

制裁俄罗斯之后，不确定性继续上行

俄罗斯的后续以及资产价格变化

核心内容：

分析师

- **国际社会对俄罗斯的制裁加大**制裁措施主要包括金融、出口、企业以及个人方面进行，主要是对俄罗斯经济金融极限施压。(1) 部分俄罗斯银行被踢出 SWIFT 系统，剔除出交易系统会给俄罗斯的对外金融交易带来困难。(2) 欧盟和美国决定冻结俄罗斯央行的资产，主要指冻结俄罗斯央行的相关交易，从而降低俄罗斯央行通过出售资产抵御西方经济金融制裁的能力。(3) 限制俄罗斯主权债券和其他个人机构的金融限制，主要限制俄罗斯政府的融资能力，切断俄罗斯金融机构的业务联系，限制俄罗斯实体和个人的融资。(4) 限制向俄罗斯出口高端科技产品。
- **俄罗斯经济金融会面临巨大的压力**全球极限的金融制裁可能会导致俄罗斯金融系统处于动荡状态，很容易发生系统性金融风险。同时俄罗斯经济状况并不优异，通胀水平持续上行。
- **俄罗斯仍然有反制的余地**俄罗斯本身属于原材料出口国，贸易禁运对俄罗斯并不现实。俄罗斯的艰难情况下，仍然有反制的工具。(1) 俄罗斯仍然拥有能源武器。欧盟短期内很难找到新的能源供应方填补缺口，同时限制石油出口的举措都可能推升全球油价。(2) 俄罗斯加速脱离美元系统。俄罗斯的主要贸易伙伴在亚洲和欧洲，俄罗斯有能力脱离美元系统与欧洲和亚洲单独合作，俄罗斯也有能力绕过 SWIFT 系统单独做交易。(3) 俄罗斯允许卢布大幅贬值。卢布大幅贬值会使得跨境资本外流，股市的动荡和汇市的动荡，同时推升俄罗斯通胀。俄罗斯很可能在境内部分管制而作为应对。欧洲和美国金融市场也会随之动荡。
- **俄乌冲突对资产价格的影响**俄乌冲突带来了金融市场的动荡，金融市场无法对不确定的事情进行定价，在此期间，金融市场波动率上行。在不确定性状态下风险资产谨慎，而与俄罗斯相关的商品可以看多。俄罗斯和乌克兰相关出口原材料主要有原油、天然气、小麦、玉米、油脂等。从我国期货市场来看，相关产品价格已经在快速上行。
- **原油仍然看多**原油价格是最为波动的，而原油仍然看多。首先，原油供给恢复仍然不畅。美国钻井数量恢复至疫情前的 70%，全球原油供应仍然略有短缺。其次，原油库存仍然处于低位。再次，新冠疫情渐趋结束，全球长途客运和需求有爆发的可能，对原油需求的提振会促使原油价格处于高位。最后，俄乌的不确定性也是原油价格的推手。
- **中国资产价格变动取决于中国的选择**中国资产价格变动主要在于中国对于此事件的态度，以及如何处于处理中欧、中美之间的关系。现阶段仍然处于风险释放阶段。

● 许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

2022年2月24日俄罗斯从乌克兰南部敖德萨、东北部的哈尔科夫以及从白俄罗斯境内向乌克兰首都基辅方向发动大规模攻击。继2月21日俄罗斯总统普京签署法令承认乌克兰东部的顿涅茨克与卢甘斯克独立后，俄乌冲突正式升级。

一、国际社会对俄罗斯的制裁

俄罗斯宣布承认乌克兰东部两个地区独立和开启战事后，美国、欧盟27国以及日本、英国、加拿大和澳大利亚等32个国家已经先后宣布了针对俄罗斯的制裁举措。制裁措施主要包括金融、出口、企业以及个人方面进行，主要是对俄罗斯经济金融极限施压。

1、部分俄罗斯银行被踢出SWIFT系统

2月26日，美国与欧盟、英国和加拿大发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）国际结算系统。SWIFT系统称为环球银行金融电信协会，它自我定义是一家“全球同业合作组织”，是世界领先的安全金融报文传送服务机构。1973年，美西方15个国家的239家银行宣布成立SWIFT，总部设在布鲁塞尔。SWIFT最大的优点，就是“标准化”。银行统一接入SWIFT，交易明细等是标准写法，这样使得交易更加安全、高效、便捷了。SWIFT现阶段连接了200多个国家和地区的11000多家金融机构，2021年，SWIFT日发送信息4000多万条，日结算5-6万亿美元。

现阶段仍然不清楚哪些俄罗斯银行被SWIFT踢出交易系统，但被剔除出交易系统会给俄罗斯的对外金融交易带来困难。但这种与全球银行隔离并不意味着俄罗斯无法对外进行交易。2012年，SWIFT踢掉了多家伊朗的银行。2017年，SWIFT切断与朝鲜的所有联系。2014年“乌克兰危机”之后，俄罗斯在2017年推出了SPFS系统，也就是俄罗斯版的SWIFT，这个系统占到俄罗斯国内所有金融信息传输的20%左右。中国也有人民币跨境支付系统CIPS，还有伊朗被制裁之后，欧洲和伊朗联手打造了INSTEX机制，可以绕过美元来进行交易。

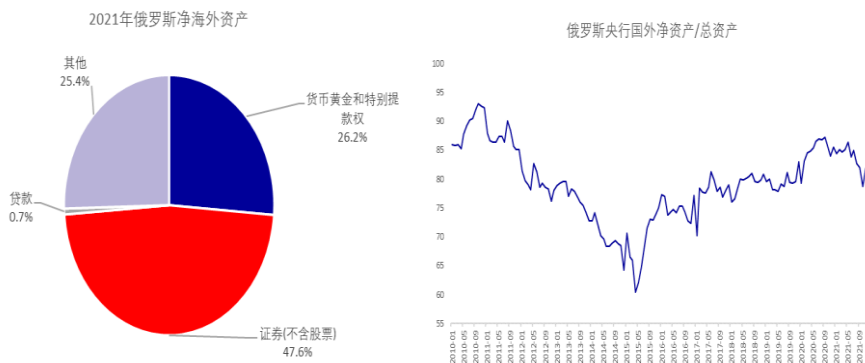
可以说俄罗斯被剔除SWIFT交易系统之后，俄罗斯的对外贸易会陷入暂时的困难，寻找新的稳定的金融交易渠道需要时间。未来的发展仍然不可预期，俄罗斯作为能源出口国，产品在世界范围是有影响力的，而各国并未与俄罗斯中断贸易联系，俄罗斯并不会完全封闭。

2、欧盟和美国决定冻结俄罗斯央行的资产

冻结俄罗斯央行的资产，主要是指冻结俄罗斯央行的相关交易，尤其是使俄罗斯央行失去出售相关资产的能力，降低俄罗斯央行通过出售资产抵御西方经济金融制裁的能力。截止2021年，俄罗斯央行的净国外资产约5573亿美元（汇率设定80USD/RUB）；其中2655亿美元的储备是以外国债券的形式储存，1460亿美元以货币黄金和特别提款权的形势存在，其他项有1416亿美元。

图1：俄罗斯海外净资产构成

图2：俄罗斯央行海外资产占比较高（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、限制俄罗斯主权债券和其他个人机构的金融限制

限制俄罗斯政府的融资能力。美国金融机构不得购买俄罗斯的卢布债券和 2022 年 3 月 1 日以后发行的欧元主权债券。

切断俄罗斯金融机构的业务联系。美国已经切断了俄罗斯最大银行 sberbank 与美国金融系统的联系。还全面封锁了持有俄罗斯银行总资产的近五分之一的俄第二大金融机构 vtb 银行, 以及其他三个主要的俄金融机构。

限制俄罗斯实体和个人的融资。美国对 13 家最重要的俄罗斯企业和实体实施了新的债务和股权限制。英国禁止俄罗斯人在英国银行存款超过 5 万英镑。禁止向俄罗斯客户(个人或实体)出售以欧元计价的资产。防止向俄罗斯人提供“黄金护照”。欧盟对包括对俄罗斯主要银行、重点企业和实体、上层精英个人的资产冻结, 金融交易的限制及限制出口。类似的金融制裁还扩大到白俄罗斯。

4、限制向俄罗斯出口高端科技产品

限制出口的方式, 对俄罗斯一些涉及敏感技术的高科技产品进行了限制, 主要针对俄罗斯国防、航空和海事部门, 以切断俄获得尖端技术的途径。

二、制裁下对俄罗斯的影响

俄罗斯本身属于原材料出口国, 贸易禁运对俄罗斯并不现实。俄罗斯本身的经济处于疫情后的恢复阶段, 通胀水平较高, 依赖于对外贸易。全球极限的金融制裁可能会导致俄罗斯金融系统处于动荡状态, 很容易发生系统性金融风险。制裁会导致俄罗斯金融系统陷入混乱, 俄罗斯经济持续下滑, 但实际效果仍然需要继续评估。俄罗斯在如此艰难的情况下, 可能的选择并不多。

1、俄罗斯仍然拥有能源武器

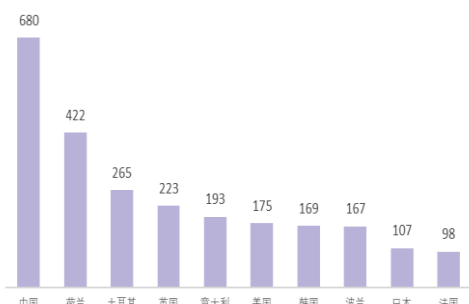
2021 年, 俄罗斯石油产量达 5.17 亿吨。根据美国《油气杂志》(OGJ) 统计数据, 2021 年全球石油产量约 44.23 亿吨, 俄罗斯原油产量约占全球的 11.69%。英国石油公司(BP)的数据显示, 2021 年, 俄罗斯天然气产量约为 6390 亿立方米, 全球天然气产量约为 3.854 万亿立方米, 俄罗斯天然气产量约占全球的 16.58%。欧洲对俄罗斯天然气的依赖程度很高, 份额接近一半, 石油的份额也接近四分之一。俄罗斯也同时是煤、铝、小麦的重要供应地。极限施压下的俄罗斯会动用“能源武器”进行报复, 欧盟短期内很难找到新的能源供应方填补这个缺口。俄罗斯是全球最大原油生产国之一, 任何限制石油出口的举措都可能推升全球油价。

2、俄罗斯加速脱离美元系统

俄罗斯的主要贸易伙伴在亚洲和欧洲，俄罗斯与美国的相互交易并不占主要地位。俄罗斯有能力脱离美元系统与欧洲和亚洲单独合作。同时作为原材料出口国，俄罗斯也有能力绕过 SWIFT 系统单独做交易。

图 3：俄罗斯前十大出口国（亿）

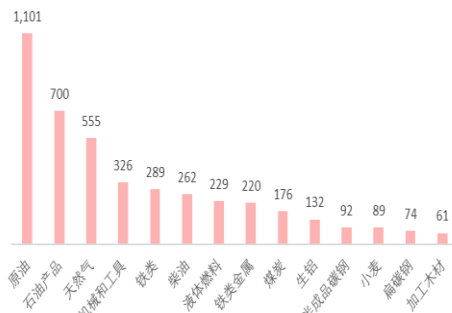
2021年俄罗斯前十大出口国



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：俄罗斯主要出口产品（亿）

2021年俄罗斯十五大出口产品



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3、俄罗斯允许卢布大幅贬值

俄罗斯可能会采取放任卢布贬值的做法进行报复。俄罗斯卢布贬值会使得跨境资本外流，引发股市的动荡和汇市的动荡，推升俄罗斯通胀。俄罗斯很可能在境内部分管制而作为应对。而大幅的贬值对于能源出口企业来说可能是利好。

图 5：卢布大幅贬值

俄罗斯:美元兑卢布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

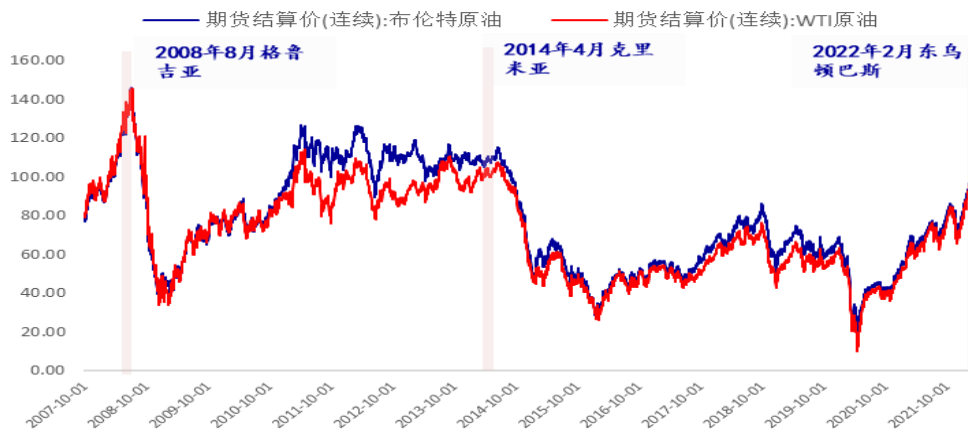
三、俄乌冲突对资产价格的影响

可以说俄乌冲突带来了金融市场的动荡，金融市场无法对不确定的事情进行定价，在此期间，金融市场波动率上行。在不确定性状态下风险资产谨慎，而与俄罗斯相关的商品可以看多。中国资产价格变动主要在于中国对于此事件的态度，以及如何处于处理中欧、中美之间的关系。

原油价格是最为波动的，而原油仍然看多。首先，原油供给恢复仍然不畅。美国钻井数量恢复至疫情前的 70%，全球原油供应仍然略有短缺。其次，原油库存仍然处于低位。再次，新冠疫情渐趋结束，

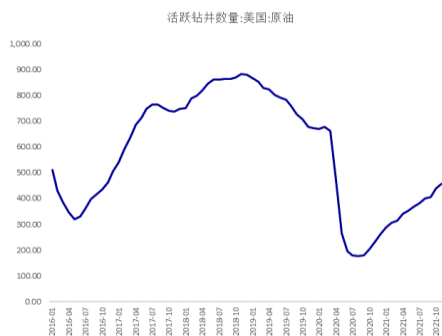
全球长途客运和需求有爆发的可能，对原油需求的提振会促使原油价格处于高位。最后，俄乌的不确定性也是原油价格的推手。

图 6: 原油价格上行 (美元/桶)



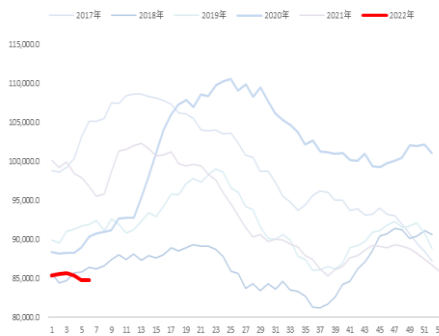
资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

图 7: 美国钻井数量 (个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: EIA 和 API 商业原油库存 (万桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

俄罗斯和乌克兰相关出口原材料主要有原油、天然气、小麦、玉米、油脂等。从我国期货市场来看，相关产品价格已经在快速上行。

图 9: LPG 结算价快速上行 (元/吨)

期货结算价(活跃合约):LPG

图 10: 玉米价格走高 (元/吨)

期货收盘价(活跃合约):黄玉米

3,000.00

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38532

