下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

宏观专题

证券研究报告

地缘扰动下，资产如何配置

■ ——全球变局研究一

李俊(分析师)
021-23154149
lijun8@gtht.com
登记编号 S0880525040063

于博(分析师)
021-38674715
yubo@gtht.com
登记编号 S0880526070017

本报告导读：

近期俄乌战争形势发生新的变化，尤其是美俄之间达成一些新的协议，俄罗斯或迎来转机，其过去几年资产配置变化具有重要参考意义。

过去几年受西方制裁影响，俄罗斯政府坚决“去西方化”，清仓西方主流货币资产，储备资产以黄金为主，贸易也以卢布和人民币结算为主。俄罗斯企业被迫重置，外债收缩、内债扩张，降低股票、基金份额，提升现金、存款份额，同时贸易中心也从欧洲转移到亚洲。俄罗斯居民资产则从股票流出，流向存款和货币基金，资产持续本币化，同时加大购买实物黄金和房屋等。

近些年来，全球经贸动荡不安，政治不确定性加大，尤其是地缘冲突频发下，全球经贸结构和金融市场均发生了较大变动，本文将作为全球变局研究系列的首篇。

投资要点：

- **政府：坚决“去西方化”。**自 2022 年 2 月俄乌战争爆发后，面对美欧等地区的经济、金融联合制裁，俄罗斯政府意识到仅仅“去美元化”还不够，要加速“去西方化”。俄罗斯政府清仓美债，储备资产约 5 成为黄金；主权财富基金中流动资产清仓了美元、欧元、英镑等西方主流货币，主要持有人民币和黄金；外贸交易以俄罗斯卢布和友好地区货币结算的比例超 80%，友好地区货币主要为人民币。
- **企业：被迫重置。**受西方金融制裁影响，俄罗斯企业海外融资渠道受到显著抑制，外债规模被迫持续收缩。其中，90%以上外债的收缩来自于外币债务。企业融资渠道被迫本土化。企业资产中股票、基金和应收款份额持续下降，而现金、存款和贷款份额明显上升。此外，贸易重心也从欧洲向亚洲转移，尤其聚焦于中国和印度。
- **居民：本币与实物。**为应对西方金融制裁、稳定卢布汇率以及防止资本外逃，俄罗斯实施了一系列严格的资产管制措施。居民资产从股票和现金流出，流向存款和基金，尤其是货币基金和债券基金。居民资产也被迫持续本币化，外币资产份额大幅下降。此外，俄罗斯居民增加购买实物黄金和房屋。
- **风险提示：地缘政治高波动，历史数据测算存在偏差。**

相关报告

中期选举前瞻：政府分治、利率下美元上 2026.10.26
房地产周期筑底了吗 2026.10.25
PPI 双顶之后，2027 年怎么走 2026.10.18
汇率升值下的出口缘何坚挺 2026.10.18
美债利率攀升，为何金融条件仍偏宽松 2026.10.13

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 政府：坚决“去西方化”.....3
2. 企业：被迫重置.....6
3. 居民：本币+实物.....8
4. 风险提示.....10

下载日志已记录，仅供内部参考

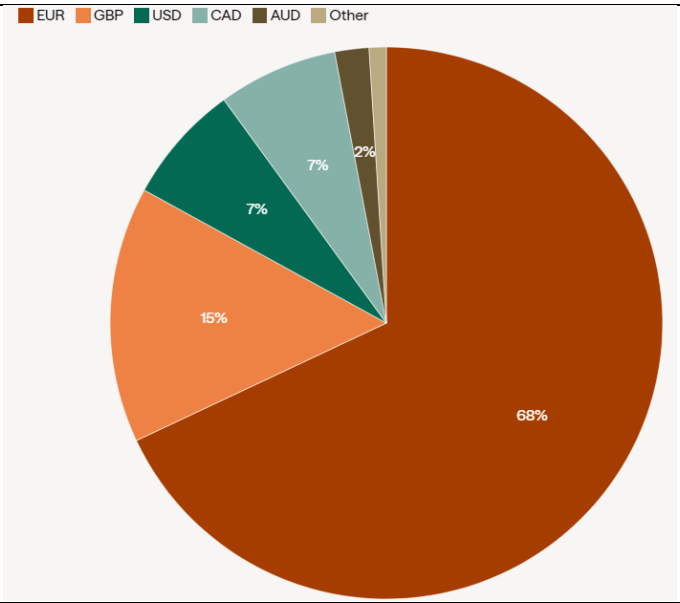
1. 政府：坚决“去西方化”

自 2022 年 2 月俄乌战争爆发后，面对美欧等地区的经贸、金融联合制裁，俄罗斯政府加速“去西方化”，这体现在经济、金融、贸易等多个领域。这里的“去西方化”并非指俄罗斯与西方经济体脱钩，而是指俄罗斯在各领域大幅减少或取消使用西方货币以及持有相关资产等。

仅仅“去美元”还不够。在 2022 年 2 月俄乌战争爆发前，为了预防美国的制裁，俄罗斯已经在经贸和金融等领域逐步“去美元化”。但是，随着战争的爆发，俄罗斯意识到仅仅“去美元”还不够。

例如，当战争爆发后，俄罗斯约 3000 亿美元的储备资产被冻结，占据俄罗斯当时 5 成左右的国际储备。其中，有 2000 多亿美元是由位于比利时的托管机构欧洲清算银行持有。**这部分资产中接近 7 成是以欧元计价，15%以英镑计价，7%以加拿大元计价，而以美元计价的份额仅 7%。也就意味着面临这种地缘风险时，不仅需要“去美元化”，更要需要“去西方化”。**

图 1：俄罗斯被冻结资产货币分布（%）



资料来源：CRF

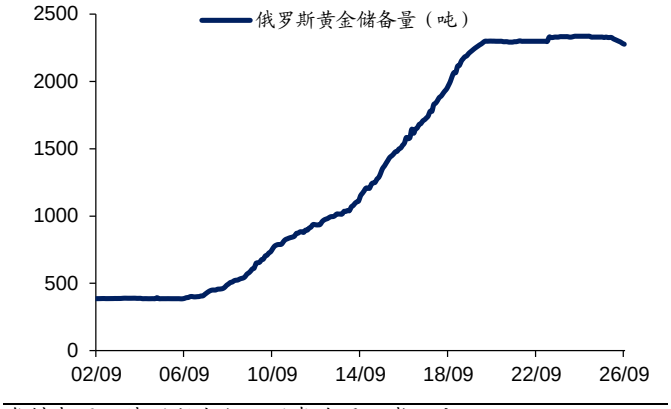
储备资产：黄金接近 5 成。2007 年之前，俄罗斯央行持有的黄金储备基本在 400 吨以下，占储备资产的比重不足 3%。金融危机后，俄罗斯开始增加黄金储备，至 2013 年 7 月突破 1000 吨。

尤其是 2014 年克里米亚事件后，面临西方的制裁，俄罗斯持续减少美债，增加黄金储备。截至 2026 年 9 月，俄罗斯持有黄金储备高达 2300 吨左右，**为全球第六大黄金储备国，**仅落后于美国、德国、意大利、法国以及中国。**黄金储备的份额则上升至 43%以上。**

此时，俄罗斯持有美债的规模仅余 2500 万美元，较其高峰期的 1700 多亿美元来说，**俄罗斯减持了 99.98%，几乎清仓。**

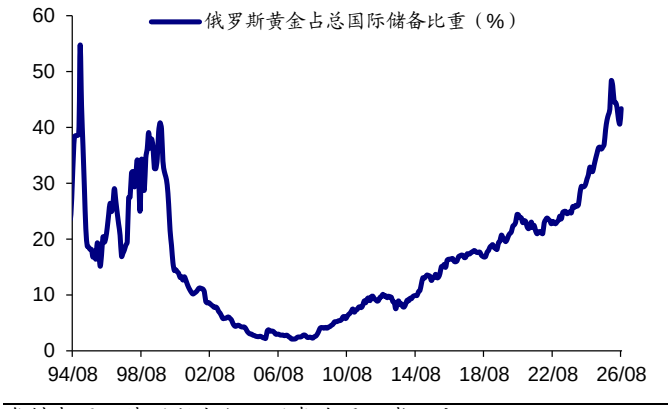
下载日志已记录，仅供内部参考

图2：俄罗斯从07年开始持续增加黄金储备（吨）



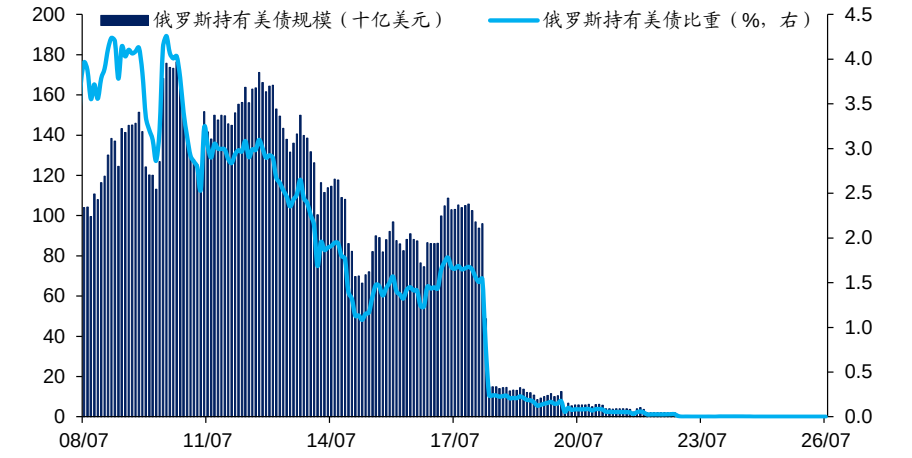
资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

图3：俄罗斯储备资金中黄金比重接近5成（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

图4：俄罗斯几乎清仓了美债



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

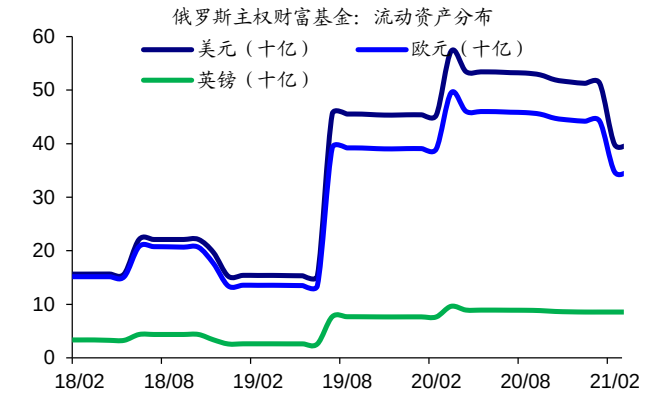
主权财富基金流动资产：60%人民币和40%黄金。俄罗斯主权财富基金成立于2008年，其管理目标是在长期内实现资本保值和稳定的收益水平。投资方式主要有直接购买外币，存入央行，赚取利息；购买以俄罗斯卢布计价的外币或金融资产等。**主要包含流动资产（可随时变现）和长期投资（战略资产），二者份额约为30%和70%。**

初始设立时，外币以美元、欧元和英镑为主，比例分别为45%、45%和10%。**2021年二季度，俄罗斯决定出售全部美元和部分英镑，**同时大量购入人民币、日元和黄金，**此时，欧元份额为40%、人民币份额为30%、**日元和英镑各占5%。

2022年俄乌战争爆发后，俄罗斯决定清仓欧元、英镑以及日元。从2023年底开始，**俄罗斯主权财富基金中流动资产主要为60%人民币和40%黄金，美元、欧元、英镑和日元全部被清仓。**

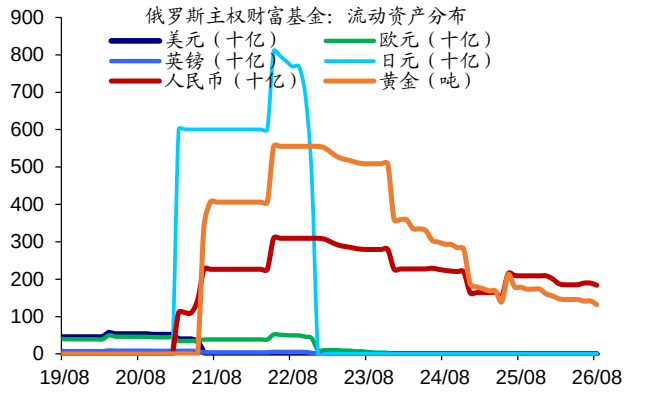
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：2022 年之前主权财富基金以美元、欧元为主



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

图6：2022 年之后主权财富基金以人民币和黄金为主



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

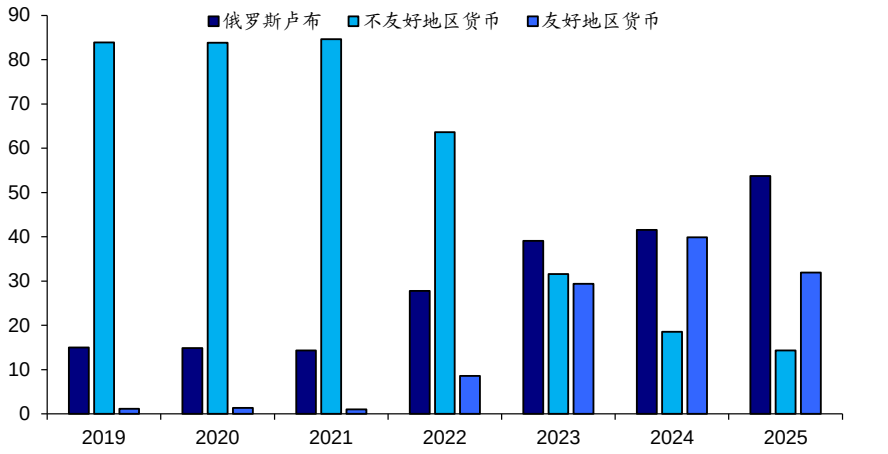
外贸交易：80%以上为卢布或友好地区货币。在 2022 年之前，**俄罗斯出口收入主要以西方等不友好地区货币结算（比如美元、欧元、英镑、日元、韩元等等），基本在 80%以上**；使用俄罗斯卢布结算的份额不足 15%，其他友好地区货币结算仅 1%左右。

自 2022 年俄乌战争爆发后，俄罗斯出口贸易大幅减少以不友好地区货币来结算，增加以俄罗斯卢布和友好地区货币来结算。**截至 2025 年，出口收入以俄罗斯卢布结算的份额超过 50%、友好地区货币结算的份额超过 30%，二者合计超过 80%；而西方不友好地区货币结算的份额已经降低至 15%以下**。

进口贸易也是如此。截至 2025 年，进口支付以不友好地区货币结算的份额仅 15%（2022 年之前接近 70%），以俄罗斯卢布和友好地区货币结算的份额为 85%。

其中，友好地区货币主要为人民币。例如，俄乌冲突前俄罗斯贸易以人民币结算的份额不足 5%，俄乌冲突后大幅上升，2024 年一度攀升至 40%附近。

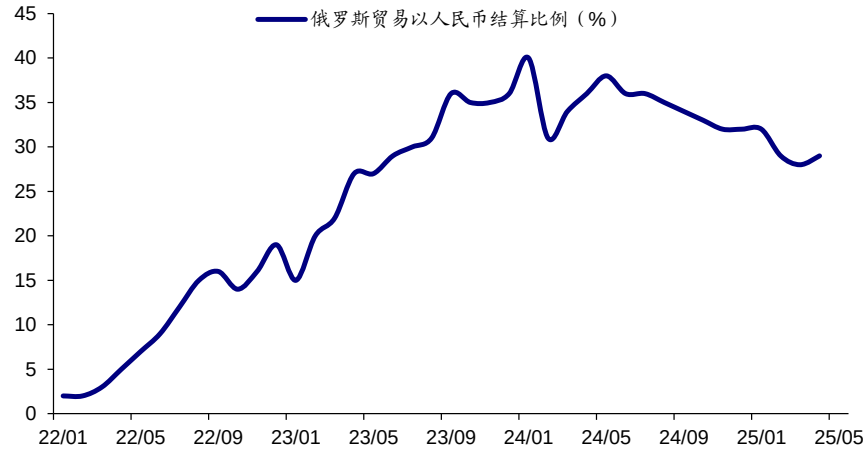
图7：俄罗斯商品和服务出口 80%以上以卢布或友好地区货币结算（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究，不友好地区货币主要包括美元、欧元、英镑、日元、韩元、澳元等等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：俄罗斯贸易以人民币结算的份额在 3 成以上（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

2. 企业：被迫重置

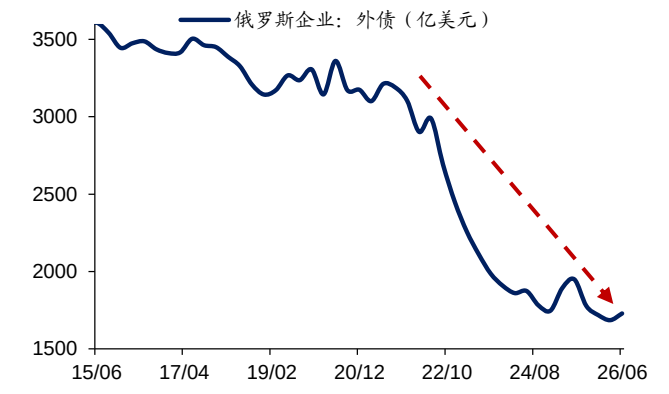
在俄乌冲突爆发后，面临西方金融和贸易等领域的制裁，俄罗斯企业也面临较大压力，尤其是境外业务较多的企业，企业在债务、资产、贸易等多个领域被迫重置。

企业债务重置。受西方金融制裁影响，**俄罗斯企业海外融资渠道受到显著抑制**，外债规模被迫持续收缩。截至 2026 年 2 季度，俄罗斯企业外债规模约 1700 亿美元左右，相比 2021 年底的 3100 亿美元，收缩近 1400 亿美元。

进一步来看，90%以上外债的收缩来自于外币债务。目前外债中外币的份额已经从高峰的 80%左右下降到 60%附近，本币份额提升至 35%左右（上升了十几个百分点）。

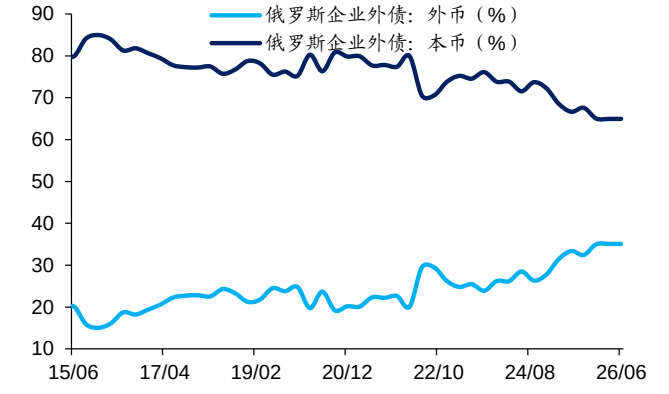
同时，融资渠道本土化。自 2022 年俄罗斯外部融资渠道受抑制后，外币外债被迫收缩，而本土融资渠道不断被拓宽。2023-2025 年非金融企业贷款新增分别为 22.9 万亿卢布、20.3 万亿卢布和 19.0 万亿卢布；今年上半年，也有 6 万多亿卢布的增量。

图 9：俄罗斯企业外债规模持续下降（亿美元）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

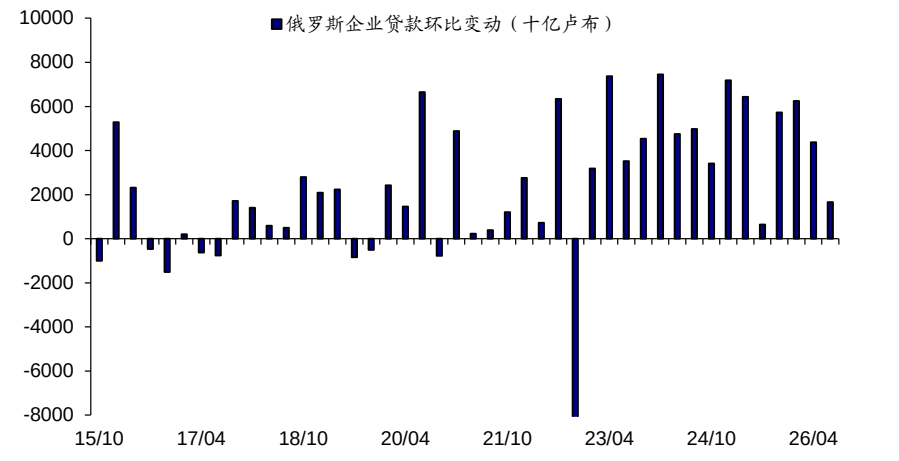
图 10：俄罗斯企业外债去杠杆（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：俄罗斯企业本土融资规模持续上升（十亿卢布）

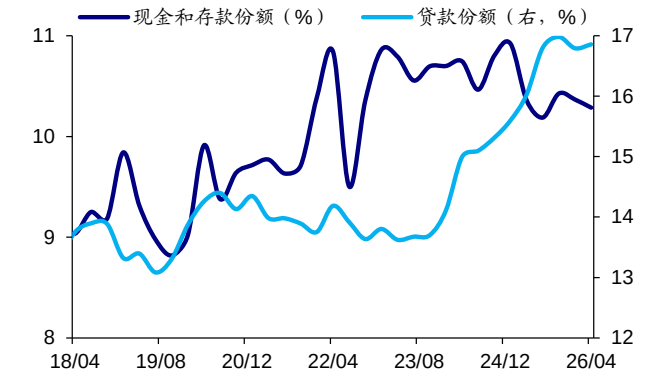


资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

企业资产重置。俄罗斯企业金融资产中份额较高的是**股票和基金、其他应收款，二者份额合计超 70%；**其次是现金和存款、贷款，而保险和养老金、债券则相对较少。自 2022 年俄乌冲突爆发后，俄罗斯非金融企业金融资产仍在持续扩张，**但股票和基金以及其他应收款份额均出现了明显的下降，贷款的份额则出现了明显的上升，现金和存款份额也有所增长。**

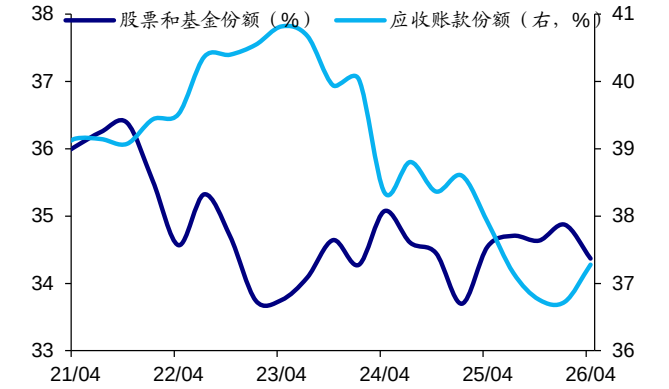
这反映了俄罗斯企业在西方金融制裁下的信贷扩张和本币化重置，例如，俄罗斯出口商一度被强制结汇；跨境结算受损，应收款重置为资产端贷款等。

图 12：俄罗斯企业现金和存款份额上升（%）



资料来源：Wind，国泰海通证券研究

图 13：俄罗斯企业股票基金份额下降（%）



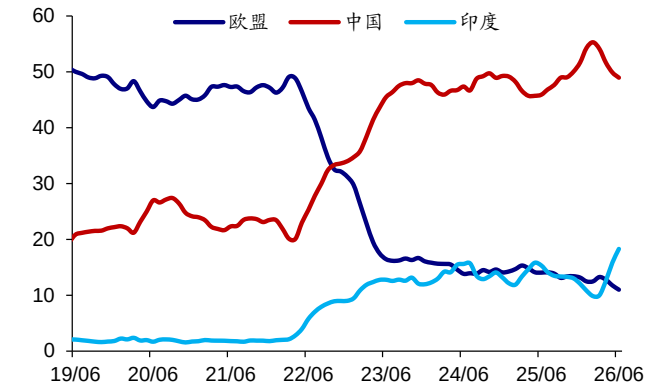
资料来源：Wind，国泰海通证券研究

企业贸易重置。在 2022 年俄乌冲突之前，**俄罗斯贸易重心在欧洲**，俄罗斯与欧洲的贸易额占俄罗斯贸易总额的 **50%左右。**在俄乌冲突爆发后，这一比重持续下降，截至 2026 年 6 月下降至 11%左右，减少了约 36 个百分点。**同时，贸易重心转移到亚洲，**例如，与中国的贸易额占俄罗斯贸易总额的比重上升至 50%左右，增加了约 25 个百分点；与印度的贸易额占俄罗斯贸易总额的比重也上升至 18%，增加了约 17 个百分点。

俄罗斯出口仍以矿产品为主，矿物燃料出口占总出口份额 70 左右，俄乌冲突爆发后，**受能源贸易制裁影响，**俄罗斯矿物燃料出口到欧洲的份额从 50%左右下降到不足 10%、出口到中国的份额上升至 38%、出口到印度的份额上升至 35%。

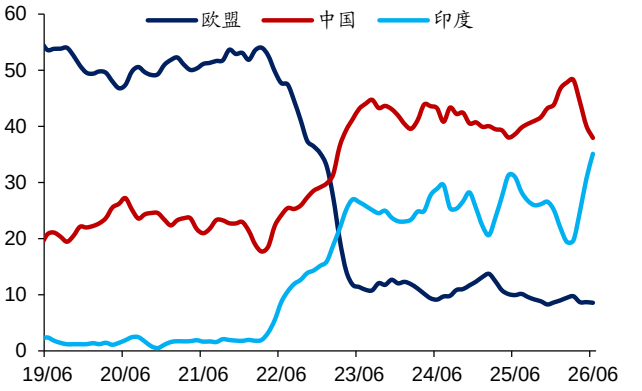
下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：俄罗斯重点贸易对象份额（%）



资料来源：盖达尔研究所，国泰海通证券研究

图 15：俄罗斯矿物产品出口对象份额（%）



资料来源：盖达尔研究所，国泰海通证券研究

3. 居民：本币+实物

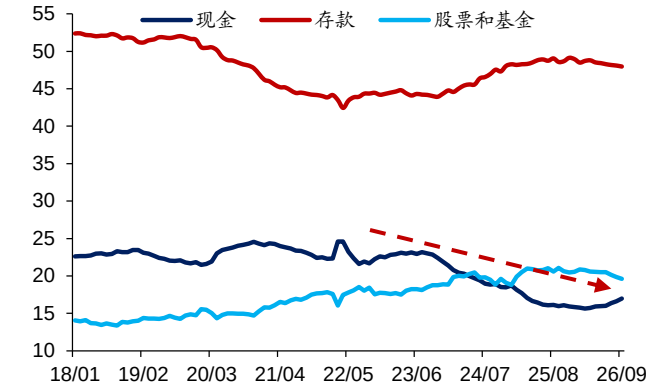
俄乌冲突爆发后，为应对西方金融制裁、稳定卢布汇率以及防止资本外逃，俄罗斯实施了一系列严格的资产管制措施，俄罗斯居民资产配置呈现了一些新特征。

居民资产流向存款和基金。俄罗斯居民金融资产主要为存款、现金以及股票和基金等，三者之和占总金融资产的比例超过 80%，尤其是存款的份额最高。**从增量来看，**截至 2026 年 9 月，俄罗斯居民金融资产规模较 2021 年底增加了 77 万亿卢布，**其中 50%以上来自存款贡献**，其次是股票和基金（**主要是基金贡献**）。

从份额来看，截至 2026 年 9 月，金融资产中存款份额为 48%，较 2021 年底增加了约 4 个百分点；股票和基金份额增加了约 2 个百分点，而现金份额则是大幅减少了 5.5 个百分点。

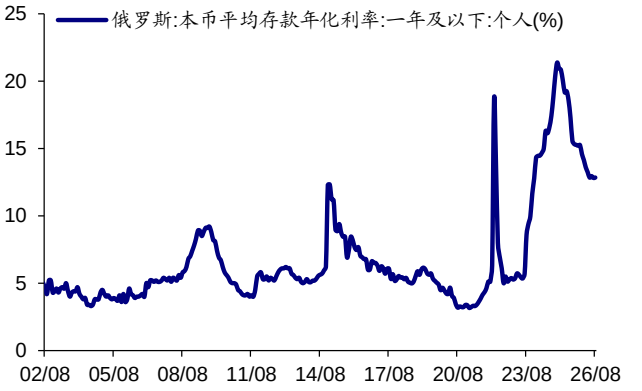
这很大程度上与西方制裁、俄罗斯加强资本管制有关。例如，为稳定卢布汇率，俄罗斯在 2022 年 2 月将基准利率从 9.5%大幅提升至 20%，当前仍高达 14%。受此影响，俄罗斯本币存款利率也从 6%附近大幅提升至 20%附近，当前仍高达 13%左右，**吸引了大量资金流入存款。**

图 16：俄罗斯居民存款比例持续上升（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

图 17：俄罗斯本币存款利率处于高位（%）

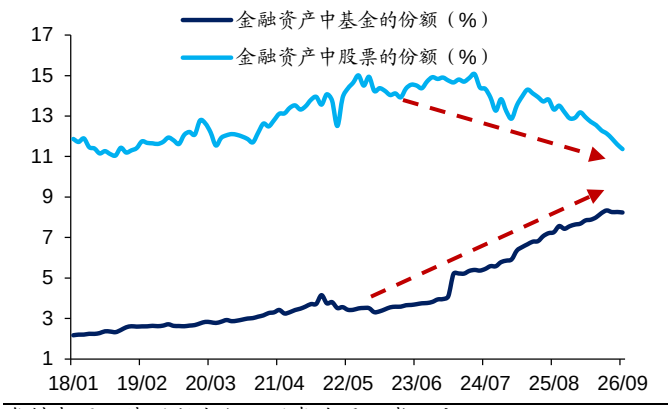


资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

进一步来看，俄罗斯居民金融资产中股票的份额持续下降，而基金的份额在持续上升。截至 2026 年 9 月，金融资产中基金的份额上升至 8.2%，逼近股票的份额，较 2021 年底增加了 4.1 个百分点，而股票份额则减少了 2.2 个百分点。同时，**居民主要配置的是货币基金和债券基金，**权益基金较少。

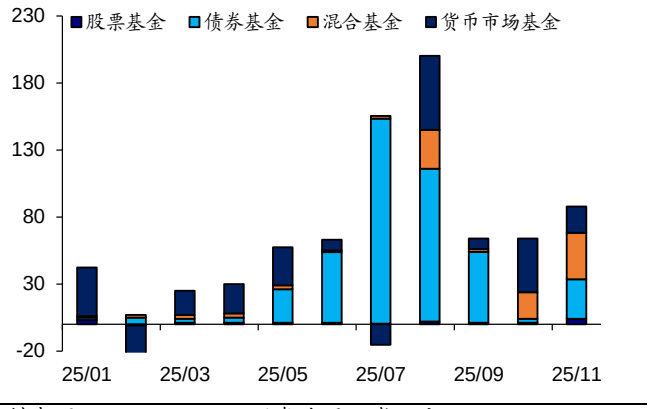
下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：俄罗斯居民资产中基金升、股票降（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

图 19：俄罗斯居民主要配置货基和债基（%）



资料来源：Kommersant，国泰海通证券研究

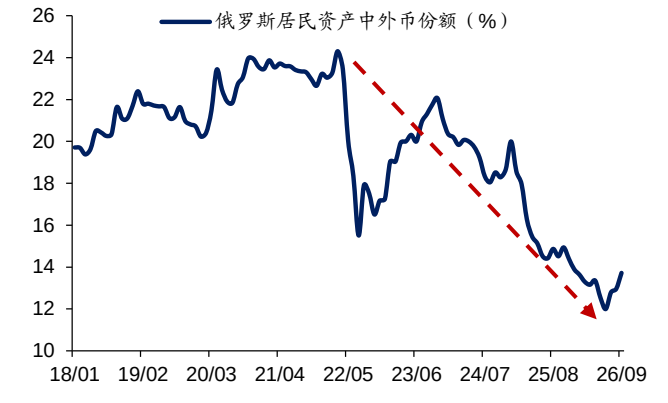
居民资产本币化。在俄乌冲突之前，俄罗斯居民金融资产中，**外币资产份额平均在 20%以上**。随着俄乌冲突的爆发，外币资产大幅下降。截至 2026 年 9 月，俄罗斯居民金融资产中外币资产的份额下降至 13.7%，**较 2021 年底减少了约 10 个百分点**。

从居民资产中份额较高的存款及股票和基金来看，俄乌冲突之前，俄罗斯居民存款中外币资产份额平均在 20%以上，此后持续下滑。截至 2026 年 9 月，这一份额下降至 12.5%，较 2021 年底减少了约 12 个百分点。

股票和基金中外币的份额本来就不高，目前仅 5%左右，较 2021 年 12%以上的份额，**也减少了 7 个多百分点。**

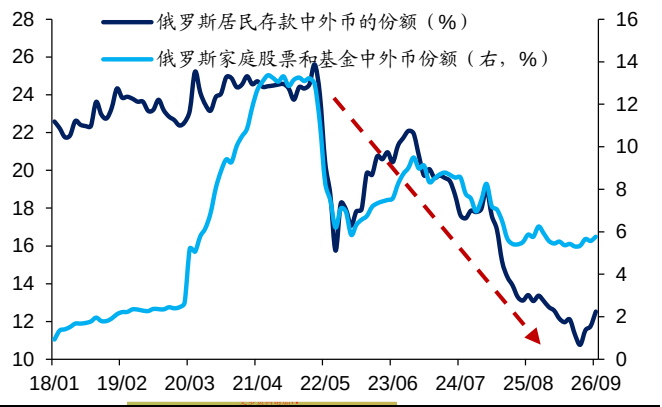
这很大程度也与俄罗斯资本管制有关，例如，俄罗斯实施了严格的限制居民向境外账户转账、限制居民现金外流、限制居民个人汇款等措施。

图 20：俄罗斯居民资产中外币份额大幅下降（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

图 21：俄罗斯主要资产中外币份额大幅下降（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

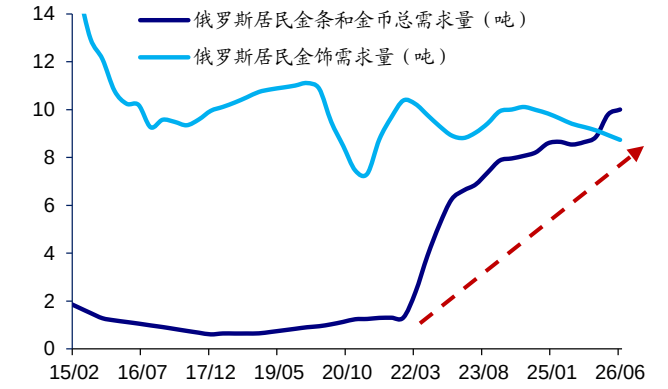
居民资产实物化。一方面，俄罗斯居民大量购买实物黄金。在俄乌冲突之前，俄罗斯居民对实物黄金的需求主要为黄金首饰，对金条和金币的需求较低，占实物黄金的份额不足 10%。在俄乌冲突爆发后，俄罗斯居民对黄金首饰的需求几乎无变化，**但对金条和金币的需求大幅抬升。**

截至 2026 年 2 季度，俄罗斯居民购买金条和金币的规模超过 10 吨，已经超过黄金首饰。**近 4 年，俄罗斯居民累计购买实物黄金超 300 多吨**，超过多数国家的官方储备规模。

按照年度计算，2025 年俄罗斯居民购买金条和金币共 35.5 吨，相比 2021 年的 5.3 吨，**增长了近 6 倍**。同时，俄罗斯居民人均实物黄金消费量也从 2021 年的 0.3 克增加到 2025 年的 0.5 克。

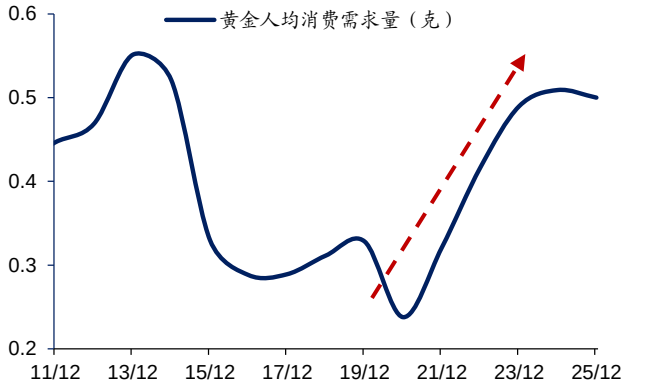
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：俄罗斯居民实物黄金需求大幅提升（吨）



资料来源：世界黄金协会，国泰海通证券研究

图 23：俄罗斯居民实物黄金人均消费量（克）



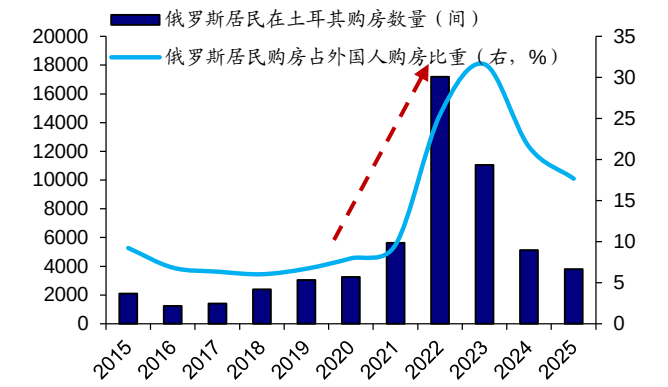
资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

另一方面，俄罗斯居民增加房屋购买。对于俄罗斯境内，2022 年居民登记住宅所有权数量高达 317.7 万套，而 2023 年进一步上升至 367.5 万套，2024 年则回落至 285.9 万套。

对于俄罗斯境外，俄罗斯居民持续在土耳其大量购房，自 2022 年 4 月起至今，俄罗斯居民一直是土耳其最大的购房者（此前主要是伊朗和伊拉克居民购买）。尤其是 2022 年，俄罗斯居民在土耳其购房规模达到 1.7 万间，2023 年也有 1.1 万间，占总外国购房者的比重超过 30%。

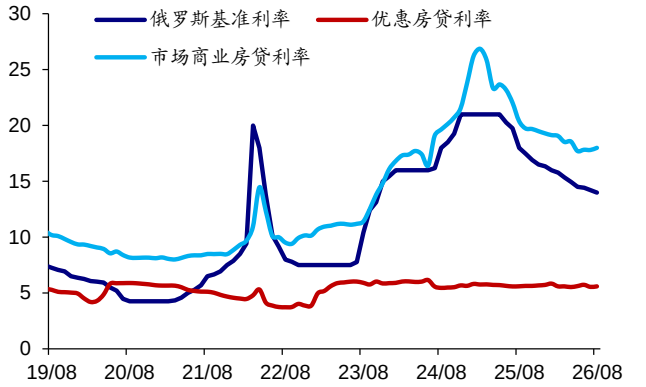
这与俄乌冲突下，居民选择购房避险、俄罗斯提供优惠住房贷款以及土耳其购房具备优势等因素有关。

图 24：俄罗斯居民在土耳其大量购房



资料来源：土耳其统计局，国泰海通证券研究

图 25：俄罗斯优惠个人住房贷款利率偏低（%）



资料来源：俄罗斯央行，国泰海通证券研究

4. 风险提示

地缘政治高波动，历史数据测算存在偏差。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666