

俄乌冲突后的宏观环境变化：阶段性总结评估

报告发布日期

2022年04月06日

研究结论

- 俄乌战争对宏观环境造成了重要的影响和改变，在一些维度上，这些变化比我们事前、事中的料想更加复杂和顽固。现在，我们必须站在俄乌冲突持续性影响之上，对这些战前的叙事进行检验和校准。我们通过这篇报告进行阶段性总结和评估，在地缘变局基础上，再度展望通胀、衰退、货币政策等市场关注的海外宏观问题。
- **大宗商品供给冲击：最坏的情形出清，却难以回到从前**
- 俄乌冲突爆发以来，大宗商品供给阻断一度是市场最强烈的担忧所在，而今乐观的一面是，我们看到冲击的极端情形出清，不乐观的一面是，地缘带来的影响似乎是持续性的，供需格局比料想中更加难以返回常态。
- 3月初，美、欧在对俄贸易封锁问题上出现决策分歧：美、英宣布对俄能源品禁运，而欧洲未整体跟进，从大宗价格趋势来看，市场将此认定为大宗商品供给风险的拐点。以此为分水岭，**商品价格剧烈上行的阶段暂告一段落，甚至全球广谱的风险资产也大多在3月8-9日后企稳、反弹。**
- **但同时也注意到，全部相关大宗品种目前也均未回落到战事之前的价格水平。**我们目前观察到一些非制裁性因素在发挥作用，持续扭曲着全球商品市场的供需格局。这些因素可能在中长期当中存在，导致商品价格难以顺畅回落——资源品、原材料涨价，或许成为我们在未来一段时间需要持续应对的难题。无论是美国油气取道海上供给欧洲，还是东方市场考虑将冗余大宗转手供给欧洲，整个大宗市场将受到地缘政治影响呈现供需错配格局，商品供给成本上升，市场效率下降，这解释了俄乌冲突发展至今，虽然商品价格暴涨阶段已经结束，但主要的相关商品类别价格并未顺畅回落到战事前的水平，特别是油、气。运力的新建、结构调整至少需要数年时间，这意味着这种供给冲击带来的商品价格影响短期无法消退。
- **消失的 Fed Put：政策紧缩节奏上修，滞胀风险加重**
- **依据新的能源价格情景假设，更新通胀展望：**当 WTI 油价年内在 110 美元/桶中枢运行时，美国 CPI、核心 CPI 增速年内将难见拐点；当 WTI 油价年内在 120 美元/桶中枢运行，美国通胀增速不仅难以见到拐点，更有可能在年内维持上行趋势。
- **受迫于更加严峻的通胀压力，货币政策开始释放进一步加快紧缩的信号。**目前美债 2 年期收益率水平（约 2.4%）来看，匡算等价于到今年底 FFR 约 2.5%，到 2023 年底约 3% 的加息路径，定价了 2022 年内至少 2 次的 50bp 幅度加息，明显较战事之前的预期路径更加陡峭。
- 高通胀、紧货币两个维度的影响之下，相应的美国经济领先指标提供的衰退预警信号是清晰的，趋势是可预见的，我们需要对或将到来的衰退风险提高警惕：
 - 1) **高通胀带来的消费需求压力：**消费需求是美国经济的基石，而无论商品、服务消费，消费者信心是消费需求较好的领先指标。从通胀的影响来看，高通胀压制消费预期，因此通常与消费者信心反向，密歇根大学消费者信心指数在 3 月份读数 59，是近 10 年的低位，提示了消费需求未来可能面临来自于高通胀的压力。
 - 2) **紧货币带来的经济衰退风险：**美债利率的期限利差本质上是即期货币政策条件 vs 经济活动强度的比较，期限利差是过去最好的预警衰退的领先指标之一。当前 5s30s 已经倒挂，2s10s 也已多次触及倒挂，货币政策紧缩路径过于陡峭对本轮期限利差收窄的作用很大。从利率期货市场定价和我们的模型测算来看，这一轮美债收益率结构可能出现的是幅度不小的深度倒挂：1 年远期的曲线结构上，2s10s 倒挂幅度达到约 25bp。我们的利率定价模型方面，这轮加息周期的终点，2s10s 倒挂或达到约 55bp。在深度倒挂的曲线面前，远期衰退的可能性需要被纳入考量。

风险提示

模型测算结果依赖于输入条件和情景假设；地缘政治事件走向存在不确定性。

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

行动的勇气?：——3月FOMC会议简析 2022-03-17

77bp 期限利差下的加息空间：利率曲线扁平化趋势观察，与联储货币政策应变情景推演 2021-12-31

目 录

俄乌冲突宏观影响的阶段性总结评估.....	4
大宗商品供给冲击：最坏的情形出清，却难以回到从前	4
俄乌是重要的大宗商品供给国，冲突引发强烈的供给冲击担忧	4
欧洲尚未跟进对俄贸易封锁，商品价格剧烈上行阶段暂告一段落.....	5
地缘影响转入持续性，供需难返常态，商品价格中枢抬升	6
消失的 Fed Put：政策紧缩节奏上修，滞胀风险加重	8
依据新的能源价格情景假设，更新通胀展望	8
为应对更大的通胀风险，货币政策紧缩提速	9
高通胀、紧货币双重压力下，衰退的担忧加重	9
风险提示	11

图表目录

图 1：俄、乌主要的大宗供给种类：在全球出口的占比（2020）	4
图 2：美国和欧洲国家在对俄能源禁运制裁问题上的相关表述（灰色为跟进制裁相关表态）	5
图 3：俄原油出口国家占比（2020）	5
图 4：俄天然气出口国家占比（2020）	5
图 5：相关大宗商品价格多在 3.8-9 日后结束了剧烈上行阶段：2.22 价格=100%	6
图 6：目前市场上一些买方对待俄油态度的现况信息梳理	7
图 7：乌拉尔原油 vs 欧洲布油价格贴水（美元/桶）	7
图 8：2014 以来：俄罗斯原油主要出口国家占比变化情况	7
图 9：美国 CPI、核心 CPI 同比增速情景假设：油价@110 美元/桶	8
图 10：美国 CPI、核心 CPI 同比增速情景假设：油价@120 美元/桶	8
图 11：WTI 油价（美元/桶）vs 5y5y 通胀掉期	9
图 12：10y 盈亏平衡通胀(TIPS)、10y 通胀掉期及名义和实际利率（%）	9
图 13：联储官员近期关于 50bp 加息的表述	9
图 14：与当前 2yT 收益率等价的一种加息路径预期（%）	9
图 15：美国 CPI 同比（%）vs UMich 消费者信心指数	10
图 16：美国零售环比（%）	10
图 17：联邦基金利率（%）vs NBER 美国经济衰退周期	11
图 18：即期、1 年、2 年远期美债收益率（%）曲线期限结构	11
图 19：我们的模型描述的美债收益率期限结构（%）：22 年底和加息终点	11

俄乌冲突宏观影响的阶段性总结评估

自 2 月末在乌东的特别军事行动启动以来，俄乌战事对宏观和市场运行带来了许多重要的影响和改变，在一些维度上，这些变化比我们事前、事中的料想更加复杂和顽固。2022 年的宏观逻辑和预测原已充满不确定性，而现在，我们必须站在俄乌冲突持续性影响之上，对这些战前的叙事进行检验和校准。

到今天，俄乌冲突持续已月余，我们通过这篇报告进行阶段性总结和评估，在地缘变局的基础上，再度展望通胀、衰退、货币政策、地缘政治风险等市场关注的海外宏观问题。

大宗商品供给冲击：最坏的情形出清，却难以回到从前

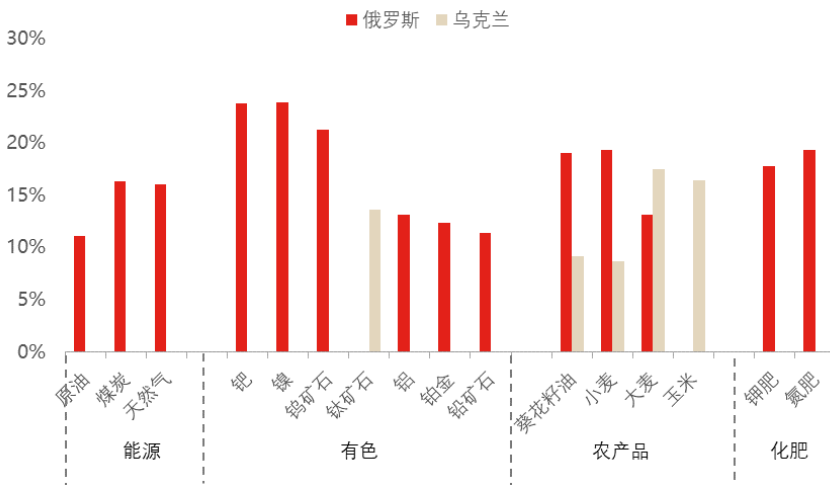
俄乌冲突爆发以来，大宗商品供给阻断一度是市场最强烈的担忧所在，而今乐观的一面是，我们看到冲击的极端情形出清，不乐观的一面是，地缘带来的影响似乎是持续性的，供需格局比料想中更加难以返回常态。

俄乌是重要的大宗商品供给国，冲突引发强烈的供给冲击担忧

俄罗斯、乌克兰均为重要的大宗商品供给国家，乌克兰主要是农产品，而俄罗斯的商品供给则从能源到金属、农产品、化肥，横跨大宗商品市场和全球供应链一众关键品种，可以说是全球最重要的大宗商品供给国家之一，一旦俄罗斯的大宗供给受到战争、制裁的实质性阻断，其影响的范围和复杂性不容小视。

俄罗斯出口在全球总出口占比较高品种包括：原油约 11%，天然气约 16%，煤炭约 16%，铝约 13%，小麦约 19%，乌克兰作为欧洲粮仓，其大麦、玉米出口在全球占比接近 20%。出于对俄罗斯受到贸易封锁、乌克兰战事持续发酵的担忧，上述俄乌供给权重较高的大宗商品类别，大部分在战事以来出现过不同幅度的价格震荡。

图 1: 俄、乌主要的大宗供给种类: 在全球出口的占比 (2020)



数据来源：UNCTAD、东方证券研究所

欧洲尚未跟进对俄贸易封锁，商品价格剧烈上行阶段暂告一段落

3月初，美、欧在对俄贸易封锁问题上出现决策分歧：美、英宣布对俄能源品禁运（延迟生效），而欧洲未整体跟进，从大宗价格趋势来看，市场将此认定为大宗商品供给风险的拐点。以此为分水岭，商品价格剧烈上行的阶段暂告一段落，甚至全球广谱的风险资产也大多在3月8-9日后企稳、反弹。

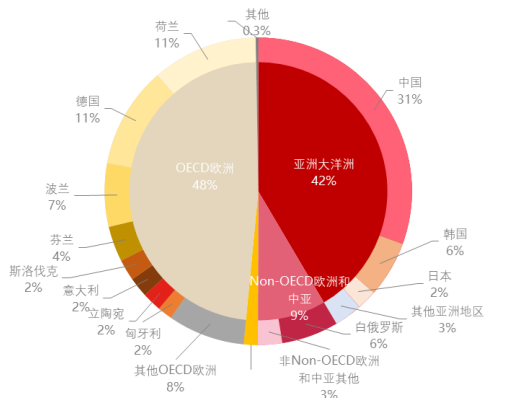
欧洲市场是俄罗斯大宗输出的主要目的地，欧盟对俄罗斯大宗贸易的态度决定了大宗供给冲击的量级。目前欧盟整体对俄大宗禁运的决策停留在欧委会提案层面，但法、德等欧洲核心国家，以及主要的俄罗斯能源进口国：如荷兰等，在政府层面已经陆续有表态不赞成即刻全面封锁俄罗斯能源供给，欧洲重要消费市场跟进对俄贸易封锁的担忧得到了暂时缓解。

图2：美国和欧洲国家在对俄能源禁运制裁问题上的相关表述（灰色为跟进制裁相关表态）

国家/地区	人物	时间	主要提案及表述
意大利	外交部长	3月9日	准备支持第三次欧盟一揽子制裁，将扩大目标银行和亿万富豪的名单，以迫使俄罗斯实施停火。欧盟不会屈服于“俄罗斯对能源的勒索”，并寻求降低对俄罗斯天然气进口的依赖。
美国	总统拜登	3月8日	在白宫宣布对俄罗斯新一轮制裁，称美国将禁止进口俄罗斯的石油、天然气和煤炭。但投票表决被推迟。
英国	首相约翰逊	3月8日	将会同美国以及其他国家一起，将在2022年底前逐步停止进口俄罗斯石油及相关产品，降低对俄罗斯能源的依赖。
欧盟	欧盟委员会	3月8日	欧盟委员会提议，欧盟国家今年削减2/3从俄罗斯进口的天然气。但提议需欧盟27个成员国一致同意才能生效。
德国	外交部长贝尔伯克	3月8日	德国反对对俄罗斯能源进行制裁，德国不会停止从俄罗斯进口能源。德国每年所需的石油有三分之一来自于俄罗斯。贝尔伯克表示，“离开俄罗斯的能源，德国将陷入停滞”。
	总理朔尔茨	3月7日	其表示，俄罗斯能源对欧洲能源安全至关重要。目前欧洲用于热力供应和电力供应所需的能源，除了从俄罗斯进口外，别无选择。
匈牙利	总理欧尔班	3月8日	虽然谴责俄罗斯在乌克兰的军事行动，但不赞成对俄实施石油制裁，因为此举等同让匈牙利的普通家庭为战争买单。
法国	总统马克龙	3月7日	法国对俄罗斯天然气的依赖度较低，但如果俄罗斯切断对欧供气，德国、意大利等国将陷入困境。法国不会立刻停止进口俄罗斯天然气，希望从长远角度逐步摆脱对俄罗斯石油和天然气的依赖。
保加利亚	总理佩特科夫	3月7日	如果欧盟决定对俄罗斯进行能源方面的制裁，保加利亚可能会寻求豁免，不加入制裁行列。
荷兰	首相吕特	3月7日	荷兰考虑采取“所有形式”制裁对俄施压，但关于能源制裁问题有很多讨论，“我们必须保证它们（制裁措施）不会对欧洲能源供应产生难以控制的风险”。

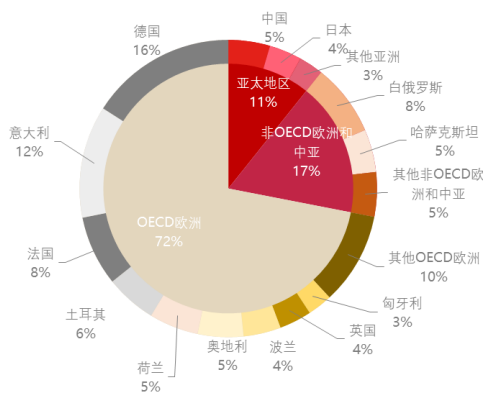
数据来源：白宫、EU、东方证券研究所

图3：俄原油出口国家占比（2020）



数据来源：EIA、东方证券研究所

图4：俄天然气出口国家占比（2020）

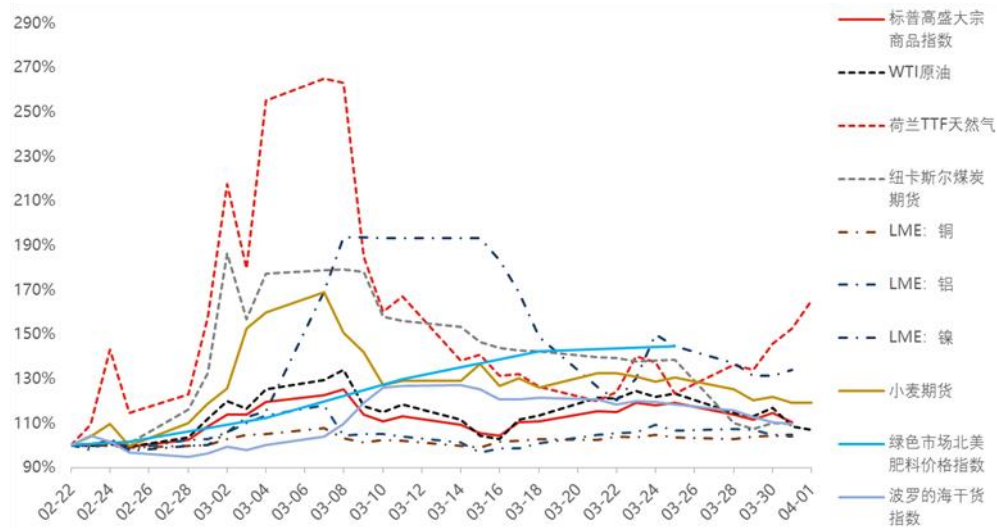


数据来源：EIA、东方证券研究所

从全球大宗商品综合指数表现及受到直接影响的主要大宗商品价格来看：我们梳理观测的全部品种（图 5）在 3 月 8 日后均未再度出现价格飙升，但同时也注意到，全部相关大宗品种目前也均未回落到战事之前的价格水平。

当然，在地缘冲突短期难见终局的背景下，极端贸易封锁启动的可能性始终无法被彻底排除。

图 5：相关大宗商品价格多在 3.8-9 日后结束了剧烈上行阶段：2.22 价格=100%



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

地缘影响转入持续性，供需难返常态，商品价格中枢抬升

为何商品价格无法顺畅回落到冲突发生以前？

不乐观的消息是：除了制裁工具以外，我们目前观察到一些非制裁性因素在发挥作用，持续扭曲着全球商品市场的供需格局。这些因素可能在中长期当中存在，导致商品价格难以顺畅回落——资源品、原材料涨价，或许成为我们在未来一段时间需要持续应对的难题。

非制裁性的力量来自于市场，而非欧洲官方层面制裁不确定性的风险。地缘变局之后，俄罗斯供给的大宗商品遭遇了普遍的差别对待，一些市场参与者不愿意再接受来自俄罗斯的大宗商品供给。

以原油为例，我们梳理了一些可见的公开信息，发现确有更多重要的市场参与者仍在即时性或者渐进性地排除来自于俄罗斯的供给。反映在市场定价上，我们看到俄罗斯—非俄罗斯的大宗商品价差仍然存在：乌拉尔原油—欧洲布油价格贴水仍然处在历史性的高位，并未随前述贸易制裁的极端风险出清而修复，进一步证明地缘政治冲击带来的俄罗斯大宗供给冲击影响仍然在持续。

除此之外，一些国家虽然没有跟进即时性的禁运制裁，但也陆续提出了摆脱对俄能源倚赖的中长期路径方案，其可置信程度待考。

图 6：目前市场上一些买方对待俄油态度的现况信息梳理

买家/国家/地区	来源	时间	对俄油相关公开信息
欧盟	欧盟委员会	3月21日	欧盟外长周一未能就制裁俄罗斯的天然气和石油供应达成一致，这些供应分别占欧盟总使用量的40%和27%。
荷兰	首相吕特	3月7日	荷兰考虑采取“所有形式”制裁对俄施压，但关于能源制裁问题有很多讨论，“我们必须保证它们（制裁措施）不会对欧洲能源供应产生难以控制的风险”。
意大利ISAB炼油厂	路透社	3月22日	意大利最大的炼油厂ISAB由俄罗斯卢克石油控股 (LKOH.MM) 所有。截止22日，该油厂依然在加工俄罗斯原油。
保加利亚Neftochim Burgas炼油厂	路透社	3月22日	保加利亚炼油厂Neftochim Burgas由俄罗斯卢克石油 (LKOH.MM) 所有，俄罗斯原油约占其总摄入量的60%，将继续精炼俄罗斯原油。
在买	匈牙利石油集团MOL	路透社	3月22日 在匈牙利、斯洛伐克和克罗地亚经营三个炼油厂的匈牙利石油集团MOL继续由Druzhba管道供应。匈牙利反对对俄罗斯石油和天然气实施制裁。
印度石油公司Indian Oil	路透社/消息人士	3月22日	印度最大的炼油企业印度石油公司(Indian Oil)已购买了300万桶乌拉尔原油，准备在5月份交货。此外，另一印度国有炼油企业印度斯坦石油公司也购买了200万桶俄罗斯乌拉尔原油，计划在5月份装船。
德国MIRO炼油厂	路透社	3月17日	德国最大的炼油厂Miro表示，在俄罗斯入侵乌克兰引发欧洲原油供应可能中断的问题之际，它可以完全履行其石油产品的交付义务。此外，炼油厂PCK Schwedt也将继续通过Druzhba管道接收俄罗斯石油。
希腊Hellenic Petroleum炼油厂	路透社/消息人士	3月15日	希腊最大的炼油厂Hellenic Petroleum约15%的原油进口依赖俄罗斯，本月早些时候从沙特阿拉伯获得了额外的供应。
波兰油商PKN Orlen	路透社	3月12日	波兰最大的油商PKN Orlen继续为其在立陶宛、波兰和捷克共和国的炼油厂购买俄罗斯原油，该公司表示正在为完全停供做准备。
美国	总统拜登	3月8日	在白宫宣布对俄罗斯最新一轮制裁，称美国将禁止进口俄罗斯的石油、天然气和煤炭。但投票表决被推迟。
英国	首相约翰逊	3月8日	将会同美国以及其他国家一起，将在2022年底前逐步停止进口俄罗斯石油及相关产品，降低对俄罗斯能源的依赖。
日本油商Eneos	路透社/董事长杉森勉	3月23日	日本最大炼油商 Eneos Holdings Inc已停止从俄罗斯购买原油，以应对莫斯科入侵乌克兰，而根据先前协议签署的一些货物将在4月左右抵达日本。
法国TotalEnergies	路透社	3月22日	法国石油巨头 TotalEnergies表示，不会为其德国炼油厂续签俄罗斯轻油和原油供应合同，而是将从沙特阿拉伯采购轻油，并通过波兰采购原油。
不买	葡萄牙油气集团GALP	路透社	3月22日 这家葡萄牙石油和天然气公司已暂停从俄罗斯或俄罗斯公司购买所有新的石油产品。
瑞典PREEM炼油厂	路透社	3月22日	由沙特富翁Mohammed Hussein al-Amoudi拥有的瑞典最大炼油厂已暂停新的俄罗斯原油订单，取而代之的是北海原油。
芬兰NESTE炼油厂	路透社/管理层	3月18日	芬兰的Neste炼油厂与俄罗斯的石油合同持续到今年年底，但该公司并未就俄罗斯产石油制定任何新的供应协议。
挪威Equinor能源公司	路透社/公司CEO	3月10日	挪威国有能源公司已停止交易俄罗斯石油，在莫斯科入侵乌克兰后，该公司结束了在该国的业务。
壳牌SHELL	路透社	3月8日	全球最大的石油贸易商将停止购买俄罗斯原油，并分阶段退出俄罗斯所有油气项目。

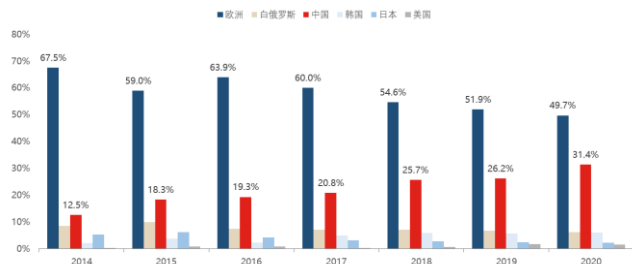
数据来源：Reuters、东方证券研究所

图 7：乌拉尔原油 vs 欧洲布油价格贴水（美元/桶）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 8：2014 以来：俄罗斯原油主要出口国家占比变化情况



数据来源：EIA、东方证券研究所

由此，无论欧洲是否跟进禁运，俄乌冲突带来的全球商品市场供需扭曲可能是中长期的：

1) 欧洲市场被动转向非俄大宗供给：战争破坏、供应链制裁、道德风险等，致使俄罗斯大宗商品对西方市场的供给事实性受限。欧洲作为西方市场的主要买家，只能被动转向非俄罗斯的大宗供给来源，如：美国、中东；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2) 东方市场将更多承接俄大宗供给：2014 年克里米亚危机以来，俄罗斯出口中国的原油在总出口当中占比已经从约 12.5%大幅升至超过 30%，俄乌冲突后预计中国占比将继续提升。此外，印度作为重要的大宗消费国，也明确表达了愿意继续承接俄大宗供给的立场；

3) 供需错配后，市场效率下降，大宗商品价格中枢抬升：无论是美国油气取道海上供给欧洲，还是东方市场将冗余大宗转手供给欧洲，整个大宗市场将受到地缘政治影响呈现供需错配格局，商品供给成本上升，市场效率下降，这解释了俄乌冲突发展至今，虽然商品价格暴涨阶段已经结束，但主要的相关商品类别价格并未顺畅回落到战事前的水平，特别是油、气。运力的新建、结构调整至少需要数年时间，这意味着这种供给冲击带来的商品价格影响短期无法消退，本轮商品周期的结束更有可能由需求大幅回落触发。

消失的 Fed Put：政策紧缩节奏上修，滞胀风险加重

俄乌冲突期间，市场一度揣度美欧央行货币政策收紧的逻辑或让位于地缘政治风险带来的宏观风险和不确定性，即美联储看跌期权（Fed Put）的触发。然而时至今日，我们看到的情况是政策紧缩节奏非但无以扭转，反而出现上修，背后是更大的通胀风险作用力。在高通胀和货币政策收紧的夹逼下，海外经济衰退的担忧加重。

依据新的能源价格情景假设，更新通胀展望

冲突之前，高通胀原本已经成为海外核心经济体今年面临的关键宏观风险。而地缘风险及其导致的商品价格高企，直接恶化了海外经济体面临的通胀风险。

据我们的通胀分项预测模型，当 WTI 油价年内在 110 美元/桶中枢运行时，美国 CPI、核心 CPI 增速年内将难见拐点；当 WTI 油价年内在 120 美元/桶中枢运行，美国通胀增速不仅难以见到拐点，更有可能在年内维持上行趋势。这与机构在战事之前对通胀的一致预期有明显不同：受高基数影响，美国通胀原在 Q2 出现同比增速拐点的机会较大。

图 9：美国 CPI、核心 CPI 同比增速情景假设：油价@110 美元/桶



图 10：美国 CPI、核心 CPI 同比增速情景假设：油价@120 美元/桶



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_40036

