



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43期）

俄乌冲突对世界经济的影响—— 能源供给、金融冲击与中国应对

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3月



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

宏观经济热点问题研讨会

第43期

俄乌冲突对世界经济的影响 ——能源供给、金融冲击与中国应对

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



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

俄乌冲突对世界经济的影响 ——能源供给、金融冲击与中国应对

宏观经济热点问题研讨会

第43期

报告人：王孝松

2022年3月19日

宏观经济热点问题研讨会
第43期

目 录

- 1 俄乌冲突进展**
- 2 国际社会对俄制裁情况**
- 3 俄乌两国的贸易结构**
- 4 战争和制裁已产生的影响**
- 5 未来展望及中国的应对措施**

俄乌冲突进展

- 战争时间线
- 简要的背景分析
- 冲突进展小结

俄乌冲突时间线

2月21日

俄罗斯总统普京签署法令承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国独立

2月22日

俄罗斯联邦委员会批准在境外动用武装力量

2月23日

欧盟正式通过对俄罗斯实施的制裁

2月24日

俄军突破哈尔科夫州界

白俄罗斯武装力量向俄罗斯军队提供支援

乌克兰国民卫队司令部被摧毁

3月1日

俄乌第一轮谈判结束，未取得预期结果

欧盟宣布对俄罗斯开展“全面经济和金融战争”

2月28日

美国批准向乌克兰运送毒刺导弹

欧盟对俄罗斯关闭领空

俄罗斯对德国等23个国家关闭领空

2月27日

俄军进入乌克兰第二大城市哈尔科夫

欧盟国家宣布向乌克兰提供战斗机

安理会通过涉乌决议，中方投弃权票

2月26日

美、欧、英、加发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用SWIFT国际结算系统

2月25日

乌克兰总统泽连斯基签署关于成立最高统帅部的法令

泽连斯基邀请普京进行谈判

俄乌冲突时间线

3月2日

联合国大会通过决议草案，要求俄罗斯撤军

3月3日

俄乌第二轮会谈结束双方就临时停火建立人道主义通道达成一致

3月4日

俄军控制乌克兰最大核电站
日本宣布向乌克兰提供军用物资

3月5日

以色列总理纳夫塔利·贝内特开始调解俄乌冲突

3月9日

俄军再次进入静默状态

3月8日

乌克兰宣布开启人道主义走廊

3月7日

第三轮俄乌谈判结束，无实质性结果
俄军对基辅、哈尔科夫等地实行静默状态

3月6日

乌克兰宣布经济转入战时状态

俄乌冲突时间线

3月10日

- 乌总统与多方通话商讨制裁俄罗斯
- 俄乌外长会谈，未达成停火协议
- 乌克兰没收俄罗斯及其居民在乌财产

3月11日

- 俄实施静默状态并开放人道主义走廊
- 俄乌双方释放积极信号
- 乌克兰与美国同意加强对俄制裁
- 俄首次向乌西部发起进攻

3月12日

- 俄乌双方已接近就签署相关协议达成妥协

3月13日

- 俄乌谈判取得了实质性进展，并转化为将要签署的文件

3月18日

- 俄称两国总统能否会面取决于正在商谈的协议文本情况
- 俄继续在乌展开攻势，当天推进16公里

3月16日

- 俄乌双方准备停火撤军计划

3月15日

- 美国宣布对俄罗斯国防领域11人实施制裁
- 俄罗斯决定退出欧洲委员会

3月14日

- 第四轮俄乌谈判开始
- 俄乌最快有望在一至两周内签署和平协议

简要的背景分析

二战之后，美苏争霸，矛盾重重

北约东扩，俄罗斯认为自己国土受到威胁



简要的背景分析

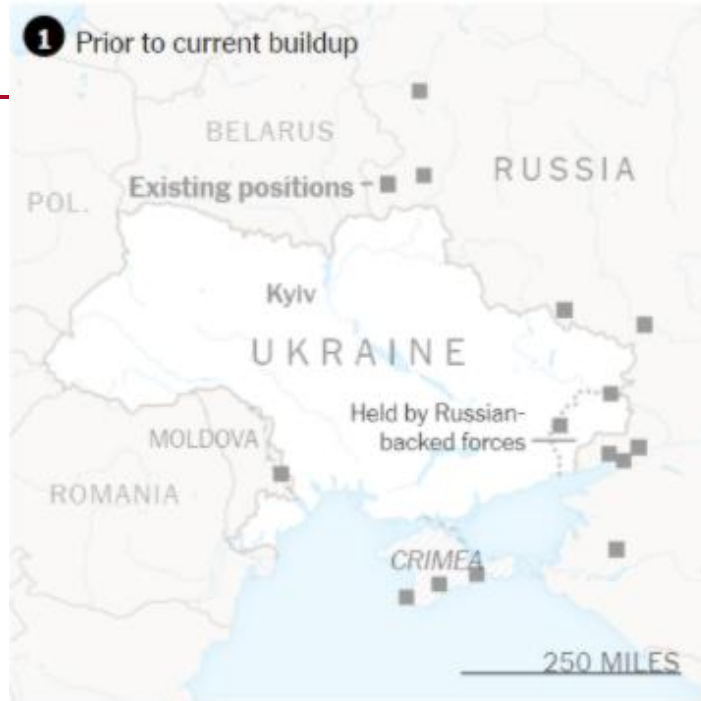
- 乌克兰独立后，国内分化为“亲俄派”和“亲西方派”，后者想加入北约
- 2019年，泽连斯基当选总统，一直策划加速进入北约
- 2021年12月，俄罗斯要求北约就排除北约进一步东扩的可能提供法律保障。
- 2022年1月10日-13日，俄分别与美国、北约就安全保障建议开展对话，但未取得实质性成果。

简要的背景分析

2022年1月26日，美国和北约回复，但是对俄罗斯的三项要求，都没有肯定答案。

2022年2月2日，美国国防部宣布将向欧洲增派部队，以应对俄乌边境地区紧张局势。

俄军在乌克兰边境 的集结过程



冲突进展小结

整体而言，俄乌冲突虽有所缓和，但多轮谈判达成的成果较为有限，全面和平仍需要时日。

且美欧借题发挥，对俄制裁逐渐加码，这对于俄罗斯经济运行仍将产生较大的负面冲击。

国际社会对俄制裁情况

- 普京2月21日发表讲话后，美国及其盟国迅速对俄罗斯实施了经济制裁。
- 拜登宣布切断俄罗斯政府与西方金融的联系。
- 德国总理奥拉夫·舒尔茨暂停了“北溪2号”天然气管道项目的认证，这也是目前欧洲方面对俄罗斯实行的最直接的制裁。

美国对俄制裁情况

| 时间 | 内容 |
|-------|--|
| 2月21日 | 禁止美国在顿涅茨克人民共和国、卢甘斯克人民共和国任何地区投资；禁止直接或间接进口来自两国的任何货物、服务或技术；禁止美国直接或间接向两国出口、再出口、销售或供应任何货物、服务或技术 |
| 2月22日 | 对俄罗斯部分精英及其家人进行全面制裁，同时制裁了两家白俄罗斯国有银行、九家国防公司和七家与政权有联系的官员和精英 |
| 2月22日 | 禁止美国金融机构在二级市场交易俄罗斯国债 |

| 时间 | 内容 |
|-------|--|
| 2月24日 | 切断俄罗斯联邦储蓄银行与美国金融系统的联系，限制其使用美元进行交易；全面封锁制裁俄罗斯第二大金融机构VTB银行及其他三个主要的俄罗斯金融机构，冻结这些机构涉及美国金融体系的任何资产，并禁止美方与其进行交易；对13家最重要的俄罗斯企业和实体实施新的债务和股权限制 |
| 2月24日 | 几乎所有的美国产品或生产过程中使用了美国软件、技术或设备的国外产品均被限制向俄罗斯军方的出口 |
| 2月24日 | 限制对俄罗斯出口高科技产品，包括半导体、电信、加密安全、激光、传感器、导航、航空电子和海事技术等 |
| 2月26日 | 美、欧、英国、加、联合宣布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，但为银行间进行与俄石油及天然气相关支付留出空间 |

美国对俄制裁情况

| 时间 | 内容 |
|-------|---|
| 2月28日 | 禁止美国人交易部分俄罗斯实体新发债券及证券，禁止美国人与俄罗斯央行、俄联邦国家财富基金和俄财政部进行交易 |
| 3月2日 | 对所有俄罗斯航空公司及飞机关闭领空 |
| 3月3日 | 将47家实体、47名个人、一艘船舶和两架航空器列入特别国民名单；自3月8日针对俄罗斯的炼油行业，将就油气开采设备等实施更严格的出口管制 |

| 时间 | 内容 |
|-------|---|
| 3月4日 | 对俄罗斯的炼油行业实施出口管制，并以“支持俄罗斯军事活动”为由将10个国家的91个实体列入商务部的出口管制实体清单中 |
| 3月8日 | 禁止进口俄罗斯原油和某些石油产品、液化天然气和煤炭；禁止美国对俄罗斯能源部门的新投资；禁止美国人资助或支持在俄罗斯投资能源公司等 |
| 3月11日 | 取消俄罗斯的最惠国待遇，禁止从俄进口海产品、伏特加、钻石等产品，禁止向俄出口高级手表、服装等奢侈品；将美国对俄罗斯禁止投资领域扩展到能源产业以外；扩大对与俄罗斯相关个人制裁范围，新增10名俄罗斯外贸银行董事会成员、12名俄罗斯议会下院议员 |

欧盟对俄制裁情况

| 时间 | 内容 |
|-------|---|
| 2月22日 | 欧盟对俄罗斯国家杜马351名议员、27个精英和实体施加制裁；禁止向俄罗斯联邦、俄罗斯政府和中央银行提供资金；限制与顿涅茨克州和卢甘斯克州的经济关系，包括禁止商品出口，限制投资，禁止某些商品和技术的出口等 |
| 2月23日 | 禁止购买、出售或以其他方式交易2022年3月9日之后由俄罗斯及其政府、俄罗斯央行或代表俄罗斯央行行事的实体印发的证券；禁止在2022年2月23日之后向俄罗斯及其政府、俄罗斯央行或代表俄罗斯央行行事的实体提供或参与提供任何期限的新贷款或信贷 |
| 2月23日 | 禁止为涉俄贸易和投资提供公共融资和财政援助。在以下情形中，可以申请豁免此项限制：2022年2月26日之前制定的具有约束力的承诺；欧盟成立的中小企业的融资（每个项目不得超过1,000万欧元）；食品贸易或农业、医疗和人道主义目的融资 |

| 时间 | 内容 |
|-------|--|
| 2月23日 | 欧盟对俄罗斯国民、俄罗斯居民和俄罗斯实体在欧盟金融机构的存款实施了限制。金融机构不得接纳上述主体超过 100,000 欧元的存款 |
| 2月23日 | 禁止欧盟中央证券存管机构就2022年4月12日之后发行的可转让证券向俄罗斯国民、居民和实体提供各种服务；禁止出售2022年4月12日后发行的以欧元计价的证券，以及向俄罗斯国民、居民和实体提供涉及此类证券的集合投资计划 |
| 2月26日 | 制裁70%的俄罗斯金融市场和关键国有企业（包括军工企业）；通过出口禁令阻止俄罗斯的炼油厂进行设备更新；在半导体和先进软件等关键技术领域对俄罗斯进行限制 |

欧盟对俄制裁情况

| 时间 | 内容 |
|-------|--|
| 2月26日 | 禁止向俄罗斯个人或实体出口（或最终供俄罗斯使用）欧盟关税法第88章所列的所有物项，包括飞机、航天器及其部件。而且，为上述活动提供的服务也将被禁令约束；收紧了向俄罗斯出口受管制军民两用物品的限制 |
| 2月26日 | 美、欧、英国、加、联合宣布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，但为银行间进行与俄石油及天然气相关支付留出空间 |
| 2月28日 | 对所有俄罗斯航空公司及飞机关闭领空；禁止与俄罗斯联邦中央银行或代表俄罗斯联邦中央银行或在其指示下行事的任何法人、实体或机构进行交易；将26名个人和1个实体加入制裁名单，冻结其资产并实施旅行禁令 |
| 3月2日 | 2022年3月12日起，禁止向7家俄罗斯银行及其上述7家银行直接或间接拥有超过50%的权益的法人、实体或机构提供用于交换金融数据的专门金融服务 |

| 时间 | 内容 |
|-------|--|
| 3月2日 | 禁止投资、参与或以其他方式资助由RDIF共同投资的项目，除非主管机关认为该类投资参与或资助是根据2022年3月2日前签订的合同或者执行该合同所需的附属合同已到期，并进行授权 |
| 3月2日 | 禁止向俄罗斯或俄罗斯境内的任何人士，或者为了在俄罗斯境内使用的目的，出售、提供、转让或出口以欧元计价的钞票，除非基于前往俄罗斯的个人使用目的或具有驻俄机构的官方目的 |
| 3月11日 | 欧盟将禁止从俄罗斯进口钢铁产品，试图中止俄罗斯在国际货币基金组织、世界银行等全球主要多边金融机构享有成员权利，并严厉打击俄罗斯使用加密资产 |
| 3月14日 | 取消俄罗斯的贸易最惠国待遇，禁止欧盟企业投资俄罗斯油气行业，禁止向俄罗斯出口奢侈品和高级汽车，禁止俄罗斯钢铁出口至欧盟等 |

WTO多边体制下 对俄制裁情况

| 时间 | 内容 |
|-------|---|
| 3月2日 | 乌克兰对俄“实施全面经济禁运，并不再对俄适用WTO各项协定”，并敦促WTO成员成员采取进一步措施以“暂停俄罗斯在WTO中的参与” |
| 3月3日 | 加拿大撤销俄最惠国待遇，俄罗斯今后对加货物出口将适用35%的一般关税。按加相关法律规定有效期为180天，或经加议会两院决议予以延长 |
| 3月4日 | 暂停俄罗斯在“发达国家协调小组”的参与，且该小组有关WTO各机构主席人选建议不再包括俄罗斯被提名人，俄方应将该提名“退回” |
| 3月8日 | 美国国会公布《暂停进口俄采能源产品法案》并正式启动对俄取消最惠国待遇的程序 |
| 3月17日 | 美国众议院投票通过取消同俄罗斯和白俄罗斯的正常贸易关系 |

国际社会对俄制裁的主要方式

- 贸易禁运
- 金融封锁
- 科技限制

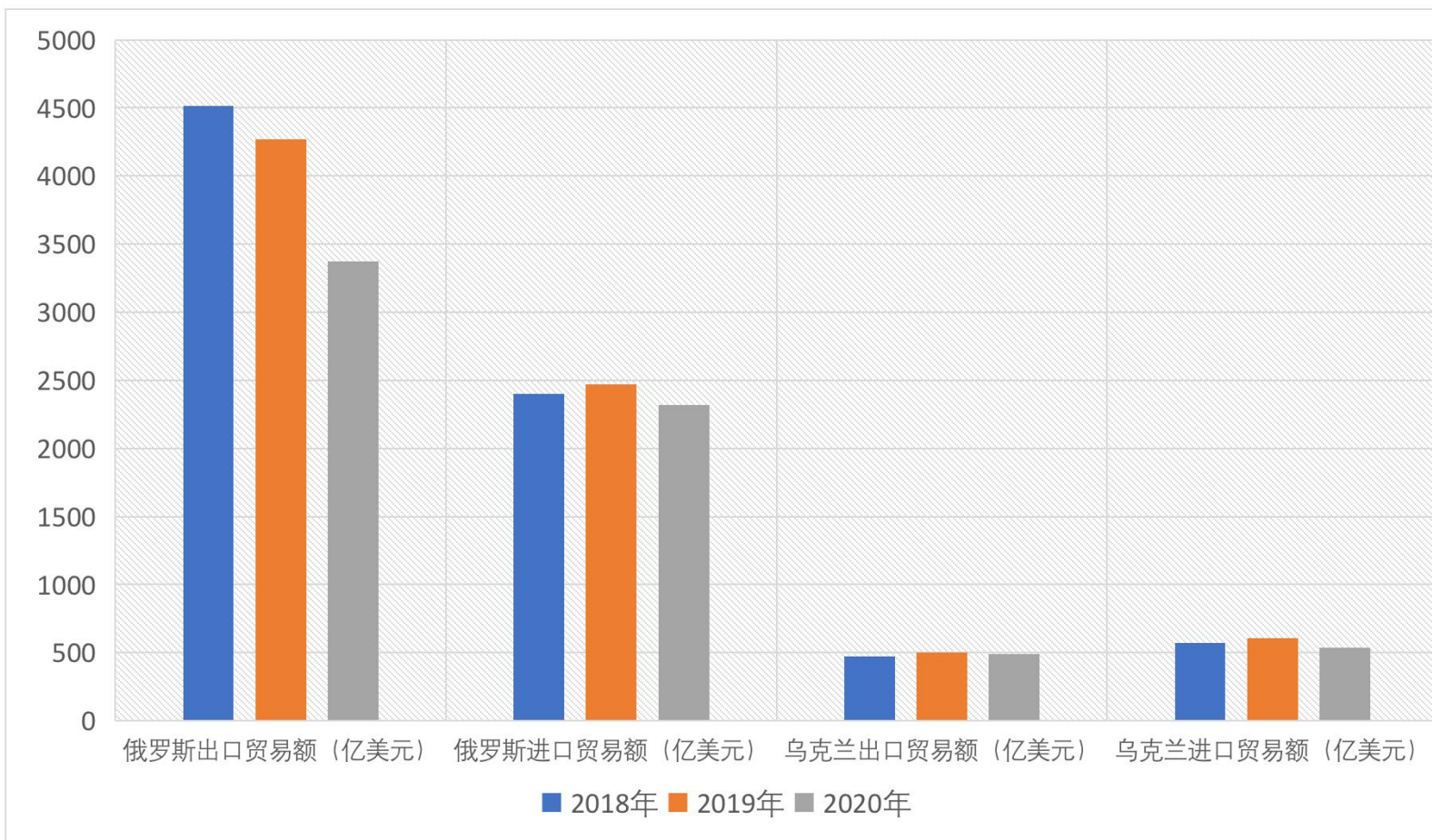
习近平主席3月18日同拜登总统视频通话时指出：

实施全方位、无差别制裁，受罪的还是老百姓。如果进一步升级，还会引发全球经贸、金融、能源、粮食、产业链供应链等发生严重危机，使本已困难的世界经济雪上加霜，造成的不可挽回的损失。

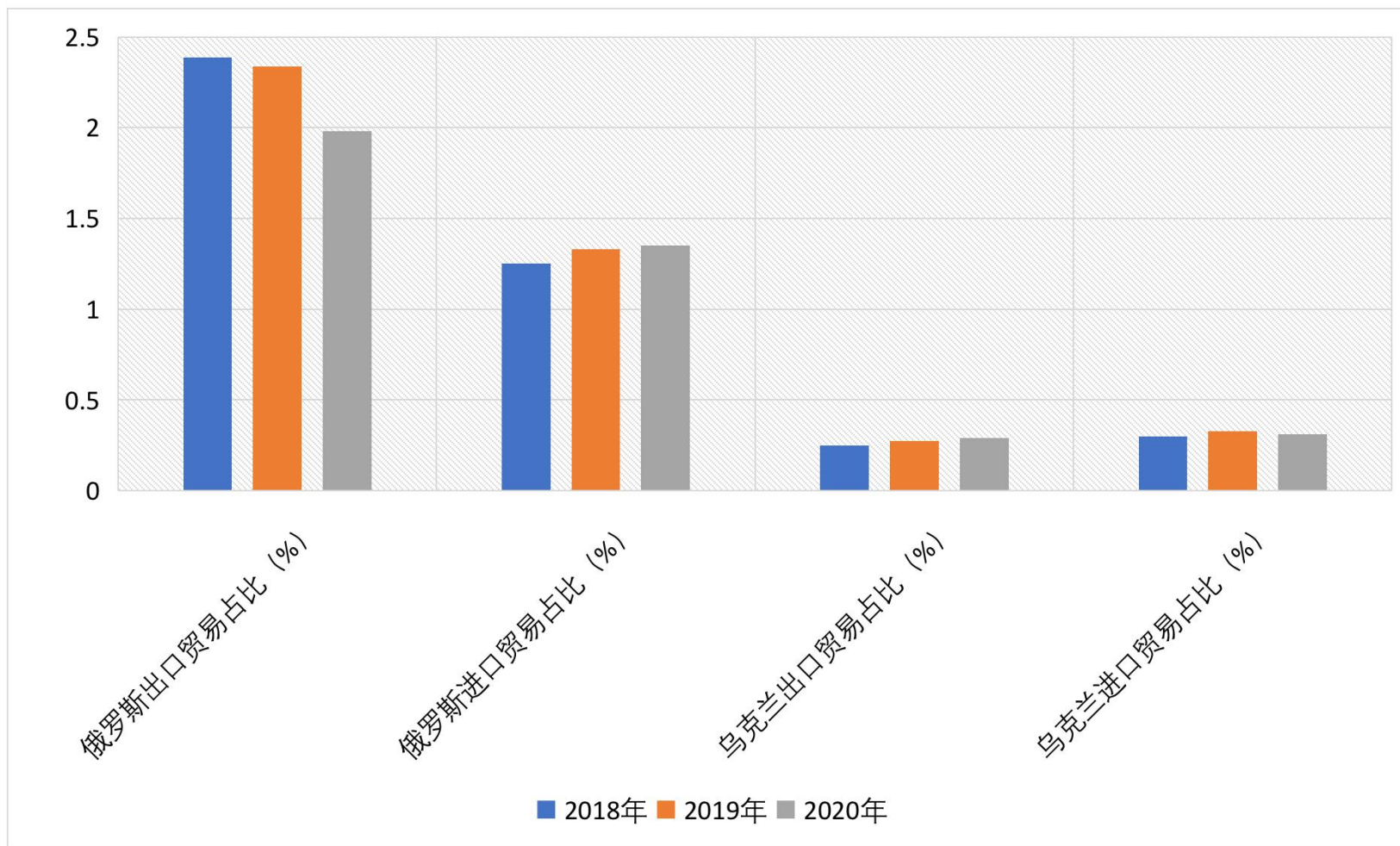
俄乌两国的贸易结构

- 贸易总量和占比
- 俄乌两国的贸易依存度
- 世界主要经济体对俄乌的贸易依存度
- 俄乌出口的主要产品和主要方向

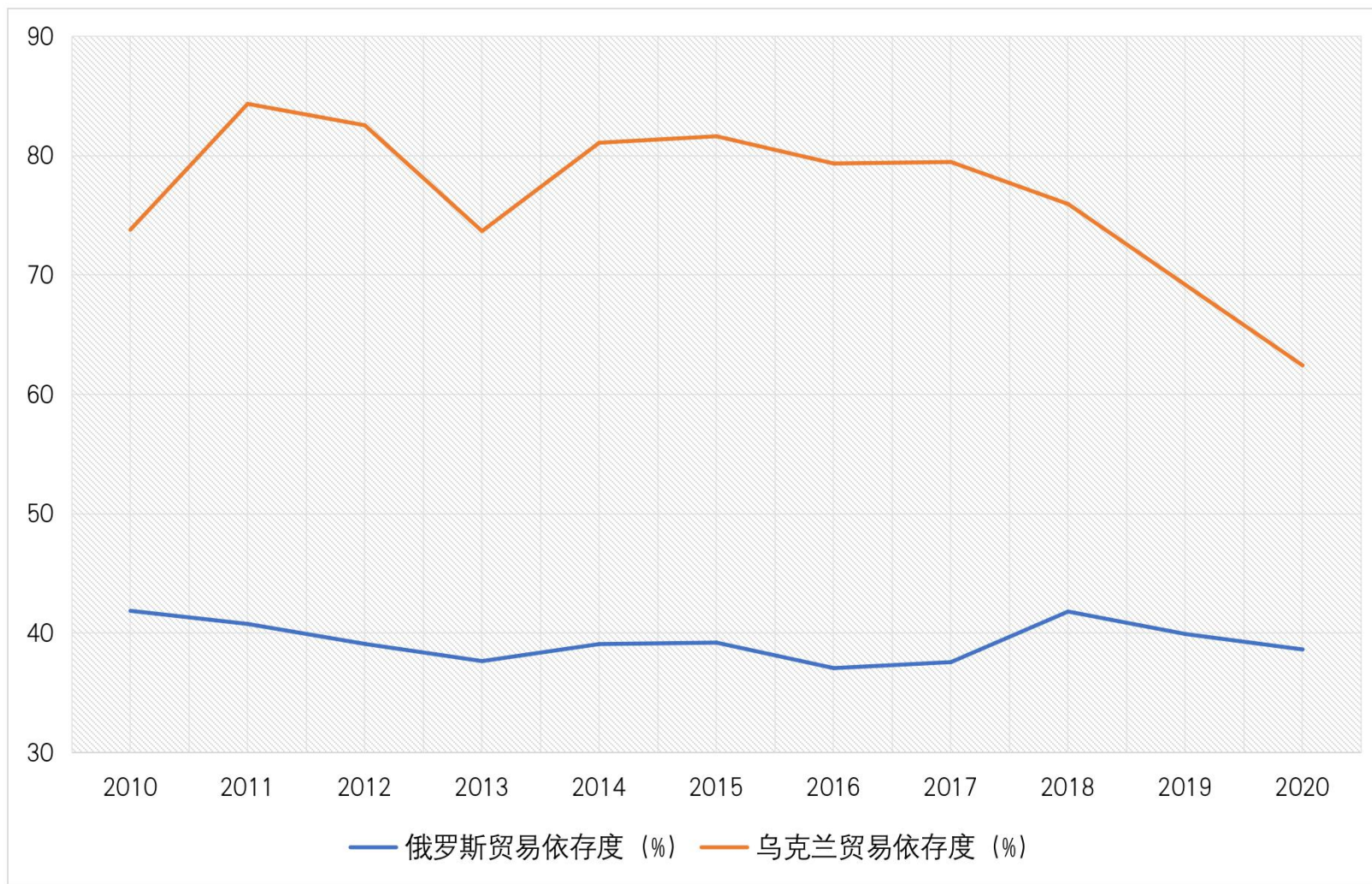
俄乌两国都是“贸易小国”



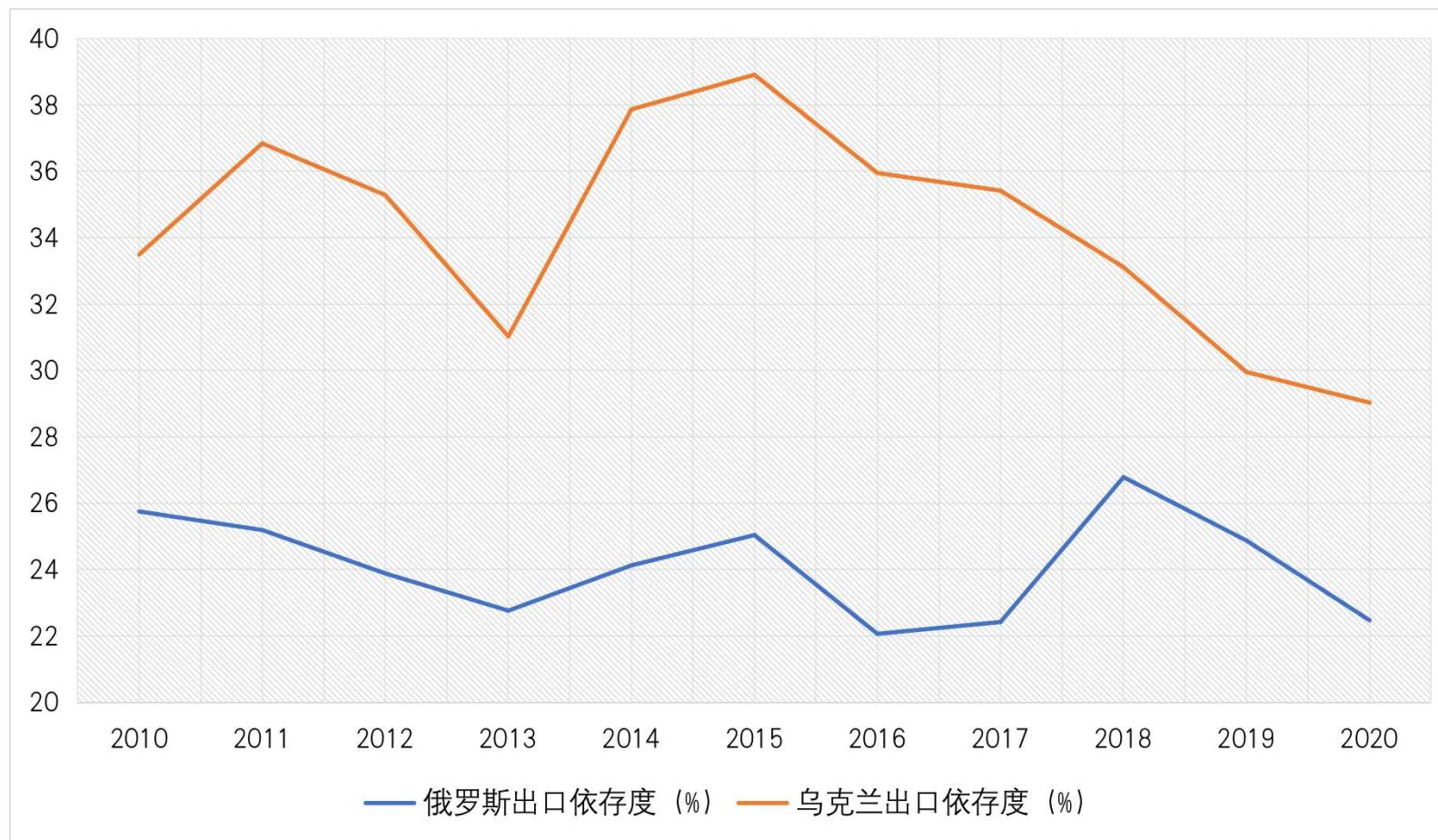
俄乌两国都是“贸易小国”



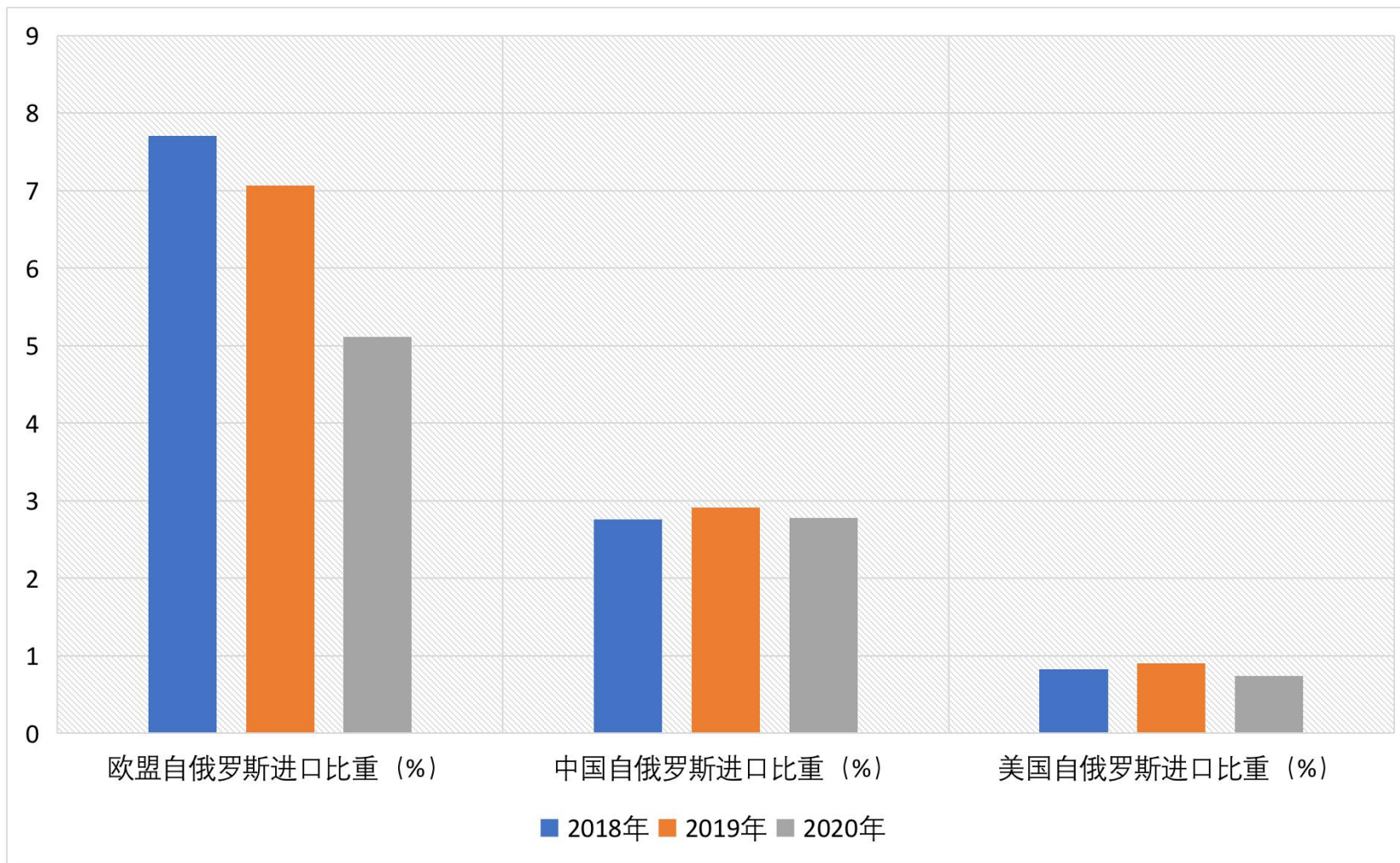
俄乌两国的贸易依存度较高



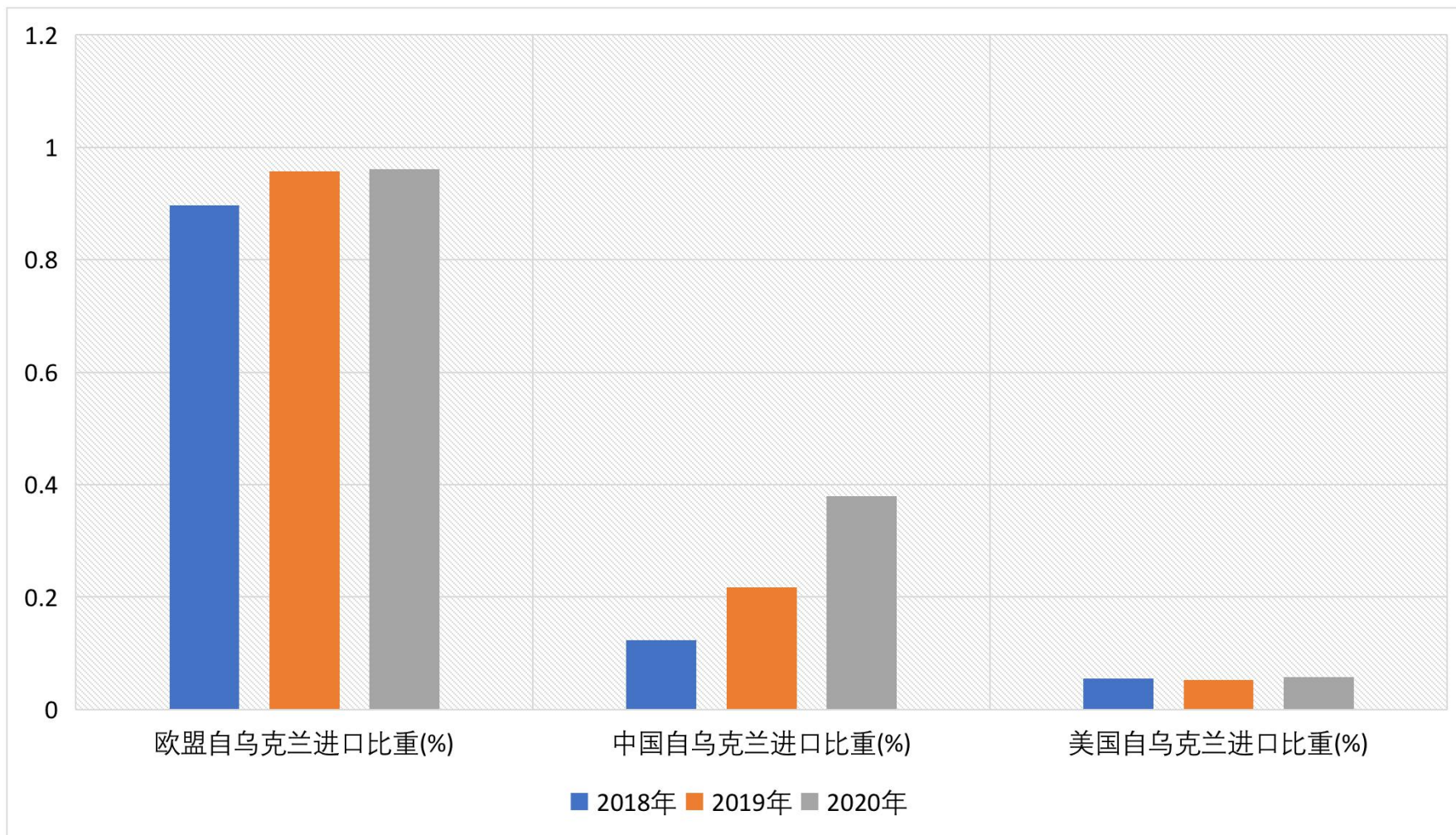
出口对俄乌两国的经济增长较为重要



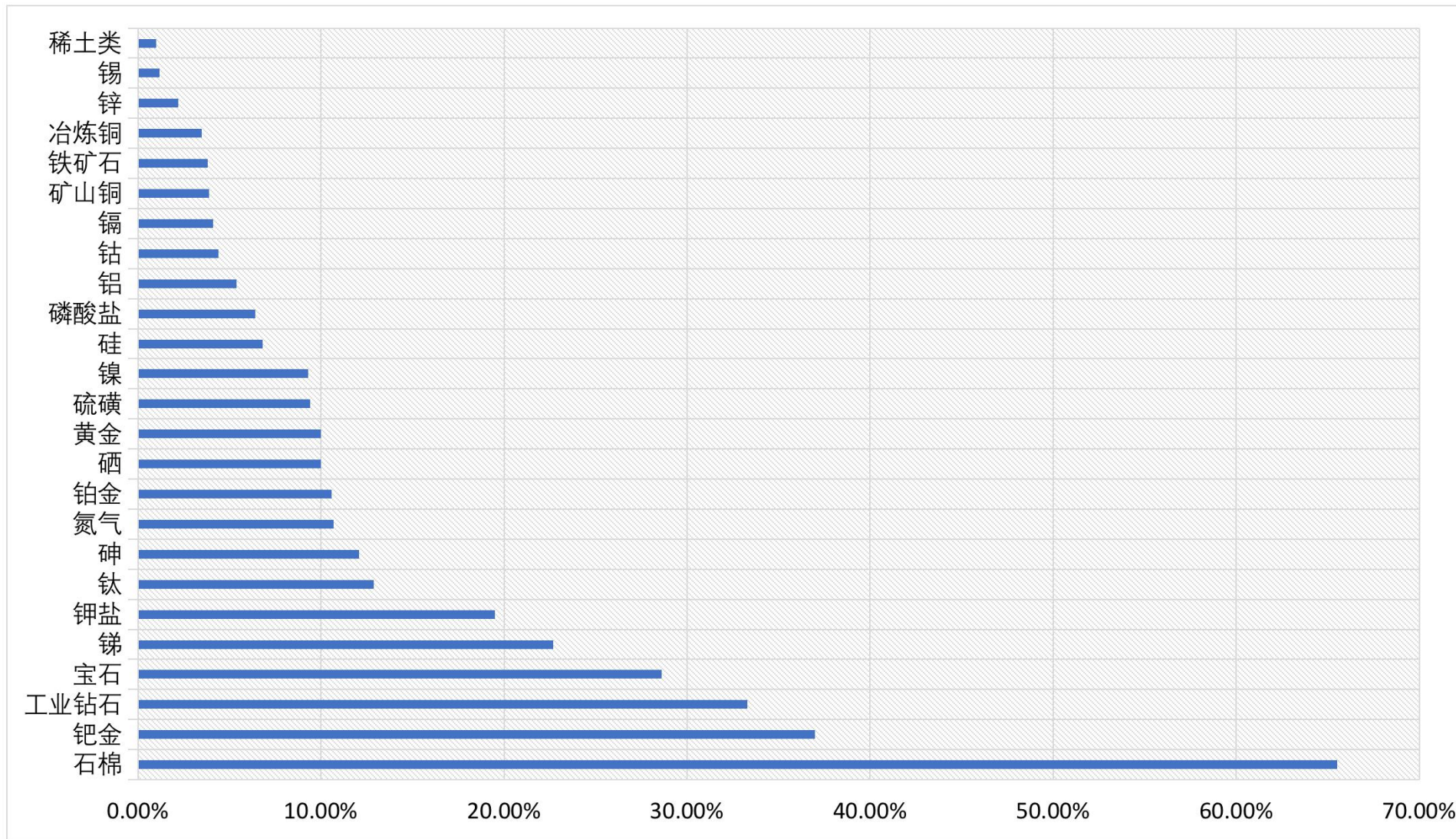
欧盟对俄贸易依存度较高， 但中美对俄依存度十分有限



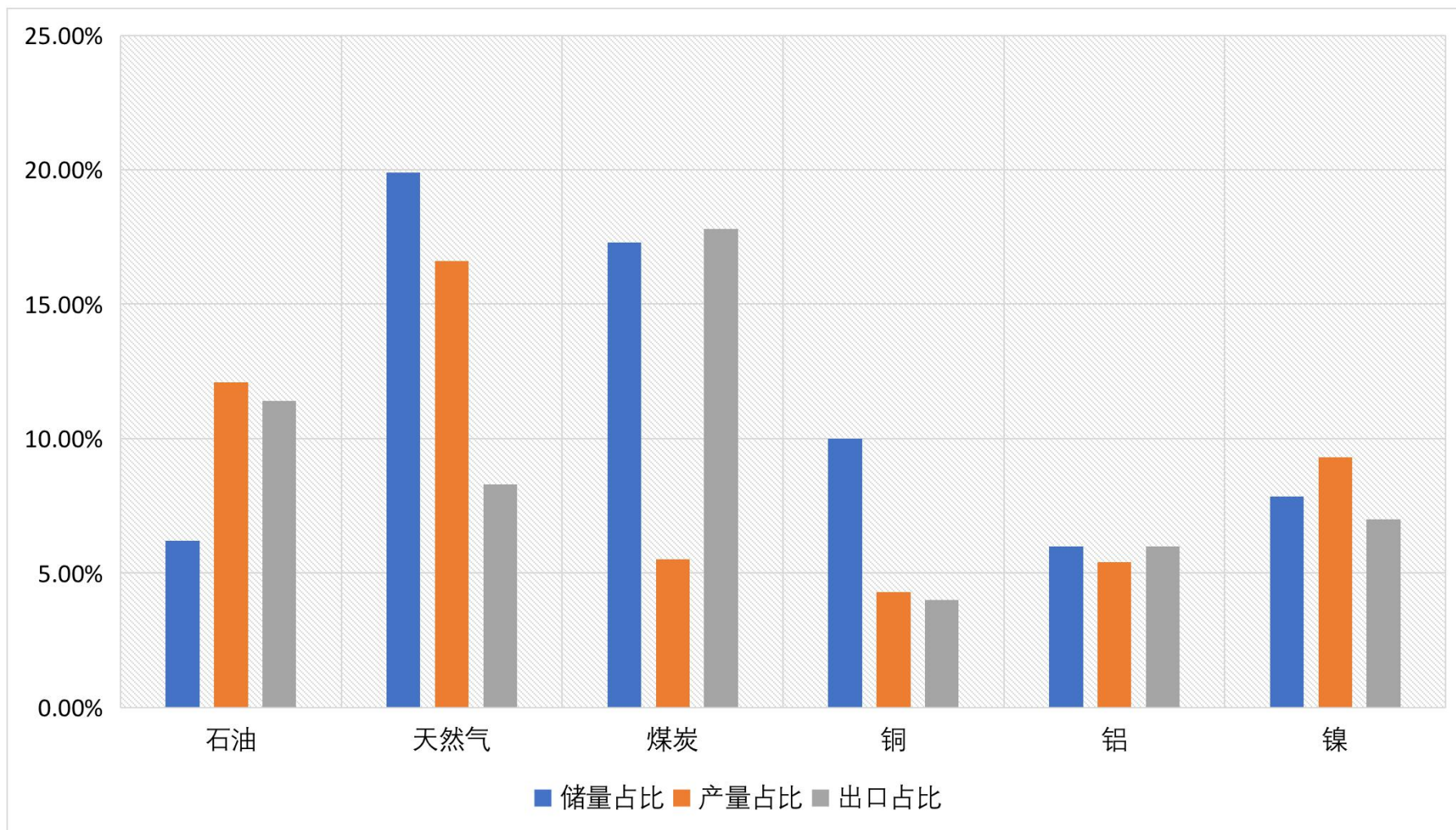
欧、中、美从乌克兰进口比重很低



俄罗斯是矿产品“生产大国”



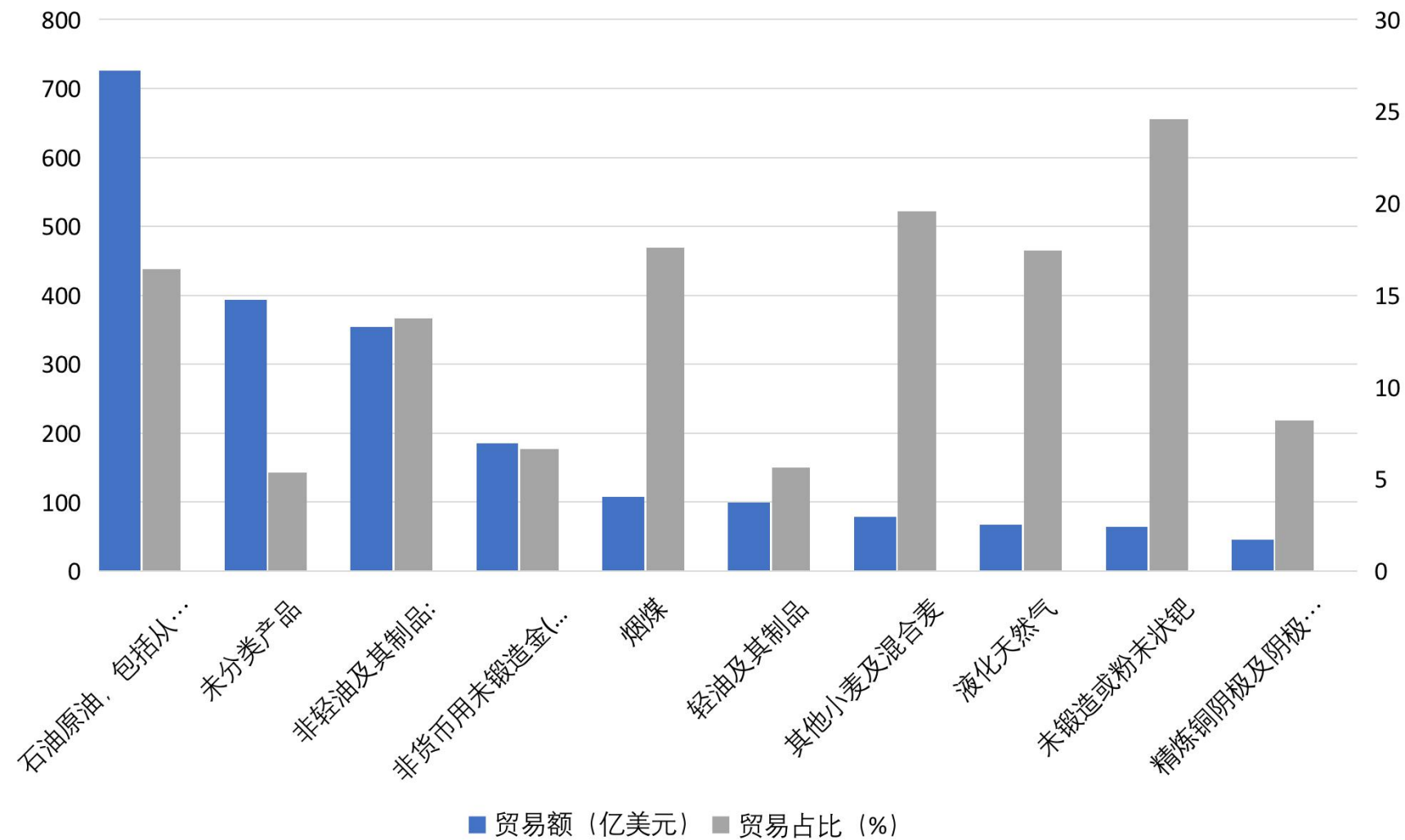
俄罗斯是能源和矿产品的“生产和出口大国”



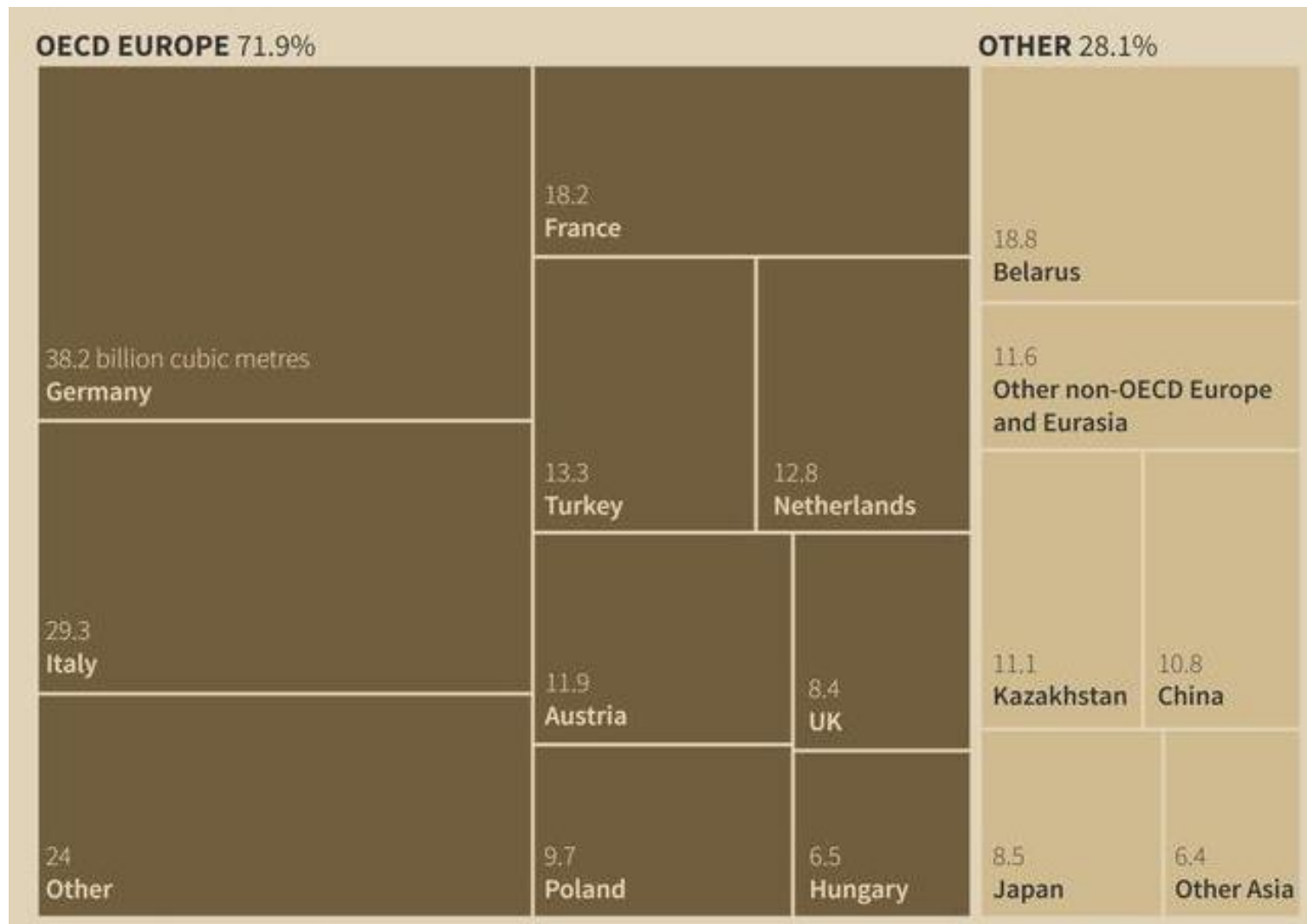
乌克兰是稀有气体的“出口大国”

- 高精密的芯片离不开光刻机，而光刻机的激光是由光刻气体产生，氖气等稀有气体正是光刻混合气体中所必须的。
- 美国市场调查公司Techcet 2022年2月初发布数据显示，乌克兰供应全球氖气、氪气、氙气等的需求占比分别达到了70%、40%和30%。
- 由于稀有气体用在蚀刻与光刻等关键工艺，一旦气体质量出问题，整批晶圆都要报废，所以对品质要求极其严格，乌克兰在该领域难以被替代。

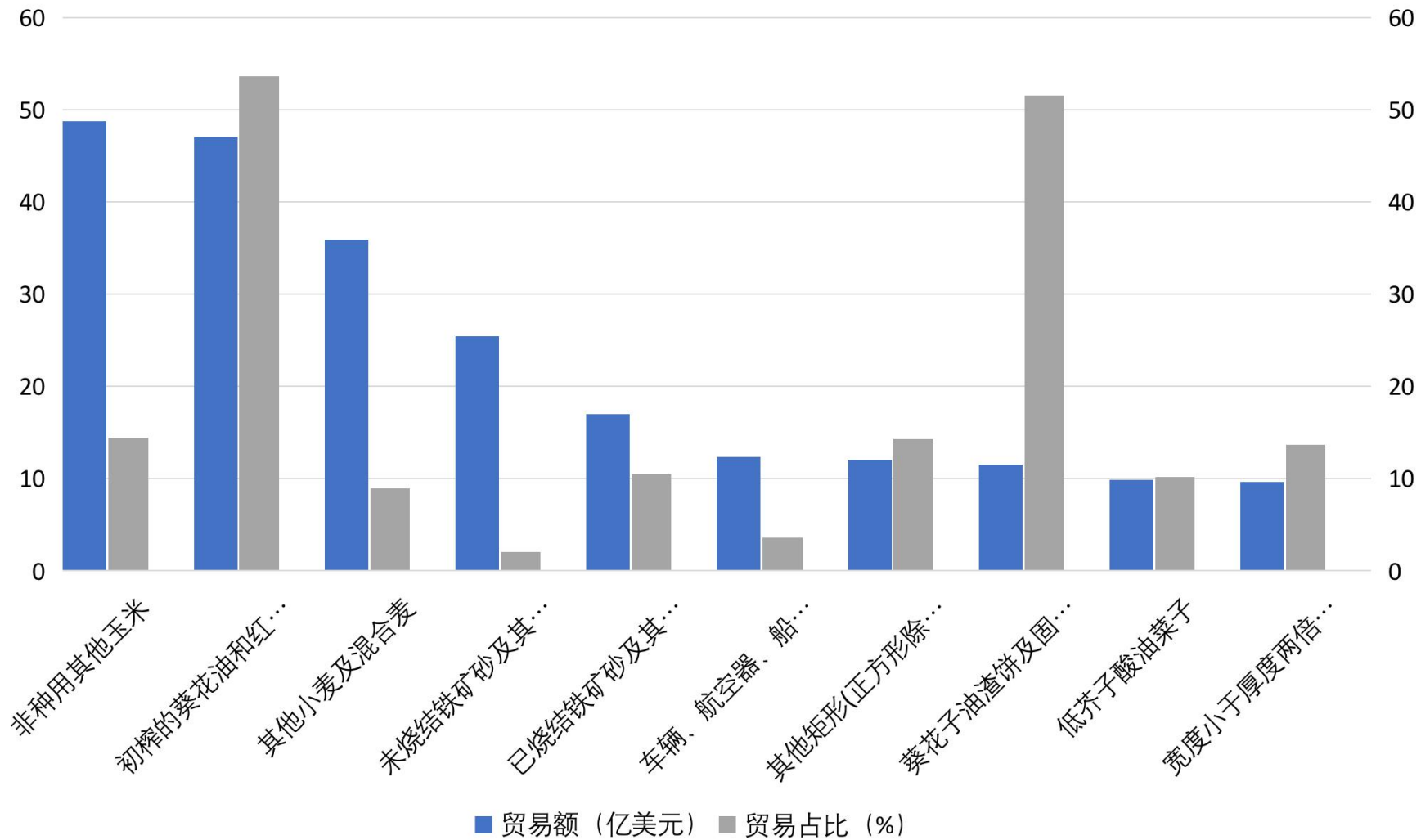
俄罗斯重点出口产品



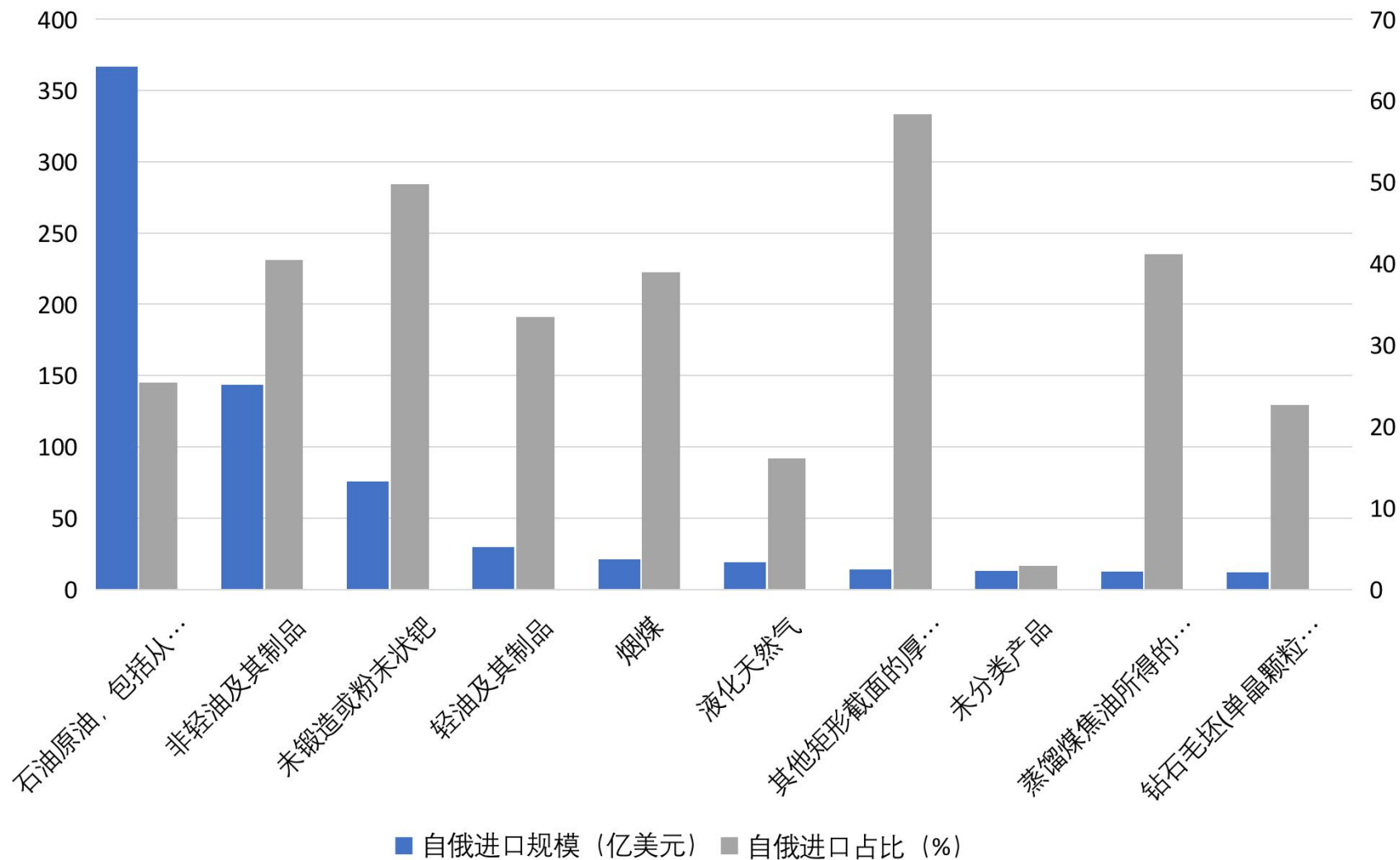
俄羅斯的天然氣都賣到了哪里？



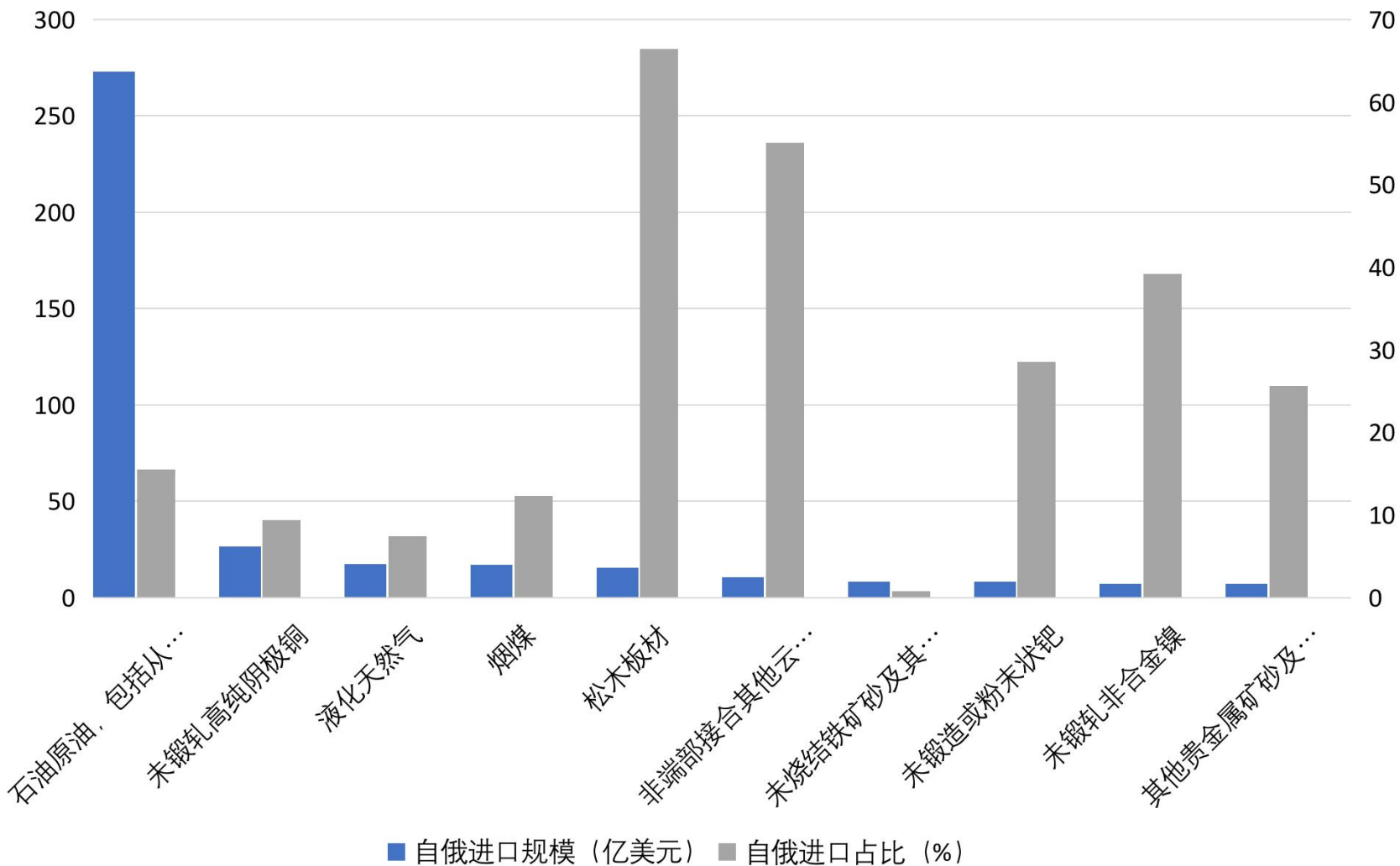
乌克兰重点出口产品



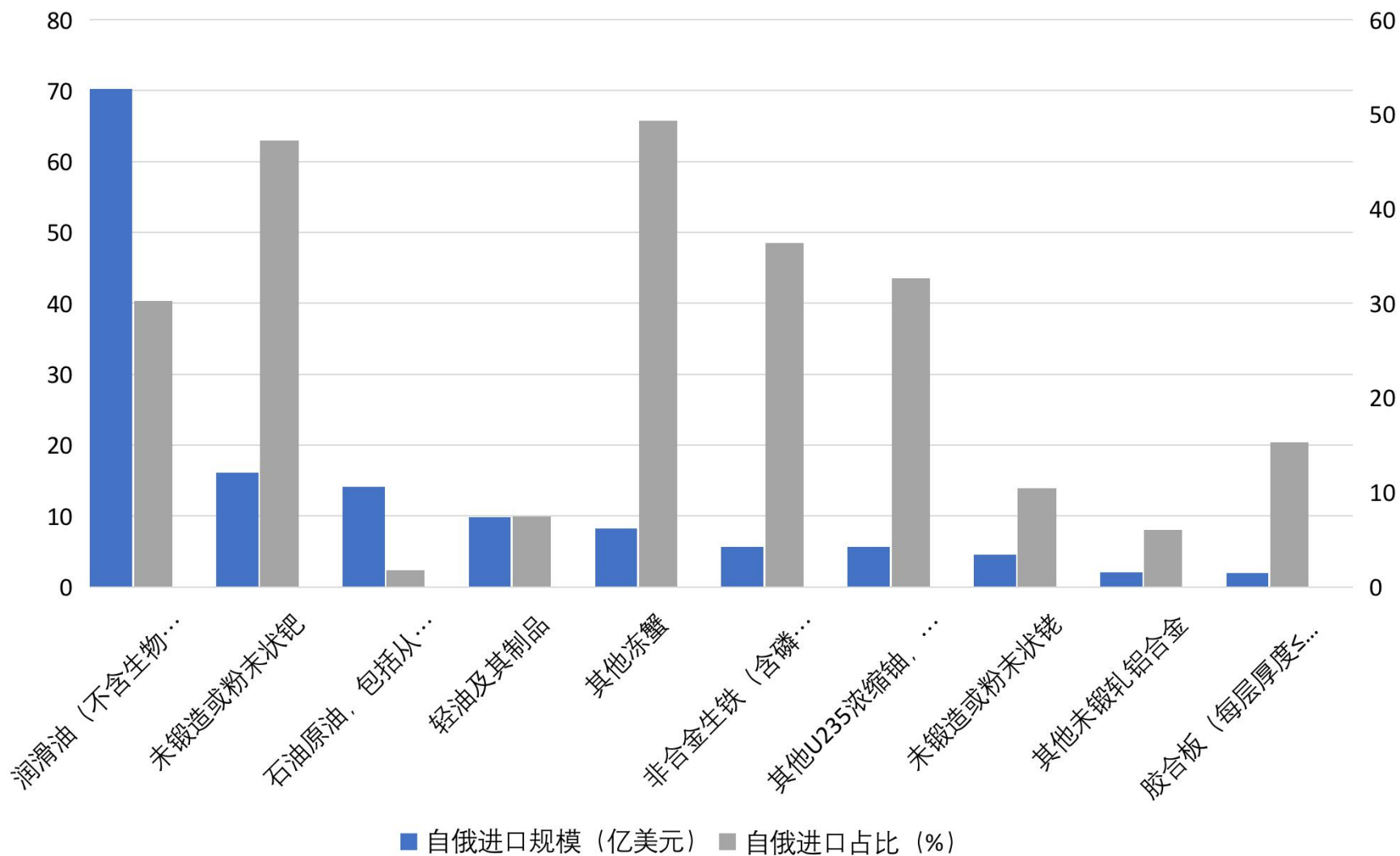
欧盟从俄罗斯进口的主要产品



中国从俄罗斯进口的主要产品



美国从俄罗斯进口的主要产品



贸易结构小结

- 整体而言，俄罗斯出口占世界份额较低，疫情前约为2.3%，疫情之后下滑在2%以下。
- 俄罗斯出口主要集中于石油原油及制品、液化天然气、煤炭、小麦以及钯、铜等金属。
- 乌克兰的出口份额更低，不到0.3%，主要集中于植物油、玉米、小麦以及铁矿砂、生铁制品等。

贸易结构小结

- 欧盟自俄罗斯的进口占比约为8%，在石油原油及制品（平均占比约33%）、烟煤（约40%）、金属钽（约50%）、天然气（约16%）等部分存在较高的贸易依存度。
- 中国从俄罗斯进口依赖明显的产品为木材，以及金属钽（约29%）、镍（约39%）。
- 美国从俄罗斯进口依赖明显的产品为润滑油（约30%）、金属钽（约47%）、生铁（约36%），浓缩铀（约33%）

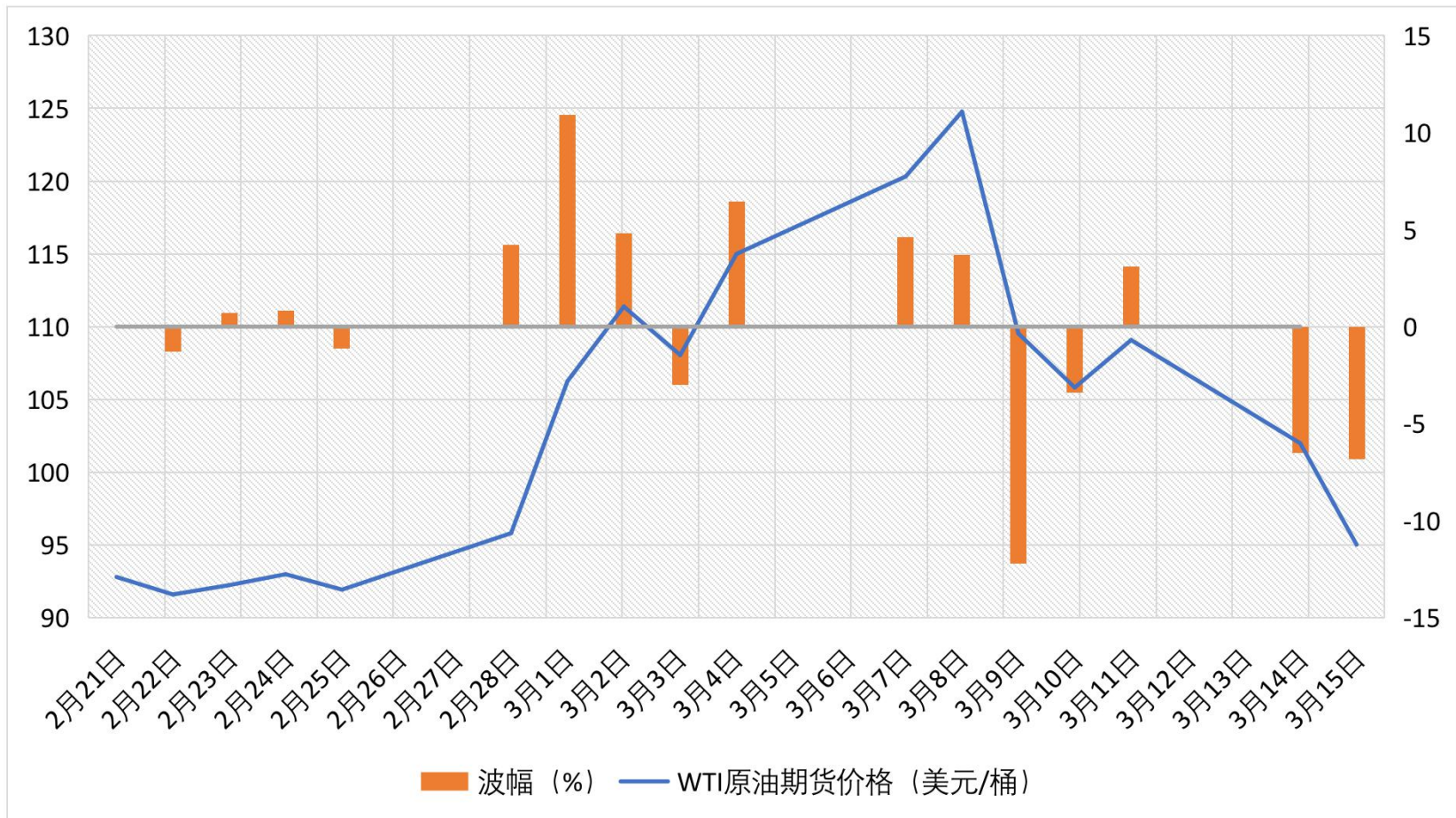
贸易结构小结

- 俄罗斯贸易依存度较高，且油气能源是其财政的重要支柱。
- 制裁会对俄罗斯财政系统的正常运行产生巨大冲击，进而影响经济增长和民生。
- 对于全球的影响可能将体现在能源缺口的扩大所导致的成本推动型通胀。

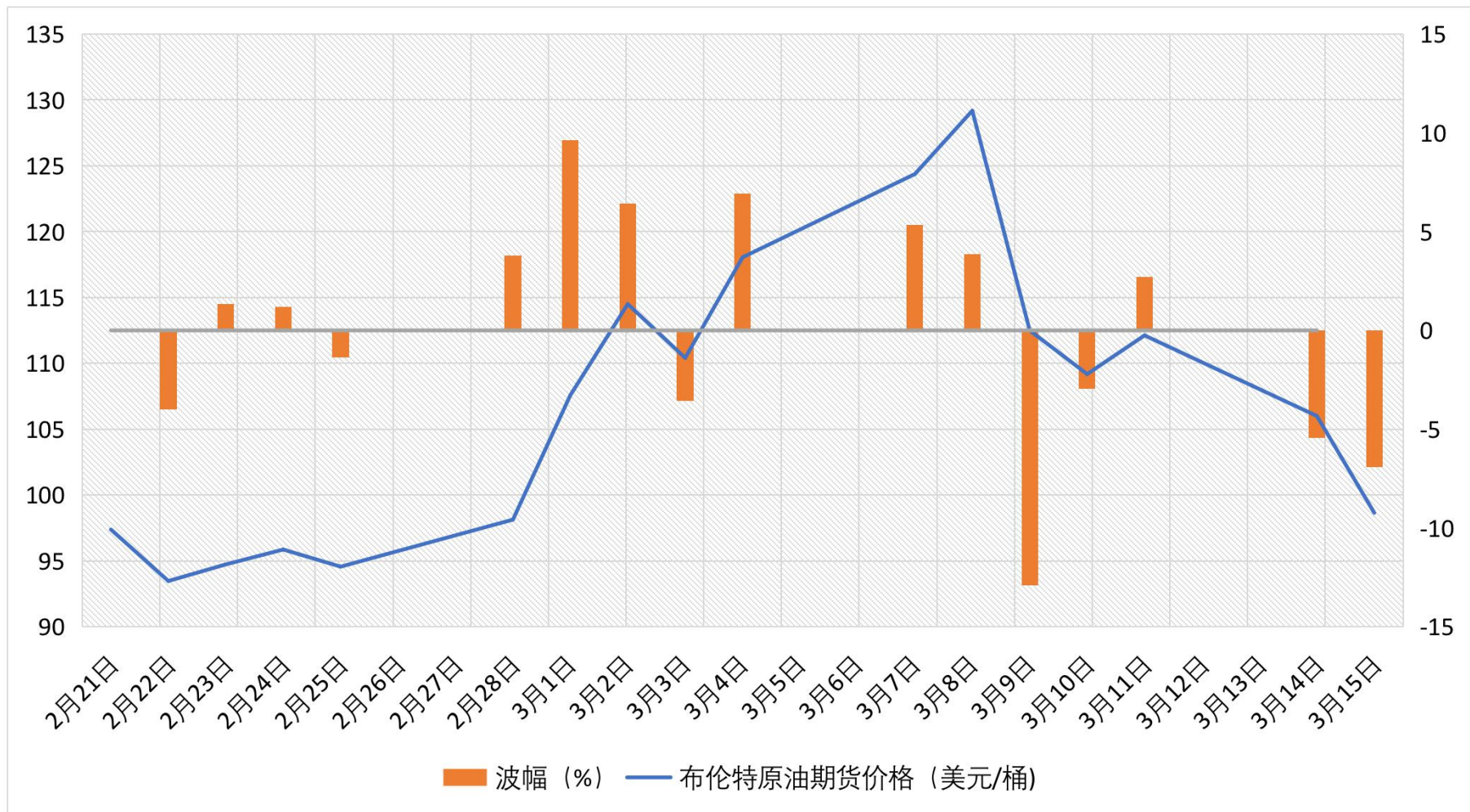
战争和制裁已经产生的影响

- 能源价格
- 金属价格
- 农产品价格

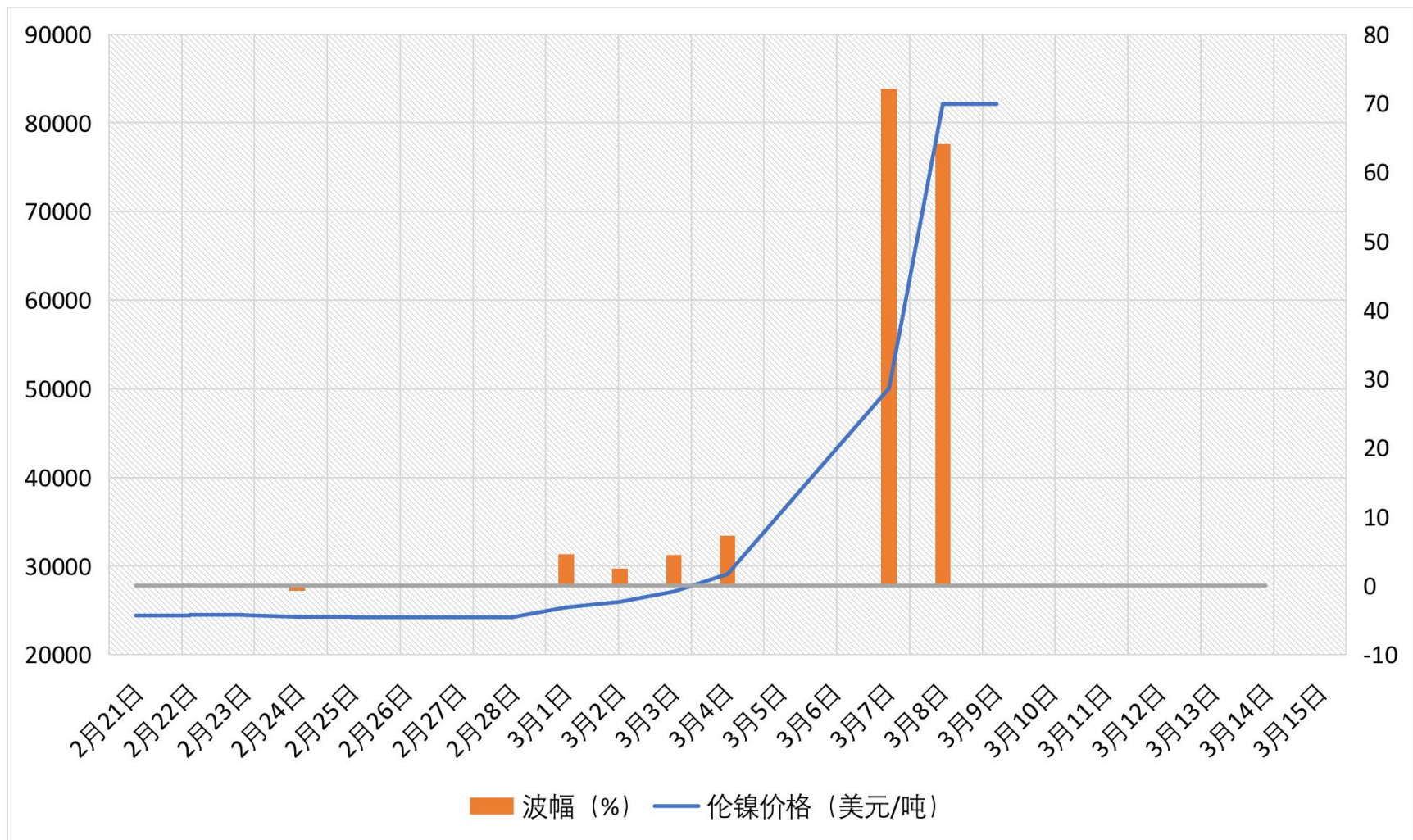
WTI原油期货价格变动情况



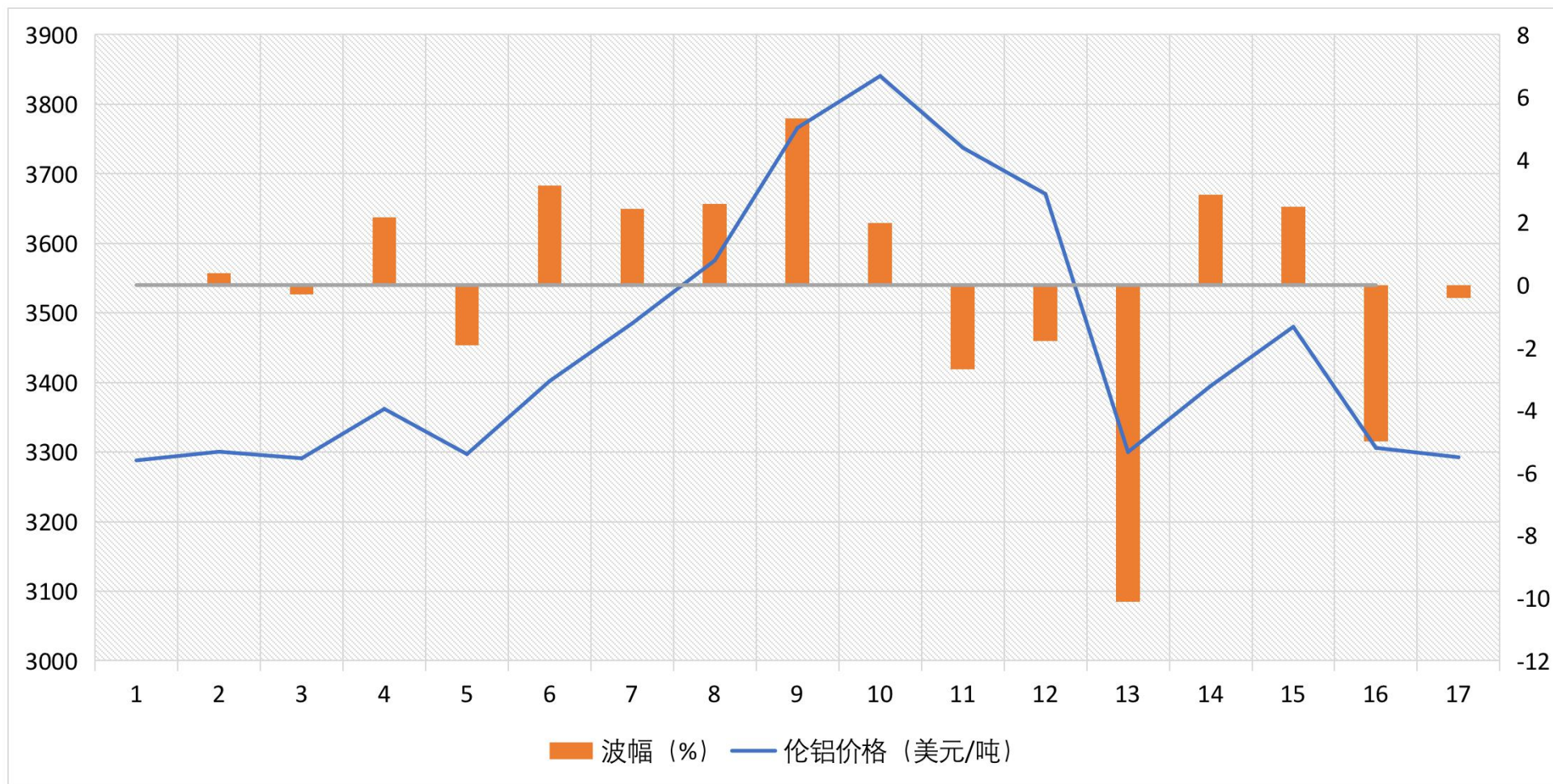
布伦特原油期货价格变动情况



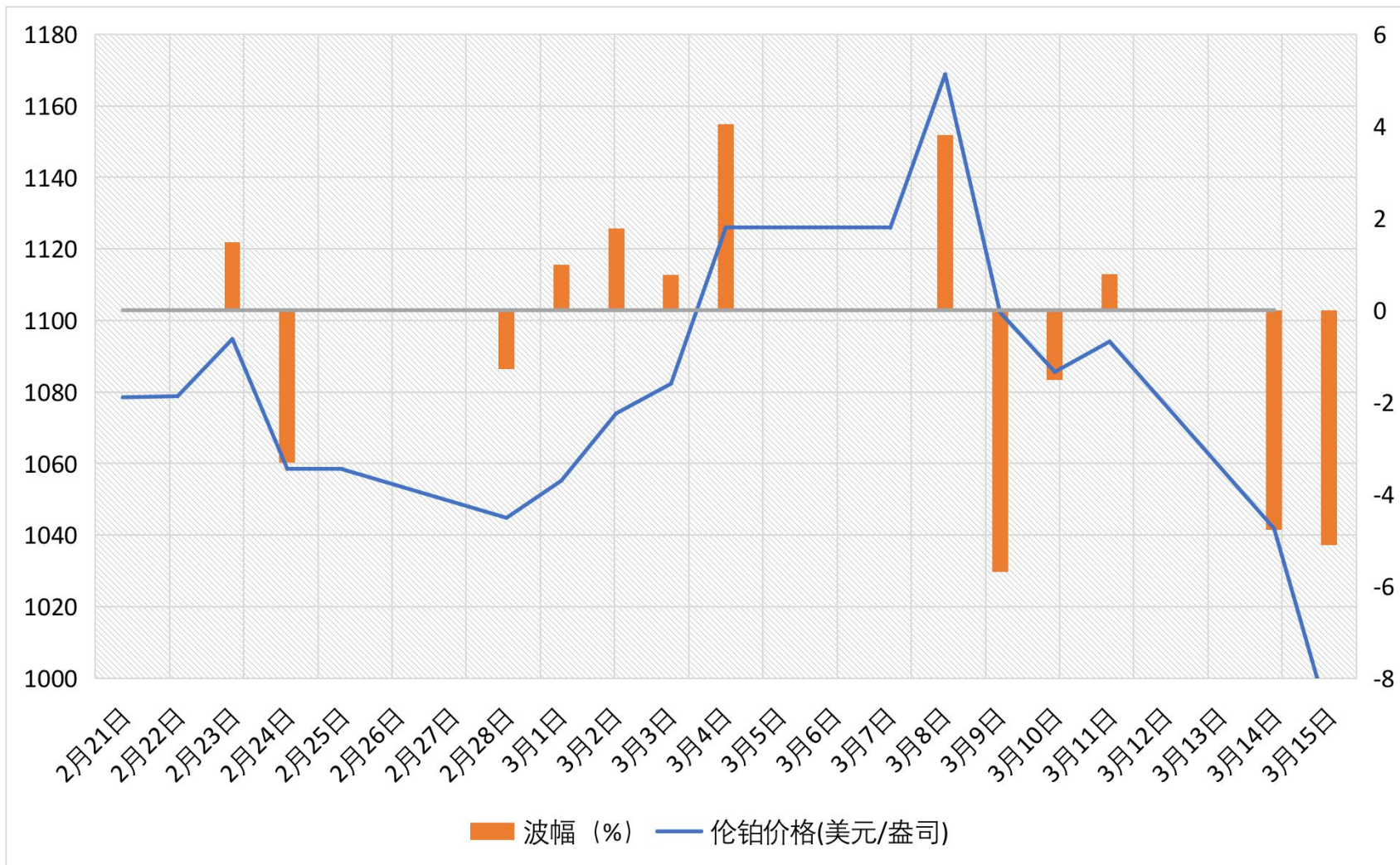
伦镍价格变化情况



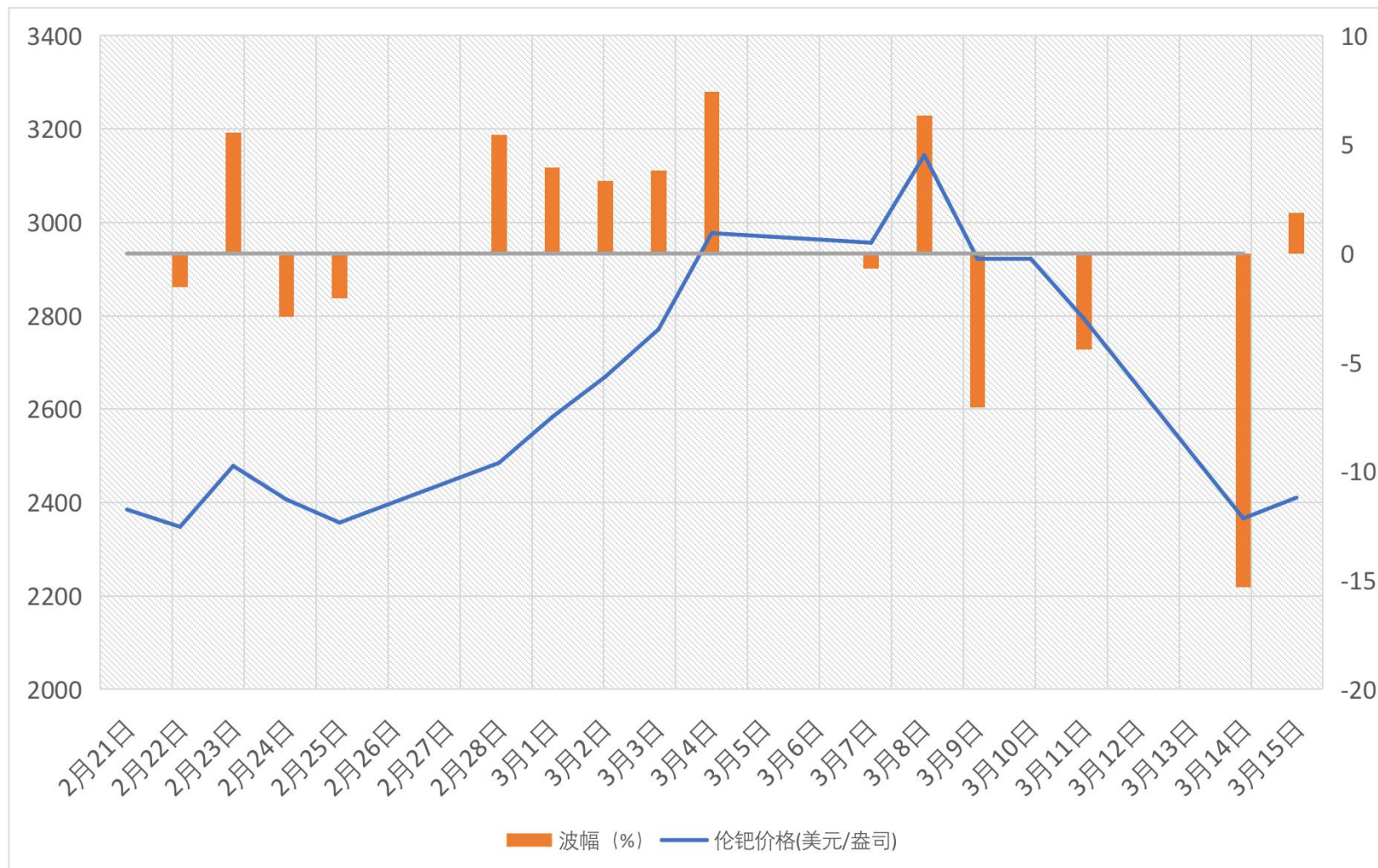
伦铝价格变化情况



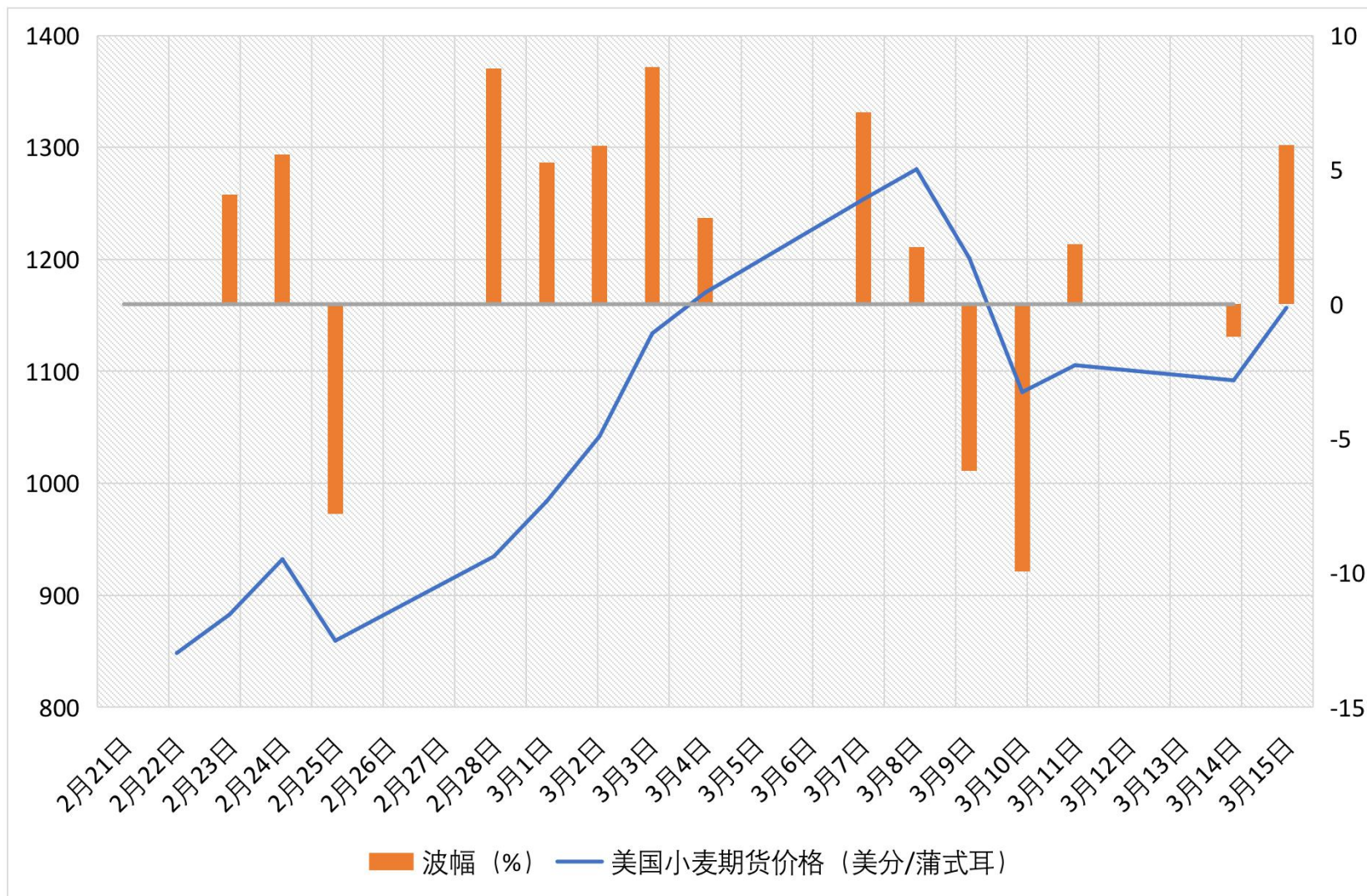
伦铂价格变化情况



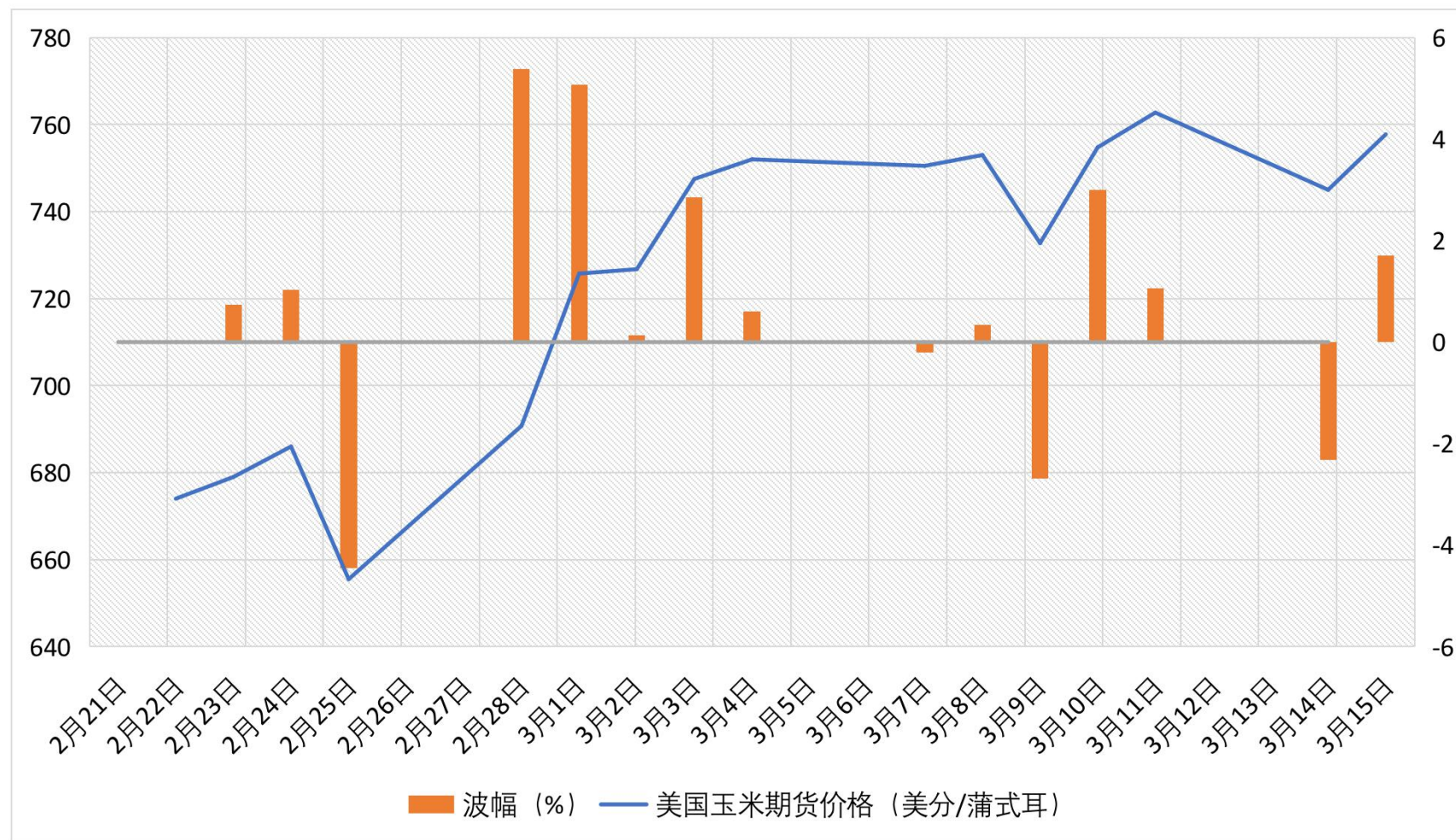
伦钯价格变化情况



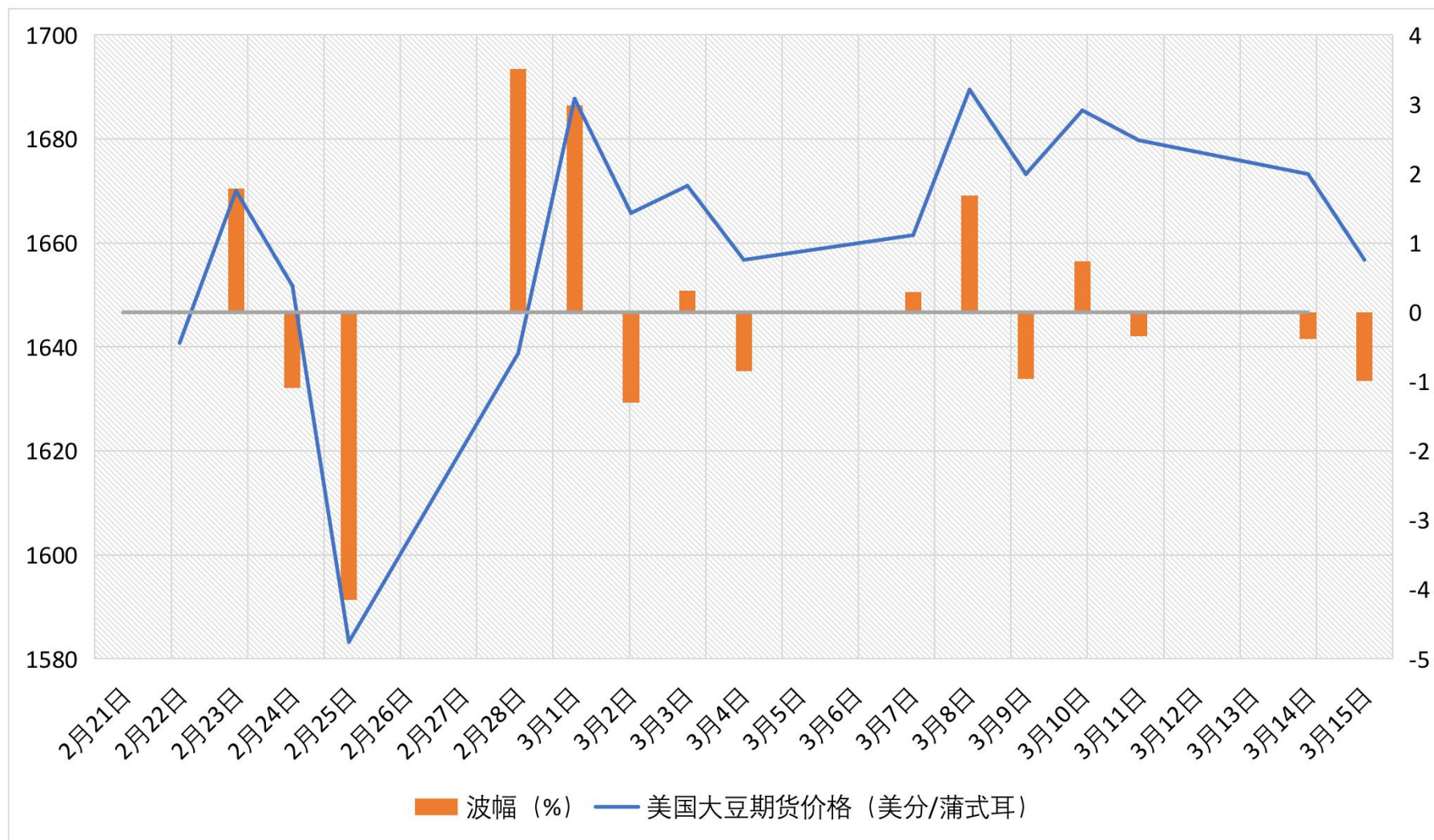
美国小麦期货价格变动情况



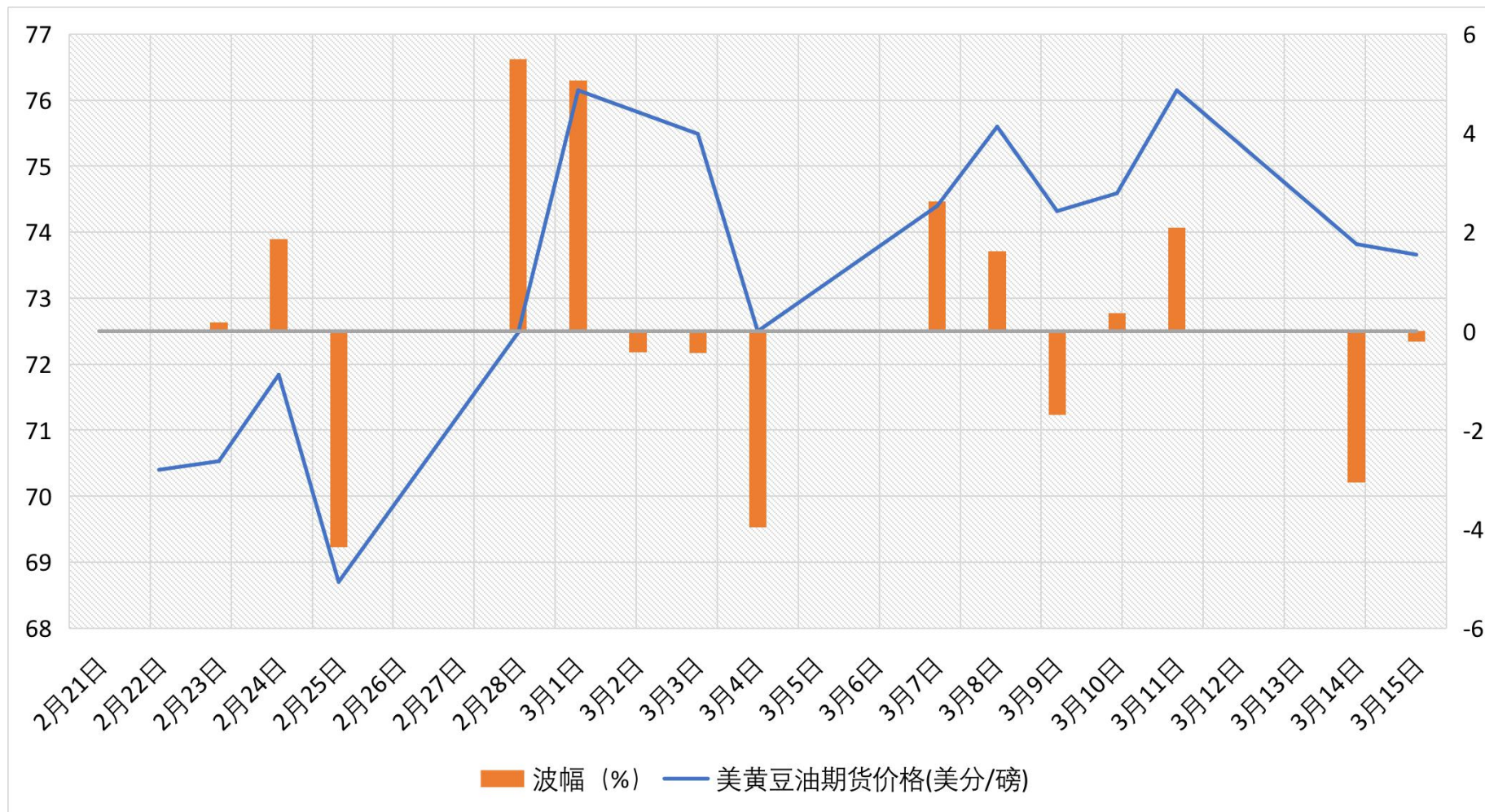
美国玉米期货价格变动情况



美国大豆期货价格变动情况



美国豆油期货价格变动情况



已产生影响小结

- 3月8日前能源、金属价格上升明显，此后出现下降，目前除镍外其他金属价格已回归冲突前的水平，原因在于：
- 3月8日前后俄乌双方趋和态度明显，释放积极信号；
- 此前大宗商品价格上升一定程度有国际买家炒作的因素。

已产生影响小结

- 目前，能源、农产品的价格仍有较大幅度提升
- 主要在于国际社会对俄罗斯能源领域制裁严厉，导致能源缺口扩大；
- 以及俄罗斯、乌克兰在农产品的重要地位；
- 且战争可以导致粮食收成明显下降，而金属开采受影响较小。

未来展望

- 制裁会有多大效果？
- 俄罗斯能撑多久？

SWIFT制裁的效应

3月2日，欧盟决定将7家俄罗斯银行从环球银行金融电信协会（SWIFT）支付系统中除名，从当地时间3月12日起生效。

7家被移除SWIFT的银行分别是：

俄外贸银行（VTB Bank）

俄罗斯国有开发银行（VEB）

俄工业通讯银行（Promsvyazbank）

Bank Rossiya

Bank Otkritie

Novikombank

Sovcombank

SWIFT制裁的效应

- 但俄最大国有银行**俄罗斯联邦储蓄银行**并没有被移除，该银行约占俄全部银行资产的1/3；
- 而俄能源交易的主要渠道**俄罗斯天然气工业股份银行**也不在内。
- 这两家银行没有列入，说明制裁虽对俄经济会产生很大影响，但依旧留有相当大的回旋空间。

贸易禁运的效应

情形一： 美国不购买俄罗斯的石油和粮食

影响较小，因为美国对于俄罗斯的石油进口规模较小（规模约为欧盟的4%）

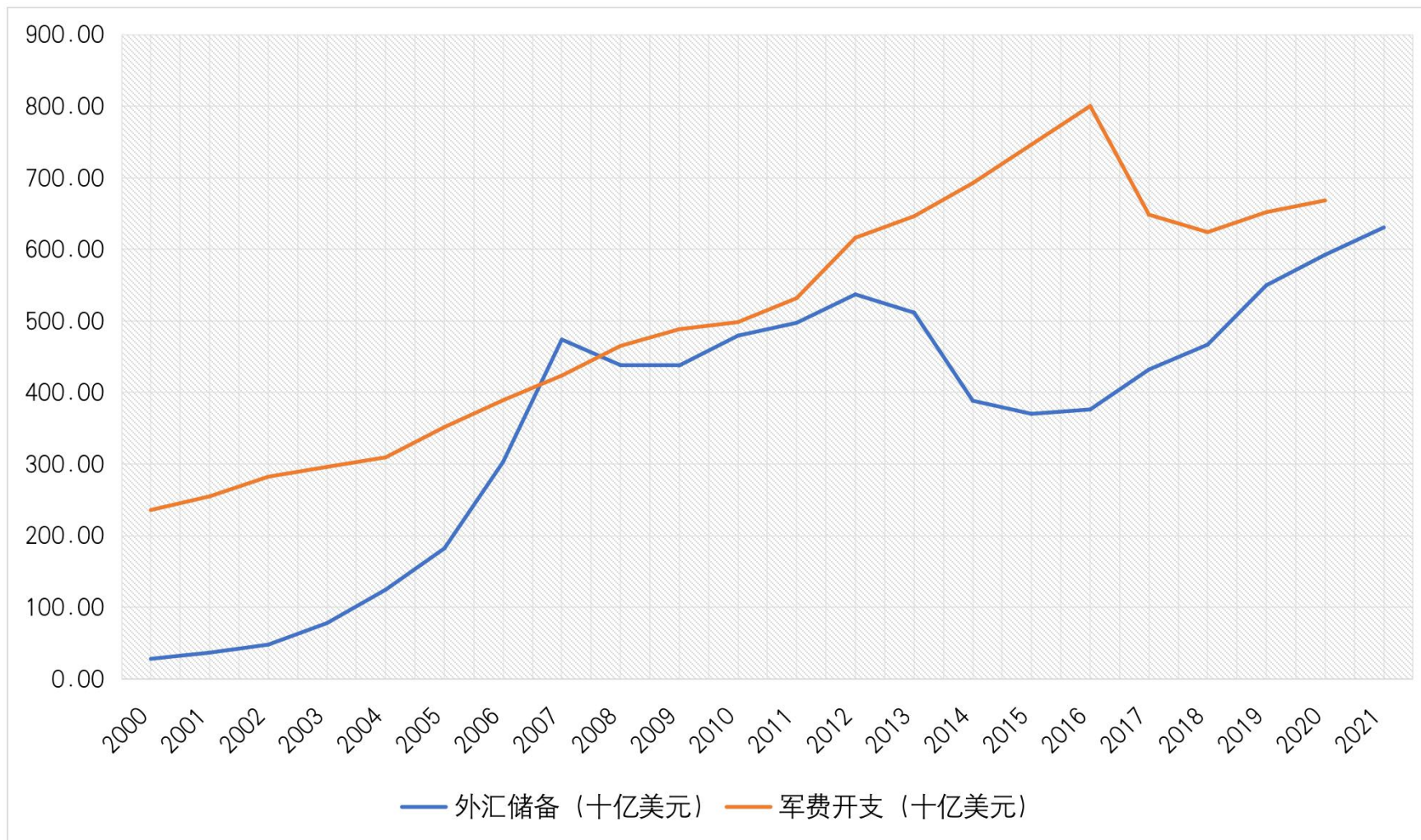
情形二： 欧盟不购买俄罗斯的石油和粮食

影响很大，欧盟自俄罗斯进口石油占俄罗斯全球出口的大约10%，欧盟完全禁止自俄罗斯进口石油后，GDP将出现约2.2%的下降

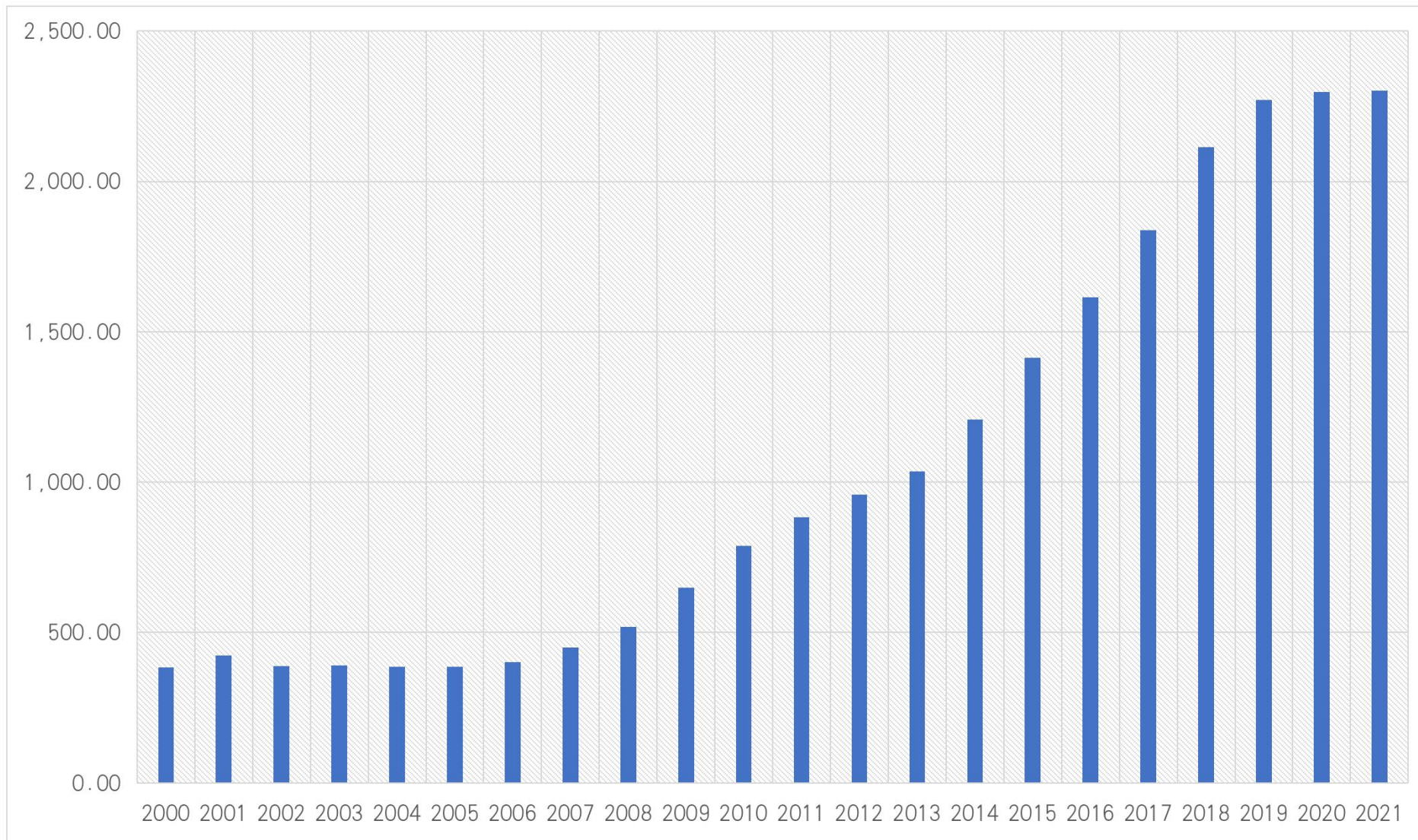
情形三： 美国和欧盟均不购买俄罗斯的石油和粮食

影响更大

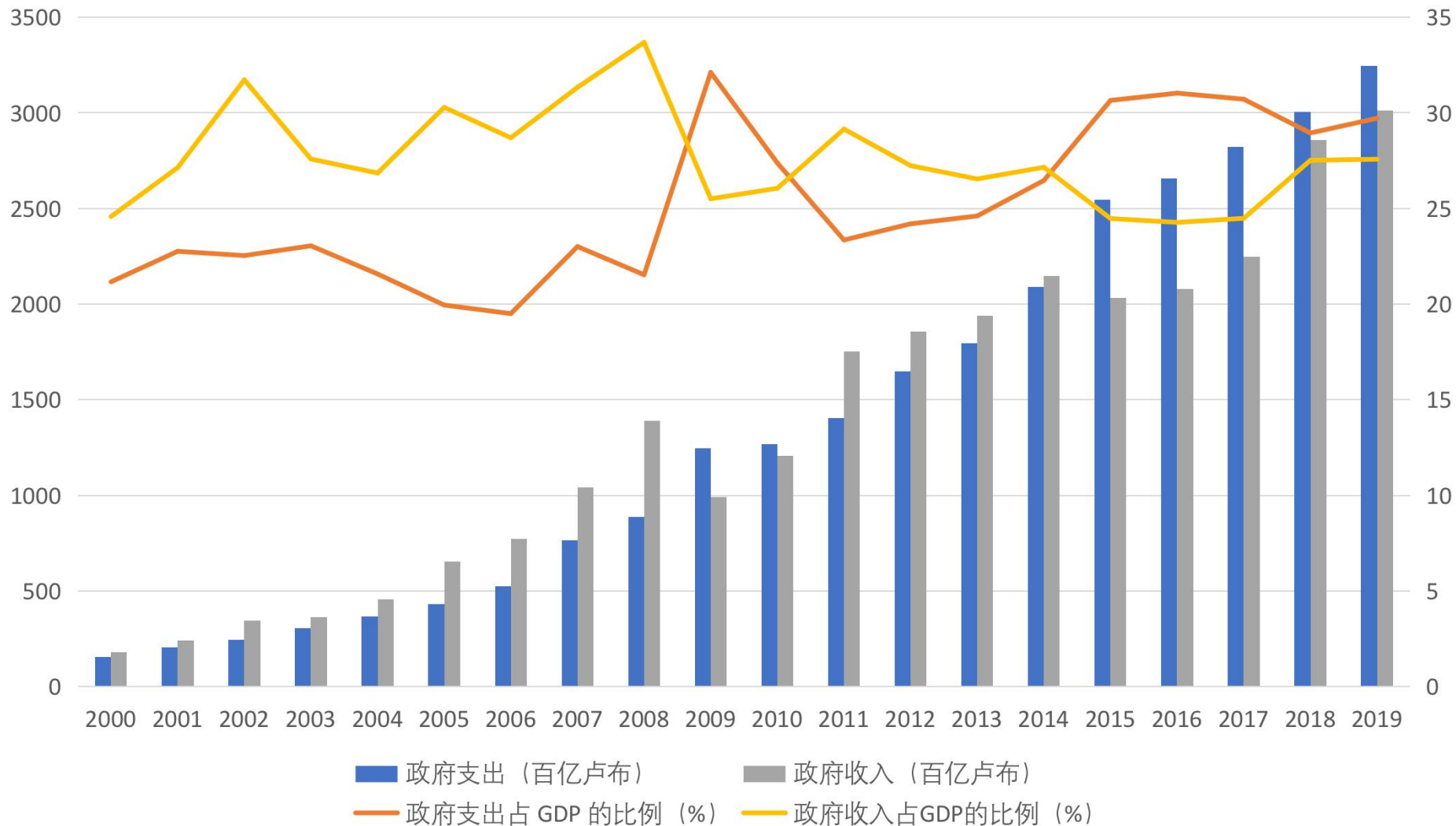
俄罗斯外汇储备、军费开支情况



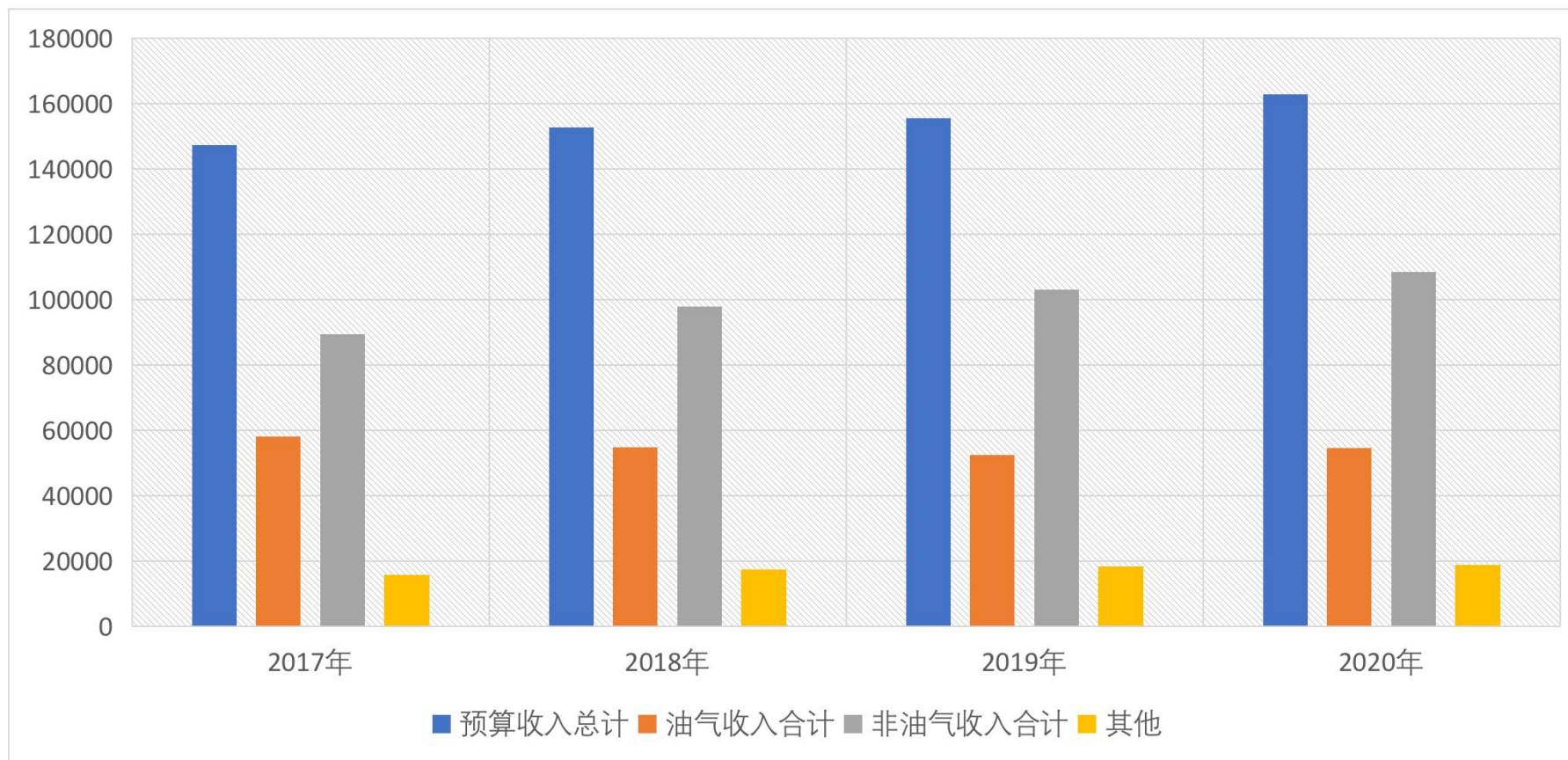
俄罗斯黄金储备变化情况



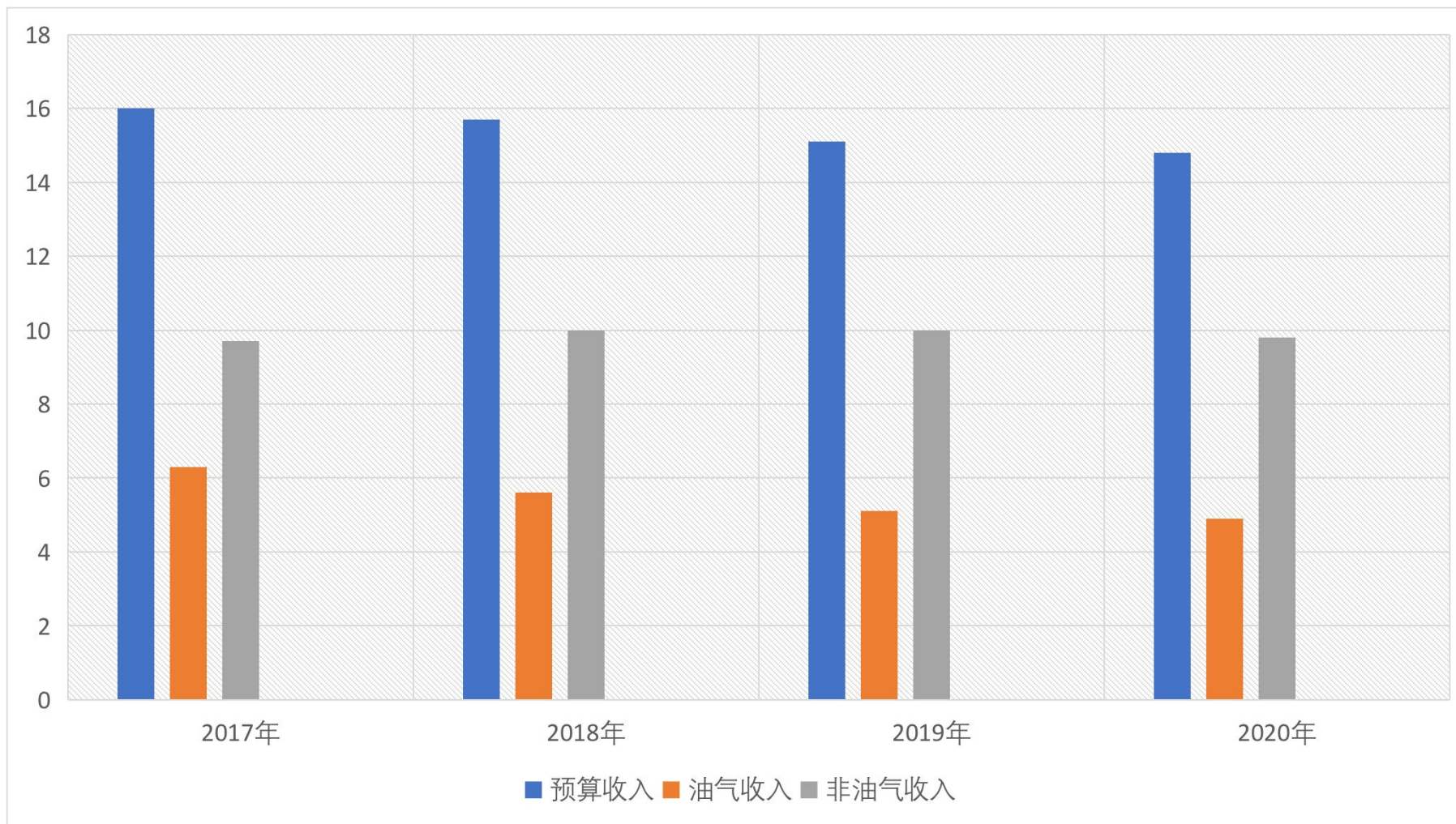
俄罗斯联邦政府收支情况



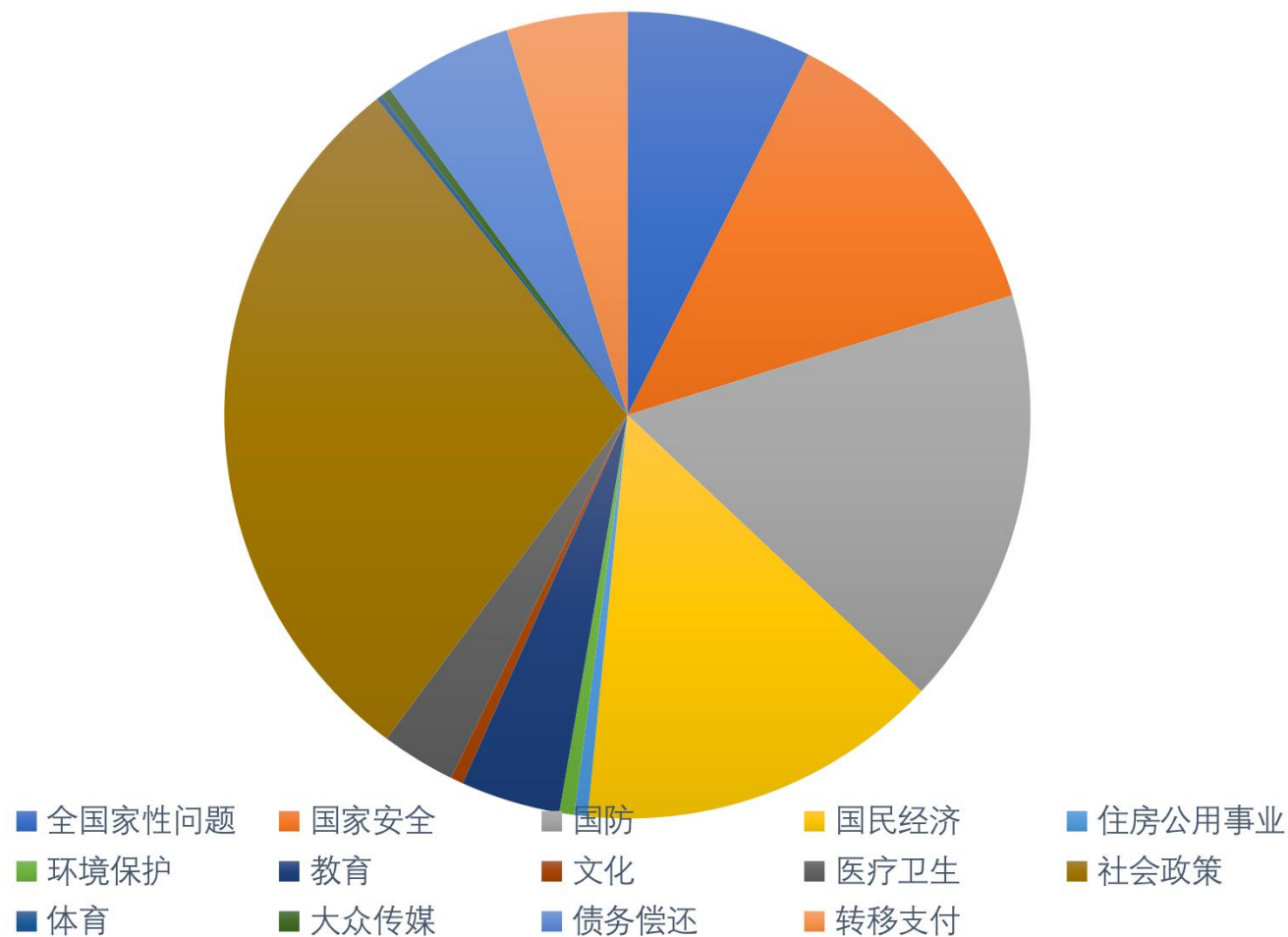
俄罗斯联邦预算收入结构(单位：亿卢布)



俄罗斯联邦预算收支变化（%）



俄罗斯联邦政府预算支出结构



俄罗斯能撑多久？

- 俄罗斯的财政收入高度依赖于油气贸易，能源领域的制裁将显著影响财政收入
- 但以下三方面决定了俄罗斯具有很强的抗压能力。
 - (1) 俄罗斯国防支出占财政支出近18%的比重，甚至超过了国民经济支出，因而如果能够弹性调整国防支出，经济所受的到影响将明显减小，政府的财政调整空间将更大。
 - (2) 近年来，俄罗斯的外汇储备、黄金储备和军费规模均处于高位，通过缩减军费可以有效调节经济，对俄罗斯影响相对可控。
 - (3) 欧盟封锁石油进口的威胁不可置信

对中国的影响

- 在能源领域，俄罗斯受到制裁会为我国加深与俄能源合作提供机遇
- 中国不会对俄制裁，因此在金属、矿产、粮食等领域，都同俄罗斯有进一步合作的空间
- 大宗商品价格快速上涨会带来输入型通货膨胀
- 战争还会带来汇率波动、物流受阻、运费暴涨等不利影响

中国的应对措施与方案

- 推进好“双循环”发展格局，维护好自身的产业链安全
- 促进消费，扩大内需，谨防输入型通货膨胀
- 多种举措助力中小型企业渡过困难
- 推进人民币国际化，争取大宗商品定价权

谢谢！

报告人：王孝松

wangxiaosong@ruc.edu.cn



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇



CMF 中国宏观经济专题报告发布：俄乌冲突对世界经济的影响——能源供给、金融冲击与中国应对

3月19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43期）于线上举行。百度APP、网易财经、WIND、凤凰网直播、同花顺、中国网、中证金牛等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数近六十万人次。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）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“俄乌冲突对世界经济的影响——能源供给、金融冲击与中国应对”，知名专家刘元春、闫衍、任泽平、丁晓星、洪灏、王孝松联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员王孝松代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下五个方面展开：

- 一、俄乌冲突进展；
- 二、国际社会对俄制裁情况；
- 三、俄乌两国的贸易结构；
- 四、战争和制裁已产生的影响；
- 五、未来展望及中国的应对措施。

一、俄乌冲突进展

报告首先对俄乌冲突的背景进行了简单的介绍，通过对本次战争的时间线梳理、历史背景介绍以及目前战争发展态势进行分析，展现了此次事件的来龙去脉。

本次冲突开端于2月21日，俄罗斯总统普京签署法令承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国独立，硝烟开始弥漫；**真正的战争开始于2月24日，俄军突破哈尔科夫州界，乌克兰国民卫队司令部被摧毁**；西方国家对此很快做出应对，2月26日美、欧、英、加发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用SWIFT国际结算系统；随着战争的推进和战场形势的变化，3月1日俄乌第一轮谈判结束，未取得预期结果；3月2日，联合国出面要求俄罗斯撤军，后来双方又进行了第二轮的会谈。直至现在第四轮会谈结束，双方也并未达成停火协议，并且两国总统会面仍然悬而未决，俄军仍在向基辅推进。

本次俄乌冲突有其背后深层次的历史原因：二战后世界形成了美苏争霸的格局，两个阵营矛盾重重。在苏联解体之后，乌克兰独立，而乌国内又分化为“亲俄派”和“亲西方派”，后者试图推动乌克兰加入北约。2019年，泽连斯基当选总统，积极策划加速进入北约。而近年来北约东扩以及乌克兰的这一行为使得俄罗斯认为自身领土受到威胁，与乌克兰与北约的矛盾升级。2021年12月，俄罗斯要求北约就排除北约进一步东扩的可能提供法律保障；2022年1月10日-13日，俄分别与美国、北约就安全保障建议开展对话，但未取得实质性成果。

双方多次交涉并未取得实质性成果，局势进一步升级。2022年2月2日，美国国防部宣布将向欧洲增派部队，以应对俄乌边境地区紧张局势。而俄方自2021年12月末以来不断向俄乌边境增兵，对乌克兰形成了半包围状态。直至今年的2月24日，俄乌冲突正式爆发。

就目前而言，经过了多轮谈判双方冲突有所缓和，现在正在酝酿两国首脑会晤。**但多轮谈判还未真正达成有效的停火协议，全面和平仍需时日**。此次冲突美欧起到了推波助澜的作用，对俄罗斯的制裁逐渐加码，这些制裁对俄罗斯的经济运行将产生比较大的负面影响。

二、国际社会对俄制裁情况

普京 2 月 21 日发表讲话承认两个国家独立后，美国和其盟国迅速对俄罗斯实施了经济制裁。拜登宣布切断俄罗斯政府与西方金融的联系，并在后来制定多项包括高科技领域在内的出口管制措施；德国总理宣布暂停“北溪 2 号”天然气管道项目的认证。欧美在进出口方面对俄罗斯部分精英及家人进行全面制裁，另外制裁还包括禁止金融交易、切断 SWIFT 系统的交易资格。WTO 多边体制下多个成员，在美欧牵头下对俄罗斯也进行了一些制裁。当地时间 3 月 17 日美国众议院以压倒性多数的投票结果同意取消同俄罗斯和白俄罗斯的正常贸易关系的最惠国待遇。

在中美元首视频通话中，习近平总书记提出“实施全方位、无差别制裁，受罪的还是老百姓。如果进一步升级，还会引发全球经贸、金融、能源、粮食、产业链、供应链等发生严重危机，使本已困难的世界经济雪上加霜，造成不可挽回的损失。”这也把俄乌冲突继续升级对世界经济产生的影响进行了非常全面和清晰的概括。

三、俄乌两国的贸易结构

所谓的贸易大国与贸易小国的分类，一方面看该国贸易的比重，另一方面看它是否能够影响世界市场的格局。俄罗斯出口规模，在疫情前的 2018 年是 4500 亿美元左右，这几年持续下降，2020 年只有 3400 亿美元的规模。而乌克兰在疫情前后一直保持 500 亿美元左右的水平。从占全球的比重来看，俄罗斯 2020 年出口占世界的比重不到 2%，进口在 1.3%-1.4% 左右；乌克兰则是 0.3%、0.4% 的水平。所以从这一概念上讲，俄乌两国都是贸易小国。

在欧盟、中国和美国中，欧盟对俄罗斯的贸易依存度虽然从之前的 7.7% 下降到 5.2% 左右，但仍然较高。而中国从俄罗斯的进口占总进口的比重不到 3%，美国则更少，不到 1% 的进口。而上述三个国家和地区从乌克兰进口数额占比更低，都是在 1% 以下。通过以上数据，似乎欧盟、中国和美国，尤其是中美两国对俄罗斯的贸易依存度并不是很强。

但是，如果从细分产品看，这两个国家绝对不是无足轻重的。俄罗斯是矿产品生产大国，像铜箔这样的产品俄罗斯的产量在世界总产量中所占份额超过了 65%，此外俄

罗斯供应了世界近 40%的金属钯。很多像工业钻石宝石等产品，俄罗斯的产量都非常高。在能源方面，俄罗斯在能源和矿产品方面既是生产大国又是出口大国，所以从特定市场来看它绝对是出口大国。另外无论是储量、产量还是出口方面，俄罗斯的石油、天然气、煤炭和一些金属产品都在世界市场上有着重要的影响力。而乌克兰在稀有气体方面是出口大国，它继承了前苏联的一些工业传统。氟气等稀有气体是光刻混合气体中所必需的。乌克兰的氟气、氦气、氙气的供应占比分别达到 70%、40%、30%。俄乌冲突发生后，这些乌克兰的稀有气体断供，短期内难以找到替代。

另外通过贸易伙伴分析，可以看出俄罗斯的产品出口对其他国家的影响。欧盟自俄罗斯的进口占比约为 8%，尤其在石油原油及制品、烟煤、金属钯、天然气等部分的贸易依存度较高；中国从俄罗斯进口依赖明显的产品为木材、金属钯和镍；而美国则是润滑油、金属钯、生铁以及浓缩铀。

另一方面，虽然这两个国家整体的经济体量不是特别大，但是其贸易依存度非常高。俄罗斯的贸易依存度现在仍然是接近 40%的状况，乌克兰的贸易依存度更高，超过 60%，可见贸易在乌克兰国民经济增长过程中扮演着非常重要的作用。在出口依存度方面，俄罗斯的数据在 22%左右，而乌克兰则为 29%。这也说明这两个国家整体上经济发展的确存在一定问题：贸易额不高，依存度还比较高，GDP处在一个缓慢增长的状况。

所以通过对俄乌两国贸易结构的分析，可以得出本次冲突与制裁将会产生多方面影响。一方面，对俄罗斯而言，其贸易依存度较高，且油气能源是其财政的重要支柱。制裁会对俄罗斯财政系统的正常运行产生巨大冲击，进而影响经济增长和民生。另一方面，受到俄乌两国在部分产品上占据世界出口市场主导地位的影响，全球可能会面临由能源缺口的扩大所导致的成本推动型通胀。

四、战争和制裁已产生的影响

通过对大宗商品价格走势进行观察，报告给出了战争和制裁对各方经济产生的影响。

首先在石油方面，WTI原油期货价格自战争开始后便一路走高，但是在 3 月 8 日迎

来转折并保持稳定；而布伦特原油期货价格在3月8日之后持续走低。有色金属方面，伦镍在战争后发生类似涨停的走高；铝、钯价格先是走高，然后恢复。在农产品方面同样存在类似转折，玉米、大豆等产品处于波动上升中。

总体而言，能源、农产品价格仍然有比较大幅度的提升，主要在于国际社会对俄罗斯能源领域的打压制裁比较严厉，导致能源缺口扩大。俄罗斯和乌克兰在农产品中的地位非常重要，爆发战争后可能直接导致粮食的收成下降。而金属产品之所以回落，在于其开采受战争的直接影响较小。此外3月8日双方趋和态度释放也是价格出现转折的重要原因。

五、未来展望及中国的应对措施

（一）未来展望

在未来展望上，需要考虑的主要问题是制裁的效果和俄罗斯能够支撑的时间。

在对俄罗斯的制裁上，7家俄罗斯银行被欧盟从环球银行金融电信协会（SWIFT）支付系统中除名。这一制裁措施在传统意义上讲对一国金融和结算体系影响巨大，但是俄罗斯最大的国有银行俄罗斯联邦储蓄银行并没有被移除，该银行约占俄罗斯全部银行资产的1/3。俄能源交易的主要渠道——俄罗斯天然气工业股份银行也不在内，这也是欧盟给自身能源交易留下的结算通道。

对于这一措施产生的效果，报告进行了推演：**第一**，美国不购买俄罗斯的石油和粮食。这对俄罗斯影响较小，因为美国对于俄罗斯的石油进口规模较小，规模约为欧盟的4%。**第二**，欧盟不购买俄罗斯的石油和粮食。这对俄罗斯经济影响很大，欧盟自俄罗斯进口石油占俄罗斯全球出口的大约10%，欧盟完全禁止自俄罗斯进口石油后，俄罗斯GDP将出现约2.2%的下降。**第三**，美国和欧盟均不购买俄罗斯的石油和粮食。这相当于以上两种情形的叠加，对俄经济影响会更大。

结合俄罗斯的外汇储备情况，可以分析俄罗斯面对制裁能够支撑多久。从2000年

开始到能掌握到的最新数据，俄罗斯的外汇储备一直在增长。但是其军费开支在绝大部分年份高于外汇储备。从外汇储备占比来看，这些年俄罗斯的黄金储备一直在增加，也反映出其有意安排避险资产。在收支方面，整体而言这些年俄罗斯采用的是有赤字的政策，支出和收入占GDP的比重在27%到30%之间。最近几年俄罗斯油气收入占其整个预算收入的比重是举足轻重的，俄罗斯有明显的油气“依赖症”。支出结构上，国防支出占比很高，达到18%左右。

俄罗斯的财政收入高度依赖于油气贸易，能源领域的制裁将显著影响财政收入。但以下三方面决定了俄罗斯具有很强的抗压能力。首先，俄罗斯国防支出占财政支出近18%的比重，甚至超过了国民经济支出，因而如果能够弹性调整国防支出，经济所受到的影响将明显减小，政府的财政调整空间将更大。其次，近年来俄罗斯的外汇储备、黄金储备和军费规模均处于高位，通过缩减军费可以有效调节经济，对俄罗斯影响相对可控。最后，欧盟封锁石油进口的威胁不可置信。如果欧盟对俄罗斯的能源进行长期封锁，那么这一能源缺口很难弥补。

（二）对中国的影响及应对措施

俄乌冲突对中国的影响是全方面的：第一，在能源领域，俄罗斯受到制裁会为我国加深与俄能源合作提供机遇；第二，中国不会对俄制裁，因此在金属、矿产、粮食等领域，都同俄罗斯有进一步合作的空间；第三，要认识到俄乌冲突造成的大宗商品价格快速上涨会带来输入型通货膨胀的风险；第四，战争还会带来汇率波动、物流受阻、运费暴涨等不利影响。

面对以上机遇与挑战，报告从四方面给出相关的政策建议：首先，从俄罗斯受制裁的教训来看，我们还是要推进好“双循环”发展格局，内循环为主内外兼顾互促的新格局，维护好自身的产业链安全。其次，在“双循环”构建过程中，消费是一个“堵点”，要促进消费、扩大内需，防止输入型通货膨胀的发生。再次，发生危机时或者发生不利状况时，大部分情况下中小企业很难支撑，要在党的领导下多种举措助力中小型企业渡过难关。最后，从对俄罗斯金融制裁的角度来看，启示我们力争打破美元的霸权体系，

推进人民币国际化，在国际市场上争取更多的大宗商品定价权。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家对俄乌冲突走势以及对全球政治经济的影响进行了交流。

中国现代国际关系研究院欧亚研究所所长**丁晓星**认为结束战争的难度远大于开始战争的难度。并从这场战争对俄罗斯和国际格局两方面的影响进行了分析。对俄罗斯的影响有四点：**第一，这是一场得不偿失的战争。**俄罗斯或许能够实现乌克兰不加入北约、保持中立的目标，但经济上遭到了严厉制裁，这使得今年俄罗斯经济有可能下降8%以上，未来面临停滞或下降的局面。**第二，俄欧关系受损。**这次冲突让欧洲恐惧，团结抗俄。这将使俄罗斯出口收入下降，并失去欧洲的资本和技术。**第三，俄罗斯被国际孤立。**现在国际话语权还是掌握在西方手中，俄罗斯的形象比较负面。**第四，俄罗斯国内发生变化。**目前俄罗斯国内反战的呼声不少，存在一些对战争不满的人。

在对国际格局的影响方面：**第一，冷战后国际体系受到了冲击，**联合国的地位和作用将进一步被削弱，未来的世界可能会进入一个没有规则的动荡时代，更多的国家会谋求加入军事政治集团。**第二，军备竞赛加剧。****第三，世界经济受到冲击。****第四，国际格局将会重塑。**俄乌冲突事实上表明了西强东弱仍然是长期的现实，西方握有金融权、话语权、货币权等等。俄罗斯当然在经济方面有很重的损失，但也会奋起反击，未来大国关系对抗的层面会更加激烈。

中国人民大学副校长**刘元春**指出，目前国内部分学者对战争状态下的经济效应分析缺乏经验。对于战时经济研究存在不系统性，往往会跟随一些新闻媒体和网络舆情来进行粗略地判断，从而使一些理性的研究失去了方向和基本方法。**所以对俄罗斯经济和世界经济的研判更多是基于情绪上的，而不是基于一种科学框架和坚实的逻辑基础来进行。**借助GDP、财政收入、贸易结构、政府债务率等参数进行研究，可以发现战争对俄罗斯经济肯定会带来一些重创，但重创幅度可能比目前国内很多的“情绪性判断”要小。利用常态化的分析方法可能会得出俄罗斯立即崩溃的结论，但是如果用战争分析框架来判断，得出的结论可能会更加审慎。所以在研究时，需要结合地缘政治所带来的其

他参数的变异，利用新的分析框架和数据进行研究。

著名经济学家任泽平概括出俄乌局势对全球以及中国经济影响的“六大渠道”以及“五大影响”。此次俄乌冲突通过通胀、贸易、金融、财政、大类资产和科技这六大渠道对全球经济产生了深远影响，中国也难以避免。而其中的影响又体现在五个方面：**第一**，输入型通胀的影响。中国经济面临国际原油、天然气、小麦等产品价格的大涨，而中国的原油大约70%依赖进口。**第二**，通胀的上升掣肘货币政策，对今年的稳增长精准财政政策的要求会更高。**第三**，俄罗斯对全球能源供应因制裁而减少，如果中国加大对俄罗斯能源的进口，可能存在被美欧制裁范围扩大的潜在风险，如果不加大进口，我国将面临输入型通胀压力的上升。**第四**，资本市场尤其是A股担忧俄乌局势和输入型通胀，近期也出现了比较明显的调整。**第五**，美国、欧洲、俄罗斯之间的冲突，可能会给中美关系带来一定的缓冲，但是“走钢丝”需要很高的平衡能力。

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、总裁闫衍重点分析了俄乌冲突对俄罗斯主权债务风险影响及其未来演化。总体看，西方的制裁以及俄罗斯的反制裁还在持续加码过程中。尤其是欧美国家把俄罗斯七大主要银行以及关联机构从SWIFT系统中剔除，以及对俄罗斯央行储备资产的冻结引发了金融市场广泛的担忧。然而另一方面，外储受冻结后，从俄罗斯外汇储备对外债覆盖的倍数来看，还是具备短期的偿付能力。从俄罗斯对外债务结构来看，时间期限分布大体是以一年以上债务为主，因此短期偿付压力相对可控。虽然俄罗斯对外偿付实力受到了很大的削弱，但仍然具备偿还主权债务的能力和意愿。未来面临制裁的加码，可能导致的本息偿付人为因素的违约风险，不过这种违约区别于以往发生的因债务偿付能力和意愿下降所造成的债务违约。地缘政治的紧张引发的避险情绪可能会主导金融市场，金融市场局部流动性会受到一定的冲击，但是从目前来看，蔓延到全球的可能性相对还是比较低的。

交银国际董事总经理、研究部主管、首席策略师洪灏主要通过A股与港股分析了市场对本次俄乌冲突的观点。近期A股市场有一个非常明显的波动性放大，香港市场的波动性放大已经到了“史诗级”的级别，之前只在2008年雷曼轰然倒闭及1997年、1998

年才看到过类似的盘面。通过一些信息也可以反映出这次波动背后的逻辑，**相关数据显示近期港股市场情绪较为悲观，这也折射出俄乌冲突局势的恶化。**将时间线拉长，2021年四季度香港市场开始加速下滑，内部持有人和机构投资者同时大幅抛售，大量的长线投资者在这一背景下撤出港股。近期香港市场经受了非常严峻的考验，不仅仅体现在做空比率、隐含的波动性、股指的历史性波动上，还体现在整体的市场叙事逻辑和叙事方式上，比如“中国不能投资”、“香港没有前途”等，这些都在市场叙事逻辑中体现了出来。

面对俄乌冲突对全球政治经济产生的影响，各位专家发表演讲。

丁晓星指出俄乌冲突引爆了中国的舆论场，观点十分对立。而在多边关系方面，既有俄罗斯希望得到中国的支持不被进一步孤立，又有西方国家要求我国谴责俄罗斯，还有美国企图将中俄捆绑，推向西方的对立面。丁晓星认为我们还是要冷静，不要“新冷战”，中国一定要避免阵营化。**在中俄关系方面，应坚持平等互利，不结盟不对抗，不针对第三方，一如既往地发展与俄罗斯和乌克兰的正常贸易关系，强调单方面制裁不能解决问题。其次，推动中欧关系的发展。**因为中欧在乌克兰危机上还是有一些共同利益，不希望战事更持久和扩大规模，所以要共同推动危机的解决。**对于中美关系，我们应该积极应对，以稳定两国之间地关系。**

刘元春针对这一问题给出三点建议：**第一，要用历史的眼光，把握俄乌事件的历史地位。**如果要对这一事件有一个理性的判断，必须要从历史长时段的角度把握俄乌冲突的性质。目前大国博弈呈现的三足鼎立状况，是美中欧这三大主体在经济板块、政治板块、军事板块方面的合作竞争。而这次事件只是军事板块中的一个插曲而已，不会对全球政治经济格局带来根本性的影响，也不会决定大国博弈最终的发展趋势。**第二，在以上研判的基础上要明确未来我国的战略定位和所面临的战略挑战。**这也说明五中全会所确定的新发展阶段、新发展理念、新发展格局，特别是新发展格局战略的基本研判是非常正确的。**第三，对于当前冲击要进行相应的对冲，更重要的就是要抓住这种大格局中的插曲所带来的战略新机会。**对中国而言，会在目前的这种格局中会得到很好的喘息机会。因此要抓住这些新的战略机遇，要从价值观、经济战略、外交策略上有系统的

梳理。

针对俄乌冲突对中国经济的影响，**闫衍**给出四方面建议：**第一，加强能源供给多元化和能源安全建设，推动可再生能源的高质量发展。**短期看应该加大与俄罗斯能源的合作，特别是在天然气、原油、煤炭的进口等方面进一步加强合作，加快战略资源的储备。从长期看，应该加强能源供给多元化，特别是要推动可再生能源的发展。**第二，对美国长臂管辖的制裁做好预案，避免连带制裁下对我国企业可能产生的风险。**进一步确定风险行业 and 风险名单，提前做好预案，判断哪些损失可以避免，哪些成本可以承担，哪些收益还可以继续获取。**第三，提高企业应对国际金融市场波动的水平，降低类似于近期的“妖镍”事件对相关企业的影 响。****第四，加强我国供应链的安全保障，力保国内经济社会发展稳定。**应加快实施龙头企业保链稳链工程，充分发挥各领域各行业龙头企业的示范与聚集作用，从企业层面增强供应链稳定性。

洪灏指出**通过这次美国对俄罗斯的制裁，可以抛弃以往对美元体系的幻想。**以中概股回归香港为例，美国证监会限制中国企业在美融资，这使得部分美国投资者失去了对中国优质企业的投资机会。一旦美国像切断俄罗斯的金融来源那样切断我们的资金来源，一时半会我们还是被动的，或者我们的主动权并没有想象中的那么高。所以在一个美元霸权仍然存在的时代，对于前景的判断要谨慎，**同时在政策制定时也要考虑到未来大局发展的策略需要。**

刘元春：超越“情绪性判断”，用战争经济学分析框架研判俄罗斯经济变化走势

刘元春 中国人民大学副校长

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第43期）上的发言

一、对俄乌冲突中俄罗斯经济的基本判断

俄乌战争在经济、政治、军事、信息、心理、舆论等方面产生的影响，对于将和平视为理所当然的假设前提的现代学者而言是一个巨大的研究挑战。中国人民大学已经对这些领域的跟踪研究进行了全面的布局，各个团队将把俄乌战争作为一个很重要的案例来进行全方位的研究。这些研究一方面是为国家研判提供智力支撑，另一方面也是对教学案例进行最为鲜活的整理。对于俄乌冲突及其影响，我有以下观点：

第一，对已经习惯和平环境的学者和相关团队来讲，在战争状态下来分析经济已经非常陌生。如何展开军事经济的研判，是对所有团队的挑战。目前由于大家对于战时经济研究的不系统性，往往会跟随一些新闻媒体和网络舆情来进行粗略的判断，从而使一些理性的研究失去了方向和基本方法。很多对俄罗斯经济和世界经济的研判更多是基于情绪上的，而不是基于一种科学框架和坚实的逻辑基础来进行。目前世界上已经有好几个团队展开战时经济体系的梳理，这提醒我们，欧美国家的智库对未来的变化已经高度警觉。如何在这种大国博弈极端化状态下进行全球资源配置、国内大循环、内循环资源配置的研究迫在眉睫。另一方面是在局部冲突激化之下对于世界经济研究的新方法如何构建，也是很重要的。所以很重要的一点就是对这种冲突和极端状态下资源配置的方法方案，以及市场驾驭的新框架要有更为深度的研究。

第二，对俄罗斯经济和世界经济的研判，目前仍然处于一个情绪恐慌期。下一步的走势可能夸大色彩会比较多，情绪化的色彩也会比较多。因为对于战争到底如何进行，

更多地取决于军事政治的考量，超越了经济学家的范围和能力。对于经济学家来讲，唯一可能研判的就是在一系列假设的前提条件下，该国经济的可持续性、该国经济所发生的变化，以及这些变化可能对于我们整个军事及国际政治谈判格局所带来的影响。大家在讨论俄乌战争时，大部分的人都把自己先假设成为战争专家，这种研判可能是有问题的。在战争冲击下俄罗斯经济到底会发生什么样的变化，对于俄罗斯经济的把握，需要通过几个参数来判断：

首先是俄罗斯的 GDP，到 2021 年是 1.5 万亿美金。卢布的急剧贬值导致如果用美元进行计算，今年俄罗斯的 GDP 就会出现崩溃性下降，但这种草率的结论可能存在问题。在做研究时一定要采取用不变价格的方式甚至用购买力平价的方式来衡量战时状态下，特别是汇率出现超调状态下一国经济的运行状况。因为如果我们用即期汇率衡量俄罗斯经济就会发现它可能是一种狂跌，但是对俄罗斯这样一个经济体来说，到底军事和国际制裁对其经济运行带来什么样的冲击，不能简单地用市场汇率来衡量 GDP。俄罗斯 1.5 万亿的 GDP 在战争没有爆发前相当于全球 GDP 的 1.4% 左右，相当于中国 GDP 的 8.5%。如果加上乌克兰的 GDP，俄乌所涉及的最直接 GDP 总量占全球比重不到 2%，政治影响可能远超出经济影响。但是很重要的一点是这两个国家的外贸以及在一些关键物品上的地位，俄罗斯在能源、镍及一些稀有金属上占有举足轻重的地位。因此，俄乌冲突也造成了部分大宗商品价格出现波动和市场预期的巨幅波动。

另外需要关注的是战时经济对出口会带来什么样的影响？目前有些团队已经进行了很深入的研究。比如，2021 年欧元区和英国进口的俄罗斯的能源是 1500 多亿，其中德国最多，占其中的 30% 多。1500 亿在目前的这种制裁下会产生什么效应，这是要深入研判的一点。目前只有美国已经旗帜鲜明地表示，不购买俄罗斯的能源产品。但是大家也要很清醒地看到，俄罗斯能源供应的第一大对象是欧盟，之后是中国。欧盟会不会对俄罗斯能源进行全面禁运？从目前的态势来看，即使在战争进行到一种很白热化的状态时，也没有采取这样一种手段。从英国的 CEPR 团队得出的研究结论看来，**欧盟如果全面进行制裁，可能导致俄罗斯收入在 2022 年会下降 6%，2030 年下降 8%；** 欧盟则分别会下降 0.5% 和 3%，仍然是一个较大幅度的下降。

西方国家的贸易制裁，对俄罗斯短期经济循环产生什么样的影响，这是需要高度关注的。这里要关注第三类数据，即俄罗斯外贸在整个俄罗斯经济中到底是什么样的地位？俄罗斯 2021 年贸易总量是 7894 亿美元，其中出口接近 5000 亿美元，俄罗斯的贸易依存度达到了 50% 的水平，这一贸易依存度比中国的 32% 的贸易依存度要高。因此贸易制裁对俄罗斯经济影响非常明显。克里米亚事件后，各国对俄罗斯相应的制裁使得俄罗斯的 CPI 飙升到 13%，并且 GDP 连续两年进入衰退。在本轮制裁比 2014 年克里米亚事件制裁力度更大的环境下，对俄罗斯经济影响将非常明显。

制裁对金融方面的影响，需要进行对比研究。俄罗斯目前的状态以及未来几年的状态，是不是比俄罗斯在 1991 年、1998 年、2014 年的状态更差，这是我们要进行评估的。对俄罗斯金融主体、企业主体、政府主体的资产负债表，要有很仔细的研究，俄罗斯最近二十年中财政状况有大幅的改善，主权资产与债务的状况也有大幅改善。同时，在克里米亚事件后，俄罗斯对国际形势的变化有充分估计，采取很多预防措施。很多人认为俄罗斯在这方面可能准备不足，事实并非如此。俄罗斯目前的外汇储备是 6000 多亿美金，其中有将近一半被冻结。俄罗斯的外汇储备到底存储于什么地方？从地理分布会看到，俄罗斯的外汇储备特别是黄金储备存于本国的比率到达 21.7%；第二位是中国 13.8%；第三位是存于法国的 12.2%；第四位是存于日本的 10%；第五位是存于德国的 9.5%。存于美国和英国的分别只有 6.6% 和 4.5%。因此从外汇储备的分布和在国外银行账户分布来看，俄罗斯的准备比大家想象的要充分得多，它是根据地缘优势分布来进行相应的资产分布的。因此欧美对于俄罗斯资产冻结的影响，比我们在市场上想象的要小。

另外就是俄罗斯的债务覆盖率，其政府债务率不是很高，相比 1998 年的状况有大幅度的改善。俄罗斯政府的收入也是我们要关注的，目前估计俄乌战争每天战争费用在 200 亿美金左右，俄罗斯财政收入是在 3300 亿美金的规模，这也说明俄罗斯需要大量的储备支撑战争。虽然战争费用对俄罗斯政府来说压力较大，但战时经济政府的支出方式与和平年代常规性的以市场主体、政府购买形式的支付方式是具有本质性差别的。我们用常态的政府支付的模式来衡量一个国家在战时状态财政的可持续性是有问题的。所以需要仔细研究俄罗斯在战时状态下政府收入的结构。因为在非战时状态，俄罗斯政

府的能源收入占 24%，集中度较高，这也对俄罗斯财政的可持续性具有根本性的影响。

通过分析以上因素可以得到，通过俄罗斯经济本身在实体经济、金融层面、政府财政支付状况的变化，以及各种经济主体在金融制裁、经济恶化条件下资产负债表的变化，可以大致判断出未来俄罗斯经济的相应走势。总体而言，战争对俄罗斯经济肯定会带来一些重创，但重创幅度可能比目前国内很多的“情绪性判断”要小。利用常态化的分析方法可能会得出俄罗斯立即崩溃的结论，但是如果用战争分析框架来判断，得出的结论可能会更加审慎。目前俄罗斯金融资产的大幅缩水，大宗商品价格急剧上扬，全球金融资产全面重新分布。结合地缘政治所带来的其他参数的一些变异，需要利用新的分析框架和数据进行研究。

二、俄乌冲突背景下中国的应对政策

第一，要用放眼历史的眼光，把握俄乌事件的历史地位。如果要对这一事件有一个理性的判断，必须要从历史长时段的角度把握俄乌冲突的性质。这场战争与 70 年代的中东战争是否可以相提并论呢？至少从性质上判断，是不可相提并论的。此外，在后冷战时期这一事件是不是一个“拐点性”的事件，答案也是否定的。目前大国博弈呈现的三足鼎立状况，是美、中、欧这三大主体在经济板块、政治板块、军事板块方面的竞争与冲突。而这次事件只是军事板块中的一个插曲而已，不会对全球政治经济格局带来根本性的影响，也不会决定大国博弈最终的发展趋势。它只是大国博弈特别是大国博弈在加速演变期阶段的插曲。

第二，在以上研判的基础上要明确未来我国的战略定位和所面临的战略挑战。俄乌战争在某种程度上已经更清晰地揭示了我们博弈对手的利益关切，以及他们在极端状态下的行为模式和相应的战略战术。这也说明五中全会所确定的新发展阶段、新发展理念、新发展格局，特别是新发展格局战略的基本研判是非常正确的。这应当成为我们未来行动中很重要的信心基础，成为坚定未来现代化新征程、新发展格局构建中的一种强烈的民族使命感和信心基础。

第三，对于当前冲击要进行相应的对冲，更重要的就是要抓住这种大格局中的插

曲所带来的战略新机会。目前美国遏制中国采取的两大手段，一是民主联合阵线，一是供应链联盟。这两个手段目前在俄乌事件中会形成不同的变化趋势，这是我们需要重点研判的。俄乌战争在近期会有一些结果，从经济的角度来讲，双边都会在新一轮博弈中明确自己的利益底线，形成相应的结果。但是在这一事件结束之后，大国博弈的主旋律又有可能进入到新阶段，而不会产生一些格局性的变化。对中国而言，会在目前的这种格局中得到很好的喘息机会。因此要抓住这些新的战略机遇，要从价值观、经济战略、外交策略上有系统的梳理。

闫衍： 俄乌冲突下的俄罗斯主权债务风险与中国应对

闫衍 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

以下观点整理自闫衍在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第43期）
上的发言

自从2022年2月24日俄罗斯对乌克兰展开特别军事行动以来，俄乌冲突已经持续了20多天。随着冲突的不断演进，市场对于俄罗斯的主权债务违约风险产生了担忧，我国经济运行的内外环境也难免受到俄乌冲突的波及。围绕上述两个问题，我认为本次俄罗斯主权债务违约风险具有一定的特殊性，且短期看其对全球金融市场流动性的冲击依然有限可控；面对俄乌冲突对我国经济的扰动，建议中国从五个方面采取措施予以有效应对。

一、当前俄罗斯主权债务风险压力上升、性质特殊但影响可控

在俄乌冲突下所面临的新形势冲突爆发之后，欧美等西方世界步调一致谴责俄罗斯，同步在政治、能源、金融领域向俄罗斯施压。西方对俄制裁，以及俄罗斯的反制裁，总体呈相互加码态势。SWIFT禁令和对俄央行储备资产的冻结，引发市场广泛担忧，除制裁导致全球大宗商品产生震荡、俄罗斯和欧盟等经济体受到的不同程度影响外，俄罗斯当局的反制措施和围绕制裁的不确定性，也对俄罗斯和全球资本市场造成一定冲击，并引发了俄罗斯主权债务是否违约的担忧。

金融制裁导致俄罗斯主权债务风险大幅上扬，面临违约压力。继3月初普京签署总统令，宣布用卢布支付“不友好国家”的外币债务后，俄罗斯主权CDS指数表明，主权债务违约概率升至80%，1YCDS上升至7789.65基点，5YCDS上升至2618.80基点，体现资本市场对俄罗斯主权债务违约的广泛担忧。为应对现金荒风险、平抑汇率波动，俄罗斯央行2月28日采取了将基准利率提升1050bp至20%，强制各企业将出口收入的80%

用于结汇等非常措施，此举虽然有助于缓释俄罗斯金融体系的资产负债表收缩风险，但将强化俄罗斯和欧美信贷体系对彼此的信誉损害预期，将在未来数年内挤压外资进入俄罗斯的信心。

金融制裁导致俄罗斯对外偿付风险加大，可能产生俄罗斯主权债务违约风险。俄罗斯存放于海外近 40% 的外储被冻结，一定程度上削弱了其外债偿付能力，而欧美制裁和俄当局反制措施，限制了外币债务的偿付通道，导致俄罗斯主权及公司债务偿付，面临因制裁造成的“人为因素违约风险”。

首先，从外储受冻结后对于外债 A 的覆盖倍数来看，俄罗斯央行作为最终垫付人的保障力度虽然有所削弱，然而依然具备偿还短期外债的能力。

截至 2022 年 1 月 14 日，俄罗斯的外汇储备总额达到 6,302 亿美金的历史最高水平（2015 年俄罗斯占领克里米亚时外储 3094 亿美元，当时外债 5020 亿美元），此轮俄罗斯遭受冻结的海外资产约占整体外储的 40%，造成俄罗斯当局用于应对外部风险的缓冲资源受到侵蚀。但从外储的构成占比来看，最新披露（截至 2021 年 9 月末）显示，俄罗斯央行地下仓库的黄金储备约占 21.7%，人民币资产占比 13.8%，上述储备在此背景下仍可提取并兑换，对 2022 年底前到期外债（约 530 亿美元）的覆盖率高达 4 倍，对整体外债的覆盖率亦达到 40% 以上。同时值得注意的是，俄罗斯主要的对外能源供应和出口并未中断（美国占比不足 2%），从而将继续为财政补充外汇来源，为短期外币债务的偿付提供缓冲空间。

其次，从俄罗斯主权债务规模和期限结构看，俄罗斯主权债务的短期偿付压力相对可控。从目前俄罗斯对外负债规模，以及外币计价规模和外汇储备的覆盖度来看，负债规模相对较小，俄罗斯对外负债或是外币负债，占本身的经济规模并不高（外债 4954 亿美元；外币债 4131 亿美元，占 GDP 的 24%，且多为非金融机构而非政府），同时短期到期债务规模不大（小于 1 年到期外债仅 777 亿美元，且小于 1 年到期的外币计价的外债仅 483 亿美元）。因此，短期偿付压力相对可控。

第三，制裁及其俄罗斯当局反制措施，对外币债务偿付带来限制，使得俄罗斯外

币债务偿付人为限制导致违约的可能性大幅上升。根据我们与俄罗斯财政部的沟通，俄罗斯外债还本付息的可行性取决于美国、英国和欧盟的监管机构规定。美国监管机构允许在 5 月 26 日之前偿还和赎回欧洲债券。3 月 1 日俄罗斯央行对债券存管机构、登记机构下达指令，暂时禁止对非居民持有的债券支付利息，其中包括卢布计价的俄罗斯联邦政府债券（称为 OFZ）。于 3 月 2 日到期的联邦政府债券，俄罗斯财政部虽然对支付款项进行了按时划拨，但央行禁令使得存管和登记机构无法对外及时支付，导致外国投资者于 3 月 6 日才获得对应资金，构成偿还延迟（一般有 10 天的宽限期）。

关于俄罗斯政府 3 月 16 日面临以美元计价的 1.172 亿美元的欧洲债券的票息支付（外币主权债券有 30 天的宽限期），俄罗斯财政部于 3 月 14 日表示，已向代理银行发出临时指令允许以外币进行对应票息支付，但同时俄财政部也表示，如果外国银行以俄罗斯政府和央行外汇账户因制裁被冻结为由拒绝执行支付指令，俄方将以等值卢布进行支付，从而造成所谓“人为因素违约危机”。最新信息显示，俄罗斯财政部已支付该笔利息，债券持有人收到了 3 月 16 日到期的俄罗斯债券的美元票息。据悉摩根大通通过寻求并获得了美国当局的必要批准后，才把该笔利息偿付投资者。截至制裁方案出台，俄罗斯政府总共有 15 笔未偿还外币债券，面值约 400 亿美元。上述欧洲债券于 2023 年和 2043 年到期，最新交易价格均为票面价值的 20%或更低，体现了很高的风险情绪和偿付的不确定性。如果制裁导致无法以发行时的计价货币偿还，或以卢布进行支付，将造成俄罗斯主权债务的违约。俄罗斯 1998 年主权债务违约是国内债务，但外币债务并未违约。因此，若俄罗斯在此次欧美制裁下外币主权债务违约，将是自 1917 年革命时，布尔什维克拒绝承认沙皇债务以来的首次外币主权债务违约。

截至目前俄罗斯偿付外债的实力虽然遭到削弱，但依然具备偿还主权外债的能力和意愿，但可能由于面临制裁而导致本金/利息支付出现“人为因素违约风险”，从而区别于以往发生的因偿付能力或意愿下降而造成的债务违约。

欧美制裁下的全球金融市场流动性风险有所显现，地缘政治紧张引发的避险情绪主导全球市场，金融市场局部流动性冲击有所显现，但蔓延全球的可能性较小。

俄乌局势引发的避险情绪，金融和能源制裁，以及事实性的供应冲击，都导致了全球各类资产价格波动率显著上升，局部的流动性冲击有所显现。俄罗斯政府和主要金融机构信用风险加速暴露，反应市场流动性的远期协议与隔夜指数掉期之差（FRA-OIS），一度升至 24 个基点高位，市场流动性持续收紧。目前来看，流动性冲击蔓延全球的可能性较小，但后续走势主要取决于俄乌局势发展，通胀走势以及货币政策路径。

二、我国应对俄乌冲突的五大措施与建议

当前俄乌冲突对中国的直接影响是有限的，但间接影响不容忽视。按照从近期到远期，从微观到宏观的顺序，建议应在以下五大方面做出有效应对：

首先，加强能源供给多元化与能源安全建设，推动可再生能源高质量发展。我国是全球最大的原油进口国，近年来，来自俄罗斯的原油进口占总进口量的 15%-20%。2020 年从俄罗斯进口煤炭占我国煤炭进口总量的 15.1%。随着欧美对俄罗斯的能源与金融限制，我国的能源供应链或将受到一定的扰动。此外能源缺口带来的输入型通胀压力也可能将波及我国。

短期看，我国应加大与俄罗斯的能源合作，特别是对天然气、原油以及煤炭的进口，加快中俄之间天然气管道的建设；加快战略资源储备。**长期看**，我国应加强能源供给的多元化，特别是推动可再生能源的高质量发展。新能源投资的扩大，不仅可以拉动投资对 GDP 的贡献，也是减缓能源地缘政治风险的重要手段，还是我国应对全球气候变化的责任担当。

第二，对美国所谓“长臂管辖”做好预案，避免“连带制裁”下我国相关企业出现重大损失。俄乌冲突以来，美国针对俄罗斯先后发起多项制裁，这些制裁虽然文字上仅限制美国人，但实际上所有非美国人与俄罗斯的交易一旦触及美国连接点（美国金融体系/美国人），也将可能受同等限制。最近发生的我国大疆无人机被禁用美国设计软件 Figma 的事件，凸显了相关风险进一步上升的可能。

短期看，我国应尽快加大梳理排查涉俄业务，进一步确定风险行业 and 风险名单，提

前做好预案，判断哪些损失可以避免，哪些成本可以承担，哪些收益可以继续获取，最大限度的降低制裁对我国的影响。**长期看**，积极拓展国际经济与外交合作，我国经济与世界其他地方的合作网络越健全，美国制裁中国的政策就越难成功。深入学习欧洲、加拿大等地区和国家在面对美国长臂管辖时保护本国企业的一些做法，构建符合中国国情的 SPV 机构，为我国企业与被制裁对象的经济来往提供渠道。

第三，提高企业应对国际金融市场波动的水平，降低或避免青山镍事件等类似企业损失。青山控股集团由于没有重视俄乌冲突对国际衍生品市场的外溢冲击，未能及时对金属镍的空头头寸进行处置，遭到国际资本的“逼空”，料将出现重大损失。近年来我国企业在国际衍生品市场上发生重大亏损的事件接连不断，暴露出国内企业对国际金融市场波动的敏感性较低，利用期货等衍生品市场对冲风险的水平有待提高。

短期看，随着俄乌冲突的持续与演化，我国企业应尽快着手对原油、煤炭、铝、镍、钯、铜、半导体原料、小麦等领域进行的套保头寸进行审视与优化，避免因国际金融市场波动带来直接损失。**长期看**，除提高我国企业参与国际金融市场的水平之外，应努力提高我国期货市场的国际化水平和影响力，形成与我国经济规模、原料购买规模相适应的价格影响力。

第四、提高我国金融体系“反封锁”的能力，避免与全球发展的“硬脱钩”。全球金融体系已经密切联系在一起，即便欧美对俄罗斯的制裁已经达到极大程度，但仍然没有选择将俄罗斯金融机构完全排除至 SWIFT 体系之外，另一方面，仅将七家俄罗斯银行剔除 SWIFT 系统，俄罗斯的大部分跨境金融交易和国际贸易业务已然受到冲击。在美国金融制裁的长臂管辖特征有可能波及我国的情况下，我国应当积极提高金融体系反封锁的能力。

短期看，应当对当前金融封锁所涉及的跨境金融交易与国际贸易领域进行梳理，对于可能遭到限制的领域制定替代机制。比如在中俄能源贸易过程中选择以人民币结算，甚至开展边境以物易物贸易，时刻保持双边贸易的替代机制能够起到作用。**长期看**，通过扩大“石油人民币”等机制提高人民币的国际结算份额，积极探索资本账户进一步开

放以促进人民币的自由兑换，不断扩大 CIPS 的覆盖与使用范围，并深度绑定全球金融体系，避免与全球金融体系硬脱钩。

第五、加强我国供应链安全保障，力保国内经济社会发展稳定。新冠疫情叠加俄乌冲突，全球供应链已经遭到了一定破坏，表现为原料短缺、大宗商品价格上涨，美国加快转向贸易保护主义，俄罗斯能源供应布局也将被迫面临调整。国内经济调整叠加外部地缘政治经济形势的迅速变化，有可能带来通胀上行及供应链不稳的双重压力，其中供应链不稳也是影响市场价格及大众生活的重要因素。俄乌冲突有可能带来的西方与非西方的阵营对立也有可能对我国的供应链安全带来负面影响。

短期看，应按照 2022 年政府工作报告的要求，加快实施“龙头企业保链稳链工程”，充分发挥各领域、各行业龙头企业的示范与集聚作用，从企业层面增强供应链的稳定性。**长期看**，转变我国产业链布局“两头在外”的局面，上游能源与技术供应，下游市场消费端都在海外，使得中国在全球化中一直处于“受制于人”的局面，应加快核心技术研发，扩大国内需求，积极构建国内经济大循环，并有效利用基本工业门类齐全的优势，在全球供应链当中占据主导作用。

任泽平：俄乌局势影响全球与中国经济的“六大渠道”、“五大方面”和“三大前景”

任泽平 著名经济学家

以下观点整理自任泽平在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 43 期）上的发言

一、俄乌局势对全球经济影响的“六大渠道”

第一，通胀渠道。俄罗斯是重要的能源矿产大宗商品出口国，资源品和农产品供给受阻抬高了全球的通胀，今年全球通胀可能会超预期。

第二，贸易渠道。俄乌冲突以及逆全球化的潮流冲击了全球的贸易和价值链，今年全球贸易面临着收缩甚至大幅收缩的风险。

第三，金融渠道。通胀压力上升，全球尤其是欧盟面临紧缩货币的压力。前段时间美联储也进行了首次加息，启动了加息周期。俄罗斯外债偿还受阻，也会导致一些流动性风险的上升。所以全球金融市场正在变得越来越动荡，全球央行包括美联储面临两难选择，通胀的飙升和经济下行压力并存，存在一种成本推动型、外部输入型、全球货币超发、供应链尚未完全恢复等几种因素叠加的滞胀风险。

第四，财政渠道。地缘动荡、军备竞赛增加了欧洲以及美国的财政压力。尤其是欧洲，德国公布了 1000 亿欧元用于军队的现代化改造。随着乌克兰难民的涌入，也会冲击西欧的福利体系和增加财政开支。有机构预计，可能将会有大约 700 万的难民离开乌克兰。

第五，大类资产渠道。自从冲突爆发以来，市场风险偏好下降。市场短期交易情绪表现为权益类高风险资产大幅动荡，甚至出现了明显的调整，国债、黄金、大宗商品等避险资产表现相对比较好。

第六，科技渠道。欧美对俄罗斯的科技制裁涉及到军事、航天航空、航油炼油等行业，俄乌冲突以及经济制裁长期持续，将面临拖垮俄罗斯、欧盟甚至美国经济的风险。如果俄罗斯和美国欧洲“硬脱钩”，全面制裁持续，俄罗斯面临从西方市场被清除的风险，俄罗斯的整个轻工业和制造业体系难以承受这样的打击。

这是对全球经济影响的六大渠道：通胀、贸易、金融、财政、大类资产和科技六大渠道。

二、俄乌局势对中国经济影响的“五大方面”

俄乌局势对全球经济影响也会波及中国，具体体现在五大方面。

第一，输入型通胀的影响。中国经济面临国际原油、天然气、小麦等价格的大涨，中国的原油大约 70% 依赖进口，这其中还有 70% 走马六甲海峡。

第二，通胀的上升掣肘货币政策，对今年的稳增长精准财政政策的要求会更高。

第三，在全球能源的大变局下，中国能源供应的安全面临较大的不确定性。俄罗斯对全球的能源供应因制裁而减少，如果中国加大对俄罗斯能源的进口，但也存在被美欧制裁范围扩大的潜在风险。如果不加大进口，我国将面临输入型通胀压力的上升。

第四，资本市场尤其 A 股担忧俄乌局势和输入型通胀，近期也出现了比较明显的调整。总体来看，前段时间，各监管部门也强调，2022 年国内的政策环境对经济和资本市场是友好的，“稳增长”是宏观政策的头等大事。

第五，美国、欧洲、俄罗斯之间的冲突可能会给中美关系带来一定的缓冲，但是“走钢丝”需要很高的平衡能力。我们需要清醒地看到，自 2018 年以来中美贸易摩擦，包括更早的时候美国战略东移，遏制中国崛起的最终底牌。最近海外除了大量的媒体在抹黑俄罗斯之外，也出现了一些政客媒体宣传机器抹黑中国的现象，需要关注。

三、俄乌局势未来“三大前景”

如果说通过现象看本质，各个博弈方期望的局势的走势是不太一样的，这和各个国家利益相关。

未来俄乌局势可能有三种走势：

第一种乐观情景：双方在经历前一轮鏖战后达成停火共识。即使有局部或小规模冲突，但势态逐渐趋于稳定。

第二种中性情景：双方并未在谈判桌前达成共识，导致战争持续陷入僵持，在乌克兰境内展开持续性冲突。

第三种悲观情景：北约介入，提供弹药库、精准卫星系统甚至出兵乌克兰与俄方在乌克兰境内发生高烈度战争，战争惨烈程度和持续时间超出预期。

透过现象看本质，综合各方利益，俄罗斯和欧盟希望第一种情景出现，这符合两方利益。俄罗斯经济实力难以支撑大规模持久战，存在被拖垮风险。欧盟受制于能源供给、不希望将战火引到家门口和追求独立摆脱美国控制的地缘因素，同样不希望局势恶化。

美国大多数人是热爱和平的，希望通过建设性的对话谈判解决。但是，少数持有冷战思维的政客、希望维持自身狭隘霸权利益的一些人以及希望发战争财的军工联合体，存在将事态引向第二、三种情景的动机：通过长期的俄乌冲突和经济制裁将竞争对手俄罗斯拖垮，通过硬脱钩将俄罗斯逐出西方市场，甚至制造俄罗斯内部动荡乃至政权更迭；欧盟不得不再度投向美国怀抱并依赖北约保护，美国大量向欧洲出口能源和武器进而军工联合体大发战争财；美国拥有制裁范围扩大等更多筹码遏制中国经济和高科技；这些都将增加世界的不稳定性。美国少部分人在战前“拱火”，比如支持北约不断东扩、在俄罗斯周边制造颜色革命、煽动反俄情绪种族对立，等等，而后在战争中不断出台恶化局势的措施。

在大动荡时代，我们需要超越时代的智慧，避免大国竞争的狭隘分析框架，避免落入零和博弈、此消彼长、修昔底德陷阱、新冷战等的狭隘思维，避免各国之间基于大国

竞争分析框架的过度反应和激化矛盾。应该按照“1+1>2”的全球化合作思维，开展合作，相向而行，构建人类命运共同体，为世界长期的和平与繁荣贡献力量。

二战后，欧洲一直推动一体化进程，从最早的煤钢同盟到后来的贸易同盟、汇率同盟，再到后来的货币同盟，目的就是为了避免邻国崛起的恶梦。大家在经济、贸易等方面深度捆绑，而战争一般来讲杀敌一千，自损八百，如果在经济贸易深度捆绑，多方面交流，利益深度嵌入，就是杀敌一千，自损也是一千甚至两千。所以，就有利于全球的合作和产业分工，为世界长期的和平与繁荣贡献力量。研究经济学的人都知道，全球分工和全球化是典型的“1+1>2”，它对于做大蛋糕有巨大的好处，但全球也面临同样的问题，在全球化的情况下有受损群体，也有受益群体。各个国家之间在做大蛋糕的同时，享受到全球化红利的同时也要处理好国内的收入分配问题，防止国内收入差距的扩大所带来的逆全球化、民粹主义甚至地缘冲突。

丁晓星：妥善处理中俄、中欧和中美三对关系，避免阵营化和“新冷战”

丁晓星 中国现代国际关系研究院欧亚研究所所长

以下观点整理自丁晓星在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 43 期）上的发言

一、俄乌冲突对俄罗斯的影响

首先，正如俄罗斯战略界指出的，这是一场得不偿失的战争。很多俄罗斯专家都说，正因为我们预测到了后果所以没有想到这样的决策。从俄罗斯的得失上来讲，在得方面可能能够得到乌克兰不加入北约，保持中立，或许能扩大一些地盘。但失的方面就有很多，特别是经济上遭到了严厉制裁。西方不和俄罗斯硬碰硬，而是以经济战、金融战、信息战、网络战应对俄罗斯的威胁。制裁的力度比 2014 年要大很多，冻结俄罗斯资产，将俄罗斯剔除了 SWIFT，300 多家跨国公司离开或暂停在俄罗斯的业务，这是非常罕见的。俄罗斯经济 2014 年以后长期停滞，民众生活水平下降，贫困率上升，这次制裁可能把俄罗斯排除在全球经济体系之外，武器、能源、农业的出口都将受到影响。所以，今年俄罗斯经济就有可能下降 8% 以上，未来将是一个停滞或下降的局面。

其次，**俄欧关系受损**。之前欧洲和美国是不一样的，由于密切的经济联系，欧洲不愿意对俄过度制裁，俄也比较看重俄欧经济合作。但这次冲突让欧洲恐惧，团结抗俄，对俄制裁十分严厉。在能源关系方面，本来欧洲对俄罗斯的能源依赖度很大，但是这次欧洲痛下决心，“北溪 2”管道已经被中止。美国官员的话说得非常狠，他们说“北溪 2”管道已经成为了海底的一堆废铁。这对俄罗斯的影响很大，出口收入下降，俄罗斯也将失去欧洲的资本和技术这一主要来源。

再次，**国际孤立**。现在国际话语权还是掌握在西方手中，俄罗斯的形象比较负面。俄罗斯人尤其在西方受到了全面的排挤，涉及到科技、文化、体育、演艺等各个方面。

最后，俄罗斯国内也可能产生变化。从现在看普京的执政地位短期还是比较稳固的，但俄罗斯国内反战的呼声不少，精英层不满，如果战争持续一段时间可能会引起俄罗斯内政的变化。

二、俄乌冲突对国际格局的影响

这场疫情已经对国际格局产生了较大的影响，全球化受阻，全球经济低迷。但是，俄乌冲突让我们领略了百年变局和国际格局深度调整的力度，对国际格局有四点影响。

第一，冷战后国际体系受到了冲击。俄罗斯的做法表明其不愿意接受西方治下的国际秩序，对西方发起了战略反攻，拓展势力范围和安全空间。俄罗斯是联合国安理会常任理事国，其与西方今后在联合国和国际组织的斗争将加剧。联合国的地位和作用将进一步被削弱，《国际法》实际上已经被各方严重破坏，未来的世界可能会进入一个没有规则的动荡时代。更多的国家奉行“丛林法则”，没有安全感、寻求安全感将是很多国家的头等大事，更多的国家会谋求加入军事政治集团。

第二，军备竞赛会加剧。俄乌冲突使各国都加大了军费投入。德国一改二战后的和平主义，将军费提高到GDP的2%以上，日本借机扩充军备，其他国家都会加大军费开支，甚至不排除一些国家开发核武器的可能，新一轮军备竞赛不可避免。2021年纳卡战争，今年的俄乌冲突，使军事手段成为解决问题考虑的一个选项，所以军事冲突的风险在上升。如果俄乌冲突恶化，大国间的大规模战争也不是不可想象的。

第三，世界经济受到冲击。虽然俄罗斯的出口份额包括GDP份额并不是很大，但其在关键产品上在全球市场上的占有量和出口量还是很大的。所以引起了全球通货膨胀，能源价格波动，粮食价格冲高新高，对产业链和供应链都会受到冲击。

第四，对国际格局的重塑。俄乌冲突冲击国际格局，表明俄罗斯不愿意接受冷战后的国际秩序。普京讲，俄罗斯不愿意卑躬屈膝地活着。西方牺牲了乌克兰对俄罗斯打经济战、金融战、信息战，全面地遏制俄罗斯。尽管冷战后新兴国家不断崛起，东升西降

的态势明显，但俄乌冲突事实上表明了西强东弱仍然是长期的现实，西方握有金融权、话语权、货币权等等。俄罗斯当然在经济方面有很重的损失，但是俄罗斯也会奋起反击，未来大国关系对抗的层面会更加激烈。

三、俄乌冲突对中国的挑战与应对

俄乌冲突对中国最大的挑战不是来自于经济。**俄乌冲突引爆了中国的舆论场，观点十分对立。**一方认为俄罗斯是中国的战略伙伴，必须支持俄罗斯，共同应对美国对中俄的双遏制。如果俄倒下，中国的战略压力将是巨大的。另一方认为俄国的做法违反了国际法准则，不能因为中俄关系好，就支持俄罗斯的行动。双方都有各自的依据，争论是激烈的。同时，俄与西方也都试图影响中国的舆论场，所以，我们不能忽视舆情上的风险。

与此同时，俄罗斯和西方都想拉拢中国。俄罗斯不断强调西方无法孤立俄罗斯，因为俄罗斯有中国这样的朋友。西方也不断地向中国施压，要求我们谴责和制裁俄罗斯。美国的用心更加险恶，将中国和俄罗斯捆绑，把中国推向西方的对立面，联合西方的盟友对中国进行新冷战。**国际关系阵营化和新冷战是我们面临的最大的风险。**

我认为我们还是要冷静，不要“新冷战”，中国一定要避免阵营化。“新冷战”不符合中方利益。在复杂的中美俄欧博弈中需要处理好三对关系。

一是维护好中俄关系。中俄关系七十多年来经历了风风雨雨，我们找到了正确的相处之道，就是平等互利，不结盟不对抗，不针对第三方。中俄不是盟友，是伙伴。中俄作为两个大国有共同利益，也有不同观点，更有理念上的差异，这是十分正常的。中俄在共同利益之处合作，在有分歧之处要坦诚相对。从我国的外交理念看，我们恐怕不能认同俄罗斯的做法，习总书记也讲了，中国历来主张和平，反对战争，对抗冲突不符合任何一方面的利益，我个人认为武力解决不了乌克兰的危机，只会加深俄乌兄弟民族的隔阂，但同时作为俄罗斯的战略伙伴，中国也不会落井下石。中国认为单方面制裁不能解决问题，中方不会参与西方对俄制裁，仍会一如既往地发展俄罗斯和乌克兰的正常贸易关系，

因为中国对俄罗斯和乌克兰都是最大的贸易伙伴，中国不制裁就是对俄罗斯最大的支持。中俄下一步应该紧密配合，相互协商，推动中俄务实合作进一步深化。针对西方对中国加强同俄罗斯合作的不满，我们可以告诉西方，一方面全球制裁俄罗斯的国家只有四十多个，印度、巴西、土耳其都没有参与制裁，土耳其还是北约成员国。所以，西方没有理由以此来威胁中国抹黑中国。另一方面我们也要让西方明白，不能把俄罗斯逼急了，要为政治解决留有余地，逼到墙角恐怕对西方也没有好处。

二是推动中欧关系的发展。因为中欧在乌克兰危机上还是有一些共同利益，不希望战事更持久和扩大规模，所以要共同推动危机的解决。中国可以加大对乌克兰的援助，参与乌克兰的战后重建。

三是稳定中美关系。近期中美领导人视频会议就对稳定中美关系有着非常重要的作用。

总之，面对大国对抗的风险，我们要冷静，要维护好中俄关系，推动中欧关系，稳定中美关系，避免阵营化和“新冷战”。

洪灏：从香港视野看美元体系下中国金融市场面临的不确定性

洪灏 交银国际董事总经理、研究部主管、首席策略师

以下观点整理自洪灏在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第43期）上的发言

一、A股市场出现明显波动性放大，港股市场出现“史诗级”波动

我主要从香港和A股市场的反应看一下市场是怎么看待俄乌冲突的局势的。

这一周A股市场有一个非常明显的波动性放大，香港市场的波动性放大已经到了“史诗级”的级别。周一、周二两天香港市场下跌了2500点，12-13%左右，从周三开始到周五，香港市场基本上收回了所有失地，同时，点位上涨了2500-2600点，这是非常大级别的一个周度波动。之前只在2008年雷曼轰然倒闭及1997年、1998年才看到过类似的盘面，即便当时的盘面如果从纯点位变化看，也没有这次的激烈。所以，这一周可以载入香港市场的史册。

为什么香港市场反应这么大？这值得探讨。香港市场是一个小型开放型市场，市场参与者除了A股南下资金、国资资金之外还有大量的外国投资者。虽然近年来，中国投资者占比在上升，但外资比例仍然是占比较主导地位。所以，在这场“史诗级”波动中，必须要了解各市场的参与者对于香港市场的变化，从这些参与者的态度去观察整个世界对俄乌局势、对金融的影响。同时香港也是全球第三大国际金融中心，是中国最主要的离岸金融中心，很多中国公司在外部融资发展自己的公司都是在纽约和香港上市的。我们可以分析各个市场参与者的情绪如何折射在 market 价格的波动中，以及这些价格的波动如何反映全球参与者在香港这一开放型市场中如何反映局势冲突。

首先我们来看市场情绪的变化。从2021年下半年开始到现在，这一开放型市场中的净卖出远远超过了买入，持续了大半年。这也解释了为什么香港市场在去年一年中，

尽管香港经济相比 2020 年疫情时要好很多，同时失业率大幅下降。但香港市场在去年却是全球跑得最差的主要股市之一，毕竟这是一个五六十万亿的市场，它的体量是非常大的。这么大的市场出现市场价格和经济基本面背离肯定是因为基本面之外的一些因素。同时日间的交易情绪不断下降，回到了 2020 年 3 月 24 日疫情最差的时候，以及 2018 年 10 月底的美国货币政策失误的时候，2016 年 2 月 A 股 5000 点泡沫破灭香港市场被波动感染的时候，以及 2011 年 10 月 7 日美国国债历史性评级的下调和 2008 年 10 月份左右。因此，市场参与者总体情绪非常悲观。这一周我们和市场上的交易员交流，会发现他们非常悲观，说这个市场基本不可投资了。这也反映在本周一的一篇 JP 摩根互联网行业的报告中，把这一中国增长力最高的、可能是最有希望、最有朝气的这个行业下降为卖出评级，同时说这个行业不可投资。这是我们看到市场的交易反应市场的悲观情绪，悲观情绪背后折射了俄乌冲突局势的恶化。

到底是谁在卖？刚才我们讲了市场有不同的组成部分，机构投资者和内部持股人（定义为公司的大股东和公司管理层），机构投资者包括 HedgeFund、南下资金。从 2021 年下半年开始，有一波机构和内部持股人都有小幅增持。但到 2021 年四季度香港市场开始加速下滑，内部持有人和机构投资者同时大幅抛售。这么短时间内这么大幅度的抛售是非常罕见的，这些钱都是这个市场里的“聪明钱”。因为内部大股东对公司运营情况非常了解，机构投资者一般以长线为主，所以它主要投资的是价值而不是价格波动。所以，当我们看到这种情况时，就可以知道这个市场出问题了。所有的“聪明钱”都在逃走，也造就了香港股指承受了这么巨大的史诗级别抛压的盘面，即我们看到的这一周的现象。

再来看市场空单的情况。空单是市场交易员去做空港股，香港是开放型市场，除了 1997 年击退国际做空基金时有一些做空的限制，除此之外香港市场是没有做空的限制的。我们用市场做空比例，即用空单量比上整体市场成交量来衡量市场情绪变化和市场悲观的程度。当前，市场做空比例基本回到了有数据以来最高的一次，这样的高度只在 2018 年 4 季度、2016 年 2 月、2008 年雷曼倒闭时、2002 年美国经衰退时见过。这是非常触目惊心的，也就是香港市场以及香港市场折射国际投资者对于整体中国投资的前景。毕竟很多在香港上市的公司都是中国的公司，同时外资现在参与中国的市场不是特

别的方便，因此很多外资都选择通过香港市场去表达自己对整体的中国投资前景的看法。现在这一做空比例也回到历史极值，这时候它隐含的意义如果不是美国经济衰退，就是市场极端的悲观，或者是因为疫情，或者是因为其他的因素。所以，恒指快速下行，这也是有数据以来最快的一次下行。我们以正太分布数据衡量，基本是五六倍以上的方差，大概是 300 万点一次，所以是非常触目惊心的。同时，恒指隐含波动率，从市场期权交易倒推出来的市场隐含波动率随着这一做空的比率，也飙升到历史的高度。所以，这一周香港市场经受了非常严峻的考验。不仅仅体现在做空比率、隐含的波动性、股指的历史性波动上，还体现在整体的市场叙事逻辑和叙事方式上，比如中国不能投资，香港没有前途，这些都在市场叙事逻辑中体现出来了。

最后来分析看空看涨期权成交量。自有数据以来的十多年，做多做空的期权比例一直比较稳定，即便在 2018 年 4 季度美国出现大萧条以来最差的股市表现，我们看到香港这边做空做多的期权比例也没有飙升，一直到 2020 年 3 月。期权是一个加杠杆的意见表达，如果不看好还去加杠杆不看好，更加让不看好的情绪影响到市场的走势。然而，近日看空看涨期权比例正急速下行。但刚才我们讲到，周一、周二的历史性暴跌和周三到五的历史性反弹，这么极端的对香港看空看多的情绪是双刃剑，一方面在下跌时成为了下跌的加速器，因为毕竟加了杠杆，但是在市场回暖反弹时，它也成为了这个市场加速反弹的一个动力，因为空仓被迫平仓，价格急剧上升和不断被拉高。星期三这么大的一个市场居然能够接近上涨 10%，星期四上涨了 7%，相信很多在市场活跃着的年轻分析师肯定是没有见过这样的盘面的。这也解释了这个市场对局势的看法，因为俄乌局势显示俄罗斯被制裁，制裁的方法就是金融战。虽然北约和美国只提供了一些武器，但是金融战和金融制裁对俄罗斯经济的伤害是更大的。甚至可以把俄罗斯央行海外的外汇储备冻结，让俄罗斯的央行在自己的银行系统受到冲击时，不能补充他们的流动性，这很容易造成银行挤兑。现在俄罗斯金融系统中现金的使用量是平时的 20 倍-50 倍甚至更高，这反映了俄罗斯人民非常担忧，也显示了金融制裁对于俄罗斯金融体系的冲击。因为中国和俄罗斯之前的一些交往，所以，国际市场也非常担心这个制裁会不会波及中国，这种担心从市场价格历史性的波动反映出来。

近日中美有一个高层交流，我认为在动荡时保持交流渠道的开放以及密切交流和互

相理解，将有助于市场的稳定，有助于俄乌冲突的稳定，最终希望能够得到一个和平解决的非常重要的途径。

二、美元霸权体系下中国金融市场面临的不确定性挑战

现在如果对于美元体系还有任何幻想，可能就是过于乐观了。这次制裁告诉我们，即便是我们手上有很多的美元资产，只要美国说你这个资产是不安全的，这个资产就瞬间变成了不安全的资产。同时，在金融方面，很多金融品以及市场资金的来源都很大一部分来自于美国。比如中概股如果要回归香港，意味着美国证监会不让我们在美国融资。回归香港并不是简单地进行一个两地同时上市就解决问题了，因为香港市场的体量太小了，只相当于美国市场的八分之一左右的流动性。同时，因为制裁美国投资者很可能不能参与中概股的投资，也可能会导致一些美国投资者退出，只有一些 Global mandate 基金才能参与。这对中国发展是巨大的挑战，因为发展科技需要资金。历史上我们从美国融到很多低价的美元资金发展中国最好的企业，现在如果美国像切断俄罗斯的金融来源那样切断我们的资金来源，一时半会我们还是被动的，或者我们的主动权并没有大家想象那么高。所以，在美元霸权仍然存在时，我们对于前景的判断要谨慎，同时出政策时也要考虑到未来大局发展的策略需要。



把脉中国经济 传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting 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:

