

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

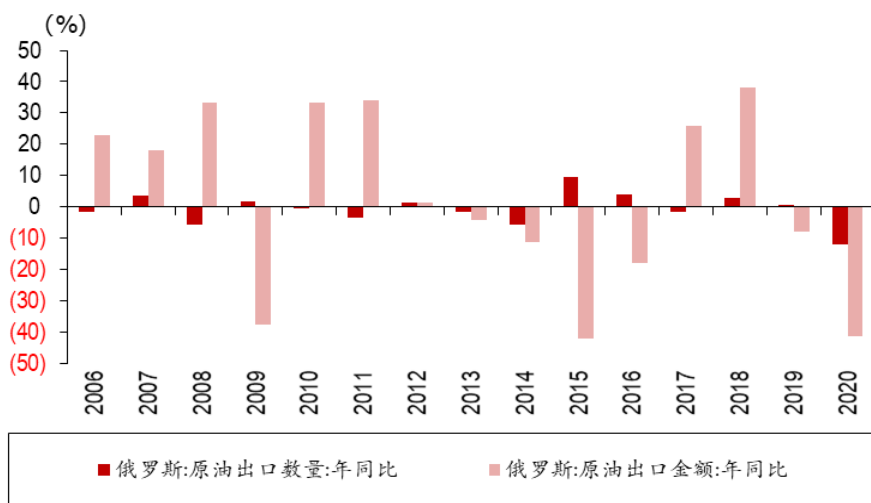
图表 1. 俄罗斯原油出口数量和金额增速.....	4
图表 2. 俄罗斯、全球和欧盟实际 GDP 增速	5
图表 3. 俄罗斯 FDI 净流入和其在 GDP 的比重	5
图表 4. 俄罗斯外债总额	6
图表 5. 俄罗斯国际收支	6
图表 6. 俄罗斯官方储备	6
图表 7. 美元兑卢布	7
图表 8. 俄罗斯集成电路进口值	7
图表 9. 俄罗斯芯片进口来源地（单位：%）	8
图表 10. 中美欧俄 2021 年贸易矩阵（单位：亿美元或%）	9
图表 11. CRB 食品指数、中国粮食和食品 CPI 当月同比增速	10
图表 12. 3 月 8 日 EIA 布伦特油价展望	11
图表 13. 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。

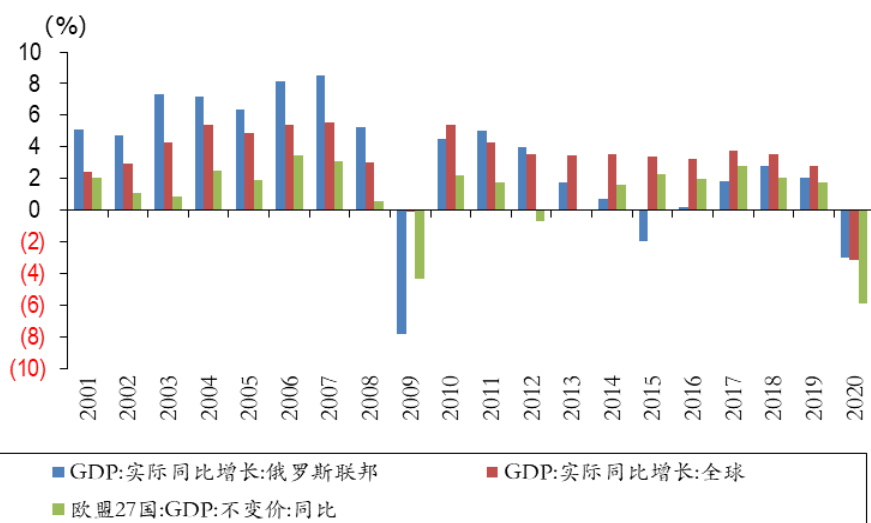
2014 年对俄制裁效果影响深远。2014 年的西方制裁对象主要是与克里米亚和顿巴斯地区相关的俄罗斯实体，并未影响到俄罗斯经济的根基。禁运俄罗斯石油和剔除 SWIFT 的制裁提案在德国的强烈反对下并未获得通过。虽然 2014 年至 2016 年国际油价下跌导致俄罗斯原油出口金额连续三年大幅负增长，但是俄罗斯原油出口能力并未下降，2015 年原油出口数量反而同比上升了 9.4%，说明国际油价下跌可能夸大了 2014 年西方制裁的影响（见图表 1）。不过，2014 年至 2019 年，俄罗斯实际 GDP 年均增长仅有 0.9%，同期的欧盟和全球年均增长 2.1% 和 3.4%；而在 2008 年至 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

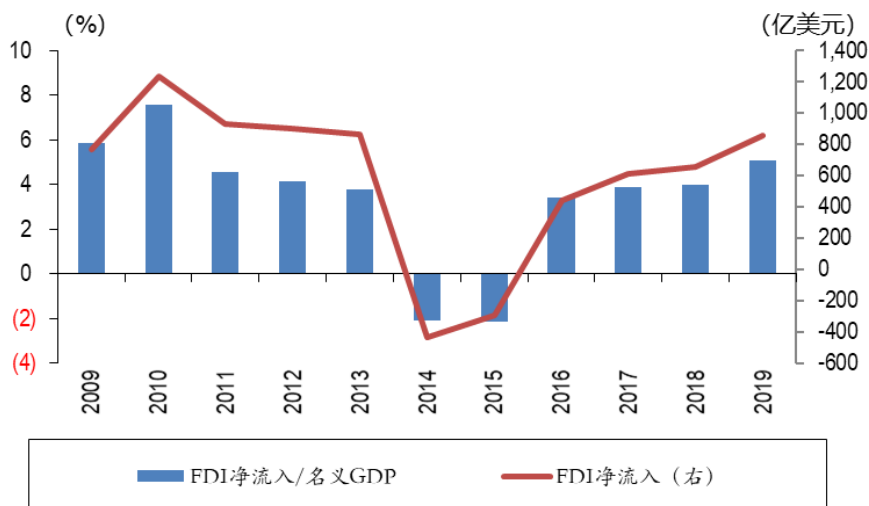
图表 2.俄罗斯、全球和欧盟实际 GDP 增速



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

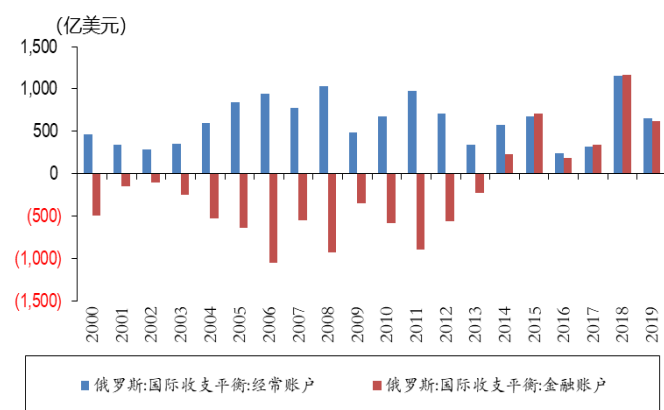
图表 4. 俄罗斯外债总额



数据源: 万得, 中银证券

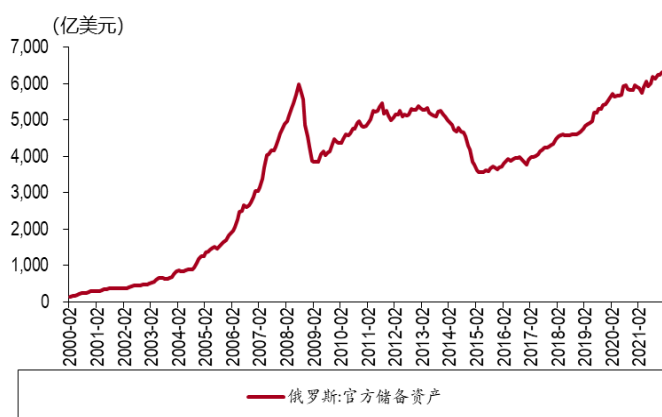
国际收支“双顺差”和俄罗斯央行积攒大量储备的行为更像是应对脱钩的准备。一般情况下,经常帐户与金融账户互为镜像,经常帐户顺差对应金融账户逆差。2014 年以前,俄罗斯国际收支基本符合上述特征。自 2014 年开始,俄罗斯国际收支持续呈现“双顺差”。2014 年至 2019 年,俄罗斯经常帐户累计顺差 3630 亿美元,金融账户累计顺差 3263 亿美元(见图表 5)。此外,从 2014 年底至 2022 年初,俄罗斯官方储备增加了 2447 亿美元至 6302 亿美元(见图表 6)。储备增加和“双顺差”会给汇率增加升值压力。但是,美元兑卢布汇率的中枢较克里米亚危机前显著上移。2007 年至 2013 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



数据源: 万得, 中银证券

图表 6. 俄罗斯官方储备



数据源: 万得, 中银证券

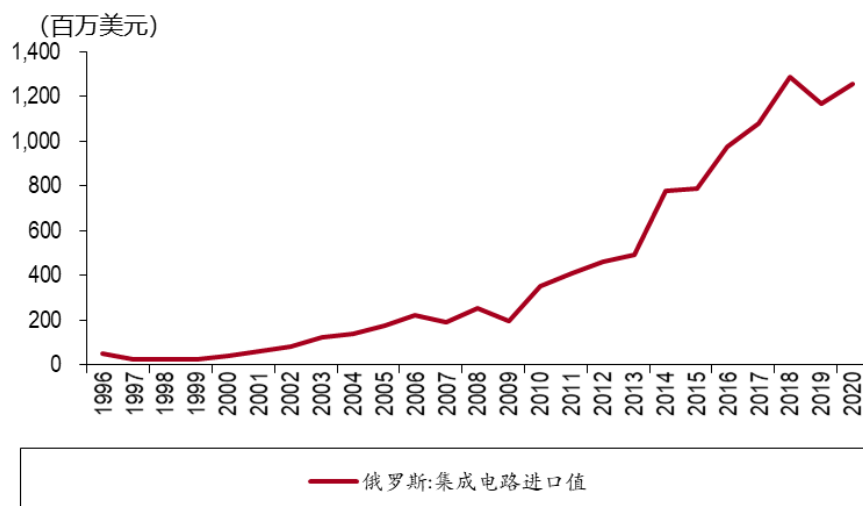
图表 7. 美元兑卢布



数据源：万得，中银证券

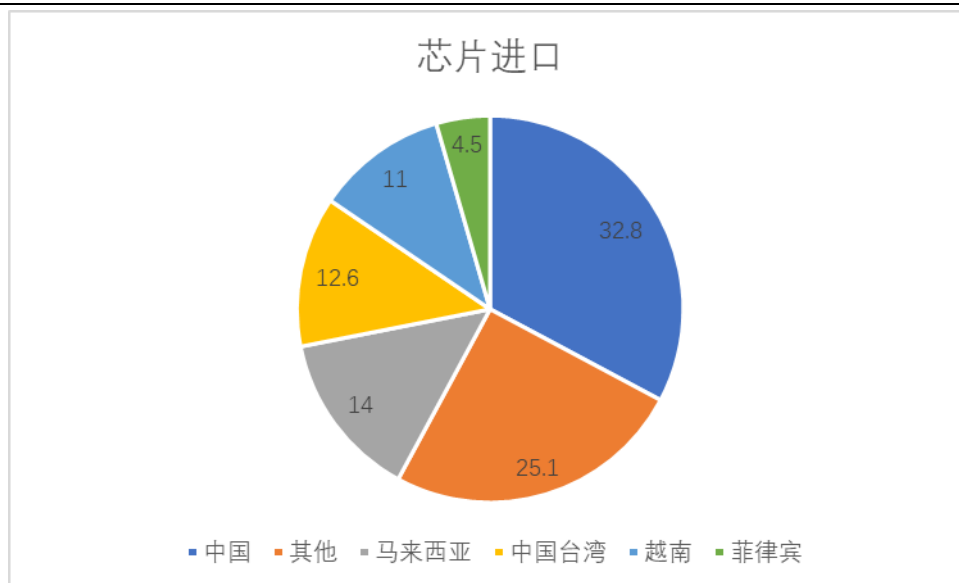
与金融制裁引发短期剧烈动荡不同，科技制裁的作用是长期的。虽然 2014 年西方国家仅制裁了部分油气开采和军工相关产业，美其名曰“限制俄罗斯发动军事行动能力”，但是显著提高了俄罗斯对未来被进一步制裁的警惕。尤其是，近 30 年与西方世界的深度捆绑导致俄罗斯严重依赖西方的科技技术，一些自有技术被淘汰和抛弃。此外，当今流行的云技术、量子计算、电子信息技术和高精尖军事设备都需要相匹配的硬件，其中一些核心零部件进口自西方国家。因而，在过去七年进口显著倒退的情况下，俄罗斯对集成电路和高端零部件的进口需求大幅上升，2014 年至 2020 年年均增长 16%（见图表 8）。其中，俄罗斯 33% 的芯片进口自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

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_40345

