

自俄罗斯对乌克兰展开特别军事行动以来，美国及欧盟已经对俄罗斯开展若干轮经济制裁，其中包括目前市场最为关注的 SWIFT 制裁。本文旨在解析本轮对俄金融制裁的详细内容，并对金融制裁的影响做出初步展望。

### ➤ 本轮金融制裁主要包括三块内容。

#### 其一，冻结俄罗斯主要金融机构资产。

美国对被制裁国存入美国银行的资产进行控制，即为冻结资产类金融制裁。冻结资产这一手段最为常用，监管也最为便利。2月22日-24日，美国财政部已经冻结6家俄罗斯商业银行资产，随后又与欧盟联合冻结俄罗斯央行、俄罗斯财政部、俄罗斯国家财富基金资产。

#### 其二，限制部分俄罗斯银行外币交易。

冻结资产的制裁方式主要在美国、欧洲本土实现，俄罗斯银行存放在其他国家的资产仍能够自由变现流通。为进一步影响其他国家领域内资产流通，美国可以将俄罗斯剔除 SWIFT 或者 CHIPS 系统。截至日前，俄罗斯最大规模银行（Sberbank）已与 CHIPS 切断，美元交易被中断。同时，欧盟已决定将7家俄罗斯银行排除在 SWIFT 支付系统之外，外币交易受到约束。

#### 其三，限制俄罗斯核心企业新增融资。

冻结资产并禁止外币交易制裁的银行数量有限，部分俄罗斯重要的实体企业仍能通过其他银行从美国资本市场融资，筹措资金。为进一步阻断俄罗斯企业在美融资，美国财政部还要求阻断13家俄罗斯企业在美新增融资，其中包括8家实体企业以及5家金融企业。

### ➤ 本轮金融制裁的影响不局限于实体通胀，更在于全球流动性扰动。

俄乌冲突以及金融制裁之后，市场对两大热点领域给予充分关注。一是高度关注本轮 SWIFT 制裁；二是结合俄乌资源禀赋和出口结构，俄乌冲突以来，市场对通胀影响给予充分定价。近期原油、天然气、铝、铁矿、油脂等价格已快速上行。

**本轮金融制裁不止于 SWIFT 制裁，俄乌冲突及对全球的影响也不止于抬高大宗商品价格预期，扰动全球通胀。本次俄乌冲突及金融制裁，另一层面影响在于全球流动性扰动。**

此次6家俄罗斯商业银行、96家控股子公司受到资产冻结制裁，受冻结机构数量大，覆盖范围广。针对俄罗斯央行的资产冻结，或引发离岸美元流动性紧张、主权信用评级下调、银行挤兑等一系列后续影响。

在金融全球化背景下，俄罗斯货币危机将在多大程度传导并扰动其他国家流动性，也值得关注。

### ➤ 关注后续制裁进展，尤其关注后续制裁是否扩大或深化。

对比过往美国对外金融制裁，本轮制裁力度较大。

后续俄乌局势面临不确定性，未来美方可能采用的制裁手段或包括：扩大 SWIFT 系统踢出俄罗斯银行的清单、冻结罚没企业资产、罚没商业银行及央行在欧美的资产等。我们将密切跟踪金融制裁对国际资本市场的影响。

### ➤ 风险提示：俄乌局势发展超预期；各国博弈超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 周恺悦

执业证号：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

#### 相关报告

- 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）

# 目 录

1 举措一，冻结部分俄罗斯银行资产 .....	3
2 举措二，限制部分俄罗斯银行外币交易 .....	5
3 举措三，禁止俄罗斯核心企业新增融资 .....	6
4 结论 .....	7
5 风险提示 .....	10
插图目录 .....	11
表格目录 .....	11

## 1 举措一，冻结部分俄罗斯银行资产

冻结资产是美国常用的制裁手段，指美国对被制裁国存入美国银行的资产进行控制，由于是对辖区内实体进行管制，这种制裁手段最为常用，监管也最为便利。

2月22-24日，美国财政部先后冻结6家俄罗斯商业银行资产<sup>1</sup>。

这6家金融机构分别是VTB（第二大银行）、VEB银行（第五大银行）、Otkritie银行（第七大银行）、PSB银行（第八大银行）、Novikom银行（第九大银行）、Sovcom银行（前五十大）。

其中VTB是俄罗斯第二大有控股金融机构（资产规模达俄罗斯银行业1/5），是由俄罗斯联邦政府持有多数股权的“系统重要性银行”，而另外五家银行资产合计达1650亿美元。

防止央行动用资产变现挽救国内银行流动性，削弱前期制裁力度，2月26日，美国与欧盟联合<sup>2</sup>决定冻结俄罗斯央行资产。

2月28日，美国财政部进一步发表声明<sup>3</sup>，称上述决定将扩大范围，不仅适用于俄罗斯中央银行，同时适用俄罗斯财政部、俄罗斯国家财富基金。

<sup>1</sup> <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/press-briefings/2022/02/22/background-press-call-by-a-senior-administration-official-on-russia-sanctions/>  
[U.S. Treasury Announces Unprecedented & Expansive Sanctions Against Russia, Imposing Swift and Severe Economic Costs | U.S. Department of the Treasury](#)

<sup>2</sup> [Joint Statement on Further Restrictive Economic Measures | The White House](#)

<sup>3</sup> [Russia-related Designations; Issuance of Russia-related Directive 4 and Russia-related General License 8A | U.S. Department of the Treasury](#)

表 1：本轮金融制裁包含主要内容

制裁类型	针对对象	对象性质及特征	制裁内容
2月22日-2月24日 美国财政部			
禁止外币交易	Sberbank 及其 25 家分支机构	俄罗斯最大金融机构 持有 1/3 俄罗斯银行资产 持有最大份额的俄罗斯银行存款，是俄罗斯主要债务人	美国所有金融机构关闭所有 Sberbank 相关账户及同业存款账户，并且拒绝任何涉及其以及分支机构的交易往来。 Sberbank 如果想要参与任何支付活动，涉及技术和交通领域，一旦被支付系统察觉，就会被禁止。
SDN 名单-冻结资产	VTB Bank 及其 20 家控股子公司	俄罗斯第二大金融机构 持有 1/5 俄罗斯银行资产	冻结资产 所有 VTB 及其分支机构资产全部被冻结，俄方无法动用相关资产。 这是财政部有史以来冻结最大银行资产之一
	VEB 及其 25 家控股子公司	位居俄罗斯五大金融机构之列，对俄罗斯发展国内基础设施的大型项目至关重要	
	PSB 及其 17 家控股子公司	是俄罗斯具有系统重要性的国有金融机构，是俄罗斯第八大金融机构； 被俄罗斯政府指定为俄罗斯国防部和俄罗斯国防部门提供资金。其为俄罗斯近 70% 的国防合同提供服务，并为俄罗斯军事人员提供银行和个人金融服务。	
	Otkritie, Novikom 和 Sovcom	三家金融机构，持有 800 亿美元资产	
	Otkritie 及其 12 家控股子公司	俄罗斯第七大金融机构	
	Sovcombank 及其 22 家控股子公司	第三大民营金融机构（按资产规模），俄罗斯第九大银行	
Novikombank	前 50 的俄罗斯金融机构，主要为国防板块提供金融服务（国防公司 ROSTEC 是其全资母公司）		
限制新增融资	13 家企业	8 家实体企业以及 5 家金融企业	禁止美国机构以及个人参与这些企业的债券投资（期限长于 14 天）及股权投资
2月26日 主要欧盟国家及美国领导人			
禁止外币交易	俄罗斯部分银行	3月2日欧盟拟定踢出 SWIFT 银行名单 VTB、VEB、PSB、Otkritie, Novikom 和 Sovcom、Bank Rossiya	将部分银行踢出 SWIFT 信息系统
冻结资产	俄罗斯央行	——	冻结俄罗斯央行资产，防止其将国际储备变现，削弱此前金融制裁效果
2月28日 美国财政部			
冻结资产	俄罗斯财政部、俄罗斯国家财富基金	——	

资料来源：美国财政部，民生证券研究院整理（注：上述被冻结资产 6 家俄罗斯银行，合计共有 96 家控股子公司）

## 2 举措二，限制部分俄罗斯银行外币交易

冻结资产的制裁方式主要在美国、欧洲本土实现，无法让其他国家金融机构发起联动制裁，换言之，俄罗斯银行存放在其他国家的资产仍能够自由变现流通。

**若想限制被制裁国与所有其他国家金融贸易往来，美国可以通过切断被制裁方与 CHIPS、SWIFT 系统的连接实现。**其中 CHIPS 是跨境美元清算系统，SWIFT 是世界各国银行信息互通系统。

CHIPS、SWIFT 如何在外币交易中发挥作用？我们接下来通过举例说明。

当一家俄罗斯购货方甲在俄国银行 A 开立账户，并且希望向美国供应商乙以美元支付货款时，流程应该如下：

首先，如果要用美元支付到对手方境内银行，俄罗斯银行需要接入美元的清结算系统 CHIPS 才能实现。但是，CHIPS 只有美国本土银行才能接入。

如何解决这一问题？答案是俄罗斯银行 A 需要找一个已经接入 CHIPS 的银行 B，希望其代理自己在境外完成这笔交易，我们称银行 B 为代理行 B。

然而，找到代理行 B 还不够，为完成交易，A 还需要在 B 银行开立一个代理账户，并且在支付指令下达时，及时通过 SWIFT 通知代理行 B 进行交易操作。

**可以看到，这笔外币交易的实现存在两个关键环节：其一，A 能够在 B 开立代理账户，以顺利接入美元清算系统 CHIPS；其二，A 能够及时用 SWIFT 通知 B 完成代理交易的信息。**在本轮制裁中，美国、欧盟一方面阻断俄罗斯银行开户自由，另一方面直接将部分银行踢出 SWIFT 系统。

具体来说，美国首先于 2 月 24 日禁止俄罗斯最大银行 Sberbank（资产占俄罗斯银行业 1/3；存款占比最高）在美国银行开立账户<sup>4</sup>，使得 Sberbank 无法实现美元交易。

随后，美国与欧盟联合发声，不允许部分俄罗斯银行通过 SWIFT 向代理行传递信息，被制裁银行将难以用外币交易。近日，据欧盟官方已确定踢出 SWIFT 的 7 家俄罗斯银行<sup>5</sup>，除上述被冻结资产的 6 家银行以外，还增加了 Bank Rossiya（俄罗斯银行）。

**需要注意的是，为避免欧洲能源供给短缺，涉及能源交易将不受上述外币交易制裁。**

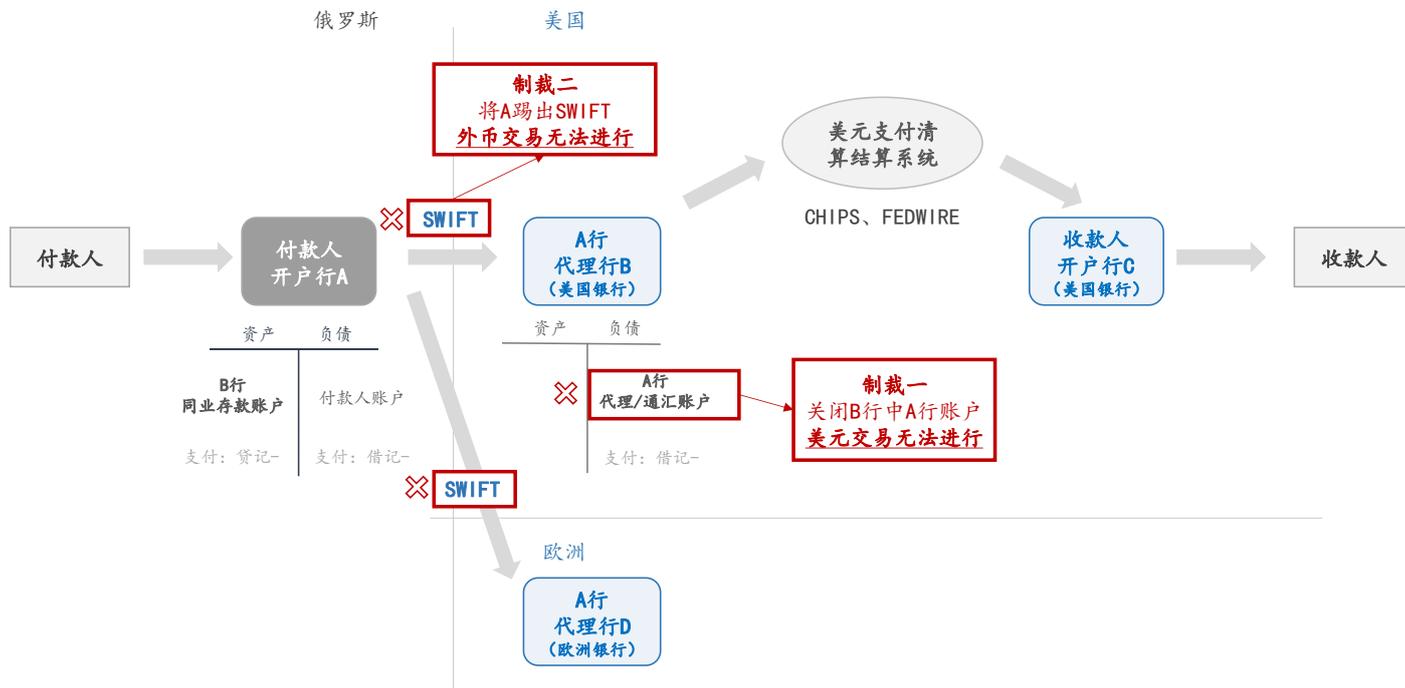
欧洲是俄罗斯油气资源最大进口国，若实施全面制裁，欧洲进口能源交易将会中断，欧洲能源或陷入短缺，进而推动能源价格高涨。

由此，随本次制裁一并提出的还有一份“通用许可证”，明确豁免了从生产到消费各环节能源支付的制裁。这意味着此项制裁生效后，美国、欧洲仍可向俄罗斯购买油气等能源产品。此项豁免一方面避免欧洲陷入能源短缺，另一方面防止俄罗斯从高涨能源价格中获益。

<sup>4</sup> 当地时间 2022 年 3 月 26 日前，所有美国金融机构需要关闭 Sberbank 的所有的代理账户，且未来不允许与其和 25 家子公司有任何业务往来。

<sup>5</sup> [https://content-static.cctvnews.cctv.com/snow-book/index.html?item\\_id=14272941958053299081&toc\\_style\\_id=feeds\\_default&share\\_to=copy\\_url&track\\_id=2844deba-2c04-454c-926a-c3cc27f4fc02](https://content-static.cctvnews.cctv.com/snow-book/index.html?item_id=14272941958053299081&toc_style_id=feeds_default&share_to=copy_url&track_id=2844deba-2c04-454c-926a-c3cc27f4fc02)

图 1：两种方式限制俄罗斯部分银行外币交易



资料来源：民生证券研究院整理

### 3 举措三，禁止俄罗斯核心企业新增融资

由于冻结资产以及禁止外币交易制裁的银行数量有限，有些对俄罗斯重要的实体企业能够通过其他俄罗斯银行从美国资本市场上融资。为避免这种操作，美国限制部分对俄罗斯经济至关重要的国有企业融资。

2月24日，美国财政部明确未来13家俄罗斯企业未来无法在美获得新增融资。

这13家受制裁的俄罗斯企业，包括对俄经济至关重要的实体企业（覆盖交通、能源、通讯企业等）以及6家大型银行。制裁的具体方式则非常简明，即3月26日后，在美居民禁止参与上述企业发行的新增债券（期限长于14天）股权融资活动。

**表 2：本轮制裁实体企业清单**

OFAC 确认以下 11 个俄罗斯实体由政府直接或间接拥有或控制	
企业名称	企业特征
俄罗斯联邦储蓄银行	银行
天然气工业银行	与能源密切相关的金融机构
俄罗斯农业银行	与农业密切相关的能源机构
俄罗斯天然气工业股份公司	世界最大的天然气公司
俄罗斯天然气工业石油公司	俄罗斯最大原油生产加工商
俄罗斯石油管道运输公司	俄罗斯石油管道商
俄罗斯电信	俄罗斯最大通讯商
俄罗斯水电集团	俄罗斯最大电力公司之一
阿罗莎公司	世界最大钻石开采商
俄罗斯最大的航运公司 Sovcomflot	俄罗斯最大船运航运公司
俄罗斯铁路公司	世界最大铁路公司之一
OFAC 确定了以下 3 个在俄罗斯金融服务部门经营的企业：	
企业名称	企业特征
俄罗斯阿尔法银行	银行
莫斯科信贷银行	银行
俄罗斯联邦储蓄银行	银行

资料来源：美国财政部，民生证券研究院整理

## 4 结论

俄乌冲突以及金融制裁之后，市场对两大热点领域给予充分关注。一是对本轮踢出 SWIFT 这一制裁高度关注；二是结合俄乌资源禀赋和出口结构，俄乌冲突以来，市场对通胀影响给予充分定价。近期原油、天然气、铝、铁矿、油脂价格已快速上行。

**本轮金融制裁不止于 SWIFT 制裁，俄乌冲突及对全球的影响也不止于抬高大宗商品价格预期，扰动全球通胀。本次俄乌冲突及金融制裁，另一层面影响在于全球流动性扰动。**

**市场广泛关注 SWIFT 制裁影响**，一则因为 SWIFT 波及所有外币交易，一旦被踢出将成为国际金融体系中的“金融孤岛”；二则因为俄罗斯是能源出口大国，退出 SWIFT，或给能源价格带来较大波动。**我们认为本轮 SWIFT 制裁有其特殊性，两点细节值得关注。**

**其一**，虽然俄罗斯出口商品中，天然气、石油这一类能源产品出口比重近四成。但美国方面目前明确，豁免能源相关交易，暂不受此次制裁影响。

**其二**，据此次制裁清单，并非所有俄罗斯银行受此次制裁影响，意味俄罗斯对外贸易及投资活动并非完全瘫痪。同时，被踢出 SWIFT 的 7 家银行中，有 6 家银行在美资产此前已经被冻结，部分在美业务此前已中断，此次进一步踢出 SWIFT，边际影响更多体现于欧洲交易。

**除踢出 SWIFT 网络，冻结资产、禁止企业融资也是本轮制裁的重要方式，这两类金融制裁对全球流动性将带来扰动。**

**首先，冻结六家商业银行资产有较大辐射影响。**

本轮对六家商业银行冻结资产的执行方式是将其纳入 SDN 清单，SDN 清单是美国对外金融制裁中最为核心且最严厉的制裁清单。

SDN 清单冻结资产的严厉之处体现在两方面：一方面，资产冻结的主体范围还包括被制裁者的控股公司，上述六家银行的 96 家控股子公司资产同样被一并冻结；另一方面，若第三方后续发现与 SDN 清单对象交易，可能受到连带制裁。

**其二，不应低估冻结俄央行国际储备影响。**

本次对俄罗斯央行资产的冻结，**一则**将使得离岸美元流动性紧张；**二则**评级机构可能下调所在国家的主权信用评级，央行、商业银行海外融资更加困难，商业银行或遭受挤兑。**三则**部分投机资金可能刻意做空所在国的金融资产，冲击其汇率制度等。

**其三，禁止企业融资或致使大量资本外逃。**

俄罗斯是资本市场开放性较大的发展中国家，资本可以随意进出，一旦对企业融资进行限制，容易发生大规模资本外逃。以史为鉴，2014 年 8 月，克里米亚脱乌入俄事件发酵，欧美先后对俄罗斯金融机构以及能源企业发布中长期融资禁令。这一制裁造成了俄罗斯当年资本外流超过 1500 亿美元，俄罗斯企业海外债券平均收益率下跌 5.9%。本轮禁止 13 家企业新增债权股权融资，且均为俄罗斯国有核心企业，产生影响或比 2014 年更为深远。

**最后，结合历史来看，当前制裁力度已经非常大。若俄乌局势仍见焦灼，密切关注后续制裁是否扩大或深化。**

结合美国历来对伊朗、朝鲜、俄罗斯采取的金融制裁措施来看，美国的金融制裁手段具体可以分为冻结资产、罚没资产、限制外币交易、联合第三方制裁、限制被制裁国实体在美融资五种。而本轮制裁所用手段已经五中有四，制裁力度已然较高。但俄乌局势仍面临不确定性，未来美方可能采用的制裁手段包括但不限于：扩大 SWIFT 系统踢出俄罗斯银行的清单、冻结罚没企业资产、

四、限制企业融资及央行在欧美的资产等

**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\\_39064](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39064)

