

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

潘伟桢（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）。

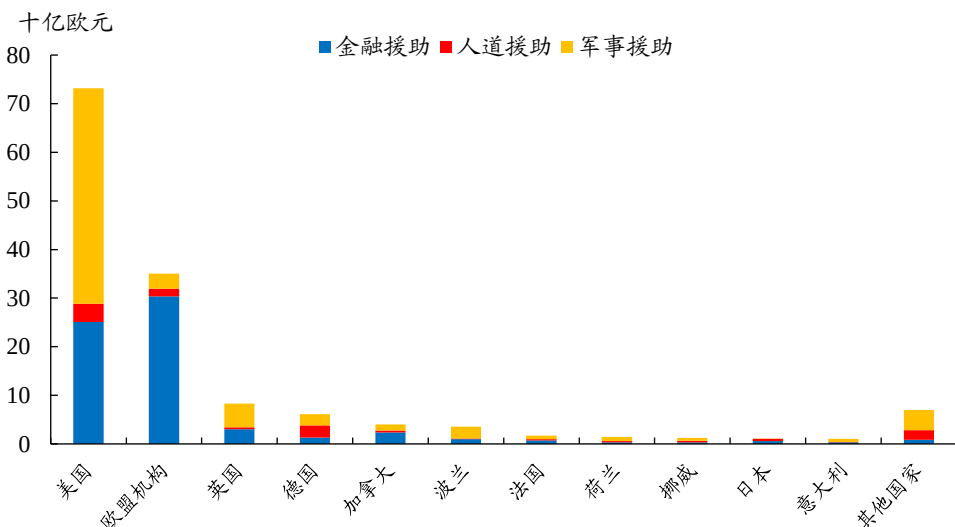
资料来源：央视新闻、开源证券研究所

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

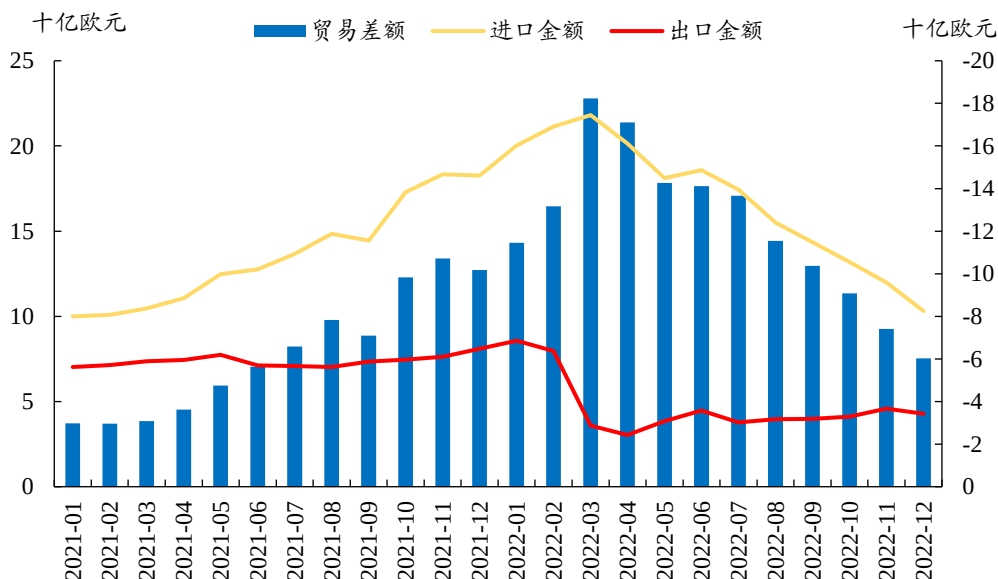
第六轮 (2022 年 6 月 3 日 -7 月 20 日)	1.禁止从俄罗斯进口原油和精炼石油产品。 2.SWIFT 禁止另外三家俄罗斯银行和一家白俄罗斯银行。 3.暂停在欧盟三个俄罗斯媒体广播。 4.对另外 65 名个人和 18 个实体实施了制裁（包括对在布查和马里乌波尔犯下的暴行负有责任的个人）。	1.对 31 家欧美能源企业实施报复性制裁的法人实体名单。 2.对部分国家和国际组织的“不友好行为”采取报复性特别经济措施，禁止俄各级政府机构，以及受俄联邦法律管辖的所有机构、法人和自然人与俄方措施涉及的外国法人和个人履行合同、义务或金融交易。
第七轮 (2022 年 7 月 21 日 -10 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“不友好行为”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 年底前交易这些股份。
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%。

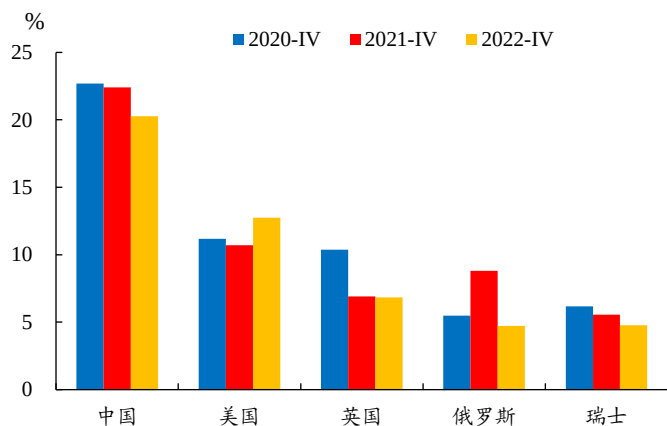
图3：欧盟与俄罗斯贸易活动下降较多



数据来源：Eurostat、开源证券研究所

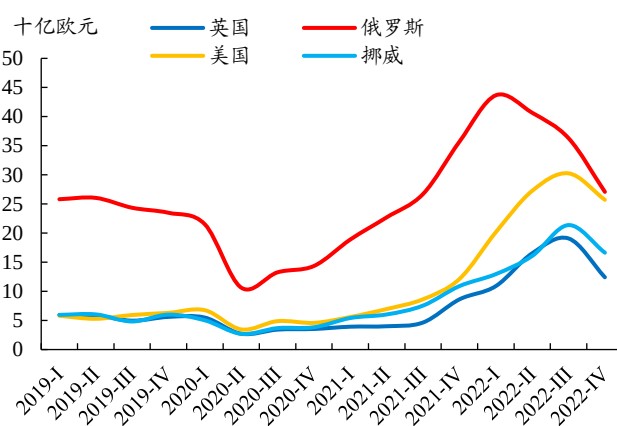
双方贸易往来减少的同时，欧盟从俄罗斯的能源进口也在不断减少。2019-2021 年间，欧盟能源进口中，俄罗斯占比均超过 50%，2019 年 2-3 季度占比更是超过 60%。2021 年四季度欧盟从俄罗斯能源进口金额占其总金额的比重约为 53%，至 2022 年四季度已经降至 33%，下降幅度较为明显。随着能源贸易的下滑，俄罗斯在欧盟的主要贸易伙伴中的占比也逐渐下降。

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。

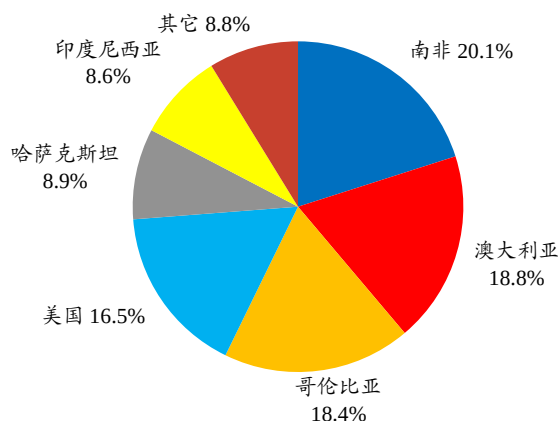
煤炭方面，在 2021 年 1 月到 2022 年 5 月期间，全球大宗商品价格上涨，因此欧盟从俄罗斯进口的煤炭金额快速上升，累计上涨幅度超过 360%。但在 2022 年 8 月通过的欧盟对俄罗斯第五轮制裁中，欧盟规定禁止采购、进口或向欧盟转移原产于俄罗斯或从俄罗斯出口的煤炭和其他固体化石燃料，煤炭进口快速下降至接近零的水平。与之相对应的，2021 年俄罗斯在欧盟煤炭进口金额占比为 45%，2022 年急剧下滑至 21.5%。相应的哥伦比亚以及南非的煤炭进口比重有所上升，分别上升了 9 个百分点、17 个百分点。

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

图9：欧盟从俄罗斯石油进口比重减少较多

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_53268

