



大国博弈下西方对俄制裁走向、影响及我方对策研究

要 点

金融研究总监：詹向阳

城市金融研究所所长：周月秋

国际宏观经济研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮

王婕 罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：郭可为 马素红

guokewei@icbc.com.cn

相关研究：

2014/7/2 《世界杯之于巴西经济：

强心剂还是绊脚石？》

2014/6/6 《中国-东盟“黄金十年”

的主要成果与打造“钻石十年”的机遇与挑战》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 随着乌克兰局势持续演化，美欧制裁俄罗斯的影响体现在经济形势更趋恶化，金融市场动荡加剧，政府与企业融资成本上升，主导产业倍受冲击。制裁还有可能迫使俄罗斯进行经济结构调整与减少对美欧的金融依赖。
- 美国与俄罗斯在经济体量、增长趋势、双边贸易规模与结构以及全球金融地位上有着巨大的差异，因此美国受影响较为有限。
- 欧盟受制裁战的影响要明显大于美国：首先，严重威胁欧盟自身经贸利益。其次，令当前复苏乏力的欧洲经济更加不乐观。第三，使严重依赖俄罗斯能源供给的欧洲如履薄冰。第四，使欧洲金融业雪上加霜。
- 美欧俄以和平方式解决乌克兰危机的概率为 20%。美欧俄间断性展开制裁与谈判，谈判时断时续的概率为 35%。美欧俄相互制裁持续一年，谈判毫无进展的概率为 25%。美欧俄发动代理人战争的概率为 15%。北约与俄罗斯直接交战的概率为 5%。
- 美欧制裁俄罗斯给中国带来了诸多机遇，但美欧和俄罗斯长期交恶也不符合中国长远利益。对于我行来说：应加强与我国相关部门的沟通与协商，及时了解我国相关政策，调整我行经营策略；严格遵守美国与欧盟的制裁条令，杜绝与被制裁企业和金融机构发生被禁止的金融交易；积极应对美欧对俄制裁措施对我行分支机构的冲击等。

目 录

一、美欧持续强化制裁俄罗斯概况与特点	4
(一) 美欧对俄制裁的历程与俄的反制措施	4
(二) 美欧对俄制裁的特点	5
二、美欧制裁对俄罗斯的直接及深层影响	6
(一) 经济形势更趋恶化, 通胀压力陡升	6
(二) 金融市场动荡加剧, 资本持续大幅外流	7
(三) 俄国债收益率不断上行, 企业融资环境恶化	9
(四) 能源行业冲击甚大, 军工产业影响略小	10
(五) 深层影响之一: 制裁或推动俄罗斯进行经济结构调整	10
(六) 深层影响之二: 制裁令俄罗斯减少对西方的金融依赖	10
三、制裁是把双刃剑, 美欧受损程度大相径庭	11
(一) 制裁战对美国经济金融冲击较小	11
(二) 制裁战令欧盟遭受重大损失	13
四、展望未来, 美欧与俄罗斯以和平方式化解危机的可能性较大	16
(一) 美国受外交战略、内政民意的制约难以对俄持续实施高压政策	16
(二) 欧盟出于维护自身经济利益以及规避地缘政治风险的目的作出妥协让步的可能性较大	17
(三) 俄罗斯捍卫自身核心利益的决心不会动摇, 但与美欧长期对抗也力不从心	18
(四) 未来一年美欧俄“制裁战”情景分析	20
五、美欧制裁俄罗斯对中国利弊参半	20
(一) 美欧制裁俄罗斯给中国带来了诸多机遇	20
(二) 美欧和俄罗斯长期交恶也不符合中国长远利益	22
六、美欧制裁俄罗斯对我行的影响以及对策建议	22
(一) 加强与我国相关部门的沟通与协商, 及时了解我国相关政策, 调整我行经营策略	23
(二) 严格遵守美国与欧盟的制裁条令, 杜绝与被制裁企业和金融机构发生被禁止的金融交易	23
(三) 积极应对美欧对俄制裁措施对我行分支机构的冲击	23
(四) 加强对涉政治风险的业务的风险管控	24
(五) 高度重视俄罗斯以及欧盟金融市场的风险	24
(六) 重视俄罗斯资金流入香港等亚洲金融市场的机遇, 积极拓展外汇交易结算、投行、私人银行等相关业务	24

图目录

图 1 俄罗斯等金砖四国经济增长走势	7
图 2 俄罗斯、美国与德国主要股指走势 (2014 年以来)	8



图 3 俄罗斯、意大利与西班牙十年期国债收益率走势（2013 年以来）	9
图 4 俄罗斯与美国GDP总量比较（2000 年以来）	12
图 5 欧盟与俄罗斯年进出口额走势（1999 年以来）	14
图 6 欧盟经济季环比年率走势（2008 年以来）	15

表目录

表 1 美欧制裁俄罗斯措施一览表（截至 7 月 30 日）	5
表 2 美俄 2013 年前 20 大贸易伙伴及双边进出口总额（单位：十亿美元）	12

2013 年末以来，乌克兰国内关于“亲欧”还是“亲俄”引发的政治动荡日趋激烈，且负面效应逐渐外溢，乌克兰与俄罗斯、俄罗斯与西方国家的紧张关系持续升级。特别是克里米亚并入俄罗斯、马航 MH17 客机被击落更使地缘政治形势急剧恶化，以美国、欧盟为首的西方国家持续动用外交、经济、军事手段对俄进行制裁。俄罗斯人也毫不退让，对美欧实施反制裁。美欧与俄罗斯针锋相对，会对彼此的经济、金融形势产生怎样的影响？美欧是否会“伤敌一千，自损八百”？未来美欧俄如何解决争端？美欧与俄交恶会对中国产生怎样的影响？我行需要采取哪些规避风险的措施？本文将就以上问题尝试作出解答。

一、美欧持续强化制裁俄罗斯概况与特点

随着乌克兰局势持续胶着，美欧对俄罗斯的制裁愈演愈烈，迄今为止，美欧等西方国家对俄罗斯的制裁进行了四轮。而俄罗斯也出台了针对美欧的制裁措施。

（一）美欧对俄制裁的历程与俄的反制措施

第一轮（3 月 17 日），由于克里米亚宣布独立，正式申请加入俄罗斯，美国当日宣布对 7 名俄罗斯官员、4 名乌克兰官员实施签证禁令和资产冻结等制裁措施。欧盟也决定自 21 人实施限制旅游、冻结在欧盟资产等制裁措施。

第二轮（4 月 28 日），由于乌克兰东部顿涅茨克州和卢甘斯克州宣布独立，美国对 7 名俄罗斯官员实行资产冻结和签证限制，并对 17 家俄罗斯公司实施资产冻结。欧盟新增 15 位俄罗斯人实施资产冻结以及账户交易禁令。

第三轮（7 月 12-16 日），由于乌政府军与东部亲俄反政府军冲突不断，美国政府决定禁止两家俄罗斯金融机构（俄罗斯天然气工业银行和俄罗斯发展及对外经济事务银行）、两家能源公司、8 家军工企业借助美国资源获得中期和长期融资。冻结 4 名俄罗斯政府官员在美国资产，并禁止其与美国企业和个人有业务往来。欧盟决定在制裁名单中新增 11 人，同时不允许欧洲投资银行、欧洲复兴开发银行给俄罗斯新项目提供融资帮助。

第四轮（7 月 30 日），由于马航 MH17 客机被击落，美国宣布制裁三家俄罗



斯银行（俄罗斯外贸银行、莫斯科银行、俄罗斯农业银行）和一家国有造船公司在美国发行股票或者中长期债券。美国将暂停鼓励对俄出口，禁止向俄能源部门出口某些商品。欧盟阻止俄五家银行（俄罗斯联邦储蓄银行、俄罗斯对外贸易银行、俄罗斯天然气工业银行、俄罗斯发展及对外经济事务银行以及俄罗斯农业银行）进入欧盟金融市场、禁止签订军售合同、提供高新能源开采和军民两用技术，冻结 8 位俄罗斯人和 3 家俄罗斯公司的资产。

作为回应与反击，俄罗斯对西方国家的反制裁措施也已经出炉，主要包括：禁止进口美国、欧盟、澳大利亚、加拿大和挪威的水果、蔬菜、肉类、鱼类、牛奶和乳制品，自 8 月 7 日起生效持续一年。此外，俄罗斯政府正在考虑禁止欧盟和美国的飞机经俄罗斯中转到亚太地区。

（二）美欧对俄制裁的特点

美欧俄制裁的历程呈现出三大特点：一是制裁范围有别。美欧对俄的制裁由最初冻结个别人物的资产和签证逐渐扩大到外交领域的中止俄罗斯 G8 成员资格、经济领域的制裁俄金融、国防及能源企业乃至军事领域的美国中止与俄军事合作等。而俄罗斯对美欧的制裁仅限于进口食品的限制。二制裁力度不一。截至 7 月 30 日，美欧对俄制裁人数分别已达 50 人和 91 人，制裁的企业不断累积已多达数十家。而俄罗斯对美欧的制裁尚未针对具体的人以及企业。第三，制裁时间相同。欧盟 7 月 30 日出台的对俄新一轮制裁方案制裁期限暂定 1 年。而俄罗斯对美欧等西方国家的制裁措施也将持续一年。

表 1 美欧制裁俄罗斯措施一览表（截至 7 月 30 日）

	美国	欧盟
对个人冻结资产和拒发签证	50 人被列入名单，包括俄副总理罗戈津及俄罗斯石油公司总裁谢钦	91 人被列入名单，包括乌东部民间武装领袖及俄情报局主管
金融领域的制裁	美国已对俄罗斯银行（OAO Bank Rossiya）、俄罗斯投资资本银行（OAO Invest Capital Bank）、俄罗斯北海航线银行（SMP）、俄罗斯 Sobinbank 银行，俄罗斯外贸银行（OAO VTB Bank）、莫斯科银行（OAO Bank of	欧盟宣布将五家俄罗斯银行加入制裁名单，这五家银行分别是俄罗斯联邦储蓄银行、俄罗斯对外贸易银行、俄罗斯天然气工业银行、俄罗斯发展及对外经济事务银行以及俄罗斯农业银行。

	Moscow) 以及俄罗斯农业银行 (OAO Russian Agricultural Bank) 进行制裁。	
能源领域的制裁	制裁名单中包括了世界最大产油企业——俄罗斯国家石油公司；俄罗斯最大的独立天然气供应商诺瓦泰克公司。如果“产品和深海石油勘探和生产”以及北极石油开采有关，将拒发出口许可证。	禁止向俄罗斯出口关键的深海钻井、北冰洋石油勘探以及页岩石油钻井设备
军事领域的制裁	除了打击贩毒及阿富汗相关计划等部分项目外，自 4 月起中止与俄军事及民事合作。列入美国制裁名单的俄罗斯国防工业企业，包括：防空导弹制造商“金刚石-安泰”康采恩、轻武器制造商“卡拉什尼科夫”公司、反舰导弹制造商“玄武岩”科研生产综合体、坦克和装甲车辆制造商“乌拉尔车辆制造厂”等。	禁止向俄罗斯出口可转化为军事用途的高科技设备。
外交领域的制裁	八国集团(G8)：克里米亚入俄后，西方领袖中止俄国的 G8 成员资格，并取消原定 6 月在索契举行的峰会	停止与俄有关互相放宽签证政策的对话

资料来源：根据 Wind 资讯金融终端与财汇金融分析平台相关资讯整理。

二、美欧制裁对俄罗斯的直接及深层影响

欧美对俄罗斯的制裁将对俄罗斯实体经济、金融、产业形成不同程度的冲击。制裁对俄罗斯的短期直接影响体现在经济形势更趋恶化，金融市场动荡加剧，政府与企业融资成本急剧上升，主导产业倍受冲击。制裁还有可能迫使俄罗斯进行经济结构调整与减少对美欧的金融依赖。

(一) 经济形势更趋恶化，通胀压力陡升

近年来，受国内经济结构较为单一，全球经济整体低迷的影响，俄罗斯经济增速大幅放缓，由 2011 年 4.3% 降至 2014 年的 1.3%。2014 年俄罗斯经济形势更加严峻，前两季度经济同比增速仅为 0.9% 和 0.8%。随着乌克兰局势日趋紧张，俄罗斯各项经济指标持续恶化。4 至 6 月，俄罗斯工业生产环比连续三月负增长，且制造业 PMI 一直处于处于“荣枯线”之下，这意味俄罗斯工业生产前景仍不乐

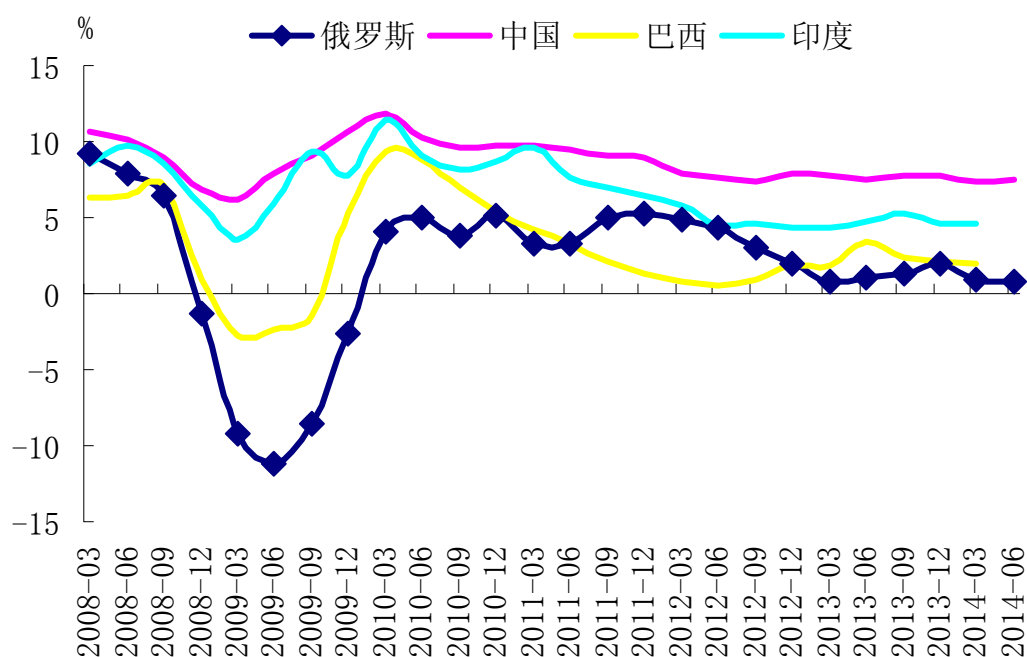


观。“三驾马车”中的固定资产投资与社会零售商品总额也表现差强人意。

在俄罗斯经济下行的同时，其通胀压力急剧上升。4至7月，CPI连续四个月维持在7%以上，年内降至俄罗斯央行通胀率6.0%—6.5%的目标区间几无可能。为缓解物价上涨的压力，俄罗斯央行今年以来4度加息，基准利率由年初的5.5%提升250个基点至目前的8%。

在美欧制裁压力越来越大的情况下，俄出口必然减少，企业盈利能力减弱，企业投资与私人消费也将受到影响，未来俄罗斯经济将会更加举步维艰。国际货币基金组织（IMF）在今年7月24日的最新预测也将俄罗斯2014年经济增速由4月份预测的1.3%大幅下调至0.2%。

图1 俄罗斯等金砖四国经济增长走势



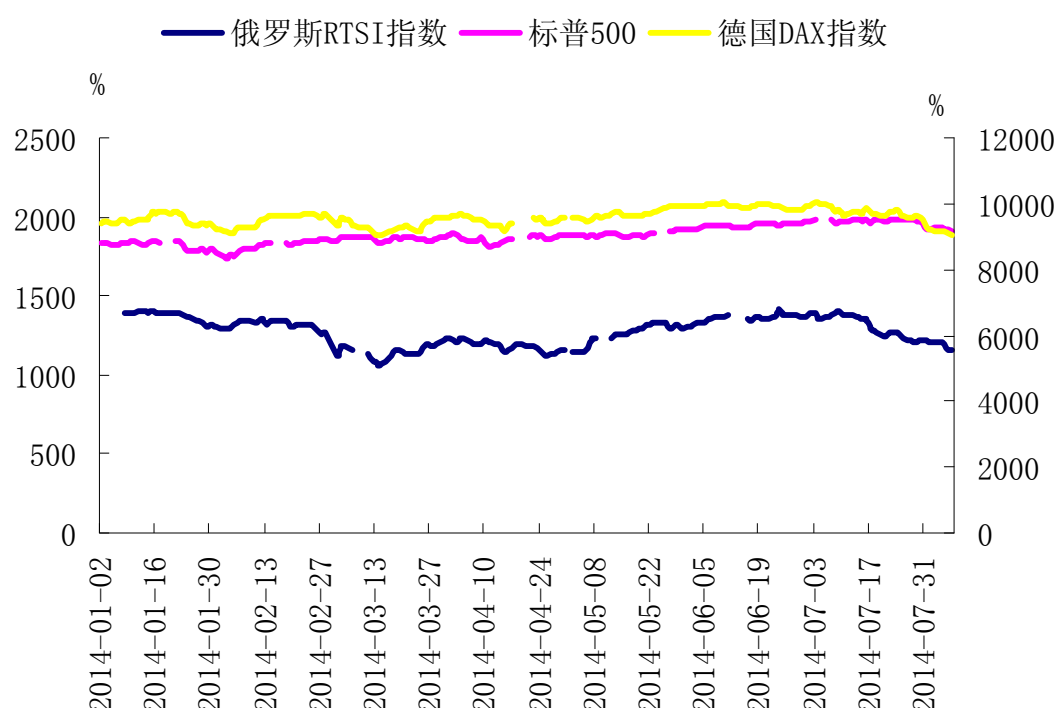
资料来源：Bloomberg，IMF，世界银行，除特别注明外，下同。

（二）金融市场动荡加剧，资本持续大幅外流

马航 MH17 坠毁以及美欧加大对俄罗斯制裁力度后，全球金融市场恐慌情绪

急剧升温，有“恐慌指数”之称的 CBOE 波动性指数 (VIX) 于 8 月 1 日冲高至 17.03 点，较 7 月 3 日刚刚创下自 7 年多来（2007 年 2 月以来）最低水平 10.32 点暴涨了 65.02%。7 月 16 日至 8 月 15 日一月间，俄罗斯 RTSI 指数下跌 8.86%，美国道琼斯指数、德国 DAX30 指数、法国 CAC40 指数与英国 FTSE100 指数分别下跌 2.33%、6.45%、3.04% 和 0.32%。

图 2 俄罗斯、美国与德国主要股指走势（2014 年以来）



卢布对美元以及对欧元的汇率也震荡走低。截至 8 月 11 日，卢布对美元汇率从去年末的 1: 32.87 贬值至 1: 35.94，而卢布对欧元由去年末的 1: 45.22 贬值至 1: 48.08。随着美欧对俄的制裁加剧，卢布对美元以及欧元汇率年内有可能继续贬值至 1: 38 与 1: 50 点位。

由于乌克兰局势持续动荡，美欧越来越明朗化、实质化的制裁使投资者纷纷将资本从俄国内抽离。俄罗斯中央银行 7 月 9 日公布的数据显示，今年上半年俄罗斯资本净流出额达 746 亿美元，是去年同期的 2.2 倍，且超过去年全年资本净流出总额。此外，外国对俄直接投资锐减。2014 年上半年俄非银行部门吸引外

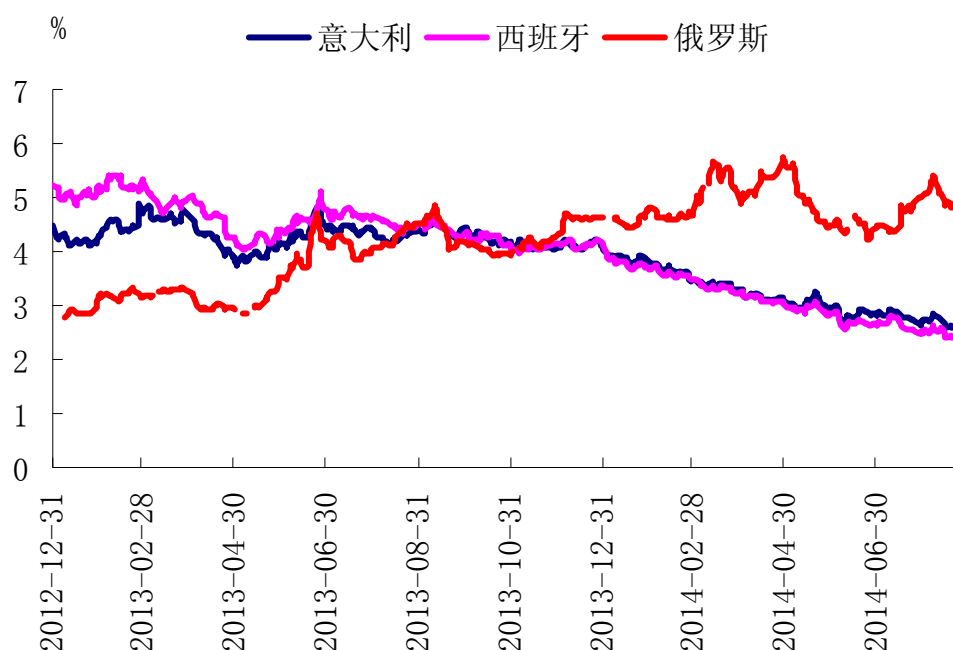


国直接投资额为 172 亿美元，同比减少 60%。资本大幅外逃会直接影响到本币的稳定性，为了维持卢布的稳定，俄罗斯央行不得不动用有限的外汇储备。截至 7 月，俄罗斯外汇储备总额为 4687.62 亿美元。这也预示着，如果保持目前的资本外流速度，考虑到俄罗斯多家银行的融资需求以及需要偿还的外债本息，俄罗斯外汇储备也许最多可以支撑两年。需要值得注意的是，如果愈加严厉的制裁在俄罗斯国内外加剧了恐慌情绪，资本外逃或将加速。

（三）俄国债收益率不断上行，企业融资环境恶化

乌克兰危机以及美欧与俄对峙形势的明朗，令俄罗斯国债收益率大幅上升。截至 8 月 7 日，俄罗斯十年期国债收益率为 5.40%，较年初的 4.57% 上涨 83 个基点。与俄罗斯相比，其他一些国家的借贷成本目前正处在历史低点，即便是像西班牙和意大利债务负担沉重的国家，其 10 年期国债的收益率均在 3.0% 以下。

图 3 俄罗斯、意大利与西班牙十年期国债收益率走势（2013 年以来）



此外，美欧最新制裁措施意图通过将俄罗斯银行业最大程度排除在西方国家资本市场之外，以推高其融资成本，并对它们的利润造成伤害、压制他们进行放贷的能力。据美国彭博新闻社数据，自 1998 年主权债务违约以来，俄罗斯从国

际资本市场获得至少 6000 亿美元债务和股票融资。而近一两年内，俄罗斯企业约有 1650 亿以美元和欧元计价的债券以及超过 1000 亿美元离岸银团贷款需要偿还。同时俄罗斯在资本市场上的证券发行也陷入困境。

（四）能源行业冲击甚大，军工产业影响略小

美欧最新制裁措施主要瞄准俄罗斯政府的重要财源——能源和军工行业。过去 20 年间，能源行业为俄罗斯经济发展和地缘政治崛起作出巨大贡献。目前俄罗斯每天的石油产量接近 1050 万桶，是全球最重要的石油生产国之一。美欧的新制裁措施旨在削弱俄罗斯对于石油资源的长远期开发能力，而不仅仅是限制俄罗斯当下石油产量。俄罗斯石油公司、俄罗斯天然气工业银行、诺瓦泰克公司等几家受西方制裁的俄罗斯大公司受损严重，能源行业的发展面临困境甚至停顿。此外，美欧的最新制裁措施旨在打击俄罗斯开发新油气资源的长期能力，加入阻止俄罗斯获得西方油气勘探技术的内容，为俄罗斯能源行业的未来蒙上阴影。

军工行业方面，目前有 8 家俄罗斯军工企业被美欧列入制裁名单，尽管俄罗斯的军工产业主要向发展中国家出口，对俄罗斯的经济影响暂时不能达到西方的预期。但在美欧强大的压力下，以及美元在国际货币结算体系中仍占据主导地位，俄罗斯军火的进口国也许会不得不选择放弃，因此美欧的制裁对俄罗斯军工产业的影响可能会逐渐显现出来。

（五）深层影响之一：制裁或推动俄罗斯进行经济结构调整

尽管此次西方国家对俄罗斯制裁十分严厉，但也可能促使俄罗斯政府进行经济增长战略与经济结构调整。俄罗斯幅员辽阔，地大物博，工业基础雄厚，劳动力素质较高，科研创新能力较强，因此俄罗斯发展门类更加齐全、加工程度更高、附加值更高的产业具有得天独厚的条件。但长期以来，俄罗斯形成了以能源重化工业为主导的经济结构，生活消费品部门较为薄弱。俄罗斯受美欧制裁后，能源、冶金、军工等产业的增长前景比较暗淡，因此俄可能会顺势调整以自然资源出口为主导的经济模式，有针对性的推进进口替代战略，争取摆脱充当西方原料输出国的角色，大力发展内需与外需相对均衡发展的经济增长模式。

（六）深层影响之二：制裁令俄罗斯减少对西方的金融依赖



在美欧逐渐加大对俄罗斯金融制裁后，俄罗斯政府出台了一系列政策措施，旨在减少对西方的依赖。一是创建本国支付系统以及引入中国的支付系统。由于 VISA 和万事达公司已经停止向受制裁的几家俄罗斯银行提供支付服务，因此俄罗斯联邦储蓄银行、莫斯科银行、俄罗斯股份银行、俄罗斯国家商业银行等已经开始发行采用俄独立支付系统“普罗 100”的银行卡。此外，俄罗斯还准备引入中国的支付系统。二是大力开拓亚洲特别是香港融资渠道。由于欧美融资市场对俄罗斯几家大银行基本关闭，俄企开始寻求在亚洲市场特别是香港融资的机会。主要原因是港元汇率依然采取盯住美元的联系汇率制度，且在全球第二大经济体中国政府的支持下，有着极强的稳定性。而香港同样是一个完全国际化的市场，资金的流动不会受到任何限制。一旦国际市场对俄罗斯制裁减弱，其资金回流俄罗斯不成问题。

三、制裁是把双刃剑，美欧受损程度大相径庭

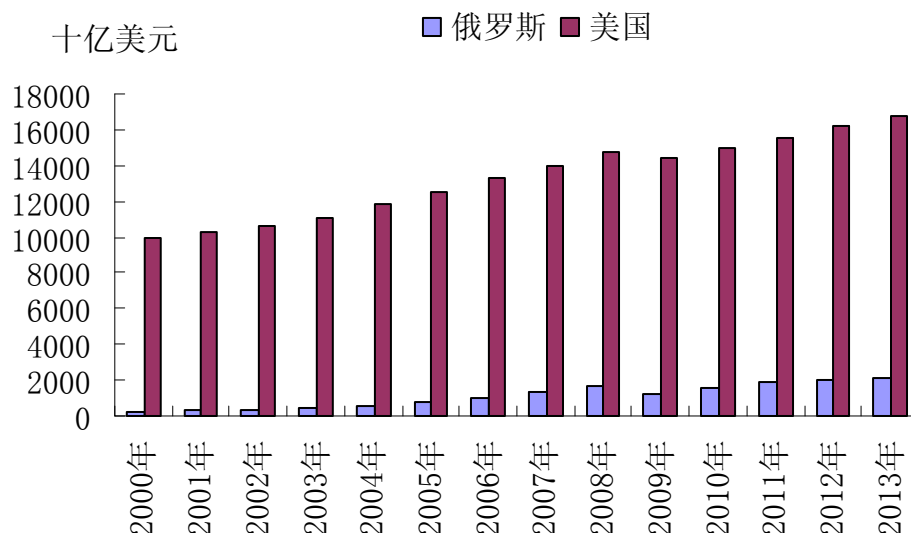
在经济全球化如此深入的今天，制裁俄罗斯是一把双刃剑，美国和欧盟很难做到毫发无伤，但程度明显有差别。

（一）制裁战对美国经济金融冲击较小

美国与俄罗斯在经济体量与增长趋势、双边贸易规模与结构以及全球金融地位上有着巨大的差异，因此美国与俄罗斯的制裁战对美国影响较为有限。

首先，美俄经济体量不平衡且经济增长趋势迥异是美国不惧制裁的基础因素。从经济体量看，美国要远远大于俄罗斯。根据世界银行的数据，2013 年美国实际 GDP 总量为 16.8 万亿美元，而俄罗斯 GDP 总量仅为 2.1 万亿美元，约为美国的八分之一。从经济增长趋势来看，美国经济逐步摆脱今年一季度极寒天气的负面冲击后，在二季度强劲反弹，季环比折年率初值达到 4.0%，远高于市场预期。消费、投资与出口“三驾马车”并驾齐驱拉动美国经济强势复苏。而反观俄罗斯经济则每况愈下，内需困顿，外需不振。美国与俄罗斯的相互制裁对俄罗斯经济有雪上加霜的作用，而对美国则效用有限。

图 4 俄罗斯与美国 GDP 总量比较（2000 年以来）



其次，美俄贸易不平衡是美国不惧制裁的直接因素。美俄相互制裁的直接后果就是双边贸易受损，而从对对方的贸易重要性来看，俄罗斯显然不是美国值得特别重视的交易对手。因为美国是俄罗斯的第四大贸易伙伴，第四大出口市场和以及第三大进口来源地，而俄罗斯是美国第十七大贸易伙伴，第十八大出口市场以及第十七大进口来源地，2013 年双边贸易总额为 438.04 亿美元，与欧盟超过 3200 亿欧元的贸易总额相去甚远。美国对于俄罗斯能源、军工等产品需求甚少，而俄罗斯禁止进口美国食品也对美无关痛痒。

表 2 美俄 2013 年前 20 大贸易伙伴及双边进出口总额（单位：十亿美元）

美国 20 大贸易伙伴		俄罗斯 20 大贸易伙伴	
加拿大	597.3	中国	92.7
中国	587.4	德国	88.0
墨西哥	486.5	荷兰	44.1
日本	210.5	美国	43.8
德国	156.6	乌克兰	39.0
韩国	104.2	日本	37.2
英国	87.4	白俄罗斯	36.8
沙特阿拉伯	72.7	土耳其	32.3
法国	71.4	意大利	31.2
巴西	67.5	波兰	28.9
印度	65.3	法国	26.2



新加坡	56.7	哈萨克斯坦	25.3
荷兰	56.3	韩国	21.8
意大利	52.2	芬兰	19.3
比利时	49.3	英国	18.2
委内瑞拉	46.5	比利时	16.1
俄罗斯	43.8	西班牙	15.8
马来西亚	43.5	捷克共和国	12.6
瑞士	40.8	斯洛伐克	11.6
泰国	40.8	匈牙利	11.4

第三,美国在全球金融的霸权地位是美国不惧制裁的重要因素。在布雷顿森林体系之下,美元等同于黄金,成为“美国世界地位的基石”。布雷顿森林体系崩溃之后,美元在现行国际货币体系中依旧具有核心货币的地位。根据 IMF 的报告,在全球外汇储备中美元占 60.9%;在国际贸易中,有 2/3 是用美元结算的;在外汇市场上,以美元结算的占 83%;国际证券发行总额接近 1/2 由美元标价;金融衍生产品结算至少有 1/2 是用美元。因此俄罗斯在美元占据主导地位的全球金融市场上完全处于被动,随着制裁的深入与持续,俄罗斯相关银行与能源企业在以美元计价为主的融资市场以及大宗商品市场上将会举步维艰。

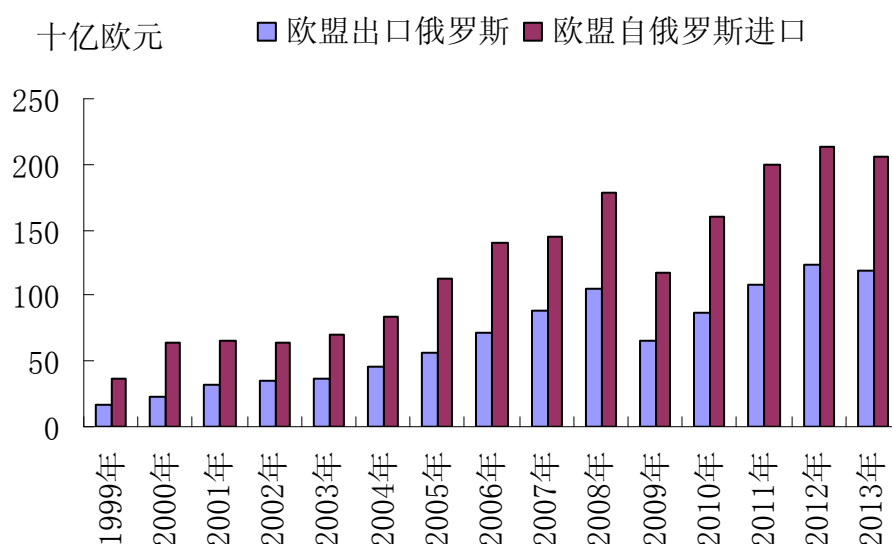
(二) 制裁战令欧盟遭受重大损失

相较于美国受制裁战影响有限,欧盟由于与俄罗斯经贸往来十分紧密、地缘接壤等因素,受制裁战的影响要明显大于美国,甚至与俄罗斯不相上下。主要体现在四方面:

首先,欧俄大打“制裁战”恐严重威胁欧盟自身经贸利益。欧盟是俄罗斯的第一大贸易伙伴,根据欧盟统计局的数据,2013 年,双边经贸总额为 3249.11 亿欧元,同时也是俄罗斯外商直接投资的主要来源。欧盟委员会预计,由于欧盟对俄罗斯实施制裁,欧盟今明两年将分别减少 400 亿欧元和 500 亿欧元收入,分别占 GDP 的 0.3%和 0.4%。欧盟主要成员国对俄均有紧密的贸易往来。欧盟第一大成员国——德国与俄罗斯的贸易往来十分密切,2013 年德国对俄罗斯出口额达到 361.06 亿欧元,占欧盟对俄总出口额三分之一。德国还是欧洲对俄罗斯经

济的最大投资方，约有 6200 家德国企业在俄罗斯开展业务，2013 年对俄直接投资超过 160 亿欧元。制裁俄罗斯使德国被迫减少数十亿欧元的出口，并可能导致经济增长停滞。意大利是俄罗斯在欧元区的第二大贸易伙伴，且十分倚重俄罗斯的投资。而法国是俄罗斯在欧元区的第三大贸易伙伴，且是俄重要的军火贸易伙伴，因此坚决拒绝英国要求其撕毁价值 12 亿欧元的向俄供应“西北风”级直升机航母的军事大单。

图 5 欧盟与俄罗斯年进出口额走势（1999 年以来）

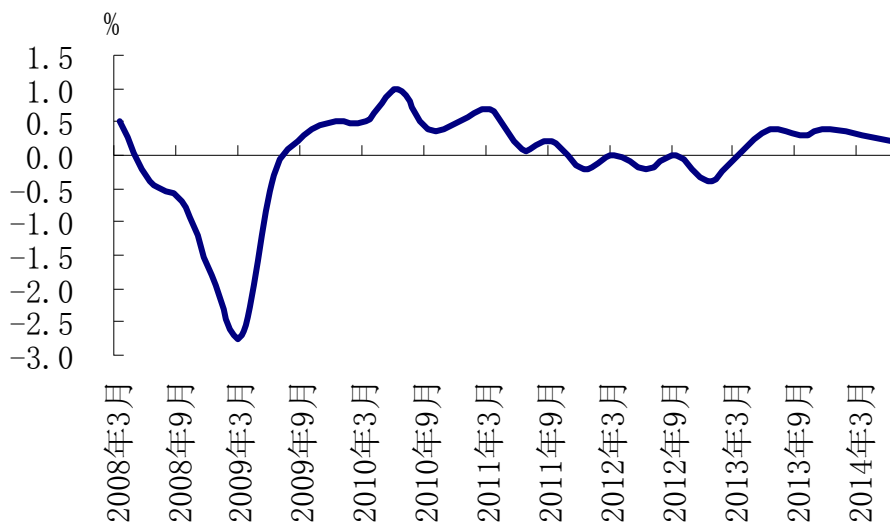


其次，欧俄大打“制裁战”将令当前复苏乏力的欧洲经济更加不乐观。欧元区经济在今年一季度微弱增长后，在第二季度重新陷入停滞，欧元区二季度 GDP 折年率增长 0.2%，环比增幅为 0。其中，德国与意大利均环比下降 0.2%，法国环比下降 0.01%。而今年 6 月，欧盟与欧元区的失业率则分别高达 10.2% 和 11.5%。在美欧加大对俄罗斯的制裁之后，市场对德国及欧元区的经济增长前景充满忧虑。德国 8 月 ZEW 经济景气指数自 27.1 重挫至 8.6，欧元区 8 月 ZEW 经济景气指数也自 48.1 大幅下挫至 23.7。在此背景下，如果欧盟对俄制裁持续一年甚至更长的时间，将导致欧元区甚至整个欧盟经济复苏难上加难。一方面，欧盟对俄罗斯的经济制裁会加速俄罗斯资金流出欧洲，资金的流失对欧元区经济复苏形势



更加不利。另一方面，对俄制裁对一直居高不下的欧洲失业率将起到推波助澜的作用，仅德国就约有 30 万个工作岗位直接依赖对俄出口。

图 6 欧盟经济季环比年率走势（2008 年以来）



第三，欧俄大打“制裁战”将使严重依赖俄罗斯能源供给的欧洲如履薄冰。俄罗斯是欧洲最大的天然气供应国，俄罗斯出口的原油中，有 84% 被欧盟所购买，而出口的天然气中也有 76% 被欧盟购买。有大约四分之一的欧盟国家完全依赖俄罗斯的天然气和原油供应。目前，大部分俄罗斯运输到欧洲的天然气仍需要途经乌克兰。其中，德国约三分之一的天然气和石油来自俄罗斯，俄罗斯对欧出口的三分之一销往德国。而乌克兰尽管态度强硬，但实际上却是最依赖俄罗斯天然气的欧洲国家之一，该国约 60% 的天然气供应来自俄罗斯。如果俄罗斯采取“能源武器”来报复欧盟的制裁，今冬欧盟将面临“断气”危险。而能源短缺将导致能源价格上涨，欧盟地区的生产和生活都将受到重大影响。而乌克兰议会近期通过一揽子对俄制裁措施，禁止俄罗斯过境乌克兰向欧洲输送能源，此举无疑会令让欧盟的天然气供应受到严重干扰，也会给俄乌双方带来重大的损失。

第四，欧俄大打“制裁战”将使欧债危机后百废待兴的欧洲金融业雪上加霜。根据国际清算银行（BIS）提供的数据：截至今年第一季度，俄罗斯约有 74% 的外债来自于欧洲。其中，法国是最大“债主”，手握 470 亿美元债权；意大利排

名第三，为 260 亿美元。俄罗斯占法国国外银行放款总额比例约为 23%，因此俄罗斯如果违约，法国要承担的风险也非常高。而英国金融业更由于俄罗斯受益匪浅。2004 年到 2012 年，在欧洲进行新股发行的俄罗斯企业共筹集到 130 亿英镑的资金，而所有的 IPO 都是在伦敦股市进行的。受俄欧制裁战的影响，今年上半年，由伦敦金融机构经办的涉及俄罗斯企业的并购规模暴跌 39%。

四、展望未来，美欧与俄罗斯以和平方式化解危机的可能性较大

随着美欧等西方国家与俄罗斯的制裁与反制裁的进一步深化，俄罗斯与西方的关系坠入冷战结束后最冰冷的谷底。我们判断，尽管美国、欧盟与俄罗斯均有自己的核心利益与原则需要捍卫，但也均有多种因素掣肘，因此三方最终互有妥协，以和平方式来化解危机的可能性较大。

（一）美国受外交战略、内政民意的制约难以对俄持续实施高压政策

首先，美国对乌克兰的渗透分离战略遇到俄罗斯阻力的强大程度估计不足。美国推动北约东扩，以及欧盟东扩，无不以乌克兰为重要目标，均旨在打压俄罗斯的地缘政治空间，防止其东山再起，成为前苏联一样的威胁。尽管这一渗透分离战略对付前苏联加盟共和国以及东欧卫星国屡试不爽，北约已经将东欧 12 国收至麾下，而欧盟现已收编了东欧 11 国。但是此战略在乌克兰却遇到了极大反弹，因为俄罗斯绝不会坐视战略地位首屈一指的乌克兰成为西方反俄罗斯的堡垒，因此不惜冒受制裁甚至军事冲突的风险而接受克里米亚入俄以及支持乌克兰东部反政府武装。

其次，从美国的全球大战略来看，美国也处于战略收缩的阶段。金融危机之后，美国的外交政策转入了一条全面收缩的轨道，金融危机既打击了美国的制度自信，也让进取性政策所带来的财政负担变得难以忍受，而高举和平旗帜的奥巴马上台后，更是积极主动地推行了在全球收缩的战略，在应对伊拉克极端武装 ISIS（伊拉克和黎凡特伊斯兰国）的肆意妄为时应对迟缓、在阿富汗不负责任的草率撤军、在叙利亚政府军对贫民使用化学武器时软弱退让等都是明证。因此面对俄罗斯的强烈反应，美国对给予俄罗斯更加强硬的回应缺乏足够的实力和信



心。

第三，从美国国内看，奥巴马也麻烦缠身令其难以集中精力应对俄罗斯。反战情绪是奥巴马必须考虑的重要因素之一。奥巴马当初之所以先在党内打败希拉里，再在两党对决中击倒麦凯恩，靠的就是小布什发动伊战以来美国国内凝聚的一股反战怨气。这股怨气目前来看仍未减弱，在美国对叙利亚动武的问题上，不论美国参众两院还是社会群体，反对之声都不绝于耳。此外，美国警察在密苏里州弗格森镇击毙 18 岁黑人青年布朗所引发的种族骚乱、美国国会众议院授权议长博纳起诉总统奥巴马等国内事件均令奥巴马无暇分身。

总之，美国俄罗斯的行动可能停留于外交谴责与经济制裁的层面，上升到冷战式的政治与意识形态对抗的可能性较小。在经济制裁方面，美国对俄罗斯的制裁方案也留有一定余地。美国对俄罗斯 5 家国有大银行的惩罚力度比较细微，程度远不及向伊朗银行施加的完全禁止业务往来，只是阻止这些银行获得中长期贷款的能力。美国对俄能源行业的惩罚也限于限制对俄出口深海钻井、北冰洋石油勘探、以及页岩石油钻井设备，这些限制措施并不会对当前的俄罗斯能源产能产生太大影响。

（二）欧盟出于维护自身经济利益以及规避地缘政治风险的目的作出妥协让步的可能性较大

首先，欧盟与俄罗斯千丝万缕的经贸联系是欧盟对俄制裁的缓冲器。欧盟与俄罗斯在经济金融上对彼此的重要性不再赘述。因此欧盟对俄罗斯制裁措施也留有余地。能源方面，欧盟严重依赖俄罗斯天然气供应，因此制裁措施不针对俄罗斯天然气工业，只针对石油工业。军售方面，涉及军购和高技术产品的制裁措施不具有追溯性，只是针对未来的武器贸易，因此法国和东欧一些国家与俄罗斯已经签署的军事合同可以正常履行。金融方面，俄罗斯国有银行仍然可以在欧盟境内进行短期融资（90 天）。此外，欧盟对制裁措施留有三个月的评估期。这表明欧盟并没有把谈判之路彻底堵死，未来如果俄罗斯开始表现出迎合西方国家解决乌克兰危机的意向，欧盟将会收回这些制裁决定并寻求与俄罗斯谈判或接洽。

其次，欧盟与俄罗斯地缘相连是欧盟对俄制裁的减压阀。俄罗斯与欧洲地缘

上紧密相连，文化上也比较接近。如果俄罗斯在内外交困的形势下，国内局势出现不稳定对欧洲也无异于一场灾难。此外，对俄实施过于严厉的制裁，将俄罗斯完全逼向美国和欧盟的对立面，也不利于美欧与俄在安全、反恐领域的合作，为恐怖分子创造活动条件，甚至威胁全球的安全和稳定。如果美国对俄动武，则欧盟损失的成本更难以估量，欧盟将会坚决反对在自己家门口发生“第三次世界大战”。

（三）俄罗斯捍卫自身核心利益的决心不会动摇，但与美欧长期对抗也力不从心

一方面，乌克兰对俄罗斯有着极其重要的战略、政治与军事意义，不容普京疏忽大意。

首先，从俄罗斯对外战略与地缘政治的角度看，乌克兰对俄罗斯的战略意义十分重大，因此不会轻易让步。

苏联解体前，《赫尔辛基协定》是苏联与西方国家之间和平相处的重要条约，其核心内容即西方国家承认东欧是苏联的势力范围，而苏联尊重东欧国家的基本人权和自由。东欧剧变和苏联解体后，俄罗斯继承了前苏联的衣钵，仍将东欧以及前苏联加盟共和国视为自己的势力范围。但是随着俄罗斯综合国力的相对衰弱，对这些国家的控制力以及影响力也不断减弱。西方国家通过宣扬民主价值理念，不断推动欧盟东扩和北约东扩，挤压俄罗斯的生存空间，俄罗斯的地缘政治范围大幅收缩。在欧盟和北约相继东扩之后，乌克兰成为俄罗斯与北约的最大缓冲地带，战略地位凸显。因此，当乌克兰国内出现“脱俄入欧”倾向时，俄罗斯必须采取坚决维护自身国家利益的强硬措施，绝不允许乌克兰脱离俄的影响范围而变成美国控制下的“马前卒”。

其次，从俄罗斯国内政治经济形势看，强硬的外交对平息国内反对普京的声浪有着重要意义。

尽管普京 1999 年执政以来，俄罗斯成功抵御了周边国家“颜色革命”的干扰，但反对普京连续把持政府的异议社团的势力却越来越强大，他们不断通过集会、示威、媒体抨击、征集反对者签名等形式来表达政治诉求。与此同时，俄罗



斯经济近年来近况不佳，过分依赖能源和军售的经济增长模式和重工业经济结构的可持续性令人担忧。面对国内日益强大反对派压力，普京不得不寻求树立更加独立自主，对西方国家愈加强硬的外交形象。如 2008 年对格鲁吉亚使用武力、批准斯诺登政治避难申请以及介入克里米亚地区“脱乌入俄”等。普京在乌克兰问题上的作为，大大抬升了俄罗斯民众对他的支持率。很多俄罗斯人认为，俄西目前深陷僵局，背后是俄美之间的地缘利益冲突，西方对俄罗斯打压愈烈，反弹的强度也会愈大。

第三，从军事安全角度看，乌克兰一旦加入北约将对俄形成巨大威胁。

秉承苏联的遗产，俄罗斯与乌克兰的军工体系一脉相承并有着千丝万缕的联系。一旦乌克兰向西方靠拢，俄罗斯大量的军工机密，如航空、航天、造船及先进动力技术等都会旁落他国，这对俄罗斯国家安全将是致命的打击。如果乌克兰新政府选择了向西方“转向”，那北约将把乌克兰作为一个重要的“战略楔子”打入俄罗斯的家门口，这将对俄罗斯形成难以估量的军事威胁：一是北约可能会在乌克兰部署反导监控预警系统，对来自俄罗斯的弹道导弹提供全程预警。二是北约可能会部署陆基反导系统，可供选择的反导武器包括欧洲紫苑导弹系统、美国爱国者导弹系统等。三是北约可能会在黑海海域附近部署海基反导系统。由此可见，乌克兰一旦失守成为北约一员，俄罗斯将面临巨大军事威胁。

但另一方面，也应看到，俄罗斯对于继续与美欧展开激烈对抗明显心有余而力不足。

首先，从经济基础看，当前俄罗斯经济状况并不乐观，恐怕难以支撑俄罗斯长时间与美欧对抗。

其次，从政治现实看，克里米亚已经正式并入俄罗斯，而乌克兰新一届“亲欧”政府已经成立，俄罗斯再想主导乌克兰政局或者吞并乌克兰东部亲俄地区将面临极大困难。失去乌克兰大部，得到克里米亚也许是俄罗斯可以接受的结果。

正是基于这两点考虑，普京近期频频释放善意，先是发表“俄罗斯将竭尽所能，尽快结束乌克兰的冲突和流血”的言论，8 月 26 日又与波兰总统波罗申科举行正式会晤。但是近期俄乌两国有发生直接军事冲突的趋势，在“普波”会期

间，俄罗斯武装直升机攻击了乌克兰边防哨所，而乌克兰政府军则抓获 10 名俄罗斯士兵。总体来看，俄罗斯目前的态度比较灵活且有所软化，同美国和欧盟展开对话的可能性在增加。

（四）未来一年美欧俄“制裁战”情景分析

1. 最好结局：美国、欧盟与俄罗斯终结制裁措施，以谈判形式解决乌克兰危机的概率为 20%。这种结局建立在三方维护自身最大利益的基础上，放弃部分利益，作出最大妥协，对推动问题最终解决采取实际行动。

2. 次好结局：美国、欧盟与俄罗斯根据形势和立场变化间断性展开制裁与谈判，谈判时断时续，制裁时严时松的概率为 35%。这种结局建立在三方维护自身最大利益的基础上，有所妥协，但对解决问题没有实际行动。

3. 一般结局：美国、欧盟与俄罗斯对彼此的制裁持续一年，谈判毫无进展，乌克兰政府军与反政府武装时有冲突的概率为 25%。这种结局建立在三方均恪守政治立场的基础上，互不相让，互不妥协，但也不会采取激化局势的行动。

4. 较差结局：美国、欧盟支持的乌克兰政府军与俄罗斯支持的反政府武装在乌克兰东部地区展开拉锯战、谈判大门基本被关闭的概率为 15%。这种结局建立在三方保持强硬立场，相信只有武力才能获得最大利益的基础上，不惜发动代理人战争。

5. 最差结局：以美国为首、欧洲部分国家参与的北约与俄罗斯直接交战的概率为 5%。这种结局建立在已经发生代理人战争的基础上，且发生类似北约飞机被俄军击落的重大事件才有可能发生。

合作是大势所趋、人心所向，融合是时代潮流，制裁与孤立不合时宜，“制裁战”并不符合美、欧、俄三方的根本利益，至于因乌克兰危机而开打“第三次世界大战”的可能性微乎其微。美欧俄在乌克兰问题上的立场并非完全不能协调，所以双方最终坐下来进行谈判协商的可能性较大。

五、美欧制裁俄罗斯对中国利弊参半

（一）美欧制裁俄罗斯给中国带来了诸多机遇



1. 中俄金融合作有望更加紧密

由于欧盟与美国关闭了对俄罗斯超过 90 天的债券、股票及其他金融产品的融资渠道，因此俄罗斯正加速去美元化，途径之一就是加强与中国和货币合作。

首先，中俄双方就本币互换协议已基本达成一致。根据今年 5 月 23 日，中俄两国发表的《中俄关于全面战略协作伙伴关系新阶段的联合声明》，两国将推进财金领域紧密协作，包括在中俄贸易、投资和借贷中扩大中俄本币直接结算规模。目前俄罗斯央行已和中国人民银行就本币互换已基本达成协议。该协议不但扩大了俄罗斯卢布和人民币在贸易结算中使用的机会，而且将成为确保国际金融稳定的额外工具，也有机会在紧急情况下吸引流动性资金。

第二，自乌克兰危机以来，俄罗斯企业已大幅减少了向欧美的借款，中国一跃成为俄企最大海外债主。据俄央行最新统计，对美国的贷款余额从 2013 年第一季度的 1.39 亿美元减少到 2014 年第一季度的 4400 万美元；向欧洲国家的借款也锐减 90%。俄企年初就开始寻找新的借贷资金来源，主要选择了中国，俄企 2014 年第一季度从中国吸引资金 131.6 亿美元，而去年同期仅为 3200 万美元。从中国贷款的主要是俄罗斯石油公司、俄罗斯天然气工业公司，它们占上述贷款金额的 90%。

第三，香港成为俄罗斯资金的又一避风港。近期地缘政治局势紧张，俄罗斯一些大型企业也正试图将更多资本转向亚洲。例如俄罗斯第二大移动通信运营商 Megafon 已将 40% 的现金储备兑换成港元，存放在中资银行。俄罗斯资金的大幅涌入令港元升值压力凸显，从 7 月 1 日至 8 月 15 日，香港金管局已前后 24 次在公开市场上购入美元，向市场注入超过 750 亿港元，以调节不断攀高的港元汇率。同时，资金大幅流入推动香港恒生指数在 8 月 25 日创下 2008 年 5 月 23 日以来的新高。

2. 中俄经贸往来有望进一步加强

中国是俄罗斯除欧盟外的第一大贸易伙伴，2013 年贸易总额高达 927.38 亿美元。由于俄罗斯受到美欧的制裁压力逐渐加大，特别是欧盟是俄罗斯最重要的贸易伙伴，因此欧美制裁俄罗斯对于双边贸易必将产生不利影响，而中国企业有

望借此契机大力拓展俄罗斯市场，填补欧美企业被迫退出的空白。

3. 中俄在能源领域的合作有望进一步拓展

在美欧对俄罗斯实施制裁之后，中国与俄罗斯签署了一份为期 30 年、总价高达 4000 亿美元的天然气合作协议。显然乌克兰危机使俄罗斯下定决心推进能源出口的多元化，加快在亚洲地区的能源合作发展。俄能源出口战略东移，不论对天然气需求量日益增加的中国来说，还是对需要开拓新的天然气出口市场的俄罗斯来说都是极好的机遇。

（二）美欧和俄罗斯长期交恶也不符合中国长远利益

首先，美欧与俄长期交恶难免会误伤中国利益。中国与美国、欧盟、俄罗斯、乌克兰均保持密切商业或技术合作。城门失火，殃及池鱼。一旦双方冲突升级乃至失控，很可能殃及相关中资企业，某些关键项目甚至可能流产。这在西方国家制裁伊朗、利比亚、苏丹等国过程中已有先例。

其次，对中国实现“一路一带”战略中的“丝绸之路经济带”建设将会产生严重影响。若美欧与俄的“经济冷战”升级，乃至演化为长期冷战，进而导致物流、人流受阻，显然会延缓中国“丝绸之路经济带”的进展。近期俄罗斯与乌克兰均表示考虑对各自领空实施更强管制，已释放出利空信号。

再次，西方国家与俄斗法可能加剧地区动荡，恶化中国和平发展的外部环境。欧盟国家、俄罗斯等争端多国，均与中国建立了侧重不一的战略伙伴关系。如果西方与俄罗斯矛盾激化到失控的地步，中国不免要在外交上增加很多成本，面临一些政治上的两难境地。

在冷战时代，国际贸易、投资相对割裂，缺乏一体化安排和多变机制，大国互动更多表现为对抗的零和游戏。在当前经济全球化、大国利益共生化时代，中国只有着眼全局，与各国发展多层次关系，方有利于左右逢源，最终实现较为平顺的崛起。

六、美欧制裁俄罗斯对我行的影响以及对策建议



美国与欧盟对俄罗斯的制裁不可避免波及到了金融行业，全球金融机构在美国强大的压力下一般只能采取服从态度。特别是近期美国监管当局陡然提升了对违反美国制裁措施与被制裁国家进行金融交易的处罚力度。例如法国最大银行法国巴黎银行日前承认其与被美国制裁的国家进行数百亿美元交易的指控，被迫同意支付 89 亿美元的天价罚金。德国商业银行也打算向美国支付 6-8 亿美元以平息美国针对其与伊朗及其他遭美国制裁国家之间交易的调查。与此同时，美国当局还在对意大利联合信贷银行、法国农业信贷银行、法国兴业银行以及德意志银行开展调查。

根据我行子行工银莫斯科提供的相关资料，美欧制裁俄罗斯已经导致我分支机构的业务受到影响。主要风险点在于列入美欧制裁名单的数家俄罗斯银行均为工银莫斯科的重点客户，按照我行规定，我子行将不能与之继续展开相关业务。这将使工银莫斯科面对强大的来自俄罗斯央行有关违反在俄经营规定的监管压力，面对声誉风险、流动性风险以及市场风险，并失去大量的客户与合作伙伴。

根据上述情况，对我行提出如下几点建议，仅供参考：

（一）加强与我国相关部门的沟通与协商，及时了解我国相关政策，调整我行经营策略

强化与我国外交部、中国人民银行、银监会、国家外管局等政府部门的日常联系机制，明确政府相关应对措施以及口径。与相关驻外使领馆建立联系通道，及时了解当地最新事态发展，综合考虑我国相关政策与法律法规，迅速调整我行以及境外机构的经营策略。

（二）严格遵守美国与欧盟的制裁条令，杜绝与被制裁企业和金融机构发生被禁止的金融交易

美国对法国巴黎银行的天价罚单给我行敲响了警钟，为了不必要的麻烦与巨额经济损失，我行应严格遵循美国与欧盟对俄罗斯的制裁条令，不与被制裁企业与金融机构发生被禁止的各类金融交易。

（三）积极应对美欧对俄制裁措施对我行分支机构的冲击

总行应及时向人民银行、银监会等监管机构汇报相关情况，并吁请我国监管

机构与俄罗斯监管当局加强沟通协调，减轻其对我子行的监管压力。我行相关境外机构应在不触犯美欧制裁措施的前提下，妥善维护与被制裁的俄罗斯相关金融机构和企业的合作关系，力争制裁结束后迅速恢复相关业务。总行对于相关分支机构由于制裁面临的声誉风险、流动性风险以及市场风险予以必要的协助，促使其顺利渡过难关。

（四）加强对涉政治风险的业务的风险管控

建议我行充分识别对俄、对欧业务经营中面临的潜在风险。总行、工银俄罗斯、工银欧洲等境外机构对授信、国际资本市场业务、代理行往来和由境外服务提供商提供的外包服务等经营活动所涉及的政治风险进行全面评估，并计提风险准备金。进一步加强国别风险研究和管理，加快完善适应未来发展需要的集团风险管理架构及配套制度，健全境内外控股机构的风险管理机制，真正使风险管理覆盖到整个业务经营体系。谨慎介入政治风险较大的当地项目，已经介入的应深入评估风险后决定是否继续或逐步退出。

（五）高度重视俄罗斯以及欧盟金融市场的风险

乌克兰危机以来，全球金融市场波动性明显增大，交易型金融资产的估值受到的影响最大，由于其估值变动直接计入当期损益，因此市场波动对银行当期盈利的影响也非常明显。我行应紧密跟踪市场行情、各类发行体、交易对手和客户的风险变化情况，及时研判防控风险，尤其要做好市场极端情况下的风险敞口管理，同时注意防范交易业务中叠加的操作风险。此外，还应完善外币金融资产风险盯市（Mark-to-Market）分析制度，根据风险评估结果及时增提拨备或调整资产组合配置。

（六）重视俄罗斯资金流入香港等亚洲金融市场的机遇，积极拓展外汇交易结算、投行、私人银行等相关业务

由于欧美制裁俄罗斯导致跨境资本出现流入我国香港等亚洲市场的趋势，我行应在加强风险管控的前提下，认真分析客户需求，稳健拓展俄罗斯企业级客户在我行香港、东京、新加坡等地境外机构设立账户，积极参与俄罗斯企业在相关市场的 IPO、并购等融资活动，努力争取俄罗斯私人银行客户。