

俄乌冲突：全球通胀“黑天鹅”？

报告日期：2022-02-24

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

主要观点：

●事件：北京时间2月22日凌晨，俄罗斯总统普京签署总统令承认“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”，并签署友好合作互助条约。普京称，一旦俄罗斯与上述地区签署互助协议，俄罗斯军队将发挥“维和”作用，俄乌冲突将进一步升级。作为回应，美国宣布对俄罗斯进行制裁，欧盟、英国、日本也先后宣布对俄罗斯进行制裁。24日，俄罗斯在顿巴斯地区开展特别军事行动，俄乌军事冲突全面爆发。

●俄乌冲突核心矛盾为北约东扩，战争全面爆发引起市场动荡。

俄乌冲突的核心矛盾为北约不断东扩挤压俄罗斯战略生存空间，引发俄罗斯强力反弹。而2021年底以来，外交手段未能解决俄乌紧张局势，导致冲突进一步升级。

1.自1999年以来，北约一共进行了5次东扩，且大多数都是前苏联国家，使得俄罗斯战略空间越发逼仄，引发其强力反弹。而2014年克里米亚危机后，乌克兰政府更加积极寻求加入西方阵营，甚至将加入北约写入宪法。泽连斯基当选后，更是不断倒向西方，引发局势不断升温。

2021年10月美国力挺乌克兰加入北约，触及俄罗斯在乌克兰问题上的底线，俄乌在乌东部地区的对峙变得更加紧张。2022年1月，俄乌互相指责双方在边境部署大量士兵，而美国等西方国家加大对于乌克兰的军事援助，使得该事件国际影响升级。其后，俄、乌、德、法等国虽曾多次举行会谈，试图寻求和平外交手段解决，但是由于双方诉求存在重大分歧，谈判无果而终。

俄乌不断升温的局势促使原油价格一路上行，国际投资者风险偏好降低导致避险资产价格上升和全球权益市场的短期下挫。

2.谈判破裂后，边境多次发生小规模交火事件。而普京于当地时间2月21日宣布承认乌东两地区为独立共和国，并签署友好合作互助条约，意味着俄罗斯武装力量或将进驻该地区。随后，美国、欧盟、英国、加拿大、日本等国均发布对俄罗斯的制裁措施，但美国总统拜登表示不会出兵帮助乌克兰。俄罗斯也开展了进一步行动，24日，俄罗斯在顿巴斯地区（即乌克兰东部的卢甘斯克和顿涅茨克两州）展开特别军事行动，并“建议”还在当地的乌克兰军队“离开”，并表示将对乌克兰进行“非军事化”。此后事态快速发酵，引发全球市场动荡。

24日，俄罗斯向乌克兰展开全面军事行动，全球股市大幅下挫。上证指数一度跌至2%，其中黄金珠宝、军工板块逆势上涨；美股三大股指下跌2%左右，欧洲股市跌至5%；日经、恒生指数分别跌1.8%、3.2%。战争引发的避险情绪使黄金、白银等贵金属上涨，截至24日，COMEX黄金最高达到1976美元/盎司；布伦特原油价格突破100美元/桶。

●局势继续升级对全球经济与通胀影响预计有限。

1.俄罗斯经济受影响程度或不显著，且俄乌局势继续升级对全球经济影响可能有限。一是此次制裁相对“温和”，对俄罗斯经济影响或不显著。2014年克里米亚危机后美欧等国对俄罗斯采取了长期的制裁措施，涵盖金融、投资、贸易方面。其中投资类的制裁导致俄罗斯企业在一级市场的投融资渠道堵塞。同时，美国将俄罗斯重要能源企业列入制裁清单，禁止本国向其提供技术或项目的支持。在这种制裁下，俄罗斯国内外资出逃，外商投资净流入大幅缩减，2015年俄罗斯的GDP增速达-1.97%。同时外汇储备大幅下降，卢布贬值，迫使俄罗斯为保持货币政策独立性改为采用浮动汇率制。与之相比，此次制裁对俄罗斯影响或不显著。首先，经历上一轮制裁后俄罗斯对外债的依赖明显降低，近年来俄罗斯逐渐减少以美元作为国际结算货币，欧元结算占比有所上升。若美欧再次对俄罗斯投融资市场进行制裁，对俄影响或相对较弱。其次，第一轮制裁中影响最大的是欧洲暂停“北溪二号”天然气项目的认证审批，此外尚未对俄金融体系产生较大打击。

二是俄罗斯经济占全球比重较低，即使考虑能源及农产品，对全球经济的影响依旧有限。俄罗斯目前在全球经济占比不足2%，比例较低。对于其主要出口的能源与农产品，影响可能也不会太大。这些商品在现阶段大多面临供给缺口，大概率不会受到制裁。短期内相关产品运输可能会受到影响，但是长期来看，我们预计对全球经济造成的负面影响或将有限。

2.冲突升级对能源价格或有短期脉冲，但对全球通胀影响可控。当前欧美等国能源形势紧张，且目前制裁并未涉及俄罗斯能源出口等环节。因此俄乌冲突升级对能源价格或有短期脉冲，但对全球通胀的影响可控。

自2021年以来，欧美等国家能源形势严峻，供需缺口巨大，导致原油与天然气等能源价格飙升，从而带动国内通胀水平屡创新高，给国内民生以及经济政策制定实施带来巨大压力。而俄罗斯是世界上重要的能源生产与出口大国，其石油与天然气产量分别占全球11.4%及16.6%。特别是对于欧盟而言，俄罗斯的能源供应至关重要。俄罗斯原油出口的6成流向欧洲，天然气也占到欧洲进口的20%，若能源供应中断，欧洲通胀水平将出现失控性暴涨。对于美国而言，虽然其能源供应不受影响，但能源价格高企可能会导致已在高位的通胀水平有失控危险。所以欧美国家在首轮制裁中并未涉及现有运行的能源运输通道。短期来看，由于俄乌冲突升级，能源价格受到地缘政治因素主导，会有脉冲式上涨。但冲突降温后，由于俄罗斯在全球能源供应中的

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01

2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“鹰”声嘹亮-美联储1月议息会议点评》2022-01-27

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美联储会加快行动么？-美国1月CPI数据点评》2022-02-11

重要地位，欧美国家不会完全断绝与俄罗斯的经贸关系，现有能源供应将依旧保持。此外，危机升级还会促进美国尽快推进伊核协议谈判进程，推动伊朗石油进入全球市场，从而稳定全球市场原油价格。目前美国已经是对欧洲最大的液化天然气（LNG）供应者，危机必然加速美国对欧洲出口，推动天然气价格趋于稳定。因此，此次危机对于全球通胀影响或在可控范围之内。

● 本次冲击对资本市场是短期扰动还是长期影响？

1. 股债市以短期扰动为主，中长期影响较弱。盘点 20 世纪以来全球发生的局部地缘政治冲突事件——2001 年阿富汗战争、2003 年伊拉克战争、2008 年俄罗斯格鲁吉亚战争、2011 年叙利亚内战、2014 年俄乌冲突，可以看出地缘性冲突对权益市场的影响主要以短期的情绪面为主。冲突发生的三天内，全球主要股指呈下跌趋势，平均跌幅较大，但战争发生期间的股市涨跌幅逐渐缩小，下跌趋势放缓。且这几次局部战争持续时间短，一个月左右股市震荡就会减弱并回弹。因此，我们认为局部地缘冲突对股市的中长期影响较弱。战争对全球主要国家债券收益率的影响表现为短期内下行，中长期或是震荡上升，或是持续下跌趋势，长期国债收益率更多反映本国经济预期，未受到战争波及的国家中长期债市受影响有限。

可以看到，本次危机爆发后全球股市的大幅下挫印证了历史规律，中国国债利率也有小幅下行。但中长期股债市将逐步回归原本趋势，新兴市场回弹幅度或相对更强。

2. 避险资产在战争爆发后并不一定上涨，战争短期内提振原油价格。黄金价格在历次战争发生后的表现并不完全一致。在伊拉克战争、叙利亚内战、2014 年俄乌冲突爆发后，黄金价格显著上涨，持续 10 天至 1 个月不等。而阿富汗战争和俄罗斯格鲁吉亚战争爆发带来金价的下跌。可见历史上局部战争爆发短期内并不一定推动金价上涨。本次冲突爆发前后黄金价格的大幅上行验证了全球避险情绪旺盛。我们预计，若局势再升级，短期内金价仍将冲高，但中长期难以维持上涨趋势。

由于新世纪以来地缘冲突大多围绕中东地区国家或俄罗斯等原油生产国，大宗商品价格易受战争影响。原油和天然气的价格在战争爆发期间普遍上涨。叙利亚、伊拉克、乌克兰战争中原油价格上涨幅度较大。战争爆发从供给和市场预期方面提振油价，涨势最久维持 20 天左右，但随后还是回归其基本面。回到当下，我们预计短期俄乌冲突将推动油气价格再度上涨。不过正如前文所述，冲突降温后，预计油价将回归平稳。

综上，我们预计本次地缘冲突事件对权益市场的影响仍以短期为主，对大宗商品短期利好，中长期影响较为有限。

● 风险提示

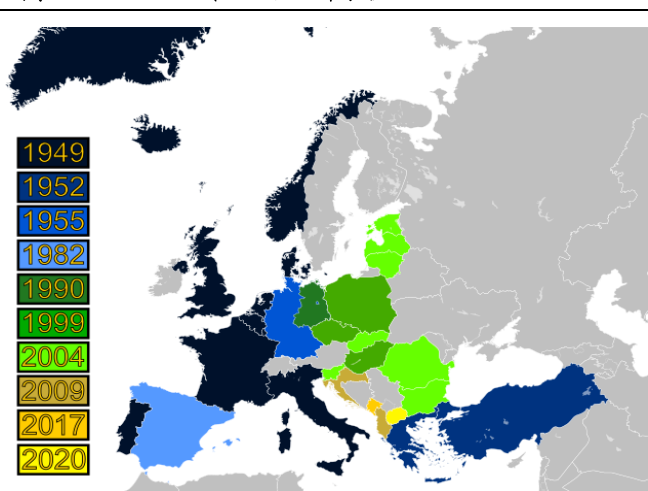
俄乌冲突程度超预期，地缘政治风险超预期。

图表 1 俄乌冲突时间轴

2014年4月	乌克兰东部顿巴斯地区爆发乌克兰政府军和当地民间武装之间的大规模武装冲突。民间武装随后宣布成立“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”。经国际社会斡旋，冲突双方分别于2014年9月和2015年2月在白俄罗斯首都明斯克达成停火协议，此后大规模武装冲突得到控制，但小规模交火时有发生
2021年8月	乌克兰总统泽连斯基，美乌签署军事合作文件，美对乌追加6000万美元军事援助
2021年10月	美国防部长访乌，力挺乌克兰加入北约
2021年12月	俄罗斯和乌克兰互相指责在边境地区大量部署士兵
2022年1月上旬	俄先后与美国、北约、欧洲安全组织举行对话讨论乌克兰问题，无实质性进展
2022年1月22日	美国援助乌克兰的一批军火运抵首都基辅
2022年1月23日	美国国务院授权美驻乌大使馆的政府工作人员自愿撤离
2022年1月24日	北约宣布向东部地区增派军舰和战机
2022年2月2日	美国白宫批准向欧洲增派约2000名美军
2022年2月12日	美媒声称俄罗斯将在2月16日“入侵”乌克兰，多国敦促本国公民离开乌克兰
2022年2月15日	美国务卿宣布关闭美驻乌克兰大使馆；普京称已做出决定从乌克兰边境部分撤军
2022年2月17日	俄媒称乌克兰武装部队违反停火协议，向位于乌克兰东部的“卢甘斯克人民共和国”四地区发射迫击炮弹和手榴弹
2022年2月22日	普京宣布承认顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国；美国、英国、加拿大宣布对俄展开制裁

资料来源：新华社，环球网，华安证券研究所整理

图表 2 21 世纪以来北约不断东扩



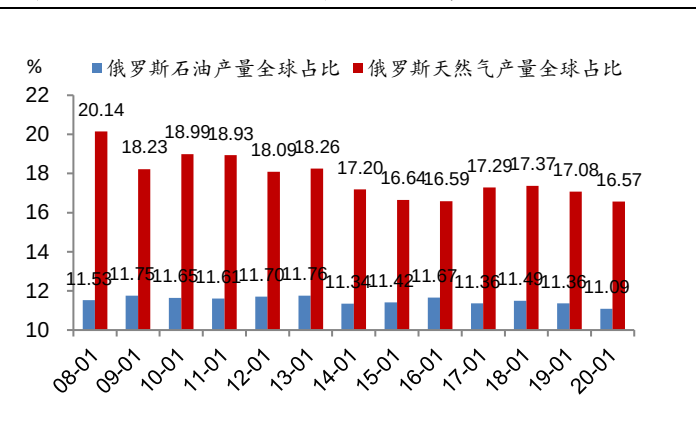
资料来源：维基百科，华安证券研究所

图表 3 西方国家对俄罗斯制裁内容

国家	制裁内容
美国	1.对俄罗斯实行经济制裁，制裁对象包括为俄经济发展和军队建设提供资金的两家大型国有金融机构及其附属机构、俄主权债券市场和5名与俄政府有关联的个人及其亲属。2.冻结受制裁的俄金融机构在美资产、禁止美国个人和企业与其交易、将其排除在全球金融体系之外，并阻止其获取美元资产。3.禁止美国个人和企业在二级市场投资俄政府机构发售的债券。
欧盟	1.对俄罗斯议会下院议员进行制裁，冻结其资产和禁止向其颁发签证；2.制裁27个“破坏或威胁”乌克兰独立、主权、领土完整的个人和实体等。
英国	制裁5家俄罗斯银行和3名俄罗斯富商，并禁止英国个人和实体与受制裁对象从事交易。
日本	1.暂停向“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”相关人员发放签证；2.冻结其资产、禁止日本个人或实体与上述地区进出口交易等。

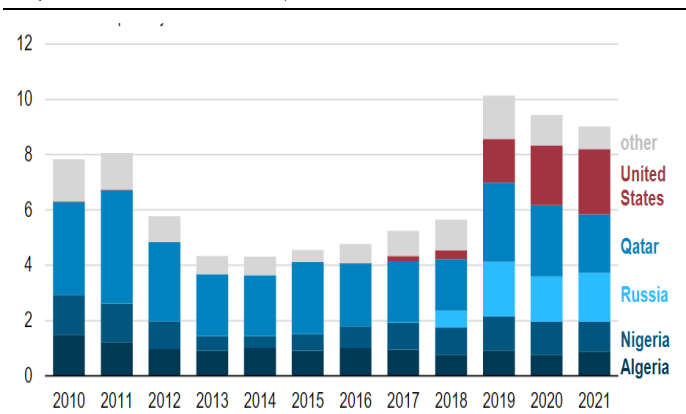
资料来源：央视新闻，华安证券研究所

图表 4 俄罗斯石油和天然气产量占比高



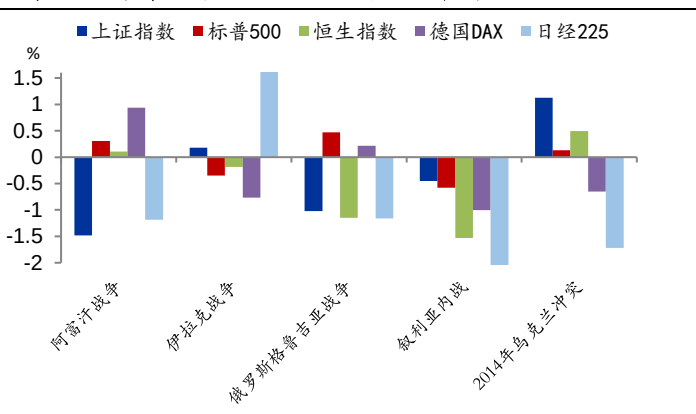
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 欧洲天然气进口来源占比



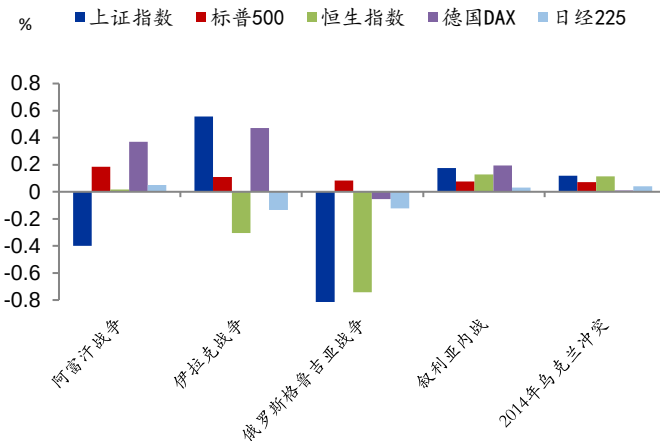
资料来源：EIA，华安证券研究所

图表 6 地缘冲突爆发后三天主要股指平均涨跌幅



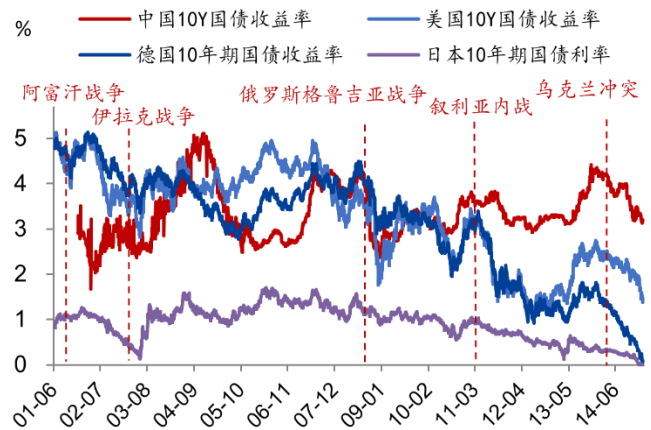
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 地缘冲突期间主要股指平均涨跌幅



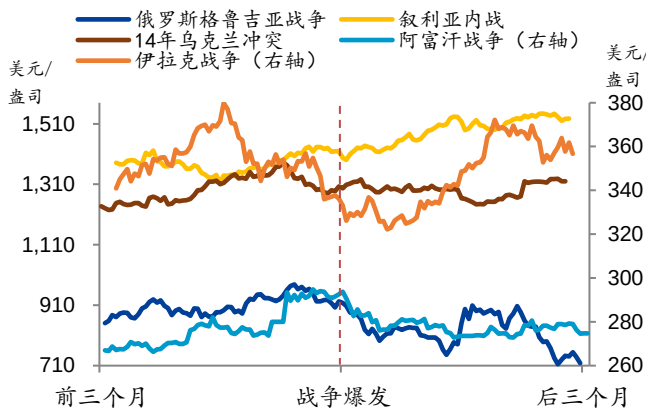
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 地缘冲突发生后国债收益率多下滑



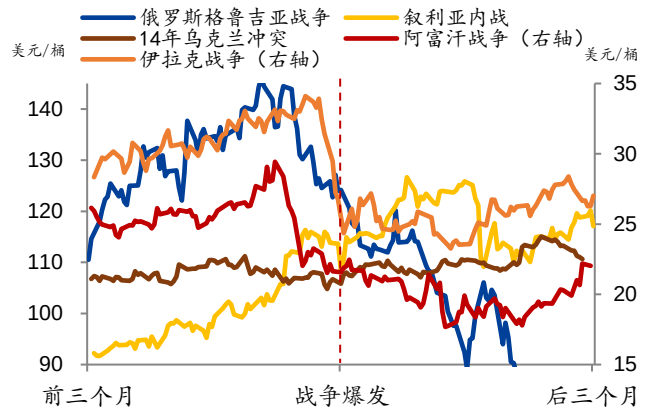
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 地缘冲突期间黄金价格涨跌不一



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 地缘冲突发生后布伦特原油价格多数上涨



资料来源: wind, 华安证券研究所

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_38207

