



# 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力度。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

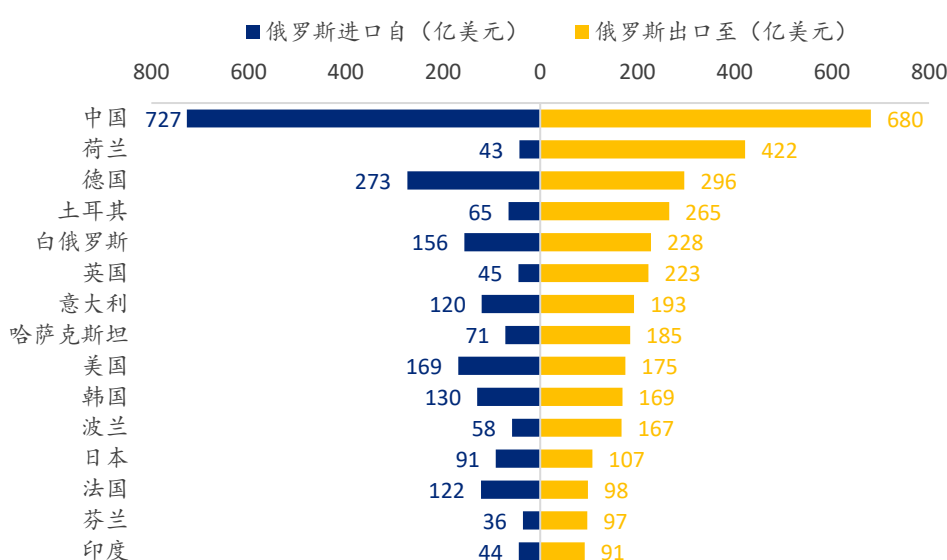
## 俄乌冲突，对当前的全球经济复苏有何影响

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**

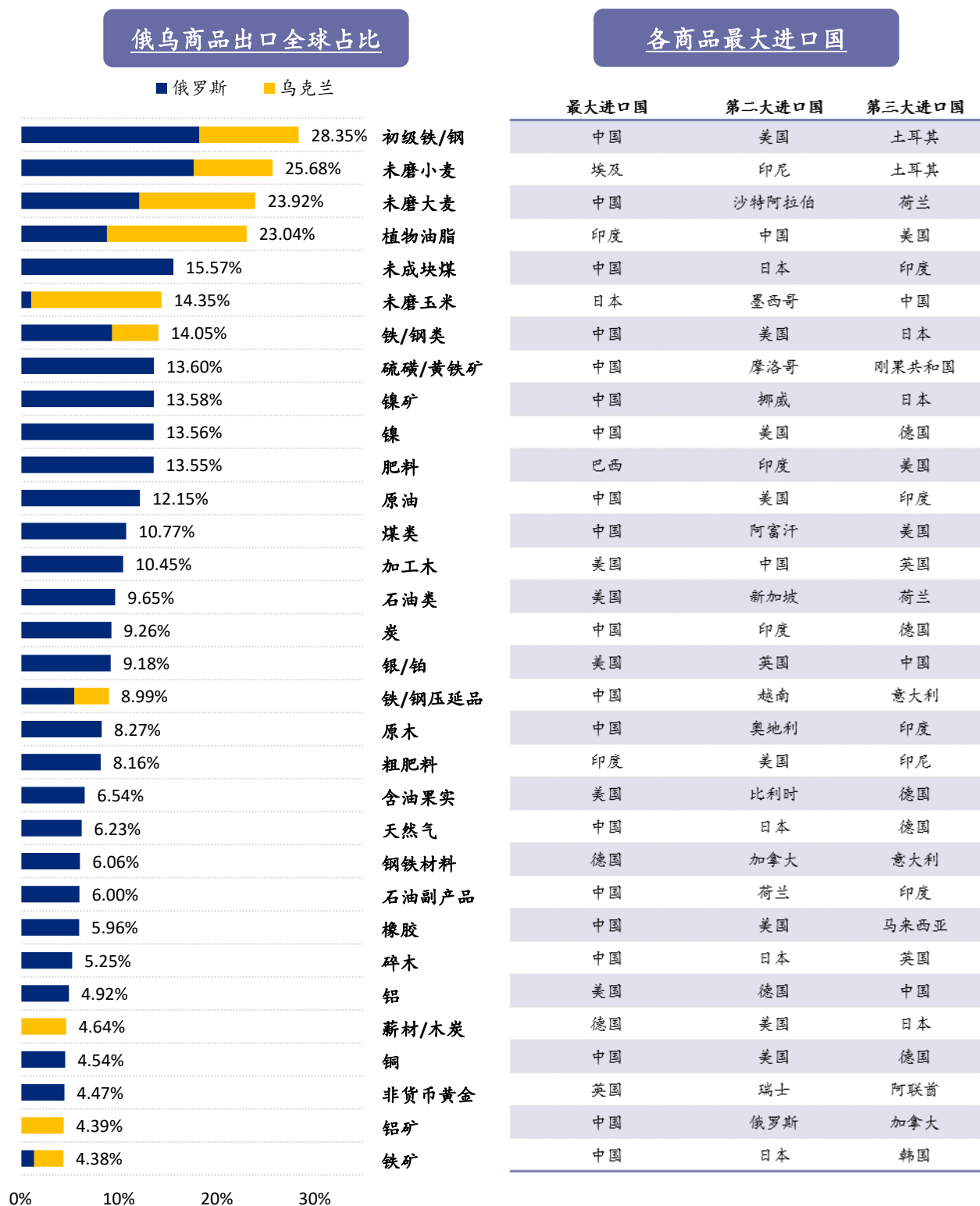
俄乌冲突将进一步影响全球能源价格。除了原油和天然气，俄乌也是全球一些主要粮食的主要出口国，俄乌两国的小麦和大麦出口就占据全球出口超过 20%，而玉米出口的全球占比也接近 15%，加上肥料出口超过 20%，俄乌冲突对于粮食通胀会有较大的影响。另外，俄乌也是几类金属的主要出口国家，如初级铁矿石、制造用的铁钢材料、镍、铂金等，这也将进一步推高制造业和建筑业的用料价格。对于依赖这些商品进口却同时有经济制裁俄罗斯的国家，相信影响会较大。由于中国没有跟俄罗斯有经济和政治上的冲突，我们相信即使中国也进口大部分这些商品，受影响程度较小。

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

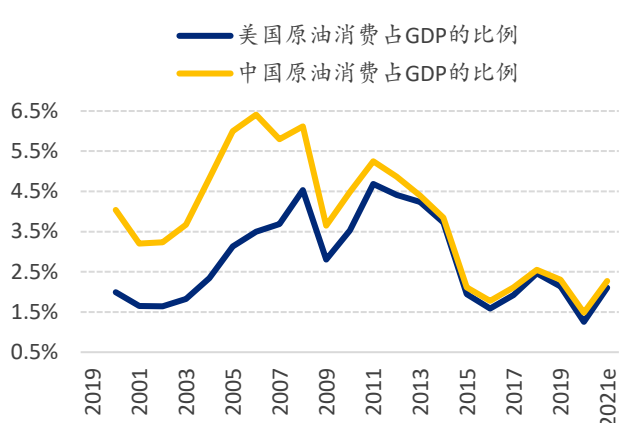


资料来源：United Nations、浦银国际

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。

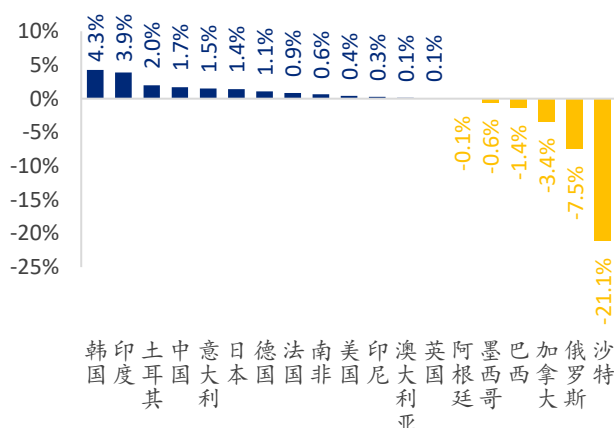
我们认为，相比于油价对实际经济的影响，更需担忧的是油价上涨给通胀带来的风险。这是因为过去十年，油价下降，且逐渐转向可再生能源，使原油消费在GDP中的占比一直稳步下降。因此，较以往的石油危机而言，当前油价上涨或对经济增长的影响较小，因为原油占GDP的比重本身在一个低基数上。

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

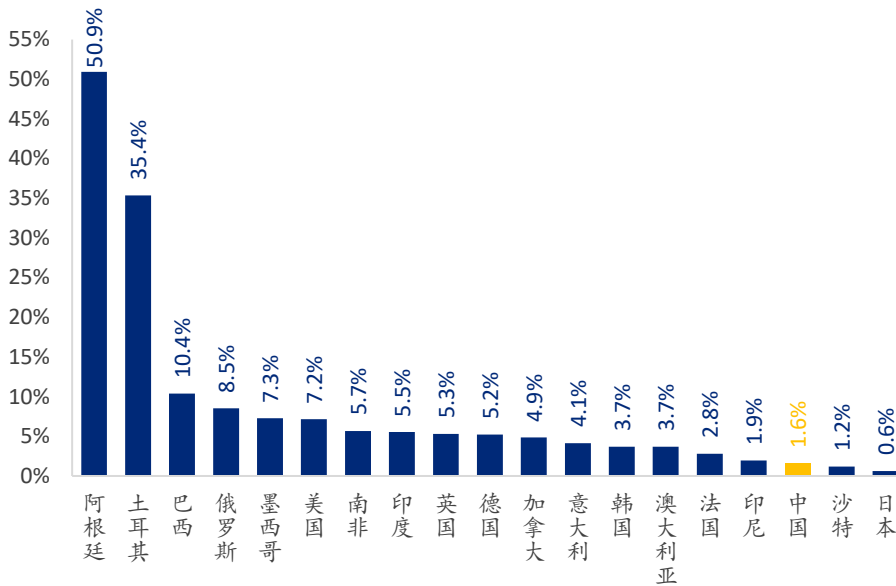


注：未包含欧盟  
资料来源：Macrobond，浦银国际

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

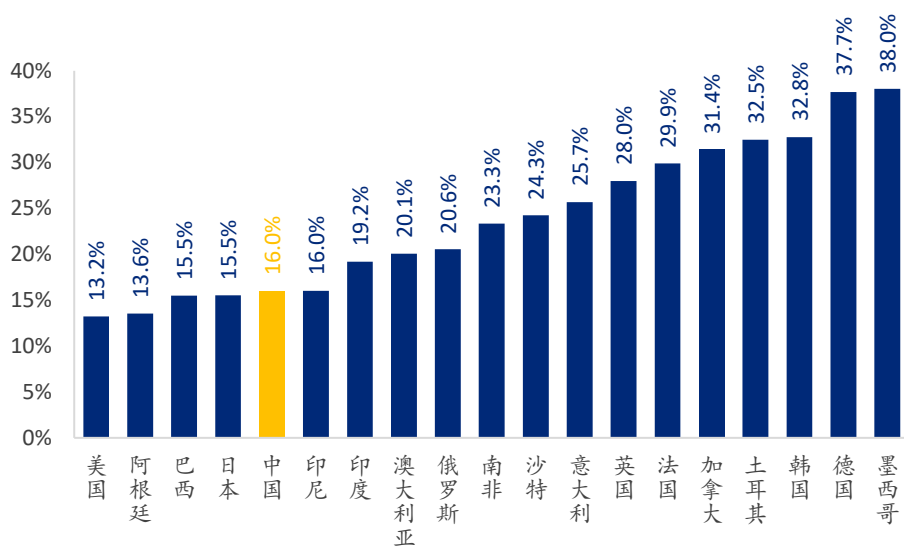


注：未包含欧盟

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

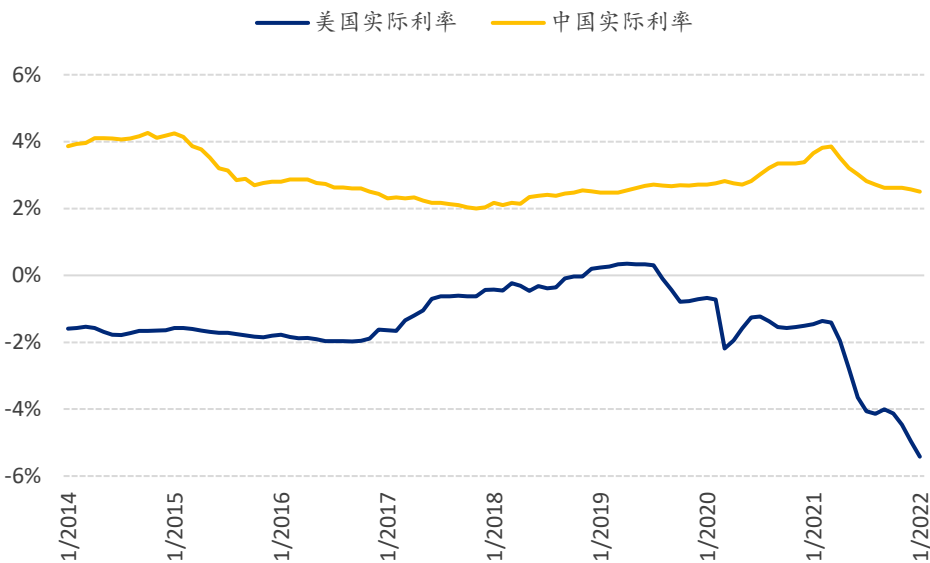
资料来源：Macrobond，浦银国际

## 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

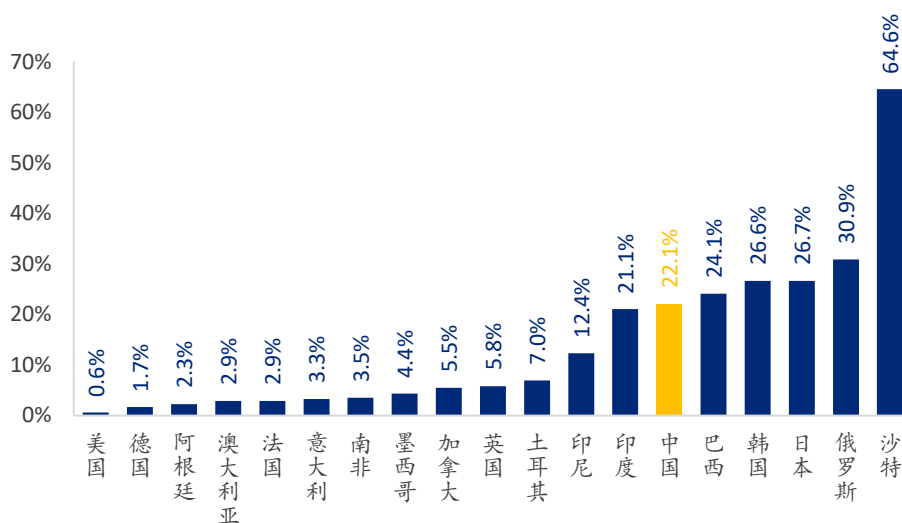


注：实际利率 = 政策利率 - 核心 CPI 同比增速（3 个月移动平均）

资料来源：Macrobond，浦银国际

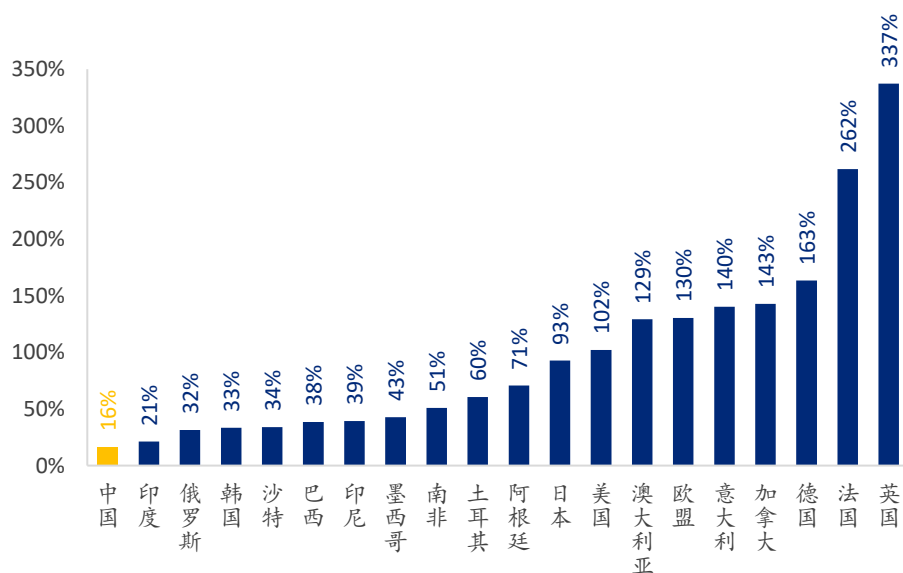
在流动性逆转过程中，资金需求较高的经济体将受到更大的冲击。在这方面，中国凭借其充足的外汇储备，以及出口韧性支撑下可观的经常账户盈余而优于其它 G20 经济体。高杠杆率的经济体在紧缩周期中更容易受到加息的冲击。2021 年，中国在强劲的出口增长支撑下，精准把握时间点，率先进行了去杠杆化、成功降低宏观杠杆率约 10 个百分点，使得自 2020 年新冠大流行以来，中国宏观杠杆率仅出现个位数增长。与此同时，其他主要经济体的宏观杠杆率则在同期跃升了 20% 以上。随着借贷成本的增加，他们将不可避免地感受到高杠杆对经济增长的拖累。

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

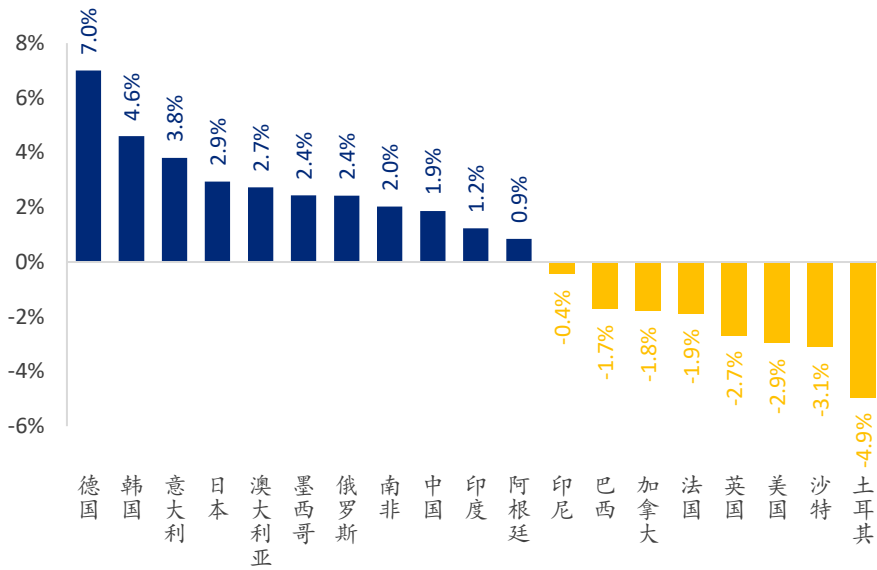
图表 9：2020 年，G20 经济体外债占 GDP 比例



资料来源：CEIC，美联储，浦银国际

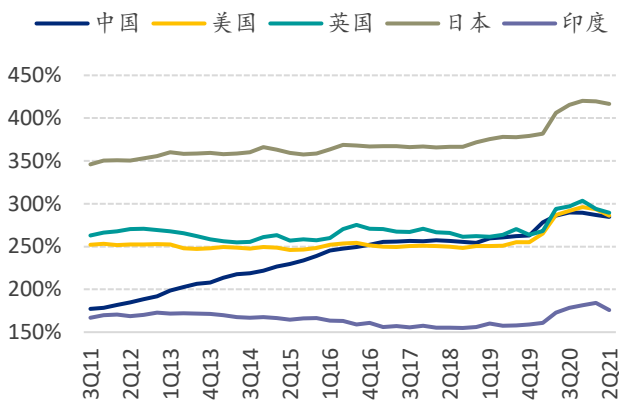


图表 10：2020 年，G20 经济体经常账户收支的 GDP 占比



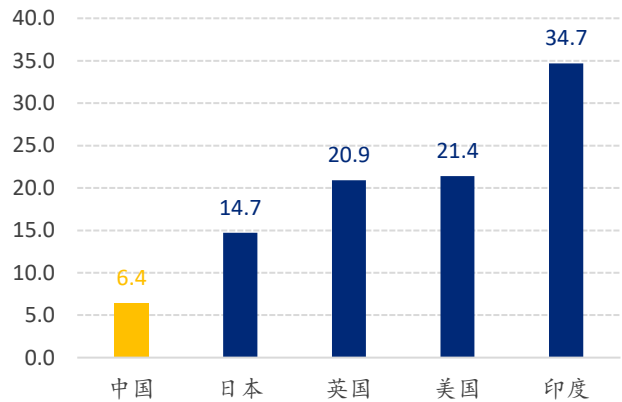
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 11：中国与美英日印的宏观杠杆率趋势



资料来源：Macrobond，BIS，浦银国际

图表 12：2020 年一季度至 2021 年二季度的政策支持期间，宏观杠杆率的变动情况（百分点）



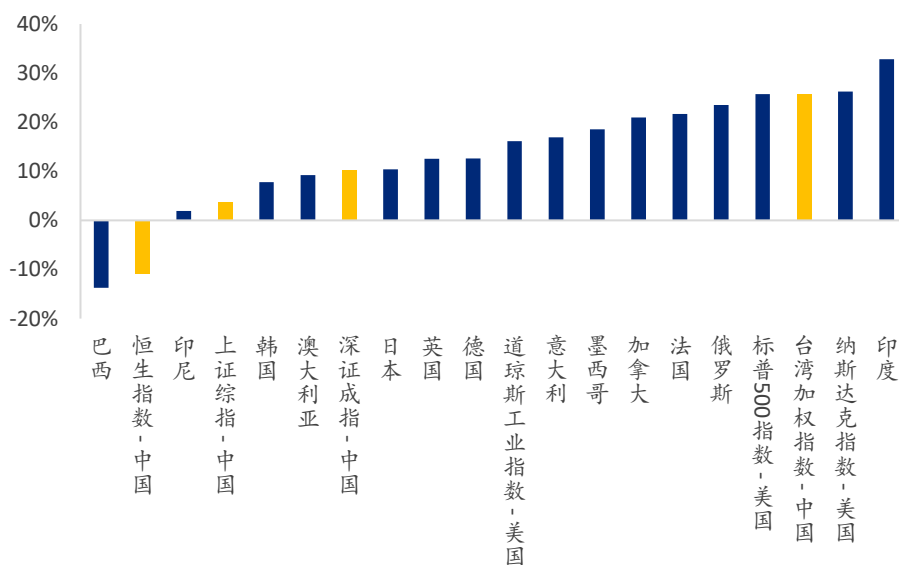
资料来源：Macrobond，BIS，浦银国际

## 资产价格的影响：中国已有效控制了资产泡沫的发生，消费者的个人资产结构受股市的影响也相对小

2022年2月以来，地缘风险严重打击了投资者信心，全球股市下跌。本月至今，MSCI中国指数下跌少于1%，其中上证指数上涨2%，比较受海外影响的香港恒生指数则下跌3.8%。海外方面，标普500指数下跌5%，纳斯达克指数下跌5.4%，英国富时指数（-3.4%）和日经指数（-4.5%）也不同程度的下跌。可见中国股市在国际地缘风险中相对有韧性，我们不认为这一定是个长期定律，但肯定的是年初至今投资者对中国股市（经济）的基本面是相对有信心的。我们的策略分析师蔡瑞在他的相关报告中（详情请见浦银国际投资策略《中国股票：加仓》）分析了中国股市见底的信号，认为3月将是买入的时点。

如果俄乌冲突恶化或时间拖长而持续冲击资本市场，我们认为对于中国经济的影响也会少于其他主要经济体。疫情暴发后，中国稳健的货币政策避免了潜在的、由流动性驱动的资产泡沫，不论是在房地产还是股票市场（详情请见[2022年宏观经济展望](#)）。没有资产泡沫的存在，外围因素而导致的资产价格冲击也将相对有限。

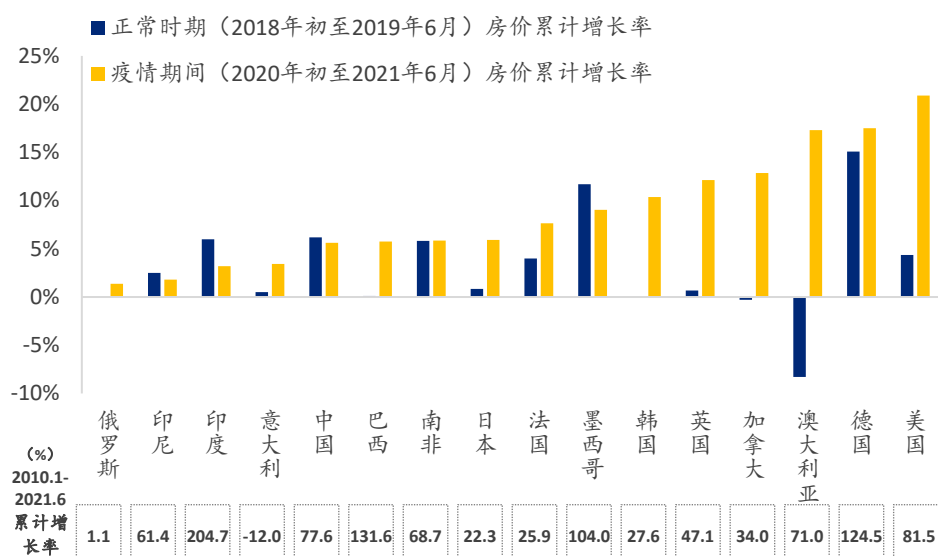
图表 13：2021年，G20经济体股票市场收益率



注：除中美之外，各经济体的股票市场收益率基于 Bloomberg 大中盘指数计算所得

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 14：对比两个时间段，部分发达经济体在疫情期间的房价增速涨幅较大

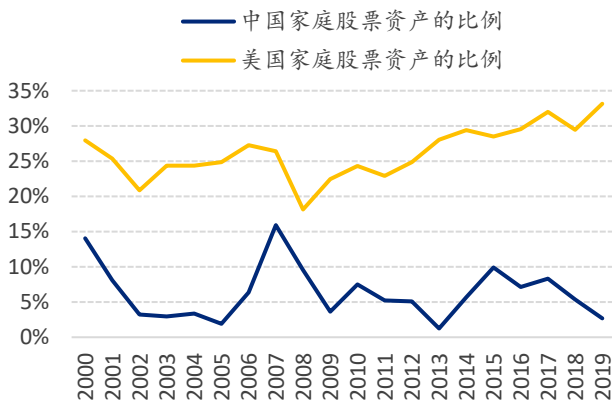


资料来源：Macrobond，浦银国际

另外，股票对于个人资产的影响在中国也是相对较小。从历史数据看，过去二十年间中国家庭金融资产中的股票占比显著低于美国家庭，这一趋势在疫情前的2019年进一步扩大：中国家庭股票资产比例（2.7%）显著低于美国家庭（33.1%）。从古至今，房地产（或者说土地）是中国人认为的重要资产。因此相比于股市，稳住房地产市场、坚持“房住不炒”，对于中国私人财富的影响更重要。由于股票占比美国私人财富比例较高，任何的股市价格动荡对于美国消费者信心的影响将远超过中国。另外，中国家庭的储蓄占金融资产的比例接近60%，远高于美国的15%，表示中国家庭在资产价格动荡中更有防御性。

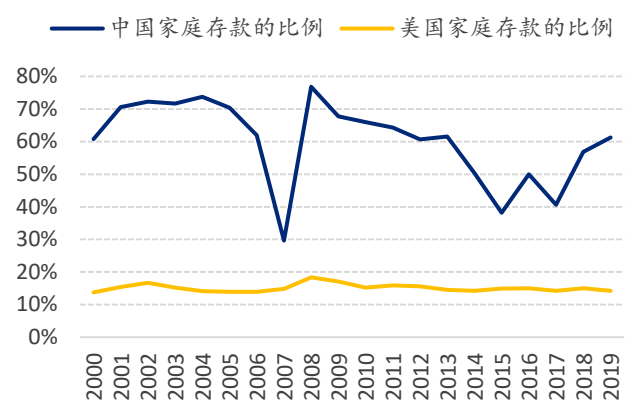
俄乌冲突所引发的避险情绪拉动美元需求上升，美元升值使得中国出口更有竞争力，也使得中国出口商可以获得更高的利润，并带动相关企业的工资水平，进一步刺激国内的消费复苏。我们认为，2022年下半年，中国消费复苏将会强于美国。

图表 15: 中国家庭的资产泡沫更小



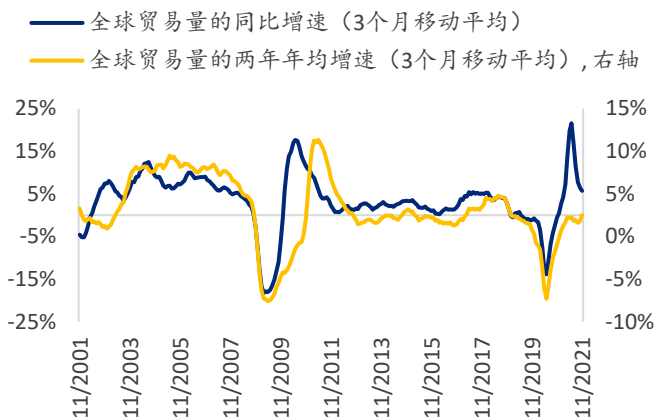
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 16: 中国家庭的存款比例更高



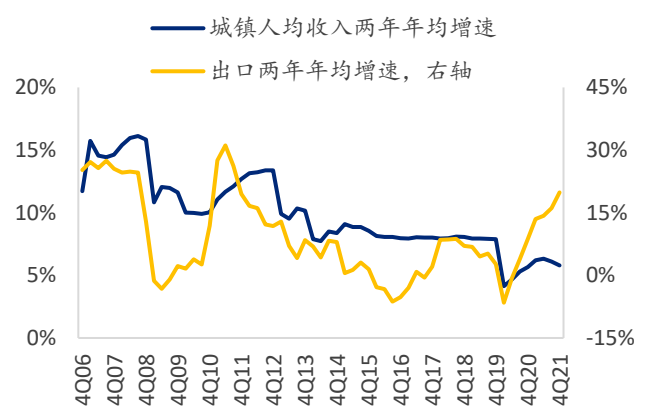
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17: 全球贸易量仍在恢复阶段



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 18: 出口带动人均收入的增长



资料来源: CEIC, 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

