

相关研究

《中国居民资产负债表“重构”：利率的倒挂——居民财富“迁徙”研究二》
2023.2.12

《中国的核心通胀：压力多少？——2023年通胀研究系列一》2023.2.7

《消费的“疤痕”：修复多少？——2023年消费研究系列二》2023.1.28

俄罗斯经济：现状如何？

投资要点：

- 去年2月，俄乌地缘风险事件出现，对全球经贸、金融均产生了较大的扰动。那么，一年后，俄罗斯的经济现状如何？俄罗斯的能源出口有何变化？汇率为何如此稳定？本篇专题拟对这些问题进行探析。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

目 录

1. 经济：制裁后再萎缩.....	4
2. 贸易：为何仍在盈利？	6
3. 金融：卢布为何升值？	9

图目录

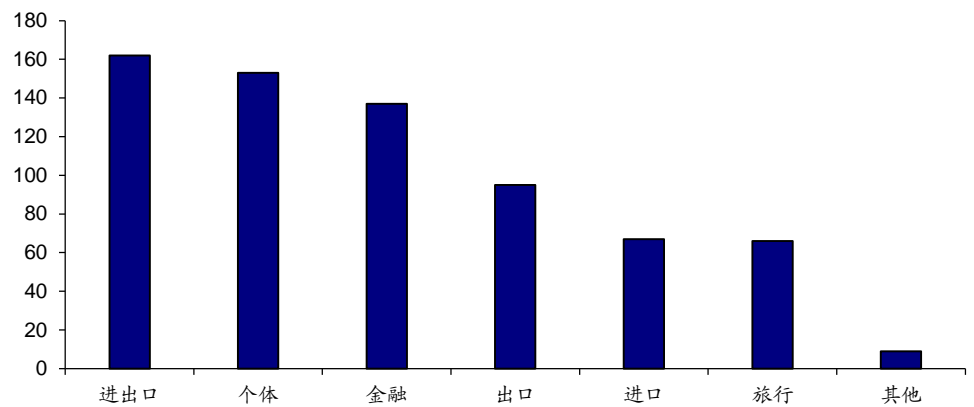
图 1	俄乌地缘事件中制裁事项分布（条）	4
图 2	俄罗斯经济再度萎缩（%）	5
图 3	俄罗斯工业生产指数从高点回落，脱离趋势增长	5
图 4	俄罗斯各行业生产总量同比（%）	6
图 5	俄罗斯名义消费增速高于疫情前（%）	6
图 6	俄罗斯实际收入增速（%）	6
图 7	俄罗斯主要能源产品出口占比（%）	7
图 8	俄罗斯油气收入占财政收入的比重（%）	7
图 9	俄罗斯油气收入保持高增（%）	7
图 10	俄罗斯化石能源出口收入在 10 月-11 月出现回升（百万欧元）	8
图 11	欧盟消费的各类能源来源分布（%，2021 年）	8
图 12	欧盟从俄罗斯进口能源产品明显下降，但仍是主要来源（十亿欧元）	8
图 13	俄罗斯化石能源出口收入来源占比对比（%）	9
图 14	俄罗斯能源收入迅速下滑（百万欧元，2023 年以来）	9
图 15	俄罗斯乌拉尔原油现货价格已经跌至 60 美元/桶以下	9
图 16	俄罗斯 MOEX 指数走势	10
图 17	俄罗斯各板块指数变动（%）	10
图 18	俄罗斯国际储备规模（十亿美元）	10
图 19	俄罗斯卢布急贬、国债收益率飙升后，快速回落	11
图 20	俄罗斯央行基准利率（%）	11
图 21	俄罗斯央行外汇和黄金资产的地域分布（%）	12
图 22	俄罗斯央行外汇和黄金资产的币种分布（%）	12

1. 经济：制裁后再萎缩

2022年2月，俄乌地缘事件开始。截至目前，已经满一年，目前仍然在延续当中。以欧美为代表的主要经济体与俄罗斯之间的制裁事项不断增加。截至1月7日，制裁事项累计600多项，其中多数集中在贸易领域（关于一些个体方面的制裁也多集中在贸易方面）。例如，对出口到俄罗斯的商品和技术进行管制，增加对俄罗斯的进口关税以及对俄罗斯能源产品出口价格设置上限等等。由于俄罗斯是能源输出大国，贸易领域的制裁多与能源相关。

也有较多的一部分制裁体现在金融领域，例如，对俄罗斯部分居民个人实施财产冻结，对俄罗斯重要实体和银行等实施金融制裁，以及将俄罗斯金融机构剔除SWIFT系统等等。而这方面的制裁，也较多与能源相关。

图1 俄乌地缘事件中制裁事项分布（条）

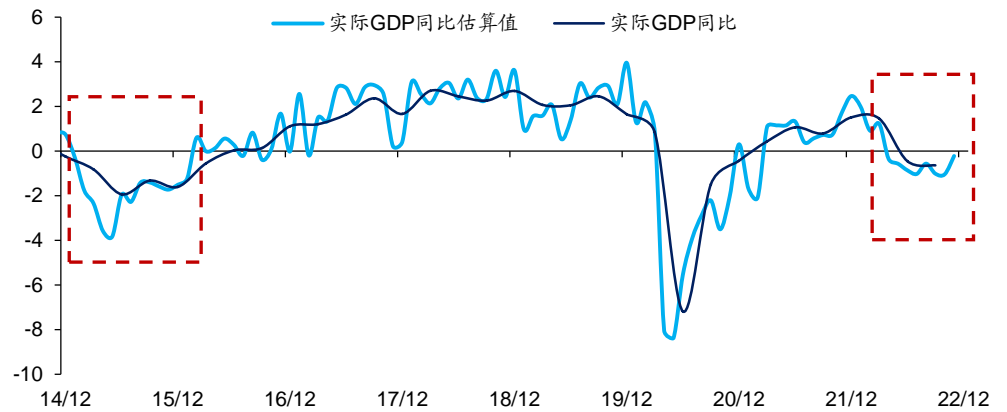


资料来源：PIIE，海通证券研究所整理，截至2023年1月7日

受战争以及经济金融制裁等影响，俄罗斯经济再度萎靡。俄罗斯实际GDP增速自2016年底以来持续维持正增长，2016年至2019年平均增速能达到2.0%左右。在2022年3月之前，俄罗斯实际GDP增速也能保持正增长，即使剔除基数影响，也是如此。

但随着俄乌地缘事件的发生，俄罗斯实际GDP增速自2022年3月开始大幅下滑，4月便落入负区间，截至2022年11月，已经连续8个月位于负区间，即使剔除基数影响也是如此。上一次俄罗斯实际GDP增速持续负增长，还要追溯到2014年-2016年期间（不考虑疫情期间），当时也与欧美经济金融制裁有关，主因2014年3月俄罗斯上议院正式通过了克里米亚入俄条约。

图2 俄罗斯经济再度萎缩 (%)

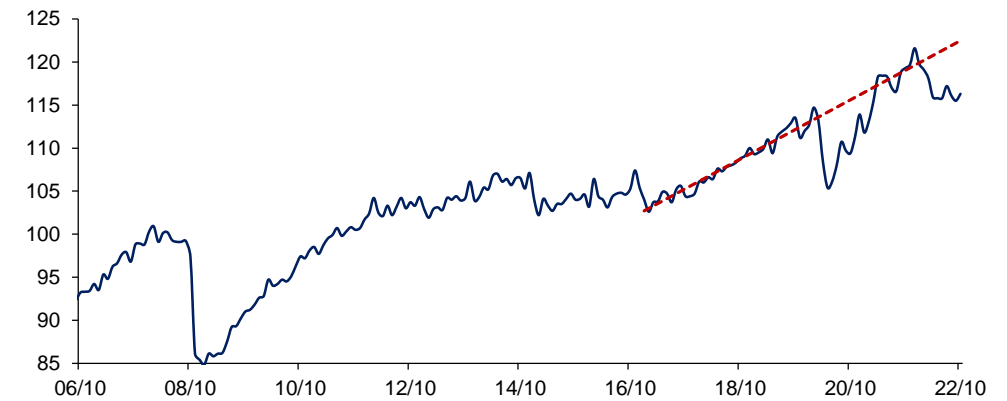


资料来源：Wind，CEIC，海通证券研究所，2021年之后数据为年化平均增速。

从生产方面来看，自俄乌地缘风险爆发后，俄罗斯工业生产从之前的高点快速回落，实际工业生产同比从2022年4月开始转负，截至2022年12月，已经连续9个月为负。

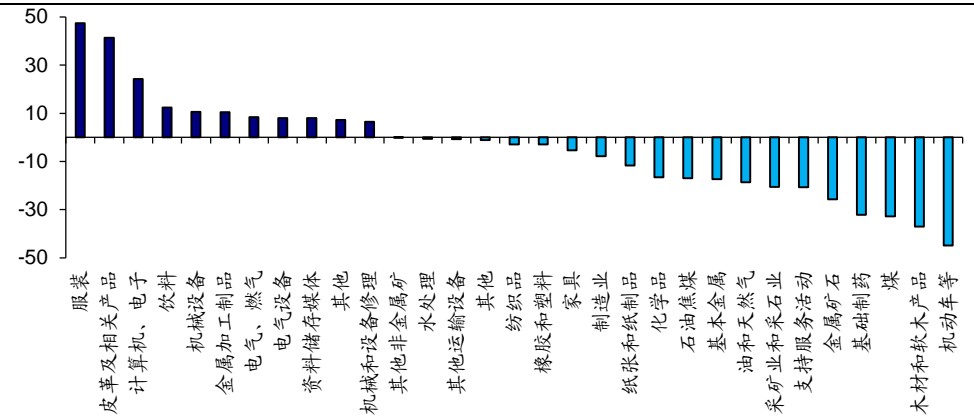
分行业来看，分化较明显。截至2022年12月，煤、基础制药、金属矿石、木材和软木产品、机动车等行业生产跌幅最大，平均跌幅接近40%；化学品、油和天然气以及石油焦煤等行业生产跌幅也超过10%。而服装、皮革及相关产品等行业生产平均涨幅接近40%，烟草、饮料、食品、机械与电气设备等行业生产也有较好的表现，平均涨幅在10%左右。我们认为，这很大程度上是与海外主要经济体对俄罗斯的经贸制裁以及地缘事件持续有关。

图3 俄罗斯工业生产指数从高点回落，脱离趋势增长



资料来源：Wind，海通证券研究所测算，备注：虚线为趋势增长。

图4 俄罗斯各行业生产总量同比(%)



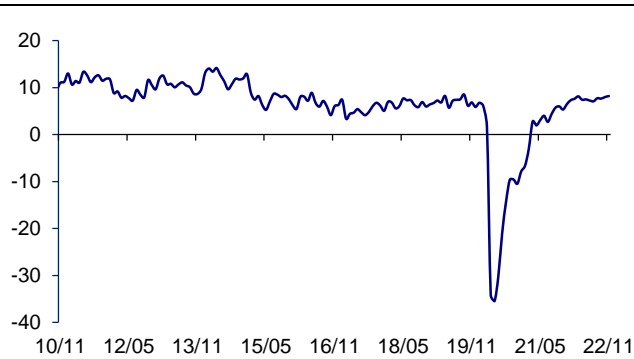
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 截至2022年12月。

从消费方面来看,截至2022年11月,剔除基数后,俄罗斯消费增速达到8%以上,高于疫情(2020年3月)之前水平。尤其是服务类消费远高于平均水平,例如医疗服务、医疗保健以及个人服务增速消费增速均在10%以上;而旅游、文化、交通以及通信等消费增速则相对较低,但也是正增长。

我们认为,这很大程度与地缘风险持续干扰以及高通胀等因素有关。例如,俄罗斯通胀一度在2022年4月突破17%,目前仍在高点;尤其是服务通胀从2022年2月的5.0%攀升至11.0%,为2015年以来高点。

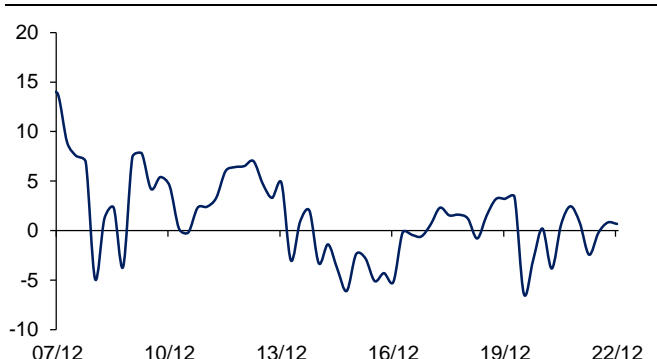
若剔除通胀影响,俄罗斯实际收入增速一度陷入了负区间,实际消费增速在去年2季度和3季度也均处于负区间,为2016年以来首次(不考虑疫情期间)。

图5 俄罗斯名义消费增速高于疫情前(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 21年后数据均为剔除基数指标

图6 俄罗斯实际收入增速(%)



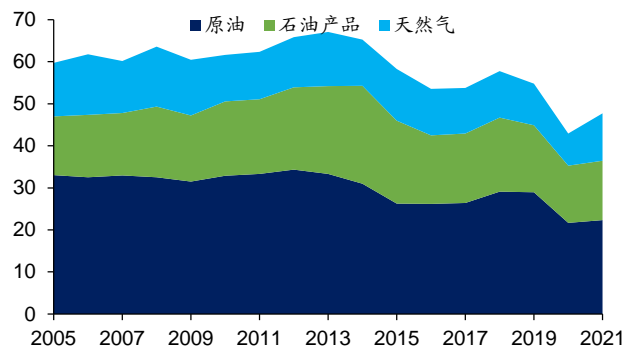
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 21年后数据均为剔除基数指标

2. 贸易: 为何仍在盈利?

油气是俄罗斯经济的命脉。俄罗斯是传统能源大国,经济严重依赖能源出口。从贸易角度来看,截至2021年,俄罗斯生产的石油及其他液体燃料仅3成用于本土消费,7成用于出口,原油及石油产品出口占总出口的比重接近4成;生产的天然气也有3成左右用于出口,油气出口占总出口的比重接近5成。

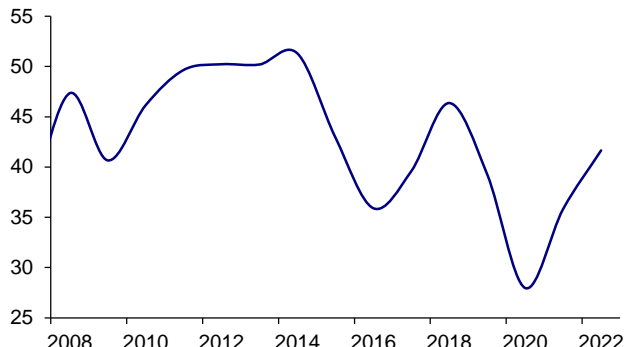
从财政角度来看,油气收入是俄罗斯财政收入的主要来源,2011-2014年期间,油气收入占俄罗斯财政收入的比重高达5成以上;此后虽有下滑,也在4成左右(除2020年)。在俄乌地缘事件发生后,俄罗斯经贸及金融领域受到较多限制,财政更加依赖于油气收入。截至2022年,俄罗斯油气收入占财政收入的比重上行至41.6%,较2021年上行约6个百分点。

图7 俄罗斯主要能源产品出口占比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

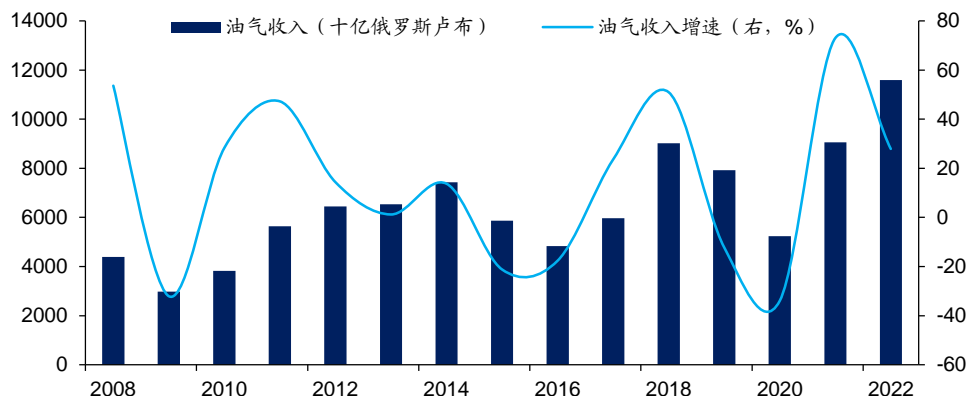
图8 俄罗斯油气收入占财政收入的比重 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

制裁后，俄罗斯油气收入仍在高增。尽管2022年俄罗斯在能源领域受到较多的制裁，但在油气方面依然取得了良好的结果。2022年油气收入高达11.6万亿卢布，为2007年以来新高，同比增速也高达27.9%。油气收入的高增，为俄罗斯经济提供了较大的助力，也是俄罗斯经济当前的主要支柱。

图9 俄罗斯油气收入保持高增 (%)



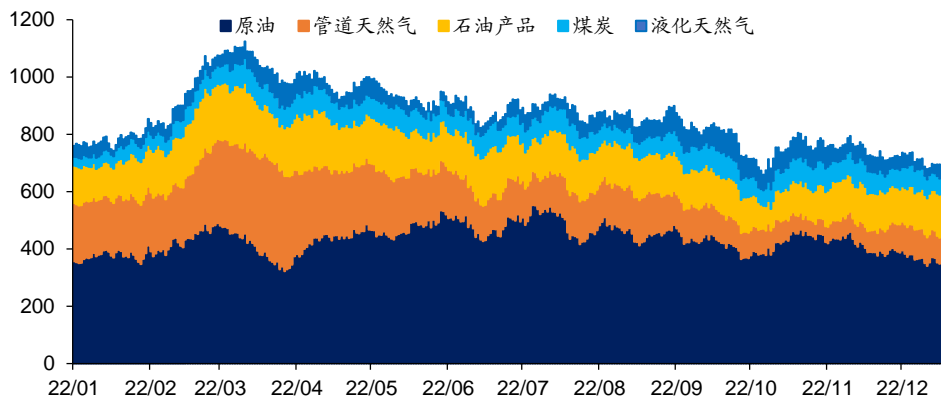
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

为何俄罗斯油气盈利仍在高增？一方面，欧盟的能源制裁方案有缓冲期，实际生效时间相对较晚有关。例如，2022年4月，欧盟宣布禁止从俄罗斯进口煤炭，不过现有合同可以有4个月缓冲期。2022年6月初，欧盟通过第六套制裁措施，宣布将禁止从俄罗斯进口海运原油和石油产品，不过这一制裁将逐步有序的实现，对于海运原油有6个月缓冲期、对于石油产品有8个月缓冲期，且对于管道运输被豁免。

2022年10月初，欧盟通过第八套制裁措施，宣布将对俄罗斯原油价格设置价格上限，不过对于原油价格上限从2022年12月5日生效、对于石油产品价格上限从2023年2月5日生效。

例如，俄罗斯的石油出口量和收入在22年10月-11月期间有所增加，主要驱动力是对欧洲出口的回升，主因以德国和意大利为首的欧盟国家在禁运生效前大量抢购原油。

图10 俄罗斯化石能源出口收入在 10 月-11 月出现回升（百万欧元）

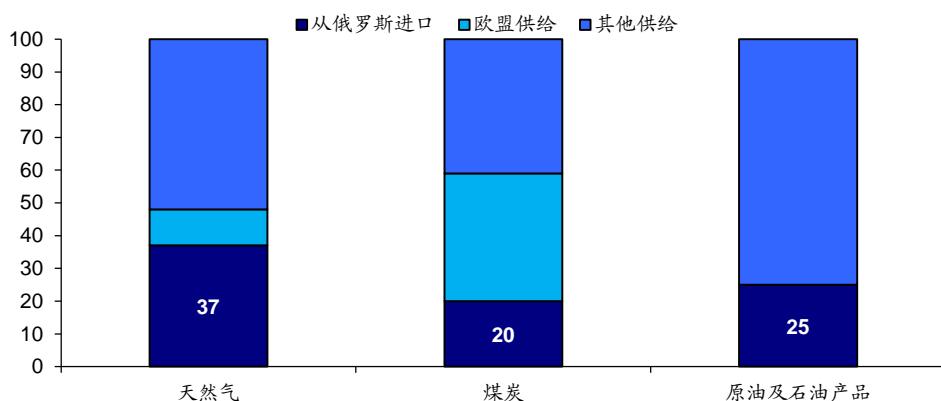


资料来源：CREA，海通证券研究所

另一方面，与欧盟对俄罗斯能源依赖度高，不得不大量提前储备有关。从欧盟消费来看，截至 2021 年，欧盟消费的天然气近 40% 从俄罗斯进口；欧盟消费的原油及石油产品约 25% 从俄罗斯进口；欧盟消费的煤炭也有近 20% 从俄罗斯进口。

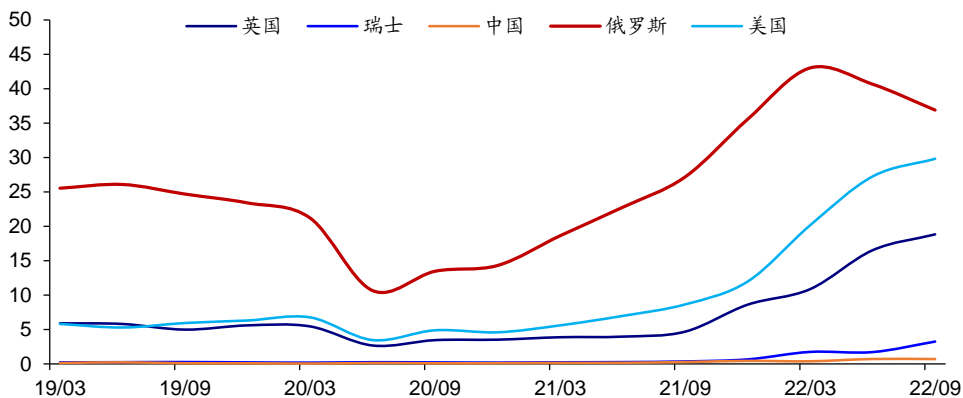
从欧盟进口来看，2022 年 3 季度欧盟从俄罗斯进口能源产品的份额较 2021 年 3 季度减少了 10 个百分点，但依然超过 15%，俄罗斯仍是欧盟最大的进口来源国。若考虑进口价值的话，2022 年 1 季度和 2 季度，欧盟从俄罗斯进口的能源产品价值均超过 400 亿欧元，2022 年 3 季度明显下滑，但仍高达 368.9 亿欧元，超过其他经济体。

图11 欧盟消费的各类能源来源分布（%，2021 年）



资料来源：bp，海通证券研究所

图12 欧盟从俄罗斯进口能源产品明显下降，但仍是主要来源（十亿欧元）

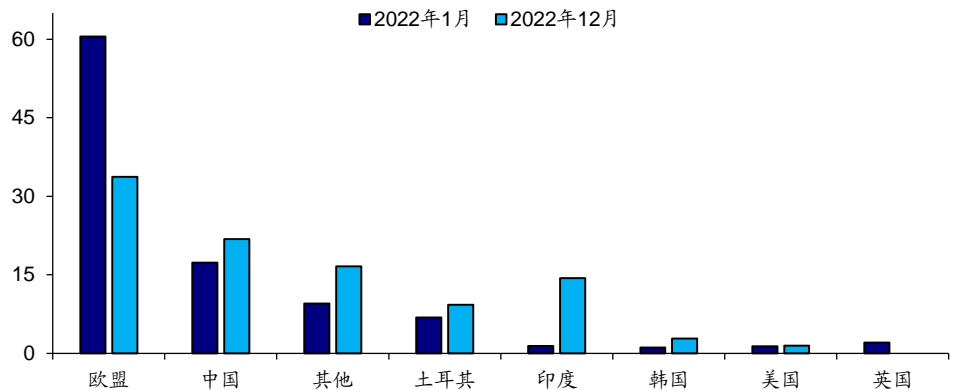


资料来源：Eurostat，海通证券研究所

此外，俄罗斯积极拓展了其他买家，尤其是印度等其它新兴市场。从能源出口收入来看，截至 2022 年 12 月，俄罗斯输送到欧盟的能源收入较年初下降了约 50%，而向印度、土耳其以及中国输送的能源收入均明显上升，尤其是输送到印度的能源收入提升了 1000 多倍。

从能源出口份额来看，2022 年 12 月，俄罗斯输送到欧盟的能源收入份额降至 33.7%，较 2022 年 1 月减少了近 30 个百分点，而输送到印度、中国和土耳其的份额则分别提升 13.0 个百分点、4.5 个百分点和 2.5 个百分点。截至 2 月 6 日，俄罗斯输送到中国的能源收入和份额均接近欧盟。

图13 俄罗斯化石能源出口收入来源占比对比 (%)

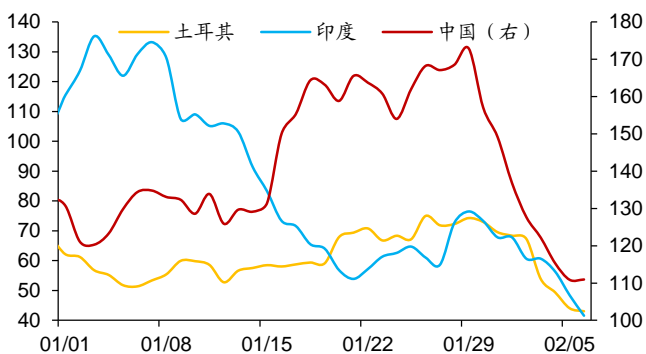


资料来源：CREA，海通证券研究所

不过，需要提醒的是，2023 年以来，除对欧盟能源输送继续减少外，对中国、印度以及土耳其的能源输送均明显下滑。且俄罗斯乌拉尔原油现货价格也已经从高点回落至不足 50 美元/桶，为 2021 年年初水平。

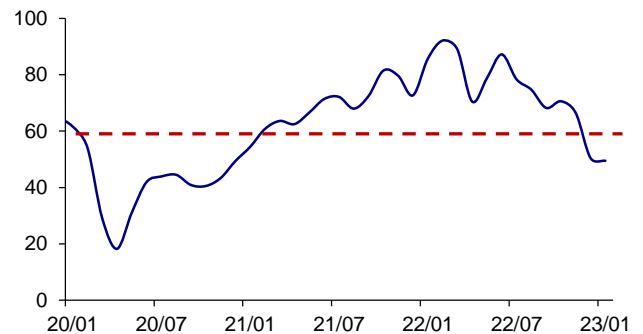
整体来看，我们预计去年欧盟对俄罗斯能源方面制裁的影响或还未完全体现，俄罗斯最困难的时刻或还未到来，风险或在不断临近。

图14 俄罗斯能源收入迅速下滑 (百万欧元, 2023 年以来)



资料来源：CREA，海通证券研究所

图15 俄罗斯乌拉尔原油现货价格已经跌至 60 美元/桶以下



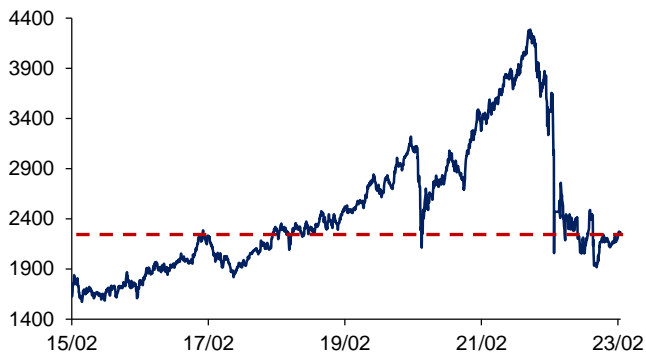
资料来源：CEIC，海通证券研究所

3. 金融：卢布为何升值？

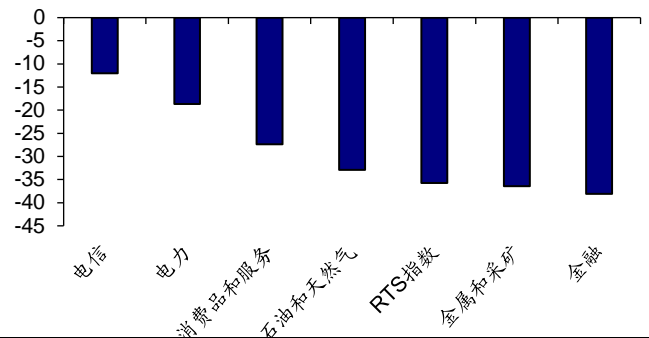
俄罗斯股市大跌。俄乌地缘事件发生后，俄罗斯股市大幅下跌，事件发生后 10 天左右，俄罗斯 MOEX 指数跌幅超过 40%，且 2022 年 2 月俄罗斯 RTS 指数较 1 月下跌 34.7%。分行业来看，金融和能源板块受冲击最大，跌幅均接近 40%。这很大程度上与俄罗斯面临的经贸、金融制裁有关。

例如，在事件发生一周左右，受到金融制裁的俄罗斯石油公司(rosneft oil)和俄罗斯

联邦储蓄银行(Sberbank)股价跌幅在 50%左右；俄罗斯联邦储蓄银行 2022 年净利润下降了 75.7%。

图16 俄罗斯 MOEX 指数走势


资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 俄罗斯各板块指数变动 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

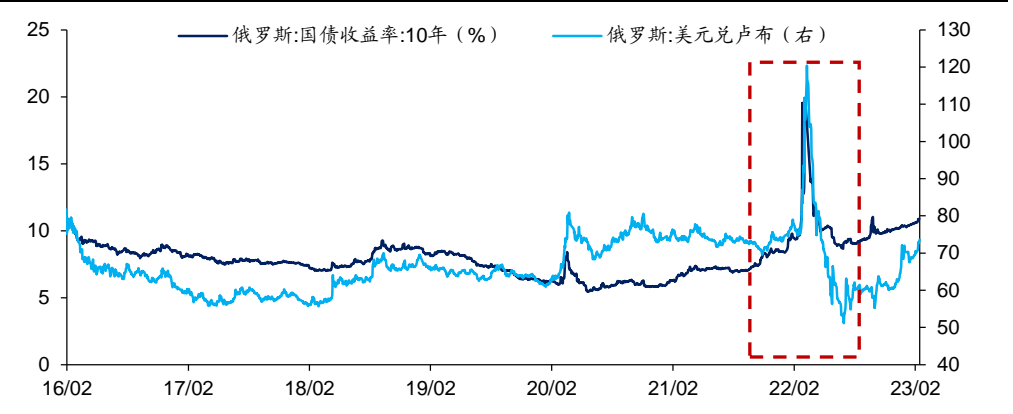
俄罗斯国际储备明显减少。俄罗斯国际储备（包含外汇储备和黄金储备）明显下滑，在 2022 年 10 月达到低点，较俄乌冲突发生前减少了 1000 多亿美元。尽管从去年 11 月开始，俄罗斯国际储备有所回升，但过去一年依然减少了 400 多亿美元。此外，根据俄罗斯财政部长安东·西卢安诺夫发言，俄罗斯约 3000 亿美元的国际储备被冻结，约占总国际储备的 5 成左右。

图18 俄罗斯国际储备规模（十亿美元）


资料来源：Wind，海通证券研究所

俄罗斯卢布急贬后升值。俄乌地缘事件发生后，俄罗斯国债收益率大幅飙升，从冲突前不足 10%上行至接近 20%，上行了 1000 多 BP。卢布也急速贬值，从冲突前 75（美元兑卢布）附近贬值到 120 以上，贬值了近 40%。

不过，从 2022 年 3 月中旬开始，俄罗斯国债收益率开始大幅回落，到 2022 年 6 月左右就回落到冲突之前的水平。卢布也从 2022 年 3 月开始持续的回升，到 2022 年 4 月底就回到到冲突之前的水平，到 2022 年 6 月底，俄罗斯卢布甚至比冲突前升值了 40% 左右，为 2015 年以来高点，此后维持相对稳定。截至去年年底俄罗斯卢布依然升值了 7% 左右。

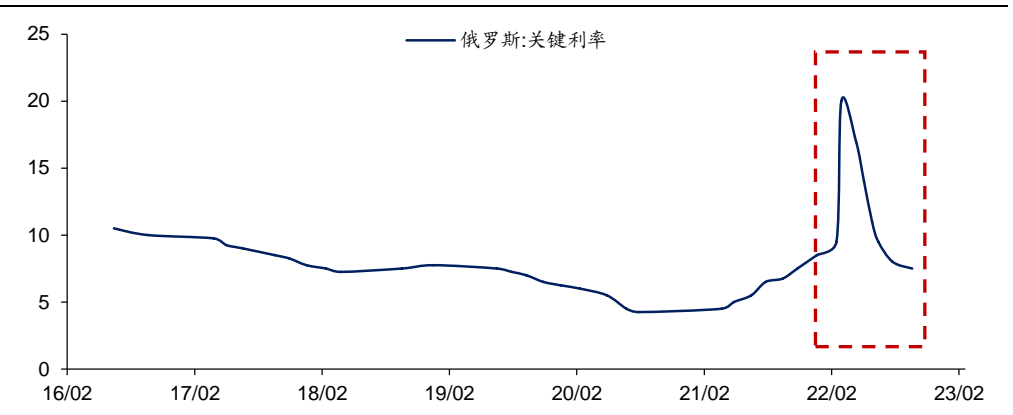
图19 俄罗斯卢布急贬、国债收益率飙升后，快速回落


资料来源：Wind，海通证券研究所

卢布为何反而升值？其一，与俄罗斯大幅加息有关。在2022年2月底，俄罗斯央行将基准利率从9.5%大幅上提至20%，市场化的存贷款利率也同步大幅上行。

其二，与俄罗斯资本管制有关，例如强制结汇措施。俄罗斯在2022年2月底签署了第79号总统令，要求从2022年1月开始，俄罗斯出口商必须出售其80%的外汇收入；从2022年3月起，禁止向境外机构提供外汇相关交易或将外汇存入境外机构。并于2022年5月下旬，将强制结汇的比例从80%下调至50%。**俄罗斯的资本管制操作，限制资本流动，降低俄罗斯卢布抛售压力，缓解俄罗斯卢布贬值压力。**

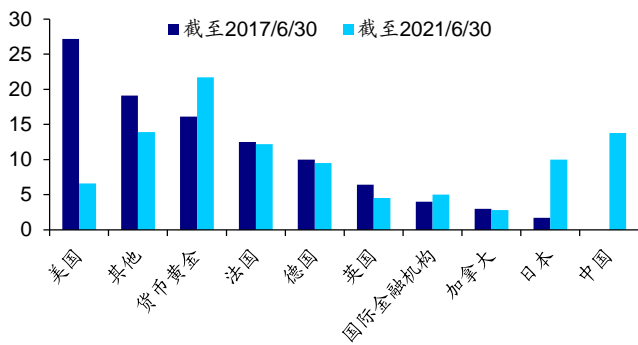
其三，也是最关键的因素，与俄罗斯“卢布结算令”有关。俄罗斯在2022年3月底签署了第172号总统令，要求从2022年4月开始，俄罗斯向不友好国家或地区输送天然气时必须使用卢布结算，并建立特别账户进行天然气结算。**考虑到欧洲对俄罗斯能源依赖度高，去年欧洲制裁措施生效也相对较晚，欧洲依然采购了大量的能源产品，加大了对俄罗斯卢布的需求，俄罗斯卢布也强势逆转了之前的贬值趋势。**

图20 俄罗斯央行基准利率（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

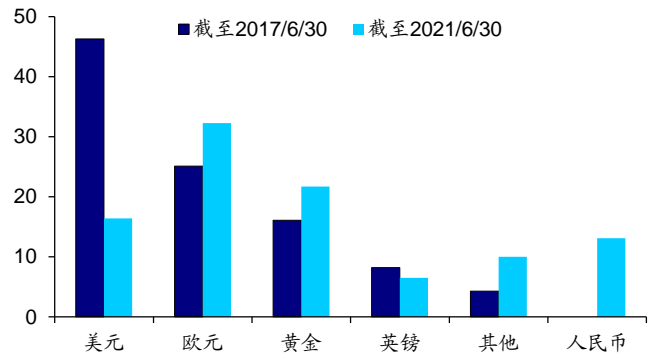
此外，自2014年受SWIFT剔除风险后，俄罗斯便采取了一些防御的措施，也有助于汇率的稳定。例如，俄罗斯不断增加黄金储备，同时减少在美资产。截至2021年6月，俄罗斯央行外汇和黄金资产在美比重从2017年6月的27.2%大幅降至6.6%。同时，俄罗斯也加速“去美元化”。截至2020年，俄罗斯商品和服务出口以美元结算的比重从之前的8成左右降至5成多；截至2021年6月，俄罗斯央行外汇和黄金资产以美元计价的比重从2017年6月的4成多降至不到2成。

图21 俄罗斯央行外汇和黄金资产的地域分布 (%)



资料来源：俄罗斯央行官网，海通证券研究所

图22 俄罗斯央行外汇和黄金资产的币种分布 (%)



资料来源：俄罗斯央行官网，海通证券研究所

最后，需要提醒的是俄罗斯的经济风险也在增加。例如，2023年1月，俄罗斯经常项目顺差降至80亿美元，较2022年1月同比下降了58.1%，主要是与商品出口收入下降有关。这也意味着，俄罗斯油气收入在明显滑坡，俄罗斯未来财政压力将加剧，汇率稳定性也将受到挑战。比如，俄罗斯在去年年底的总统令中明确提出允许使用外币进行天然气结算；今年以来，俄罗斯国债收益率已经在明显上行，俄罗斯卢布再度呈现贬值趋势。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。