

2月26日，英美和欧盟等各国宣布对俄罗斯采取金融制裁，主要是冻结俄罗斯央行外汇储备，将7家银行从SWIFT系统中踢出，俄罗斯陷入一场“货币危机”。

➤ **本次俄罗斯货币危机的典型表现。**

金融制裁切断了俄罗斯经济命脉，大幅挫伤了投资者对卢布的信心。投资者大幅抛售跟俄罗斯相关资产，**俄罗斯股债汇遭受“三杀”**。此外，投资者开始为俄罗斯国债违约定价，CDS隐含的违约概率大幅攀升。

毫无疑问，**本次制裁已经开始显现出直观影响——俄罗斯银行系统遭遇到了前所未有的流动性压力。**

当前俄罗斯货币危机正在逐步向外扩散，只不过对美国 and 欧洲两大经济体存在不同的外溢影响。

➤ **本次俄罗斯货币危机对美国影响不大。**

理论上，卢布危机传导到美国市场存在两条机制，一是商业金融机构资产负债表联动；二是离岸和本土美元资产抛售机制。

第一条机制是指，持有大量俄罗斯资产的美国金融机构，会因俄罗斯资产折价而蒙受损失，资产负债表压力进一步传递至关联金融机构，最终影响美国金融市场稳定。

第二条机制是指，若离岸市场美元融资收紧，导致非美金融机构抛售美元资产，这一行为与本土投资者（同样抛售美元资产）形成共振，最终冲击美国金融市场。

现实中，美国不太受到上述两点机制影响。

美国金融机构对俄罗斯资产风险敞口较小，商业金融机构资产负债表联动机制发挥的作用有限。

本轮制裁有一个约束是冻结俄罗斯央行资产，这会导致离岸市场美元供给减少。然而根据俄罗斯央行年报公布的数据估算，美元供给少增规模可能在500亿，远小于历史上触发离岸市场波动的所需达到的规模。**推测本次金融制裁对离岸美元市场影响有限。**

➤ **欧元区流动性或遭遇考验。**

理论上，一旦俄罗斯银行在欧洲的分支机构破产，则将对其他相关银行流动性造成冲击。**现实中**，目前俄罗斯银行在欧元区的分支机构已经遭遇流动性危机，甚至一些银行已经接近破产边缘。

欧元区银行对俄罗斯具有一定规模的风险敞口，意大利和法国银行尤甚。这就意味着，**俄罗斯银行体系崩溃，会拖累风险敞口较高的欧元区银行**。而欧元区银行之间本就存在较为紧密的资产负债关系，这就意味着俄罗斯银行的风险会传递至欧洲。

当俄罗斯资产因为流动性危机而面临折价，**欧洲商业机构若以俄罗斯相关资产做抵押进行融资交易，便无法维系，这将对市场流动性造成冲击。**

➤ **欧央行货币收紧节奏进一步落后美联储。**

当前欧央行已经观察到金融制裁等因素对欧元区的冲击，并将在3月货币政策会议讨论事态的影响。**欧洲货币市场相关指标显示，市场对今年12月的加息预期下滑。**

离岸美元市场冲击不进一步外溢前提下，美联储货币政策并不会因为金融制裁而影响，**收紧节奏上进一步领先欧央行，美元指数表现强劲。**

➤ **风险提示：**地缘冲突发展超预期；对海外央行货币政理解不到位。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1. 俄乌冲突，能源与通胀——俄乌冲突系列研究（一）
2. 俄乌冲突，美联储会怎样应对？——俄乌冲突系列研究（二）
3. SWIFT制裁的直接影响和扩散冲击——俄乌冲突系列研究（三）
4. 金融制裁的影响不止在通胀——俄乌冲突系列研究（四）

目 录

1 金融制裁让俄罗斯经历一场“货币危机”	3
2 俄罗斯当前货币危机对美国影响不大	4
3 欧元区可能遭受较大的连带冲击	6
4 欧央行货币收紧节奏进一步落后美联储	7
5 风险提示	8
插图目录	9

2022年2月26日，欧美等国宣布针对俄罗斯央行的外汇储备进行制裁，3月2日欧盟正式宣布布俄罗斯 VBT Bank 在内的七家银行从 SWIFT 系统剔除，卢布出现暴跌。

这次针对俄罗斯展开的金融制裁，影响不止在卢布暴跌。可以说目前俄罗斯正在经历一场货币危机，而未来最需要关注是，当下这场货币危机会不会外溢，最终会呈现出怎样的影响。

1 金融制裁让俄罗斯经历一场“货币危机”

本轮针对俄罗斯的金融制裁分为三个层面。(1)美国财政部制裁俄罗斯6家重要商业银行，导致其无法清结算美元。(2)俄罗斯央行外汇资产被冻结，银行体系对外偿付能力受到极大限制。(3)7家俄罗斯银行被踢出 SWIFT 系统，跨境清结算能力继续被大幅削弱。

毫无疑问，当前欧美对于俄罗斯的金融制裁已经制造了一场典型的“货币危机”。不论是本国还是海外投资者当前已经对卢布失去了信心，卢布计价资产大幅的贬值在所难免，我们认为这场危机对于其他货币区有一定的外溢影响。本轮金融制裁引发的俄罗斯货币危机，主要体现在三个方面。

一，金融制裁挫伤投资者对俄罗斯金融稳定信心，俄罗斯相关资产被抛售。

作为一个典型的资源输出国，俄罗斯通过能源、农产品等上游商品相关出口获得外汇，同时又进口药品、电子设备、汽车等下游产品。

金融制裁一方面从金融端限制了俄罗斯与海外的贸易连接，另一方面极大限制了俄罗斯与外界跨境资金清结算能力，相关投融资活动等受到了极大的限制。

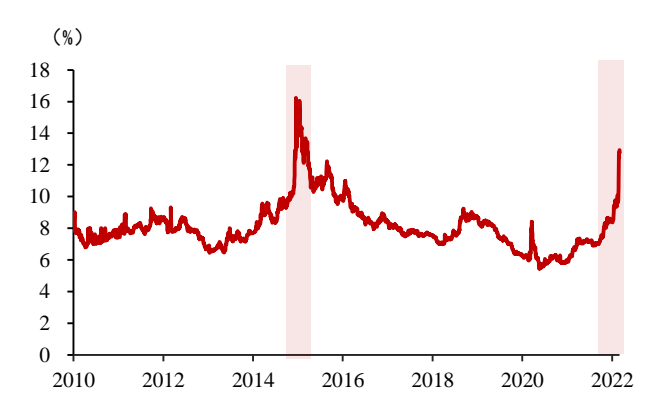
因为对未来经济前景抱有悲观预期，俄罗斯相关资产持有者开始大幅甩卖，本国居民和国外投资者大幅抛售本币资产，俄罗斯相关股票、债券大幅下跌。

图 1：俄罗斯股票和货币大幅下跌



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：俄罗斯十年期国债收益率飙升



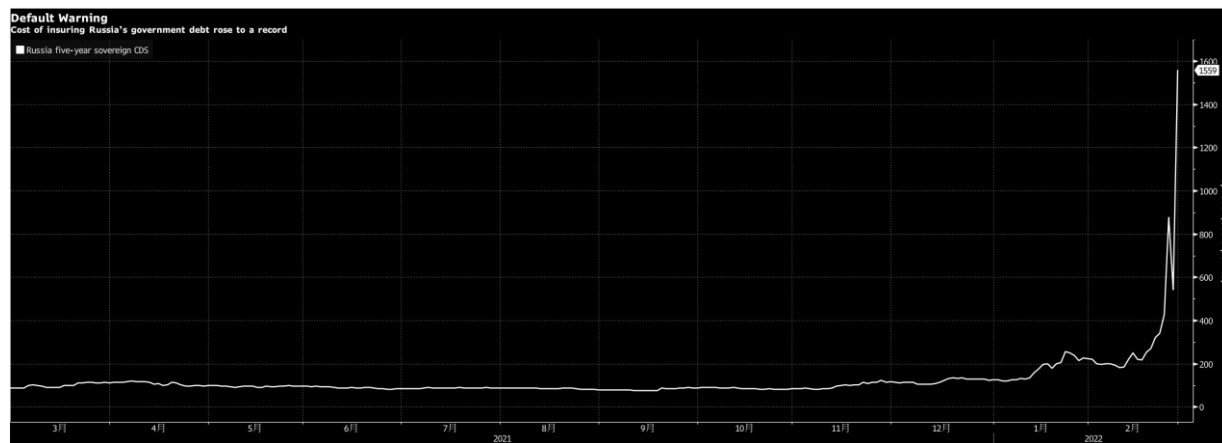
资料来源：wind，民生证券研究院

二，外币债务偿付预期恶化，外币计价的俄罗斯债券评级大幅下调。

俄罗斯央行外汇储备被冻结，主要银行被剔除美元结算体系，面对前所未有的换汇需求，俄罗斯央行只能施行将汇率固定在一定区间，并强制企业结汇。与此同时提高基准利率，并通过严格的资本管制防止资本进一步流出，抑制本币贬值趋势。

国际金融市场投资者对俄罗斯外币偿付能力极度悲观，俄罗斯财政部和主要企业等发行的非本币债券等在国际金融市场上大幅下跌，俄罗斯国债信用违约互换（CDS）隐含的违约概率一度高达为 56%。

图 3：俄罗斯 5 年期国债 CDS 暴涨超 1500 个基点



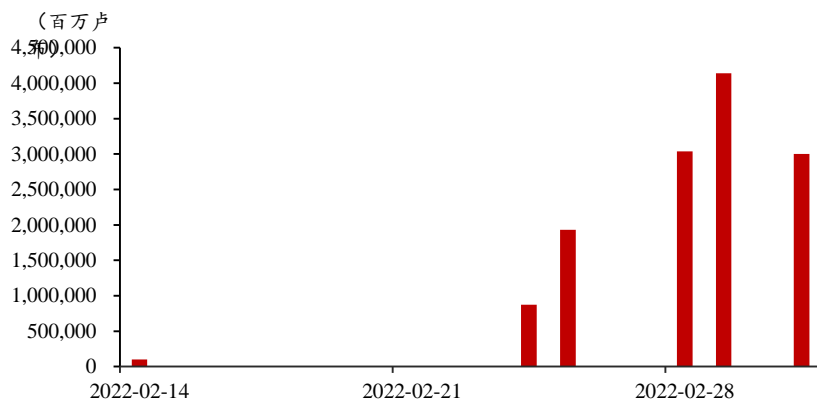
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

三，抛售本币叠加居民取现，卢布本币体系的流动性急剧收缩。

当前持有卢布计价资产者迫切渴望将卢布兑换成美元、欧元等，同时居民大量取现。这种情况改下本币流动性急剧收缩。

一方面俄罗斯持俄罗斯央行被迫紧急大幅加息，另一方面通过各类工具向商业银行注入巨额流动性，并增加央行交易对手方名单、扩大抵押品范围，向商业银行提供大量现金等等。

图 4：俄罗斯央行回购拍卖规模连续超万亿



资料来源：俄罗斯央行，民生证券研究院

2 俄罗斯当前货币危机对美国影响不大

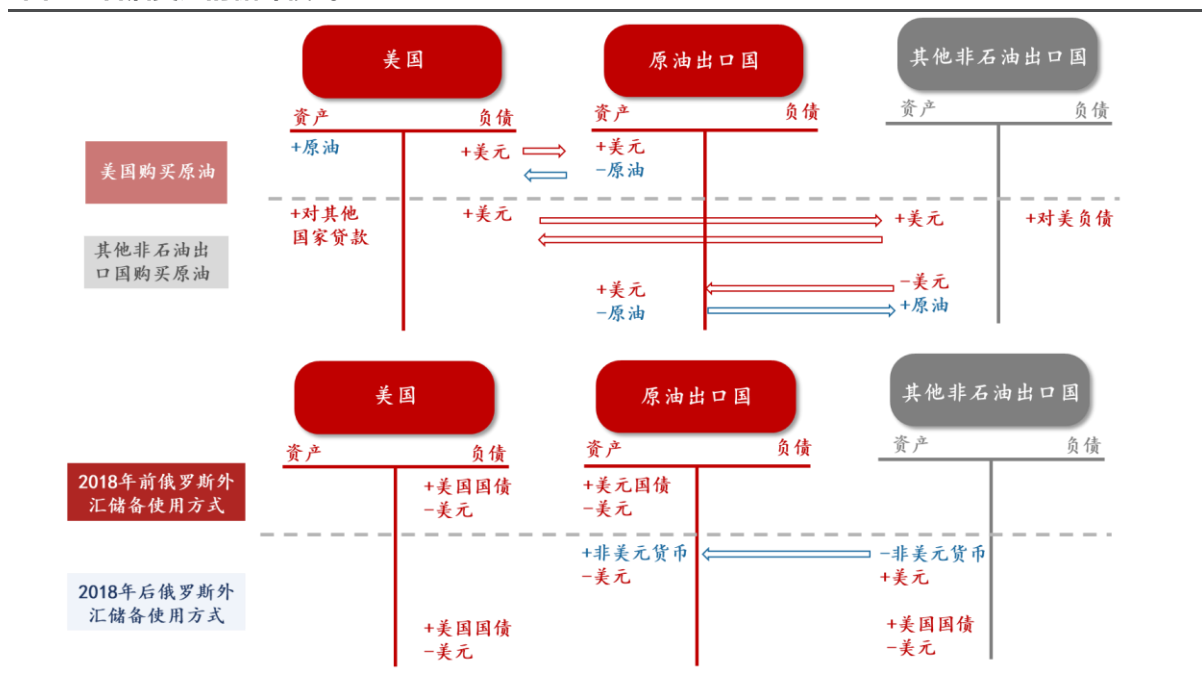
理论上，“卢布危机”传导并影响美国金融市场主要有两大途径。

传导机制之一，如果美国本土金融机构持有大量俄罗斯资产，则美国本土机构变会因本次金

融制裁而遭受巨大亏损。例如 1998 年长期资本管理公司(LTCM)持有大量违约的俄罗斯国债，由于采取高杠杆策略，LTCM 破产导致流动性危机在美国金融机构内传导，迫使美联储介入平抑市场波动。

传导机制之二，如果非美投资者大幅抛售美元资产，与美国本土投资者避险情绪共振，最终会引发市场大幅抛售。历史上不乏相应案例。例如，2020 年 3 月全球金融市场动荡，离岸市场流动性短缺，引发海外投资者抛售美元资产，此时美国国内投资者也在抛售资产，两种行为形成共振，美联储不得不开启史无前例的货币宽松。

图 5：石油美元的循环模式



资料来源：民生证券研究院

事实上，美国持有俄罗斯资产有限，美国金融市场受本次卢布危机的传导影响有限。

当前美国本土金融机构并没有持有大量俄罗斯资产。

早在俄乌冲突之前，美国金融机构就开始削减对俄罗斯的风险敞口。以 JP Morgan 为例，自 2021 年 4 月开始削减对俄罗斯资产的敞口。已经公布的金融机构中，花旗集团对俄罗斯的境内和跨境风险敞口共为 98 亿美元，仅占其资产的 0.7%。

尽管市场参与者的避险情绪浓厚，但美国本土货币市场并未出现流动性。

美国货币市场流动性指标显示，当前美国市场流动性并没有发生变化。本周以来 SOFR 一直保持在 0.05%，正回购量工具用量仍为 0，逆回购规模在 1.55 万亿美元左右。

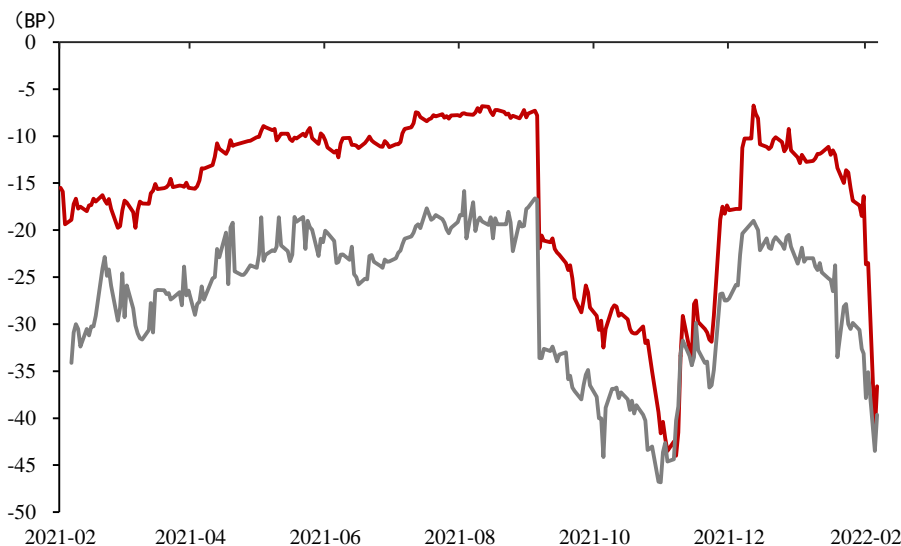
当前离岸市场美元融资压力上升，但目前仍处于可控状态。

俄罗斯央行有大量外汇储备提供给离岸市场进行美元融资，冻结俄罗斯央行资产，意味着离岸美元供给收缩。然而根据俄罗斯央行年报，推算俄罗斯央行外币互换的头寸合计可能在 500 亿美元，与之对比，2020 年美联储的央行流动性互换工具 (dollar liquidity swap lines) 最高用量是 4500 亿美元。所以即使俄罗斯央行外汇互换交易全部被冻结，可能对离岸美元融资的影响也不会可能会像 2020 年剧烈，影响可能相对有限。

值得注意的是，当前离岸美元融资的确出现紧张迹象，但尚未进一步加剧。

离岸美元融资，常用货币互换基差作为融资松紧的指标。俄乌交战以来，日元和欧元相对于美元的货币互换基差明显走高，但当前并没有超过去年 11 月，且暂时有所缓解。尽管离岸货币市场紧张，但暂时没有看到进一步恶化的迹象。即使局面恶化，当前美联储仍然有足够的工具如 FIMA、央行流动性互换等，为离岸市场提供美元流动性。

图 6：离岸美元融资指标飙升



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

3 欧元区可能遭受较大的连带冲击

欧盟等国针对俄罗斯展开金融制裁，尤其是针对俄罗斯商业银行展开制裁，这将对欧盟辖区内银行造成双重流动性冲击。当前市场已经开始为欧元区银行风险定价。

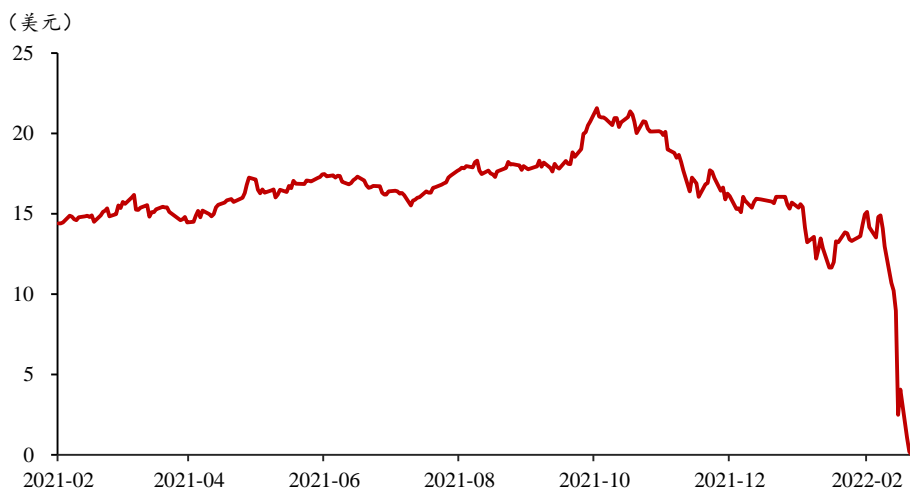
目前俄罗斯银行在欧洲的分支机构陷入流动性危机，银行流动性危机有可能进一步传染。

根据公开资料显示，截至 2021 年底，Sberbank 的欧洲分支机构 Sberbank Europe AG 资产规模约为 130 亿欧元。存款大幅流出，流动性急剧恶化，Sberbank Europe AG 将无法偿还债务。2 月 28 日 Sberbank Europe AG 已经被欧央行列入观察名单。

3 月 1 日 Sberbank 在塞尔维亚的分支机构，已经被塞尔维亚的 AIK 银行完成收购。鉴于 Sberbank 在跨境交易上的头寸比较大，我们认为当前冲击很有可能继续蔓延。

另外，其他俄罗斯银行在欧洲的分支机构，也极有可能面临类似的流动性恶化状况，欧洲银行业或面临潜在的流动性冲击。

图 7：Sberbank 伦敦交易所 ADR 价格下跌至 0.05 美元



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

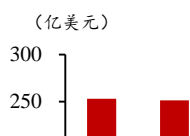
欧元区各国银行对于俄罗斯存在一定规模风险敞口，其中意大利和法国规模较大。

当前俄罗斯国内银行面临挤兑和资本外流压力，一些中小银行甚至面临破产的尾部风险。持有俄罗斯银行债权的金融机构，很有可能无法获得兑付。

根据国际清算银行 2021 年 3 季度数据，持有俄罗斯银行债权的规模约为 1214 亿美元，其中意大利、法国、奥地利的银行规模最大，若俄罗斯银行出现大面积违约，将进一步恶化欧元区的流动性。

俄罗斯相关抵押品价值大幅度下降，融资需求大增，这也是流动性风险加剧的潜在因素。

图 8：2021 年 Q3 各国银行对俄罗斯风险敞口



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_39057

