

## 星星之火正在燎原，大宗投研框架的思考

近日，越来越多美国高校学生加入到抗议浪潮之中，美国警方以前所未有的强硬态度对学生展开行动，引发了更大范围的反弹，抗议浪潮已蔓延至澳洲和欧洲部分高校，可以说这股最开始的星星之火正在呈现燎原的状态，Tiktok 让各地区人民看到了一个更真实的世界。

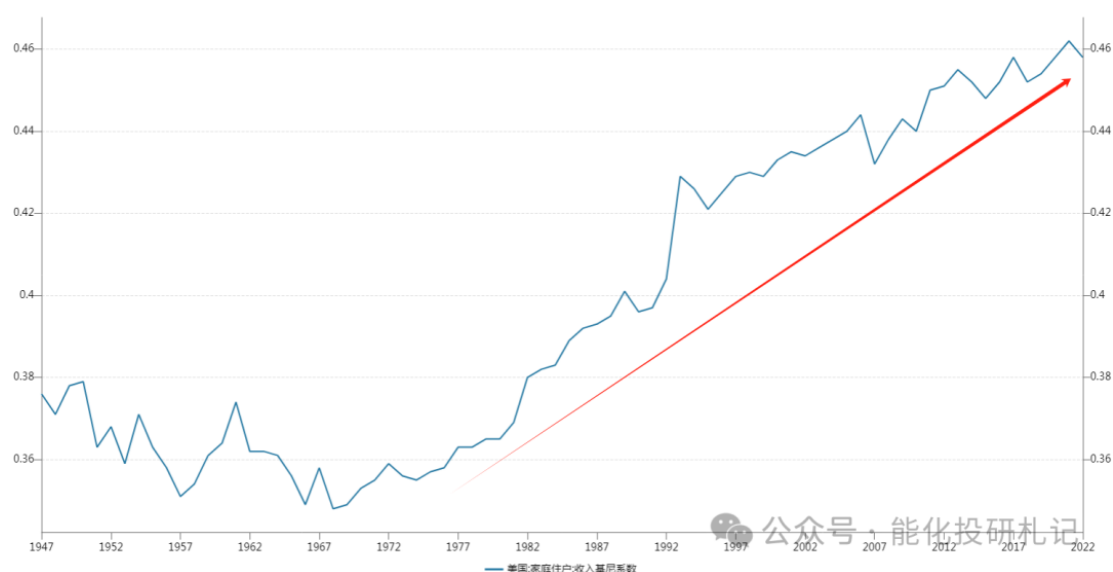
这个时间点很微妙：以色列准备地面进攻拉法、美国批准了对以军事援助计划、巴勒斯坦入联合国被一票否决、Tiktok 面临可能被禁的局面、美国国务卿布林肯访华的言论。

**一系列地缘政治事件背后显示出当前全球的政治格局：极不稳定，且愈演愈烈，未来地缘政治爆发的频率、力度和持续时间将超出市场预期。这是与过去二十年以来截然不同的全球政治经济环境。**



来源：南华研究

原因：全球贫富差距不断加大（逐步接近二战前的水平），全球杠杆率在疫情后的飙升。以全球经济最强的美国为例，上世纪 70 年代后基尼系数持续走高，贫富差距持续扩大。可以想像其他国家贫富差距的程度。从世界历史的发展进程来看，极度贫富差距和杠杆率带来的影响是：国家内部矛盾的持续激化、国家与国家的冲突加剧。



来源：wind 南华研究

短期来看，以色列地面进攻拉法，可能成为新一轮全球地缘政治的引爆点，对大宗供应端情绪的影响将持续加大。

中期来看，因为当前全球面临着与过去二十年截然不同的政治经济环境，意味着过去传统上依赖市场供需关系分析的大宗商品研究框架面临挑战，全球地缘政治对商品 prices 的影响将占据越来越大的权重。

**因此，有一个大胆的猜测与设想：不把全球地缘政治纳入大宗研究框架，给予更高的权重和比例，或将会受到市场的惩罚。**

以黄金投研框架为例：过去 20 年市场上绝大多数市场研究和分析者用美债实际利率来定价黄金，从名义利率和通胀两方面来分析黄金价格走势，然而从 2022 年开始这种分析逻辑和框架面临挑战，二者背离越来越大，美债实际利率不断走高，黄金价格也持续上涨。

2022 年发生了一件地缘政治大事件，导致了这种关系的脱离：俄乌战争，及随后美国对俄罗斯的制裁，包括将俄罗斯海外资产和外汇储备强制占为已有。这一事件的重要性在于：全球各国海外以美元计价的外汇储备和资产不再那么安全可靠，随时可能面临被制裁的风险（包括近期 Tiktok 在美国面临的境况），加大了全球对信用货币美元的担忧，全球央行持续大量购入黄金，黄金加速成为美元信用的替代物，也进一步引发了市场对美国债务的担忧。因此，后续相当长的一段时间内，或将看到黄金价格持续性的牛市。

同样，以原油投研框架为例：过去二十年的地缘政治平静期，市场对原油供需关系的分析成为主流和关键，新形势下，不把地缘政治以更高的权重入投研框架，单纯从供需关系来分析，将越来越难以解释和跟进原油市场的变化。全球地缘政治局势或将在相当长时间内成为影响油价的关键因素，如何认识地缘政治或将对原油投研框架产生重要影响。

作者：南华期货能化分析师 刘顺昌 投资咨询证号：Z0016872

重要申明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。期市有风险，入市需谨慎。