



伍戈：不确定的战争，确定的影响



意见领袖 | 伍戈（长江证券首席经济学家）



核心观点：

1. 疫情未消，战争又起，或都超越了宏观经济分析的可预测范畴。尽管如此，面对如此高度不确定性的世界，我们是否真的束手无措？或是，能通过历史规律和逻辑演绎，在外生冲击中找寻到一些内在的线索，从而预知宏观运行和经济政策的方向？
2. 战争形势固然变化莫测，但其对经济的影响是既定的。尤其当资源大国陷入战争后，其对全球经济往往会造成“滞”与“胀”两方面的后果，纵观历史大都如此。即使战争出现缓和，各种制裁及供需错配依然会使得大宗商品价格高位徘徊一段时间。

3. 与过往战争不同，俄、乌不仅是石油和天然气等能源输出国，也是重要农产品和金属原材料的供应者。叠加疫情下供应链恢复缓慢，全球可能遭遇上世纪 70 年代以来最严重的供给冲击，近期海外国债收益率及期限利差似已折射出该“滞胀”风险。

4. 展望未来，俄乌冲突对我国也有“滞”与“胀”的影响。全球尤其是欧洲增长进一步趋缓，我国出口将受影响。能源、农产品、金属价格上涨将对 PPI 形成支撑，并在一定程度上推升 CPI。这些都将对国内如何激发微观主体稳增长信心提出更高要求。

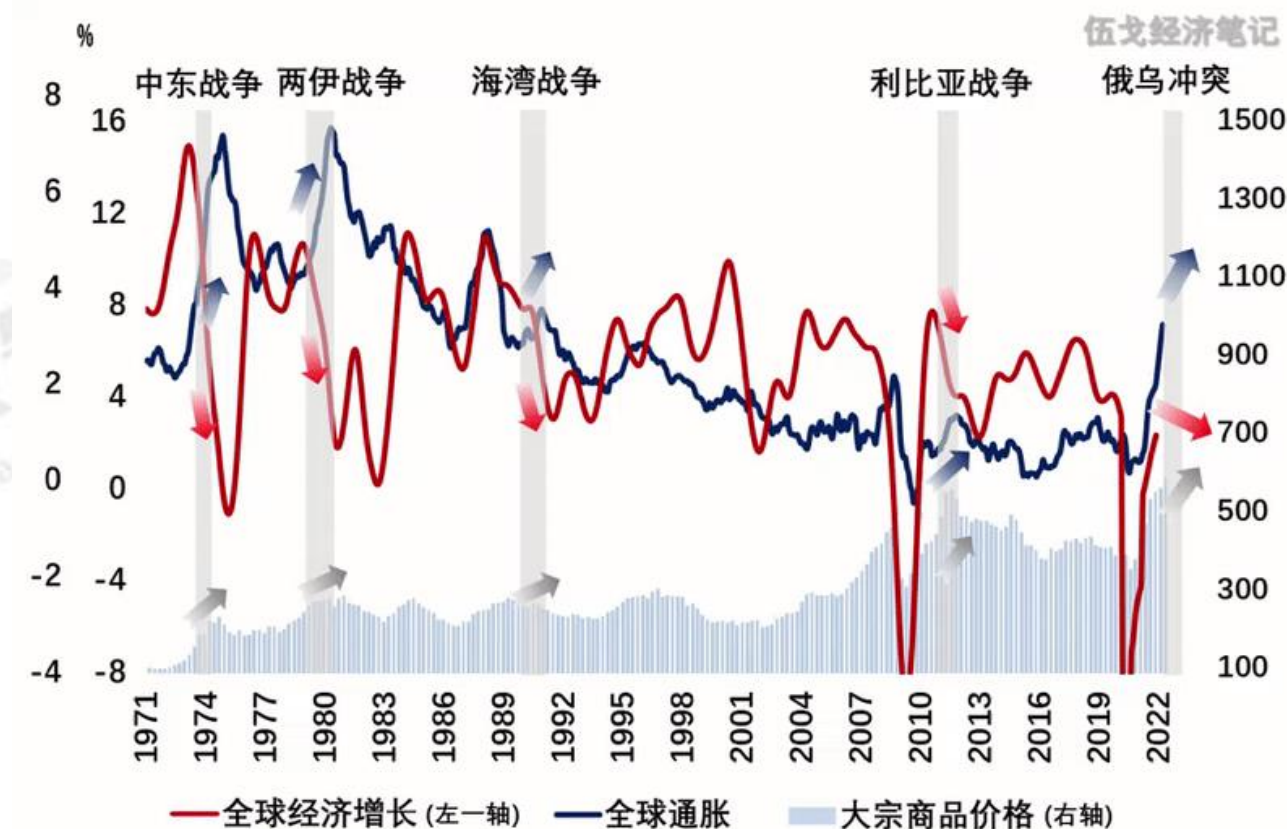
正文：

疫情未消，战争又起，或都超越了宏观经济分析的可预测范畴。尽管如此，面对如此高度不确定性的世界，我们是否真的束手无措？还是能通过历史规律和逻辑演绎，在外生冲击中找寻到一些内在的线索，从而预知宏观运行和经济政策的方向？

一、当资源国陷入战争：历史告诉我们什么？

历史上，每当资源国爆发战争后，全球似乎均遭遇经济增速回落与通胀上行的一段“滞胀”时期。从这个维度来看，尽管战争形势变化莫测，但其对经济“滞”与“胀”两方面的影响是既定的。

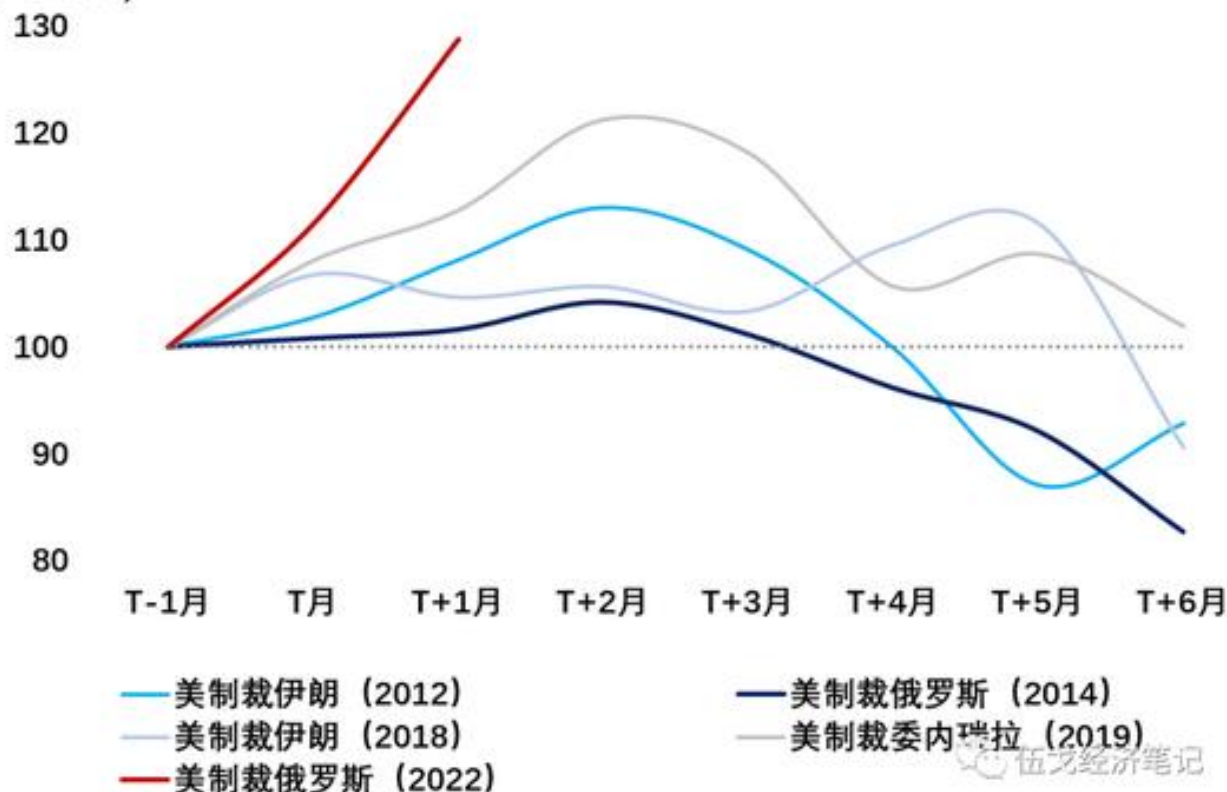
图 1. 资源国战争似都引致全球“滞胀”



来源：CEIC, WIND, 笔者测算

即使资源国的战争缓和或结束，制裁等措施的实施和影响仍将持续。历史来看，制裁持续时间普遍超过 1 年，制裁方需要寻找替代进口源，而被制裁方也需要弥补需求缺口。如此相互“换椅子”的过程，使得主要商品价格恢复至制裁前水平往往也需要半年左右时间。

图 2. 即使战争缓和，制裁仍将推升价格

原油价格指数
(T-1=100)

来源：WIND，笔者测算

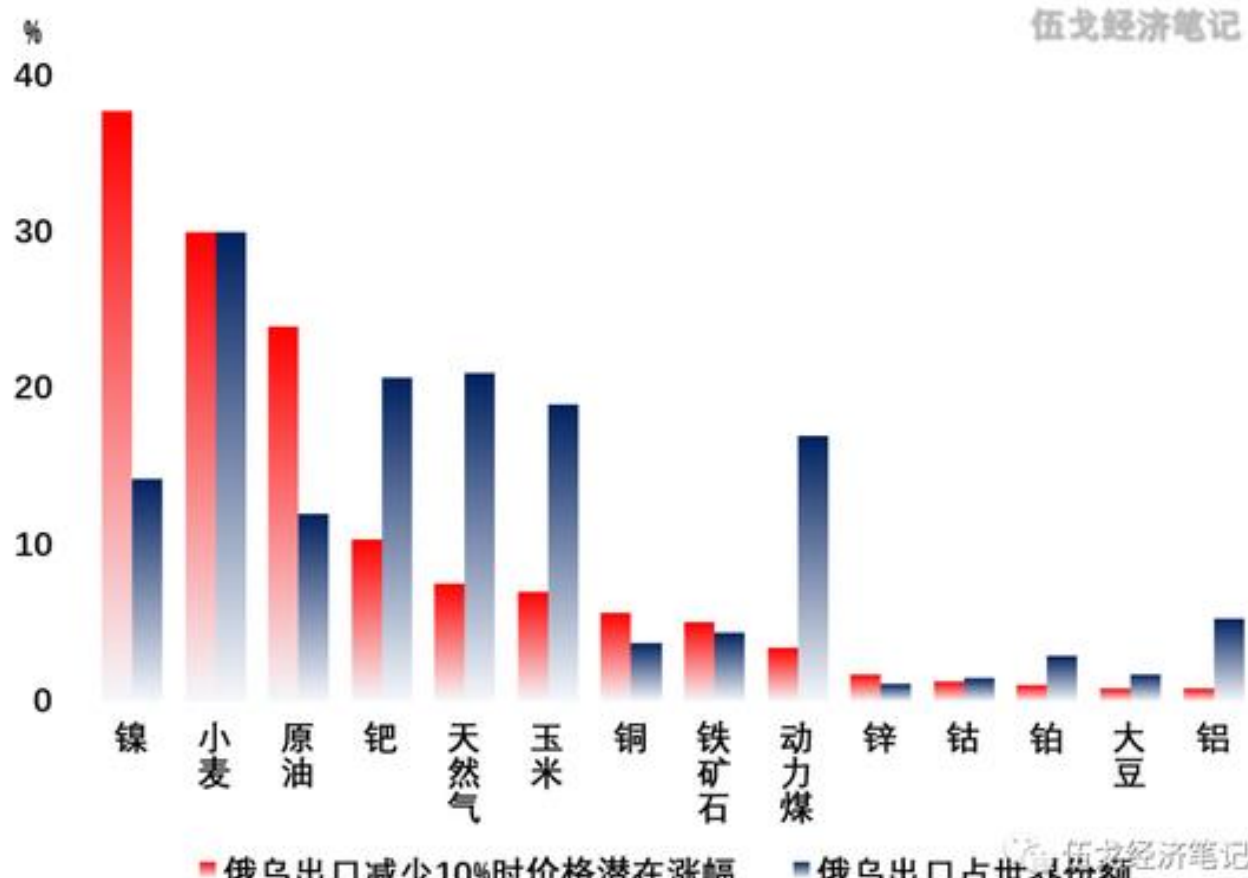
注：T 月为开始制裁当月

二、当俄乌陷入冲突：未来影响如何？

与过往不同，冲突中的俄乌不仅是石油、天然气等主要能源输出国，其在农产品、金属矿物及化肥等领域也举足轻重。俄罗斯是全球第二大原油生产国和出口国；欧盟逾 40% 天然气来自俄罗斯；俄乌小麦出口占世界份额约 1/3；俄罗斯为镍产品第一大出口国；甚至美国有 90% 的半导体级氖气来自俄乌。

若俄乌出口进一步受限，叠加疫情下供应链尚未恢复，全球可能遭遇上世纪 70 年代以来最严重的供给冲击，近期海外国债收益率及期限利差似都已折射出如此“滞胀”风险。当然，长期来看，这也将对各国能源转型、产业安全产生深远影响。

图 3. 俄乌冲突对全球供给意味着什么？



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_39548

