

俄乌冲突对中国经贸的影响分析

俄乌冲突可能是 21 世纪以来最大的地缘政治事件，对中国经贸的影响不可小觑。本文结合克里米亚危机经验和当前经贸形势，从大宗商品、贸易管道、资本流动、金融市场和心理管道，分三种情景讨论俄乌冲突的整体和结构性影响。

- 虽然克里米亚危机持续较短，但是西方国家对俄罗斯的制裁至今仍未取消。俄罗斯为了提高对未来进一步制裁的抵御能力，对自身金融和经济结构进行大幅调整，包括降低外债去杠杆、持续贸易和金融账户双顺差、提高外储多元化、囤积关键零部件和加强与非西方国家的贸易联系等。一连串的制裁与反制裁导致俄罗斯经济增长中枢在 2014 年以后显著下行。
- 俄乌冲突对中国的直接影响较为有限，但间接影响不容忽视。欧央行、美联储、OECD、IMF 和联合国贸发会等国际组织均下调了 2022 年经济增长预期。虽然中国与俄罗斯能够实现贸易互补，但是冲突的不确定性和俄罗斯的经济衰退难以在短期内显著提振中国的贸易大盘。而大宗商品价格暴涨、通胀风险上行、主要央行的“鹰派”升温、舆论博弈激化和金融市场动荡均不利于 2022 年国内求稳的要求。不过，西方国家将金融工具“武器化”，有助于提升人民币国际化。
- 俄乌冲突对中国的长期战略规划影响深远。经济上，中国需要加速构建以内循环为主、国内国际相互促进的双循环格局，坚持发展和做好自己的事；金融上，中国应继续坚持安全与开放并举，积极提高国际互信，完善与国际接轨的金融基础设施建设；科技上，中国既要依靠自身发展突围，也要加大国际交流学习。只要不是突然断裂，经济金融体系都可以自发调整和适应。未来一段时间内，全球化可能会逐渐演变成区域化，中国的目标是构架区域之间的交流桥梁，避免非理性行为出现。
- 风险提示：俄乌冲突高度不确定，西方国家非理性行为。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030001

目录

一、2014 年克里米亚危机的经验.....	4
二、俄乌冲突对中国经贸的影响.....	9
三、主要结论及政策建议.....	15

图表目录

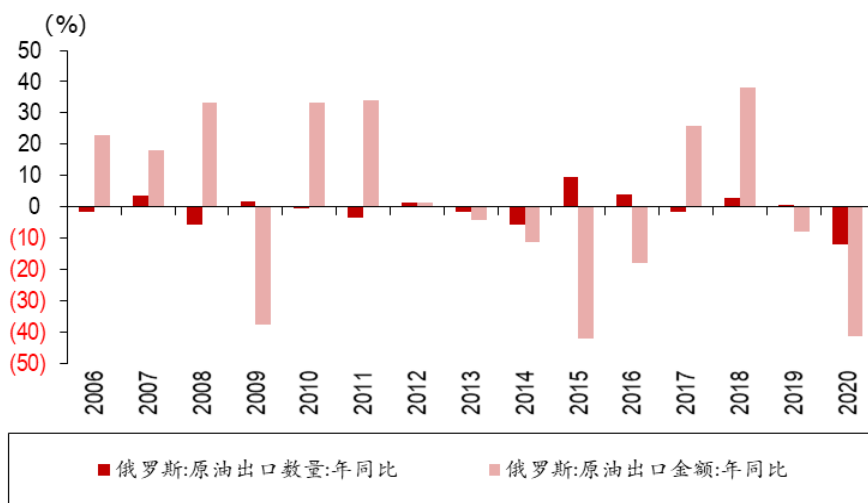
图表 1. 俄罗斯原油出口数量和金额增速.....	4
图表 2. 俄罗斯、全球和欧盟实际 GDP 增速.....	5
图表 3. 俄罗斯 FDI 净流入和其在 GDP 的比重.....	5
图表 4. 俄罗斯外债总额.....	6
图表 5. 俄罗斯国际收支.....	6
图表 6. 俄罗斯官方储备.....	6
图表 7. 美元兑卢布.....	7
图表 8. 俄罗斯集成电路进口值.....	7
图表 9. 俄罗斯芯片进口来源地（单位：%）.....	8
图表 10. 中美欧俄 2021 年贸易矩阵（单位：亿美元或%）.....	9
图表 11. CRB 食品指数、中国粮食和食品 CPI 当月同比增速.....	10
图表 12. 3 月 8 日 EIA 布伦特油价展望.....	11
图表 13. 2019 年中俄分商品进出口结构（单位：亿美元）.....	12
图表 14. 债券通境外机构持有量环比变动.....	12
图表 15. 陆股通净流入和沪深 300 指数.....	12
图表 16. 美国国债收益率.....	13

一、2014 年克里米亚危机的经验

以美国为首的西方国家对外制裁较为灵活，制裁方向基本上是金融、经贸和科技三方面。随着美国相对实力下降，美国的单边制裁已经不足以达到理想效果，需要与其盟友进行妥协和合作。制裁的底层逻辑是以最少的经济代价对被制裁方施加最大的压力。因而，参与制裁国家需要考虑自己国家的经济利益，会给被制裁国家迂回空间。相应的，被制裁国家就会有时间调整经济结构来适应新的外部环境。由于西方制裁手段大同小异，我们以 2014 年克里米亚危机以后俄罗斯的经济转型和此次制裁的具体内容来比较分析俄乌冲突对中国经贸的潜在影响。

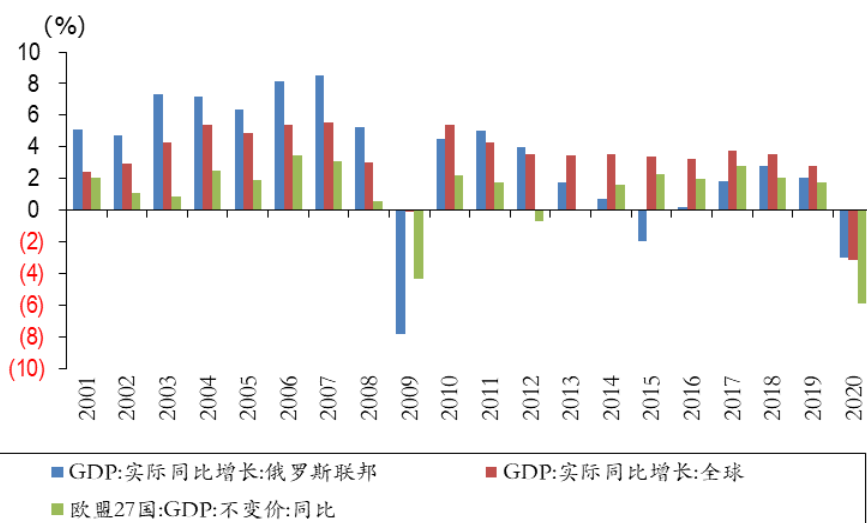
2014 年对俄制裁效果影响深远。2014 年的西方制裁对象主要是与克里米亚和顿巴斯地区相关的俄罗斯实体，并未影响到俄罗斯经济的根基。禁运俄罗斯石油和剔除 SWIFT 的制裁提案在德国的强烈反对下并未获得通过。虽然 2014 年至 2016 年国际油价下跌导致俄罗斯原油出口金额连续三年大幅负增长，但是俄罗斯原油出口能力并未下降，2015 年原油出口数量反而同比上升了 9.4%，说明国际油价下跌可能夸大了 2014 年西方制裁的影响（见图表 1）。不过，2014 年至 2019 年，俄罗斯实际 GDP 年均增长仅有 0.9%，同期的欧盟和全球年均增长 2.1%和 3.4%；而在 2008 年至 2013 年期间，俄罗斯实际 GDP 年均增长 2.1%，全球则有 3.3%，欧盟基本没有增长（见图表 2）。从曾经与全球相差无几到危机后全面落后，而且最大贸易伙伴欧盟的经济复苏也拉不动俄罗斯经济恢复，俄罗斯的经济增长疲软可见一斑，表明俄罗斯为了适应制裁和应对未来的潜在威胁做出了巨大调整。

图表 1.俄罗斯原油出口数量和金额增速



数据源：万得，中银证券

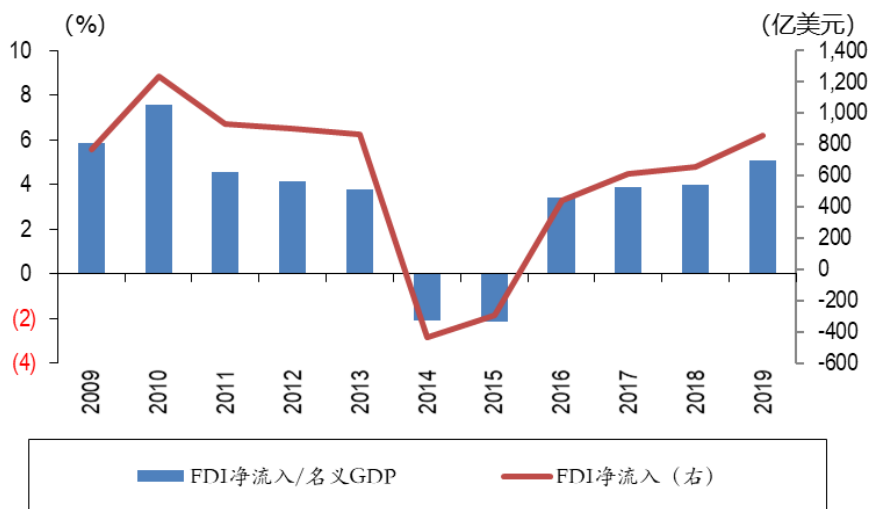
图表 2. 俄罗斯、全球和欧盟实际 GDP 增速



数据源: 万得, 中银证券

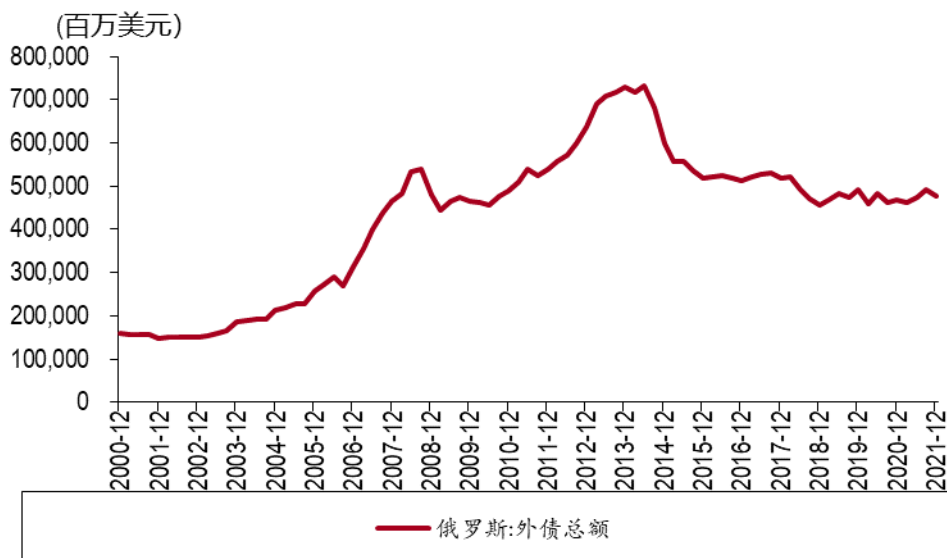
金融制裁严重影响外国资本进入俄罗斯。尽管美国未能促使欧盟通过 SWFIT 制裁俄罗斯，但是考虑到潜在的制裁会“吃掉”投资本金的巨大风险，外资对俄罗斯的热情明显下降。从 2014 年至 2019 年，FDI 净流入占名义 GDP 比值仅有 2%，远低于 2009 年至 2013 年的均值 5%；2019 年 FDI 净流入仅恢复至 858 亿美元，依然低于 2013 年的水平，与 2010 年的 1233 亿美元峰值有不小的差距（见图表 3）。虽然俄罗斯有意减少对外风险敞口，但是外部融资难度确实也在上升。俄罗斯外债总额从 2014 年第二季度的峰值 7328 亿美元下降至 2021 年四季度 4782 亿美元，减少 35%（见图表 4）。由于被动去杠杆主要发生在企业部门，这严重影响了俄罗斯经济发展。

图表 3. 俄罗斯 FDI 净流入和其在 GDP 的比重



数据源: 万得, 中银证券

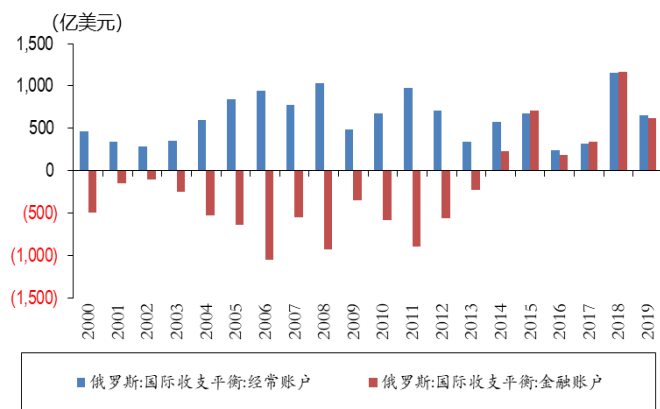
图表 4. 俄罗斯外债总额



数据来源：万得，中银证券

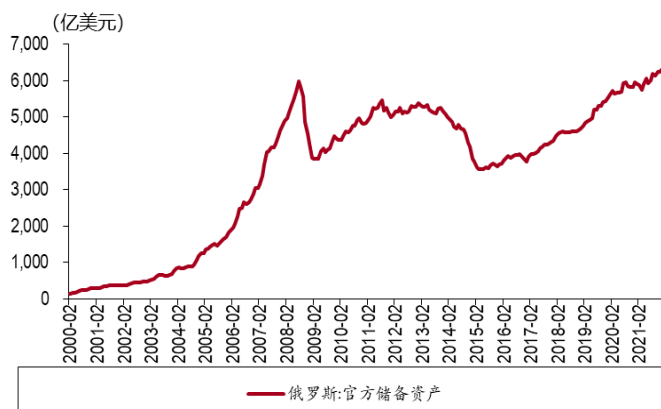
国际收支“双顺差”和俄罗斯央行积攒大量储备的行为更像是应对脱钩的准备。一般情况下，经常帐户与金融账户互为镜像，经常帐户顺差对应金融账户逆差。2014 年以前，俄罗斯国际收支基本符合上述特征。自 2014 年开始，俄罗斯国际收支持续呈现“双顺差”。2014 年至 2019 年，俄罗斯经常帐户累计顺差 3630 亿美元，金融账户累计顺差 3263 亿美元（见图表 5）。此外，从 2014 年底至 2022 年初，俄罗斯官方储备增加了 2447 亿美元至 6302 亿美元（见图表 6）。储备增加和“双顺差”会给汇率增加升值压力。但是，美元兑卢布汇率的中枢较克里米亚危机前显著上移。2007 年至 2013 年，美元兑卢布汇率均值为 29；2015 年至 2021 年，美元兑卢布汇率均值上升至 66，表明国际投资者对俄罗斯的长期前景并不乐观（见图表 7）。进一步看，俄罗斯储备“去美元化”不得不让人怀疑是否为更剧烈的脱钩和汇率贬值做准备，尤其是 2021 年 6 月俄罗斯主权基金也彻底清仓美元。

图表 5. 俄罗斯国际收支



数据来源：万得，中银证券

图表 6. 俄罗斯官方储备



数据来源：万得，中银证券

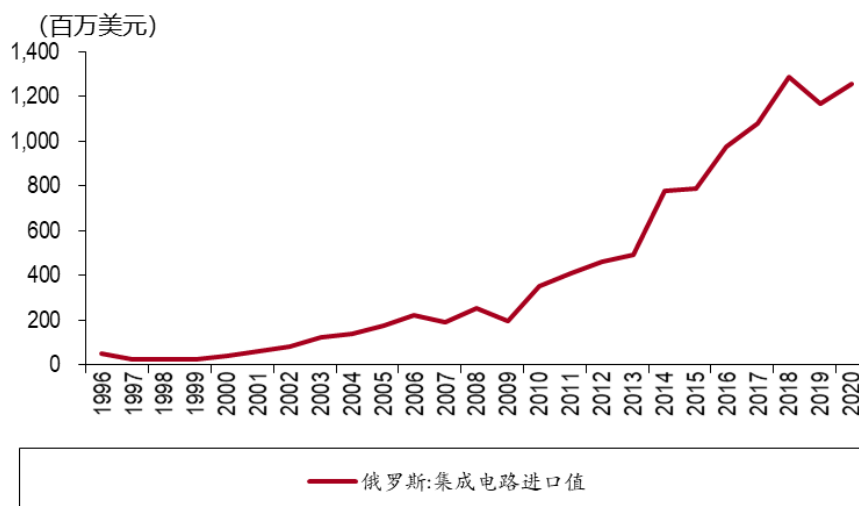
图表 7. 美元兑卢布



数据源: 万得, 中银证券

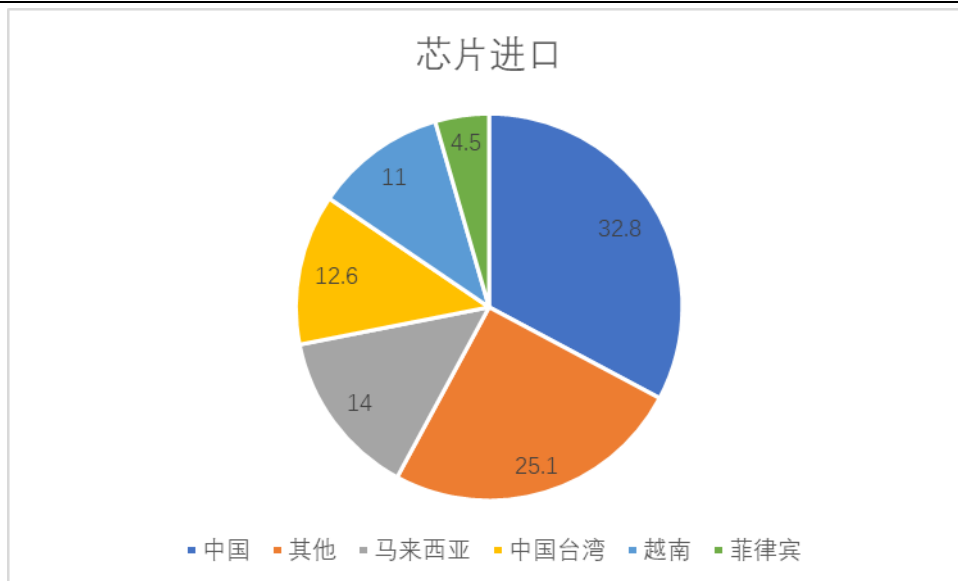
与金融制裁引发短期剧烈动荡不同, 科技制裁的作用是长期的。虽然 2014 年西方国家仅制裁了部分油气开采和军工相关产业, 美其名曰“限制俄罗斯发动军事行动能力”, 但是显著提高了俄罗斯对未来被进一步制裁的警惕。尤其是, 近 30 年与西方世界的深度捆绑导致俄罗斯严重依赖西方的科技技术, 一些自有技术被淘汰和抛弃。此外, 当今流行的云技术、量子计算、电子信息技术和高精尖军事设备都需要相匹配的硬件, 其中一些核心零部件进口自西方国家。因而, 在过去七年进口显著倒退的情况下, 俄罗斯对集成电路和高端零部件的进口需求大幅上升, 2014 年至 2020 年年均增长 16% (见图 8)。其中, 俄罗斯 33% 的芯片进口自中国, 剩余的芯片主要进口自马来西亚、中国台湾和越南等东南亚国家和地区 (见图 9)。

图表 8. 俄罗斯集成电路进口值



数据源: UN COMTRADE, 中银证券

图表 9. 俄罗斯芯片进口来源地 (单位: %)



数据源: 俄罗斯海关, 彼得森国际经济研究所, 中银证券

二、俄乌冲突对中国经贸的影响

未来俄乌冲突对中国的影响，将取决于乌克兰战争进程、西方对俄罗斯的制裁与反制裁，以及地缘政治风险对中国的外溢效应，最终通过大宗商品、贸易管道、资本流动、金融市场和心理管道，对中国经贸产生短期和中长期的影响。由于俄乌冲突进程存在高度不确定性，我们主要讨论三种可能情景：一是俄罗斯较快取得战略成果，双方停火；二是俄罗斯迫于压力重回《明斯克协议》，最终从乌克兰撤军；三是俄罗斯与乌克兰陷入长期军事冲突。考虑到欧盟和美国至今均未取消克里米亚危机的制裁，加上美国的《以制裁反击美国敌人法案》¹的存在，情形一和情形三可能会使得对俄制裁“持久化”和“加强化”；情形二则有减轻制裁的可能。

短期看，俄乌冲突对中国经济的直接影响有限。根据2022年3月8日俄罗斯央行问卷调查显示，2022年俄罗斯通胀率可能最高触及20%，GDP预计将下滑8%²。根据3月31日欧洲复兴开放银行预测，俄罗斯经济将收缩10%。IMF和联合国贸发会等各大国际机构也预见到俄罗斯经济将陷入深度衰退。不过，俄乌经济体量有限。2020年俄乌GDP总量占全球不到2%，其中俄罗斯占比大概在1.7%左右。因而，俄乌经济衰退对全球经济的直接拖累可能仅在0.2个百分点左右。而且，中长期看，这一次俄乌冲突影响远大于克里米亚危机。在情形一和情形三的假设下，俄罗斯实际GDP何时回到2021年水平尚且未知，对中国经济的直接影响大概也仅是误差项的作用；情形二可能是对中国经济最好的结果，主要是因为不会有更多非理性行为。

俄乌冲突对中国经济的间接影响较大。西方国家的经济下滑将通过贸易管道影响中国的出口。3月份，欧央行和美联储均大幅下调2022年GDP增长预期。其中，欧央行下调0.5个百分点至3.7%；美联储下调1.2个百分点至2.8%。相对于处在风暴中心的欧央行，美联储对2022年经济增长预期下调更多，颇为意外。这可能和美国通胀偏离2%目标值过多有关，以此凸显美联储治理通胀的决心。3月18日，OECD发布报告称，俄乌冲突或使2022年全球经济增速下降1个百分点；由于欧洲在能源和食品供应方面更加依赖俄罗斯和乌克兰，欧洲将感受到最大的痛苦，冲突对欧元区经济的负面影响可能高达1.4个百分点，而对美国的负面影响约为0.9个百分点³。根据OECD的评估和中美俄欧的贸易关系矩阵看，中美在俄罗斯的贸易敞口均较为有限，但是与欧盟的贸易敞口比较接近（见图表10）。如果美国都有0.9个百分点的负面经济影响，中国也不会相差太大。尤其是，俄罗斯掌握欧盟的能源命脉，德国近三成能源依赖俄罗斯天然气。如果出现天然气断供的情况，欧洲经济可能因为能源配给限制而陷入衰退，这对中国乃至全球的经济都是不小的冲击。

图表 10. 中美欧俄 2021 年贸易矩阵（单位：亿美元或%）

	俄罗斯		欧盟		美国		中国	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
俄罗斯			2478	5.8	361	0.3	1469	2.4
欧盟	2820	35.9			7629	16.6	8281	13.7
美国	849	10.8	6313	14.7			7556	12.5
中国	902	11.5	6956	16.2	6574	14.3		

数据来源：万得，中银证券

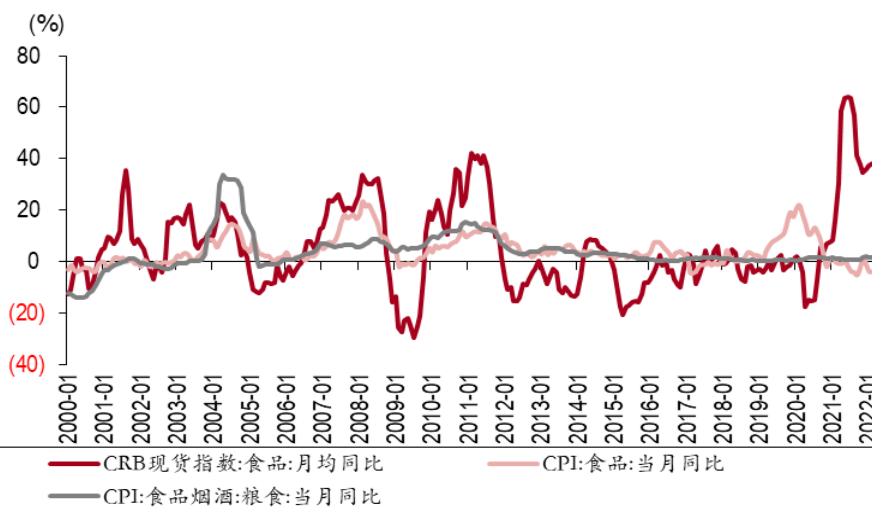
¹ 该法案扩大了對俄羅斯行業制裁範圍，並且要求美國政府對非美國人（含實體）開展與俄羅斯有關的部分業務進行附加額外制裁（二級制裁）；同時針對前任總統特朗普的親俄傾向，還特別限制美國總統減輕、擱置、豁免涉俄羅斯經濟制裁的權力。

² 見新聞連結：<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2022-03-11/doc-imcwiwss5332895.shtml>。

³ 見新聞連結：<https://finance.sina.com.cn/world/2022-03-18/doc-imcwipih9166484.shtml>。

俄乌冲突对大宗商品价格的影响较大。俄罗斯和乌克兰都是重要的资源出口国家。根据联合国粮食及农业组织数据显示，2017年至2021年，俄罗斯和乌克兰合计占全球小麦出口接近30%；占全球玉米出口约18%；占全球大麦出口约19%；占全球葵花籽油出口超75%；2021年俄罗斯是全球前三的化肥出口国家。此外，根据国际能源局(IEA)数据显示，2021年俄罗斯在全球原油市场份额达到12%，天然气份额达到32%，主要向欧盟供给。粮食方面，尽管年初至今(3月31日)CRB粮食价格上涨16%，国内粮食自给自足没有问题，而且，中国还是化肥净出口国家，加上国内化肥稳价保供政策的出台，整体影响可控。自从2003年确立粮食自主安全后，中国CPI粮食增速鲜有跟着CRB食品指数增速大幅波动；2010年以后，中国CPI粮食和食品增速与CRB食品指数的相关性也显著下降，粮食价格极其稳定(见图表11)。

图表 11. CRB 食品指数、中国粮食和食品 CPI 当月同比增速

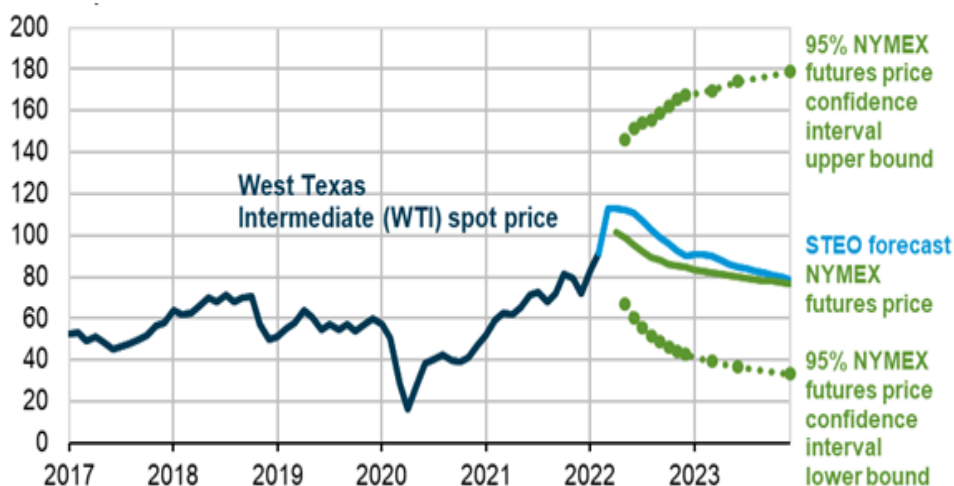


数据来源: 万得, 中银证券

能源方面，中国是能源净进口国家，俄乌冲突的影响无法避免。目前，由于西方国家没有对俄罗斯能源实施全面禁运，中国仍可以自主平衡能源进口结构，将能源价格影响降到最低。理性情况下，不管俄乌冲突如何演变，西方国家都应该允许俄罗斯继续出口能源，俄罗斯也得在市场上努力寻找买家。此种情形下，虽然中短期内油价有较强支撑，但是不会轻易突破前期140美元/桶。根据3月8日美国能源信息署(EIA)短期能源展望显示，二季度布油均价可能达到116美元/桶，全年均价预计为105美元/桶(见图表12)。考虑到2021年基数效应，中国服务、交通和通信CPI增速在年内预计可以趋于稳定。

不过，军事冲突可能会让参与方变得不理性，导致国际油价大幅上行。例如，在情形一和情形三的情况下，西方国家可能会极限压缩俄罗斯石油出口空间；在情形二的情况下，俄罗斯可能自己减少石油出口，让西方国家付出高昂的经济代价，闹个“鱼死网破”。非理性状态下，参考1979年伊朗经验，如果俄罗斯出口量减少一半导致全球供需缺口进一步扩大5个百分点，油价可能会再翻一番至200美元/桶。高油价引发的高通胀大概率只能靠经济衰退才能止住。此时，中国既要经济稳增长，又要使用财政资源去补贴高油价。另一方面，大宗商品价格上涨会恶化中国贸易条件，增加进口用汇。按2022年一季度原油均价算，进口2021年同样多的原油，中国将多支付约1300亿美元。

图表 12.3 月 8 日 EIA 布伦特油价展望



数据源：EIA，中银证券

贸易结构看，中国填补俄罗斯市场空白的压力并不大，但行业有别。根据世界银行 WITS 数据显示，2019 年俄罗斯排除中国后的货物进口金额大约为 1942 亿美元，货物出口金额约为 3746 亿美元；如果全部选择与中国做生意且不考虑转移替代效应，俄罗斯能够一次性拉动中国进口约 18 个百分点和出口约 8 个百分点，带动贸易总额增加 12 个百分点。而且，中国在剔除俄罗斯后的二级分类商品进口和出口均大于俄罗斯剔除后的对应项，不考虑质量差异的话，两者之间能够互相满足（见图表 13）。以交通工具为例，俄罗斯存在较大的贸易逆差，主要进口依赖美国、德国、日本和韩国。中国排在第五位。2019 年，俄罗斯进口中国交通工具金额仅有 28.5 亿美元，占比为 8.9%，中国有较大的提升空间。目前，西方国家的车企均选择停止在俄罗斯的经营，避免影响到自己在国内的形象。在情形一和情形三的情况下，中国车企有机会进入并填补空白；在情形二的情况下，虽然西方国家的车企可能会重启在俄罗斯的经营，但是中国企业可能更受欢迎。

不过，由于中国企业普遍担忧与俄罗斯做生意可能会被连带制裁，短期内可能会选择观望和评估利弊得失。未来，一些外向依赖较高的行业将更加进退两难。以电子行业为例，部分核心技术仍掌握在西方国家手上，而且中国电子产品进出口金额巨大。在情形一的情况下，考虑到“二级制裁”的风险，中国企业不一定会进入俄罗斯；在情形二的情况下，中国企业可能会以“友好国家”获得俄罗斯民众认可；在情形三的情况下，中国企业可能会无故受到牵连。因而，中国与俄罗斯贸易互补的最大障碍是西方国家的长臂管制。

图表 13. 2019 年中俄分商品进出口结构 (单位: 亿美元)

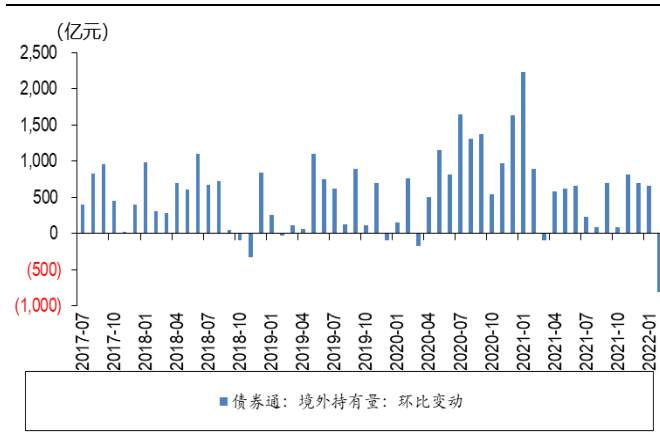
	俄罗斯 (不含中国)		中国 (不含俄罗斯)	
	进口	出口	进口	出口
活动物	67.75	35.5	389.4	158.5
蔬菜	114.8	142.8	713.6	273.05
食物制成品	101.12	56.4	281.4	321.59
矿物	22.96	33.6	1698.2	51.69
燃料	17.76	1816.19	3035.7	468.62
化工品	307.6	181.2	1526.8	1273
橡胶塑料制品	113.8	56.3	866.6	1044.5
毛皮制品	6.54	1.9	86.5	347.6
木制品	36.25	87	456.3	427.35
纺织品	75.71	10.8	321.8	2567.18
鞋类	17.13	3	61	619.37
玻璃制品	27	168.5	711	745.2
金属制品	134.37	357	947.8	1787.4
电子设备	462	123	6742.6	10604.1
交通工具	291.67	67.8	968.7	1090.5
杂项制品	126.3	569.1	1308.9	2664.9
农作物	19.8	35.6	510.9	88.2
合计	1942.56	3745.69	20627.2	24532.75

数据源: 世界银行 WITS, 中银证券

资本流动看, 俄乌冲突对人民币国际化存在中长期的利好。西方国家对俄罗斯央行的制裁可能导致各国重新考虑在贸易和金融中是否使用美元。短期内, 各国都难以改变美元主导地位。对于主要国际投资者来说, 人民币资产尚未具备完整意义的避险属性, 而且地缘政治风险的考验会逐渐加剧。2022 年 2 月份, 境外净减持人民币债券合计 804 亿元 (其中净减持人民币国债 354 亿元), 为债券通业务启动以来最大单月净减持规模 (见图表 14)。而从境内银行间市场即期询价交易来看, 2 月 24~28 日, 即期询价交易的日均外汇成交量 378 亿美元, 较 2 月 7~23 日日均成交量增长 22%, 一幅暗流涌动的景象。进一步看, 3 月份中上旬, 人民币权益资产大幅震荡调整, 境内外投资者都在担忧俄乌冲突的外溢影响 (见图表 15)。

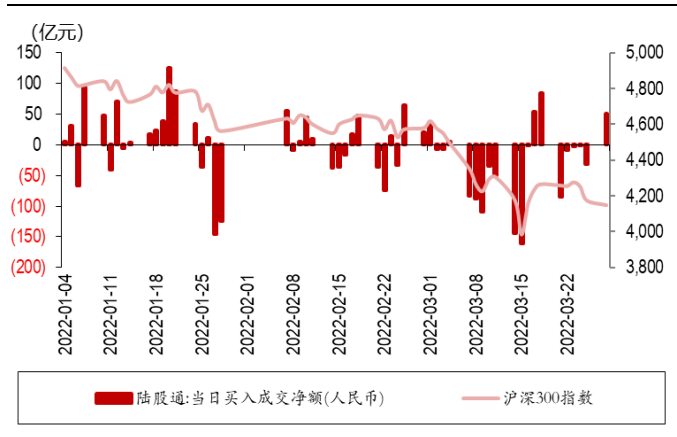
中长期看, 不管何种情形下, 人民币都有潜力成为区域货币的一极。中国对于独联体和中东国家存在较大贸易逆差。在各方有意愿以人民币结算的背景下, 中国能够持续输出人民币。这些国家主动或被动提高人民币资产的配置比例, 正如俄罗斯在克里米亚危机以后持续提升人民币在外汇储备的占比一样。不过, 西方资本在数量级上明显高出一截。如果中国保持中立, 情形一的扰动作用相对可控; 情形二仍是最有利的结果; 情形三则可能会加速东西方资本往来的停滞, 主导权更多掌握在西方政府手上, 不排除未来会出现资本净流出的情况。

图表 14. 债券通境外机构持有量环比变动



数据源: 万得, 中银证券

图表 15. 陆股通净流入和沪深 300 指数



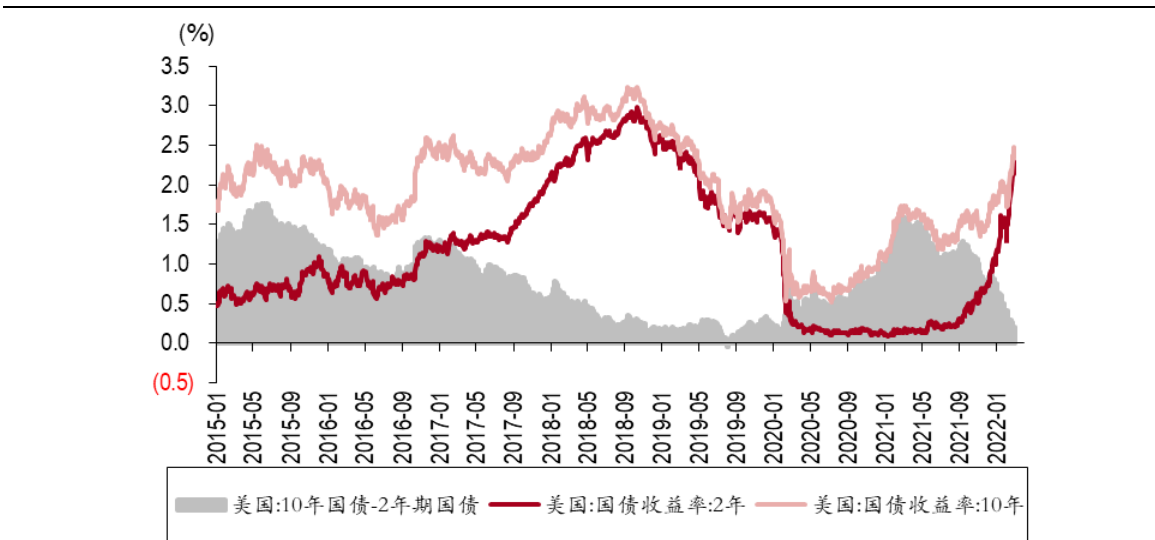
数据源: 万得, 中银证券

金融市场看，俄乌冲突提升海外主要央行紧缩政策的不确定性。疫情前，全球通胀就处于上行趋势。其中，美国的高通胀问题最为突出。由于俄乌冲突引发的通胀上行风险，不少国内外专家学者在借用 1970 年代经验来讨论货币政策的应对。近期，前 IMF 首席经济学家奥利维尔和前美联储副主席布兰德均表示“美联储可能需要足够好的运气才能同时实现经济软着陆和通胀回归”；前联储主席达德利更是直言，“美联储的滞后反应可能已经导致经济衰退不可避免”⁴。4 月 1 日，美国 2 年期国债收益率与 10 年期国债收益率自 2019 年 8 月以来首次倒挂⁵，危机信号初现；而 CME 利率期货价格显示，5 月 FOMC 加息 50 个基点的概率突破 70%，年底加息至 2% 以上的概率为 100%，加息至 2.5% 的概率也接近 90%（见图表 16）。

美联储对于供给端通胀（前期供给修复缓慢，当前俄乌冲突）的被动等待已经在不断损害其信誉。根据上文对大宗商品的分析，俄乌冲突对通胀的影响大概率偏向上行。短期，美联储几乎无法在紧缩上做出让步，就连欧央行也在强调加息的可能性。在情形一和情形三的情况下，美联储大概率会加速紧缩至全球供需平衡，达到所谓的中性状态⁶；在情形二的情况下，美联储可能会在未来某个时点适当放缓紧缩进程。这种“利率上行和经济下行”的组合可能会给 3 月份席勒市盈率仍处在 96% 分位的美股造成较大的估值调整压力。外部的货币紧缩并不受中国控制，我们只能静观其变和做好预案，优先做好自己的事情并妥善引导预期。

当然，我们也不能确信，中国就不会有输入性通胀的风险。以美联储为例，2021 年年中美联储预计通胀会趋于稳定，结果美国通胀在三季度涨幅放缓后再次飙升。2021 年下半年美联储反应过慢也被广为诟病。极端情况下，根据德国议会和一些经济学家估计，若俄罗斯对德国断气或者德国不再进口俄罗斯天然气，将造成德国经济损失 3 至 5 个百分点，引发德国全年通胀均值上升 2 个百分点，迫使欧央行加息 100 个基点⁷。“断气”后，欧盟需要抢购其他能源，造成国际能源价格进一步上涨，中国难以独善其身。而且，欧央行都要步入加息周期的情况下，中国货币政策多少会受一些影响。

图表 16. 美国国债收益率



数据来源：万得，中银证券

⁴ 詳文見連結：

<https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/why-i-worry-about-inflation-interest-rates-and-unemployment>;
<https://apnews.com/article/business-jerome-powell-alan-blinder-economy-inflation-7dfbb4006575d0cc9920bbc1103154d1>;
<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2022-03-29/is-a-recession-coming-the-fed-has-made-it-inevitable?sref=fcy7dx5V>.

⁵ 當 2 年期國債收益率與 10 年期國債收益率倒掛一個季度以上，美國經濟才有較大概率在未來 1 至 2 年時間陷入衰退；隨著加息進程快速跟進，3 個月國債收益率可能會較快升至 2% 以上，若與 10 年期國債收益率出現倒掛，衰退進程將更為接近。

⁶ 不管是消費還是投資需求，美聯儲短期抑制需求的態度毋庸置疑。美國國內投資不足的問題可能更需要財政政策的支援。例如，美國政府想將半導體供應鏈轉移至國內，就是依靠其 520 億美元的補助和行政干預。

⁷ 對德國斷供天然氣壓力測試見連結：<https://bcf.princeton.edu/wp-content/uploads/2022/03/Combined-Slides.pdf>。

心理管道看，中国并不占优俄乌冲突的舆论博弈。部分国家“讲故事”的引导力可能会加剧普通民众和投资者保持理性的难度。在情形一的情况下，中国可能会不断被部分国家“背刺”；在情形二的情况下，中国可以灵活应对，既提高与欧盟的合作，又帮助俄罗斯恢复经济，还能照顾一下美国的忧虑；在情形三的情况下，中国可能会获得短暂的喘息窗口期，但是保持中立的难度会逐渐上升。

三、主要结论及政策建议

俄乌冲突期间，中国经贸机遇与挑战并存。三种情景分析下，俄罗斯撤兵和谈对于中国经贸较为有利，中国既不需要承担较大外需回落压力、贸易结构调整、国际舆论压力和金融市场动荡，也有助于人民币国际化。不过，由于各国对于核心利益的看法不尽相同，不排除俄乌冲突期间，安全要求高于经济利益，出现经济层面的非理性行为。而且，随着冲突尖锐化和持久化，中国经贸结构性调整压力将会更大。正如习近平主席在2022年4月1日中欧峰会上所表示，“很多人十分担心，目前这样的局面可能使国际经济合作几十年努力的成果毁于一旦。如果局面继续恶化下去，估计事后恢复可能需要几年、十几年甚至几十年”。

目前，俄乌冲突仍存在较大不确定性。本文的情景也仅是我们列举的有限组合。而且，对于情景概率的拿捏也超出了我们的能力范围，只能见仁见智。因此，我们强调立足自身发展，提出以下三点建议：

一是保持经济运行在合理区间。中国具有庞大的市场潜力和较高的增长优势，是建立国际信任和影响力的基础。外部环境越乱就越能体现中国稳中向好的优势。

二是进一步深化改革开放扩大开放。如果中国进一步开放，加强企业和民间交流合作，形成你中有我，我中有你，有可能令西方国家政府束手束脚。国际外交没有永恒的朋友，只有永恒的利益。中国要通过扩大开放、利益绑定的方式，加强与友好国家的经济凝聚力，弱化政治离心力。

三是加强金融基础建设和完善监督制度。中国要成为亚太地区的一极，还有许多东西可以向西方国家学习，包括加强国内相关司法和政令的透明度和可预见性。

风险提示：

俄乌冲突高度不确定，西方国家非理性行为。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的数据或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的数据或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或管道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部管道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371