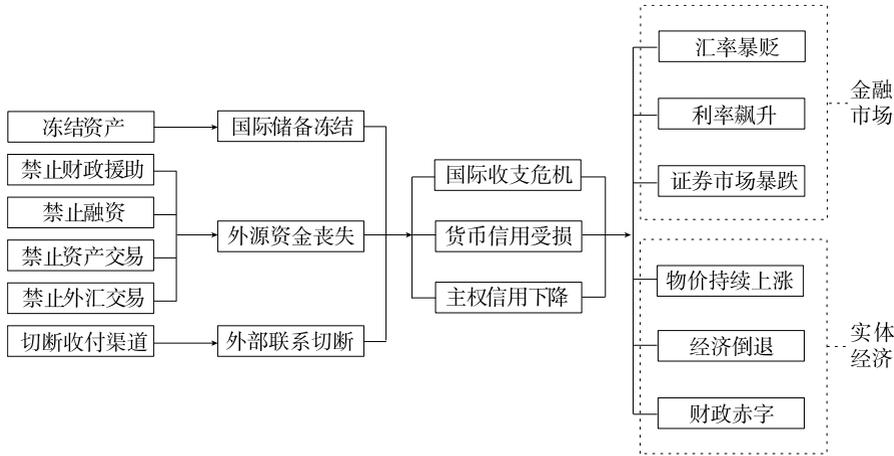


图 3 目标国主权性组织被制裁的金融安全影响机制

#### (四) 其他间接影响

金融制裁具有强烈信号作用,诱使民众改变预期并采取相应避险行为,从而影响金融市场稳定。美国宣布制裁(未正式启动)向市场传递了目标国经济前景堪忧、金融市场即将下调(即系统性风险上升)的负面信号,制裁范围扩大及手段升级进一步强化该心理预期,主权信用评级降低则直接提高该国系统性风险,避险情绪驱使市场做出以下反应:外资流入中止、境内资金外逃导致证券市场下跌、本币大幅贬值、市场利率飙升,使金融市场出现剧烈震荡。预期下行引发的资本外流(及流入中止)远高于直接影响下的资金流入减少,从 2015 年俄罗斯遭受金融制裁的影响看,间接影响可能是直接影响的两倍<sup>①</sup>。间接影响时长相对较短,如制裁没有进一步升级,市场会逐步消化负面预期,超调的汇率、利率、股价趋于回调,但一般无法恢复至原水平,即系统性风险被抬升至新高度<sup>②</sup>。

① 钟春平、汪川:《金融制裁与中国海外资产安全》,《银行家》2022 年第 4 期。

② 国家被制裁影响途径可总结为:一是资金外流途径,避险情绪驱使大量资金外流,导致证券价格暴跌(含证券禁止交易的影响)、汇率剧挫。二是流动性途径,行业、银行业、央行的外源资金阻断引发流动性问题(资金外流也导致银行紧缩),引发债务危机、利率飙升,进而影响证券市场。三是实体经济途径。FDI 减撤及主导行业、银行业问题使投资减少(含技术制裁影响)而导致总投资下降,国际支付渠道切断使进出口受阻(含贸易制裁的影响),投资和出口减少导致经济倒退、财政赤字、通货膨胀、国际收支赤字(加上境外流动性阻断),此基础上进一步引发货币贬值、证券市场下跌、利率上升。

### 三 美国对俄罗斯金融制裁的实证分析

2014 年发生乌克兰危机,美国即刻以金融制裁作为回击,对俄罗斯金融、能源等领域进行数轮制裁。2022 年俄乌冲突爆发,美西方对俄罗斯的金融制裁全面升级,制裁范围不断扩展,手段不断强化。值得注意的是,对俄制裁是一场美国发起的西方世界全方位制裁行动。本文仅从美国对俄罗斯的金融制裁出发加以分析,其影响则是美国及其西方盟友共同制裁的结果。

#### (一) 美国对俄罗斯的金融制裁

美国对俄罗斯的金融制裁主要包括乌克兰—俄罗斯相关制裁(Ukraine/Russia - related Sanctions)、俄罗斯危险涉外活动制裁(Russian Harmful Foreign Activities Sanctions)两部分(分别见表 1、表 2<sup>①</sup>),表中列举的是国会法案、总统令、财政部海外资产控制办公室指令确定的制裁范围与手段,财政部海外资产控制办公室根据情形需要选择具体对象及制裁手段。

表 1 乌克兰—俄罗斯相关制裁

生效日期	制裁法律	制裁对象	制裁手段
2014 年 3 月 6 日	13660 号总统令	个人及关联企业	冻结资产
2014 年 3 月 17 日	13661 号总统令	政府高官、武器行业	冻结资产
2014 年 3 月 20 日	13662 号总统令	金融、能源等领域	冻结资产
2014 年 4 月 3 日	SSIDES 法案*	俄高官等	冻结资产、禁止交易
2014 年 7 月 16 日	OFAC 指令 1**	金融领域	禁止提供融资、交易新股及期限超 90 天的新债券
	OFAC 指令 2	能源领域	禁止提供融资、交易期限超 90 天的新债券及其他资产
2014 年 9 月 12 日	OFAC 指令 1 (修订)	金融机构	禁止提供融资、交易新股及期限超 30 天的新债券等所有交易

① "Cyber - Related Sanctions Regulations" " Foreign Interference in U. S. Elections Sanctions Regulations" " Magnitsky Sanctions Regulations" 也涉及制裁俄罗斯,但制裁不完全针对俄罗斯,在此省略。

(续表 1)

生效日期	制裁法律	制裁对象	制裁手段
2014 年 9 月 12 日	OFAC 指令 2 (修订)	能源领域	禁止提供融资、交易期限超 90 天的新债券等所有交易
	OFAC 指令 3	国防领域	禁止提供融资、交易期限超 30 天的新债券等所有交易
	OFAC 指令 4	能源领域	禁止提供产品、服务(金融服务除外)、技术
2014 年 12 月 19 日	UFSA 法案***	国防、能源领域	禁止提供信贷、保证等服务、禁止交易、禁止投资证券等
		金融机构	禁止开立通汇账户,施加限制性条件
2015 年 1 月 27 日		主权信用①	标准普尔将俄主权信用由 BBB - 降为 BB + (“垃圾级”),评级展望为负
2017 年 9 月 29 日	OFAC 指令 1 (修订)	金融机构	禁止提供融资、交易新股及期限超 14 天的新债券等所有交易
	OFAC 指令 2 (修订)	能源领域	禁止提供融资、交易期限超 60 天的新债券等所有交易
2017 年 10 月 31 日	OFAC 指令 4 (修订)	能源领域	禁止提供产品、服务(金融服务除外)、技术
2018 年 9 月 21 日	13849 号总统令、 CAATSA 法案****	企业、金融机构 等实体	限制贷款、禁止外汇交易、禁止信贷转移和支付、冻结资产、禁止购买证券、中止援助性资金、禁止资产交易、限制银行在美业务、禁止进出口等
2019 年 8 月 3 日	13883 号总统令	俄罗斯、俄罗斯政府	限制国际金融机构提供贷款、禁止美银行提供贷款或信用

注:13685 号总统令禁止与克里米亚地区有关的某些交易;14065 号总统令制裁对象为“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”,在此省略。\* SSIDES 法案即 2014 年 4 月时任美国总统奥巴马签署由美国国会投票通过的《支持乌克兰主权、完整、民主和经济稳定法案》(Support for the Sovereignty, Integrity, Democracy, and Economic Stability of Ukraine Act of 2014); \*\* OFAC 为美国财政部海外资产控制办公室 (Office of Foreign Assets Control); \*\*\* UFSA 法案即 2014 年 12 月时任美国总统奥巴马签署由美国国会投票通过的《支持乌克兰自由法案》(Ukraine Freedom Support Act of 2014); \*\*\*\* CAATSA 法案即 2017 年 8 月美国国会通过的《以制裁反击美国敌人法案》(Countering America's Adversaries Through Sanctions Act)。

资料来源:美国财政部, <https://home.treasury.gov/>

① 国际评级机构多次下调俄主权信用评级,这里仅列举一次。

表 2 俄罗斯危险涉外活动制裁

生效日期	制裁法律	制裁对象	制裁手段
2021 年 4 月 15 日	14024 号总统令	俄技术及国防部门、 官员	冻结资产
	OFAC 指令 1	俄央行、主权基金、 财政部	禁止一级市场购买 2021 年 6 月 14 日后发行的债券、禁止提 供贷款
2021 年 8 月 20 日	14039 号总统令	俄能源出口部门	冻结资产
2022 年 2 月 22 日	OFAC 指令 1 (修订)	俄央行、主权基金、 财政部	禁止一级市场购买 2021 年 6 月 14 日后发行的债券、禁止提 供贷款、禁止二级市场交易 2022 年 3 月 1 日后发行的债券
2022 年 2 月 24 日	OFAC 指令 2	俄金融机构	禁止开立或保有通汇账户*、 禁止办理其相关交易
	OFAC 指令 3	俄实体	禁止提供融资、禁止交易股票 及 14 天以上期限的债券(3 月 26 日后发行)等所有资产交易
2022 年 2 月 26 日	与盟友商定	俄银行机构	被排除出 SWIFT 系统
2022 年 2 月 28 日	OFAC 指令 4	俄央行、主权基金、 财政部	禁止所有交易(包括向其转移 资产、外汇交易)**
2022 年 3 月 3 日		俄主权信用	惠誉和穆迪将俄罗斯主权信用 评级调为“低信用级”
2022 年 3 月 8 日	14066 号总统令	俄罗斯	禁止进口能源,禁止投资能源 部门,禁止提供授信、融资、便 利化、保证(针对禁止事项)
2022 年 3 月 11 日	14068 号总统令	俄罗斯	禁止进口、出口、新投资、输送美 元钞票,禁止提供授信、融资、便 利化、保证(针对禁止事项)
2022 年 4 月 6 日	14071 号总统令	俄罗斯	禁止新投资,禁止出口并提供 服务,禁止提供授信、融资、便 利化、保证(针对禁止事项)

注:\* 基于表中的总统令 2022 年 2 月~2023 年 2 月美财政部签署 12 份决定。\*\* 意味着俄 3 000 多亿美元的国际储备被冻结。

资料来源:同表 1。

表 1、表 2 显示,2014 年以来美国对俄罗斯金融制裁具有以下显著特征。

### 1. 制裁范围不断扩大

首先制裁俄罗斯的个体,其次选择具有绝对重要性的能源和军工部门,然后针对银行机构,再次是象征其主权的央行、主权基金、财政部、联邦政府,最后将整个国家作为制裁对象,目标对象的经济政治地位不断上升。

### 2. 制裁手段逐步升级

美国使用了冻结资产、阻止援助、限制投资、禁止交易、切断收付通道等所有可用手段,其破坏力加剧,特别是 2022 年 2 月底将俄一些大银行排除出 SWIFT<sup>①</sup>、冻结俄央行超过 3 000 多亿美元的外汇资产这两项措施,基本切断了俄罗斯获取外部流动性的渠道,对俄经济金融及民众心理造成巨大冲击。

### 3. 多领域同时施加制裁

除金融制裁外,美国还从贸易、技术等维度实施制裁,如禁止进口、设定油价上限<sup>②</sup>等制约俄罗斯的出口规模,出口和技术制裁削弱了俄罗斯的石油开采和军工生产能力。

### 4. 众多盟友联合制裁

2014 年欧盟紧跟其后,2022 年 2 月后日本、韩国等域外盟友也纷纷加入对俄罗斯的金融制裁,甚至一直保持中立的瑞士也宣布冻结俄罗斯相关个人和机构在瑞士金融机构的资产,参与制裁的国家和地区高达 50 个,2022 年 4 月制裁达 1.012 8 万项。俄罗斯遭受了史上最严厉的金融制裁,多国参与制裁使俄无法使用欧元、英镑、日元等货币进行交易。

## (二) 美国金融制裁冲击俄罗斯金融安全

基于 2014 年前后一系列经济金融指标变化可以判断美国金融制裁是否对俄罗斯金融安全产生显著冲击(见表 3)。

表 3 美国金融制裁前后俄罗斯经济金融状况的变化

年份		前三年均值	2014	2015	2016	2017
资本净流出(亿美元)		493.00	1 310.00	698.00	119.00	161.00
汇率	年均值	30.79	38.60	61.32	66.83	58.30
	波幅	16.43	107.60	47.44	38.69	8.78
同业隔夜拆借利率	年均值	5.41	8.83	12.97	10.74	9.20
	波幅	74.64	405.60	74.67	18.51	34.14

① 目前,俄罗斯共有 21 家银行被排除出 SWIFT,但俄罗斯联邦储蓄银行、俄天然气工业银行仍可使用 SWIFT。

② 2022 年 12 月 5 日美财政部决定俄罗斯原油出口价上限为 60 美元一桶。

(续表 3)

年份		前三年均值	2014	2015	2016	2017
股价指数	年均值	1 499.00	1 429.00	1 685.00	1 935.00	2 040.00
	波幅	32.90	29.85	30.12	39.71	25.72
WTI 原油(美元/桶)		95.90	92.60	49.00	43.80	51.00
货物出口(亿美元)		5 216.00	4 968.00	3 414.00	2 819.00	3 529.00
GDP 增长率		3.35	0.74	-1.97	0.19	1.83
财政收入/财政支出		100.50	97.75	87.48	81.99	91.89
CPI		6.38	11.36	12.90	5.39	2.51
年份		2018	2019	2020	2021	2022
资本净流出(亿美元)		765.00	-39.00	500.00	593.00	2 300.00
汇率	年均值	62.93	64.62	72.32	73.67	68.35
	波幅	25.69	8.87	32.71	11.82	135.30
同业隔夜拆借利率	年均值	7.43	7.41	5.10	5.89	10.77
	波幅	16.16	30.48	55.85	127.40	197.90
股价指数	年均值	2 314.00	2 690.00	2 875.00	3 764.00	2 456.00
	波幅	19.28	28.41	55.68	30.83	102.10
WTI 原油(美元/桶)		64.80	57.10	39.80	68.20	94.30
货物出口(亿美元)		4 439.00	4 197.00	3 335.00	4 944.00	5 883.00
GDP 增长率		2.81	2.20	-2.65	5.61	-2.07
财政收入/财政支出		116.40	110.80	82.02	102.10	89.38
CPI		4.26	3.04	4.91	8.38	11.94

注:波幅=(最高值-最小值)/最小值×100,股价指数为俄罗斯指数(MOEX)收盘价,GDP增长率为不变价格,资本净流出为直接投资、证券投资、其他投资净流出之和。

资料来源:作者根据 Wind 数据库相关资料整理,https://www.wind.com.cn/

美国金融制裁对俄罗斯金融安全的影响主要体现在金融和宏观经济层面。

### 1. 美国金融制裁对俄罗斯金融的影响

受美国金融制裁影响,俄罗斯金融市场一度成为重灾区。第一,资本流出。俄罗斯金融账户一直处于逆差状态,2016年、2017年和2019年净流出规模很小,2015年、2018年、2020年和2021年净流出与制裁前三年均值相

当,但2014年、2022年净流出分别达1 310亿美元、2 300亿美元,如此大规模资金外逃无疑由金融制裁导致,2014年美西方与俄罗斯博弈加剧并密集出台制裁措施、2022年的俄乌冲突及美西方制裁全面升级引发资本大规模逃离,冲突影响叠加制裁烈度大幅提升使2022年净流出规模远高于2014年。第二,汇率波动。2014年后俄罗斯卢布显著贬值,其中2015~2019年汇率相对稳定,但2014年、2015年和2020年分别贬值17.3%、37%和10.7%(2022年全面加强外汇管制,否则卢布贬值幅度更大);同时,2014年后汇率波动加剧,2014年、2015年和2022年波幅达107.6%、47.44%和135.3%,2014年美元对卢布汇率由33.15升至67.78,2015年5月~2016年1月由49.22升至81.84,2022年2月22日~3月11日由76.77暴升至120.38(3月11日~5月26日又由120.38降至56.3),此期间卢布分别贬值51.1%、39.9%、36.2%,基本面无法解释如此大的跌幅。第三,利率水平飙升。制裁后的利率水平显著高于制裁前,2014年比前三年明显上升,2015年、2016年和2022年日均利率为12.97%、10.74%和10.77%,其中2014年12月8日、2022年3月14日分别高达27.3%、21.51%,且利率波幅非常大,2014年、2021年和2022年波动幅度高达405.6%、127.4%和197.9%,2014年12月8日~12月18日由10.5%升至27.3%,2022年2月25日~3月14日由9.81%升至21.51%,这与2014年12月、2022年2月底~3月中旬的制裁升级紧密相关,金融制裁造成俄罗斯流动性紧张和系统性风险显著提高。第四,股价涨跌。2014年股价有所下跌,2015~2021年不断上升,但2022年年初波动剧烈<sup>①</sup>,2月16~21日由3 646点降至3 037点,2月23~24日由3 085点跳至2 058点,2月25日~3月23日暂停交易,表明2月22日俄罗斯证券市场在美国宣布制裁前已提前作出反应,俄乌冲突叠加金融制裁导致俄罗斯股市断崖式下跌。

## 2. 美国金融制裁对俄罗斯宏观经济的影响

受美国金融制裁影响,俄罗斯对外贸易、经济增长、财政收支和物价水平一度趋于恶化。第一,货物出口。俄罗斯货物出口与国际油价显著正相关,主要由国际油价决定,金融制裁的影响较小,美国禁止进口俄罗斯能源没有实质意义,因为美国不需要俄罗斯油气,2014~2021年欧洲并未减少自俄能源进口,2022年欧洲自俄罗斯的进口减少由印度等国需求的增加而弥补,油

---

<sup>①</sup> 2020年2月20日~3月18日股价由3 125点降为2 113点,但该时段或之前并没有金融制裁行为。

价上涨反而使 2022 年俄罗斯的出口大幅上升。第二,经济增长。俄罗斯经济增长很大程度由出口决定,2018 年、2019 年和 2021 年出口量较大导致经济增长较快,但 2015 年、2016 年和 2020 年出口量较小导致该三年负增长或增长率较低,2014 年、2022 年出口量很大,经济增速本应非常高,但 2014 年增长率仅为 0.74%,2022 年为 -2.07%,这两年资本外逃、利率上升影响经济增长。第三,财政收支比。俄罗斯财政收入与支出的比例也与出口高度相关,2015 年、2016 年、2017 年和 2020 年收支比相对较低,其中 2016 年、2020 年赤字率接近 20%,2018 年、2019 年和 2021 年财政收支比相对较高,2014 年、2022 年出口量很大,但财政自给率却较低,金融制裁导致经济衰退从而引发财政赤字。第四,通货膨胀。俄罗斯 2016 ~ 2020 年通货膨胀率相对较低,2014 ~ 2015 年、2021 ~ 2022 年通货膨胀率高企,通货膨胀率与出口、经济增长、财政收支比之间并无显著关系,无法以这些指标解释 2014 ~ 2015 年、2021 ~ 2022 年的高通货膨胀率,推断应是金融制裁造成的后果;2014 年密集出台制裁措施、2021 年开始冻结能源部门资产并制裁主权性组织使民众产生通货膨胀率大幅攀升的心理预期,抢购实物造成当年及后一年 CPI 大幅上涨。

以上可见,美国金融制裁对俄罗斯的金融市场、实体经济均造成了显著冲击,对其金融安全带来极大威胁,其中对金融市场的影响更显著即间接影响更大,导致俄罗斯资本流动,利率、汇率、股价剧烈震荡,进一步影响经济增长、物价稳定、财政收支。值得注意的是,2022 年制裁全面升级造成的负面影响远高于 2014 年,2022 年 4 月,随着美西方首轮制裁开始产生影响,俄罗斯的通货膨胀率一度飙升至 17.8%,达到 20 年来的最高水平,当年俄 GDP 增长率下降 2.1%。不过,俄罗斯政府和央行迅速采取行动,使俄经济在 2023 年和 2024 年表现出较强的韧性。

## 启 示

随着美国与俄罗斯、伊朗之间压制与反制博弈加剧,美国制裁范围、手段、烈度不断升级,持续时间不断延长,而被制裁方也采取了一系列措施,尽可能降低美金融制裁对各自国家金融安全的威胁。

### (一) 客观评估目标国的短板和反制能力

美国金融制裁的基础是其拥有非对称性货币权力,一方面要认识到目标国货币与美元的货币权力差距,除对比两者在国际储备、计价结算、国际投融资

资、外汇交易方面的差距外,还要从对方货币标值资产量、存放对方资产量、以对方货币计价结算比重、以对方货币融资比重等方面客观评估美国金融制裁的优势及目标国的短板;另一方面,要客观评估目标国的反制能力、双边经贸紧密程度、同盟国是否参与制裁、目标国经贸开放度、美元替代程度等可制约金融制裁升级的因素对美自身造成的巨大成本。

### (二) 预判美国金融制裁的步骤和层级

美国金融制裁不是骤升到最高烈度,而是循序渐进、环环相扣,目标范围不断扩大、手段措施不断严厉。目标国可通过研究美国对俄罗斯、伊朗的制裁过程总结美扩大制裁对象、对不同目标对象升级制裁手段、贸易技术制裁配合的规律,预判美国可能采取的制裁步骤与计划,评估美国在不同阶段的制裁成本与目标国的承压受力。当然也要密切关注美国金融制裁的变数,避免突如其来的制裁导致巨大冲击。

### (三) 尽可能降低金融制裁烈度

较低烈度制裁对金融安全不构成显著威胁,但冻结资产、禁用美元系统、排除 SWIFT 等极端手段使目标国经济金融遭受严重冲击。2014 年后俄罗斯虽采取自行开发国际结算系统等规避措施,但收效甚微。尽可能降低被制裁烈度是减缓非传统金融风险的最有效途径。目标国有必要深化产业领域和金融市场的对外开放,吸引更大规模资本流入,推动与更多国家开展贸易投资合作,从而降低金融制裁烈度和影响。

### (四) 逐步降低美元依赖

美国发动金融制裁的筹码是因为目标国高度依赖美元而形成对美国金融市场、美元结算系统的依赖。降低美元依赖意味着减少美国制裁的筹码,提高制裁成本并降低制裁的金融安全影响。目标国可调整海外资产配置,降低外汇储备比重,增加黄金、特别提款权(SDR)等储备资产的规模,逐步减少在美资产。也可通过增加货币互换规模、推行双边本币结算、推动数字货币发行结算等途径降低或摆脱美元依赖。

### (五) 阻断美国次级制裁并对美实施反制裁

美国发起金融制裁时,尽可能降低或免受美国金融制裁的域外管辖不当侵害,并实施反制裁以维护目标国主权尊严与正当权益。目标国可采取金融制裁与贸易科技制裁、入境旅游限制等结合的方式对等制裁,提高制裁的主动性和威慑力。

(责任编辑:李丹琳)