►俄羅斯外匯被凍結給其他國家敲響了警鐘，加快金融去全球化速度。

俄烏經過五次談判，雖然取得一些進展，但目前尚未達成最終共識，衝突還在持續中，導致了全球各方面的連鎖反應，一時間風起雲湧。儘管美國領導下的北約不敢貿然直接與俄開戰，但對其進行了全方位制裁和圍堵。俄羅斯也不甘示弱進行了抵抗和反制裁，進而引發金融戰。

俄烏衝突引發金融戰(上)

捭闔縱橫
陳秋雨
王　勇

俄烏衝突爆發後，歐美對俄羅斯的制裁手段更是層出不窮，令人眼花繚亂；俄羅斯的反擊手段也在逐步升級。兩者的金融戰出現了攻防態勢，涉及的領域囊括了能源、股票、黃金、利率、匯率、期貨、國際支付、外匯、國債等市場，甚至還把加密貨幣市場也捲了進來。

一、制裁與反制

能源領域

俄羅斯是僅次於美國的世界第二大石油生產國和世界第二大天然氣生產國，歐洲天然氣消費量有超過三分之一來自俄羅斯。此前，俄羅斯和德國等盟友正在推進北溪2號石油管道建設專案，專案建成後，俄羅斯向歐洲出口的天然氣在烏克蘭境內的通過量將大降，導致烏克蘭每年失去大額的過境管理費用，能源收入將銳減。

歐美制裁措施：戰爭爆發後，德國宣布暫停認證北溪2號。由於歐盟對俄羅斯能源嚴重依賴，美國和歐盟對實行能源制裁還是保持謹慎態度，但在3月5日，美國商務部工業與安全局（BIS）針對俄羅斯的煉油行業實施出口管制，並以「支持俄羅斯軍事活動」為由，將其他10個支持俄羅斯的國家的91個實體列入美國商務部的出口管制實體清單中。3月8日，美國宣布了針對俄羅斯的能源禁令，將不再從俄羅斯進口石油、液化天然氣和煤炭；英國也隨後宣布，擬於今年底前停止進口俄羅斯石油並將轉向美國和中東購買；歐盟委員會同日提議，歐盟今年削減2/3俄羅斯天然氣進口量。

俄方反制裁措施：俄羅斯在戰前就有所準備，將混合原油期貨從紐約商品交易所撤回到俄羅斯國際商品交易所交易，並用盧布進行結算。與中國簽訂了大單能源合同，並選擇歐元結算。另外，低價推銷石油給印度等國家。近期又宣布跟「不友好」國家交易天然氣時使用盧布結算，被歐洲拒絕後，俄羅斯給出了盧布和硬通貨結算的妥協方案，為能源交易留下了空間。

對市場的衝擊：戰爭爆發引發了國際石油和天然氣價格的劇烈震動。北溪2號被暫停認證後，歐洲天然氣價格劇烈暴漲，3月7日歐洲天然氣期貨價格一度逼近3900美元／千立方米，紐約原油期貨上漲到130.5美元每桶，布倫特原油上漲到139.13美元每桶，之後有所回落。

國際支付體系與加密貨幣支付

歐美制裁措施：2月27日歐美宣布禁止部分俄羅斯的銀行（豁免了能源領域的銀行）使用SWIFT系統，使俄羅斯銀行與國際金融體系脫節，無法為俄羅斯國際貿易服務。

與此同時，Mastercard和Visa宣布停止俄羅斯的業務。PayPal凍結俄羅斯提款賬戶、谷歌支付無限期暫停俄羅斯用戶使用、蘋果支付全面封鎖、瑞士凍結了俄羅斯在瑞士銀行的資產。為堵住俄羅斯通過購入加密貨幣逃脫制裁以及實現資產保值的路，加密貨幣交易平台Coinbase凍結了俄羅斯25000個賬戶，加密貨幣網站Cex.io和NFT平台DMarket等凍結俄羅斯用戶賬戶或宣布不再支持盧布。

烏克蘭則在戰前直接擁抱了加密貨幣。2月17日，烏政府宣布了虛擬資產在烏克蘭的合法性，並在推特上發布了加密貨幣的捐贈錢包地址，由此烏克蘭一躍成為全球加密貨幣用戶數量第五位。

俄方反制裁措施：針對SWIFT制裁，俄羅斯表示即將否定美元在俄羅斯境內的合法地位。最近宣布歐洲購買俄羅斯天然氣必須用盧布支付，想藉此將SWIFT制裁擊破。事實上，俄羅斯早就未雨綢繆，開啟了「去美元化」進程，2015年開始發行本國支付系統標準的銀行卡「米爾卡」。2019年11月建立盧布結算支付系統(МИР)和金融資訊交換系統(SPFS)，加強同中國的人民幣跨境國際支付系統（CIPS）合作。2021年6月，普京提出停止使用美元進行能源貿易結算。

為防止歐美對加密貨幣的圍堵，俄羅斯於戰前宣布禁止在境內使用加密貨幣支付，但並不禁止將加密貨幣作為一種投資工具。

對市場的衝擊：儘管SWIFT不是國際唯一的銀行間資訊交換體系，但鑒於俄羅斯自身的交易體系參與主體大大少於SWIFT，目前只有20多個國家加入，且沒有包括最大的合作夥伴歐盟在內，因此短期內對俄國際貿易和金融的衝擊非常劇烈和直接的。

加密貨幣方面，戰前俄羅斯用戶在所有向海外轉移加密資產份額最大的國家中排名第三，僅次於土耳其和烏克蘭。在俄烏衝突正式開始的當天，比特幣大跳水，最低跌到34322美元，日內振幅達到14.82%，最後收跌2.89%。隨後幾天市場開始回升，比特幣最高升至4.54萬美元。

股票市場

歐美制裁措施：歐美交易所紛紛將俄羅斯公司的股票除名。3月2日，德國指數運營商Stoxx宣布將61家俄羅斯公司從其指數中剔除；FTSERussell宣布從3月7日起，將俄羅斯股票剔除出其所有指數；MSCI宣布將於3月9日收盤後，將俄羅斯指數剔除，將其重新分類為「獨立市場」；標普道瓊斯指數公司宣布，從3月9日開盤起，剔除所有在俄羅斯上市與註冊地為俄羅斯的股票。

俄羅斯的反制裁：面對歐美的制裁，俄羅斯央行暫停了莫斯科證券交易所活動，直接導致投資者無法買賣俄羅斯股票，因此即便指數公司將該俄羅斯股票和指數剔除，投資者也無計可施。從2月28日起，莫斯科證交所連續休市，創該國歷史紀錄。為了應對危機，俄羅斯政府從國家福利基金中劃撥1萬億盧布用於購買遭受制裁的俄羅斯公司的股票，以幫助這些企業渡過難關，並免除3年公司所得稅。

對市場的衝擊：全球的主要指數全線下跌。俄羅斯交易系統指數（RTS）振幅達到42.5%，最後收跌超過30%，並從2月25日開始停盤；歐美亞股市均受到衝擊，但俄羅斯股市3月24日重開，出現止跌回升。

期貨市場

歐美制裁措施：俄羅斯鎳板出口量位居世界第一，也是倫敦金屬交易所（LME）的主要交割品，但由於俄羅斯被踢出SWIFT系統，無法進行國際貿易，同時俄羅斯貨船運輸也受影響，導致俄羅斯鎳的交割受阻。多頭利用因此對鎳期貨進行了史詩般的逼空，導致價格暴漲。另外，澳洲政府也在3月20日宣布，禁止向俄羅斯出口鋁礦石和氧化鋁。

俄羅斯的反制裁：3月14日，俄羅斯臨時禁止向歐亞經濟聯盟出口糧食，導致糧食期貨大幅上漲。

對市場的衝擊：鎳價由2萬美元／噸急劇飆升，一度飆到了10萬美元／噸，3月7日和8日兩天內累計漲幅達到了248%。其他金屬期貨合約也跟着上漲。據媒體消息，中國鎳生產商青山集團持有20萬噸的看跌頭寸，遭到了多方逼倉。巨幅震盪迫使LME緊急宣布暫停所有鎳合約交易，並取消英國時間3月8日後所有場內場外交易，並將3月9日的交割推遲到23日。此外，糧食期貨合約也大幅度提高。小麥、玉米、黃豆等糧食期貨的價格都有很大幅度的拉升。

外匯與黃金市場

歐美制裁措施：國際儲備包括了黃金儲備、外匯儲備、國際貨幣基金組織中的普通提款權和特別提款權。戰爭爆發後，俄羅斯外長表明俄羅斯外匯和黃金儲備總共6400億美元，目前有一半被歐美凍結無法使用。

俄羅斯的反制裁：3月5日，俄羅斯發布《關於履行對某些外國債權人義務的臨時程序》，允許俄羅斯國家及企業用盧布支付外國債權人，以避免違約，直到俄羅斯的外匯和黃金儲備被解凍。未制裁俄羅斯的國家的債權人將在許可的情況下獲得外幣債務資金。另外，俄羅斯央行暫時停止了幾個國家的外國法人實體和個人向海外賬戶的轉賬，並將非居民在未開設賬戶情況下的轉賬限制在5000美元以內。

俄羅斯央行宣布從3月28日至6月30日，將以每克黃金兌換5000盧布的固定匯率購買國內黃金，通過固定匯率與黃金掛鈎來穩定俄羅斯盧布匯率和金融體系。

對市場的衝擊：外匯的凍結增加了俄羅斯債務違約的風險和意願，同時黃金價格大幅飆升。隨後，由於美國宣稱不會與俄羅斯交戰，新制裁方案也逐漸明朗，市場避險情緒急劇降溫，黃金價格大幅回落。

俄羅斯外匯被凍結給其他國家敲響了警鐘，把外匯和黃金儲備放在美國或者其他國家是不安全的，加快了金融去全球化的速度。

債券及利率市場

歐美制裁措施：3月3日，國際評級機構惠譽和穆迪將俄羅斯主權信用評級下調至垃圾級，理由是美歐的制裁會削弱俄羅斯償還債務的能力和意願。其中，穆迪將俄羅斯主權信用評級由Baa3下調至B3級，惠譽將俄羅斯的評級從「BBB」下調至「B」，並將該國列入「負面評級觀察名單」，使俄羅斯外部融資遭受重創。

但在企業債方面，3月18日摩根大通和高盛等大機構開始購買俄羅斯廉價的公司債券。摩根大通將三家俄羅斯能源及鋼鐵公司債券升至增持評級，這些企業被認為是俄羅斯的「最佳復甦投資」。

俄羅斯反制措施：為了應對危機，2月28日俄羅斯央行上調基準利率至20%，力圖吸引更多的資金流向俄羅斯。如此高的利率，使得國內投資和企業融資陷入停頓。為了救助本國企業，3月3日俄羅斯央行又將存款準備金率下調至2%，釋放大約2.7萬億盧布的資金，同時將為公司提供免除3年所得稅的優惠、為國內IT部門提供更多資金等措施。

對市場的衝擊：制裁使得俄羅斯國債的投資人收不到利息，且無法拋售，也增加了俄羅斯出現債務違約的風險，使得俄羅斯短期國債出現大幅波動。如果出現債務違約，其造成的影響可能會超出俄烏兩國的範疇。

（待續）

（作者陳秋雨為雨禾科技創始人、王勇為天風國際證券董事長）

美加息也難逃滯脹

建言獻策　沈建光
京東集團
首席經濟學家

美聯儲很早就知道通脹會上行，但因為疫情下必須維持寬鬆的貨幣政策，所以給市場一種暫時性的輿論導向。事實上，美聯儲也做得非常成功，市場還是比較相信美國通脹是暫時的。如今美國對經濟刺激的力度史無前例，財政赤字幾年來都在15%左右，美聯儲貨幣政策也是大開水閘，基礎貨幣又翻倍。

為什麼筆者一直強調美國通脹會比較高？有六大原因：第一，貨幣政策正常化進程顯著滯後，極度寬鬆的貨幣政策仍將持續；第二，美國大規模的財政貨幣刺激，並沒有在供給側造成影響，只造成需求大幅上升，特別是消費；第三，勞動力結構失衡導致企業提升工資水準，服務業工資上漲尤為明顯；第四，美國房價與房租持續上漲，10月美國CPI住宅項創疫情以來新高；第五，大規模量化放鬆造成了原材料價格上升，俄烏衝突更推升了其上升的勢頭；第六，因為美國自己的產能缺口非常大，要靠海外進口填補它的供給不足，所有進口價格也都在上升，給美國帶來了輸入性通脹壓力。

接下來，美聯儲面臨很大困境，美國經濟表現有巨大的隱憂。短期來看，經濟復甦主要面臨投資不足、消費信心低迷、過快加息、供應鏈瓶頸等。中長期來看，永久性失業、貿易逆差、財政赤字、債務風險等問題不容忽視。

美聯儲現在面臨四種可能性：第一種是美聯儲大幅加息既能夠控制通脹又能促進經濟增長穩定，這當然是美聯儲的最優解，它希望市場相信這個故事，但相信這個情形的人越來越少了，而且也很難做到；第二種是為了控制通脹不惜一切代價，最終造成經濟衰退；第三種是加息未必能遏制通脹，同時導致經濟雖未衰退但也停滯，這就是典型的滯脹情況；第四種可能是美聯儲在目前情況下可以爭取的最優解，加息雖然未能遏制通脹，但讓市場相信它是認真的，緩和通脹上升的勢頭，同時保持經濟復甦的步伐。

筆者個人傾向第三種情況，也就是美國接下來可能面臨滯脹的局面。

如果美聯儲緊縮這張底牌結論得出之後，它可能採取的措施是「前快後慢」。一開始加息比較猛，因為最早市場預計美聯儲3月份加息50個基點，因為俄烏衝突加了25個基點，接下來5月份、6月份會加碼50個基點。但考慮到經濟復甦仍面臨上述隱憂，美聯儲在大步走向緊縮的同時，還必須權衡過快加息對經濟復甦的威脅。

接下來中國的核心問題還是在於穩內需，內需是重中之重。中國財政有巨大的空間，這次全國「兩會」報告明確提出財政支出要比去年增加2萬億元（人民幣，下同）以上，包括各項過去的結存，幾大央企要貢獻1.5萬億元的利潤，這都是為財政增加了空間：一是財政中減稅降費非常重要；二是基建投資仍需加大力度。但最重要的是，當前疫情衝擊、消費疲軟的背景下，消費券也可以作為重要的財政工具來刺激消費和內需。

中國穩經濟　內需重中之重

現在外界對消費券的討論有多重迷思，包括消費券與保市場主體的思路不符、增加財政負擔，不如基建投資、扭曲市場機制或者引發公平問題等。但筆者認為這些問題都是可以商榷的，關鍵是怎樣做好合理設計，讓消費券既能發揮刺激消費的作用，又使得政府轉移更加公平。

以香港政府去年發放的每人5000港元的消費券和前年每人現金1萬港元的對比來看，雖然規模減半，但是對消費的拉動作用明顯高於發現金這種轉移支付。即使在沒有乘數的效應下，對香港的零售和餐飲在疫情後的恢復都帶來巨大貢獻。在哈爾濱、北京，我們都做了非常詳盡的對比研究，發現消費券發放之後，明顯拉升了當地消費，而且低收入人群消費券使用意願尤其明顯。

中國接下來面臨的是疫情防疫之後的恢復增長，消費是重中之重，消費券對減稅降費和基建是非常好的補充。在積極推進企業「減稅降費」、加大基建投資的基礎上：一方面，加大對中小微企業的直接補貼力度，支持企業穩定就業崗位、保障居民收入；另一方面，考慮在中央層面實施消費券政策，加大對困難人群、農村縣域消費者的定向支持力度，進一步提振內需。

樓市將收復失地

樓市強心針　廖偉強
利嘉閣地產總裁

自新冠疫情爆發至今，出現五波疫情，在前四波疫情中，地產代理的生意影響輕微，但今次病毒傳染速度非常快，確診人數幾何級數上升，代理生意受到嚴重影響。

買家在此階段不敢貿然作出買賣決定，業主亦不急於放售，所以有些業主在此刻不會歡迎地產代理帶客人參觀。此外，發展商更加不會在這時推出全新項目，包括貨尾的推廣亦盡量押後，使到地產代理做生意難上加難。

自從第五波疫情以來，政府加大防疫力度，將大部分處所都列為限聚範圍，很多行業都暫停營業。筆者所在集團是地產代理行業中規模最大之一，眼下除了生意不足夠之外，因為有員工確診，人手減少一至兩成，加上今次疫情的傳播力非常快，部分員工都會謹慎及擔憂，或多或少都影響做生意的動力。筆者亦做了一些分析，員工確診數字由3月初至今已經有很明顯的回落；再配合政府公布的數據，相信疫情的高峰期已經到達。

如果政府控疫得宜，市民自律，相信再過一段時間就有機會控制疫情，正因如此，市民最驚慌的時刻相信已經過去，信心回復的指標日漸提升。

筆者經常提醒想入市的買家，最壞的時刻就是最好的入市機會，相信今次也會不例外。因為疫情放緩之後，限聚令將會解除，各行各業都可以重啟，買家入市的意欲就會加強，地產代理就可以重新推動買賣活動，發展商整裝待發，屆時地產代理行業應該可以收復失地。

◄最壞的時刻就是最好入市機會，當疫情退去，限聚令解除，樓市買賣活動將迅速恢復。