



CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会 第47期

俄乌冲突背景下的 全球金融市场

报告人：钱宗鑫

2022年5月11日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：中国人民大学经济研究所

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁

(1) 经济制裁

- 油、气、煤、木材、水泥、海鲜、酒等进口限制
- 与部分俄罗斯国企的交易限制
- 飞机燃料、电子、航海、航空航天、无线通讯技术等出口限制
- 钢铁和奢侈品贸易限制
- 能源投资限制、俄罗斯直接投资基金投资项目投资限制
- 交通运输限制：限制俄罗斯公路运输入境、限制俄罗斯使用港口、航空限制
- 信息传播限制

总结起来：贸易限制+投资限制+交通限制+信息限制=切断**外部经济**联系

俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁

(2) 金融制裁

- 冻结央行和部分银行、个人资产
- 部分银行踢出CHIPS和SWIFT系统
- 禁止进入资本和金融市场
- 禁止对俄指定个人和实体提供资金和货币服务
- 禁止提供信用评级服务
- 禁止与俄罗斯央行的交易

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

金融制裁对俄罗斯的影响

(1) 直接观察到的现象

- 国内银行挤兑
- 国内利率上升
- 股市下跌
- 资本管制
- 卢布贬值
- 国际股票市场上，俄罗斯公司股价下跌
- 俄罗斯股票被踢出全球股指
- 俄罗斯主权信用评级下跌

金融制裁对俄罗斯的影响（2）实质影响

- 投融资困难：国内外融资难融资贵+国外投资难以收回
- 国际支付结算困难
- 上述情形的极端场景：没有赊账和储蓄的无信用经济+物物交换
- 经济不会无法运转，但会十分没有效率
- 在国内金融体系没有崩溃的情况下，实际情况，远不会坏到上述极端场景。
- 国内还是货币交易、但信用成本高
- 国际也还可以货币交易、但成本高、信用交易困难
- 与其它经济制裁的联系：以额外的方式加大了俄罗斯国际贸易和投资的成本

金融制裁对俄罗斯经济的实质影响取决于

- (1) 国内金融体系的韧性
- (2) 俄罗斯经济对外部经济的依赖程度
- (3) 制裁强度长期维持的预期

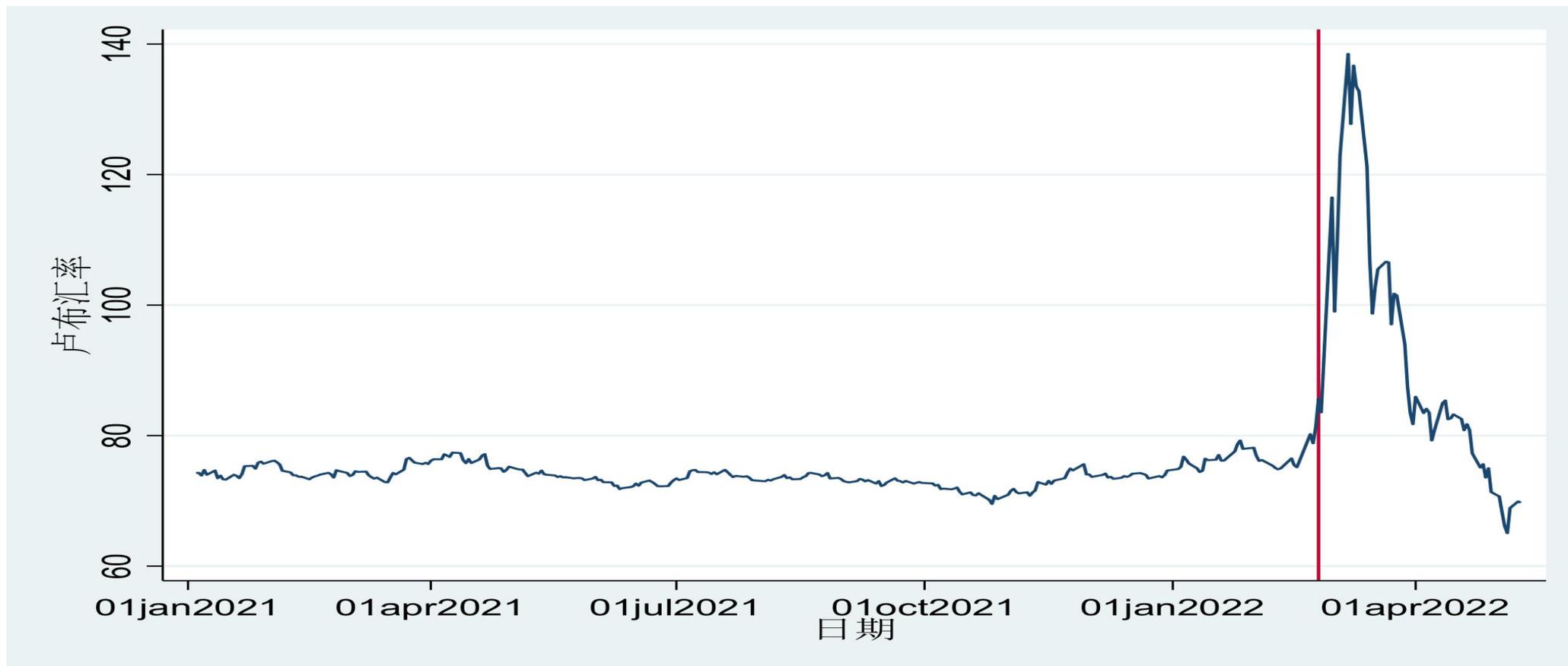
俄罗斯金融体系的韧性？

金融制裁在2014年发生过，它对俄罗斯金融体系和经济的影响如何？

两位俄罗斯专家的研究（Gurvich and Prilepskiy, 2015）

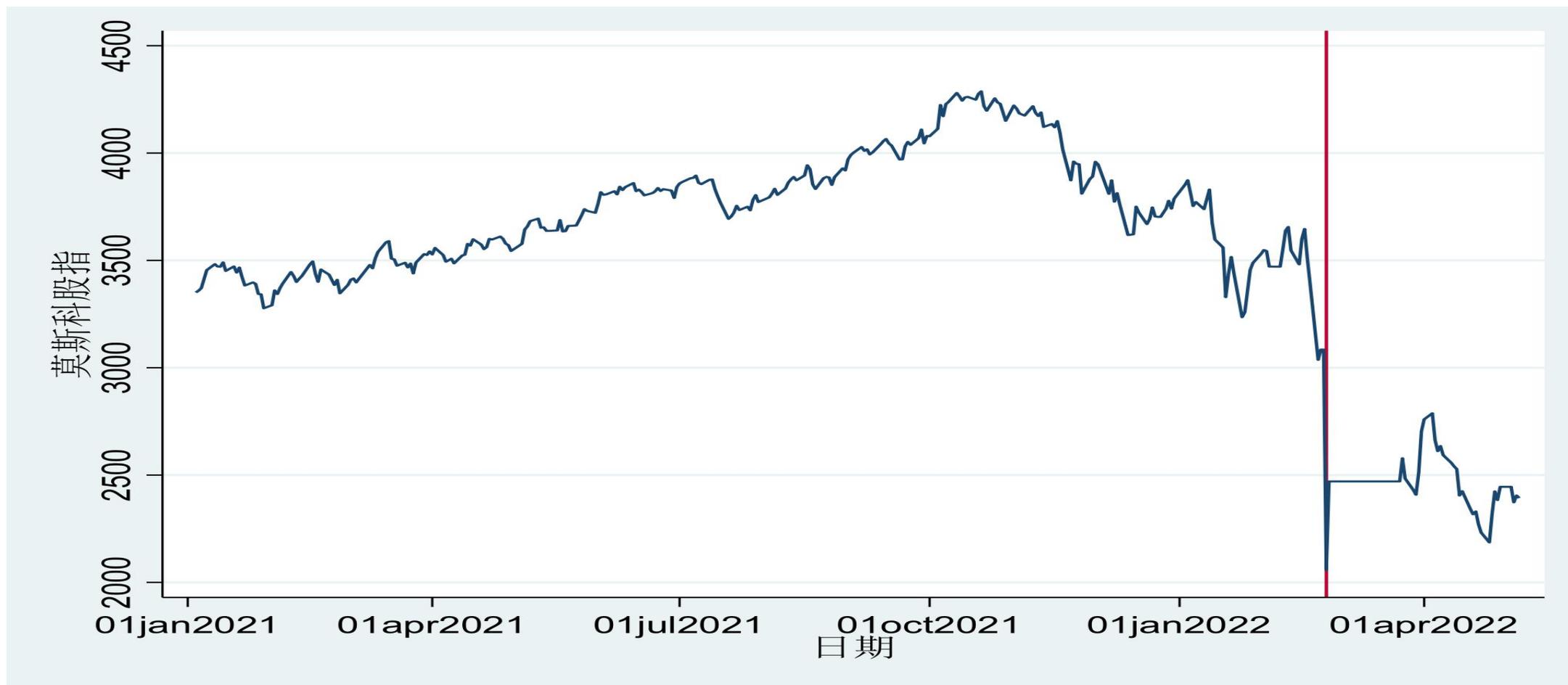
- 制裁效果的40%被俄罗斯资本流出下降抵消了。
- 油价下跌对俄罗斯经济的影响远远大于金融制裁。

俄罗斯金融体系的韧性？



数据来源：WIND

俄罗斯金融体系的韧性？



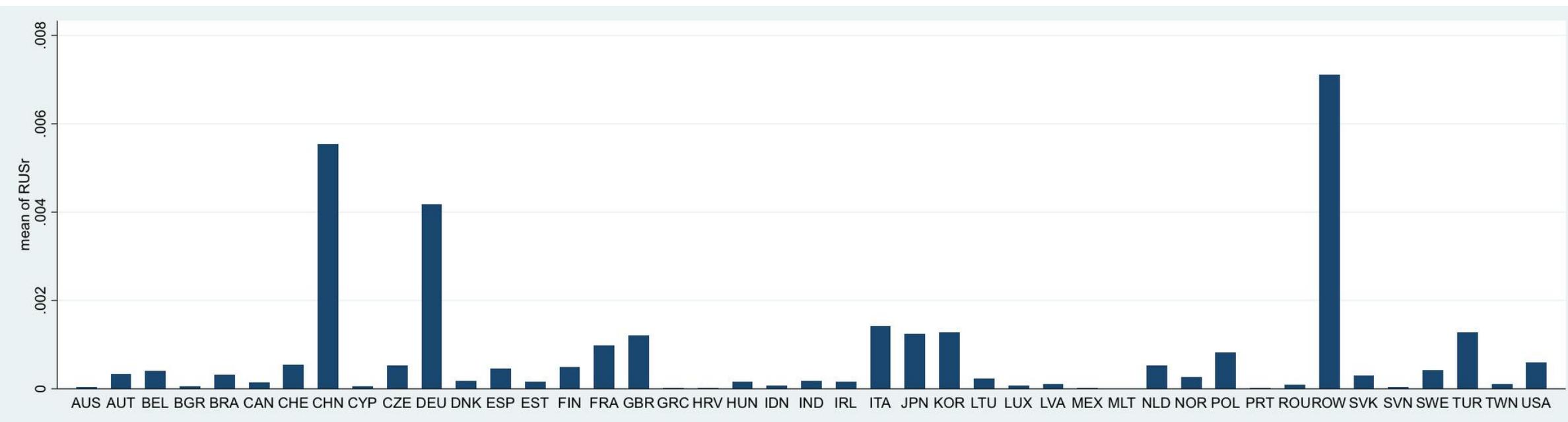
数据来源：WIND

俄罗斯对各国经济的依赖



数据来源：作者根据WIOT数据计算，单位（%）

俄罗斯对各国经济的依赖（不含俄罗斯本国）



数据来源：作者根据WIOT数据计算，单位（%）

制裁强调长期持续的预期

- 俄罗斯外汇储备6000亿美金。Berner等（2022）估算其中非人民币的3460亿。俄罗斯外债4780亿美金。俄国仍是一个净债权国。但是它的债主会一直团结下去吗？
- 俄罗斯的能源出口地位。欧洲，尤其是德国对俄罗斯能源进口的依赖。
- 俄罗斯还在小麦和金属供应上有重要地位。
- 制裁对欧美和俄罗斯的总体经济影响对称吗？
- 欧洲金融机构，尤其是奥地利、法国、意大利金融机构，可能在制裁中严重受损。

金融制裁对俄罗斯的影响

(3) 近期的一些估算

- Pestova等 (2022.4.15) 制裁将导致俄罗斯2022年GDP缩水-12.5-16.5%，但是其贸易顺差不降反升40%-60%，主要问题在投资和消费的下滑。
- Mahlstein等 (2022.5.06) 假设各国对俄罗斯完全贸易禁运，俄罗斯GDP缩水14.8%。主要问题在FDI撤离。制裁方平均损失GDP的0.52%，但成本分布不均。

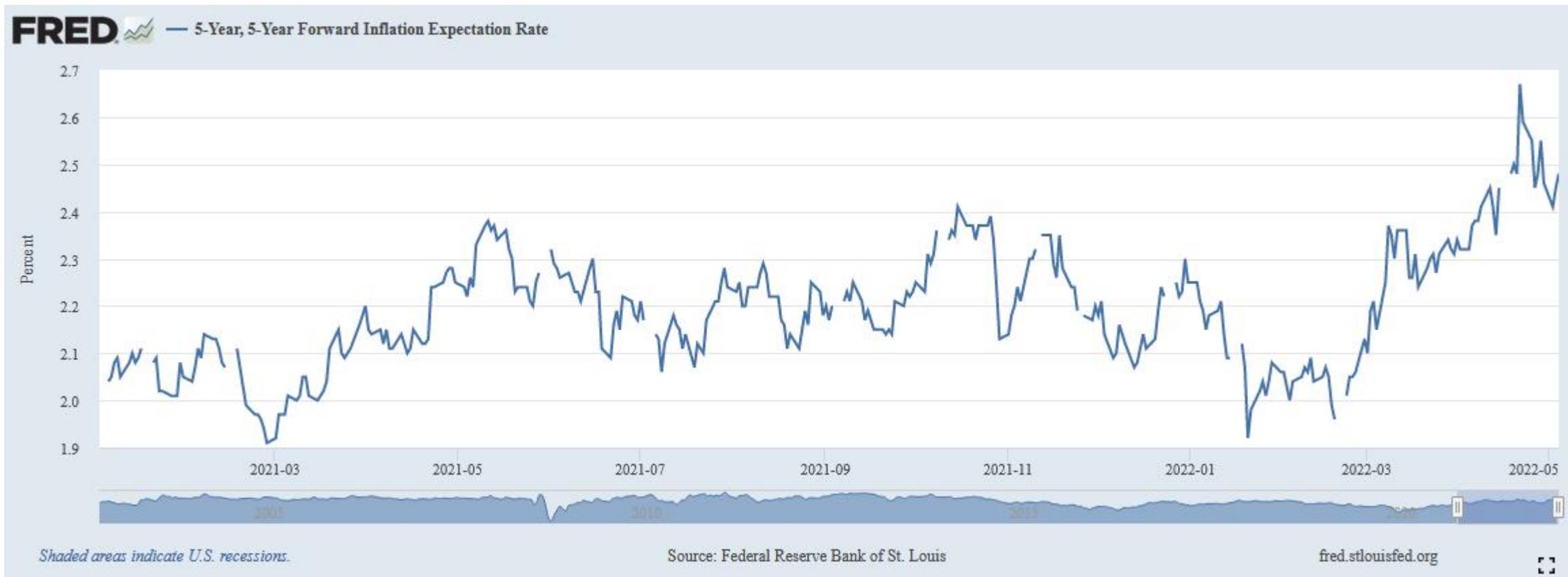
目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

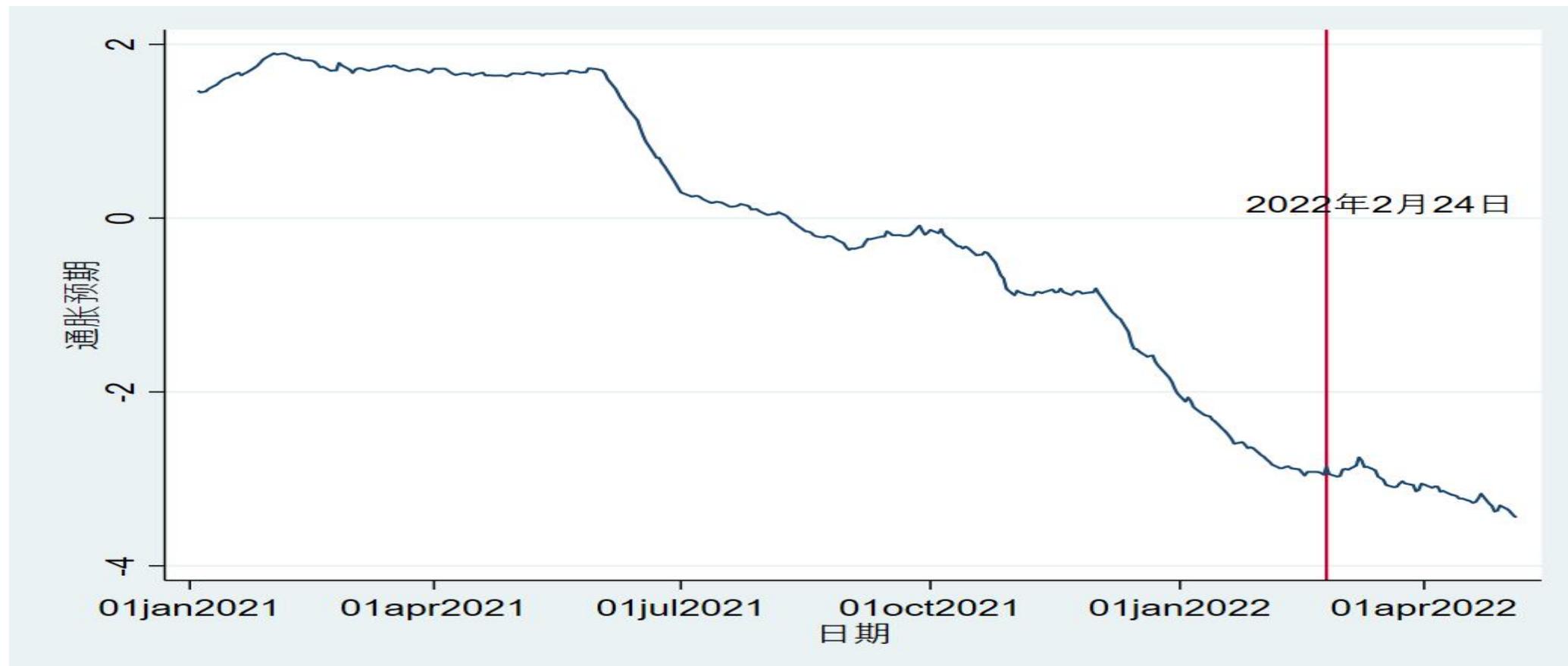
俄乌冲突对全球金融市场的溢出影响

- 通过影响通货膨胀预期和汇率，改变全球股票市场的估值分布，进而改变各国居民和企业的财富分布
- 通过产业价值链联系，将俄罗斯经济因冲突和制裁所受的冲击传导到各国金融市场，引起全球资产价格下跌
- 冲突和制裁发展及其经济影响的不确定性，导致全球金融市场不确定性激增。
- 加剧了美国资本市场冲击对中国资本市场的传染
- 加剧了全球的主权债务风险

俄乌冲突对美国金融市场通胀预期的影响

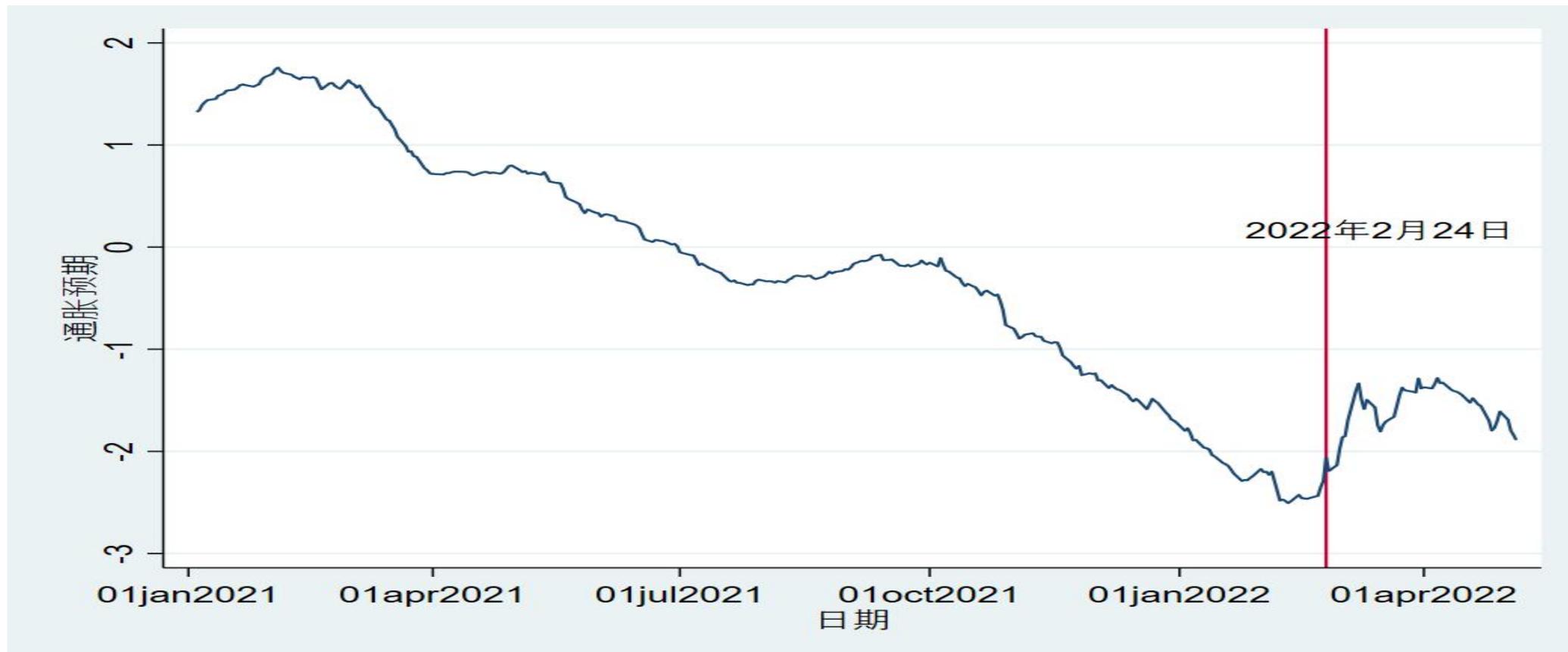


俄乌冲突对英国金融市场通胀预期的影响



数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

俄乌冲突对法国金融市场通胀预期的影响



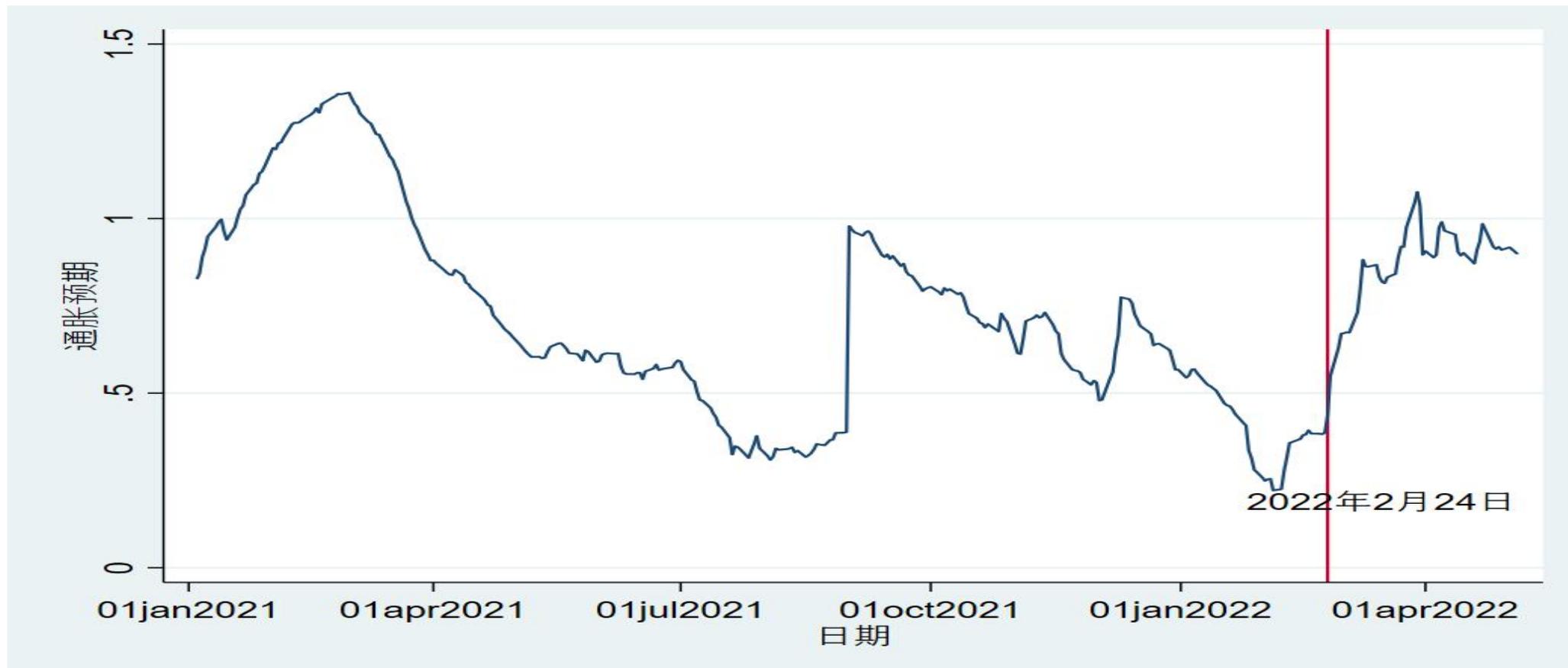
数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

俄乌冲突对德国金融市场通胀预期的影响



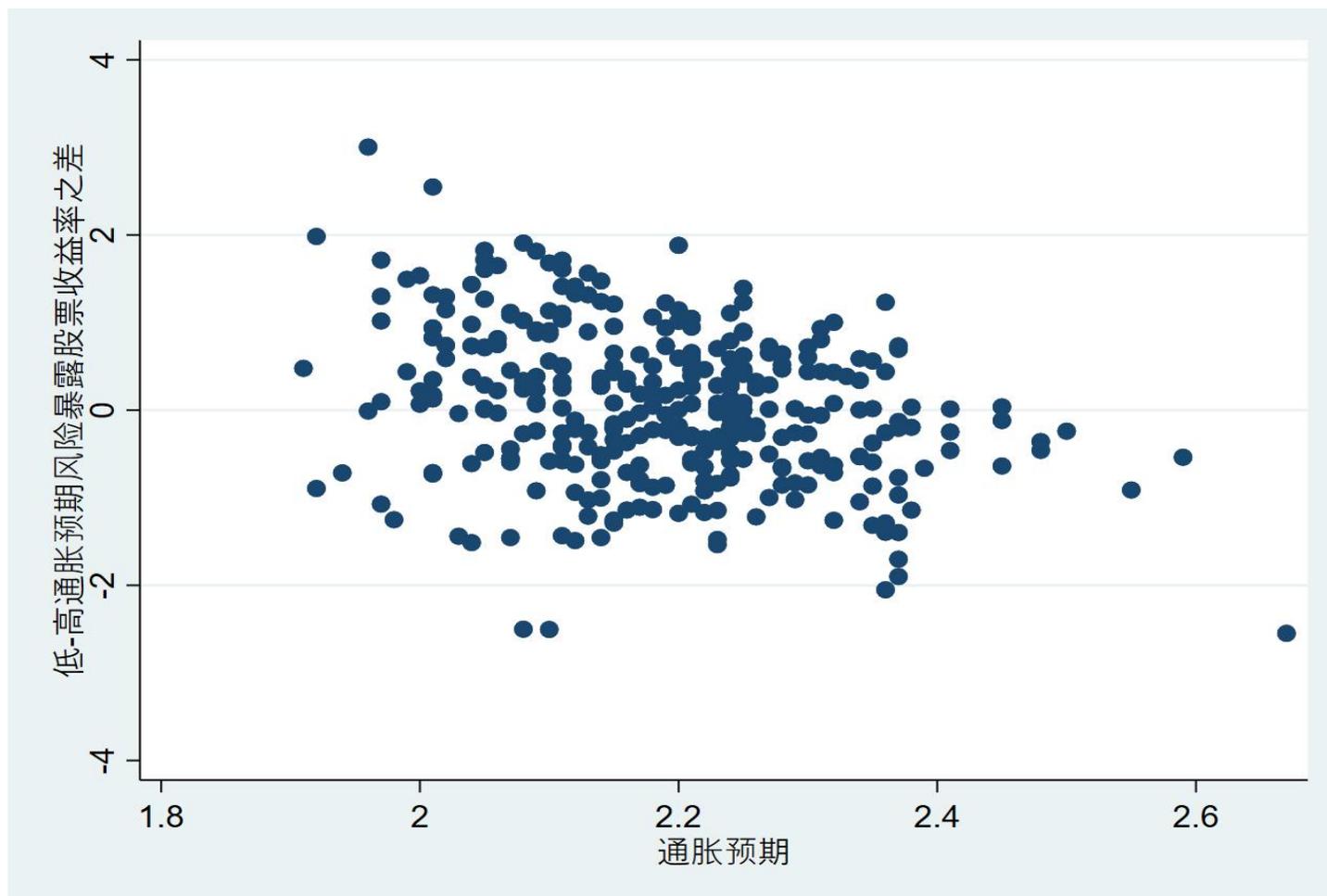
数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

俄乌冲突对日本金融市场通胀预期的影响



数据来源：作者根据S&P数据计算，单位（%）

通胀预期与美股定价

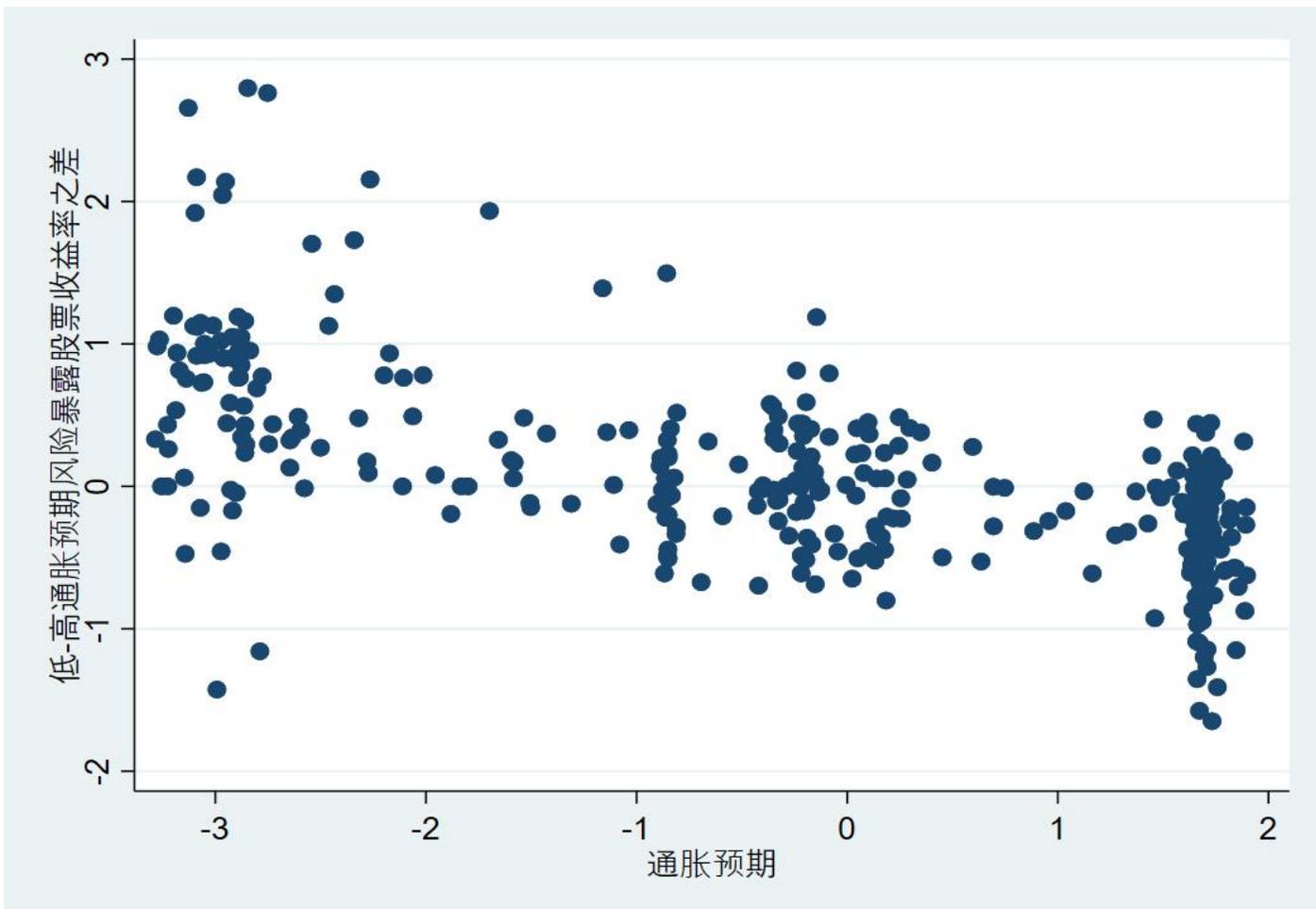


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，美股中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**2个百分点**。

而2月24日之后，美国金融市场通胀预期平均上涨了**17个基点**。

通胀预期与英国股票定价

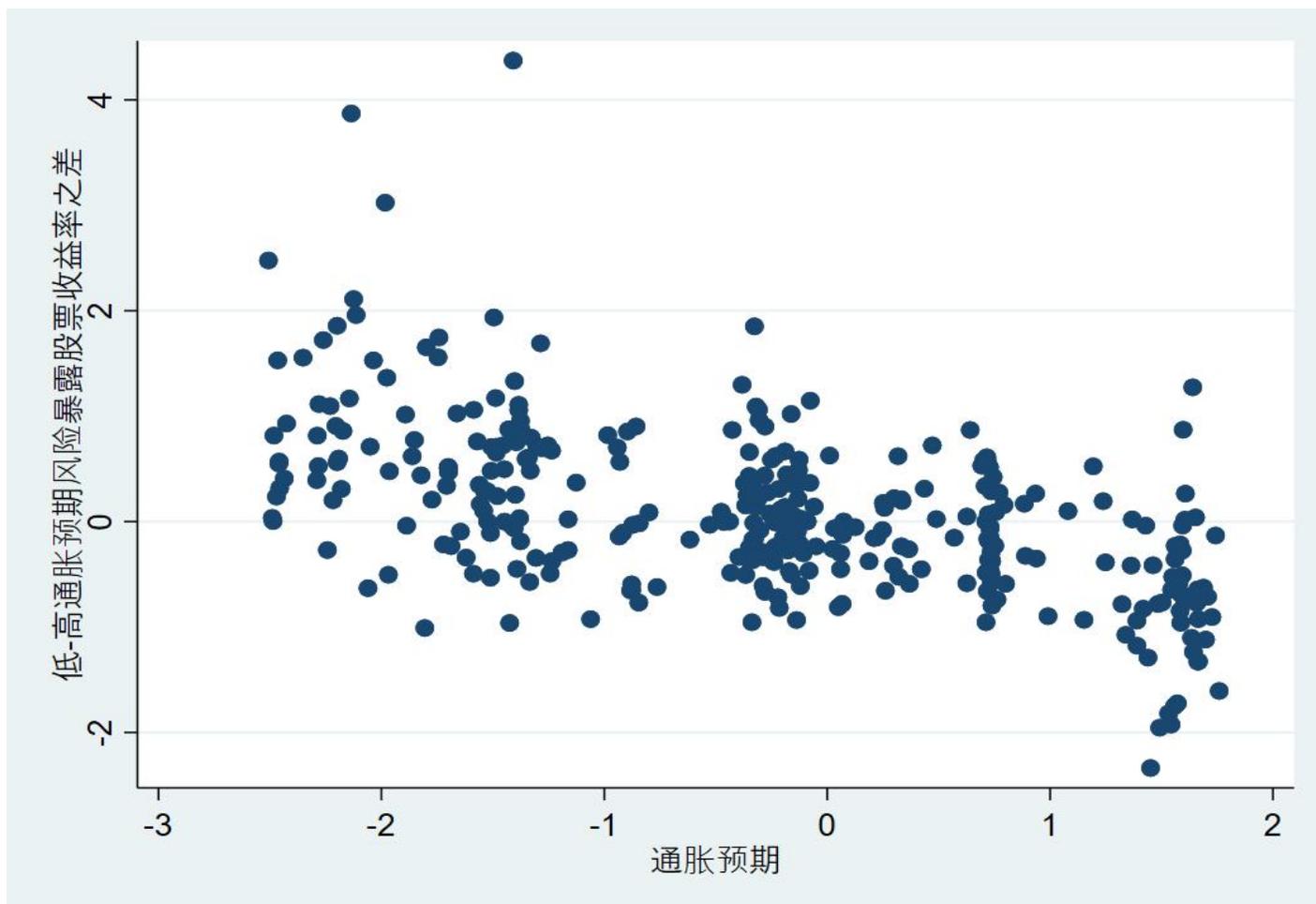


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，英国股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**0.24个百分点**。

而（与前60天平均相比）2月24日之后，英国金融市场通胀预期平均下降了**86个基点**。

通胀预期与法国股票定价

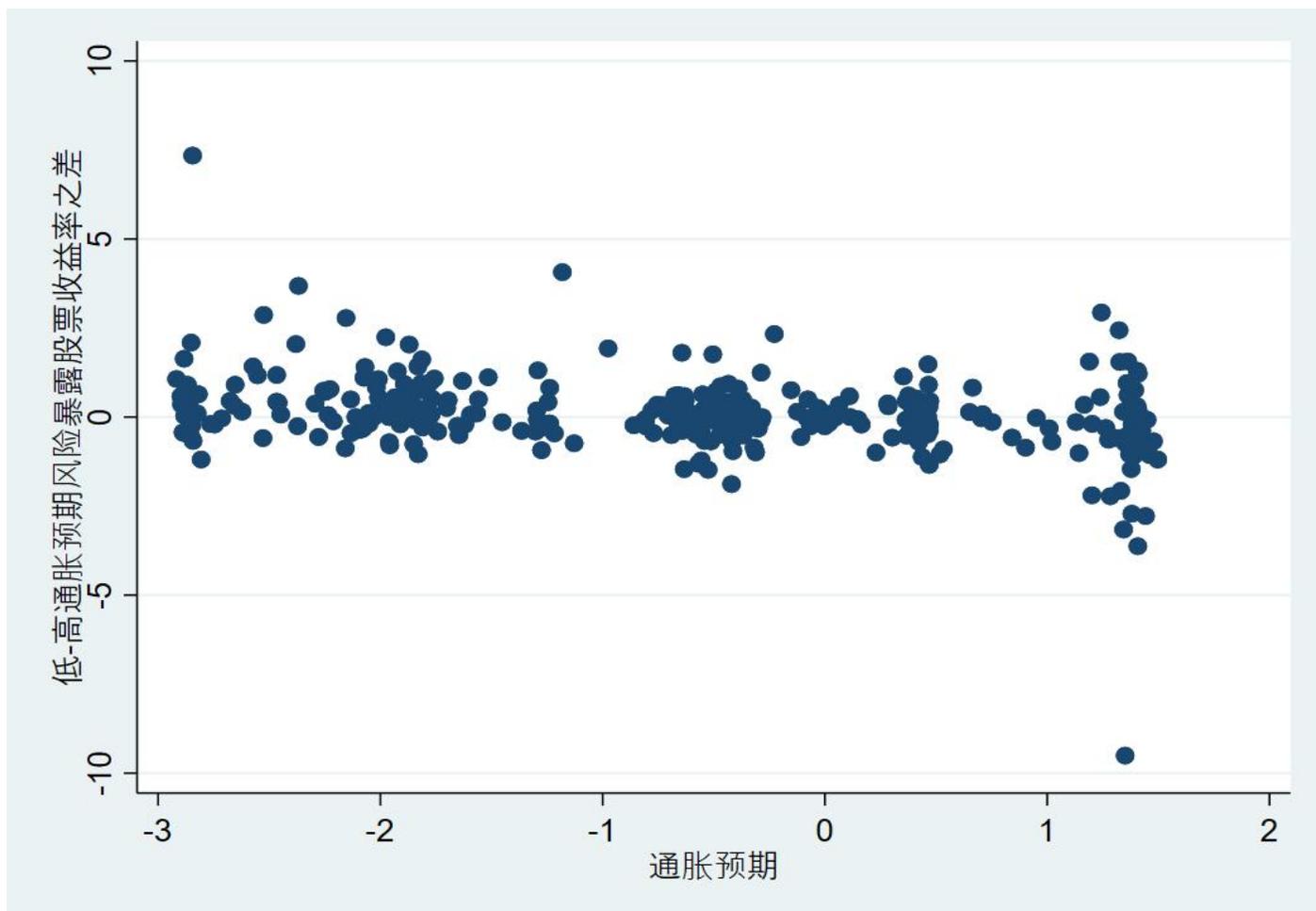


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，法国股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**0.37个百分点**。

而（与前60天平均相比）2月24日之后，法国金融市场通胀预期平均上升了**38个基点**。

通胀预期与德国股票定价

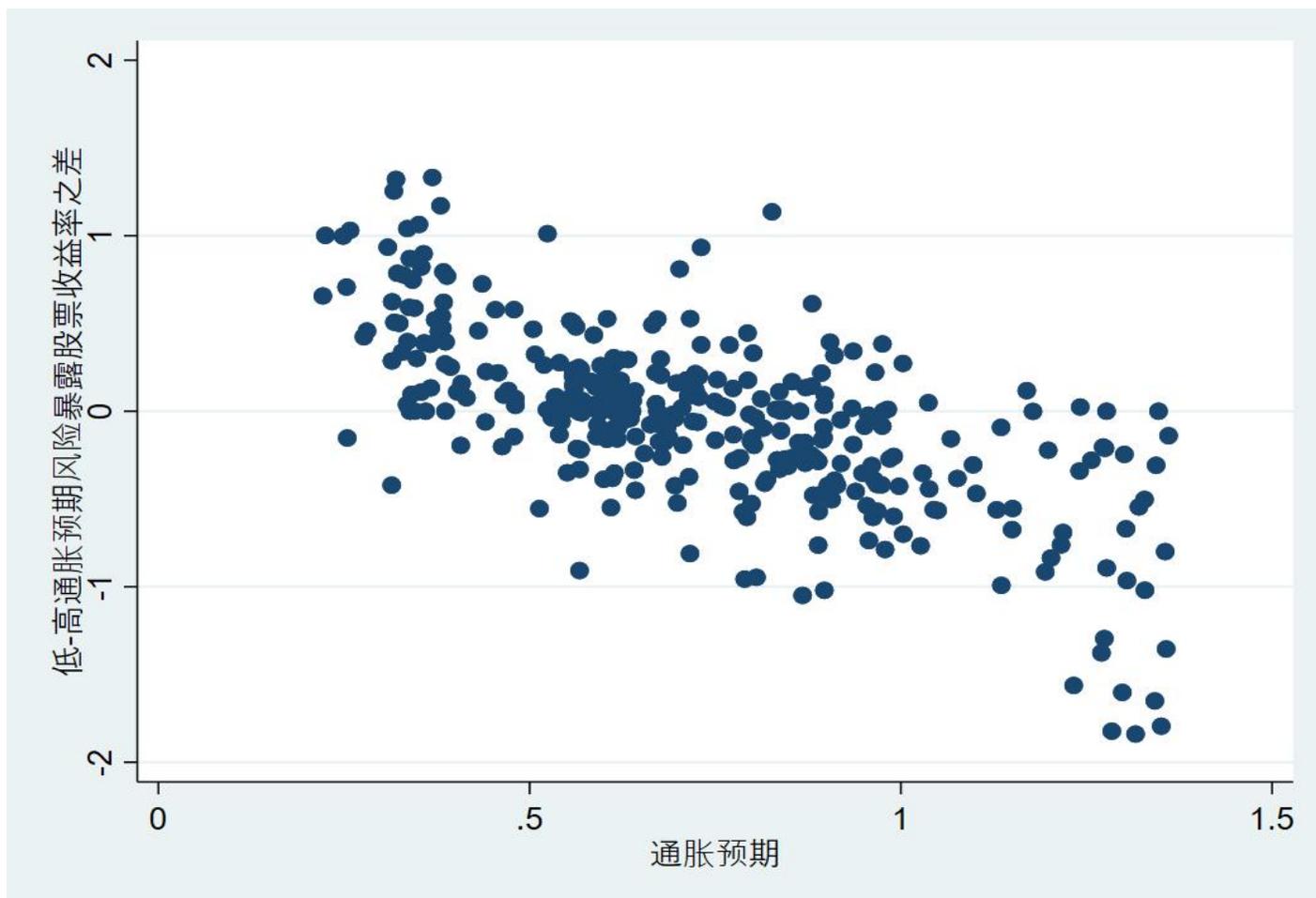


数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，德国股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**0.26个百分点**。

而（与前60天平均相比）2月24日之后，德国金融市场通胀预期平均上升了**40个基点**。

通胀预期与日本股票定价

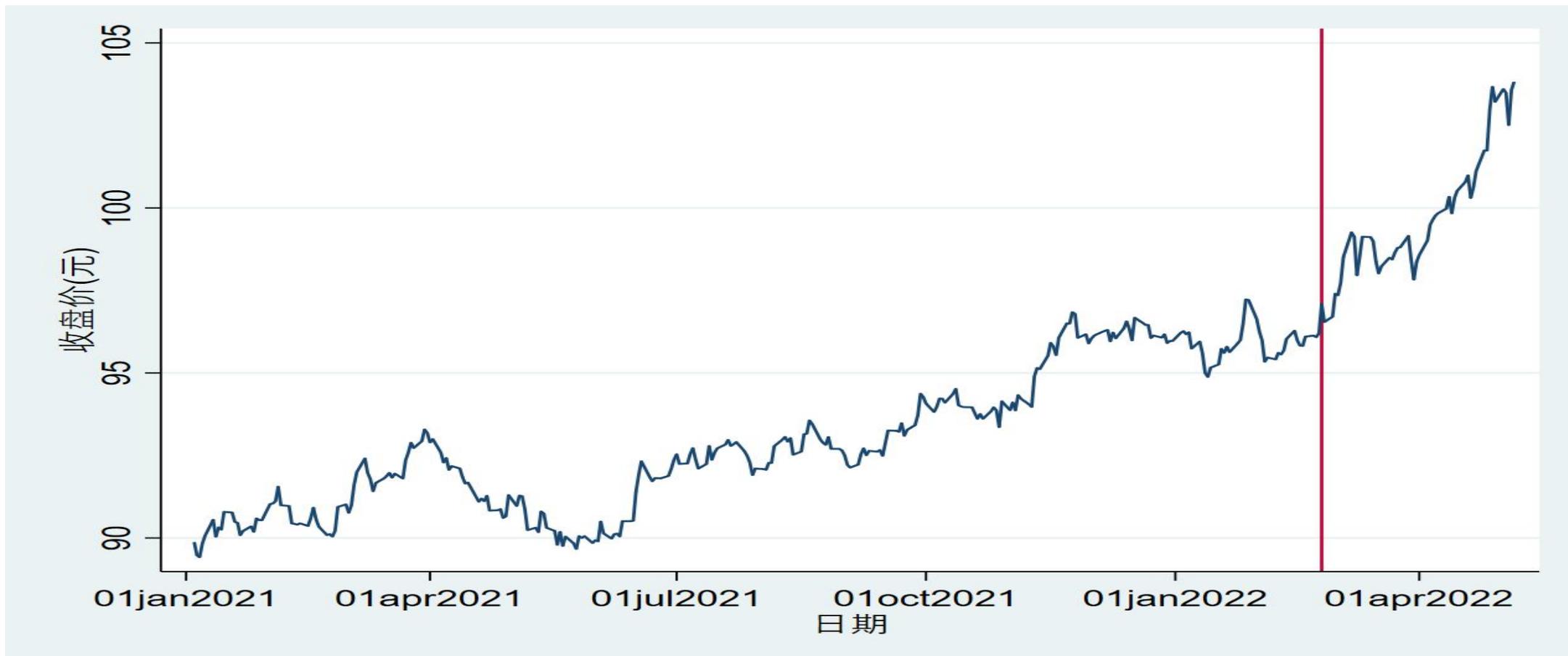


2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，通胀预期每上涨1个百分点，日本股票中对通胀风险暴露最低（10%）的股票收益率要比通胀风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.24个百分点**。

而（与前60天平均相比）2月24日之后，日本金融市场通胀预期平均上涨了**37个基点**。

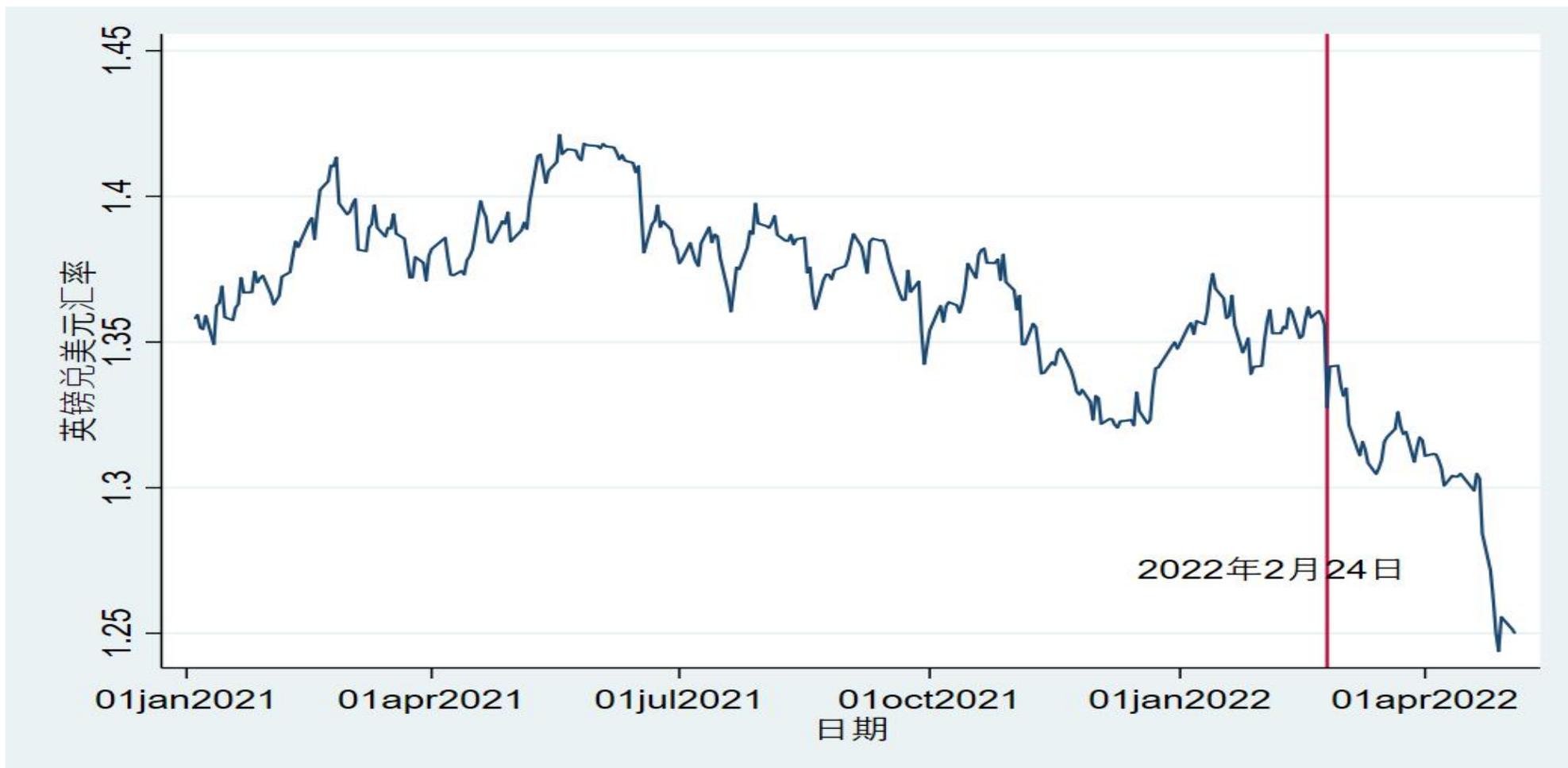
数据来源：作者根据WRDS和S&P数据计算，单位（%）

俄乌冲突对美元指数指数的影响



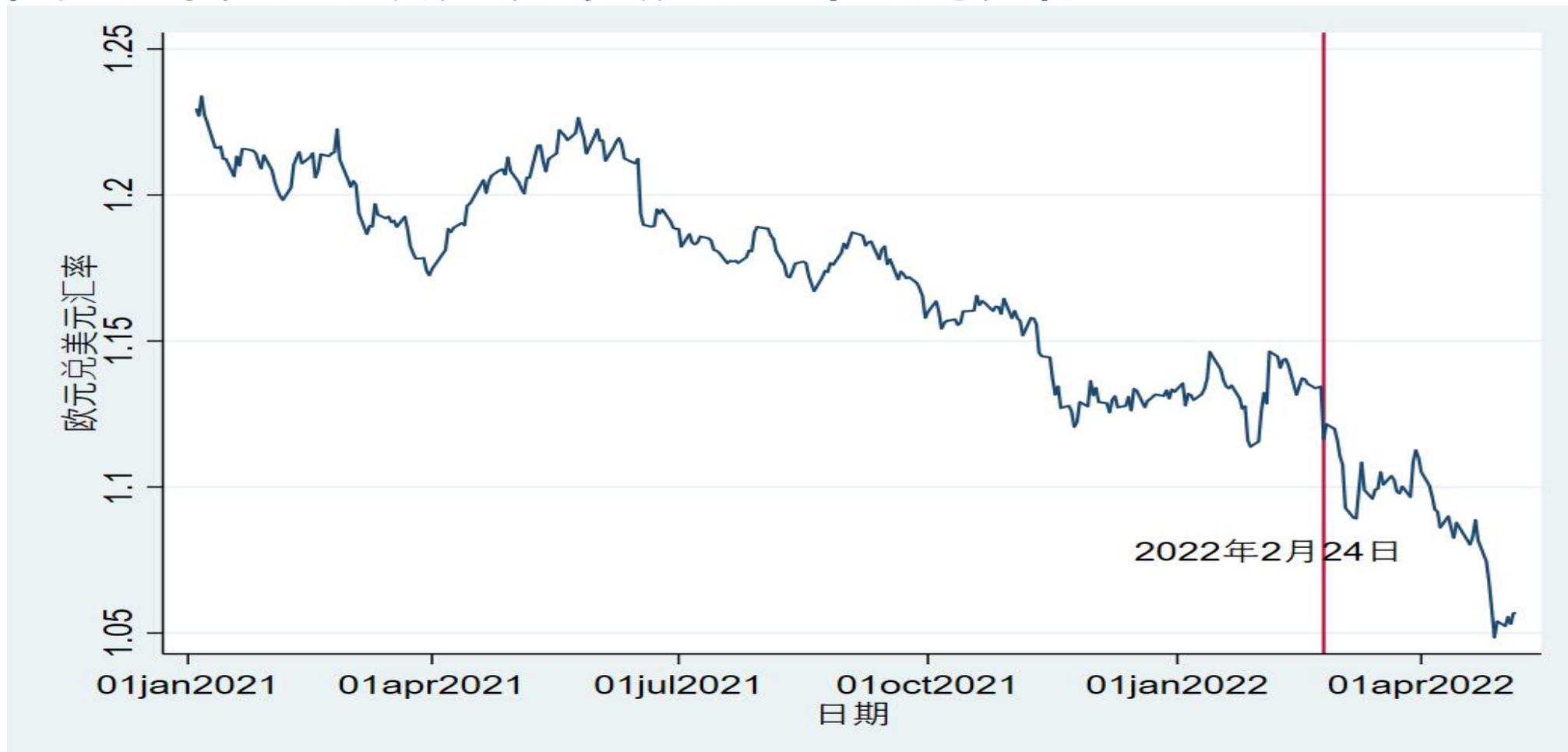
数据来源：WIND

俄乌冲突对英镑兑美元汇率的影响



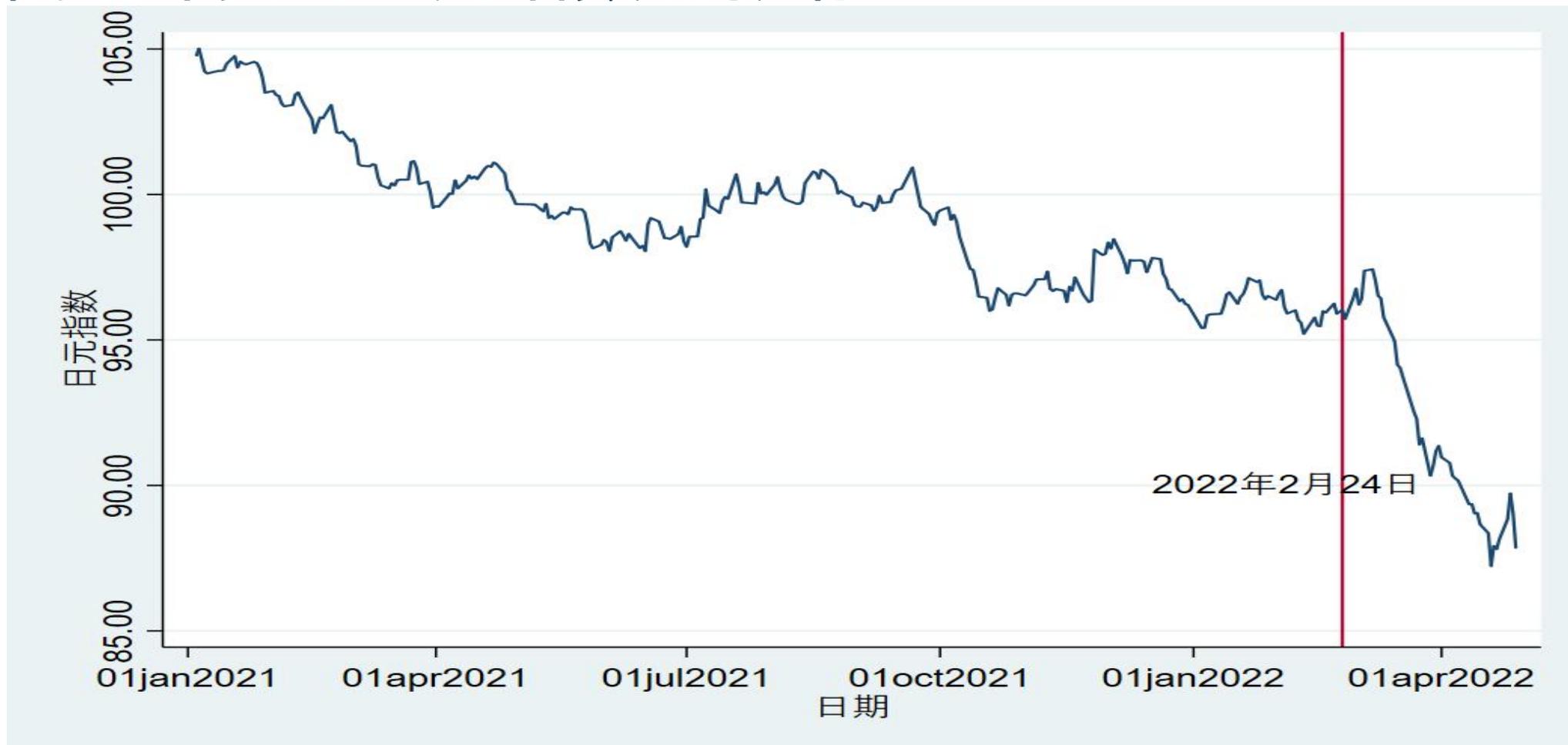
数据来源：WIND

俄乌冲突对欧元兑美元汇率的影响



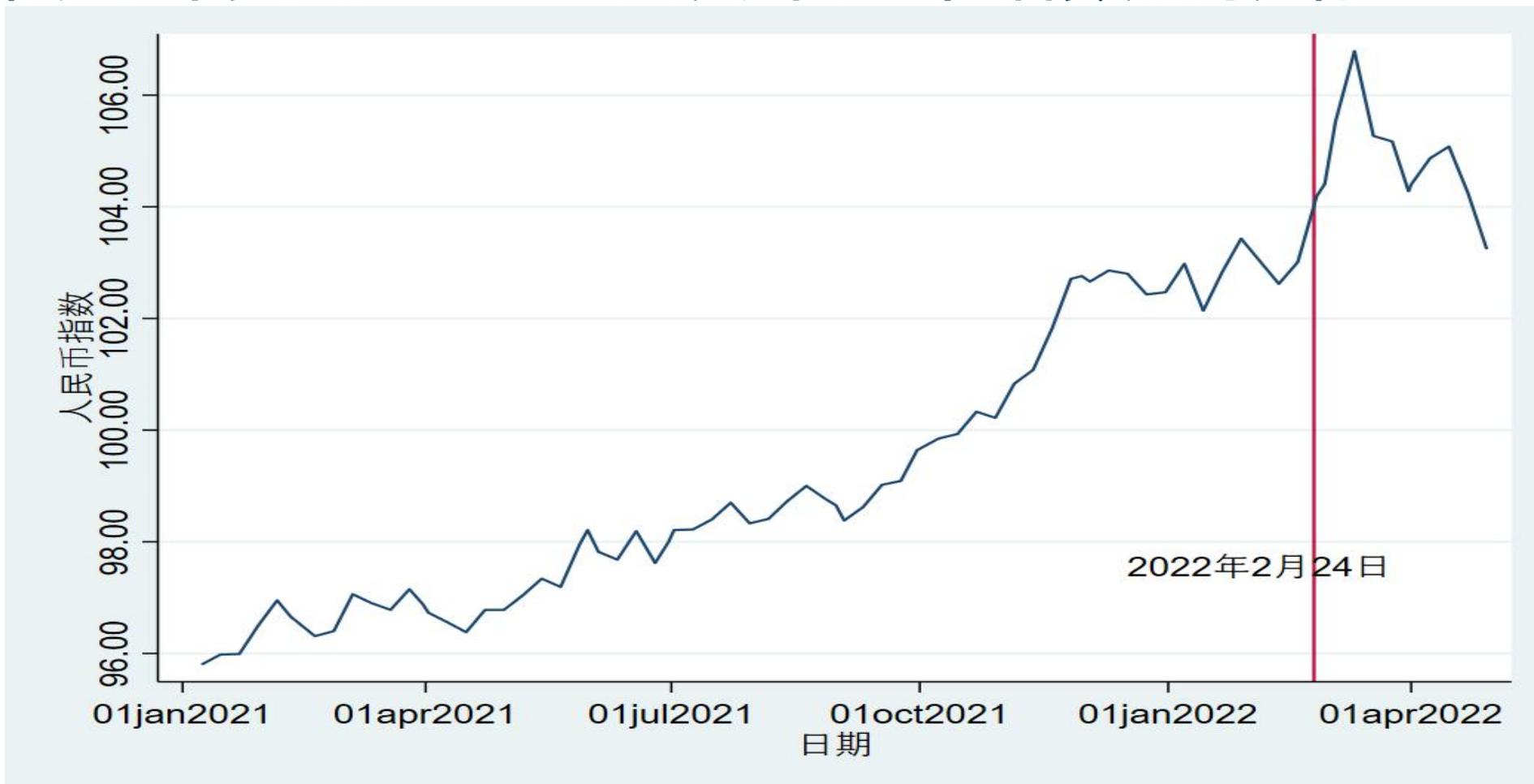
数据来源：WIND

俄乌冲突对日元指数的影响



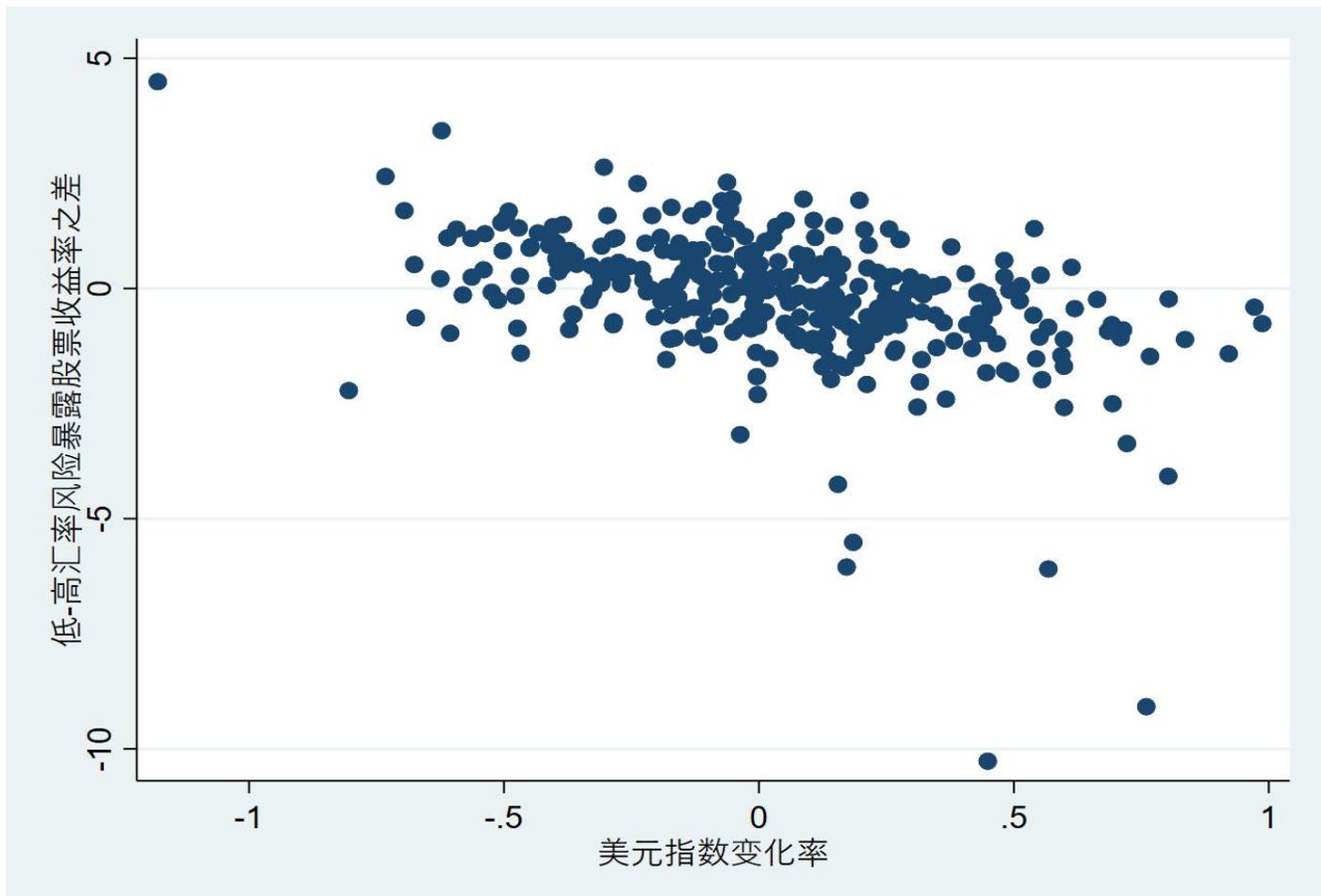
数据来源：WIND

俄乌冲突对CFETS人民币汇率指数的影响



数据来源：WIND

美元汇率变化与美股定价

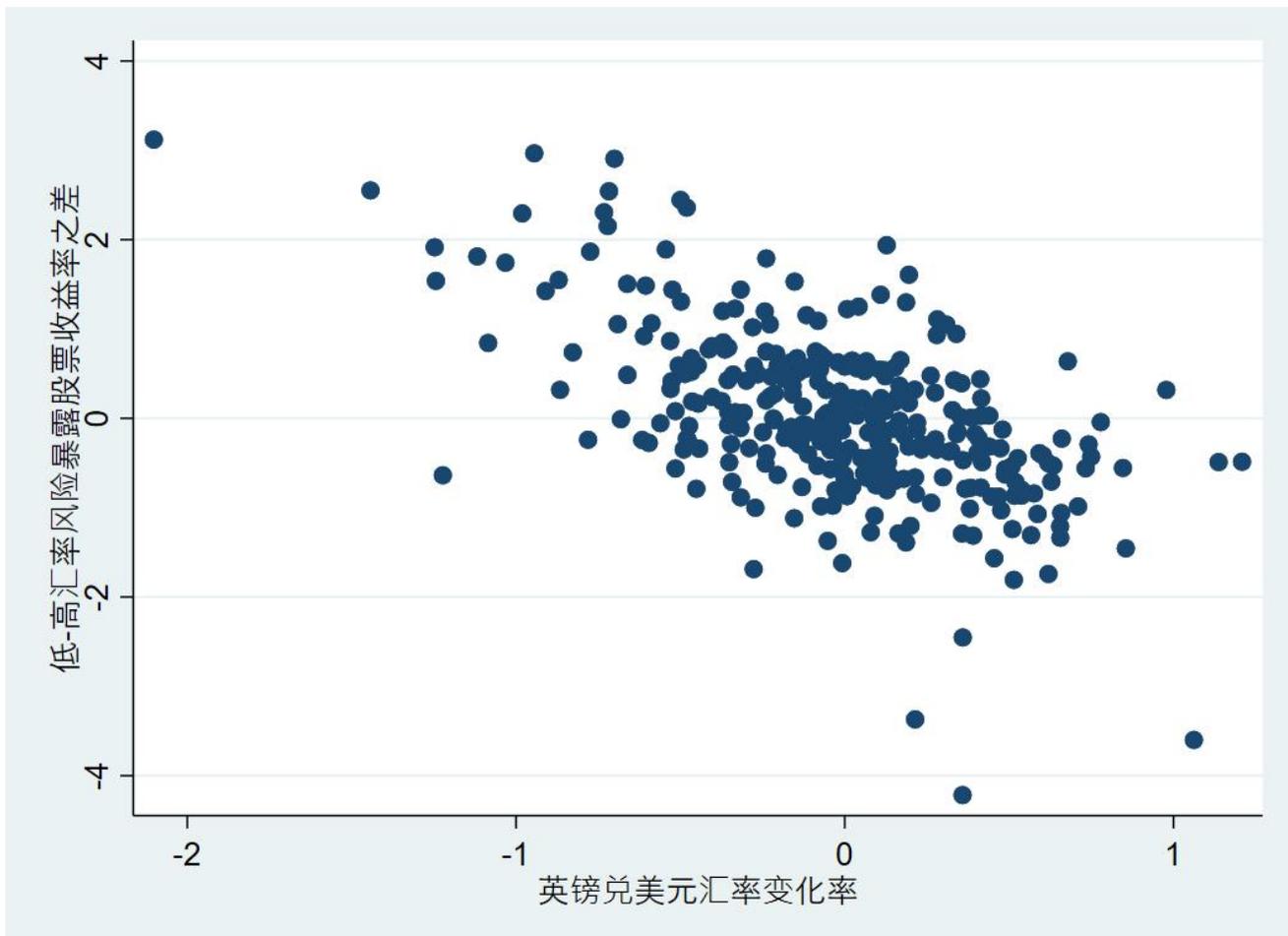


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，美元指数收益率每上涨1个百分点，美股中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.3个百分点**。

而2月24日之后，美元指数收益率平均上涨了**11个基点**。

英镑兑美元汇率变化与英国股票定价

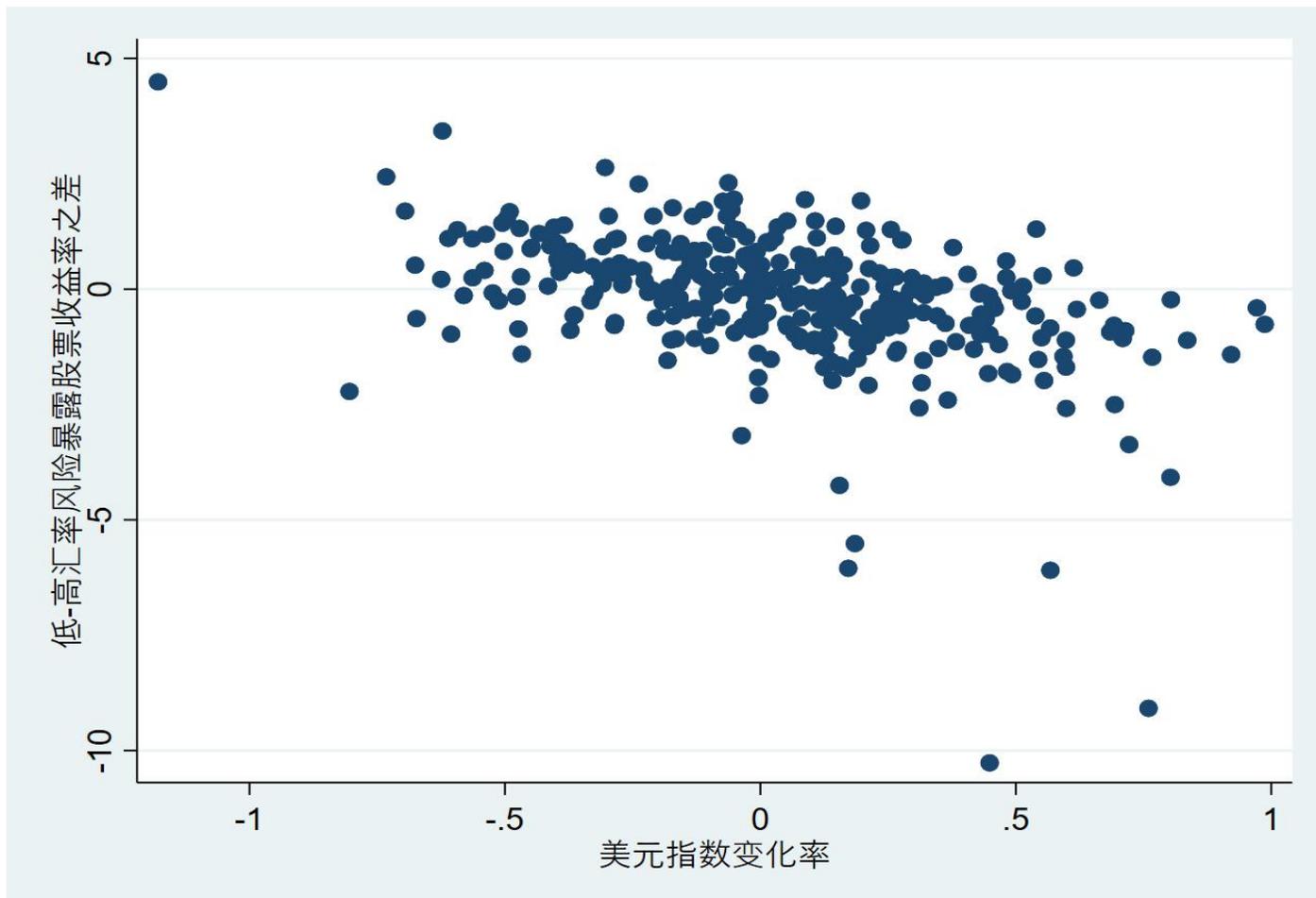


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，英镑兑美元汇率收益率每上涨1个百分点，英国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.3个百分点**。

而2月24日之后，英镑兑美元汇率收益率平均下降了**14个基点**。

欧元兑美元汇率变化与法国股票定价

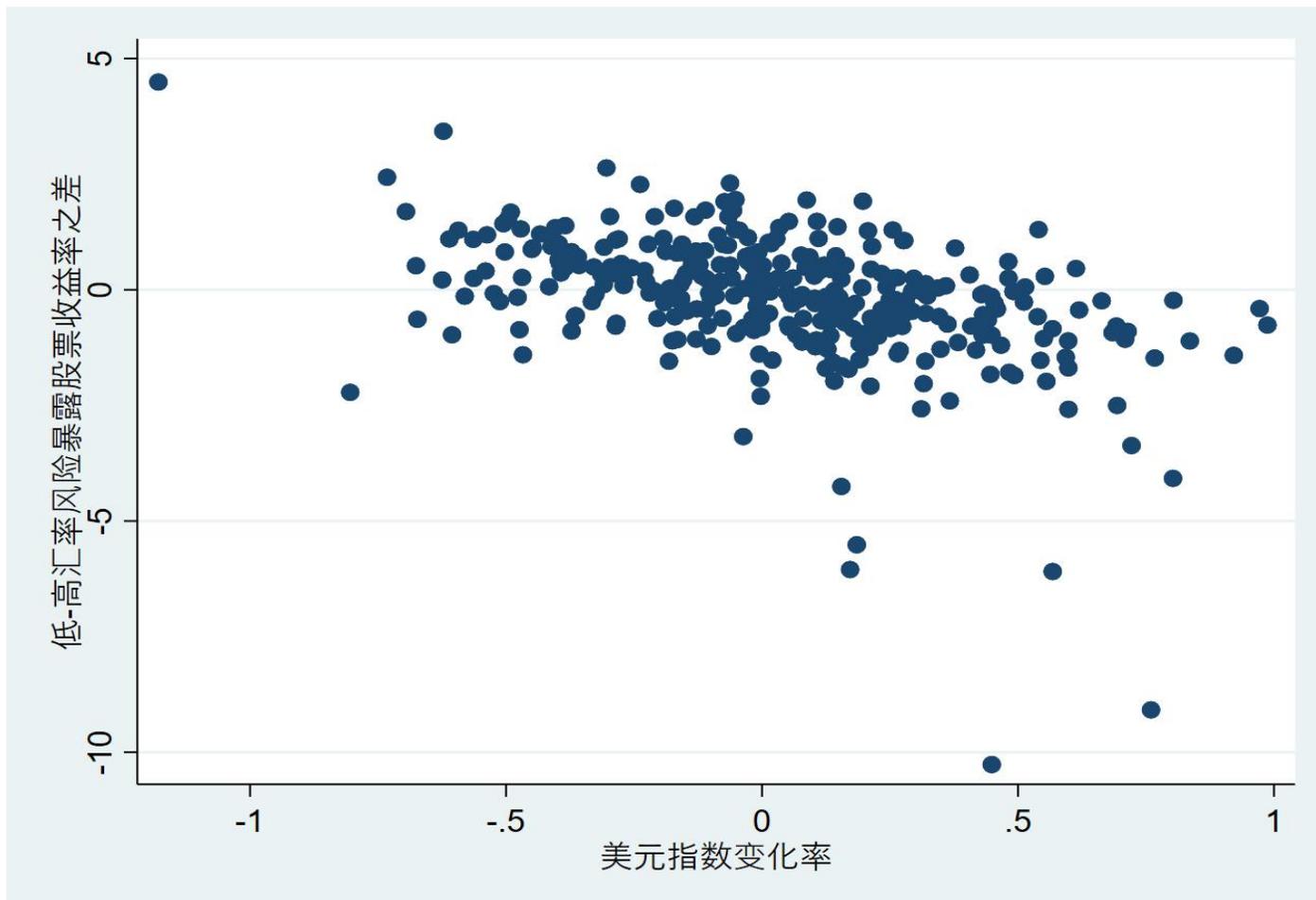


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，欧元兑美元汇率收益率每上涨1个百分点，法国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.5个百分点**。

而2月24日之后，欧元兑美元汇率收益率平均下降了**9个基点**。

欧元兑美元汇率变化与德国股票定价

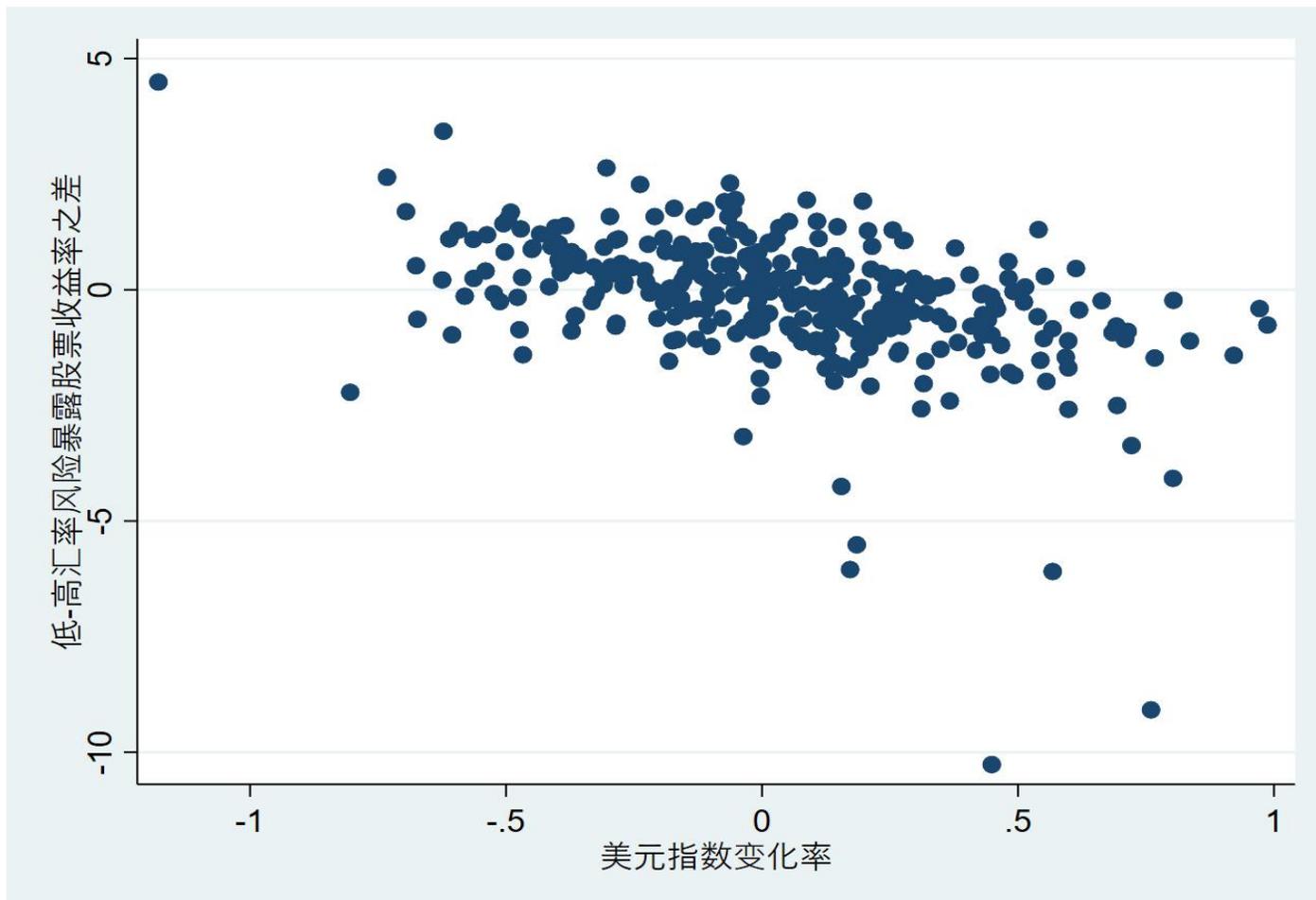


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，欧元兑美元汇率收益率每上涨1个百分点，德国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.3个百分点**。

而2月24日之后，欧元兑美元汇率收益率平均下降了**9个基点**。

日元汇率指数变化与日本股票定价

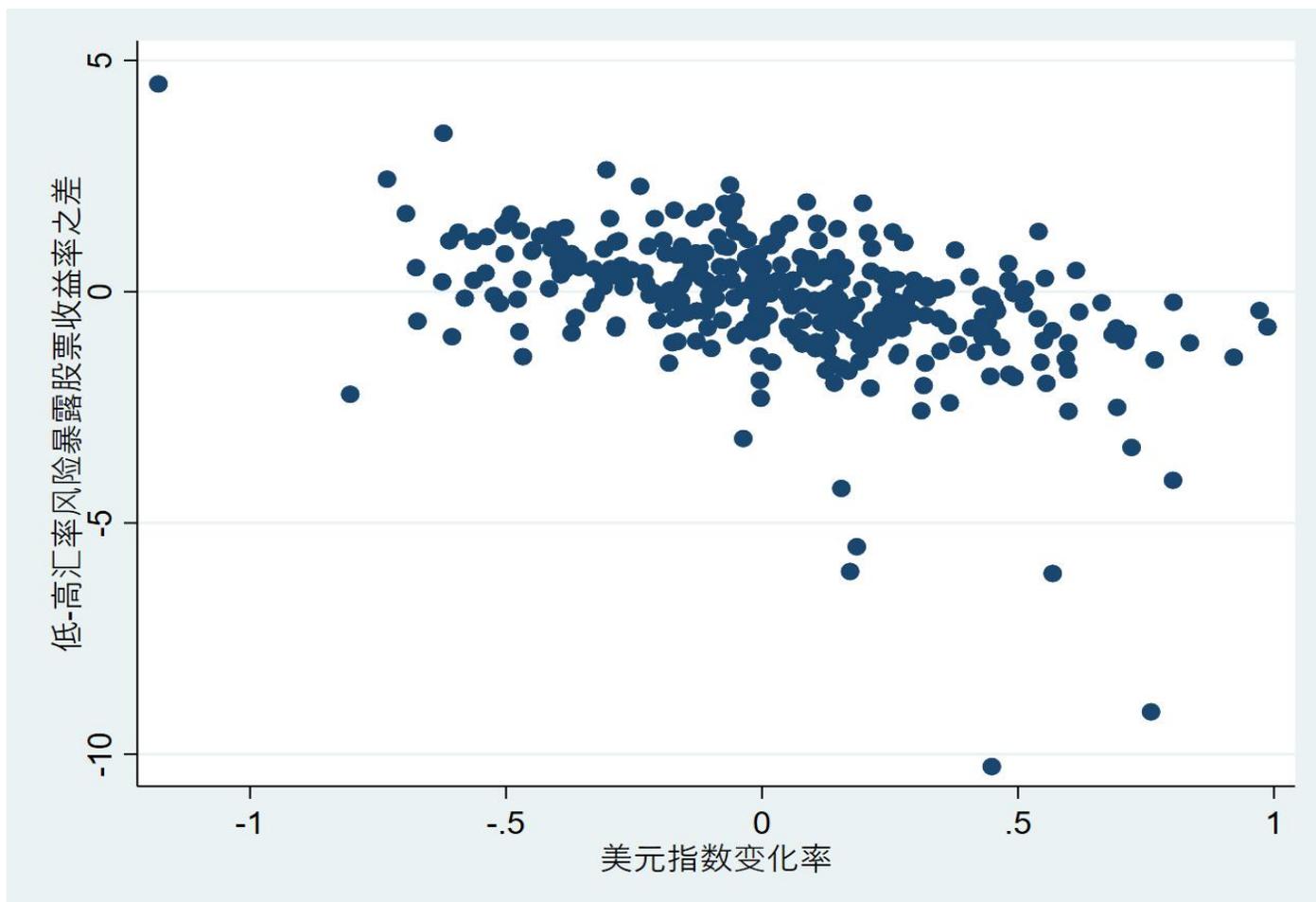


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，日元汇率指数收益率每上涨1个百分点，日本股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**1.2个百分点**。

而2月24日之后，日元汇率指数收益率平均下降了**14个基点**。

CFETS人民币汇率指数变化与中国股票定价

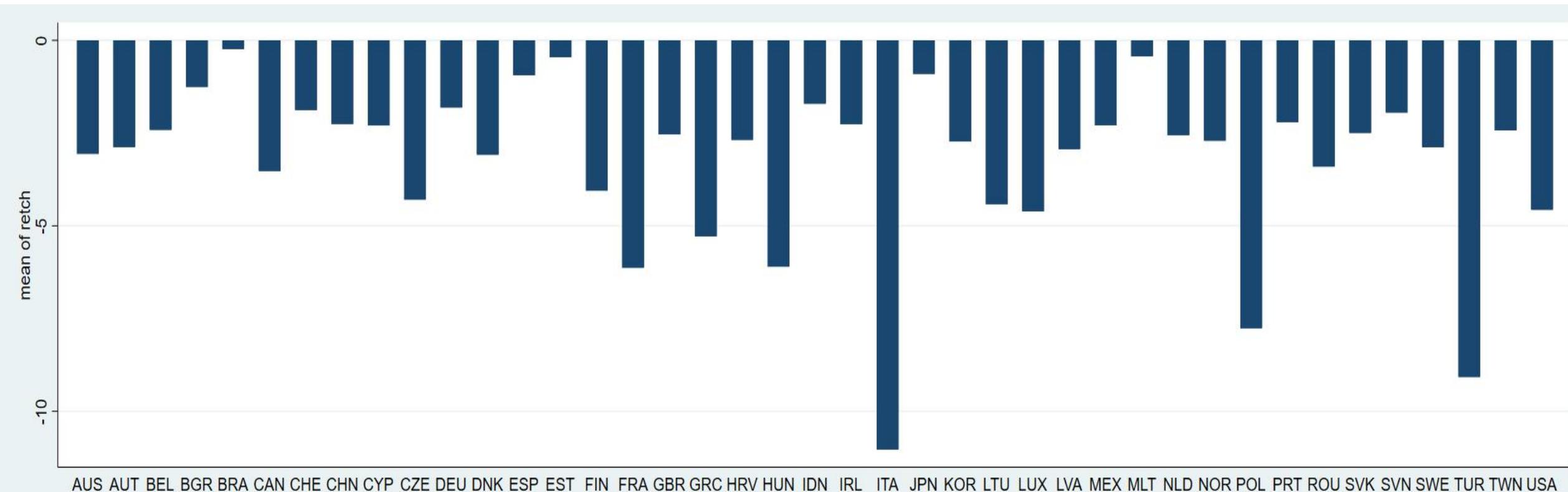


数据来源：作者根据WRDS和WIND数据计算，单位（%）

2021.1.4-2022.4-26期间，平均而言，在控制市场收益率变化影响的情况下，人民币汇率指数收益率每上涨1个百分点，中国股票中对汇率风险暴露最低（10%）的股票收益率要比汇率风险暴露最高（10%）的股票收益率低**5.1个百分点**。

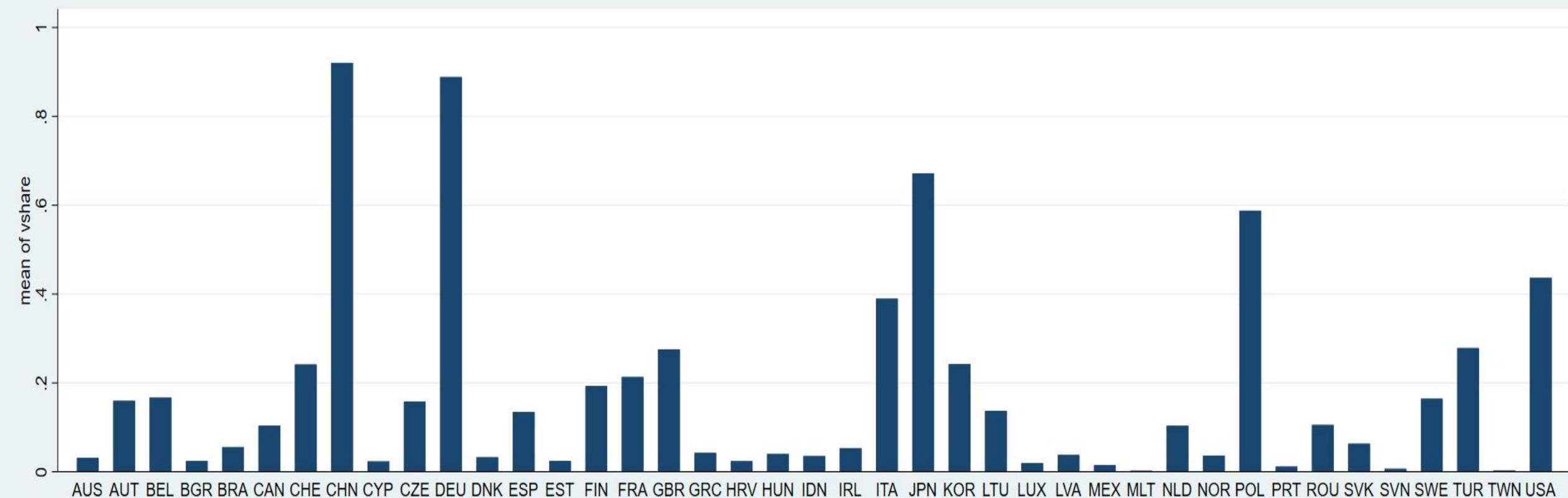
而2月24日之后，人民币汇率指数收益率平均下降了**11个基点**。

俄乌冲突前后股指收益率的变化



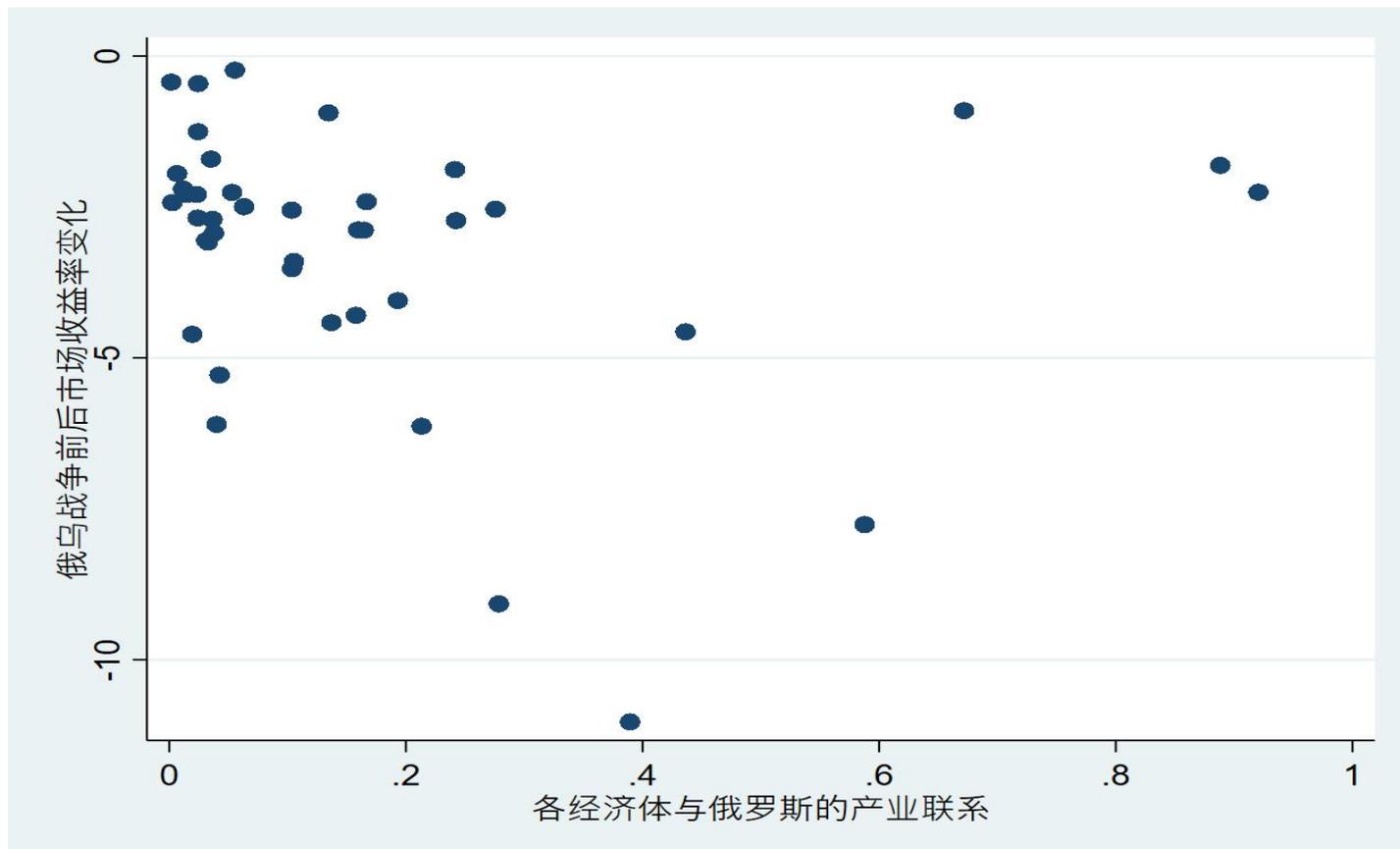
数据来源：作者根据WRDS数据计算，单位（%）

各国与俄罗斯的产业联系差异



数据来源：作者根据WIOT数据计算，单位（%）

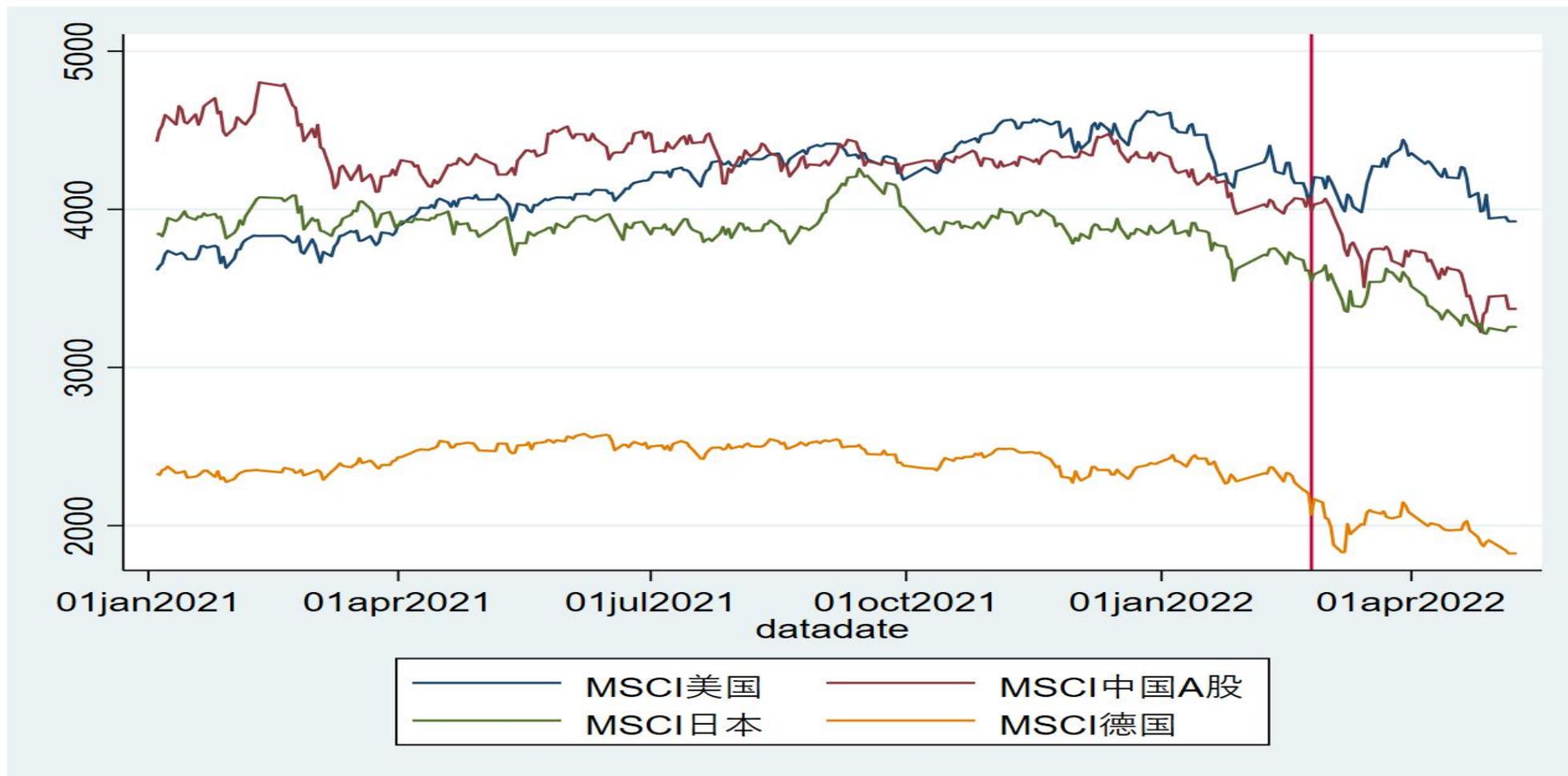
各国股票收益率受俄乌冲突的影响 与各国和俄罗斯产业联系的关系



平均而言，一国增加值中俄罗斯的贡献占比相对于全球增加值中俄罗斯贡献上升1个百分点，其股票指数收益率在俄乌战争爆发之后多下降**1.8**个百分点。

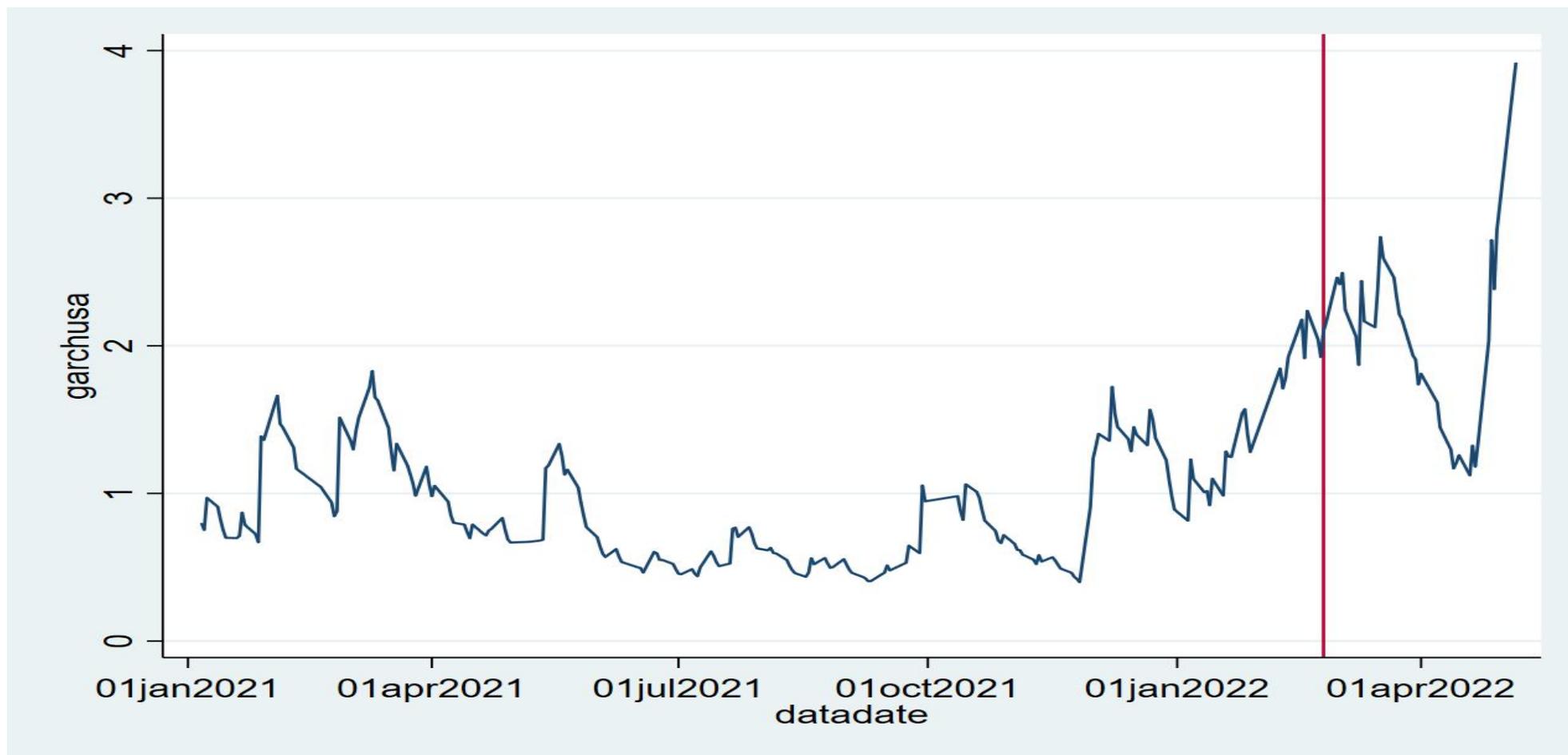
数据来源：作者根据WRDS和WIOT数据计算，单位（%）

俄乌冲突与股指变化



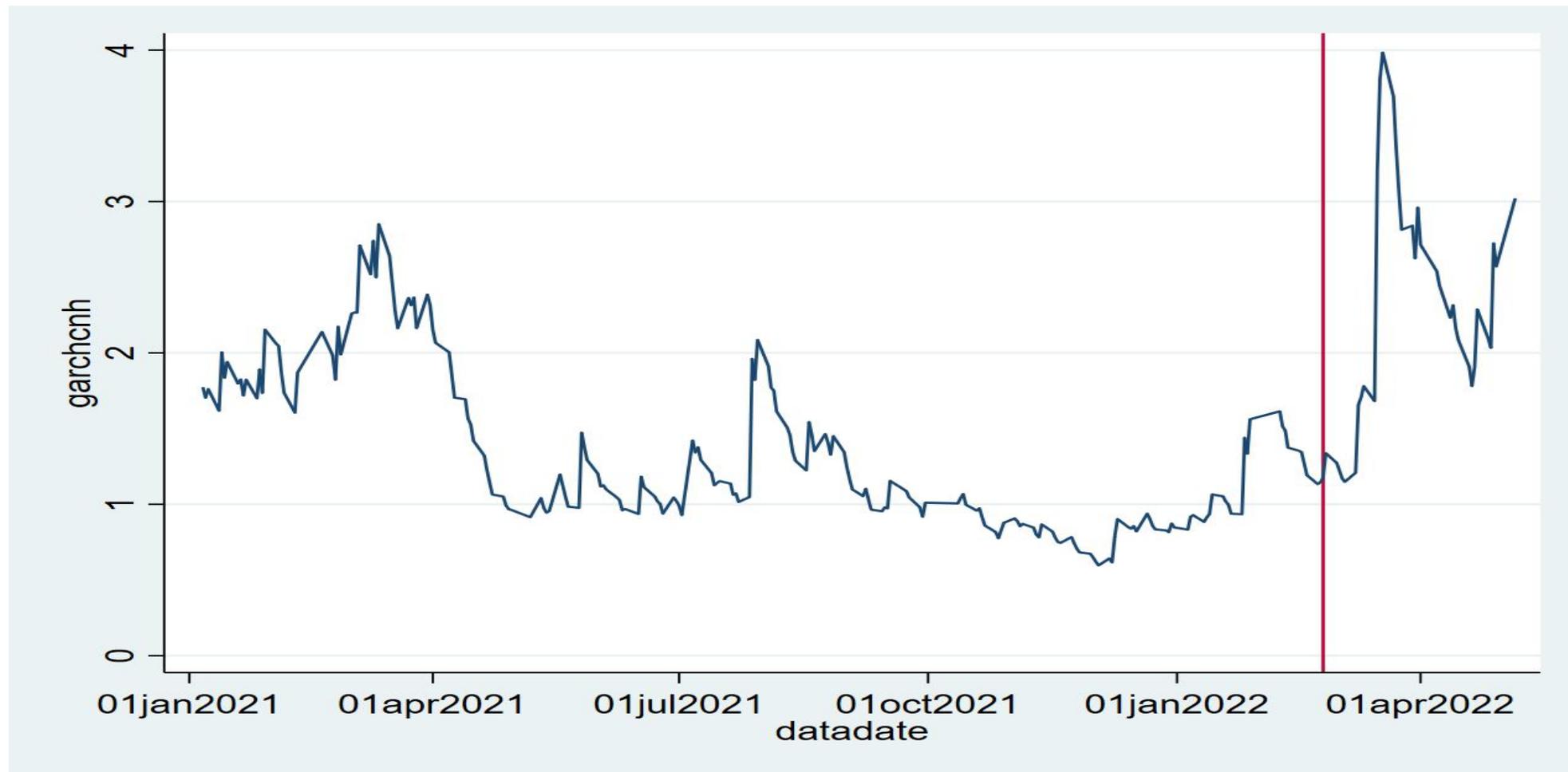
数据来源：MSCI国家指数，WIND

俄乌冲突与美国股指波动性变化



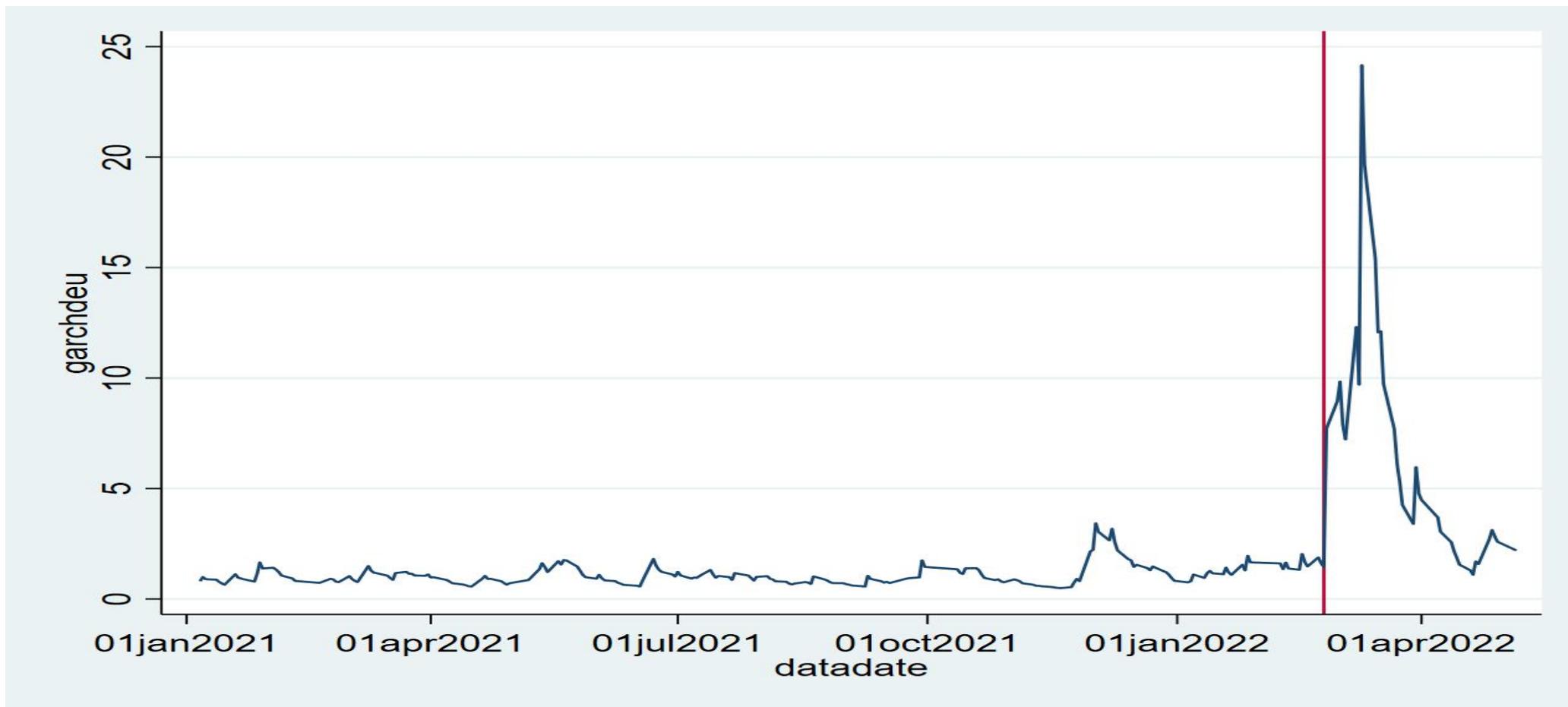
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中国股指波动性变化



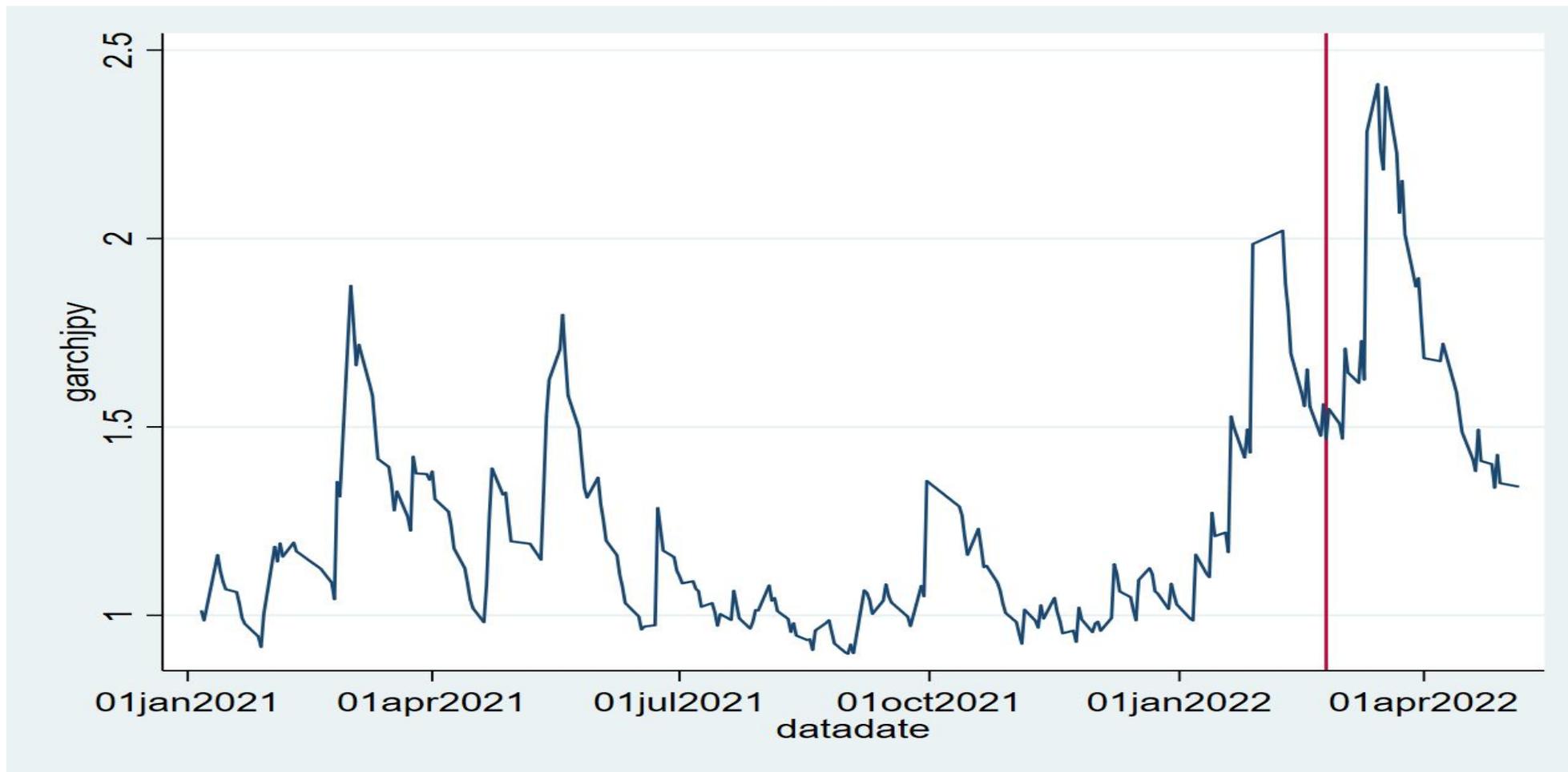
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与德国股指波动性变化



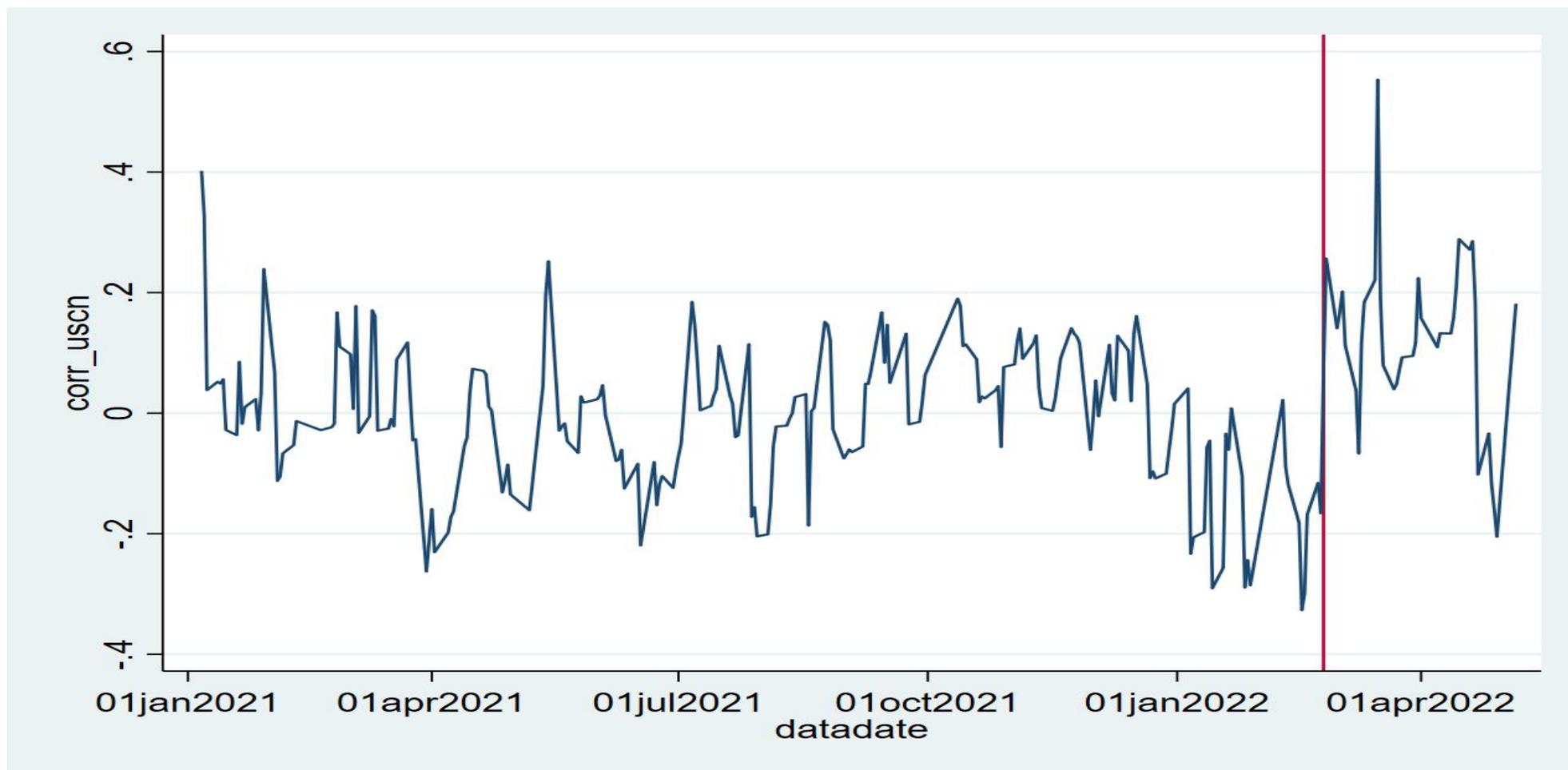
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与日本股指波动性变化



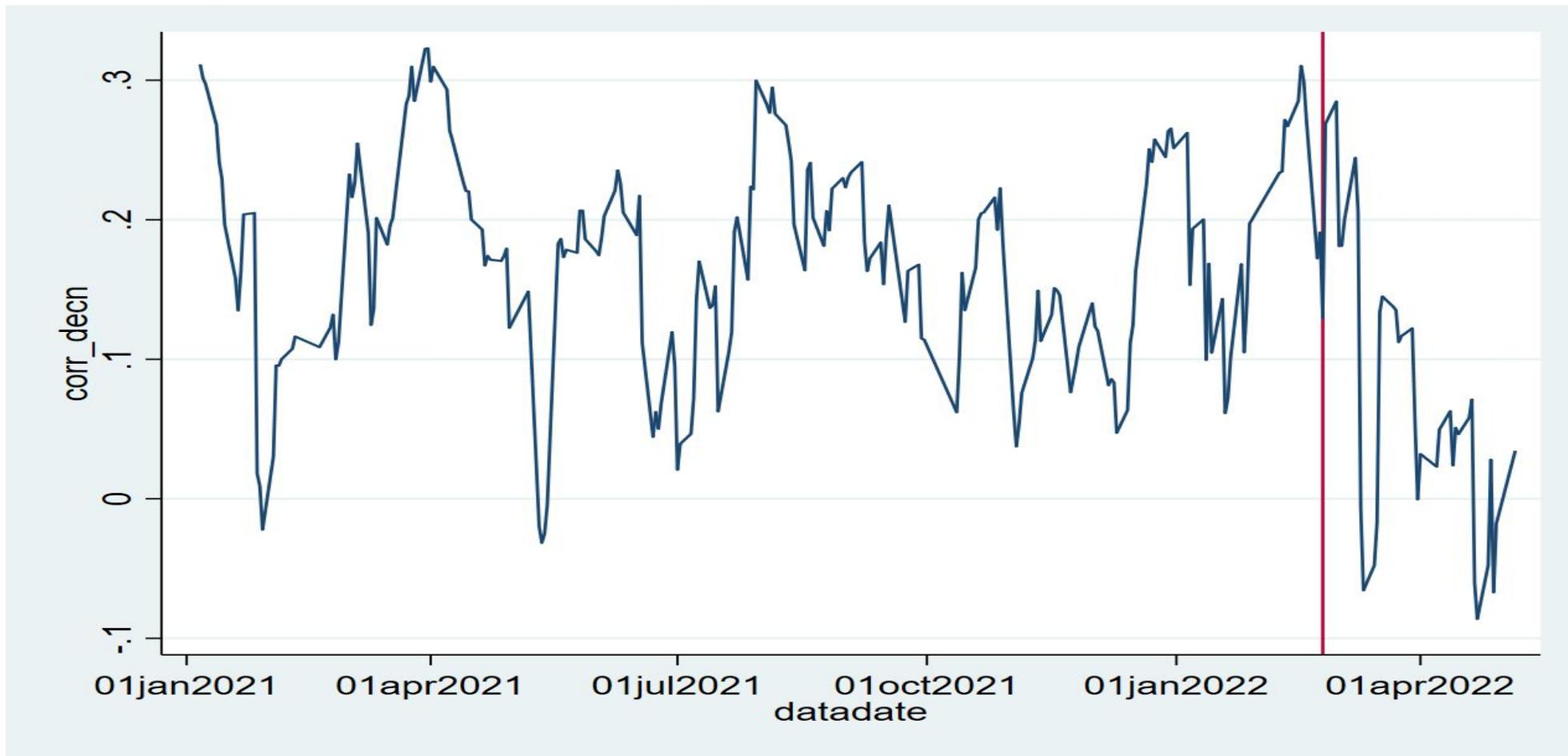
数据来源：MSCI国家指数波动性，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中美股指联动



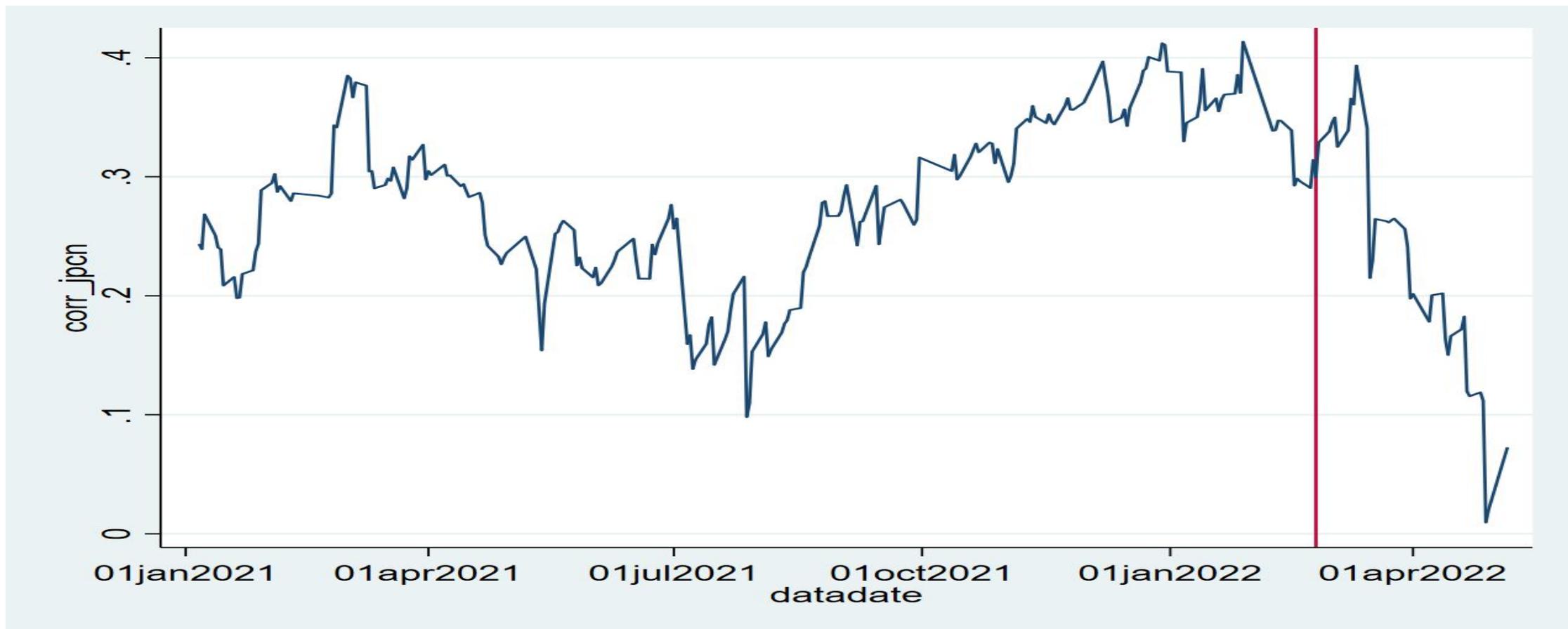
数据来源：MSCI国家指数条件相关系数，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中德股指联动



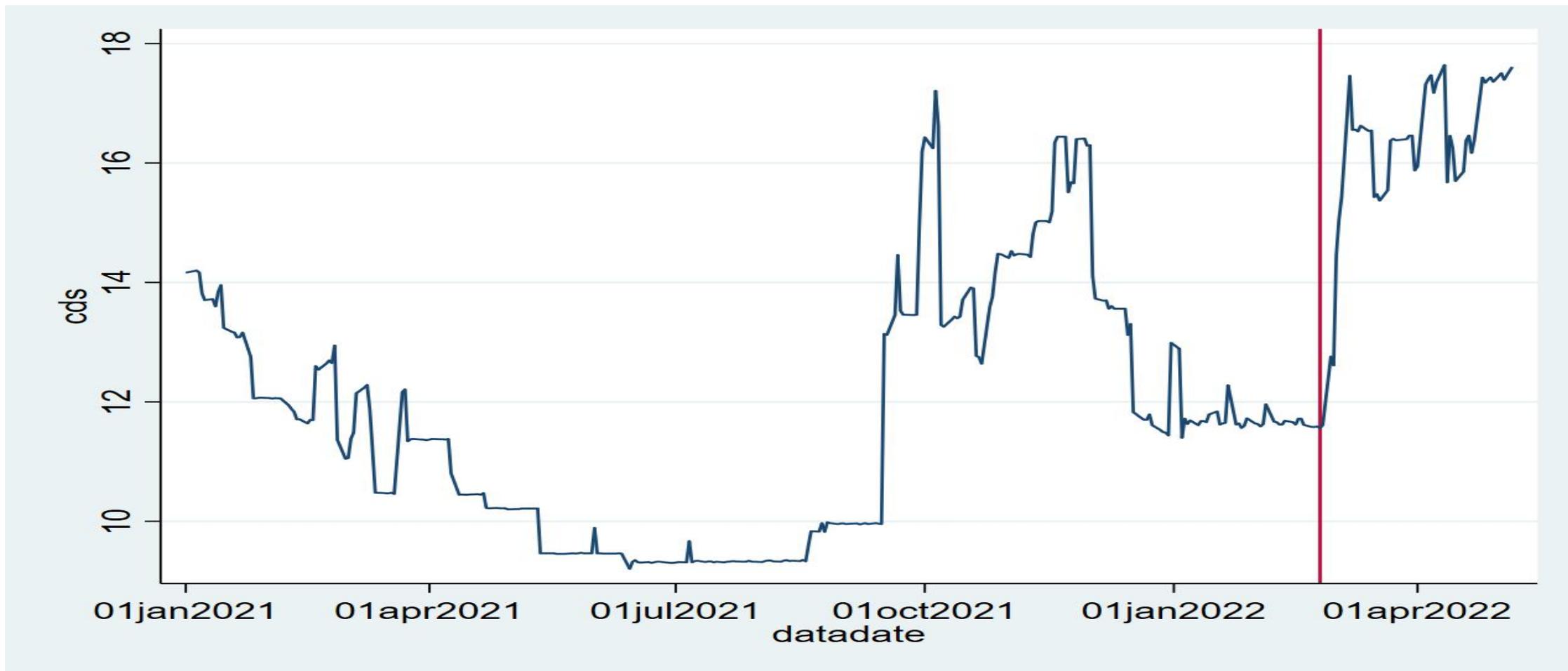
数据来源：MSCI国家指数条件相关系数，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与中日股指联动



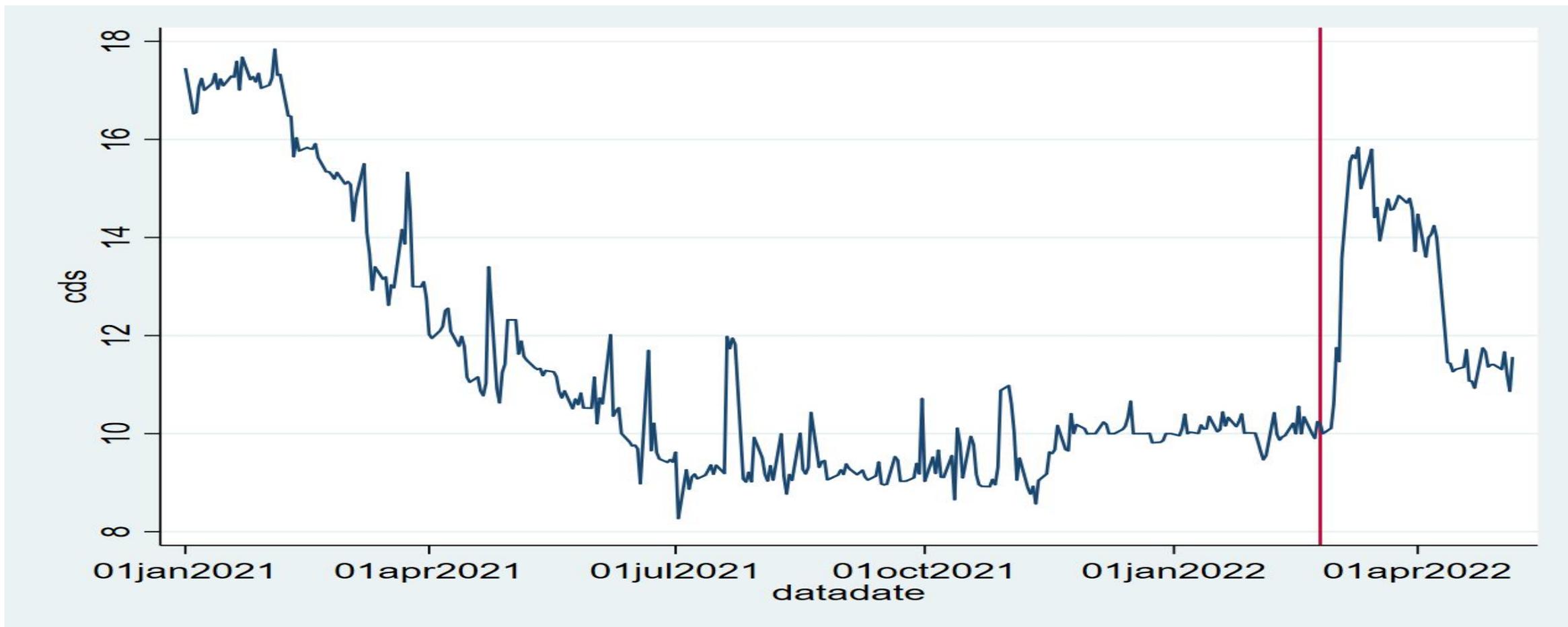
数据来源：MSCI国家指数条件相关系数，作者基于WIND数据计算

俄乌冲突与美国主权信用风险



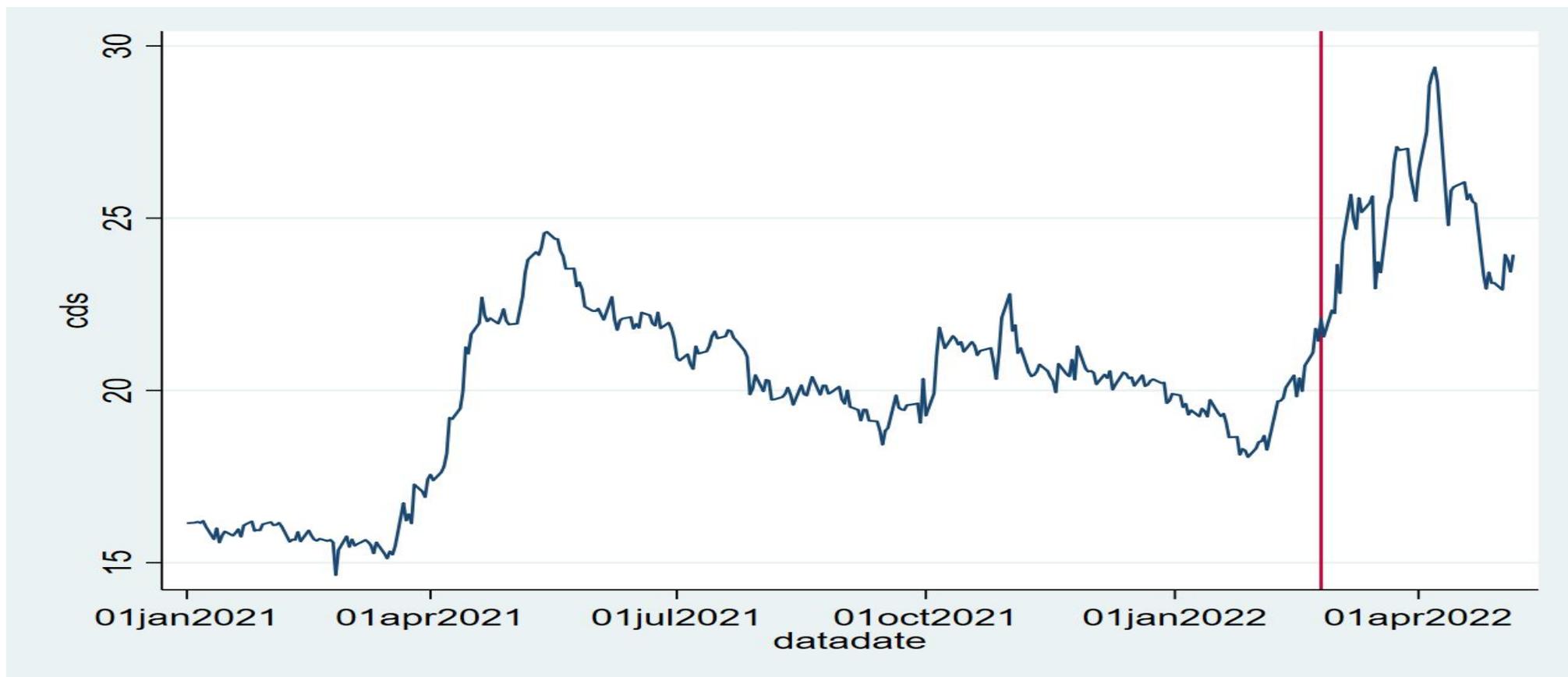
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与英国主权信用风险



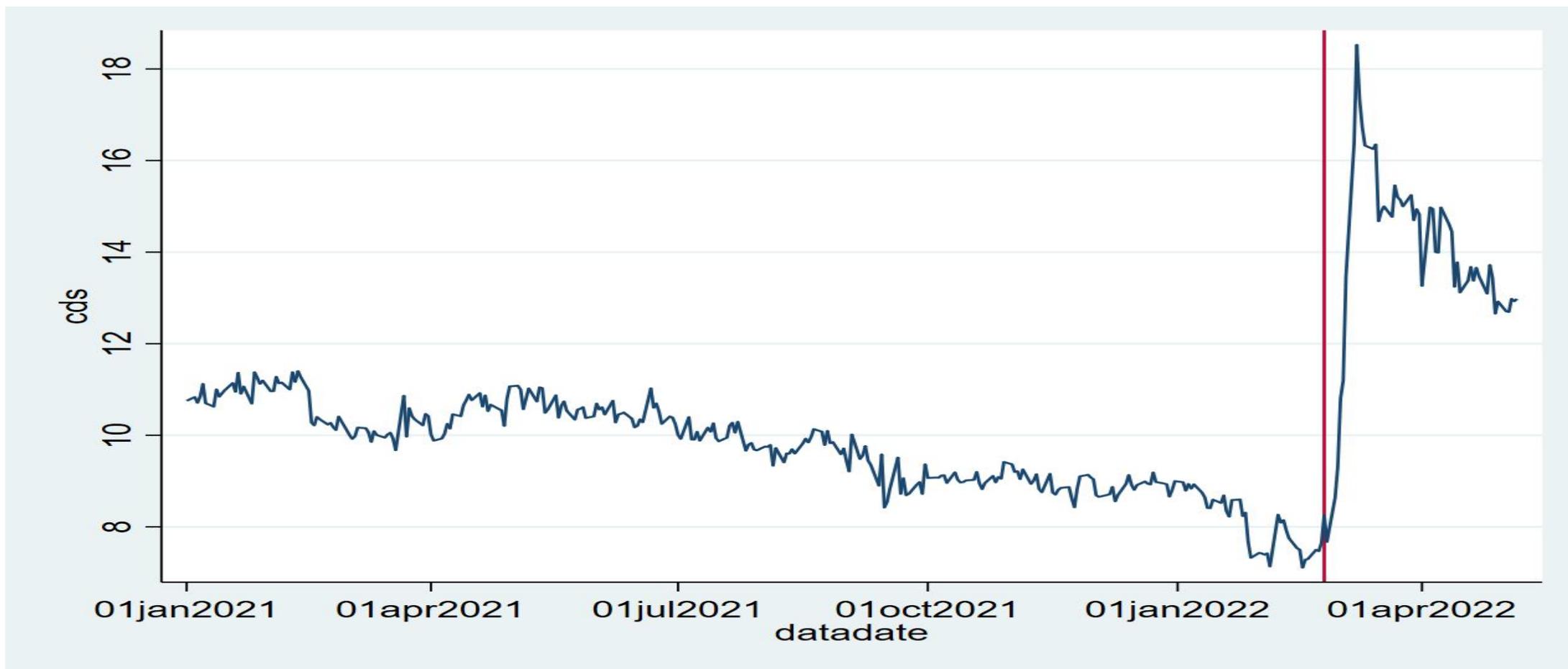
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与法国主权信用风险



数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与德国主权信用风险



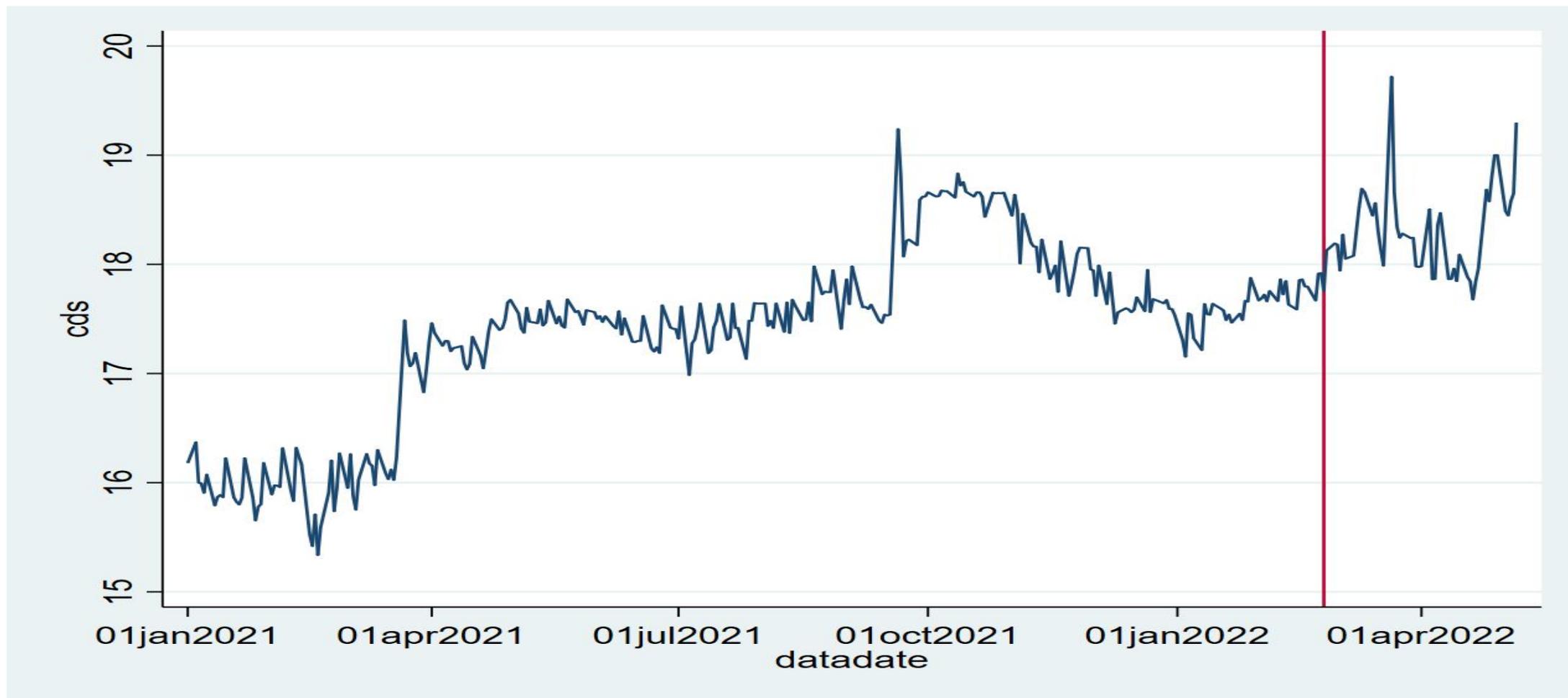
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与意大利主权信用风险



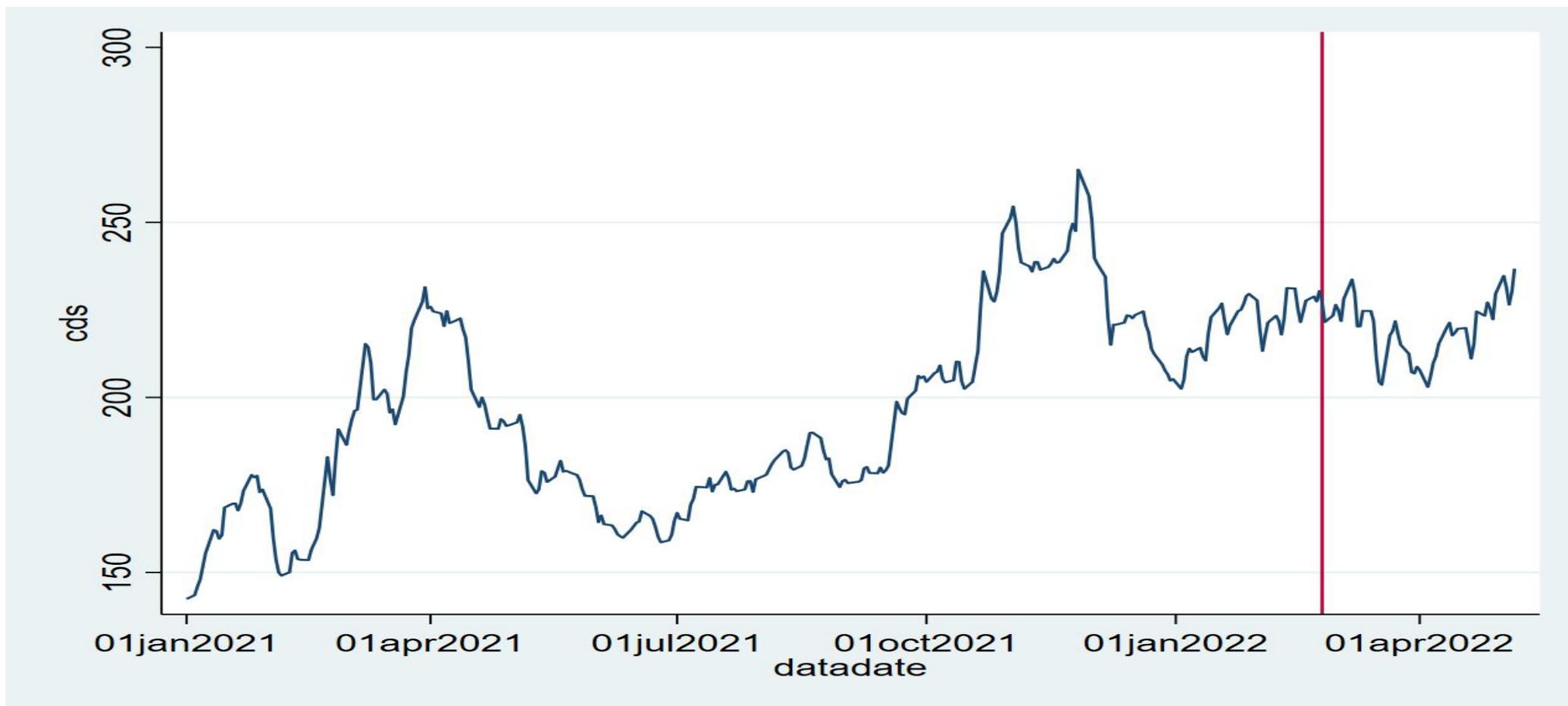
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与日本主权信用风险



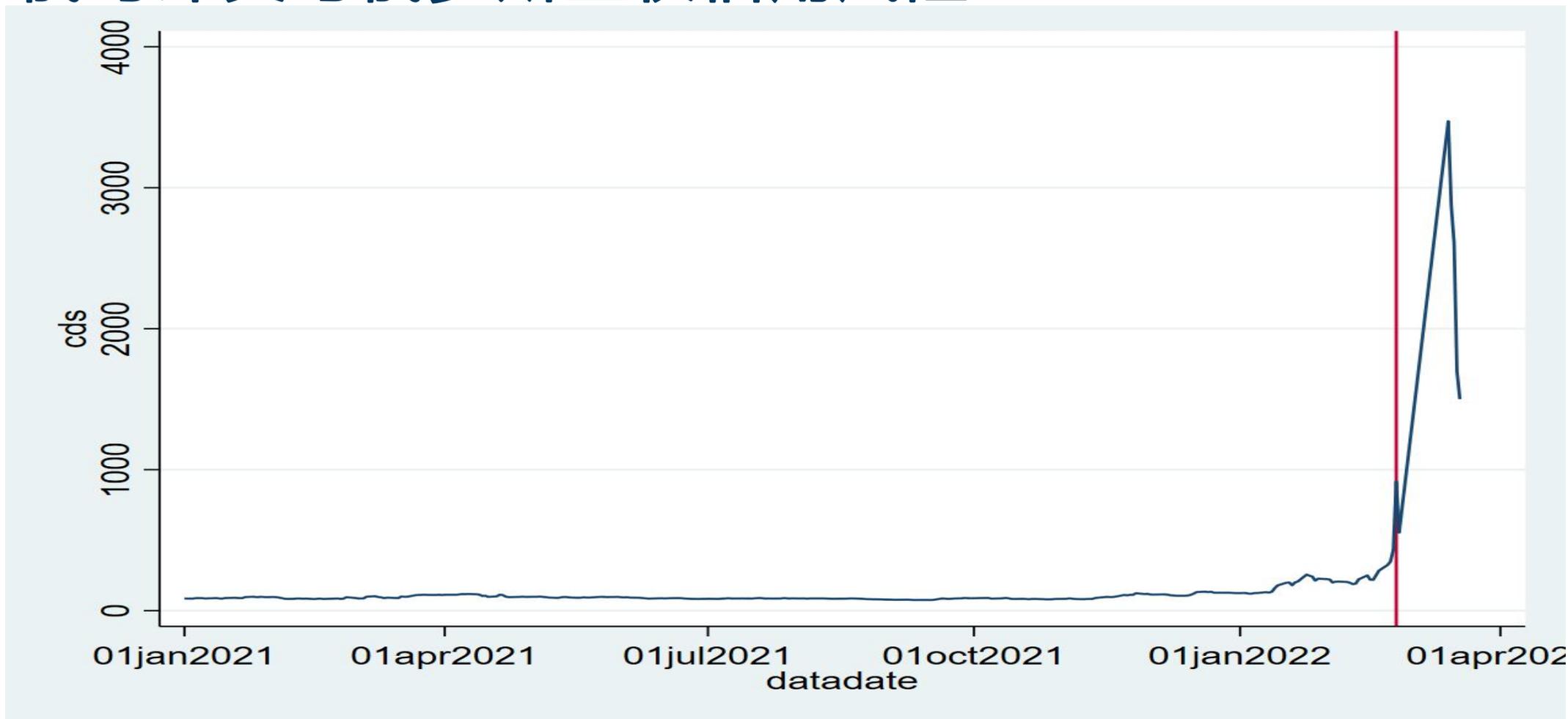
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与巴西主权信用风险



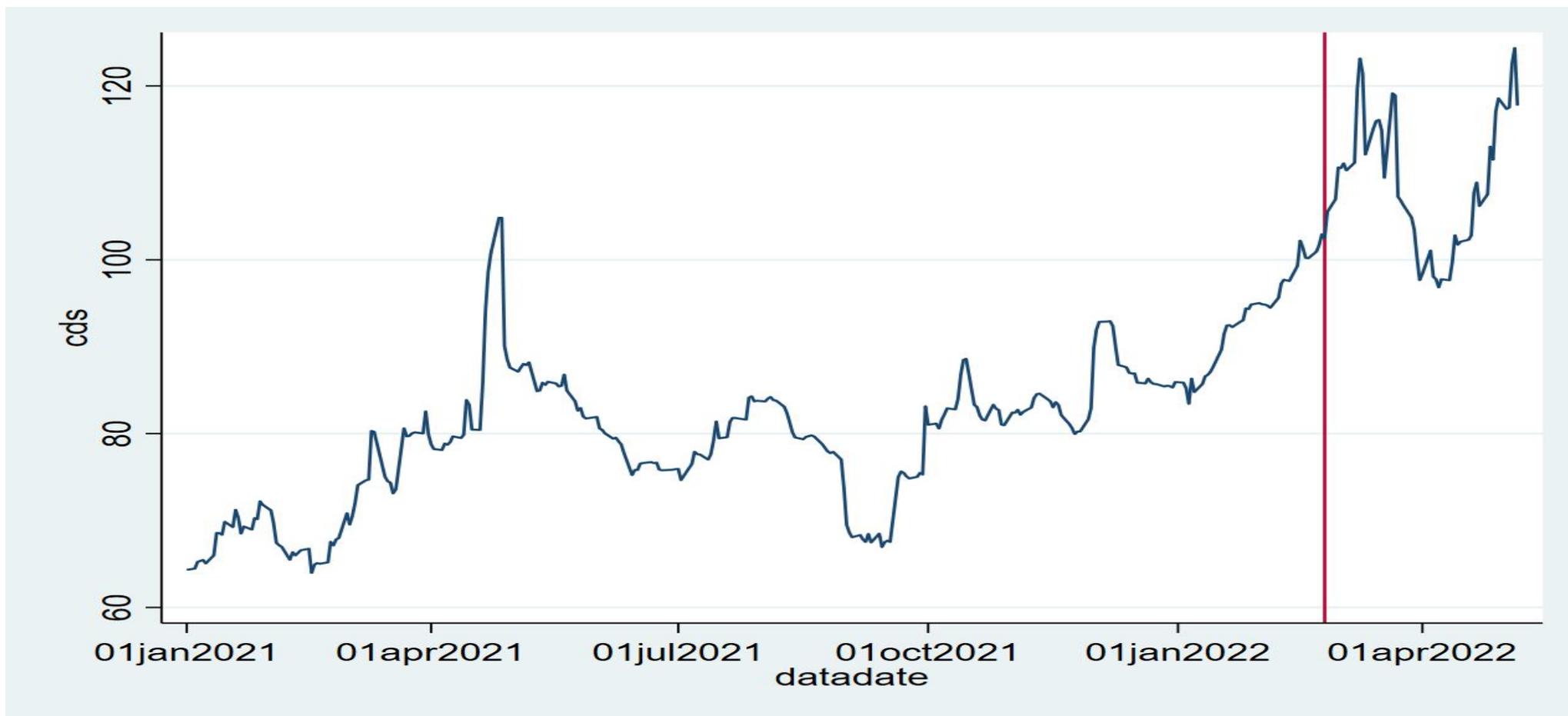
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与俄罗斯主权信用风险



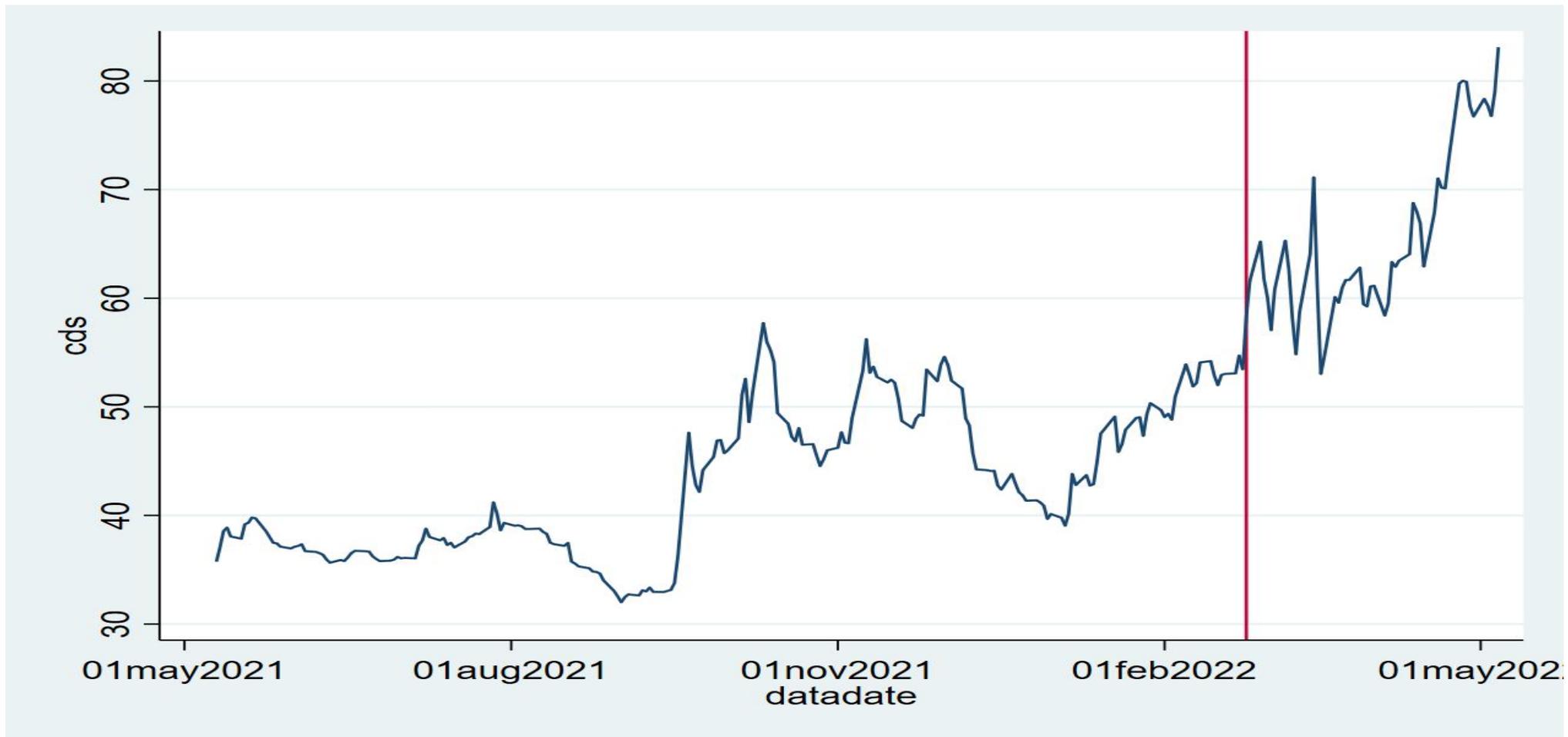
数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与印度主权信用风险



数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

俄乌冲突与中国主权信用风险



数据来源：5-year CDS, Bloomberg，单位（基点）

目 录

- 一、俄乌冲突背景下，各国对俄罗斯的经济金融制裁
- 二、各国对俄制裁对俄罗斯的影响
- 三、俄乌冲突及对俄制裁对全球金融市场的溢出影响
- 四、俄乌冲突对中国金融安全的启示

对中国金融安全的启示

- 所谓金融安全，重点是维持金融服务实体经济的能力
- 外部冲击对金融安全的影响，主要是外部冲击对金融服务实体经济能力的影响，这又受到
 - (1) 本国金融体系外部依赖性
 - (2) 实体经济外部依赖性的影响

金融体系外部依赖性的风险管理

- (1) 资产端：重视地缘政治冲突通过全球产业链、通胀预期和汇率等因素对外部金融资产市场风险的影响；
- (2) 资产端：发达国家对俄罗斯金融制裁对主权信用风险的影响可能是持续性的，应适当降低对主权信用风险的暴露，并分散外部金融投资；
- (3) 负债端：在宏观审慎原则基础上坚持金融双向开放；
- (4) 进一步推动人民币国际化，建立全球人民币金融生态；
- (5) 加快人民币支付清算体系建设。

实体经济外部依赖性的风险管理

- (1) 坚持按动态比较优势原则，深化国内分工，促进经济内循环，发挥国内市场潜能；
- (2) 多策并举，推动国内创新发展，提升中国在全球价值链中的地位；
- (3) 构建具有多样性的价值链全球布局；
- (4) 做好重要战略物资储备工作，增强经济金融体系应对大宗商品价格波动冲击的韧性。



CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

