



警惕乌克兰危机引发区域风险

要 点

金融研究总监：詹向阳

全球区域风险研究团队：

樊志刚 马素红 程 实 宋 玮
王 婕 罗 宁 郭可为 吕振艳

执笔：程实 宋玮

chengshi_csjr@icbc.com.cn

相关研究：

2014/2/21《泰国政治乱局的走向和影响——2014年2月全球区域风险月报》

2014/1/24《2014年新兴市场政治动荡或将加剧——2014年1月全球区域风险月报》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 2013 年 11 月以来，乌克兰国内爆发了亲欧民众游行示威活动并逐步开始升级恶化，俄罗斯于 2014 年 2 月 27 日派遣军队进入克里米亚地区并实际控制了该地区，触发冷战结束以来俄罗斯和西方最激烈的对抗。
- 展望未来，乌克兰爆发局部战争的可能性相对较小。但是乌克兰局势在美国、俄罗斯和欧洲大国的强力介入下，可能加速走向分裂。鉴于乌克兰危机还将持续一段时间，乌克兰发生经济衰退和金融混乱的可能性较大，如果俄罗斯能源出口受阻，本已疲弱的俄罗斯经济增长可能停滞，最近两年逐渐趋于不稳定的俄罗斯政局也将恶化。相对乐观的是，由于乌克兰危机演化为战争的可能性较小，危机对全球经济复苏的干扰并不大，但考虑到危机演化的不确定性依旧广泛存在，所以国际金融市场还将延续震荡态势。
- 有鉴于此，我行集团层面应高度关注，加强乌克兰、俄罗斯及其周边地区的业务风险管控，并对风险等级随时可能的提升保持高度警惕；建议我行在俄罗斯分支机构审慎开展各项业务，并对俄罗斯受到较大冲击做好思想和物质上的准备。

目 录

一、近期乌克兰危机局势急剧恶化.....	1
（一）乌克兰：俄罗斯和欧洲之间的重要要塞.....	1
（二）乌克兰危机局势最新进展.....	2
二、乌克兰危机未来走势判断.....	4
三、乌克兰危机的经济金融影响.....	5
四、乌克兰危机的综合评价.....	8

图表目录

图 1 乌克兰经济增长率与通胀率（2000-2013）.....	6
图 2 俄罗斯工业生产指数与综合 PMI 指数（2013.01-2014.01）.....	7
图 3 卢布兑美元汇率和 VIX 指数（2014.01.02-2014.03.06）.....	8
表 1 乌克兰局势最新进展.....	3
表 2 乌克兰危机的风险等级评价结果.....	9



2013年11月以来,乌克兰国内爆发了亲欧民众游行示威活动并逐步开始升级恶化,2014年2月24日乌克兰亲俄总统亚努科维奇逃离首都,亲欧示威人群控制首都基辅,亲欧的前总理季莫申科被释放。自1991年苏联解体以来,欧美一直向东欧以及前苏联加盟国渗入,由于乌克兰是前苏联除俄罗斯以外最重要的加盟共和国并且地理上与俄罗斯接壤,乌克兰政坛剧变对俄罗斯是一次重大打击。作为回击,俄罗斯于2月27日派遣军队进入克里米亚地区并于周末实际控制该地区,触发冷战结束以来俄罗斯和西方最严重的危机。本文将在对乌克兰危机进行全面剖析的基础上,判断其未来可能的走势及其对全球经济金融走势的影响,最后对乌克兰危机进行综合评价。

一、近期乌克兰危机局势急剧恶化

(一) 乌克兰: 俄罗斯和欧洲之间的重要要塞

1. 地理位置层面: 欧俄战略资源的输送喉结和军事要地

乌克兰是欧洲除俄罗斯外领土面积最大的国家。乌克兰地理位置重要,是欧盟与俄罗斯地缘政治的交叉点,其对于俄罗斯与欧盟之间天然气的运输具有非常重要的意义和影响。目前,俄罗斯提供欧洲约25%的天然气需求,其中又有一半使用通过乌克兰的管道输送。俄罗斯在过去的纠纷中曾停止对乌克兰的天然气供应,一旦供应受到干扰,可能导致欧洲企业和家庭的能源价格上涨,对欧洲的能源安全产生重大影响。

此外,乌克兰克里米亚半岛位于黑海北部,数百年来一直是中亚的军事和交通要塞。克里米亚半岛在1955年前归属于俄罗斯,1955年为纪念二战胜利苏联将其划给乌克兰加盟共和国。苏联解体后克里米亚半岛以克里米亚自治共和国的形式归属于乌克兰。岛上的塞瓦斯托波尔军港驻有俄罗斯黑海舰队,具有重大的军事战略意义。

2. 全球贸易层面: 全球玉米和小麦供应会受到影响

乌克兰是世界第三大粮食出口国,是全球最大的玉米和小麦出口国之一,一旦乌克兰危机急剧恶化,可能影响乌克兰对全球玉米和小麦出口供给,推动全球粮食市场价格的上涨。另一方面,乌克兰危机恶化不仅致使乌克兰与欧洲

和俄罗斯的贸易受到冲击，而且沉重打击了俄罗斯与欧洲、美国等 G7 国家的贸易关系，目前美国、欧盟正在考虑是否对俄罗斯进行经济贸易制裁，这将对全球经济和贸易格局产生一定的负面影响。

3. 外交格局层面：乌克兰是俄罗斯和西欧争夺的焦点

自苏联解体以来，乌克兰一直在向西还是向东的问题上摇摆不定，其中中西部以说乌克兰语为主，倾向于加入欧盟，回归欧洲；东部以说俄语为主，主张亲近俄罗斯。因此，欧美国家扶植亲欧势力，通过乌克兰使西方势力东扩；俄罗斯扶植亲俄势力，守住俄在东欧的势力范围。俄罗斯和欧美在乌克兰问题上进行的博弈，是导致乌克兰国内持续动荡的重要外部因素。

（二）乌克兰危机局势最新进展

苏联解体后，由于与俄罗斯有着相同的宗教信仰，相近的语言文化，相似的风俗习惯，乌克兰一直在以俄罗斯为核心的独联体庇护下发展。但由于大片的国土连接四个欧盟国家，乌克兰的地理位置和资源都有着重要的战略意义，拉拢乌克兰一直是欧盟的长期策略。乌克兰是俄罗斯向欧盟输送天然气的重要枢纽，其地缘政治经济价值可见一斑。乌克兰国内居民总体分为东部的俄罗斯族和中西部的乌克兰族，从 2010 年大选结果显示东部地区基本支持亲俄的亚努科维奇，西部地区基本支持亲西方的季莫申科。

从 2009 年欧盟启动东部伙伴计划(与前苏联的六个成员国建立更紧密关系的计划)开始，欧盟已经花费了大量时间、金钱和外交手段，尝试将包括乌克兰在内的六个国家招致麾下。但欧盟的举动严重侵害了俄罗斯的战略利益，致使俄罗斯开始强势介入。在欧盟的拉拢即将见效之前，乌克兰前总统亚努科维奇与俄罗斯总统普京进行秘密会谈，俄罗斯向乌克兰承诺了低廉的天然气和 150 亿美元贷款额度，并且对其人权问题没有半点责问。乌克兰危机爆发的直接导火线是 2013 年 11 月 21 日乌克兰前总统亚努科维奇宣布不再为签署乌克兰 - 欧盟间的联系国协定做准备，引发乌克兰国内亲欧民众在乌克兰首都基辅欧元广场举行大规模游行示威，游行规模和地区随后迅速扩大并且不断发生和政府以及乌克兰国内亲俄民众的暴力冲突，最终以 2014 年 2 月 24 日亲俄总统亚努科



维奇逃离、亲欧示威人群控制首都基辅、亲欧的前总理季莫申科被释放告一段落（见表1）。

表1 乌克兰局势最新进展

时间	内容
2013年11月	乌克兰原定于今年11月底与欧盟正式签署联系国协定，但乌克兰政府当月21日突然宣布暂停与欧盟签署联系国协定的准备工作，同时表示将加强与俄罗斯等其他独联体国家的经贸关系。此举引发国内亲欧民众不满，国内爆发了自2004年“橙色革命”以来最大规模的示威活动。
2013年12月10日	俄罗斯宣布出资150亿美元购买乌克兰债券，并暂时将向乌克兰供应的天然气价格下降三分之一作为紧急援助。
2014年1月下旬	乌克兰政府颁布的《反示威法》进一步加剧了冲突，示威者占领了司法部大楼要求总统亚努科维奇下台。迫于压力，乌克兰议会废除了《反示威法》。
2014年1月28日	乌克兰国内示威抗议持续升级，乌克兰总理阿扎罗夫迫于压力辞职，政府将在新政府组建完成前继续履行职责，亲欧的反对派暂时占据了上风。俄罗斯警告如果总统亚努科维奇最终被推翻，将重新考虑对乌克兰的150亿美元经济援助。
2014年2月18日	数千名示威者从首都基辅市中心的独立广场出发，朝议会大楼方向前进，举行号称“和平进军”的活动，要求议会恢复2004年宪法。随后示威者在议会大楼附近与警方发生激烈冲突，数百人伤亡。
2014年2月21日	乌克兰总统亚努科维奇与该国反对派签署了旨在结束国内暴乱的协议。反对派同意停止暴力抗议，亚努科维奇政府则同意召开提前大选，并同意支持恢复2004年宪法，这将进一步限制总统的权力，并加大议会的权力。他还同意组建一个“得到全国上下信任的政府”。
2014年2月22日	乌克兰议会以大比数支持结果通过罢免乌克兰总统亚努科维奇的决定，并要求释放反对派领袖、前乌克兰总理季莫申科，决定提前于5月25日举行选举。
2014年2月23日	乌克兰议会决定暂由议长图尔奇诺夫代行总统职权，前总理季莫申科获释后，立刻前往首都基辅的独立广场发表演说。
2014年2月26日	俄罗斯武装部队在乌克兰边境集结并进行军演。
2014年2月27日	克里米亚议会决定：5月25日将就扩大自治权利举行全民公决。
2014年2月28日	美国总统奥巴马警告俄罗斯不要军事干预乌克兰；乌克兰代总统谴责俄罗斯占领该国境内两座机场。
2014年3月1日	武装分子占领乌克兰克里米亚议会和政府大楼，升起俄罗斯国旗，

	俄罗斯向克里米亚境内增兵 6000 人，并调动军事技术装备。
2014 年 3 月 2 日	俄罗斯联邦委员会批准俄罗斯总统普京请求，可以在乌克兰使用俄罗斯武装部队，该决议即刻生效。乌克兰宣布全国进入军事戒备状态。
2014 年 3 月 4 日	俄罗斯总统普京公开宣称，俄罗斯没有吞并克里米亚的打算，克里米亚的未来由其人民决定，目前也没有必要向乌克兰（克里米亚以外地区）派军，普京已命令所有参与军事演习的部队回归他们的基地。

资料来源：自行整理

二、乌克兰危机未来走势判断

乌克兰政局突变引发俄罗斯的强烈反应，俄罗斯于 2014 年 2 月 26 日开始向乌克兰克里米亚地区边界线派遣部队，2 月 27 日俄罗斯军队进入克里米亚地区并于周末实际控制该地区，触发冷战结束以来俄罗斯和西方最严重的危机。由于乌克兰军队实力较为有限且北约在欧洲的军事力量不足以威慑俄罗斯，俄罗斯占领克里米亚地区可以保证其在乌克兰东部的影响力，确保自身对乌克兰东部地区更加牢固的控制。因此，国际社会一度担忧俄罗斯可能会通过占领克里米亚侵略甚至吞并乌克兰，从而引发局部战争。

乌克兰危机局势在 3 月 4 日出现大幅缓解。当天俄罗斯总统普京公开宣称，俄罗斯没有吞并克里米亚的打算，克里米亚的未来由其人民决定，目前也没有必要向乌克兰（克里米亚以外地区）派军，普京已命令所有参与军事演习的部队回归他们的基地。尽管排除了近期动武的可能，普京在莫斯科召开的新闻发布会上仍然表示俄罗斯“有权利”在克里米亚地区使用武力，但表示“在乌克兰使用武力只会是最后的选择”。截至 3 月 6 日，俄美欧表现均较为克制。欧美的集体行动仅局限在 3 月 3 日周一发表的 G7 声明，欧洲特别是欧元区的领袖德国自此后再无其它行动。美国仅宣布中止和俄罗斯的军事合作，在俄罗斯撤军的问题上用词谨慎，称将在俄罗斯和乌克兰之间建立对话以便俄罗斯撤军。但是 3 月 6 日，乌克兰危机局势再次升级。一方面，克里米亚议会通过决议，决定克里米亚以联邦主体的身份加入俄罗斯联邦，还向俄罗斯总统普京和俄罗斯议



会提交了加入俄联邦的请求，建议俄方启动相关程序，并将关于该共和国地位的克里米亚全民公投从3月30日提前到16日举行。另一方面，俄罗斯与美国仍未就乌克兰危机达成协议。

展望未来，由于俄罗斯控制着欧洲约三分之一的天然气供给，事态的全面恶化将可能危及欧洲能源供给的稳定性，对俄罗斯和欧洲可谓两败俱伤，预计欧洲将在此事件中保持缓和态度，因此乌克兰爆发局部战争的可能性相对较小。但是乌克兰局势在欧美、俄罗斯等大国的强力介入下，可能加速走向分裂。目前乌克兰危机已由乌内部不同政治力量之间的激烈较量转向俄罗斯同西方国家间的交手。乌克兰克里米亚自治共和国议会已决定将原定于5月25日举行的克里米亚公决提前至3月16日进行，俄罗斯将肯定向乌克兰的克里米亚公投派出观察员，这有可能加速乌克兰的分裂。

三、乌克兰危机的经济金融影响

乌克兰是一个并不富裕的欧洲小国，根据IMF的数据，2013年，乌克兰名义GDP规模为1755.27亿美元，在IMF有统计数据的187个国家里排名第58位，乌克兰经济规模的全球占比仅为0.381%；2013年，乌克兰人均名义GDP为3861.7美元，属于发展中国家。由于乌克兰高频经济数据非常少，所以目前很难评估乌克兰危机对其经济造成的冲击。但从IMF公布的数据看，乌克兰经济在政治危机爆发前就已经十分脆弱，体现在几个方面：2013年，乌克兰经济增长率仅为0.36%，距离衰退仅一步之遥；通胀率为-0.04%，已经进入通货紧缩状态；失业率为8.02%，较2011年和2012年明显上升；财政赤字率和经常账户赤字率分别高达4.29%和7.29%，双赤字格局蕴藏大量风险；商品和服务出口和进口增长率分别为-2.58%和-6.37%，贸易收缩较为严重。考虑到乌克兰经济基本面的脆弱性和乌克兰危机的严重度，我们认为，乌克兰经济将在危机冲击下陷入经济衰退，金融秩序也将陷入混乱，全局风险的释放可能需要较长一段时间，乌克兰经济可能需要数年时间才能回到稳健增长的正轨上。

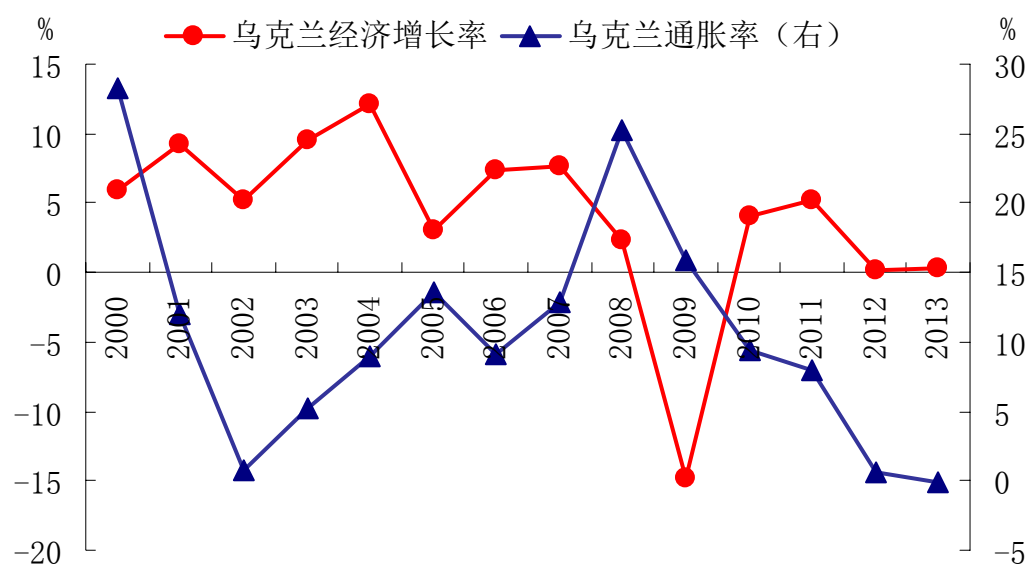


图1 乌克兰经济增长率与通胀率（2000-2013）

数据来源：IMF。

由于深度涉入乌克兰危机之中，俄罗斯经济也受到了较为明显的负面冲击，从月度数据看，主要体现在：一是工业生产萎缩，2014年1月，俄罗斯工业生产指数同比增长率和环比增长率分别为-0.2%和-18.84%，均大幅低于2010年以来3.94%和0.1%的平均增速，同比增速呈现出近半年来首次同比收缩，环比增速则为本世纪以来最低值。二是就业形势恶化，2014年1月，俄罗斯失业率从2013年的5.4%上升至5.6%。三是企业信心下降，2013年11月至2014年1月，俄罗斯企业信心指数分别为-6、-8和-6，创2010年年初以来最差的连续三个月表现。四是经济前景趋弱，2014年1月，俄罗斯综合PMI指数从2013年10月的53.3渐次降至49.6，服务业PMI指数和制造业PMI指数分别从2013年10月的52.5和51.8渐次降至50.2和48，综合PMI指数和制造业PMI指数已经处于枯荣线下方。

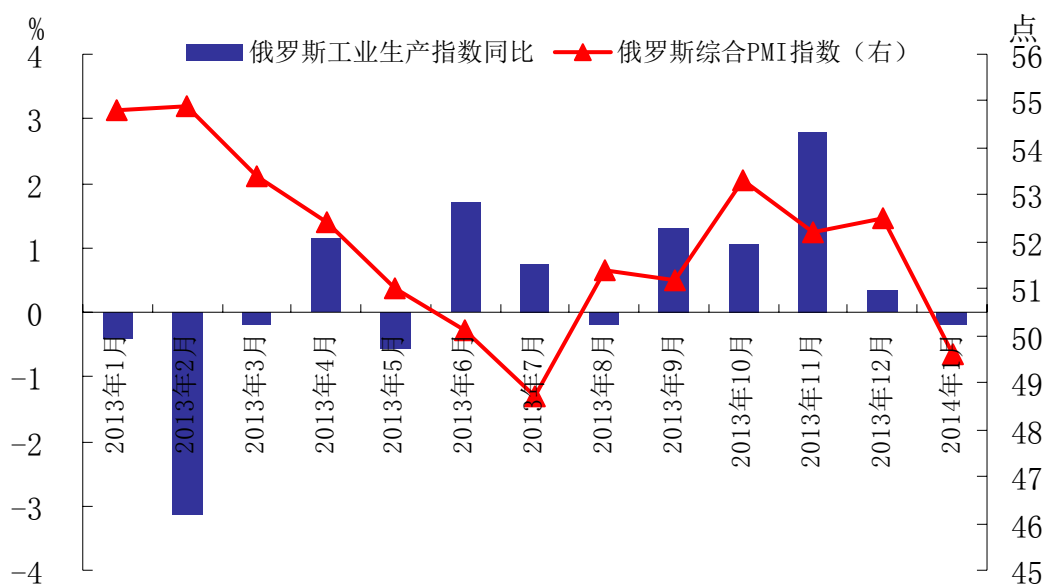


图2 俄罗斯工业生产指数与综合 PMI 指数 (2013.01-2014.01)

数据来源: Wind。

乌克兰危机不仅对乌克兰和俄罗斯经济造成了直接冲击,还在国际金融市场引发了剧烈震荡,主要表现为:一是市场情绪波动起伏,2014年2月3日,受乌克兰总理辞职的影响,VIX指数当日大幅上涨16.39%至21.48点,较2012年底的11.69点累计上涨了近50%;不过,受随后俄罗斯态度缓和的影响,VIX指数又一路下降,3月6日收于14.21点。二是俄罗斯股市大跌,全球股市震荡加剧,截至2014年3月5日,俄罗斯股票市场指数收于1182点,较2013年11月底下跌了15.81%;与此同时,美欧股市也以2月初为分界点,自年初以来呈现出先跌后涨的“V型”走势。三是国际油价上行,受乌克兰危机引发的紧张情绪影响,2014年3月3日,国际油价走上105.22美元/桶的阶段高点,较2013年底的阶段低点上涨了10.45%。四是国际金价大涨,受避险需求激增的影响,2014年3月3日,国际金价最高走上1355美元/盎司,较2013年底的阶段低点上涨了14.69%。五是乌克兰格里夫纳和俄罗斯卢布大幅贬值,截至2014年3月6日,两国货币兑美元汇率分别为9.2格里夫纳/美元和36.18卢布/美元,较2013年末分别贬值了11.65%和10.07%,俄罗斯采取的包括大幅

加息和汇市干预在内的应对策略都没能缓和卢布大幅贬值的态势。

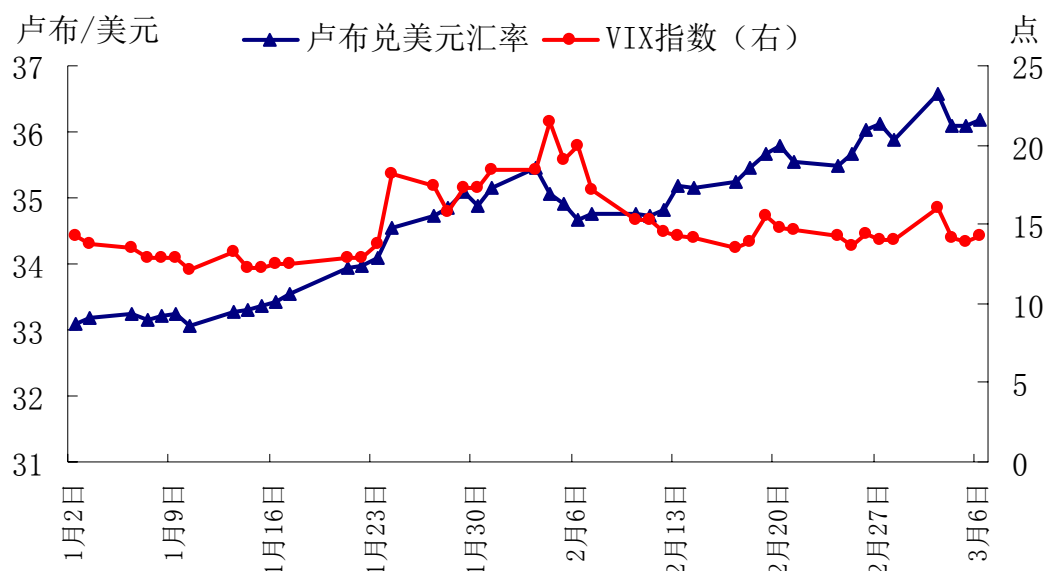


图3 卢布兑美元汇率和 VIX 指数 (2014.01.02-2014.03.06)

数据来源: Bloomberg。

我们认为,乌克兰危机对乌克兰经济和俄罗斯经济的影响才刚刚显现,鉴于乌克兰危机还将持续一段时间,乌克兰有较大概率发生经济衰退和金融混乱,俄罗斯经济也将受到拖累。由于乌克兰危机演化为战争的可能性越来越小,危机对全球经济复苏的干扰并不大,但考虑到危机演化的不确定性依旧广泛存在,所以国际金融市场还将延续震荡态势。

四、乌克兰危机的综合评价

综合评价,我们认为,乌克兰爆发局部战争的可能性相对较小。但是乌克兰局势在欧美、俄罗斯等大国的强力介入下,可能加速走向分裂。鉴于乌克兰危机还将持续一段时间且存在分裂可能,乌克兰发生经济衰退和金融混乱的可能性较大,如果俄罗斯能源出口受阻,本已疲弱的俄罗斯经济可能陷入衰退,最近两年逐渐趋于不稳定的俄罗斯政局也将恶化。相对乐观的是,由于乌克兰



危机演化为战争的可能性较小，危机对全球经济复苏的干扰并不大，但考虑到危机演化的不确定性依旧广泛存在，所以国际金融市场还将延续震荡态势。

我们应用之前的基础性研究¹对乌克兰危机进行了风险评估。结果直观显示为表2，1-5分依次以绿色、蓝色、黄色、棕色和红色为背景，表明各层级风险评价由低到高的分布。结果显示，目前乌克兰危机的整体风险等级为3，进入黄色预警区域，值得高度关注，但尚未造成全球性恐慌和混乱。值得强调的是，整体风险等级的真实评分为3.4分，也就是说，只要接下来乌克兰危机再进一步升级或市场恐慌情绪显著加剧，那么，整体风险等级的整数评分将从3上升到4，进入棕色危险区域。根据我们对乌克兰局势的判断，整体风险等级升到4是有可能的。从细节看，乌克兰危机带来的政治冲击风险级别为4，值得高度警惕。此外，乌克兰危机带来的经济冲击和金融冲击的风险级别均为3，虽然乌克兰经济规模的全球占比只有0.381%，但还是给全球经济和国际金融带来了黄色预警。不过，只要美国、欧盟和俄罗斯没有直接发生军事碰撞，那么，国际金融市场发生全局性剧烈震荡、全球经济复苏明显受阻的可能性还是较低。由于整体风险等级为3，因此，我行集团层面应高度关注，加强乌克兰、俄罗斯及其周边地区的业务风险管控，并对风险等级随时可能的提升保持高度警惕；由于政治冲击风险等级为4，建议我行在俄罗斯分支机构审慎开展各项业务，并对俄罗斯受到剧烈冲击做好思想和物质上的准备。

表2 乌克兰危机的风险等级评价结果

地缘政治动荡整体风险级别		
3		
政治冲击	经济冲击	金融冲击
4	3	3

¹ 详见本所2013年12月31日发布的研究报告《地缘政治动荡的风险等级评估和应对》。

政治脆弱性	长期冲突级别	危险性	重要性	经济脆弱度	经济影响力	资源影响力	冲击传染性	金融脆弱性	金融影响力	市场恐慌度	冲击传染性
5	3	3	3	4	1	1	5	5	1	2	4