



地缘政治博弈加速催化大宗商品通胀



近期以来，俄乌战事引发市场恐慌情绪，全球避险情绪升温，VIX 波动指数持续攀升，美债收益率大幅上涨，十年期美债收益率突破 2% 的高点，大宗商品价格集体走高，国际油价突破 100 美元/桶的高点，黄金价格超过 1900 美元/盎司。

俄罗斯是全球重要的石油和天然气出口国，更是欧盟最大的天然气供应国。根据 2021 年的数据显示，俄罗斯石油和天然气出口份额分别占全球出口额的 11.3% 和 16.2%；欧洲方面，俄罗斯石油和天然气分别占欧盟进口份额的 27% 和 35%，而部分欧洲国家超过 75% 以上的石油来自俄罗斯。俄乌冲突升级叠加能源生产国产能受限，全球石油和天然气供应收紧，价格持续创下历史新高。截至 2022 年 2 月 25 日，NYMEX 原油价格年内累计上涨 22.24%，ICE 布油价格年内累计上涨 21.57%，国际油价已经创下 2014 年以来的新高。俄乌战事升级，以及其后续的影响短期内对油价走势影响比较大。

2022 年，全球原油需求仍有上升空间。从需求来看，世界各国陆续解除因新冠疫情而实施的物理封锁措施，复工复产开放经济，制造业和服务业也在持续复苏，居民需求大幅反弹，原油需求增加。随着全球经济强劲复苏，预计原油需求仍有上行空间。从 OPEC 一月月报来看，该组织预计 2022 年全球原油需求增速预测在 420 万桶/日，全球石油消费量预计在第三季度将超过 1 亿桶/日，而世界上一次日消耗 1 亿桶石油是在 2019 年。

原油供应偏紧的困境短期内难以解决。首先是俄罗斯作为全球重要的

石油出口国，局部战争首先会对石油采集产生一些影响。其次，在俄乌冲突升级以后，欧美等国迅速出台一系列针对俄罗斯的制裁措施，原油供应前景不乐观。除此之外，由于短期闲置产能有限，欧佩克国家 1 月的原油产量增加 6.4 万桶/日，至 2798 万桶/日，远不及 OPEC+ 协议中承诺的增长 25 万桶/日，再加上极端暴风雪天气席卷全美，美国原油开采受限，国际原油供应收紧。原油供需缺口进一步扩大，国际能源价格持续攀升。从短期来看，能源供应偏紧的困境难以解决，预计国际油价仍将维持震荡上行的趋势。

俄乌冲突升级，欧洲天然气供应前景具有较大的不确定性。今年以来，俄乌冲突升级叠加能源生产国产能受限，欧洲天然气供应收紧，英国和欧洲天然气价格不断刷新历史纪录，欧元区整体通胀已经达到近 13 年来的最高水平。当前，欧洲地区的天然气供需缺口进一步扩大。

需求方面来看，首先欧洲经济重新开放，制造业和服务业持续复苏，天然气需求旺盛。其次，欧洲加快了向碳中和经济模式转型的步伐，由于天然气产生的能量与煤炭差距不大，二氧化碳排放量却只有煤炭的一半，天然气替代需求升温。

从供给方面看，自 2021 年以来，受到俄罗斯和挪威的天然气出口量下降的影响，欧洲冬季天然气储量降至近十年以来的最低水平。近期，随着俄乌冲突升级，欧盟宣布对俄罗斯实体和个人实施制裁，德国宣布暂缓对“北溪 2 号”的认证。“北溪 2 号”于 2021 年 9 月完工，路线大致与

“北溪 1 号”平行，从俄罗斯圣彼得堡的乌斯季卢加地区出发，经过波罗的海海底，到达德国格莱夫斯瓦尔德，总输气量为 550 亿立方米天然气/年。随着俄乌冲突升级，“北溪 2 号”或难以在短期内得到认证，欧洲天然气进口的前景并不乐观。考虑到传统能源供应受限且天然气在短期内无法被替代，预计欧洲天然气供需失衡的困境仍将持续较长时间。

随着俄乌局势进一步升级，国际金价涨至 1940 美元之上，刷新了自 2021 年初以来的新高。截至 2 月底，黄金的对数收益率已经有效跑赢除原油外的多数大类资产，显示出了黄金市场在事件性避险及高通胀压力下的良好的配置价值。

历史上战争事件普遍伴随金价的上涨，2 月以来国际金价已上涨超过 8%，但从历史数据来看，金价影响往往偏短期。其中，美方的参与情况对于金价有着不同的提振情况。一般而言，美国亲自参与的战争对金价提振效果相对较大。美国总统拜登及官员多次强调美国不会派兵到乌克兰作战。而无美国亲自参与的战争，金价的上涨多表现在避险情绪升温阶段。战争打响后，金价往往进入冲顶回落阶段。此次俄乌战争如果没有进一步演化成更大规模的战争，避险情绪将趋于缓和。

1.此次战争对黄金避险溢价可能造成的影响

当前市场一直关心及讨论的问题是俄乌战争是否会带来黄金价格的持续上涨，即黄金的避险溢价持续放大的可能性有多少。通过统计近些年的局部战争对于黄金价格走势的影响发现，战争对于金价的提振作用主要和

市场对于战争爆发的预期有效性有关。

从统计角度观察，像海湾战争、伊拉克战争等均是市场预期内大概率发生的战争，战争爆发后对金价的提振作用相对有限；但另一方面，像市场预期之外的突发性事件，诸如 911 事件、伊拉克内战等，战争爆发对金价则会形成较为明显的拉动作用。换言之，真正影响金价走势的是市场对战争是否爆发的预期情况，战争及冲突在预期范围之内，金价走势表现相对平静，反之，黄金的避险属性会放大，黄金资产获得追捧的概率也会更高。

2.黄金当前的通胀溢价表现

从当前已公布的全球通胀数据观察，欧洲和美国的 CPI 涨幅，分别创下 25 年和 31 年来的最高。近期持续上涨的原油价格，也反映了当前的通胀水平正在进一步上行，黄金作为抗通胀资产，在当前通胀水平高企的情况下上行动力充足。

而从当前铜金比及油金比观察，均在近 14 年的高位。其中铜金比近 10 年均值 1.2，当前 1.5，这反映了金价较铜金平价高五成或低估了 20%

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_38999

