



宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhaohonghe@gjzq.com.cn

调停俄乌：特朗普的第三个 100 天

基本内容

上任第三个 100 天，随着其他主要事项基本完结，特朗普的注意力重回调停俄乌冲突，而且在一定程度上调整了亲俄疏欧的立场，同时将调停策略调整为威胁制裁。在此背景下，8 月 9 日，美俄两国宣布特朗普和普京将于 8 月 15 日在阿拉斯加举行会谈。由于是元首会晤，且事先经过多方沟通和通报，此次会晤或标志着俄乌和谈的正式启动，预计本次会晤有望达成框架性的协议或共识，可能涉及俄乌和谈以及美俄合作；但由于涉及诸多细节和原则性问题，短时间内达成全面停火的概率不高，全面停火的基本前提是要有乌克兰乃至欧洲方面直接参与谈判；有所放宽的谈判条件代表更加务实的谈判态度，却不代表最终结果，预计谈判终局仍将主要由战场实力决定，特别是夏季攻势后半段的情况。对于此次会晤的影响，短期来看，除了对金价和能源价格有潜在抑制性，还有利于降低中美关系风险。

风险提示

1) 美俄元首会晤的具体内容和成果存在不确定性；2) 俄乌战场形势可能会影响潜在协议的落实情况。



8月7日是特朗普上任满200天，相比于第一个100天，特朗普的第二个100天手风顺了许多，推进了大规模减税、关税谈判等颇具挑战性的关键事项，美股重回新高，甚至计划外地平息了以伊冲突、打击了伊朗核能力。在内政外交都相对顺畅的形势下，特朗普必然在第三个100天更加积极的推动其他未竟承诺，其中完成度最低的当属结束俄乌冲突。下一阶段，特朗普加力调停俄乌冲突将成为影响地缘形势和全球市场的关键因素。

一、三个100天

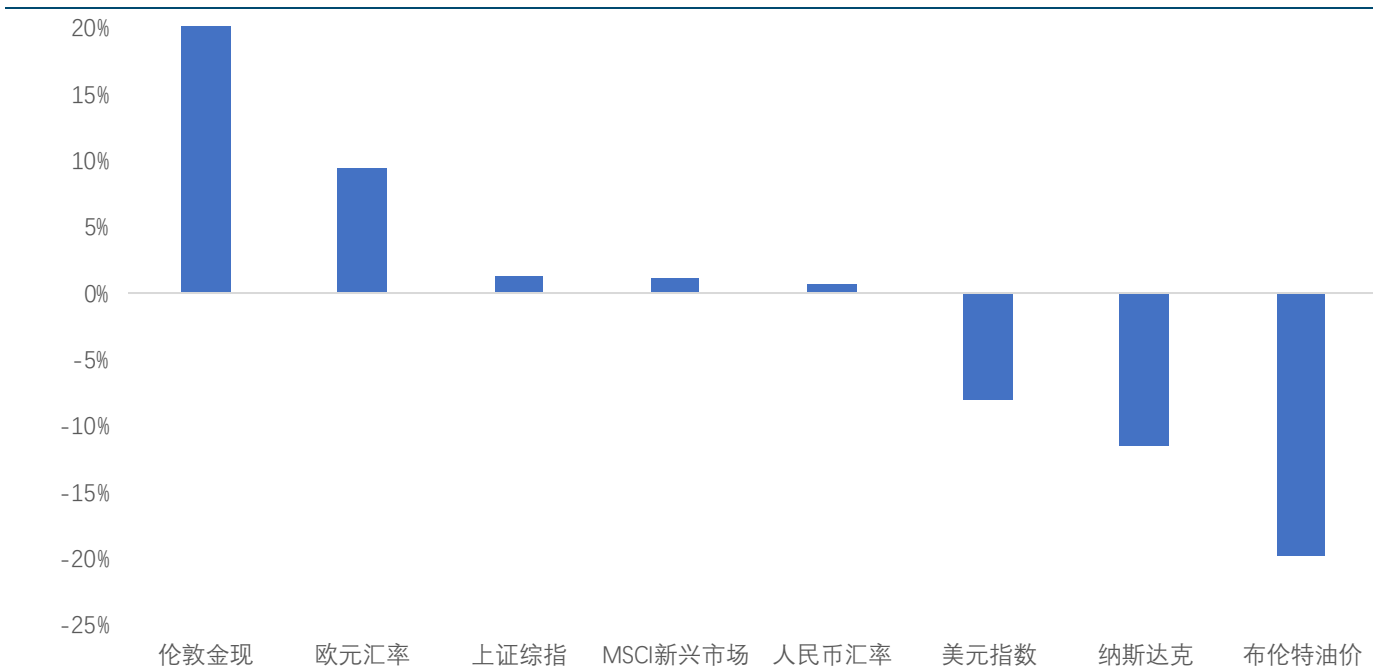
在第一个100天，特朗普曾积极调停俄乌冲突，但方式方法引发巨大争议。

一方面，特朗普对传统欧洲盟友和乌克兰的态度较为疏远，2月14日的慕尼黑安全会议上，万斯猛烈抨击欧洲左翼政府，特朗普则以军事援助威胁乌克兰签订矿产协议，随后泽连斯基在白宫与万斯爆发争吵让双方关系跌至谷底，3月下旬的“Signal泄密事件”中，特朗普内阁高官的聊天记录更真实的暴露出对传统盟友的“嫌弃”。另一方面，特朗普频繁向普京示好，两人多次通话，美俄代表也举行多次会晤，甚至开始探讨重启经贸合作。

特朗普的孤立主义和亲俄疏欧立场带来极大震动。欧盟积极展开“自救”，3月初宣布实施8000亿欧元“重新武装欧洲”计划，德国大选后，新任总理默茨修改《基本法》调整“债务刹车”条款，计划设立5000亿欧元资金重建基础设施和国防军工。与此同时，随着对等关税在4月2日落地，包括传统盟友在内的世界各国对美国的不信任度达到迄今顶点。

反映在资本市场上，“去美元化”成为主线之一，美元指数从1月的高点110一路下跌至4月下旬的低点98，长端美债利率居高不下，纳斯达克指数最多下跌超过26%。与此同时，非美货币和股市整体均有所走强，黄金价格大幅上涨。

图表1：特朗普上任第一个100天里，全球资产价格的表现情况



来源：WIND，国金证券研究所

第二个100天，特朗普的工作重心有所调整，逐步搁置了调停努力。

在协调俄乌双方举行三次会谈、提出无条件停火30天等努力均无成果后，调停的复杂性和难度凸显，特朗普开始将精力更多置于推动内部减税和外部关税谈判上，随后又介入以伊冲突。6月初，特朗普承认短期促成停火比较困难，表示“让双方队员扭打一会儿再介入”。

但是这一时期，有几个方面的形势发生了重要变化。

一是俄罗斯加大了进攻力度。俄乌战场冬季严寒、春季泥泞，因此夏季攻势是争取进一步扩大战果的关键窗口。6月中下旬以来，前线进攻愈发猛烈，甚至有报道称韩国情报部门认为朝鲜方面可能在7月或8月向俄罗斯增派军队。

二是美欧盟友关系重新巩固。6月下旬的北约峰会上，为满足特朗普的要求，32个成员国领导人同意到2035年将国防开支提升到GDP的5%，稳定了军事合作。7月下旬，美欧签订贸易协议，在15%的关税基础上将对美增加6000亿美元投资、购买价值7500亿美元能源，稳定了经贸合作。

三是特朗普完结了其他重要事项。6月24日，以伊冲突达成停火；7月4日，特朗普签署第二任期减税法案；8月7日，在陆续与欧盟、日本、韩国、部分东南亚国家等达成初步协议后，针对各国的对等关税开始批量生效。至此，刚好是特朗普上任满200天。



第三个 100 天，随着其他主要事项基本完结，特朗普的注意力重回调停俄乌冲突。

与第一个 100 天不同的是，由于上述形势变化，特朗普在一定程度上调整了亲俄疏欧的立场，例如重新加大对乌克兰的军事援助力度。同时，特朗普也将调停策略调整为威胁制裁，威胁将对俄罗斯和购买俄罗斯石油的国家征收关税。首当其冲的是印度，作为俄油第二大购买国，且尚未与美国达成经贸协议，近日被宣布征收 50% 关税（25% 对等关税+25% 次级关税）。

另一方面，俄罗斯的夏季攻势虽然在过去三个月取得了一定成效，但不显著。根据芬兰军事分析机构 Black Bird Group 的统计，俄罗斯在前线推进的面积，2-4 月平均是 204 平方公里/月，夏季攻势开始后，5-7 月翻倍提升至 488 平方公里/月，但即便换算为 5852 平方公里/年，还不到乌克兰领土面积的 1%。

山雨欲来风满楼。在此背景下，各方面的动作相当密集。8 月 6 日，普京会见美国特使威特科夫，特朗普称会晤“富有成果”、取得“巨大进展”；会谈结束后，泽连斯基同特朗普和欧盟通话，随后表示俄罗斯似乎“更倾向于”停火。8 月 8 日，也就是特朗普威胁制裁生效的截止日，普京与包括中国、白俄罗斯、印度、南非、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦等多国领导人通话。8 月 9 日，美俄两国宣布特朗普和普京将于 8 月 15 日在阿拉斯加举行会谈，这将是 2021 年之后美俄元首首次会面。

二、如何评估谈判前景和影响？

鉴于有美国特使访俄作为铺垫，以及普京近日密集与多国领导人通话，可以期待此次美俄元首会晤达成某种程度的协议或共识，这与过往没有元首直接参与的会谈有很大不同，但考虑到诸多细节问题，距离真正结束冲突可能还有一段路要走。

站在俄罗斯的角度，启动正式谈判的时机已经到来。高纬度的北方从 11 月开始就将进入冬季，直到明年 4 月，在长达半年的时间里，继续向前推进要付出更大成本，如果美国再加码制裁，难度将会更高，因此本轮夏季攻势意义重大，但如前所述，只取得了有限进展。如果把期望放在明年夏季，不仅冲突要进入第五个年头，更重要的是特朗普将在明年 11 月迎来中期选举，一旦丢失优势微弱的国会控制权，在民主党的干扰下，错过美国主导和谈的风险将大大增加。因此，在本轮夏季攻势的中段启动正式谈判是理性的选择。

时机到来之后，就是沟通条件。在 4 月份的停火会谈中，俄罗斯在领土方面提出的条件是：乌克兰从顿涅茨克、卢甘斯克、扎波罗热、赫尔松 4 个地区撤军，即全盘让出乌东四州；美国提出的条件是：“法律上”承认俄罗斯对克里米亚地区的控制权、“事实上承认”俄罗斯对乌东四州部分地区的控制，即原地停火。作为带有主观偏向的调停方，美国提出的条件算是务实，其核心是不改变“客观既成事实”，但当时俄罗斯尚未发起夏季攻势，乌克兰也面临舍弃领土的政治风险，停火并未达成。

目前的情况是，俄罗斯基本控制了卢甘斯克，但是其余三州都有不少地区尚未控制。因此，想要达成停火，需要在 4 月条件的基础上有所让步。据报道，俄罗斯的最新条件是，如果乌克兰从顿涅茨克撤军，将同意停火，对于扎波罗热和赫尔松的安排则没有明确，一种潜在方案是先就地停火，然后进行土地交换谈判，俄罗斯用乌东四州和克里米亚以外的控制区（如哈尔科夫）换取全部控制扎波罗热和赫尔松。

尽管这一条件已经较 4 月有所放宽，短时间内达成全面停火的难度仍然不小。首先，主动放弃领土对于乌克兰仍然意味着政治风险；其次，顿涅茨克是防御重镇，主动让出意味着在军事战略上面临更大被动的风险；最后，欧洲和乌克兰均担忧这是俄罗斯的“缓兵之计”，意在规避即将到来的制裁，而非真正愿意停火。

综上，对于谈判前景的理解：

- 1) 由于是元首会晤，且事先经过多方沟通和通报，此次会晤或标志着俄乌和谈的正式启动，预计本次会晤有望达成框架性的协议或共识，可能涉及俄乌和谈以及美俄合作；
- 2) 由于涉及诸多细节和原则性问题，短时间内达成全面停火的概率不高，全面停火的基本前提是要有乌克兰乃至欧洲方面直接参与谈判；
- 3) 有所放宽的谈判条件代表更加务实的谈判态度，却不代表最终结果，预计谈判终局仍将主要由战场实力决定，特别是夏季攻势后半段的情况。

对于此次会晤的影响，长期取决于谈判终局，短期来看，除了对金价和能源价格有潜在抑制性，还有利于降低中美关系风险。中美瑞典会谈的主要论点之一在于特朗普的次级关税威胁，如果会晤预期美俄关系缓和，有利于顺带解决次级关税问题，从而为对等关税延期乃至中美元首会谈提供更好条件。



图表2：截至8月7日的俄乌前线情况



来源：WSJ，国金证券研究所

风险提示

- 1) 由于美俄元首会晤尚未正式举行，具体的会谈内容和成果存在不确定性；
- 2) 俄罗斯的夏季攻势尚未结束，后续战场形势可能会影响潜在协议的落实情况。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究