

## 目录

一、透视美西方对俄制裁及其反制裁.....	4
1.1 以美国为代表的西方国家对俄发起多重制裁.....	4
1.2 美西方国家对俄的金融制裁工具箱.....	5
1.3 美西方国家对俄的贸易制裁工具箱.....	6
1.4 俄罗斯的反制措施.....	7
二、制裁短期带来三重压力，但经济仍好于预期.....	14
2.1 压力一：制裁短期内加大俄罗斯汇率贬值压力.....	14
2.2 压力二：美西方制裁下，俄罗斯贸易量有下行压力.....	15
2.3 压力三：制裁导致俄罗斯输入型通胀压力增大.....	16
2.4 反制措施下，经济承压但仍好于预期.....	17
三、欧美制裁下，俄罗斯相关资产表现及配置启示.....	18
3.1 初期大宗商品往往有阶段性冲高趋势.....	18
3.2 中期卢布汇率贬值，国债收益率上行.....	19
3.3 中期股市承压，后期修复主要取决于冲突演进情况.....	20
3.4 俄罗斯经验启示：资产配置三阶段.....	21
风险因素.....	23

## 表目录

表 1：俄罗斯银行业机构受美西方制裁的情况.....	6
表 2：2022 年俄乌冲突期间欧盟对俄的制裁措施.....	7
表 3：俄罗斯官方认定的友好国家(地区).....	8
表 4：俄罗斯官方认定的不友好国家(地区).....	8

## 图目录

图 1：制裁类型从贸易制裁演化到贸易和金融为主.....	4
图 2：对俄制裁也大多集中在金融制裁和贸易制裁领域.....	5
图 3：2022 年美国对俄罗斯冻结资产的情况.....	5
图 4：2022 年卢布在俄罗斯出口结算份额明显上升.....	9
图 5：2022 年 Q1 全球原材料出口中，俄罗斯天然气出口占比超 20%.....	9
图 6：俄罗斯加速使用替代 SWIFT 的 SPFS 系统.....	10
图 7：俄罗斯外汇市场上，人民币正逐渐取代不友好国家货币.....	11
图 8：出口结算中，卢布和友好国家货币结算比例明显增长.....	11
图 9：进口结算中，友好国家货币结算份额增长明显.....	12
图 10：俄罗斯出口贸易增速明显下滑.....	13
图 11：中俄贸易愈加紧密.....	13
图 12：2022 年俄罗斯资本外流，外来投资减少.....	14
图 13：冲突后，俄罗斯卢布汇率贬值压力较大.....	15
图 14：俄乌冲突后，美国对俄罗斯进、出口出现下滑.....	15
图 15：俄罗斯原油出口受影响相对较小.....	16
图 16：俄罗斯天然气出口受影响明显更大.....	16
图 17：冲突发生后，俄罗斯 CPI 和核心 CPI 大幅走高.....	17
图 18：商品价格率先上涨，服务价格次之.....	17
图 19：俄乌冲突后，俄罗斯的经济状况比预期要好.....	18
图 20：冲突发生后，大宗商品大涨.....	18
图 21：俄罗斯卢布汇率贬值.....	19
图 22：俄罗斯国债收益率跟随利率而上升.....	19
图 23：俄罗斯股指明显下降.....	20
图 24：俄乌冲突发生后，俄罗斯联邦房屋价格指数上涨.....	21
图 25：俄罗斯 M2 同比升至 2013 年以来的较高增速.....	21
图 26：俄乌冲突发生后，黄金价格快速升高.....	22
图 27：俄乌冲突发生后，原油价格快速升高.....	22
图 28：俄罗斯卢布汇率表现.....	23
图 29：俄罗斯存款利率表现.....	23

## 一、透视美西方对俄制裁及其反制裁

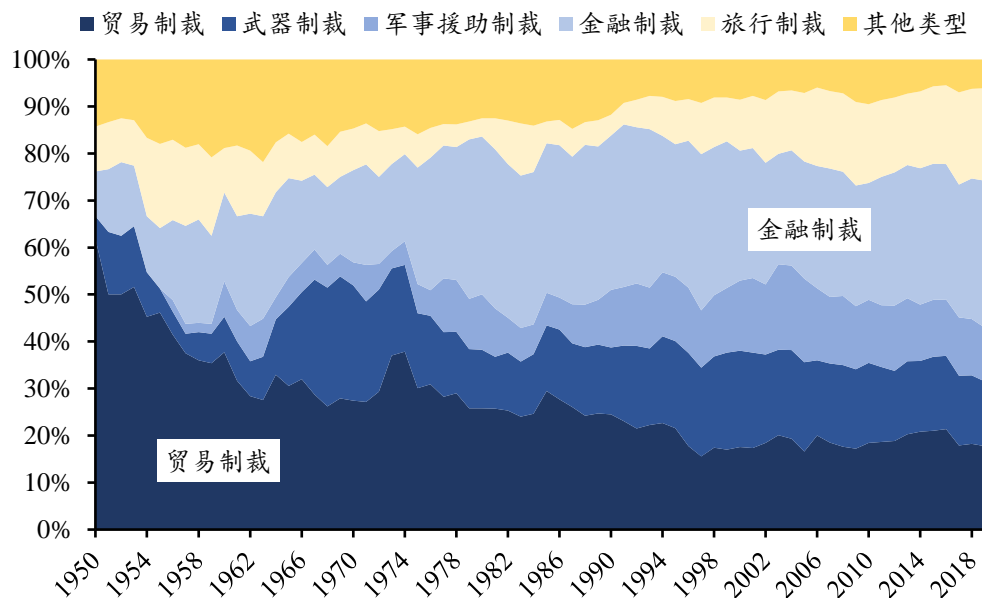
俄乌冲突以来，美西方对俄罗斯发起围追堵截，对俄制裁持续到 2024 年。美西方制裁工具箱万变不离其宗，对俄罗斯被制裁和反制裁历史的梳理，可以为其他国家提供更多借鉴经验。

### 1.1 以美国为代表的西方国家对俄发起多重制裁

**第一，俄乌冲突后，以美欧经济体为首的多国对俄实施多重制裁。**在俄乌冲突发生以后，美国支援乌克兰，并联合多个西方国家对俄罗斯发起制裁。GSDB 数据显示，针对俄罗斯发起的所有制裁项目里面，美国是制裁主力，共发起 3585 个项目，其次则是加拿大。在美西方国家的围追堵截下，俄罗斯已成为被制裁次数最多的国家，远超伊朗，而这些制裁增长主要源自 2022 年俄乌冲突发生后的时期。

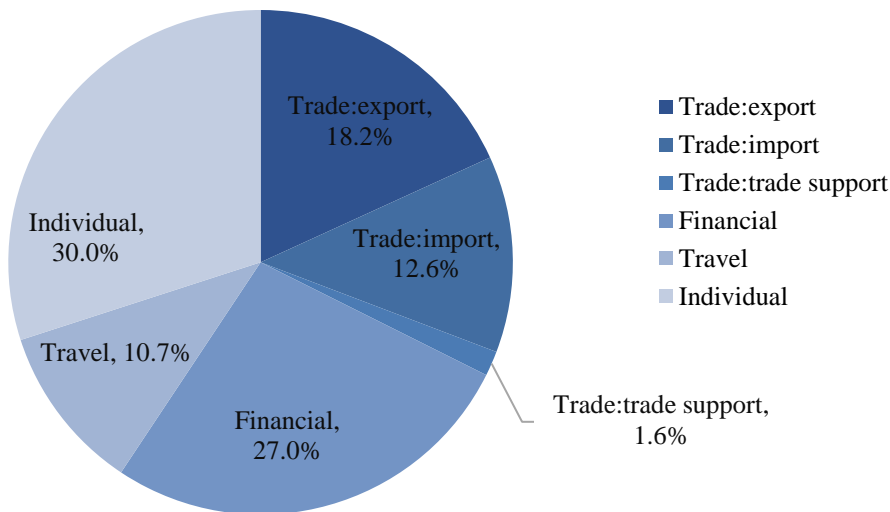
**第二，全球制裁主要类型从主攻贸易转向金融贸易双制裁。**在 1950 年早期，美西方对外制裁类型集中在贸易制裁，但现在美西方对外制裁类型已经逐步转向金融和贸易双制裁，美西方对俄罗斯实行制裁的主要方向也主要集中在金融制裁(如：冻结资产等)和贸易制裁(如：限制产品或原材料进口、出口等)。

图 1：制裁类型从贸易制裁演化到贸易和金融为主



资料来源: Global Sanctions Database, 信达证券研发中心

图 2：对俄制裁也大多集中在金融制裁和贸易制裁领域



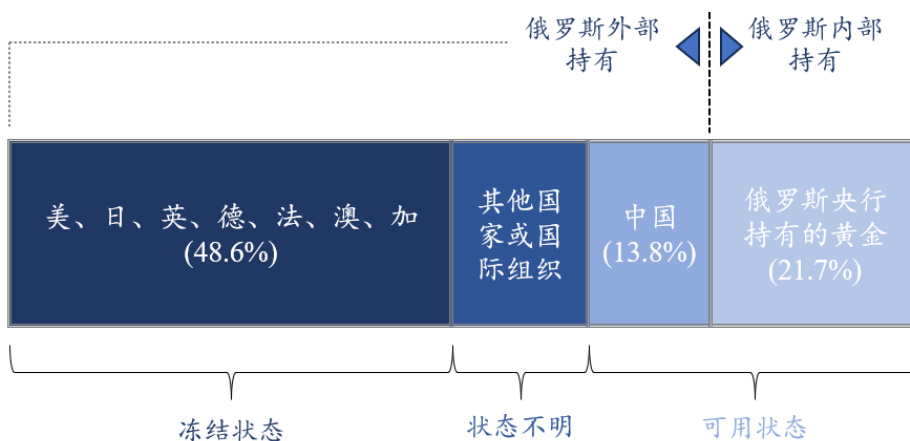
资料来源: PIIE, 信达证券研发中心

## 1.2 美西方国家对俄的金融制裁工具箱

梳理来看，美西方对俄罗斯发起的金融制裁主要包含以下几方面：

一是冻结俄罗斯账户资产。俄乌冲突发生后，美国通过 SDN 清单对俄罗斯进行资产冻结，实体被列入 SDN 清单后，其名下持有的美国境内的存款、证券等金融资产都不再进行转移、赎回等，其资产和财产权益将被冻结，不能与美国实体进行交易。

图 3：2022 年美国对俄罗斯冻结资产的情况



资料来源: CRS, 信达证券研发中心

二是限制或切断俄罗斯个体及国家层面的对外融资。在 2022 年俄乌冲突发生后，美国通过 13662 号行政令将俄罗斯的能源、金融、国防等行业加入 SSI 清单（Sectoral Sanctions Identifications），禁止美国人或在美国境内向 SSI 清单实体提供债券融资、股权融资，或交易该等新债或股权，限制了俄相关产业和公司从美国金融市场上获取资金的能力。

三是将俄罗斯剔除出 SWIFT，阻碍其与国际金融网络的联系。美国不仅限制了俄罗斯的融资能力，为隔绝俄罗斯与国际金融结算网络的联系，欧美利用其国际金融结算服务中心的控制地位，合作分批将俄罗斯重要的银行和金融机构剔除出 SWIFT (环球银行金融电信协会) 体系，企图对俄罗斯实体企业部门以及金融机构国际结算业务的正常运转造成影响。

表 1：俄罗斯银行业机构受美西方制裁的情况

资产排名	银行名称	冻结资产	交易禁令	从 SWIFT 移除	资产冻结时间	SWIFT 移除时间	列入美方 SDN 清单
1	俄罗斯储蓄银行	√	√	√	2022.7.21	2022.7.14	√
2	俄罗斯外贸银行	√	√	√	2022.4.8	2022.3.12	√
3	俄罗斯天然气工业银行		√				
4	阿尔法银行		√				√
5	俄罗斯农业银行		√	√		2022.7.14	
6	俄罗斯开放银行	√	√	√	2022.4.8	2022.3.12	√
7	俄罗斯工业通讯银行	√	√	√	2022.2.23	2022.3.12	√
8	莫斯科信贷银行	√		√	2022.12.16	2022.7.14	
9	俄罗斯现代商业银行	√		√	2022.4.8	2022.3.12	√
17	俄罗斯银行	√	√	√	2022.2.23	2022.3.12	
29	诺维科姆银行	√		√	2022.4.8	2022.3.12	√
90	远东银行	√			2022.12.16		√
—	俄罗斯外经银行	√	√	√	2022.2.23	2022.3.12	√

资料来源：2022 年欧美对俄金融制裁与中俄金融合作新机遇(王晶)，信达证券研发中心

### 1.3 美西方国家对俄的贸易制裁工具箱

除了金融制裁，美西方国家还对俄罗斯发起了多项贸易制裁，贸易制裁工具箱包括关税、进口限制和出口管制等项。

一是以取消最惠国待遇的方式，提高对俄关税。

俄罗斯于 2012 年加入 WTO，作为 WTO 成员，通常有权享受其他 WTO 成员的最惠国待遇。最惠国待遇 (MFN)，即 WTO 成员国不得歧视其贸易伙伴，须给予所有其他成员平等的优惠待遇，如：优惠关税。

但俄乌冲突发生后，美国与欧盟 (EU) 和七国集团 (G7) 主要经济体领导人协调，援引 WTO 的“安全例外”条款，意在取消俄罗斯的最惠国待遇 (MFN)。2022 年 2 月，美国首先宣布对俄实施经济制裁，主要制裁对象包括 2 家大型国有金融机构和 5 名俄政府人员。2022 年 3 月 14 日，欧盟紧随美国步伐，对外宣布取消俄罗斯贸易最惠国待遇。同年 3 月 17 日，美国国会众议院通过了取消俄罗斯最惠国待遇的法案，英国和日本等其他制裁国也相继宣布或通过取消俄罗斯最惠国待遇的法案。俄罗斯被美西方国家取消“最惠国待遇”后，其多数产品都将面临更高税率。

二是对俄实行进口限制和出口管制，以能源贸易制裁为主。

在各国相继取消俄罗斯最惠国待遇后，欧盟禁止购买、进口或转运产自俄罗斯的煤炭，也不准俄罗斯其他固体化石燃料进入欧盟市场。同时，进一步限制向俄罗斯出口航空煤油、先进半导体、高端电子产品等，禁止从俄罗斯进口木材、水泥、化肥等。此外，美国也禁止从俄罗斯进口石油、天然气和煤炭。

欧盟在第 6 轮制裁措施中提出，逐步削减俄罗斯石油进口，在 6 个月内停止购买俄罗斯海运原油，并在 8 个月内停止购买俄石油产品。依赖俄管道原油的成员可以得到临时豁免，直到欧盟理事会另有决定。但事实上，部分欧盟成员国反对对俄实施能源禁运，并且欧盟各国对禁止期限也持有不统一的意见。

**表 2：2022 年俄乌冲突期间欧盟对俄的制裁措施**

	时间	制裁内容
第 1 轮	2022 年 02 月 23 日	制裁俄罗斯国家杜马的 351 名议员以及 27 名个人和组织，包括银行，还将限制俄罗斯进入欧盟资本市场。
第 2 轮	2022 年 02 月 25 日	制裁涉及 70% 的俄罗斯银行市场和关键国有企业，其中还包含俄罗斯国防工业企业。同时禁止向俄罗斯航空公司出售飞机和设备。
第 3 轮	2022 年 02 月 27 日	禁止与俄中央银行进行交易，将俄罗斯部分银行踢出环球银行间金融通信协会(SWIFT)系统之外。
第 4 轮	2022 年 03 月 14 日	取消俄罗斯的贸易最惠国待遇，禁止欧盟企业投资俄罗斯油气行业，禁止从俄罗斯进口钢铁产品，也禁止出口部分豪华汽车和奢侈品等至俄罗斯。
第 5 轮	2022 年 04 月 08 日	8 月起，欧盟将禁止购买、进口或转运产自俄罗斯的煤炭，也不准俄罗斯其他固体化石燃料进入欧盟市场。进一步限制向俄罗斯出口航空煤油、先进半导体、高端电子产品等，禁止从俄罗斯进口木材、水泥、化肥、海鲜、烈酒等。
第 6 轮	2022 年 06 月 02 日	将逐步削减俄罗斯石油进口，在 6 个月内停止购买俄罗斯海运原油，并在 8 个月内停止购买俄石油产品。依赖俄管道原油的成员可以得到临时豁免，直到欧盟理事会另有决定。
第 7 轮	2022 年 07 月 21 日	禁止直接或间接进口、购买或转让俄罗斯黄金。

资料来源：央视网、环球网、财联社、欧盟委员会、中华人民共和国商务部，信达证券研发中心

## 1.4 俄罗斯的反制措施

面对俄乌冲突后美西方的高强度制裁举措，俄罗斯在 2014 年乌克兰危机应对制裁经验的基础上，以区分敌友国为其经济交往的基本标准，对“友好国家”和“非友好国家”在各个领域采取泾渭分明的差别化政策。

我们先梳理出俄罗斯官方认定的 26 个友好国家（包含支持和中立国家）以及 48 个不友好国家和地区。

**表 3：俄罗斯官方认定的友好国家(地区)**

序号	国家(地区)	序号	国家(地区)
<b>支持俄罗斯立场的国家</b>			
1	白俄罗斯	5	古巴
2	塞尔维亚	6	缅甸
3	叙利亚	7	朝鲜
4	委内瑞拉		
<b>选择中立的国家</b>			
8	匈牙利	18	塔吉克斯坦
9	摩尔多瓦	19	卡塔尔
10	格鲁吉亚	20	沙特阿拉伯
11	以色列	21	阿拉伯联合酋长国
12	印度	22	阿根廷
13	中国	23	墨西哥
14	阿塞拜疆	24	巴西
15	哈萨克斯坦	25	土耳其
16	乌兹别克斯坦	26	埃及
17	吉尔吉斯斯坦		

资料来源：美西方制裁对俄罗斯经济的影响及启示(李建民)，信达证券研发中心

**表 4：俄罗斯官方认定的不友好国家(地区)**

序号	国家(地区)	序号	国家(地区)
1-27	欧盟 27 个成员国	38	新西兰
28	英国(包括属地和领地)	39	圣马力诺
29	冰岛	40	北马其顿
30	挪威	41	乌克兰
31	瑞士	42	黑山
32	摩纳哥	43	美国
33	列支敦士登	44	加拿大
34	密克罗尼西亚	45	新加坡
35	阿尔巴尼亚	46	韩国
36	安道尔	47	日本
37	澳大利亚	48	台湾(中国)

资料来源：美西方制裁对俄罗斯经济的影响及启示(李建民)，信达证券研发中心

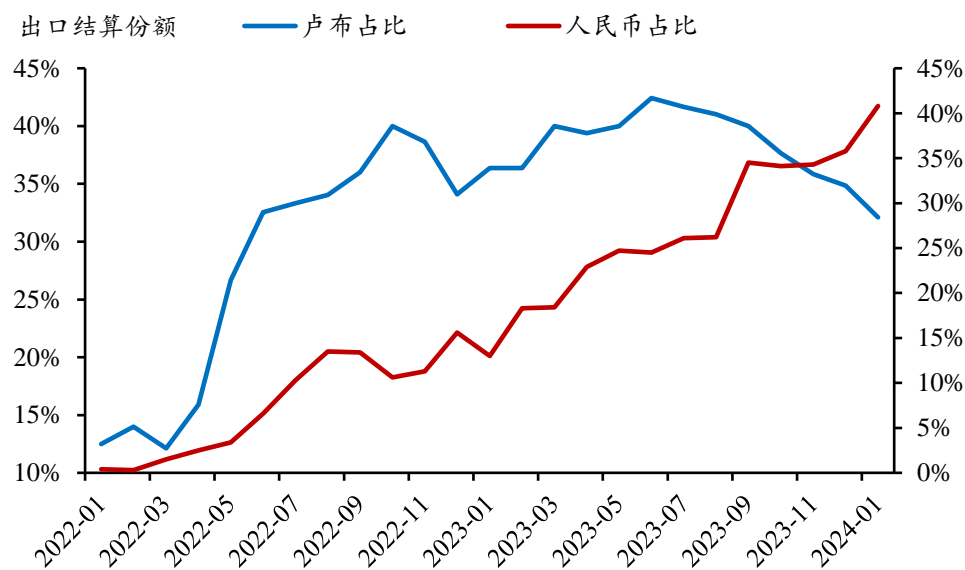
俄罗斯在金融、贸易、投资等领域采取了一系列反制裁措施，以对冲本国经济受到的影响：

**第一，金融反制裁上，针对不友好国家推出“卢布结算令”，并推进“去美元化”。**

俄乌冲突发生后，美西方国家的金融制裁影响俄罗斯的外汇和资本，俄罗斯将资本管制、加息和“卢布结算令”三者结合起来，短时间内稳定了卢布汇率和俄金融系统。

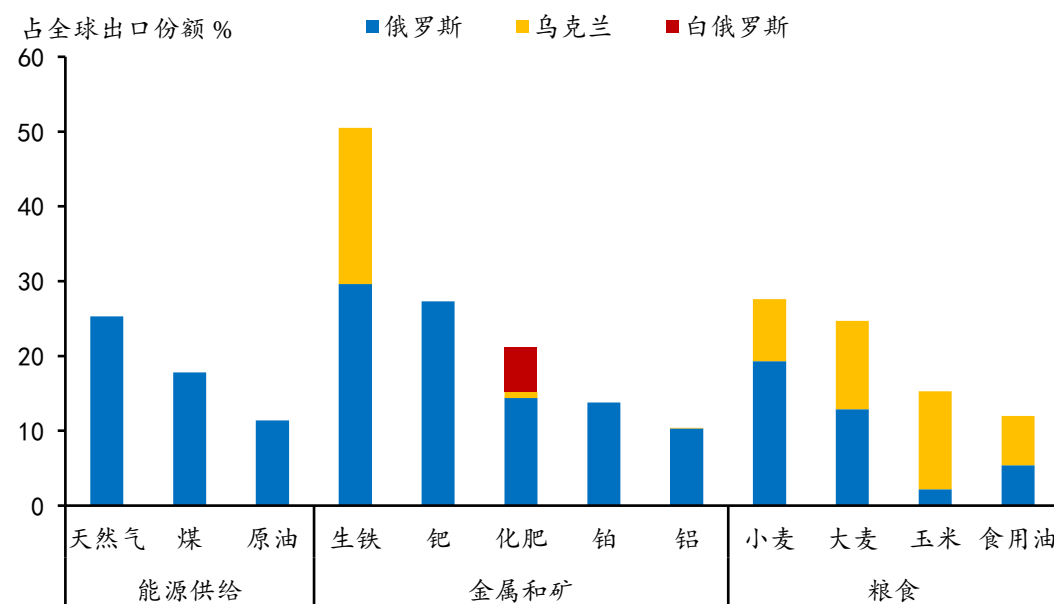
首先，面对卢布大幅贬值、市场情绪不稳等问题，俄罗斯迅速采取了加息及以强制结汇（俄要求本国出口商 80% 的外汇收入需强制结汇）为代表的多项资本管制手段。随后，由于俄罗斯天然气供应在全球占比近四分之一，俄罗斯据此推出天然气“卢布结算令”，要求“不友好国家和地区”必须用卢布作为结算货币支付俄天然气进口。上述措施有效稳定了俄罗斯金融市场，特别是“卢布结算令”。在俄罗斯出口结算份额中，短短 3 个月内，卢布占比就从 2022 年 3 月的 12% 上升至同年 6 月的 33%，这保障了俄油气收入的获得，支撑卢布汇率。

**图 4：2022 年卢布在俄罗斯出口结算份额明显上升**



资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

**图 5：2022 年 Q1 全球原材料出口中，俄罗斯天然气出口占比超 20%**



资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

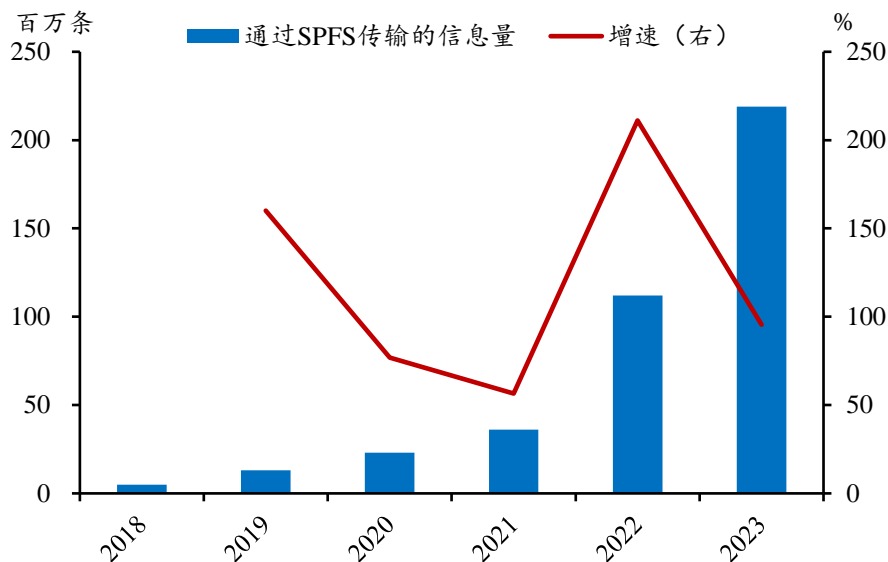
第二，针对剔除 SWIFT 的金融制裁，俄罗斯加速使用替代 SWIFT 的 SPFS，同时持续推进“去美元化”。

1) 加速使用 SPFS，继续建设独立于西方的金融基础设施。俄罗斯加速使用本国金融信息交换系统（SPFS），拓展“米尔”（Mir）全国电子支付系统可用的地理范围，俄银行积极与银联及人民币跨境支付系统（CIPS）展开合作，继续建设俄罗斯和外国银行之间的本币代理账户网络。2022 年，SPFS 的使用量增速达 211%。不仅如此，与 2022 年相比，2023 年 SPFS 系统的使用量几乎翻倍。

2) 清零国家福利基金中的美元份额，推进“去美元化”。2022 年俄乌冲突后，俄罗斯将主要用于调节财政收入的国家福利基金中的美元、英镑、日元份额清零，60% 配置为人民币资产，40% 配置为黄金储备。在俄罗斯外汇市场上，人民币的份额也正逐步取代不友好国家，美元在俄罗斯外汇市场中的份额已经从 2021 年的 85.1% 下降到去年的 39.5%，而人民币份额从 2021 年的 0.4% 上升到去年的 40.6%。此外，无论是进口结算还是出口结算，友好国家货币的比例均在上升，而非友好国家和地区的比例在下滑。

不仅如此，针对美西方国家的金融制裁，俄罗斯还签署了从外国股市退市法令。

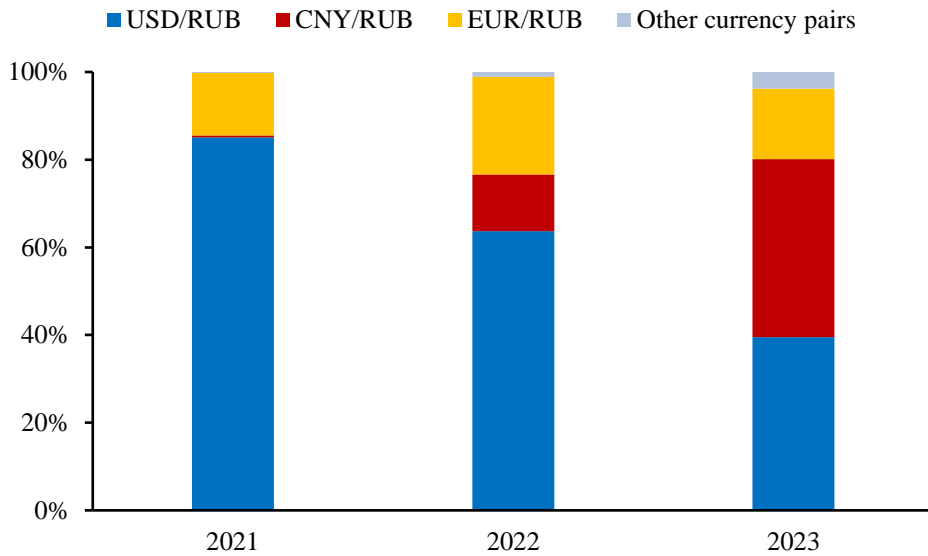
图 6：俄罗斯加速使用替代 SWIFT 的 SPFS 系统



资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

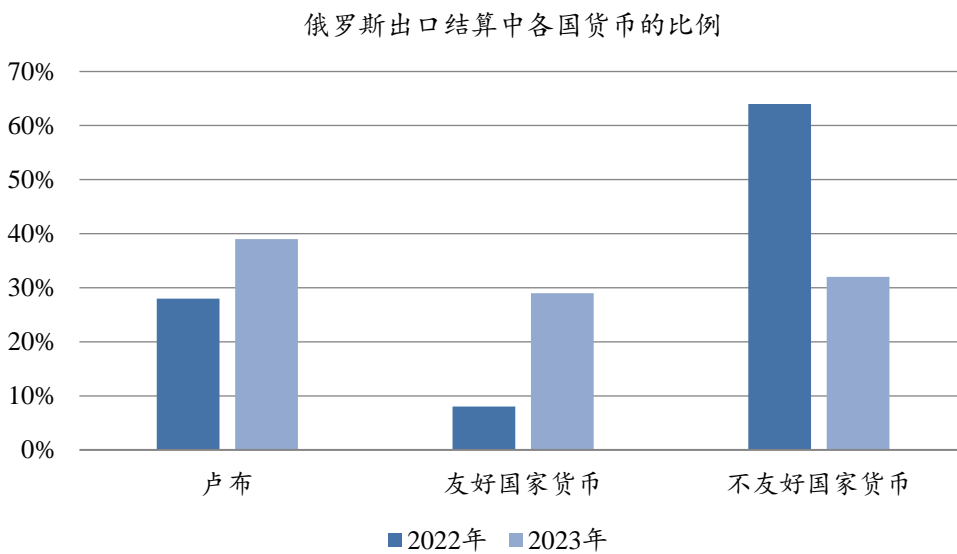


图 7：俄罗斯外汇市场上，人民币正逐渐取代不友好国家货币



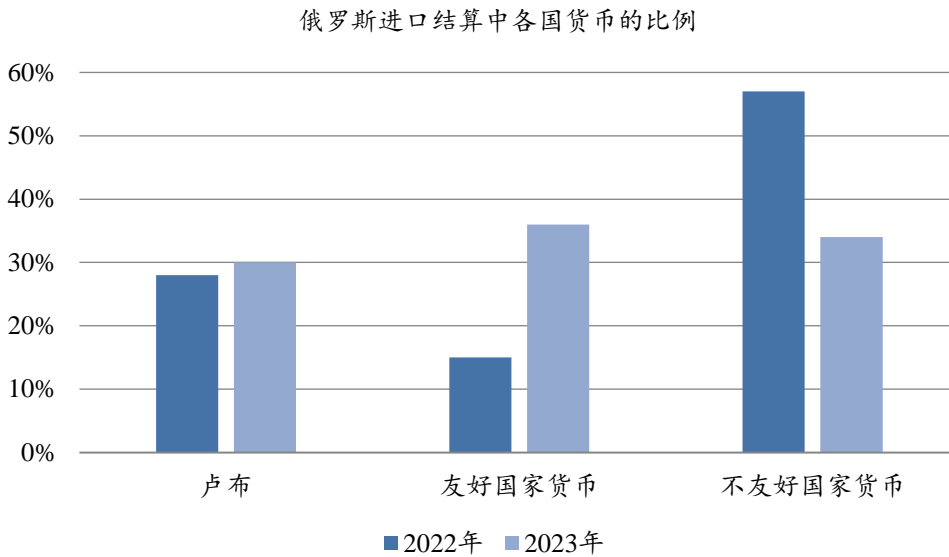
资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

图 8：出口结算中，卢布和友好国家货币结算比例明显增长



资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

图 9：进口结算中，友好国家货币结算份额增长明显



资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

第三，针对美西方的贸易制裁，俄罗斯将平行进口、出口管制、改变出口结构与强制结汇等政策结合起来。

1) 俄政府将平行进口合法化，以应对产品短缺。为缓解美西方制裁造成的高科技零件、电子设备和机械设备等产品的缺乏，俄罗斯采取了打破常规的平行进口政策。平行进口是在未经授权的情况下，将合法投放至其他市场的产品进口到合法市场之外的区域销售。这种行为之前被俄罗斯禁止，但俄乌冲突后，这些进口行为不仅被合法化、不再涉及侵权问题，而且进口商可使用优惠贷款从事进口业务。此外，俄罗斯还采取了扩大进口免税设备清单等措施。

2) 面对美西方国家的进口禁令，俄罗斯寻找进口替代国，转变俄的出口市场结构。面对美西方的贸易制裁，俄罗斯出口贸易增速明显下滑。为了对冲美西方国家的影响，俄罗斯积极改变出口结构，寻找其他友好进口国消化其能源产品，稳定能源收入。而中国作为俄罗斯重要的能源出口目的地，中俄贸易愈加紧密。2022年，俄罗斯的第一贸易伙伴是中国，2022年俄罗斯和中国贸易额同比增长29.3%，达到1902.71亿美元。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/907161060142006132>