

宏观点评

俄乌冲突升级的4点影响

事件：当地时间2月21日，俄罗斯总统普京签署承认乌东两地顿涅茨克和卢甘斯克的人民共和国总统令，并签署俄罗斯与二者的友好合作互助条约，全球股市大跌，原油、黄金大涨。

核心结论：俄乌冲突升级，对经济和市场的影响有4点推演。

1、俄乌冲突持续升级，演化成战争的可能性大增。俄乌问题由来已久，其中核心分歧在于“北约东扩”、“乌克兰加入北约”，2022年1月中旬俄罗斯曾先后与美国、北约、欧安组织就乌克兰局势举行会谈，但未取得明显成效。经过长达1个月的博弈，双方冲突再度升级：21日俄罗斯总统普京签署了承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国的总统令，并签署俄罗斯与二者的友好合作互助条约，同时下令“维和部队”进入该地区，双方冲突演变成战争的可能性大增。作为回应，美国宣布对俄罗斯实施金融制裁，并警告说如有必要，准备实施更多制裁。

2、以史为鉴，地缘冲突对资产的影响：短期利空风险资产、利好避险和资源品，中长期影响较弱为了更好地对比，我们选取2000年以来“5次规模较大、涉及主要大国的地缘冲突”作为分析对象，包括2001年阿富汗战争、2003年伊拉克战争、2011年利比亚战争&叙利亚战争，2014年克里米亚公投，冲突爆发期间，各类资产价格的表现情况如下：

>股市：美股短期普遍下跌，下跌区间基本在10-30天，随后重新开始上涨；A股则短期大多表现为上涨，中长期走势无一致规律。A股与美股背离，一方面是由于这几轮地缘冲突均未涉及中国，另一方面则是2015年之前A股与美股相关性较低；

>债市：10Y美债收益率短期普遍下行，下行区间同样在10-30天，随后在短暂反弹后继续下行；10Y中债收益率短期也大多下行，中长期走势偏震荡；

>汇率：美元指数有3次持续下跌、1次持续上涨、1次偏震荡；

>黄金：现货黄金2次持续下跌、2次持续上涨、1次先跌后涨；

>原油：原油价格短期普遍上涨，上涨区间同样在10-30天，中长期走势无一致规律；

>铜：铜价短期大多下跌，下跌区间同样在10-30天，中长期走势无一致规律。

>规律总结：综上所述可知，地缘冲突短期会利空风险资产、利好避险资产和资源品，影响往往集中在冲突爆发后的10-30天，对资产价格中长期走势的影响较弱。

3、本次俄乌冲突影响的4点推演：全球经济、资产价格、全球通胀、美联储加息节奏

1)对全球经济的影响：如果冲突继续升级，俄罗斯大概率会面临新一轮制裁，也将对全球经济形成拖累。截至2020年，俄罗斯GDP、进出口商品总额分别为1.5万亿美元、5693亿美元，分别占全球的1.7%、1.6%，预计对全球经济和贸易的直接影响有限。但考虑到俄罗斯是全球主要的能源、原材料出口国，需警惕制裁俄罗斯导致大宗商品价格上涨衍生出来的风险。比如，2020年俄罗斯天然气出口约1999亿立方米，占全球天然气出口的份额约16.2%，其中约80%出口欧洲，占欧洲天然气进口的40%以上，如果后续俄乌局势持续紧张、美欧对俄罗斯开启新一轮制裁，将进一步加剧欧洲天然气短缺格局，从而拖累欧洲经济。

2)对资产价格的影响：结合前述分析，若以2月17日乌东地区开战作为冲突爆发的起点，则未来近一个月的时间内全球股市仍有下跌压力，国债收益率仍趋下行，原油和黄金有望进一步上涨；但一个月之后，资产价格走势将重新回归基本面主导。此外，俄罗斯和乌克兰也是全球钢铁、玉米、小麦、大麦、肥料等商品的重要出口国（具体商品和份额见图表11），若双方冲突持续加剧，短期内这些商品的价格可能因供给受阻而进一步上涨。

3)对通胀的影响：推升油价短期处于高位，加大全球通胀压力，但难改我国PPI下行趋势

>美国通胀：短期仍高，回落拐点也将延迟。前期报告我们多次指出，美国等发达国家通胀受能源价格影响较大。根据粗略估算，若假设油价未来1-3个月均值均为105美元/桶，美国2-3月CPI同比将进一步升至8%左右；若油价无法快速回落，美国通胀拐点时间可能延迟到5月前后。

>中国通胀：按照测算，如果油价上涨10%，将分别拉动CPI、PPI上行0.09%、0.4%；全年看，CPI预计仍将前低后高，油价上行预计难改PPI下行趋势。1)CPI：油价主要影响CPI居住水电燃料、交通工具用燃料两个分项，如果油价同比上涨10%，将分别带动上述两个分项上涨0.8、2.3个百分点，结合上述分项占CPI的权重，可以折算如果油价同比上涨10%，可能拉动CPI同比上行0.09个百分点。短期看，2月前21天油价均值涨至92.7美元/桶，同比增48.8%，预计将提振CPI同比约0.5个百分点，综合考虑基数、食品、非食品分项价格变动，预计2月CPI同比可能小幅回升。全年看，CPI预计仍会维持前低后高，基准情形下全年中枢可能高于2.0%。2)PPI：油价主要影响PPI油气开采、燃料加工、化工制造、化纤制造等分项，按照模型测算，如果油价上涨10%，将分别带动PPI油气开采、燃料加工、化工、化纤分项上行7.3、4.1、2.0和2.2个百分点，考虑上述分项占PPI的比重分别为0.7%、4.3%、6.5%和0.8%，可以折算如果油价同比上涨10%，可能拉动PPI同比上行0.4个百分点。短期看，2月油价预计拉动PPI上行约1.9个百分点；综合考虑基数及其他工业品价格变动，2月PPI同比可能仍将小幅回落。全年看，由于PPI基数逐月回升，油价上涨大概率难改PPI下行趋势。

>扰动PPI-CPI剪刀差收敛节奏&企业盈利上下游传导节奏。基于前文的测算，油价上涨对PPI的影响明显大于CPI；因此油价上涨可能对PPI-CPI剪刀差收敛节奏和企业盈利上下游传导节奏均形成扰动。具体看，上游盈利短期可能仍将处于较高水平，中下游盈利改善的不确定性增加。产业视角看，油气开采、燃料加工、化工、化纤等行业盈利跟油价正相关，橡胶塑料行业盈利跟油价负相关。如果油价持续处于较高水平，油气开采等行业盈利可能存在支撑，对橡胶塑料行业的压制可能持续存在。（详见前期报告《2022年盈利将上下游传导——基于PPI-CPI剪刀差的测算》）

4)对美联储加息节奏的影响：一方面，如前分析，本次冲突可能抬升美国通胀并延后通胀拐点，但当前美联储加息预期已充分反映了高通胀；另一方面，俄乌冲突加剧了全球经济前景的不确定性，也加大了美股下跌压力，从而会制约美联储加息步伐。综合看，利率期货数据显示，2月中旬以来，市场预期3月加息次数由1.7次降至1.2次，全年加息次数由6.6次降至5.9次，反映出加息预期已开始降温。维持我们此前判断：2022年美联储将先鹰后鸽，预计全年加息3-4次。

风险提示：俄乌冲突超预期演化。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 刘安林

执业证书编号：S0680121020004

邮箱：liuanlin@gszq.com

相关研究

- 1、《最新通胀凸显内需不足》2022-02-16
- 2、《美国通胀、油价、美债、美股的4点判断》2022-02-11
- 3、《美联储暗示3月加息，还能更鹰吗？-1月FOMC会议点评》2022-1-27
- 4、《2022年盈利将上下游传导——基于PPI-CPI剪刀差的测算》2022-01-24
- 5、《以史为鉴，本轮美联储缩表的节奏推演与影响》2022-1-7
- 6、《2022年美联储可能先鹰后鸽——兼评12月FOMC会议》2021-12-16
- 7、《反转之年——2022年海外宏观展望》2021-11-12

图表 1: 本次俄乌冲突演变历程

时间	事件
12 月初	俄罗斯分别向美国和北约抛出“安全保障”方案,明确要求“北约停止东扩”、“乌克兰不能加入北约”。
12 月 21 日	普京在国防部会议上指出,俄罗斯将坚定采取相应的军事技术对抗西方国家侵略路线(应是指北约东扩)。
12 月 26 日	普京在接受“俄罗斯 1”电视台采访时直言,“俄罗斯已被北约逼至无路可退”。
1 月 10-13 日	俄罗斯分别与美国、北约和欧安组织就乌克兰局势举行会谈,但未取得明显成效。
1 月 20 日	俄国防部公布海军未来 2 个月的演习计划,其中包括中俄伊三国海军在西太平洋的联合军演
1 月 23 日	乌克兰防长确认,美国援助的包括弹药等“致命”装备在内的第二批军事物资运抵
1 月 24 日	美国已准备好向北约快速反应部队提供军事支援,决定将约 8500 人的部队置于高度警戒状态。
2 月 11 日	日本、英国、韩国等多国呼吁本国公民离开乌克兰。
2 月 12 日	美国官员称俄罗斯最早可能在下周全面入侵乌克兰。
2 月 12 日	拜登、普京就乌克兰局势举行大约 1 个小时的通话。
2 月 16 日	据“今日俄罗斯”,普京表示,莫斯科已从乌克兰边境撤出部分军队。
2 月 17 日	俄卫星社报道,乌克兰武装向卢甘斯克地区发射迫击炮弹和手榴弹。
2 月 18 日	美国总统拜登表示“确信俄罗斯总统普京‘已作出(入侵乌克兰的)决定’”。
2 月 18-20 日	慕尼黑安全会议召开,俄罗斯自 1991 年以来首次“缺席”慕安会。
2 月 19 日	克里姆林宫发布了俄罗斯总统普京与白俄罗斯总统卢卡申科在作战室观看俄罗斯战略威慑力量演习的视频。
2 月 19 日	乌克兰军方称民间组织向 20 多处定居点开火,使用了《明斯克协议》中禁用的重型火炮,并造成人员伤亡。
2 月 21 日	普京签署承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国的总统令,并签署俄罗斯与二者的友好合作互助条约。根据法新社报道,当地时间 21 日美国宣布对俄罗斯实施金融制裁,并警告说如有必要,准备实施更多制裁。

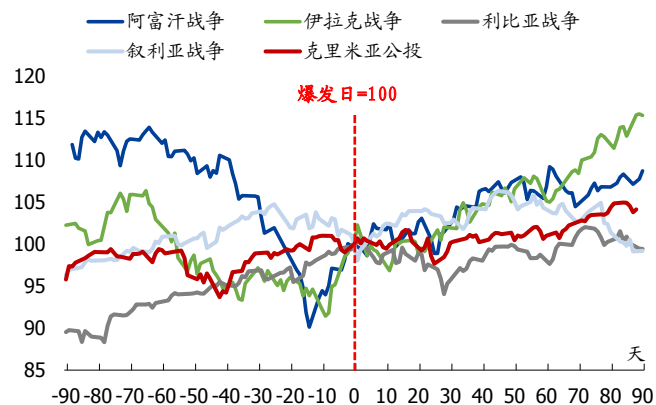
资料来源:央视新闻等,国盛证券研究所

图表 2: 主要国家和国际组织对俄乌冲突的表态

时间	国家/组织	表态
2022/2/22	俄罗斯	俄罗斯总统普京签署承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国的总统令,并签署俄罗斯与顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国的友好合作互助条约。
2022/2/19	乌克兰	乌克兰总统弗拉基米尔·泽连斯基呼吁与俄罗斯总统弗拉基米尔·普京会面以寻求解决方案。
2022/2/21	联合国	联合国重申其尊重乌克兰主权独立及领土完整。联合国呼吁相关各方不要进行单边行动,这将破坏乌克兰领土完整,也将影响由安理会支持的,关于顿涅茨克和卢甘斯克地位的新明斯克协定的执行。
2022/2/21	中国	有关各方都要保持克制,避免任何可能加剧紧张局势的行动。中方欢迎并鼓励一切致力于推动外交解决的努力,呼吁有关各方继续开展对话协商,在平等和相互尊重的基础上寻求解决彼此关切的合理方案。
2022/2/21	美国	美国白宫表示已经预料俄罗斯承认顿涅茨克和卢甘斯克独立的做法,美方已经准备好立即回应。总统拜登将尽快签署行政令,禁止美国公民与顿涅茨克和卢甘斯克地区的新投资、贸易和金融往来。
2022/2/21	欧盟	欧盟发表声明称,以最强烈的措辞谴责俄罗斯总统做出的承认顿涅茨克和卢甘斯克地区为独立实体的决定。同时,将对参与“这一非法行为”的人员采取制裁措施。
2022/2/21	法国	俄罗斯单方面对其国际承诺的违背,也是对乌克兰主权的攻击。马克龙呼吁联合国安理会召开紧急会议,并通过欧盟方面针对此行为采取的制裁措施。
2022/2/19	德国	德国外长贝尔伯克在出席第 58 届慕尼黑安全会议时重申德国不会向乌克兰提供武器,坚持“诺曼底模式”解决危机。

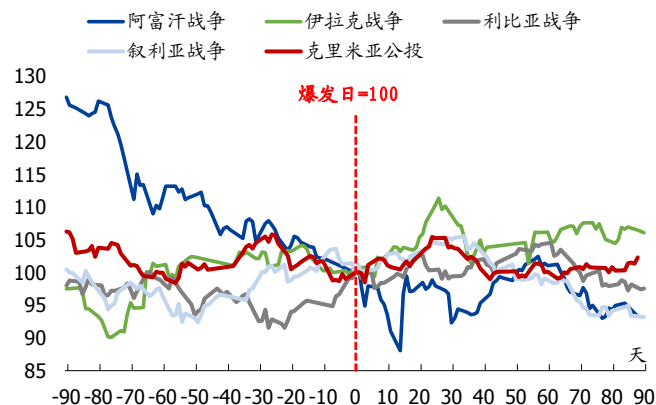
资料来源:央视新闻等,国盛证券研究所

图表3: 历次地缘冲突期间, 标普500指数走势



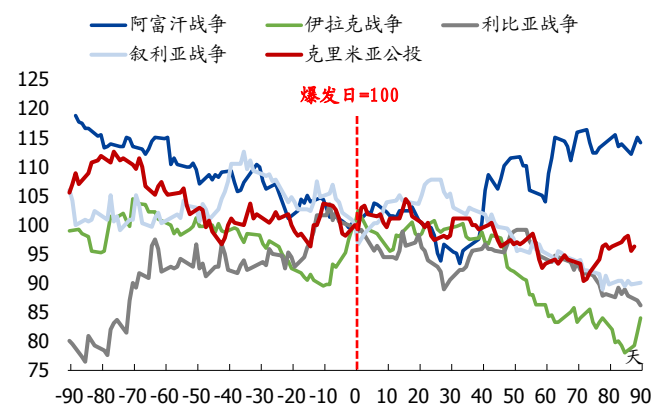
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 历次地缘冲突期间, 上证综指走势



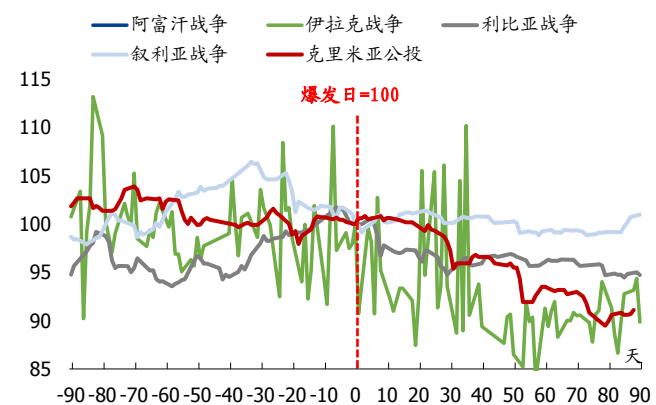
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 历次地缘冲突期间, 10Y美债收益率走势



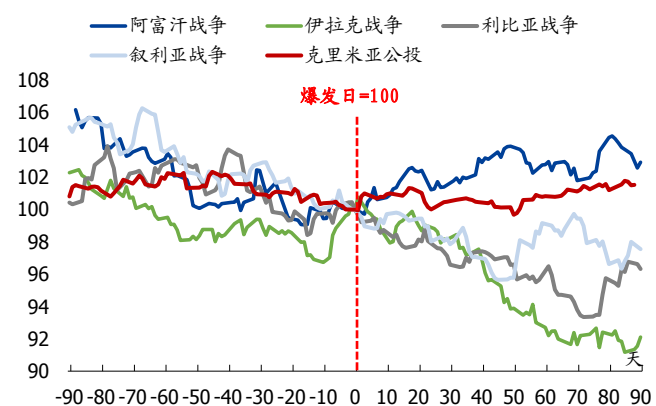
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 历次地缘冲突期间, 10Y中债收益率走势



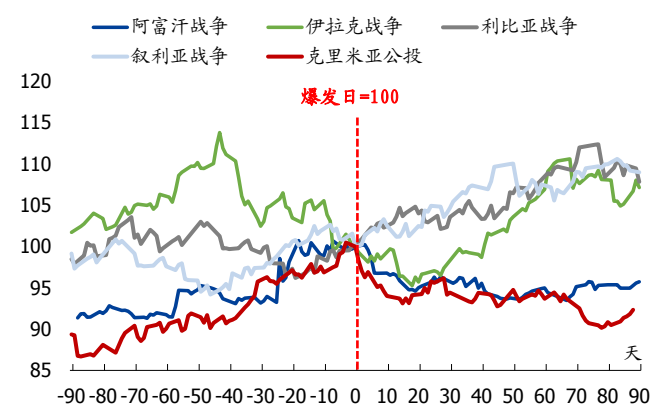
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 历次地缘冲突期间, 美元指数走势



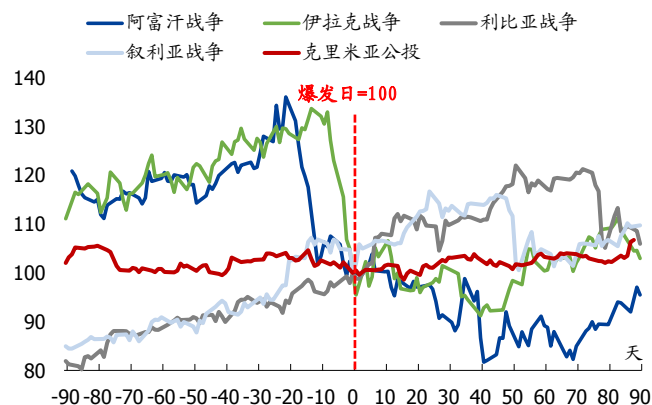
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 历次地缘冲突期间, 现货黄金走势



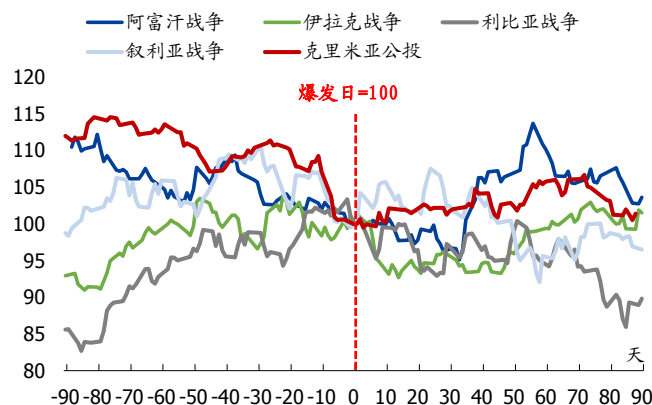
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 历次地缘冲突期间, 布伦特原油走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 历次地缘冲突期间, COMEX 铜走势



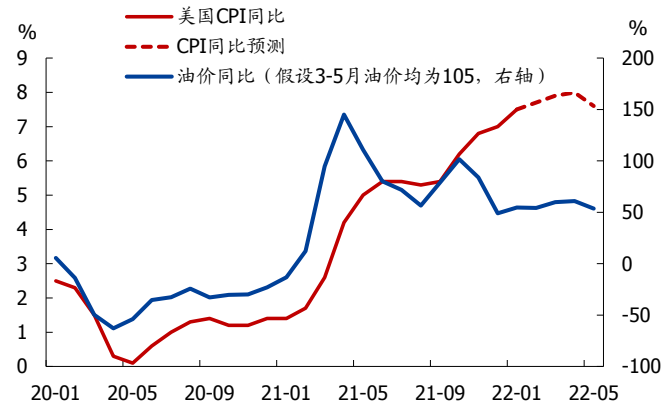
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 乌克兰和俄罗斯主要出口商品及全球份额

HS4 位编码	商品	乌克兰出口份额	HS4 位编码	商品	俄罗斯出口份额
1512	菜籽油	39.5%	2524	石棉	62.9%
7201	生铁	20.6%	7201	生铁	29.2%
9209	乐器零部件	18.7%	8401	核反应堆	26.7%
2306	提炼油脂产生的油渣	15.7%	7203	铁矿石	23.6%
1005	玉米	13.2%	1204	亚麻籽	22.9%
1003	大麦	11.8%	2619	钢铁冶炼产生的废渣	22.5%
7207	钢铁半成品	11.2%	2611	钨矿石	21.2%
6908	上釉的瓷砖	10.7%	7502	未锻轧的镍	20.8%
2508	粘土及石材	10.3%	8605	铁路或有轨电车客车	20.5%
1205	油菜或菜籽	9.1%	7207	钢铁半成品	19.8%
1001	小麦	8.0%	5904	油毡	18.9%
2614	钛矿石和精矿	7.8%	7501	镍冶金中间产品	18.7%
2706	煤焦油	6.6%	1512	菜籽油	18.3%
4408	饰面板、胶合板等	6.4%	1001	小麦	17.6%
9620	三脚架等支架	6.2%	2702	褐煤	17.1%
409	天然蜂蜜	6.0%	2816	镁、镓或铟的氧化物	15.9%
4402	木炭	5.1%	3104	矿物或化学钾肥	15.5%
4814	墙纸	4.7%	2701	煤炭	15.0%
2302	谷物加工产生的残渣	4.5%	2814	氨	14.1%
1404	蔬菜制品	4.2%	3105	其他肥料	14.1%
4405	木丝;木粉	4.2%	2715	沥青混合物	13.5%
2708	沥青	3.9%	8112	铍、铬、锆、钒等	13.4%
7208	热轧	3.9%	2503	硫磺	12.7%
2818	氧化铝; 氢氧化铝	3.5%	7110	铂金	12.3%
			2617	其他矿石	12.2%
			4801	新闻纸	12.1%
			1003	大麦	12.1%
			2709	原油	11.9%
			1206	葵花籽	11.9%
			6812	人造石棉纤维	11.8%

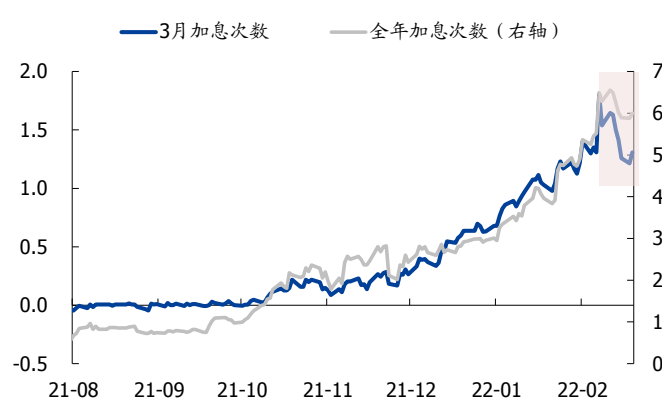
资料来源: WTO, 国盛证券研究所

图表 12: 油价上涨将加剧美国短期通胀压力



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 近期美联储加息预期明显降温



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 油价上涨 10%, 影响国内 CPI 约 0.09%

布伦特原油价格同比	对应布伦特原油价格: 以 2021 全年均价为基准, 美元/桶	CPI 居住水电燃料分项: 同比	CPI 交通工具燃料分项: 同比	对 CPI 同比的拉动
0%	70.9	0.0%	0.0%	0.0%
10%	78.0	0.8%	2.3%	0.1%
20%	85.1	1.6%	4.6%	0.2%
30%	92.2	2.4%	6.9%	0.3%
40%	99.3	3.2%	9.2%	0.4%
50%	106.4	4.0%	11.5%	0.5%
60%	113.5	4.8%	13.8%	0.5%
70%	120.6	5.6%	16.1%	0.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 油价上涨 10%, 影响国内 PPI 约 0.4%

布伦特原油价格同比	对应布伦特原油价格: 以 2021 全年均价为基准, 美元/桶	PPI 油气开采分项: 同比	PPI 燃料加工分项: 同比	PPI 化工制造分项: 同比	PPI 化纤制造分项: 同比	油价对 PPI 同比的拉动
0%	70.9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
10%	78.0	7.3%	4.1%	2.0%	2.2%	0.4%

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_37847

