

# 俄乌战争结束对全球商品和金融市场的影

2025 年/2 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

2025 年 2 月 12 日，美国总统特朗普和俄罗斯总统普京就俄乌冲突、中东局势等问题，进行了 1 个半小时的通话。2 月 18 日，美国和俄罗斯代表团在沙特首都利雅得举行 4 个半小时会谈，并达成四点共识：恢复外交关系，建立谈判团队，战后合作探讨，继续高层对话。

此次会议是自 2022 年 2 月 24 日，俄罗斯对乌克兰采取特别军事行动以来，美俄之间的首次重大外交接触，美俄关系快速升温。由于会议并未邀请乌克兰和欧盟领导人参会，意味着在俄乌问题的解决上，很可能将以美俄为主导，不仅乌克兰基本丧失话语权，欧盟的存在感也非常低。

尽管目前多方诉求存在很大差异，但我们判断这场持续三年的俄乌冲突大概率将于今年正式结束。随着战争接近尾声，战后重建也开始逐步成为投资者关注的话题。本文通过分析俄罗斯和乌克兰的经济结构，尝试对战争结束后，全球商品和金融市场的可能走势进行前瞻性预判，未来随着战后协议正式落定，将根据局势变动继续跟踪。

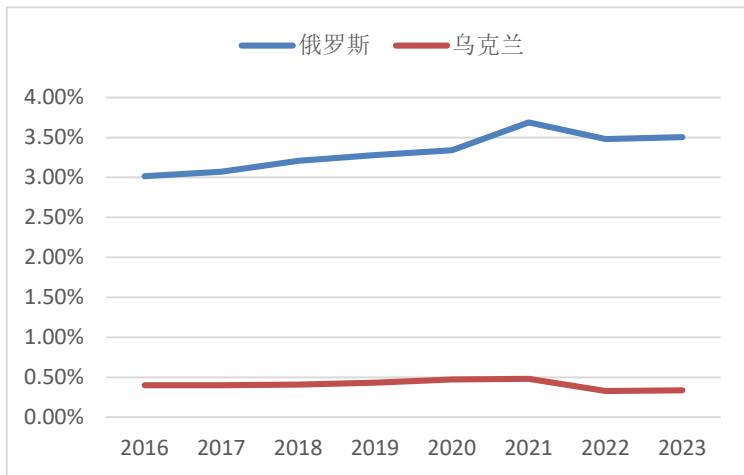
## 1、对全球经济的总体影响

从 GDP 总额和出口商品额来看，俄罗斯和乌克兰占全球经济总量和商品出口份额都较小。数据显示，2023 年俄罗斯 GDP 总额为 6.45 万亿美元，占全球 GDP 的比重为 3.51%；出口商品总额为 4242.2 亿美元，占全球比重为 1.78%。2023 年乌克兰 GDP 总额为 0.622 万亿美元，占全球 GDP 的比重仅为 0.34%，出口商品总额为 360.4 亿美元，占全球比重仅为 0.15%。

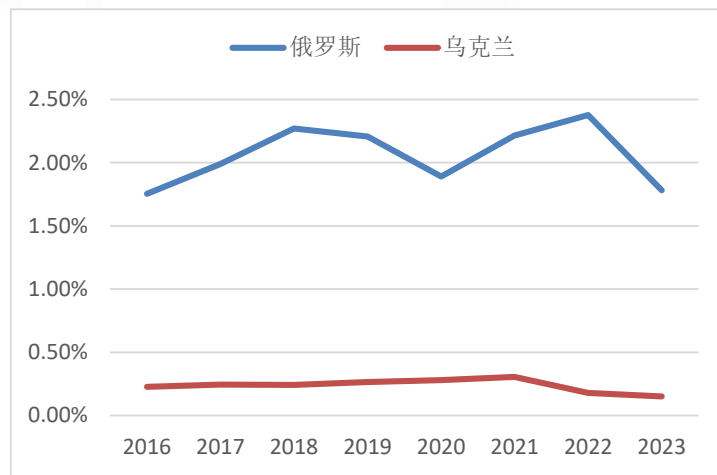
由于俄乌两国在全球经济总量和商品出口的占比均较低，我们判断未来俄乌战争结束，对全球经济的总体影响不大。



图表 1：俄罗斯、乌克兰占全球经济总量的比重



图表 2：俄罗斯、乌克兰出口商品金额占全球的比重



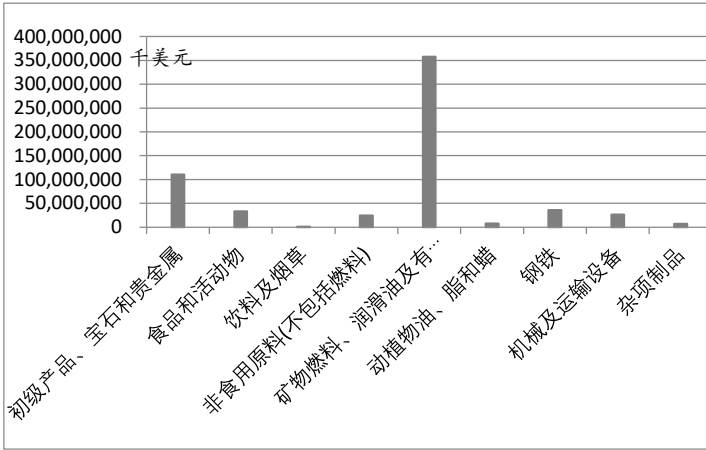
资料来源：世界银行、致富研究院

资料来源：世界银行、致富研究院

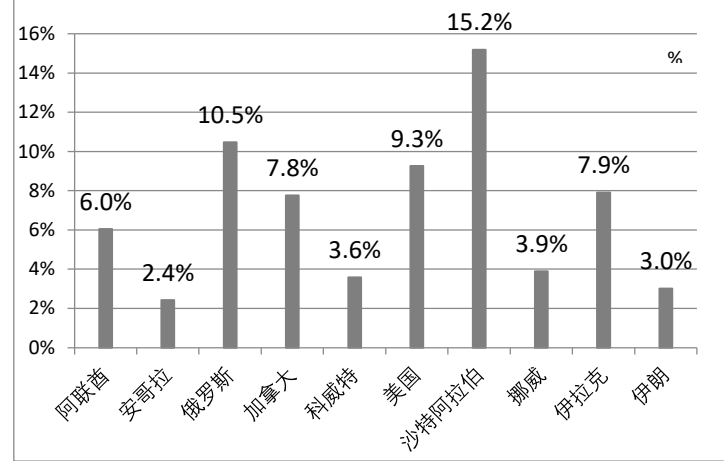
## 2、对全球能源价格的影响

从出口商品的结构来看，俄罗斯出口商品以能源为主。数据显示，2022 年俄罗斯矿物燃料及矿物油出口总额为 3580.22 亿美元，占俄罗斯当年出口商品总额的 61%，相比 2021 年占比大幅增加 18%。其次是初级产品、宝石及贵金属，2022 年出口总额为 1103.5 亿美元，占当年出口商品总额的 18.8%。此外，钢铁出口总额为 360 亿美元，占当年出口商品总额的 6.14%；食品和活物出口总额为 333 亿美元，占当年出口商品总额的 5.68%。其他商品出口份额均较小。俄乌战争使得近年来俄罗斯的经济更加依赖于能源出口，以换取战争物资。

图表 3: 俄罗斯出口商品结构



图表 4: 全球主要石油出口国及占比



资料来源: UN comtrade、致富研究院

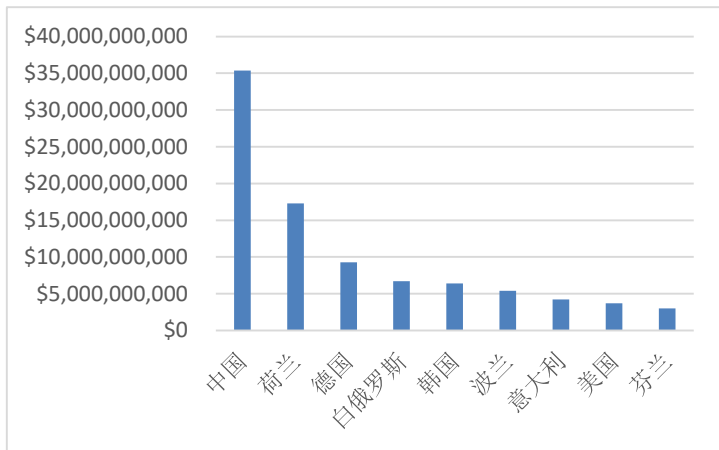
资料来源: 欧佩克、致富研究院

2023 年, 俄罗斯在全球石油出口总额的占比为 10.5%, 排名全球第二, 仅次于沙特 (15.2%), 高于美国 (9.3%)、伊拉克 (7.9%)、加拿大 (7.3%) 和阿联酋 (6%); 该排名比 2020 年上升 1 位。

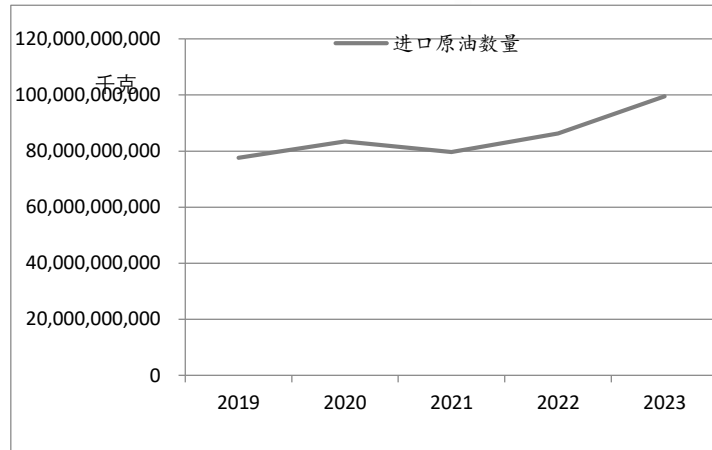
从出口市场分布看, 2021 年俄罗斯原油前九大出口地分别为: 中国 (31.88%)、荷兰 (15.6%)、德国 (8.35%)、白俄罗斯 (6.04%)、韩国 (5.78%)、波兰 (4.87%)、意大利 (3.8%)、美国 (3.3%)、芬兰 (2.7%)。

虽然无法获得 2022 年之后的俄罗斯原油出口的具体国别数据, 但从近年来中国从俄罗斯原油进口量大幅增长的情况来判断, 俄乌战争之后, 由于俄罗斯原油出口欧洲受阻, 部分原油转而流向中国, 导致中国在俄罗斯原油出口中的占比逐年递增。

图表 5: 2021 年俄罗斯石油主要出口地



图表 6: 中国近五年从俄罗斯进口原油数量



资料来源: UN comtrade、致富研究院

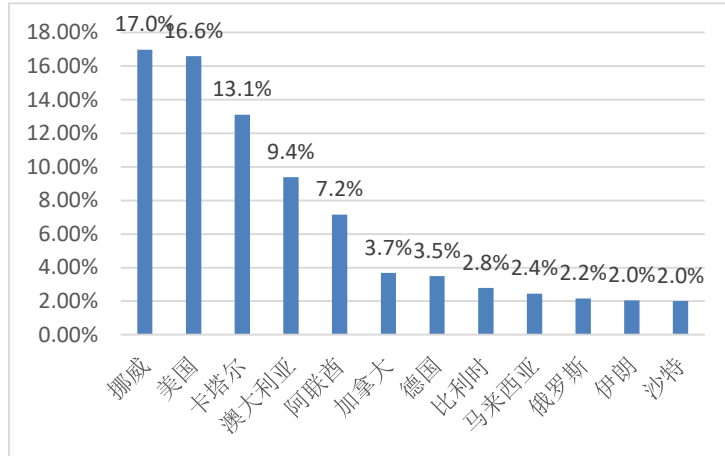
资料来源: UN comtrade、致富研究院

此外，俄罗斯在全球天然气出口市场中也占有较为重要的地位。数据显示，2021 年，俄罗斯出口天然气总额在全球出口市场的占比为 2.16%，排名全球第十。排名第一的是挪威(17%)，其次是美国(16.6%)、卡塔尔(13.1%)、澳大利亚(9.38%)、阿联酋 (7.15%) 等。

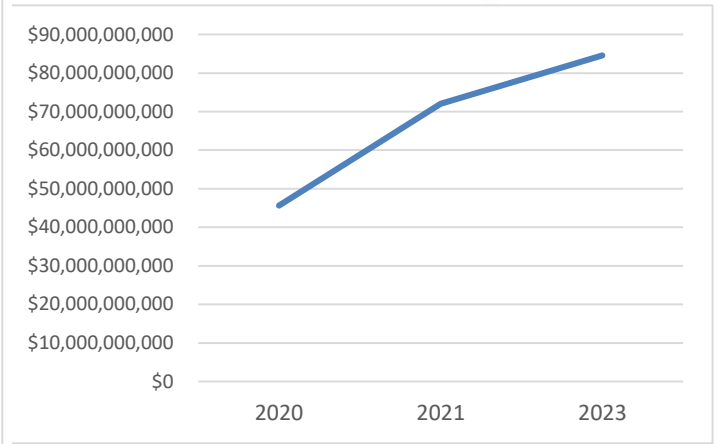
从出口市场分布看，2021 年俄罗斯天然气前十大出口地分别为阿塞拜疆 (29.8%)、白俄罗斯(28.9%)、荷兰(21.1%)、哈萨克斯坦(11.8%)、韩国(6.35%)、排名第五的中国占比仅为 0.5%。

由于无法获得 2022 年之后的俄罗斯天然气出口的具体国别数据，但数据显示 2023 年，中国从俄罗斯进口的天然气总额相比 2021 年大幅增长 172%，表明俄乌战争之后，由于北溪管道被炸等原因，俄罗斯天然气出口欧洲数量锐减，而中国从俄罗斯天然气出口中的占比则在逐年提升。

图表 7：全球主要天然气出口国及占比



图表 8：中国近三年从俄罗斯进口天然气金额



资料来源：UN comtrade、致富研究院

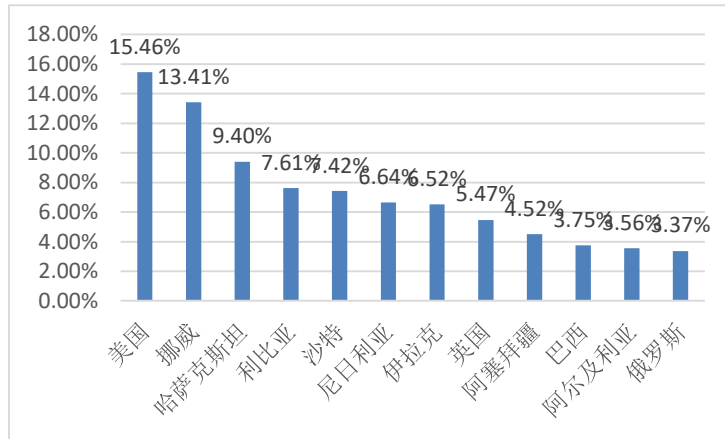
资料来源：UN comtrade、致富研究院

持续三年的俄乌战争使得目前欧盟对俄罗斯的石油和天然气进口依存度大幅下降。数据显示，2020年，欧盟进口石油总额为1415.3亿美元，其中来自俄罗斯的石油进口金额为364.2亿美元，占比高达25.7%！而到2023年，来自俄罗斯的原油进口占比已经大幅下降为3.37%，而美国则跃升为第一位，占比高达15.46%！

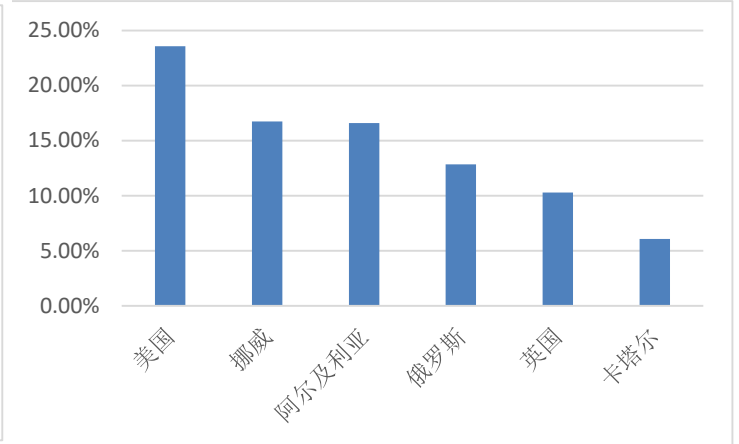
同样，2020年欧盟进口天然气总额为316.7亿美元，其中来自俄罗斯的天然气进口金额为96.65亿美元，占比达到30.5%；而到2023年，来自俄罗斯的天然气进口占比大幅下降为12.8%，而美国同样跃升第一位，占比高达23.58%。

由于北溪管道已经被炸毁，即使美国和欧盟对俄罗斯的制裁结束，受限于基础设施被破坏，俄罗斯短期也很难迅速向欧盟恢复油气供应。此外，特朗普采取的美国优先战略，加大对欧盟的油气出口以缩窄美欧逆差，是其重要手段之一，也不会容许俄罗斯向欧盟出口过多石油和天然气，因此我们判断**中国短期仍将是俄罗斯主要的油气出口地**；而中期来看，随着对俄罗斯经济制裁的解除，对欧洲的油气出口可能会逐步增加，并导致美国对欧油气出口占比回落。

图表 9：2023 年欧盟石油主要进口地



图表 10：2023 年欧盟天然气主要进口地



资料来源：UN comtrade、致富研究院

资料来源：UN comtrade、致富研究院

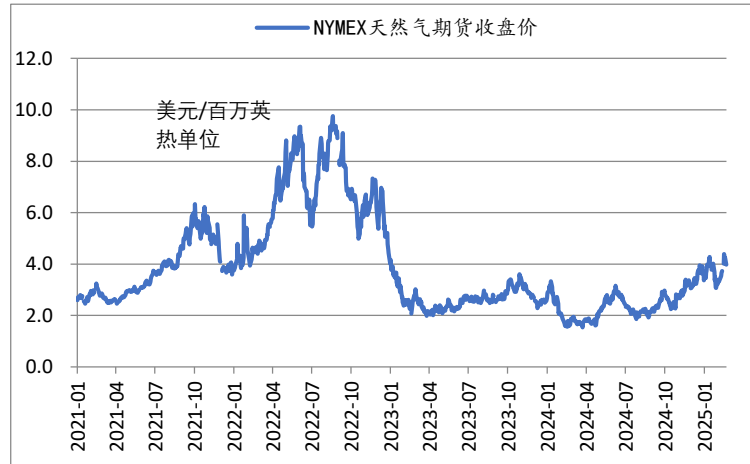
短期来看，国际原油价格和天然气价格并没有体现 2 月中旬以来的俄乌冲突新变化。数据显示，截止 2 月 25 日，原油价格与 2 月 12 日基本持平，而天然气价格同期则上涨超过 12%。而从中期来看，若俄乌达成和平协议，随着俄罗斯逐步恢复冲突之前的油气出口量，国际原油价格和天然气价格可能会承压下跌。

图表 11：WTI 原油价格



资料来源：wind、致富研究院

图表 12：天然气价格



资料来源：wind、致富研究院



### 3、对全球谷物和油脂价格的影响

从出口商品的机构来看，乌克兰的出口商品则以谷物、动植物油脂、油料作物，以及钢铁、矿石为主。数据显示，2023年乌克兰谷物出口总额为83.06亿美元，占该国当年出口商品总额的比重为22.9%，相比2021年的出口额大幅减少30%；动植物油脂出口总额为56.48亿美元，占当年出口商品总额的15.6%，相比2021年的出口额大幅减少18%；油料作物出口总额为28.19亿美元，占当年出口商品总额的7.79%，相比2021年的出口额大幅增加33%；钢铁出口总额为26.48亿美元，占当年出口商品总额的7.32%，相比2021年的出口额大幅减少80%；矿石出口总额为18.7亿美元，占当年出口商品总额的5.17%，相比2021年的出口额大幅减少73%。其他商品出口金额均较小。

在俄乌冲突之前，乌克兰在全球谷物出口总额的占比为8.53%，排名全球第二，仅次于美国（17.5%）。占比超过5%的国家还包括俄罗斯（8.46%）、阿根廷（8.13%）、印度（7.85%）、法国（7.1%）、巴西（5.86%）。俄乌两国在全球谷物出口市场合计占比接近17%。

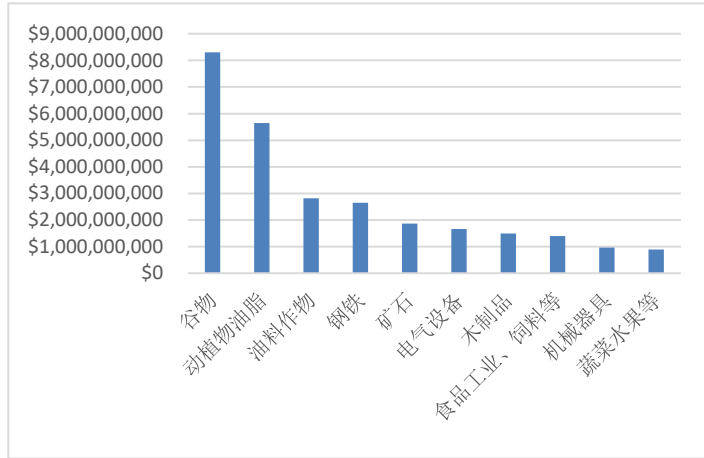
乌克兰在全球动植物油脂出口总额的占比为6.44%，排名全球第三，仅次于印尼（23.15%）和马来西亚（15.1%）。占比超过4%的国家还包括荷兰（6%）、阿根廷（5.22%）、俄罗斯（4.35%）、美国（4.02%）。俄乌两国在全球动植物油脂出口市场合计占比接近10.8%。

乌克兰在全球油料种子及含油果实出口总额的占比为1.74%，排名全球第9；排名前五的国家分别是美国（29.3%）、巴西（2.74%）、加拿大（7.12%）、荷兰（4.08%）和阿根廷（3.22%）。俄乌两国在该领域全球出口合计占比仅为3.28%，影响不大。

俄乌战争结束之后，由于乌克兰将主要面临战后重建问题，加之战时人口损失巨大，预计短期难以快速恢复谷物等作物供应；中期来看，随着农业生产的逐步恢复，谷物、动植物油脂的出口量有较大的提升空间。

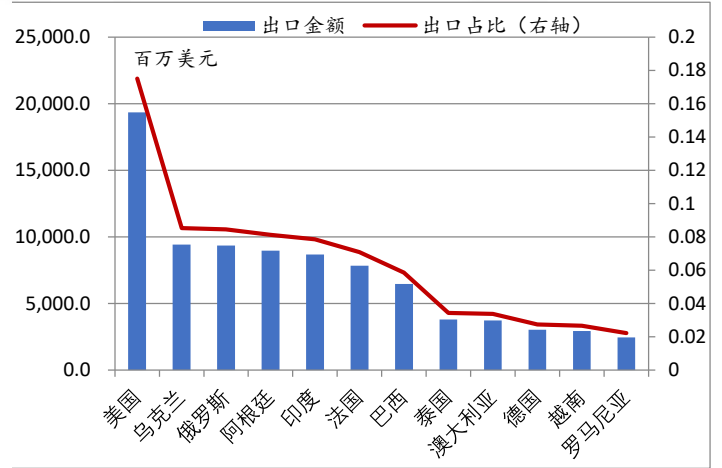
从期货价格的走势来看，短期国际小麦和油菜籽的价格并没有体现2月中旬以来的俄乌冲突的新变化，截止2月25日，小麦和油菜籽价格均与2月12日基本持平。从中期来看，随着乌克兰逐步恢复谷物供应，国际谷物和油脂价格可能会因此承压下跌。

图表 13: 乌克兰出口商品结构



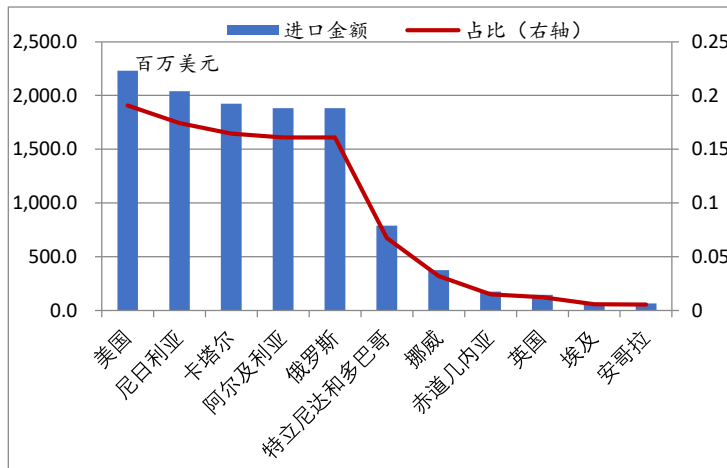
资料来源: UN comtrade、致富研究院

图表 14: 全球谷物主要出口国及占比



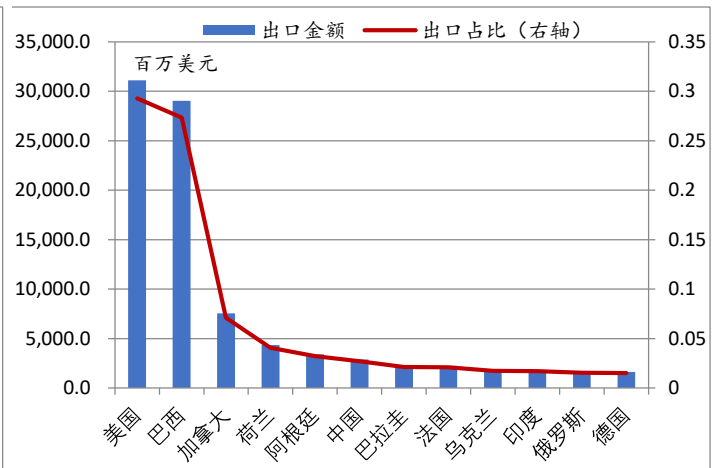
资料来源: UN comtrade、致富研究院

图表 15: 全球动植物油脂主要出口国及占比



资料来源: UN comtrade、致富研究院

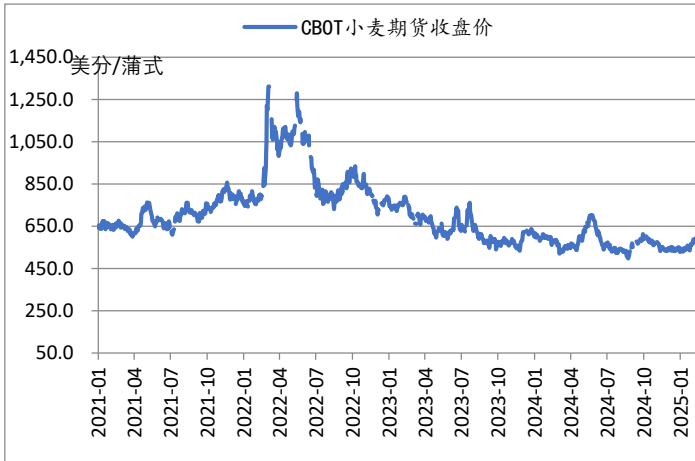
图表 16: 全球油料种子及含油果实主要出口国及占比



资料来源: UN comtrade、致富研究院

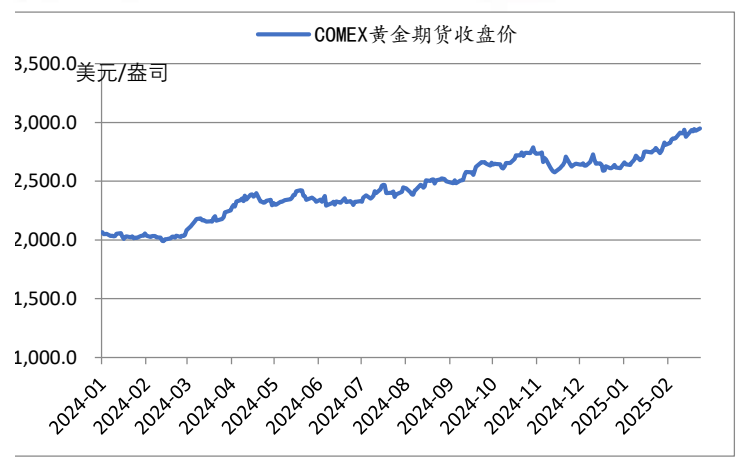


图表 17: 小麦期货价格



资料来源: wind、致富研究院

图表 18: 黄金价格



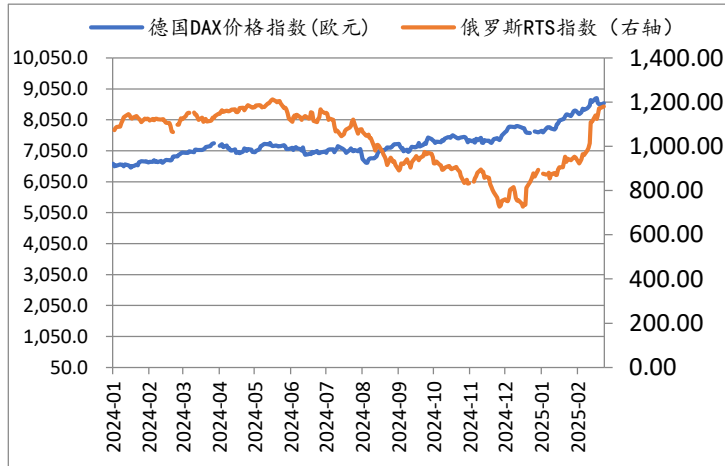
资料来源: wind、致富研究院

## 4、对全球金融市场的影响

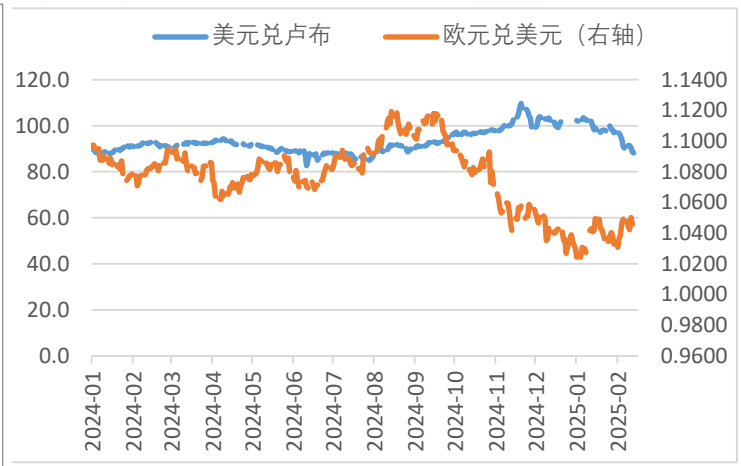
近期俄乌战争的结束预期,大大降低俄罗斯货币和金融市场的确定性,对欧洲经济也构成一定的潜在利好。因此,无论是欧洲股市、俄罗斯股市,还是欧元、卢布的走势,表现均十分强势。数据显示,从2月12日至2月25日,德国Dax指数小幅上涨1%,欧元对美元小幅上涨0.82%;而卢布大幅上涨8%,俄罗斯RTS指数更是大幅上涨超过16%。此外,黄金价格对俄乌冲突缓解反应平淡,避险属性弱化,同期仍小幅上涨1.3%,近期走势主要受各国央行集中增持的影响。

我们预计,随着俄乌冲突结束,卢布、欧元和俄罗斯股市仍有上涨空间;美元指数则将受到一定压制,预计中期将继续下探105;黄金价格中期上破3000美元/盎司概率较大。

图表 19: 德国和俄罗斯股票价格指数



图表 20: 欧元、卢布近期走势



资料来源: wind、致富研究院

资料来源: wind、致富研究院

## 5、结论

1、由于俄乌两国在全球经济总量和商品出口的占比均较低，从整体看，未来俄乌战争结束，对全球经济的总体影响不大。

2、中国短期仍将是俄罗斯主要的油气出口地；而中期来看，随着对俄罗斯经济制裁的解除，对欧洲的油气出口可能会逐步增加，并导致美国对欧油气出口占比回落。

3、短期看，国际原油价格和天然气价格并没有体现 2 月中旬以来的俄乌冲突新变化。中期看，若俄乌达成和平协议，随着俄罗斯逐步恢复冲突之前的油气出口量，国际原油价格和天然气价格可能会承压下跌。

4、由于乌克兰未来首先要面临战后重建问题，加之战时人口损失巨大，预计短期难以快速恢复谷物等作物供应；中期来看，随着农业生产的逐步恢复，谷物、动植物油脂的出口量有较大的提升空间。

5、短期看，国际小麦和油菜籽的价格并没有体现 2 月中旬以来的俄乌冲突的新变化。中期看，随着乌克兰逐步恢复谷物供应，国际谷物和油脂价格可能会承压下跌。

6、随着俄乌冲突结束，卢布、欧元和俄罗斯股市仍有上涨空间；美元指数则将受到一定压制，预计中期将继续下探 105；黄金价格中期上破 3000 美元/盎司概率较大。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址: [www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)