

五、俄烏戰爭對俄羅斯及全球經濟金融之可能影響：兼論 1998 年俄羅斯金融危機

本(2022)年 2 月 24 日俄羅斯入侵烏克蘭後，引發 G7 工業國家等陸續對俄羅斯祭出更嚴厲的**金融與經濟制裁**¹，包括**限制俄羅斯央行資金調度能力、限制重要機構的融資能力並凍結渠等資產**，將特定銀行排除在 SWIFT 系統之外，以及對俄羅斯實施**出口管制及減少自俄國進口能源**等措施，**明顯影響俄羅斯經濟金融正常運作**。

前述國際金融制裁措施亦導致盧布大幅貶值、股市重挫及銀行出現擠兌現象，迫使該國宣布暫時關閉國內股市，俄羅斯央行大幅調升政策利率，並實施部分資本管制措施，以緩和盧布貶值。當前國際金融制裁對俄國之可能衝擊及外溢效應備受外界矚目，亦引發有關 1998 年俄羅斯公債違約之金融危機衝擊全球金融市場，導致長期資本管理公司(LTCM)瀕臨倒閉之討論；而當年 Fed 曾採行緊急降息並釋出流動性因應，以穩定金融市場。

本文首先扼要介紹**主要經濟體聯合金融制裁措施及其影響**，並討論當前俄國及全球金融市場所受之影響，同時說明俄羅斯公債之國際投資者可能面臨俄羅斯公債違約之風險；最後再探討**俄烏戰爭對全球經濟及通膨之衝擊**，及其對**主要經濟體貨幣政策之影響**。值得一提的是，外界憂心本次俄羅斯金融動盪恐擴大成類似 1998 年俄羅斯金融危機。不過，相較 1998 年俄羅斯金融危機，本次俄羅斯金融動盪之成因及影響明顯不同，其對全球金融市場及主要經濟體之貨幣政策走向所帶來之影響亦不相同，本文擬在相關處加以比較，並於附錄回顧 1998 年俄羅斯金融危機，俾供各界參考。

¹ 相較於 2014 年歐美國家針對俄國發動克里米亞戰爭所實施之制裁：(1)歐美政府宣布針對「與該事件相關」官員實施金融制裁，如資產凍結及旅行禁令；(2)歐洲復興開發銀行(EBRD)暫停向俄羅斯提供經濟發展優惠貸款；(3)將俄羅斯部分最大國有銀行(包括 Sberbank 及 Gazprombank)、3 家俄羅斯能源公司(包含 Rosneft，排除 Gazprom 歐盟)及 3 家俄羅斯國防公司列入制裁名單；(4)禁止提供俄羅斯 5 家主要國有銀行貸款；(5)雙向武器禁運；(6)禁止出口可作為(或生產)武器之民用工業產品；(7)禁止出口某些能源設備，且禁止為俄羅斯創新及技術密集型能源項目(例如北極和深水勘探、頁岩油)提供特定的能源相關服務。本次主要經濟體對俄國聯合制裁措施力道及範圍均遠超 2014 年(參見 Nathan, Allison (2014), "Russia and the West," *Goldman Sachs Research*, Apr. 15; BBC News (2014), "Ukraine Crisis: EU and US Impose Sanctions over Crimea," Mar. 17; Dreyer, Iana et al.(2014), "Do Sanctions Against Russia Work?" *European Union Institute for Security Studies*, Dec.)。

(一) 主要經濟體因俄烏戰爭對俄國之制裁及衝擊

1. 主要經濟體為反制俄羅斯入侵烏克蘭，陸續祭出金融與經濟制裁

(1) 金融制裁重點在於透過凍結俄羅斯國外資產，以及切斷其與國際金融聯繫網絡，影響其外幣調度能力，進而限制其金融與貿易交易能力；其中制裁力道最強者係凍結俄羅斯央行動用外匯資產之能力，阻礙俄國重要機構進入國際融資市場，以及凍結個人與企業之國外資產(表 1)。

表 1 近期主要經濟體對俄羅斯之金融制裁

措施	制裁內容	實施之主要經濟體/機構
凍結俄羅斯央行外匯資產	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止與俄羅斯央行進行交易，以限制俄羅斯央行在渠等境內調度國際準備，並凍結外幣資產。 ● 禁止使用 BIS 所提供的一切服務。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國、德國、法國、義大利、英國、加拿大、日本等 ● BIS
阻礙俄國重要機構進入國際融資市場	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止俄羅斯政府、特定機構或銀行在境內發行債券或新股來籌措資金，以增加融資成本 ● G7 禁止俄國自 IMF 與世界銀行等多邊國際機構取得融資 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國、歐盟、英國、瑞士、日本等 ● G7
凍結個人與企業之國外資產	<ul style="list-style-type: none"> ● 將部分俄羅斯銀行、公司或個人列入制裁名單，並凍結其境外資產 ● 限制俄羅斯國民或居民的存款金額，主要係針對俄羅斯富人所設 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國、歐盟、英國、加拿大、瑞士、日本等 ● 歐盟、瑞士、英國等
逐出 SWIFT	<ul style="list-style-type: none"> ● 將特定俄羅斯銀行(截至本年 3 月 14 日共有 7 家俄國金融機構)逐出並斷絕使用 SWIFT 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國、歐盟、英國、加拿大、瑞士、日本及南韓等

資料來源：主要取材自 US Department of State(2022), "Joint Statement on Further Restrictive Economic Measures," *Statements and Releases*, Feb.26 ; G7(2022), "G7 Leaders' Statement," *Press*, Mar. 11 ; BBC(2022), "What Sanctions are Being Imposed on Russia over Ukraine Invasion?" *BBC*, Mar. 12.

(2)經濟制裁重點在於**切斷石油與天然氣出口之經濟命脈**、阻止俄國獲得戰備資源，取消俄羅斯貿易最惠國(Most-Favoured-Nation)待遇等措施(表 2)。

表 2 近期主要經濟體對俄羅斯之經濟制裁

	制裁內容	實施之主要經濟體
切斷石油與天然氣出口之經濟命脈	<ul style="list-style-type: none"> ● 禁止進口俄羅斯原油、天然氣及煤等能源 ● 中止將天然氣由俄羅斯輸往德國的北溪 2 號管線(Nord Stream2)執照審核程序 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國、歐盟、英國、加拿大、日本、南韓等 ● 德國
阻卻俄國獲得戰備資源	<ul style="list-style-type: none"> ● 對俄羅斯實施出口管制(例如國防、航太、煉油等相關產品，包括半導體及電腦等科技產品) ● 禁止俄羅斯籍航空進入領空 	<ul style="list-style-type: none"> ● 美國、英國 ● 美國、歐盟、英國、加拿大等
取消國際貿易優惠	<ul style="list-style-type: none"> ● 取消俄羅斯貿易最惠國(Most-Favoured-Nation)待遇 	<ul style="list-style-type: none"> ● G7

資料來源：主要取材自 US Department of State(2022), “Joint Statement on Further Restrictive Economic Measures,” *Statements and Releases*, Feb.26；G7(2022), “G7 Leaders’ Statement,” *Press*, Mar. 11；BBC(2022), “What Sanctions are Being Imposed on Russia over Ukraine Invasion?” *BBC*, Mar. 12.

2. 主要投銀認為，俄羅斯受到國際制裁衝擊，將造成**美元計價公債違約風險攀升**、**盧布持續貶值風險**、**嚴重經濟衰退及高通膨**(表 3)。

表 3 主要經濟體聯合對俄羅斯金融及經濟制裁之可能衝擊

衝擊層面	內容
債券違約風險上升	<ul style="list-style-type: none"> ● 受國際金融制裁影響，俄羅斯最快於本年4月15日將有3檔美元公債累計應付本金及利息共5.64億美元，恐無法如期支付債券本息。
盧布貶值	<ul style="list-style-type: none"> ● 約半數國際準備被凍結，在外匯供給不足下，俄羅斯盧布將持續面臨貶值風險。

衝擊層面	內容
經濟成長放緩	● 預期俄羅斯本年經濟成長率將 衰退 7%至衰退 10.4% 。
高通膨	● 商品供應減少、能源價格上漲及盧布貶值，將導致俄羅斯通膨於本年中超過 20%，倘若各國制裁強度增強，將擴大通膨上行風險。

資料來源：Feroli, Michael and Daniel Silver (2022), “Hiccup in Wage Growth not Enough to Mar Strong Jobs Report,” *J.P.Morgan North America Economic Research*, Mar. 4；. Razgallah, Brahim et al. (2022), “Disruptive Developments,” *Barclays Emerging Europe, Middle East and Africa Outlook*, Mar.11；Razgallah, Brahim et al. (2022), “What if 140 is the New 85?” *Barclays Emerging Europe, Middle East and Africa Outlook*, Mar.5；Zezas, Michael et al. (2022), “Sizing Up Sanctions,” *US Public Policy, Morgan Stanley Research*, Mar. 1；Grafe, Clemens (2022), “Marking our Russia Forecasts to the Newly Announced Sanctions,” *Goldman Sachs Research*, Mar. 1.

3. 為緩和國際制裁對俄羅斯金融體系之衝擊，俄羅斯央行上調政策利率至 20%、實施資本管制與緩解流動性危機（表 4）。

表 4 俄羅斯央行因應國際金融制裁之緊急措施

措施	內容
升息	● 俄羅斯央行於本年 2 月 28 日宣布政策利率由 9.5%調升至 20.0%
資本管制	<ul style="list-style-type: none"> ● 強制俄羅斯貿易商出售其外匯收入的 80% ● 禁止民眾攜帶逾 1 萬美元等值外匯現金出境 ● 俄羅斯居民每人每月匯款至海外金額不得逾 5,000 美元 ● 禁止居民對非居民授信、禁止俄國金融機構付款給國外客戶(含支付盧布計價之主權債本息) ● 暫時禁止非居民出售證券
緩解流動性危機	<ul style="list-style-type: none"> ● 暫時允許俄羅斯企業以盧布支付海外債務(含外幣計價債券) ● 透過附買回交易(Repo)，提供俄羅斯金融機構無上限的盧布流動性 ● 調降金融機構收受存款之法定準備 ● 將央行旗下之俄羅斯再保險公司資本額由 710 億盧布擴增至 3,000 億盧布，以強化其因應國際制裁的能力

(二) 國際金融制裁對本年俄國金融市場、國際債權人及全球金融市場之影響

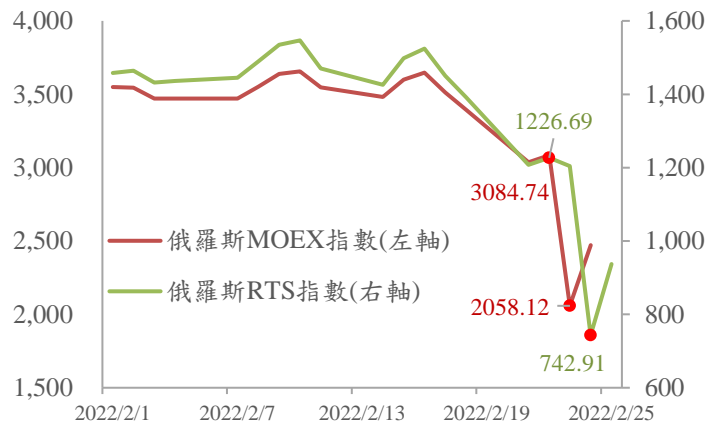
1. 俄羅斯金融資產遭大幅拋售、三大國際信評調降俄羅斯主權信用評等至垃圾等級

(1) 自本年2月24日俄羅斯入侵烏克蘭後，各國紛紛對俄羅斯實施經濟封鎖等制裁措施，**俄羅斯 MOEX 與 RTS 指數**²二天內分別**暴跌 33.3% 及 39.4%**(圖 1); 2月22~25日俄羅斯**10年期公債殖利率**則自**10.94% 遽升至 15.99%**(圖 2)。而莫斯科交易所自2月25日暫時停止交易，至3月15日仍未恢復交易。

(2) 由於**國際制裁大幅提高俄國債券違約**之可能性(目前俄羅斯5年期**CDS 飆升至 2009年以來新高**)；本年3月初，**俄羅斯主權信用評等**陸續遭國際信評機構**S&P、Fitch 及 Moody's**調降至**垃圾等級**(附錄 1)。

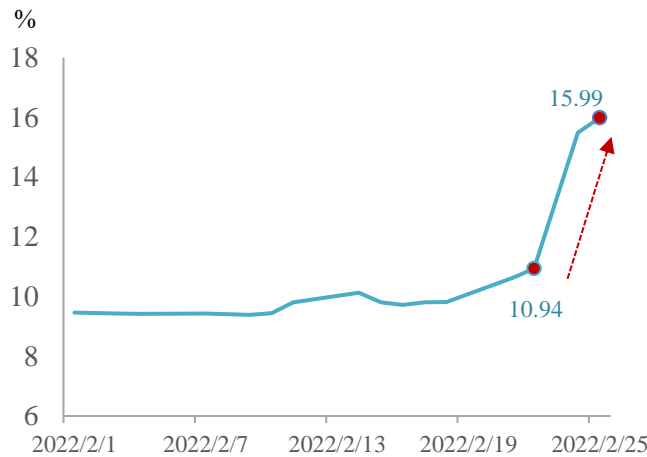
(3) 俄羅斯**外匯市場亦迅速受到衝擊**，俄羅斯**盧布(Ruble, RUB)對美元匯率**自2月25日之**83.75 遽貶至 3月15日之 105.96(3月7日最低貶至 138.39)**(圖 3)。俄羅斯央行遂於2月28日宣布將**政策利率由 9.5% 上調至 20%**，以因應盧布貶值風險。

圖 1 近期俄羅斯股票指數走勢



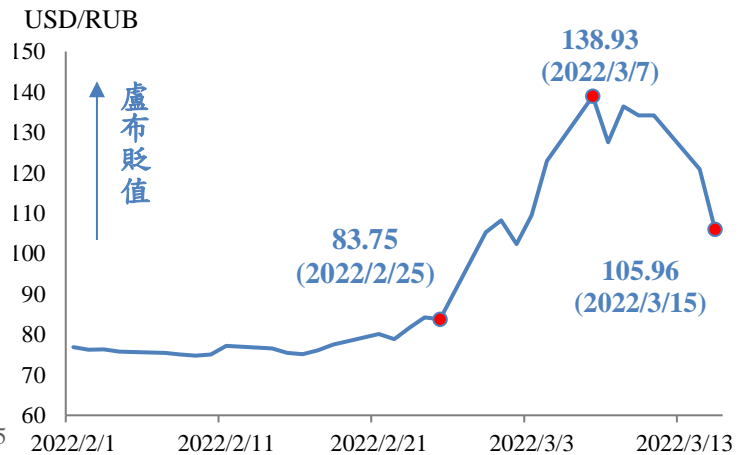
資料來源：Bloomberg

圖 2 俄羅斯 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg

圖 3 俄羅斯盧布對美元匯率走勢



資料來源：Bloomberg

² 俄羅斯兩大指數為 MOEX 及 RTS 指數；MOEX 指數係俄羅斯最大的股票指數，以俄羅斯盧布計價，而國際股市交易仍以美元計價的 RTS 指數為主。

2. 海外投資人持有俄羅斯公債之情形及所受影響

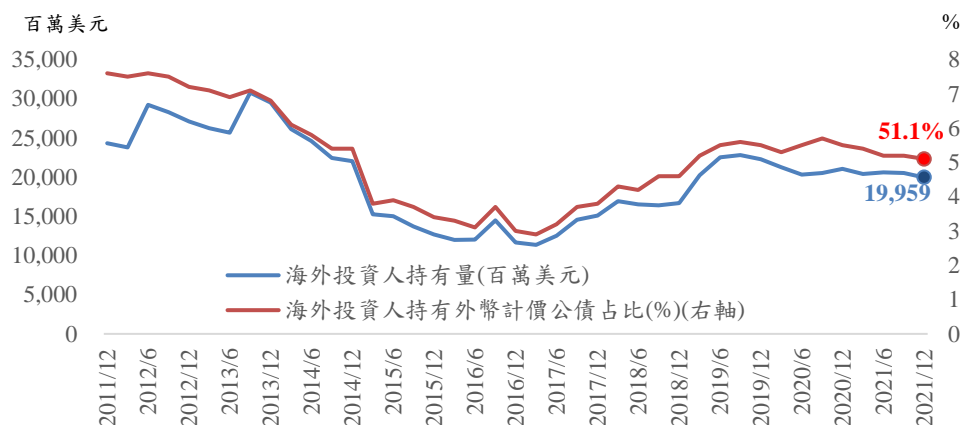
(1) 俄羅斯可能最快於 4 月 15 日無法以外幣支付外幣計價公債本息

- 截至上(2021)年底海外投資人持有之俄羅斯外幣計價公債金額約 200 億美元，持有比重達 51.1%(圖 4)。
- 受國際金融制裁³影響，俄羅斯 4 月 15 日將有 3 檔美元計價公債合計應付本金及利息共 5.64 億美元⁴，恐無法以美元支付債券本息⁵。

(2) 持有俄羅斯盧布計價公債之海外投資人面臨無法出售風險

- 截至本年 1 月底，海外投資人持有之俄羅斯盧布計價公債金額約 3 兆盧布，持有比重僅有 19.1%(圖 5)。因 2013 年起美歐各國陸續對俄羅斯進行經濟制裁，限制其在國際市場籌資能力，且自上年 6 月後，美國金融機構已完全無法參與俄羅斯公債初級市場交易，因此，海外投資人持有盧布計價公債之比重已逐步降低。
- 面對國際經濟制裁，俄羅斯央行為穩定金融市場，於本年 3 月宣布禁止海外投資人拋售俄羅斯證券。

圖 4 海外投資人持有俄羅斯外幣計價公債比



資料來源：俄羅斯央行

圖 5 海外投資人持有俄羅斯盧布計價公債比重



資料來源：俄羅斯央行

³ 主要為禁止美國個人或實體與俄羅斯央行及財政部進行交易，以及兩大國際集中保管機構 Euroclear 及 Clearstream 與俄羅斯國家結算存託保管機構暫停往來。

⁴ 有 2 檔美元公債付息日為本年 3 月 16 日，加計 30 天寬限期後，付息日為 4 月 15 日，應付利息共 1.17 億美元；另有 1 檔部分還本美元公債付息日為本年 3 月 31 日，加計 15 天寬限期後，付息日亦為 4 月 15 日，合計應付本金及利息共 4.47 億美元。Waever, Simon (2022), “Key Talking Points,” *Morgan Stanley Research*, Mar. 7.

⁵ 俄羅斯總統普丁在本年 3 月 5 日簽署法令，允許以盧布支付外幣計價債務。俄羅斯財長於 3 月 13 日表示在制裁取消前，可能以盧布償還外債。

(3) 歐系國際銀行對俄羅斯之暴險最高

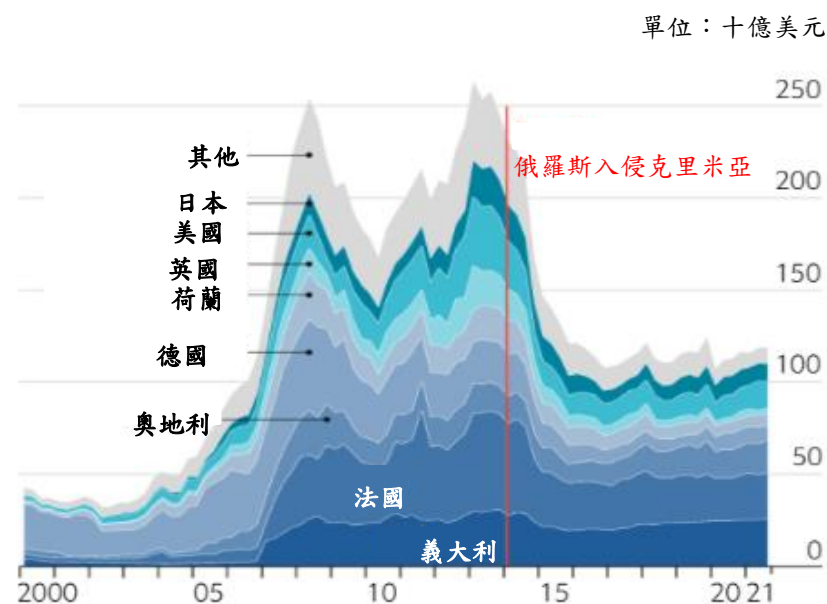
- 根據 BIS 資料，**上年 9 月底國際銀行對俄羅斯的債權共約 1,215 億美元**，且主要來自西歐之銀行業，前 3 大債權銀行分別為義大利 253 億美元、法國 252 億美元及奧地利 175 億美元(表 5)。
- 惟**目前國際銀行對俄羅斯之債權已遠低於 2013 年的高點**。在 2000 年代，國際銀行對俄羅斯企業及家庭之放款穩定成長，2013 年總規模達 2,750 億美元(圖 6)，但自 2014 年俄羅斯占領克里米亞、國際祭出制裁行動後，許多國際銀行削減對俄羅斯暴險部位。
- 對俄羅斯暴險部位較大之國際銀行為奧地利奧合國際銀行(Raiffeisen Bank International)、法國興業銀行(Société Générale)、義大利裕信銀行(UniCredit)及聯合聖保羅銀行(Banca Intesa Sanpaolo)，以及美國花旗銀行(Citi)；除了身為俄羅斯最大外國銀行奧地利奧合國際銀行之外，**其他國際銀行集團對俄暴險占集團總暴險的比重抵不高**。

表 5 國際銀行對俄羅斯之債權—依銀行國籍

國籍	金額(億美元)	國籍	金額(億美元)
義大利	253.10	希臘	1.87
法國	251.56	台灣	1.84
奧地利	175.11	土耳其	1.71
美國	146.73	葡萄牙	1.49
日本	95.64	比利時	0.45
德國	80.76	加拿大	0.13
瑞士	37.25	巴西	0.05
英國	30.42	澳洲	0.04
南韓	16.92	巴拿馬	0.04
西班牙	8.12	愛爾蘭	0.02

資料來源：BIS Consolidated banking statistics, Updated 28 February 2022

圖 6 2000 年以來國際銀行對俄羅斯之債權



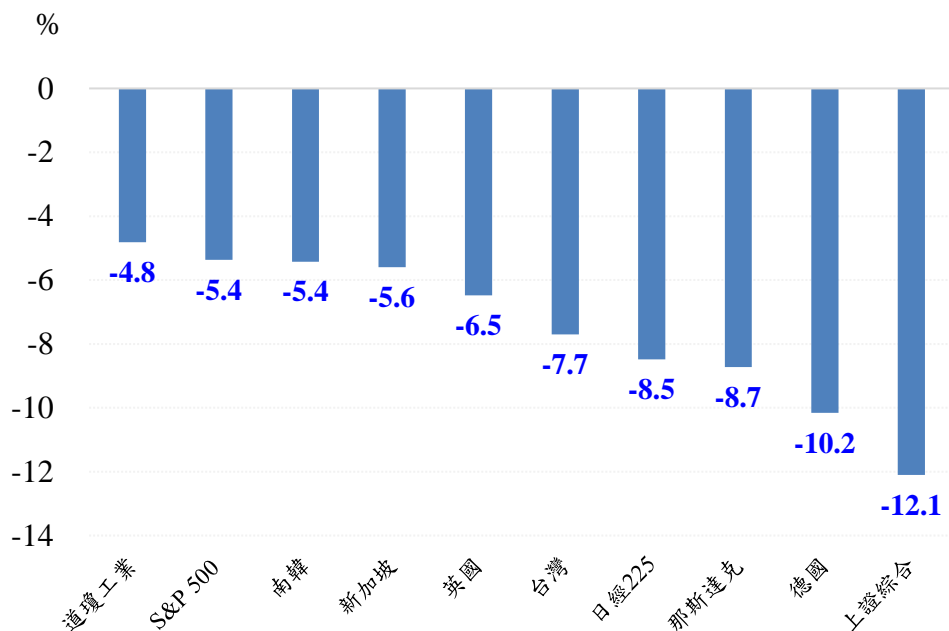
資料來源：BIS, Economist

3. 對全球金融市場影響：俄烏衝突升溫致全球金融市場動盪加劇、避險情緒增溫、風險性資產價格普遍下挫

(1)全球股市：自本年2月10日美國總統警告，俄國可能在近日內發動對烏克蘭軍事攻擊以來⁶，各國股市多呈下跌，跌幅介於**4%~13%**，其中**德國**因地緣政治、**天然氣相當依賴俄國**等相關風險，致其**股市下跌10.2%**，跌幅相對較大(圖7)。

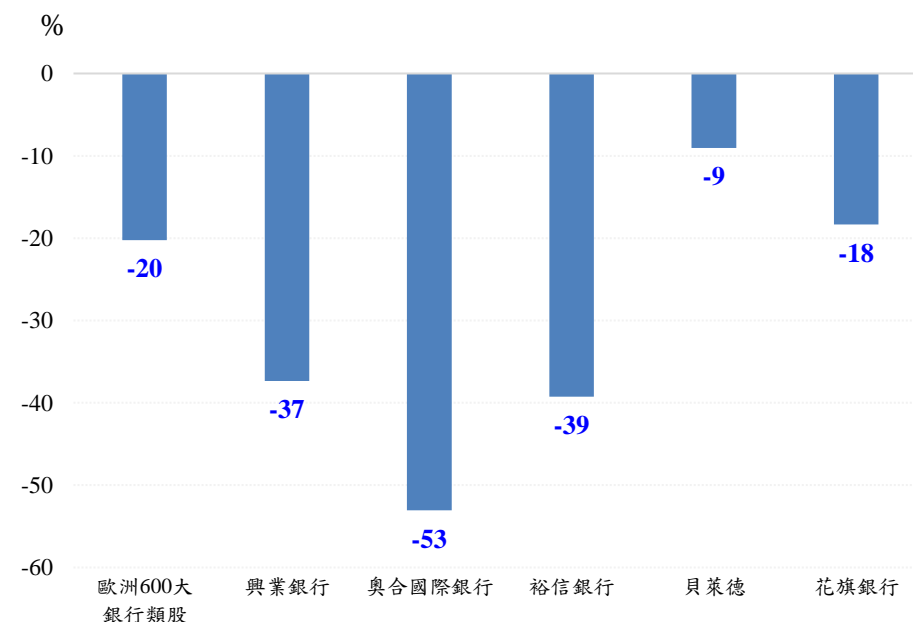
— 對俄暴險部位較高銀行如奧地利奧合國際銀行、法國興業銀行、義大利裕信銀行之股價跌幅較深，達**37%~53%**(圖8)。

圖7 主要經濟體股市變動幅度
(2022/2/10~2022/3/15)



資料來源：Bloomberg

圖8 對俄暴險高之金融機構股價大跌
(2022/2/10~2022/3/15)



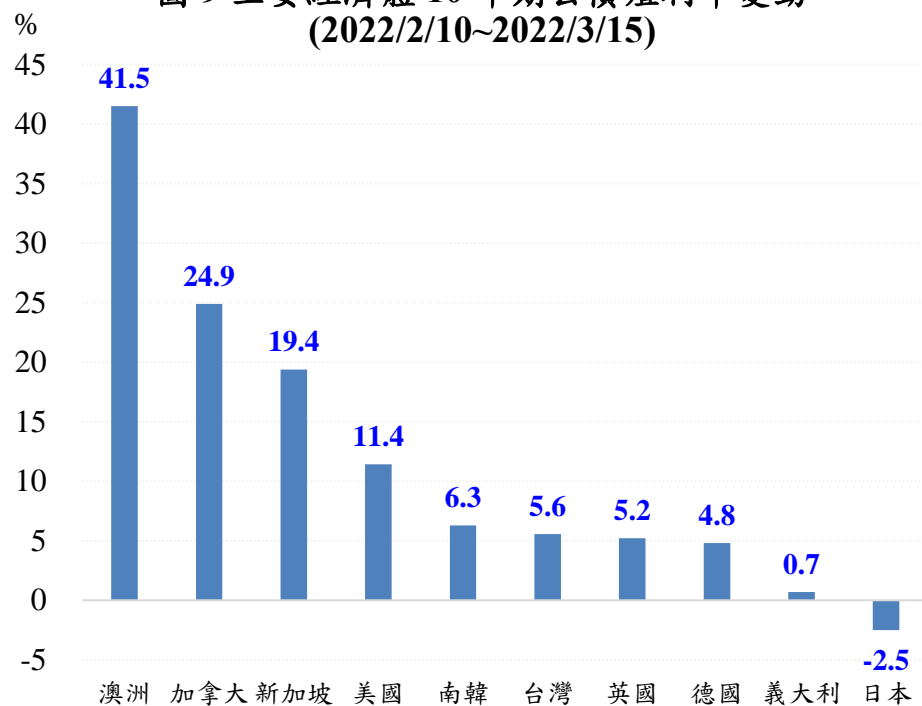
資料來源：Bloomberg

⁶ Kavi, Aishvarya(2022), "Biden Warns U.S. Won't Send Troops to Rescue Americans in Ukraine," *The New York Times*, Feb.10.

(2)全球債市：本年 2 月 10 日迄今，美、日、歐等主要經濟體公債殖利率多呈上揚，其中，澳洲公債殖利率上揚 **41.5 個基點**，升幅最大(圖 9)。

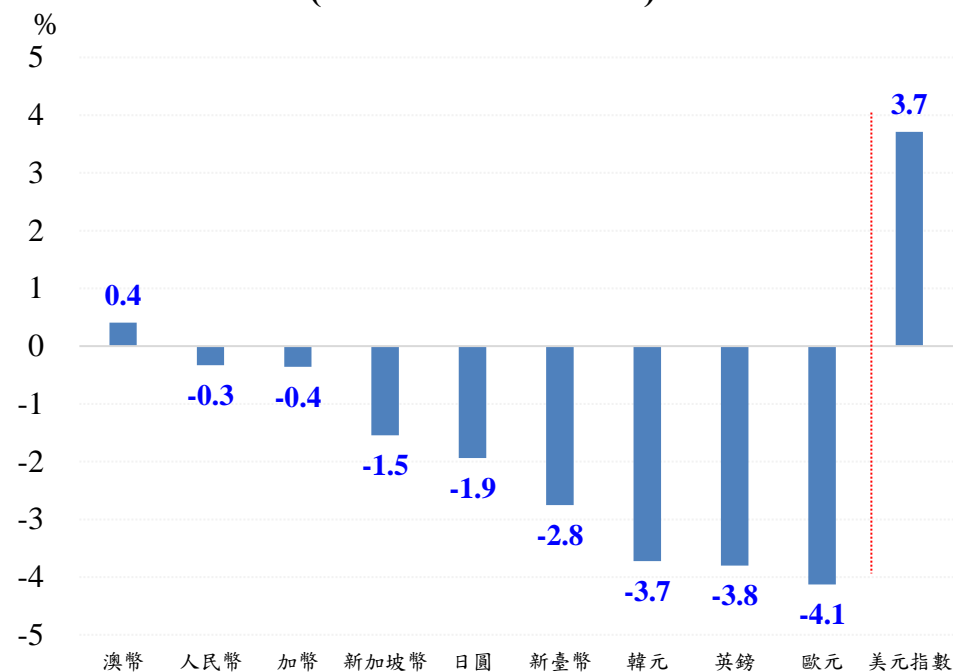
(3)全球匯市：本年 2 月 10 日迄今，俄烏緊張情勢導致美元避險需求大增，主要貨幣對美元多呈貶值，其中歐元區因地緣風險較高，致歐元對美元貶幅 **4.1%**，貶幅最大；僅澳幣對美元升值 **0.4%**，主要反映大宗原物料價格大漲，有利該國出口表現(圖 10)。

圖 9 主要經濟體 10 年期公債殖利率變動
(2022/2/10~2022/3/15)



*以各經濟體 10 年期公債殖利率為觀察基準
資料來源：Bloomberg

圖 10 主要貨幣對美元匯率升貶幅
(2022/2/10~2022/3/15)



資料來源：Bloomberg

(三) 俄羅斯公債違約風險上升

1. 與 1998 年俄羅斯金融危機⁷相較，本次俄羅斯主權債務恐因受國際制裁而有違約之可能

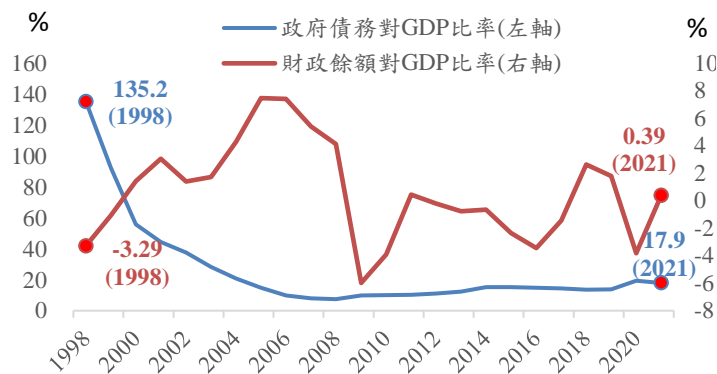
(1) 1998 年盧布重貶，衝擊國際投資人信心，俄羅斯相關資產遭拋售；加以政府債務龐大，政府無力償還到期債務，為緩和償債壓力，遂進行債務重整。

(2) 現今俄羅斯財政及經濟體質已較 1998 年健全，償債能力亦大幅改善 (圖 11~13)

年份	政府債務對 GDP 比率(%)	財政餘額對 GDP 比率(%)	經常帳餘額 (億美元)	國際準備 (億美元)	總外債 (億美元)
1998 年	135.2	-3.29	0.7	122	1,885
2021 年	17.9	0.39	1,202.6	6,306	4,906

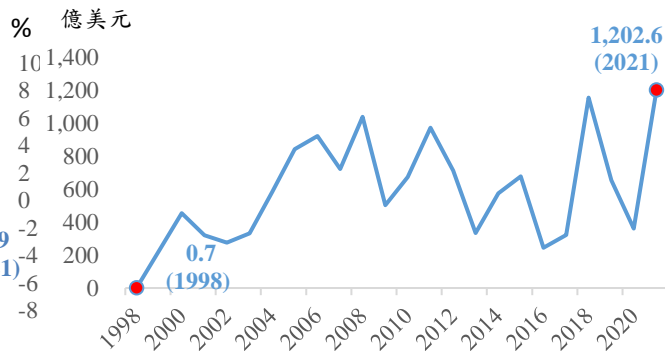
資料來源：Bloomberg、IMF WEO 及俄羅斯央行 (國際準備為 2022 年 1 月數據，總外債為 2021 年 9 月數據；其餘係採各年底資料)

圖 11 政府債務及財政餘額對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg、IMF

圖 12 俄羅斯經常帳餘額



資料來源：Bloomberg

圖 13 俄羅斯國際準備及總外債



資料來源：Bloomberg、俄羅斯央行

⁷ 詳附錄 2「1998 年俄羅斯金融危機歷史回顧」。

(3) 本次俄羅斯主權債務恐因遭受國際金融制裁而發生違約，造成海外投資人損失

- 現今俄羅斯財政**雖具有償債能力**，惟因遭受國際金融及經濟制裁，俄羅斯央行所持有之**國際準備 6,306 億美元** (含黃金逾 1,320 億美元)中，**有半數以上難以動用**。
- 俄羅斯總統普丁因此於 3 月 5 日**簽署臨時法令**，允許俄羅斯國家及企業**依該國央行公布的官方匯率，以盧布支付外國債權人**(針對俄羅斯實施不友善行為之國家的債權人)，作為資本管制下避免違約的一種方式。
- 隨後俄國財政部長亦表示⁸，在西方國家解除凍結俄國外匯存底之前，**俄羅斯仍會履行債務**，惟可能**以盧布支付**款項。
- 如債權人不同意接受**以盧布支付**，**恐將發生違約**⁹，並造成海外投資人損失。
- 中長期而言，國際制裁恐對俄國經貿活動產生更長遠負面影響，進而影響該國後續償債能力，**宜密切觀察後續發展**。

2. 本年 3 月 13 日 IMF 執行長 Kristalina Georgieva 表示¹⁰，俄羅斯主權債務可能會違約，但不至於擴大成為全球性金融危機。

⁸ Tan, Huileng (2022), “Russia's Finance Minister Has Admitted the Country Can't Use Nearly Half Its \$640 Billion Foreign Currency War Chest Because of Western Sanctions,” *Business Insider News*, Mar.14.

⁹ 信評機構 Fitch 於本年 3 月 15 日表示若在寬限期到期時，俄羅斯政府仍以盧布支付原應以外幣償付之主權債務，將導致違約事件(參見 FitchRatings (2022), “Russia-Understanding Potential Sovereign Default Events,” *FitchRatings Non-Rating Action Commentary*, Mar.15)。

¹⁰ Czuczka, Tony (2022), “IMF Head Says Russian Default No Longer an ‘Improbable Event’,” *Bloomberg News*, Mar.14.

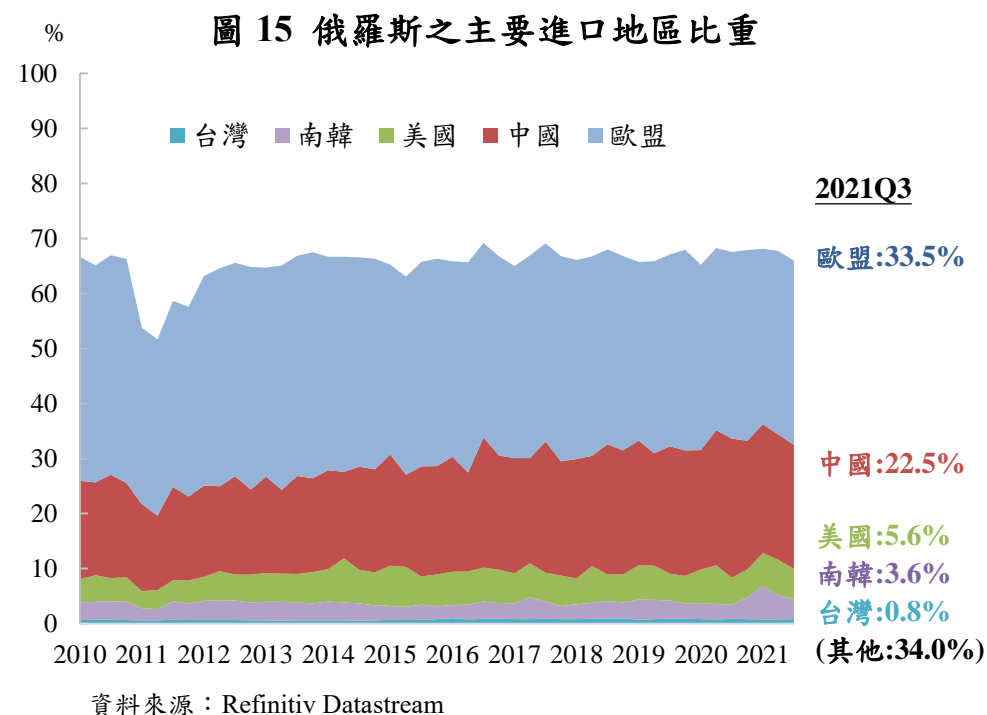
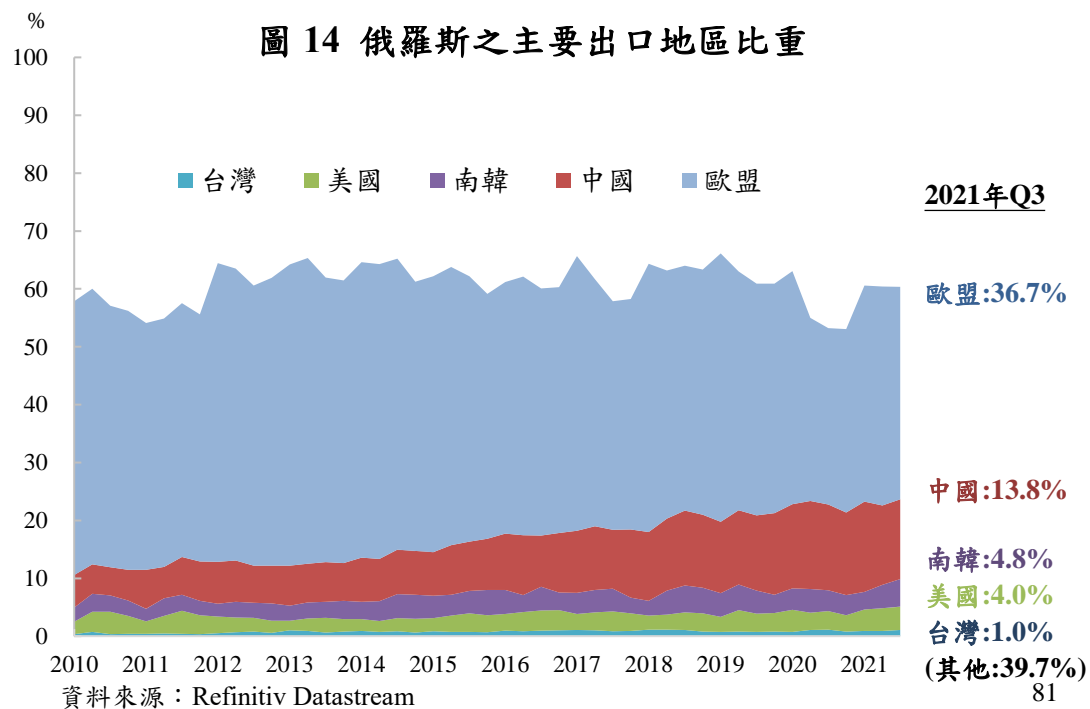
(四) 俄烏戰爭對全球經濟之影響

1. 俄烏經濟衰退對全球經濟之直接影響程度有限，惟俄烏戰爭所引發通膨上揚恐將影響經濟成長動能

(1) 上年俄羅斯和烏克蘭兩國 GDP 占全球比重分別為 **1.8%** 及 **0.2%**，俄羅斯 GDP 規模約 **1.8 兆美元**；俄羅斯為全球第 16 大出口國，主要出口地區為歐盟，近年俄羅斯在經濟上積極降低對美國的依賴，並強化與中國等亞洲國家之經貿關係，俄羅斯對中國及南韓出口比重上升(圖 14)。

(2) 俄羅斯進口為全球第 22 大進口國，主要進口地區為歐盟及中國，其進口占比分別為 33.5% 及 22.5%；其次為美國及南韓，其進口占比分別為 5.6% 及 3.6%(圖 15)。

(3) 俄羅斯出、進口之全球占比分別為 **1.7%** 及 **1.3%**；而美國、歐元區、中國及日本等主要經濟體，對俄羅斯及烏克蘭之總出口占其 GDP 之比率遠低於 1%，顯示俄烏經濟及貿易衰退對全球 GDP 之直接影響，程度應屬有限，惟俄烏戰爭所引發通膨上揚恐將影響經濟成長動能。

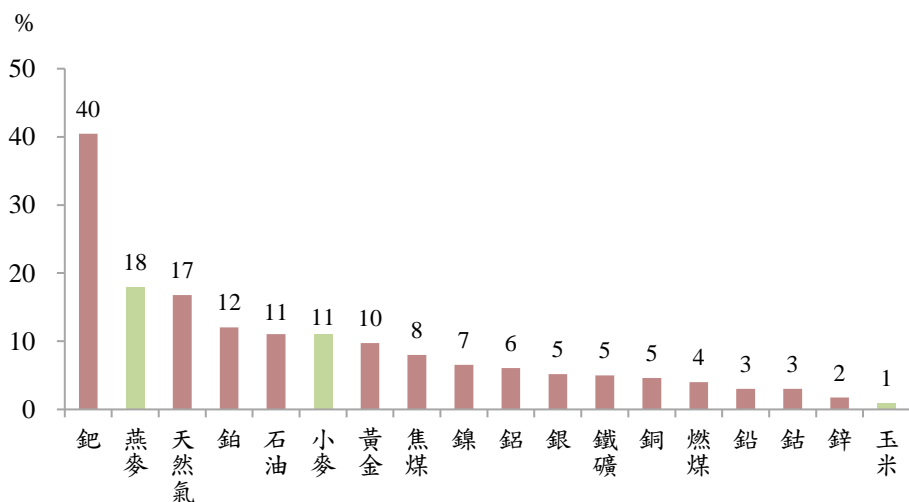


2. 俄烏戰爭已造成全球通膨上升壓力

(1) 俄羅斯為重要原物料之生產國

- 目前俄羅斯為**重要原物料之生產國**，如**鈀、穀物、天然氣、煤、鎳、鋁**等(圖 16)，其中，俄羅斯天然氣及石油產量分別為**17%**(全球第 2 大)及**11%**(全球第 2 大)；而產量比重大的鈀、鎳等工業金屬，亦應用廣泛。
- 1998 年俄羅斯金融危機時，其各項出口並未受到限制，而此次該國遭受國際制裁的影響範圍大，相關措施已造成大宗商品供應受阻，造成油價、金屬價格、穀物價格齊漲；如各國持續對俄羅斯經濟金融加以制裁，將因**供應短缺造成價格居高不下**，進而**衝擊全球通膨走勢**。
- 如近期油價勁揚(圖 17)，其外溢效應已推升能源類中焦煤及天然氣之價格(分別上揚**22.0%**及**15.9%**)，已對**全球通膨帶來極大壓力**。

圖 16 俄羅斯重要原物料產量之全球比重



註：穀物以綠色表示，金屬與礦物以紅色表示。

資料來源：IEA, J.P. Morgan, OEC, Morgan Stanley, Statista, World Bureau of Metal Statistics, Wood Mackenzie, 本行整理

圖 17 布蘭特原油現貨價格 (2022/2/10~2022/3/15)



資料來源：Refinitiv Datastream

(2) 各項大宗商品供應亦受阻，價格紛紛走高，若情勢持續恐引發各國更廣泛的輸入性通膨

- 由於俄羅斯和烏克蘭合計小麥、玉米及向日葵油出口之全球占比分別為 29%、19%及 80%，各國制裁俄國及**投資人預期軍事衝突阻擾該地區農民的春季種植計畫**，生產中斷可能性亦造成近期穀物價格大幅上漲。
- 各國對俄羅斯之制裁，將使**大宗商品交易對手須迴避俄羅斯出口商**，**尋求其他供應來源**，加重國際商品市場供需失衡問題，進一步**推升大宗商品價格**。
- 俄烏衝突升溫迄今，**國際大宗商品價格明顯上揚**(圖 18 及圖 19);其中，金屬及礦物類以**鎳、鈮**漲幅較大(**101.8%及 6.3%**)；而穀物類以小麥上漲**48.2%**最為明顯；大宗商品價格持續上漲，**各國輸入性通膨壓力上升**。

圖 18 基本金屬 3 個月期貨價格指數



註：倫敦金屬交易所基本金屬價格指數係根據倫敦金屬交易所之鋁（權重 42.8%）、銅（31.2%）、鋅（14.8%）、鉛（8.2%）、鎳（2%）及錫（1%）距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 19 穀物 3 個月期貨價格指數



註：該指數係根據芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）之黃豆、小麥、玉米距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

資料來源：Bloomberg

3. 俄烏戰爭影響主要經濟體貨幣政策考量

- (1) 回顧 1998 年俄羅斯金融危機，雖曾一度造成國際金融市場動盪，惟因海外投資者對俄國暴險不大，對全球經濟金融影響尚屬可控，且在 Fed 連續降息及釋出緊急流動性以穩定市場後，於 1999 年即啟動升息循環。
- (2) 此次俄烏戰爭導致能源等大宗商品價格飆漲，已明顯推升全球通膨，導致 Fed 等主要央行仍將採行原定之緊縮方向，惟其緊縮步調可能因俄烏戰爭不確定性而放緩¹¹。另 ECB 則因地緣關係所受衝擊較大，除通膨上揚壓力增加外，亦面臨歐元區經濟成長動能放緩之考驗，故該行升息時點不確定亦增加。

表 6 俄烏事件對主要經濟體貨幣政策之可能影響¹²

經濟體	可能影響
美國	<p>— 本月 Fed 主席 Powell 於國會聽證表示¹³，俄烏衝突為美國經濟帶來高度不確定性，通膨將面臨上行壓力。</p> <p>— Powell 概略估計，油價由去年底每桶約 75 美元大漲至本年 3 月初約 110 美元，若持續下去，可能會使通膨率增加近 0.9 個百分點，並使經濟成長率減少近 0.5 個百分點。</p>
歐元區	<p>— 上月 ECB 首席經濟學家 Philip Lane 估測¹⁴，在基礎情境下，俄烏衝突可能會使歐元區本年 GDP 下降 0.3%~0.4%，嚴重情境則降幅可能接近 1%；本年 3 月 10 日 ECB 會議聲明亦指出，俄羅斯入侵烏克蘭使不確定性上升，ECB 並下調本年歐元區經濟成長率並上調通膨預估值¹⁵。</p> <p>— ECB 總裁 Lagarde 於會後記者會指出，俄烏戰事可能顯著衝擊經濟信心並導致供應鏈問題再度惡化，對經濟需求的抑制程度恐高於預期，限制消費及投資活動；升息時點將以經濟數據為依據。</p>

¹¹ Rochester, Jordan et al.(2022), “FX Insights: The Russia FAQs,” *Nomura research*, Feb. 18

¹² Daniel, Harari(2022), “Economic Update: Ukraine Crisis Adds to Inflationary Pressures,” *UK Parliament*, Feb. 28 ; Rochester, Jordan et al.(2022), “FX Insights: The Russia FAQs,” *Nomura research*, Feb. 18;Varma, Sonal et al.(2022), “Asia: Economic consequences of the Russia-Ukraine conflict,” *Nomura research*, Feb. 24; Schomberg, William (2022), “Boe's Cunliffe Says Russia Crisis Will Add to Risks from Rates Shift,” *Reuters News*, Mar. 2; Subbaraman, Rob et al.(2022), “The Global Economic Impact of The Russia-Ukraine War,” *Nomura research*, Mar. 14.

¹³ Powell, Jerome(2022), “Semiannual Monetary Policy Report to the Congress,” *Fed*, Mar. 2.

¹⁴ Koranyi, Balazs and Francesco Canepa (2022), “ECB Policymakers Told Ukraine War May Shave 0.3%-0.4% off GDP,” *Reuters*, Feb.25.

¹⁵ 本次 ECB 下調歐元區 2022 年、2023 年與 2024 年經濟成長預估值分別至 3.7%、2.8%與 1.6%；上調歐元區 2022 年、2023 年及 2024 年通膨預估值分別至 5.1%、2.1%及 1.9%(參見 Lagarde, Christine (2022), “Combined Monetary Policy Decisions and Statement,” *European Central Bank Press Release*, Mar. 10)。

(五) 小結

1998 年俄國因受亞洲金融危機波及，且因高政府財政赤字、低國際準備，衍生償付能力不足而爆發債務違約，後擴大為俄羅斯金融危機。當時 Fed 受到 LTCM 瀕臨倒閉的衝擊曾採行緊急措施來穩定金融市場。儘管過去 22 多年來俄國基本面(國際準備、政府債務、財政赤字、經常帳等)均出現明顯改善，惟本年 2 月 24 日迄今，七大工業國家(G7)等因俄國入侵烏克蘭而對俄國祭出嚴厲之經濟金融制裁，其中限制俄羅斯央行進行外幣資產調度、凍結俄國重要金融機構海外資產，以及禁止向俄國進口原油、天然氣等能源等措施影響最大。國際三大信評公司亦陸續將俄國主權債信評等調降至垃圾債券等級。

儘管俄羅斯央行採行大幅升息、實施部分資本管制及提供無限量盧布流動性等措施，試圖穩定該國金融情勢，惟前述國際金融制裁已嚴重影響俄國央行及重要金融機構之外幣調度，限制渠等無法進行美元、歐元、英鎊及日圓等相關幣別的跨境支付清算，將影響該國金融與貿易交易。外界普遍預期，若俄烏僵局持續，俄羅斯主權債務恐因國際金融制裁而有違約之可能，造成海外投資人損失，故宜密切留意其發展。

其次，與 1998 年相較，當前俄羅斯經濟規模雖較大，但其對全球經濟規模占比仍有限，即使本次俄烏戰爭恐導致俄、烏兩國經濟及貿易衰退，此對全球 GDP 直接影響應屬有限；惟鑑於此次國際制裁措施將使俄國原物料出口受限，造成近期大宗商品供應受阻及價格飆漲，恐有引發各國更廣泛的輸入性通膨之風險，並拉低經濟成長率。

本次俄烏戰爭的不確定性亦對主要經濟體的貨幣政策態勢帶來影響，主要因近期能源等大宗商品價格飆漲，明顯推升全球通膨，導致 Fed 等主要央行仍將朝原定之緊縮政策方向，惟其緊縮步調可能因俄烏戰爭不確定性而放緩；至於 ECB，則同時面臨通膨上揚及歐元區經濟成長動能放緩之難題。最後，鑑於俄烏衝突等地緣政治不確定性高，宜密切注意事件本身及國際制裁的後續發展。

附錄 1 近期國際主要信評機構降評俄羅斯主權債信

主要信評機構	主權債信評等	降評原因
S&P ¹⁶	由 BB+ 降至 CCC-	<ul style="list-style-type: none"> ● 近期 G7 經濟體限制俄羅斯央行調度國際準備，將損及俄羅斯央行扮演最後融通者及該國外幣流動性。 ● 俄羅斯央行被迫採行資本管制，以緩和匯率及金融波動，恐影響持有俄羅斯政府公債之非居民如期收到俄羅斯公債本金及利息之能力。
Moody's ¹⁷	由 Baa3 降至 Ca (一週內兩度下調)	<ul style="list-style-type: none"> ● 國際對俄羅斯祭出嚴厲聯合的金融制裁，恐影響俄羅斯償還主權債務意願及干擾實際償債。 ● 限制俄羅斯央行調度國際準備，影響該行提供俄羅斯因應外部衝擊的緩衝能力，恐對俄羅斯經濟及金融部門產生持續干擾。
Fitch ¹⁸	由 BBB 降至 B，再 降至 C	<ul style="list-style-type: none"> ● 近期國際對俄羅斯金融制裁大幅提高俄羅斯總經及金融不穩定風險，對俄羅斯信用基本面造成巨大負面衝擊，恐影響俄羅斯償還主權債務意願。 ● 前述發展將削弱俄羅斯外部及公共財政穩定，嚴重限制該國融通之彈性，明顯降低該國 GDP 趨勢成長率。 ● 增加國內及地緣政治風險及不確定性。

¹⁶ S&P Global(2022), "Russia Ratings Lowered To 'CCC-' And Kept On CreditWatch Negative On Increasing Risk Of Default," Mar. 3.

¹⁷ Moody's(2022), "Moody's Downgrades Russia's Ratings to B3; Ratings Remain on Review for Further Downgrade," Mar. 2; Moody's(2022), "Moody's Downgrades Russia's Ratings to Ca from B3; the Outlook is Negative," Mar. 6.

¹⁸ FitchRatings(2022), "Fitch Downgrades Russia to 'B'; on Rating Watch Negative," Mar. 2; FitchRatings(2022), "Fitch Downgrades Russia to 'C'," Mar. 8.

附錄 2 1998 年俄羅斯金融危機歷史回顧

1. 1998 年俄羅斯金融危機發生之背景

原因	說明
政治環境動盪	<ul style="list-style-type: none">— 1991 年俄羅斯尚屬蘇聯加盟國，已退出蘇聯共產黨的葉爾欽(Boris Nikolayevich Yeltsin)憑藉民意支持當選首任俄羅斯直接民選總統。— 葉爾欽其後宣布蘇聯共產黨為非法組織，迫使戈巴契夫(Mikhail Sergeyevich Gorbachev)辭去蘇聯總統，象徵蘇聯正式解體。
經濟轉型過快	<ul style="list-style-type: none">— 葉爾欽政府在蘇聯解體後進行激進的改革政策，包含在俄羅斯實行休克療法(shock therapy)¹⁹，試圖將俄羅斯由計畫性經濟轉型為市場經濟。— 但俄羅斯政治與經濟基本面尚未成熟，經濟開放過早與改革腳步過快不但沒有增加經濟體系運作效率，亦造成惡性通貨膨脹，最終導致長時間的經濟衰退，為其後的金融危機埋下隱憂。
外國負債龐大	<ul style="list-style-type: none">— 俄羅斯自經濟轉型以來大量引進外資從事國內經濟發展，但大部份外資並未導向生產事業而是從事金融性的投機活動。— 加上政府財政赤字惡化，依賴短期外資支應，導致俄羅斯政府背負鉅額的外債。

¹⁹ 休克療法(shock therapy)係指一連串激進的經濟改革，旨在快速達成經濟穩定、自由化、私有化，以及開放經濟體進行國際貿易。

2. 財經決策失當引發主權債務違約

- (1) 俄羅斯外匯收入主要依賴能源出口，在 1997 年亞洲金融危機爆發後，能源及金屬的價格快速下跌，使其原本就脆弱的政府財政情況雪上加霜。
- (2) 經濟及財政惡化引來國際金融投機客攻擊盧布，盧布貶值壓力大增，俄羅斯政府乃於 1998 年 8 月 17 日宣布容許盧布對美元匯率於 6 至 9.5 間波動，惟此作法與葉爾欽總統曾保證盧布不貶值的說法相違背，投資人信心盡失，盧布對美元匯率便自 8 月 17 日的 6.43 下跌至 9 月 9 日的 20.83，貶值幅度達 200% 以上。
- (3) 俄羅斯政府債務龐大且多為短期內到期之高利率債券，還本付息壓力高，為緩和到期債務壓力，該政府於 1998 年 8 月 25 日片面宣布債務重整，將當時在市場流通並於隔年底到期的 GKO 短期國庫券以及 OFZ 公債²⁰重整為 3 至 5 年期的公債。

3. 間接造成 LTCM 公司瀕臨倒閉事件²¹

- (1) 美國長期資本管理公司(Long-Term Capital Management LP, LTCM)係由前所羅門公司副董事長 John Meriwether 於 1994 年 3 月所創立之對沖基金公司。由於 LTCM 成立前兩年績效相當突出，向銀行借錢易如反掌，亦不太需要足夠的擔保，因此該公司大量運用財務槓桿操作(槓桿融資比例約 50:1)，在美國對沖基金同業中無人能及。
- (2) 為追求高報酬，LTCM 投資許多新興市場債券，其中亦包括俄羅斯債券；在歷經 1997 年 6 月以來亞洲金融危機，以及 1998 年 8 月中俄羅斯宣布暫停償債並任由盧布貶值後，LTCM 投資頻頻失利，產生鉅額虧損並瀕臨破產。

²⁰ GKO 短期國庫券為俄羅斯財政部發行的短期零息債券；OFZ 公債為俄羅斯政府發行的中長期有息債券，由財政部辦理競標以支應聯邦政府預算。

²¹ 參考自 Abigail J Chido and Michael T Owyang (2002), "A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998," *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, Nov-Dec. ; Department of the US Treasury et al. (1999), "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management," *Report of The President's Working Group on Financial Markets*, Apr.

4. 因 LTCM 事件可能波及全球及美國金融市場，美國 Fed 之因應措施

- (1) LTCM 曾在 1998 年 9 月初向 New York Fed 總裁報告其困境，討論若破產可能對全球金融市場的影響。由於 LTCM 投資部位龐大(高達 1.25 兆美元)，且投資產品種類廣泛(涵蓋全球股票、債券、匯市及衍生性商品)，交易對手亦眾多。若 LTCM 破產恐將造成連鎖效應、牽連其他金融機構，並危及國際金融市場正常運作。
- (2) 鑑於 LTCM 倒閉或將波及全球及美國金融市場，1998 年 9 月 19 日 New York Fed 召集 16 家銀行及券商商討紓困方案，最終在 9 月 28 日由其中 14 家銀行及券商(不包含 Fed)提供 36 億美元資金取得 LTCM 之 90% 股權；並由其中 6 家銀行²²組成監管委員會，以協助 LTCM 脫困²³；另在 9 月 30 日又有 35 家金融機構加入援助 LTCM 行列，以聯貸方式提供 9 億資金援助 LTCM。
- (3) 事實上，1998 年上半年美國經濟仍維持穩健成長，通膨亦平穩，但隨著俄羅斯金融危機持續擴大，美國股市也因而大幅下跌，緊縮的金融情勢可能導致總需求下滑，對美國經濟前景產生不利影響。當時 Fed 採調降利率之寬鬆政策，1998 年 9~11 月連續降息 3 次(含 2 次例行會議及 1 次臨時會議，各調降 25bp，如下表)，以緩解緊縮的金融情勢。

日期	Fed 降息幅度	目標聯邦資金利率水準
1998/9/29	25bp	5.50%→5.25%
1998/10/15	25bp	5.25%→5.00%
1998/11/17	25bp	5.00%→4.75%

²² 包括 Goldman Sachs、Merrill Lynch、J.P. Morgan、Morgan Stanley Dean witter、Travelers Group 及 UBS 組成監管委員會，每日監管 LTCM 的整體投資決策。

²³ 紓困銀行團藉由增貸給予 LTCM 緩衝時間，讓其等套牢的部位解套後再出售(以避免 LTCM 因破產清算而拋售公司資產，而對全球金融市場再造成衝擊)；LTCM 最終在 1999 年底前將其最後剩餘之股權售出。