



宏观研究

【粤开宏观】俄罗斯经济全景：西方制裁的可能效果及全球影响

2022 年 02 月 27 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

研究助理：徐凯舟

近期报告

《【粤开宏观】从地方“两会”看稳增长：2021 地方经济图谱与 2022 年七大大方向》
2022-02-06

《【粤开宏观】疫情之下众生相：分行业和群体生存境况分析》2022-02-09

《【粤开宏观】信贷与社融“开门红”，反映出经济的“喜”与“忧”》2022-02-11

《【粤开宏观】基建将迎开门红 项目储备、投向与增速测算》2022-02-15

《【粤开宏观】A 股走势与宏观经济：一致与背离的原因》2022-02-24

俄乌局势对市场情绪的冲击来去匆匆，但国际经济格局将发生深远变革。眼下面临欧美新一轮经济金融制裁，俄罗斯国内疫情仍旧肆虐，经济是否会出现新一轮危机？俄罗斯还能否发挥韧性，在自给自足中谋求生机？欧美是否会“投鼠忌器”，制裁尚有回旋的余地？

本文聚焦三方面：一是跟踪俄罗斯经济在西方制裁下的现状；二是回顾近年来俄罗斯经济在抵御外部制裁、发挥内循环功能所做的努力；三是展望本轮制裁对俄罗斯以及全球经济未来形势影响。

摘要

一、俄罗斯经济形势如何？

1、近十年俄罗斯作为资源型经济体增长乏力，持续遭受西方制裁，卢布贬值，2020 年 GDP 为 1.48 万亿美元，占全球比重 1.75%，排全球第 11 位，略低于中国的广东省、江苏省。俄罗斯经济增速下台阶，2000-2008 年间 GDP 实际增速中枢在 7%，2010-2019 年中枢下移至不足 2%。俄罗斯经济遭遇了四次严重的衰退，分别对应 1998 年债务危机、2008 年金融危机、2014 年货币危机、2020 年疫情危机。

2、油气产业是俄罗斯经济支柱、产业支柱、贸易支柱，油价波动和欧美制裁导致经济增长波动大，2014 年以来俄罗斯经济增速下行。俄罗斯积极推动能源出口多元化，欧盟在油气和关键矿产领域对俄罗斯进口依赖度高。这或将导致欧盟执行制裁时保留灵活性，完全禁止对俄能源贸易的可能性低。

3、俄罗斯产业结构相对单一，粮食、能源、原材料竞争力强，制成品依赖进口。由于长期存在上游挤压中下游制造业的矛盾，俄罗斯积极推动国家政府主导的新工业化，并实施进口替代计划，除了巩固优势的核能与航空工业、还要发展包括制药、新型材料、航空工业、信息通信、纳米技术等高新制造业。俄罗斯积极转型培育军工综合体，带动民用领域企业发展。俄罗斯军工企业在保证国防订货的前提下，还向民品领域拓展，生产军民两用产品。

4、俄罗斯外汇储备增长快，外债持续缩窄，通过汇率制度改革，减少货币错配，降低外债风险。俄罗斯央行黄金储备从 2014 年的 460.9 亿美元扩大到 2021 年末的 1330.7 亿美元，增长了近 1.9 倍。俄罗斯短期外债规模与国际储备的比值仅 9.6%，在全球范围内处于极低水平。

5、俄罗斯政府杠杆率远低于新兴经济体整体水平，财政赤字率较低。俄罗斯联邦政府扩大非税收入，增加国有企业利润上缴财政，补充国家福利基金。

二、欧美经济金融制裁将对俄罗斯产生何种影响？

6、欧美对俄经济制裁基本仍沿用 2014 年模式，增量在于切换俄罗斯与 SWIFT 美元系统的联系。历史上伊朗曾于 2012 年和 2018 年先后被禁用 SWIFT，当年度伊朗原油贸易大幅下滑，拖累伊朗 GDP 大幅负增长。目前欧盟尚未明



确切断哪些银行的 SWIFT 体系，俄罗斯仍可能存在一定空间规避制裁。

7、俄罗斯早已主动推行去美元化措施。一是建立本国的金融信息交换系统（SPFS），兼容支持多种货币，试图取代 SWIFT 系统；二是国内推动卢布米尔（MIR）支付系统；三是积极联系其他发展中国家，拓展更广泛的支付方式如“金砖支付”；四是国家主权基金减持美元资产。

8、本轮制裁升级短期将冲击俄罗斯经济，但造成系统性金融风险的概率不大。首先，俄罗斯 GDP 体量七倍于伊朗，能源供应和基础工业发达，经济内循环力争自给自足，基本面仍有支撑；其次，在西方制裁常态化的环境中，俄罗斯经济逐渐摆脱对欧美的依赖，主要体现在通过“西退东进”实现出口多元化、通过进口替代计划发展国内产业，亚洲市场需求将为俄罗斯外贸提供缓冲；最后，俄罗斯通过金融去美元化降低债务风险，外汇储备充足，金融风险可控。

三、欧美制裁将对全球经济产生哪些影响？能源供给短缺并推升通胀，挤压全球制造业恢复，全球加息周期加快，压制全球金融市场

9、全球原油和天然气供应将受到冲击，短期继续推动能源价格上涨，全球能源引发通胀将加剧。

风险提示：乌克兰局部战争扩大化；贸易制裁和金融制裁升级



目 录

一、外部制裁下的俄罗斯经济	5
二、出口：能源出口多元化，西退东进，欧盟在能源和关键矿产对俄依赖度高	9
三、产业：俄罗斯上游油气原材料行业竞争力强，但制造业竞争力相对弱，进口以制成品为主	14
四、金融：黄金储备上升、外债风险降低、去美元化	17
五、财政：相对稳健、提高国企利润上缴用于民生福利	20
六、未来对俄罗斯和全球经济格局的展望	23

图表目录

图表 1：2014 年以来俄罗斯遭受欧美的制裁措施	5
图表 2：近十年以来俄罗斯经济实际增长下台阶	6
图表 3：近三十年以来俄罗斯经济遭受了四次严重的冲击	6
图表 4：俄罗斯经济全球占比回落至 2% 以下	7
图表 5：俄罗斯人均 GDP 增长陷入停滞	7
图表 6：俄罗斯的投资率长期稳定在 20% 左右	8
图表 7：俄罗斯投资对 GDP 的拉动偏弱	8
图表 8：俄罗斯社会收入不平等情况严重	9
图表 9：2013 年俄罗斯出口前十大产品比重	9
图表 10：2020 年俄罗斯出口前十大产品比重	10
图表 11：全球原油产量排名	10
图表 12：俄石油及其制品的出口量占全球比重保持相对稳定	11
图表 13：俄原油出口价格与全球原油价格走势基本一致	11
图表 14：俄天然气产量和出口量占全球比重呈下降趋势	12
图表 15：俄罗斯比较优势指数前十产品情况	12
图表 16：俄罗斯向亚洲地区出口额占比大增，欧盟占比下降	13
图表 17：欧盟在石化能源、工业原材料领域对俄罗斯经贸依赖程度高	13
图表 18：2013 年俄罗斯进口前十大产品比重	14
图表 19：2020 年俄罗斯进口前十大产品比重	15
图表 20：俄罗斯自中国进口额占全部进口的四分之一	15
图表 21：俄罗斯对欧盟进口规模最大的单项为医药制品，规模近 60 亿美元	16
图表 22：俄罗斯央行政策利率与 CPI 同比变化趋势基本一致	17
图表 23：俄罗斯央行 2014 年以来增持外汇储备和黄金储备	18
图表 24：历次油价大跌，俄罗斯卢布汇率明显贬值	18
图表 25：俄罗斯各部门宏观杠杆率远远低于新兴市场整体	19
图表 26：俄罗斯各部门宏观杠杆率远远低于新兴市场整体	19
图表 27：俄罗斯政府部门以外持有外债规模大幅收窄	20
图表 28：俄罗斯财政多数年份收大于支，疫情冲击扩大财政赤字	21



图表 29：俄罗斯年度财政预算前三大支出项目是社会文化、经济、国防	21
图表 30：俄罗斯军费支出有所下滑，但占 GDP 的比重维持在 3%以上.....	22
图表 31：俄罗斯军费支出占中央财政支出的比值全球领先	22



一、外部制裁下的俄罗斯经济

俄罗斯三十余年来，从计划经济转型到发展市场经济，经历了经济、金融、社会全方面的变革。在西方经济金融制裁、地缘政治乃至军事冲突等外部因素干扰下，俄罗斯经济增长受到了负面冲击，还发生了 98 年债务危机、08 年汇率危机、14 年汇率危机。但站在当下时点看俄罗斯经济，其经济内循环有了更长足的发展，俄罗斯应对外部挑战有了更充足的底气。

图表1：2014 年以来俄罗斯遭受欧美的制裁措施

宣布时间	经济体	制裁手段	制裁措施
2014/7/16	美国	金融贸易	冻结 8 家俄罗斯军工企业的金融资产； 禁止美国机构和个人为俄罗斯主要银行和 Gazprom 等能源企业提供融资； 制裁俄罗斯外贸银行等 3 家银行，增加对俄能源企业的出口管制。
2014/8/1	欧盟	金融	禁止欧盟投资者购买俄罗斯前 5 大银行发行的 90 天以上的债券以及股票。
2021/6/14	美国	金融	禁止美国金融机构参与卢布计价的俄罗斯主权债券的一级市场发行认购。
2022/2/21	英国	金融	冻结俄罗斯前 5 大银行及三名俄罗斯富豪在英国的金融资产。
2022/2/22	加拿大	金融	禁止加拿大人购买俄罗斯主权债务；将对两家国家支持的俄罗斯银行实施制裁；禁止加拿大人与顿涅茨克和卢甘斯克进行任何金融交易；制裁投票承认上述两个地区独立的俄罗斯杜马成员。
2022/2/24	美国	金融贸易	暂停俄罗斯联邦储备银行 Sberbank 及其 25 家子公司所有的美元账户交易，冻结俄罗斯外贸银行涉及美国金融体系内的所有资产； 封锁 13 家俄罗斯国有企业通过期限 14 天以上的债券以及股权融资交易，覆盖俄罗斯金融、油气、电信、电力、采矿、铁路等支柱行业的国有企业； 继续实施军事最终用户清单的出口管制，在俄罗斯范围内对使用美国原产软件、技术或设备在外国生产的敏感美国技术实施限制。
2022/2/24	英国	金融贸易	新一轮 10 项制裁主要包括： 冻结所有俄罗斯主要银行的金融资产冻结，包括俄罗斯外贸银行 1540 亿英镑的资产； 将于 3 月 1 日出台立法，禁止所有俄罗斯公司在英国市场融资； 禁止俄罗斯军工企业如俄罗斯国家技术集团 (Rostec)、俄罗斯航空 (Aeroflot) 进入英国市场；考虑引入限制俄罗斯国民在英国银行账户中的存款金额的立法，与 G7 和北约盟国合作，关闭俄罗斯对环球银行金融电信协会支付系统 (SWIFT) 的联系； 立即吊销对俄罗斯军用卡车的电气零部件的出口许可证； 尽快立法，禁止向俄罗斯出口大量高科技产品。
2022/2/26	美国、英国、欧盟、加拿大	金融	承诺将指定主要的俄罗斯银行从 SWIFT 系统中剔除； 承诺对俄罗斯央行的外汇储备实施制裁； 限制俄罗斯富人的黄金护照，制裁扩大到更多俄罗斯官员。

资料来源：wind、粤开证券研究院

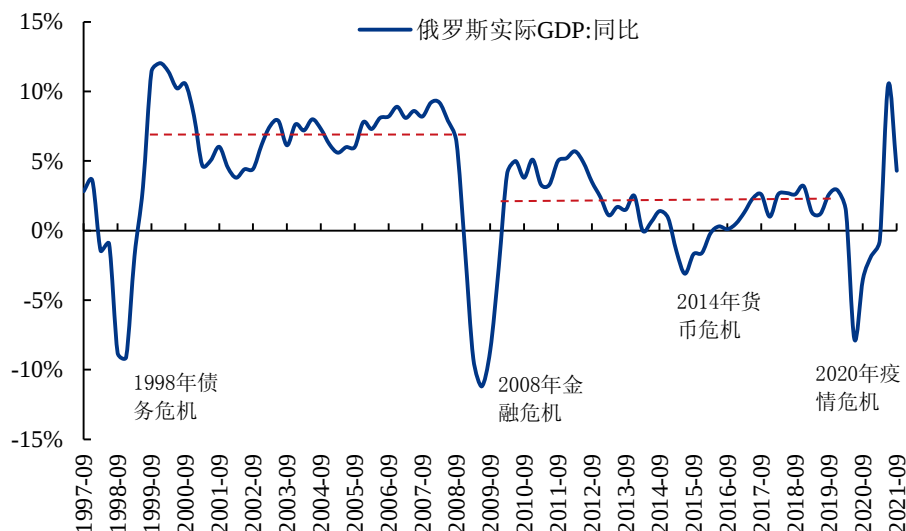
近十年俄罗斯作为资源型经济体增长乏力。本币计价的数据显示，俄罗斯经济增速下台阶，2000-2008 年间 GDP 实际增速的中枢在 7%，2010-2019 年中枢下移至不足 2%。俄罗斯经济遭遇了四次严重的衰退，分别对应 1998 年债务危机、2008 年金融危机、2014 年货币危机、2020 年疫情危机。

美元计价的数据显示，俄罗斯经济增长更加疲弱，卢布贬值，GDP 在 2013 年达到峰值。但随着 2014 年俄乌地缘冲突风险事件来袭，西方实施了对俄制裁后，俄罗斯卢布大幅贬值加剧了经济衰退的程度。后续汇率贬值缓和后，经济也逐渐企稳。2020 年疫情对俄罗斯经济的冲击相对较小，2020 年俄罗斯 GDP 名义值 1.48 万亿美元，同比下滑 12.4%，GDP 的全球占比降至 1.75%。2021 年伴随着国际原油市场回暖，俄罗斯经济



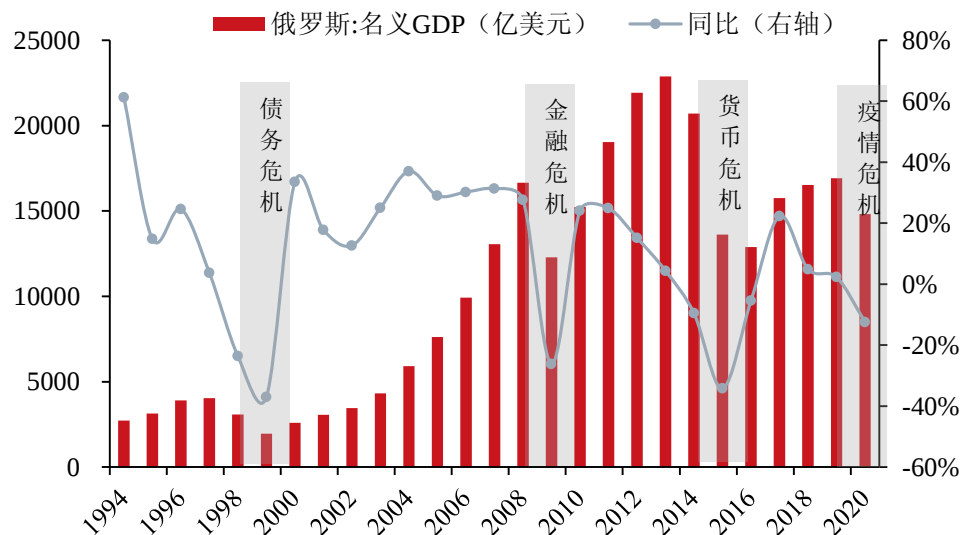
快速企稳反弹，叠加俄罗斯自主研发的新疫苗推广接种后，经济生产供给端恢复。2021年第三季度，俄罗斯名义GDP为4615亿美元，同比增23.1%，两年平均增2.7%，已恢复至疫情前的水平。

图表2：近十年以来俄罗斯经济实际增长下台阶



资料来源：wind、粤开证券研究院

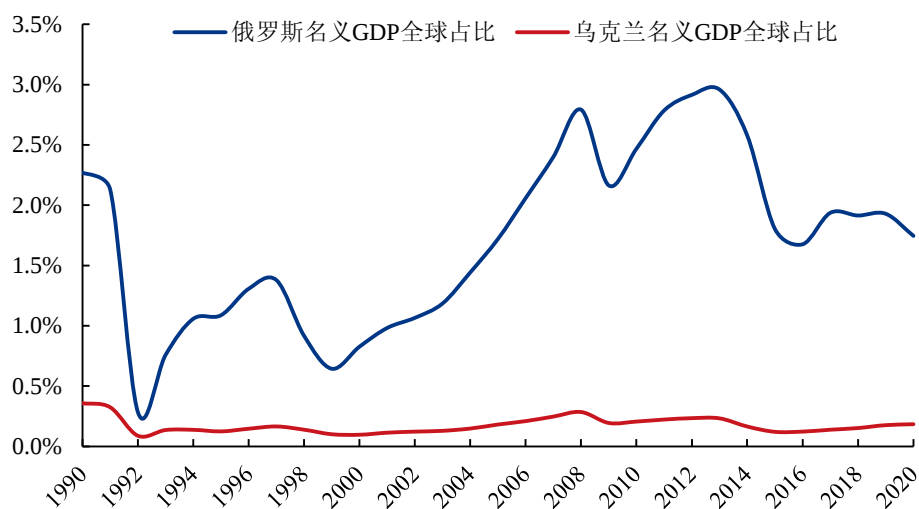
图表3：近三十年以来俄罗斯经济遭受了四次严重的冲击



资料来源：wind、粤开证券研究院



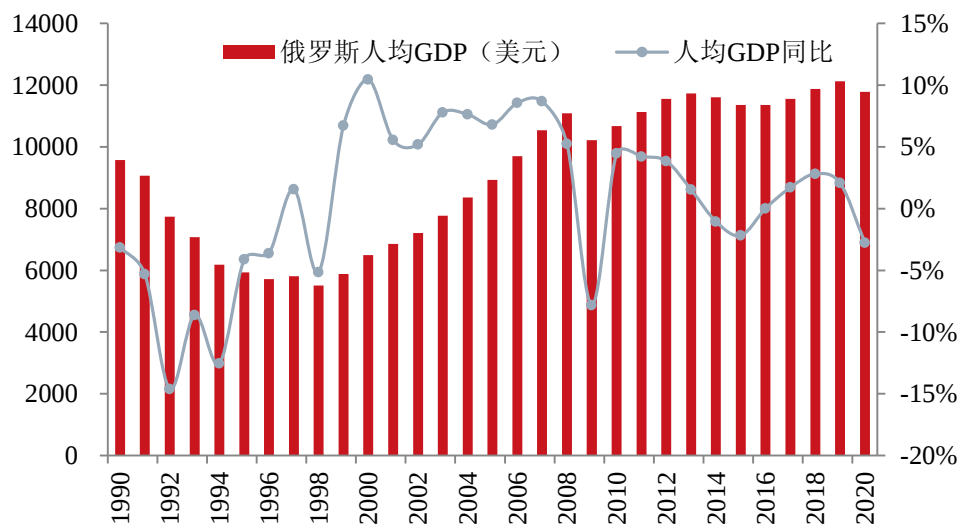
图表4：俄罗斯经济全球占比回落至2%以下



资料来源：wind、粤开证券研究院

俄罗斯人均 GDP 达峰后陷入中等收入陷阱。根据世界银行统计，俄罗斯经济 2000-2008 年间发展迅速，跻身全球十大经济体，人均 GDP 突破 11000 美元。但金融危机后，卢布大幅贬值，俄罗斯过度依赖资源，资本和技术投入不足，经济转型面临困境。为应对中等收入陷阱，俄罗斯积极制定了稳增长的政策，并开始着眼于民生发展，让大众分享经济增长的成果。

图表5：俄罗斯人均 GDP 增长陷入停滞



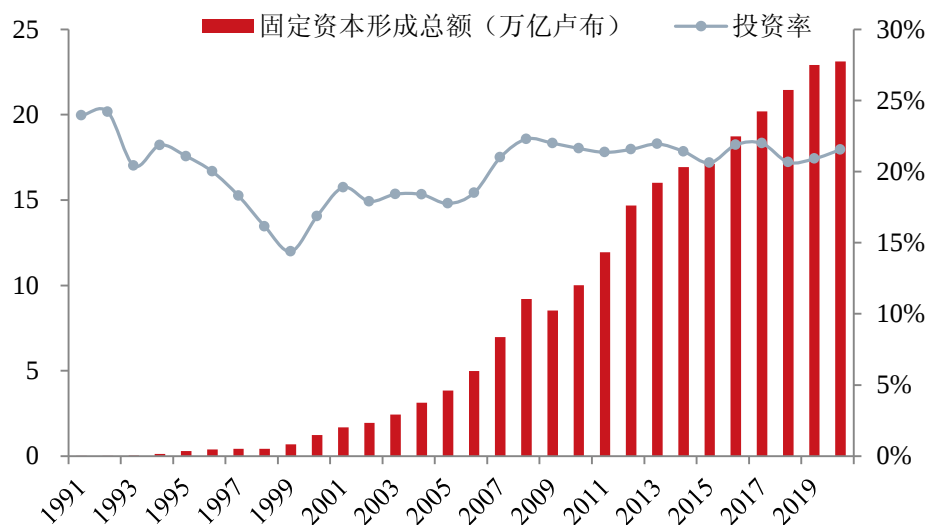
资料来源：wind、粤开证券研究院

投资不足是长期短板，出口随油价短期波动大。根据支出法 GDP，俄罗斯消费、投资、净出口的比值大致是 7:2:1。长期以来，俄罗斯投资率低，固定资本形成总额占 GDP 的比重在 20%上下浮动。特别是 2012 年末至 2016 年末，俄罗斯外需内需同时疲软，俄罗斯资本形成对 GDP 同比的拉动持续为负值。投资水平低在微观上体现在企业设备陈旧，厂房更新缓慢，进而制约俄罗斯经济中长期增长。俄罗斯出口依托于自身油气资源，受到油价影响短期波动较大，俄罗斯外贸依存度自 2000 年以来呈下行趋势，仍基本维持



在 50% 上下。

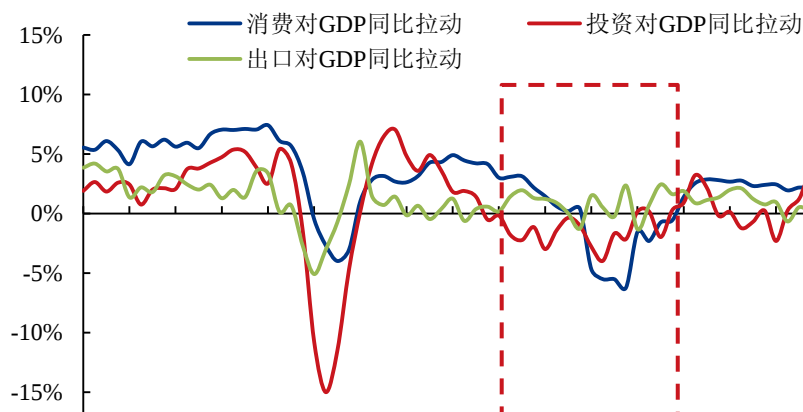
图表6：俄罗斯的投资率长期稳定在 20% 左右



资料来源：wind、粤开证券研究院

投资弱背后有三方面的因素。一是汇率波动大影响外资稳定性，国内高利率不利于投资；二是国内产业组织垄断属性突出，市场竞争不足抑制了投资；三是营商环境还有待提升。

图表7：俄罗斯投资对 GDP 的拉动偏弱



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38536

