

地缘政治冲突加剧供需矛盾——二季度宏观和商品行情展望

摘要

行情回顾：2022年一季度的大宗商品行情延续了去年11月以来的反弹走势，特别是2月份俄乌冲突升级后，能源、金属、农产品集体走高带动大宗商品指数加速上行。3月初俄乌双方进入谈判阶段，叠加市场对美联储大幅加息预期升温，国际油价下跌带动大宗商品指数出现一波调整，不过，3月17日美联储加息靴子正式落地后，商品指数有所回升。

宏观逻辑梳理：今年以来宏观层面的主线逻辑有三个：一是，俄乌局势不断恶化，西方持续加大对俄制裁，导致全球供应链中断风险加大。二是，迫于国内通胀压力不断加大，美联储逐步转向鹰派，政策收紧预期持续升温。三是，面对三重压力，国内稳增长政策不断发力，稳预期、稳增长。

1) 俄乌局势。目前，该事件逐渐向长期化方向演变，冲突双方以及背后的利益方仍在不断博弈，对经济和金融市场的影响还远未消退。一方面，冲突导致供应链中断风险转为现实，大宗商品供需矛盾突出；另一方面，高通胀和避险需求则不利于金融资产。

2) 美联储加息。2022年仍然紧张的劳动力市场、尚未看到拐点的高通胀、偏紧的货币政策以及国内外政治因素等风险，或将拖累美国经济增速明显放缓。与此同时，高通胀伴随全球紧缩浪潮席卷，未来一段时间内美国通胀料将持续升高，劳动力市场继续改善，支撑美联储以更快的步伐收紧货币政策，更多的经济体将加入加息的行列。

3) 国内稳增长。自去年底以来，稳增长政策陆续落实。财政政策方面，1-2月共发行8775.2亿元，已达1.46万亿“提前批”的60.1%，专项债发力明显前置，助力“适度超前开展基础设施投资”，同时，增值税留抵退税等减税降费措施有助于减轻企业负担；货币政策方面，持续精准、靠前发力，OMO、MLF和SLF利率均有下行，1年期和5年期LPR同步下调，有力推动降低企业融资成本。考虑到出口替代效应减弱，消费面临疫情扰动，今年稳增长的着力点在投资端，上半年基建投资有较大的回升空间，而随着地产政策松动，下半年地产投资有望触底改善。

大宗商品行情展望：IMF下调今年全球的经济增速，而美国国债利率倒挂预示着未来经济衰退的风险加大，表明未来全球需求将进一步回落，同时，供应短缺问题也将在中长期逐步得到改善，叠加美联储逐步收紧政策，金融环境不再宽松，大宗商品的中长期走势需要谨慎。

但碳达峰、碳中和目标下，部分商品产能持续受限，而俄乌冲突导致全球供应链中断，能源、金属、农产品供给短缺的担忧持续加大，加上部分新兴市场国家经济修复未完待续，商品需求周期被拉长，部分大宗商品或仍存在一些结构性机会。具体可以关注两条交易主线：1) 俄乌冲突带来的供给短缺的商品，如能源等；2) 国内稳增长持续发力，与国内需求改善相关的品种，如黑色系商品。

风险因素：俄乌冲突进一步扩大、美联储加息超预期、稳增长力度不及预期

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

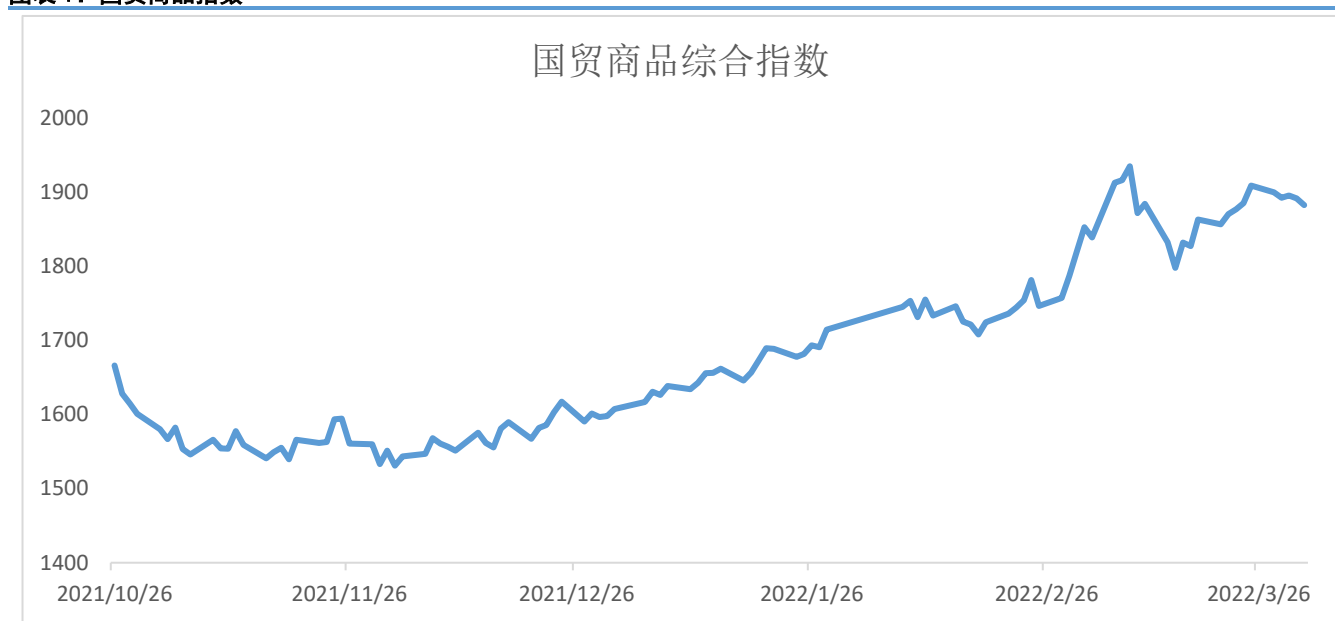


期市有风险，入市需谨慎

一、大宗商品行情回顾

2022 年一季度的大宗商品行情延续了去年 11 月以来的反弹走势，特别是 2 月份俄乌冲突升级后，能源、金属、农产品集体走高带动大宗商品指数加速上行。3 月初俄乌双方进入谈判阶段，叠加市场对美联储大幅加息预期升温，国际油价下跌带动大宗商品指数出现一波调整，不过，3 月 17 日美联储加息靴子正式落地后，商品指数有所回升。现阶段，市场多空因素交织，商品指数维持震荡调整。

图表 1：国贸商品指数



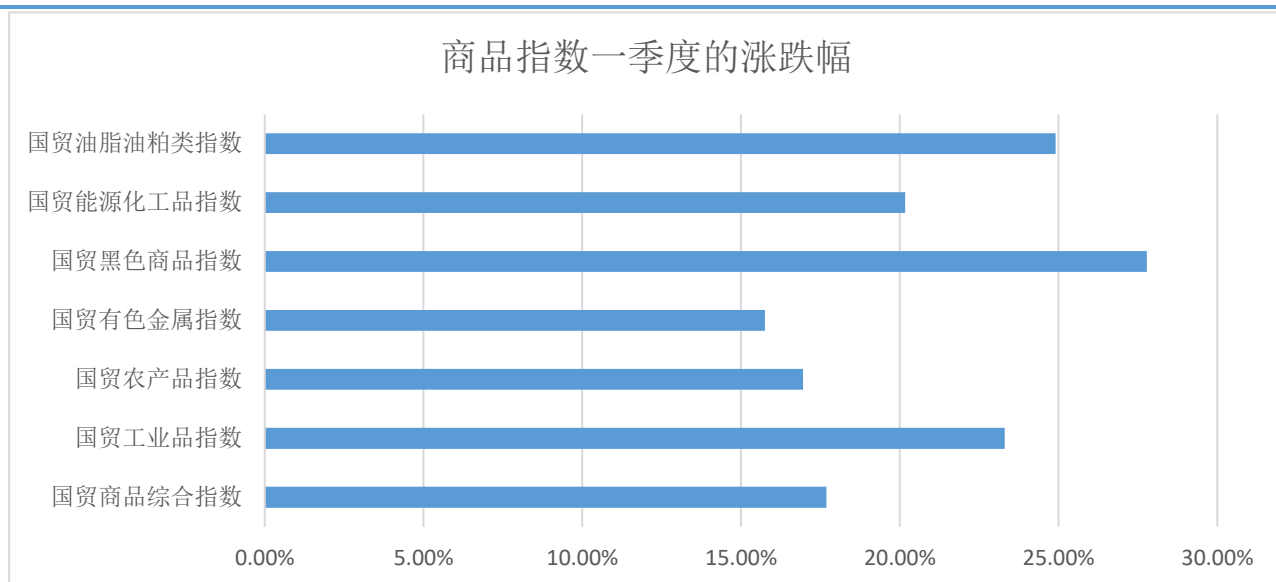
数据来源：国贸期货研究院

截至 3 月 31 日，国贸商品综合指数上涨 17.69%，其中工业品指数上涨 23.30%、农产品指数上涨 16.95%。

从细分板块来看，黑色商品指数大幅上涨 27.78%，稳增长政策持续发力，基建、地产好转预期不断升温，钢材震荡走高，而煤炭维持紧平衡，铁矿石受益于钢厂复产，原材料涨幅大于钢材，黑色系整体大幅上涨；能源化工品指数大涨 20.17%，疫情对需求的影响弱化，原油供需维持紧平衡，俄乌冲突进一步加剧能源供给不足的担忧，原油价格大幅上涨带动能源化工指数走高；油脂油粕指数大涨 24.91%，南美干旱天气发酵，豆系价格走高，叠加俄乌冲突升级，国际粮食价格大涨，而原油价格走高进一步刺激油脂油粕持续上涨；有色金属指数上涨 15.76%，铜价基本维持区间震荡，而俄乌冲突升级使得铝、镍等金属价格持续走高，从而带动有色金属指数上涨。

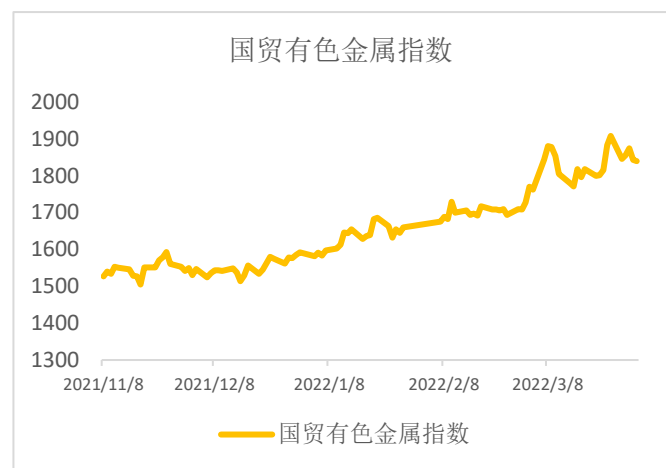
图表 2：商品指数一季度的涨跌幅

商品指数一季度的涨跌幅



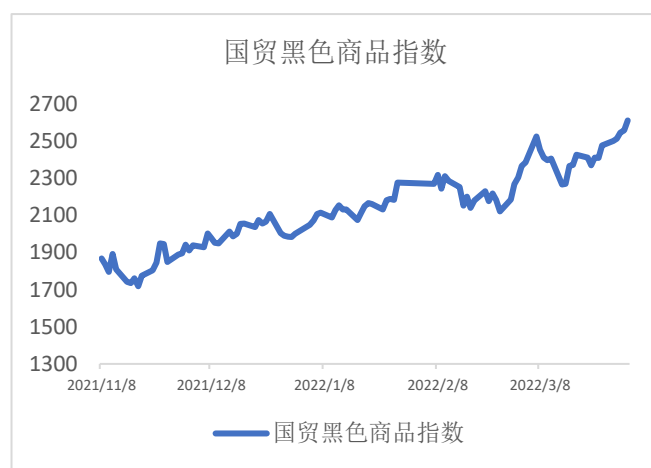
数据来源：国贸期货研究院

图表 3：国贸有色金属指数



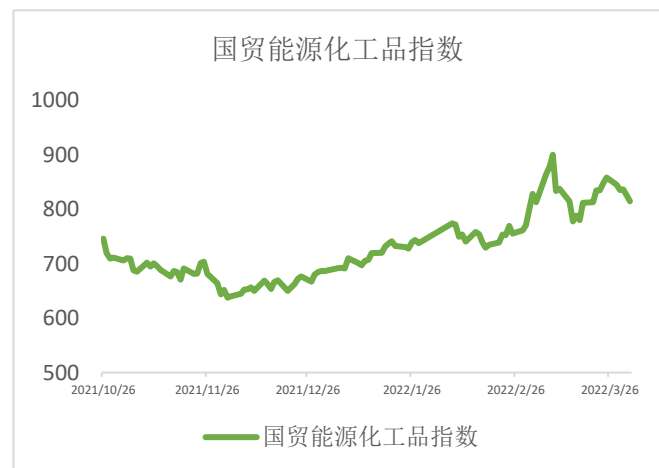
数据来源：国贸期货研究院

图表 4：国贸黑色商品指数



数据来源：国贸期货研究院

图表 5：国贸能源化工指数



数据来源：国贸期货研究院

图表 6：国贸农产品指数



数据来源：国贸期货研究院

二、宏观逻辑梳理

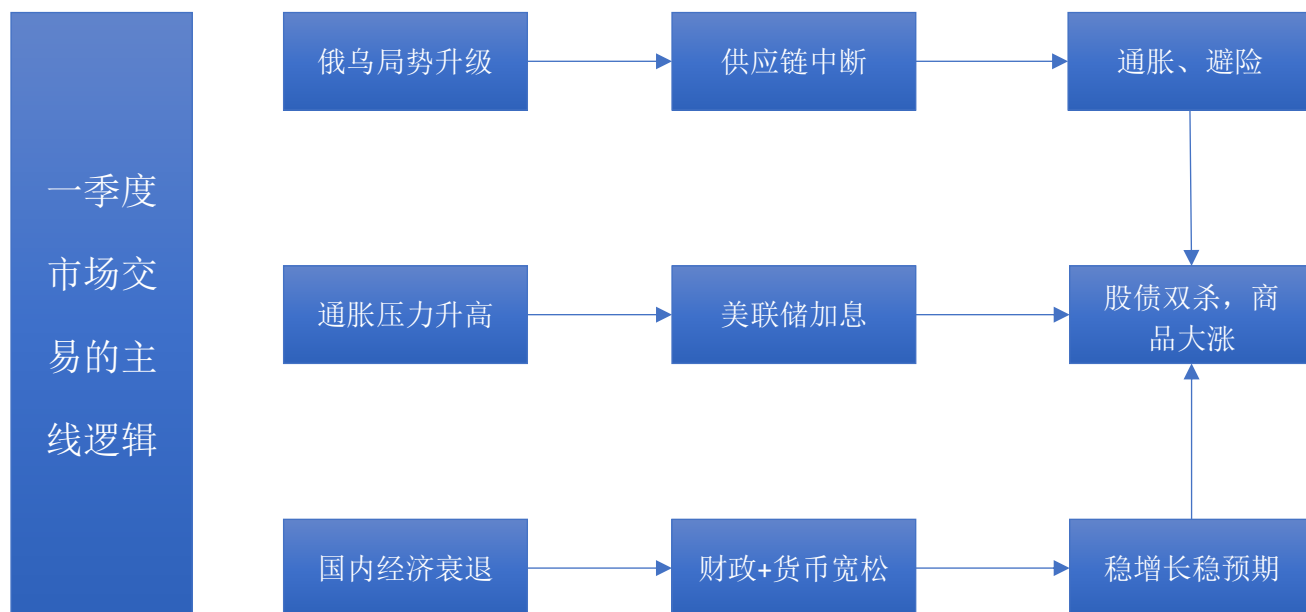
今年宏观层面的主线逻辑有三个：一是，俄乌局势不断升级，西方持续加大对俄制裁，导致全球供应链中断风险加大。二是，迫于国内通胀压力不断加大，美联储逐步转向鹰派，加息预期持续升温，年内加息预期达到 7 次。三是，面对三重压力（需求收缩、供给冲击和预期转弱），国内稳增长政策不断发力，财政、货币一齐上阵，稳预期、稳增长。

按照以往经济复苏周期的交易逻辑，经济从衰退到复苏的资产轮动应该是：债券>股票>商品。然而，俄乌局势的突然恶化具有黑天鹅的属性，俄乌走向军事冲突+西方史无前例的制裁大超市场预期。因此，一季度市场焦点在俄乌局势上，进而冲淡了美联储加息和国内稳增长的影响。

在以上三个因素的复合影响下：一方面，俄乌冲突导致全球供应链中断，能源、金属、农产品类商品价格大幅上涨；另一方面，避险、美联储等因素又导致全球股市大幅度调整，债券市场跟随走弱。

展望二季度，以上三个因素仍将会是决定大类资产走势的关键，一是，俄乌局势边打边谈，短期内达成协议的可能性较低；二是，美联储加息步伐将加快，而收益率曲线倒挂将进一步导致经济衰退的风险加大；三是，国内稳增长政策将继续发力。这也就意味着短期大宗商品仍有较强的支撑，而中长期走势则面临需求走弱的压制。

图表 7：主要逻辑梳理



数据来源：国贸期货研究院

（一）俄乌局势

1、俄乌局势发展脉络

2021 年 12 月 10 日，俄罗斯外交部就与美国和其他西方国家开展安全保障对话发表声明，要求美国和北约就排除进一步东扩的可能性提供法律保障。

2022 年 1 月 10 日至 13 日，俄罗斯分别与美国和北约就安全保障问题开展对话，但均未取得实质性成果。

2022年1月22日，乌克兰国防部发表声明说，美国援助乌克兰的一批军火当天运抵基辅。此后，英国、波兰、加拿大等国陆续向乌克兰提供军火援助。

2022年1月26日，美国和北约分别向俄罗斯递交关于俄方所提安全保障建议的书面答复，但美国和北约在诸多关键议题上没有让步。

2022年2月2日，美国国防部宣布将向欧洲增派部队，以应对俄乌边境地区紧张局势。俄外交部副部长格鲁什科表示，美方这一决定是“破坏性举措”，将加剧军事紧张。

2022年2月17日，乌克兰军方称，乌东部民间武装当天向政府军控制区发动炮击。乌东部民间武装则指责乌政府军首先动用重型武器向其控制地区发动袭击。乌东部地区紧张局势持续升级。

2022年2月18日，乌克兰东部民间武装自行成立的“顿涅茨克人民共和国”政府所在地发生爆炸。乌东部民间武装宣布，因存在乌克兰发起军事行动的危险，自即日起向俄罗斯大规模集中疏散当地居民。

2022年2月21日，俄罗斯联邦安全会议成员就乌克兰东部顿巴斯地区局势举行会议。普京随后发表全国电视讲话，谈及俄乌关系、乌东部局势、俄安全保障等问题。他签署关于承认“顿涅茨克人民共和国”和关于承认“卢甘斯克人民共和国”的命令，以及俄罗斯分别与这两个“共和国”的友好合作互助条约。

2022年2月24日，普京决定在顿巴斯地区开展特别军事行动，俄乌正式爆发战火。从目前信息来看，俄罗斯意在精准打击乌克兰的武装力量和军事基础设施。北约透露没有向乌克兰派遣北约部队的计划。同一日，七国集团(G7)领导人在24日举行会晤，拜登宣布以美国为首的G7一致同意对俄罗斯采取“毁灭性的制裁”。

2022年2月27日，美国和欧盟、英国及加拿大等发表联合声明，宣布对俄最新制裁：禁止俄几家主要银行使用“环球银行金融电信协会”支付系统(SWIFT)并对俄央行实施“限制性措施”。这些制裁措施将在未来几天开始实施。

2022年2月27日，乌克兰总统泽连斯基证实，乌克兰与俄罗斯之间的谈判将在乌克兰-白俄罗斯的边境举行。泽连斯基办公室在一份声明中称，两国代表团将在普里皮亚季河附近“无条件”会面。

2022年3月——至今，俄乌双方边打边谈，美国为首的西方国家则持续加大对俄制裁。

2、俄乌冲突导致全球供应链中断

俄罗斯和乌克兰具有丰富的资源禀赋，是原油、天然气、铝、镍、小麦、玉米、钾肥等商品重要的生产国和出口国。

1) 原油方面。据OPEC与BP年鉴，2020年俄罗斯产油量全球第三，约1070万桶/日，占全球产量12%，仅次于美国和沙特阿拉伯。俄罗斯原油出口量全球第二，约470万桶/日，占全球份额11%，仅次于沙特阿拉伯。

2) 天然气方面。俄罗斯是全球最重要的天然气生产国之一，2020年产量为6385亿立方米，占全球天然气供应量达到16.6%。俄罗斯是欧洲最大天然气供应国（占欧盟天然气进口份额近40%）、其中约1/4经由乌克兰输送。

3) 有色金属方面。俄罗斯是钯、金、镍、铝的主要生产国，2021年其产量分别占全球37%、10%、9%、5%，其中，钯和镍的全球出口份额分别占25%和24%。俄罗斯的钯金主要出口美英德意等欧美地区，尤其美国钯金进口超

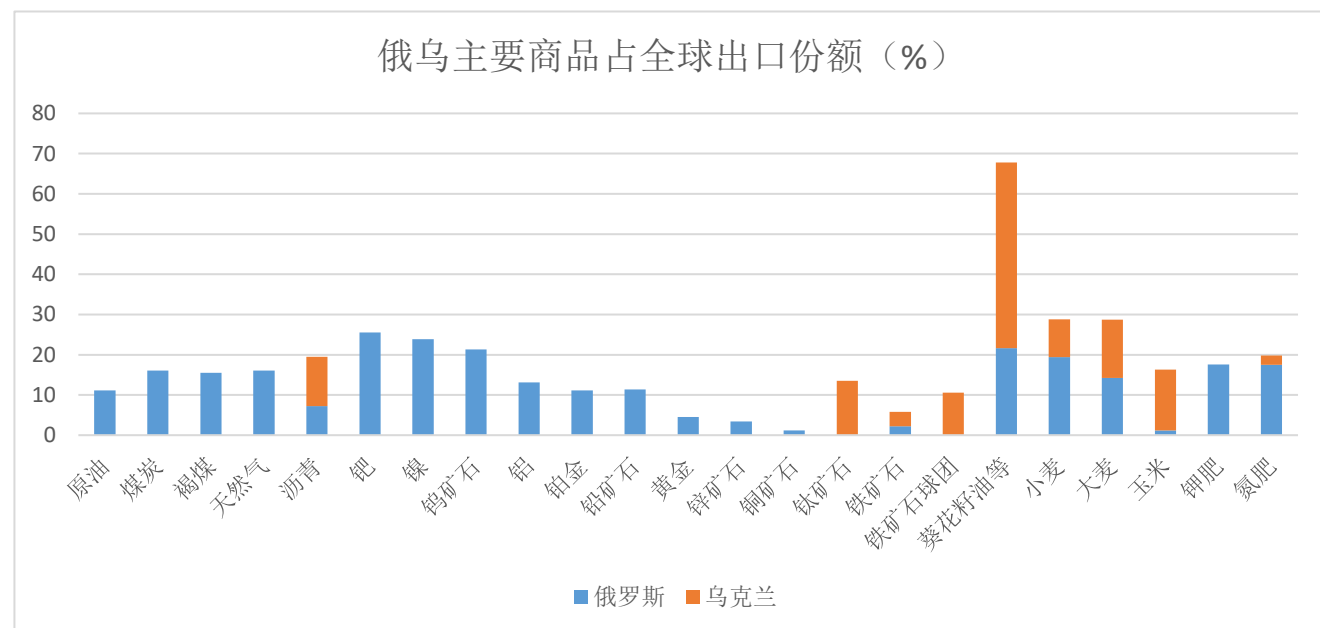
过 30%来自俄罗斯。

4) 黑色金属方面。乌克兰铁矿石球团出口量全球第三、但铁矿石出口总量小；2020 年乌克兰出口球团至中国的占比过半，出口奥地利、德国、波兰分别占比 14%、6%和 4%。

5) 农产品方面。据联合国贸易数据库，俄罗斯小麦出口全球第一，近年来其全球出口份额维持约 20%，乌克兰位列第五，出口份额占近 10%。此外，俄乌玉米出口份额超过 10%、大麦出口份额超过 20%。俄罗斯的氮、磷、钾肥出口份额均居全球前三，其中，钾肥约占全球供应量的 20%，乌克兰氮肥出口份额亦高，此外，天然气又是生产氮肥的主要原料。

6) 其他商品方面。氟气、氦气和氙气是半导体光刻和蚀刻工艺的关键材料，成本占比不大，但对半导体器件性能起决定性作用。俄乌是这三种稀有气体的主要供应国（俄罗斯生产、乌克兰纯化），主要出口向美日韩等通信电子制造大国。根据《环球时报》，乌克兰的氟气、氦气和氙气的全球供应份额分别达 70%、40%和 30%，美国超 90%的半导体级氟气供应来自俄乌。

图表 8：俄乌主要商品占全球出口份额



数据来源：wind

目前，该事件逐渐向长期化方向演变，冲突双方以及背后的利益方仍在不断博弈，对经济和金融市场的影响还远未消退。实际上，俄乌局势隐含了两条交易主线：一是，局势持续恶化，俄乌冲突和西方制裁可能导致俄乌主产的商品供应中断，如原油、金属、农产品、钾肥等商品首当其冲，价格持续上涨。例如，IEA 表示由于制裁和买家收手，4 月起可能有 300 万桶/日的俄罗斯石油和成品油无法进入市场。

二是，通胀预期升温冲击金融资产。俄乌冲突升级最受益的资产将会是原油、农产品等商品，而这些商品的上涨将进一步刺激全球通胀预期走高。考虑到俄乌局势对美国冲击有限，而美联储为了抑制通胀，加快了收紧货币政策的步伐，叠加局势升级加剧市场的避险情绪，这些都不利于股市等金融资产。

当然，如果俄乌局势出现明显的缓和，那么短期的情绪释放后，相关资产将回归各自的基本面定价。市场将重

新关注 OPEC 产油政策、伊核协议谈判、美联储货币政策等重大事件。

（二）美联储加息

1、美国经济滞胀风险升温

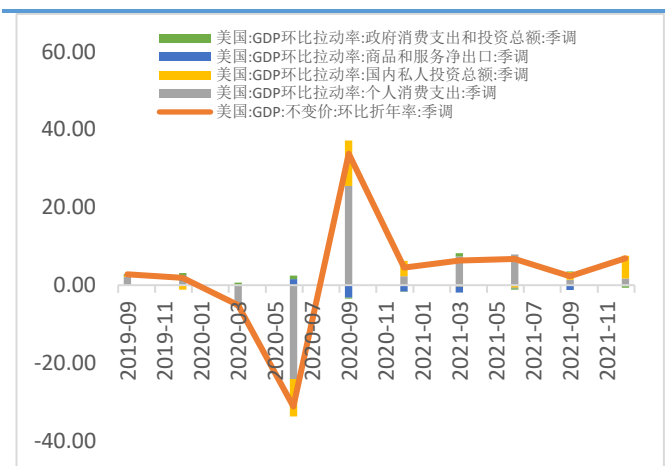
2021 年，受益于宽松的货币政策及财政政策，美国经济持续复苏，全年经济同比增长 5.7%，从四季度来看，美国实际 GDP 同比增长 6.9%，高于市场普遍预期，经济活动改善主要是由本身波动较大的私人库存投资和消费者支出的增长。不过，2022 年美国经济增长面临的不确定性因素较多，仍然紧张的劳动力市场、尚未看到拐点的高企通胀、偏紧的货币政策以及国内外政治因素等风险，或将拖累美国经济增速明显放缓。

图表 9：美国 GDP 同比增速



数据来源：wind

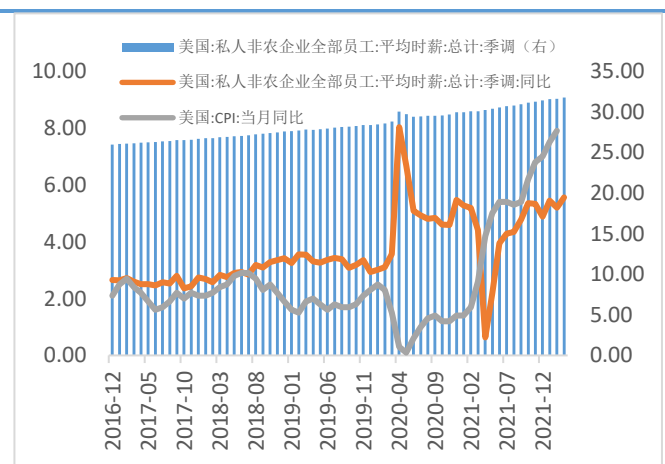
图表 10：美国 GDP 环比增速



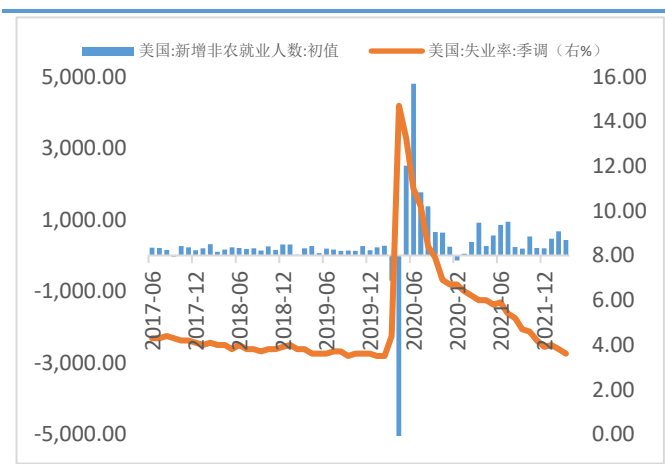
数据来源：wind

美国通胀高企，劳动力市场持续改善。2021 年美国国内通胀飙升主要是由疫情驱动的耐用品供需失衡所主导的，未来一段时间内美国通胀或继续升高，主要原因是：首先，供应恢复不及预期而需求则保持强劲，这将持续影响商品价格；其次，不断上升的工资水平或与通胀构成螺旋式上升态势；最后，俄乌冲突不断升级，给能源、农产品等价格带来较大的影响。劳动力市场方面，1 月份以来美国劳动力市场维持强劲，就业人数中枢逐渐回落但持续高于疫情前水平，失业率降至绝对低点，工资上涨压力进一步增加，叠加通胀尚未见顶，企业面临的工资成本压力增加，但居民工资增速依旧跑输通胀。

图表 11：美国工资与通胀螺旋上升



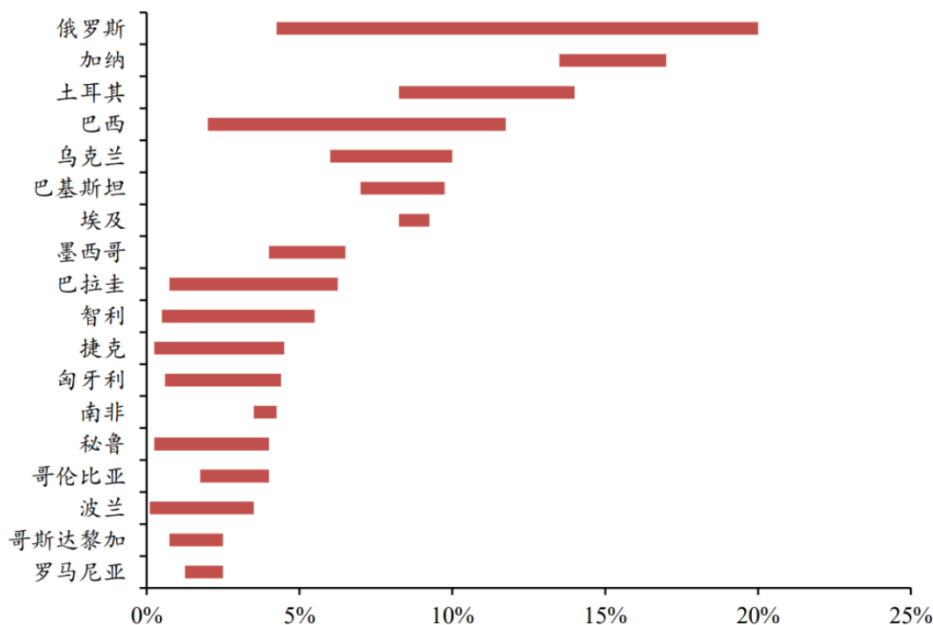
图表 12：美国劳动力市场持续恢复



高通胀伴随全球紧缩浪潮席卷。从全球范围来看,新兴国家率先开启货币政策收紧操作,如俄罗斯、巴西等,部分发达国家,如英国也调高了基础利率。与此同时,作为全球货币的“水龙头”美联储在3月份正式开启加息周期,更多的新兴市场将效仿,欧元区年内加息的可能性上升,将对全球经济和资本市场构成波动。

全球经济仍在复苏过程中,较之前经济危机相比,本次危机主要央行在实施措施上都更加谨慎,保有更多灵活性。2022年不仅是全球货币政策的转折点,或也是经济增长趋势变化的关键一年。

图表 13: 新兴经济体政策利率加息路径(从疫情后低点到2022年3月25日)



数据来源: IMF

2、美联储正式开启加息周期

美联储3月FOMC会议决议声明于北京时间3月17日凌晨公布,会议决议上调联邦基金利率区间至0.25%-0.5%,此为美联储自2018年12月以来首次加息。美联储如期上调联邦基金利率25BP,完全符合市场一致预期,美联储主席鲍威尔早先于国会发言已经预告本次会议加息具体进程,因此,美联储加息决议对市场的冲击较为有限。

1) 下调经济增长预期,上调通胀预期。美联储FOMC会议中表示虽然经济活动指标持续走强,俄乌局势向好的

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_40269

