

论俄罗斯反金融制裁的成效和局限

闫 钰

【内容提要】 2022 年年初,美国和欧盟对俄罗斯实施了史无前例的金融制裁。为了稳定国内金融市场,俄罗斯采取了一系列反制裁措施。分析这些反制裁措施的成效与局限能够帮助其他国家积累应对金融制裁的经验。跟踪 2021~2024 年俄罗斯金融市场各项指标的变动趋势,能够发现俄罗斯反制裁措施的短期成效和长期局限及其背后的原因。这些成效和局限在外汇市场、信贷市场和证券市场上均有体现。其中,短期成效包括稳定卢布汇率和国际储备、保障银行和企业的资金流动、规避中小企业信贷风险、维持证券价格水平;长期局限包括未能根本缓解卢布贬值和国际储备减少的压力,天然气卢布结算效力下降,加息对信贷市场具有长期负面影响,优惠贷款无法降低企业偿债难度和提高企业运营能力,股票价值未能恢复到制裁前水平,限制证券海外交易不利于证券市场长期发展。该文在对此进行研究的基础上,形成以下关于反金融制裁的理论性思考:反金融制裁要与反贸易制裁并行,实施的具体措施要有灵活性,强化本币结算的作用,重视多边金融合作等。

【关键词】 俄罗斯 金融 制裁 反制裁 俄乌冲突

【基金项目】 习近平总书记重要讲话重要指示精神专项项目“黑龙江构筑我国向北开放新高地模式、机制与路径研究”(项目批准号:23ZKT010)。

【作者简介】 闫钰,黑龙江大学俄罗斯语言文学与文化研究中心硕士研究生。

引 言

自 2022 年俄乌冲突爆发以来,美欧对俄罗斯实施了史无前例的金融制

裁。美国对俄金融制裁可以归纳为两个方面：冻结俄罗斯个人和实体^①的海外资产，限制美国个人和实体对俄罗斯的投资。2022 年 2 月 23 日~2024 年 2 月 23 日，欧盟共对俄罗斯实施了 13 轮制裁^②，其中涉及金融的制裁措施可以归纳为三个方面：冻结俄罗斯个人和实体的海外资产，限制欧盟与俄罗斯之间的证券和外汇交易，将 10 家俄罗斯银行排除出 SWIFT。

制裁直接导致俄罗斯的外汇、信贷、证券等金融市场出现剧烈波动，不但破坏了俄金融体系的稳定，还严重影响了俄金融市场的供需状况、银行及非金融机构的正常运行。在此背景下，俄罗斯相继出台了一系列反制裁措施，目的在于保持国内金融体系的稳定，并对美欧制裁实施对称性的反击。如今，俄罗斯的反制裁进程已经持续了两年多，可以对其进行阶段性评估。从短期来看，这些反制裁措施取得一定成效，不仅使卢布汇率、证券市值、通货膨胀率等指标恢复到俄乌冲突前的水平，还增进了俄罗斯与友好国家之间的金融合作，避免俄罗斯在国际金融体系中处于孤立无援的状态。然而，从长期来看，这些反制裁措施的局限也不容小觑。一方面，这些措施的首要目的是维护本国金融体系的安全，这就导致措施本身具有强烈的保守色彩，不利于俄罗斯市场的对外开放和高质量发展。因为俄罗斯金融体系本身仍处于初级发展阶段，不仅规模小、国际影响力低，而且极度依赖海外资产。另一方面，虽然俄罗斯自 2014 年以来一直致力于资产“去美元化”，但由于美元和欧元在国际金融市场中享有垄断地位，无法彻底规避美欧制裁对其金融体系造成的影响。

因此，在对俄罗斯反制裁措施的成效报以乐观态度的同时，还需要深刻认识其长期局限。本文研究的重点在于美欧制裁对俄罗斯金融市场的影响，尤其是对金融市场供需关系的影响，此类影响主要集中于外汇市场、信贷市场和证券市场，因此将以这三类金融市场为切入点展开论述。此外，本文还关注到俄罗斯反金融制裁的措施具有很强的示范作用，对于其他具有被制裁可能性的国家而言，可以在立足本国国情的基础上借鉴相关经验，进而探索成效更大、局限更小的反制裁路径。对于中国而言，迎来了与俄合作的新机遇，特别是可以扩大与俄金融领域的合作，在一定程度上分散美欧制裁风险。

① 本文中的实体泛指企业、协会、集团或其他组织。

② Timeline – EU Response to Russia’s Invasion of Ukraine, <https://www.consilium.europa.eu/en/policies/eu-response-ukraine-invasion/timeline-eu-response-ukraine-invasion/>

一 俄罗斯反金融制裁措施概览

俄罗斯反制裁措施首要目标就是稳定金融市场。其中,稳定外汇市场的代表性措施是天然气卢布结算,目的在于稳定卢布汇率并降低能源企业海外资产被冻结的风险;稳定信贷市场的代表性措施是大幅提升基准利率,目的在于吸引更多的资金,维持金融体系的流动性;稳定证券市场的代表性措施是休市和限制证券交易,目的在于防止俄罗斯证券被大量抛售,从而稳定俄罗斯证券的价值。当然,多项措施共同作用,其影响也有交叉重叠。

(一) 针对外汇市场的反制裁措施

为了稳定卢布汇率,减少汇率波动带来的风险,俄罗斯采取了以下反制裁措施。

第一,推行卢布结算。其中最具代表性的就是天然气卢布结算措施,这意味着天然气出口收入能够以卢布形式进入俄罗斯能源企业的账户,避免能源收入成为海外资产而面临被冻结的风险。使用卢布结算而不是美元或欧元,还能够将贸易中的汇率风险由俄罗斯转移至不友好国家,从而降低俄罗斯本国的汇率风险。

第二,对外汇交易进行管制。该类措施的目的是通过调整外汇市场供需关系来增加外汇储备,降低卢布贬值及资本外流风险。一是要求俄罗斯个人和实体将一定比例的外汇收入结汇为卢布。二是限制外汇的跨境流动,包括禁止向非俄罗斯个人与实体提供外汇信贷、对带出俄罗斯国境的外币现金进行管控等^①。

此外,提高基准利率对稳定卢布汇率起到了间接作用。俄罗斯央行在俄乌冲突爆发后将基准利率从 9.5% 大幅提升至 20%^②,这有利于吸引外资,由此增加外汇市场上卢布的需求量,降低卢布贬值风险。

(二) 针对信贷市场的反制裁措施

为了减少资本外流,减少俄罗斯企业的坏账数量,维持金融体系的流动性并避免出现债务违约状况,以此来保障金融系统对宏观经济的支撑作用,俄罗斯采取了以下反制裁措施。

^① Восемь главных изменений в валютном контроле 2022 – 2024: на что обратить внимание. <https://www.finkont.ru/blog/shest-glavnykh-izmeneniy-v-valyutnom-kontrolle-2022/?ysclid=lu5kfdxuoo586364732>

^② Ключевая ставка Банка России. https://cbr.ru/hd_base/KeyRate/

第一,提高基准利率。基准利率的大幅提高能够带动银行存款利率及其他市场利率上升,吸引居民增加储蓄,抑制通货膨胀和资本外流。

第二,维持金融机构正常运营。一是降低银行等金融机构的存款准备金率^①。金融机构可以将减少的存款准备金额度用于放贷业务,以扩大信贷规模并提高借贷资金的流动性。二是支持金融机构抵押品的可持续性,其中包括扩充抵押品的种类、将抵押品的价值稳定在俄乌冲突爆发前的水平等^②。三是允许金融机构暂时减少财务报表中的信息披露,即暂时不需按照俄罗斯会计准则的标准发布其财务报表^③,以降低招致美欧制裁的风险。

第三,向中小企业提供优惠贷款。俄乌冲突爆发后不久,俄罗斯央行推出了新的中小企业优惠贷款政策。一项是最长期限为一年的循环贷款,允许小型企业以不高于15%的年利率获得优惠贷款,中型企业以不高于13.5%的年利率获得贷款,贷款总额度为3400亿卢布。另一项是最长期限为三年的中小企业融资扩大计划,贷款年利率同样是小型企业不高于15%、中型企业不超过13.5%,贷款总额度为3350亿卢布^④。

第四,允许用卢布偿还债务。2022年《俄罗斯联邦总统关于履行对某些外国债权人义务的临时程序的命令》颁布,允许个人和实体以卢布偿还不友好国家债权人的债务^⑤,目的是避免债务人在资产被冻结的情况下出现债务违约,同时还能维持银行等金融机构的资金流动,保证其正常运营。

第五,将外资企业国有化。俄乌冲突爆发后,统一俄罗斯党呼吁将有意向撤离俄罗斯市场的外资企业进行国有化,其目的是防止这些企业随意宣布破产,降低俄罗斯的债权风险,并且避免在外资企业工作的俄罗斯员工失业。该举措的实施还在于对美欧国家冻结俄个人和实体海外资产的行为实施对称性反击。主要形式有冻结账户和资产、引入外部管理、财产国有化等。“公共

① Банк России смягчает требования к обязательным резервам кредитных организаций. https://cbr.ru/press/pr/?file=02032022_211527DKP02032022_202227.htm

② Информация о мерах по расширению объема обеспечения кредитных организаций, используемого в операциях с Банком России. <https://cbr.ru/press/pr/?id=35746>

③ Банк России принял решение временно сократить объем публикации отчетности кредитных организаций. <https://cbr.ru/press/event/?id=12737>

④ Банк России совместно с Правительством запускает антикризисные программы льготного кредитования МСП. <https://cbr.ru/press/pr/?id=35793>

⑤ Указ Президента Российской Федерации от 05.03.2022 г. № 95 "О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами". <http://www.kremlin.ru/acts/bank/47628>

消费者倡议”组织(Общественная Потребительская Инициатива, ОПИ)提交的涉及国有化的外资企业名单包括“苹果”“宜家”“微软”等 59 家大型企业。这些企业对俄罗斯个人和实体的债务总额超过 6 万亿卢布^①。

(三) 针对证券市场的反制裁措施

为了避免证券大幅贬值或终止交易给投资者造成损失,俄罗斯采取了以下反制裁措施。

第一,管制证券市场交易。一是休市。2022 年 2 月 28 日,莫斯科交易所在俄乌冲突爆发后立即暂停了证券交易,同年 3 月 24 日才部分恢复,创下了俄罗斯最长休市时间的纪录。休市的目的在于限制股票持有者大量抛售俄罗斯证券,以维持股票价值。二是禁止股票卖空交易。莫斯科交易所恢复交易后,仍禁止投资者进行卖空交易,在同年 6 月证券价格波动基本消除后,交易所才解除了这一禁令。三是限制非合格投资者^②购买不友好国家的证券。此举的目的是防止不友好国家金融机构封锁其管理的证券,从而损害非合格投资者的权益^③。

第二,俄企业从外国股市退市。2022 年 4 月 16 日,俄罗斯总统普京签署了关于俄企业从外国股市退市的法令,禁止在外国股市发行俄罗斯企业的股票存托凭证,要求现有的存托凭证退市且存托凭证持有人将自动获得相应俄发行人的股份^④。

二 俄罗斯反金融制裁的成效及原因分析

从短期来看,俄罗斯通过外汇管制和天然气卢布结算,成功维持了卢布汇

① Apple, IKEA, Microsoft; правозащитники составили список компаний для национализации. <https://www.forbes.ru/society/458487-apple-ikea-microsoft-pravozasitniki-sostavili-spisok-kompanij-dla-nacionalizacii>

② 合格投资者指的是符合特定国家或地区监管机构制定的某些特定标准的自然人或法人。特定标准通常基于收入、教育、资本和金融领域的专业经验制定。Кто такие квалифицированные и неквалифицированные инвесторы на фондовом рынке. <https://s-group.io/ru/media-center/who-are-qualified-and-non-qualified-investors-in-the-stock-market>

③ Банк России ограничивает продажу неквалифицированным инвесторам ценных бумаг недружественных стран. <https://cbr.ru/press/event/?id=14135>

④ 《俄总统签署关于俄公司从外国股市退市的法令》, <http://ru.mofcom.gov.cn/article/jmxw/202204/20220403308777.shtml>

率和国际储备的稳定;通过提升利率吸引了充足的资金储备,成功维持了银行体系的运营;通过向中小企业提供优惠贷款,成功帮助中小企业在短期内缓解融资难的问题;通过休市和管制证券交易,成功维持了证券价值的稳定。

(一) 外汇市场

1. 俄罗斯反制裁措施稳定外汇市场的现实效果

第一,卢布汇率回升。在俄乌冲突和美欧经济制裁的背景下,俄罗斯通货膨胀率上升、资本外流严重、对外贸易渠道受阻等因素共同导致卢布汇率在 2022 年 2~3 月呈现断崖式下跌^①。随后,为了抑制卢布贬值的趋势,俄罗斯在金融领域实施了外汇交易管制、卢布结算、提升基准利率等措施。如图 1 所示,从 2022 年 3 月开始,卢布汇率开始大幅提升,并于当年 7 月达到了 1 美元对 52.51 卢布的最高水平,远超 2021 年冲突爆发前平均 1 美元对 73 卢布的水平。2022 年下半年,尽管卢布出现小幅度的贬值,但其汇率依然高于 2021 年的平均水平。

第二,国际储备减幅降低。俄乌冲突和美欧制裁导致外国资本陆续撤出俄罗斯市场,俄国际储备因此减少。对此,俄实施外汇管制措施。尽管国际储备减少的局面并没有因此出现根本扭转,但减幅明显降低。如图 1 所示,2022 年 3 月俄罗斯的国际储备比上一年减少了 4.27%;而在当年 4~9 月,俄罗斯国际储备的减幅平均值只有 1.32%,明显小于俄乌冲突爆发初期。除外汇储备受到冲击外,2022 年 3~10 月俄罗斯的黄金价格接连出现大“跳水”现象,从每克 5 725.1 卢布降至 2 942.06 卢布^②,致使这一时期俄罗斯的黄金储备水平也不容乐观,由 2022 年 4 月的 1 420.81 亿美元减至同年 10 月的 1 237.50 亿美元^③。当然,黄金储备减少对国际储备产生的影响也被外汇交易管制作用抵消。可见,外汇交易管制虽然没有显著增加俄罗斯国际储备规模,但至少可以部分弥补黄金价格下降以及外资撤离带来的黄金储备和外

① 在间接标价法下,汇率上升表示本币升值;在直接标价法下,汇率上升表示本币贬值。为了便于理解,如不特别说明,本文正文部分的汇率均指间接标价法下的汇率,即汇率上升代表卢布走强。而俄罗斯央行数据库中的卢布汇率是直接标价法下的汇率,为了减少换算带来的误差,本文图表部分的汇率仍指直接标价法的汇率,即汇率上升代表卢布走弱。

② Учетные цены на аффинированные драгоценные металлы. https://cbr.ru/hd_base/metall/metall_base_new/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2022&UniDbQuery.To=28.03.2024&UniDbQuery.Gold=true&UniDbQuery.so=1

③ Международные резервы Российской Федерации. https://cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_m/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.2022&UniDbQuery.To=03.2024

汇储备缺口,抑制俄罗斯国际储备大幅减少的趋势。

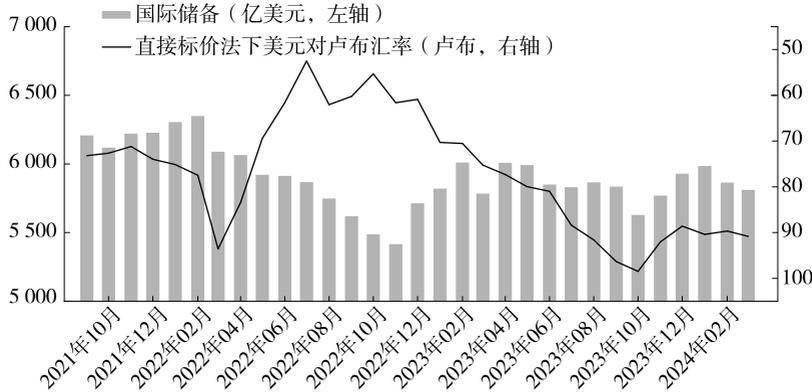


图1 2021年9月~2024年3月俄罗斯国际储备规模与美元对卢布汇率(直接标价法)的变动情况

资料来源:Динамика официального курса заданной валюты. https://cbr.ru/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=01.03.2021&UniDbQuery.To=23.03.2024; https://cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_7d/

2. 俄罗斯外汇市场得以稳定的原因

俄罗斯通过反制裁措施令卢布汇率上升至俄乌冲突爆发前的水平,以及国际储备减少的幅度趋于稳定。其原因既涉及金融方面,也涉及贸易方面。卢布汇率上升,在金融方面可以归功于天然气卢布结算令的实施和基准利率的提高,在贸易方面可以归功于国际能源和粮食价格上涨引起的出口收入增长;而俄罗斯国际储备减少的趋势得到抑制可以归功于黄金价格上涨和作为其国际储备重要货币的人民币走强。

第一,天然气卢布结算能够抑制卢布贬值。在天然气卢布结算的要求下,外国买方需要在俄罗斯天然气工业银行开设两个账户,即一个卢布账户和一个外币账户。买方需要将外币资金转入自己的外币账户中,随后俄罗斯天然气工业银行将该笔汇款在俄罗斯外汇市场上出售,再将收到的卢布货币存入买方的卢布账户,用来支付天然气货款。在这个过程中,俄罗斯天然气工业银行承担了所有的货币兑换业务。如果买方未及时或未全额将货款交付俄方银行,那么俄罗斯就可以将买方视为违约并停止向其进一步供应天然气。天然气卢布结算带来的成效主要体现在四个方面:一是天然气购买者不得使用卢布结算,这令外汇市场上卢布的需求量增加,对卢布汇率起到支

撑作用。二是卢布结算以本币收入替代了外汇收入,且令卢布成为天然气国际贸易中的通用货币,从而在一定程度上降低了美元或欧元结算所带来的海外资产冻结风险。三是卢布结算降低了俄罗斯在国际贸易中的汇率风险,并将汇率风险转移至不友好国家。四是卢布结算降低了欧盟对俄罗斯的制裁措施效果,甚至起到反噬作用。具体表现在两方面:欧盟成员国对俄罗斯天然气的依赖程度不同,因此欧盟在对俄制裁方面开始出现内部分歧;卢布结算迫使欧洲买家在俄罗斯银行开设账户,导致欧盟对俄罗斯关闭 SWIFT 的制裁作用下降。

第二,国际市场大宗商品价格的提升有助于拉升卢布汇率。俄乌冲突和美欧制裁导致能源和粮食的国际供应链断裂,全球能源和粮食价格出现大幅上涨。俄罗斯是国际市场主要的能源和粮食供应国,因此,供应链断裂和国际价格上涨反而增加了俄罗斯的出口收入。截至 2022 年底,俄罗斯石油和天然气行业的出口收入增长了 28%,即 2.5 万亿卢布。其中,俄罗斯对中国的能源供应量达到了前所未有的水平^①。出口收入的增加引起俄罗斯外汇收入的增加,从而拉动卢布汇率的上升。

第三,黄金价格和人民币汇率的上升提升俄罗斯国际储备的价值。俄罗斯国际储备在经历了 2022 年下半年的小幅减少后显著增加,一定程度上是受黄金价格上涨和人民币汇率走强的影响。在黄金价格方面,俄罗斯黄金价格于 2022 年 10 月跌至最低点,随后开始回升,并于 2023 年 5 月突破每克 5 000 卢布^②。在人民币方面,随着人民币国际地位的提升和中俄金融合作的逐渐深入以及俄罗斯“向东转”战略的实施,人民币已经成为俄罗斯国际储备中的重要币种之一。2022 年 11 月~2023 年 1 月,人民币汇率出现了一波走强的趋势,直接标价法下的美元对人民币汇率由 7.16 降至 6.8^③,在一定程度上对俄罗斯国际储备增长具有积极作用。

此外,俄通过提升基准利率带动利率水平提高,吸引储蓄和外资,增加市

① Нефтегазовые доходы России в 2022 году выросли более чем на четверть. <https://crimea.ria.ru/20230116/neftegazovye-dokhody-rossii-v-2022-godu-vyrosli-bolee-chem-na-chetvert-1126409448.html>

② Учетные цены на аффинированные драгоценные металлы. https://cbr.ru/hd_base/metall/metall_base_new/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2022&UniDbQuery.To=28.03.2024&UniDbQuery.Gold=true&UniDbQuery.so=1

③ 人民币汇率历史数据。参见 <https://www.chinamoney.com.cn/chinese/bkccpr/?eqid=e8d477630001677e00000002648efdac&wd=&eqid=f5039ec6000eb869000000665769f97>

场卢布需求,间接抵制卢布贬值。

(二) 信贷市场

1. 俄罗斯反制裁措施稳定信贷市场的现实效果

提升基准利率、保障金融机构正常运行、向企业提供优惠贷款、允许企业用卢布偿还债务等反制裁措施对于维持俄罗斯信贷市场的稳定具有重要作用。对于银行等金融机构而言,上述反制裁措施的作用在于通过高利率吸引资金流入,以此确保金融系统的稳定和金融机构的正常运行。对于非金融机构的企业而言,上述反制裁措施的作用在于拓展企业的融资渠道,保障企业的正常生产和运营,降低企业的信贷违约风险。

第一,银行等金融机构的资金流动性得以保障。俄罗斯金融机构吸引资金的情况可以通过个人和实体的存款额以及金融机构在央行账户中的存款额来反映。事实表明,提升基准利率对于稳定俄银行体系资金流动性的贡献最显著。如图2所示,俄乌冲突导致俄罗斯金融机构在央行账户的存款数额迅速减少。自2022年2月俄罗斯央行大幅加息后,俄罗斯金融机构在央行账户的存款显著增加,并在一个月的时间内恢复至冲突前的水平。相比之下,俄罗斯个人和实体的银行存款虽未显著增加,但也呈现小幅增加的趋势。

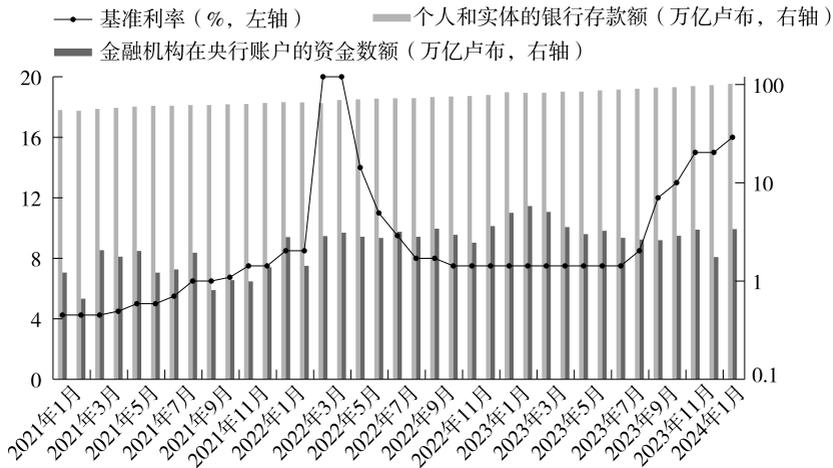


图2 2021年1月~2024年1月俄罗斯基准利率、个人和实体的
银行存款额、金融机构在央行账户的资金额变动情况

资料来源:俄罗斯央行数据库, https://cbr.ru/hd_base/KeyRate; https://cbr.ru/vfs/statistics/BankSector/Borrowings/02_01_Funds_all.xlsx; https://cbr.ru/hd_base/ostat_depo_new

第二,中小企业融资渠道扩大、债务违约风险降低。2022 年 3 月俄罗斯实施了循环贷款项目和中小企业融资扩大计划。此类措施不像提升基准利率那样具有立竿见影的效果,滞后几个月才会有所体现。如图 3 所示,2022 年下半年俄罗斯金融机构向中小企业发放的贷款数量具有明显的上升趋势。2022 年 3~9 月,有逾期债务的中小企业数量虽然出现过增加,但总体呈减少趋势,说明相关措施阻止了中小企业信贷违约情况的进一步恶化。

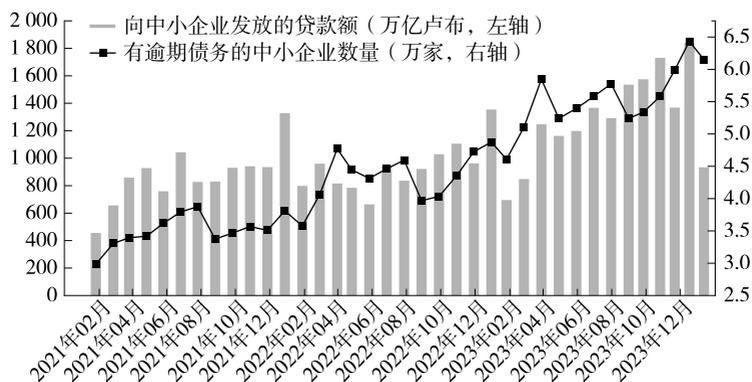


图 3 2021 年 1 月~2024 年 1 月俄金融机构向中小企业发放的贷款额、有逾期债务的中小企业数量变动情况

资料来源:Кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства. Статистический бюллетень. https://cbr.ru/Collection/Collection/File/49021/stat_bulletin_lending_24-01-45.pdf; https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43791/stat_bulletin_lending_22-12-31.pdf

2. 俄罗斯信贷市场得以稳定的原因

俄罗斯稳定信贷市场的各项措施实施后,最显著的成效就是金融机构在央行账户中的存款额增多,一个直接原因是俄罗斯央行加息。加息为俄罗斯金融机构吸引了大量的资金,在很大程度上克服了资金储备不足的问题。此外,降低准备金率和扩大抵押品范围也能帮助金融机构提高资金流动性。前者能够帮助金融机构将被释放的部分准备金用作贷款资金;后者可以降低贷款者获得资金的门槛,阻止金融机构放贷规模缩小。

另一个直接原因是,俄罗斯政府加强对企业的贷款扶持力度。中小企业获得的贷款数量增多且有逾期贷款的企业数量减少,在一定程度上归功于俄罗斯政府对中小企业的贷款扶持。一方面,美欧金融制裁导致俄罗斯中小企业的海外资产遭受冻结,经营和偿债都受到影响,融资需求短期加大。另一方面,在提升基准利率的背景下,政府向中小企业提供低息优惠贷款,能够解

决企业的燃眉之急,帮助企业降低信贷违约风险。

(三) 证券市场

1. 俄罗斯反制裁措施稳定证券市场的现实效果

在证券市场,俄罗斯反制裁措施的现实效果集中体现于证券价格下降的趋势得到抑制。俄乌冲突的爆发使外国投资者对俄罗斯企业的盈利能力感到担忧,因此纷纷减持俄罗斯企业发行的证券。同时,美欧制裁也限制了不友好国家投资者对俄罗斯证券的购买。这两方面令俄罗斯证券价格不断下跌,且在俄罗斯股票市场上表现得最为明显。

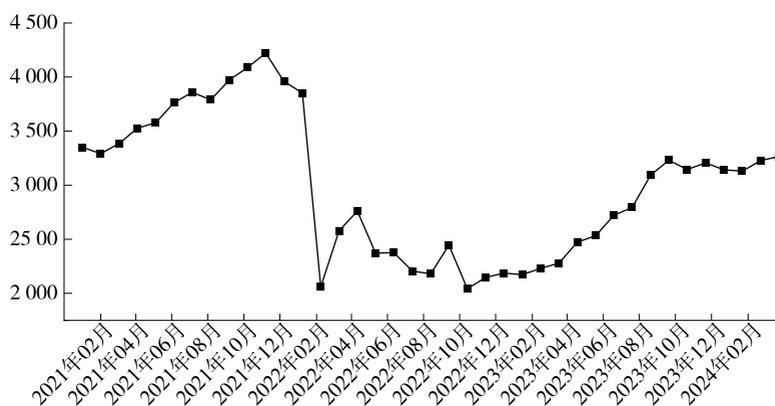


图4 2021年1月~2024年3月莫斯科交易所(MOEX)股票指数变动情况

资料来源:Факты и Цифры. <https://www.moex.com/ru/factsheet/graphs?ysclid=lu5mg47awa790251702>

如图4所示,2022年2月,莫斯科交易所的股票指数出现了断崖式下跌。俄罗斯对此所采取的措施均以限制股票交易为基础。在多项措施的共同作用下,2022年3~4月俄罗斯股票的价格指数出现回升迹象,此后呈波动上升趋势,尽管至今仍未回到受制裁前的水平,但总体向好局面得以保持并超出预期。

2. 俄罗斯证券市场得以稳定的原因

第一,对证券交易进行限制本质上是对证券价值进行“冻结”。如果不及时制止俄罗斯证券的出售行为,那么,证券很有可能会遭到大量抛售并迅速贬值,对证券持有人的利益造成损害。此外,将海外证券市场的俄罗斯证券撤回国内市场以及限制购买不友好国家的证券,不仅可以维护俄罗斯证券持有人的权益,还可以减少国外因素对俄罗斯国内证券市场的干扰。

第二,俄罗斯证券市场不发达反而降低了维护证券市场稳定的难度。与

发达国家相比,俄罗斯的证券市场仍处于初级发展阶段,其市值远小于国际大型交易所,且俄罗斯证券的交易量小、民众参与度不高,反而有利于政府对证券市场的调控。

三 俄罗斯反金融制裁措施的局限及原因分析

俄罗斯的反金融制裁措施在短期内成功维持了金融市场的稳定,但在减轻制裁对俄罗斯金融市场的长期影响方面作用仍欠充分,如天然气卢布结算、向企业提供短期贷款等措施,虽然在短期稳定了金融市场,但在长期维持金融市场稳定运行的作用有限。在俄乌冲突爆发两年后,卢布汇率再度走弱,企业债务违约现象逐渐增多,股票价值虽然有所上升但仍低于制裁前的水平。与此同时,美欧国家也在不断颁布新的对俄制裁措施,对俄罗斯经济的影响将会只增不减。

(一) 外汇市场

1. 俄罗斯卢布贬值压力再度增大

俄乌冲突爆发后,俄罗斯采取了一系列措施来稳定卢布汇率。尽管 2022 年卢布汇率显著上升并恢复至冲突前的水平,但这种状况并没有维持到下一年度。如图 1 所示,2022 年 12 月~2023 年 10 月,卢布出现持续贬值的现象,汇率于 2023 年 10 月跌至 1 美元对 98.48 卢布,甚至低于 2022 年 3 月冲突爆发初期 1 美元对 93.56 卢布的水平^①。2023 年年底至 2024 年年初,尽管卢布汇率重新上升并趋于稳定,但远远低于冲突爆发前的水平。这说明在长期内卢布仍面临严峻的贬值压力。

造成卢布再度贬值的原因不仅在于金融层面的波动,还在于宏观经济层面和贸易层面的波动。在金融层面,随着冲突和制裁的持续,外资不断撤出俄罗斯市场,导致外汇市场上外币的需求量和卢布的供给量均增加,因此卢布汇率出现下滑。在宏观经济层面,支柱产业的单一性、制造业的脆弱性导致通货膨胀一直是俄罗斯经济运行中的结构性问题。在贸易层面,俄罗斯各个产业部门所需的设备和技术仍严重依赖外国进口。美欧国家禁止向俄罗

^① Динамика официального курса заданной валюты. https://cbr.ru/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=01.03.2021&UniDbQuery.To=23.03.2024

斯供应重要零部件和先进技术会降低俄罗斯经济部门的产能,严重影响俄罗斯的商品供应,加剧通货膨胀。由此可见,抑制卢布贬值不能仅仅依靠金融层面的反制裁措施,还要考虑如何在宏观经济和贸易层面应对美欧经济制裁带来的风险。

2. 外汇管制不能从根本上扭转国际储备减少的局面

虽然外汇管制对阻止外汇流出具有积极作用,但这类措施只能算作冲突爆发后的临时性措施。因为外汇管制具有强制性意味,在一定程度上违背市场运行规律,在长期会损害涉外经济部门的经济利益,并使俄罗斯个人和实体在结汇时面临汇率风险带来的成本增加。况且从现实情况来看,外汇管制虽然有助于降低俄罗斯国际储备减少的幅度,但并没有从根本上扭转国际储备减少的趋势。

从原因看,俄罗斯国际储备减少除了因为资产冻结、外贸制裁,还因为欧盟对于俄罗斯个人和实体涉外交易具有关键作用的银行关闭 SWIFT。这虽然不会直接影响俄罗斯金融市场的供需关系,但是会大大降低外汇结算的效率,间接降低俄罗斯跨境交易的成交量并提高个人和实体对外贸易的成本,进而影响俄罗斯外汇收入水平和国际储备。自 2014 年乌克兰危机之后,俄罗斯开始打造本土金融基础设施——俄罗斯央行金融信息传输系统 (SPFS) 和俄罗斯国家支付卡系统 (NSPK),前者用于替代 SWIFT,后者则用于替代“维萨”和“万事达”等西方主导的信用卡系统,目的在于与西方主导的金融基础设施“脱钩”,降低制裁带来的风险。然而,目前俄罗斯本土金融基础设施无论是用户数量,还是用户所覆盖的国家,都远远小于西方国家主导的结算系统和信用卡系统。俄罗斯本土金融基础设施建设仍任重道远。换句话说,在未来的几年内,俄罗斯依然无法摆脱美欧金融基础设施制裁对其外汇市场的影响。

3. 天然气卢布结算并非一劳永逸的措施

在俄罗斯反金融制裁的过程中,天然气卢布结算可以算是一项有创新性且效果显著的措施。在该措施的作用下,卢布汇率在短期内迅速上升并及时恢复到俄乌冲突爆发前的水平。但是,天然气卢布结算并没有较强的长期阻止卢布贬值的能力,因此,今后以卢布结算稳定俄罗斯金融市场的效果具有较大不确定性,其原因体现在以下三个方面。

第一,天然气卢布结算抑制卢布贬值的能力不足。由于卢布贬值属于结构性问题,所以卢布汇率回升后又重新下降的原因是多方面的,涉及宏观经济、对外贸易、其他金融市场等影响因素,远远超出了卢布结算的影响范围。

第二,天然气卢布结算的效果会随着欧盟能源供应链的重塑而降低。天然气卢布结算之所以在短期内能够对提升卢布汇率有效,是因为目前俄罗斯能源供应对于欧洲来说依然难以替代。欧洲对俄罗斯天然气具有依赖性,因此不得不遵守俄罗斯的规定,用欧元购买卢布,再用卢布购买天然气。然而,目前欧盟正在积极重塑能源供应链,推动油气进口多元化,大幅增加来自美国和中东的能源进口。欧盟还致力于投资清洁能源计划,以开发低碳或零碳能源来应对高碳能源的短缺。一旦欧盟在寻找新的能源供应商或在清洁能源研发方面取得突破性进展,摆脱了对俄罗斯能源的依赖,那么俄罗斯天然气卢布结算带来的效果将被大打折扣,有可能不仅不能抑制卢布贬值,反而会使俄罗斯银行体系面临更大的制裁风险。

第三,天然气卢布结算会随着美欧制裁的深入而失效。天然气卢布结算的最终目的是将本国能源企业的外汇收入替换为卢布收入,避免能源企业面临海外资产冻结的风险。然而,这一风险却转移到了收款银行上。按照货币清算原理,所有货币最终都存放在发行国的银行体系内,并在发行国完成该货币的清算。因此,在卢布结算令的框架内,能源购买方将外币汇入俄罗斯的银行,欧洲依然能从货币清算账户体系入手,通过冻结资产、停止货币清算等方式制裁俄罗斯的银行^①。

(二) 信贷市场

1. 基准利率提高的负面影响不容小觑

俄乌冲突爆发初期,大幅提升基准利率不仅可以吸引储蓄、稳定国内宏观经济和信贷市场,还可以抑制卢布贬值、稳定外汇市场,但是长期维持高水平的基准利率也会对信贷市场和外汇市场产生相反的作用。

第一,短期内,高水平的基准利率会引起卢布汇率上升(升水);而长期内,高水平的基准利率会引起卢布汇率下降(贴水)。其原因可以从外汇市场供需的角度进行分析:短期内,高利率会吸引更多外国投资者,这些投资者需要用外币购买卢布,从而引起卢布需求量上升,因此卢布走强;长期内,外国投资者获得了卢布收益,需要将这笔卢布收益兑回外币,此时外汇市场上的外币需求增加,因此卢布汇率下降,卢布走弱。根据利率平价理论,高利率国家与低利率国家之间的利率差额等于高利率国家在远期外汇市场上的贴水率。因此俄罗斯的利率越高,卢布在远期外汇市场上的贴水率越高,即卢布

^① 田丰:《从“卢布结算令”看金融制裁的应对及启示——基于资金账户和货币清算视角》,《财会通讯》2022年第15期。

在远期贬值的幅度越高。如果俄罗斯基准利率一直维持在高水平,那么,卢布在远期外汇市场上将会迎来大幅贬值。

第二,高水平的基准利率会增加企业债务违约风险和金融机构坏账风险。如图3所示,2022年8月~2024年1月,虽然俄罗斯向中小企业提供的贷款额总体呈上升趋势,但与此同时有逾期债务的中小企业数量也明显增加。其中一个原因是基准利率的提高增加了企业的融资成本和还款难度,从而增加了企业的债务风险,导致企业债务逾期的现象持续增加。与企业债务风险相对应的是金融机构的债权风险。高利率使借款者的违约风险上升,间接导致贷款者(金融机构)出现坏账的风险上升,因此高利率在长期同样会影响银行等金融机构的运营。

2. 优惠贷款无法长期帮助企业创收

第一,企业融资的难度依然高于俄乌冲突爆发前的水平。从原因看,虽然俄罗斯政府为中小企业提供的优惠贷款以低息为特点,但所谓的低息是相对于提高后的基准利率而言,其绝对利率值依然高于加息前的水平。以俄中小企业融资扩大计划为例,虽然15%与13.5%的利率与同期20%的基准利率相比的确有很大的优惠,但仍显著高于2022年年初8.5%的利率水平。与俄乌冲突爆发前相比,俄罗斯中小企业融资的难度反而增大,这个问题不是单靠优惠贷款就可以解决的。

第二,优惠贷款不能从根本上提升企业的运营能力。为中小企业提供的优惠信贷支持只能暂时为企业解决融资难题,并不能从根本上提高企业的产能并帮助企业创造收益。从原因看,在美欧制裁的压力下,海外资产遭受冻结、俄罗斯银行被排除在SWIFT之外等情况导致俄罗斯企业的资金流动受限。同时,商品供应链中断、原料进口与商品出口的渠道受限、跨境物流通道受阻等情况导致俄罗斯企业的产能很难恢复到制裁前的水平。政府提供优惠贷款并不是帮助企业创收的措施,而只是防止企业破产的临时性措施。

(三) 证券市场

1. 证券交易管制未能令股票价值恢复到制裁前的水平

如图4所示,2022年2月莫斯科交易所股票指数大幅下跌以后,股票价值一直处于低迷状态且难以恢复到股价下跌前的水平。2023年1月~2024年3月,俄股票指数有所回升,但莫斯科交易所的股票以卢布计价,该时期内卢布汇率出现大跌,因此,股价上升很可能是由于卢布走弱,而非由企业利润增加所致。

分析俄罗斯股票的市值处于低迷状态的原因,一方面是冲突和制裁削弱

了企业的盈利能力,另一方面是俄罗斯对证券交易的管制限制了证券市场的发展。虽然休市、限制证券交易等措施有效阻止了股票价格持续下跌,但这一类措施本质上仍属于防御性措施,因此难免会影响俄罗斯股票市场规模的扩大,拉大俄罗斯证券行业与发达国家证券行业之间的差距。因此,管制股票交易的措施虽然可以有效保障证券市场安全,但不利于证券市场的长期发展。

2. 俄罗斯证券在海外的交易受到限制

俄企业从外国股市退市旨在防止俄罗斯证券受制裁影响在海外交易所大幅贬值。然而,该措施依然属于防御性的反制裁措施,长期内同样不利于俄罗斯证券行业的发展。从原因看,一方面,随着美欧制裁的持续,俄罗斯国内的宏观经济环境、企业盈利能力、金融市场运行将长期面临不确定性。即使俄罗斯证券由海外交易市场转移至国内市场,仍要承受国内市场波动带来的风险。另一方面,强制要求股东将所持有的国外资产转化为国内资产,股东要承担手续费、汇率风险等成本,造成间接损失而退出证券市场。

此外,这一举措还剥夺了不友好国家投资者合法持有俄罗斯证券的机会,不利于俄罗斯证券市场对外开放。此前,美欧国家的投资者虽然因休市等原因无法从俄罗斯交易所直接购买俄罗斯证券,但仍可以通过美欧国家的交易所购买俄罗斯企业发行的证券。退市令的颁布使美欧国家的投资者失去了购买俄罗斯证券的机会,既阻碍了美欧投资者的合法证券交易,又不利于俄罗斯企业的跨境资金往来。

四 对俄罗斯反金融制裁措施的思考

在百年未有之大变局中,大国之间、发达国家与新兴市场国家及发展中国家之间的博弈日渐激烈,金融工具作为制裁与反制裁博弈工具的运用也日渐频繁。俄罗斯反金融制裁措施既有成效也有局限,可以此为典型案例加以分析,形成反金融制裁的思考以及相关技术方法和战略政策的储备。

(一) 金融反制裁与贸易反制裁并行

金融与实体经济具有紧密的联系。俄罗斯反金融措施的局限在很大程度上来源于俄乌冲突和金融制裁对俄罗斯外贸等实体经济的冲击。卢布汇率再度贬值、拥有逾期债务的企业数量不断增加、股票价值难以恢复到制裁前水平等,与贸易制裁导致的俄罗斯企业产能下降、商品供给减少、产业链供应链风险上升等因素息息相关。俄罗斯反金融制裁措施短期内能够稳定金

融市场的各项指标并解决俄罗斯个人和实体的资金问题,但金融市场的长期稳定仍要以国内外商品市场的稳定为基础,以包括对外贸易在内的实体经济发展为基础。

因此,对于被制裁方而言,可采用反金融制裁与反贸易制裁双管齐下的方略,这比单靠金融政策来缓解金融制裁带来的冲击更为有力。从长期看,应当注重金融服务与实体经济的结合,促进金融与国际贸易的良性循环。

(二) 赋予反制裁措施较高的灵活性

俄罗斯反金融制裁措施有一个很明显的特点,那就是反制裁政策的颁布、更改甚至撤销具有非常强的灵活性。例如,2022年2月,俄央行将基准利率大幅上调至20%,随后根据金融市场的运行情况连续降息,直到降至7.5%;2023年7月、8月、9月、10月、12月以及2024年7月俄央行又分别调高基准利率至8.5%、12%、13%、15%、16%、18%。2022年2月28日莫斯科交易所开始休市,但同年3月24日又重新恢复了证券交易。当然,俄罗斯反金融制裁措施的灵活性也内含着临时性的因素,这源于金融市场应对美欧制裁的紧迫性。美欧金融制裁的强破坏性与俄罗斯金融体系本身的脆弱性迫使俄罗斯不得不出台一系列看似有些极端的紧急措施。这类措施虽然短期内维持了国内金融市场的安全性,但长期内并不利于俄罗斯金融市场的开放与发展。

由于任何反制裁措施都具有利弊两个方面,并且在不同的场合会产生不同的作用,因此,被制裁方在反金融制裁的过程中,需要根据现实情况及时调整反制裁措施,辩证分析每项反制裁措施的利弊,注意权衡安全与发展之间的关系。重点在于短期临时措施和长期预防措施并行,构建灵活且完备的反制裁措施体系。

(三) 强化本币结算在贸易中的作用

美欧冻结俄罗斯个人和实体海外资产的金融制裁措施严重影响了俄罗斯金融市场的运行,包括限制企业的融资渠道、增大企业债务违约的概率等。俄罗斯采取的天然气卢布结算、外汇管制等措施很大程度上是针对海外资产冻结的反金融制裁措施,目的是降低俄罗斯能源企业外汇收入遭冻结的风险,此类措施取得了明显的成效,削弱了美元和欧元的霸权地位。

由此可见,本币结算可作为反金融制裁的重要工具,但在推进本币结算的过程中,也应当客观评价本币与美元和欧元在国际结算中的地位差距。以人民币为例,2016年10月1日人民币被正式纳入特别提款权SDR货币篮子,标志着人民币作为国际储备货币的地位得到正式承认,国际金融市场对人民币的信心增强,人民币在跨境贸易和跨境投融资中的使用阻力减少,这

对人民币本币结算具有重要意义^①。然而,根据 SWIFT 公布的数据,2023 年 7 月美元和欧元在全球支付货币中所占的比重分别是 46.46% 和 24.42%, 分别位列第一和第二;而人民币所占比重仅为 3.06%^②。这说明人民币国际化进程仍具有长期性。

当然,保障本币结算必须加强金融基础设施的建设,建立本土跨境支付系统。以中国的人民币跨境支付系统(CIPS)为例,该系统是中国最重要的金融基础设施之一,能够支撑中国跨境结算业务的发展,满足个人和实体进行人民币跨境支付的需求,对于中国现代化金融体系建设和人民币国际化起到了关键作用。特别地,该系统有助于推动中国与共建“一带一路”国家的人民币结算与经贸往来。在频繁遭受美欧金融制裁的情况下,俄罗斯加入该系统不仅有助于缓解本国的金融困境,还有利于促进中俄两国的金融和经贸合作。

(四) 重视多边金融合作

在美欧金融制裁与俄罗斯反金融制裁的博弈下,俄罗斯与美欧国家原有的金融合作遭到了巨大的破坏。俄罗斯管制外汇交易、将外资企业国有化、限制本国个人和实体与不友好国家的证券交易、从外国股市退市等措施,在保障本国金融安全的同时,也割裂了俄罗斯与不友好国家金融市场的联系。在“向东看”的战略下,俄罗斯开始积极推进与友好国家之间的金融合作,特别是多边金融合作,包括在“金砖国家”、共建“一带一路”机制以及欧亚经济联盟框架内的多边金融合作。

当前,“金砖国家”金融合作对于建立健全非西方国家主导的金融合作体系具有重要作用,“金砖国家”扩员为新兴市场国家的金融合作增添了新的动力。在金融安全方面,“金砖国家”通过设立应急储备来应对国际金融危机,是新兴市场国家创立集体金融安全网的重大尝试。在金融交易方面,“金砖国家”重点围绕提高跨境支付效率、推进数字货币的实践应用、支持绿色金融发展等主题,展开经验交流与项目合作。未来,可以加速推动“金砖国家”金融合作,加强共建“一带一路”机制下的金融合作,并在“一带一路”倡议与欧亚经济联盟对接的过程中优先发展金融合作。

(责任编辑:于树一)

① 《人民币加入 SDR 的影响和意义——人民币加入 SDR 系列文章之五》, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3150428/index.html>

② RMB Tracker Monthly Reporting and Statistics on Renminbi (RMB) Progress Towards Becoming an International Currency, https://www.swift.com/sites/default/files/files/rmb-tracker_august-2023_slides-include-iso.pdf