



俄乌冲突，对当前的全球经济复苏有何影响

2022 年伊始，全球经济在不断攀升的新冠确诊人数和物价指数中继续复苏。当资本市场的目光紧盯全球央行如何进一步收紧货币政策时，今年第一只黑天鹅降临。2 月 21 日，俄罗斯宣布承认乌克兰东部两地区独立；2 月 24 日，俄罗斯入侵乌克兰。在战争结果未知、制裁尚未公布之时，我们如何判断俄乌冲突对 2022 年全球经济复苏的影响呢？

在 [2022 年市场展望](#) 中，我们对今年的全球经济给出了“东边日出西边雨”的判断，即 全球经济将呈现中国优于发达市场的复苏格局。我们认为，中国与发达市场在 宏观经济政策和经济韧性上的不同，是导致今年复苏分化的主要原因。作为黑天鹅事件的俄乌冲突，将进一步加深中国与发达市场的复苏分化。

如果用一个词表示这次地缘风险所带来的经济影响，就是“滞胀”。滞胀本身已经是当前全球经济复苏中最大的威胁，而俄乌冲突让威胁极大可能变成现实。能源价格的飙升将进一步推高此轮全球通胀，并导致除中国之外的全球央行加快收紧货币政策。

但是，市场也上不乏乐观解读：1) 对于此次冲突时间的预期较短，所以认为对油价和通胀的影响也是暂时的；2) 市场的不确定性有机会减慢各央行收紧货币政策的速度。而我们则认为，即使军事冲突快速结束，经济制裁也将延续一段时间，由于 全球通胀高企，就算只是短暂的能源价格升幅也会推高已经在升温中的通胀预期。因此，央行减慢货币收紧政策的空间也是有限的，更重要的是，最多也只是减慢、而非转宽松，预期中流动性收紧的大方向不会改变。

但对于中国经济我们是乐观的，西方的风险更突显出中国经济的稳定性。我们重申：**2022 年将是中国经济难得的一年**，货币和财政政策进入相对宽松拐点，叠加十四五结构性投资加大力度，今年的中国经济不单是稳，也将是有高质量增长的一年。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022 年 2 月 25 日

相关报告：

[《2022 年市场展望：东边日出西边雨》](#)
(2021-12-03)

[《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#) (2021-12-03)



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

宏观灼见

俄乌冲突，对当前的全球经济复苏有何影响

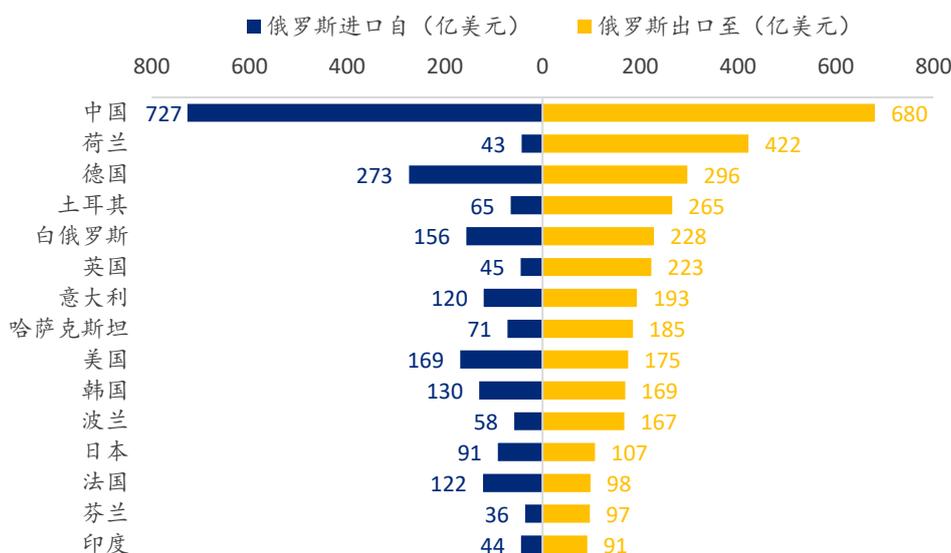
俄乌冲突，对当前的全球经济复苏有何影响

我们将从商品贸易、资金、资产价格来分析俄乌冲突如何影响当前的全球经济复苏。恶化的商品通胀风险有机会导致除中国之外的全球央行加快收紧货币政策，但我们认为，伴随的资金流回收和资产价格冲击对中国经济的影响有限，2022年将是中国经济明显超越海外经济的一年。

商品贸易的影响：最大风险是推高已升温的通胀预期，但油价上涨对实际经济影响相对可控

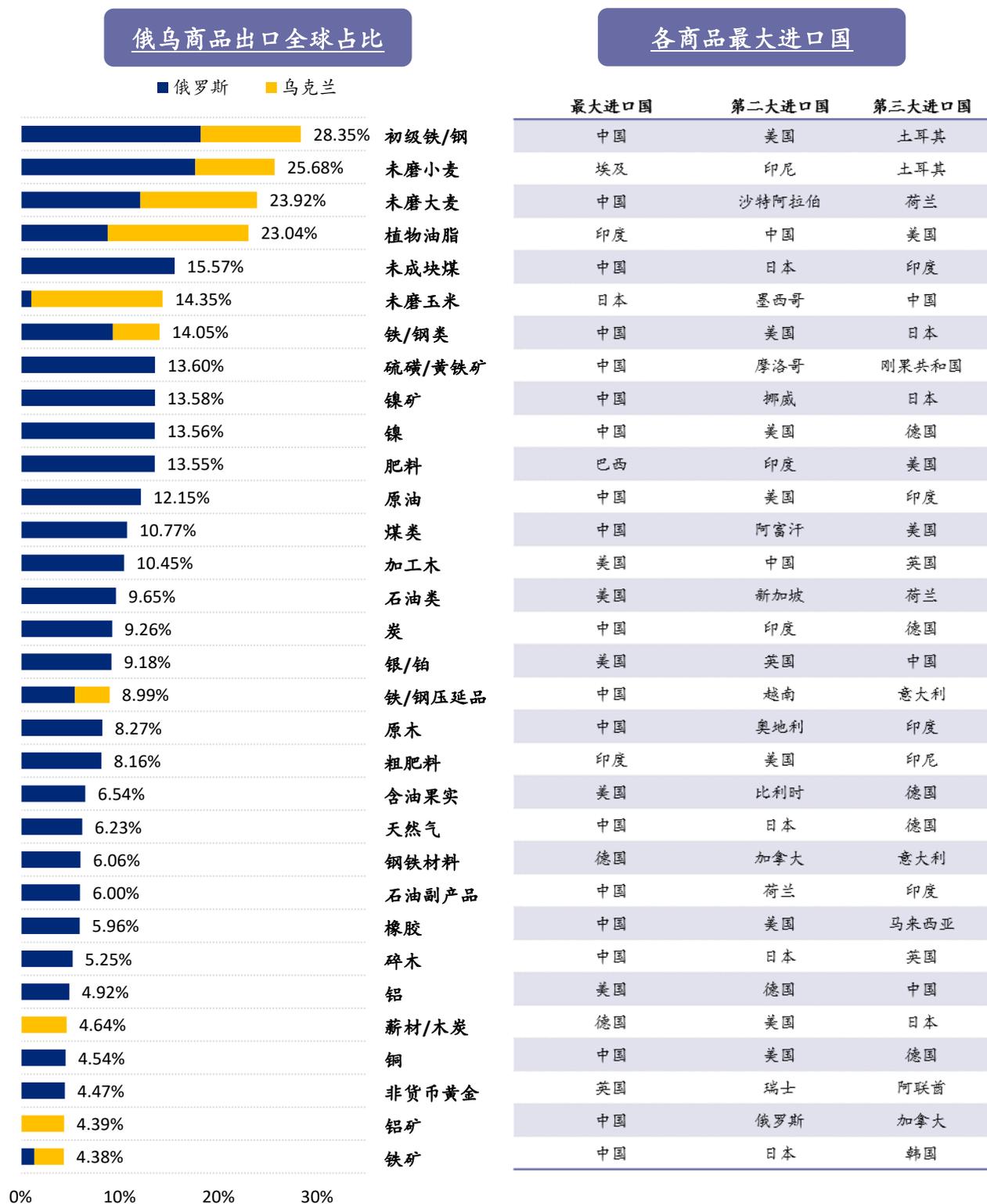
俄乌冲突将进一步影响全球能源价格。除了原油和天然气，俄乌也是全球一些主要粮食的主要出口国，俄乌两国的小麦和大麦出口就占据全球出口超过 20%，而玉米出口的全球占比也接近 15%，加上肥料出口超过 20%，俄乌冲突对于粮食通胀会有较大的影响。另外，俄乌也是几类金属的主要出口国家，如初级铁矿石、制造用的铁钢材料、镍、铂金等，这也将进一步推高制造业和建筑业的用料价格。对于依赖这些商品进口却同时有经济制裁俄罗斯的国家，相信影响会较大。由于中国没有跟俄罗斯有经济和政治上的冲突，我们相信即使中国也进口大部分这些商品，受影响程度较小。

图表 1：2021 年，俄罗斯与主要贸易国的进出口数据



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 2：俄乌 2020 出口全球的主要商品

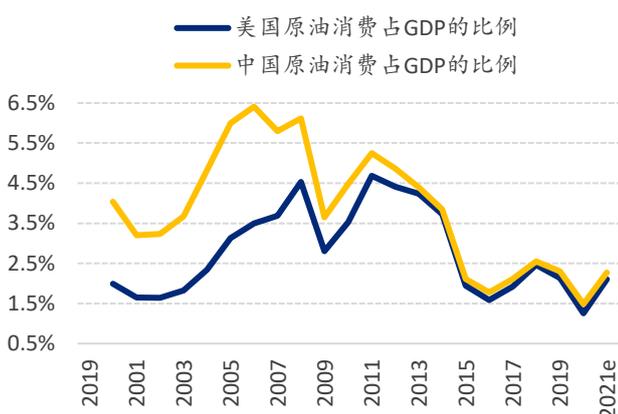


资料来源：United Nations、浦银国际

俄乌冲突将不可避免地影响到东起俄罗斯、西至德国、途径乌克兰的输油管网（“友谊输油管道”，Druzhba Pipeline）。后续的经济制裁也将在一段时间内影响俄罗斯对欧元区的原油、天然气出口，这将直接影响欧元区的能源供应。俄罗斯是全球第二大的原油出口国，2020年占全球原油出口的12.2%，因此俄罗斯的原油供应对于油价的影响不会小于一些中东国家，譬如伊拉克（7.8%）、科威特（4.8%）等，1990年初的海湾战争令油价在短时间内翻倍。自2020年起，俄罗斯是OPEC+的主要协议国，占OPEC+协议产量的25%。另外，俄罗斯天然气出口的全球占比更是达到21%。综合来看，俄罗斯的“油+气”对于全球的能源价格有举足轻重的影响力。

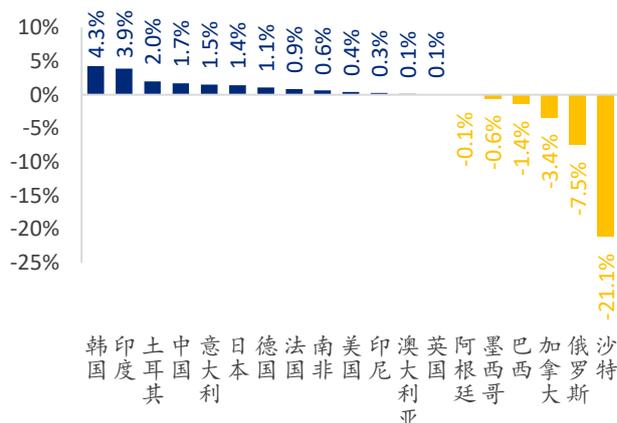
我们认为，相比于油价对实际经济的影响，更需担忧的是油价上涨给通胀带来的风险。这是因为过去十年，油价下降，且逐渐转向可再生能源，使原油消费在GDP中的占比一直稳步下降。因此，较以往的石油危机而言，当前油价上涨或对经济增长的影响较小，因为原油占GDP的比重本身在一个低基数上。

图表 3：中美原油消费占 GDP 的比例



注：e=浦银国际预测
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 4：疫情开始前（2019年），G20 经济体石油净进口额占 GDP 的比重

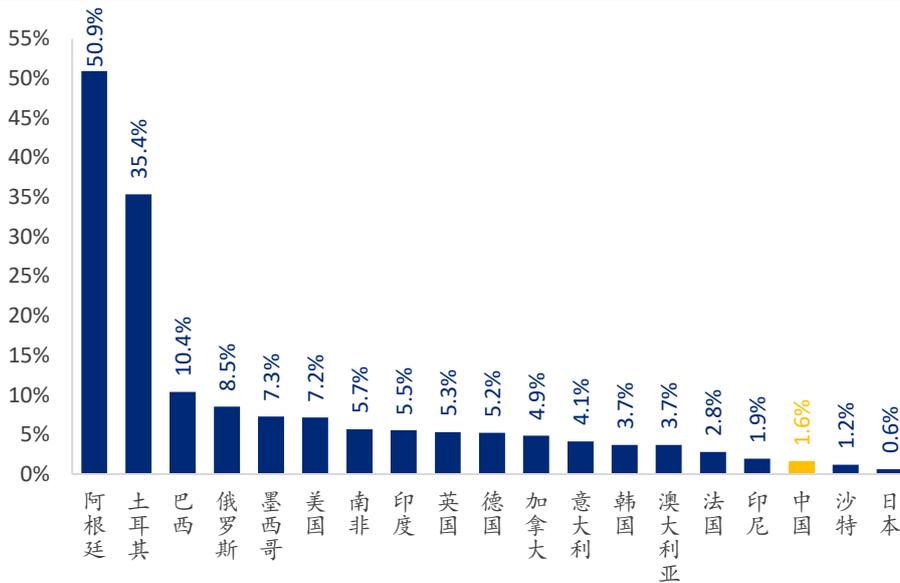


注：未包含欧盟
资料来源：Macrobond，浦银国际

然而，对通胀的影响则是另一回事。目前，许多主要经济体的通胀率已经远远超出其央行的舒适区，而且由于世界各地疫情反复，供应端驱动的通胀因素未能足够快地缓解。这里我们所说的“足够快”，是相对于需求的回升而言。在经济持续放开的情况下（供应加快有助于缓解通胀，但同时也会促进需求导致通胀），更重要的是，能否“足够快”地对抗不断上升的通胀预期，因为这可能导致价格的螺旋式上升。因此，关键不在于供应驱动的通胀是否见顶，而在于见顶速度是否够快，否则，解决通胀压力的唯一办法，就是央行“足够快”地收紧货币政策。

在这方面，中国目前的情况要安全许多：石油消费方面，中国与美国的基数一样很低，而通胀方面，中国则比美国低得多，过去三个月，中国的CPI平均增长率为1.6%，美国为7.2%。简而言之，相比美国和其他多数G20经济体而言，目前的地缘政治紧张局势所导致的能源价格上涨压力对中国经济的影响要小得多。

图表 5：2021 年 11 月-2022 年 1 月，G20 经济体 CPI 同比增速均值



注：未包含欧盟

资料来源：Macrobond，浦银国际

从整体贸易角度看，中国经济自我维持能力也较强。中国是G20经济体中进口占GDP比例最低的国家之一，2020年进口额只占中国当年GDP的16.0%，这意味着中国也不大容易受到供应冲击和相关产品价格上涨导致的进口通胀的影响。

图表 6：2020 年 G20 经济体进口占 GDP 比例



注：未包含欧盟

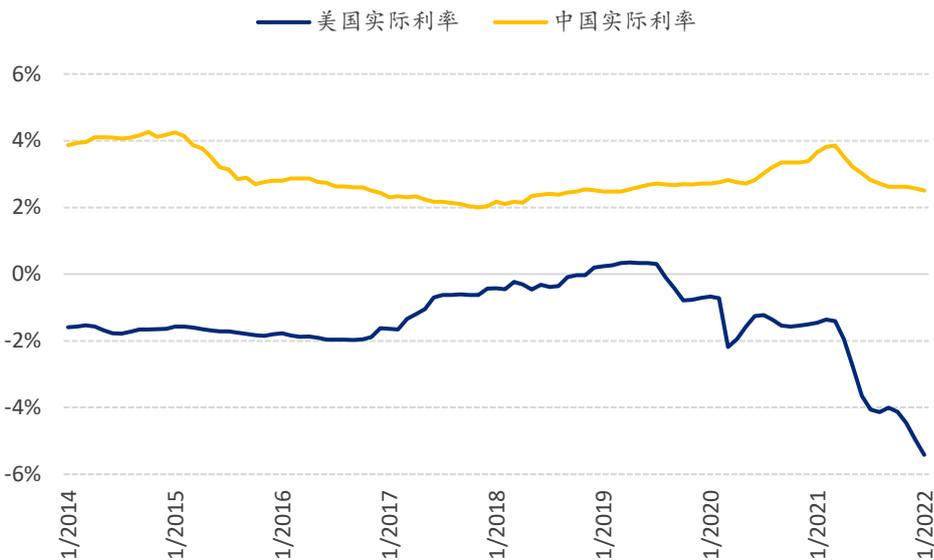
资料来源：Macrobond，浦银国际

资金流的影响：中国有更大的货币政策调控空间，流动性“外紧内松”

随着通胀压力的增加，或者说通胀压力没有快速消退，除中国外的全球其它央行将不得不加快收紧货币政策。即使经济仍有可能放缓，也没有货币宽松的空间了。

当前，中国是少数几个货币政策仍有宽松空间的经济体。相比之下，发达市场央行正面临收紧货币政策的加速点，加息和缩表已提上日程。目前，美国实际利率深陷负区间，预计一个加息周期后才有望回归 0% 以上。相比之下，中国当前的实际利率与疫情前的水平相当、仍有下行空间，中国央行在货币政策调控方面也提前进入拐点右侧。我们认为，今年国内流动性将边际宽松，与海外流动性趋紧形成鲜明对比。在俄乌冲突后，避险情绪和不确定性使得全球整体流动性偏紧，叠加美联储加息临近，国内宽松的货币政策环境更有利于经济复苏。

图表 7：中美两国的实际利率走势



注：实际利率 = 政策利率 - 核心 CPI 同比增速（3 个月移动平均）

资料来源：Macrobond，浦银国际

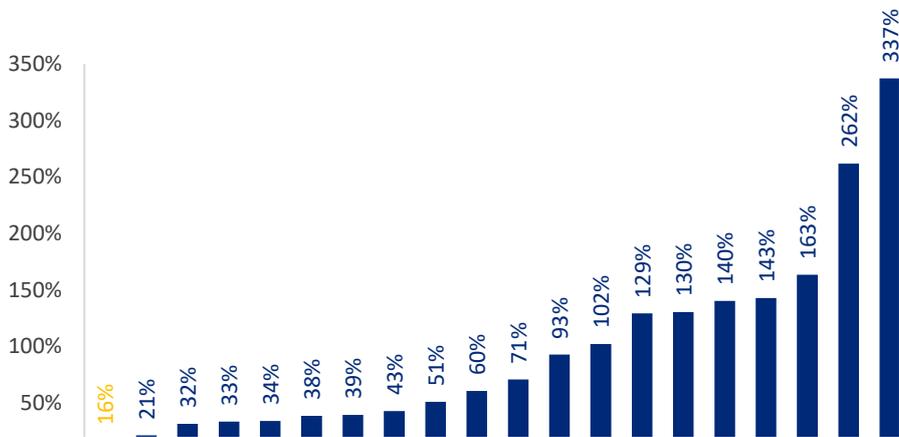
在流动性逆转过程中，资金需求较高的经济体将受到更大的冲击。在这方面，中国凭借其充足的外汇储备，以及出口韧性支撑下可观的经常账户盈余而优于其它 G20 经济体。高杠杆率的经济体在紧缩周期中更容易受到加息的冲击。2021 年，中国在强劲的出口增长支撑下，精准把握时间点，率先进行了去杠杆化、成功降低宏观杠杆率约 10 个百分点，使得自 2020 年新冠大流行以来，中国宏观杠杆率仅出现个位数增长。与此同时，其他主要经济体的宏观杠杆率则在同期跃升了 20% 以上。随着借贷成本的增加，他们将不可避免地感受到高杠杆对经济增长的拖累。

图表 8：2020 年 G20 经济体外汇储备占 GDP 比例



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 9：2020 年，G20 经济体外债占 GDP 比例



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_38190

