

## 俄乌危机下，美联储会否放缓加息？

俄乌危机下能源等价格飙涨，似乎将全球拖入“滞胀”泥潭，货币政策陷入两难。眼下欧央行加息态度有所软化，美联储政策路径又将如何演绎？供您参考。

### ■ 俄乌危机加剧全球“滞胀”风险的背景下，美欧加息预期双双大幅弱化

俄乌危机冲击下，能源等价格飙涨，似乎将全球拖入“滞胀”泥潭。自2月21日俄罗斯宣布承认乌东独立、出兵乌克兰以来，美欧等多个经济体陆续加码对俄制裁，使得俄乌局势加剧恶化。作为全球多种能源品、金属、粮食的主要产区，俄乌局势恶化，直接打压上游商品的供给端预期，进而大幅推升价格。其中油价涨幅更是堪比石油危机时期，令市场对全球“滞胀”卷土重来的担忧急剧升温。

“滞胀”风险下，欧央行加息态度明显软化，美联储也表示将维持观望态度。面对俄乌局势的突然变化，欧央行多位核心官员表示“不应着急退出宽松”，使得市场对欧央行年内加息次数的预测从最高5次左右回落至2次上下。同时，美联储主席鲍威尔也强调俄乌危机所带来的不确定性，对未来局势持观望态度。受此影响，市场对美联储3月加息50bp的预期大幅弱化，并且下修全年加息次数。

### ■ 俄乌危机对美欧经济造成的冲击不同，导致美欧央行政策节奏趋于分化

俄乌危机导致的油价暴涨，对美国通胀形势的影响较为直接，对经济的冲击相对间接，对美联储政策正常化进度的影响，长短期效应或略有不同。近期，公布的宏观指标皆指向美国经济修复韧性较强，如2月PMI新订单重回60以上，2月劳动参与率上升的同时，失业率继续下降反映就业市场的加速修复等。美联储3月加息启动已成定局，后续时段需密切关注缩表进度及对全球资本市场的影响。

欧盟方面，由于能源供应高度依赖俄罗斯，俄乌危机在推升欧盟通胀的同时，还直接冲击经济。欧盟能源自给率较低、高度依赖进口，其中大约4成天然气、3成原油均来自俄罗斯供应。同时，因能源转型“激进”及绿色能源波动较大，欧盟能源供需近年来一直较为脆弱。俄乌危机下油气供给持续受限，会导致欧盟面临的宏观环境较其他更复杂、被动，进而掣肘欧央行货币政策正常化的进度。

### ■ 未来一段时期，全球资本市场或延续高波动，黄金配置价值凸显

全球通胀压力的持续显现，美联储等央行货币政策的回归正常化，加之地缘冲突的阶段性的干扰等交织影响下，未来一段时期，全球主要资本市场或延续高波动。对全球通胀形势及政策正常化的定价不足，仍将是影响全球资产定价的重要因素。美联储加息预期已有较大程度消化，但缩表影响的消化仍然不足，加之地缘冲突频发下的“滞胀”担忧与避险情绪等，全球资本市场中短期或延续高波动。

全球“滞胀”风险加速累积、资本市场波动加大的背景下，黄金配置价值凸显；美欧经济、政策环境的差异，或推动美元阶段性保持强势。经验显示，全球“滞胀”风险加速累积阶段，黄金价格易涨难跌；与此同时，全球资本市场波动率趋于上行，黄金作为最佳的对冲资产之一，配置价值已有所显露。另一方面，考虑到美欧经济基本面、货币政策节奏的差异，地缘冲突下，美元或阶段保持强势。

**风险提示：**俄乌战争影响、持续时长超预期；全球新冠病毒变异超预期；主要产油国再次发起价格战。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、周度专题：俄乌危机下，美联储会否放缓加息？	3
一、俄乌危机加剧全球“滞胀”风险的背景下，美欧加息预期双双大幅弱化	3
二、俄乌危机对美欧经济造成的冲击不同，导致美欧央行政策节奏趋于分化	5
三、未来一段时期，全球资本市场或将延续高波动，黄金配置价值凸显	7
风险提示：	9

## 图表目录

图表 1：近期，俄乌局势进一步恶化，美欧等对俄罗斯屡屡加码制裁	3
图表 2：近期，避险情绪快速升温	4
图表 3：俄乌战争爆发以来，全球主要市场加快调整	4
图表 4：WTI、Brent 原油大幅上涨	4
图表 5：LME 铝、铜价格大幅上涨	4
图表 6：菜籽油、小麦期货价格大幅上涨	4
图表 7：通胀预期存在“脱锚”风险	4
图表 8：欧央行态度出现边际软化	5
图表 9：市场大幅下修对欧央行年内加息次数的预期	5
图表 10：市场认为美联储加息 25bp 的概率超过 9 成	5
图表 11：市场寄希望于 2022 年加息节奏放缓	5
图表 12：美国的原油、天然气产量快速大幅增长	6
图表 13：美国是全球主要的原油出口国	6
图表 14：美国是全球主要的天然气出口国	6
图表 15：美国通胀压力依然高企	6
图表 16：美联储认为美国正处于充分就业状态	6
图表 17：美国失业率基本回至疫情前	6
图表 18：欧盟是全球减碳“先锋”	7
图表 19：欧盟天然气进口高度依赖俄罗斯	7
图表 20：美联储加息，对 10Y 美债收益率影响	7
图表 21：美联储加息，对标普 500 估值影响	7
图表 22：美联储加息前后，对美债期限利差影响	8
图表 23：美联储本轮缩表节奏更快、力度更大	8
图表 24：起于 2017 年 10 月的缩表，影响有限	8
图表 25：本轮美联储缩表的影响或远超 2017 年	8
图表 26：风险资产波动率上升阶段，黄金价格易涨	8
图表 27：美元或将阶段性维持相对强势	8

## 1、周度专题：俄乌危机下，美联储会否放缓加息？

俄乌危机下能源等价格飙涨，似乎将全球拖入“滞胀”泥潭，货币政策陷入两难。眼下欧央行加息态度有所软化，美联储政策路径又将如何演绎？

### 一、俄乌危机加剧全球“滞胀”风险的背景下，美欧加息预期双双大幅弱化

俄乌危机下，美欧等对俄罗斯屡屡加码制裁，使得主要市场加快调整。自 2 月 21 日俄罗斯宣布承认乌东地区独立、出兵乌克兰以来，以美欧为首的多个经济体陆续宣布冻结俄罗斯的部分海外资产，还分别从外汇、债权、股权等领域加码对俄制裁，使得俄乌局势持续恶化。受此影响，全球主要股指大幅调整，其中德国 DAX、法国 CAC40 等欧洲股指的回撤幅度纷纷超过 10 个百分点。

图表 1：近期，俄乌局势进一步恶化，美欧等对俄罗斯屡屡加码制裁

领域	国家	具体措施
冻结资产	美国	冻结俄部分银行涉及美国金融体系的任何资产；冻结俄罗斯央行资产；冻结制裁范围内（包括普京及其亲信、精英阶层等）的个人资产
	欧盟	冻结俄罗斯在欧盟的财产，冻结总统普京、外长、多位杜马议员等个人资产
	英国	对所有俄罗斯主要银行实施资产冻结，引入限制俄罗斯国民在英国银行账户中的存款金额
	加拿大	对 62 个俄罗斯实体及个人实施进一步制裁
	日本	对俄罗斯金融机构的进行资产冻结
	澳大利亚	对几家俄罗斯银行实施制裁，冻结资产
	瑞士	冻结目标个人和公司的资产立即生效，将对普京总统和其他俄罗斯官员实施金融制裁
外汇	美国、欧盟等	将俄罗斯部分银行踢出 SWIFT
	美国	禁止美国人参与任何涉及俄罗斯央行、国家财富基金或财政部的交易 禁止俄罗斯使用美元进行交易
	欧盟	批准禁止与俄罗斯央行的所有交易，禁止与俄央行储备和资产管理有关的操作 禁止俄罗斯使用欧元进行交易
	英国	禁止俄罗斯使用英镑进行交易
	日本	禁止俄罗斯使用日元进行交易
债权	美国	禁止俄罗斯主权债融资 对 13 家最重要的俄罗斯企业和实体实施债务融资限制
	欧盟	限制俄罗斯在欧洲市场筹集资金
	英国	禁止所有俄罗斯公司在英国市场融资
	加拿大	禁止加拿大人购买俄罗斯主权债务
	日本	禁止俄罗斯在日本发行债券 禁止新发行的俄罗斯主权债在日本流通和交易
股权	美国	对包括 5 家银行和覆盖能源、电信、铁路等行业的 13 家重要大型企业实施股权限制 美股将暂停俄罗斯 ADR 交易 MSCI 将俄罗斯股票从新兴市场指数中剔除 标普、道琼斯不会将俄罗斯股票纳入 IWF 指数
	英国	伦交所集团暂停 28 家俄罗斯相关上市公司的交易 富时罗素将把俄罗斯股票从所有富时罗素股票指数中剔除
	德国	DAX 指数将删除所有 10 个俄罗斯企业成分股

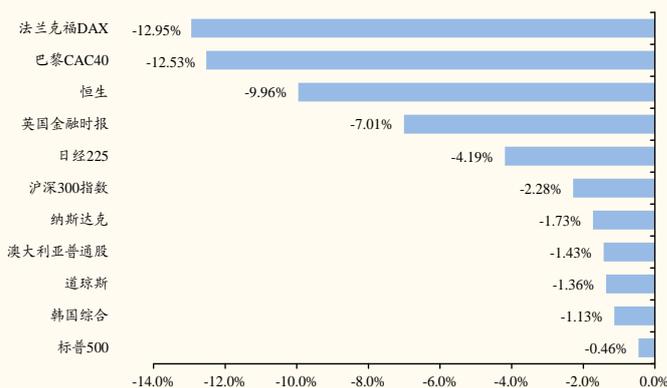
来源：NY Times、BBC、国金证券研究所

图表 2: 近期, 避险情绪快速升温



来源: Wind、国金证券研究所

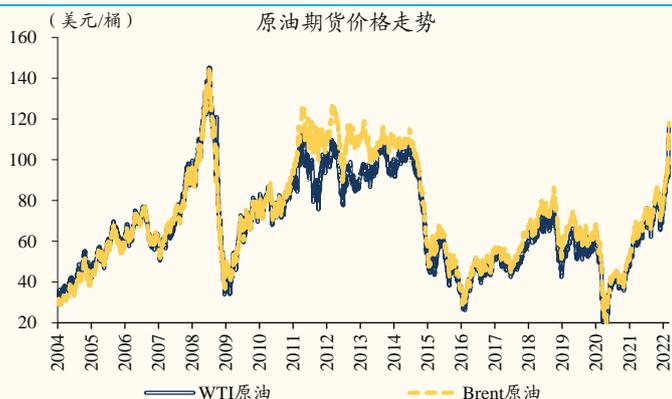
图表 3: 俄乌战争爆发以来, 全球主要市场加快调整



来源: Wind、国金证券研究所

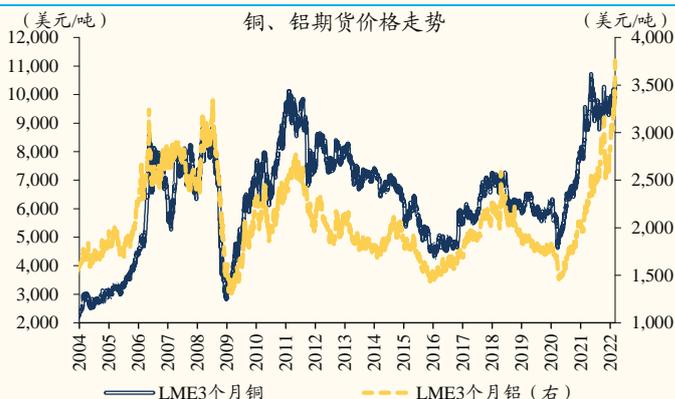
其中一个原因是, 能源价格飙涨等, 使得全球“滞胀”风险加速累积, 美联储陷入政策两难境地。作为全球能源品、工业金属、粮食价格的主产区, 俄乌局势恶化, 直接打压上述商品的供给预期, 进而大幅推升价格。其中, WTI、Brent 原油均从俄乌战争前的 90 美元/桶, 双双飙涨突破 120 美元/桶。以史为鉴, 油价的惊人涨幅开始令市场害怕 1970 年代石油危机重现, 对全球“滞胀”卷土重来的担忧急剧升温。

图表 4: WTI、Brent 原油大幅上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: LME 铝、铜价格大幅上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 菜籽油、小麦期货价格大幅上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 通胀预期存在“脱锚”风险



来源: Wind、国金证券研究所

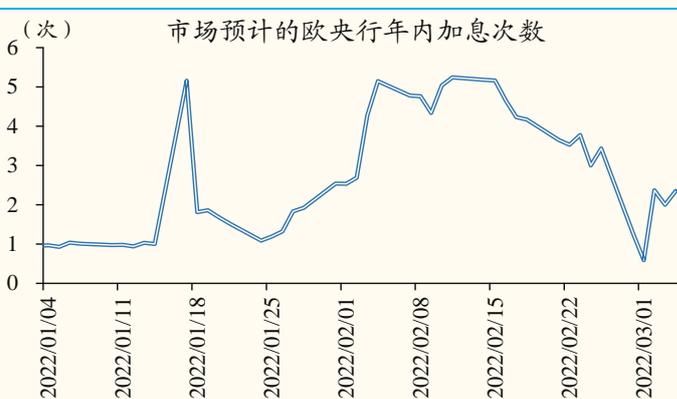
受此影响，欧央行加息态度边际软化，市场大幅下修对欧央行年内加息次数的预期。俄乌危机持续发酵，引发多位欧央行官员的关注，整体政策态度略微向“鸽派”倾斜。欧央行首席经济学家连恩称，“欧央行必须保持债券购买以缓冲乌克兰局势的影响”；欧央行管委雷恩也表示，“欧央行在评估战争影响之前不应退出刺激计划”。这一背景下，市场对欧央行 2022 年加息次数的预测，从俄乌战争前的 5 次左右大幅回落至 2 次上行。

图表 8：欧央行态度出现边际软化

职位	姓名	主要表态
欧央行行长	拉加德	现在评估俄乌冲突的切实影响仍过早，金融市场没有出现混乱状况，货币政策制定需要具有选择性和灵活性。
欧央行首席经济学家	连恩	<b>欧央行必须保持债券购买以缓冲乌克兰局势的影响</b> ，资产购买计划（APP）至少应持续到年底。
欧央行管委	委森特诺	面对不确定性，欧央行有理由在复苏过程中采取温和措施，谨慎调整政策。
欧央行管委	雷恩	<b>欧央行在评估战争影响之前不应退出刺激计划。</b>
欧洲央行管委	维勒鲁瓦	<b>目前没有有必要决定加息日期</b> ，欧央行需多加考虑以避免政策错误。

来源：ECB、国金证券研究所

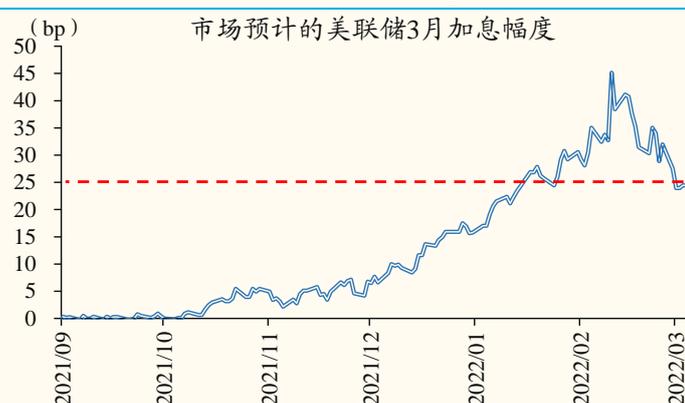
图表 9：市场大幅下修对欧央行年内加息次数的预期



来源：Bloomberg、国金证券研究所

美联储也持续观望俄乌危机发展，使得市场对其加息预期大幅降温。俄乌战争爆发前，市场曾一度押注美联储 3 月加息 50bp，全年加息次数（1 次 25bp）接近 7 次。目前来看，以主席鲍威尔在内的多位美联储核心官员也强调俄乌危机所带来的不确定性，对局势演绎持观望态度。受此影响，市场对美联储 3 月加息 50bp 的预期大幅弱化，并且下修全年加息次数至 5 次上下。

图表 10：市场认为美联储加息 25bp 的概率超过 9 成



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 11：市场寄希望于 2022 年加息节奏放缓

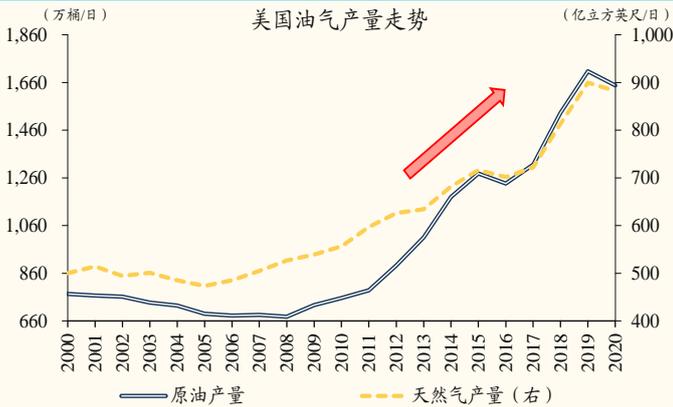


来源：Bloomberg、国金证券研究所

## 二、俄乌危机对美欧经济造成的冲击不同，导致美欧央行政策节奏趋于分化

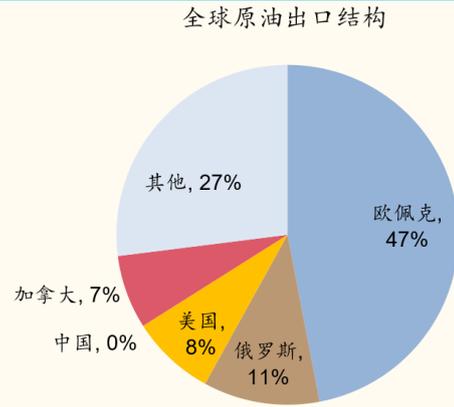
俄乌危机导致的油价暴涨，对美国通胀形势的影响较为直接。1970 年代两次石油危机时期，美国作为当时最主要的能源进口国且能源自给率低，受到巨大冲击。但 2012 年页岩革命以来，美国的原油、天然气产量快速大幅增长，不仅实现了能源自给，还成为了全球最主要的油气出口国之一。因此，俄乌危机对美国的冲击，不会引发能源短缺问题，更多体现为通胀易升难降。

图表 12: 美国的原油、天然气产量快速大幅增长



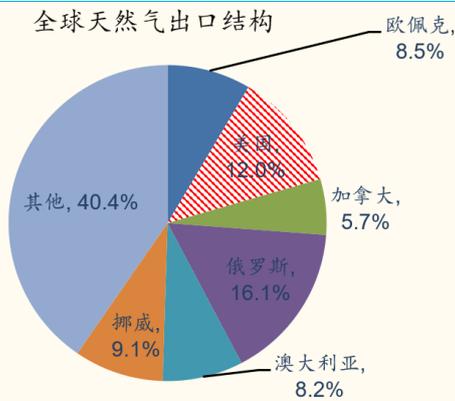
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 美国是全球主要的原油出口国



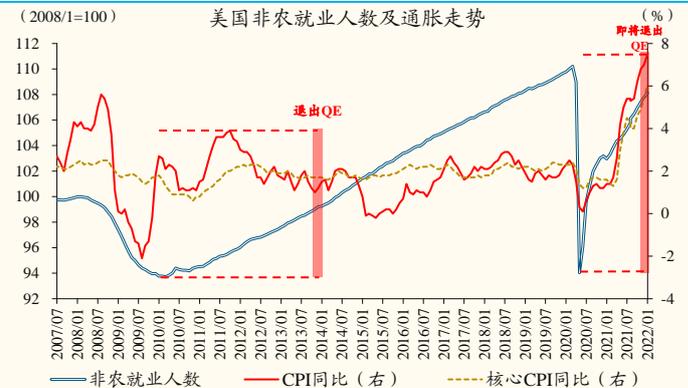
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 美国是全球主要的天然气出口国



来源: Wind、国金证券研究所

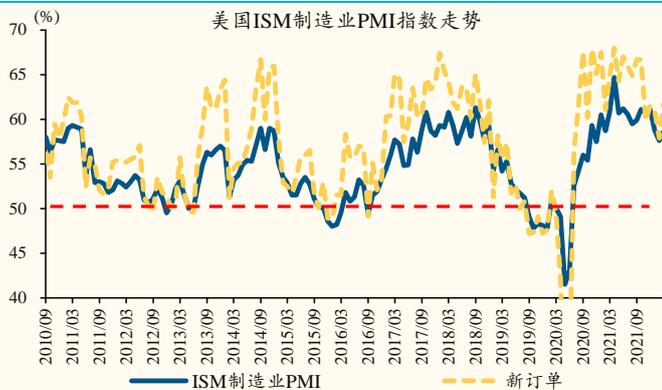
图表 15: 美国通胀压力依然高企



来源: Wind、国金证券研究所

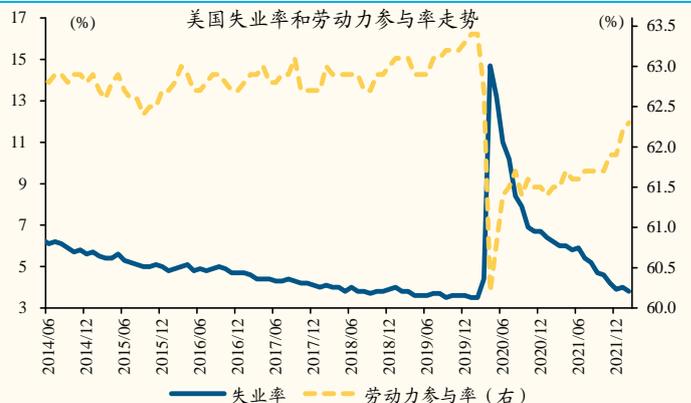
但美国经济维持较强韧性下，俄乌危机造成的短期冲击相对间接，对美联储政策正常化进度的影响，长短期效应或略有不同。近期，公布的宏观指标皆指向美国经济修复韧性较强，如 2 月 PMI 新订单重回 60 以上，2 月劳动参与率上升的同时、失业率继续下降反映就业市场的加速修复等。美联储 3 月加息启动已成定局，后续时段需密切关注缩表进度及对全球资本市场的影响。

图表 16: 美联储认为美国正处于充分就业状态



来源: Wind、国金证券研究所

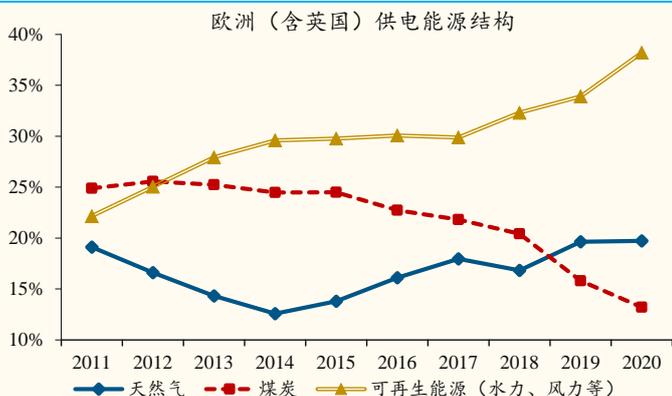
图表 17: 美国失业率基本回至疫情前



来源: Wind、国金证券研究所

欧盟方面，由于能源供应高度依赖俄罗斯，俄乌危机在推升欧盟通胀的同时，还直接冲击经济。欧盟能源自给率较低、高度依赖进口，其中大约 4 成天然气、3 成原油均来自俄罗斯供应。同时，因能源转型“激进”及绿色能源波动较大，欧盟能源供需近年来一直较为脆弱。俄乌危机下油气供给持续受限，会导致欧盟面临的宏观环境较美国等其他经济体更加复杂、被动，进而掣肘央行货币政策正常化的进度。

图表 18: 欧盟是全球减碳“先锋”



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 欧盟天然气进口高度依赖俄罗斯



来源: Wind、国金证券研究所

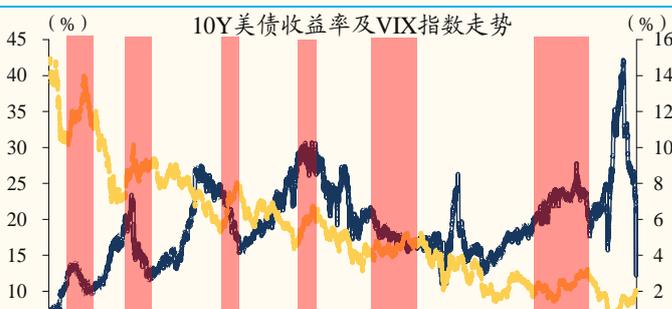
### 三、未来一段时期，全球资本市场或将延续高波动，黄金配置价值凸显

对全球通胀形势及政策正常化的定价不足，仍将是影响全球资产定价的重要因素。回溯历轮货币政策正常化周期来看，伴随政策利率抬升，10Y 美债收益率往往趋于上行。作为全球资产定价的锚，10Y 美债收益率的走势影响重大。历史经验显示，随着 10Y 美债收益率回归上行通道，美股等主要风险资产估值或将明显承压，价格波动也趋于加大。

图表 20: 美联储加息，对 10Y 美债收益率影响



图表 21: 美联储加息，对标普 500 估值影响



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\\_39156](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39156)

