

俄乌冲突，新兴市场的“黑天鹅”？

2021年底以来，美欧主要经济体政策正常化速度明显加快，加之乌克兰地缘冲突对风险偏好的压制等，导致市场对2022年新兴市场“尾部风险”暴露的担忧有所上升。新兴市场“尾部风险”如何？本文分析，可供参考。

- 一问：俄乌冲突的背景及可能演绎路径？不必过于悲观，全面爆发概率不大。本次俄乌冲突，源于去年10月美国国防部长奥斯汀访乌并声称力挺乌克兰加入北约，根本原因是北约挤压了俄罗斯的生存空间，涉及美欧俄三方博弈。乌克兰是隔离俄罗斯与北约之间的最后一道屏障，若乌克兰倒向西方，俄罗斯的战略生存空间将显著压缩。美拜登政府为年底中期选举吸引选票，内政推进不利的情况下、希望通过外政获取更多支持。欧盟内部存在观点分歧。

展望未来，俄乌爆发全面军事冲突的概率不高。俄罗斯的本意是为了通过构建新的架构以和平方式来解决乌克兰问题。乌克兰政府角度，已意识到全面投向美国的代价正在变得越来越高。对美国来说，全面军事支持乌克兰冲突的成本过高。从欧洲来看，德、法等更希望和平方方式来解决乌克兰危机。

- 二问：俄乌冲突，对新兴市场的影响？短期，阶段性压制风险偏好

俄乌冲突，阶段性引发风险偏好回落、全球风险资产回调、避险资产价格上行。俄乌冲突下，VIX指数从1月12日的17.62飙升至1月25日的31.16，带动全球主要股市回调。同期，虽然美国10年期实际国债收益率在加息预期升温下大幅上行，但实际利率上行未能压制黄金价格，避险情绪渐浓推动COMEX黄金价格从1827.30美元/盎司上行至1852.5美元/盎司。

从新兴市场表现来看，俄罗斯RTS和WTI原油指数发生明显背离，MSCI新兴市场受到了美债收益率上行、汇率贬值、资本恐慌的三重影响。数据显示年初至2月4日，俄罗斯RTS指数跌幅为11.51%，WTI原油价格涨幅为21.33%。另外，近期市场对于美联储加息和缩表的预期定价愈发加强，美元兑新兴市场货币升值，汇率贬值也成为了MSCI指数下跌的“加速器”。

- 三问：俄乌冲突，会否成为新兴市场“黑天鹅”？影响可控、不必过虑

乌克兰全面军事冲突概率下降，短期风险偏好下降对俄罗斯、乌克兰以及其他新兴市场的影响消退。随着俄罗斯与德、法、英等北约主要经济体对话的展开，以及乌克兰政府自身对于美国全面控制的负面效应顾虑增加，俄乌爆发全面军事冲突的概率下降。春节期间，全球市场风险偏好有所修复，美股和俄罗斯股市企稳反弹，美债、德债等避险资产价格回落。

在疫情逐步消退下，此次新兴市场资本流出的压力并不大，经济复苏更具弹性。在美联储加息定价已经相对充分和“场景修复”下，新兴市场货币贬值压力下降，资本流出压力或许并不大。主要新兴经济体，外债负担多处于合理可控区间，可以提供较好抵御外部风险的能力。另外，疫情影响消退的过程中，受益于供应链修复，或全球需求改善，部分新兴经济体经济弹性可期。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、全球需求和供应链中断恢复不及预期、新兴市场资本外流压力超预期。

赵伟

分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐

分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡

联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

一问：俄乌冲突的背景及可能演绎路径？不必过于悲观，全面爆发概率不大	3
二问：俄乌冲突，对新兴市场的影响？短期，阶段性压制风险偏好	4
三问：俄乌冲突，会否成为新兴市场“黑天鹅”？影响可控、不必过虑	7

图表目录

图表 1：俄乌事件时间序列整理	3
图表 2：美国向俄罗斯施压，迎合国内的“反俄”情绪	4
图表 3：主要国家对俄乌事件的态度	4
图表 4：俄、乌、美、欧四方的意图和底线猜测	4
图表 5：乌克兰危机时间线	4
图表 6：VIX 指数上行，标普 500 回落	5
图表 7：美国实际利率上行，但避险推高黄金价格	5
图表 8：原油价格和俄罗斯名义 GDP 相关性较强	5
图表 9：自然资源对俄罗斯经济的影响较大	5
图表 10：俄罗斯原油产量较高	6
图表 11：原油价格和俄罗斯 RTS 相关性较强	6
图表 12：当前 WTI 原油价格和俄罗斯 RTS 明显背离	6
图表 13：原油价格上涨 21.33% 而 RTS 指数跌 11.51%	6
图表 14：美元兑新兴市场升值，新兴市场股指回落	7
图表 15：新兴市场 10Y 国债上行	7
图表 16：近期 VIX、新兴市场 ETF 波动率下降	7
图表 17：春节期间全球主要股指多数回暖	7
图表 18：春节期间主要国家 10Y 国债收益率上行	8
图表 19：近期俄罗斯股市反弹、汇率升值	8
图表 20：美联储 3 月加息 50bp 的预期快速升温	8
图表 21：英国央行连续第 2 次加息	8
图表 22：市场预计欧元区 9 月底前将加息 2 次	8
图表 23：货币收紧预期下，美元指数不涨反跌	8
图表 24：中低收入群体疫苗注射进度加快	9
图表 25：俄罗斯出口和 CRB 现货指数走势相同	9
图表 26：新兴市场外债和外汇储备水平	9

2021 年底以来，美欧主要经济体政策正常化速度明显加快，加之乌克兰地缘冲突对风险偏好的压制等，导致市场对 2022 年新兴市场“尾部风险”暴露的担忧有所上升。新兴市场“尾部风险”如何？本文分析，仅供参考。

一问：俄乌冲突的背景及可能演绎路径？不必过于悲观，全面爆发概率不大

本次俄乌事件的逐步升级，最初源于去年 10 月美国国防部长奥斯汀访乌并称力挺乌克兰加入北约。2022 年初，美国与英国持续为乌克兰提供军火支持，并不断宣称俄罗斯将“入侵”乌克兰，以制造全球性恐慌。1 月 26 日，德法俄乌四国进行四方谈判，认为应继续遵守乌克兰东部的停火协议，使得乌克兰紧张局势氛围有所降温但未取得实质性进展。1 月底至 2 月初，美国国防部长奥斯汀称不会派兵参加俄乌之间战争，改变了之前战争打响就援兵乌克兰的态度，后续派兵行动也仅仅是为了支援北约等国，但渲染俄罗斯将要“入侵”乌克兰的氛围依然在持续。

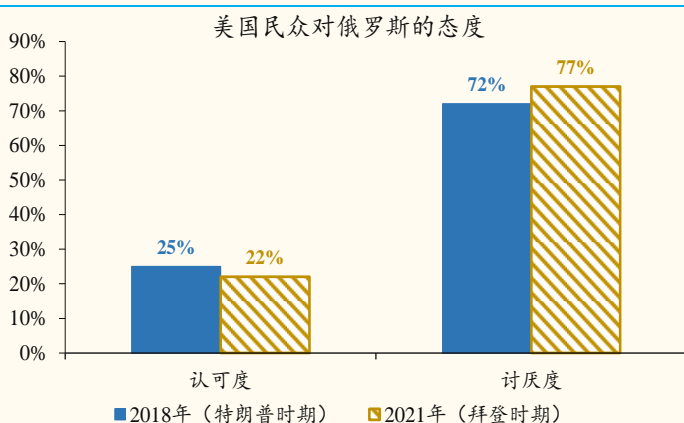
图表 1：俄乌事件时间序列整理



来源：国金证券研究所

俄乌局势紧张的根本原因是，北约挤压了俄罗斯的生存空间，乌克兰事件目前已经上升至美欧俄三国之间的博弈。美国方面，内政来看是为了 11 月中期选举吸引选票并抵御共和党人对其外交政策的攻击，对外则希望加剧俄罗斯战略困境的同时拉拢和捆绑欧洲盟友。在北约不断东扩后，乌克兰已经是隔离俄罗斯和北约之间最后一道屏障，若乌克兰倒向西方并且加入北约，俄罗斯的战略生存空间将显著被压缩。尽管欧盟内部在俄乌立场上有实质性的分歧，但德法希望改善欧盟与俄罗斯之间的关系，并强化在全球中的地位 and 话语权。

图表 2：美国向俄罗斯施压，迎合国内的“反俄”情绪



来源：US GOV，国金证券研究所

图表 3：主要国家对俄乌事件的态度

国家	对俄罗斯和乌克兰态度
美国	除了给乌克兰运送各种武器装备以外，美国还带头要求撤出在乌克兰工作的美方人员及其家属，打造战争一触即发的恐慌情绪。
法国	推动俄罗斯“融入欧洲”，希望欧盟独立解决俄乌危机，和德国共同主持了德法俄乌四国会谈，达成俄乌继续遵守停火协定的基本共识。
英国	向乌克兰提供武器，包括了比较先进的反坦克导弹
日本	和美国统一战线，遏制俄罗斯“入侵”乌克兰
德国	坚持推进“北溪-2”工程，在改善同俄罗斯的关系的同时，强化自己在欧盟中的地位 and 话语权
加拿大	支持援助乌克兰开始转变态度，决定临时撤出驻扎在乌克兰的武装部队以及加拿大驻乌克兰使馆的非必要人员

来源：国金证券研究所

展望未来，俄乌爆发全面军事冲突的概率不高。从俄罗斯来看，对乌克兰施加军事威胁的本意，是为了通过构建新的架构以和平方式来解决乌克兰问题。从乌克兰来看，其政府已经意识到全面投向美国的代价正在变得越来越高。从美国来看，虽然通过引导俄乌冲突部分符合其战略意图，但全面军事支持乌克兰的成本或许过高。从欧洲来看，德、法更希望和平方式来解决乌克兰危机。

图表 4：俄、乌、美、欧四方的意图和底线猜测

	意图	底线
俄罗斯	构建新的框架和平解决乌克兰问题	乌克兰政府对乌东进行军事打击
乌克兰	寻求欧美、北约等西方群体的支持以更好的发展经济	政府不能被西方完全控制
美国	全面控制乌克兰、遏制俄罗斯、谋求更高国内支持	乌克兰完全脱离控制
欧洲	通过和平方式获得乌克兰更多控制权以获得资源	全面军事冲突

来源：国金证券研究所

图表 5：乌克兰危机时间线

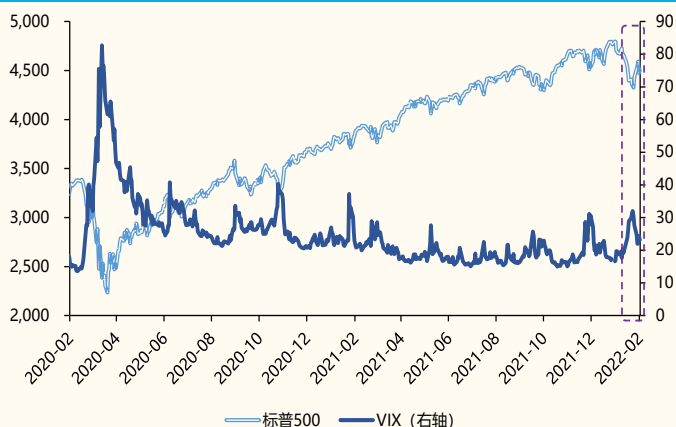


来源：国金证券研究所

二问：俄乌冲突，对新兴市场的影响？短期，阶段性压制风险偏好

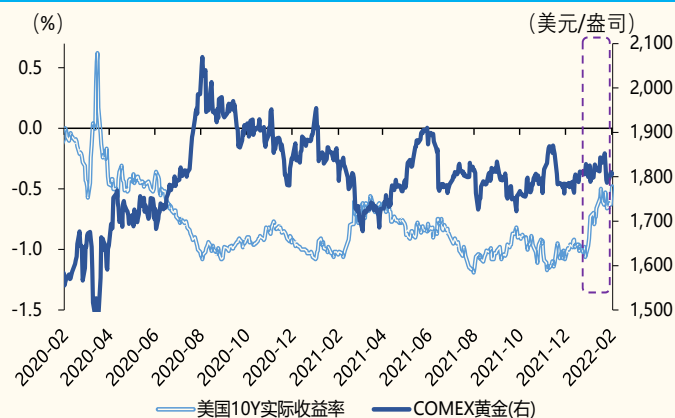
俄乌事件影响情绪端，进而引发风险偏好阶段性回落、全球股市回调、避险资产上行。随着俄乌事件冲的不断发酵，恐慌情绪蔓延。VIX 指数从 1 月 12 日的 17.62 飙升至 1 月 25 日的 31.16，带动全球主要股市回调。同期，美国 10 年实际国债收益率在美联储加息升温下大幅上行，从-0.74%收窄至-0.63%，与此相对的是，实际利率的上行未能压制黄金价格，避险情绪渐浓推动 COMEX 黄金价格从 1827.30 美元/盎司上行至 1852.5 美元/盎司。

图表 6: VIX 指数上行, 标普 500 回落



来源: Wind, 国金证券研究所

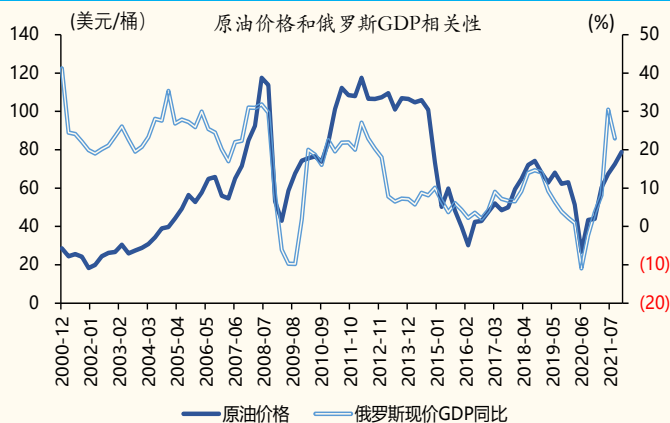
图表 7: 美国实际利率上行, 但避险推高黄金价格



来源: Wind, 国金证券研究所

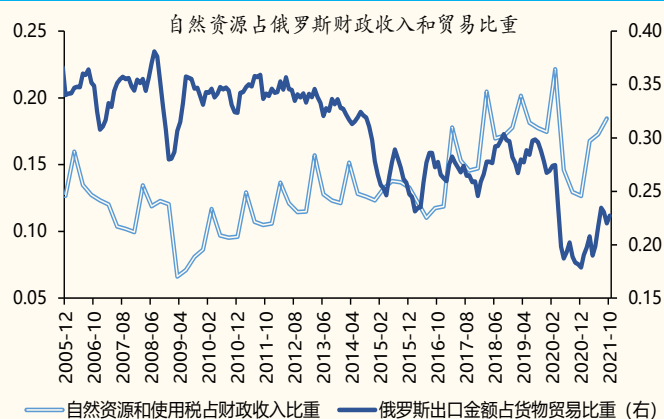
俄罗斯 RTS 和 WTI 原油指数发生明显背离。俄罗斯作为石油出口大国, 原油价格的变化, 可以在较大程度上决定其国家财政收入、出口表现, 以及市场走势。所以, 原油价格和俄罗斯名义 GDP 的走势较为相同; 另外, 原油价格和俄罗斯 RTS 指数相关性较高, 截至 2002 年到 2021 年, WTI 原油价格和俄罗斯 RTS 相关性高达 0.75, 远高于其他主要国家。俄乌冲突后, WTI 原油价格和俄罗斯 RTS 的走势发生明显背离。数据显示年初至 2 月 4 日, 俄罗斯 RTS 指数跌幅为 11.51 个百分点, WTI 原油价格涨幅为 21.33 个百分点。

图表 8: 原油价格和俄罗斯名义 GDP 相关性较强



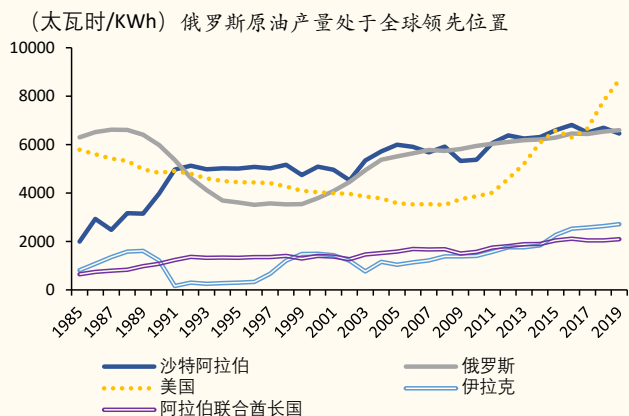
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 自然资源对俄罗斯经济的影响较大



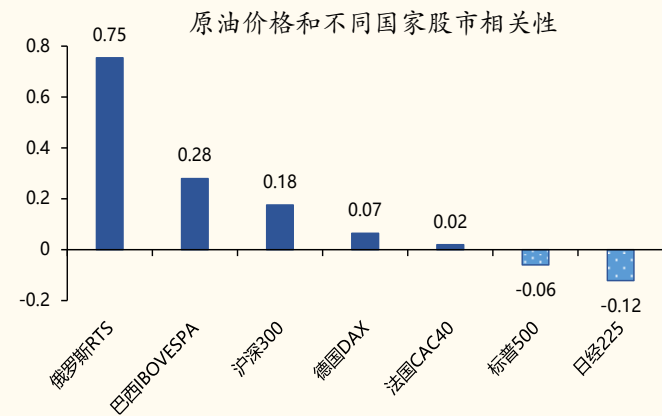
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 俄罗斯原油产量较高



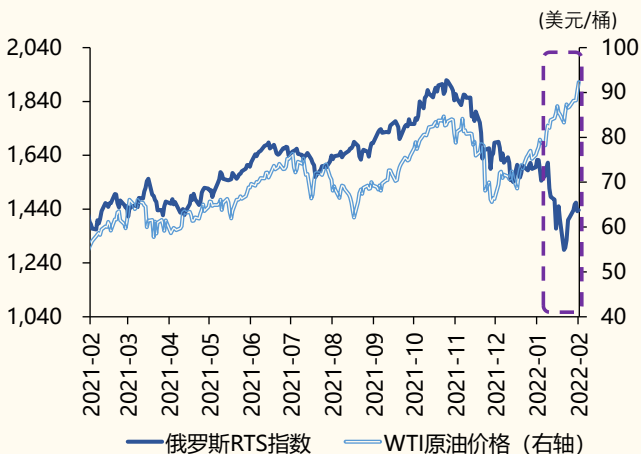
来源: Our World in Data, 国金证券研究所

图表 11: 原油价格和俄罗斯 RTS 相关性较强



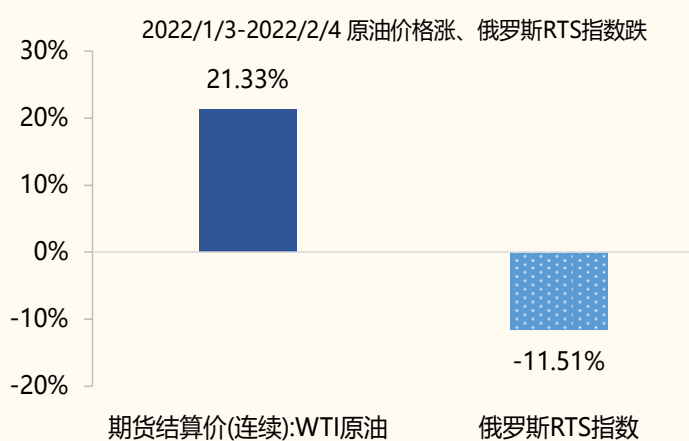
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 当前 WTI 原油价格和俄罗斯 RTS 明显背离



来源: Wind, 国金证券研究所

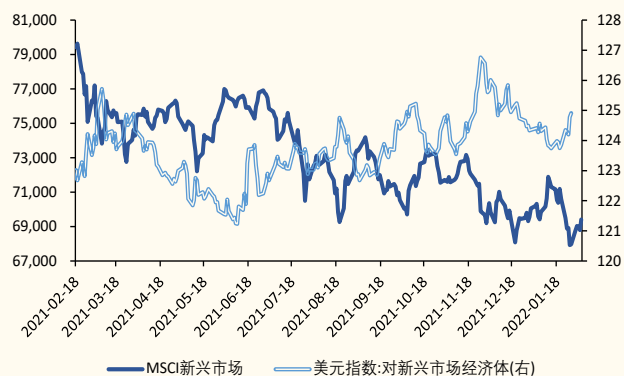
图表 13: 原油价格上涨 21.33% 而 RTS 指数跌 11.51%



来源: Wind, 国金证券研究所

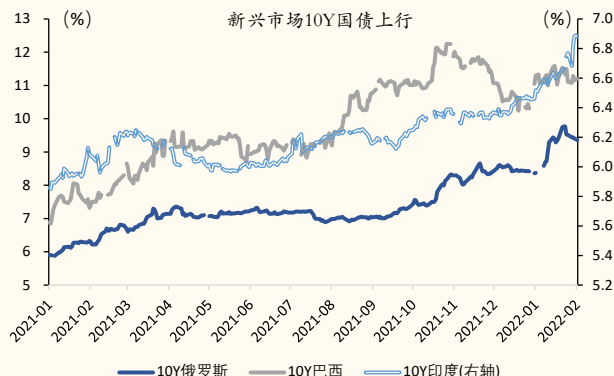
年初以来，新兴市场表现，受到了美债收益率上行、汇率贬值、资本恐慌的三重影响。一方面，俄罗斯和乌克兰之间的局势不断升温，双方均在边境地区集结军队，市场避险情绪升温，导致资金从风险资产流出，进而流入至传统避险资产，对避险资产需求的上行推高部分新兴市场的国债收益率，数据显示 10Y 俄罗斯、巴西和印度国债收益率在局势白热化阶段均出现较大幅度的上行。另一方面，近期市场对于美联储加息和缩表的预期定价愈发加强，美元兑新兴市场货币升值，汇率贬值也成为了 MSCI 指数下跌的“加速器”。

图表 14: 美元兑新兴市场升值, 新兴市场股指回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 新兴市场 10Y 国债上行

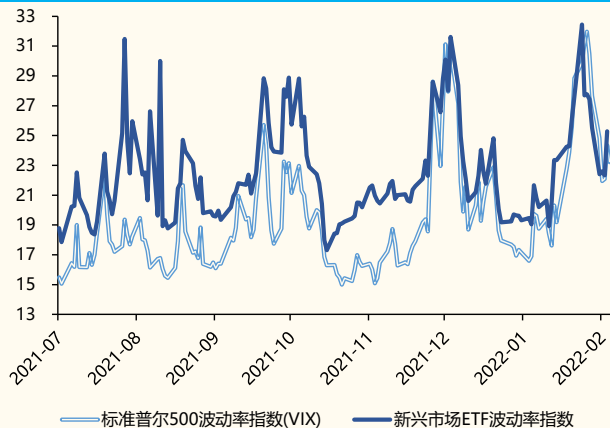


来源: Wind, 国金证券研究所

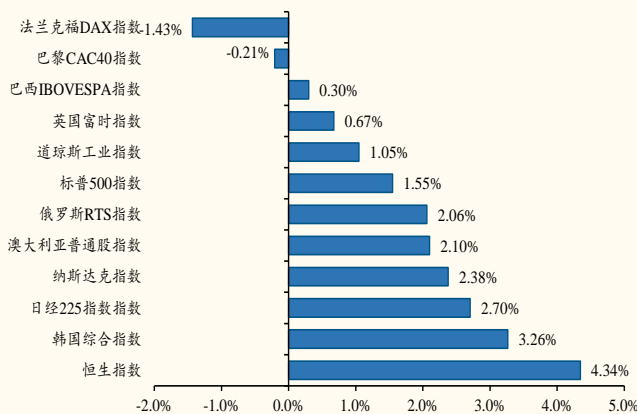
三问：俄乌冲突，会否成为新兴市场“黑天鹅”？影响可控、不必过虑

乌克兰全面军事冲突概率在下降，对俄罗斯、乌克兰以及其他新兴市场的影响也在消退。随着俄罗斯与德、法、英等北约主要经济体对话的展开，以及乌克兰政府自身对于美国全面控制的负面效应顾虑增加，俄乌爆发全面军事冲突的概率下降。春节期间，全球市场风险偏好有所修复，美股和俄罗斯股市企稳反弹，美债、德债等避险资产价格回落。

图表 16: 近期 VIX、新兴市场 ETF 波动率下降



图表 17: 春节期间全球主要股指多数回暖



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37091

