

战争黑天鹅与加息灰犀牛冲击下，哪些国家更脆弱？

联合资信评估股份有限公司 主权部

战争黑天鹅与加息灰犀牛叠加

2022 年初，黑天鹅爆发叠加灰犀牛来临，令全球经济和政治格局陷入到巨大的不确定性之中。一方面，2 月 24 日俄罗斯向乌克兰发动特别军事行动，俄乌战争爆发进一步放大了大国的地缘政治利益博弈，围绕以美国为首的北约以及以俄罗斯为首的独联体，可能会在全球能源规则、经贸规则以及军事规则方面重新制定和洗牌，对全球大宗商品价格以及资本市场波动均产生巨大的不确定性，世界逐步形成以中东欧地区东部边界为前沿的新型“冷战”格局。此外，俄罗斯作为“OPEC+”的重要成员国以及全球天然气出口大国，对全球能源供给具有较大的话语权和决策权，欧美在金融、能源以及科技等方面对俄罗斯展开全面制裁，可能会对依赖对俄贸易的独联体国家、依赖对俄能源进口的欧洲国家以及全球大宗商品市场产生外溢效应。

另一方面，3 月 16 日美联储将联邦基金利率的目标区间上调 25 个 BP 至 0.25%~0.50%，这是美联储自 2018 年 12 月以来的首次加息，预计未来加息节奏会更加“鹰派”。货币政策调整会放大经济周期和金融周期的不一致，尤其是美联储的货币政策，收紧与放松直接影响全球经济的复苏节奏。本轮美联储调整货币政策是基于疫情暴发后释放出空前的流动性，流动性进入股市、地产以及商品市场，催生出股市和楼市的虚拟泡沫，带来了一场全球的资本盛宴，全球金融周期处于攀升阶段且带动通胀压力飙升。但是，全球实体经济始终处于供需失衡的困境，在疫情暴发初期受隔离政策影响，需求端断崖式萎缩；随着疫情得到一定控制，被压抑的需求得到释放，但受全球供应链断裂以及基础能源价格上涨等因素影响，供给端生产动力不足，供求失衡使得经济周期复苏动力不足。美联储货币政策转向不仅会加剧美国虚拟经济泡沫破裂以及经济陷入疲软，还会加速新兴经济体的资本外逃风险以及“高负债穷国”的短期债务偿付压力。

各国抗风险能力量化分析

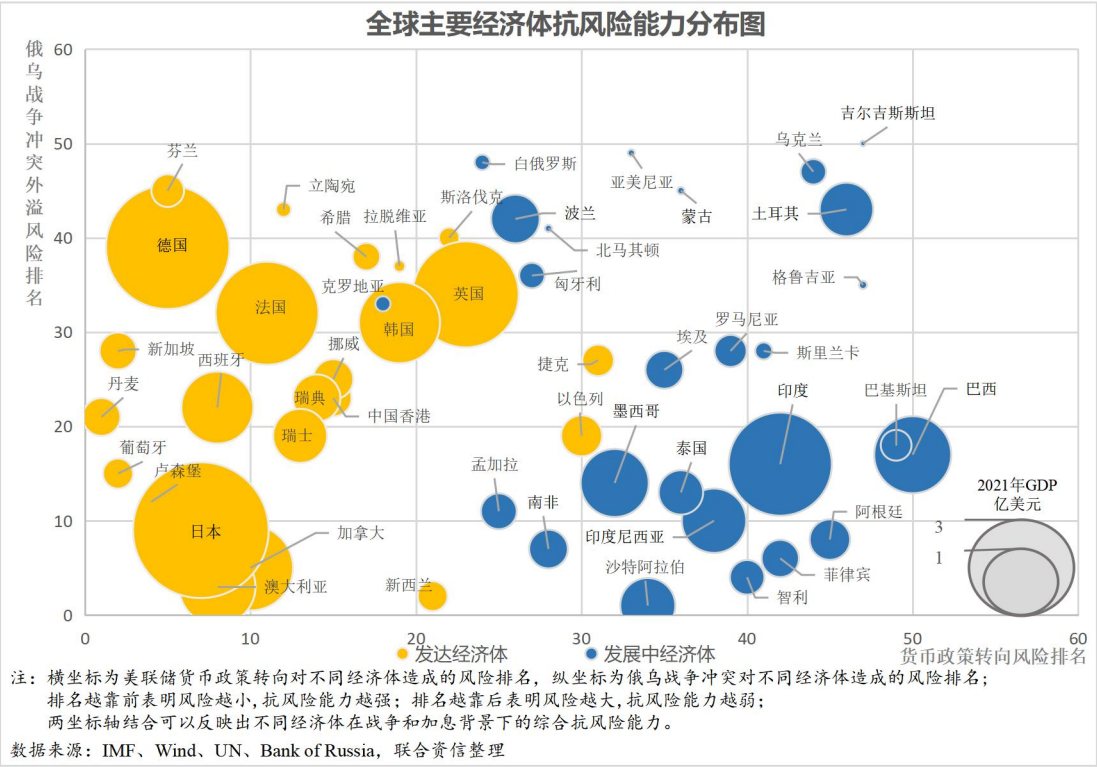
为量化俄乌战争冲突以及美联储货币政策转向所带来的外溢风险以及评估各国的抗风险能力，我们选取 50 个国家作为分析样本，涵盖亚太、欧洲、美洲和非洲等地区。在俄乌战争冲突维度，考虑到战争会对与俄贸易和投资联系较为密切的国家产生影响，同时也会对能源、粮食等大宗商品较为依赖的国家产生外溢效应，因此我们选取对俄贸易总额/GDP、俄罗斯 FDI 净流入占比、能源进口份额、粮食进口份额等 4 个指标进行分析。在美联储货币政策转向维度，考虑到美联储货币政策调整不仅会对样本国家的货币政策稳定性产生影响，还会对样本国家的本币汇率以及国际资金流动产生影响，从而扩大样本国家的国际收

支敞口，甚至会加剧样本国家的短期外债违约风险。因此，我们选取 CPI 增幅波动性、汇率稳定性、经常账户余额/GDP 以及外汇储备/短期外债等 4 个指标进行分析（详见下表）。

模型指标及权重选取				
一级指标	二级指标	三级指标	三级权重	选取时间
美联储货币政策转向风险	物价稳定性	CPI 增幅波动率	25%	10 年稳定性 (t-7,t+2)
	币值稳定性	汇率稳定性	25%	5 年稳定性 (t-4,t)
	国际收支稳定性	CAB/GDP	25%	5 年加权 (0.1,0.2,0.3,0.25,0.15)
	外部风险防御能力	外汇储备/短期外债	25%	t
俄乌战争冲突外溢风险	贸易关联性	对俄贸易总额/GDP	25%	t
	投资关联性	俄罗斯 FDI 净流出/FDI 净流出	25%	t
	能源进口依赖性	能源进口份额	25%	t
	粮食进口依赖性	粮食进口份额	25%	t

数据来源：联合资信整理

模型分析逻辑建立在指标排名以及打分调整的基础上。第一，收集 50 个样本近 5 年的数据（物价稳定性为 10 年），然后按照选取时间要求进行数据处理；第二，对处理后的三级指标数据进行排名及打分调整；第三，将每个指标的排名结果按照三级权重加权，获得一级指标排名结果。排名越靠前表明受到风险冲击越小，即抗风险能力越强；反之，排名越靠后表明受到风险冲击越大，即抗风险能力越弱（详见下图）。总体看来，俄乌战争冲突令欧洲国家陷入能源危机，外溢效应导致中东北非国家陷入粮食危机；美联储货币政策转向加剧了新兴经济体的外部风险敞口；独联体国家和“高负债穷国”受两种风险的叠加影响，面临经济下行以及债务违约的多重风险。



重点国家及地区信用风险揭示

1. 俄乌战争冲突或加剧欧洲的能源危机以及难民危机，进一步激化欧洲内部在经济和政治问题上的分歧

对欧洲国家而言，受益于强劲的经济实力以及稳定的币值表现，美联储货币政策转向对这些国家的影响相对有限。由于欧洲国家地理位置临近俄罗斯且对俄罗斯的天然气进口依赖很高，俄乌战争爆发破坏了欧洲能源供给的稳定。如果俄乌地缘政治冲突进一步升级，会令对能源进口依赖较高的国家，尤其是对俄天然气依赖较高的北马其顿（100%）、芬兰（94%）、拉脱维亚（93%）和德国（49%）等国，面临能源断供以及输入性通胀压力上升的风险，这些国家或将陷入能源危机且经济增长进一步承压。此外，俄乌冲突的外溢效应可能会引发难民危机。目前，已经有大量难民涌入波兰、罗马尼亚以及匈牙利等东欧国家，难民潮不仅将引发一系列社会民生问题，还将削弱东欧国家的政治稳定性，而且安置难民所需的财力和物力都将加剧东欧国家的财政压力和经济负担。欧洲能源危机和难民危机不仅会对欧洲的经济复苏产生较大影响，还会进一步激化欧洲内部亲北约和亲俄势力的矛盾，给欧洲的区域稳定性带来了更多的不确定性。

2. 俄乌作为全球重要的粮食供给国，俄乌战争爆发加剧了中东北非国家的粮食危机，或令该区域的政治稳定性大幅下降

对中东北非国家而言，受其地理位置及自然气候影响，粮食多依赖进口，全球大约有 25 个国家对俄罗斯和乌克兰的小麦进口依赖度超过 30%，且主要集中在中东北非地区，其中中东第一大人口大国埃及对俄乌的小麦和葵花籽油的进口依赖度分别高达 86%和 73%。俄乌战争爆发加剧了粮食供给不足和价格飙升的问题，引发埃及国内哄抢食物以及大规模的抗议活动，令其社会稳定性大幅下降。如果粮食危机持续发酵，会对中东北非粮食依赖国的政治和社会稳定性造成严重冲击，甚至有可能再次爆发类似于“阿拉伯之春”的颜色革命。因此，我们将重点关注埃及的政局稳定性，此外黎巴嫩以及约旦等国也面临同样的政局动乱风险。

3. 美联储加息可能会触发新兴经济体的资本外逃及汇率贬值风险，令其外部风险敞口大幅走扩；同时新兴市场权益资产估值存在收缩风险，或加剧其金融市场动荡

对新兴经济体而言，美联储开启加息进程所产生的风险可以通过外汇市场、国际贸易以及资本市场等多个渠道向外传导。一方面，美联储收紧货币政策导致美元逐步走强，全球美元流动性收紧加速国际投机热钱回流美国市场，新兴经济体热钱撤离加剧了本币的贬值风险。特别是对于依靠自然资源出口和外资发展的新兴经济体来说，受其经济结构单一、长期国际收支失衡以及外汇储备不足等因素影响，其货币或将出现大幅贬值风险。自 2022 年年初至今，土耳其里拉（-11.0%）和阿根廷比索（-7.6%）都出现了明显贬值，进一步暴

露出这些国家的币值脆弱性，并加剧其外部风险敞口走扩。另一方面，疫情期间新兴经济体采取积极的救市举措，催生了金融市场泡沫和债务高杠杆问题，美联储开启加息会带动美债利率走高，导致全球风险偏好下行，新兴市场权益资产估值收缩，或刺破新兴经济体的资本市场泡沫并加剧金融市场动荡。因此，我们将重点关注土耳其以及阿根廷等国的汇率及金融风险。

4. 独联体国家受到两种风险的叠加冲击，面临贸易供应链断裂、经济增长承压以及债务违约概率增大等风险

对独联体国家而言，由于独联体国家与俄罗斯的贸易以及经济紧密相连，独联体贸易多处于俄罗斯供应链的中游，白俄罗斯（42%）、吉尔吉斯斯坦（29%）、亚美尼亚（27%）以及哈萨克斯坦（25%）等国对俄罗斯的贸易依赖度较高，受战争以及制裁影响，俄罗斯—独联体—欧洲国家的供应链上已经出现钢材、钾肥、镍以及板坯等中下游供应链趋于紧张的问题，存在一定供应链断裂的风险并进一步传导至经济表现。独联体国家经济结构单一且经济体量较小，抵御外部风险冲击的能力很弱，欧美制裁的外溢效应或令其违约风险走高。白俄罗斯的外汇储备对其短期外债的覆盖率仅为 80%左右，短期债务偿付压力很大；今年 5 月白俄罗斯将有一只价值 5,000 万美元的主权债务到期偿付，如果欧美制裁持续升级或对白俄罗斯的偿付能力造成一定削弱。另一方面，美联储货币政策转向或加速独联体资本外逃，进而加剧本国货币的汇率波动，外部风险敞口或进一步增大；再加上独联体国家外汇储备较为匮乏，白俄罗斯和吉尔吉斯斯坦的外汇储备分别仅有 75 亿美元和 28 亿美元，抵御汇率波动的能力严重不足，且短期外债的违约风向也进一步走高。因此，我们将持续关注乌克兰、白俄罗斯以及吉尔吉斯斯坦等国的债务违约风险。

5. 受两种风险叠加影响，“高负债穷国”进一步暴露出其经济的高度脆弱性，短期内面临较大的债务违约风险

对“高负债穷国”而言，俄乌战争的外溢效应叠加美联储加息，会加大“高负债穷国”的债务偿付压力。一方面，美联储加息将带动美元走强，显著抬升债务偿付成本并增大融资压力，导致“高负债穷国”外汇储备对短期债务的覆盖程度下滑，同时增大其借新还旧的阻力。比如，截至 2021 年三季度，斯里兰卡外汇储备仅为 31 亿美元，对短期外债的保障程度仅约 30%，短期债务违约风险显著走高。随着未来美联储加息节奏更加激进，或将进一步推高“高负债穷国”的偿债成本以及削弱其偿债能力。另一方面，俄乌战争冲突带动油气和粮食等大宗商品价格上涨，对于资源依赖进口以及本身外汇储备匮乏的“高负债穷国”将是致命打击，比如作为岛国的斯里兰卡，其生活必需品严重依赖进口，因政府无力支付 5,200 万美元的进口柴油贷款，国内已经陷入交通瘫痪、必需品和电力短缺的困境。因此，我们将重点关注斯里兰卡以及蒙古等国的短期债务违约风险。