

广州金控期货有限公司  
GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO., LTD.

# 商品研究

——俄乌局势再生波折，大宗商品怎么看？

## 广金期货研究报告

2022年2月21日 星期一



## 期货研究报告

## 商品研究

广州金控期货研究中心  
研究员：李彬联  
期货从业资格：F03092822  
投资咨询资格：Z0017125  
邮箱：libinlian@gzjkqh.com  
座机：020-88523420

广州金控期货研究中心  
研究员：薛丽冰  
期货从业资格：F03090983  
投资咨询资格：Z0016886  
邮箱：xuelibing@gzjkqh.com  
座机：020-88523420

### 相关图表

### 相关报告

## 俄乌局势再生波折，大宗商品怎么看？

### 核心观点

文明冲突、地缘政治博弈是本轮俄乌冲突的本质，北约东扩则是双方博弈的焦点。总体判断俄、乌、欧开战意愿不强，但由于美俄之间的结构性矛盾仍存，短期内俄乌双方对峙局势或有升级可能，但最终大概率仍将回到政治解决的框架。

展望后市，我们更应关注未来金融资产的演绎情况。前期俄乌关系一波三折，股债大幅波动。一方面随着事件冲击的逐渐钝化，另一方面俄乌爆发全面战争的概率极为有限，继续交易冲突升级性价比不高。国内方面，随着政策底、市场底以及情绪底的依次出现，宽信用预期不断升温，股市已经进入较为安全的配置区间；与之相反，债市逐渐步入鸡肋行情，一季度末至二季度中期，债市或进入磨顶阶段。

大宗商品方面，预计此次俄乌局势紧张事件对有色金属及化工品的影响较为有限，更多呈现出事件冲击型波动，而对原油及玉米、小麦、葵花籽油影响较大，预计短期将继续对油价及部分农产品价格构成支撑。中期更应关注伊朗谈判的推进以及美国原油产量的回归，油价重心将下移。

## 目 录

一、俄乌关系何去何从？ .....	4
1. 文明冲突是本轮俄乌冲突的本质 .....	4
2. 短期内局势或有升级，长期“以和为贵” .....	5
二、股债及大宗商品怎么看？ .....	6
1. 股债：大幅波动，继续交易冲突升级性价比不高 .....	6
2. 有色金属：事件冲击型波动或快速恢复 .....	7
3. 能源化工：原油更应关注伊核谈判 .....	8
4. 农产品：玉米、小麦受冲击较大 .....	9
免责声明 .....	11

## 一、俄乌关系何去何从？

### 1. 文明冲突是本轮俄乌冲突的本质

文明冲突、地缘政治博弈是本轮俄乌冲突的本质。根据亨廷顿的“文明冲突论”，冷战后文明间的“断裂带”将成为未来国际冲突的热点区域。乌克兰与俄罗斯同属斯拉夫人种，但在历史的发展中逐渐成为两个民族，并信奉不同的宗教。乌克兰中西部主要为乌克兰族，以信奉天主教为主；而东部和克里米亚地区则主要为俄罗斯族，以信奉东正教为主，与俄罗斯更为亲近。2014年，俄罗斯族人口占优势的克里米亚地区宣布独立并加入俄罗斯联邦，乌克兰东部的顿巴斯地区也已实际脱离乌克兰政府控制。同时，克里米亚地区也是控制亚速海和黑海的关键，19世纪时俄、英、法等国曾为争夺该地区控制权爆发克里米亚战争。

北约东扩则是双方博弈的焦点；俄罗斯需要乌克兰作为战略缓冲区，而乌克兰则需要借助北约抗衡俄罗斯。二战结束后，在全球范围内形成了以美国和苏联为两极的冷战格局，北大西洋公约组织（北约）和华沙条约组织（华约）相继成立。1991年，华约解散，但北约仍然存在并不断东扩，蚕食俄罗斯的传统势力范围。21世纪后，乌克兰逐渐成为俄罗斯和北约争夺的焦点；俄罗斯需要乌克兰作为其与西方的缓冲区，而乌克兰则需要借助北约的力量与俄罗斯抗衡，并收回

克里米亚和乌东的顿巴斯地区。尤其在2014年亲西方政府上台后，乌克兰政策全面西化，并加速谋求加入欧盟和北约，这进一步挤压了俄罗斯的战略生存空间，因此成为目前俄乌对峙的焦点。

## 2. 短期内局势或有升级，长期“以和为贵”

目前，乌克兰棋局的当事方均无发动大规模战争的意愿或能力，长期来看仍将通过谈判来解决双方分歧；但美俄之间的结构性矛盾暂时难以消解，乌克兰将成为双方未来一段时间的重点博弈地区。俄罗斯方面，其通过吞并克里米亚地区已基本实现对亚速海和黑海的控制权，而乌东顿巴斯地区实际上也成为其与欧盟的战略缓冲区，俄罗斯基本实现战略意图，不需要再扩大战线。其陈兵边境更多是发挥战略震慑作用，并已于2月16日宣布撤回部分演习军队。乌克兰方面，其暂时没有独自收复失地的能力，主动攻击俄罗斯的概率极小，但在俄罗斯的军事压力下将更加抱紧西方，谋求加入欧盟与北约，这仍将是俄乌之间持续冲突的焦点。

但短期来看，乌克兰局势升级符合美国利益，俄乌冲突不排除出现升级可能。对欧洲来说，其社会经济尚未从新冠病毒冲击中恢复，国内通胀与债务问题严重；此外，德国的能源供应还相当依赖俄罗斯输送的天然气。因此，德、法领导人已先后赴俄罗斯和美国开展“穿梭外交”。而对美国来

说，在地缘政治方面，通过制造“俄罗斯威胁论”可以挑拨俄欧关系，裹挟和巩固西欧盟友。在经济方面，如果俄乌局势升级，“北溪2号”将极大可能被切断，从而有利于美国页岩油和天然气出口欧洲，更好地实现其“能源-美元”霸权。在内政方面，拜登政府也有意通过大打“乌克兰牌”转移国内注意力，为今年11月的中期选举造势。

## 二、股债及大宗商品怎么看？

### 1. 股债：大幅波动，继续交易冲突升级性价比不高

随着俄乌两国紧张关系的一波三折，全球股市大幅下挫。美股三大指数均遭遇重挫，市场短期风险偏好下降。大型科技股普遍走低。地缘政治的不确定性可能会导致权益市场在短期内出现剧烈波动，不过从历史数据来看，对于美股来说，通常会以相对较短的时间便能克服地缘政治冲击。国内股市方面，地缘政治对我国的直接性影响不大，更多的呈现情绪上的冲击，叠加美联储紧缩节奏的变化，预计经过农历春节前年的急速杀跌后，悲观情绪基本消化殆尽。未来随着国内政策底、市场底以及情绪底的依次出现，股市已经进入较为安全的配置区间，继续交易“冲突升级”恐性价比不高。

债市方面，前期美联储加速减码以及高企的通胀水平，迫使美债收益率急速攀升，10年美债收益率接连突破多个心理关口，并顺利升破2.0%大关。俄乌局势的起伏不定，避险

资金转入债市，近期 2 年期美债收益率回落至 1.50% 下方，较前期高位下行近 17 个基点，10 年期美债收益率也下行了将近 13 个基点。国内债市小幅仅获提振，整体涨幅极为有限，更多呈现以我为主的格局，尤其随着国内宽信用预期不断升温，一旦地缘政治风险解除，总体下行压力明显超过上行动力。一季度末至二季度中期，债市或进入磨顶阶段。

## 2. 有色金属：事件冲击型波动或快速恢复

俄罗斯精炼铜产量为 103 万吨，消费量约 34 万吨，净出口量约 69 万吨。一旦俄乌战争爆发，战争期间军备用铜量增加叠加出口运输或受阻，或导致铜价出现除其他基本面因素影响外约 4% 的波动幅度。俄罗斯精炼铝产量为 370 万吨，消费量约 70 万吨。一旦俄乌战争爆发，战争期间利用罐头储存实物用铝量增加或出口运输受阻，或导致铝价出现除基本面因素影响外约 6% 的波动幅度。俄罗斯精炼锌出现供需缺口。一旦俄乌战争爆发，战争期间俄罗斯精炼锌冶炼和消费或同时受到影响，战争或对全球锌价的直接影响不大。俄罗斯镍产量约 25 万吨。一旦俄乌战争爆发，战争期间俄罗斯精炼镍冶炼产能或受到负面影响，届时全球镍价或有 6% 的波动幅度。此外，如果考虑俄乌一旦爆发战争，欧洲天然气价格或进一步飙升，德法英等国的冶炼成本将进一步抬升，届时有色金属的波动幅度恐较我们推算的更大，但我们认为即使爆发战

争，战争的持续时间也不会太长，有色金属的事件冲击型波动恐快速恢复。

### 3. 能源化工：原油更应关注伊核谈判

地缘风险与油价密切相关，尤其在油品消费淡季，地缘溢价凸显。回顾历史，我们发现占据特殊地理位置的石油大国爆发战争，未必会出现“炮声一响，油价飞涨”，甚至会出现油价调头向下。一方面与期货市场的炒预期有关，地缘溢价已经提前计入油价，一旦战争爆发事实落地，卖预期令油价出现回落。另一方面，与战争持续长短有关系，短期战乱提振油价，长期的战争令两国经济负担加重，从而影响消费。此外，当今最为常见的是“代理人”战争，所以我们看到爆发战乱的区域并不是关键的石油供应大国，但其在地理位置上较为重要，或是重要的转运地，或是重要的运输枢纽，比如叙利亚内战、比如近期的俄乌局势。

2022 开年以来油价的持续强势主要来自于地缘溢价。目前地缘风险并未对供应造成实质影响，但鉴于欧美未来可能对俄罗斯采取更为严格的经济制裁，俄罗斯作为重要的石油、天然气出口大国，能源出口将受到影响。如果俄乌局势继续升级，扼守重要管道枢纽的乌克兰可能面临断供，欧洲天然气价格将一飞冲天，替代效应亦将支撑油价走强。美继续炒作俄乌局势，有意抢夺俄罗斯在欧洲天然气市场份额。短期



东欧地缘风险或继续对油价构成支撑，短期波段上可能出现回调。中期来看，随着伊核谈判未来可能取得实质进展，伊朗石油供应今年将增加100万桶/日，加之美国原油产量的回归、金融溢价走弱，油价重心将下移。

化工品方面，由于乌克兰地理上处于东欧地区，当地能源化工产能在全球范围占比不大，欧洲聚乙烯、聚丙烯、甲醇产能占比大约在10.5%、12%和6.4%，在国际贸易上属于净进口地区，而欧洲的消费地主要集中在西欧地区，进口主要途径地中海，目前局势紧张对能化商品国际贸易海上运输暂无明显影响。由于西欧进口航线与本次地缘政治局势紧张的黑海地区尚有一段距离，因此即便是俄罗斯此前对乌克兰采取了海上封锁措施，对能化商品国际贸易体系冲击不大。预计此次俄乌局势紧张事件对化工板块的供需影响十分有限。

#### 4. 农产品：玉米、小麦受冲击较大

作为世界上最大的小麦出口国，2021/22年俄罗斯小麦产量占全球的10%，国际出口的17%。另一方面，乌克兰是全球小麦及玉米的第四大出口国，2021/22年乌克兰小麦及玉米的出口份额分别约占全球12%及17%。同时，乌克兰也是全球第一葵花籽油出口国，2021年乌克兰出口葵花油510万吨，出口产值达到64亿美元。作为我国重要的粮油进口来源国，乌克兰已成为中国第一大葵花籽油进口国及第二大玉米进口

国。2020/21年，我国共进口葵花籽油170万吨，其中64%来自乌克兰；2021年1-11月我国累计进口玉米2702万吨，其中自乌克兰进口约731.5万吨，占比约27%。

乌克兰东部地区是该国的主要农业生产区之一，而俄罗斯的农业区也集中在西南部，靠近乌克兰边境，也是此次俄乌关系危机中最可能受到波及的地区。目前正处于乌克兰玉米的主要出口档期，另一方面，乌克兰葵花籽油全年保持出口状态，俄乌危机如进一步升级，或对玉米及葵花籽油出口造成直接影响。同时，俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦等国粮食出口主要从黑海港口运输，若俄乌冲突造成港口运输受阻或中断，将拉升相关运输商品价格。当下乌克兰与俄罗斯的紧张局势存在不确定性，受短期内持续的情绪扰动影响，相关农产品价格或有所抬升。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路191号中石化大厦B塔25层2501-2524单元  
联系电话：400-930-7770

公司官网：[www.gz.jkqh.com](http://www.gz.jkqh.com)

## 广州金控期货有限公司分支机构

<p>• 广州营业部</p> <p>地址：广州市海珠区新港东路1088号 中洲交易中心1105单元</p> <p>电话：020-38298555</p>	<p>• 佛山营业部</p> <p>地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号 龙汇大厦1720-1722单元</p> <p>电话：0757-85501836</p>
<p>• 大连营业部</p> <p>地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦 2311房间</p> <p>电话：0411-84806645、0411-84995079</p>	<p>• 山东分公司</p> <p>地址：山东省济南市市中区英雄山路129号祥泰广场1号楼2403室</p> <p>电话：0531-55554330</p>
<p>• 梅州营业部</p> <p>地址：广东省梅州市梅江区正兴路和兴园25-26号 店及夹层</p> <p>电话：0753-2185061</p>	<p>• 杭州分公司</p> <p>地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室</p> <p>电话：0571-87251385</p>
<p>• 福州营业部</p> <p>地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路29号 左海综合楼2楼B区201室</p> <p>电话：0591-87800021</p>	<p>• 保定营业部</p> <p>地址：河北省保定市复兴中路3108号 康泰国际15楼1单元1509室</p> <p>电话：0312-3135300</p>
<p>• 唐山营业部</p> <p>地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼 1607、1608号</p> <p>电话：0315-5266603</p>	<p>• 河北分公司</p> <p>地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号 东胜广场三单元1406</p> <p>电话：0311-83075314</p>
<p>• 广东分公司</p> <p>地址：广州市南沙区黄阁镇望江二街5号（中惠国际金融中心12栋）2101、2102、2103</p> <p>电话：020-39393079</p>	<p>• 淮北营业部</p> <p>地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号 金冠紫园6幢105</p> <p>电话：0561-3318880</p>
<p>• 太原营业部</p> <p>地址：山西省太原市万柏林区长风街道 长兴路1号4幢11层1123号、1124号</p> <p>电话：0351-7876105</p>	