

地缘政治下，如何看大宗商品与通胀？

摘要

- **三种预期看俄乌冲突未来走势。**乐观情形，若此次俄乌冲突短暂结束，西方国家干预较少，伤亡人数不再增加，或与 2008 年俄格战争类似，但概率较小；中观情形，若俄乌停止大规模的军事冲突，但美国等西方国家经济制裁持续加码，俄乌冲突未来或演变为 2014 年的克里米亚危机，但实际形势或更严峻；悲观情形，若美国等北约国家陆续参战并采取全面的经济制裁，伤亡人数持续增加，情况或恶化至 1990 年爆发的海湾战争，但出现概率较小。
- **三种预期下地缘冲突对大宗商品价格波动影响。**能源方面，俄格战争对油价原有趋势改变不大，克里米亚危机时期油价最高涨幅约为 10%，高位波动持续约 6 个月左右，海湾战争时期油价涨幅达 140%以上，但仅持续 3 个月左右；原材料方面，俄格战争时期镍、锡价分别上涨 21.0%、23.7%，但持续时间不足 1 个月，克里米亚危机镍最大涨幅超 45%，维持 4 个月高位波动，海湾战争导致工业原料、金属 CRB 指数最高上升 10.6%和 26.1%，上涨持续 3 个月；农产品方面，CBOT 大豆、小麦、玉米价格受俄格战争影响涨幅最高分别达 14.2%、18.2%、19.4%，上涨周期不到 1 个月，克里米亚危机时上行及高位波动时间约为 4 个月，最高涨幅可达 17.2%、31.1%和 20.0%，海湾战争时，价格涨幅分别为-12.6%、-41.7%和-26.3%，均有所走低但下降程度不一，受战争冲击影响并不十分显著；黄金方面，俄格战争下，金价上升幅度超 10%，上行周期约 1 个月左右，克里米亚危机时金价升高 13.0%左右，随后下跌，海湾战争时期金价最大涨幅可达到 19.1%，且波动幅度加大。
- **俄乌冲突对大宗商品价格走势的影响预测。**能源：乐观情况下国际原油价格在供需及货币因素影响下或呈下降态势；中观情况下原油价格高位波动，持续时间取决于俄乌何时取得实质性进展；悲观情况下，原油价格预计还将继续飙升，涨幅较年初或超 140%，升至 180 美元/桶，持续时间与其他供给来源相关。欧洲天然气供应或更加紧张，价格取决于俄罗斯供应的恢复情况；原材料：LME 镍年内最高涨幅已达 132.7%，LME 铝较年初已上涨 41.5%，乐观或中观下，整体对原材料的影响不大，但部分产品价格会受到较大程度的影响，悲观影响下，工业原料和金属价格会在燃油价格上涨的持续推动下大幅上行；农产品：CBOT 大豆、小麦、玉米价格分别较年初最高上涨 26.8%、70.7%、29.4%，乐观预计相关粮食价格逐步回落，但局势若维持紧张态势，全球或存在较大的粮食供应缺口；贵金属：金价年内最大涨幅已达 14.0%左右，乐观预计金价或继续走低，中观预期金价高位波动随后走低，但避险心理效应边际递减，悲观预期下继续飙升，波动幅度加大。
- **大宗商品价格波动对我国通胀的影响。**俄乌冲突对大宗商品价格的冲击主要影响生产资料，权重占比相对较大，或在 3 月份逆转连续下行四个月的 PPI 同比增速。若后续按乐观情形进展，PPI 或在短暂回升后继续维持下降态势；若按中观情形进展，PPI 中长期在基数效应下仍会回落，但幅度有限；如果按悲观情形进展，或再次持续推升 PPI。CPI 方面，大宗商品涨价或导致部分 CPI 分项上行，但大幅推升 CPI 的可能性较小，CPI 或维持温和上行。
- **风险提示：**地缘政治局势进一步升级，大宗商品价格波动超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：刘彦宏
电话：010-57631106
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 稳增长政策早出快出，投资端加速可期 (2022-04-01)
2. 春寒之后，暖意何时现？——3月 PMI 数据点评 (2022-03-31)
3. 房市需求端政策再放松，全球紧缩引债市波动 (2022-03-25)
4. 多部门发声维稳，超级央行紧缩潮掀起 (2022-03-18)
5. 接棒“稳增长”：新消费时代来临 (2022-03-18)
6. 紧缩浪潮再添一员，预期管理下市场平淡——3月美联储议息会议点评 (2022-03-17)
7. 出乎意料的数据，能持续吗？——1-2月经济数据点评 (2022-03-15)
8. 信心落，政策起，未来是否可期？——2月社融数据点评 (2022-03-11)
9. 多部委提“数据化”，风险下大宗波动加剧 (2022-03-11)
10. 风平浪静之下，结构性变化涌动——2月通胀数据点评 (2022-03-09)

目录

1 三种预期看俄乌冲突未来走势	1
2 三种预期下地缘冲突对大宗商品价格波动影响	3
2.1 能源价格持续高位或继续上行的概率较大	3
2.2 悲观预期下将推升原料及金属价格继续走高	4
2.3 若地缘冲突涉及粮食产地，粮食价格受冲击较明显	6
2.4 金价通常受战前恐慌情绪推动，战事逾激烈波幅越显著	7
3 俄乌冲突对大宗商品价格走势的影响	8
3.1 能源：短期价格与地缘冲突关联密切，中长期将回归理性	8
3.2 原材料：价格短期波动大，悲观预期下或继续推升上游价格	10
3.3 农产品：价格与冲突状况成反向变化，年内全球粮食缺口或扩大	11
3.4 贵金属：避险心理效应边际递减，但冲突升级或加大金价波动	12
4 大宗商品价格波动对我国通胀的影响	12

近一个月来，俄罗斯和乌克兰局势复杂多变，目前已进行五轮谈判，原油、有色金属、粮食以及黄金等大宗商品价格也随着局势的升级呈快速上行的态势。我们以史为鉴，从对俄乌冲突未来发展的乐观、中观和悲观三种预期出发，分别梳理了俄格战争、克里米亚危机、海湾战争期间大宗商品价格的变化，并对未来大宗商品的走势进行展望，最后通过分析国际大宗商品价格变化对国内通胀的影响，判断国内通胀的后续走势。

1 三种预期看俄乌冲突未来走势

二十世纪九十年代以来，随着冷战结束和两极世界格局逐步消失，大范围的世界战争风险减弱，然而全球局部战争仍持续不断地爆发，对世界部分国家和地区造成大量的伤亡和损失，同时也对国际形势产生影响，全球各类资产价格也受到不同程度的冲击。战争爆发的原因各异，包括霸权主义、资源抢占、政权争夺、民族、宗教和历史遗留问题等。从持续时间看，短期的几天甚至几小时便结束，中期的持续数月，长期的则持续数年。若根据持续时间和伤亡情况，将冲突划分为低、中、高强度的战争，海湾战争、阿富汗战争等为高强度冲突；利比亚战争、科索沃战争、克里米亚及顿巴斯冲突可以划分为中强度；格鲁吉亚冲突由于持续时间短，伤亡损失情况相对较少，冲突强度较低。

2022 年 2 月 21 日，普京签署关于承认“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”的命令，2 月 24 日，俄罗斯总统普京宣布在乌克兰顿巴斯地区发起“特别军事行动”，同日乌克兰总统泽连斯基宣布乌克兰全国进入战时状态，并宣布与俄罗斯断交。俄乌双方于当地时间 3 月 1 日开始第一轮谈判，第二轮谈判后双方就临时停火建立人道主义通道达成了一致。截至当地时间 3 月 23 日，俄乌两方总共进行了五轮谈判，虽直接的军事冲突有所缓和，但在双方矛盾的解决上，仍未有实质性的进展。当地时间 3 月 25 日，俄罗斯国防部表示，在特别军事行动中俄方共有 1351 人阵亡，3825 人受伤，乌克兰军队在一个月内有 1.4 万人死亡，1.6 万人受伤。截至目前，俄乌冲突事件已持续超过一个月，虽然第五轮谈判取得了一些进展，但双方仍未就安全保障国事宜以及克里米亚、顿巴斯地区问题等达成一致。此外西方国家对俄罗斯的制裁也并未就此停止，俄罗斯也采取一系列手段反制美国的经济金融制裁，但欧洲国家对于制裁俄罗斯的态度存在分歧。若类比 1990 年以来爆发的地区冲突，我们可以将此次俄乌冲突未来的走势分为乐观、中观、悲观三种预期情况：

乐观情况下，若此次俄乌冲突短暂结束，西方国家干预较少，伤亡人数不再增加，情形或与 2008 年俄罗斯与格鲁吉亚之间爆发的战争类似。从战争起因上看，两次冲突均是由于北约加紧东扩对俄罗斯形成了威胁。2008 年 8 月 8 日，格鲁吉亚向单方面宣布独立的南奥塞梯地区展开全面军事行动，但格鲁吉亚被俄军全面压制，最后双方分别于 8 月 15 日和 16 日签订停火协议，战争持续不到十天，另外造成的损失也相对较轻，双方军队死亡人数约 289 人，1600 名平民死亡。冲突过程中，尽管格鲁吉亚背后有美国等北约国家提供军事武器等，但北约盟国自始至终并未参战，也未出台具有重大影响的制裁措施，俄罗斯最终取得压倒性胜利。

中观情况下，若俄乌停止大规模的军事冲突，但美国等西方国家经济制裁持续加码，俄乌冲突未来的演变或类似于 2014 年的克里米亚危机。克里米亚危机起因也是乌克兰反俄以及亲俄两股势力的加快分裂，2014 年 3 月 16 日克里米亚公投投入俄，3 月 26 日乌克兰从克里米亚撤军，危机仅持续十天，但随后卢甘斯克和顿涅茨克等乌东地区军事冲突仍持续爆发，直至 9 月 5 日明斯克停火协议生效后仍有零星冲突事件，冲突事件总共持续六个月左右。从伤亡情况来看，截止 10 月底，乌东地区已有 4035 人丧生。此外，美国联合

欧洲、日本、澳大利亚等对俄经济实施制裁，涉及多家银行和石油、天然气公司。然而欧洲方面采取的制裁措施相对温和。

悲观情况下，若俄乌冲突维持紧张局势，美国等北约国家陆续参战并采取全面的经济制裁，伤亡人数持续增加，情况或恶化至 1990 年爆发的海湾战争。海湾战争是冷战结束后第一场局部战争，起因是伊拉克和科威特在石油以及边境问题上无法达成一致。1990 年 8 月 2 日伊拉克对科威特实施了突然袭击，1991 年 1 月，海湾战争正式爆发，2 月多国部队便迅速取得了压倒性胜利，于 2 月 28 日达成停战协议。海湾战争虽然只持续了 42 天，但伊拉克损失惨重，伤亡人数超 10 万人，而多国联军仅阵亡 233 人。此外，伊拉克在战后还遭受了美国对其全面的经济制裁，包括禁止除人道物资之外的所有对伊拉克的出口和从伊拉克的进口，对严重依赖石油的伊拉克经济造成沉重打击，直至 2003 年美国才解除了对伊拉克的经贸封锁。

综上所述，如果双方在近期停止交战，俄军退出乌克兰境内，不再对乌形成威胁，西方国家取消目前对俄的制裁，可参考乐观预期情形，但从目前的紧张局势来看，该情况概率相对较小；若顿巴斯地区或沦为“第二个克里米亚”，西方对俄的制裁还将继续升级，但美国等出兵干预可能性不大，当前双方伤亡情况与 2014 年克里米亚危机较为类似，但此次冲突是克里米亚危机的延续，实际局势或较之更严峻；悲观情况下，俄军对乌军的打击力度提高到海湾战争、阿富汗战争等水平，美国、欧盟等国参战，双方伤亡惨烈，但由于俄罗斯是欧洲重要的能源来源，在欧盟还未摆脱对俄能源依赖之前预计不会轻易开战，因此该种情况短期内出现的概率较小。

表 1：1990 年以来局部战争事件梳理

冲突事件	时间	参战国	起因	伤亡情况	结果
海湾战争	1990.8.2—1991.2.28	美国、英国、科威特等 34 个国家组成的联军 vs 伊拉克	伊拉克军队入侵科威特，推翻科威特政府，以美国为首的多国部队对科威特和伊拉克境内的伊拉克军队发动军事进攻	联军阵亡 223 人 伊拉克阵亡 25,000 人	多国部队取得胜利，伊拉克军队受到重创，并从科威特撤军
科索沃战争	1999.3.24-1999.6.10	美国、北约 19 个成员国、科索沃解放军 vs 南斯拉夫联盟共和国	塞尔维亚领导人米洛舍维奇决定要镇压科索沃阿裔的独立运动，导致十万阿裔流离失所，使得北约以人道为理由发动武力干涉	北约：2 人非战斗性死亡 南联盟：死亡 300 人（科索沃造成），1031—1200 人（北约造成） 科索沃解放军：死亡 1500 人	米洛塞维奇被迫于签订和约，将科索沃交由国际托管
阿富汗战争	2001.10.7-2021.8.30	美国、北约 vs 阿富汗基地组织、塔利班	起因于美国对 9·11 事件的报复，以反恐战争名义开展	塔利班超过 20,000 人阵亡 阿富汗保安部队约 6500 人阵亡 北方联盟：约 200 人阵亡 联军：1,908 人阵亡 平民：伤亡约 300,000 人	塔利班决定性胜利，美国扶持的阿富汗伊斯兰共和国倒台
伊拉克战争	2003.3.20—2011.12.18	美国、英国、澳大利亚和波兰等组成的伊拉克多国部队 vs 伊拉克（萨达姆政权）	美国以伊拉克藏有大规模杀伤性武器并暗中支持恐怖分子为由，为推翻以萨达姆·侯赛因为首的伊拉克复兴党政权对伊拉克实施军事打击	美国 4497 人死亡 英国 179 人死亡 伊拉克军队（萨达姆政府）：7600-10800 人死亡 伊拉克安全部队（新政府）：17690 人死亡	以美国为首的多国联军攻灭萨达姆政权，美军全部撤离伊拉克

冲突事件	时间	参战国	起因	伤亡情况	结果
俄罗斯-格鲁吉亚战争	2008.8.1—2008.8.12	俄罗斯、南奥塞梯、阿布哈兹、格鲁吉亚	格鲁吉亚想要加快融入北约，并攻击亲俄的南奥塞梯分裂势力	格鲁吉亚军队 215 人死亡 俄罗斯军队 74 人死亡 约 1600 名南奥塞梯平民死亡	俄罗斯、南奥塞梯和阿布哈兹获得胜利，8 月 15 日和 16 日双方在停火协议上签字，南奥塞梯宣布独立
利比亚战争	2011.2.16-2011.10.20	利比亚政府，全国过渡委员会、北约	推翻卡扎菲的独裁统治和建立民主政体	反对派：5667 - 7059 名士兵 利比亚政府：2,580 - 3,231 士兵 北约：1 名地勤人员	卡扎菲政权倒台
克里米亚危机及顿巴斯冲突	2014.2.23—2014.9.5（停火协议）	俄罗斯、乌克兰	克里米亚、顿巴斯地区分裂主义愈演愈烈	截止 2014 年 10 月 29 日，在乌克兰东部，包括马航 298 名乘客，至少已有 4035 人丧生	克里米亚回归入俄罗斯，乌克兰从克里米亚撤军，但卢甘斯克、顿涅茨克局部冲突持续，2014 年 9 月 5 日明斯克停火协议生效
2022 年俄乌冲突	2022.2.24 至今	俄罗斯、乌克兰	乌东部地区局势恶化，俄罗斯对抗北约东扩	据俄卫星社 3 月 2 日消息，乌克兰民族主义者以及军人共有超过 2870 人死亡，498 名俄罗斯军人在执行军事任务时死亡	-

数据来源：维基百科、百度百科，西南证券整理

2 三种预期下地缘冲突对大宗商品价格波动影响

2.1 能源价格持续高位或继续上行的概率较大

参考 2008 年俄格战争情形，2008 年 8 月俄罗斯-格鲁吉亚冲突爆发之前，在欧佩克限产、新兴经济体需求旺盛、美元疲软等因素作用下 WTI 原油期货结算价攀升至 145.29 美元/桶的高位，但此后由于金融危机爆发，世界经济增速趋缓使得石油需求下降，油价一路下挫，欧佩克减产以及格鲁吉亚危机爆发也并未遏制住下跌走势。

参考 2014 年克里米亚危机情形，2014 年 2 月克里米亚冲突爆发后，3 月初 WTI 原油期货结算价较 1 月最高涨幅约为 10%，此后一段时间呈相对高位波动态势，6 月份达到峰值 107.26 美元/桶，美欧于 7 月对俄罗斯先后发起新一轮制裁，尤其是针对能源、金融、国防领域，制裁名单中也包括俄罗斯国家石油公司等。由于俄罗斯是世界第三大产油国和第二大石油出口国，制裁引发市场对石油供给收缩的担忧，因此油价短期内有所回升，但随后便开始波动下行。在这场地缘政治事件影响之下，**油价高位波动时间持续约 6 个月左右**，但之后的油价崩溃与地缘政治关系相对较小，其原因一方面是美国随着页岩油相关技术的突破，原油产量持续上升，以及欧佩克拒绝减产，另一方面是因为石油需求减弱。

参考 1990 年海湾战争情形，从产量上看，BP PLC 数据显示，海湾战争爆发之前，1989 年伊拉克和科威特的石油产量分别约占全球 4.5% 和 2.2%，居世界前列。EIA 数据显示，1990 年 8 月伊拉克入侵科威特，伊拉克和科威特石油产量分别骤降 70.6% 和 94.6%，1991 年 2 月两国石油产量均降至零，战后科威特石油生产恢复较快，1993 年便回升至战前水平，伊拉克由于持续受到美国等西方国家的经济制裁，石油产量 2000 年左右才开始有所复苏。从石油价格来看，由于受到战前紧张情绪的 1990 年 7 月 WTI 原油期货

结算价便开始飙升，直至 10 月升至 40.42 美元/桶的高位，较 7 月初涨幅达 140% 以上，引发第三次石油危机。但此次油价上涨仅持续 3 个月左右，之后油价波动下行，1991 年 2 月多国部队取得胜利后价格逐步回落至战前水平。可见原油价格上涨主要受战争预期影响，战事正式打响后反而下跌，同时沙特阿拉伯等产油国大幅增产、美国动用战略石油储备等因素也加快了油价回落的速度。

图 1：欧佩克减产仍未扭转油价下跌趋势



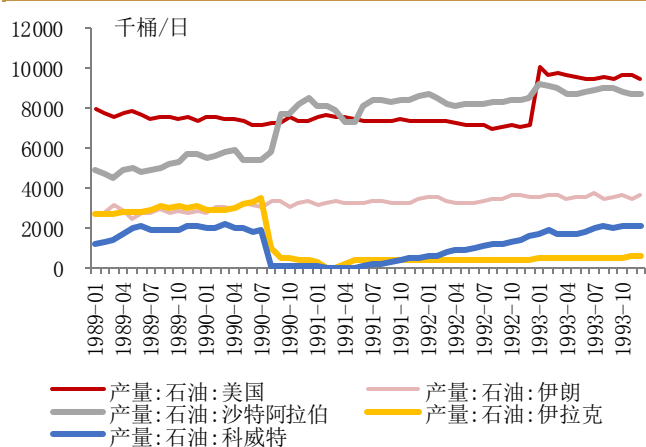
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：克里米亚危机时期油价短期高位波动，随之大幅下跌



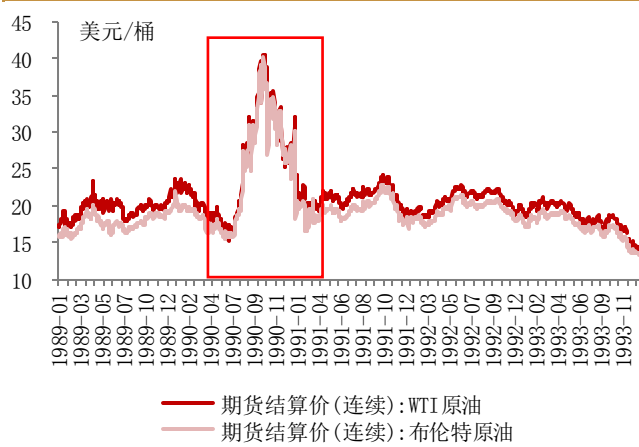
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：海湾战争时期主要产油国石油产量变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：海湾战争时期石油价格短期受抬升，随之回落



数据来源：wind、西南证券整理

2.2 悲观预期下将推升原料及金属价格继续走高

参考 2008 年俄格战争情形，从 CRB 现货指数上看，金属和工业原料的 CRB 现货指数在 2008 年 4 月也就是俄罗斯-格鲁吉亚冲突爆发之前便开始进入下行区间。具体来看，由于俄罗斯是镍、锡等有色金属的重要产地，俄格战争爆发后，8 月下旬镍、锡 LME 现货结算价较月初分别最高上涨 21.0%、23.7%，但上涨持续时间不足 1 个月，随后便回归原有的下行轨迹。

参考 2014 年克里米亚危机情形，2014 年克里米亚危机所导致的油价波动并未给工业原料、金属等大宗商品价格造成显著影响，工业原料和金属两项 CRB 价格指数总体处于下

行区间，但有色金属中的镍价受此影响波动较大，LME 镍现货结算价于 2014 年 2 月开始上行，5 月达到峰值，最高涨幅超 45%，直至 9 月份回落至冲突前水平，在此期间镍价上行周期约 3 个月，维持 4 个月左右高位波动，之后价格大幅回落。

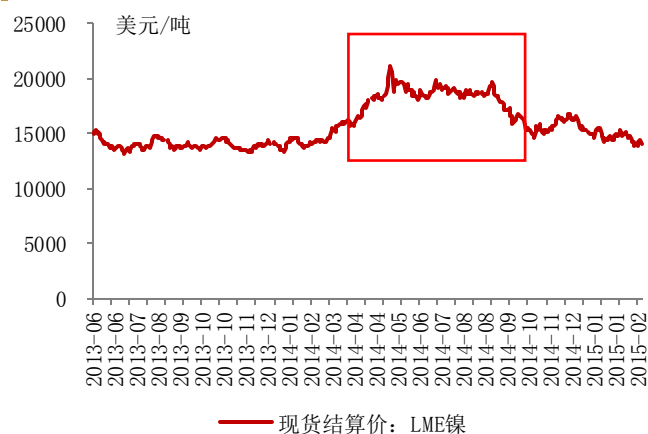
参考 1990 年海湾战争情形，虽然海湾战争以及美国对伊拉克的制裁导致石油价格短期飙升，从而短暂推动工业原料、金属价格上行，1990 年 4 月 CRB 分项工业原料、金属指数分别较 1 月底最高上升 10.6% 和 26.1%，上涨持续 3 个月，但未能改变大宗商品价格周期性下行的趋势，世界银行数据显示铁矿石价格在此阶段也受到一定冲击，1990 年由 1989 年的 27.8 美元/千公吨升至 32.5 美元/千公吨，1991 年升至峰顶为 34.8 美元/千公吨，较 1989 年涨幅达 25.2% 左右，涨幅相对温和，1994 年价格回落至冲突前水平。原材料价格主要受到能源成本上涨的推升，但因为伊拉克、科威特地区除石油外的矿产资源相对较少，对全球原材料供需结构影响较小，并且此次石油价格的上涨周期较短，向其他大宗商品价格传导作用相对有限。

图 5：LME 镍、锡现货结算价于 2008 年 8 月短期有所抬升



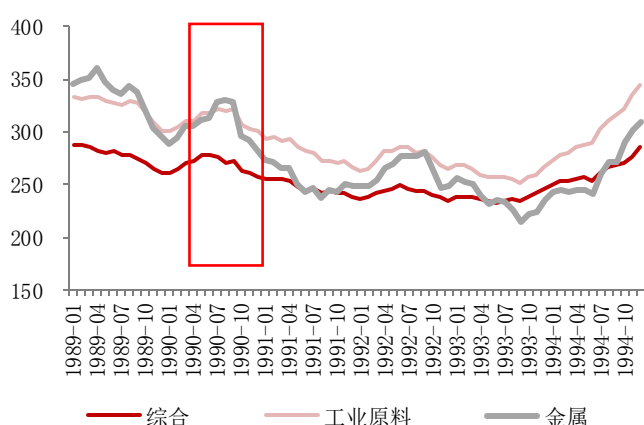
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：LME 镍现货结算价受克里米亚危机影响高位波动



数据来源：wind、西南证券整理

图 7：海湾战争时期 CRB 现货指数短期有所上升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：海湾战争时期铁矿石价格变动相对较为温和



数据来源：wind、西南证券整理

2.3 若地缘冲突涉及粮食产地，粮食价格受冲击较明显

参考 2008 年俄格战争情形，2006 年-2008 年由于石油价格上涨导致粮食生产成本提高，叠加部分国家采取贸易干预政策以及市场投机行为导致世界粮食危机的出现，大豆、小麦、玉米价格均上涨强劲，而 2008 年下半年金融危机爆发后粮食价格普遍下挫。8 月下旬，地缘政治的紧张局势使得 CBOT 大豆、小麦、玉米期货合约结算价较月初有所回升，幅度最高分别达 14.2%、18.2%、19.4%左右，但上涨周期不到 1 个月。

参考 2014 年克里米亚危机情形，俄罗斯和乌克兰均为世界前三粮食出口国，由于受到地缘政治冲突紧张情绪的影响，2014 年 2 月初，大豆、小麦、玉米 CBOT 期货结算价开始进入上行区间，4 月份开始高位波动，直至 5 月左右达峰，上行及高位波动持续时间约为 4 个月左右，最高涨幅分别可达 17.2%、31.1%和 20.0%，随后在 6 月份呈现断崖式下跌。

参考 1990 年海湾战争情形，从大豆、小麦、玉米的 CBOT 连续期货收盘价来看，小麦价格于 1990 年年初开始大幅下降，大豆、玉米价格上升，1990 年 8 月海湾战争爆发后，主要粮食价格走势继续分化，玉米价格自当年 7 月便开始下降，11 月较 7 月最大降幅约为 26.3%，随后趋势较为平稳；小麦价格继续维持下降态势，11 月较年初最大降幅在 41.7%，随后于 1991 年 6 月份左右才开始大幅回升；大豆价格在高位波动 2 个月于 10 月份开始下降，11 月降至低谷，11 月较 10 月最大降幅达 12.6%左右，此后维持较为平稳的波动态势。总体来看粮食价格受海湾战争的冲击影响并不十分显著，主要因为海湾战争爆发在科威特、伊拉克等国，粮食勉强自给，对于国际供需格局影响不大。

图 9：俄格冲突时期大豆、小麦、玉米期货结算价短期升高

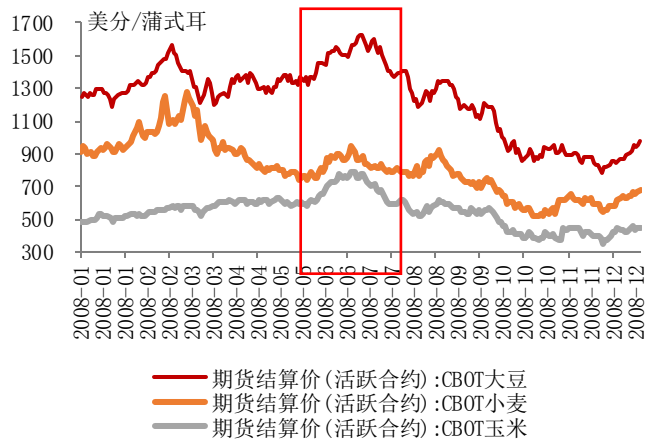
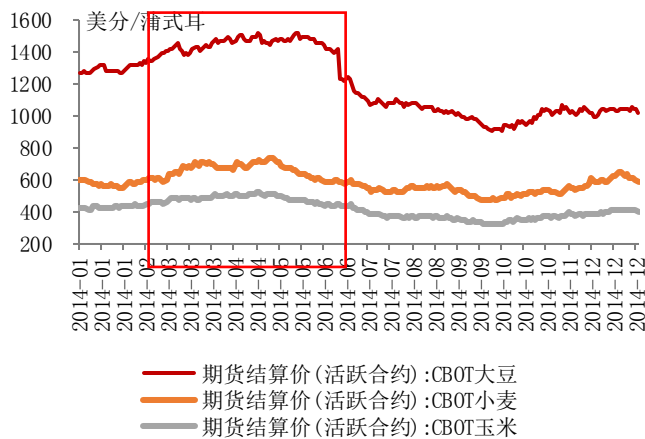


图 10：受粮食价格克里米亚事件影响波动上行，随后下跌



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_40044

