



俄乌冲突的金融制裁困局、 机遇窗口与国债策略

Financial Sanctions on Russia: Opportunity Window and National Debt Strategy

郭 栋

俄 乌冲突爆发和美欧对俄金融制裁升级将大国间博弈推升为全球关注焦点，因其风险冲击产生金融市场负面震荡，导致经济复苏阻滞。本文选择金融制裁为研究对象，从美国面临的困局问题入手，发掘危机育新机的机遇窗口，为中国发展路径提出国债应对预案。政策建议：一是发展国债市场，树立金融基准，服务国内“大循环”；二是提升国债质量，成为国际储备，融合国际“外循环”；三是重塑金融秩序，人民币国际化，推进外债“本币化”。

美国困局：金融制裁不适合用于 大国博弈的冲突解决

自我否定：切断SWIFT系统是对现有 国际货币体系的破坏

自2014年开启美欧对俄罗斯以金融

制裁为主导的大国博弈新模式，累计超过5 000多项涉俄金融制裁措施。金融制裁对俄罗斯的经济破坏已成事实，但是制裁高频实施在某种意义上是自我否定。制裁目标具有政治性，而非单纯的金融性，因此效果评估不能单纯以金融价值和经济利益衡量，非军事冲突为达到政治外交目的，局部“热战”超出预期。俄乌冲突爆发后，美国主导的金融制裁联盟已经启动了更具威慑力的制裁工具，即切断被制裁国的SWIFT系统。

部分市场观点认为切断SWIFT系统是美国实施金融制裁的“核武器”，该观点认识到了其危害性，但是过度夸大比喻存在认识的误区。SWIFT系统纳入了世界货币（美元）的金融基础设施体系，体现了美国金融霸权利益，将被制裁国（俄罗斯）剔除是对SWIFT系统的破坏，存在引

作者系国家开发银行资金部资深经理。本文为国家社科基金一般项目“货币回流的经济安全与国债市场渐进式开放策略研究”（21BGJ074）的研究成果。本文为个人学术研究观点，与所在机构无关。



发国际货币体系坍塌的风险隐患。应对风险，市场无形的力量驱动形成了新的发展方向 and 趋势，如大宗商品定价/结算的“去美元化”、国际货币跨境支付的“替代方案”和私人数字货币的“去中心化”等。

军事危险：俄罗斯反制裁扩大化存在不确定性风险

二战后，金融制裁成为核威慑背景下国家博弈的新型冲突形态，有别于热战和贸易战，被称为“聪明制裁”。国家间，尤其是大国间爆发热战的概率降低，在经济和金融领域的非军事冲突成为主要另类的战争形态。金融全球化建立的“你中有我，我中有你”的价值链关系存在对战争预判的误导，我们应警醒：经济的相互依赖性提高不能避免战争，在金融领域的制裁冲突将成为突破经济约束战争边界的助燃剂。

俄罗斯应对美欧金融制裁的反制在经济效率作用有限，如卢布国债替代外币筹资、处置外国资产等虽然对冲了破坏强度，仅能减缓制裁对本国经济的冲击。预判：国际金融秩序不改变，不对等的货币霸权针对被制裁国长期制裁将导致国家经济崩溃，破坏国家主权安危。从经济成本的视角，大国发动局部战争并非经济人的理智行为，存在巨大的战争成本和难以估量的战后恢复成本。本次俄乌冲突已使美国意识到超越金融领域的军事危险，前美国国际安全项目主任约翰·米尔斯海默表示，认识到俄罗斯战略核武器处于高度戒备状态，而北约和美国的

战争决心远不及其。从战争的评估视角，俄罗斯即使输了金融制裁，也绝不会轻易输掉短期的乌克兰战争，甚或更长期的战争扩大化。

政策束缚：拖累全球经济复苏，货币政策独立性削弱

俄乌冲突爆发后，美元指数呈现了大幅上涨，并不说明这将利好美国经济，只能反映全球避险情绪驱动的资金方向。俄罗斯作为主要的能源供给国，冲突和制裁因素叠加，成为当前大宗商品异动上升的主要诱因。局部冲突和国别因素成为拖累全球经济复苏的牵制力，高企的通胀预期和经济复苏的悲观情绪，已经干扰到美联储为首的主要发达经济体货币政策正常化回归安排。

以往美联储货币政策对全球经济和金融产生显著的“强溢出效应、弱反馈效应”。本次突发事件引发全球经济动荡连锁反应，已经形成了反馈美联储货币政策的强传导效应，干扰美联储货币政策鹰派特征趋向鸽派。大国货币政策以我为主的独立性已打破，俄乌冲突影响到美国国内政策，成为产生约束力的抑制条件。

机遇窗口：“危机育新机”推进区域合作和秩序重塑

观察窗口：美俄金融制裁与反制提供全球案例样本

与以往的金融制裁相比，美国实施



金融制裁对象在经济规模和军事力量对比上均属于小国，“以强凌弱”的打击与“大国博弈”的角逐存在本质上的区别。我国和俄罗斯同属于陆海复合型的大国，回溯历史上的中美贸易战和美俄金融战在持续时效和冲突演变上具有类似性。持续8年的金融制裁为研究提供了完整的案例样本，当前俄乌冲突爆发后的金融制裁激化，更是提供了重要观察窗口，其中，观测大国博弈的举措具有现实参考意义，评估政治经济变迁影响有助于不同预案的选择。

发展窗口：逆全球化加强为区域经济合作提供契机

从经济全球化视角，俄乌冲突爆发加快了美国和欧盟将俄罗斯挤出全球产业和价值链的决心和实操。全球化快速发展的历史已经过去，在“慢球化”时代俄罗斯经济存在被孤立的局势。这是制裁引发的逆全球化，加速了现有经济链条的断裂；未来全球经济发展区域化特征日趋显著：以美国为中心的北美区域、以欧盟为主体的欧洲区域和以中国为龙头的亚太区域。

金融窗口：稳定金融达成“去美元化”的全球共识

全球对美元为核心的世界货币体系的担忧由来已久，本轮疫情后日趋严峻，表现为：一是债务陷阱，美国国债规模已经达到30.3万亿美元，但美国GDP才23万亿美元；二是骤停危机，无限制的量化宽松

政策即将结束，货币正常化驱动国际资本撤离新兴市场，资金撤离或将引发金融海啸。在此情形下，对俄罗斯切断SWIFT系统，同样对其他国家也产生威慑效应，过度依赖美国控制的金融系统成为全球资产安全的巨大隐患。曾经世界货币为全球金融提供的效率优势，上述风险隐患形成了安全冲抵，“去美元化”全球共识形成。

策略应对：防范金融制裁胁迫的人民币国债预案

上述研究得出结论：一是“美国困局”分析认为金融制裁存在自我抑制的反作用影响；二是“机遇窗口”挖掘提出“去美元化”达成共识、存在国际金融秩序重塑的契机。美国政治、经济、外交具有典型的霸权特征，中国民族复兴之路需未雨绸缪为可能的大国博弈制定应对预案。

本文从人民币国债视角，基于新发展理念，围绕国内、国外双循环战略和人民币国际化提出策略应对，具体如下。

国内“大循环”：树立国债基准地位，增强金融韧性，服务实体经济

西方国债起源于殖民文化和战争用途，社会主义的人民币国债理念以人民为中心，服务实体经济发展。国债代表国家信用，发展国债市场，树立国债基准，有助于疏通政策传统，增强抵抗外部冲击的金融韧性。面对百年未有之大变局，疫情



防控下的中国经济复苏，实现经济繁荣，需要大体量、高质量的国债市场提供资金保障。未来面对金融制裁，如外部资金来源切断，国内债券市场将成为中国经济发展的关键输血来源。具体举措包括：一是扩大国债发行规模，优化债券品种的合理比例，提高国债产品的流动性；二是国债管理要货币政策和财政政策协同配合，应对经济周期波动和突发灾害事件需要部门合力；三是中国债券市场仍是新兴市场，金融市场深度和广度发展，要完善市场投资者结构，建立有责任感、有影响力的国债承销团；四是增强金融基础设施的“穿透式”监管功能，国债持有的制度安排坚持“中央确权、一级账户、直接持有”。

国际“外循环”：成为国际储备资产，强化HQLA特征，服务区域融合

美国国债是全球安全资产，是典型的高质量、高流动性资产（HQLA），是和美元构成世界货币体系的双支柱。已有研究证明，我国在发展外循环经济中，应以人民币计价和结算，方能弱化美国货币政策溢出影响。中国经济合作伙伴在境外持有人民币，存在价值投资主客观需求。因此，应在中国为中心的区域，推进人民币国债成为HQLA，成为各国央行的国际储备资产，为国际资金提供安全资产“栖息地”。相互的经济依赖虽然不能避免战争，但是区域内的经济利益融合，有助于在大国博弈中维护良好的外部政治外交环

境，避免被逆全球化孤立于产业链和价值链外。

债务“本币化”：重塑国际金融秩序，冲抵美元化效应，服务全球复苏

美国国债具有典型的债务“本币化”特征，即美国的国际债务以本币计价，在信用货币机制下美国国内货币政策调整美元发行可以实现全球债务分担机制。上述现象称为美债陷阱，包括我国在内的主要经济体持有大量的美国国债（以外汇储备的形式），如触发金融制裁存在主权资产受限制的局面。俄罗斯在本次冲突爆发前，在较长时间内对其外汇储备进行了资产调整，如抛售美债，增加黄金储备、购置欧元和人民币资产等。

中美作为全球最大的两大经济体，一旦发生金融摩擦，前述应对策略很难实施，唯有高质量的金融市场开放和人民币国际化的深度发展方能规避风险。从人民币国际化的货币功能看，我们与美元和欧元均存在差距；但是中国经济发展的红利是国债发展的机遇。人民币国债已经纳入国际主流债券指数，国际资本跨境持有人民币国债成为长期配置习惯，这有利于人民币债务的“本币化”特征增强。中国经济发展树立投资信心，国际资本与人民币资产的纽带关系增强，资本的融合提高了金融制裁与反制裁的经济成本，形成一定的约束力。^[N]

学术编辑：韦燕春