

# 欧美加码对俄制裁， 对全球经济产生哪些外溢效应？



2022 年 03 月 14 日

## 联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

## 欧美加码对俄制裁，对全球经济产生哪些外溢效应？

联合资信评估股份有限公司 主权部

俄乌战争爆发后，欧美对俄罗斯采取了前所未有的严格制裁，不仅会冲击俄罗斯的贸易、财政以及经济表现，还会将制裁风险进一步传导至与俄有密切经济联系的独联体国家，甚至对欧美国家的金融稳定和能源安全产生一定反噬作用。欧美加码对俄制裁所产生的外溢效应，可能会令全球经济陷入“滞胀”风险。本文分三部分，首先梳理本轮欧美对俄开启的制裁组合拳，然后分析欧美制裁对俄罗斯产生的影响，最后探究制裁对欧美国、独联体国家以及全球经济产生的外溢效应。

### 一、欧美对俄采取前所未有的全面制裁

自 2014 年克里米亚危机以来，以美国为首的西方国家对俄罗斯发起多轮经济金融制裁，试图将俄孤立在世界经济和国际金融体系之外。本次俄乌战争爆发后欧美对俄采取了前所未有的全面制裁举措，涉及金融、能源以及军事在内的多个核心领域。虽然欧美配合打出的制裁组合拳又狠又准，但仍然在能源领域留有一定空间。

**欧美通过金融制裁把俄罗斯拖入持久战泥沼。**俄乌战争爆发后，欧美快速开启对俄金融战，旨在切断俄罗斯的战争资金支援。具体来看：**一是限制俄罗斯的融资渠道。**美国对俄罗斯联邦中央银行、俄罗斯联邦国家财富基金实施全面封锁，冻结这两家金融机构在美资产，限制其为俄罗斯提供军事援助资金<sup>1</sup>；扩大主权债务禁令，限制美国个人与企业参与俄罗斯联邦中央银行、俄罗斯联邦国家财富基金和俄罗斯联邦财政部所发行新债券的二级市场交易，切断了俄罗斯政府筹集资金的一个关键渠道。**二是打击俄罗斯的金融市场。**美国与欧盟、德国、法国、英国、意大利、加拿大等国决定将 7 家俄罗斯银行排除在环球银行金融电信协会（SWIFT）支付系统之外，以此来限制俄罗斯对外贸易结算、破坏俄罗斯的金融稳定性；此外，明晟公司（MSCI）把 MSCI 俄罗斯指数从新兴市场指数中剔除并重新分类为独立指数，富时罗素把俄罗斯从所有富时罗素股票指数中剔除，这将导致全球被动型指数基金大规模撤离俄罗斯市场，对俄罗斯资本市场造成严重打击。**三是削弱俄罗斯现有的自救能力。**美国对俄罗斯银行持有的约 1 万亿美元的资产展开全面制裁，英国、法国、瑞士等国纷纷宣布冻结俄罗斯的部分海外资产；欧美限制俄罗斯用美元、日元和欧元进行国际交易的能力，这将极大限制俄罗斯动用外汇储备缓解本币汇率贬值压力、偿还外债等能力。

<sup>1</sup> 美方预测这两家金融机构共持有超过 800 亿美元资产，主要为俄罗斯国防部门和经济发展提供资金。

欧美通过军事制裁和能源制裁，削弱俄罗斯的核心优势。一方面，欧美增加对俄军事制裁，以进一步拖住俄罗斯闪击战的步伐。美国、欧盟、英国、加拿大等国宣布对俄罗斯关闭领空以及制裁部分俄罗斯军工企业，通过限制出口的方式对俄罗斯国防相关企业进行制裁；同时，美商务部将此前针对俄罗斯的出口管制措施适用于白俄罗斯，以防止相关产品、技术和软件经白俄罗斯转移至俄罗斯，从而限制俄罗斯在乌克兰持续进行军事行动的能力。另一方面，虽然欧洲对俄能源制裁留有退路，但美国能源制裁较为激进。SWIFT 剔除名单中并未涉及俄罗斯资产规模最大的俄罗斯联邦储蓄银行以及俄罗斯天然气工业银行，这两家银行是俄罗斯石油和天然气的主要支付渠道。由于欧盟对俄罗斯的天然气依赖严重，仅制裁部分银行在一定程度上保证了欧盟购买俄罗斯天然气的支付渠道畅通。但美国对俄能源依赖相对较低，且美国或可通过增加从加拿大以及委内瑞拉的石油进口来替代弥补，所以对俄能源制裁较为强硬，3 月 8 日美国宣布将禁运俄罗斯石油、液化天然气和煤炭，从核心上制约俄罗斯的能源优势。

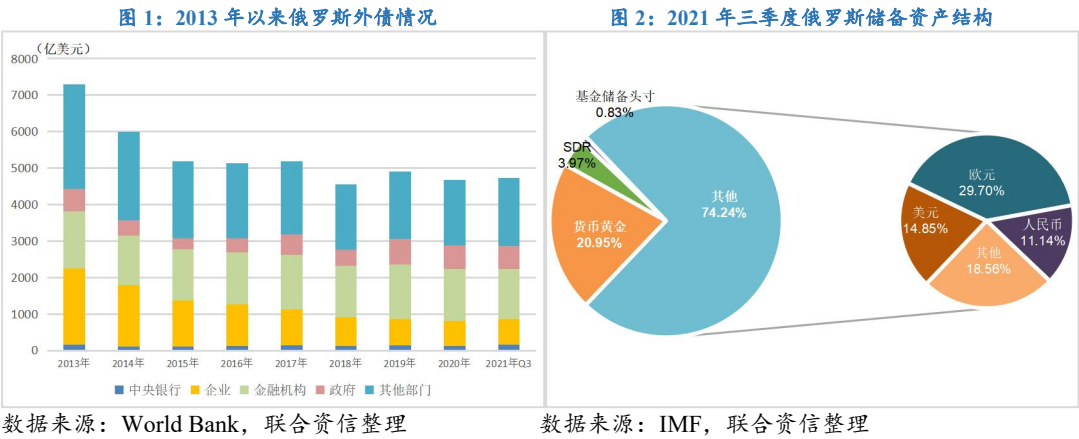
欧美通过科技和贸易制裁，破坏俄罗斯的全球供应链，从长远削弱俄罗斯的经济实力和可持续发展能力。美国设法限制俄罗斯在高科技领域的竞争力，欧盟宣布通过出口禁令阻止俄罗斯的炼油厂进行设备更新，禁止向俄罗斯的航空公司出口飞机和设备，在半导体和先进软件等关键技术领域对俄罗斯进行限制；加拿大取消并停止核发对俄罗斯出口许可证；日本宣布对俄军事及半导体相关团体的出口管制。整体看，对俄罗斯科技和贸易的制裁主要是为了从长期削弱俄罗斯的能源、军事以及科技实力。同时，外部需求的大幅萎缩也会导致俄罗斯经济陷入长期疲软状态，降低其与欧美国家长期抗衡的可能性。

## 二、 欧美制裁对俄罗斯的影响分析

### 1. 俄罗斯早在 2014 年就开始未雨绸缪，在多个核心领域做出提前防御，在一定程度上起到抵御欧美制裁的作用

俄罗斯自 2014 年以来一直致力于削弱来自于美国的制裁压力。首先，俄罗斯不断推进去美元化进程，增加非美货币资产以及黄金储备。俄金融机构和企业大幅削减外币债务，从 2013 年的 1,558 亿美元和 2,099 亿美元，到 2021 年三季度分别下滑至 1,370 亿美元和 710 亿美元（见图 1），金融机构和企业对外部融资的依赖大幅下降；俄央行和主权财富基金也大幅减持美国国债和美元资产，持有的美国国债从 1,318 亿美元（截至 2014 年 1 月）大幅下降至 24 亿美元（截至 2021 年 11 月），创历史新低。另一方面，俄罗斯近年来一直在增持黄金并多元化欧元、人民币、日元等货币储备，截至 2021 年三季度，美元在外汇储备中的占比逐步下降至 20% 左右，欧元和人民币占比分别上升至 40% 和 15% 左右，较 2018 年分别上涨了 20 个和 10 个百分点；黄金储备占储备资产的比重由 9.8%（截至 2013 年 1

月）一路上涨至 21.0%，涨幅超过 11 个百分点（见图 2），多元化的资产储备有助于降低俄罗斯对美元的依赖。



其次，俄罗斯积极分散金融和贸易风险，并积累外汇储备以增强抵御外部风险的能力。俄开发了本土版金融信息传输系统（SPFS）以部分替代 SWIFT 支付系统，积极寻求以卢布和其他货币进行贸易结算；在贸易交易中已经与中国、印度和土耳其等国签署贸易协议，以使用当地货币而不是美元或欧元进行贸易结算，截至 2020 年末，俄罗斯最大的石油公司已经完全改用欧元结算，俄罗斯同欧盟、中国和“金砖国家”等 32 国的出口结算中，已经超过一半停用美元；俄罗斯不断积累外汇储备规模，截止 2022 年 2 月 18 日，俄罗斯外汇储备规模达到 6,432 亿美元，位居全球第四，充足的外汇储备有助于捍卫汇率和金融市场稳定。

最后，俄罗斯在军事、能源和农业领域未雨绸缪，实行“进口替代”战略。2014 年俄罗斯军方投入约 14 亿美元启动“三年进口替代计划”，以实现对导弹零部件、直升机发动机以及舰用燃气轮机等方面的本土化制造。2015 年政府推出《俄罗斯联邦国家安全战略》，要求实行积极的进口替代战略，降低对国外技术和工业品的依赖，加快农业综合体和医药产业的发展。2018 年以来，俄罗斯政府要求对国家基础设施投资、产业发展和科技创新、民生、环境、教育等方面的新投资明确国内产品采购比例。

2. 俄罗斯资本市场受战争及制裁影响而剧烈波动，汇率风险以及债务违约风险敞口不断走扩

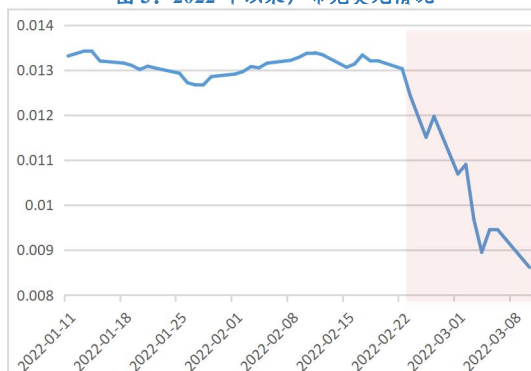
俄乌局势陡转急下叠加欧美史无前例的制裁，令投资者恐慌情绪攀升。2 月 24 日俄罗斯 MOEX 指数和俄罗斯 RTS 指数日内分别收跌 34%和 40%，市值缩水超过 1,500 亿美元，股票资产遭恐慌性抛售不仅加剧了上市企业的经营风险，还可能将风险传导至以股票为基础资产的金融衍生品，短期内金融风险大幅扩散。为避免大规模资本外逃而引发资本市场崩溃以及金融挤兑，俄罗斯密集出台多项金融举措稳定市场。一是稳定资本市场。俄罗斯



央行于 2 月 25 日宣布暂停莫斯科证券交易所活动，并从主权财富基金中调动至多 100 亿美元用于购买受重创的本地企业股票，当日俄罗斯 MOEX 指数大幅上涨 20% 后停止交易；俄罗斯央行于 2 月 28 日将关键利率提高 1,050 个 bp 至 20%，以弥补卢布贬值和通货膨胀走高所带来的财富损失。二是**限制资本外逃**。俄罗斯要求居民不得将外币汇入外国账户，并对 80% 的外汇收入强制结汇；同时，俄罗斯将暂时禁止外国投资者出售俄罗斯资产，起到稳定经济以及回收外汇的作用。三是**提供流动性**。俄罗斯央行将会释放 7,330 亿卢布作为缓冲资金，帮助银行稳定信贷量及资本规模，以防银行出现流动性问题而对实体经济造成进一步打击。

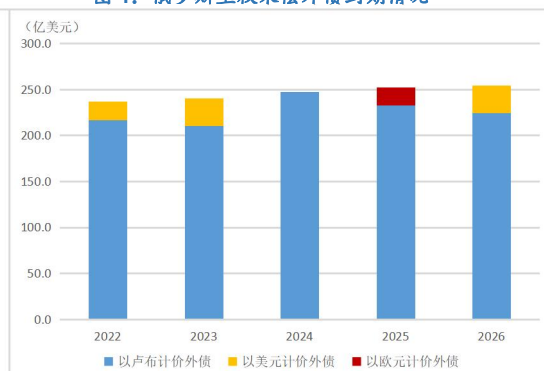
俄罗斯采取的反制措施可以在短期内起到遏制资本外逃的作用，但对汇率风险以及债务违约风险的作用相对较小。一方面，由于欧美将俄罗斯央行剔除 SWIFT 以及限制俄罗斯对美元、欧元以及日元的使用，或削弱俄罗斯动用国际储备头寸的能力。虽然俄罗斯目前的外汇储备超过 6,300 亿美元，但欧美制裁举措或对 65% 的俄罗斯储备资产产生限制，可实际动用的储备资产或仅约 2,000 亿美元。因此，俄罗斯卢布兑美元跌幅继续扩大，3 月 10 日俄罗斯卢布兑美元较年初跌幅扩大至 54.5%（见图 3），本币卢布剧烈贬值加剧了俄罗斯的国内通胀压力，同时令居民财富大幅缩水。另一方面，虽然俄罗斯的外债偿付实力强劲，但受到战争影响以及俄罗斯多个银行被剔除 SWIFT 系统，俄罗斯的外债违约的可能性大幅上升。俄罗斯年内共有约 237 亿美元的主权债务需要兑付（见图 4），最近一笔价值 1.17 亿美元的主权债务将在 3 月 16 日付息。但考虑到俄罗斯受到欧美的严格制裁，俄罗斯央行于 3 月 2 日颁布法令要求债券存管机构和登记机构暂时禁止对非国内居民持有的卢布计价俄罗斯联邦政府债券支付利息，或对俄罗斯的偿债意愿造成较大影响，俄罗斯主权债务违约风险进一步走高。

图 3：2022 年以来卢布兑美元情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图 4：俄罗斯主权未偿外债到期情况

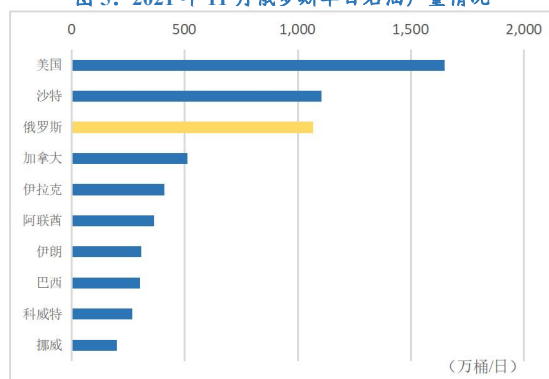


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

3. 受美英对俄能源禁运的影响，俄罗斯贸易赤字风险大幅走高；如果俄乌战争僵局持续以及欧盟加入对俄能源禁运，俄罗斯或将面临财政赤字和经济衰退的局面

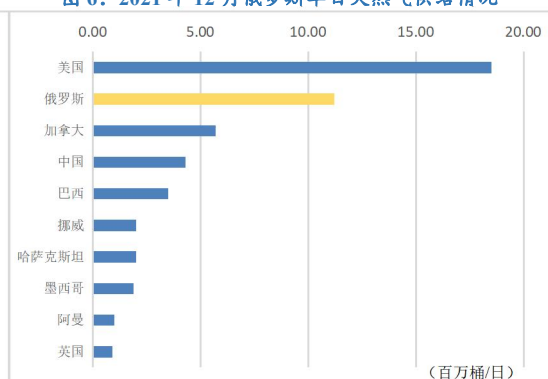
欧美对俄制裁中，最受市场关注的是俄罗斯的能源问题。全球石油定价权掌握在以沙特、俄罗斯为首的“OPEC+”和以页岩油为代表的美国等大国手中，俄罗斯的单日原油产量高达 1,118 万桶/日（见图 5），位居世界第三；俄罗斯的天然气单日产量高达 11.2 万桶/日（见图 6），位居全球第二，也是全球最大的天然气出口国。贸易方面，能源出口优势是俄罗斯常年保持经常账户盈余的关键，2021 年俄罗斯原油、石油产品以及天然气的出口占比合计超过 50%，在能源价格走高的背景下，俄罗斯经常账户盈余相当于 GDP 的比重增长至 5.7%。根据 IHS Markit 预测（不考虑外部冲击），俄罗斯需要油价高于 40 美元/桶，便可实现贸易盈亏平衡。财政方面，虽然油气收入对俄罗斯的财政和经济贡献较大，但多年来俄罗斯政府通过石油业税法改革以及经济多元化结构改革，逐步降低了经济对石油的依赖，2020 年俄罗斯石油收入占 GDP 的比重下降至 4.9%，较 2013 年下降 5 个百分点。根据 IMF 预测（不考虑外部冲击），如果国际油价超过 46 美元/桶，俄罗斯便可实现财政盈亏平衡。

图 5：2021 年 11 月俄罗斯单日石油产量情况



数据来源：Wind，联合资信整理

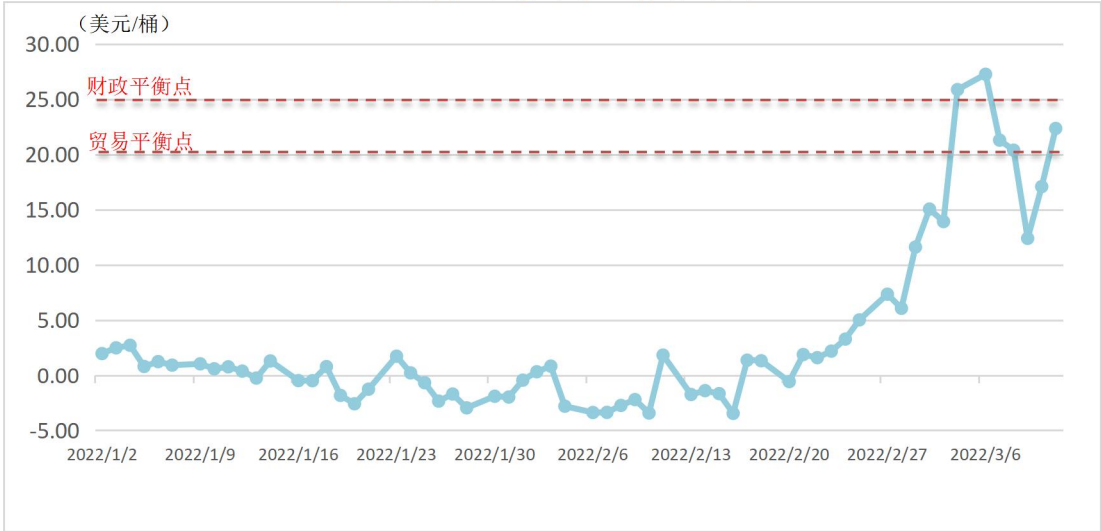
图 6：2021 年 12 月俄罗斯单日天然气供给情况



数据来源：Wind，联合资信整理

但俄乌战争爆发后严重破坏了全球的能源供给平衡，尤其是欧美对俄制裁逐步加码，美国和英国已经开启对俄能源禁令，不排除未来欧盟有加入对俄能源禁运的可能，恐慌情绪导致全球能源价格一路飙升。虽然纽交所和伦交所的原油期货价格大幅飙升，但受欧美制裁影响，大量船东明确拒绝运输俄罗斯的乌拉尔原油，同时俄罗斯原油买家在支付、开立信用证、获得保险等方面都面临较大阻力，导致俄罗斯的乌拉尔原油现货价格大幅打折。考虑到欧美对俄制裁会严重冲击国际油价走势，而国际油价波动会直接影响俄罗斯的国际收支以及财政表现，贸易和财政盈亏平衡点可通过估计原油价差的方式进行推算：如果布伦特原油与乌拉尔原油的现货价差扩大至 20 美元/桶以上，会出现贸易由盈余转为赤字的情况；如果二者现货价格扩大至 25 美元/桶以上，则会出现财政由盈余转为赤字的情况。截至 3 月 7 日，乌拉尔原油现货价格低至 94.5 美元/桶，较布伦特原油现货价格低了 28.7 美元，两者价差创历史新高（通常价差在 2 美元/桶上下波动）。虽然 3 月 9 日二者价差小幅收窄，但随后于 11 日再次扩大至 22.4 美元/桶（见图 7）。

图 7：布伦特原油和乌拉尔原油现货价格价差表现



数据来源：英为财经，联合资信整理

目前来看，短期内二者价差已经突破俄罗斯贸易平衡点，如果该局面无法得到改善，俄罗斯大概率会出现贸易由盈余转为赤字的局面；如果俄乌冲突局面长期僵持以及欧盟开启对俄能源禁运，俄罗斯 2022 年或将陷入财政赤字的局面，再叠加本币贬值以及供应链受限，经济也有陷入衰退的风险。

### 三、 欧美制裁对全球经济产生的外溢效应

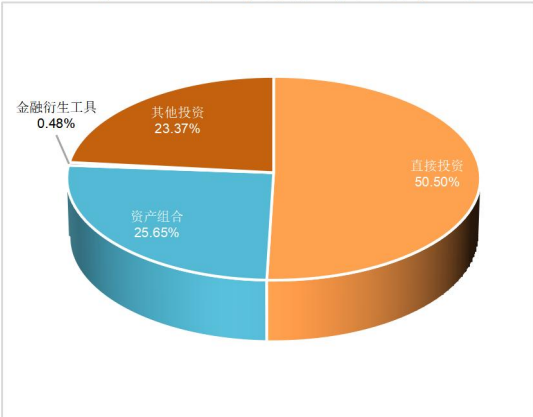
#### （一） 对欧美国家的外溢影响

##### 1. 俄罗斯股市暴跌以及国内资产贬值的风险向欧美企业及金融机构传导，如果欧美对俄制裁进一步升级，欧美在俄上万亿美元资产的风险敞口或进一步增大

俄罗斯与欧美的金融联系盘根错节，欧美对俄开展金融制裁或将制裁压力传导回欧美金融体系。俄罗斯对外负债高达 1.2 万亿美元（见图 8），其中直接投资（5,960.2 亿美元）占比超过 50%，其余为海外资产组合投资（3,027.7 亿美元，占比 25.7%）和其他投资（2,758.0 亿美元，占比 23.4%），这些投资依然以欧美国家投资为主，俄罗斯股市暴跌以及国内资产贬值的风险向欧美企业或金融机构传导。大量欧美公司撤离俄罗斯，对企业经营利润造成较大冲击，英国石油公司（BP）因俄乌战争带来的资产减值损失以及外汇损益合计高达 250 亿美元；壳牌石油将退出俄罗斯 Sakhalin 2 天然气项，该项目是壳牌与俄罗斯天然气最大国企 Gazprom 的天然气合作开发项目，录得损失共 30 亿美元；麦当劳宣布关闭在俄罗斯的全部 850 家门店，麦当劳承诺在暂停餐厅运营期间支付所有约 6.2 万名俄罗斯员工的工资，预计每月损失 5,000 万美元。

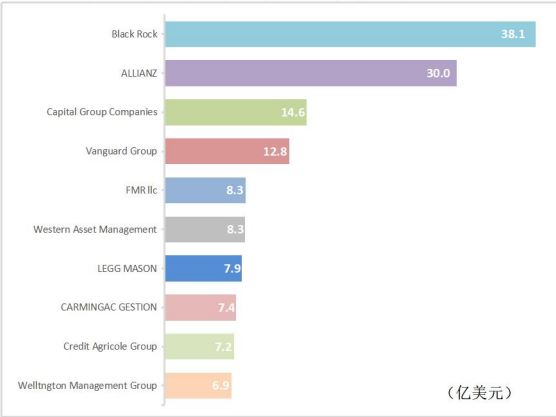
此外，俄罗斯主权债务的投资者中有较多欧美机构，全球最大的资产管理公司贝莱德（38.1 亿美元）、德国安联保险（30 亿美元）和 Capital Group（14.6 亿美元）是俄罗斯全部未偿外债的前三大持有机构（见图 9），由于欧美制裁限制投资者在二级市场交易，这些债券的市场价值在一周内损失近 45%。除此之外，意大利、法国和美国等欧美国家目前在俄有逾 1,000 亿美元的银行贷款，但多家俄罗斯主要银行被剔除 SWIFT 系统，导致俄罗斯银行偿还国际债务的渠道被迫关闭、债务偿付能力受到较大限制，或令欧美金融机构不良贷款率走高。整体看，如果欧美对俄罗斯继续实施过于苛刻的制裁，外资机构在俄拥有的上万亿美元资产所面临的风险将进一步增大。

图 8：2021 年三季度俄罗斯对外负债结构



数据来源：IMF，联合资信整理

图 9：俄罗斯主权外债机构持有人情况



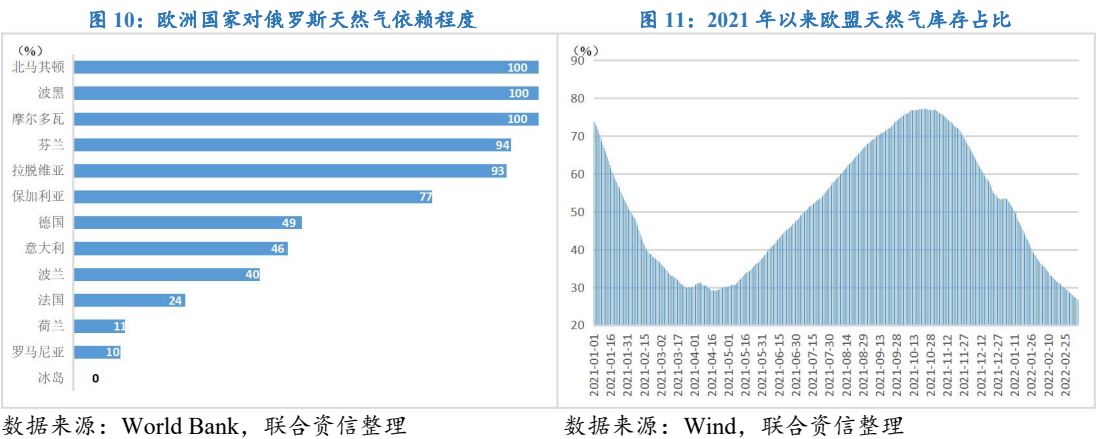
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

2. 欧盟对俄罗斯天然气高度依赖，加强能源制裁或令欧洲经济遭到反噬，美国强势禁运俄罗斯能源或令美国经济陷入“滞胀”的可能性显著上升

俄罗斯作为“OPEC+”的重要成员国以及全球天然气出口大国，对全球能源供给具有较大的话语权和决策权。天然气方面，欧洲对俄能源依赖较为严重，俄罗斯是欧盟最大的能源供应国，欧盟约 40%的天然气进口来自于俄罗斯，其中北马其顿、波黑、摩尔多瓦对俄罗斯的天然气依赖程度高达 100%，芬兰、拉脱维亚、保加利亚的依赖程度均高于 70%，德国、意大利以及波兰的依赖程度均高于 40%（见图 10），俄国围绕能源贸易投资建立起来的金融网络短时间内难以完全切割，过于严厉的制裁措施或将使欧洲经济遭到反噬。再者，在经济复苏带来能源需求快速增长、液化天然气交付量下降等因素作用下，目前欧洲天然气库存处于近 10 年来最低水平，截至 3 月 7 日，欧洲天然气库存占储存能力的比重为 27.0%，较年初（53.6%）大幅下滑 26.6 个百分点（见图 11），欧盟天然气储备严重不足。如果来自俄罗斯的天然气供应被切断，欧洲的天然气库存面临枯竭风险，尤其是在德国叫停“北溪 2 号”天然气管道项目认证程序后，被视为“欧洲天然气价格风向标”的 TTF 荷兰天然气 4 月期货价格一度飙升至近 193 欧元/兆瓦时的新高，相当于每立方米的天然气价

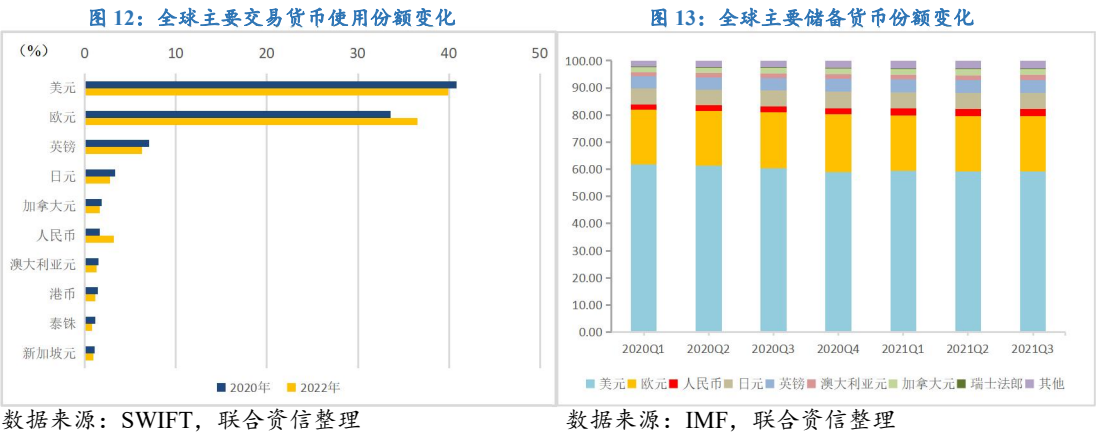


格超过 2 欧元。虽然美国曾在 2021 年 12 月德俄外交关系紧张引发欧洲天然气价格急剧上涨时向欧洲运去大量液化天然气，但价格比欧洲本土贵 14 倍，并不是解决欧洲天然气紧缺的有效方法。如果俄罗斯断供，美国无法单独补充欧盟面临的天然气缺口，即便卡塔尔（仅占欧洲进口的 5%）等中东国家给予支持，也无法长期保证欧盟地区的天然气供给。



元以外的替代资产。比如，印度 3 月 6 日表示，希望绕过美元继续与俄罗斯进行贸易，同意通过卢比兑卢布的本币方式来支付款项，并寻找更多有效的工具来规避 SWIFT 禁令。

美元的核心价值在于通过美国信用来获取全球资源。以“石油美元”为例，20 世纪 70 年代，在布雷顿森林体系解体后，由于美元与黄金结算脱钩，美国政府为继续维持其国际货币地位，与 OPEC 国家达成协议，这些国家承诺使用美元作为石油的唯一定价货币，这样以美元为纽带渗透到石油货币体系中，石油出口国的央行再将石油收入将通过购买美债等方式再将美元借给美国政府，最终确立了美元在石油贸易中的主导地位。“石油美元”体系的确立有助于维护美元的国际结算以及国际储备的地位，美元与能源贸易的绑定使得货币的交易媒介职能在空间上扩大，并成为美元国际化的基础。对于美国而言，美元发行不需要与黄金挂钩，仅通过自身信用进行印发即可，尤其是新冠疫情以来，美国采取大规模的货币宽松和财政支出政策，通过“铸币税”向全世界传导流动性过剩和债务激增的风险，充分暴露出美元霸权地位的弊端。近年来，伊朗改用欧元对石油进行计价，俄罗斯成立了卢布计价石油交易所，2022 年 1 月，美元在全球的使用份额已从 2020 年 1 月的 40.8% 降至 39.9%（见图 12）；2021 年三季度，美元在全球央行中的储备份额也较去年同期下滑 1.3 个百分点下降至 59.2%（见图 13）。虽然美元交易和储备占比均有所下降，但依旧占据绝对优势，短期内其国际货币地位难以撼动；但从长期看，在美国债务和财政赤字屡创新高、对俄贸易制裁升级以及数字货币不断发展的背景下，美元霸权或将持续遭到削弱。

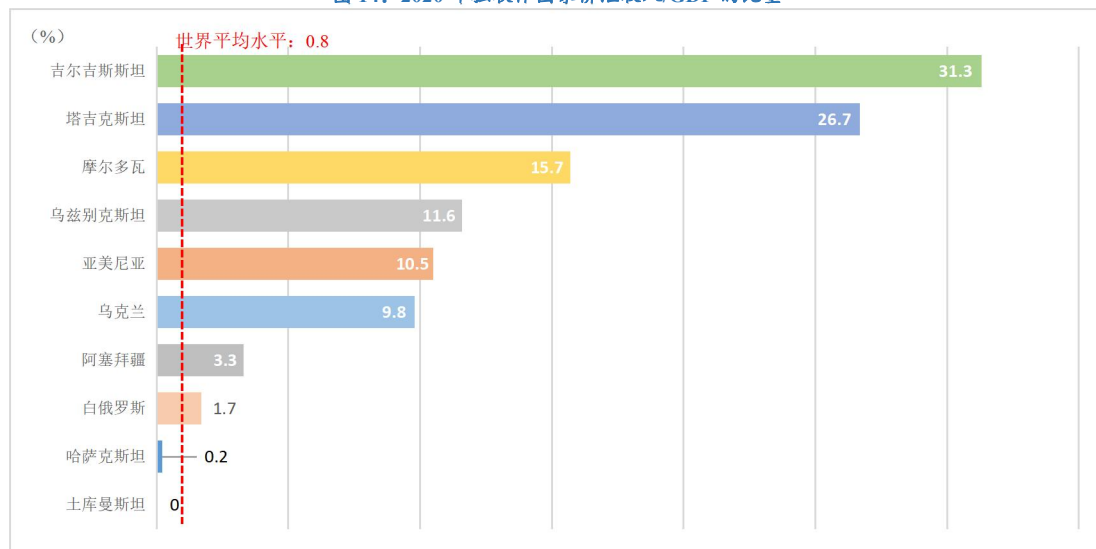


（二）对独联体国家的外溢影响

俄罗斯与独联体国家通过对外贸易以及侨汇收入等方式将彼此经济紧密相连。贸易方面，俄罗斯与独联体国家形成了俄罗斯—独联体—欧洲国家的贸易闭环，俄罗斯在能源、矿产、粮食等方面具有资源禀赋优势，主要向其他独联体国家输出石油能源商品（25.5%）、机械设备及交通工具（18.5%）、金属制品（14.6%）等，独联体国家处于俄罗斯供应链的中游，主要承接俄罗斯资源而进行初级加工。侨汇方面，独联体国家多数依赖侨汇收入，

其中较大部分来自于赴俄务工，2020 年吉尔吉斯斯坦（31.3%）、塔吉克斯坦（26.7%）、摩尔多瓦（15.7%）、乌兹别克斯坦（11.6%）、亚美尼亚（10.5%）的侨汇收入相当于 GDP 的比重均高于 10%，远超世界平均水平（0.8%）（见图 14）。独联体国家经济体量都很小，除了乌克兰和塔吉克斯坦经济总量超过 1,000 亿美元（2021 年）外，其余国家经济总量大多在 500 亿美元以下；独联体国家经济结构较为单一，大多为资源导向型经济体，抵御外部风险冲击的能力较弱。本轮欧美对俄制裁已扩大至部分独联体国家，欧美以支持俄罗斯对乌克兰的特别军事行动为由，对白俄罗斯实施制裁。3 月 2 日，美商务部将此前针对俄罗斯的出口管制措施适用于白俄罗斯，以防止军事相关产品、技术和软件经白俄罗斯转移至俄罗斯；同日，欧盟决定禁止白俄罗斯的木材、钢材和钾肥等产品出口至欧盟国家。

图 14：2020 年独联体国家侨汇收入/GDP 的比重



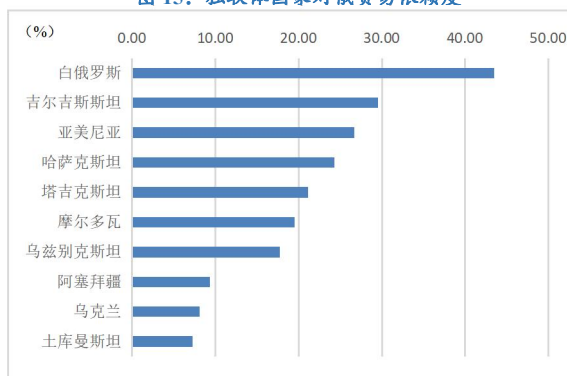
数据来源：World Bank，联合资信整理

除了直接制裁外，欧美对俄制裁也会对独联体国家产生外溢效应。在贸易风险上，独联体国家对俄罗斯贸易依赖程度（对俄进出口总额/进出口总额）最高的是白俄罗斯，其次为吉尔吉斯斯坦、亚美尼亚以及哈萨克斯坦（见图 15），俄罗斯融资和物流受战争影响而陷入困境，独联体贸易多处于俄罗斯供应链的中游，目前钢材、钾肥、镍以及板坯等中下游供应链趋于紧张，俄罗斯—独联体—欧洲国家的供应链存在断裂的风险。在经济风险上，由于部分独联体国家对侨汇收入较为依赖，考虑到欧美加大对俄制裁后，俄罗斯对外贸易、国内经济以及就业等方面会受到一定影响，而俄罗斯作为独联体国家的主要侨汇来源国，可能会将制裁风险传导至吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦以及摩尔多瓦等对侨汇收入较为依赖的国家，加剧其经济衰退风险。在外汇风险上，独联体国家的外汇风险也随之走高，除了部分国家<sup>2</sup>为固定汇率制度外，哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦以及白俄罗斯<sup>3</sup>的本币兑美元汇率

<sup>2</sup> 阿塞拜疆、塔吉克斯坦以及土库曼斯坦采取盯住美元的固定汇率制度。

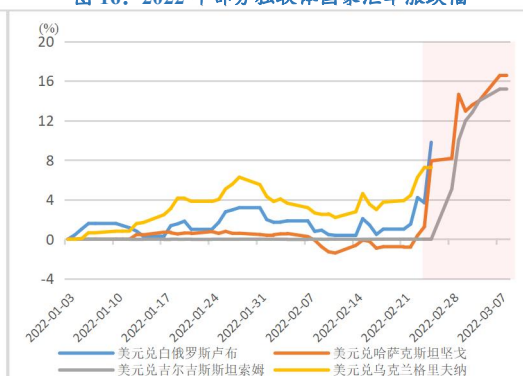
较年初以来已经分别贬值 16.6%、15.2%以及 9.8%（见图 16），其中吉尔吉斯斯坦经济高度美元化，很难通过货币政策来控制汇率波动和通货膨胀；白俄罗斯和塔吉克斯坦外汇储备较为匮乏，截至 2021 年三季度分别仅有 423 亿美元和 88 亿美元，抵御汇率波动的能力不足，导致独联体国家的外部风险敞口进一步扩大。

图 15：独联体国家对俄贸易依赖度



数据来源：Wind，联合资信整理

图 16：2022 年部分独联体国家汇率涨跌幅



数据来源：Wind，联合资信整理

### （三）对全球经济的外溢影响

#### 1. 本次俄乌战争爆发的实质是大国地缘政治利益的博弈，俄乌战争爆发以及欧美加码对俄制裁，或令全球政治格局进行重构

本次俄乌战争爆发的实质是大国地缘政治利益的博弈。对俄罗斯而言，乌克兰是其与西方世界的战略缓冲区，一旦乌克兰加入北约或部署北约的进攻性武器，那么乌克兰将成为北约围堵俄罗斯的“桥头堡”，所以阻止乌克兰加入北约是俄罗斯的必行之举。对美国而言，拜登政府试图借助乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和打压，乌克兰危机对于美国具有“遏俄控欧”的双重意义。一是美国借助乌克兰争端将美国军事管控范围延伸至黑海关键要塞，进一步挑战俄罗斯的防御边界并挤压和削弱俄罗斯的战略空间；二是美国拉拢欧洲盟友共同对抗俄罗斯，强化对欧盟的军事控制，加强欧盟国家对美安全依赖，并以此为抓手重整欧盟和北约，保护美在欧洲的地缘政治和商业利益；三是拜登政府可利用“乌克兰牌”转移国内矛盾和提升美国的国际维和形象，为民主党 2022 年中期选举加分添彩。

而俄乌战争爆发以及欧美在金融、能源以及科技等方面对俄罗斯展开全面制裁，或令世界政治格局进行重构。一是作为北约“东翼”和欧盟“东部”的中东欧，在较长时间内将不大可能成为东西方的桥梁，而是将进一步倒向西方。中东欧国家作为欧盟东部伙伴关系前沿地带的的作用也将明显减弱，而作为军事对抗的前沿作用加强，形成以中东欧地区东部边界为前沿的新型“冷战”格局。二是围绕以美国为首的北约以及以俄罗斯为首的独联体，会在全球能源规则、经贸规则以及军事规则方面重新制定和洗牌，对全球大宗商品价

<sup>3</sup> 为防止汇率波动，白俄罗斯自 2 月 26 日以来暂停外汇交易。



格以及资本市场波动均产生巨大的不确定性。三是民族主义或进一步蔓延，大国之间或再次掀起贸易保护主义、军备竞赛、技术壁垒等割裂局面，对全球经济复苏进程造成一定拖累。

## 2. 大宗商品价格攀升或进一步加剧全球供应链紧张，导致全球滞胀风险大幅走高，同时能源危机、粮食危机值得重点关注

欧美加大对俄制裁，进一步推升大宗商品价格，进而加剧全球供应链的紧张。能源方面，在美国宣布对俄采取能源禁运后，国际原油期货飙涨，冲上 2008 年 7 月以来盘中高位，布伦特原油一度逼近 140 美元/桶，日内涨幅超过 18%；欧洲大陆基准荷兰天然气期货日内涨幅曾接近 80%，英国天然气也创历史新高。大宗商品价格飙升叠加供应链紧张或产生蝴蝶效应，导致全球能源危机日益严峻；能源价格高企带动运输成本走高，随着供给缺口继续走扩，或传导至全球成本螺旋上涨型通胀，令中下游制造业纷纷承压。

工业方面，俄罗斯是世界工业原料出口大国，俄罗斯在全球镍、钯、铝和铂的出口占比分别高达 49%、42%、26%和 13%，其中，钯是制造传感器、内存所需的重要金属。此外，俄乌地区是氖、氙和氙等稀有气体的重要产地，俄罗斯进行粗气分离，乌克兰负责精制后出口，乌克兰供应了全球 70%的氖、40%的氙和 30%的氙，这三种气体均为制造芯片的重要材料。虽然目前的俄乌冲突暂时不会对芯片供应链产生瘫痪式冲击，但原材料供应趋紧会导致芯片制造成本增加，价格压力会进一步向中、下游汽车或电子产品传导。

粮食方面，俄罗斯和乌克兰都是粮食生产大国，俄罗斯和乌克兰两国的小麦出口量约占全球小麦出口量的 29%、世界玉米供应量的 19%以及世界葵花油出口量的 80%。俄乌军事冲突升级直接影响黑海港口的粮食出口贸易，令美国小麦和玉米期货一度涨停，大豆价格则创下 2012 年以来最高水平，豆油大涨 5.4%触及 2008 年以来最高价格。上游大宗商品的价格上涨对处于不同产业链位置的企业冲击有所不同，对没有转嫁能力的企业而言冲击较为严重，目前国际贸易商逐渐转向购买俄罗斯原材料的替代品，但短期难以起到完全替代作用，依旧存在较大的供给缺口，全球粮食安全问题日益严峻。

## 3. 俄乌战争爆发对全球央行的加息节奏产生一定影响，美联储加息策略或“由鹰转鸽”，欧央行也根据通胀变化而灵活加息，本轮货币政策正常化进程存在较大不确定性

全球经济发展往往伴随着金融周期和经济周期的相互轮动，金融周期主要关注“虚拟变量”，而经济周期更关注“实体变量”。一方面，新冠疫情暴发后，全球主要国家通过采取宽松的货币政策而释放出空前流动性，流动性进入股市、地产以及商品市场，催生出股市和楼市的虚拟泡沫，带来了一场全球的资本盛宴，全球金融周期处于攀升阶段。但另一方面，全球实体经济始终处于供需失衡的困境，在疫情暴发初期受隔离政策影响，需求

端断崖式萎缩，而当时货币宽松政策的本质是需求拉动供给型经济增长；随着疫情得到一定控制，被压抑的需求得到释放，但受全球供应链断裂以及基础能源价格上涨等因素影响，供给端生产动力不足，供求失衡使得经济周期复苏动力不足。因此，经济周期和金融周期的不一致是货币政策调整所面临的困境，尤其是美联储的货币政策，收紧与放松直接影响全球经济的复苏节奏。而此时俄乌战争的爆发，其冲突的严重程度位居全球近 40 年以来所有战争冲突中的第四位<sup>4</sup>，即打乱了全球资本的上涨盛宴，又带来了大宗商品价格的一路飙升，对全球政治经济均产生深远影响，因此也对 2022 年全球央行的加息步伐和节奏产生一定影响。

美联储方面，在市场情绪紧张以及经济复苏动力不足的背景下，根据 CME FedWatch 市场预测，美联储 3 月议息会议加息 50 个 bp 的可能性由过去的 80% 下降至 20%。因此，美联储 3 月“鹰派”加息节奏或受俄乌冲突影响而转向“鸽派”，加息 25 个 bp 的可能性大幅增加。但美联储今年采取加息以及缩表的基本策略不会改变，考虑到大宗商品价格上涨对通胀造成的冲击，本年度加息次数预期仍高达 5~7 次。欧洲央行方面，由于俄乌冲突爆发在欧洲本土且欧盟能源高度依赖俄罗斯，俄乌冲突可能会对欧洲经济复苏产生较大的不确定性。欧洲央行在 3 月的货币政策决议上提出，鉴于目前欧元区通胀形势以及地缘政治造成能源价格走高，欧央行一改年内不加息的言论，转向以一种灵活的方式给出结束资产购买的时间表，并承诺如果中期通胀预期不回落，将在今年第三季度结束购债。

整体看，欧美加息方向不会改变，但会根据地缘政治事件对经济的影响而倾向于温和加息。如果俄乌冲突以及欧美制裁进一步升级，将会对全球经济复苏产生较大影响，全球经济可能会陷入“滞胀”风险，因此本轮货币政策正常化进程存在较大不确定性。

<sup>4</sup> 近 40 年来全球前四大军事冲突分别为“9.11”事件、海湾战争、伊拉克战争以及俄乌军事冲突，数据来源于美联储。