

2023年03月13日

冲突未止，互有损伤——俄乌冲突专题报告

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

俄乌冲突爆发已经一年有余，俄乌双方战场局势如何？欧盟、俄罗斯、乌克兰以及美国为这场冲突付出了什么程度的经济代价？

● 俄乌冲突局势仍然胶着

俄乌冲突爆发至今，战场局势可大体分为三个阶段。初期俄罗斯进展较快，对乌克兰发起了全面性的进攻，亦取得了一些成果。但后续随着以美国为首的西方国家的加入，给予乌克兰大量的军事、金融支持，乌克兰随后进行了几轮反攻，在进行了大量残酷的战斗后，目前处于僵持状态。

● 欧盟与俄罗斯能源加速脱钩

- 1. 冲突爆发后欧盟对俄罗斯进行了多轮制裁。** 冲突爆发后欧盟总共对俄罗斯进行了10轮制裁，包含了能源、经济、科技、金融等各个方面。
- 2. 欧盟与俄罗斯能源贸易下降较多。** 2022年双方贸易总额下降了49%，其中进口下降了51%，出口下降46%。煤炭方面，2021年俄罗斯在欧盟煤炭进口金额占比为45%，2022年急剧下滑至21.5%；石油方面，2021年俄罗斯占欧盟石油进口的比重为28%，2022年四季度已经下降至15%；天然气方面，2021年俄罗斯占欧盟天然气进口的比重为36%，2022年四季度，该比重已经下降至17.6%；化肥方面，2021年欧盟从俄罗斯进口的化肥比重为29%，2022年四季度比重已经下降为19.6%。

● 俄罗斯经济短期受损较轻，但前景不容乐观

- 1. 俄罗斯经济增长小幅萎缩。** 西方国家对俄罗斯的能源进行制裁后，俄罗斯的经济增长开始落入负增长。2022年2、3季度GDP同比增长为-4.1%、-3.67%，经济增长开始出现萎缩。
- 2. 俄罗斯油气收入下行压力加大。** 后续来看，俄罗斯的油气收入可能并不乐观，一则全球经济增速逐渐放缓，对于原油等大宗商品的需求下降，原油价格大概率将维持下行趋势；二则欧盟与俄罗斯进行了较为坚决的能源脱钩，对俄罗斯的原油实行60美元/桶的价格上限，这对俄罗斯的油气收入或将产生较为明显的影响。
- 3. 股票市场持续下跌，国债收益率先涨后跌。** 冲突爆发后，俄罗斯股市迎来了较大程度的降幅，后续一直保持低位震荡，国债则相对稳定，收益率先涨后跌。
- 4. 外汇储备有所减少，汇率基本保持稳定。** 冲突爆发后，俄罗斯外汇储备减少了将近1000亿美元，且超过3000亿美元储备被冻结。汇率则在卢布结算令的支撑下先跌后涨，目前基本恢复至冲突前水平且保持稳定。

● 冲突相关方均遭受不同程度经济损失

俄乌冲突爆发后，冲突的直接相关方欧盟、俄罗斯经济均受到了一定程度的负面冲击，乌克兰更是遭遇了严重的经济与人道主义危机。往后看，能源短缺与价格抬升或将会反复困扰欧盟，俄罗斯的经济增长压力可能进一步加大，而乌克兰的经济与人道危机可能还会继续恶化。

● **风险提示：** 俄乌冲突激烈程度超预期，全球疫情传播超预期

相关研究报告

《就业数据对美联储加息提速影响或有限——美国2月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2023.3.12

《新气象 新阶段——宏观周报》-2023.3.12

《硅谷银行倒闭或难对美联储货币政策产生影响——宏观经济点评》-2023.3.11

目 录

1、 俄乌冲突局势仍然胶着	3
2、 欧盟与俄罗斯能源加速脱钩	5
2.1、 冲突爆发后欧盟对俄罗斯进行了多轮制裁	5
2.2、 欧盟与俄罗斯能源贸易下降较多	7
3、 俄罗斯经济短期受损较轻，但前景不容乐观	10
3.1、 俄罗斯经济增长小幅萎缩	10
3.2、 俄罗斯油气收入下行压力加大	11
3.3、 股票市场持续下跌，国债收益率先涨后跌	13
3.4、 外汇储备有所减少，汇率基本保持稳定	14
4、 冲突相关方均遭受不同程度经济损伤	15
5、 风险提示	16

图表目录

图 1: 美国等西方国家给予了乌克兰大量的援助	4
图 2: 美国援助乌克兰武器品类多样	4
图 3: 欧盟与俄罗斯贸易活动下降较多	7
图 4: 俄罗斯在欧盟进口中的比重下降较多	7
图 5: 欧盟从俄罗斯能源进口金额快速下降	7
图 6: 欧盟向俄罗斯进口的煤炭急剧下降	8
图 7: 2022 年四季度欧盟已经不从俄罗斯进口煤炭	8
图 8: 欧盟向俄罗斯进口的石油金额快速下降	8
图 9: 欧盟从俄罗斯石油进口比重减少较多	8
图 10: 欧盟向俄罗斯进口的天然气金额快速下降	9
图 11: 欧盟从俄罗斯天然气进口比重减少较多	9
图 12: 欧盟向俄罗斯进口的化肥金额先升后降	9
图 13: 欧盟从俄罗斯化肥进口比重快速减少	9
图 14: 俄罗斯 GDP 增速落入负增长区间	10
图 15: 俄罗斯工业生产指数下降	11
图 16: 俄罗斯通胀水平较高	11
图 17: 俄罗斯油气收入仍有一定韧性	11
图 18: 俄罗斯主要能源产品出口金额均出现下行	12
图 19: 欧盟占俄罗斯出口比重大幅下行	12
图 20: 俄罗斯财政赤字水平上升	13
图 21: 俄罗斯乌拉尔原油价格低于 60 美元/桶	13
图 22: 俄罗斯股票市场持续下跌	13
图 23: 俄罗斯在冲突爆发后大幅加息	14
图 24: 俄罗斯国债收益率先涨后跌	14
图 25: 俄罗斯外汇储备小幅减少	14
图 26: 俄罗斯卢布近期有所贬值	15
表 1: 俄乌冲突目前经历三个阶段	3
表 2: 欧盟累计对俄罗斯进行了 10 轮制裁	5

由于北约多次东扩，压缩俄罗斯战略空间，2022年2月24日俄罗斯对乌克兰发动特别军事行动，俄乌冲突全面爆发。俄罗斯和乌克兰作为全球重要的能源、粮食以及部分重要自然资源的出口国，冲突爆发之初，全球大宗商品价格快速上涨，对全球经济造成了较大的负面影响。俄乌冲突爆发已经一年有余，俄乌双方战场局势如何？欧盟、俄罗斯、乌克兰以及美国为这场冲突付出了什么程度的经济代价？

1、俄乌冲突局势仍然胶着

俄乌冲突爆发至今，战场局势可大体分为三个阶段。初期俄罗斯进展较快，对乌克兰发起了全面性的进攻，亦取得了一些成果。但后续随着以美国为首的西方国家的加入，给予乌克兰大量的军事、金融支持，乌克兰随后进行了几轮反攻，在进行了大量残酷的战斗后，目前处于僵持状态。但随着天气转暖，俄罗斯和乌克兰均表示将会启动春季攻势¹，双方之间的冲突还未结束。

与此同时，以美国为首的西方国家出于自身的战略目的以及选举考量，在俄乌冲突中到处“拱火”，积极的向乌克兰提供各类军事支持与援助²，截至2023年1月15日，已经累计向乌克兰提供了超过650亿欧元的军事援助，其中美国占比超过65%。在俄乌冲突爆发一周年前，美国总统拜登访问乌克兰，并宣布继续增援乌克兰5亿美元，包括海马斯火箭弹、反坦克系统和雷达等武器装备，后续还将继续提供支持³。俄罗斯对此反应也较为强硬，在此情况之下，俄乌冲突的胶着局势难以快速打破，和平曙光还未到来。

表1: 俄乌冲突目前经历三个阶段

时间线	主要阶段	主要事件
2022.02.24-2022.04.07	第一阶段: 俄军全面进攻	俄罗斯总统普京发表演讲，表示将发起对乌克兰东部的“特别军事行动”，寻求对乌克兰部分地区的“非军事化和去纳粹化”。此阶段主要为俄军主动全面进攻，同时在北部战线（切尔诺贝利、基辅）、东北战线（切尔尼戈夫、苏梅）、南部战线（马里乌波尔、赫尔松）以及东部战线（哈尔科夫、伊久姆等）进行作战。
2022.04.08-2022.09.05	第二阶段: 聚焦东南战线	由于在马里乌波尔等东南战线受阻，俄罗斯决定发起“东部攻击”，冲突开始进入新阶段，并聚焦于东南战线。战斗主要集中在尼古拉耶夫-敖德萨战线（乌克兰南部反攻、尼古拉耶夫战役等）、第聂伯罗-扎波罗热战线（俄占扎波罗热、扎波罗热核电站和埃涅尔戈达尔战役）、北顿涅茨克、利西昌斯克、马里乌波尔失守（马里乌波尔围城战）等。
2022.09.06-至今	第三阶段: 乌克兰反攻以及核危机	乌克兰军队于8月份开始在南发动反攻，并于9月份在东北部发动反攻。9月份俄罗斯发起公投，顿涅茨克等四州并入俄罗斯版图。期间战斗主要集中在乌克兰军队的赫尔松以及哈尔科夫反攻、第聂伯罗-扎波罗热战线（俄占扎波罗热、扎波罗热核电站和埃涅尔戈达尔战役）、乌克兰境内大规模轰炸事件（2022年10月10日导弹袭击乌克兰）等，并爆发乌克兰核危机（可能使用脏弹进行挑衅）。

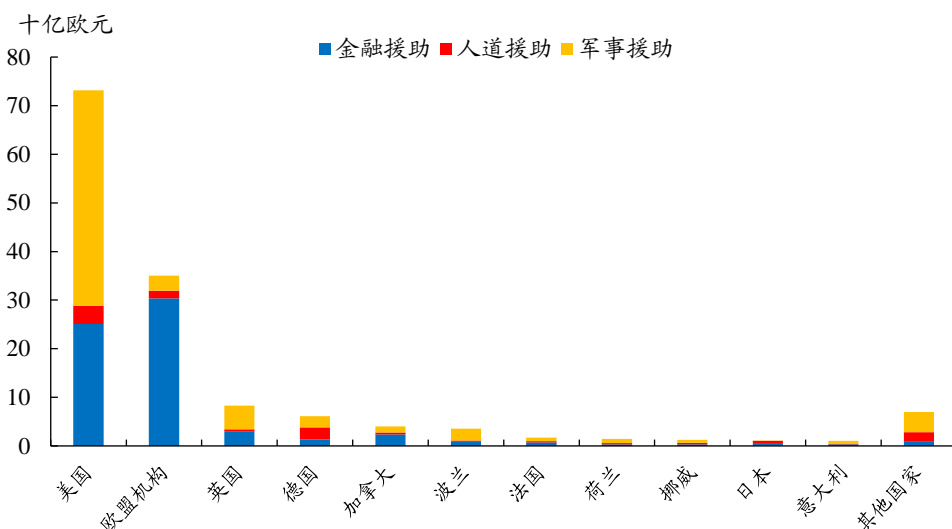
资料来源：央视新闻、开源证券研究所

¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1757991876716336121&wfr=spider&for=pc>

² <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2023/02/21/fact-sheet-one-year-of-supporting-ukraine/>

³ <https://export.shobserver.com/baijiahao/html/584813.html>

图1: 美国等西方国家给予了乌克兰大量的援助



数据来源: IFW、美国国务院、开源证券研究所, 数据截至 2023.01.15。

图2: 美国援助乌克兰武器品类多样



资料来源: Council on Foreign Relations, 数据截至 2023.02.20。

2、 欧盟与俄罗斯能源加速脱钩

2.1、 冲突爆发后欧盟对俄罗斯进行了多轮制裁

在俄乌冲突爆发后，美国、欧盟等西方国家对俄罗斯进行了全方位的制裁，其中欧盟对俄罗斯的制裁较为彻底，截至 2023 年 2 月 25 日，欧盟总共对俄罗斯进行了 10 轮制裁，包含了能源、经济、科技、金融等各个方面⁴。并希望与俄罗斯的能源彻底脱钩。作为反击，俄罗斯亦开展了相关的反制裁措施。

表2: 欧盟累计对俄罗斯进行了 10 轮制裁

制裁轮数	欧盟对俄制裁内容	俄反制裁措施
第一轮 (2022 年 2 月 23 日 -24 日)	1.对俄罗斯国家杜马 351 名成员和另外 27 人实施定向制裁。 2.限制与顿涅茨克州和卢甘斯克州非政府控制区的经济关系。 3.限制俄罗斯进入欧盟的资本和金融市场和服务。	
第二轮 (2022 年 2 月 25 日 -27 日)	1.冻结俄罗斯总统兼外交部长的资产，对俄罗斯联邦国家安全委员会成员、国家杜马 351 名成员和另外 27 人实施定向制裁。 2.限制与顿涅茨克州和卢甘斯克州非政府控制区的经济关系。 3.针对 70% 的俄罗斯银行市场和关键国有公司，限制俄罗斯进入欧盟的资本和金融市场和服务，禁止接受俄罗斯国民或居民超过一定价值的存款，禁止欧盟中央证券托管机构持有俄罗斯客户的账户，以及向俄罗斯客户出售欧元计价证券。 4.欧盟将禁止向俄罗斯销售、供应、转让或出口炼油中的特定商品和技术，并将对提供相关服务施加限制。 5.禁止向俄罗斯航空公司出售所有飞机、备件和设备。	
第三轮 (2022 年 2 月 28 日 -3 月 14 日)	1.禁止与俄罗斯中央银行进行交易，SWIFT 禁止七家俄罗斯银行。 2.为乌克兰武装部队的设备和用品提供 5 亿欧元一揽子支援。 3.禁止俄罗斯航空公司飞越欧盟领空和进入欧盟机场。 4.对另外 26 人和 1 个实体的新制裁。	1.居民不得将外币汇入外国账户，不得通过外国支付服务供应商在不开设银行账户的情况下将外币转到国外。 2.对 80% 的外汇收入强制结汇。
第四轮 (2022 年 3 月 15 日 -4 月 7 日)	1.禁止与俄部分国有企业的所有交易、禁止向任何俄罗斯个人或实体提供信用评级服务。 2.禁止对俄罗斯能源部门的新投资。 3.扩大了与俄罗斯国防和工业基地有关的人员名单，对两用货物以及可能有助于俄罗斯加强国防和安全部门技术的货物和技术实施了更严格的出口限制。 4.引入钢铁和奢侈品的贸易限制；对另外 15 名个人和 9 个实体实施制裁。	
第五轮 (2022 年 4 月 8 日 -6 月 2 日)	1.禁止从俄罗斯进口煤炭和其他固体化石燃料。 2.禁止所有俄罗斯船只进入欧盟港口。 3.禁止俄罗斯和白俄罗斯公路运输运营商从进入欧盟。 4.禁止进口其他商品，如木材、水泥、海鲜和白酒。 5.禁止向俄罗斯出口喷气式飞机燃料和其他商品。 6.禁止加密钱包的存款。	对涉及侵犯俄罗斯公民基本权利和自由的人士采取措施，禁止其进入俄罗斯并引入了经济限制措施，包括冻结其在俄罗斯境内的资产，以及禁止其在俄罗斯进行任何财产交易和投资。

⁴

<https://www.consilium.europa.eu/en/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/history-restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/>

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

第六轮

(2022年6月3日
-7月20日)

- 1.禁止从俄罗斯进口原油和精炼石油产品。
- 2.SWIFT 禁止另外三家俄罗斯银行和一家白俄罗斯银行。
- 3.暂停在欧盟三个俄罗斯媒体广播。
- 4.对另外 65 名个人和 18 个实体实施了制裁（包括对在布查和马里乌波尔犯下的暴行负有责任的个人）。

- 1.对 31 家欧美能源企业实施报复性制裁的法人实体名单。
- 2.对部分国家和国际组织的“不友好行为”采取报复性特别经济措施，禁止俄各级政府机构，以及受俄联邦法律管辖的所有机构、法人和自然人与俄方措施涉及的外国法人和个人履行合同、义务或金融交易。

第七轮

(2022年7月21日
-10月5日)

- 1.禁止购买、进口或转让俄罗斯原产的黄金，包括珠宝。
- 2.加强对两用货物的出口管制；将现有的港口准入禁令扩大到船闸。
- 3.制裁另外 54 名个人和 10 个实体，包括莫斯科市长和主要金融机构斯伯班克。
- 4.新措施不针对俄罗斯的食品、谷物或化肥出口。
- 5.将对俄罗斯的经济制裁及个人制裁再延长六个月。

- 1.扩大对欧盟制裁，将欧盟最高军事领导人、欧盟成员国安全机构的高级官员、参与向乌克兰交付军事产品的欧盟武器和军事装备生产领域的商业组织代表列入禁止入境名单。
- 2.俄罗斯总统普京签署命令，在金融和燃料能源领域对其他国家的友好行为采取特别措施，禁止持有俄罗斯战略企业股份的“不友好国家”代表在 2022 年底交易这些股份。

第八轮

(2022年10月6日
-12月15日)

- 1.确定俄罗斯石油价格上限为每桶 60 美元。
- 2.扩充可能有助于俄罗斯军事和技术进步的限制性物品清单。
- 3.额外限制对与俄罗斯贸易和服务。
- 4.另有 30 名个人和 7 个实体被制裁。
- 5.将违反制裁的行为添加到欧盟罪行清单中。

- 1.扩大了禁止进入俄罗斯的欧盟成员国代表名单(来自欧盟生产武器和军用装备，参与向基辅提供武器的商业机构代表及欧盟委员会议会大会的部分的议员)。
- 2.普京签署法令，将禁止“不友好国家”公民交易其在俄罗斯战略企业和地下资源开采项目中所持股份的限制措施延长至 2023 年底。

第九轮

(2022年12月16日
-2023年2月4日)

- 1.禁止无人机发动机的出口。
- 2.禁止两用货物和技术的出口禁止对俄采矿业的投资。
- 3.禁止与俄罗斯区域开发银行的交易；禁止为俄提供广告、市场研究和民意调查服务。
- 4.暂停了另外四家俄罗斯媒体的广播许可证。
- 5.制裁另外 141 名个人和 49 个实体。
- 6.为源自俄罗斯或从俄罗斯出口的属于 CN 代码 2710 的石油产品设定两个价格上限。
- 7.将针对俄罗斯联邦特定经济部门的限制性措施延长六个月。

- 1.禁止俄罗斯天然气工业股份公司及其子公司在 2023 年 10 月 1 日前，与对俄罗斯及其公民有不友好行为的国家有联系的公司和个人进行部分业务往来。
- 2.自当地时间 2023 年 2 月 1 日起至 2023 年 7 月 1 日，俄罗斯正式禁止向在合同中直接或间接使用设置价格上限机制的外国法人和个人供应俄石油。

第十轮

(2023年2月25日
至今)

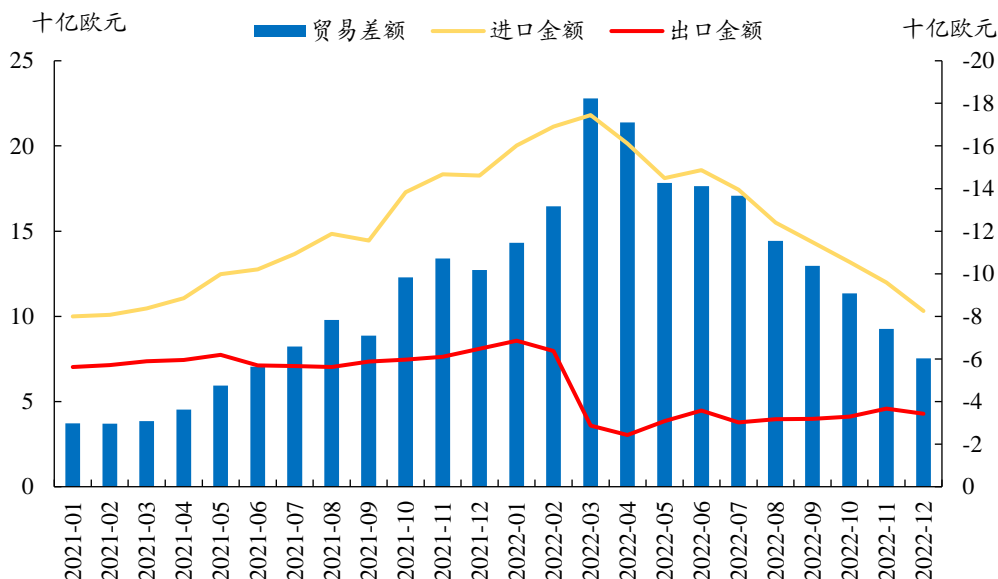
- 1.禁止关键技术和工业品的出口。
- 2.禁止沥青和合成橡胶的进口。
- 3.禁止为俄罗斯人提供天然气储存能力。
- 4.禁止欧盟通过俄罗斯过境出口两用货物和技术。
- 5.制俄罗斯国民在欧盟关键基础设施和实体的理事机构中担任任何职位的可能性。
- 6.引入了新的报告义务，以确保资产冻结禁令的有效性。
- 7.对 87 名个人和 34 个实体实施了额外制裁，包括关键决策者、军事领导人、瓦格纳集团的军事指挥官和无人机制造商。

资料来源：欧盟理事会、央视新闻、开源证券研究所

2.2、欧盟与俄罗斯能源贸易下降较多

虽然能源供应高度依赖俄罗斯，但在俄乌冲突发生后，欧盟较为坚决的同俄罗斯减少了相应的贸易往来，对多项产品实施了进出口的限制，双方之间的贸易在2022年3月份达到阶段性高峰，后续则以较快的速度下行。2021年12月欧盟从俄罗斯进口金额为183亿欧元，出口81亿欧元，2022年12月欧盟从俄罗斯进口金额为103亿欧元，出口为43亿欧元。一年间双方之间的贸易总额下降了49%，其中进口下降了51%，出口下降46%。

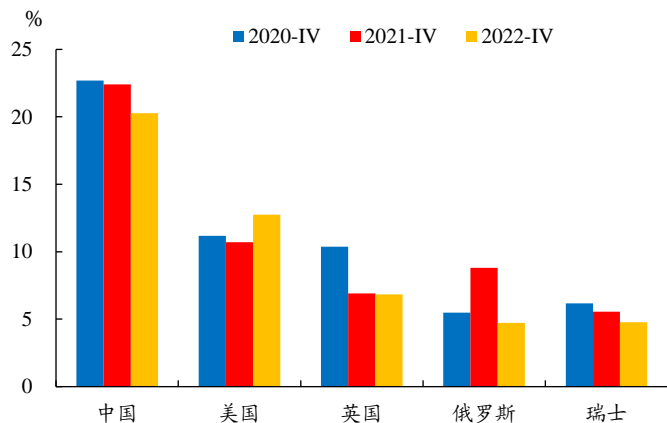
图3：欧盟与俄罗斯贸易活动下降较多



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

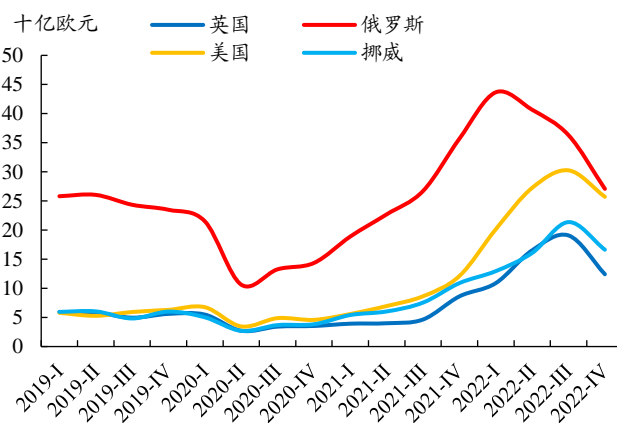
双方贸易往来减少的同时，欧盟从俄罗斯的能源进口也在不断减少。2019-2021年间，欧盟能源进口中，俄罗斯占比均超过50%，2019年2-3季度占比更是超过60%。2021年四季度欧盟从俄罗斯能源进口金额占其总金额的比重约为53%，至2022年四季度已经降至33%，下降幅度较为明显。随着能源贸易的下滑，俄罗斯在欧盟的主要贸易伙伴中的占比也逐渐下降。

图4：俄罗斯在欧盟进口中的比重下降较多



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

图5：欧盟从俄罗斯能源进口金额快速下降



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

为了更加清楚的分析当前欧盟与俄罗斯的能源以及大宗商品贸易脱钩的情况，我们根据欧盟委员会的数据，选取煤炭、石油、天然气、化肥等俄罗斯占欧盟进口比重较高的产品进行颗粒度更高的分析，观察当前欧盟对俄罗斯的制裁具体进展及成效。

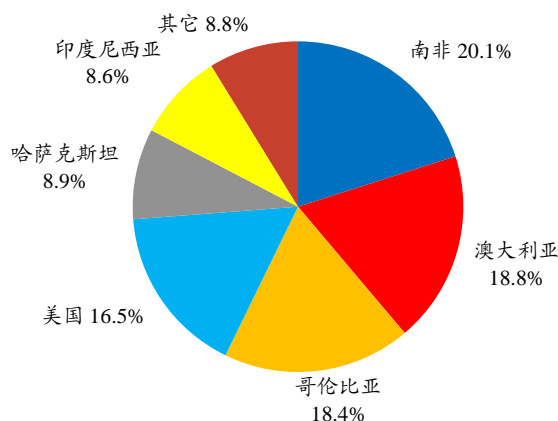
煤炭方面，在2021年1月到2022年5月期间，全球大宗商品价格上涨，因此欧盟从俄罗斯进口的煤炭金额快速上升，累计上涨幅度超过360%。但在2022年8月通过的欧盟对俄罗斯第五轮制裁中，欧盟规定禁止采购、进口或向欧盟转移原产于俄罗斯或从俄罗斯出口的煤炭和其他固体化石燃料，煤炭进口快速下降至接近零的水平。与之相对应的，2021年俄罗斯在欧盟煤炭进口金额占比为45%，2022年急剧下滑至21.5%。相应的哥伦比亚以及南非的煤炭进口比重有所上升，分别上升了9个百分点、17个百分点。

图6: 欧盟向俄罗斯进口的煤炭急剧下降



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

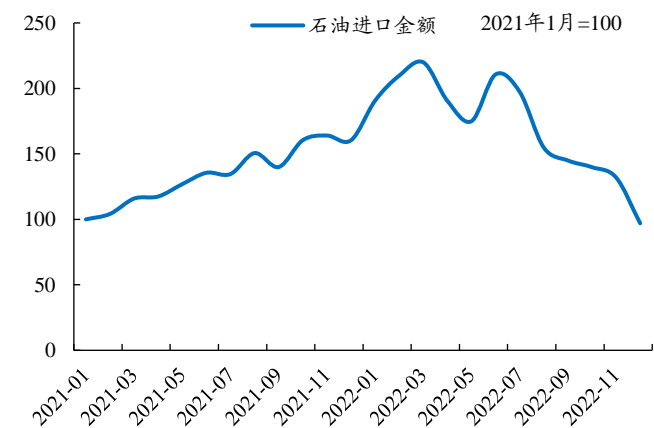
图7: 2022年四季度欧盟已经不从俄罗斯进口煤炭



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

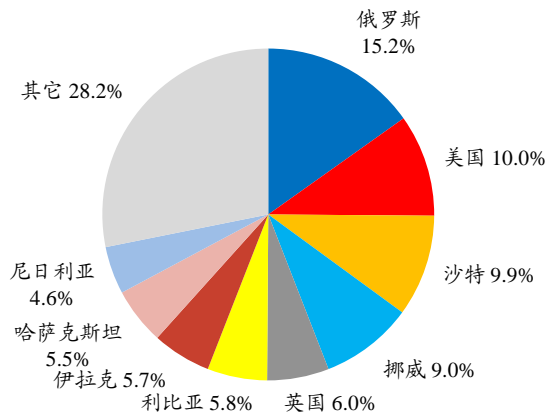
石油方面，由于价格上涨，欧盟从俄罗斯进口的石油总金额在2021年间快速上涨，整体增幅超过一倍。在2021年俄罗斯占欧盟石油进口的比重为28%，随着俄乌冲突的爆发，石油的进口额也开始逐步减少，并在2022年3、4季度开始显著加速。2022年俄罗斯占欧盟进口石油的比重为21%，其中四季度已经下降至15%，相应的沙特阿拉伯与美国的比重有一定程度的上升。后续随着欧盟对俄罗斯石油进口限价发挥作用，预计比重还将进一步减少。

图8: 欧盟向俄罗斯进口的石油金额快速下降



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

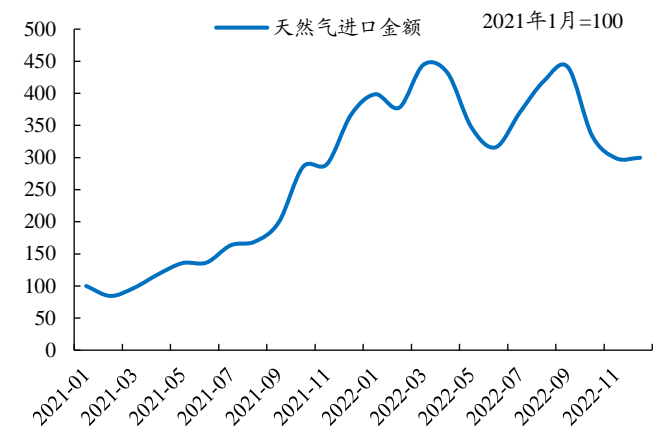
图9: 欧盟从俄罗斯石油进口比重减少较多



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

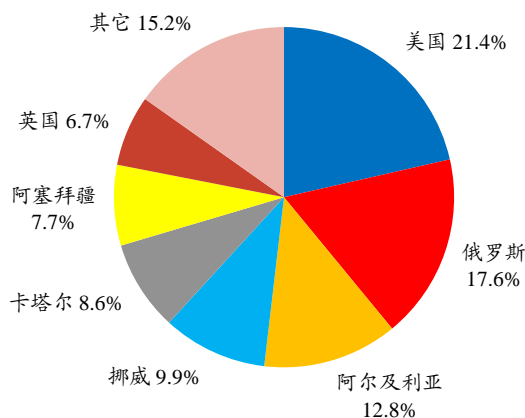
天然气方面，与其它主要能源产品相同，受全球能源价格上涨，2021年欧盟从俄罗斯进口天然气金额上涨较快，2021年俄罗斯占欧盟天然气进口的比重为36%。随着俄乌冲突的爆发，由于遭受了欧盟多轮制裁，俄罗斯在欧盟天然气进口中的比重开始稳步下降，其中2022年4-6月较为明显。后续虽然由于天然气价格上涨，导致进口金额在2022年7-9月出现逆转，但是随后便继续下降。到2022年四季度，俄罗斯占欧盟天然气进口的比重已经下降至17.6%，较2021年同期减少15.4个百分点。

图10: 欧盟向俄罗斯进口的天然气金额快速下降



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

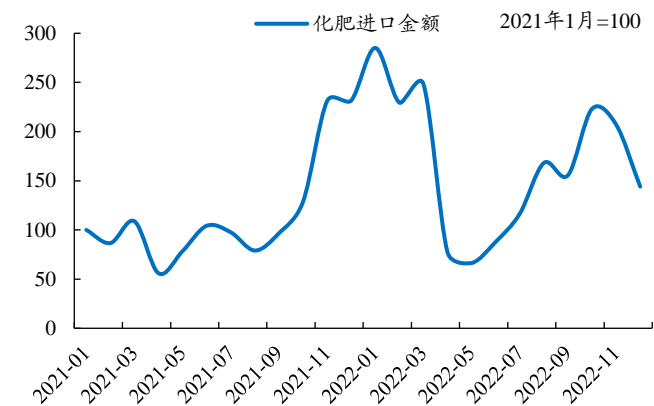
图11: 欧盟从俄罗斯天然气进口比重减少较多



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

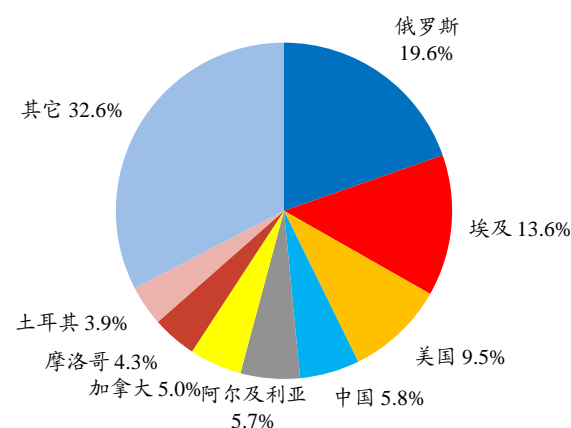
化肥方面，由于价格上涨，俄罗斯对欧盟出口的化肥金额快速上涨，整体上涨幅度超过200%，2021年欧盟从俄罗斯进口的化肥比重为29%。但是随着制裁的推进实施，进口的数量和价格均开始下降，2022年四季度比重已经下降为19.6%。

图12: 欧盟向俄罗斯进口的化肥金额先升后降



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

图13: 欧盟从俄罗斯化肥进口比重快速减少



数据来源: Eurostat、欧盟委员会、开源证券研究所

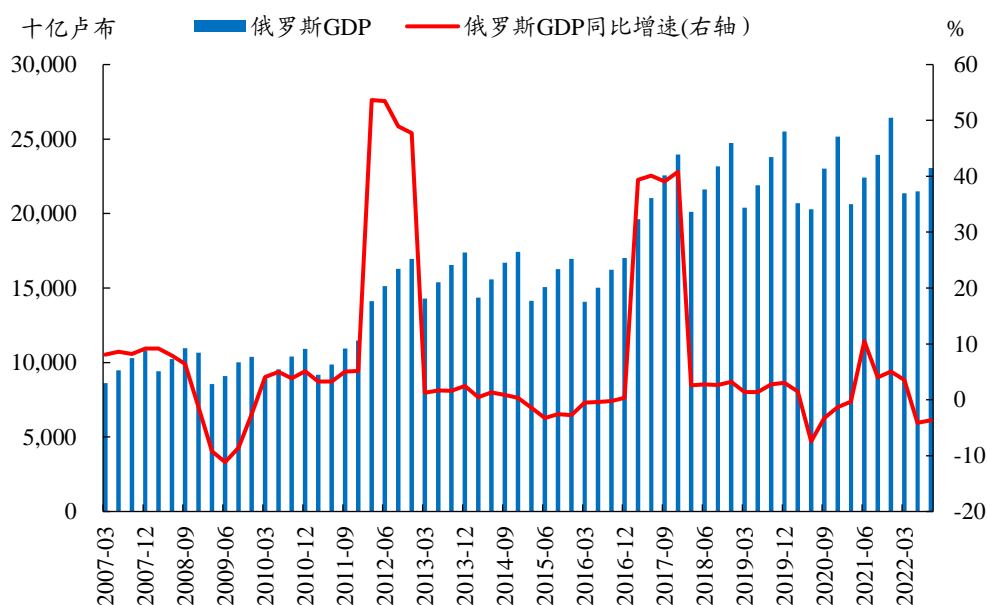
总的来看，欧盟在能源领域与俄罗斯脱钩的速度比较快，特别是在煤炭领域，石油与天然气则相对缓慢。在从欧盟进口的其它主要产品中，钢铁的降幅也较多，不过较为稀缺的镍几乎没有受到影响。虽然从数据上来看，欧盟同俄罗斯的能源贸易脱钩较为迅速，但是欧盟的能源大部分依靠进口的情况并没有发生明显改变，短期内对俄罗斯能源的替代主要还是集中于煤炭等产品，原油、天然气等虽然有下降，但替代进口来源短期内还无法取代俄罗斯，这会使得区域内的能源供给持续受到负面冲击，对于通胀下行以及经济增长均会造成负面影响。

3、俄罗斯经济短期受损较轻，但前景不容乐观

3.1、俄罗斯经济增长小幅萎缩

受益于能源价格上涨，俄罗斯经济在 2021 年迎来了一段较为迅速的增长，并持续到 2022 年一季度。但是随着俄乌冲突的爆发，西方国家对俄罗斯进行了多方位的制裁，特别是对俄罗斯的能源进行制裁后，俄罗斯的经济增长开始落入负增长。2022 年 2、3 季度 GDP 同比增长为-4.1%、-3.67%，经济增长开始出现萎缩。根据 IMF 最新的《世界经济展望》预测，俄罗斯 2022 年 GDP 同比增速可能为-2.2%⁵，经济整体小幅萎缩。2023 年经济也同样不容乐观，世界银行与 OECD 预测俄罗斯 GDP 可能会在 2022 年的基础之上继续负增长⁶。

图14：俄罗斯 GDP 增速落入负增长区间



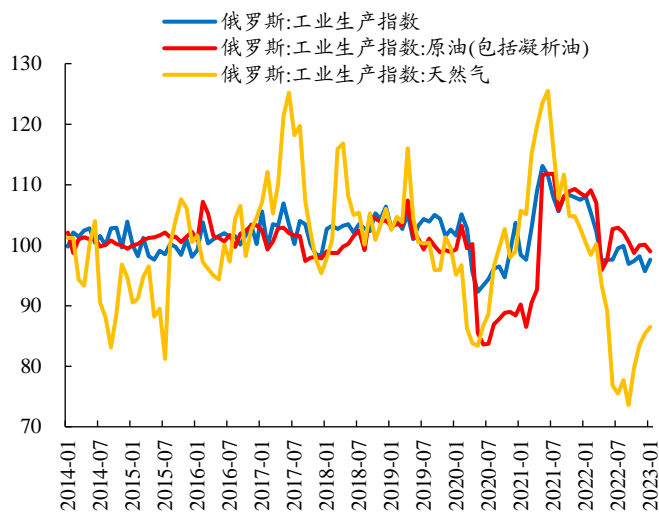
数据来源：Wind、开源证券研究所

从具体的**工业生产指数**来看，俄罗斯工业生产指数在 2022 年 3 月后出现了幅度较大的下跌，其中天然气的工业生产指数更是下降了超过 20%。虽然相关的工业生产在 2022 年 7-8 月份因国际油价反弹，出现了一定程度的修复，但是后续随着油价的震荡下行以及欧盟对俄罗斯相关制裁开始实施，俄罗斯工业生产指数保持低位震荡态势，尚未回到冲突爆发前水平。

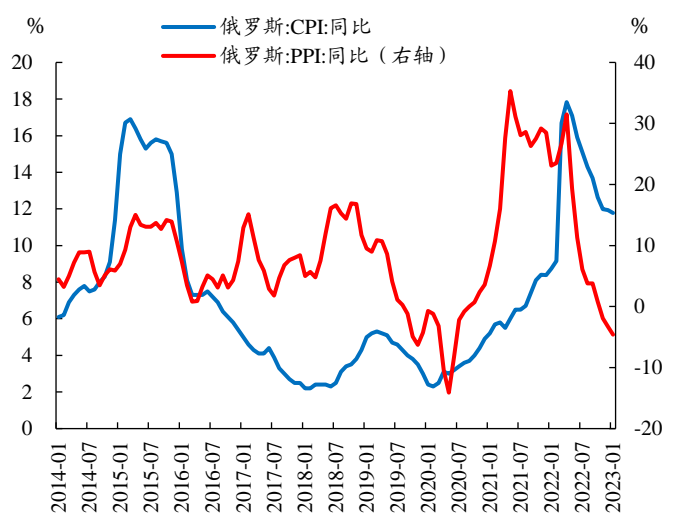
更为可虑的是，虽然俄罗斯自身是重要的能源产品的生产与出口国，但是大宗商品价格的上涨带来的通胀水平提升情况在俄罗斯亦同样出现，叠加西方国家的经济制裁，使得**俄罗斯的通胀水平保持在一个较高的区间**。冲突发生后，俄罗斯 CPI 同比增速均保持在 11% 以上，整体的通胀水平较高。PPI 方面，由于前期基数较高，同比增速在 2022 年 11 月开始转负，且回落的速度较快。总的来看，俄罗斯的通胀水平可能会较慢回落，从而对经济增长带来负面影响。

⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>

⁶ <https://www.consilium.europa.eu/it/infographics/impact-sanctions-russian-economy/>

图15: 俄罗斯工业生产指数下降


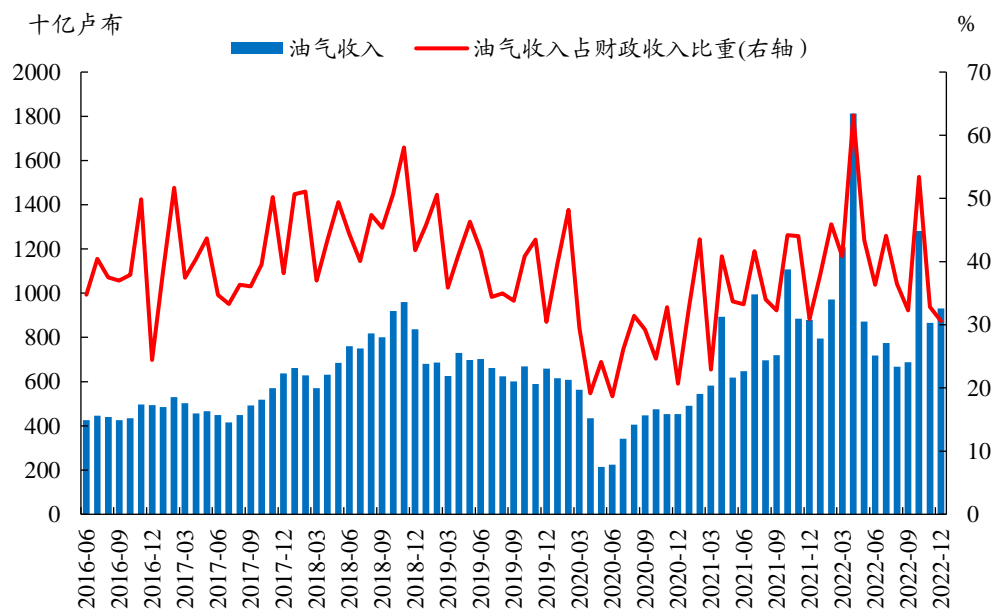
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 俄罗斯通胀水平较高


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、俄罗斯油气收入下行压力加大

俄罗斯作为传统的油气资源出口大国，油气收入在其财政收入中的占比相对较高，是俄罗斯财政收入的重要支柱。在冲突爆发后，由于原油、天然气等大宗商品价格快速上升，俄罗斯的油气收入保持在了一个相对较高的位置，这一方面对俄罗斯的军事支出起到了支撑的作用，另一方面也对国内经济发展起到了促进作用。

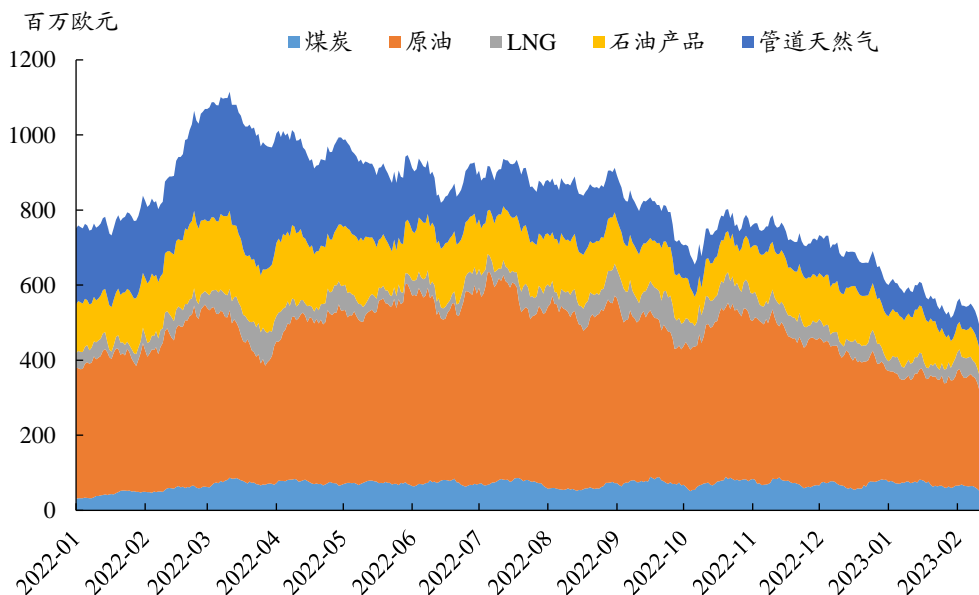
图17: 俄罗斯油气收入仍有一定韧性


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

但后续来看，俄罗斯的油气收入可能并不乐观，其财政情况目前也较为严峻。一则是当前伴随着美联储、欧央行等主要央行的快速加息，全球经济增速逐渐放缓，对于原油等大宗商品的需求下降，原油价格大概率将维持下行趋势；二则欧盟与俄罗斯进行了较为坚决的能源脱钩，导致对俄罗斯的原油需求下降。且新的制裁中决定从2023年起对俄罗斯的进口原油实行60美元/桶的价格上限，将于2023年2月5

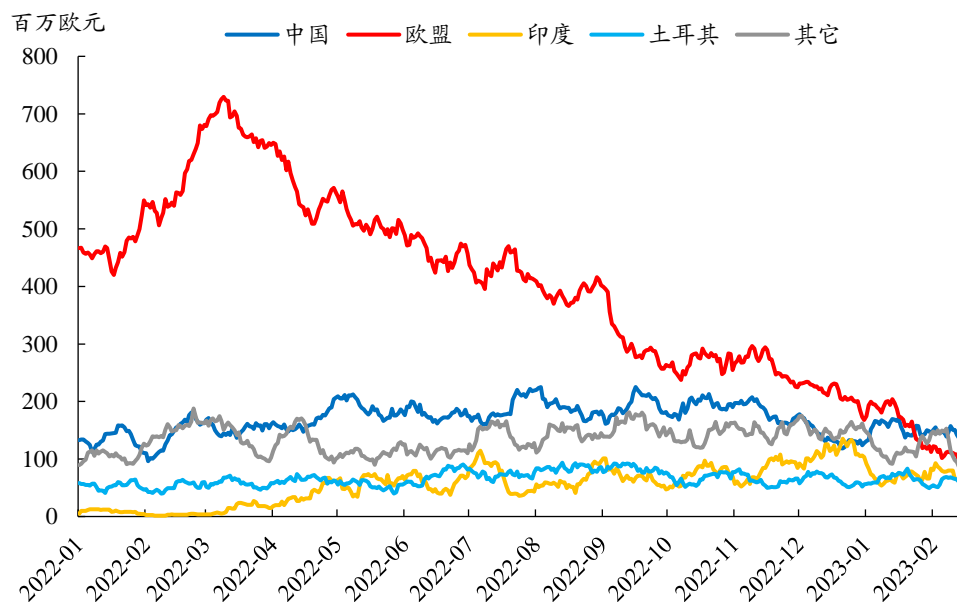
日实施，并考虑进一步压低价格上限⁷，这对俄罗斯的油气收入或将产生较为明显的影响。虽然俄罗斯可以开拓新的能源出口渠道，但是需要看到，无论是中国、印度还是其他国家，与欧盟进口的数量相比还是相对较少。

图18: 俄罗斯主要能源产品出口金额均出现下行



数据来源: Russia fossil tracker、开源证券研究所

图19: 欧盟占俄罗斯出口比重大幅下行



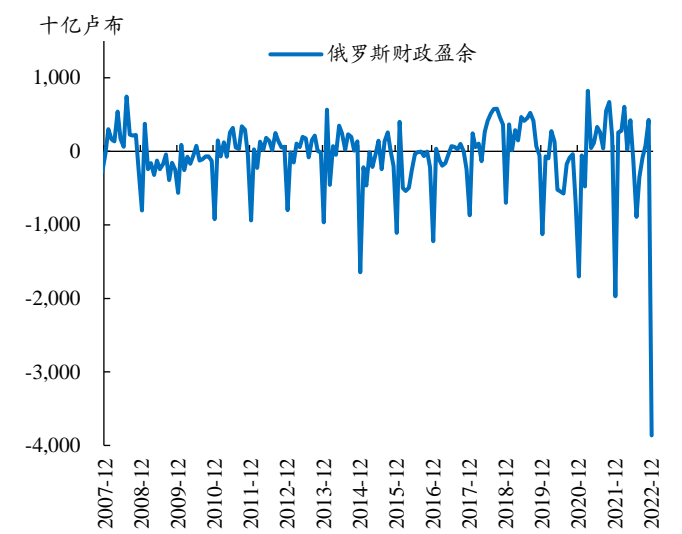
数据来源: Russia fossil tracker、开源证券研究所

在此背景下，俄罗斯的财政收入或将面临较大的下行压力。从历史数据上来看，当油价较为坚挺且油气收入高增时，俄罗斯的财政情况相对较稳，会有所结余。但若油价下行，其财政大多陷入赤字。往后看，由于西方国家对俄罗斯的能源价格上限等制裁逐渐发挥效用，俄罗斯的油气出口收入可能将长期低迷。根据俄罗斯财政

⁷ <http://stock.hexun.com/2023-03-08/207909549.html>

部数据，俄罗斯 1 月和 2 月赤字扩大至 2.58 万亿卢布，石油和天然气收入为 9470 亿卢布，较 2022 年同期下降了 46.4%⁸，其财政或将持续面临较大的压力。

图20: 俄罗斯财政赤字水平上升



数据来源: Wind、Bloomberg、开源证券研究所

图21: 俄罗斯乌拉尔原油价格低于 60 美元/桶

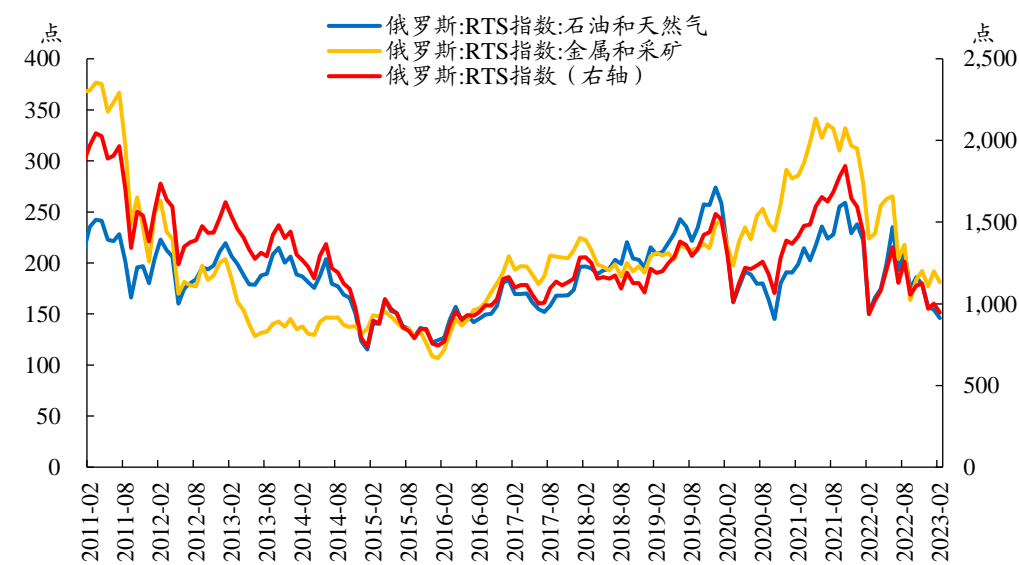


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

3.3、股票市场持续下跌，国债收益率先涨后跌

俄乌冲突发生前，由于国际油价上升带动收入上升，虽然俄罗斯央行并未大幅降息，但俄罗斯股市仍迎来了一波较为持续的上涨；而在冲突爆发后，俄罗斯股市面临了较大程度的降幅，RTS 综合指数在 2 月累计降幅超过 30%，俄罗斯 MOEX 指数在冲突爆发当天下跌 33.2%，迫使俄罗斯关闭莫斯科证券交易所近一个月时间⁹，后续股票市场一直保持低位震荡。

图22: 俄罗斯股票市场持续下跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

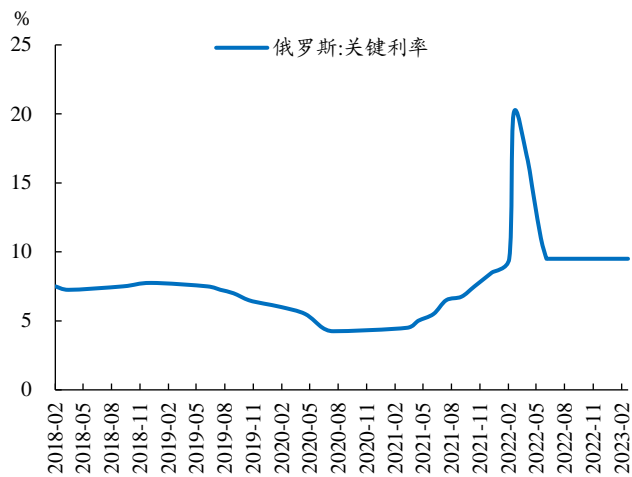
相较于股票市场，俄罗斯国债市场表现相对稳定。在冲突爆发初期，由于俄罗

⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1759695164506301607&wfr=spider&for=pc>

⁹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1727693942470996458&wfr=spider&for=pc>

斯央行大幅加息至 20%，俄罗斯十年期国债收益率接近 20%，后续随着俄罗斯央行降低利率，10 年期国债收益率随之回落。但俄罗斯央行在 2022 年 7 月份降息至 9.5% 后，俄罗斯 10 年期国债收益率出现了较为持续的上行。

图23: 俄罗斯在冲突爆发后大幅加息



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 俄罗斯国债收益率先涨后跌

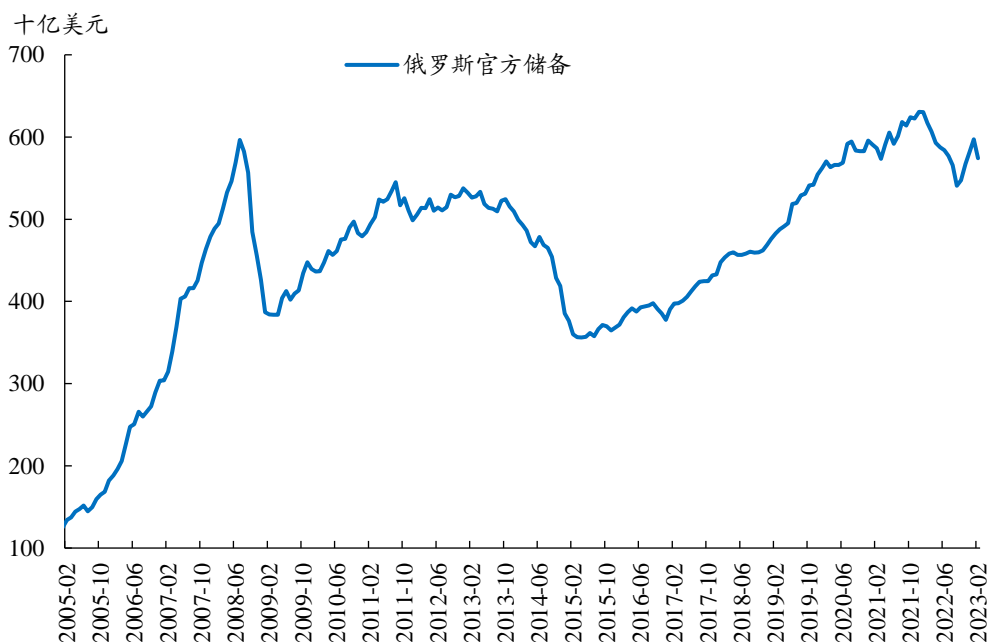


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4、外汇储备有所减少，汇率基本保持稳定

俄罗斯的外汇储备与原油等大宗商品价格高度相关，2021 年以来俄罗斯外汇储备保持了较快的增幅，其官方储备资产（含外汇储备、黄金储备、特别提款权等）在 2022 年 1 月达到 6302 亿美元的高点，但是随着冲突的爆发，俄罗斯的官方储备资产开始减少，并与 2022 年 9 月份达到 5406 亿美元的阶段性低点，减少了将近 1000 亿美元。后续虽然有所回升，但是仍未回到之前的高点。

图25: 俄罗斯外汇储备小幅减少



数据来源: Wind、Bloomberg、开源证券研究所

此外，由于西方国家的制裁，俄罗斯相当部分的外汇储备遭到西方国家的冻结。

虽然俄罗斯自 2014 年以来便开始为可能的制裁做好准备，大幅增加了黄金、人民币等资产的储备，并降低美元资产的比重。但是俄罗斯的相当一部分外汇储备仍然以欧元、英镑等形式存在，虽然俄罗斯表示要在 2023 年度清空欧元资产，只保留黄金、人民币、卢布¹⁰，但俄罗斯的黄金等资产也部分存在放在欧美等国家¹¹。事实上，在冲突爆发后，西方国家冻结了俄罗斯 3000 亿美元的外汇储备，并冻结了属于俄罗斯自然人和组织价值 215 亿欧元的资产¹²，使得俄罗斯能够真正使用的外汇储备较为有限，伴随着油气收入的减少，外汇储备预计将会进一步减少。

汇率方面，在冲突爆发之后，俄罗斯卢布快速贬值，美元兑卢布汇率最高突破 120。为了稳定汇率，防止资本外流，俄罗斯采取了三大措施稳定卢布汇率。一是大幅加息 10.5 个百分点至 20%，带动国内存款利率上行，吸引资金留在俄罗斯；二是对相关的资本进行管制，如强制结汇、禁止将外汇存入境外金融机构，从而缓解群众兑换外币造成的卢布售卖压力，防止形成抛售；三是实施强制的卢布结算令，2022 年 3 月 23 日俄罗斯总统普京宣布，俄罗斯在向不友好国家和地区供应天然气时将改用卢布结算，并于 4 月 1 日正式实行。操作上，对俄“非友好国家”公司应当先在俄罗斯银行开设卢布账户，再经由此账户支付所购俄罗斯天然气。卢布结算令实施后，卢布迎来了一波快速升值，幅度超过 100%。但是随着欧盟制裁逐渐涉及到能源领域，同时对俄罗斯的能源进口逐渐减少，美元兑俄罗斯汇率从 2022 年 9 月份开始重回上升通道，但目前来看俄罗斯整体汇率相对稳定，与冲突前水平基本相当。

图 26: 俄罗斯卢布近期有所贬值



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、冲突相关方均遭受不同程度经济损伤

俄乌冲突爆发后，冲突的直接相关方欧盟、俄罗斯经济均受到了一定程度的负面冲击，乌克兰更是遭遇了严重的经济与人道主义危机。

欧盟方面，通过 10 轮制裁措施，欧盟不断加强与俄罗斯的能源、贸易脱钩，但是由于欧盟对外能源依赖度接近 60%，天然气的依赖度更是超过 80%¹³，与俄罗斯的

¹⁰ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1757361505836389956&wfr=spider&for=pc>

¹¹ https://www.cbr.ru/collection/collection/file/39685/2022-01_res_en.pdf

¹² <https://cj.sina.com.cn/articles/view/2345597047/8bcef87702001g4e1?sudaref=www.baidu.com&display=0&retcode=0>

¹³ https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NRG_IND_ID_custom_1851669/bookmark/table?lang=en&bookmarkId=381caa9a-00a3-4e1

能源快速脱钩导致其进口能源的数量大为减少，虽然欧盟也在积极寻找新的替代来源，但是由于俄罗斯在其能源进口中占比较高，短期内能源供应依旧受到影响。以天然气为例，根据欧盟委员会数据，2020年欧盟共进口天然气3579 TWh，2021年小幅上升至3630 TWh，2022年下降10%至3261 TWh¹⁴。能源进口的减少，一方面推升了能源价格，进而驱动通胀水平提升，增加了经济增长的成本；另一方面，能源供给不足，企业生产受限，清洁能源的建设与供应仍需时间，能源短缺问题始终无法彻底解决。最后，虽然当前欧盟气温较高，能源问题有所缓解，但是在现有的存储天然气消耗完后，新的能源补充仍然是一个棘手的问题。往后看，能源短缺与价格抬升或将会反复困扰欧盟。

俄罗斯方面，冲突发生后，由于全球大宗商品价格上涨以及提前采取了相应的反制裁措施，俄罗斯经济在2022年受到的冲击相对可控，无论是整体的经济增长、汇率水平亦或是外汇储备。但是这一方面是因为是2022年1、2季度相关的产品出口受益于出口价格的高增，带动相关收入增加；另一方面则是欧盟部分的油气制裁措施与2023年后才生效，在此之前部分欧盟国家抢先囤积了大量的俄罗斯能源，从而带动了2022年9-11月份的油气收入反弹。往后看，由于俄罗斯受到的制裁开始生效，相关的油气收入恐将开始减少，与此同时相关的军事支出将会带动财政支出的不断提升，在此情况下，财政赤字面临不断扩大的危险。从历史上来看，俄罗斯经济增长与油气收入水平高度相关，后续经济增长面临的压力预计将会逐渐增加。

乌克兰方面，由于冲突的发生地点主要在乌克兰境内，因此乌克兰的经济遭受到了全方位的冲击。大量的城镇被摧毁，正常的经济生产活动无法进行，大量民众流离失所。乌克兰2021年总人口为4379万，而根据联合国难民署（UNHCR）数据，截至2022年3月7日，共有810万乌克兰难民涌向欧盟，并有489万申请了临时保护，此外还有285万难民涌去俄罗斯，1400万人流离失所¹⁵，经济损失可能达到7000亿美元¹⁶。若冲突持续进行，乌克兰的经济与人道危机可能还将继续恶化。

5、风险提示

1. 全球疫情变动超预期：如果全球疫情超预期加重，则全球人员往来将会受到较严重的阻碍。
2. 俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成地缘政治局势不稳定、国际能源价格发生大幅波动。

d-bc6a-d155f6a9f8f6

¹⁴ <https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/eu-gas-supply/>

¹⁵ https://data.unhcr.org/en/situations/ukraine#_ga=2.67245845.563384092.1678359592-961729562.1677489495

¹⁶ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1752182189263949575&wfr=spider&for=pc>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn