



报告日期：2022年3月1日

## “俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中空”但国际油价或“短多中空”

### 风险因素

1.美联储加息力度超预期。

### 相关报告

- 1.英大宏观评论（20220222）2022年CPI突破3.0%的概率较低，PPI年内低点大概率位于10月
- 2.英大宏观评论（20220217）短期内大小型企业制造业PMI的差值难以大幅收窄，1季度城镇调查失业率大概率阶段性上行
- 3.英大宏观评论（20220214）发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告
- 4.英大宏观评论（20220210）2022年税收收入增速大概率较2021年下行，民生是2022年财政支出的重点领域
- 5.英大宏观评论（20220207）短期内宏观经济尚处被动补库存阶段，新的减税降费支撑2022年利润增速
- 6.英大宏观评论（20220125）1季度货币政策还将“稳中有松”，短期内10年期国债到期收益率反转概率较低
- 7.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 8.英大证券国内宏观高频周报（20220117）下游十大城市商品房成交套数、成交面积大幅反弹，中游玻璃期货结算价大幅反弹，上游国际原油价格延续上行趋势
- 9.英大证券海外宏观一周纵览（20220117）美国12月零售和食品服务销售额同比回落，欧元区11月失业率逼近历史新低，日本11月景气动向先行指数、一致指数均反弹
- 10.英大证券国内宏观高频周报（20220111）下游十大城市商品房成交套数、成交面积下行，中游唐山高炉开工率大幅反弹，上游国际原油价格持续大幅上行
- 11.英大证券海外宏观一周纵览（20220110）美国12月ISM制造业PMI高景气区间回落，德国11月零售销售同比反弹，日本11月家庭月消费性支出实际同比下行

### 报告概要：

- 近期俄罗斯与乌克兰地缘冲突快速升级。我们点评如下：
  - 一、“俄乌冲突”短期大概率还将升级，中长期或将不乐观；
  - 二、“俄乌冲突”利空全球经济，大概率延缓各国退出宽松政策的时点、力度或者进程；
  - 三、“俄乌冲突”中短期利多国际金价，国际油价则面临“短多中空”的局面。

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电 话：0755-83008511

E-mail：houchengzheng@163.com



## 目录

一、“俄乌冲突”短期大概率还将升级，中长期或将不乐观.....	3
二、“俄乌冲突”利空全球经济，大概率延缓各国退出宽松政策的时点、力度或者进程.....	4
三、“俄乌冲突”中短期利多国际金价，国际油价则面临“短多中空”的局面.....	5



## 一、“俄乌冲突”短期大概率还将升级，中长期或将不乐观

判断“俄乌冲突”走势是判断“俄乌冲突”背景下的大类资产走势的前提条件。对此，我们的基本观点是，“俄乌冲突”短期大概率还将升级，中长期或将不乐观。

首先，我们看“短期大概率还将升级”。在2月24日俄罗斯对乌克兰发动进攻之后，俄罗斯的攻势在基辅附近遇到阻碍。2月28日俄乌双方在戈梅利州靠近白乌边境处谈判失败，符合我们的预期。我们认为短期之内后续几轮俄乌之间谈判达成协议的概率较低。从**双方的目标看**，俄罗斯的目标是乌克兰全境非军事化，使之成为俄罗斯与北约之间的缓冲地带，而乌克兰的目标则是加入北约，寻求其保护。二者不可调和。从**谈判意愿看**，俄罗斯方面具有较强的和谈意愿：**一是**因为俄罗斯的经济实力有限，而在进攻乌克兰期间军费开支较大；**二是**俄罗斯进攻乌克兰具有较强的突袭色彩，导致乌克兰方面措手不及，而在占据相对有利局面的背景下，时间拖越长，乌克兰缓过劲来的概率就越大。基于以上两点，俄罗斯有速战速决的需求。反观乌克兰方面，虽然目前处于守势，且战场在本国土地上，只要俄军不撤退，基辅就面临压力，但是乌克兰本土作战，具有以逸待劳的优势，并且时间站在乌克兰这边。通过拖延时间，乌克兰**一**可以得到美欧更多的援助，**二**可以让俄罗斯在经济上承压。这两方面都是俄罗斯所忌惮的。在速战速决的需求下，俄罗斯必须攻下基辅，才能扭转局势。也就是说，俄罗斯要想在谈判桌上取得主动，必须在战场上发挥出极大的优势，乃至压倒性的优势。“在战场上占据压倒性优势，则在谈判桌上占据压倒性优势”。在战局胶着的背景下，俄罗斯有在军事上使出“大招”的冲动。基于这一点，“俄乌冲突”短期大概率还将升级。

其次，我们看“中长期或将不乐观”。我们做出这一判断的依据是，乌克兰急于谋求加入北约，而北约大概率继续东扩。在此基础上，我们认为未来8年之内，乌克兰问题大概率持续存在。乌克兰大概率取代中东地区，成为美俄两国角力的“主战场”。这一判断的依据有以下五点。**第一**，2014年以来，“克里米亚事件”持续发酵到2022年。在过去的8年里，俄乌矛盾没有缓解，反而愈演愈烈，我们有一定的理由推断，在未来8年里俄乌矛盾得到彻底解决的概率较低。**第二**，1999年至2022年北约持续东扩，已经进行如第24个年头。虽然波罗的海三国加入北约已经使得北约东扩至俄罗斯边境，但是乌克兰地理位置较波罗的海三国重要，因为它国土面积大，紧邻黑海，且是俄罗斯管道通往欧洲的必经之路，此外，乌克兰人为斯拉夫民族，与俄罗斯人同种同源。**第三**，如果乌克兰加入北约，黑海斜对岸的格鲁吉亚大概率跟随加入北约，这将对俄罗斯形成战略包抄，而这是俄罗斯绝对不能接受。**第四**，美俄之间存在较强的冷战情节，与此同时，欧洲国家出于历史原因对俄罗斯较为排斥。**第五**，经过此次“俄乌冲突”，俄乌的关系彻底决裂，乌克兰大概率彻底倒向西方，更为迫切地希望加入北约。乌克兰族占乌克兰人口的大多数，从国家领导人层面看，乌克兰政权大概率继续由乌克兰族控制，2014年之后乌克兰总统均出自乌克兰族就是例证。



回顾国际关系发展史，“国家利益至上”是国际关系的“铁律”，是一切国际政治活动的底层逻辑。不论是北约东扩，还是“俄乌冲突”，均是美俄两国国家利益对抗的体现。在美俄两国经济实力以及综合国力悬殊的背景下，美国与俄罗斯的力量对比将继续向美国倾斜。综合国力不平衡在军事上的体现，就是未来北约大概率继续东扩，进一步挤压俄罗斯的战略空间，而俄罗斯作为大国以及传统军事强国，大概率奋起反抗。在此背景下，俄乌两国关系在中长期或将不乐观。

## 二、“俄乌冲突”利空全球经济，大概率延缓各国退出宽松政策的时点、力度或者进程

在“俄乌冲突”短期大概率还将升级，中长期或将不乐观的背景下，全球经济增速大概率承压。“俄乌冲突”对宏观经济的利空传导路径主要有以下三条。**第一**，以美国为首的西方国家对俄罗斯的制裁力度不断加大，如2月26日美国与欧盟、英国和加拿大发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）国际结算系统，再如德国单方面叫停“北溪2号”项目。以上行为均降低全球资源配置效率。**第二**，“俄乌冲突”大概率推升国际油价，以及部分粮食的价格，进而推升全球通货膨胀，利空全球总需求。**第三**，“俄乌冲突”可能催生全球军备竞赛，导致将用于投资的资金转移至购买军备上。2月27日德国总理朔尔茨发表声明，宣布联邦政府将从今年的财政预算中拨款1000亿欧元用于设立一次性的国防“特别基金”，以支持投资和军备项目。他同时承诺，德国将“从现在开始，把国内生产总值的2%以上用于国防”。

即使不考虑“俄乌冲突”，2022年至2023年全球宏观经济增速大概率渐次下行。我们做出这一判断的主要依据是摩根大通全球制造业PMI以及OECD综合领先指标均已越过高点。在全球宏观经济高点已过的背景下，叠加2021年的高基数，预计2022年全球经济增速在2021年的基础上确定性下行。展望2023年，摩根大通全球制造业PMI大概率跌破荣枯线，全球经济增速大概率在2022年的基础上再下行。在以上背景下，“俄乌冲突”的爆发，给全球宏观经济再次蒙上了阴影，进一步利空2022年至2023年全球经济增速。

在货币政策方面，“俄乌冲突”在增强全球经济脆弱性的同时，大概率延缓各国退出宽松政策的时点、力度或者进程。**美国方面**，此前市场纠结于3月美联储加息幅度数25个基点还是50个基点。众所周知，美联储的利率决议在主要考虑美国的经济增速、就业率与通胀率的同时，会兼顾考量海外风险因素。“俄乌冲突”的爆发，与美国有千丝万缕的联系，很大程度上加大美国面临的海外风险，降低美联储加息50个基点的概率，加息25个基点成为大概率事件。我们坚持在《英大宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告（20220214）》中3月美联储加息“25个基点的概率较大”的判断。**欧元区方面**，2月24日欧洲央行管委、奥地利央行行长Robert Holzmann称，乌克兰冲突可能会推迟欧央行退出刺激政策的计划，而货币市场将欧洲央行首次加息时间预期推迟至9月，2月早些时候预计为6月。我们坚持在《英大



宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告（20220214）》中“考虑到净债券购买停止的时点，预计欧洲央行加息的时点不会早于 9 月”的判断。**G20 方面**，2022 年 2 月 17-18 日，今年首次二十国集团（G20）财长与央行行长会议在雅加达召开。会议认为全球经济持续复苏，但受新冠疫情等影响，各国复苏步调不一，政策空间分化，部分国家通胀压力上升。各方将继续采取一切可用政策工具应对疫情冲击，谨慎退出支持性政策，提高支持性政策的精准性。各方承诺在退出支持性政策时稳妥调整、充分沟通，实现共同复苏、强劲复苏。

### 三、“俄乌冲突”中短期利多国际金价，国际油价则面临“短多中空”的局面

在“俄乌冲突”利空全球经济，大概率延缓各国退出宽松政策的时点、力度或者进程的背景下，国际金价中短期内大概率面临支撑。这一判断的依据有以下四点。**第一**，从长周期看，国际金价的走势与全球 GDP 同比存在较为明显的负相关关系。1961 年以来全球宏观经济增速中枢下移，与此同时，国际金价中枢上移。2022 年至 2023 年全球宏观经济下行，利多国际金价。**第二**，“俄乌冲突”给全球带来极强的不确定性，增加全球对避险资产的需求，而黄金则是避险资产的典型代表。**第三**，“俄乌冲突”降低美联储货币政策的收紧力度，降低市场预期，在流动性角度与预期角度对国际金价形成支撑。**第四**，虽然美元作为避险货币也受益于“俄乌冲突”进而上行，对国际金价形成利空，但是“俄乌冲突”压低 10 年期美债到期收益率，利多国际金价。综上，“俄乌冲突”除了拉升美元指数利空国际金价之外，在宏观经济等层面均利多国际金价。

至于国际油价，我们在《英大证券海外一周纵览：全球经济边际向好，国际油价与国际铜价面临支撑（20210818）》中提出“全球经济边际向好，国际油价与国际铜价面临支撑”，并在《英大证券 2021 年宏观经济与大类资产配置展望：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A 股“优”（20210111）》中明确提出“国际原油大概率继续上行，可逢低做多”。站在 2022 年 3 月 1 日，我们认为国际油价面临“短多中空”的局面。**首先看“短多”**。由于俄罗斯是原油出口大国，“俄乌冲突”的爆发引发市场对原油供给的担忧，与此同时，“北溪二号”的叫停使得欧元区面临天然气短缺问题，对国际油价形成拉升。此

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\\_38960](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38960)

