

策略点评 20240523

西方制裁下俄罗斯经济的困境反转

2024 年 05 月 23 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

相关研究

《春节以来翻倍股画像：小盘/绩优/题材催化》

2024-05-19

《本轮行情还能持续多久？》

2024-05-12

■ 投资成为驱动俄罗斯经济增长的新引擎。

经济发展前景不断上调的底气，源自于投资端的加速增长。俄乌冲突以来，欧美为首的西方国家俄罗斯采取了一系列的制裁措施，大量海外企业撤出与大批产品列入出口管制清单所造成的市场空缺，为俄罗斯本企业投资扩张创造了有利条件。当前，俄罗斯经济的增长主要由投资和制造业的扩张推动。在高增长的固定投资增长率下，俄罗斯工业产能不断扩大，创造出大量的就业岗位。这种经济过热的局面甚至造成了劳动力供给不足，由于雇工短缺，企业竞相通过涨薪来吸引劳动力。

■ 政府支出与优惠贷款利率推动投资端增长。

投资的增加主要来自两个渠道：政府支出和优惠贷款利率。一方面受益于能源收入的增长，财政预算大幅提高；另一方面，为远东地区的居民优惠贷款利率及为国家项目提供的开发性贷款都远低于俄央行关键利率，大幅降低资金成本。

■ 俄乌冲突下的产业政策助力再工业化进程。

与苏联时期的战时经济造成经济结构的严重失衡不同，当前俄罗斯实施的产业政策在拉动经济的同时，推动了俄罗斯再工业化的进程，使得更为广泛的产业得以激活。一方面，军工产业是拉动经济增长与再工业化的直接动力来源。另一方面，军工产业带来的需求增长很快外溢到下游其他部门，激活了工业制造业产业的全面复苏。

■ 总结

俄乌冲突爆发后，面对西方系统性的制裁封锁，俄罗斯经济呈现困境反转，具体来看有三大特征：第一，投资成为驱动俄罗斯经济增长的新引擎；第二，政府支出与优惠贷款利率推动投资端增长；第三，俄乌冲突下的产业政策助力再工业化进程。

相较于以往经济增长主要依托能源收入，能源与原材料开采行业投资辐射较为局限，难以推动产业链的有效扩张，俄乌冲突背景下，受益于投资端的加速增长，军工企业的扩张与积极的产业政策高效地激活并拓展了俄罗斯工业制造产业链，进而推动了俄罗斯经济的复苏与发展。

■ 风险提示：俄能源产业面临开采和出口下降风险；欧美国家进一步强化对俄经济制裁；进出口税及产业税增加企业投资成本；劳动力短缺造成人力资源稀缺影响经济长期发展。

内容目录

1. 投资成为驱动俄罗斯经济增长的新引擎4

2. 政府支出与优惠贷款利率推动投资端增长5

3. 俄乌冲突下的产业政策助力再工业化进程6

4. 总结7

5. 风险提示7

图表目录

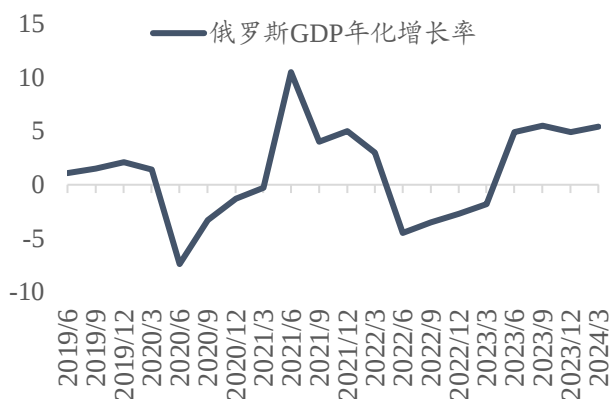
图 1: 2023 年俄罗斯经济增长呈现加速趋势 (单位: %)	4
图 2: 近一年 GDP 同比增长维持在较高水平 (单位: %)	4
图 3: 2023 年俄罗斯固定资产投资加速增长	5
图 4: 俄乌冲突以来, 俄罗斯失业率大幅下降 (单位: %)	5
图 5: 俄罗斯进口金额 (单位: 十亿美元)	5
图 6: 设备、原材料等物资进口金额占比较大 (单位: %)	5
图 7: 俄罗斯财政支出占 GDP 比重 (单位: %)	6
图 8: 俄罗斯财政支出累计同比 (单位: %)	6
图 9: 俄罗斯 2023 年工业制造产出同比 (单位: %)	7

1. 投资成为驱动俄罗斯经济增长的新引擎

自俄乌冲突以来，俄罗斯经济在西方制裁的压力下逆势而上，在 2022 年经历了西方制裁与经济动荡之后逐步稳定，并在近一年保持 GDP 同比增长中枢在 4.6% 左右，体现出俄罗斯国内生产链重组初见成效。

俄罗斯经济增长加速势头不减，甚至呈现经济过热现象，使得官方不断上调经济预期。俄罗斯经济发展部部长马克西姆·列舍特尼科夫对俄经济发表展望评估时表示，经发部将 2024 年俄 GDP 增长预期从原来的 2.3% 上调至 2.8%，主要原因是国内消费和投资需求的增长；同时对俄经济长期发展前景作出乐观评估，预计 2025 年至 2027 年，俄经济将持续稳步增长，年均增长率达 2.3% 至 2.4%。

图1：2023 年俄罗斯经济增长呈现加速趋势(单位：%)



数据来源：TradingEconomics，东吴证券研究所

图2：近一年 GDP 同比增长维持在较高水平(单位：%)



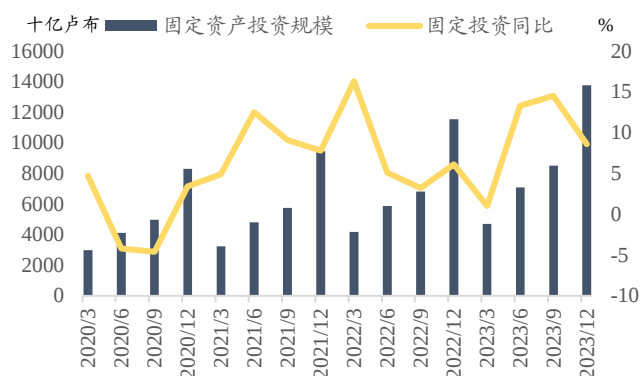
数据来源：TradingEconomics，东吴证券研究所

经济发展前景不断上调的底气，源自于投资端的加速增长。俄乌冲突以来，欧美为首的西方国家对俄罗斯采取了一系列的制裁措施，大量海外企业撤出与大批产品列入出口管制清单所造成的市场空缺，为俄罗斯本企业投资扩张创造了有利条件。根据俄罗斯联邦统计局 2 月公布的数据，2023 年固定资产投资各季度同比增速分别为 1%，13.3%，14.5%，8.6%。全年来看固定资产投资大幅增加，实体经济快速恢复。

在高增长的固定投资增长率下，俄罗斯工业产能不断扩大，创造出大量的就业岗位。俄罗斯联邦统计局数据显示，截止 2024 年 2 月，失业率已降低至 2.1%，处于近年来最低水平。

这种经济过热的局面甚至造成了劳动力供给不足，由于雇工短缺，企业竞相通过涨薪来吸引劳动力。据俄罗斯《消息报》报道，2023 年俄罗斯劳动力短缺约 480 万人，约 91% 的企业表示缺少人员，对于车工、焊工、操作员、司机等工种需求量较大。俄专家预测，未来俄罗斯市场对于高端程序员、医生、工程师、技术专家、机器操作员、机器人专家的需求将进一步加大。

图3：2023 年俄罗斯固定资产投资加速增长



数据来源：俄罗斯联邦统计局，东吴证券研究所

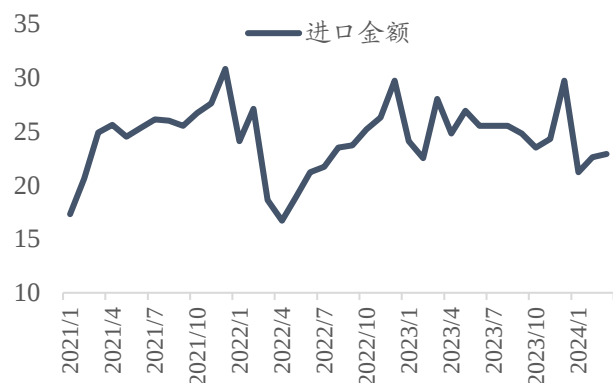
图4：俄乌冲突以来，俄罗斯失业率大幅下降(单位：%)



数据来源：俄罗斯联邦统计局，东吴证券研究所

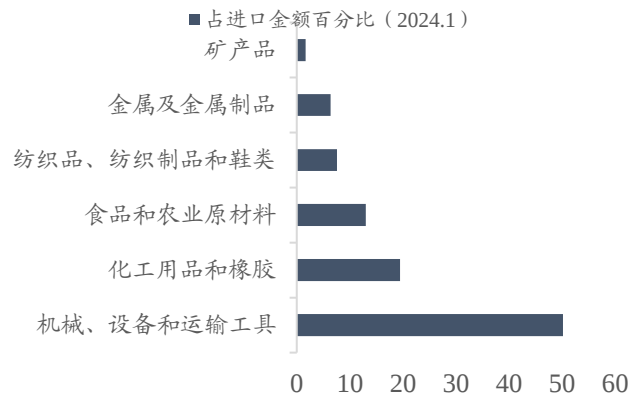
旺盛的投资需求导致俄罗斯国内对于设备和原材料供不应求，因此企业大量进口投资相关设备与材料。俄罗斯 2024 年 1 月的进口数据显示，机械、设备和运输工具占总进口金额的 50.2%，化工用品和橡胶占 19.5%，金属及金属制品占 6.5%。

图5：俄罗斯进口金额（单位：十亿美元）



数据来源：Statista，东吴证券研究所

图6：设备、原材料等物资进口金额占比较大(单位：%)



数据来源：TradingEconomics，东吴证券研究所

2. 政府支出与优惠贷款利率推动投资端增长

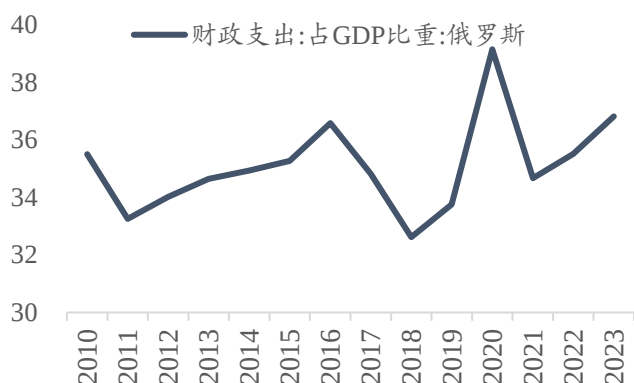
当前，俄罗斯经济的增长主要由投资和制造业的扩张推动。投资的增加主要来自两个渠道：政府支出和优惠贷款利率。

政府支出方面，由于地缘政治扰动带来的能源产品价格全面大幅上涨，2022 年俄罗斯能源出口收入较前一年增长 28%，增长额度约 2.5 万亿卢布。在财政较为乐观的背景下，2023 年俄罗斯财政赤字约 2.9 万亿卢布。由于政府支出的显著增加，国家项目的投资迅速扩展，导致物资短缺，并引发通货膨胀。由于企业利润率高且需求量大，许多企

业在进口时甚至采用预付款购买方式，这使得俄罗斯的贸易顺差迅速减少，同时也推动了投资增长率的上升。2023 年上半年俄罗斯固定资产投资同比开始触底反弹，彼时国防工业订单的增长停止，资金开始流向与军工相关的产业。俄罗斯为提升未来制造业产能投入了大量资金，产业结构转型和制造业比重上升的趋势已经开始显现。

优惠贷款利率方面，尽管俄央行为遏制通胀在 2023 年 12 月将关键利率提升至 16%，但为远东地区的居民优惠贷款利率及为国家项目提供的开发性贷款都远低于关键利率。据回声报 2024 年 2 月报道，俄罗斯补贴贷款占新增住房贷款的一半以上，抵押贷款市场的总体利率约为 14%，补贴贷款的利率为 8%，对于年轻家庭甚至为 6%，差额由国家来覆盖。此外，2023 年商业贷款超过 20% 的增长，主要来自企业的新工业投资项目。这些项目需要对设备进行现代化改造，以取代被禁止的西方进口产品，同时为其重组提供资金。同时，商业贷款的增长还部分得益于俄罗斯买家收购西方公司出售的资产时政府的政策——这些资产的售出，由财政部控制委员会授权，折扣至少为一半。

图7：俄罗斯财政支出占 GDP 比重（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：俄罗斯财政支出累计同比（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 俄乌冲突下的产业政策助力再工业化进程

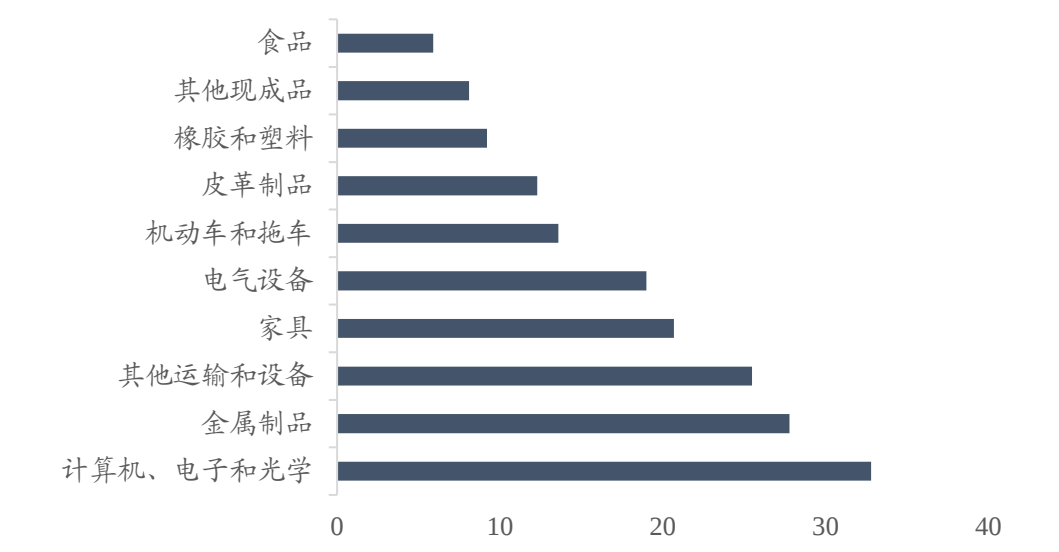
与苏联时期的战时经济造成经济结构的严重失衡不同，当前俄罗斯实施的产业政策在拉动经济的同时，推动了俄罗斯再工业化的进程，使得更为广泛的工业产业得以激活。

一方面，军工产业是拉动经济增长与再工业化的直接动力来源。得益于大量的国防订单，制造业迅速扩张，投资不断增长。俄乌冲突爆发后，俄罗斯军工企业加快接收国家投资、提高产能。尤其是俄乌冲突初期俄军主战装备需求大增，推动了各型号作战装备、配套弹药、备件的生产，俄罗斯政府为此向军工企业加大了投资力度。2023 年 5 月后，俄罗斯军工企业掀起了“雇工竞赛”，以下诺夫哥罗德州某军工企业的状况为例，该企业在俄乌冲突爆发后，改造和新建了 4.5 万平方米的厂房，新雇了 1100 名工人，全厂

三班倒工作,炮兵弹药和航空弹药的产量扩大了4倍,成了俄军工企业全面复苏的缩影。

另一方面,军工产业带来的需求增长很快外溢到下游其他部门,激活了工业制造业产业的全面复苏。据彭博报道,2023年俄工业产值同比大幅增长3.5%,远高于上年0.6%的增幅,其中“计算机、电子和光学”、“金属制品”、“其他运输和设备”三个行业产值增幅分别高达32.8%、27.8%、25.5%,家具、汽车、化工、皮革制品、食品等行业涨幅均超5%。上述高涨幅的行业生产的产品既可以支持军工生产与活动,同时也涉及民用领域,因此可以看出投资已从军工领域往更为广泛的民用领域扩散。

图9: 俄罗斯2023年工业制造产出同比(单位: %)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

4. 总结

俄乌冲突爆发后,面对西方系统性的制裁封锁,俄罗斯经济呈现困境反转,具体来看有三大特征:第一,投资成为驱动俄罗斯经济增长的新引擎;第二,政府支出与优惠贷款利率推动投资端增长;第三,俄乌冲突下的产业政策助力再工业化进程。

相较于以往经济增长主要依托能源收入,能源与原材料开采行业投资辐射较为局限,难以推动产业链的有效扩张,俄乌冲突背景下,受益于投资端的加速增长,军工企业的扩张与积极的产业政策高效地激活并拓展了俄罗斯工业制造产业链,进而推动了俄罗斯经济的复苏。

5. 风险提示

俄能源产业面临开采和出口下降风险;欧美国家进一步强化对俄经济制裁;进出口税及产业税增加企业投资成本;劳动力短缺造成人力资源稀缺影响经济长期发展。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>