

## 俄乌战争对大宗商品影响分析

2022年3月14日 星期一

兴证期货·研发中心

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

联系人

林玲

电话: 0591-38117682

邮箱:

linling@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 我们的观点

近期俄乌战争爆发, 资本市场波动巨大, 对大宗商品产生了剧烈影响

原油化工方面, 俄罗斯是世界第二大石油出口国, 俄罗斯原油受地缘冲突影响出口受限, 原油供给水平下降, 欧佩克增产意愿不强, 原油价格仍将维持高位。化工方面, 受原油价格上影响, 油品及油化工生产成本显著上升, 支撑化工品类价格走高, 若原油价格久居高位, 将挤压中下游利润空间, 企业存在减产可能, 供给水平下降或将进一步抬升化工价格。

贵金属方面, 受避险情绪、大宗商品带来的通胀上行影响, 黄金价格支撑较强。虽然美联储加息进程对金价存在一定扰动, 但美国经济恢复情况将影响加息节奏, 贵金属价格仍将受通胀水平、政策端、避险情绪三方面支撑。

有色金属方面, 俄罗斯是有色金属的重要产地, 俄罗斯出口铝、镍较多, 俄乌局势对有色金属的生产、贸易、物流的全方面影响仍在持续, 或将继续推动有色金属价格的震荡偏强运行。

农产品方面, 俄乌两国是世界粮食出口大国, 战争对粮食出口产生影响较大。供应的减少以及物流成本的提升导致价格的飙升, 可能会进一步加剧全球范围内的食品通胀。

## 报告目录

1. 能源化工.....	3
2. 贵金属.....	5
3. 有色金属.....	7
4. 农产品.....	8

## 图表目录

图表 1: 国内外原油价格大幅上涨 .....	4
图表 2: 美国产能恢复受限.....	4
图表 3: 航油或将成为未来主要原油需求 .....	4
图表 4: 交通、运输需求旺盛 .....	4
图表 5: 英国天然气价格上涨 .....	4
图表 6: 欧洲天然气对俄罗斯依赖较强.....	4
图表 7: 原油价格带动煤价上行.....	5
图表 8: 油化工品跟随原油走势.....	5
图表 9: 油价上涨提振黄金价格.....	6
图表 10: 美元指数对黄金具有抑制作用 .....	6
图表 11: 美债收益率、TIPS 与金价关系 .....	6
图表 12: 美国就业情况变化.....	6
图表 13: 2021 年俄罗斯主要有色金属矿产出口占比 .....	8
图表 14: LME3 个月镍收盘价.....	8
图表 15: 2021 年全球玉米出口占比 .....	8
图表 16: 2021 全球小麦出口占比.....	8
图表 17: CBOT 小麦收盘价.....	9
图表 18: CBOT 玉米收盘价.....	10
图表 19: 菜籽油收盘价.....	10

## 1. 能源化工

**近期原油价格位于高位，俄乌冲突对原油已产生实质性影响。**当前原油期货价格一度攀升至 787.2 元/桶，WTI 原油期货价格最高达到 133.46 美元/桶，创历史新高。一方面，近期受战争情绪、市场担忧等因素影响，地缘风险溢价推高原油期、现价格，原油价格高度敏感。另一方面，欧佩克未扩大增产规模，俄乌冲突虽然未波及俄罗斯油田，但战争风险影响俄罗斯原油出口规模，原油供应存在缺口，进一步推高油价。目前，从地缘冲突角度分析，战争对油价存在短期影响，长期价格主要受基本面影响，但地缘冲突持续时间对油价也存在小幅扰动。目前乌克兰方面表态“未来十年内不考虑加入北约”，俄乌冲突有所缓和，油价应声回落，市场情绪释放。从基本面角度分析，原油市场供需偏紧局面短期难以缓解。需求端看，随着疫情消退、海外政府管控放松，航空出行将成为未来原油需求的主要增量；同时汽油裂解价差高居不下侧面反映了交通、出行需求的旺盛，运输行业或将成为原油需求的主要行业之一。供给端看，俄罗斯原油受美国制裁影响，出口数量受限；美国方面受通胀与供应链因素影响，页岩油压裂支持剂供应偏紧，美国短期内页岩油增产存在一定难度；欧佩克方面，钻井平台数量相对较低，尚未恢复疫情前水平。美国访问委内瑞拉、沙特等产油国以填补原油需求缺口。委内瑞拉现出口量几乎运往中国；沙特、阿联酋与美国态度紧张，近期多次拒绝美方谈话。虽然阿联酋喊话欧佩克进行增产，但原油产量能否实质性增加决定权将掌握在沙特、俄罗斯等产油大国手上；伊核协议再添变数，当前原油增产不确定性较强。

**油品及油化工跟随原油走势，未来供应可能有所下降。**目前国内上市的油品类主要包括燃料油、低硫燃料油、沥青及液化石油气。俄乌战争爆发后，燃料油、液化石油气、沥青、PTA 等品种价格直接受原油价格影响，上涨明显；煤化工方面，虽然发改委不断释放煤价调控信号，但是受原油价格上涨一定程度上带动煤炭价格，煤化工品类近期价格也出现一定上浮。但是原油价格上涨也带来成本端较大压力，压缩中下游企业利润空间，若油价在持续上涨，企业或将出现减产可能，市场供应下降，从而进一步推高期货价格。

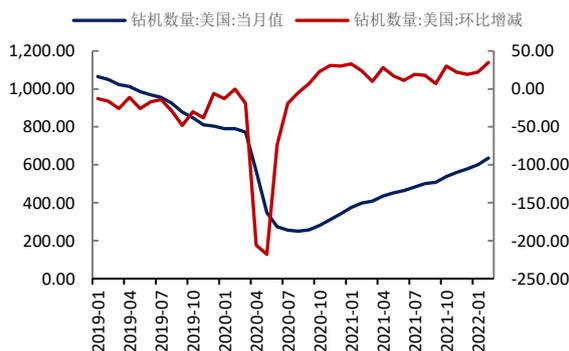
**天然气市场高位运行。**欧洲天然气 40%来源于俄罗斯，疫情影响下欧洲天然气投资短缺，供应受限，2022 年初天然气价格较 2021 年初同比上升 4-5 倍，天然气短缺初显，而俄乌冲突将进一步加剧欧洲天然气短缺。北溪 2 号被制裁、亚马尔通道的关闭推动欧洲电价暴涨，而美国的天然气价格高于俄罗斯三四倍，欧洲寻求俄罗斯天然气替代品或将推动天然气价格。若俄乌冲突难以缓和，欧洲天然气短缺、气价高涨局面仍将持续。

短期内能源化工走势主要依托原油价格，高位支撑较强。原油方面，欧佩克增产态度不明，美国页岩油短期供应水平难以恢复，俄乌冲突限制俄罗斯原油出口量，原油市场供应水平受限，原油供需偏紧情局面短期难以缓解，油化工生产成本也将受原油价格高企影响，期价有所上升；天然气方面，俄乌冲突下欧洲急需寻找俄罗斯天然气替代品，但接近 32% 的天然气缺口意味着欧洲必须与其他地区竞争，或将进一步推升天然气价格。

图表 1: 国内外原油价格大幅上涨



图表 2: 美国产能恢复受限

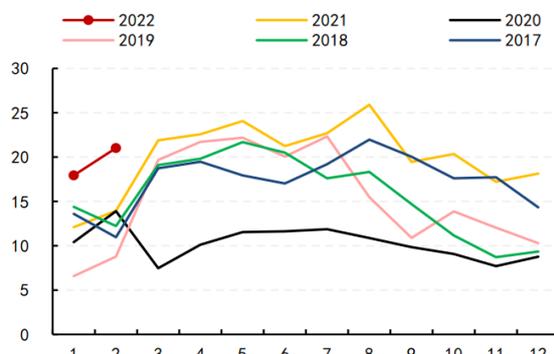


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 3: 航油或将成为未来主要原油需求



图表 4: 交通、运输需求旺盛

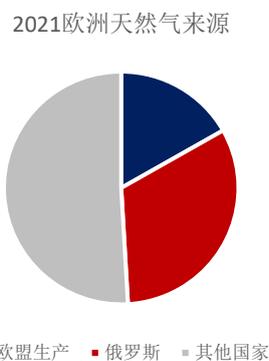


数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 5: 英国天然气价格上涨

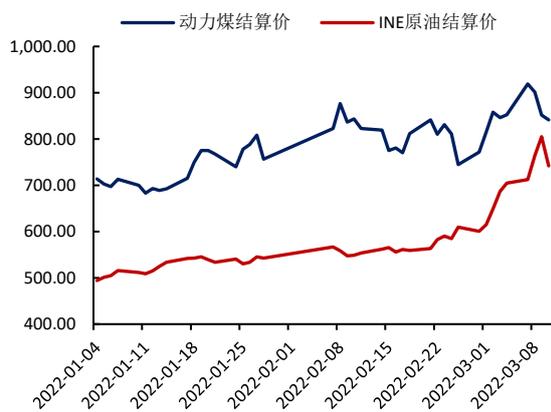


图表 6: 欧洲天然气对俄罗斯依赖较强



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 7：原油价格带动煤价上行



图表 8：油化工品跟随原油走势



数据来源：wind，兴证期货研发部

## 2. 贵金属

自俄乌冲突发生后，受避险情绪影响，沪金价格一路上涨，一度高达 420.74 克/元，纽约金则达到 2078.8 美元/盎司的高位，创 2021 年来新高。

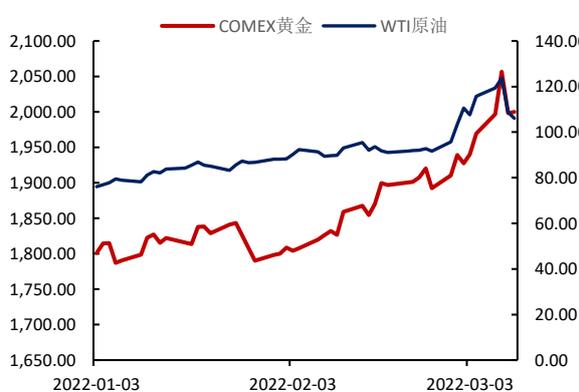
**本轮上涨初期主要受地缘政治冲突影响。**俄乌冲突导致市场避险情绪上升，全球风险资产整体走弱，贵金属等避险资产走强。随着西方国家对俄罗斯的制裁升与冲突的发展，市场对俄罗斯原油、有色、农产品等出口受限存在担忧，大宗商品价格大幅上升，原油价格居于高位，全球通胀压力增大，进一步推升贵金属价格。

**随着俄乌冲突进入胶着状态，贵金属价格更多受大宗商品价格与经济基本面双重因素影响，高位支撑仍然较强。**一方面，大宗商品中的能源类商品价格与黄金价格之间存在直接影响，原油价格的抬升是驱动金价上涨的重要因素。俄乌战争、美国宣布俄罗斯石油进口禁令限制俄罗斯原油出口，俄罗斯供应受限引起供需关系紧张，欧洲天然气供应不足在一定程度上也推升了原油价格。全球能源价格上涨带来通胀预期对贵金属具有较强的提振作用。另一方面，美元指数虽然是黄金价格走势的核心影响指标，但未来经济基本面仍然对贵金属尊在一定支撑作用。从美元指数角度来看，美元、美债同样是避险资产的一部分，在俄乌冲突发生后美元指数也逐渐走强，但是市场对战争的担忧使得黄金的偏好高于美元，因此黄金价格前期未受美元指数强势影响，涨幅较大；但是随着俄乌关系进入僵持阶段，叠加美联储 3 月加息影响与欧元、英镑汇率下降、货币政策逐步退出 QE、加息周期的开启等因素，支撑美元指数走强，或将对贵金属价格产生一定抑制影响。从美国经济恢复来看，美国 2 月新增非农就业 67.8 万，创去年 7 月以来最大增幅，失业率小幅下降至 3.8%，劳动力参与

率小幅升至 62.3%，2 月平均每小时薪资环比持平，2 月非农就业加速增长，但薪资增速明显放缓，通胀压力有所减轻。虽然美国经济数据显示美国经济开始向好，但是疫情间的宽松货币政策不可避免地推高了美国金融市场、地产的杠杆率与资产泡沫水平，美联储加息可能对美国经济、金融恢复产生一定风险，为平衡抑制通胀与经济恢复，加息节奏或将受到影响。

近期贵金属价格仍将受通胀水平影响，锚定原油价格，延续高位震荡走势。若俄乌局势和缓、伊核条约进展顺利，大宗商品价格将逐渐回归基本面，贵金属价格将更多受美联储加息影响，回归正常价格区间；若大宗商品价格仍居高位，贵金属仍将延续高位震荡走势。

图表 9：油价上涨提振黄金价格

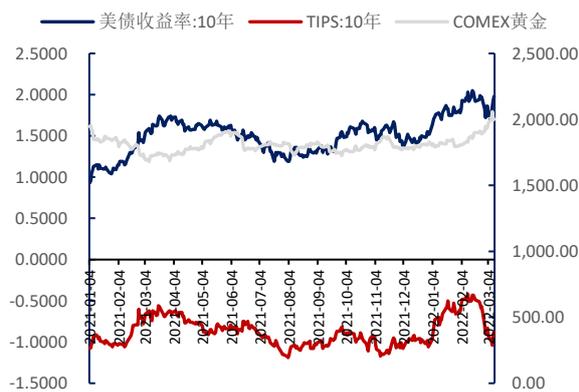


图表 10：美元指数对金价具有抑制作用

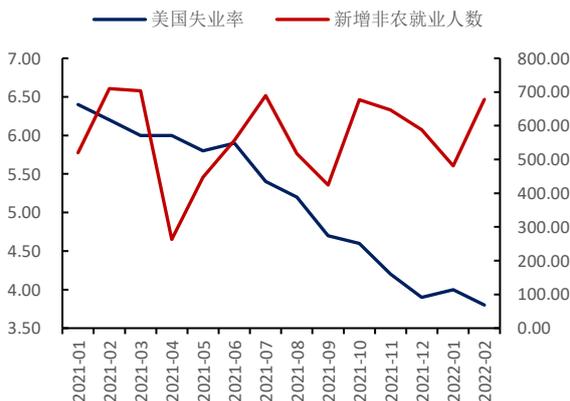


数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 11：美债收益率、TIPS 与金价关系



图表 12：美国就业情况变化



数据来源：wind，兴证期货研发部

### 3. 有色金属

有色金属方面，俄乌战争对铝、镍影响较大。2021 年俄罗斯铝出口量为 361.9 万吨，占全球产量的 5.36%，俄罗斯是世界第五镍矿储量国，世界第一的镍板出口国，俄镍板是 LME 主要的镍交割品，其镍矿出口量为 4.9 万吨，占全球产量的 1.98%。近期，俄乌战争对导致铝和镍价格大幅上涨，其中 LME 铝价创历史新高，镍价创近 11 年以来的新高，且外盘的走势显著强于国内。上行的原因主要有一下三个方面：一是俄乌战争引发的欧美经济制裁导致的对外物流不畅，引发能源供给方面的担忧；二是能源价格的大幅拉升给予金属一定的成本支撑；三是对于最近暴涨的镍来说，其主要原因是镍金属库存偏低，仓单集中度高，在下游旺盛需求的表现下，短期资源短缺矛盾加剧。俄乌局势对有色金属的生产、贸易、物流的全方面影响仍在持续，或将推动有色金属价格的震荡偏强运行。

图表 13：2021 年俄罗斯主要有色金属矿产出口占全球产量的占比

商品	出口额 (亿美元)	出口量 (万吨)	全球产量 (万吨)	出口量占全球产量
铝	75.4	361.9	6752	5.36%
镍	9.2	4.9	250	1.98%

数据来源：wind，兴证期货研发部

3月7日和8日，仅仅2天时间内，伦敦金属交易所(LME)镍期货暴涨174%。伦敦金属交易所罕见地宣布暂停交易并且取消3月8日的交易。这一波镍的极端价格走势，是外资在借助俄乌冲突，利用地缘扰动事件催化短期涨价预期，以及自身资金优势，对青山集团进行恶意逼空。青山集团作为俄罗斯镍矿大客户，为减少价格波动带来合约风险，在伦敦采取套保交易，开出镍空单。而后伦敦停了俄镍的交割资格，外资认为青山集团拿不出空单对应库存，逼仓开始。3月9日，青山集团用旗下高冰镍置换国内金属镍板，通过多种渠道调配到充足现货进行交割，实现多空反转。现阶段，LME已经暂停镍交易，面对国际巨头的狙击，产业方面预计将会积极解决问题。预计此次暴力逼仓即将落幕，伦镍开市后大概率转跌，并重回基本面主导逻辑当中。

图表 14: LME3 个月镍收盘价

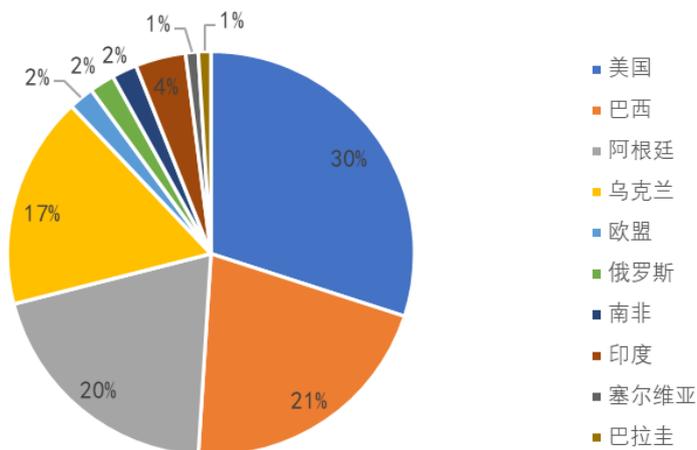


数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 4. 农产品

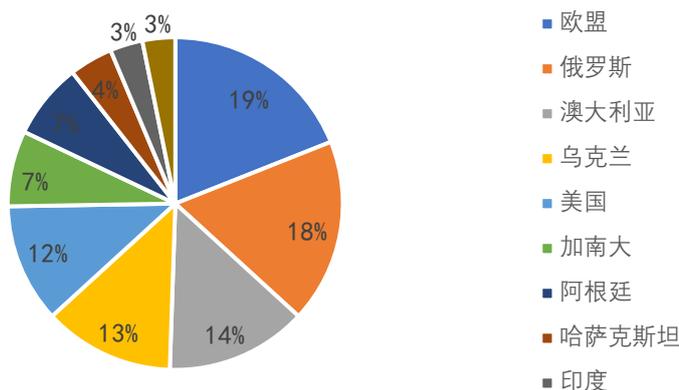
农产品方面，俄乌两国出口占比均较高，农产品供给影响较大。美国农业部数据显示，2021/22 年，俄罗斯、乌克兰两国合计小麦出口量占全球份额的近 28.5%，两国合计玉米出口量占全球份额的近 18.4%。俄罗斯是世界上最大的小麦出口国，乌克兰被称为欧洲粮仓，是全球农产品市场的重要参与者，是全球第三大玉米出口国，出口份额超 16%，也是全球小麦第四大出口国，占有 11% 的份额。同时，乌克兰也是中国第一大葵花籽油进口国和第二大玉米进口国。

图表 15: 2021 年全球玉米出口占比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

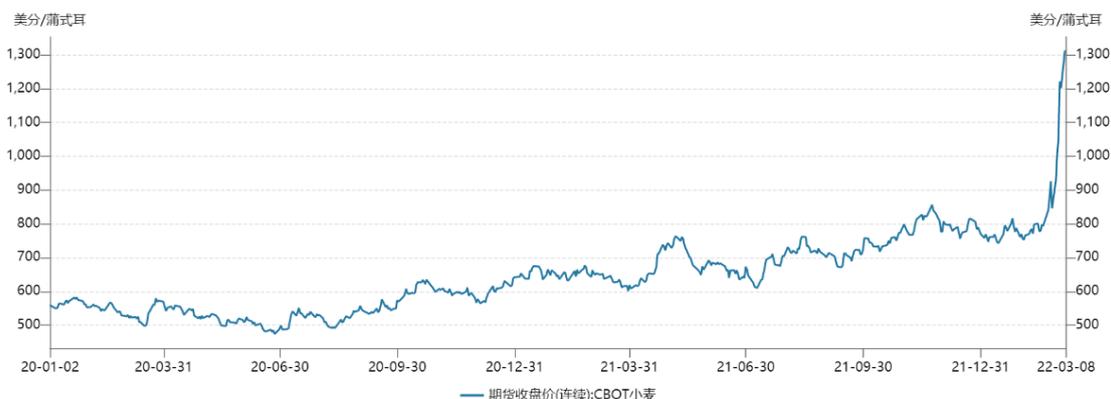
图表 16: 2021 全球小麦出口占比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

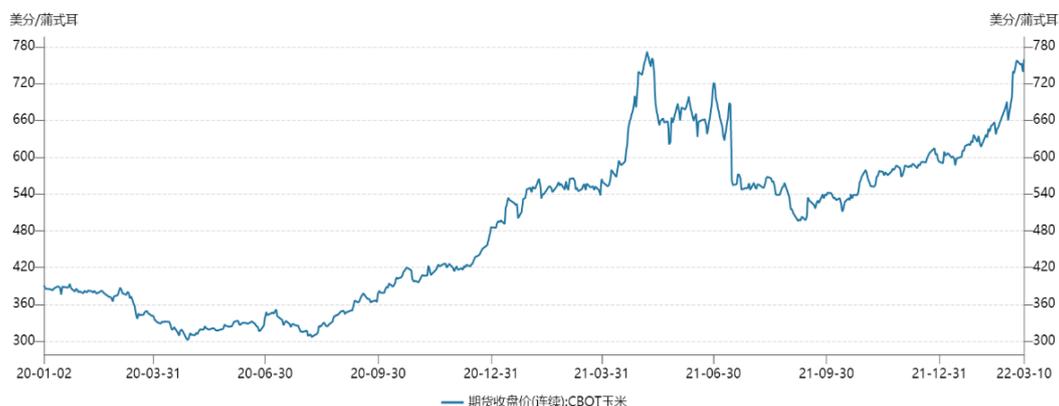
小麦方面, 俄罗斯和乌克兰小麦出口量均占据全球较高的出口份额。俄乌战争以来, 小麦价格飙涨, 一定程度上推高了全球食品类通胀, 目前全球食品成本已升至创纪录水平。3月8日, 芝加哥小麦期货一度飙升 5.4% 至 13.635 美元/蒲式耳, 盘中价格创历史新高, 超过 2008 年全球粮食危机时的高点。俄罗斯和乌克兰主要种植冬小麦, 目前都处于生长期, 长势良好, 但是受制于氮肥和天然气成本高企, 外加天气干燥, 生产极大概率受到影响。玉米方面, 俄罗斯乌克兰均为玉米净出口国。其中, 乌克兰拥有全球 25% 的黑土, 出口玉米比重达到全球出口量的 17%。乌克兰玉米种植主要集中在 4 月, 每年 10 月至次年 5 月是乌克兰玉米重要的出口档期。菜油方面, 在全球 21/22 年度大豆、菜籽减产, 俄乌局势导致乌克兰港口关闭, 加大菜油波动, 黑海葵油出口被战争打断的背景下, 全球其实并没有足够的棕榈油替代品。国内来看, 2021 年我国从乌克兰进口葵花籽油 88.69 万吨, 从俄罗斯进口葵花籽油 36.36 万吨, 俄乌两国进口占我国葵花籽油进口的 97.5%, 俄乌两国冲突对我国菜花籽油供应影响较大。

图表 17: CBOT 小麦收盘价



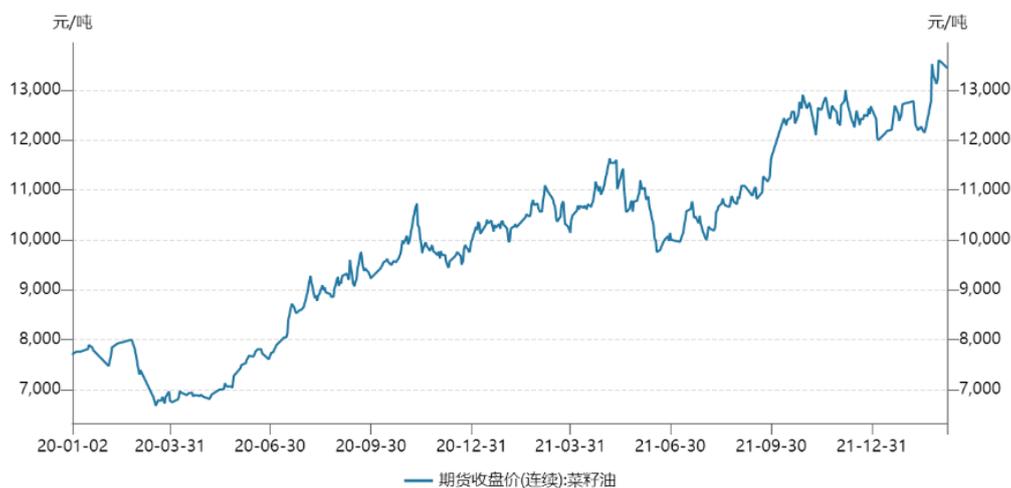
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 18: CBOT 玉米收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 菜籽油收盘价



数据来源: wind, 兴证期货研发部

俄乌局势对农产品影响主要为以下几个方面：一是供给方面，乌克兰很大一部分最具生产力的农业生产区位于其东部地区，而这正是俄乌关系危机中最可能受到攻击的地区。战争持续将严重影响新季谷物种植和生产，届时会造成更大的影响。随着谷物供应减少，国际买家寻找替代粮源，紧张氛围或继续推动世界农产品价格上涨；其二是俄罗斯、乌克兰、哈萨克斯坦等国家的粮食出口都需要从黑海港口运输，作为重要的运输枢纽，黑海港口一旦冲突升级，短期内将拉升相关运输商品价格。尤其面对当前全球不断飙升的粮价，会进一步加剧全球范围内的食品通胀。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。