

俄罗斯面临的 SWIFT 制裁影响几何？ ——乌克兰冲突系列研究四

报告导读/核心观点

当前美欧国家对俄罗斯开展的 SWIFT 制裁仅针对部分金融机构，并未完全切断俄罗斯跨境贸易尤其是原油输出的结算通路，俄罗斯未来开展跨境结算仍可通过未被制裁的金融机构开展。俄罗斯与发达国家尤其是欧洲在能源领域实际处于相互依赖的状态，制裁升级容易两败俱伤，预计未来潜在出台的制裁措施同样将以保障原油的流通为前提。大类资产目前暂不需要定价战争进一步升级的风险，如风险真正发生乌克兰危机上升为美国和俄罗斯之间的正面冲突，大类资产将转向黄金、原油、军工、货币市场基金。

□ **SWIFT 是国际结算的重要基础设施，美欧国家拟将特定俄罗斯银行踢出该系统** 2 月 27 日美欧多国发布联合声明将对俄罗斯开展进一步经济制裁，其中最核心的措施是“将把特定的俄罗斯银行（原文表述为：“Selected Russian Banks”）从 SWIFT 报文系统中剔除”。SWIFT 系统全称“环球同业银行金融电讯协会”，是国际支付结算体系中的报文系统，主要负责在国际结算、清算过程中为成员机构提供信息划转传输服务，并不涉及资金的实际划转。当前 SWIFT 覆盖全球国家超过 200 个，金融机构超过 11000 家，是国际结算体系中最重要基础设施之一，目前在荷兰、美国、瑞士三地设有数据中心并共享信息。2001 年 911 事件以后，美国及相关发达国家对 SWIFT 系统的掌控能力逐渐增强：一是 SWIFT 章程规定，SWIFT 受 G10 国家的央行监管，必须遵循欧盟和比利时的相关法规，且有责任与国际法规配合执行特定制裁措施（尤其是美国推进 SWIFT 层面的全面制裁需要欧洲配合）；二是 911 事件后，美国启动恐怖分子金融追踪计划（Terrorist Finance Tracking Program, TFTP），在该计划框架下美国财政部可以“追踪恐怖活动相关的金融交易为由”对 SWIFT 的资金划转信息进行监控。

□ **美欧等国具备利用 SWIFT 制裁达成特定政治目标的能力，伊朗朝鲜曾受制裁** 虽然 SWIFT 是中立的全球组织，但美欧等发达国家具备利用 SWIFT 制裁达成特定政治目标的能力。过去伊朗和朝鲜曾遭受 SWIFT 制裁，制裁措施的本质均是切断制裁对象接入 SWIFT 系统的接口，被制裁国（金融机构）的跨境结算将因此而遭受明显冲击，继而连带其影响国际贸易能力。

伊朗方面，2012 年美国出于伊朗和计划考虑，要求 SWIFT 叫停伊朗金融机构的成员资格，终止 SWIFT 对 30 家伊朗银行的金融报文服务；2012 年 3 月 SWIFT 官宣对伊朗金融机构开展制裁，不再向其提供金融报文服务；2016 年，SWIFT 配合欧盟立法对伊朗金融机构的制裁清单进行一轮更新。

朝鲜方面，2013 年和 2016 年朝鲜先后有 3 家银行被联合国列入 SWIFT 系统禁入名单。2017 年 3 月，SWIFT 系统发布声明认定朝鲜银行不符合 SWIFT 成员标准，剔除朝鲜 SWIFT 国家编码，切断其与国际金融机构联系。

□ **当前制裁并未完全切断俄罗斯贸易结算能力，未来潜在制裁也将保证原油流通** 当前美欧国家对俄罗斯的制裁符合我们前期判断，现有制裁并未完全切断俄罗斯跨境贸易尤其是原油输出的结算通路。虽然对俄罗斯动用了 SWIFT 制裁，但当前制裁仅针对部分俄罗斯银行（原文表述为：“Selected Russian Banks”，当前具体制裁的机构清单尚未公布），俄罗斯未来开展跨境结算仍可通过未被制裁的金融机构开展，跨境贸易结算能力并未被完全切断。未来制裁仍有进一步升级可能，但对俄罗斯所有金融机构实施 SWIFT 禁用的概率同样较小，潜在出台的制裁措施均将以保障原油的流通为前提。主要原因是俄罗斯与发达国家尤其是欧洲在能源领域实际处于相互依赖的状态，制裁升级容易两败俱伤，以天然气为例：从欧洲方面来看，俄罗斯在欧洲天然气市场中的占比接近 40%；但相反欧盟在俄罗斯的出口占比中同样接近 72%，一旦天然气交易切断，欧洲通胀压力加剧的同时也将伴随俄罗斯财政收入的受损（油气收入在俄罗斯财政预算收入中的占比接近 40%），预计二者不会轻易脱钩（但北溪 2 号的叫停可能加剧天然气涨价预期）。2 月 22 日俄罗斯能源部长尼古拉舒尔吉诺夫在卡塔尔出席天然气论坛时也积极表示，俄罗斯计划继续不间断地向全球市场供应天然气。除此之外，俄罗斯还是部分粮食、原材料金属的重要出口国（详情请参

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

考前期报告《俄乌冲突升级对通胀有何影响?》),全面切断其贸易结算能力容易助长发达国家自身的通胀压力。此外,我们预计未来潜在出台的制裁措施同样将以保障原油的流通为前提。

□ 短期关注冲突加剧可能导致油价跳升,冲突常态化后资产价格逐渐脱敏

根据俄“美”对抗的共性特征:持续时间短、不正面冲突、常态化对抗、制裁报复(详细请参考前期报告《从美俄对抗共性经验看资产走势》)。大类资产目前暂不需要定价战争进一步升级的风险,如风险真正发生乌克兰危机上升为美国和俄罗斯之间的正面冲突,大类资产将转向黄金、原油、军工、货币市场基金。我们重申对未来大类资产的观点:

油价方面,预计乌克兰危机对油价的作用主要是脉冲式上行,并无持续上行动力。脉冲上行源于冲突升级后市场定价供给不确定性,冲突走向常态化后原油价格将不再受此刺激。往后看,一是即便美欧升级对俄制裁也将保持能源流通,供给持续收缩扰动有限;叠加 Q2 伊核协议较大概率落地和 OPEC 产量基准调整带来的新增产能,将缓解油价上涨压力。需注意的是,短期原油价格仍可能有脉冲式上行,尤其是需要关注未来俄罗斯进一步反制的潜在可能;如果上行速度过快,可能对海外货币政策形成扰动,不排除联储首次加息 50BP 并进一步压制通胀预期的可能性,但整体不改美债收益率 Q1 末于 2.1%附近见顶回落的判断。

美债方面,我们认为本轮美债收益率上行即将于 Q1 末见顶,高点预计位于 2.1%附近。在油价短期脉冲式走高的背景下,短期紧缩预期和通胀仍有小幅强化空间;此后加息预期逐步证伪、通胀预期回落以及基本面下行将驱动美债收益率回落。

美股方面,根据俄罗斯对抗北约两项特征:“持续时间短”和“冲突不升级到大国”,我们认为乌克兰危机对权益资产风险偏好冲击最大的时间点已过,未来美俄对抗逐步常态化后资产价格将逐渐脱敏,因风险偏好冲击而带来的资产价格回调将逐步修复。未来美股仍需回归主线关注未来加息预期和企业盈利下行共振对美股的冲击。

黄金方面,短期发挥避险属性价格同样大幅上行,符合我们前期判断;未来冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。但全年依旧看好黄金,尤下半年实际利率下行将带动金价走高,全年我们认为伦敦金价格将突破 2000 美元。

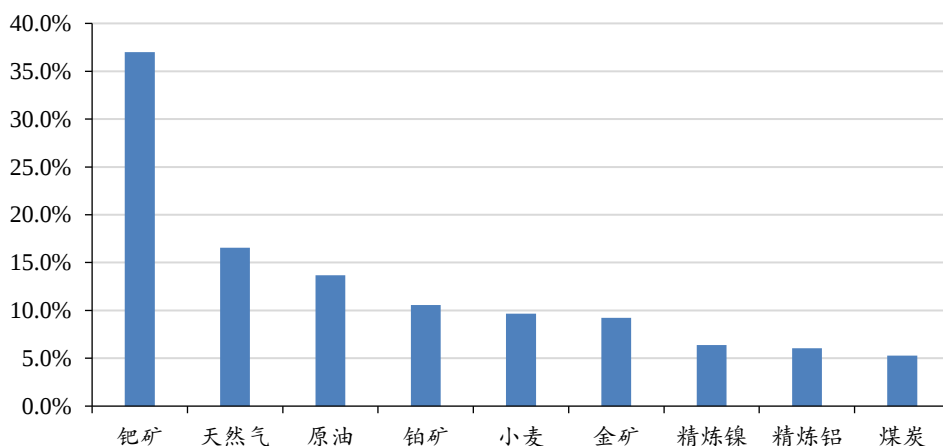
美元方面,短期受避险情绪推动大幅上行,未来冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。2022 年美国加息力度不及预期以及欧洲补库滞后于美国启动,美元指数预计重回下行通道并下探 90。

风险提示:美欧对俄制裁力度超预期;美欧部队全面参与乌克兰冲突。

证券
研究
报告

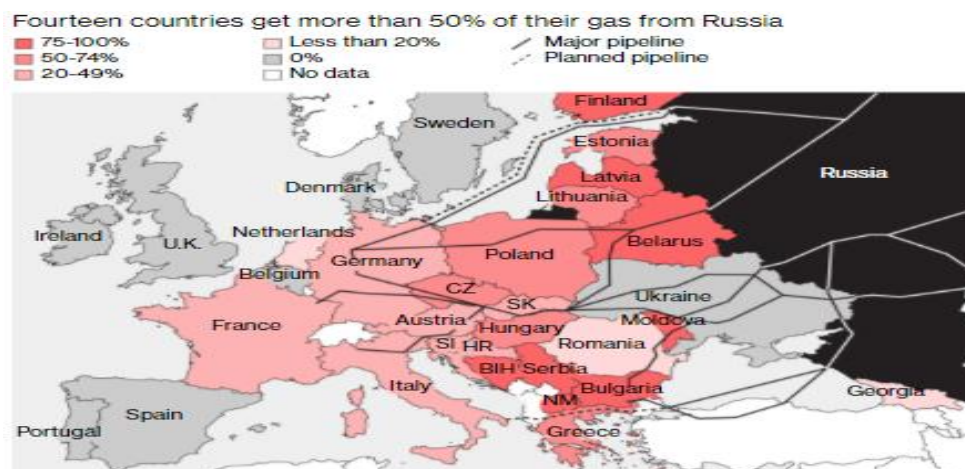
1. 重要图表

图 1: 俄罗斯部分核心原材料和能源产量在全球供给中的占比 (%)



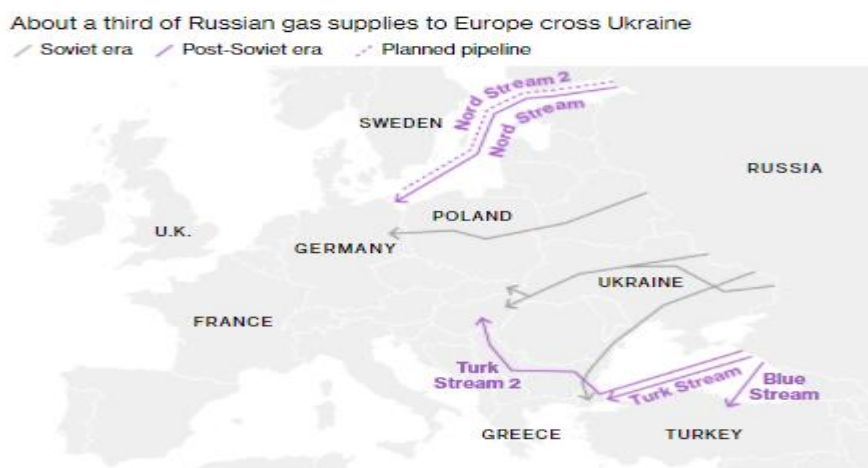
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2：超过 14 个欧洲国家对俄罗斯天然气的依赖度均超过 50%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：俄罗斯输送前往欧洲的天然气将近 1/3 均需途径乌克兰



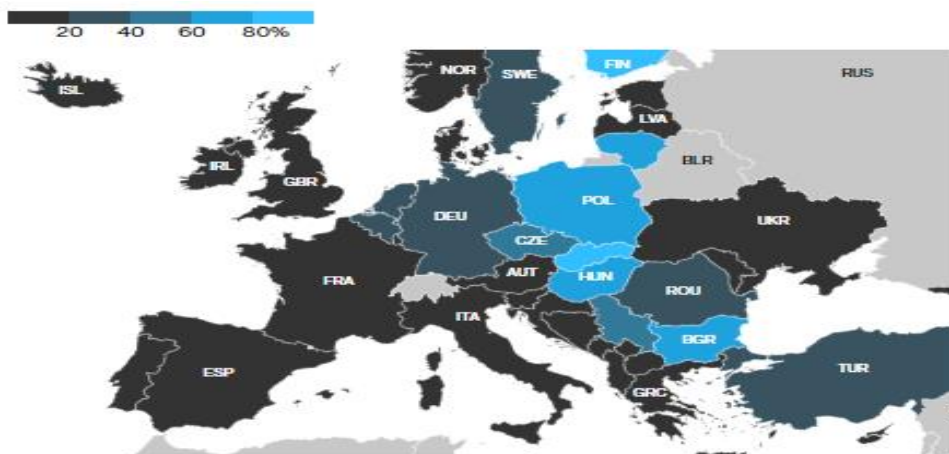
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：欧洲国家对俄罗斯天然气依赖度

依赖度	国家
75-100%	芬兰、拉脱维亚、白俄罗斯、塞尔维亚、保加利亚、波黑、北马其顿、摩尔多瓦
50-74%	爱沙尼亚、立陶宛、波兰、捷克、匈牙利、希腊
20-49%	法国、意大利、德国、奥地利、斯洛伐克、克罗地亚
低于 20%	荷兰、罗马尼亚、格鲁吉亚
0%	爱尔兰、英国、葡萄牙、西班牙、瑞典、丹麦、比利时、乌克兰

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图 4：较多欧洲国家对俄罗斯原油的进口依赖度较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：2019 年欧洲国家对俄罗斯原油依赖度

依赖度	国家
80%-100%	芬兰、斯洛伐克
60%-80%	立陶宛、波兰、匈牙利、保加利亚
40%-60%	捷克、塞尔维亚
20%-40%	瑞典、德国、荷兰、比利时、罗马尼亚、土耳其
0%-20%	乌克兰、爱尔兰、英国、法国、西班牙、葡萄牙、意大利、奥地利、斯洛文尼亚、克罗地亚、波黑、黑山阿尔巴尼亚、北马其顿、希腊、冰岛、挪威

资料来源：Eurostat，浙商证券研究所

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_38611

