



Research and
Development Center

美西方制裁俄罗斯的复盘及启示

2024年6月28日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

美西方制裁俄罗斯的复盘及启示

2024年6月28日

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。

- **透视美西方对俄制裁工具箱及俄罗斯的反制裁手段。**俄乌冲突后，以美欧经济体为首的多国对俄实施金融贸易双制裁。美西方对俄的金融制裁工具箱主要包含冻结资产、限制或切断对外融资及剔除SWIFT等。贸易制裁工具箱主要包括关税、进口限制、出口管制和取消最惠国待遇等。但为对冲本国经济受到的影响，俄罗斯也采取一系列反制裁措施，包括加息、资本管制和“卢布结算令”等。
- **制裁短期带来三重压力，但经济仍好于预期。**美西方对俄罗斯施加的金融制裁和贸易制裁，短期内给俄罗斯汇率、贸易、通胀带来三重压力。一是冻结外汇储备等金融制裁增大俄罗斯卢布贬值的压力；二是在出口管制、提高关税等贸易制裁下，俄罗斯的国际贸易量面临下行压力；三是制裁致俄罗斯输入型通胀压力增大。一般而言，冲突往往会对经济造成较大影响，但令人意外的是，俄罗斯的经济状况比预期要好。此外，需要注意的是，冲突不仅没有对俄罗斯房价产生冲击，更助涨了俄罗斯的房价。
- **欧美制裁情景下，资产配置三阶段策略。**参考欧美对俄罗斯的制裁经验来看，在不同阶段下不同资产表现有差异。根据这一差异，我们认为可将资产配置划分为三阶段进行：1) 第一阶段：初期建议配置黄金、原油、煤炭、大豆等实物大宗商品；2) 第二阶段：中期建议抄底卢布，在利率高点配置存款、债券等固定收益产品；3) 第三阶段：后期若冲突顺利缓解，建议逐渐增配权益类产品。
- **风险因素：**美国制裁超预期升级，地缘政治风险超预期等。

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

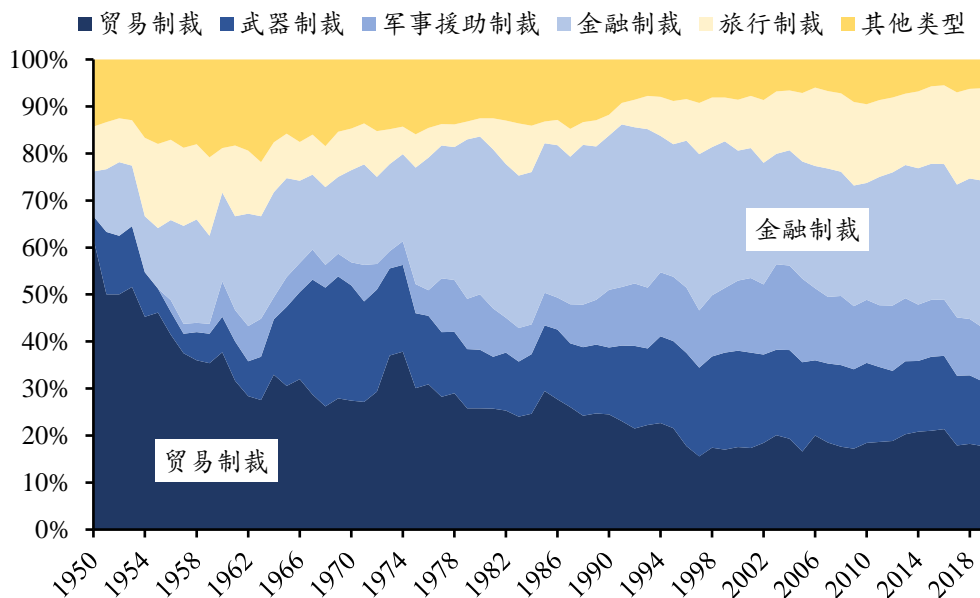
俄乌冲突以来，美西方对俄罗斯发起围追堵截，对俄制裁持续到 2024 年。美西方制裁工具箱万变不离其宗，对俄罗斯被制裁和反制裁历史的梳理，可以为其他国家提供更多借鉴经验。

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。

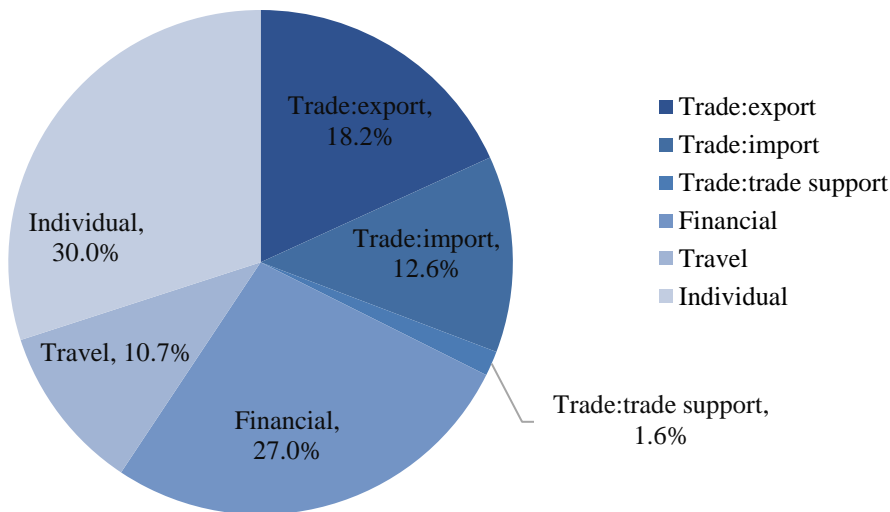
第二，全球制裁主要类型从主攻贸易转向金融贸易双制裁。在 1950 年早期，美西方对外制裁类型集中在贸易制裁，但现在美西方对外制裁类型已经逐步转向金融和贸易双制裁，美西方对俄罗斯实行制裁的主要方向也主要集中在金融制裁(如：冻结资产等)和贸易制裁(如：限制产品或原材料进口、出口等)。

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



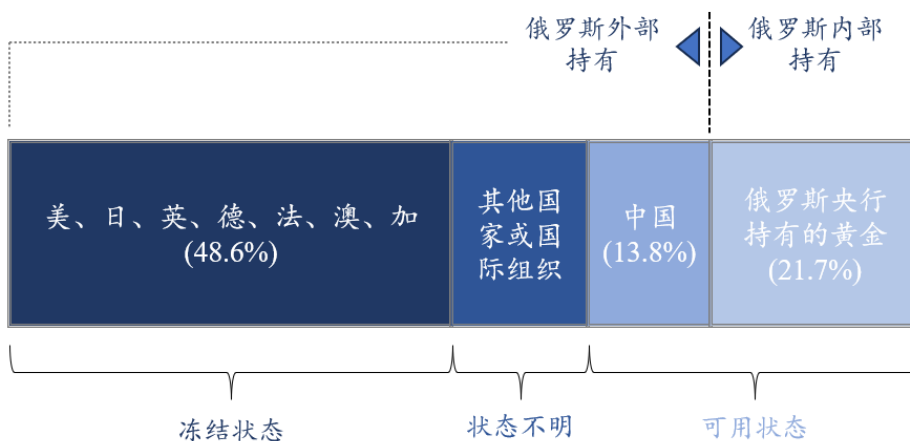
资料来源: PIIE, 信达证券研发中心

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能进行转移、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)
支持俄罗斯立场的国家			
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		
选择中立的国家			
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

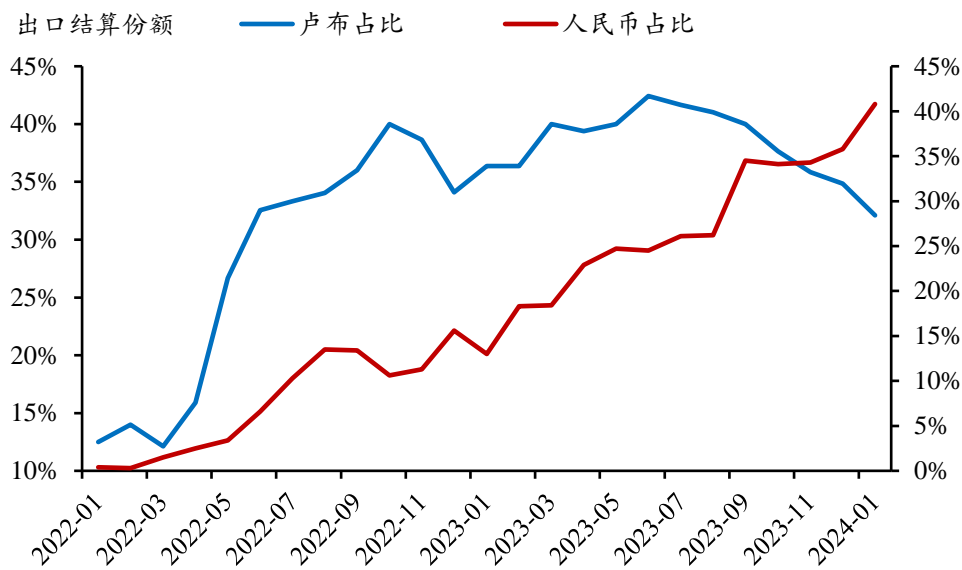
俄罗斯在金融、贸易、投资等领域采取了一系列反制裁措施，以对冲本国经济受到的影响：

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。

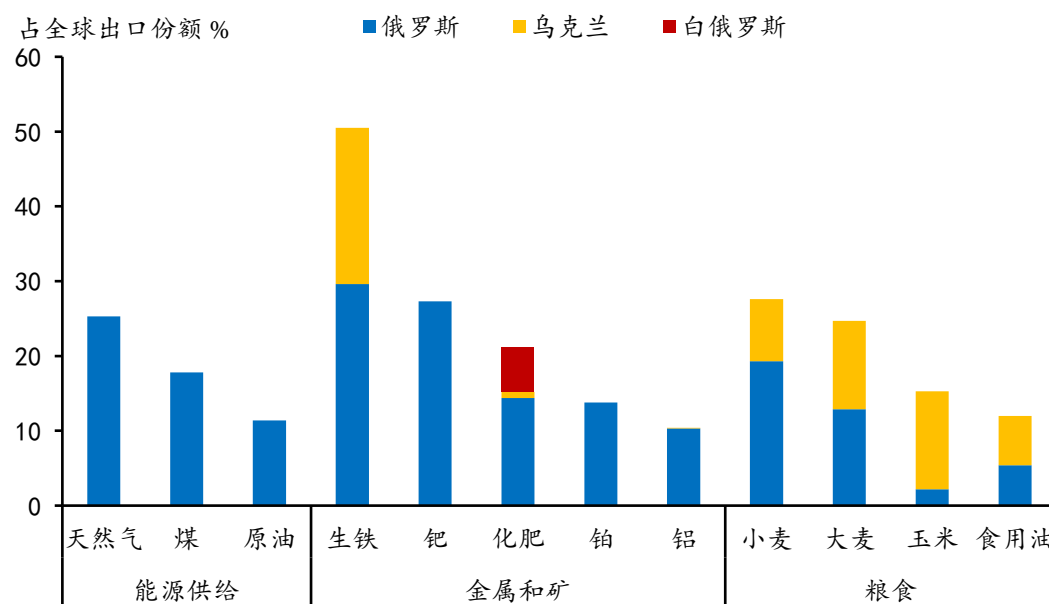
首先，面对卢布大幅贬值、市场情绪不稳等问题，俄罗斯迅速采取了加息及以强制结汇（俄要求本国出口商 80% 的外汇收入需强制结汇）为代表的多项资本管制手段。随后，由于俄罗斯天然气供应在全球占比近四分之一，俄罗斯据此推出天然气“卢布结算令”，要求“不友好国家和地区”必须用卢布作为结算货币支付俄天然气进口。上述措施有效稳定了俄罗斯金融市场，特别是“卢布结算令”。在俄罗斯出口结算份额中，短短 3 个月内，卢布占比就从 2022 年 3 月的 12% 上升至同年 6 月的 33%，这保障了俄油气收入的获得，支撑卢布汇率。

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

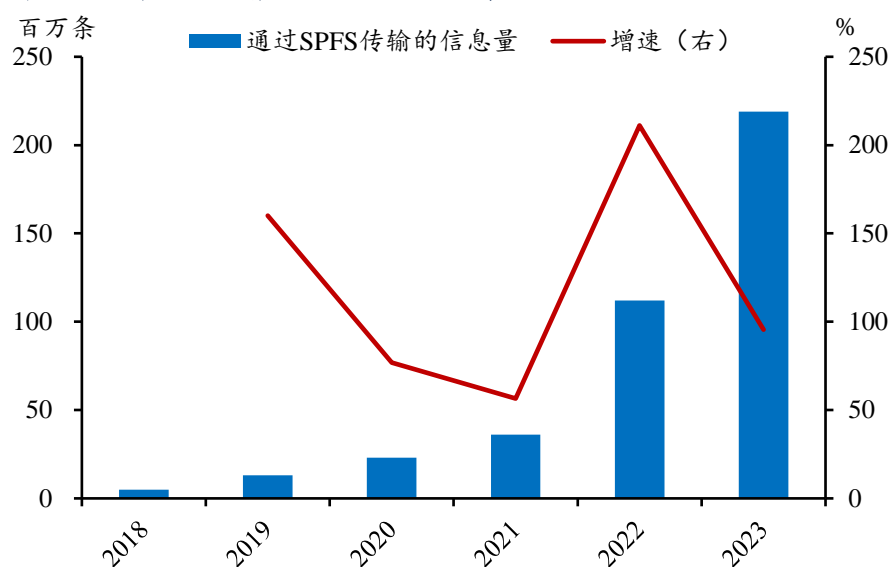
第二，针对剔除 SWIFT 的金融制裁，俄罗斯加速使用替代 SWIFT 的 SPFS，同时持续推进“去美元化”。

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。

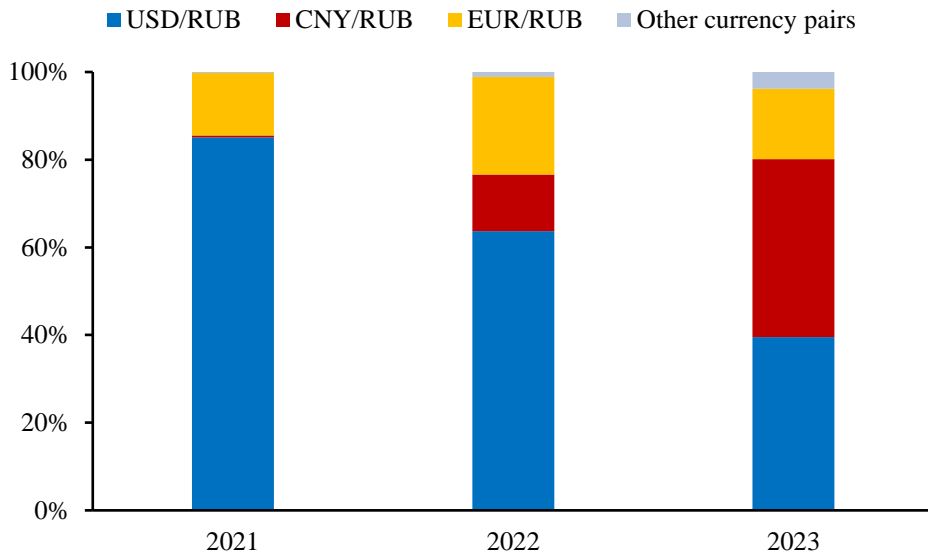
不仅如此，针对美西方国家的金融制裁，俄罗斯还签署了从外国股市退市法令。

图 6：俄罗斯加速使用替代 SWIFT 的 SPFS 系统



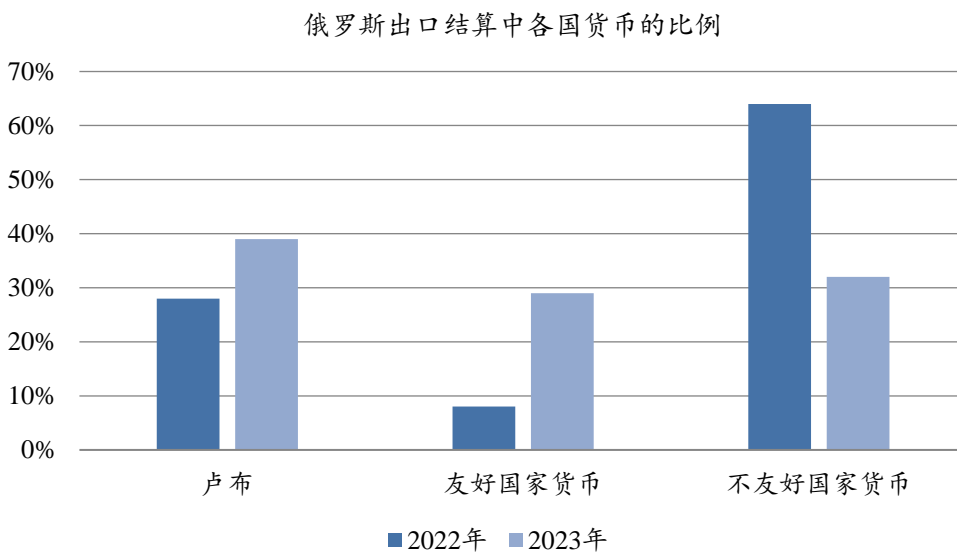
资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

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



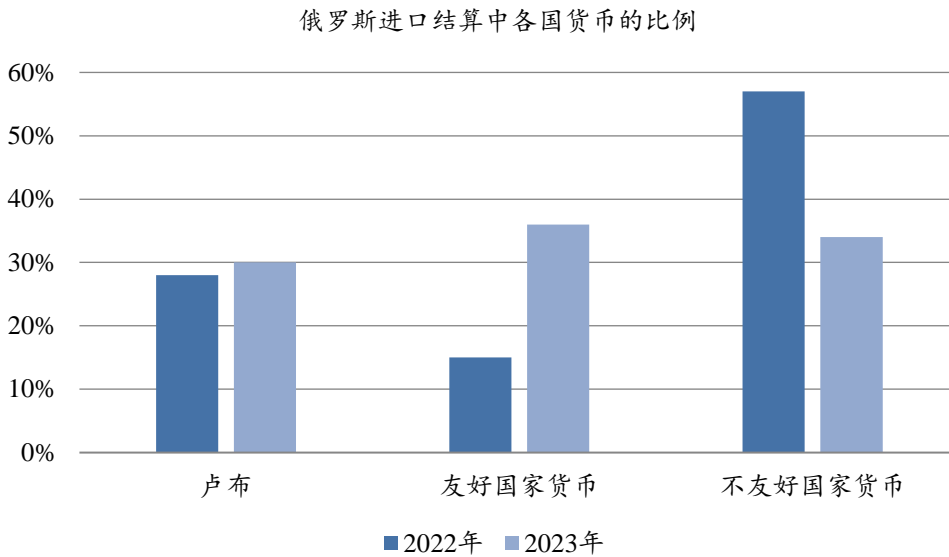
资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

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

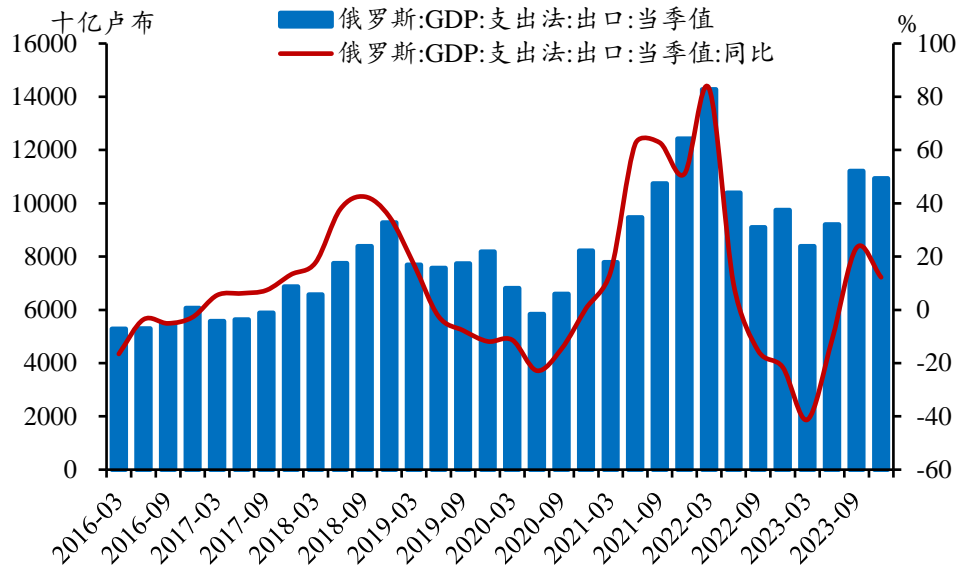


资料来源：俄罗斯央行，信达证券研发中心

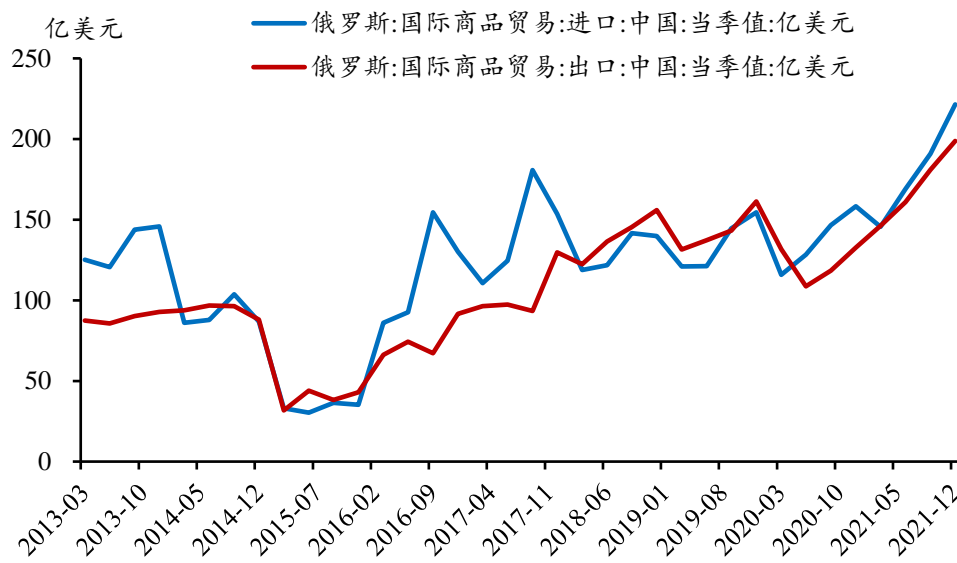
第三，针对美西方的贸易制裁，俄罗斯将平行进口、出口管制、改变出口结构与强制结汇等政策结合起来。

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。

图 10: 俄罗斯出口贸易增速明显下滑


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 11: 中俄贸易愈加紧密


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、制裁短期带来三重压力，但经济仍好于预期

以美国为代表的西方国家对俄罗斯施加的金融制裁和贸易制裁，短期内给俄罗斯汇率、贸易、通胀带来三重压力，但在俄罗斯反制措施的缓解下，其全年国内经济表现仍好于预期。

2.1 压力一：制裁短期内加大俄罗斯汇率贬值压力

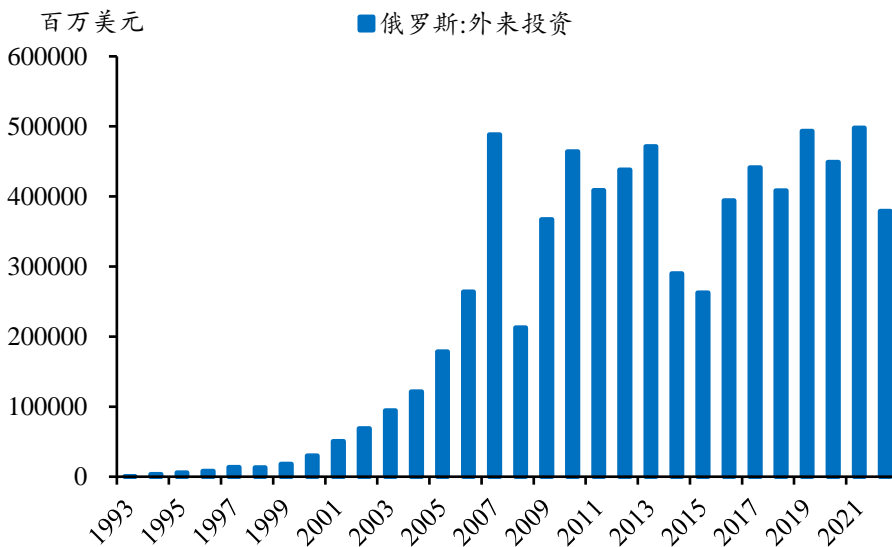
冲突发生后，随着美西方国家冻结外汇储备等金融制裁落地，俄罗斯卢布先贬值再升值复贬值。

第一，冲突和制裁打击外资信心，引起资本外流。自美西方国家对俄罗斯发起制裁后，2022年俄罗斯直接投资流入量减少，外来投资额从2021年的4976.6亿美元回落至2022年的3791.3亿美元，明显低于疫情之前2016-2019年的水平，短期内对俄罗斯卢布汇率造成严重冲击。

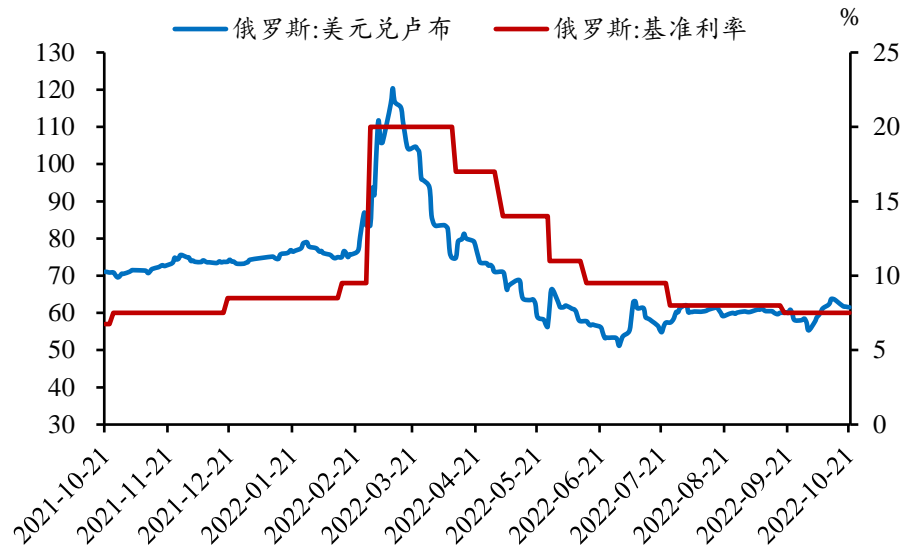
第二，制裁也引起俄罗斯公民的银行挤兑。美对俄罗斯银行实施制裁后，俄罗斯公民因担心可能无法使用信用卡进行日常购物，为保护自己的储蓄和购买力不受制裁的影响，纷纷前往自动取款机提取卢布和美元。居民对卢布和外汇现金的需求增加，引起挤兑。当SWIFT制裁宣布时，居民提取了近一万亿卢布（占货币基础的6.5%）——而在此之前，2022年2月25日时为应对其他制裁，人们也提取较大规模的卢布。直至2022年2月28日，俄罗斯央行将关键利率上调至20%，存款利率也随之上调，增加了资金流入，稳定了居民对现金的需求。

冲突和制裁下，俄罗斯资本外流压力增加，同时以美国为代表的西方国家冻结俄罗斯资产，又严重削弱了俄罗斯的外汇储备资源。俄罗斯可用的外汇储备明显减少以后，美元兑卢布也从2022年2月23日的80一路提高至120.4。在俄罗斯“卢布结算令”、加息、资本管制等一系列稳汇率措施下，卢布得以升值。

图 12：2022 年俄罗斯资本外流，外来投资减少



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

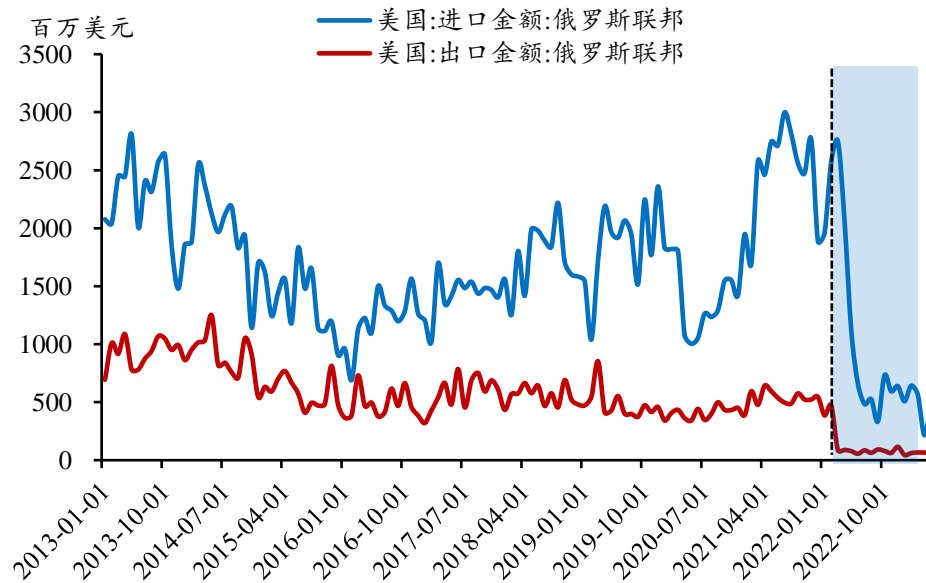
图 13: 冲突后, 俄罗斯卢布汇率贬值压力较大


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

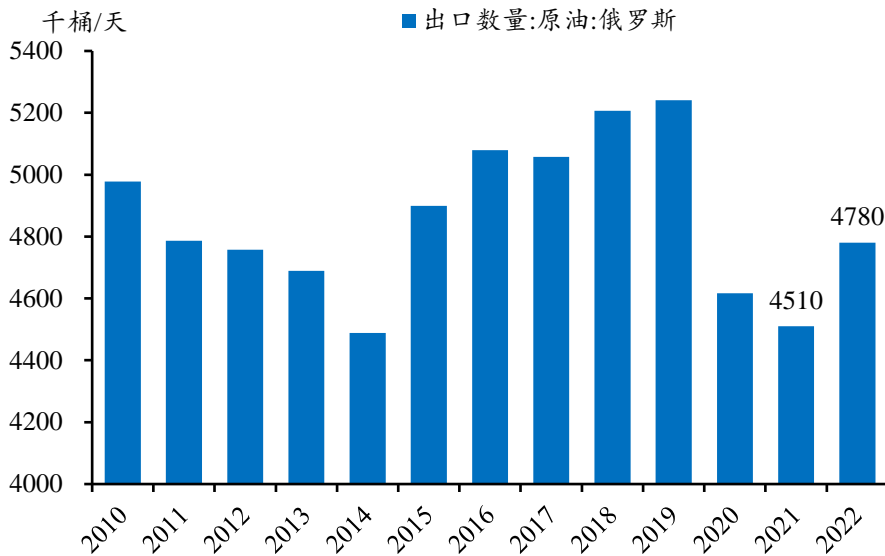
2.2 压力二: 美西方制裁下, 俄罗斯贸易量有下行压力

在出口管制、限制进口、提高关税等制裁措施的背景下, 俄罗斯的国际贸易量面临下行压力。在冲突发生后, 俄罗斯进口和出口都有大幅下滑。

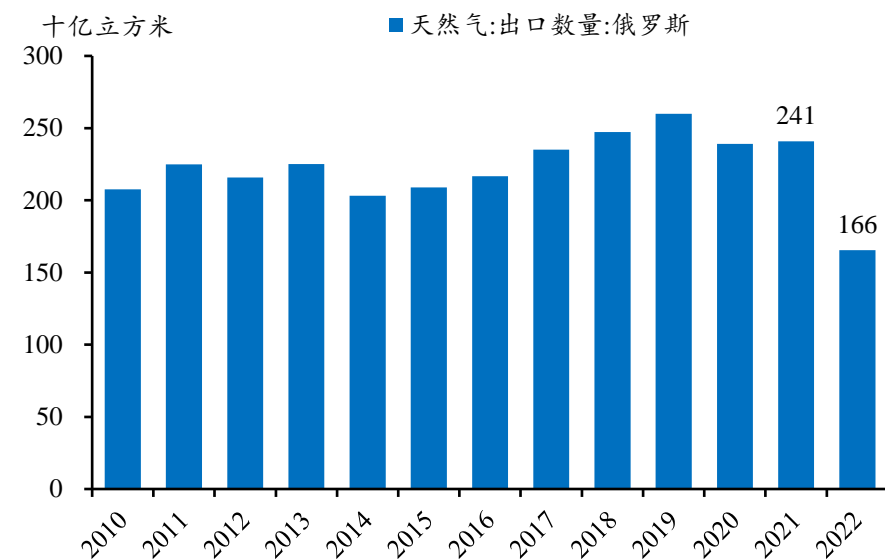
俄罗斯经验表明物理运输阻隔远比限制进口的负面影响更大。在美西方对俄罗斯发起能源制裁时, 2022 年俄罗斯的原油出口数量仍有增长, 然而俄罗斯副总理诺瓦克表示, 2022 年俄罗斯天然气出口量却较上年下降约 25%。我们认为, 二者表现差异的主要原因在于, 天然气主要出口方式是管道。天然气依赖的物理运输渠道“北溪”管道被破坏, 阻碍了天然气的出口, 因而天然气出口受影响明显更大。

图 14: 俄乌冲突后, 美国对俄罗斯进、出口出现下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 俄罗斯原油出口受影响相对较小


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

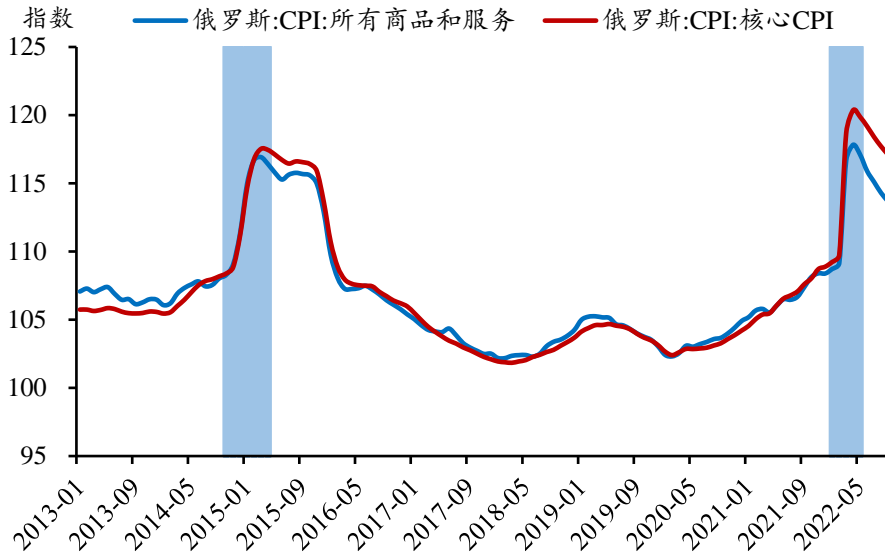
图 16: 俄罗斯天然气出口受影响明显更大


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

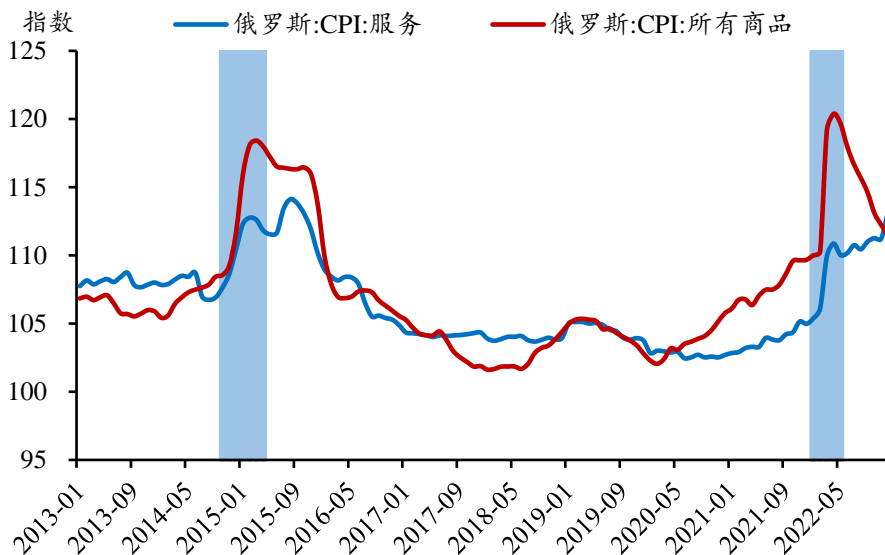
2.3 压力三: 制裁导致俄罗斯输入型通胀压力增大

一是贸易制裁下, 相关商品进口价格或有上升。贸易制裁通常是对特定国家或商品实施禁运、提高关税等手段来限制进口, 当贸易制裁实施后, 被制裁国家的商品供应可能减少, 从而导致进口价格或有上升。这是因为商品供给因进口受限而减少时, 进口商通常需要支付更高的价格来获取商品。

二是汇率贬值下, 全部进口商品价格也有上涨压力。在汇率贬值下, 本国货币的购买力减少, 所以需要支付更多的本国货币来购买相同数量的进口商品。俄乌冲突发生后, 以美国为代表的西方国家对俄罗斯实施金融和贸易制裁, 卢布汇率迅速贬值, 加剧了俄罗斯的通胀压力, 俄罗斯国内 CPI 出现上涨。

图 17: 冲突发生后, 俄罗斯 CPI 和核心 CPI 大幅走高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 商品价格率先上涨, 服务价格次之


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 反制措施下, 经济承压但仍好于预期

一般而言, 冲突会对两国经济造成一定的影响。比如, 俄罗斯在克里米亚事件和俄乌冲突这两次发生冲突和制裁后, 俄罗斯经济增速均出现明显下滑。截至 2022 年 3 月底, 俄罗斯工业和贸易下降了 11%, 其他部门下降 9%-10%。

但令人意外的是, 俄罗斯的经济状况比预期要好。我们认为, 这主要是因为俄罗斯针对美西方的制裁做出了反制裁举措, 且这些反制裁有了一定的效果。俄乌冲突发生后, 2022 年 4 月俄罗斯经济发展部预测在制裁背景下 2022 年俄罗斯 GDP 降幅可能达 8.8%, 而实际上俄罗斯统计局公布的数据显示, 2022 年全年经济增速仅下降 1.2%, 经济增速也明显高于 2022 年 4 月 IMF 对俄罗斯 2022 年实际 GDP 增长的预期(-8.5%)。

图 19: 俄乌冲突后, 俄罗斯的经济状况比预期要好

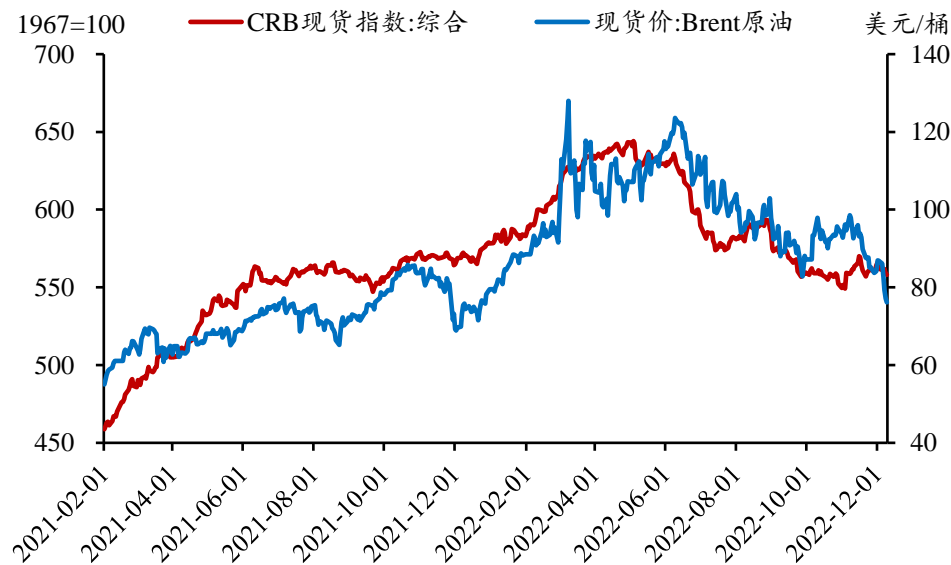

资料来源: Wind, IMF, 信达证券研发中心

三、欧美制裁下, 俄罗斯相关资产表现及配置启示

3.1 初期大宗商品往往有阶段性冲高趋势

初期大宗商品价格往往表现较好, 有阶段性冲高趋势。

冲突发生后, 俄罗斯股市崩盘, 但大宗商品短期内大涨。一是冲突通常对黄金有短期提振作用。一般而言, 国际上发生冲突等重大地缘风险事件对黄金价格存在影响, 但主要集中在短期, 可看作为短期效应。二是短期内原油价格或冲高。截至 2022 年 3 月上旬, 布伦特原油价格一度升至 128 美元/桶, CRB 综合指数也较 2022 年初有明显上涨, 但随后大宗商品价格逐渐回落。

图 20: 冲突发生后, 大宗商品大涨


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

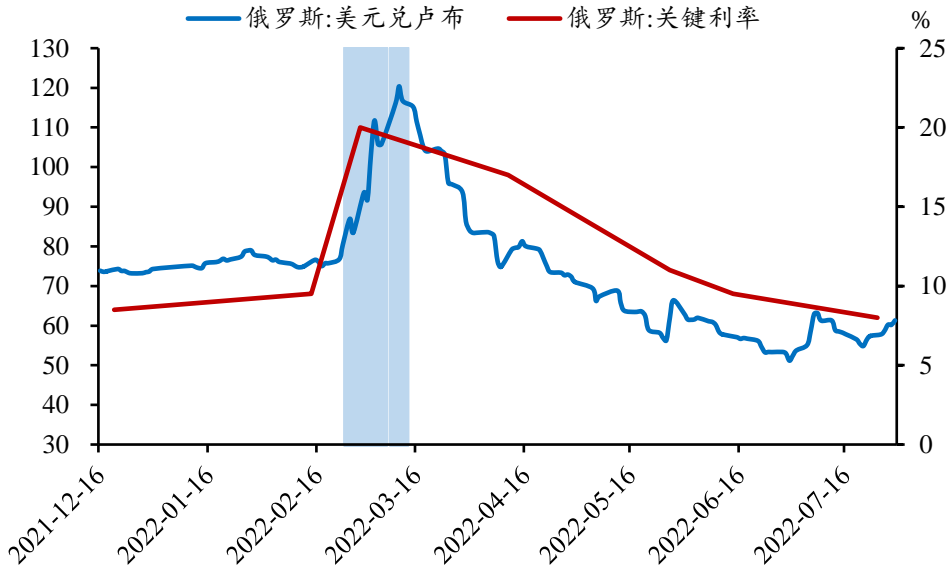
3.2 中期卢布汇率贬值，国债收益率上行

中期阶段，随着市场情绪逐渐稳定，此时大宗商品价格或有回落，而汇率和国债收益率或行至压力最大时刻。

1) 短期内，卢布汇率迎来贬值压力最大时刻。回顾俄罗斯的汇率表现，欧美金融制裁对俄罗斯实体经济施压的主要途径就是人为制造汇率迅速贬值，以迫使俄央行提升政策利率。卢布汇率也确实经历了近一个月的快速贬值，此后俄罗斯实施加息、“卢布结算令”等多项反制措施来引导卢布升值。

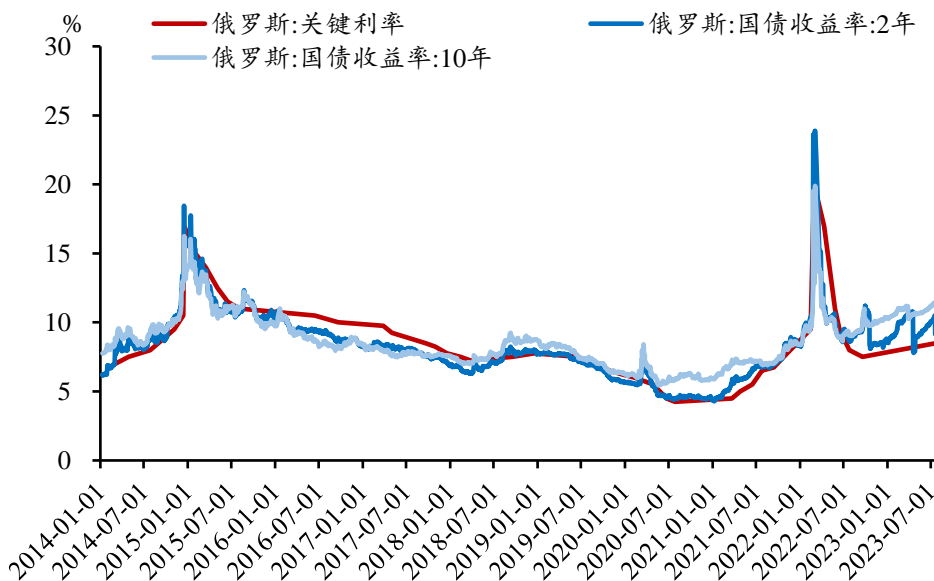
2) 国债收益率上行，债市表现承压。为缓解2014年和2022年两轮汇率贬值的压力，俄罗斯央行均明显上调了其基准利率。基准利率大幅上调抬升了国债收益率，2014年克里米亚事件期间、2022年俄乌冲突期间均是如此。

图 21：俄罗斯卢布汇率贬值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22：俄罗斯国债收益率跟随利率而上升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

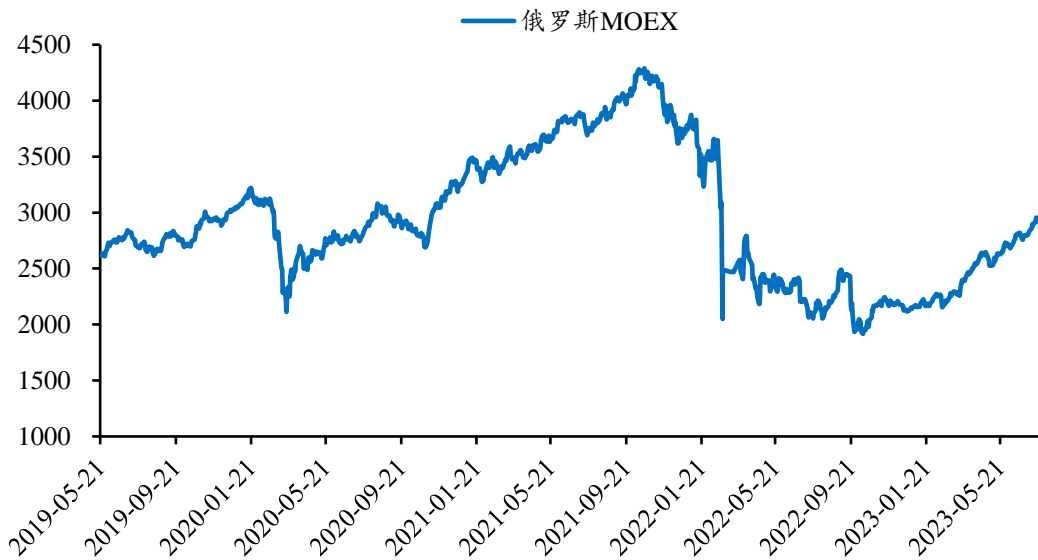
3.3 中期股市承压，后期修复主要取决于冲突演进情况

初期股市往往会出现较大回调，直至中期股市表现仍旧承压，后期股市修复情况主要取决于冲突演进情况。

1) 冲突初期，俄乌冲突发生后，俄罗斯股指迅速下降。2022年2月24日，俄罗斯MOEX指数跌幅一度超过50%，低至2058.12点。同时俄罗斯股市多次出现熔断，当日收盘价较上一交易日跌幅超过33%。

2) 冲突初期至中期，俄罗斯股市在较长时间里维持低迷。从2022年2月24日至2023年2月底，俄罗斯的MOEX表现在较长时间里处于较低水平。

图 23：俄罗斯股指明显下降



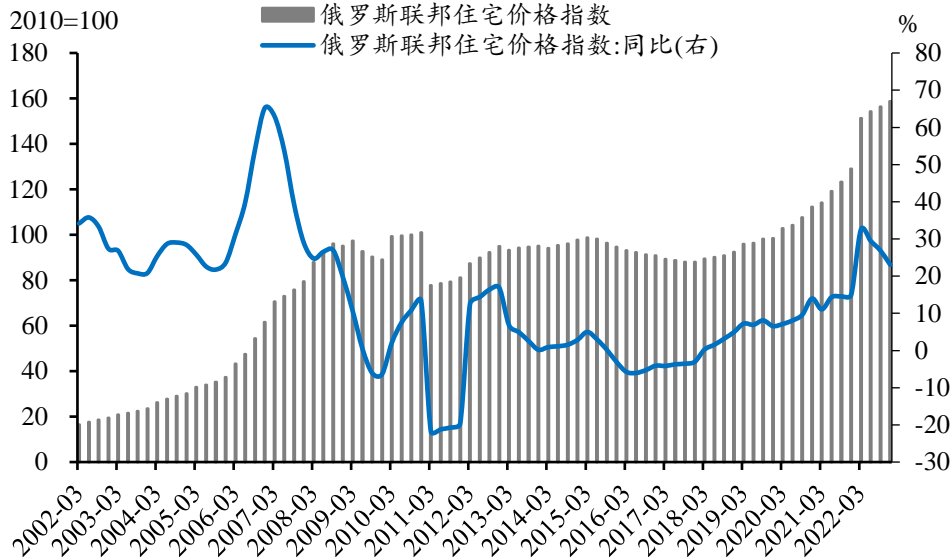
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

此外，需要注意的是，俄乌冲突的发生助涨了俄罗斯房价。

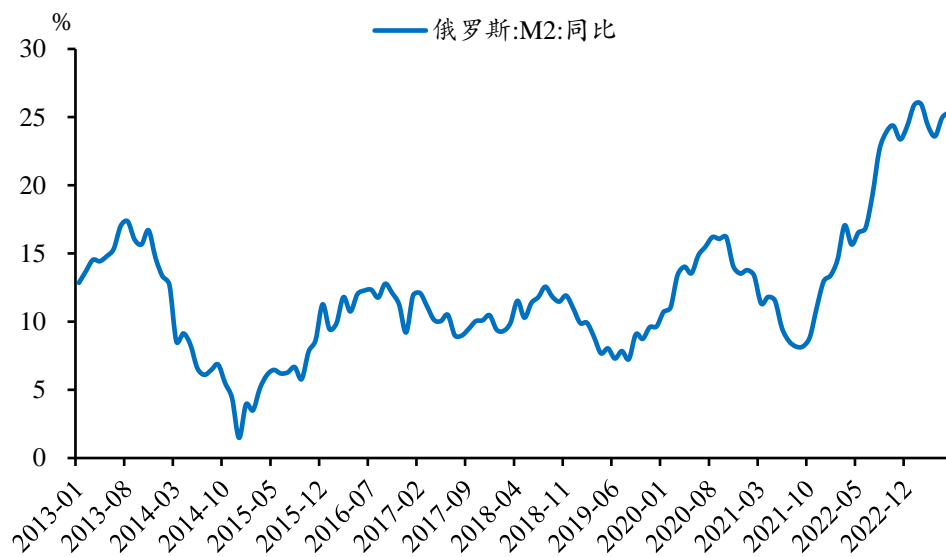
一般来说，俄乌冲突发生对房价可能有冲击，但实际上俄乌冲突发生后，俄罗斯的房价不仅没有下跌，反而继续维持上涨态势。俄罗斯联邦住宅价格指数明显上扬，实际房屋价格指数也有上升。我们认为这背后的原因主要有两个：

一是俄乌冲突的主要冲突发生地不在俄罗斯。俄乌冲突的主要冲突发生地不在俄罗斯本土，而是位于乌克兰境内，所以俄罗斯境内房价受俄乌冲突的影响程度比较小。

二是俄罗斯较高的M2增速助涨了房价。俄乌冲突发生后，俄罗斯因俄乌冲突花费而大量印钞，俄罗斯国内M2增速快速上行，同比增速上升至2013年以来的较高水平，较高的M2增速也助涨了一波俄罗斯地产价格。

图 24：俄乌冲突发生后，俄罗斯联邦房屋价格指数上涨


资料来源: fred, National sources, BIS Residential Property Price database, 信达证券研发中心

图 25：俄罗斯 M2 同比升至 2013 年以来的较高增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.4 俄罗斯经验启示：资产配置三阶段

第一阶段：冲突初期建议配置黄金、原油、煤炭、大豆等实物大宗商品。

俄乌冲突发生初期，黄金与原油价格大幅上涨，而待情绪消耗完毕后，黄金和原油价格均有回落。因此，可以抓住黄金和原油价格出现阶段性上涨的投资机会。在这一阶段建议超配黄金、原油，以及煤炭、大豆等实物大宗商品。

图 26：俄乌冲突发生后，黄金价格快速升高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：俄乌冲突发生后，原油价格快速升高



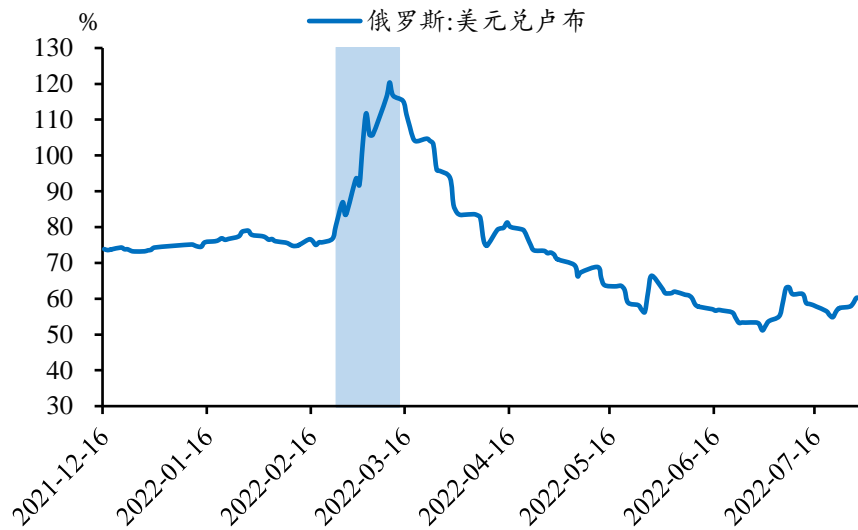
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二阶段：中期建议抄底卢布，在利率高点建议配置存款、债券等固定收益产品。

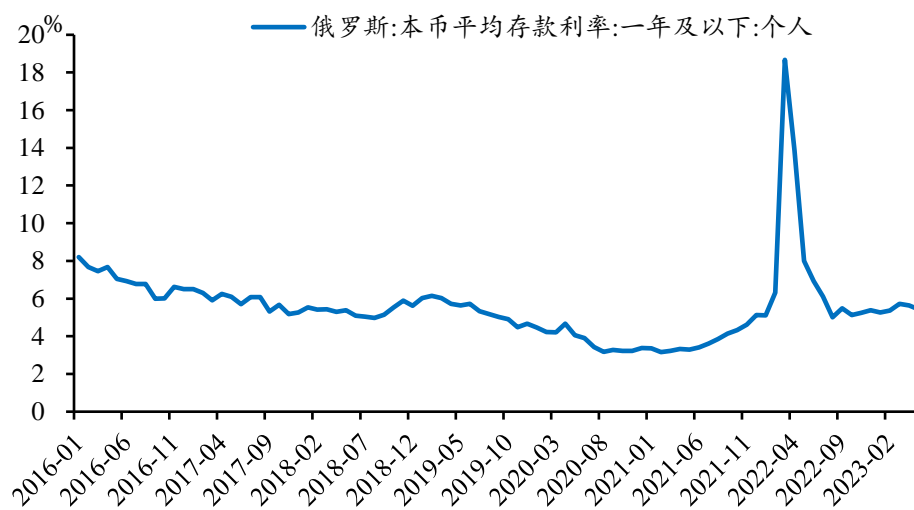
俄乌冲突发生后，俄罗斯采取临时性加息措施来引导卢布升值。因此，在卢布汇率贬值至低点时建议切换资产配置，抛黄金和原油、配置卢布。

同时，在存款利率跟随基准利率升至高点时，建议配置存款、债券等固定收益产品。

第三阶段：后期若俄乌冲突的紧张局势得以缓解，建议逐渐增配权益类产品。

图 28：俄罗斯卢布汇率表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：俄罗斯存款利率表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

美国制裁超预期升级，地缘政治风险超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。