

贸易视角下的俄乌战争影响

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021-50295364

Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 俄乌战争对全球经济的影响有三条传导路径

第一条是信心和情绪传导路径。俄乌战争除了影响当局两个国家正常的经济活动，欧盟区域的贸易和投资活动必然会因为投资者的避险情绪而受损。

第二条是金融传导路径。战争发生后，不仅欧洲，全球主要股市均出现了较大幅度的下跌，一方面是担心战争导致的大宗商品及粮食价格的上涨加剧未来滞胀的风险，另一方面担心俄罗斯因制裁而债务违约。

第三条是贸易传导路径。因为俄罗斯和乌克兰是重要的能源和粮食出口国家，战争的动乱及制裁，必定会引发相应领域的供需失衡以及贸易活动的萎缩。

□ 俄罗斯进出口结构概述

俄罗斯是典型的资源型国家，能源、金属和粮食化肥是三大出口品类。俄罗斯原油的产量和出口量均为世界第二，贸易对象主要是欧盟，为其提供 27%左右的原油总量供给。金属出口方面，俄罗斯盛产镍、钯、铝等资源，从俄乌冲突后的大宗商品价格走势看，这几类金属涨幅最大。中国、美国和欧洲是俄罗斯金属的主要进口国，其中中国对镍、铝、钯的需求较大；美国对镍的需求较大；欧洲对镍和铝的需求较大。此外，俄罗斯是世界最大的小麦出口国和化肥出口国，粮食出口主要流向了美国、埃及和土耳其，美国对俄罗斯农产品的依赖度较低。而化肥出口主要流向了中国、巴西和美国。

总体而言，俄罗斯经济发展很大程度上倚赖进出口贸易，其中出口近一半为能源类商品，原油和天然气出口占据半壁江山。而能源出口主要面向欧洲国家，伴随欧美对俄制裁的持续加深，俄罗斯出口必将遭受日益严重的负面冲击，以及由此对俄的经济形成拖累。

□ 俄罗斯出口恶化对我国的影响

截至 2021 年末，我国对俄罗斯进出口金额为 164.44 亿美元，同期我国进出口贸易总额 5865.34 亿美元，占比 2.8%。

我们认为，俄罗斯受制裁后，对我国进出口项的负面传导影响相对有限。但随着欧美对俄制裁的加深，中俄双边贸易或进一步加强合作，其中中国最有可能在能源和煤炭等领域加大对俄进口规模。在 40 个非敌对国家中，中国无疑是俄罗斯最理想的贸易伙伴国，作为全球最大的单一市场，中国虽然有能力和承接更多对俄进口规模，但也需要用智慧的眼光、长远的眼光在大国博弈的框架下谋求自身合适的战略定位，其中包括平衡因中俄合作加强而可能导致中美摩擦升级的风险。

□ 从伊朗视角推演对俄制裁的影响

伊朗因核问题遭到以美国为首的西方国家的制裁，制裁主要集中在两个领域：一个是封锁伊朗的石油出口，最大限度削弱伊朗石油生产和销售能力；二是切断伊朗与国际金融体系的链接，将伊朗经济与世界经济隔离。制裁对伊朗资源品的出口起到了立竿见影的效果。仅2011~2015 四年间，伊朗石油出口量降低了 57.48%，出口金额减少了 76.22%。

制裁除上述显性影响外，还可能带来更加深远和隐性的影响。对一国的技术封锁和融资限制可能使该国某一产业长期陷于缺乏竞争力的困境，进而影响企业的生产意愿以及外资的投资积极性。

在乐观情景下，结合伊朗受到制裁后的情况，俄罗斯出口短期内必将遭到重创，尤其是原油、天然气等能源出口将受阻严重。但如果战事很快结束，且谈判较为顺利，2022 年俄罗斯出口后期或会反弹，呈现出“V”型走势。

中性假设下，由于此次俄罗斯受到制裁较之对伊制裁有过之而无不及，且战事短期内难以结束，即便结束，欧美对俄的制裁也将持续一段时间甚至很长时间，导致俄罗斯主要出口商品都将受到影响，预计未来千亿美元出口规模难保。

悲观假设下，随着战事的持续和升级，全球范围越来越多的国家参与制裁行列，且制裁范围从金融领域扩展到其他各个领域，俄罗斯主要的出口商品或将面临无处可销的地步，出口崩盘也将使俄罗斯国内经济雪上加霜。同时俄罗斯也将出台一系列报复性的反制裁手段，导致全球经济陷入更加严重的滞胀环境，在疫情的共振下，全球地缘安全和发展将面临更大的不确定性。

基于目前局势观察，我们认为乐观情景发生的概率较低，中性和悲观情景发生的概率更高。

□ 风险提示

俄乌战争不确定性、对俄制裁不确定性、通胀飙升风险。

目录

1 俄罗斯进出口结构概述.....	5
2 俄罗斯出口恶化对我国的影响.....	8
3 从伊朗视角推演对俄的制裁影响.....	10

图表目录

图 1 避险情绪推升黄金价格，欧元贬值（美元/盎司）	4
图 2 俄罗斯进出口金额走势（千美元）	5
图 3 俄罗斯贸易差额（百万美元）	5
图 4 俄罗斯出口商品按出口金额排序（百万美元）	6
图 5 俄罗斯出口流向按金额排序（百万美元）	7
图 6 我国对俄罗斯进出口贸易（万美元）	8
图 7 俄罗斯出口流向按金额排序（百万美元）	9
图 8 伊朗石油出口量和出口金额（千桶/天，百万美元）	10

随着俄乌战争的持续，双方阵营的制裁不断升级，给疫后的全球经济蒙上了一层阴霾。俄乌战争对全球经济的影响有三条传导路径，分别是信心和情绪路径、金融传导路径以及贸易传导路径。

信心和情绪传导路径方面，俄乌战争除了影响当局两个国家正常的经济活动，欧盟的经济活动也首当其冲，欧盟区域的贸易和投资活动必然会因为投资者的避险情绪而受损。战争开始后，因为避险情绪的上扬，黄金价格大涨，欧元兑美元汇率出现较大幅度的贬值。

图 1 避险情绪推升黄金价格，欧元贬值（美元/盎司）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

第二条是金融传导路径。战争发生后，不仅欧洲，全球主要股市均出现了较大幅度的下跌，一方面是担心战争导致的大宗商品及粮食价格的上涨加剧未来滞胀的风险，另一方面担心俄罗斯因制裁而债务违约，欧美主要金融机构遭受重要损失。

第三条是贸易传导路径。因为俄罗斯和乌克兰是重要的能源和粮食出口国家，战争的动乱及制裁，必定会引发相应领域的供需失衡以及贸易活动的萎缩。由于前两条影响路径受到投资者情绪影响较大，而战争导致的制裁可能是相对稳定的中长期逻辑。

2020年俄罗斯GDP全球排名第11位，介于巴西和韩国之间，对外贸易全球占比1.58%。自俄乌冲突爆发之日，欧美随即对俄罗斯进行了制裁，随着战争的持续，对俄制裁的烈度和范围也在不断升级和扩大。

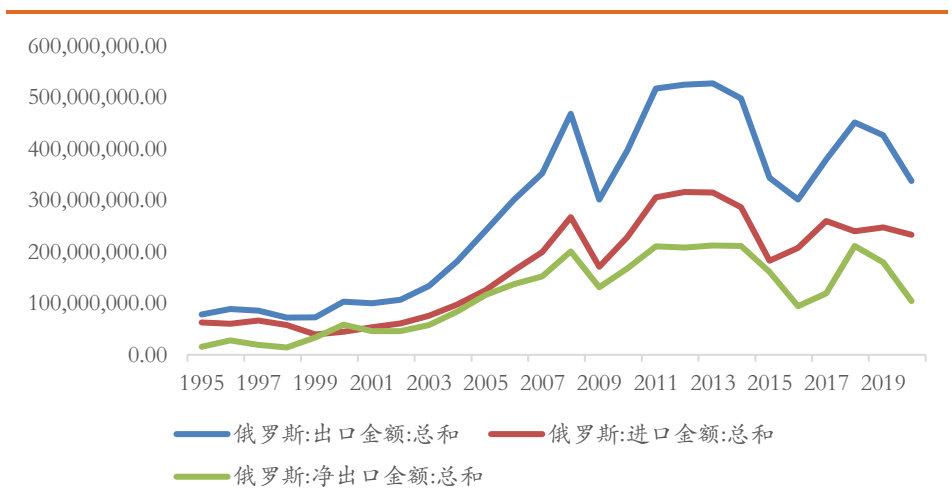
美东时间2月26日，美国和欧盟等国决定将俄罗斯剔除SWIFT报文系统，此举被认为投下了“金融核弹”，由此俄罗斯的跨境贸易和资金流动将

严重受阻，使得原本对外依存度较高的经济结构面临着更加严峻的挑战。

1 俄罗斯进出口结构概述

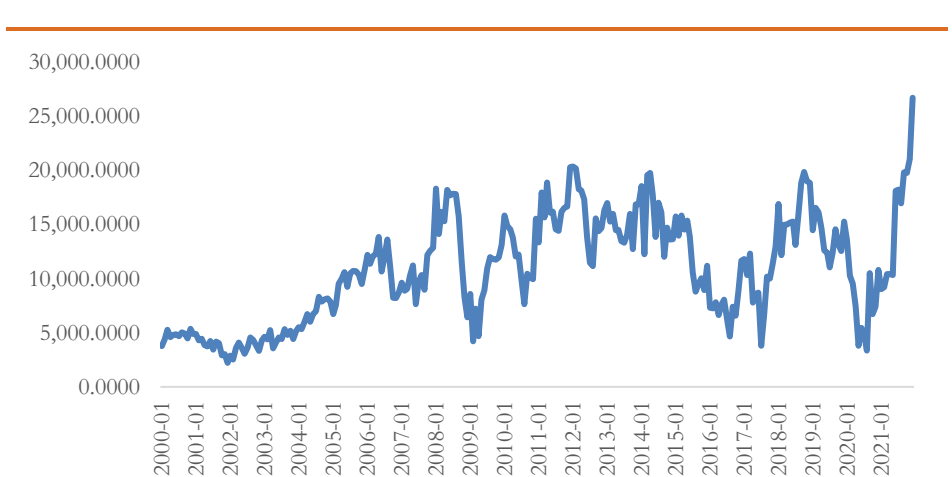
俄罗斯是典型的资源型国家，2020 年末俄罗斯出口规模 3376.63 亿美元，进口规模 2333.59 亿美元，净出口总额 1043.05 亿美元。伴随疫情以来大宗商品的涨价，俄罗斯贸易顺差迅速走高，由 2021 年初 9031 万美元跃升至年末 26720 万美元，一年间涨幅近 3 倍。

图 2 俄罗斯进出口金额走势（千美元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

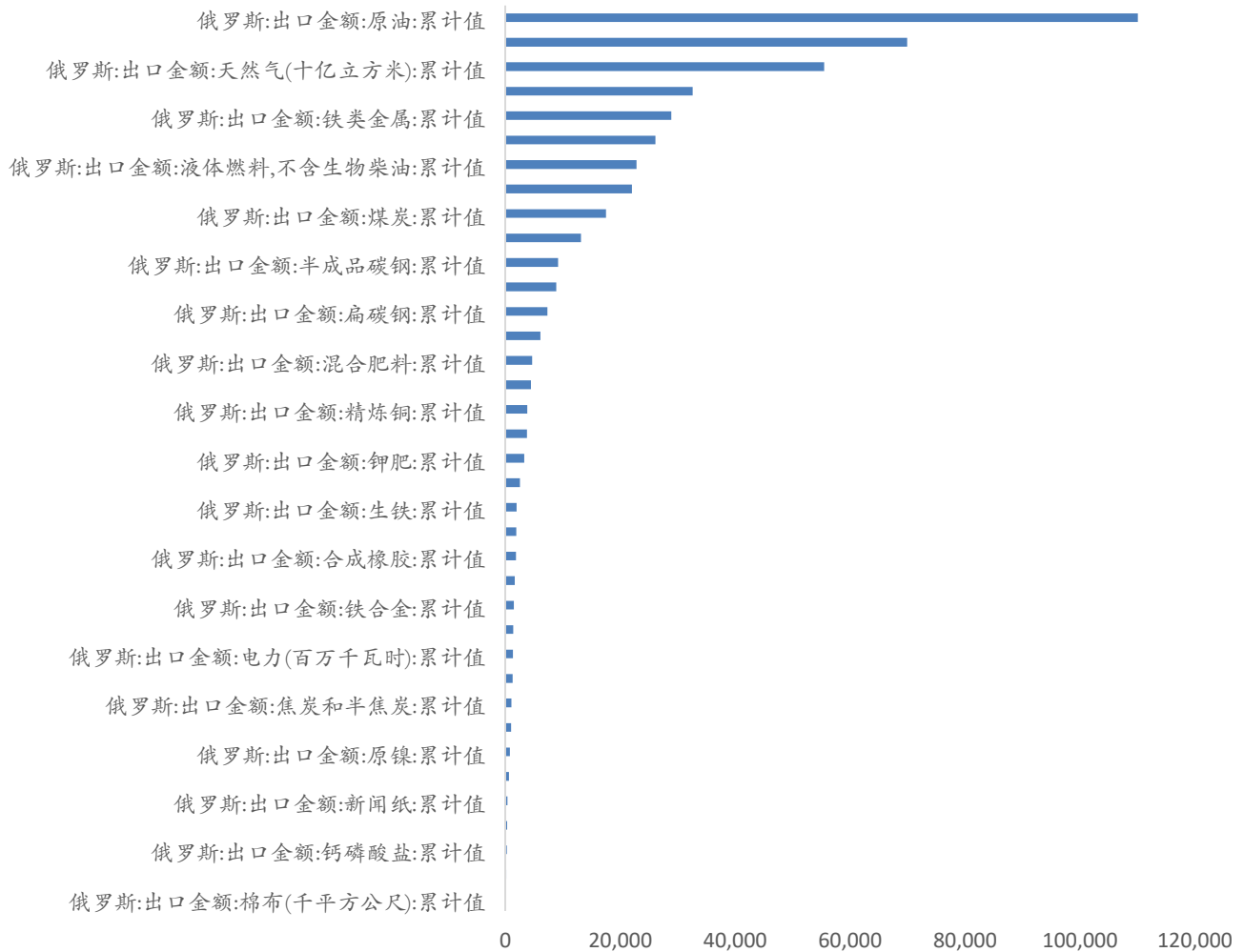
图 3 俄罗斯贸易差额（百万美元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

俄罗斯以出口资源品为主。从出口结构看，能源、金属和粮食化肥是三大出口品类，其中原油、石油产品和天然气出口金额规模排名前三，2021年末累计达到110119百万美元、69956百万美元和55507百万美元。

图4 俄罗斯出口商品按出口金额排序（百万美元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

俄罗斯原油的产量和出口量均为世界第二。据建亚研究统计，2021年俄罗斯原油产量5.34亿吨，占当年全球原油产量12%，仅次于美国。2020年出口占比11.3%，仅次于OPEC（占比50%）。俄罗斯原油的贸易对象主要是欧盟，欧盟受地理环境的影响，大部分原油依靠进口，根据欧盟统计局2019年的数据统计，俄罗斯是除OPEC外，欧盟第二大原油供给方，提供27%左右的原油总量供给。

除石油外，俄罗斯也是天然气的重要供给方。目前已探明的天然气储量

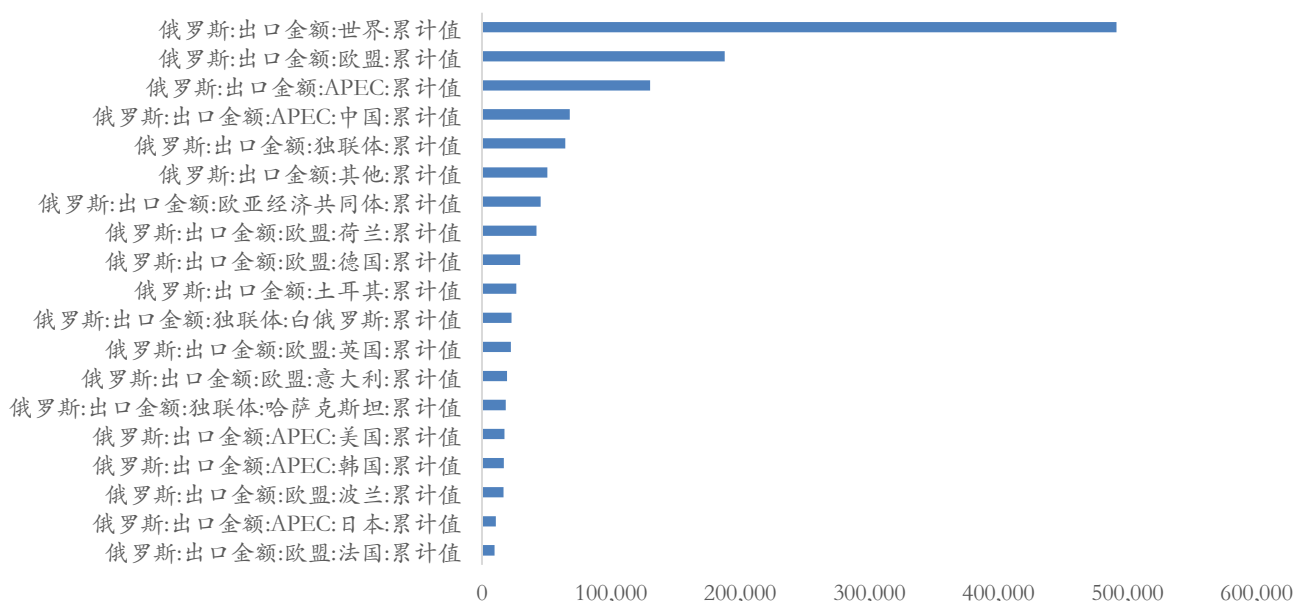
占全球总量近两成，出口份额占全球 16.2%，其中 80% 的出口对象为欧洲国家，占欧洲天然气总需求量的 30%。由于欧洲对俄天然气的进口依赖较大，欧洲与俄罗斯共同建设了一条海底天然气管道“北溪 2 号”，从俄罗斯的乌斯季卢加出发，经由波罗的海到达德国的格赖夫斯瓦尔德市，既能节省传输损耗，缩短传输时间，也能省去经由乌克兰、斯洛伐克、捷克等国的过境费。如“北溪 2 号”顺利运营将普惠俄欧双方。2021 年，“北溪 2 号”管道第一条支线调试工作已基本完成，但伴随俄乌开战，德国已宣布暂停该项目，美国也对该项目实施制裁，“北溪 2 号”项目被迫中断。

金属出口方面，俄罗斯盛产镍、钯、铝等资源，为全球供应 10% 左右的镍、40% 左右的钯，以及 5% 左右的铝。从俄乌冲突后的大宗商品价格走势看，上述金属的涨价幅度也最大，截至 3 月 7 日，LME 镍年初至今涨幅达 134%，NYMEX 钯涨幅达 54%，LME 铝涨幅达 33%，均高于其他金属价格涨幅水平。中国、美国和欧洲是俄罗斯金属的主要进口国，其中中国对镍、铝、钯的需求较大；美国对镍的需求较大；欧洲对镍和铝的需求较大。

粮食化肥方面，俄罗斯是世界最大的小麦出口国，占全球出口份额 18%，同时，俄罗斯也是全球最大的化肥出口国，占全球出口份额 13%，其中氮肥、钾肥、磷肥出口规模较大。粮食出口主要流向了美国、埃及和土耳其，美国对俄罗斯农产品的依赖度较低。而化肥出口主要流向了中国、巴西和美国。

总体而言，俄罗斯作为典型的资源型国家，经济发展很大程度上倚赖进出口贸易，其中出口近一半为能源类商品，原油和天然气出口占据半壁江山。而能源出口主要面向欧洲国家，伴随欧美对俄制裁的持续加深，俄罗斯出口必将遭受日益严重的负面冲击，以及由此对俄的经济形成拖累。

图 5 俄罗斯出口流向按金额排序（百万美元）

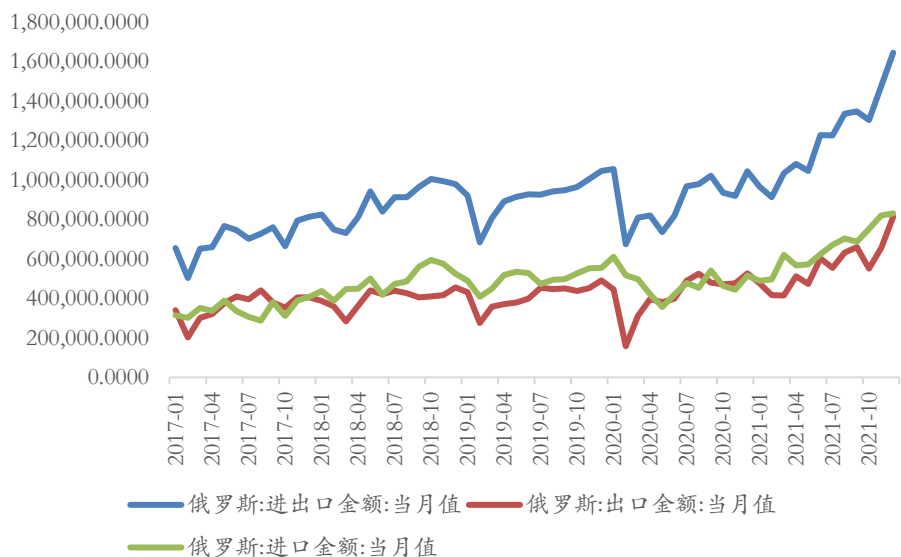


资料来源：湘财证券研究所、Wind

2 俄罗斯出口恶化对我国的影响

截至 2021 年末，我国对俄罗斯进出口金额为 164.44 亿美元，同期我国进出口贸易总额 5865.34 亿美元，占比 2.8%。但从趋势上看，伴随俄罗斯“向东看”战略的推进，我国和俄罗斯的贸易往来更加频繁，对俄进出口规模也成逐年上升之势。

图 6 我国对俄罗斯进出口贸易 (万美元)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

从贸易结构看，根据 HS 分类，我国从俄罗斯进口的商品中，主要以机电音响设备为主，包括手机、电脑、电子零件等，其次是贱金属和纺织制品，如钢、铝、服装、配饰等。而我国对俄罗斯能源方面的直接进口需求较小。

我们认为，俄罗斯受制裁后，对我国进出口项的负面传导影响相对有限。但随着欧美对俄制裁的加深，中俄双边贸易或进一步加强合作，其中中国最有可能在能源和煤炭等领域加大对俄进口规模。虽然从当前进出口结构看，我国在原油、天然气等资源方面对俄的直接进口依赖度较低，但俄罗斯能源对欧出口受阻后必然会转移目标，寻找替代市场。而目标国大概率会在对俄态度非敌对的阵营中选择。

在 3 月 2 日进行的联合国大会关于“要求俄罗斯立即、彻底、无条件从

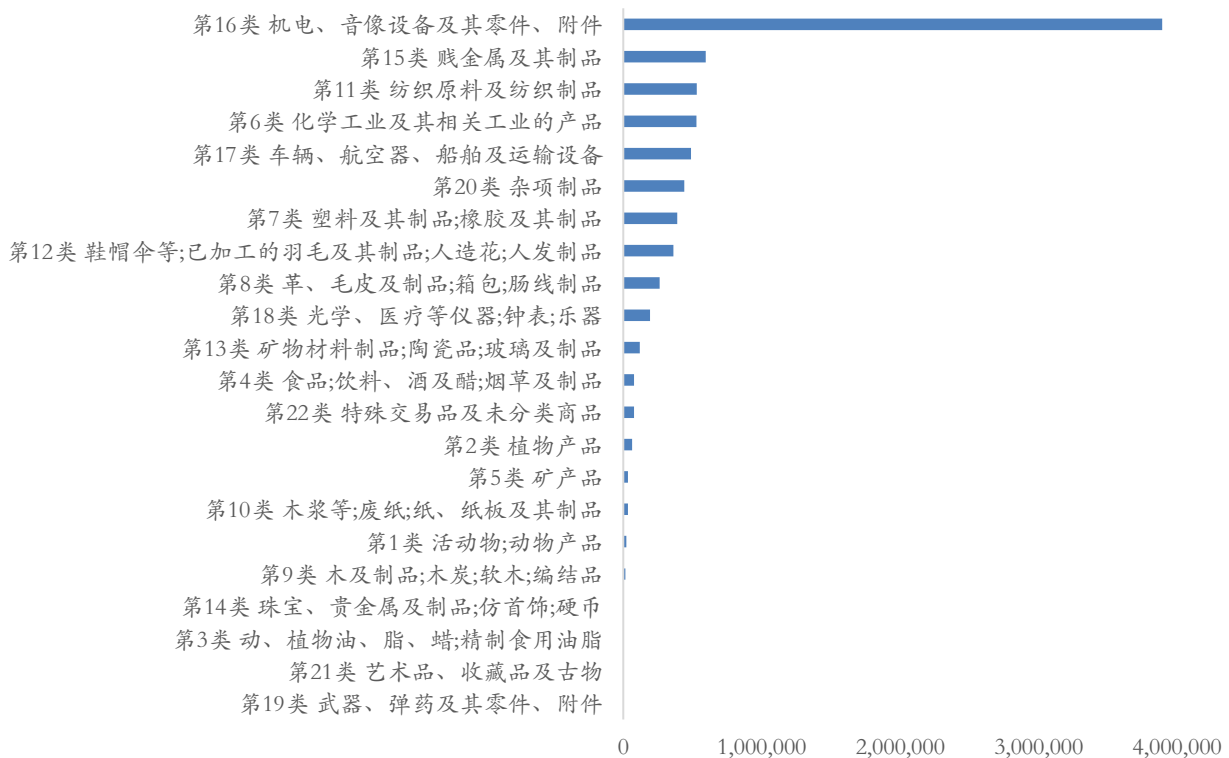
乌撤军”的表决中，欧美等 141 国投支持票；

5 国反对：俄罗斯，叙利亚、白俄罗斯、朝鲜、厄立特里亚；

35 国弃权：中国、古巴、委内瑞拉、伊朗、哈萨克斯坦、巴基斯坦、尼加拉瓜、印度、阿尔及利亚、安哥拉、亚美尼亚、孟加拉国、玻利维亚、中非、赤道几内亚、马里、蒙古、塞内加尔、苏丹、南非、南苏丹、越南、刚果、布隆迪、萨尔瓦多、伊拉克、吉尔吉斯斯坦、津巴布韦、乌干达、坦桑尼亚、莫桑比克等。

在以上 40 个非敌对国家中，中国无疑是俄罗斯最理想的贸易伙伴国，作为全球最大的单一市场，中国虽然有能力和承接更多的能源产品进口规模，但也需要用智慧的眼光、长远的眼光在大国博弈的框架下谋求自身合适的战略定位，其中包括平衡因中俄合作加强而可能导致中美摩擦升级的风险。。此外，俄罗斯煤炭出口量在 2020 年达到 1.98 亿吨，其中 54% 流向亚洲，30% 流向欧洲，亚洲国家中又以中国、韩国和日本煤炭进口量最多。因此，预计未来俄罗斯对中国的煤炭出口也将只增不减。

图 7 俄罗斯出口流向按金额排序（百万美元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 从伊朗视角推演对俄的制裁影响

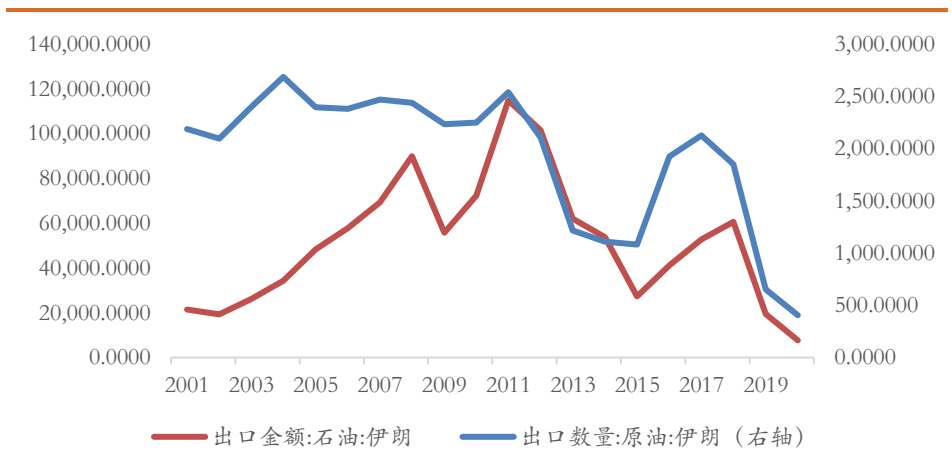
通过研究欧美对伊朗的制裁的影响，我们可以大致推演此次对俄制裁的影响，并假设乐观、中性、悲观三种情景进行讨论。

伊朗因核问题遭到以美国为首的西方国家的制裁，制裁主要集中在两个领域：一个是封锁伊朗的石油出口，最大限度削弱伊朗石油生产和销售能力；二是切断伊朗与国际金融体系的链接，将伊朗经济与世界经济隔离。

欧美对伊制裁的负面冲击较大，出口腰斩，经济迅速滑坡。以石油出口为例，自伊朗石油禁运后，其石油出口量锐减，从 2011 年出口量 254 万桶/日的水平迅速下降至 2015 年 108 万桶/日，出口量也在石油输出国组织中的排名从第二位落至第四位；石油出口金额从 2011 年 1148 亿美元下降至 2015 年 273 亿美元。

随后《联合全面行动计划》实施，伊朗石油禁运被解除，伊朗石油出口量迅速反弹，到 2017 年已恢复至石油禁运前水平。由此可见制裁对一国资源消耗品的出口起到了立竿见影的效果。仅 2011~2015 四年间，伊朗石油出口量降低了 57.48%，出口金额减少了 76.22%。

图 8 伊朗石油出口量和出口金额（千桶/天，百万美元）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

制裁除上述显性影响外，还可能带来更加深远和隐性的影响。对一国的技术封锁和融资限制可能使该国某一产业长期陷于缺乏竞争力的困境，进而

影响企业的生产意愿以及外资的投资积极性。例如欧美通过禁止伊朗使用 SWIFT 系统等金融制裁使伊朗油气开发缺乏必要资金，直接导致 2012 年至 2015 年间伊朗没有任何新增油气项目，甚至迫使已经开工的项目不得不延期甚至取消。

由此我们假设在乐观情景下，结合伊朗受到制裁后的情况，俄罗斯出口短期内必将遭到重创，尤其是原油、天然气等能源出口将受阻严重。但如果战事很快结束，且谈判较为顺利，2022 年俄罗斯出口后期或会反弹，呈现出“V”型走势。

中性假设下，由于此次俄罗斯受到制裁较之对伊制裁有过之而无不及，且战事短期内难以结束，即便结束，欧美对俄的制裁也将持续一段时间甚至很长时间，导致俄罗斯主要出口商品都将受到影响，预计未来千亿美元出口规模难保。

悲观假设下，随着战事的持续和升级，全球范围越来越多的国家参与制裁行列，且制裁范围从金融领域扩展到其他各个领域，俄罗斯主要的出口商品或将面临无处可销的地步，出口崩盘也将使俄罗斯国内经济雪上加霜。同时俄罗斯也将出台一系列报复性的反制裁手段，导致全球经济陷入更加严重的滞胀环境，在疫情的共振下，全球地缘安全和经济发展将面临更大的不确定性。

基于目前局势观察，我们认为乐观情景发生的概率较低，中性和悲观情景发生的概率更高。

风险提示：

俄乌战争不确定性、对俄制裁不确定性、通胀飙升风险。