

## 俄罗斯宏观经济与金融市场综合报告

基于 Gazprombank Research 五份专题研究整合编制 | 覆盖通胀、货币政策、财政预算、外汇及固收市场

数据来源: Gazprombank Research 报告日期: 2026年6月11日

覆盖区间: 2026年6月8日-11日 原始报告: 5份

## 核心摘要 Executive Summary

**关键判断:** 俄罗斯经济正处于“温和降息+财政收缩+通胀回落”的良性通道中，但通胀风险犹存。GPB预计6月19日 CBR 降息 50bp 至 14.0% (基准情形)，年末关键利率降至 12%，年末 CPI 回落至 5.0-5.5% YoY。2027年降息空间可能因结构性赤字推迟和油价截断价下调而受限，关键利率或仅降至 10%。

关键利率 (当前)

**14.50%**

▶ 预计6/19降50bp至14.0%

CPI (5月 YOY)

**5.3%**

↓ 前值 5.6%

1-5月联邦赤字

**RUB 6.0 tn**

2025同期: RUB 3.0 tn

GDP (4月 YOY)

**1.3%**

↓ 3月: 1.9%

BRENT 原油

**\$93.1**

YTD +53.3%

CNY/RUB

**10.585**

YTD -7.2% (卢布升值)

## 货币政策展望：6月CBR议息会议预览

## 核心预测

### 基准情形 (BASE CASE)

降息 50bp → 14.00%

维持“温和偏软”信号 (moderately soft signal)

### 替代情形 (ALTERNATIVE)

降息 25bp → 14.25%

信号收紧：温和偏软 → 中性 (neutral)

## 支持降息的因素

- **通胀低于CBR预测**：2Q26至今 SAAR ~3.0% vs CBR预测 4.1%
- **核心通胀放缓**：2Q26 核心CPI 4.2% SAAR (1Q26: 6.3%)
- **财政脉冲减弱**：5月赤字仅 RUB 0.1 tn，前期集中支出结束
- **经济增速温和**：4月GDP 1.3% YoY，处于CBR 0.5-1.5%预测区间
- **工资压力缓解**：实际工资增速降至 2.5-3.0% SAAR (2025年末: 4.4%)

## 通胀风险因素

- **广义货币供给高增**：近3月 ~14% SAAR (CBR预测: 5-10%)，受财政预付款驱动
- **企业贷款反弹**：4月 +2.3% MoM (3月: 0%)，但5月大行数据显示将回落至 -0.4% MoM
- **年末赤字扩大**：从原计划 RUB 3.8 tn 升至 RUB 5.5-6.0 tn
- **居民通胀预期未降**：可能促使CBR更谨慎
- **劳动力市场紧张**：失业率维持历史低位，薪资压力风险未完全消退

## SPiEF 2026 财政部信号对货币政策路径的影响

Minfin 表态	内容	货币政策含义
2026赤字扩大	赤字从原计划 RUB 3.8 tn 扩大至约 RUB 5.5-6.0 tn，但借款计划扩张幅度小于2025年	⚠️ 2026降息不受阻，~RUB 2 tn 扩张在近年预算修订的典型范围内
零结构性赤字推迟	从2027年推迟至2029年，表明更长期的财政宽松	● 2027降息空间受限：年末关键利率可能仅降至 ~10% (此前预期 8.5-9.0%)

7月参考会议上，2027年平均关键利率预测区间可能从8-10% 上调至 10-11%

### 油价截断价下调

2027年计划从 \$59/bbl 降至 \$50/bbl (媒体讨论情景)

**△ 影响待定：**基础油气收入减少约 RUB 1 tn，但若2027年支出不增，赤字扩张仍在可控范围

**GPB 年末展望：**关键利率逐步降至 **12%** (年末)，CPI 回落至 **5.0-5.5% YoY**。偏离此路径的风险包括：外部因素推升通胀预期、2H26全球油价不确定性、预算政策偏离既定参数。10月住房公用事业费率上调 11.7% 将推升通胀约 1.1pp，但部分被2025年7月高基数(+0.8pp)抵消。

## 通胀动态：平稳的五月，加速的六月

5月 CPI MOM

**0.17%**

↓ 4月: 0.14%

5月 CPI YOY

**5.3%**

↓ 4月: 5.6%

5月 SAAR通胀

**~1.8%**

↓ 4月: 2.4% SAAR

6月首周 WOW

**0.20%**

↑ 前周: 0.15%

### 5月通胀：季节性通缩 + 卢布升值

- 食品贡献减弱 (-0.6pp MoM)，蔬菜价格异常通缩 -6.0% MoM (十年5月均值仅-0.7%)
- 卢布继续升值 +4.5% MoM (4月: +6.5%) 是主要通缩驱动
- Rosstat 核心通胀估计 ~4.6% SAAR (4月: 3.9%)，但GPB周度数据估算仅 3%
- **2Q26至今核心CPI: 4.2% SAAR vs 1Q26 6.3%** — 价格压力持续缓解趋势

### 6月首周：价格压力小幅抬头

- 6月前8天累计通胀 0.23%，**已超2025年6月全月(0.20%)**

- 年化CPI反弹至 5.6% YoY
- 主要驱动：蔬菜价格 +2.2% WoW（偏离季节规律）+ 汽油加速 +0.9%
- 剔除波动项后，核心通胀升至 **4.5-5.0% SAAR**

**GPB 判断：** 尽管6月初价格压力小幅上升，2Q26整体通胀均值仍低于CBR目标（**3.0% vs 4.1% SAAR**），**不应阻止CBR在6月19日会议上继续降息。** 蔬菜价格已显著偏离季节模式，预计近期将恢复通缩。

## 财政预算：支出按下暂停键？

### 🇷🇺 5月联邦预算执行

指标	5月	4月	MoM变动	2026累计 (5M)	2025同期(5M)
<b>预算赤字</b>	-RUB 0.1 tn	-RUB 1.4 tn	✅ <b>大幅收窄</b>	-RUB 6.0 tn	-RUB 3.0 tn
<b>总收入</b>	RUB 3.1 tn	n/a	n/a	n/a	n/a
油气收入	RUB 0.7 tn	n/a	<b>-RUB 0.2 tn</b>	n/a	n/a
非油气收入	RUB 2.4 tn	n/a	<b>-RUB 0.2 tn MoM</b>	n/a	+16% YoY (通胀调整后)
<b>总支出</b>	RUB 3.2 tn	n/a	<b>-RUB 1.6 tn MoM</b>	n/a	n/a

### 💡 关键解读

- **预付款支出已结束：** 前4个月集中的预付款模式在5月终止，支出环比骤降 RUB 1.6 tn
- **年度计划执行率：** 已拨付全年预算的 47%（去年同期 42%），仍偏高
- **油气收入受双重挤压：** 季度超额利润税高基数效应消退 + 卢布升值 5.3% MoM
- **年末赤字预测：** RUB 5.5-6.0 tn（原计划 RUB 3.8 tn）

### 💰 可用财政缓冲

- **国家福利基金 (NWF) 流动性部分:** RUB 3.4 tn (5月1日, MoM -RUB 0.2 tn)
- **银行账户余额:** RUB 7.1 tn (MoM -RUB 0.5 tn)
- **合计可用资金约 RUB 10.5 tn**, 为赤字融资提供充足空间
- 6-11月需月均盈余 ~RUB 0.4 tn 方可达成全年赤字目标

## 金融市场: 综合导航

### 外汇市场: 卢布波动的五月, 趋于稳定的六月

CNY/RUB (6/10)

**10.585**

日内 +0.1%

USD/RUB 期货

**72.09**

YTD -9.7%

EUR/RUB 期货

**83.24**

YTD -11.1%

- **5月卢布升值放缓:** +4.3% MoM (4月: +7.9%) , 因外汇总供给减少 \$2.8 bn MoM
- **出口商售汇仍处高位:** -\$1.7 bn MoM, 但最大出口商售汇继续增长 +\$2.9 bn, 达 \$10.2 bn (2025年3月以来最高)
- **Minfin + CBR 净购汇转向:** 自5月起逆转, 净售汇减少 \$1.2 bn MoM
- **Minfin 预算规则购汇扩大:** 6月5日-7月6日从 RUB 5.8 bn/日 增至 RUB 9.9 bn/日。CBR+Minfin 合计净购汇 RUB 5.3 bn/日 (此前 RUB 1.2 bn/日)
- **7月起净购汇或进一步升至 RUB 6-9 bn/日**, CBR净购汇占比将从当前~1%升至6月的~4%, 7月高达~6%, 对卢布形成温和压力

**GPB 6月末汇率预测:** 卢布可能稳定在 **CNY/RUB 10.7-11.0** 区间。出口商售汇或因5月油价下跌 (-8.8% MoM)再降 \$1-2 bn, 进口商和居民购汇季节性增加 ~\$1 bn, 总外汇供给6月或再收缩 \$3-5 bn。

指数	收盘	日变动	YTD
MOEX Russia	2,520	-0.1%	-8.6%
RTS	1,106	-0.2%	-0.4%
S&P 500	7,267	-1.6%	+6.0%
Shanghai Comp.	3,993	-0.4%	+0.6%

成交量 RUB 86.3 bn。投资者在长假前保持谨慎，卢布走强压制市场情绪，尾盘油价回升和超卖股回补限制跌幅。

### 6月10日主要个股表现

● 领涨	变动	● 领跌	变动
Samolet	+14.1%	Polyus	-4.1%
Eurotrans	+8.0%	Arenadata	-4.1%
Etalon	+6.8%	Seligdar	-3.9%
Whoosh	+4.2%	Nornickel	-2.4%
Sistema	+3.9%	RUSAL	-2.9%

### 🏠 固收市场

#### 俄罗斯 OFZ 收益率曲线

期限	代码	YTM	日变动	YTD变动
3Y	OFZ 26237	13.56%	-3bp	-65bp
5Y	OFZ 26235	14.27%	-4bp	+25bp
10Y	OFZ 26246	14.87%	-1bp	+20bp
15Y	OFZ 26238	14.70%	-3bp	+93bp

RGBI指数: 118.62 (+0.2%)。上周 OFZ 拍卖筹集 RUB 43 bn (前周 RUB 84 bn)，Minfin 距季度目标还需在剩余3个拍卖日各筹集 RUB 64 bn。

### 全球利率基准

债券	收益率	周变动
----	-----	-----

UST 2Y	4.16%	+15bp
UST 10Y	4.54%	+9bp
Bund 10Y	3.04%	+11bp
Gilt 10Y	4.88%	+7bp

美债遭抛售：美伊谈判无进展+Beige Book显示能源价格推升通胀+5月非农超预期2倍。欧债亦承压：欧元区5月CPI创2023年10月以来新高。

## 💰 货币市场

指标	利率	变动	说明
RUSFAR O/N	14.04%	-13bp	银行超额准备金调整，预计期末释放 RUB 0.7 tn
RUSFAR 3M	13.92%	-20bp WoW	利率互换曲线隐含 50bp 降息至 14.0%
莫斯科财政局 拍卖	14.05%	-24bp	CBR 会议前
人民币 O/N	0.0-0.5% (正常)	n/a	周一曾短暂飙升至 >10% (3月以来首次)，因新人民币OFZ结算需求
人民币 1M / 3M	~2% / 3.6%	↑	O/N 飙升传导至整条曲线

## 债券一级市场：近期新发

<p><b>Norilsk Nickel</b> CNY quasi-FX债券   4Y   6/10 建档 <b>票息 7.75-8.00%</b></p>	<p><b>Yandex</b> 001P-04 (3Y 浮息) + 001P-05 (2Y 固息)   6/16   ≥RUB 30 bn <b>浮息: Key Rate+≤150bp   固息: MOEX零息 曲线+≤140bp</b></p>
<p><b>United Engine Corp.</b> 两只合计 ≥RUB 3 bn   6/15 建档</p>	<p><b>VEB.RF (Sukuk)</b> 首笔伊斯兰债券   RUB 3.5 bn   已定价</p>

001P-03 (3Y 固息):  $\leq 16.75\%$  | 001P-04 (2Y 浮息): Key Rate+ $\leq 350\text{bp}$

YTM 15.35% | 认购  $> \text{RUB } 9.3 \text{ bn}$  (2.7x) | 散户占 24%

#### Magnit

BO-005R-06 | 6/9 定价  
RUB 20 bn

#### Whoosh

001P-07 | 3.3Y | 6/18 建档  
票息  $\leq 22.50\%$  | YTM  $\leq 24.97\%$

#### Alium

001P-01 | 2Y | 6/15 建档  
票息  $\leq 18.00\%$  | YTM  $\leq 19.56\%$

#### IEK HOLDING

001P-05 | 2.5Y | 6/16  
票息  $\leq 17.00\%$  | YTM  $\leq 18.39\%$

此外: MGKL (RUB 1 bn, YTM $\leq 29.34\%$ )、Baltic Leasing (RUB 500 mln)、Russian Post (RUB 5 bn 预营销)。上周 Transmashholding 发行 PBO-08 (RUB 20 bn) 为最大单笔。本周本地债偿付量降至 RUB 118 bn (前两周 RUB 330-460 bn), 其中 OFZ 偿付 RUB 41 bn。

## 关键事件与风险矩阵

### 📅 本周/近期关键事件

日期	事件	市场关注
6/9 (周二)	中国5月CPI/PPI	CPI预期 1.3% YoY (前值 1.2%) PPI预期 3.8% YoY (前值 2.8%)
6/9 (周二)	美国5月CPI	共识预期 4.2% YoY (4月: 3.8%)
6/11 (周四)	美国5月PPI	预期 +0.7% MoM (前值 +1.4%)
6/11 (周四)	ECB 利率决议	共识预期加息至 2.40% (当前 2.15%)
6/11-18	UGK 荷兰式拍卖	国有 ~67% 股权第二轮降价拍卖, 起始价 ~RUB 162 bn, 底价 50%
<b>6/19 (周五)</b>	<b>CBR 关键利率会议</b>	GPB预测降息 50bp $\rightarrow 14.0\%$
今秋	人民币计价OFZ新发 (5Y)	财政部长 Siluanov 不排除此可能, 将完成主权外汇工具曲线

## ⚠️ 风险矩阵

### ● 全球油价不确定性 (2H26)

中东地缘政治 + 伊朗谈判僵局 → Brent已至\$93, 但波动风险高

### ● 2027财政宽松路径延长

零结构性赤字推迟至2029 → CBR 2027降息空间显著收窄至~10%

### ● 居民通胀预期未降

即便核心通胀改善, 预期黏性可能促使CBR更鹰派

### ● 全球物流困难 → 进口价格上涨

2Q26一次性通缩因素可能在3Q26反转

### ● 卢布汇率走向不确定

2Q26升值产生通缩效应 → 3Q26可能逆转; Minfin购汇扩大增加压力

### ● 10月住房公用事业费率上调

+11.7% → 推升CPI约1.1pp, 但被2025年7月高基数(+0.8pp)部分抵消

## GPB 宏观预测汇总

指标	2023	2024	2025E	2026F	2027F
Urals 油价, \$/bbl	63	68	56	60	51
USD/RUB (年末)	91	102	83	90	95
CNY/RUB (年末)	12.8	13.9	11.4	13.2	13.9
联邦预算平衡, RUB tn	-3.2	-3.5	-5.9	-5.5	-5.9
GDP 实际增速, % YoY	4.1	4.3	0.9	1.3	2.5
CPI, % (Dec./Dec.)	7.4	9.5	6.5	5.3	4.6
关键利率, % (年末)	16.0	21.0	16.0	12.0	8.5

注: 2027F 关键利率 8.5% 为旧预测。SPIEF后, GPB 认为可能仅降至 ~10% (见第1部分)。

## GPB 重点覆盖股票: 估值速览

行业	公司	代码	币种	现价	目标价	评级	1M	YTD
油气	Gazprom	GAZP	RUB	113	170	BUY	-13%	-10%
	Rosneft	ROSN	RUB	369	530	BUY	-24%	-10%
	Lukoil	LKOH	RUB	4,732	7,000	BUY	-17%	-20%
	Novatek	NVTK	RUB	1,046	1,440	BUY	-21%	-12%
	Gazprom Neft	SIBN	RUB	485	640	BUY	-10%	-1%
	Tatneft	TATN	RUB	604	750	BUY	-5%	+4%
	Surgutneftegas	SNGS	RUB	19	24	HOLD	-18%	-13%
	Eurotrans	EUTR	RUB	63	n/a	U/R	-48%	-57%
钢铁/煤	Severstal	CHMF	RUB	682	1,200	BUY	-27%	-29%
	NLMK	NLMK	RUB	72	120	HOLD	-33%	-33%
	MMK	MAGN	RUB	21	35	HOLD	-30%	-25%
有色	Nornickel	GMKN	RUB	128	200	BUY	-18%	-14%
	RUSAL	RUAL	RUB	35	50	BUY	-22%	+2%
黄金	Polyus	PLZL	RUB	1,950	3,300	BUY	-21%	-19%
	UGK	UGLD	RUB	0.57	n/a	U/R	-28%	+6%
科技	Yandex	YDEX	RUB	4,010	5,750	BUY	-12.4%	-12.2%
	Ozon	OZON	RUB	3,777	5,000	HOLD	-17.8%	-16.4%
	Headhunter	HEAD	RUB	2,811	3,600	BUY	-7.3%	-3.5%
	Positive Tech.	POSI	RUB	857	1,450	BUY	-29.2%	-13.6%
金融	Sberbank	SBER	RUB	322	410	BUY	+2%	+7%
	T-Technologies	T	RUB	297	470	BUY	-12%	-10%
	VTB	VTBR	RUB	75	110	HOLD	-13%	+3%

**免责声明：**本报告基于 Gazprombank (Joint Stock Company) Research Department 发布的英文研究报告整合编制，仅用于信息参考目的。原始报告日期为 2026年6月8日-11日。本报告不构成投资建议。所有数据和预测均来自 Gazprombank 研究团队。原始版权 © 2003-2026 Gazprombank。

整合编制日期：2026年6月15日 | 原始报告来源：GPB Research Department, Moscow | 编制工具：Hermes Agent