

SWIFT 制裁的直接影响和扩散冲击

2022 年 03 月 02 日

2 月 26 日，美国、欧盟、加拿大与英国发布联合声明，将部分俄罗斯银行排除在环球银行间金融通信协会（SWIFT）系统之外，引起市场热议。本文着眼本次 SWIFT 制裁细则，分析本次 SWIFT 制裁特殊性，探讨其直接、间接影响。

➤ 此次 SWIFT 制裁的三点特殊之处

SWIFT 是各国银行间的信息交互工具。美国凭借在 SWIFT 协会的主导权，曾将 SWIFT 作为金融制裁工具，历史上朝鲜和伊朗被移出 SWIFT 系统。本次针对俄罗斯的 SWIFT 制裁与之前存在三点不同。

- 一是俄罗斯经济体量较大。典型看外贸规模，明显大于之前受到制裁的朝鲜与伊朗。
- 二是俄罗斯能源相关交易，在此次制裁中得到豁免。制裁严厉程度较伊朗缓和。
- 三是美国此番要求 SWIFT 制裁，所遇阻力似乎小于以往。这可能因为关键的跨境交易，能源交易，在本次 SWIFT 制裁得以免除。

➤ SWIFT 制裁带来两点直接影响

短期看，SWIFT 用户粘性强，其垄断地位显著，俄罗斯无法寻求有效的替代品。

SWIFT 系统通过平台的网络效应，达到了一定程度上的垄断地位。俄罗斯短期内几乎无法寻求或构建得到有效的替代品。可以说，剔除 SWIFT 系统后，被制裁银行短期内部分业务（能源交易外）直接受到影响。

长期看，俄罗斯对外贸易和投资活动的交易成本大幅抬升。

SWIFT 并非是唯一银行间通讯工具，SPFS（俄罗斯金融信息传输系统）、CIPS（人民币跨境交易系统）也成为可选通讯网络。但目前 SPFS 和 CIPS 的跨境交易效率不可与 SWIFT 同日而语。

受 SWIFT 制裁之后，俄罗斯跨境交易的成本明显抬升。交易成本主要体现在两方面，一是跨境交易时间大幅延长；二是跨境交易的费用更为高昂。

➤ SWIFT 制裁的两大扩散冲击

金融层面，SWIFT 制裁后，跨境信息流变慢。信息流变慢之后，俄罗斯银行的资产流动性受到影响，实际起到了流动性收缩效果。流动性收缩会进一步影响俄罗斯国内资产定价、对外汇率、全球金融机构对俄罗斯资产的风险偏好。

实体层面，SWIFT 制裁将造成俄罗斯国内进口商品供给不足，或引发俄罗斯国内物价上涨。因能源交易在本次 SWIFT 制裁中得以豁免，可认为本次 SWIFT 制裁并不直接约束俄罗斯能源出口。SWIFT 制裁是诸多金融制裁中的一块内容，其他方式制裁仍会影响俄罗斯国际交易，结果上约束俄罗斯大宗商品出口，进而影响全球通胀中枢。

➤ SWIFT 制裁影响的两点辨析

市场关注本次 SWIFT 制裁，焦点在 SWIFT 公信力和俄罗斯能源出口。我们认为：

长期来看，SWIFT 系统的公信力正在持续衰减。历史上 SWIFT 曾多次被用作制裁工具，SWIFT 系统的中立性受到挑战，促使各国积极寻求其替代品。

短期而言，SWIFT 制裁本身并不是导致出口大跌的关键。2012 年，伊朗被剔除出 SWIFT 系统后，原油出口大幅下跌，其中 SWIFT 制裁并不是决定性因素，更多是美欧等国对伊朗石油出口的封锁发挥了作用。本次 SWIFT 制裁豁免俄罗斯能源交易。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；地缘政治事件超预期发展风险。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1、《俄乌冲突，能源与通胀》
- 2、《俄乌冲突，美联储会怎样应对？》

目 录

前言	3
1 本次 SWIFT 制裁的特别之处	3
1.1 回溯本次 SWIFT 制裁进展	3
1.2 本次 SWIFT 制裁的特别之处	3
2 SWIFT 制裁的直接影响	4
2.1 SWIFT 制裁的威慑力来源	4
2.2 SWIFT 制裁增加两类成本	5
3 SWIFT 制裁的两大扩散冲击	5
3.1 金融层面，跨境信息流变慢进而影响流动性	5
3.2 实体层面，交易障碍约束贸易并影响商品供给	6
4 风险提示	7
插图目录	8
表目录	8

前言

2月26日，美国及其盟国联合声明，未来将把部分俄罗斯银行排除在环球银行间金融通信协会(SWIFT)系统之外，此举引发市场热议。本文着眼本次SWIFT制裁细则，分析本次SWIFT制裁特殊性，探讨其直接、间接影响。

1 本次 SWIFT 制裁的特别之处

1.1 回溯本次 SWIFT 制裁进展

2月24日，美国宣布对俄罗斯实施“史无前例”的大规模经济制裁。这次的一揽子制裁措施中，并不包括将俄罗斯从SWIFT中剔除，但这依然引发了市场对启动SWIFT制裁的忧虑。当日新闻会上，当被问及为何没有对俄罗斯进行SWIFT制裁时，拜登宣称有欧洲国家暂未支持该举措。

2月26日，美国、欧盟、英国和加拿大发表对于俄罗斯实施制裁共同声明，确认将部分俄罗斯银行从SWIFT系统中移除。共同声明还承诺采取限制性措施，防止俄央行动用国际储备以减轻制裁效果。目前制裁细节尚未落地，具体实施时间和剔除的机构仍未明确。

除此之外，还将限制给“与俄政府有关联的”俄罗斯个人颁发所谓“黄金护照”，以避免相关个人加入上述国家国籍并进入上述各国金融体系。“黄金护照”一般是指一些国家为吸引外资，向外国投资者优先提供移民机会的政策安排。

声明还表示，将在下周建立一个工作组，确保制裁措施得到有效执行。具体措施包括，识别并冻结受制裁的个人和企业在上述各国的资产；对更多俄政府官员和与俄政府有关联的个人及其亲属实施制裁和其他强制措施、识别并冻结其在上述各国的资产；与其他国家政府合作，识别并阻止受制裁个人的资产在全球范围内流动，并阻止相关个人藏匿其资产。

表 1：2月26日对俄制裁主要内容

制裁对象	制裁措施
部分俄罗斯银行	从 SWIFT 系统中移除
俄罗斯中央银行	承诺采取限制性措施防止俄央行动用国际储备以减轻制裁效果
俄罗斯富豪	限制黄金护照的出售

资料来源：美国白宫，民生证券研究院

1.2 本次 SWIFT 制裁的特别之处

对比前几次SWIFT制裁(2017年制裁朝鲜,2012年制裁伊朗,2018年制裁伊朗),本次SWIFT制裁有三处明显差异。

- 一是俄罗斯经济体量较大。从外贸体量而言，俄罗斯贸易规模明显大于朝鲜与伊朗。
- 二是俄罗斯的能源相关交易在此次制裁中得到豁免，制裁严厉程度较伊朗更为和缓。
- 三是美国此番要求SWIFT制裁，所遇阻力似乎小于以往。历史上，美国试图使用SWIFT进行

制裁时，有两次受到过 SWIFT 协会较为强烈的反对，分别是 2014 年“乌克兰危机”后美国要求 SWIFT 制裁俄罗斯，2018 年美国要求 SWIFT 制裁伊朗。

表 2：几轮 SWIFT 制裁的比较

制裁对象	制裁缘由	具体内容	制裁阻力	制裁前一年	
				进口份额	出口份额
朝鲜	核问题	• 2017年3月，SWIFT分两次切断了七家朝鲜银行与SWIFT系统间的联系，并将朝鲜的国家编码从该系统中剔除。	较小	0.02%	0.02%
伊朗	核问题	• 早在2012年3月，美国就要求SWIFT取消伊朗所有金融机构的会员资格，终止SWIFT对30家伊朗银行跨境支付报文传递服务项目。	较小	0.65%	0.39%
		• 2018年5月，美国政府单方面撕毁“伊核协议”，再次将伊朗的金融机构踢出SWIFT之外。	较大，联合国安理会与欧盟并不支持，在美国的威胁强迫下SWIFT无奈接受	0.40%	0.35%
俄罗斯	俄乌冲突	• 2022年2月，美欧联合声明将部分俄罗斯银行从SWIFT系统中移除。	较小	1.92%	1.24%

资料来源：IMF，民生证券研究院；注：进/出口份额指该国进口/出口金额占世界总额的比重。因 2021 年数据未公布，俄罗斯部分使用 2020 年数据。

2 SWIFT 制裁的直接影响

2.1 SWIFT 制裁的威慑力来源

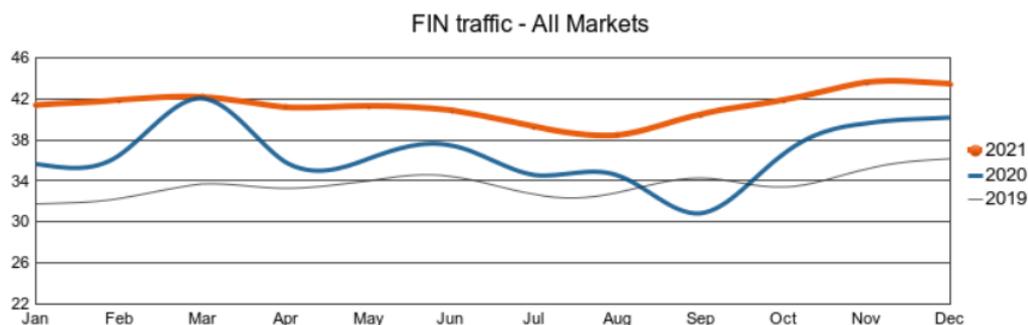
为何 SWIFT 被认为是具有威慑性的制裁工具？SWIFT 制裁之所以起效，原因在于 SWIFT 系统拥有平台网络效应，并且积累一定程度的垄断地位，短期内缺乏有效的替代品。

SWIFT 系统覆盖极广。目前 SWIFT 的报文传送平台、产品和服务对接了全球超过 11000 家银行、证券机构、市场基础设施和企业用户，覆盖 200 多个国家和地区，支持全球 90 多个国家和地区的实时支付清算系统。2021 年全年，SWIFT 平均每天发送 4200 万条 FIN 报文，相较 2020 年增长 11.4%。

短期内用新系统替代 SWIFT 难度很大。俄罗斯在 2014 年开始发展 SPFS 系统，试图替代 SWIFT。然而截至 2021 年底，SPFS 系统仍局限于俄罗斯国内交易，用户机构只有 400 余家。我国的人民币跨境支付系统 CIPS，当前参与者规模也仅有 1280 家。相较于 SWIFT 超过 11000 的用户数量，目前 SPFS 和 CIPS 系统，均无法与 SWIFT 系统相抗衡。**SPFS、CIPS 系统虽然理论上可以替代 SWIFT 系统，但实际上尚存在较大难度。**

若被 SWIFT 系统剔除，将对该国金融市场与实体经济运行均造成较大影响。

图 1：2019-2021 年 SWIFT 所有市场 FIN 报文流量逐年增加



资料来源：SWIFT 官网，民生证券研究院

2.2 SWIFT 制裁增加两类成本

将俄罗斯主要银行剔除 SWIFT 体系，并没有阻断俄罗斯银行的跨境交易。剔除 SWIFT 体系之后，俄罗斯跨境交易效率大幅降低。换言之，剔除 SWIFT 体系之后，俄罗斯银行的跨境交易成本有所提升，主要体现在两个方面——延长交易时长和提高交易费用。

若一家俄罗斯企业需要进行跨行汇款，SWIFT 制裁将大幅延长其交易时间。制裁启动之前，通过 SWIFT 系统，一笔正常的跨境交易，处理时间通常在几分钟甚至几秒钟内完成。SWIFT 制裁启动之后，跨境交易信息传输不得不回归至传统的电传、电报，交易时间可能延长至数日。

离开 SWIFT 系统协助，跨境交易的费用也更为高昂。据统计¹，在传递的信息规模相同的情况下，电传（TELEX）、电报（CABLE）系统收取的传输费用分别是 SWIFT 的 5.6 倍和 40 倍。

3 SWIFT 制裁的两大扩散冲击

3.1 金融层面，跨境信息流变慢进而影响流动性

SWIFT 制裁下，跨境信息流将会变慢。五年前 SWIFT 的跨境交易信息系统升级以来，SWIFT 支付交易的处理时间中位数已降至 2 小时以下，甚至在大流量的国际支付线路中降至 5 分钟以内。制裁实施后，跨境信息流传输速度将大幅下降。

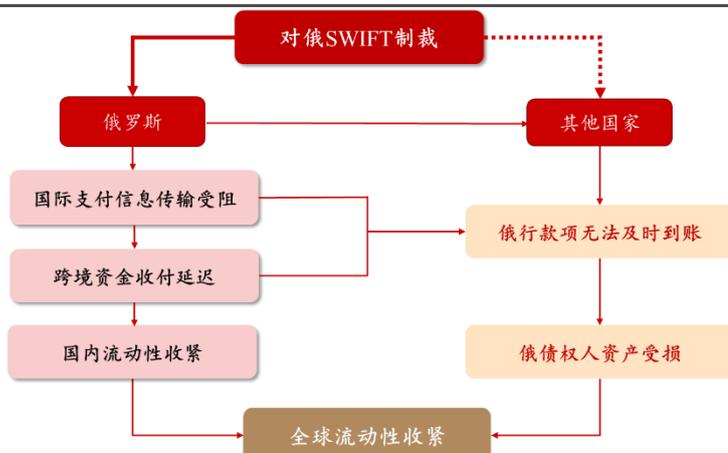
跨境信息流速度骤降，俄罗斯银行资产流动性直接面临冲击，流动性问题还会进一步扩散开去。一方面，支付信息传输受到阻滞，俄罗斯银行跨境资金的收付时间大幅延长，要完成与过去等量交易所需的流通货币规模大大增加，换言之，俄罗斯国内流动性面临收紧格局。另一方面，对于其他国家而言，俄罗斯银行款项支付可能延迟甚至无法完成，其债权人的资产负债表也将受损，流动性收紧的影响将随之扩散到全球。

流动性收缩会进一步影响俄罗斯国内资产定价、对外汇率以及全球机构对俄罗斯资产的风险偏好。流动性收缩一系列已陆续体现。当地时间 26 日²，标普将俄罗斯的主权信用评级从“BBB-，稳定”级别下调至“BB+，负面”级别，并表示可能会进一步下调其信用评级。同时，俄罗斯外汇也面临持续贬值压力：出于对资产难以跨境流通的担忧，资本开始恐慌性出逃俄罗斯，叠加本次金融制裁还包括限制俄央行动用外汇储备，明显削弱俄罗斯干预外汇市场的能力，使得卢布贬值进一步加速。截至 3 月 1 日，据俄央行数据，卢布兑美元已涨至 93.56，创历史新高。

¹ 《国际金融小辞典》李荣谦，方耀著

² <https://news.cnstock.com/news,yw-202202-4834419.htm>

图 2：俄罗斯国内流动性问题将扩散至全球



资料来源：民生证券研究院整理

3.2 实体层面，交易障碍约束贸易并影响商品供给

进口方面，SWIFT 制裁或将造成俄罗斯国内进口商品供给不足。由于 SWIFT 制裁对俄罗斯进口贸易结算造成了较大困难，显著增加了进口成本，进口商品供给受到约束，价格上涨，甚至有引发俄罗斯国内通胀的风险。

出口方面，值得注意的是，在此次 SWIFT 制裁中，能源相关交易得到豁免。考虑到矿物燃料在俄罗斯出口中占比近五成，对能源交易的豁免或在一定程度上能够缓解 SWIFT 制裁对出口的影响。

当然，由于 SWIFT 制裁通常与其他贸易制裁同时进行，受制裁国贸易额的下降并不仅仅是 SWIFT 制裁的结果。

图 3：2020 俄罗斯进口来源国份额



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_39018



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn