

相关研究

《分化的通胀，分化的复苏》

2023.05.07

《“五一”消费：哪些亮点？》

2023.05.03

《国企改革重点：有何变化？——国企改革系列一》2023.04.27

冲突一年多：乌克兰经济如何？

投资要点：

- 俄乌地缘事件发生后，俄罗斯和乌克兰经贸金融都遭受了较大的扰动。我们在之前的专题《俄罗斯经济：现状如何？》中，已经详细分析了俄罗斯经贸金融的变化。那么，过去一年，乌克兰经济影响如何？哪些行业 and 部门受损更加严重？哪些经济体的援助为乌克兰的经贸金融稳定提供了帮助？以及如果后续重建和修复，哪些商品或经济体会相对更加受益？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:ljl3766@haitong.com

证书:S0850521090002

目 录

| | |
|------------------------|---|
| 1. 经济损失有多大? | 4 |
| 2. 乌克兰有何援助? | 7 |
| 3. 后续如果重建, 有何影响? | 9 |

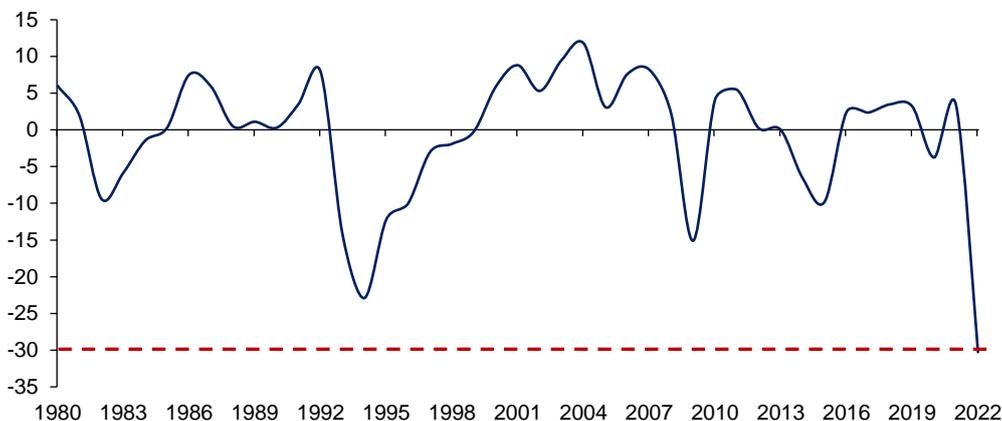
图目录

| | | |
|------|-------------------------------------|----|
| 图 1 | 乌克兰实际 GDP 增速创历史新低 (%) | 4 |
| 图 2 | 乌克兰各类生产中公共管理和国防保持高增 (%，2022 年) | 4 |
| 图 3 | 乌克兰各类需求中政府集体消费保持高增 (%，2022 年) | 5 |
| 图 4 | 乌克兰各部门直接损害估算 (十亿美元) | 5 |
| 图 5 | 乌克兰各部门经济损失估算 (十亿美元) | 6 |
| 图 6 | 乌克兰总债务规模突破 1100 亿美元 (亿美元) | 6 |
| 图 7 | 乌克兰债务率陡升 (%) | 6 |
| 图 8 | 乌克兰流离失所者数量激增 (百万人) | 7 |
| 图 9 | 乌克兰外汇储备和黄金储备接近恢复 (百万美元) | 7 |
| 图 10 | 乌克兰受到的援助 (十亿欧元) | 8 |
| 图 11 | 主要经济体对乌克兰的援助 (十亿欧元) | 8 |
| 图 12 | 双边承诺援助+难民成本占 GDP 比重 (%) | 8 |
| 图 13 | 乌克兰各部门重建和恢复总成本估算 (十亿美元，2023-2033 年) | 9 |
| 图 14 | 乌克兰 2023 年优先建设成本估算 (十亿美元) | 10 |
| 图 15 | 乌克兰重点进口商品的份额 (%) | 11 |
| 图 16 | 乌克兰详细进口商品的份额 (%，2021 年) | 11 |
| 图 17 | 乌克兰重点贸易对象进口份额 (%，2021) | 11 |
| 图 18 | 中国向乌克兰出口详细产品的份额 (%，2021 年) | 11 |

1. 经济损失有多大？

经济跌幅创历史新高。受俄乌地缘事件影响，乌克兰经济增速自 2022 年 3 月跌入负区间，尤其是 2022 年后 3 个季度，经济增速跌幅均在 30% 以上。2022 年全年实际经济增速录得-30%左右，为 1980 年有数据以来新低。

图1 乌克兰实际 GDP 增速创历史新高（%）

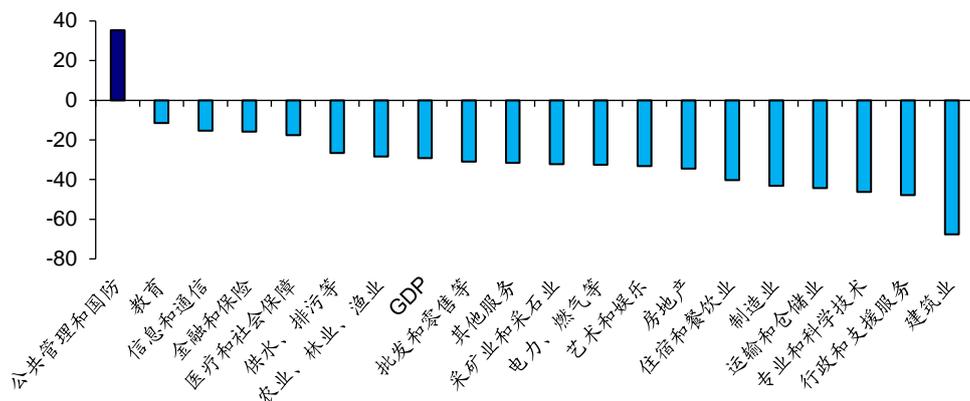


资料来源：Wind，海通证券研究所

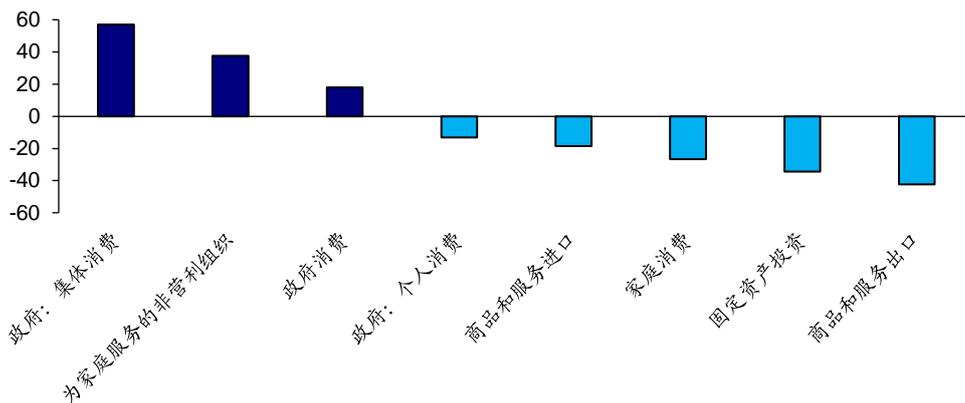
从生产端来看，公共管理和国防保持高增。截至 2022 年，受俄乌地缘事件影响，乌克兰各行业生产均遭受重大冲击，尤其是建筑业实际生产同比跌幅接近 70%；住宿餐饮、制造业、运输仓储以及专业科学技术等实际生产同比跌幅也超 40%。而公共管理和国防实际生产同比则高达 35.4%，这很大程度上与地缘事件持续演绎有关。

从需求端来看，政府集体消费保持高增。截至 2022 年，受俄乌地缘事件影响，乌克兰投资和进出口明显受损，尤其是出口跌幅超过 40%，固定资产投资跌幅也超过 30%。而消费表现则较为分化，家庭消费跌幅高达 26.7%，政府消费以及为家庭服务的非营利组织消费则保持高增长，尤其是政府集体消费增速接近 60%。通常来说，政府集体消费支出主要包括国防、公共安全、外交、科教文卫以及行政管理等内容，其高增很大程度上也是与俄乌地缘事件持续演绎有关。

图2 乌克兰各类生产中公共管理和国防保持高增（%，2022 年）



资料来源：乌克兰国家统计局，海通证券研究所

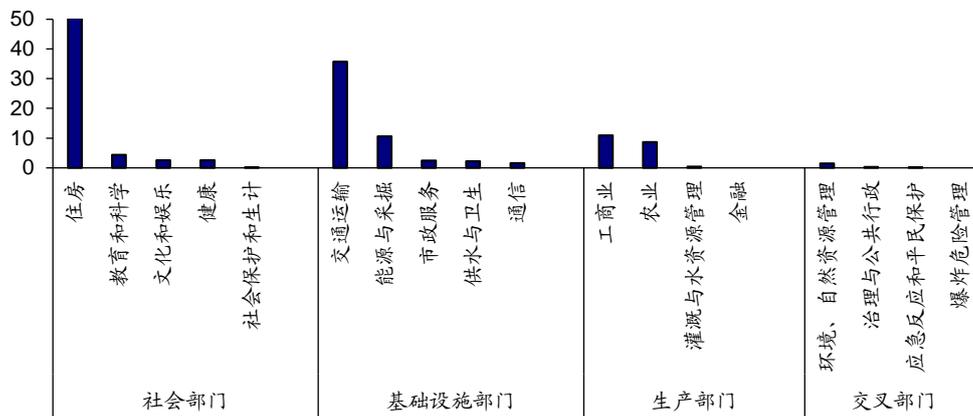
图3 乌克兰各类需求中政府集体消费保持高增（%，2022年）


资料来源：乌克兰国家统计局，海通证券研究所

分部门来看，从直接损害考虑，住房和交运部门受损最严重。根据世界银行估算，截至2023年2月24日，俄乌地缘事件造成乌克兰有形资产和基础设施的直接损害高达1347亿美元，占2021年名义GDP的比重高达67.3%，占2019与2020年名义GDP的比重均接近90%。

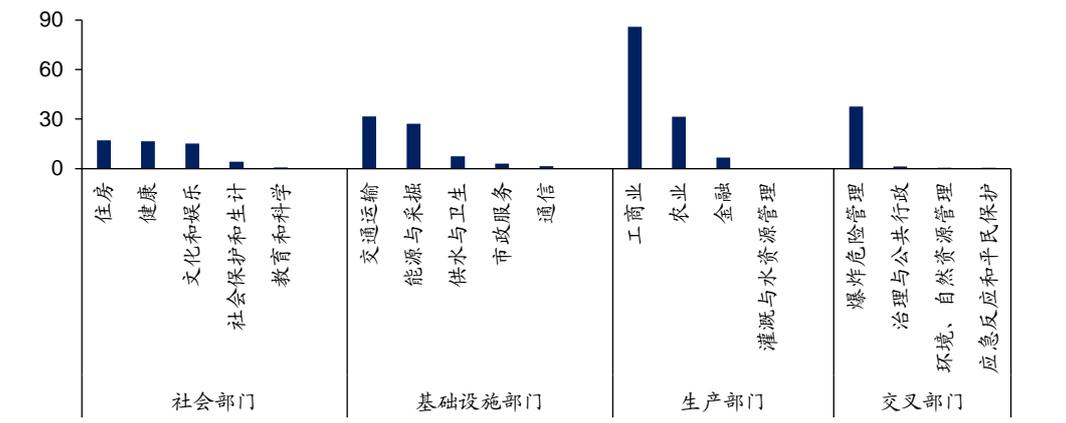
其中，住房损害规模高达504亿美元，是遭受破坏最为严重的；其次是交运部门，直接损害规模高达357亿美元；工商业部门和能源开采部门遭受破坏也较为严重，直接损害也均在100亿美元以上。

从经济损失考虑，工商业部门受损最严重。俄乌地缘事件造成经济损失高达2891亿美元，占2021年名义GDP的比重高达144.4%。其中，工商业受损最为严重，受损规模高达858亿美元；其次是爆炸危险管理部门、农业部门以及交运部门，受损规模均超过300亿美元。此外，能源与采掘、住房、健康、文化和娱乐、社会保护和生计以及教育和科学受损也较为严重。

图4 乌克兰各部门直接损害估算（十亿美元）


资料来源：世界银行，海通证券研究所，注：损害指的是被摧毁或损害的有形资产或基础设施的直接费用。截至2023年2月24日。

图5 乌克兰各部门经济损失估算（十亿美元）

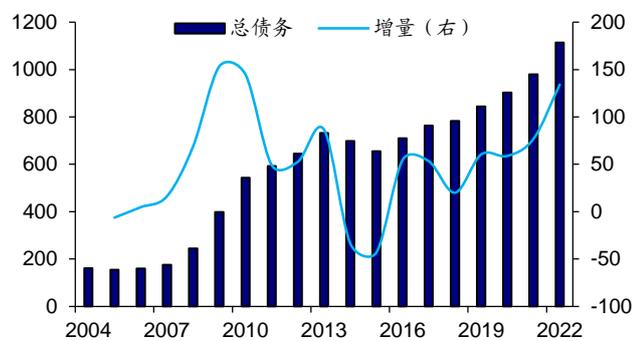


资料来源：世界银行，海通证券研究所，注：损失指的是地缘事件导致经济的变化（用金钱衡量）。截至 2023 年 2 月 24 日。

受地缘事件影响，乌克兰债务也再创新高。在俄乌地缘事件影响下，截至 2023 年 2 月，乌克兰政府债务以及由国家担保的债务总规模达到 1160.1 亿美元，创 2004 年以来新高。其中，政府债务从 2021 年底的 866.2 亿美元上升至 1061.8 亿美元，累计增加了近 200 亿美元。

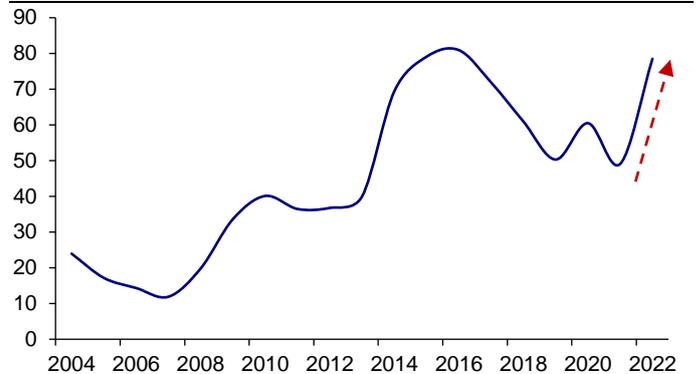
进一步来看，截至 2022 年，乌克兰政府杠杆率从 2021 年的 49.0% 陡升至 78.5%，接近前高（2015-2016 年期间，2014 年俄罗斯通过克里米亚入俄条约）。而乌克兰外债余额占外汇储备的比重也高达 500% 以上（2014 年时，超过 1900%），外债占 GDP 的比重也从 2021 年的 64.8% 上升至 87.1%，在新兴市场中位于前列，整体外债风险也依然不可小觑。

图6 乌克兰总债务规模突破 1100 亿美元（亿美元）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

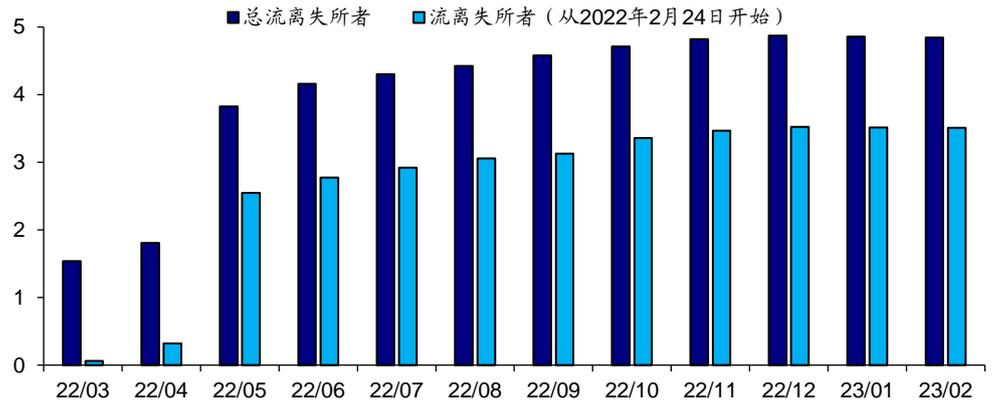
图7 乌克兰债务率陡升（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

此外，**贫困率大幅上行，流民也大幅增加。**根据世界银行估算，以每人每天 6.85 美元的全球贫困线标准来测算，乌克兰贫困率从 2021 年的 5.5% 大幅上行至 2022 年的 24.1%，贫困人口新增了 710 万人，回到 15 年前的水平。截至 2023 年 2 月，乌克兰登记流民规模增加至 485 万人，较 2021 年的 85.4 万人（2017-2021 年平均在 80 万人左右），增加了近 400 万人；其中，自 2022 年 2 月以来登记的流民增加了 350 多万人。

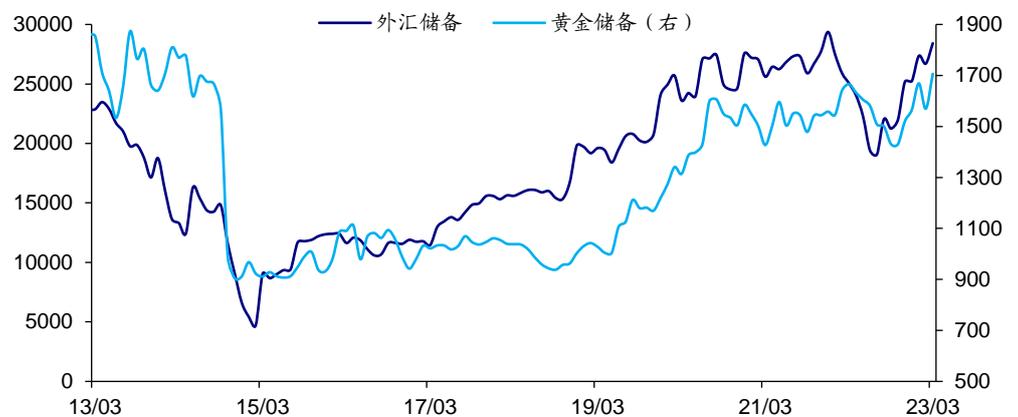
截至 3 月 28 日，俄乌地缘事件发生后，从乌克兰流出的难民超过 1900 万人次。其中，超过 5 成流向了波兰，其次是俄罗斯和匈牙利等。

图8 乌克兰流离失所者数量激增（百万人）


资料来源：世界银行，海通证券研究所

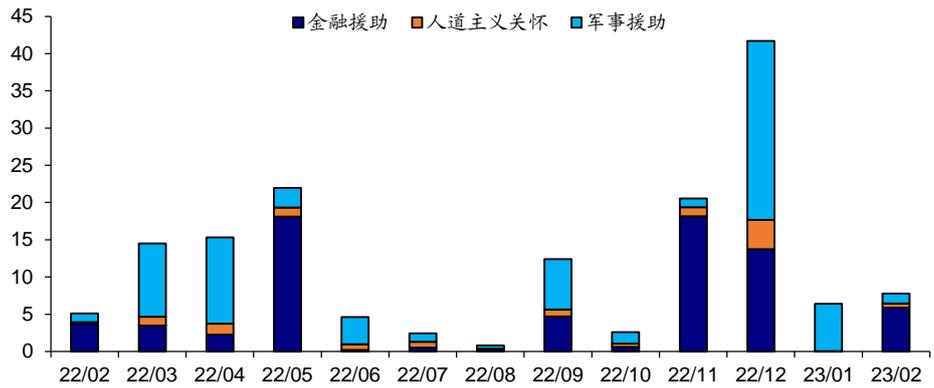
2. 乌克兰有何援助？

金融体系表现相对稳定。尽管乌克兰经济受损严重，但乌克兰国际储备规模在不断恢复，与多数新兴市场国家国际储备规模不断下降形成反差。截至3月，乌克兰国际储备规模回升至318.9亿美元，为2011年11月以来高点。其中，外汇储备规模恢复至284.1亿美元，为2021年12月以来高点，尤其是3月同比增速高达13.5%；黄金规模也恢复至17.1亿美元。整体来看，乌克兰金融体系表现要好于经济表现。

图9 乌克兰外汇储备和黄金储备接近恢复（百万美元）


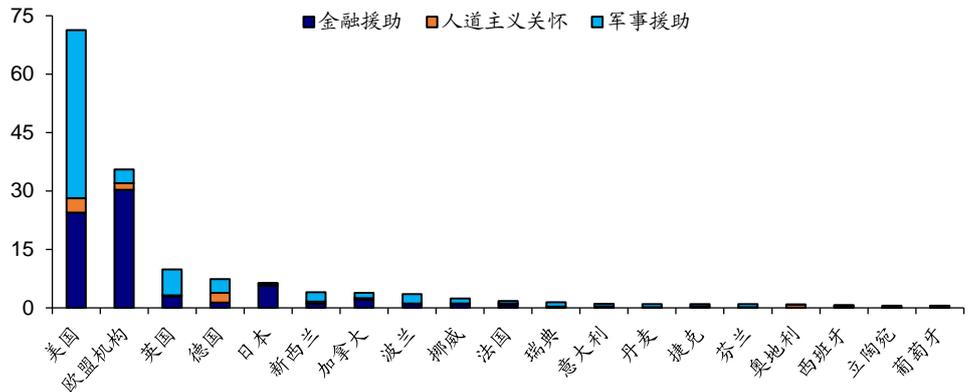
资料来源：CEIC，海通证券研究所

金融体系较好的表现很大程度上或与海外的援助有关。海外援助主要集中在金融和军事领域。根据基尔世界经济研究所统计显示，截至2月24日，过去一年，乌克兰累计获得援助达到1565.9亿欧元。其中，46.0%集中在金融领域，45.9%集中在军事领域。从时间线来看，去年3月、4月和12月的援助较多集中在军事领域，去年5月和11月的援助则较多集中在金融领域。

图10 乌克兰受到的援助（十亿欧元）


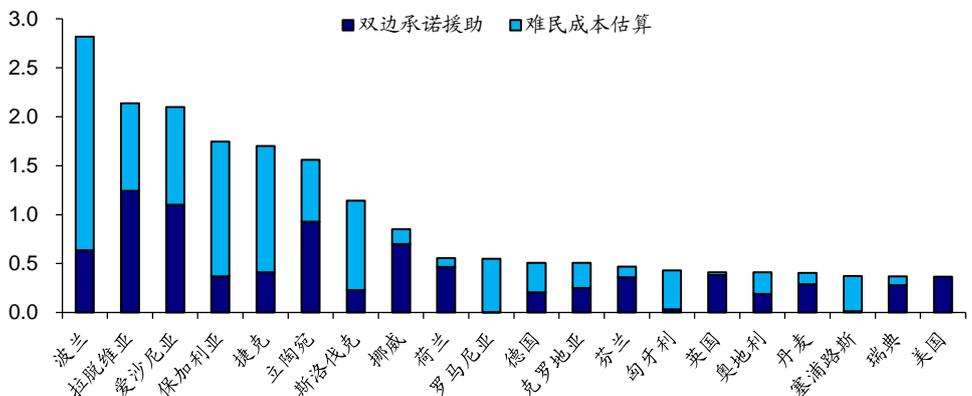
资料来源：基尔世界经济研究所，海通证券研究所，统计区间：2022年2月1日-2023年2月24日。

进一步来看，主要经济体中对乌克兰援助较多的是美国以及欧盟机构和成员，其中美国是最多的，援助了712.8亿欧元，占比超过45%（超过60%的援助集中在军事领域）；欧盟成员和机构援助了619.3亿欧元，占比也有40%（欧盟机构超过85%的援助集中在金融领域）。

图11 主要经济体对乌克兰的援助（十亿欧元）


资料来源：基尔世界经济研究所，海通证券研究所，统计区间：2022年2月1日-2023年2月24日。

若从本国经济角度来看，双边承诺援助占GDP比重最高的是拉脱维亚、爱沙尼亚、立陶宛、挪威和波兰。考虑到很多经济体不仅援助乌克兰，还接受了很多难民，如果将难民成本也考虑在内的话，援助+难民成本占GDP比重最高的是波兰、拉脱维亚、爱沙尼亚、保加利亚以及捷克。

图12 双边承诺援助+难民成本占GDP比重（%）


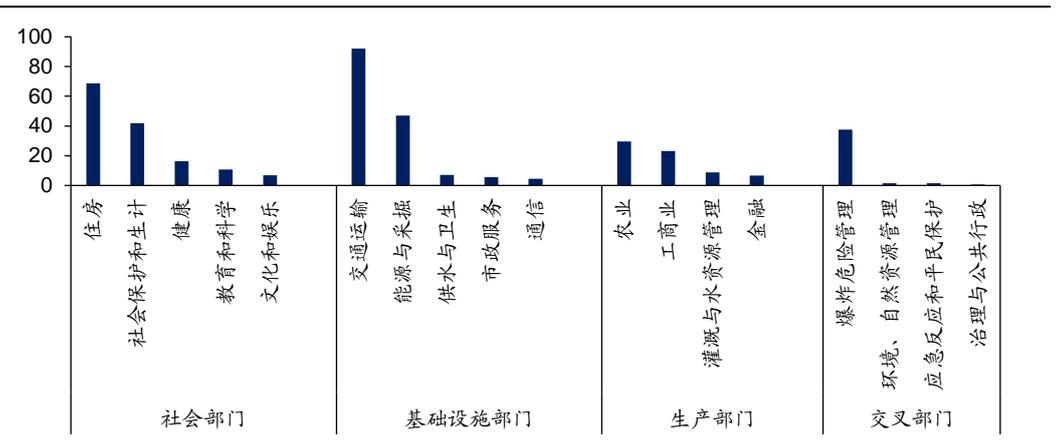
资料来源：基尔世界经济研究所，海通证券研究所，统计区间：2022年2月1日-2023年2月24日。

3. 后续如果重建，有何影响？

重建成本高昂。根据世界银行估算，截至 2023 年 2 月 24 日，乌克兰重建和恢复成本高达 4106 亿美元，占 2021 年名义 GDP 的比重高达 205.1%，占 2019 与 2020 年名义 GDP 的比重均超 260%。

其中，交运的重建和恢复成本最高，高达 920 亿美元；其次是住房，重建和恢复成本也高达 686 亿美元。此外，社会保障以及能源开采等修复成本均在 400 亿美元以上。

图13 乌克兰各部门重建和恢复总成本估算（十亿美元，2023-2033 年）



资料来源：世界银行，海通证券研究所

从短期来看，乌克兰重建和恢复成本最高的是住房；其次是社会保障和交运部门；工商业、农业以及爆炸危险管理修复成本也不低。从中长期来看，乌克兰重建和恢复成本最高的是交运；其次是能源开采和住房；爆炸危险管理、社会保障、农业以及工商业等修复成本也不低。

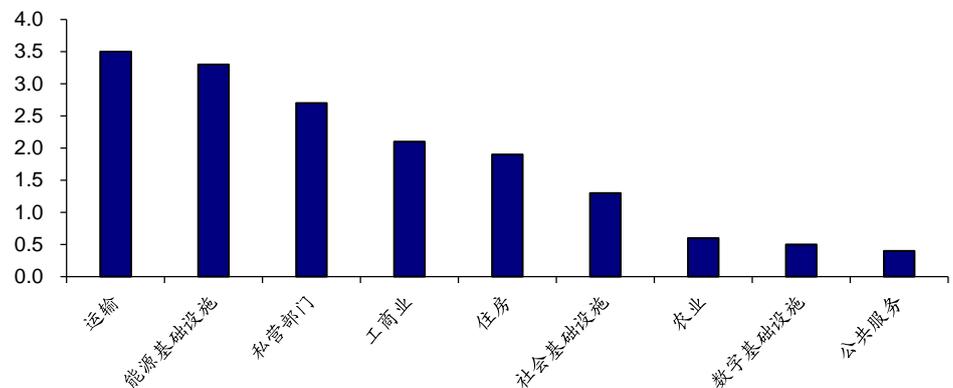
此外，考虑到地缘事件造成的一些破坏或损伤是无法重建或修复的，很多损失是无法估量的。

表 1 乌克兰各部门重建和恢复成本的短期与中长期估算（十亿美元）

| | 短期 (2023–2026) | 中长期 (2027–2033) | 总计 (2023–2033) |
|---------------|-------------------|--------------------|-------------------|
| 社会部门 | | | |
| 住房 | 31.50 | 37.10 | 68.60 |
| 教育和科学 | 4.30 | 6.40 | 10.70 |
| 健康 | 3.60 | 12.70 | 16.40 |
| 社会保护和生计 | 17.80 | 24.00 | 41.80 |
| 文化和娱乐 | 2.30 | 4.60 | 6.90 |
| 生产部门 | | | |
| 农业 | 10.2 | 19.5 | 29.7 |
| 灌溉和水资源管理 | 0.1 | 8.8 | 8.9 |
| 工商业 | 12.1 | 11.1 | 23.2 |
| 金融 | 6.5 | 0.3 | 6.8 |
| 基础设施部门 | | | |
| 能源和采掘 | 5.7 | 41.3 | 47.0 |
| 交通运输 | 14.1 | 78.0 | 92.1 |
| 通信 | 3.0 | 1.5 | 4.5 |
| 供水和卫生 | 3.9 | 3.3 | 7.1 |
| 市政服务 | 1.7 | 4.0 | 5.7 |
| 交叉部门 | | | |
| 环境和自然资源管理 | 0.4 | 1.0 | 1.5 |
| 应急响应和平民保护 | 0.5 | 1.0 | 1.5 |
| 司法和公共行政 | 0.2 | 0.4 | 0.6 |
| 爆炸危险管理 | 10.0 | 27.6 | 37.6 |
| 总共 | 128.0 | 282.6 | 410.6 |

资料来源：世界银行，海通证券研究所

2023 年优先集中在哪里？ 由于所有经济部门和社会成员都有大量需求，乌克兰政府只能艰难地择优选择支出，以保障生命和福利并支持经济。根据世界银行报告估计，乌克兰今年重点将集中在能源基础设施、住房、交运学卫基础设施以及私营部门等领域的重建和恢复，预计优先事项成本在 141 亿美元左右，占总成本的 3.5% 左右。

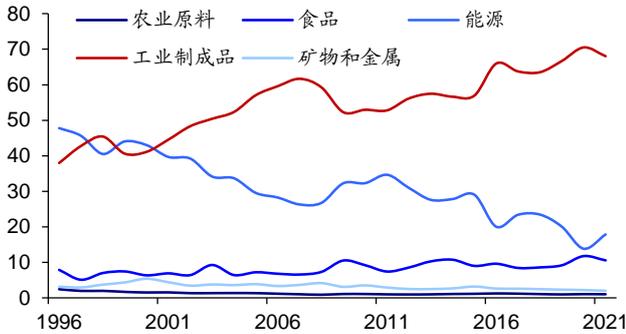
图 14 乌克兰 2023 年优先建设成本估算（十亿美元）


资料来源：世界银行，海通证券研究所

如果后续重建，哪些产品或受益？从乌克兰进口商品来看，自 2001 年开始，乌克兰主要进口商品为工业制成品，进口比重从不足 40% 大幅提升至当前的近 70%；能源产品的进口比重从之前的 50% 左右下降至不足 20%；而其他产品如农业原料矿产和金属等比重较低，不到 2%，食品进口比重在 10% 左右。

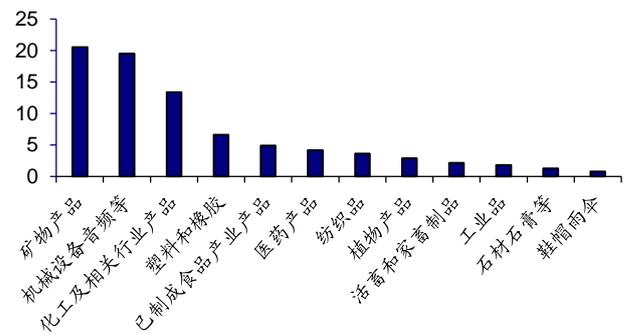
进一步来看，乌克兰对矿物产品、机电设备、化工产品等进口份额较高，均超过 10%。尤其是对矿物燃料、机械设备、电气设备、塑料产品、医药产品和纺织产品等进口需求较高。

图15 乌克兰重点进口商品的份额 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图16 乌克兰详细进口商品的份额 (%，2021 年)

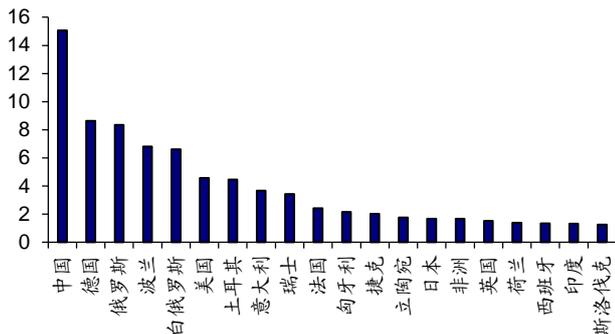


资料来源：CEIC，海通证券研究所

如果后续重建，哪些经济体或受益？从乌克兰进口地区来看，截至 2021 年，乌克兰从欧洲进口的比重超过 45%，其次是亚洲，接近 30%。进一步来看，乌克兰从主要经济体中进口最多的是中国，份额超过 15%，其他经济体的份额不足 10%；其次较多的是德国、俄罗斯和波兰等经济体，份额在 6%-9% 之间。

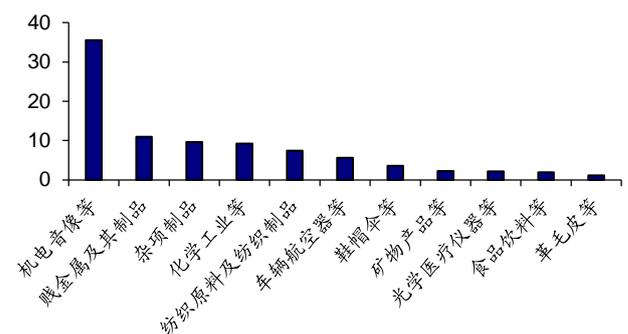
从中乌贸易结构来看，中国向乌克兰出口中最多的商品是机电音像设备及其零附件，份额超过 35%，主要是电机电气设备等。其次是贱金属和化学工业品，份额在 10% 左右。而纺织原料、车辆航空器船舶、塑料制品等以及玩具游戏设备等也较多，份额也在 4%-8% 之间。

图17 乌克兰重点贸易对象进口份额 (%，2021)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图18 中国向乌克兰出口详细产品的份额 (%，2021 年)



资料来源：Wind，海通证券研究所

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。