

俄乌冲突对全球影响主要体现在三个方面，一是通胀及通胀预期的影响，二是全球流动性影响，三是全球贸易和增长影响。

目前我们处在第一和第二阶段，俄乌冲突对全球增长的影响尚未显现出来。如果俄乌冲突继续深化演绎，那么相较当前已经被定价非常充分的通胀，后续我们更应关注的是全球流动性扰动以及，全球经济增长走向何处。

展望中国货币政策取向之前，我们先来看此次俄乌冲突对国内经济的影响。

第一，俄乌冲突下人民币汇率反而走强。

第二，中国对俄罗斯金融资产风险敞口有限。

第三，若俄乌冲突深化，将影响全球经济增长，中国出口动能或因此承压。

外需走弱，内需增长稳定诉求必然提升；而人民币汇率稳中有升，这是一种非常好的扩内需政策背景板。

因而我们理解此次俄乌事件并不会改变中国货币政策取向，毕竟中国货币调控重心在于处理国内增长。若俄乌冲突进一步深化，国内货币反而易松难紧，届时稳内需政策也将加大力度。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；俄乌冲突超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 俄乌冲突，能源与通胀
2. 俄乌冲突，美联储会怎样应对？
3. SWIFT 制裁的直接影响和扩散冲击
4. 金融制裁的影响不止在通胀
5. 一场正在演绎的海外货币危机

目 录

前言	3
1 俄乌冲突的暴风眼：资源禀赋和金融制裁	3
2 俄乌冲突三重影响：通胀、流动性和经济增长	4
3 俄乌冲突发酵至今，世界正在经历的影响阶段	5
4 相似的通胀上行，不一样的通胀影响	7
5 同一个货币危机，别样的流动性传染	10
6 同一个俄乌冲突，差异化的货币政策应对	12
7 风险提示	14
插图目录	15

前言

近两周资本市场最关心的议题就是俄乌冲突。俄乌冲突涉及内容非常广泛，我们很难给出一个全面综合的判断。俄乌冲突走向，更是难以预测。每一份专业研究总归有属于自己的研究半径，只有在专业半径之内，研究结论才有置信度。

诸多俄乌冲突分析中，俄乌冲突对全球的三方面影响比较容易看到，也可以通过研究来捕捉后续走势。一是通胀及通胀预期的影响，二是全球流动性影响，三是全球贸易和增长影响。

三条机制在不同时间段中发挥的作用有所不同，届时市场对俄乌冲突的定价也将经历三个不同阶段。目前我们处在第一和第二阶段，俄乌冲突对全球增长的影响尚未显现出来。如果俄乌冲突继续深化演绎，那么相较当前已经被定价非常充分的通胀，后续我们更应关注的是全球流动性扰动以及，全球经济增长走向何处。

1 俄乌冲突的暴风眼：资源禀赋和金融制裁

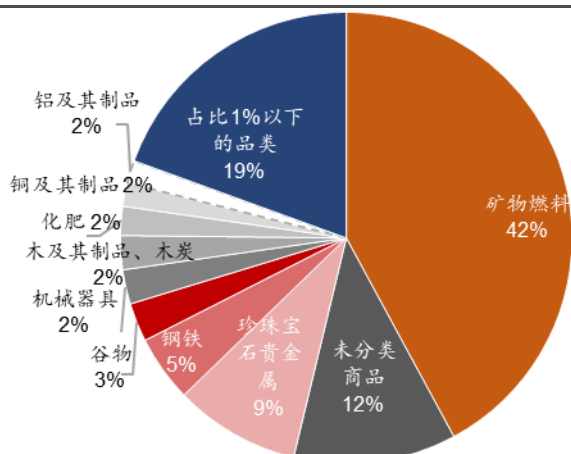
俄乌冲突之所以对全球市场造成重大影响，与两个因素密切相关。一个是俄乌两国在贸易体系中的定位，另一个是此次欧美对俄的金融制裁力度。我们称之为此次俄乌冲突的“暴风眼”。

先看俄乌两国在全球贸易体系中的定位。俄乌两国是典型的上游资源品出口大国，这一点已经世所共知。

俄罗斯原油生产和出口列世界第二，天然气出口产量也位列全球第二。此外，俄乌两国还是农业大国。

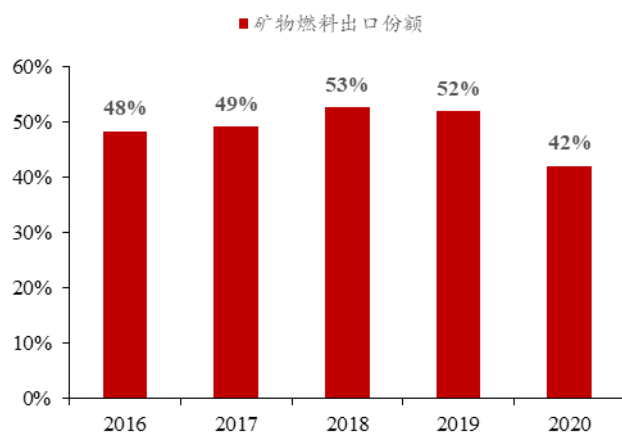
俄乌两国本身的资源禀赋在原油、天然气、农产品、铁矿石等大宗出口。所以一旦俄乌起冲突，全球相关大宗出现了不同程度短缺，原油、铁矿等大宗价格快速走高，甚至攀升至历史高点。

图 1：2020 年俄罗斯出口商品构成



资料来源：UN Comtrade，民生证券研究院

图 2：原油近年占俄罗斯出口额一半左右



资料来源：UN Comtrade，民生证券研究院

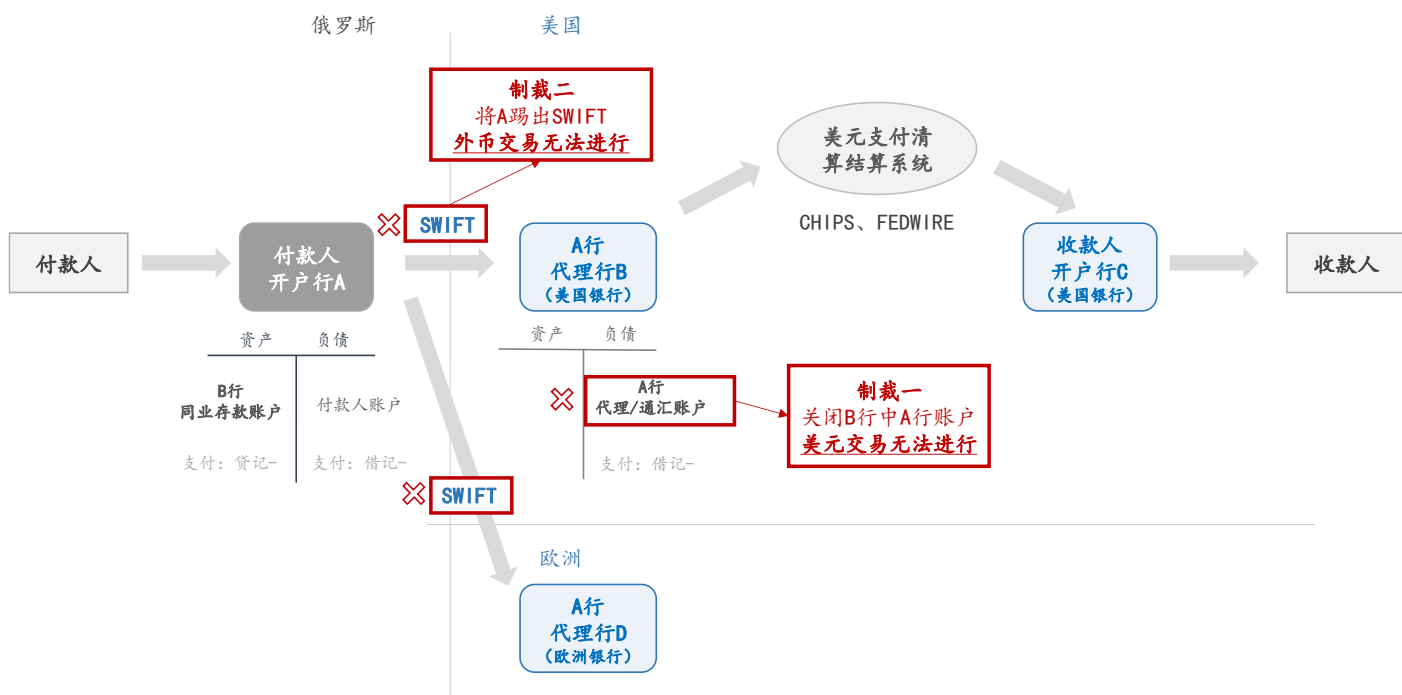
再看欧美对俄金融制裁。内容上这次金融制裁主要涉及三个板块，冻结银行、阻碍对外金融交易、禁止俄罗斯企业再融资。

不同制裁措施的细节纷繁复杂。譬如，冻结银行资产一项，先有美国财政部冻结 6 家金融机构美元资产，后联合欧盟冻结俄罗斯央行资产，再后来又将冻结范围扩展至俄罗斯财政部、俄罗斯财富基金。

又例如，阻碍对外金融交易主要有两种方式，一种是直接切断俄罗斯银行接入美元清结算系统(CHIPS)，相当于直接切断任何美元交易操作；另一种是将相关俄罗斯银行剔除 SWIFT 系统，操作内核是增加俄罗斯银行与海外银行之间的交易成本。

不论是哪种制裁，核心逻辑是阻碍或者加大俄罗斯金融机构对外交易难度。纵观历史，少有俄罗斯这样规模的经济体接受欧美金融制裁，并且金融制裁力度如此之大。正因如此，俄乌冲突及金融制裁引发了深远的全球市场影响。

图 3：两种方式限制俄罗斯部分银行外币交易



资料来源：民生证券研究院整理

2 俄乌冲突三重影响：通胀、流动性和经济增长

刚才提到，所有金融制裁内核，无一例外都可归结为增加俄罗斯机构对外金融交易难度。任何一笔对外贸易和投资（含实体层面的直接投资以及金融层面的间接融资），最终都需要金融交易。俄乌冲突及紧随其后的对俄金融制裁，看似复杂而深刻的影响都建立在上述两条简单而朴素的现实约束之上。

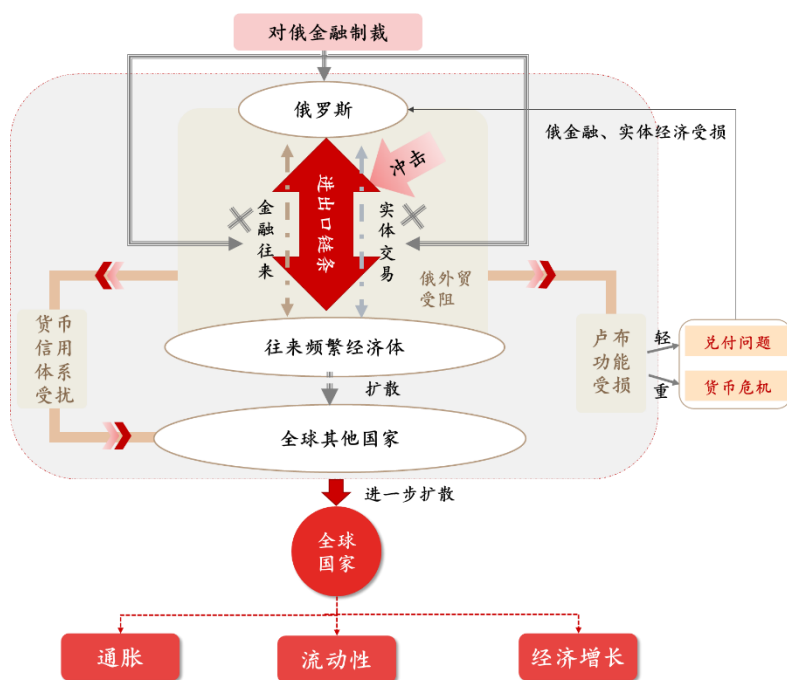
金融往来和实体交易本就一体两面，看清这一点，我们理解金融制裁，看似直接影响金融交易效率，然而俄罗斯进出口链条同步受到冲击。俄罗斯出口能源大宗，俄罗斯对外出口链条受到冲击，必然影响全球大宗定价。

货币之所以为货币，必须具备支付、交易、计价和价值储存功能。俄罗斯金融机构对外交易受阻，实际上就是卢布对外支付、交易和价值储存的功能受损，轻则局部金融机构遭遇兑付问题，重则影响一国货币信用，开启货币危机。

俄罗斯是世界性大国，俄罗斯与全球经贸往来随着全球化浪潮而不断深入。当金融制裁冲击俄罗斯进出口，扰动货币信用体系，俄罗斯金融和实体经济因此受损。俄罗斯所受到的负面影响，会传染至经贸往来互动较强的经济体，并进一步扩散开去，最终影响全球流动性、经济增长，影响其他国家的政策取向。

综合上述三条影响机制，提炼成三个词就是，通胀、流动性和经济增长。

图 4：俄乌冲突的三重影响



资料来源：民生证券研究院整理

3 俄乌冲突发酵至今，世界正在经历的影响阶段

本次俄乌冲突及金融制裁，推动全球通胀中枢上行，扰动全球流动性，最终还将对全球增长形成冲击，并进一步影响海外央行的政策应对操作。这是我们认为这次俄乌冲突影响全球的三大机制。我们现在正在经历俄乌冲突带给世界的前两大冲击，能源大宗价格和上游通胀高涨，俄罗斯经历货币危机，流动性危机有逐层向外传导趋势。目前市场暂未定价俄乌冲突对全球经济增长的深刻负面影响。

一看通胀影响机制，核心逻辑是商品交易不畅，人为制造商品供给短缺。

最终效果是，俄罗斯擅长出口什么，海外市场就缺什么；俄罗斯需要进口什么，俄罗斯国内市场就缺什么。

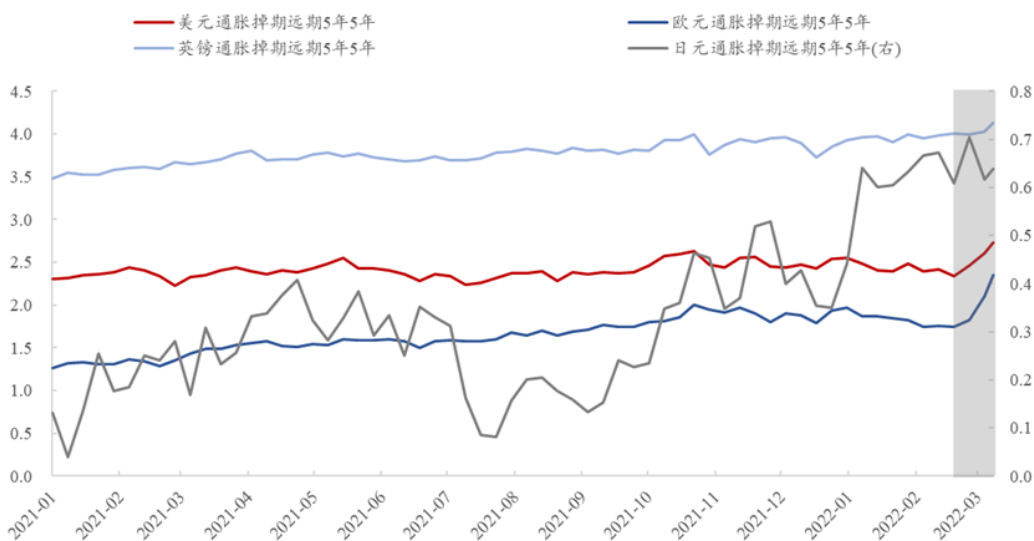
俄罗斯主要出口原油、天然气、铁矿石等大宗商品，因贸易链受阻而大宗供给约束，全球大宗价格因此暴涨。俄罗斯主要进口机械设备、车辆、药品等中下游制造业产品，俄罗斯国内此类商品短缺，预计价格也在上涨。这就是全球通胀，包括俄罗斯国内通胀的底层传导逻辑。

图 5：全球能源大宗价格快速飙升



资料来源：Wind；民生证券研究院整理

图 6：全球通胀预期快速抬头



资料来源：Wind；民生证券研究院整理

二看流动性传染机制，核心逻辑是俄罗斯货币危机逐层向外传染。

现代信用货币体系诞生以来，货币不再是实物资产，本质上货币是金融机构的负债。冻结资产也好，阻碍对外金融交易也好，金融制裁内核是降低卢布与海外机构的交易流动性。所以金融制裁甫一宣布，卢布急速贬值。

货币价值，无非对外汇率计价，对内金融资产定价稳定。当一国货币信用动摇，经典表现是对外汇率贬值，对内金融资产价格波动。金融制裁以来，俄罗斯国内股、债等金融资产价格暴跌。

更为重要的是，俄罗斯央行已经积极向商业金融机构注入巨额流动性，增加央行交易对手方名单、扩大抵押品范围等。然而依然抵挡不住股、债、汇三杀，这就意味着当前俄罗斯面临的流

动性扰动，已经不是局部金融交易问题。

套用货币危机判断三条件——对外汇率暴跌、对内金融资产价格异动，央行注入大量流动性依然无法起效，毫无疑问，当前俄罗斯正在经历一场典型的货币危机。

图 7：俄罗斯股票和货币大幅下跌



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：俄罗斯十年期国债收益率飙升



资料来源：wind，民生证券研究院

4 相似的通胀上行，不一样的通胀影响

俄乌冲突之后，全球能源及通胀中枢会因此受到上行冲击，这是比较明确的一个方向，市场对此定价也比较充分。当然冲击带来的幅度、持续的时间后续我们可以再保持跟踪。

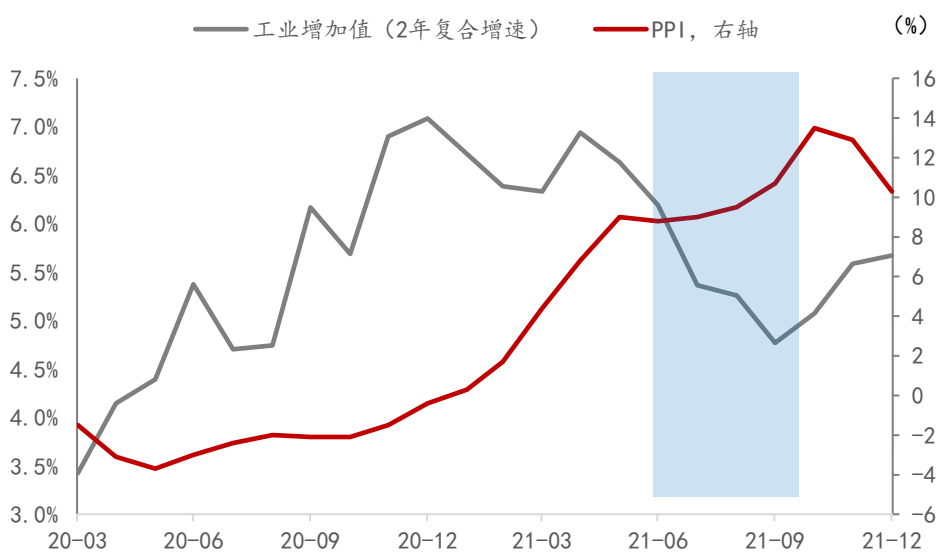
通胀中枢向上扰动将会对国内经济带来多大影响？我们会重新经历一次滞胀么？就如 2021 年三季度那样，上游 PPI 高涨然而工业增加值同比一路下行。

去年三季度“滞胀”时期，中下游企业利润和生产受挫。

去年全球经历了历史高通胀。直到现在，美国还深陷在高通胀的困扰之中。中国去年上游通胀，主要以 PPI 为代表，也在 9、10 月份录得历史新高。

也在去年三季度，中国中下游制造业经历了非常痛苦的上游压制利润。我们经常用一个图（图 9）来表征这种上下游利润的紧张关系，中上游企业利润相对总的工业企业利润在去年三季度达到了历史新高。与此同时，去年三季度工业增加值同比快速下行，和历史新高的 PPI 同比组成了一副经典的“滞胀”组合——生产下行然而通胀高企。

图 9：去年三季度出现了典型的“滞胀”组合



资料来源：Wind；民生证券研究院整理

去年三季度“类滞胀”经济表现，根源在当时缺煤缺电。

正因为去年三季度经历了历史罕见的上下游关系以及表现“滞胀”，市场非常担心这次俄乌冲突推高通胀，中国的中下游企业是否还有机会经历一轮类似于去年三季度的痛苦，尤其中下游企业生产会受多大冲击。

我们认为，本轮俄乌冲突推升通胀，最终对下游生产的影响也大幅弱于去年三季度。之所以给出这样的判断，**跟通胀绝对水平的高低没有关系，跟通胀背后的推动因素关系更高。**

细拆去年三季度 PPI，环比涨价主要由煤炭为代表的黑色系推动。中国煤炭关系火电供给，去年三季度煤炭价格走高的同时，动力煤供给不足，火力发电紧缺。恰逢中国去年出口动能极强，制造业生产需求极旺。历史罕见的出口和生产需求催生了历史罕见的用电需求，而恰逢火电供应不足，**最终出现了类滞胀的表现——一边是煤炭价格推动 PPI 涨价，一边是电力供给不足约束工业产出。**

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_39157

