

# 俄乌冲突的推演及影响

## 宏观研究

日期： 2025.03.17

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：13817489814

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

### 相关研究

- 《房地产深度报告（二）：土地财政退潮经济增长模式的转折点与地产的未来》(2024/9/20)
- 《房地产深度报告（一）：我国历史上的七次深度调整》(2024/9/19)

## 报告要点

**近期和谈信号逐步增强，但多方利益难以调解。**多方利益冲突阻碍了和平协议的达成。俄罗斯主要希望巩固对战略性占领区的控制，占领地区不仅位置关键，还拥有大量的稀土、钛和锆资源。此外，俄方要求乌克兰保持中立、不加入北约，并把解除国际经济制裁作为和平的前提。乌克兰则坚持恢复包括克里米亚在内的全部领土，要求俄罗斯完全撤军，同时希望通过加入北约获得长期的安全保障。美欧总体支持尽快停战并维持乌克兰作为欧洲与俄罗斯之间的缓冲区，但美国和德国明确反对乌克兰加入北约，其中美国更倾向于主导谈判，而欧盟则强调必须让乌克兰直接参与，以确保停火后乌克兰真正保持中立，并推动欧洲经济恢复。**整体来看，多方势力诉求难以达成共识。**

**全面停火协议或在下半年达成。**从当前局势看，俄罗斯、乌克兰及美欧各方在和谈诉求上仍存在明显分歧。尽管国际社会持续推动谈判，但乌克兰总统泽连斯基态度强硬，近期与特朗普的公开争执更提升了国内支持率，强化了其不愿在核心利益上让步的立场。同时，英国新一轮军事援助增强了乌方继续抵抗的意愿。在各方共识迟迟难以达成的背景下，**我们认为，在泽连斯基继续执政的情况下，2025年上半年达成全面停火协议的可能性较低，下半年或在局部战场压力和国际外交博弈的推动下，达成阶段性协议，以换取一定程度的和平。**

**和平协议有望推动供应链重塑，稳定大宗价格。****能源：**全球能源价格预计将逐步回落，和谈与制裁松动将重塑价格曲线。地缘紧张缓解将降低石油市场风险溢价，停火后油价可能承压，OPEC+或调整产量以缓冲波动，但布伦特原油价格中枢预计稳定在每桶70美元左右。天然气市场走势取决于欧洲采购策略，若和平持续，欧洲LNG进口稳定，甚至可能部分恢复俄管道气采购，TTF天然气价格有望回归每兆瓦时30欧元水平，远低于2022年峰值，从而降低能源支出，缓解通胀压力。此外，战争期间欧洲因天然气短缺增加煤炭进口，和平后燃煤需求将回落，国际煤价或回吐涨幅。整体来看，能源市场供应趋稳，价格回调，有利于全球经济降本增效。**金属与矿产：**金属和矿产方面将分为两个角度。首先是传统金属（如铝、镍）新增供给有限，在俄乌冲突期间，供给仅发生了运输层面的结构性调整，总供给并未大幅下降。因此我们认为价格短期内可能下行，但长期定价仍取决于需求。在全球供需格局未发生变化的情况下，价格难以受到长期冲击。其次是战略性矿产资源，包括：稀土、锂、钛以及锆，其中较为稀缺的稀土矿主要控制在俄罗斯军队中。从传统的经验看，稀土矿区投产通常需要5-7年，且俄罗斯稀土资源主要分布在西伯利亚和远东等偏远高寒地区，缺乏现成道路、电力等基础设施，开发周期长，初期投入大，新建成本可能高达数亿美元，在中短期内难以影响全球供给。**农产品：**农产品价格预计将稳步回落，黑海粮食出口恢复将拉低主粮价格，利好进口国并提升粮食安全。战争期间食品与化肥价格飙升，和平后回落将缓解脆弱国家财政压力。中东、北非等地因乌俄供应减少而依赖高价进口，若供应恢复，可缓解粮食危机并降低动荡风险。俄小麦出口停火后或增20万吨，推动农产品价格进一步回调。

**风险提示：** 多方和谈难以达成一致，停火时间持续后移。

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、自俄乌冲突以来，欧盟及美国对俄罗斯持续施压 .....     | 3  |
| 二、俄乌冲突的形势推演 .....                 | 6  |
| 近期和谈信号逐步增强，但多方利益难以调解 .....        | 6  |
| 全面停火协议或在下半年达成 .....               | 8  |
| 第一阶段谈判重点：恢复俄国际经贸地位 .....          | 8  |
| 三、和平协议有望推动供应链重塑，稳定大宗价格 .....      | 9  |
| 全球能源价格将逐步回落 .....                 | 11 |
| 金属与矿产资源难以形成长期冲击 .....             | 11 |
| 农产品价格预计将稳步回落 .....                | 12 |
| 四、冲突降温对中国总体利好 .....               | 12 |
| 中俄贸易结算将更加便利，但中国进口能源实际价格可能上升 ..... | 12 |
| 对欧贸易走廊有望恢复 .....                  | 13 |
| 俄乌冲突降温有助于提振市场风险偏好 .....           | 14 |
| 风险提示 .....                        | 14 |

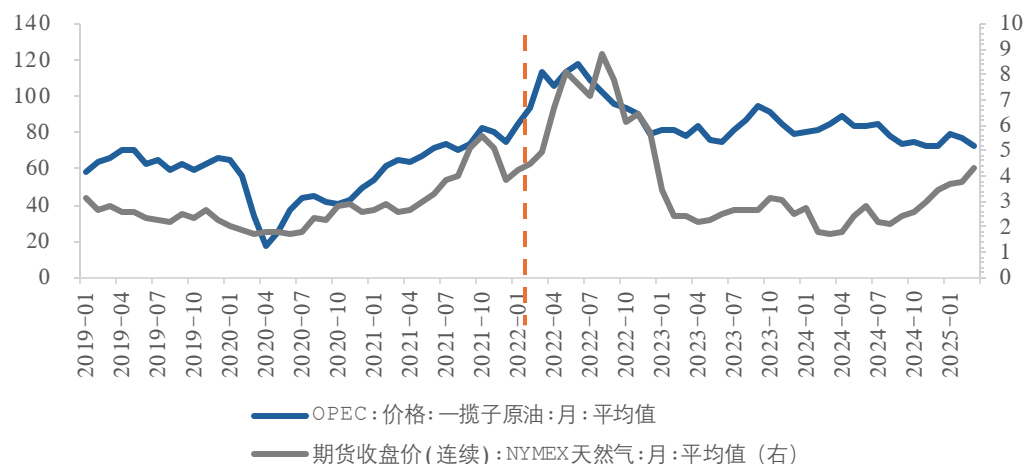
## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图表 1：俄乌冲突爆发后大宗价格急升 .....                       | 3  |
| 图表 2：小麦价格快速上涨 .....                            | 3  |
| 图表 3：欧盟对俄罗斯在金融、贸易方向上的制裁措施（自俄乌冲突以来） .....       | 4  |
| 图表 4：美国财政部对俄罗斯在军事、经济、金融方向上的制裁措施（自俄乌冲突以来） ..... | 4  |
| 图表 5：俄罗斯经济受冲突影响较大 .....                        | 6  |
| 图表 6：俄罗斯进出口情况 .....                            | 6  |
| 图表 7：北约（NATO）安全计划成本分摊 .....                    | 7  |
| 图表 8：美国通胀与能源价格走势保持一致 .....                     | 8  |
| 图表 9：俄罗斯主要出口商品产量及占比 .....                      | 9  |
| 图表 10：铝、镍期货价格 .....                            | 10 |
| 图表 11：天然气、原油期货价格 .....                         | 10 |
| 图表 12：小麦期货价格 .....                             | 11 |
| 图表 13：乌克兰地区主要矿产资源分布 .....                      | 12 |
| 图表 14：中俄贸易往来 .....                             | 13 |
| 图表 15：中欧班列数量及同比增速 .....                        | 13 |

## 一、自俄乌冲突以来，欧盟及美国对俄罗斯持续施压

自 2022 年 2 月的俄乌冲突以来，欧盟及美国对俄罗斯持续施压，其中以切断金融流通、冻结俄罗斯海外资产以及限制出口为主。从 2022 年冲突至今欧盟与美国在经济、金融方向上出台的制裁措施看，美国对俄罗斯的限制政策更为全面。不仅仅对俄罗斯一国进行限制，同时加强了与俄罗斯同盟国的限制，意在全面切断其与全球贸易、金融网络，以冷战思维全面封锁俄罗斯在全球商贸链条的位置。受限制措施影响，供应链出现大幅波动，国际大宗商品价格出现大幅上涨，并在高位持续了近一年的时间，对全球经济带来了较大的冲击。从 2021 年出口数据看，占俄罗斯出口量前三的分别为原油及相关制品（53.5%）、金属及矿产（7.52%）以及小麦（2.56%），对应乌克兰分别为小麦（23.6%）、动物及蔬菜制品（14.8%）以及食用油及谷类（7.91%）。供给的短缺对能源和基本农产品价格带来了较大的冲击。

图表 1：俄乌冲突爆发后大宗价格急升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 2：小麦价格快速上涨



资料来源：Wind，五矿证券研究所

相较欧盟，美国的制裁措施更加迅速，从速度和广度两个角度都大于欧盟，我们认为有几个驱动因素：首先是欧盟由 27 国组织，本身的协调时间成本就高于单一政府，而因为战争的影响，北约 32 国也加入了讨论，其中两个组织重合的国家仅有 23 个，大幅放缓了决策效率。其次，俄罗斯是欧洲能源的主要供给方，而美国作为全球主要能源出口国无需担心切断能源导致的价格水平上升问题。第三，俄罗斯企业在美国活动的企业为 1,000-1,500 个，但是在欧盟境内则达到了 45,000 个，与欧盟的利益复杂度远高于美国。

图表 3：欧盟对俄罗斯在金融、贸易方向上的制裁措施（自俄乌冲突以来）

| 方向 | 制裁行动                          | 说明                                         |
|----|-------------------------------|--------------------------------------------|
| 金融 | 封锁俄罗斯央行的储备和资产，禁止为俄罗斯政府和央行提供融资 | 禁止俄罗斯央行及其相关实体在欧盟境内的资产转移，并切断其资金来源。          |
|    | 禁止与俄罗斯进行一系列金融交易，包括金融评级服务      | 限制欧盟成员国与俄罗斯之间的金融服务合作，禁止为俄罗斯提供信用评级、证券交易等服务。 |
|    | 部分俄罗斯银行从 SWIFT 系统中剔除          | 制裁俄罗斯银行，禁止它们使用国际支付系统 SWIFT 进行跨境支付。         |
|    | 禁止公共融资或金融援助涉及俄罗斯的贸易或投资        | 禁止欧盟向俄罗斯提供公共财政援助，包括投资合作等。                  |
|    | 禁止为俄罗斯直接投资基金(RDIF)提供投资和支持     | 对俄罗斯直接投资基金(RDIF)进行制裁，禁止参与相关的投资项目。          |
|    | 完全排除俄罗斯公司参与欧盟的公共合同和资金         | 禁止俄罗斯公司与欧盟政府进行合同交易或资金合作。                   |
|    | 禁止提供加密货币服务和信托服务               | 对加密货币服务和信托服务提供商实施制裁，禁止其与俄罗斯进行相关交易。         |
| 贸易 | 武器禁运                          | 禁止向俄罗斯出口武器，包括军用物资、武器系统等。                   |
|    | 禁止出口双用途物资和先进技术产品，如量子计算机和半导体   | 禁止向俄罗斯出口能够增强其国防和安全能力的技术和物资。                |
|    | 禁止出口能源行业相关商品                  | 禁止向俄罗斯出口能源产业所需的关键设备和技术。                    |
|    | 禁止进口部分产品，如钢铁、水泥、铝、珠宝等         | 制裁包括钢铁、木材、黄金和高端海鲜等俄罗斯重要出口商品。               |
|    | 禁止通过俄罗斯运输某些商品                 | 对通过俄罗斯运输的禁运物资实施限制。                         |
| 其他 | 禁止提供技术援助、经纪服务及销售、许可或转让知识产权    | 制裁俄罗斯涉及的技术援助和服务，禁止为俄罗斯提供技术支持、法律咨询等服务。      |
|    | 反规避工具                         | 设立反规避机制，限制对第三国的商品出口，防止制裁绕过。                |

资料来源：欧盟官网，五矿证券研究所

图表 4：美国财政部对俄罗斯在军事、经济、金融方向上的制裁措施（自俄乌冲突以来）

| 方向 | 制裁行动                             | 说明                                       |
|----|----------------------------------|------------------------------------------|
| 军事 | 针对参与生产无人机的行动者，这些无人机用于俄罗斯对乌克兰的战争。 | 制裁对参与俄罗斯战争的无人机生产的公司和个人。                  |
|    | 加强制裁，新增 130 个俄罗斯规避制裁和军事工业目标      | 扩大对俄罗斯的制裁，增加针对其规避制裁和军事工业目标的制裁。           |
|    | 将俄罗斯代理人“瓦格纳集团”列为跨国犯罪组织           | 对“瓦格纳集团”实施制裁，该组织支持俄罗斯政府的军事行动，并参与国际非法活动。  |
|    | 对俄罗斯因普京宣称吞并乌克兰地区实施严厉制裁           | 对普京宣称吞并的乌克兰地区实施经济制裁，增加对俄罗斯的财政压力。         |
|    | 对俄罗斯的战争行动采取全面行动                  | 对俄罗斯进行广泛制裁，限制其战争机器的资金来源和资源。              |
| 经济 | 制裁与俄罗斯政权相关的精英和在经济领域产生大量收入的公司     | 对支持俄罗斯政权的精英和公司进行制裁，特别是那些为俄罗斯政权提供资金支持的经济部 |

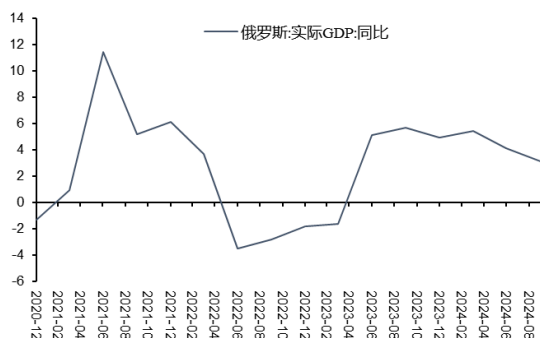
|                                                          |                                                |
|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                                                          | 门。                                             |
| 针对克里姆林宫继续在美国和全球范围内进行恶意政治影响行动的网络进行制裁                      | 对俄罗斯政府及其支持者实施的政治干涉行为进行经济制裁，特别是对美国和其他国家的政治影响操作。 |
| 财政部制裁普京战争中的近 100 个项目，禁止俄罗斯黄金进口                           | 对俄罗斯战争机器中的关键实体实施制裁，并禁止进口俄罗斯黄金。                 |
| 财政部切断更多支持普京及其精英的网络                                       | 对与普京及其精英合作的金融和商业网络进行制裁，切断其经济支持来源。              |
| 对俄罗斯主要国有企业实施制裁                                           | 制裁俄罗斯的主要国有企业，尤其是那些涉及能源、金融等重要行业的企业。             |
| 对俄罗斯境内的“海德拉”——全球最大暗网市场，以及为勒索软件提供支持的虚拟货币交易所 Garantex 实施制裁 | 制裁“海德拉”暗网市场和 Garantex 虚拟货币交易所，这些实体为非法活动提供支持。   |
| 制裁俄罗斯的制裁规避网络和支持普京战争的俄罗斯技术公司                              | 对那些通过规避制裁向俄罗斯提供支持的国际公司，尤其是技术公司。                |
| 财政部制裁俄罗斯的防务工业基地、俄罗斯杜马及其成员，以及俄罗斯最大银行——俄罗斯储蓄银行的 CEO        | 针对俄罗斯政府的关键防务企业、立法机构及其成员实施制裁，打击其战争资源。           |
| 制裁与严重侵犯人权有关的俄罗斯人及白俄罗斯腐败领导人                               | 对侵犯人权的俄罗斯人和白俄罗斯领导人实施制裁，特别是那些涉及破坏乌克兰稳定的行动者。     |
| 制裁克里姆林宫精英、领导人、寡头及其家族，惩罚他们支持普京发动对乌战争                      | 制裁俄罗斯的精英及其家族，特别是那些资助普京及其战争行为的个人和团体。            |
| 制裁资助普京及俄罗斯政权的影响力行动者                                      | 针对那些通过资金支持普京及其政权在全球范围内进行政治影响活动的人和实体进行制裁。       |
| 禁止与俄罗斯中央银行进行交易，并对俄罗斯财富的主要来源实施制裁                          | 禁止与俄罗斯中央银行进行交易，并对俄罗斯的主要财富来源（如能源、矿产等）实施制裁。      |
| 财政部对俄罗斯联邦总统普京和外交部长拉夫罗夫实施制裁                               | 对普京及其亲信实施财产冻结、禁止其与美国进行金融交易。                    |
| 制裁支持乌克兰破坏稳定活动的俄罗斯支持者                                     | 针对那些从事破坏乌克兰稳定行动的俄罗斯支持者实施制裁。                    |
| SWIFT 制裁                                                 | 将部分俄罗斯银行从国际支付系统 SWIFT 中除名，切断俄罗斯的跨境金融交易渠道。      |
| 制裁俄罗斯银行                                                  | 制裁俄罗斯的几家大银行，包括将俄罗斯的主要金融机构从 SWIFT 系统中除名。        |

资料来源：美国财政部官网，五矿证券研究所

大量的限制措施叠加战争的影响导致俄罗斯经济出现阶段性下滑，但是整体影响低于战争初期的预期。俄罗斯 GDP 季度同比增速在 2022 年二季度快速从一季度的 3.7% 回落至 -3.5%，但随后经济增速逐步回升，与 2023 年二季度回到 5% 以上并一直维持在 5% 左右的水平。贸易方面也较为明显，出口数据从 2022 年 2 月战争开始后有较大回落，但在一个季度后趋于稳定，进口则长期保持稳定。

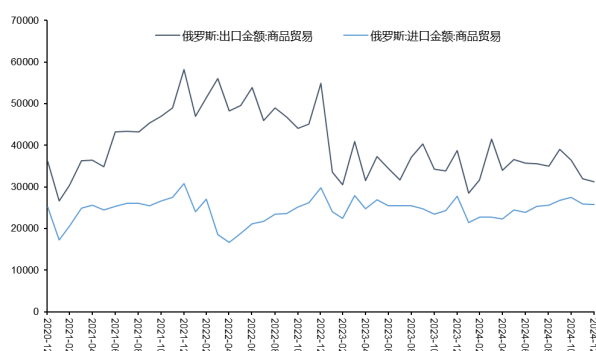
我们认为，俄罗斯对外贸易的结构性转型维持了经济的韧性。数据显示，2021 年俄罗斯对中国和印度的出口占比分别为 14.6%、1.56%，而 2023 年上升至 32.7%、16.8%，大幅转移了过去出口至欧美国家的份额。同时，俄罗斯从中国的进口大幅增加，也维持了其国内的供需平衡。

图表 5：俄罗斯经济受冲突影响较大



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 6：俄罗斯进出口情况（百万美元）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 二、俄乌冲突的形势推演

### 近期和谈信号逐步增强，但多方利益难以调解

自美国现任总统特朗普上台后，俄乌停火和谈的声音逐步增强。特别是近期“双普会”以及特朗普政府对乌克兰军援的暂停释放出摩擦降温，停火协议、新贸易格局即将促成的信号。但是 2 月 28 日特朗普与泽连斯基在美国白宫和谈失败为前景蒙上了不确定性。随后，泽连斯基在离开白宫后即前往英国与首相基尔·斯塔默会晤，受到“热烈欢迎”。英方表示将继续“坚定支持”乌克兰，确认向乌方提供 20 多亿英镑援助贷款，而乌方将用遭西方冻结的俄罗斯资产产生的收益偿还。同时，欧盟持续释放出在维和框架下向乌克兰派出维和部队。种种迹象都在表明全面停火的道路依然崎岖，我们认为从当前欧洲、美国、乌克兰以及俄罗斯释放的信号来看，各方诉求难以统一，短期内难以形成和谈协议共识，在年中达到全面停火的可能性偏低。

从目前各方释放的信息看，乌克兰的诉求主要有要求：1.俄罗斯撤出军队、2.加入北约(NATO)、恢复领土（至 1991 年边界，克里米亚吞并前）、3.安全承诺。俄罗斯的主要诉求为：1.要求乌克兰主权中立（放弃加入 NATO）、2.解除制裁、3.领土控制（承认俄罗斯对被吞并地区（顿涅茨克、卢甘斯克、赫尔松和扎波罗热）的主权，包括俄罗斯军队未完全控制的地区）。美国要求：1.乌克兰对领土恢复让步、2.不加入 NATO、3.加强欧洲对地区安全。欧洲要求 1.增加防务、2.停火、3.包括乌克兰在内的多方谈判。

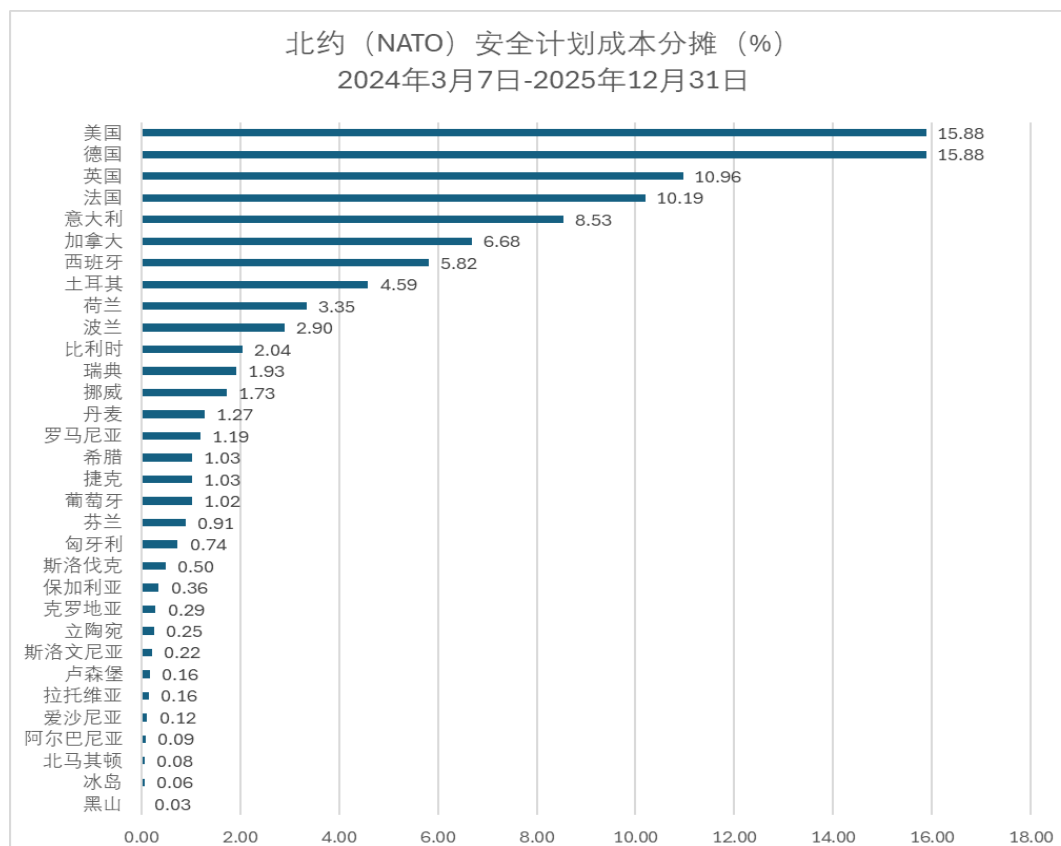
**多方利益冲突阻碍了和平协议的推进。**俄罗斯的核心诉求包括：一是对占领区和部分未完全控制地区的主权，因这些区域不仅具有战略意义，还蕴藏约 3-4 万亿美元的稀土资源，以及一定量的钛和锆；二是乌克兰保持中立，放弃加入北约。乌克兰长期以来是俄罗斯与欧洲之间的缓冲地带，战前依赖俄罗斯能源，同时也是欧洲产业链的一环，任何一方完全掌控乌克兰都将使前线直接对峙，增加军事冲突风险；三是解除国际制裁。自 2022 年冲突爆发以来，西方国家的全方位制裁严重冲击了俄罗斯经济，俄方视解除制裁为和平谈判的重要前提。因此，在领土、地缘战略和经济制裁等问题上，俄罗斯的立场与乌克兰及西方国家存在重大分歧，导致谈判难以取得实质性突破。

**乌克兰的诉求主要在于领土恢复和安全保障。**对领土的诉求是恢复到 1991 年之前，也就是克里米亚吞并前。安全保障分为两个，一个是要求俄罗斯完全撤军，其次是要求西方国家为其提供安全保障。其中相比于欧洲派出地面部分，乌克兰更倾向于加入北约，获得长期保障。

**美国和欧洲整体上希望停战，并保留乌克兰作为地缘缓冲区。**其中，美国和德国明确反对乌克兰加入北约，认为这将增加欧洲安全的不确定性。在最新的北约军事开支中，美国和德国合计承担 31.76%（分别占 15.88%），远超英国（10.96%）和法国（10.19%），这也使两国在北约内部拥有绝对话语权。对于欧洲而言，恢复能源供应、重塑东欧制造业、推动欧盟内

部经济复苏是优先事项。然而，美欧在和平谈判上的立场有所分歧：美国倾向于直接代替乌克兰进行和谈，而欧盟则坚持乌克兰必须参与，强调其国家主权的重要性。这一分歧在一定程度上反映了欧洲希望在停火后确保乌克兰继续保持中立的考虑。

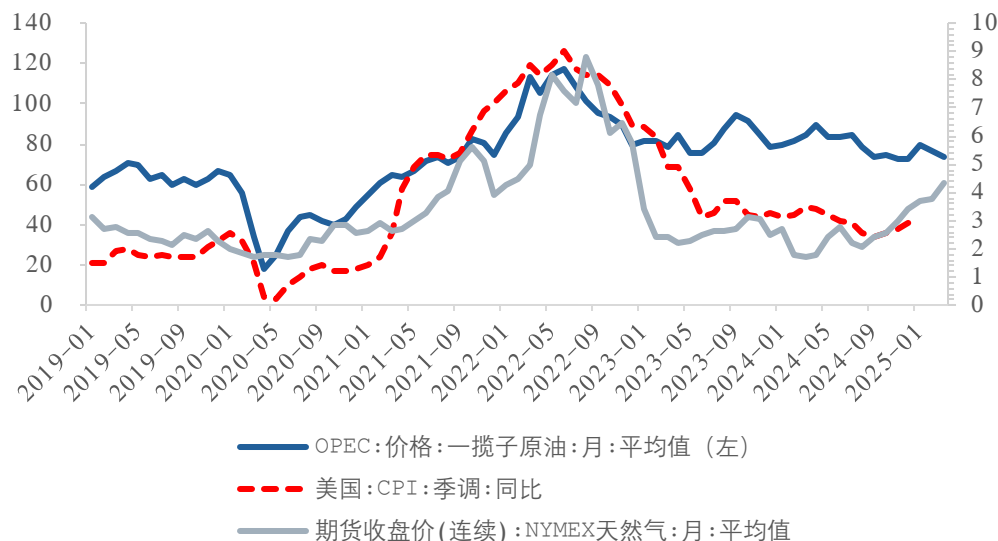
图表 7：北约（NATO）安全计划成本分摊



资料来源：NATO，五矿证券研究所

除此之外，美国近期持续坚持停火的立场或与国内通胀有一定的联系。从结构看，能源、住房和商品是主要项。伴随特朗普关税政策、限制移民措施的陆续出台落地，与国内经济相关的住房和商品价格回落空间进一步缩小。作为通胀拉动的最大贡献者，能源价格与地缘政治的关联更加紧密。

图表 8：美国通胀与能源价格走势保持一致



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

## 全面停火协议或在下半年达成

从当前局势来看，俄罗斯、乌克兰、美国及欧洲各国在和谈诉求上仍存在较大分歧。尽管国际社会不断释放和谈信号，但乌克兰总统泽连斯基态度强硬，屡次公开表示不会在核心利益上让步。尤其是在其与特朗普在白宫直播争执后，乌克兰国内支持率进一步上升，强化了其强硬立场。此外，英国新一轮军事援助落地，进一步支撑乌克兰的战时资源，使其短期内更倾向于继续抵抗。在各方共识迟迟难以达成的背景下，我们认为，在泽连斯基继续执政的情况下，2025年上半年达成全面停火协议的可能性较低，下半年或在局部战场压力和国际外交博弈的推动下，达成阶段性协议，以换取一定程度的和平。

整体看，虽然和谈的道路较为曲折，但对比过去三年，和谈的信号依然在持续放大，各方诉求也在逐步清晰，摩擦正在进入降温的阶段。我们认为，当前的谈判依然处在协商的过程中。在没有进一步大规模军事援助或是欧洲地面部队进入的情况下，俄罗斯谈判的筹码将越来越多，对于美国、欧洲而言形势更加紧迫。如果俄罗斯取得全面胜利，乌克兰不仅不会出现在谈判席位中，美国、欧洲谈判的余地也将失去，同时失去乌克兰这块缓冲地带意味着欧洲防务面临的不确定性将进一步升级。

## 第一阶段谈判重点：恢复俄国际经贸地位

伴随西方国家，特别是美国对乌克兰问题立场的变化，局势正加速向俄罗斯倾斜，停火正日益成为谈判的重要筹码。反观乌克兰可用的筹码仅剩欧洲国家的支持态度，根据法国媒体报道的 2 月 18 日在法国召开的欧洲多国紧急会议中的分歧释放出了支持度正在下降，特别是在讨论到是否派出地面部队时，德国总理朔尔茨表示，现阶段讨论这个问题“为时过早”，他不希望“对乌克兰实施强制性和平”。我们认为，分歧中克制一方担心战事升级，从俄乌冲突转化为俄罗斯与欧洲之间的全面冲突，而激进的一方更多的担忧乌克兰局势全面失利后，未来边境不确定性大幅增加所带来的长期焦虑。由于各方利益难以一次性达成一致，和谈采取阶段性谈判的可能性更大。

**限制措施或逐步降温。**就当前第一阶段以及全球宏观局势观察，我们认为和谈协定的核心是恢复俄罗斯与国际市场的往来，这就意味着金融、贸易将是近期系列谈判的重点，在后续阶段则逐步恢复技术限制、资产冻结、旅行限制等。

**首先是逐步放宽金融流通**，这也是恢复俄罗斯国际贸易资格的前提条件。恢复金融限制不仅涉及到俄罗斯银行重新接入国际支付系统（如 SWIFT），还意味着重新开放国际资本市场和融资渠道。金融制裁的解除可以帮助俄罗斯恢复跨境贸易，促进外资流入，并为国内企业提供必要的资金支持，尤其是在能源、制造业等关键领域。除此之外，金融流通是俄罗斯与欧盟的商业往来的必要条件，不论是俄罗斯在欧盟运营的 45,000 家企业还是美国在俄罗斯依然在运营的 300 家企业都需要汇率市场。恢复金融通道，特别是跨境支付渠道是恢复俄罗斯国际地位的首要标志。

**第二是恢复国际贸易资格**。作为过去农产品和能源的出口大国，恢复俄罗斯的国际贸易资格是其经济复苏的核心环节之一。通过解除对俄罗斯的贸易限制，特别是能源、农业领域的出口管制，俄罗斯将能够重新进入全球市场，恢复其作为主要能源供应国的地位。这不仅有助于俄罗斯重新获得外汇收入，还能推动其农业、制造业和科技领域的发展。**恢复能源出口将直接影响全球能源市场的稳定，尤其是对欧洲国家的能源供应至关重要。但是，我们并不认为能源供给能够恢复到战前水平。对能源安全的担忧或使欧洲在俄罗斯管道恢复的情况下依然将美国供给作为首位。不过，天然气和原油供给的恢复依然能在一定幅度上降低欧洲通胀，并推动全球价格水平的稳定。**

我们预计和谈协议将是逐步达成的，虽然近期特朗普与普京谈话的信息没有释放出具体内容，但我们预计第一阶段将仅开放部分金融、贸易通道。例如与主要经济外汇、电汇系统，而金融市场如海外投资、融资等通道预计将会有延迟。外汇、电汇系统的恢复主要是用于支撑商业活动及大宗，特别是能源和农产品购买结换汇需求。这是目前欧盟迫切希望通胀在短期内回落且不导致衰退的有效办法。其次，国际贸易资格预计将遵循白名单制度，欧盟、美国及北约或将着重监控与俄罗斯的贸易往来，确保俄罗斯不是在利用贸易通道为下一次战争做准备。

我们认为如果多方能达成停火协议，那么 Swift 系统将在第一阶段的谈判中逐步开放。开放经贸系统也是美俄矿产协议推进的重点。没有贸易流通的支撑，美国开采的稀土资源将无法顺利运出。欧美等西方国家或为了巩固停火协议并预防俄罗斯为战备再做准备将设置白名单，针对军工、高科技等产品加强监管限制，但对民生、大宗产品的限制将陆续放开。一旦俄罗斯触及到这些红线，系统及贸易通道很可能随时关闭。

整体上看，目前和谈仍然处在第一阶段，地缘政治不确定性高，对长期商业活动依然不利。

### 三、和平协议有望推动供应链重塑，稳定大宗价格

如果第一阶段的停火协议能够达成，伴随对俄贸易、金融限制的放开，全球大宗商品供应链有望在一定程度上修复，而天然气与能源出口的恢复有望对全球通胀降温带来积极作用。从 2021 年俄乌冲突前的数据观察，在主要能源、金属矿产和农产品中，俄罗斯产能占全球总份额较大，其中天然气与原油分别为 17%、12%，铝和镍分别占 5.4%、6.7%，小麦占比 10%。

图表 9：俄罗斯主要出口商品产量及占比

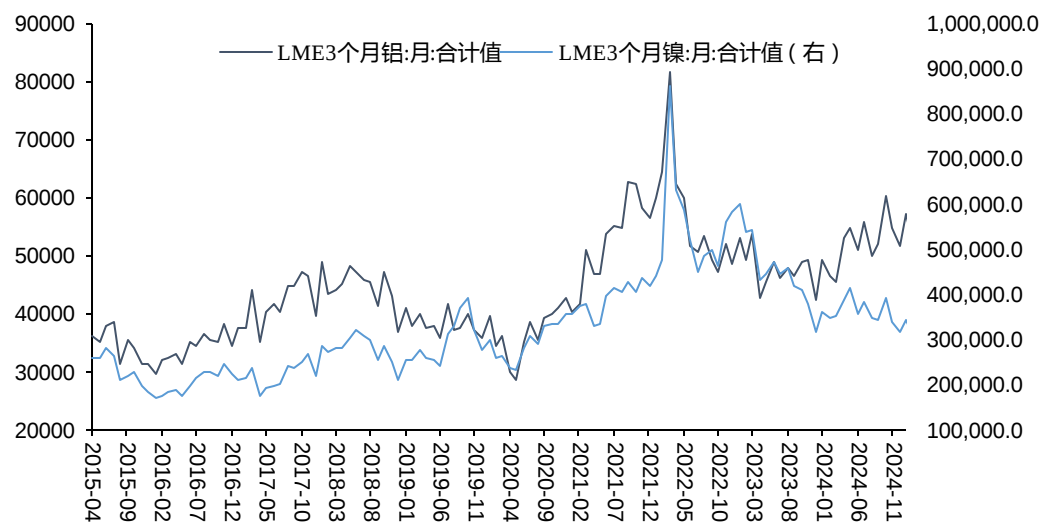
| 商品  | 生产量（2021 年） | 全球份额 |
|-----|-------------|------|
| 天然气 | 7010 亿立方米   | 17%  |
| 原油  | 5.39 亿吨     | 12%  |
| 铝   | 370 万吨      | 5.4% |
| 镍   | 25 万吨       | 6.7% |
| 小麦  | 8150 万吨     | 10%/ |

资料来源：Statista，国际能源署，五矿证券研究所

俄乌冲突爆发后，供给缺口对能源、农产品、基本金属均有过显著冲击。能源方面，西方国

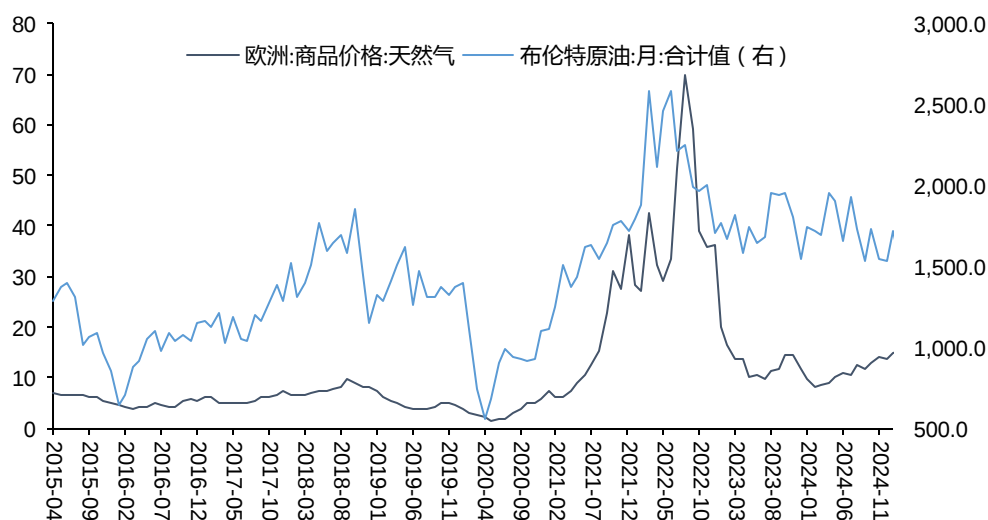
家对俄罗斯实施制裁，导致油价飙升至三个月高点，布伦特原油价格上涨 2.3%，达到每桶 81.6 美元。农产品领域，俄罗斯和乌克兰作为主要小麦出口国，冲突导致供应中断，全球粮食价格上涨，威胁粮食安全。

图表 10：铝、镍期货价格



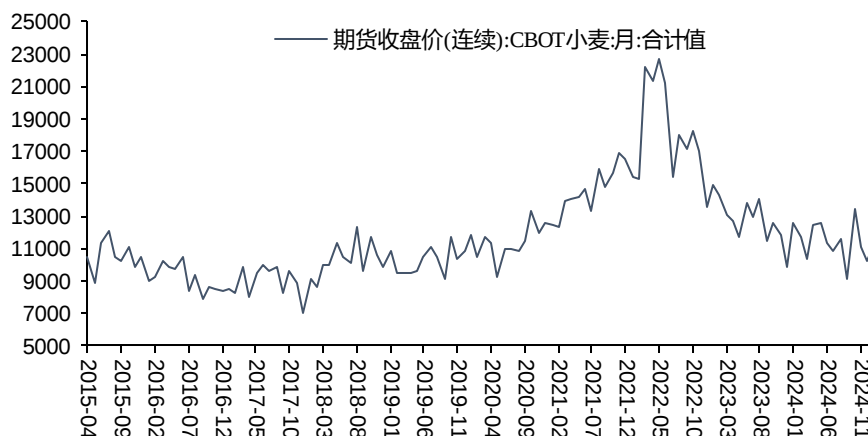
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 11：天然气、原油期货价格



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 12：小麦期货价格



资料来源：Wind，五矿证券研究所

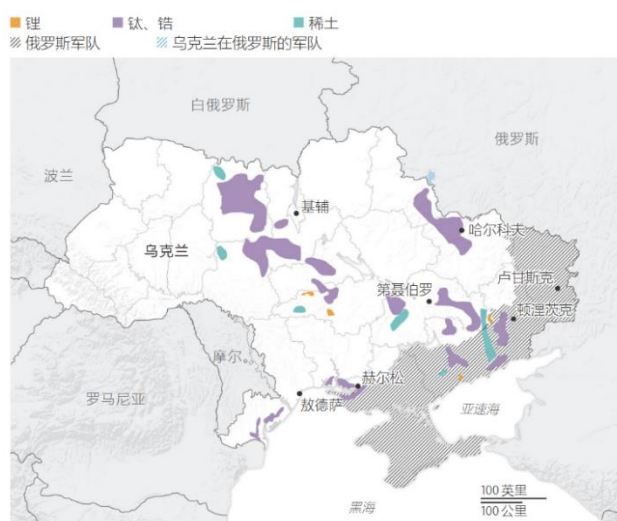
## 全球能源价格将逐步回落

我们认为，和谈与制裁松动将重新塑造全球能源价格曲线。在地缘紧张缓解的背景下，石油市场的风险溢价降低。2022 年俄乌冲突爆发时，油价短期飙升约 40%；一旦停火，市场恐慌消散，可能出现油价下行压力。OPEC+ 产油国可能通过调整产量来缓冲价格波动，但总体而言油价中枢或下移。我们预计基准情景是布伦特原油价格稳定在每桶 70 美元中枢附近，比持续冲突情况下低 10 美元左右。天然气市场则取决于欧洲的采购策略。2022 年欧盟天然气现货价格一度暴涨近 180% 至历史高位，之后因供应链调整回落。若和平持续，欧洲天然气供应更有保障：除了继续进口 LNG，欧洲理论上可恢复部分俄罗斯管道气采购，从而压低市场价格。然而鉴于欧洲能源政策趋于保守，上游企业和交易商心理预期改善本身就会平抑价格波动。预计欧洲 TTF 天然气价格有望回归每兆瓦时 30 欧元左右的水平（战前正常价格区间），明显低于 2022 年动辄百欧以上的峰值。这将降低欧洲工业和居民能源支出，缓解通胀压力。煤炭市场也将受到影响——战争期间欧洲为弥补天然气短缺曾增加煤炭进口，和平后随着天然气供应稳定，欧洲燃煤需求将再度下降，国际煤价可能回吐此前涨幅。总体来说，能源市场将转向供应相对充裕、价格趋稳的态势，有利于全球经济降本增效，缓解通胀影响。

## 金属与矿产资源难以形成长期冲击

金属和矿产方面将分为两个角度。首先是传统金属（如铝、镍）新增供给有限，在俄乌冲突期间，供给仅发生了运输层面的结构性调整，总供给并未大幅下降。因此我们认为价格短期内可能下行，但长期定价仍取决于需求。在全球供需格局未发生变化的情况下，价格难以受到长期冲击。其次是战略性矿产资源，包括：稀土、锂、钛以及锆，其中较为稀缺的稀土矿主要控制在俄罗斯军队中。从传统的经验看，稀土矿区投产通常需要 5-7 年，且俄罗斯稀土资源主要分布在西伯利亚和远东等偏远高寒地区，缺乏现成道路、电力等基础设施，开发周期长，初期投入大，新建成本可能高达数亿美元，在中短期内难以影响全球供给。

图表 13：乌克兰地区主要矿产资源分布



资料来源：华尔街日报，五矿证券研究所

## 农产品价格预计将稳步回落

农产品方面，黑海粮食出口恢复会使小麦、玉米等主粮价格走低，这对依赖进口的国家是重大利好。联合国粮农组织可能下调粮食价格指数预期，全球粮价波动率降低。更重要的是，粮价下降和供应增加将改善粮食安全。许多脆弱国家在战争期间面临食品和化肥双重高价打击。和平到来后，食品和化肥价格回落，这些国家可以腾出更多财政资源用于社会保障而非高价购粮。中东、北非等地区此前从乌克兰进口大幅缩减，不得不依赖库存和其他高价来源，如果乌俄粮食稳定供应，这些地区有望缓解粮食危机，降低发生社会动荡的风险。2020 年俄罗斯小麦出口量为 37.27 万吨，占全球总出口的 18.4%，2022 年回落至 17.83 万吨。我们认为停火协议下俄小麦产量能够较快恢复到战前水平，为市场增加 20 万吨左右的产量，有效降低农产品价格。

## 四、冲突降温对中国总体利好

### 中俄贸易结算将更加便利，但中国进口能源实际价格可能上升

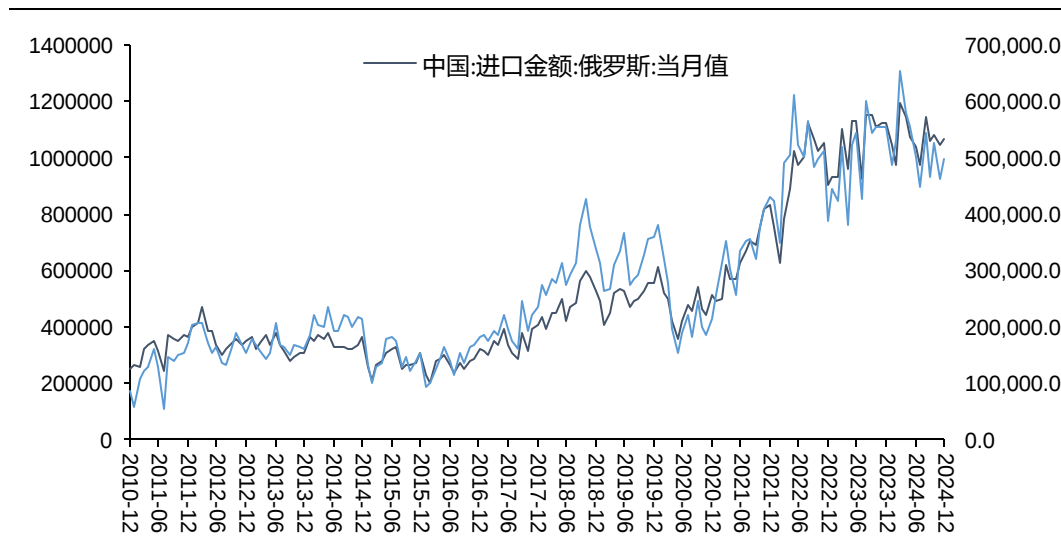
中国是俄罗斯的最大贸易伙伴，而俄乌冲突后，西方制裁使俄罗斯加速“向东看”，推动了中俄贸易的增长。2023 年中俄贸易额达 2400 亿美元，较 2021 年增长超 60%，其中中国进口俄罗斯的能源和农产品大幅增加，俄罗斯对中国出口占比已超过 30%。如果俄乌冲突降温，西方国家对俄罗斯经贸制裁缓和，我们认为会出现两个结构上的改观：

**首先，受结换汇 SWIFT 系统恢复的利好影响，贸易往来品类可进一步丰富。**俄乌冲突持续期间，虽然中俄贸易大幅增长，但是由于 SWIFT 结算体系受阻，所以很多资金结算、信用业务都较难开展，小商品贸易也难以进行。我们认为随着俄乌谈判推进，俄罗斯有望重新接入 SWIFT 系统，有助于资金结算并扩大商品贸易类别，特别是小商品贸易恢复将有所回暖。**但是**在全球与俄贸易恢复的情况下，由于替代效应，俄罗斯对中国进口总量可能出现一定回落。

**其次，虽然俄乌冲突缓和有助于推动全球能源价格下降，但中国进口油价可能反而上升。**由于俄乌冲突导致俄罗斯对外贸易受阻，所以在战争期间，俄罗斯对中国等国家的能源出口价格显著低于国际市场价。根据全球能源署的预测，在全球油价 80 美元/桶的位置时，中国自

俄罗斯进口价格大约在 60 美元/桶左右。如果俄罗斯对外贸易整体回暖，前期低于市场价格销售给中国与印度的原油或迎来价格回升，逐步向国际期货价格对齐。

图表 14：中俄贸易往来



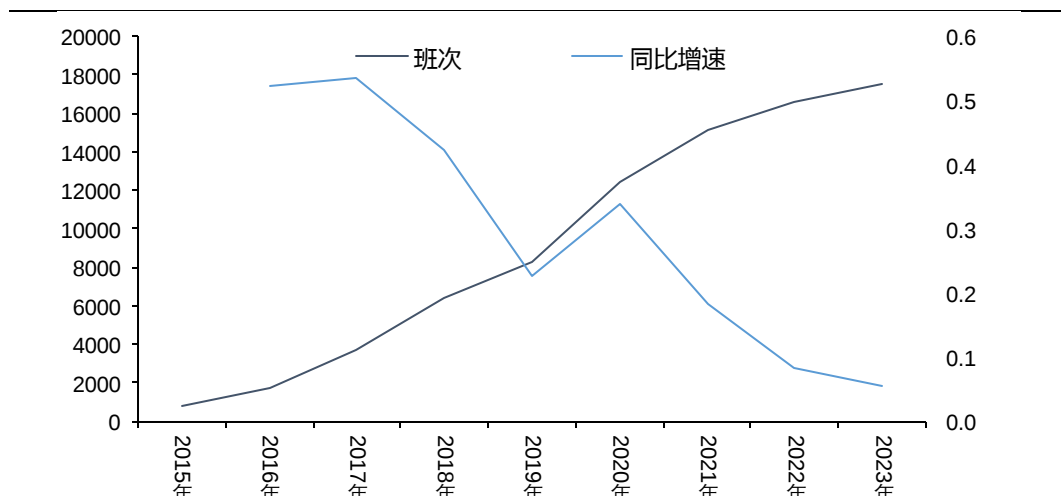
资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 对欧贸易走廊有望恢复

自俄乌冲突爆发以来，中国向欧洲、中亚地区的陆运受到明显冲击。中欧班列班次增幅明显放缓，从战前 20%左右的中枢水平回落至 2023 年的 5%。货运量的大幅减少主要受到途径战区以及国际金融系统 SWIFT 暂停的影响。伴随俄乌冲突降温，我们认为一带一路贸易网络中的中国-中亚-西亚经济合作走廊将逐步恢复，利好中国向中亚及欧洲的出口，一定程度上缓解美国对华关税的冲击。

此外，黑海-中欧物流链条的修复将为中欧贸易提供更多选择，企业可灵活利用铁路+海运的联运方式，提高运输效率。全球供应链的稳定有助于提升中国出口竞争力，而东欧、中亚等“一带一路”沿线国家也将因陆运畅通而获得更大贸易红利。

图表 15：中欧班列数量及同比增速



资料来源：中欧班列，五矿证券研究所

## 俄乌冲突降温有助于提振市场风险偏好

俄乌冲突降温有助于降低全球地缘政治的不确定性。一方面，中俄仍将保持合作关系。外交部长王毅在3月7日指出：“中俄已探索出一条‘不结盟、不对抗、不针对第三方’的相处之道。”3月12日，俄罗斯外长拉夫罗夫在接受美国媒体采访时也表示：“当前中俄关系已超越历史上任何时期，双方在法律和政治层面的承诺坚如磐石，美国等第三方势力试图离间中俄的图谋注定失败。”我们认为俄乌冲突造成的俄罗斯与西方国家的割裂很难完全缝合。即使美国对俄罗斯让渡一定利益达成和解，也不会导致俄罗斯加入美国对华竞争的阵营中来。中俄关系不会有实质性受损。另一方面，俄乌冲突如果结束，则有助于缓解中国与欧洲国家的紧张关系。冲突期间，欧美国家多次指责中国没有参与共同制裁俄罗斯，造成一些外交争议。而冲突如果结束，则此类争议有望消除。同时，美国对北美和欧洲的盟友开启关税战，也有望促使相关国家重塑外交战略，发展更为积极的对华关系。

俄乌冲突降温有助于提升资本市场风险偏好。首先，冲突如果结束，将大大降低全球地缘政治的不确定性，推动避险资金流入风险资产。俄乌对外贸易链条恢复也有助于降低全球大宗商品价格，从而降低各国货币政策的不确定性，有助于全球流动性扩张。中国市场也会因此受益。其次，冲突如果结束，将助力全球经济复苏。中国作为全球最大的制造业国家，更加受益于和平发展的全球经贸环境，所以中国资本市场的风险偏好也有望得到提振。

## 风险提示

多方和谈难以达成一致，停火时间持续后移。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师)，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                               |      | 评级  | 说明                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上；    |
|                                                                                                                                                                                         |      | 增持  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间； |
|                                                                                                                                                                                         |      | 持有  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间； |
|                                                                                                                                                                                         |      | 卖出  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；    |
|                                                                                                                                                                                         |      | 无评级 | 预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。     |
|                                                                                                                                                                                         | 行业评级 | 看好  | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；          |
|                                                                                                                                                                                         |      | 中性  | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；      |
|                                                                                                                                                                                         |      | 看淡  | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。          |

## 一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

| 上海                                              | 深圳                                           | 北京                                          |
|-------------------------------------------------|----------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 地址：上海市浦东新区陆家嘴街道富城路 99 号震旦国际大厦 30 楼<br>邮编：200120 | 地址：深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层<br>邮编：518035 | 地址：北京市东城区朝阳门北大街 3 号五矿广场 C 座 3F<br>邮编：100010 |

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

| <b>The rating criteria of investment recommendations</b><br>The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market. | Ratings         |            | Definitions                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Company Ratings | BUY        | Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | ACCUMULATE | Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;                     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | HOLD       | Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | SELL       | Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;          |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | NOT RATED  | No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.                 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Sector Ratings  | POSITIVE   | Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;   |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | NEUTRAL    | Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;               |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | CAUTIOUS   | Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%. |

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing  
Postcode: 100010