

五、俄烏戰爭兩周年：俄烏戰爭相關制裁對俄羅斯經濟金融及全球化發展與支付之影響

2022年2月24日俄羅斯入侵烏克蘭，為遏止並嚴懲俄羅斯侵略行為，主要國家對俄羅斯祭出嚴厲制裁，冀圖透過制裁瓦解俄羅斯經濟，但俄烏戰爭持續至今已逾二年，俄羅斯經濟並未如預期因制裁而快速崩解，反因採行多項因應措施，及受惠於戰時鉅額國防支出，展現經濟韌性。本文係繼2022年及上(2023)年本行理監事會後記者會參考資料提供分析報告¹後，持續追蹤俄烏戰爭相關制裁及其對俄羅斯經濟金融及全球化發展與支付之影響。

(一)主要國家與俄羅斯間相互制裁持續擴大

1. 主要國家對俄羅斯之制裁措施

依據全球制裁追蹤機構 Castellum.ai²統計，俄烏開戰以來，**主要國家針對之俄羅斯制裁目標已逾 16,500 個**，制裁項目包括凍結俄羅斯外匯存底、禁止多家俄羅斯銀行使用環球銀行金融電信協會(SWIFT)系統、干擾俄羅斯能源出口、設定俄羅斯原油與柴油價格上限、禁止俄羅斯黃金、鋼鐵及工業金屬出口、阻止俄羅斯取得關鍵資源、取消俄羅斯貿易最惠國待遇等。

本(2024)年初，主要國家宣布新一輪對俄羅斯制裁措施，包括：**(1)擴大制裁名單**，以阻止俄羅斯透過未受制裁或第三國企業取得先進技術及軍用物資，估計目前制裁名單涵蓋之機構與個人已分別超過 4,000 家及 2,000 人；**(2)強化俄羅斯原油價格上限制裁措施**，以迫使俄羅斯以低於上限之價格出售原油，或對非主要國家之進口商提供更多折扣³，

¹ 請參見中央銀行(2022)，「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3月17日；中央銀行(2022)，「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁」，央行理監事會後記者會參考資料，6月16日；中央銀行(2023)，「俄烏戰爭周年：主要國家與俄羅斯相互制裁對全球經濟金融之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3月23日。

² Castellum.ai 係一國際公益公司，致力於整理全球有關制裁及出口管制之資料。

³ U.S. Department of the Treasury (2023), "OFAC Guidance on Implementation of the Price Cap Policy for Crude Oil and Petroleum Products of Russian Federation Origin," Dec. 20.

以減少俄羅斯能源收入；以及(3)計劃將凍結之俄羅斯資產用於援助烏克蘭等。截至本年 2 月底，國際間對俄羅斯金融與經濟制裁措施彙整如附表。

2. 俄羅斯反制主要國家制裁之措施

面對國際制裁，俄羅斯採行多項反制措施，包括：(1)運用其能源出口優勢，2022 年 4 月要求不友善國家⁴向其購買天然氣，須以盧布支付款項，否則斷供天然氣；(2)上年 7 月退出黑海穀物協議(Black Sea Grain Initiative)⁵，並表示若要重啟該協議，須將俄羅斯農業銀行從 SWIFT 制裁名單中移除，以及取消俄羅斯進口農業機械及零件之限制；(3)本年 2 月俄羅斯則揚言將對凍結其資產用於援助烏克蘭之國家施以報復。雙方持續相互制裁，牽動地緣政治風險(geopolitical risks)持續攀升。

(二)國際制裁下，俄羅斯經濟金融之現況

受國際制裁影響，俄烏戰爭初期俄羅斯經貿與金融均遭受嚴重衝擊，經採行多項措施以為因應，經濟金融逐步趨穩，上年俄羅斯銀行業獲利因貸款補貼政策而創新高，更因國防支出鉅額增加，使經濟逆勢成長。但戰時國防支出帶動之經濟榮景恐於戰後反轉向下，長遠而言，俄羅斯經濟成長仍將面臨諸多變數與挑戰。

1. 俄羅斯藉由多項措施緩解制裁初期之衝擊，金融漸趨穩定

⁴ 俄羅斯於 2021 年 5 月 13 日將美國及捷克列為不友善國家，嗣於 2022 年 3 月 5 日再將歐盟國家、英國、加拿大、瑞士、挪威、冰島、烏克蘭、澳洲、紐西蘭、日本、韓國、新加坡、臺灣...等 46 國納入不友善國家，總計目前不友善國家共 48 國。

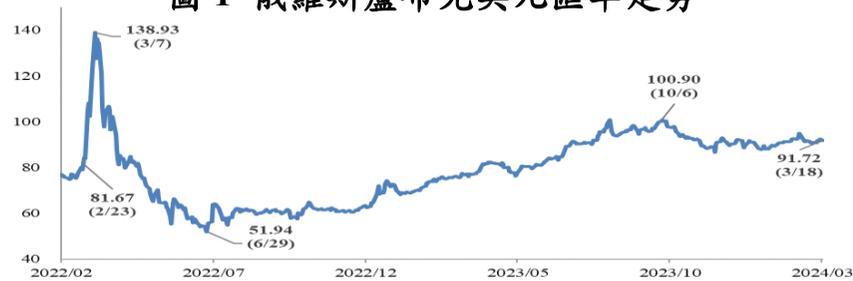
⁵ 為降低俄烏戰爭對全球糧食安全之影響，聯合國、俄羅斯、土耳其及烏克蘭於 2022 年 7 月共同簽署黑海穀物協議(Black Sea Grain Initiative)，解決烏克蘭農產品出口問題。依據聯合國資料，該協議實施一年期間，已有超過 3,200 萬噸糧食從烏克蘭出口至 45 個國家，其中包括阿富汗及非洲等糧食嚴重缺乏國家。上年 7 月聯合國糧食及農業組織(FAO)食品價格指數及穀物價格指數分別較 2022 年同期下降 11.6%及 14.0%，顯示該協議有效抑制了全球糧食價格之飆漲。

受國際制裁影響，俄羅斯金融於戰爭初期遭受嚴重衝擊，包括俄羅斯盧布大幅貶值、股市重挫、銀行出現擠兌、公債殖利率飆升、向外融資困難、外幣主權債務自 1918 年以來首次出現違約等。面對該等衝擊，俄羅斯採行多項因應及反制措施，包括：調升政策利率、實施多項資本管制、要求不友善國家須以盧布支付天然氣款項、暫停股/債市交易、強化與中國大陸人民幣跨境支付系統(CIPS)合作，及以人民幣替代美元或歐元進行跨境支付等，已相當程度緩解金融衝擊，逐步恢復金融穩定。

(1) 俄羅斯盧布匯率趨穩

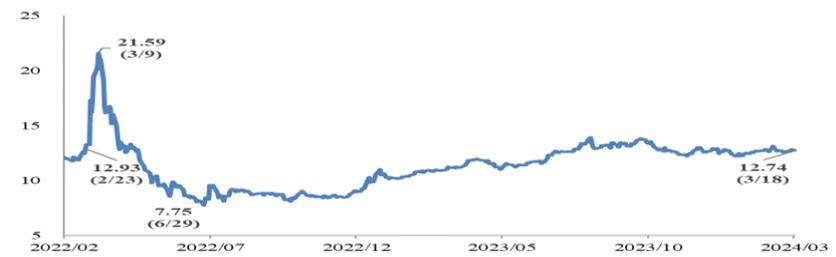
- 戰爭初期，盧布兌美元匯率自 81.67 遽貶至 138.93，經採行資本管制、調升政策利率等措施後，盧布止貶回升至 51.94。2022 年底起，盧布因俄羅斯經常帳順差減少再度走貶，俄羅斯央行雖於上年第 3 季多次調升政策利率，仍無法扭轉其貶勢，**上年 10 月 6 日盧布兌美元匯率貶至 100.90**。
- 上年第 4 季，俄羅斯**再度要求主要出口商在國內市場將出口取得之外匯兌換成盧布，並持續調升政策利率**⁶，盧布終得以止貶，本年 3 月 18 日盧布兌美元匯率回升至 91.72，較戰前貶值約 12% (圖 1)。
- 此外，**隨著俄羅斯經濟對中國大陸之依賴升高，俄羅斯對人民幣之需求成長，盧布兌人民幣匯率趨於貶值**，本年 3 月 18 日盧布兌人民幣匯率為 12.74，接近戰前水準(圖 2)。

圖 1 俄羅斯盧布兌美元匯率走勢



資料來源：Bloomberg

圖 2 俄羅斯盧布兌人民幣匯率走勢



資料來源：Bloomberg

⁶ 俄羅斯政策利率於上年 7 月 24 日、8 月 15 日、9 月 18 日、10 月 30 日、12 月 18 日分別調升至 8.5%、12%、13%、15%、16%。

(2) 俄羅斯股票指數較戰前上漲約 7%

- 俄羅斯 MOEX 與 RTS 股票指數⁷於開戰當日分別暴跌 33%及 38%，後雖因政策奏效而一度止跌，惟受戰爭持續及制裁擴大之影響再度下跌。
- 上年受國防工業產值躍增、國內投資及消費需求強勁影響，俄羅斯經濟恢復成長，企業獲利增加，俄羅斯股票指數因而止跌回升。至本年 3 月 18 日，**MOEX 指數較戰前上漲約 7%，RTS 指數則因受盧布貶值影響，較戰前下跌 6%** (圖 3)。

(3) 俄羅斯債券殖利率上升

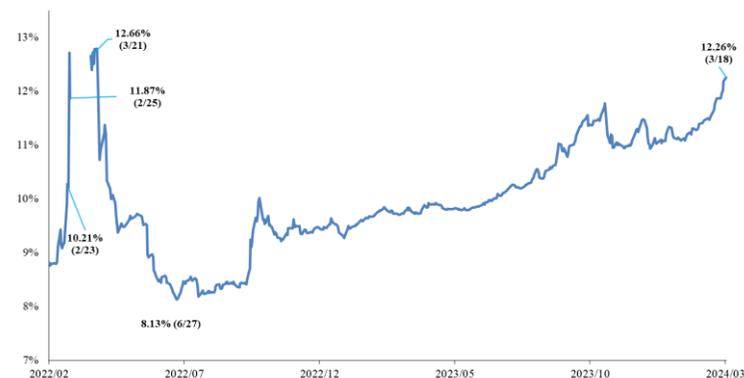
- 2022 年 3 月 21 日俄羅斯債市恢復交易當日，俄羅斯 10 年期一公債殖利率較戰前上升 245bps，後因俄羅斯央行進場購買公債，10 年期公債殖利率一度下滑至低於戰前之水準。
- 嗣因俄羅斯財政部發行新債、通膨上升及俄羅斯央行調高政策利率，俄羅斯 10 年期公債殖利率上揚，本年 3 月 18 日為 12.26%，**較戰前之 10.21% 上升 205bps** (圖 4)。

圖 3 俄羅斯股票指數走勢



資料來源：Bloomberg(2022/2/26~3/23 暫停交易)

圖 4 俄羅斯 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg(2022/2/26~3/20 暫停交易)

⁷ MOEX 與 RTS 指數均係追蹤莫斯科交易所前 50 大公司股價表現，但 MOEX 指數以盧布計價，RTS 指數以美元計價。

2. 受惠於政府貸款補貼政策，上年俄羅斯銀行業獲利創新高

- (1)俄羅斯央行報告⁸指出，由於政府對民眾提供抵押貸款補貼，致上年底銀行抵押貸款餘額較2022年大幅增加34.5%。此外，多家西方企業在俄烏戰爭爆發後撤出俄羅斯，俄羅斯企業為購買撤離西方企業之資產，向銀行融資以取得資金，銀行之企業信貸總額增幅達20%，其中購置撤離俄羅斯外企資產相關之新增貸款達5,000億盧布。
- (2)俄羅斯銀行業上年獲利達**3.3兆盧布(約110億美元)**，較2022年成長約**16倍**，優於俄羅斯央行預估之1兆盧布。

3. 戰時鉅額國防支出推動俄羅斯經濟逆勢成長

- (1)戰爭爆發後，俄羅斯國內投資及消費需求受主要國家制裁之影響而下降，導致2022年GDP較2021年減少1.2%⁹。世界銀行原預估在制裁效果日益擴大及深化之情形下，俄羅斯經濟將進一步衰退¹⁰；**惟國防支出因戰爭而鉅額增加，使俄羅斯經濟恢復成長。**
- (2)上年俄羅斯國防預算為**9.6兆盧布**，本年更增加至**14.3兆盧布**，為戰前2021年之**3倍**¹¹，占其本年總預算**36.6兆盧布之39%**及**預估GDP之6%**，預算用途包括提高武器及軍用設備生產、支付在烏克蘭作戰人員與其家人之社會福利款項及占領新領土相關支出等，除使其國防工業產值大幅增加外，亦藉此提高國內投資及消費需求。
- (3)俄羅斯2022年實質GDP成長率雖為-1.2%，但上年已恢復成長，IMF於本年1月30日將**上年俄羅斯經濟成長率預測值由1.5%上調至3.0%**，**本年預測值則由1.1%上調至2.6%**¹²(圖5)，**連續二年優於G7國家。**

⁸ Central Bank of the Russia Federation (2024), "Russia's Internal Struggle over Classified Financial Data," Jan. 20.

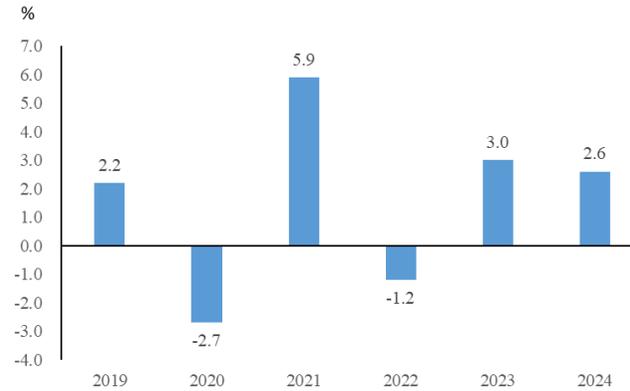
⁹ IMF (2024), *World Economic Outlook, January 2024*, Jan.

¹⁰ Reuters (2023), "World Bank Says Ukraine, Russia Boost Eastern Europe, Central Asia Growth Outlook," Apr. 6.

¹¹ Financial Times (2024), "The Surprising Resilience of the Russian Economy," Feb. 3.

¹² IMF (2024), *World Economic Outlook, January 2024*, Jan.

圖 5 俄羅斯經濟成長率



註：2023 年及 2024 年經濟成長率為 IMF 預測值；俄羅斯官方公布之 2023 年經濟成長率初值為 3.6%。
資料來源：Bloomberg、IMF

4. 制裁雖未達預期效果，但戰時國防支出帶動之經濟榮景恐於戰後反轉向下，長期經濟發展仍面臨挑戰

- (1) 儘管各項數據顯示，俄羅斯經濟在國際制裁下似乎愈挫愈勇，惟依美國財政部預估，如未受制裁，俄羅斯 2022 至本年經濟成長率將可平均上調約 5 個百分點，顯示制裁確對俄羅斯經濟造成負面影響。
- (2) 2022 年俄羅斯能源出口收入為 1,290 億美元，較 2021 年增加 28%¹³，加上盧布升值致進口成本下降，及進口因制裁而銳減等因素，致該年經常帳順差高達 2,274 億美元，較 2021 年劇增 86%。惟上年能源價格回落，全年出口收入反轉下滑至 994 億美元，較 2022 年減少 24%¹⁴，低於戰前 2021 年之水準，經常帳順差亦隨之降為 504 億美元，較 2022 年減少 78.7%¹⁵(圖 6)。此外，上年 12 月開始實施之原油價格上限強化制裁措施已逐漸收效，原油折

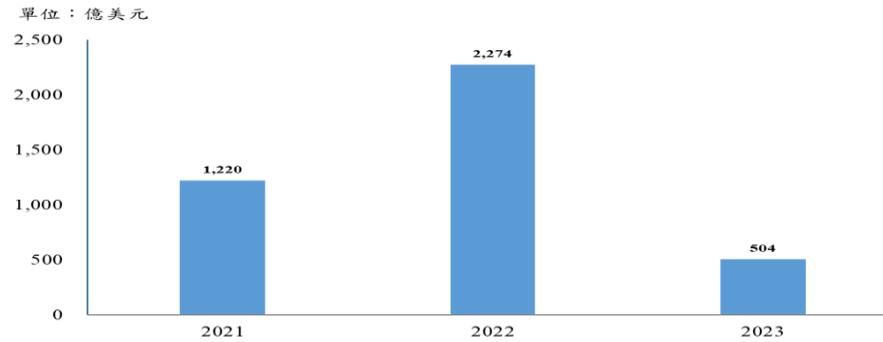
¹³ TASS (2024), "Russia Reduces Oil and Gas Revenues by 23.8% to \$98.91 bln in 2023," Jan. 12.

¹⁴ Reuters (2024), "Russia's Oil and Gas Budget Revenue Down 24% in 2023," Jan. 11.

¹⁵ Interfax (2024), "Russian Current Account Surplus Shrank 78.7% to \$50.2 bln in 2023," Jan. 19.

價金額由每桶 12~13 美元，提高至本年 1 月底之 20 美元，2 月底約折價 19 美元。美國財政部指出¹⁶，俄羅斯海運原油收入自上年 10 月起即呈下滑走勢，其經常帳能否維持成長恐將面臨挑戰。

圖 6 俄羅斯經常帳順差



資料來源：Reuters

(3) 因戰爭而鉅額增加之國防支出雖推動俄羅斯經濟成長，惟過度依賴國防支出，軍工產業吸引大量民間勞動力，導致民間薪資上漲，並增加通膨壓力，進而侵蝕儲蓄及薪資成長，使家計部門財富無實質增長。一旦戰爭結束，過度國防支出之負面影響恐將成為經濟反轉向下之變數。

(三) 國際制裁下，俄羅斯經濟金融之轉變

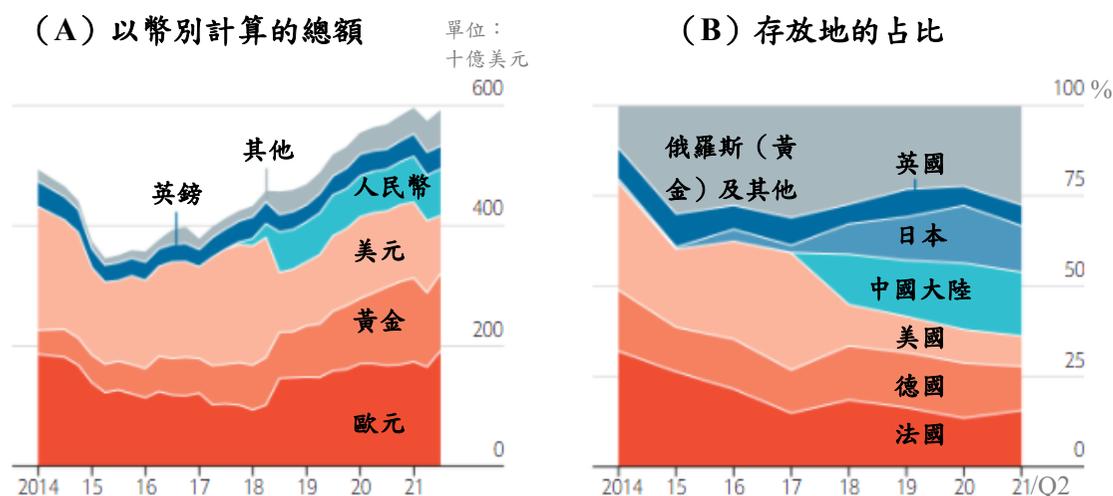
由於中國大陸並未加入制裁俄羅斯行列，已成為國際制裁的主要破口，俄羅斯為抵制國際制裁，持續擴大與中國大陸之經貿與金融合作，包括增持人民幣資產、提高外匯存底存放於中國大陸、增加中俄跨境貿易以人民幣計價及支付清算之比重，強化金融訊息傳輸系統(SPFS)與中國 CIPS 合作、增加向中國大陸出口能源、進口重要關鍵零件，以及擴大工業生產原料與設備之跨境貿易等，國際制裁下，中國大陸對俄羅斯經濟金融之轉變具關鍵性之影響。

¹⁶ U.S. Department of the Treasury (2024), “Phase Two of the Price Cap on Russian Oil: Two Years after Putin’s Invasion,” Feb. 23.

1. 俄羅斯央行重新配置外匯存底，增持黃金及人民幣

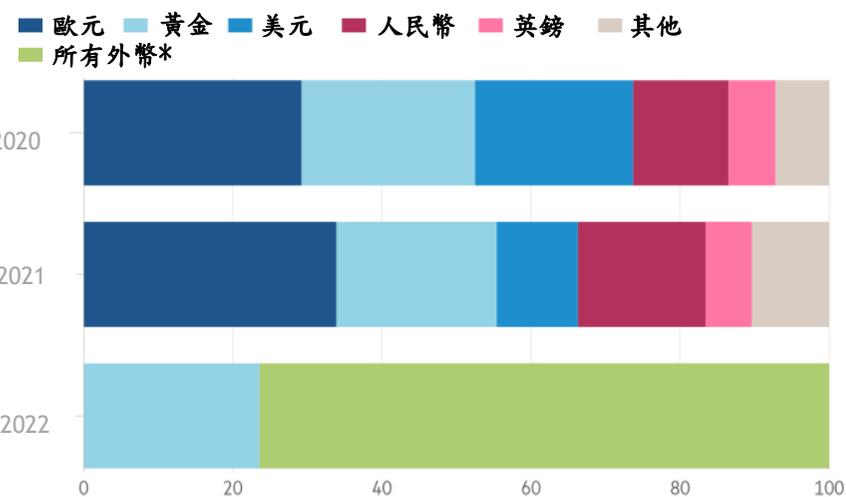
- (1) 俄羅斯早自 2014 年歐美國家對其發動克里米亞戰爭實施制裁後，即著手降低對美元的依賴，減持外匯存底美元資產，增持人民幣資產並存放於中國大陸，以及增加黃金持有並全數存放於俄羅斯境內(圖 7)。
- (2) 戰前 2021 年底俄羅斯央行持有黃金占其外匯儲備比重為 21.2%，上年底提高至 26.1%¹⁷，較 2014 年底之 12% 呈倍數增長；人民幣占其外匯儲備比重則從 2021 年之 13% 增加至 2022 年的 17%¹⁸(圖 8)。
- (3) 俄烏戰爭後，俄羅斯政府認為隱匿大量經濟及金融數據是對抗國際制裁之必要措施，不再定期公布包括外匯存底配置、貿易及投資等重要經濟數據。

圖 7 俄羅斯央行的外匯存底與黃金



資料來源：The Economist (2022)

圖 8 俄羅斯央行外匯存底資產配置變化



*2022 年起俄羅斯未揭露外匯存底各幣別配置情形

資料來源：Stognei, Anastasia (2023)

¹⁷ Data from World Gold Council; the Central Bank of the Russian Federation.

¹⁸ Stognei, Anastasia (2023), "Russia Embraces China's Renminbi in Face of Western Sanctions," *Financial Times*, Mar. 26.

2. 俄羅斯跨境支付改採人民幣

俄羅斯半數外匯存底遭主要國家凍結，主要銀行又被禁止使用 SWIFT 系統，為避免受到美元箝制，其與中國大陸及其他國家間之貿易往來改採人民幣結算，並強化與中國大陸之 CIPS 合作，與中國大陸之經貿與金融往來關係更形密切。

(1) 跨境支付改採人民幣結清算

- 歐洲復興開發銀行 (EBRD) 報告¹⁹顯示，俄烏戰爭前，俄羅斯進口款項有 80% 以美元或歐元計價，惟自戰爭爆發至 2022 年底，該比率已降至 67%，以人民幣計價之占比則由戰前之 3% 上升至 20%。其中，受歐盟制裁之商品如耐久財及工業用品等，更傾向以人民幣計價。俄羅斯向蒙古、菲律賓、馬來西亞、阿拉伯聯合大公國、泰國、日本、塔吉克及新加坡等國家進口商品時得以人民幣結算，並接受哥斯大黎加、薩爾瓦多、尼加拉瓜、哥倫比亞、象牙海岸、喀麥隆、泰國及阿拉伯聯合大公國等國以人民幣向俄羅斯購買能源或商品。俄羅斯經濟發展部長表示²⁰，上半年俄羅斯與中國大陸以外之國家貿易往來已有 25% 以人民幣結算。
- 2021 年底，俄羅斯向中國大陸進口款項有 23% 以人民幣結算，2022 年底該比重上升至 63%。據俄羅斯經濟發展部長上年 10 月表示²¹，中俄雙邊貿易已有超過 95% 以俄羅斯盧布或人民幣結算。

(2) 強化與中國大陸之 CIPS 合作

俄羅斯於 2014 年即建立 SPFS 系統，作為 SWIFT 系統之替代方案，以預防因遭受制裁而導致俄羅斯境內金融系統癱瘓。本次斷絕俄羅斯部分銀行使用 SWIFT 金融制裁措施，提升俄羅斯 SPFS 與中國大陸 CIPS 合作，透過經貿往來改採人民幣結算，繞開 SWIFT，由 SPFS 及 CIPS 系統進行支付清算。

¹⁹ Maxim Chupilkin, Beata Javorcik, Aleksandra Peeva and Alexander Plekhanov (2023), “Exorbitant Privilege and Economic Sanctions,” *Working Paper No. 281*, European Bank for Reconstruction and Development, Sep.

²⁰ Business Insider (2023), “Russia Is Using China's Yuan to Settle 25% of Its Trade with the Rest of the World,” Sep. 28.

²¹ Russia Briefing (2023), “95% of Russia-China Bilateral Trade Now in Rubles & RMB,” Oct. 22.

(3)俄羅斯人民幣外匯交易及跨境支付金額大幅成長

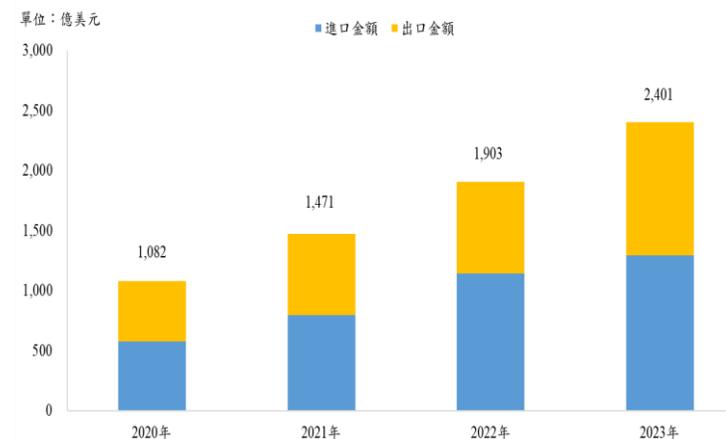
- 上年莫斯科人民幣外匯交易量已超越美元，全年人民幣外匯交易量占所有幣別之比重為 42%，較 2022 年之 13% 大幅增加 29 個百分點；美元則由 2022 年之 63% 銳減至上年之 39.5%，人民幣成為莫斯科外匯交易最主要貨幣。
- 根據 SWIFT 統計，上年全年俄羅斯使用人民幣支付金額為 3.7 兆美元，較戰前 2021 年全年之 0.4 兆美元成長 825%；其占所有人民幣離岸市場支付總金額之比重由戰爭前 2021 年全年之 0.2% 上升為 1.8%；俄羅斯於人民幣離岸市場支付業務量排名，則由 2021 年第 17 名，躍升為第 6 名。

3. 俄羅斯貿易結構改變

(1) 俄羅斯與中國大陸經貿往來更形密切

- 據統計，2022 年中俄雙邊進出口貿易總額為 1,903 億美元，較 2021 年之 1,471 億美元成長 29%。上年中俄雙邊貿易往來持續成長，上年中俄雙邊進出口貿易總額為 2,401 億美元，較 2022 年同期成長 26.3%²²，創歷史新高(圖 9)。
- 上年中國大陸對俄羅斯出口較 2022 年成長 46.9% 至 1,110 億美元，主要出口品項包含車輛、家電及 3C 產品；中國大陸自俄羅斯進口成長 11.8% 至 1,291 億美元，主要進口品項為原油、天然氣及煤炭²³。2022 年及上年，中國大陸自俄羅斯進口原油 8,624 萬公噸及 10,702 萬公噸，分別較戰前 2021 年 7,964 公噸增加 8% 及 34%²⁴。

圖 9 中國大陸與俄羅斯雙邊貿易量



資料來源：中國大陸海關總署

²² Reuters (2024), "China-Russia 2023 Trade Value Hits Record High of \$240 bln," Jan. 12.

²³ CNN (2023), "Trade between Russia and China Is Booming So Much that Shipping Containers Are 'Piling Up'," Sep. 29.

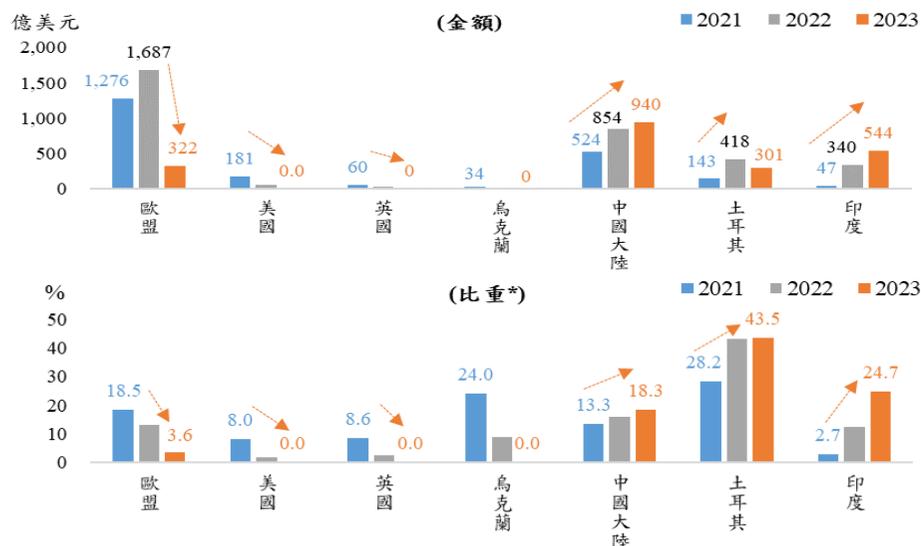
²⁴ TASS (2023), "China's Oil Imports from Russia up 8.2% in 2022 to 86.24 mln Tons," Jan. 20; CNN (2024), "China's Largest Oil Supplier in 2023 was Russia," Jan. 22.

(2) 受國際制裁影響，俄羅斯礦物燃料轉向出口中國大陸、印度及土耳其等國，以維持貿易收入

— 2022年起歐美制裁俄羅斯，減少自俄羅斯進口礦物燃料，俄羅斯轉向出口中國大陸、印度及土耳其等國(圖 10)，透過第三國貿易突破歐美禁令。上年歐盟及美國自俄羅斯進口礦物燃料占其礦物燃料進口之比重分別降至 3.6% 及 0.0%；中國大陸、土耳其及印度自俄羅斯進口礦物燃料的比重則分別升至 18.3%、43.5% 及 24.7%。

— 俄烏戰爭前，2021年俄羅斯原油出口至歐盟的平均出口量為 3.3 百萬桶/日，對中國大陸的平均出口量為 1.6 百萬桶/日(圖 11)。受制裁影響，上年俄羅斯對歐盟原油出口銳減至 0.6 百萬桶/日，惟其以較低價格將原油轉銷售至中國大陸、土耳其及印度等國家，部分抵銷對歐盟出口量減少之衝擊。

圖 10 主要國家自俄羅斯進口礦物燃料金額及比重

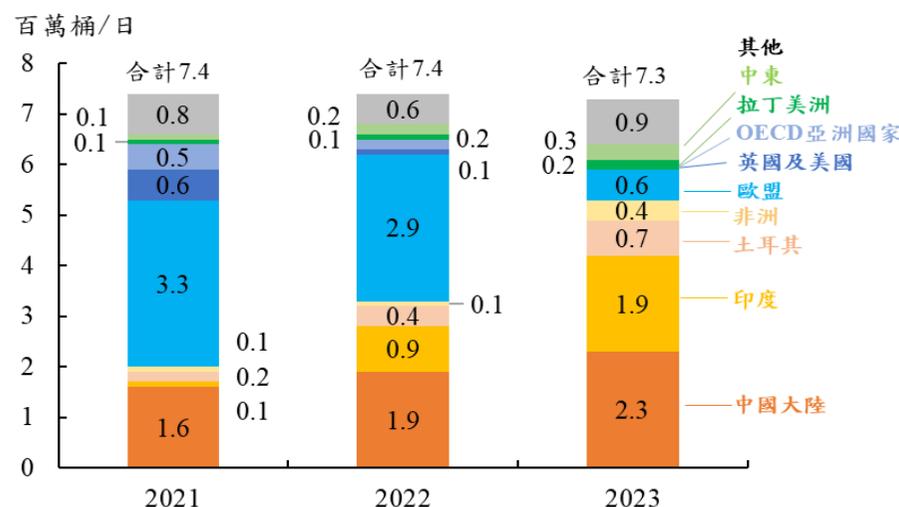


註：1. 歐盟、印度 2023 年金額為該年 1~11 月資料年化。

2.*係各國自俄羅斯進口礦物燃料除以該國礦物燃料進口總額之比重。

資料來源：ITC Trade Map

圖 11 2021 至 2023 年俄羅斯平均原油出口量 (按地區劃分)



資料來源：IEA

(3) 中國大陸及中亞國家成為關鍵資源輸俄之替代管道

上年中國大陸對俄羅斯出口較 2022 年成長 46.9%至 1,110 億美元，且國外研究機構指出²⁵，俄羅斯軍事裝備中，75%關鍵零件是透過中國大陸取得；另上年 1~10 月德國對俄羅斯之出口雖下降 39.1%，惟對中亞地區之哈薩克、吉爾吉斯及亞美尼亞之出口卻分別成長 32.0%、180.1%及 19.3%，推測該等出口之最終目的地均可能為俄羅斯²⁶，此皆顯示關鍵資源輸俄管道未能完全切斷，中國大陸及中亞國家已成為貿易制裁之破口。

(四) 俄烏戰爭相關制裁對全球化發展及支付之影響

國際以美元為武器對俄羅斯支付系統及外匯存底的金融制裁措施(如：凍結俄羅斯外匯存底、禁止俄羅斯部分銀行使用 SWIFT 系統)，已影響國際貨幣制度運作，並引發「去美元化」(de-dollarization)發展，恐使全球化放緩，全球支付體系走向區域化(regionalization)及零碎化(fragmentation)。

1. 多國央行外匯存底配置趨於多元化，外匯儲備增持黃金

(1) 近年來多國央行均增持黃金作為外匯儲備(表 1)，其中俄羅斯、中國大陸、吉爾吉斯及白俄羅斯等國係為避免歐美國家金融制裁，降低對美元之曝險；印度、巴基斯坦、約旦等國是考量地緣政治因素；至於土耳其及埃及則因本國面臨高通膨環境，貨幣驟貶而增持黃金。

(2) 受俄烏戰爭影響，全球央行黃金儲備大幅成長，2022 年全球央行買入 1,082 噸黃金，居歷年之冠，較 2021 年之 450 噸成長 140%；上年再買入 1,037 噸，連續兩年超過 1 千噸。2022 年以土耳其央行買入黃金數量為最多，達 148 噸；上年則為中國人民銀行，達 225 噸²⁷。

²⁵ City Journal (2023), "Can Sanctions Bring Moscow to Its Knees?" Aug. 8.

²⁶ Anadolu Agency (2024), "OPINION - Unclear if Anti-Russia Sanctions Really Work," Jan. 16.

²⁷ CNBC (2024), "Gold Demand Hit Record Highs in 2023 amid Geopolitical Risks, China Weakness," Feb. 1.

表 1 黃金儲備占央行外匯儲備比重

國家	2021年底	2023年底	變動幅度 (百分點)
	(%)	(%)	
吉爾吉斯	19.9	44.4	24.5
巴基斯坦	16.5	31.4	14.9
埃及	11.8	23.0	11.2
約旦	15.0	24.9	9.9
土耳其	24.4	34.2	9.8
白俄羅斯	36.9	44.3	7.4
俄羅斯	21.2	26.1	4.9
印度	6.9	8.5	1.6
中國大陸	3.3	4.3	1.0

資料來源：World Gold Council; the Central Bank of the Republic of Türkiye

2. 跨境支付朝非美元通貨發展，人民幣國際支付占比上升

(1) 跨境支付朝向非美元通貨(主要為人民幣)發展

以美元為制裁手段促使許多國家致力於「去美元化」，特別是俄羅斯、中國大陸、印度、伊朗及中東等國，均積極尋求替代美元的貨幣。由於歐元、英鎊等主要貨幣與美元之連動性高，政經關係密切，「去美元化」效果有限，而中國大陸與該等國家經貿往來頻繁，提供人民幣替代美元之有利條件，促使多國之貿易往來改以人民幣進行支付結算。

一除前述俄羅斯跨境支付大幅改採人民幣結清算外，多個新興國家亦已達成協議得以人民幣進行跨境支付，包括：印度及巴基斯坦向俄羅斯購買原油及煤炭、伊拉克及玻利維亞與中國大陸間之貿易，波灣國家之原油出口，以及阿根廷使用人民幣及 IMF 特別提款權(SDR)償付 IMF 外債 27 億美元；此外，已開發國家亦有企業已同意以人民幣結算進出口貨款，例如：澳洲必和必拓集團(BHP)自 2022 年 7 月起對中國大陸企業之鐵礦砂出口，及法

國道達爾能源集團(Total Energies)自上年3月起對中國大陸企業之液化天然氣出口等。

—經濟學人指出²⁸，擴大制裁第三國企業之作法，將對印度、印尼、阿拉伯聯合大公國等國之金融與貿易體系造成影響，並促使**不願配合美國制裁俄羅斯之國家，改採非美元貨幣進行國際支付。**

(2) 人民幣逐漸發展為歐亞大陸北部²⁹的區域性貨幣

如前所述，受制裁影響，俄羅斯與中國大陸及其他國家之經貿往來大量改採人民幣結算，**俄羅斯人民幣外匯交易及跨境支付金額躍增**；此外，**中亞五國(哈薩克、烏茲別克、塔吉克、吉爾吉斯及土庫曼)與中國大陸雙邊貿易總額由2022年之702億美元，增加至上一年之894億美元，成長27%，亦有助於提升人民幣於雙邊貿易之使用。**上年12月12日中國工商銀行(阿拉木圖)成為**哈薩克人民幣清算行**，是目前中亞五國唯一的人民幣清算行，**人民幣逐漸發展為歐亞大陸北部的區域性貨幣。**

(3) 人民幣國際支付占比上升

—SWIFT 報告顯示³⁰，人民幣在國際支付占比由2021年12月之2.70%，**上升至本年1月之4.51%**(圖12)，**居國際支付貨幣之第4位**，僅次於美元、歐元及英鎊；同期間，其在**全球貿易融資之占比則由2.0%上升至5.25%**，**在全球貿易融資貨幣中排名第3**，僅次於美元及歐元。

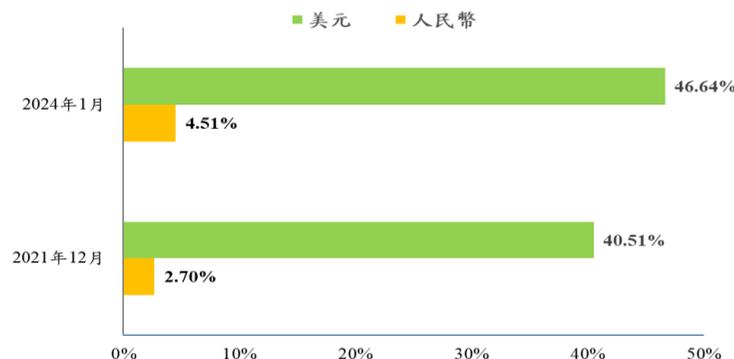
—相對於人民幣在國際支付及貿易融資占比之上升，美元於全球貿易融資之比重則由2021年12月之86.60%，下降至本年1月之84.24%(圖13)；惟同期間美元在國際支付之比重仍由40.51%上升至46.64%，短期內霸權地位仍難以撼動。

²⁸ The Economist (2024), "Sanctions Are Not the Way to Fight Vladimir Putin," Feb. 21.

²⁹ 泛指俄羅斯、中國大陸以及前蘇聯之中亞五國(哈薩克、烏茲別克、塔吉克、吉爾吉斯及土庫曼)。

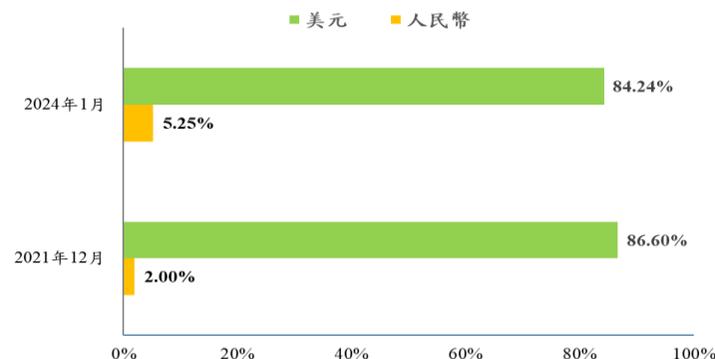
³⁰ SWIFT (2024), *RMB Tracker February 2024*, Feb. 22.

圖 12 國際支付使用貨幣占比



資料來源：SWIFT

圖 13 貿易融通使用貨幣占比



資料來源：SWIFT

3. 美元仍穩居全球貨幣主導地位，在全球支付體系的重要性仍難以撼動³¹

(1) 當前全球支付體系似有區域化及零碎化之情形

- 俄烏戰爭前，已有多國以非美元貨幣進行跨境支付，以降低對美元之依賴，如：**金磚五國(BRICS)擴大使用本幣清算(Local Currency Settlement, LCS)的跨境貿易範圍**³²；**印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國等國央行簽署 LCS 協議**，允許銀行提供本幣直接交易³³等。
- **俄烏戰爭爆發後，金融制裁措施影響國際貨幣制度運作**，已使**全球化放緩**；「去美元化」升溫，尤其**美元武器化**的擔憂，恐使**美元霸權地位面臨挑戰**³⁴，外匯存底配置多元化、跨境支付朝向非美元通貨發展，恐帶動**全球支**

³¹ 請參見中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，6月17日

³² Financial Express (2023)，“BRICS Nations Embrace Local Currencies and Enhanced Payment Systems to Strengthen Trade,” Aug. 25.

³³ Central Banking (2019)，“Philippines Joins Local Currency Settlement Network,” Apr. 5.

³⁴ 有關主要國家對俄羅斯祭出經濟金融制裁的可能影響，以及美元國際地位的討論，請參閱中央銀行(2022)，「俄烏戰爭對俄羅斯及全球經濟金融之可能影響：兼論1998年俄羅斯金融危機」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，3月17日；中央銀行(2022)，「歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，3月17日；中央銀行(2022)，「俄羅斯因應及反制國際經濟金融制裁之分析」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，6月16日；中央銀行(2023)，「俄烏戰爭周年：主要國家與俄羅斯相互制裁對全球經濟金融之影響」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，3月23日；中央銀行(2023)，「美元之國際地位：過去、現在及未來」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，6月15日。

付體系區域化及零碎化之發展趨勢³⁵。

- IMF 研究人員指出³⁶，俄烏戰爭揭示了潛在的地緣政治板塊構造遽變，可能導致全球經濟分裂成具有不同意識形態、政治制度、技術標準、跨境支付、貿易體系以及準備通貨的經濟集團；在此情況下，金融全球化可能被金融區域化(financial regionalization)取代，且全球支付體系亦將變得零碎。
- 俄烏戰爭爆發後，主要國家凍結俄羅斯外匯存底，並禁止俄羅斯部分銀行使用 SWIFT 系統，這些制裁措施形同將美元武器化；對美元武器化的擔憂，促使許多國家的外匯存底朝多元化通貨方向重新配置，跨境支付亦朝非美元通貨(主要為人民幣)發展；伴隨國際間「去美元化」的聲浪日增，長遠而言，可能導致美元的霸權地位受挑戰。

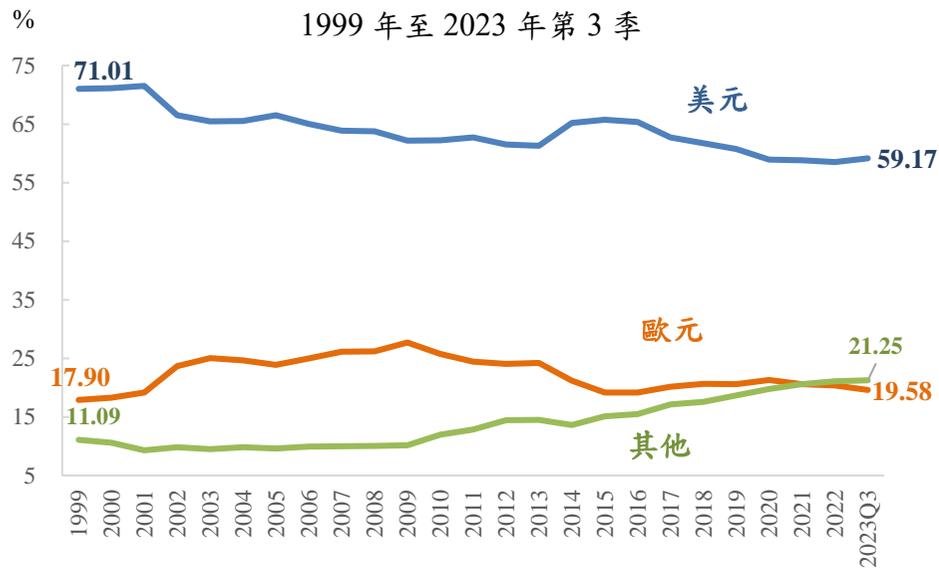
(2) 美元具有關鍵優勢，包括市場流動性與深度、法治及避險地位，仍是全球央行外匯存底配置的最主要選擇

- 過去幾十年來，國際間央行持續朝多元通貨(multi-currency)外匯存底配置逐步邁進；再者，俄烏戰爭爆發後，美國對俄羅斯的制裁行動，令各國擔憂美元可能成為長期政治工具，形成美元武器化(weaponize the dollar)，部分大型經濟體開始尋找遠離美元的方法，亞洲國家等小型經濟體亦試圖「去美元化」。
- IMF 數據顯示，美元在全球外匯存底的占比下滑(圖 14)，從 1999 年的約 71%，下滑至上年第 3 季的 59.17%；另以歐元計價的外匯存底比重則從 17.90%略升至 19.58%，變化不大；至於其他通貨占比則從 11.09%升至 21.25%。
- 不過，諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 表示，短時間內美元的主導地位不會被取代；他指出，美元其實擁有難以匹敵的 3 大優勢，包括在位優勢、開放的市場及法治。
- 論者分析，美國債券市場的流動性與深度、法治體系的穩固，以及美國公債的避險地位，讓美元成為各國央行的最佳選擇，美國公債被認為是最常見的外匯存底；全球央行以美元計價的外匯存底比重仍高達 6 成(圖 15)。

³⁵ 有關全球經濟金融區域化及零碎化之發展，請參閱中央銀行(2023)，「全球化的演進及其面臨的問題」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日。

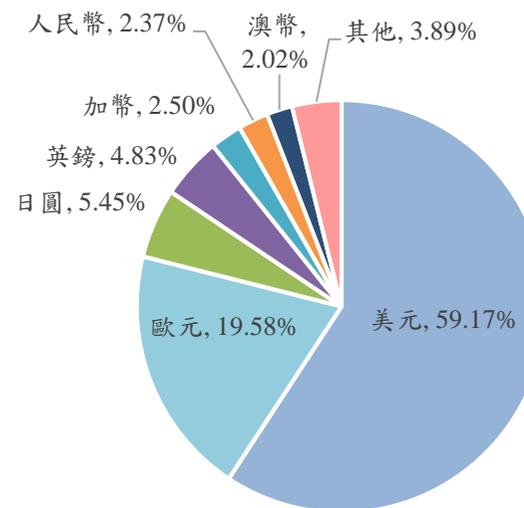
³⁶ Gourinchas, Pierre-Olivier (2022), "Shifting Geopolitical Tectonic Plates," *IMF Finance & Development*, Jun.; Aiyar, Shekhar et al. (2023), "Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism," *IMF Staff Discussion Note*, Jan. 15.

圖 14 美元及歐元等在全球央行外匯存底比重變化



資料來源：IMF(截至 2023 年第 3 季)

圖 15 全球央行外匯存底各幣別最新占比



資料來源：IMF(截至 2023 年第 3 季)

(3) 「去美元化」並非易事，美元仍是各國匯率最重要的報價基礎，現階段難以取代其地位與功能

- 「去美元化」升溫，多國外匯存底趨於多元化，跨境支付朝向非美元通貨發展，但美元在國際貨幣體系中占據主導地位已有數十年，背後是美國強大的經濟、金融和軍事實力，要撼動美元的地位，需要其他貨幣具備足夠的吸引力，能夠取代美元在國際貨幣體系中的核心功能，目前尚無任何貨幣具備挑戰美元地位的實力。
- 自俄烏戰爭後，全球主要金融市場已停止俄羅斯盧布兌美元之相關報價；而歐元兌盧布則因俄羅斯要求歐洲國家以盧布支付天然氣費用，而得以持續在金融市場中報價。目前中國境內雖有提供盧布兌人民幣之報價，惟受限於中國境內交易量與流動性，其匯率實質上是透過歐元兌盧布，再由歐元兌人民幣之交叉匯率間接換算所得，其中歐元匯價與人民幣匯價係指其相對美元之報價，美元仍是全球各國匯率最重要的報價基礎，現階段人民幣難

以取代其地位與功能。

—上年4月10日，**俄羅斯央行**發布報告³⁷示警，由於人民幣在國際上不能自由兌換，且缺乏對沖工具(人民幣之衍生性金融商品市場不若歐美發達)，因此以人民幣結算存在相當的風險，為規避風險，俄羅斯央行持續**拋售人民幣**，**買進美元及歐元**³⁸，顯示「去美元化」並非易事，美元仍是全球各國匯率最重要的報價基礎。

(五)結語

1. 對俄羅斯制裁收效不如預期，顯示制裁未必是遏止戰爭最有效手段

主要國家為遏止俄羅斯侵略行為，對其施加經貿金融等全面性制裁，《經濟學人》於制裁初期曾預期，一系列史無前例之嚴厲制裁可能導致俄羅斯金融失序、經濟嚴重衰退，甚至引發軍事政變；惟制裁持續至今已逾兩年，非但**未能達到預期效果**，反因俄羅斯採行多項因應措施，善用各國追逐低價能源及企業爭取出口收益等有利條件，並借助中國大陸等未參與制裁國家突破管制，有效緩解其國內經濟金融所承受之衝擊，又因**鉅額國防支出**，使**經濟逆勢成長**，充分展現經濟韌性，顯見制裁未必能有效遏止戰爭。

2. 為因應國際制裁，俄羅斯經濟金融及貿易結構均有所轉變

受國際制裁影響，俄羅斯重新配置其外匯存底，**增持黃金及人民幣**，**跨境支付改採人民幣結清算**，並擴大與**中國大陸之經貿與金融合作**，**雙邊貿易量持續創高**。為維持貿易收入，俄羅斯之礦物燃料出口轉向**中國大陸、印度及土耳其等國**，透過第三國貿易突破歐美禁令，**對歐盟及美國之出口比重則銳減**。

3. 「去美元化」並非易事，美元在全球支付體系重要性難以撼動

對俄羅斯的制裁行動，促使**多國致力於「去美元化」**，以避免受美元箝制，但因美元最具市場流動性與深度、法治

³⁷ Bank of Russia (2023), “Review of the Russian Financial Sector and Financial Instruments for 2022,” Bank of Russia News, Apr. 11.

³⁸ 上年4月10日單日，俄羅斯央行即出售折合38億盧布之人民幣；俄羅斯財政部亦計劃，上年4月7日至5月5日之間拋售價值746億盧布的人民幣，折合每天拋售價值37億盧布的人民幣。

及避險地位等關鍵優勢，仍是國際支付結算系統的核心貨幣、全球央行外匯存底配置的最主要選擇，以及各國匯率最重要的報價基礎，因此「去美元化」並非易事，美元仍穩居全球通貨主導地位，在全球支付體系重要性難以撼動。

4. 制裁為雙面刃，牽動地緣政治風險持續攀升，全球化進程受阻、經濟零碎化程度加劇，影響全球經貿及金融發展。國際制裁雖未達預期效果，但俄羅斯經濟仍然受創，且戰時國防支出帶動之經濟榮景恐於戰後反轉向下。此外，俄烏戰爭及相關制裁引發地緣政治緊張情勢，阻礙全球化發展，加深經濟零碎化之風險，未來如持續循此趨勢發展，恐將加劇國際貿易限制與市場區隔，干擾能源與大宗物資全球供應鏈之穩定性及安全，使企業成本增加，增添通膨情勢之不確定性，並導致全球經濟成長下滑。

附表、主要國家對俄羅斯之金融與經濟制裁

推出時間	金融制裁內容	經濟制裁內容
2022 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯央行境外帳戶、限制與俄羅斯央行進行交易、限制俄羅斯央行調度國際準備等 ● 將特定之俄羅斯銀行、公司及特定個人列入制裁名單，並凍結其境外資產³⁹ ● 禁止俄羅斯政府、特定機構或銀行在境內發行債券或新股籌措資金 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止俄羅斯籍航空器進入領空 ● 中止北溪 2 號天然氣輸送管線執照審查 ● 對俄羅斯實施國防、航太、半導體、電腦設備等出口管制
2022 年 3 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止 7 家俄羅斯銀行⁴⁰使用 SWIFT 系統 ● 沒收俄羅斯富豪之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 取消俄羅斯貿易最惠國待遇 ● 美國禁止進口俄羅斯原油、天然氣及煤炭等能源
2022 年 4 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯「聯邦儲蓄銀行」(Sberbank)之境外資產，並禁止與該銀行進行交易。俄羅斯前 10 大銀行共 9 家銀行⁴¹境外資產遭凍結 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止俄羅斯船舶停泊港口 ● 歐盟國家自 2022 年 8 月起禁止進口俄羅斯煤炭
2022 年 5 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯提供會計、信託、公司設立及管理顧問服務 ● 禁止俄羅斯透過外國銀行體系償還主權債務 	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯國營與控制媒體投放廣告及提供技術 ● 禁止進口俄羅斯貴金屬(如鉑、鈀)
2022 年 6 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 增加禁止 3 家俄羅斯銀行⁴²使用 SWIFT 系統，加計先前 7 家，目前共 10 家俄羅斯銀行遭禁用 SWIFT 系統，約占俄羅斯銀行業總資產 70% 	<ul style="list-style-type: none"> ● 歐盟國家於 2022 年底前停止進口 90%俄羅斯原油 ● 禁止歐盟保險公司承保俄羅斯原油船運保險 ● 禁止向俄羅斯進口黃金
2022 年 9 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯提供 IT 顧問、建築及工程服務

³⁹ 制裁特定之俄羅斯銀行、公司及特定個人之境外資產，各國所匡列之名單不完全相同，主要是俄羅斯之重要銀行、出口商、富豪及政治人物。

⁴⁰ 7 家銀行包括：Bank Otkritie、Novikombank、Promsvyazbank、Bank Rossiya、Sovcombank、Vnesheconombank(VEB)、VTB Bank。

⁴¹ 9 家銀行包括：Sberbank、VTB Bank、Gazprombank、Alfa Bank、Promsvyazbank、Russian Agricultural Bank、Credit Bank of Moscow、Bank Otkritie、Sovcombank。

⁴² 增加 3 家銀行包括：Sberbank、Russian Agricultural Bank 及 Credit Bank of Moscow。

2022 年 12 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止與俄羅斯地區開發銀行(Russian Regional Development Bank)進行交易 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯海運出口原油設定價格上限每桶 60 美元 ● 禁止英國保險公司承保俄羅斯原油船運保險 ● 禁止向俄羅斯出口無人機引擎
2023 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯聯邦國家財富基金(National Wealth Fund of the Russian Federation)、俄羅斯國家再保險公司(Russian National Reinsurance Company)、Tinkoff Bank 之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯海運出口柴油及燃料油設定價格上限每桶 100 及 45 美元
2023 年 3 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止向俄羅斯進口鋼鐵及鋁
2023 年 7 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結 Locko Bank、Petersburg Social Commercial Bank、Commercial Bank Solidarnost、Unistream Commercial Bank 等 4 家銀行之境外資產 	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯能源產業設備及化學品製造商境外資產
2023 年 11 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結 Absolut Bank、Blanc Bank、Home Credit & Finance Bank、Post Bank、Russki Regionalny Bank、Russian Regional Development Bank、Russian Standard Bank 等 7 家銀行之境外資產 	
2023 年 12 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結數家總部位於阿拉伯聯合大公國及香港之船隊營運商或原油交易商之資產 	
2024 年 1 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止進口在俄羅斯開採、加工或生產的非工業鑽石
2024 年 2 月	<ul style="list-style-type: none"> ● 凍結俄羅斯信用卡機構及 Avangard Bank、Bank RostFinance、Chelindbank、Maritime Bank、Bystrobank 等 5 家銀行之境外資產 ● 持有俄羅斯央行資產超過 100 萬歐元之證券保管機構，應單獨計算並凍結受歐盟制裁之資產價值及其相應之收入 	
2024 年 3 月		<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止進口在第三國加工的俄羅斯鑽石