

# 海外市场对俄乌冲突定价的四个阶段

证券研究报告

2022年03月05日

作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 联系人  
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-房地产放松的大河与小溪》2022-03-01
- 2 《宏观报告：情绪的钟摆：哪些行业情绪开始改善？》2022-03-01
- 3 《宏观报告：风险定价-中长期流动性预期转为中性偏紧-3月第1周资产配置报告》2022-03-01

目前为止，海外市场对俄乌冲突的定价经历了四个阶段。

第一阶段：俄乌作为一些大宗商品的重要生产国，冲突对大宗商品的供给冲击影响较为广泛，市场预计冲突将造成短暂的局部的通胀；第二阶段市场交易开战造成的避险情绪快速上升；第三阶段是俄罗斯久攻不下之后，发生“更大规模和波及更广泛的冲突”的可能性上升，之前的短期通胀担忧开始变得长期化，市场交易逻辑转为全球滞胀；第四阶段，随着长期战争和高油价的担忧不断上升，市场对全球经济停滞的担忧正在超过通胀。

**风险提示：俄乌冲突态势超预期；北约和欧盟对俄罗斯制裁超预期；美联储货币政策收紧超预期**

目前为止，海外市场对俄乌冲突的交易经历了四个阶段。

## 第一阶段：短暂的局部的通胀

乌克兰战争通过三个渠道影响全球经济：商品价格上涨、经济金融制裁对全球贸易的影响、以及俄罗斯经济的崩溃。俄罗斯在全球 GDP 里只占 1.7%（2020 年），所以在冲突初期（2 月 24 日俄罗斯正式开始进攻乌克兰以前），市场认为俄乌对全球经济总量和贸易的影响相对有限，更关注的是对大宗商品价格的短期影响。

俄乌是一些大宗商品的重要生产国，冲突对大宗商品的供给冲击影响较为广泛，尤其是原油天然气等能源品，俄罗斯是全球最主要的油气出口国之一。俄乌在全球出口占比较高的商品还包括铝镍等有色金属、铂钯等贵金属、玉米小麦等农产品，以及钾盐等基础化工品。

俄乌冲突升级推动天然气和原油价格进一步上升，全球通胀压力进一步加剧。俄乌冲突以来，10 年期美债隐含盈亏平衡通胀预期（BEI）大幅上行 13bp 至 2.54%。

## 第二阶段：开战，全球避险

2 月 24 日，战争一触即发。与战争相伴的首先是避险情绪，俄罗斯股市首当其冲，全球股市当周多数录得负收益。避险资产受到了青睐，黄金价格连续四周上涨。避险情绪刺激了流动性需求，美元指数逼近 97。

由于进攻（在社交媒体上）推进的如此之快，市场乐观地认为军事冲突可能会迅速结束，即使欧美进一步升级制裁，也不会针对俄罗斯的油气出口。因此，虽然欧洲对俄罗斯石油和天然气的依赖度高达 29%和 36%（2021 年），市场依然乐观认为地原油供给的扰动主要集中在短期，还没有开始担忧战争对欧洲经济的长期影响。

纵观上世纪 90 年代以来较为典型的局部冲突，特别是涉及到美国和俄罗斯时的全球资产价格，例如 2014 年的克里米亚危机等，局部冲突对资产价格的影响往往是脉冲式的，扰动仅仅是周线级别，并不会完全改变原有趋势，除非是爆发“更大规模和波及更广泛的冲突”。

## 第三阶段：全球滞胀，对通胀的担忧长期化，更担心胀

而在俄罗斯久攻不下之后，发生“更大规模和波及更广泛的冲突”的可能性上升了。起初欧盟只是观望、谴责和制裁，不想在军事上被拖下水，但是在欧洲反战舆论的裹挟下，进入到了半参战状态。一向克制的德国直接向乌克兰输出军备并大幅增加了国防预算，一向中立的瑞士也开始冻结俄罗斯人的银行账户；而俄罗斯对于欧盟也不惜用出了核威胁。

随着这场战争涉及面的扩大，之前的短期担忧开始变得长期化——战争时间会被拉长，制裁清单里将包括俄罗斯油气，全球能源价格会有长期冲击……全球能源供应恢复的悲观预期进一步强化，对经济的影响已经从局部通胀升级为全球滞胀。滞胀成为全球市场的交易主线，股债市场均表现弱势，10Y 美债利率在通胀预期的推动下上行，但 10Y 美债实际利率回落到了前期低点。

## 第四阶段：全球衰退，大棒挥向自己，战争威胁长期化，滞大于胀

为什么市场对货币政策的预期没有走向更紧，而是转为缓和？

能源价格飙升推高了消费者的通胀预期，但不代表消费者支出也会上升。通胀预期只有在消费者行为因此发生变化时才有意义，因此央行接下来会做什么，取决于能源价格-通胀预期-接下来的影响。如果能源价格上涨导致工人要求更高的工资，提高了公司的产品价格，就会出现工资-价格螺旋，那么央行会用被迫连续加息打击这种恶性通胀。

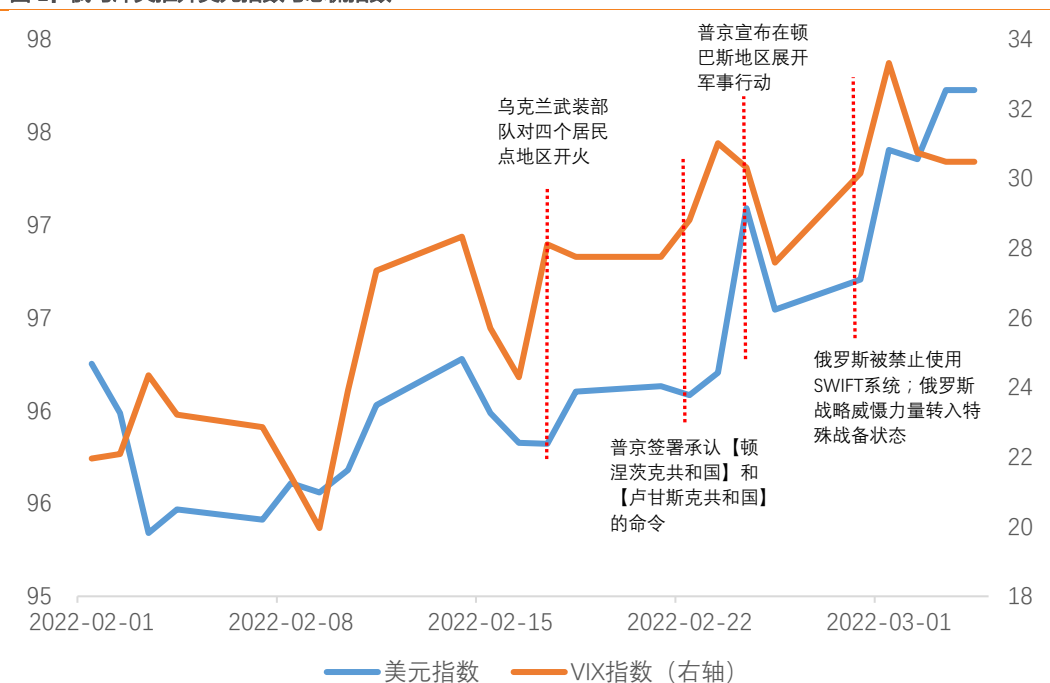
如果没有工资-价格螺旋，能源价格会转嫁给消费者，消费者花在非能源商品和服务

上的钱就会减少，而商品供应正处于历史最高水平。一旦出现极端冲击（例如禁止俄罗斯能源进口），消费者会出现适应性行为，比如减少食物浪费、减少使用大排量 SUV、减少工作生活用电等，那么高油价带来的就是对全球增长的冲击，央行需要用温和的货币政策来维持经济增长在趋势水平附近。

因此随着长期战争和高油价的担忧不断上升，市场对全球经济停滞的担忧正在超过通胀。3月2日，欧央行首席经济学家 Lane 发表讲话，强调了商品价格上涨带来的增长通缩，而不是短暂的价格通胀。3月3日，美联储主席鲍威尔在国会听证会上暗示3月将加息25个基点，但没有支持更极端的政策收紧观点，而且还加上了俄乌战争对美国经济增长影响的“高度不确定性”。

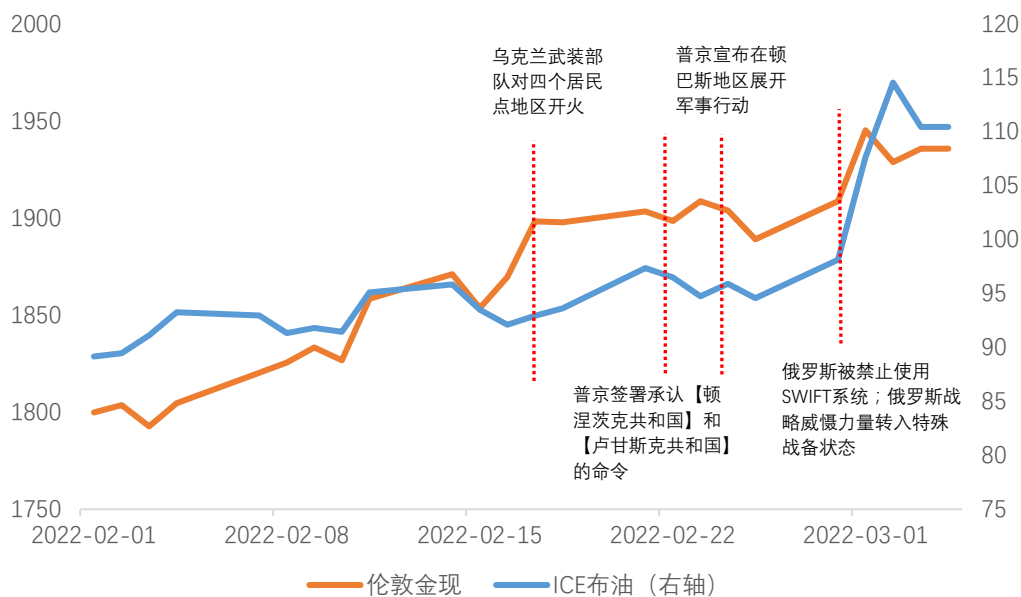
市场的主要交易逻辑从全球滞胀转向了全球衰退，定价已久的通胀交易和紧缩交易让位于衰退和宽松，2月17日至3月1日，美债10年期名义利率在实际利率的带动下迅速下行25bp至1.72%；10年期实际利率快速下降44bp，录得-0.90%。利率的回落从长端传导至短端，美债2年期名义利率已下行18bp至1.31%。基于联邦基金利率期货，市场预计美联储今年的加息次数已由超过6次（2月10日），降至目前少于5次，每次25个基点。

图1：俄乌冲突推升美元指数与恐慌指数



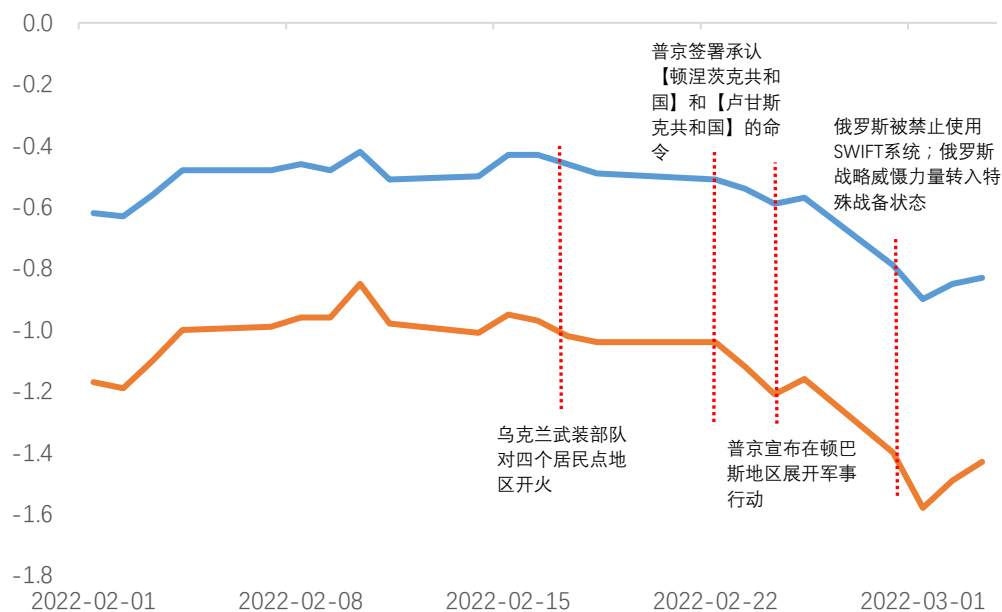
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：黄金和原油价格随着冲突升级不断上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：随着长期战争和高油价的担忧不断上升，市场对全球经济停滞的担忧正在超过通胀



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\\_39116](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39116)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn