



2022年2月25日

俄乌战争后续演化分析及金银价格展望

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

姚兴航

从业资格编号 F3073320

投资咨询编号 Z0015370

yaoxinghang@jinxinqh.com

内容提要

短期来看，主导贵金属价格走势的短期逻辑在于避险层面，而通胀对贵金属价格中长期走势起主导作用。当前俄乌战争处于爆发阶段，欧洲地缘政治风险上升导致市场避险情绪升温，市场对美元加息问题的关注度有所弱化，黄金白银价格处于强势阶段。但需警惕地缘政治消退后金银价格的回踩风险。一方面，当前黄金白银价格已充分反应战争风险，而后续俄乌冲突是否会进一步升级是主导市场避险情绪的核心因素，若欧洲地缘政治风险消退，市场避险需求将下降，资产价格走势将重新回归基本面主导，同时短期资金的获利了结将加大金银价格的回调压力；另一方面，美联储加息和缩表仍是影响贵金属市场的重要约束。当前全球主要央行处于加息周期，随着美联储官员不断释放加息信号以及美国通胀“爆表”节奏下，美国货币政策收紧节奏将加快。在全球不出现系统性风险的前提下，我们认为3月份美元加息将是大概率事件。后续美联储货币政策紧缩进程将抬升美债收益率，最终将导致美元实际利率持续回升，抑制贵金属反弹。

中期来看，俄乌冲突对大宗商品的影响将继续发酵，原油等大宗商品价格有可能继续推升，能源价格上涨以及生活成本的上升将带动全球通胀水平集体上升，可能给拜登政府及美联储带来更大压力。俄乌冲突将加剧全球高通胀环境，提升贵金属抗通胀的魅力，同时将增强市场将贵金属作为替代资产的需求。

风险提示

欧洲地缘政治变化超预期、美元指数调整超预期、机构持仓大幅变化

图表目录

图表 1: 俄乌冲突及黄金价格走势	3
图表 2: 年初以来大类资产表现	3
图表 3: 俄罗斯与乌克兰军事实力对比	4
图表 4: 名义 GDP 变化 (百万美元)	4
图表 7: LME 基本金属指数持续走高	5
图表 8: 国际原油价格创新高	5
图表 5: 全球通胀处于持续走高阶段	6
图表 6: 恐慌指数 VIX 走势	7

一、俄乌冲突回顾

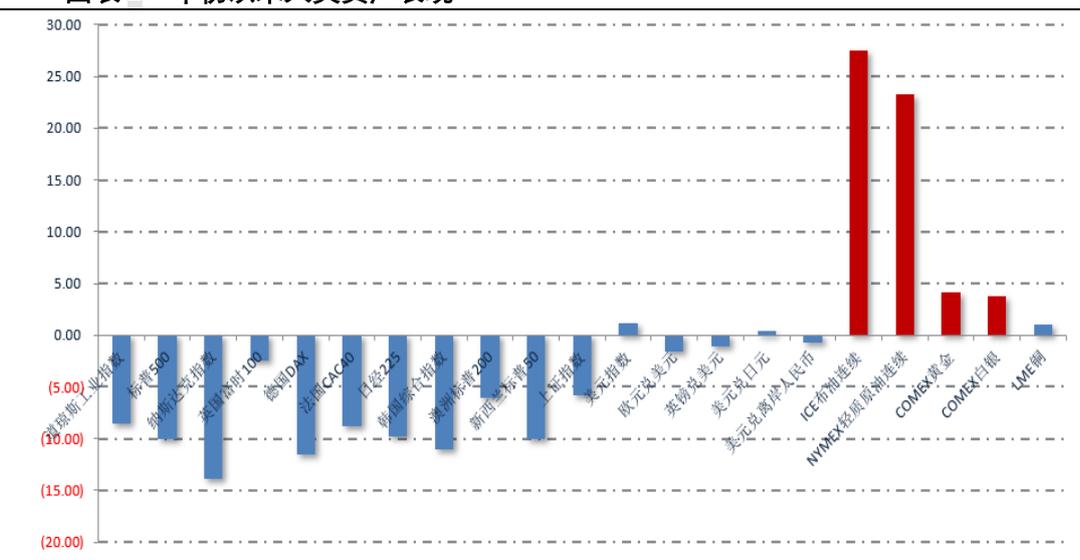
自拜登政府上台以来，美国及其盟友在乌克兰问题上与俄罗斯的矛盾持续显现。今年 1 月份以来，俄乌冲击不断升级并演化成战争。2 月 17 日，乌克兰政府军主动炮轰该国东部争议地带卢甘斯克共和国等地。2 月 21 日，俄罗斯总统普京正式签署法案承认“卢甘斯克人民共和国”和“顿涅茨克人民共和国”独立。2 月 24 日早晨，普京宣布正式开始对乌克兰的军事行动，乌克兰议会通过乌全境进入战时状态的决定。不过，美国总统拜登发表讲话，称美军不会在乌克兰与俄罗斯交战。同时，G7 宣布对俄罗斯新制裁方案，美国和欧盟宣布制裁俄罗斯金融机构、主权债务及主要亲信。

图表 1：俄乌冲突及黄金价格走势



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

图表 2：年初以来大类资产表现



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

二、俄乌战争演化分析及影响

乌克兰作为俄罗斯与西方世界的战略缓冲区，乌克兰危机实质上是大国之间地缘政治利益的博弈。俄乌冲突不断升级并演化成战争形态，对全球市场带来冲击。后续来看，俄乌战争最终有可能演化成三种结果：

情景一：俄乌战争提前解决

从当前俄罗斯和乌克兰军事实力对比来看，俄罗斯在军事上占据绝对上风。俄罗斯是目前世界上军事实力最强大的国家，而乌克兰军事实力远不及俄罗斯，并且国防生产能力严重不足。在不考虑美国和北约组织军事介入的前提下，俄乌战争有可能提前解决。后期若乌克兰危机迅速平息并且达到俄罗斯的战略目标，预计俄罗斯不会大举采取后续军事行动。

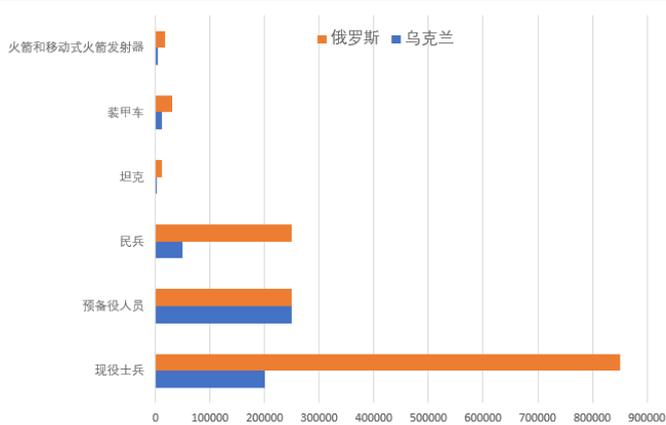
情景二：俄乌战争进入持久拉锯状态

另一种可能是，如果乌克兰民族的反抗情绪坚定，俄乌之间可能会陷入巷战，俄乌战争可能会进入持久的拉锯状态，西方国家与俄罗斯之间将停留在外交与制裁层面。我们认为这种可能性较小，一方面，经济上俄罗斯可能会蒙受巨大损失，俄罗斯国内将面临反战情绪；另一方面，俄罗斯军事行动将助长乌克兰国内的反俄狂潮，持久的拉锯战将导致俄罗斯军军队的额外伤亡。

情景三：俄乌战争扩大化

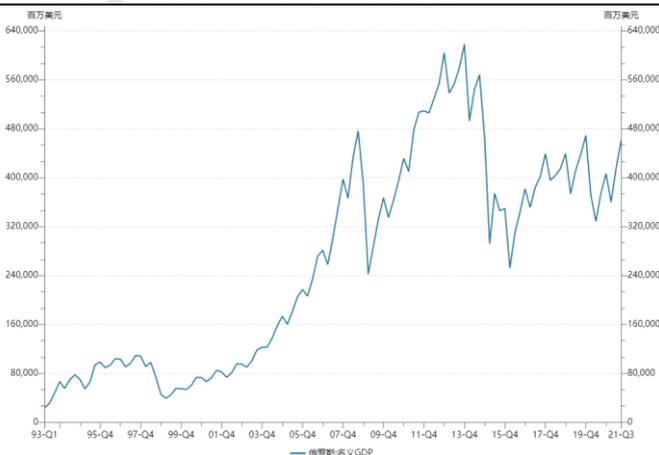
第三可能是冲突继续扩大，俄乌进入全面战争状态，进一步爆发更大范围的实际冲突。目前北约宣布向其东翼派遣增援部队，另外五角大楼已经向东欧和波罗的海地区派遣了大约 6500 名美军。这种情况下，可能导致欧美对俄罗斯扩大范围的制裁，包括对制裁俄罗斯油气出口及停止让俄罗斯接入 SWIFT（环球银行金融电信协会）支付系统等，但同时也将导致俄罗斯对西方国家更强硬的反制手段。

图表 3：俄罗斯与乌克兰军事实力对比



资料来源：Wind，优财研究院

图表 4：名义 GDP 变化 (百万美元)



资料来源：Wind，优财研究院

从当前情况看，俄乌战争进入拉锯战或者扩大化既不符合俄罗斯战略目标，同时。一是俄罗斯经济实力不允许。目前俄罗斯 GDP 仅为 2013-2014 年峰值时期的 70% 左右，并不支持其进行旷日持久的大规模战争；二是西方各国未能形成“统一战线”。拜登多次重申美国无意与俄罗斯开战，而北约武力介入意愿不强。西方国家的反击主要是从政治层面、经济层面和道德层面，对美国及北约对乌克兰的军事援助以提供武器为主。

从影响上来看，军事冲突和制裁导致全球通胀风险上升，同时避险情绪主导短期市场，对贵金属价格有刺激作用；而通胀对贵金属价格的影响主要体现在中长期。

1.从通胀角度

原油层面，原油价格仍是主宰通胀走向的核心因素，供需失衡结构下原油价格持续走高，不仅影响着全球通胀走向，而且影响着各国货币政策选择。俄罗斯是世界第二大石油生产国，仅次于美国，同时俄罗斯还通过乌克兰向欧洲出口大量天然气，俄罗斯天然气在欧洲天然气市场占据 29% 的份额。自俄乌冲突以来，国际原油价格已连续上涨，ICE 原油期货价格已突破 100 美元/桶关口，同时欧洲基准天然气价格涨超 50%。尽管当前欧美制裁行动主要集中在金融和科技领域，不包括抑制俄罗斯石油和天然气出口，但若俄罗斯制裁升级并波及俄罗斯石油和天然气出口，将推动原油价格和天然气价格持续走高。

农产品层面，俄罗斯和乌克兰是全球最主要的谷物出口国，USDA 数据预估 2021/22 年度俄罗斯小麦出口量为 3500 万吨，乌克兰出口量为 2400 万吨，占全球小麦出口总量的 29%，另外乌克兰玉米出口量占全球出口总量的 17%，其小麦和玉米的主要出口国中排名世界第六。当前南美干旱将全球谷物价格推高之际，俄乌冲突推升小麦价格至 2012 年以来的最高水平，同时玉米和大豆的价格也大幅上涨。若战争持续，俄罗斯或乌克兰中断谷物出口，全球粮食供应受到限制将推升全球谷物价格。

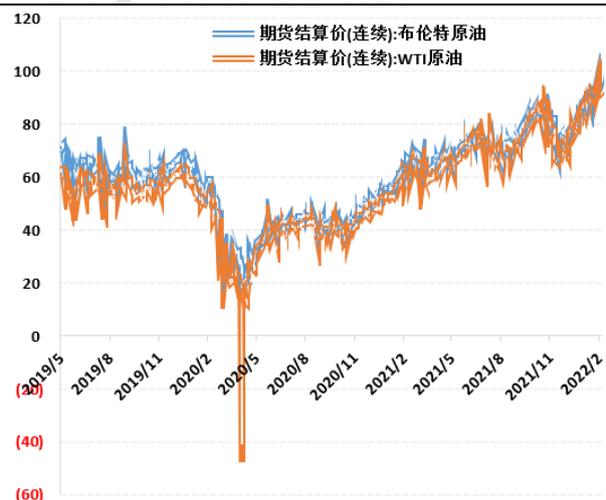
基本金属层面，俄罗斯是铝、镍、钢铁的最大出口国之一，而乌克兰铁矿约占前苏联全部铁矿储量的 46%，占到世界铁矿总储量的 5% 以上。目前俄罗斯镍矿产量占据全球总产量约 9%，而俄罗斯铝业每年电解铝产能超过 400 万吨，占全球电解铝产能 6%，欧洲对俄罗斯铝镍的依赖性较强。后续来看，俄乌冲突对锌、铝供应将造成巨大冲击，并可能对全球原生镍供应产生一定冲击，美国是否对俄罗斯尤其是俄铝进行制裁将是主要关注点。从影响上来看，俄乌冲突将加剧对色金属供应端的干扰，欧洲地区冶炼厂势必受到严重影响，全球下游制造业企业成本将飙升。

图表 5: LME 基本金属指数持续走高



资料来源: Wind, 优财研究院

图表 6: 国际原油价格创新高

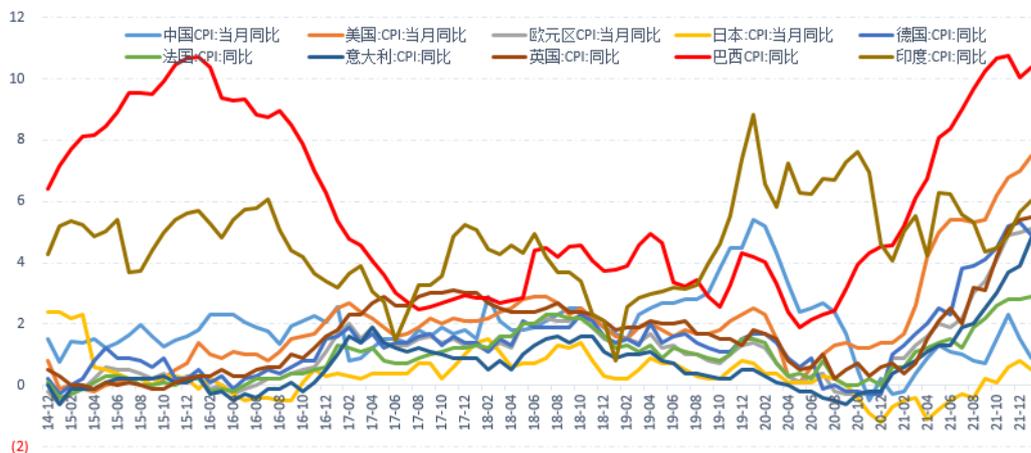


资料来源: Wind, 优财研究院

从影响上来看，若乌克兰危机不能解决或者制裁措施进一步升级，将对能源、基本金属市场造成了较大的冲击。战争及制裁导致的供应中断将加剧大宗商品短缺，能源、农产品、金属等产品的价格大幅上行将加剧通胀的恶化程度，进而将激发黄金的抗通胀属性。但另一方面，当前美国 CPI 数据再度创出近 40 年以来新高，而美联储货币政策正处于加速

正常化的关键阶段。年初以来，美国经济复苏加快以及美联储官员对加息信号的不断强化，导致美元加息预期的强化。货币市场交易员目前预计美联储 3 月份加息 25 基点的可能性大于加息 50 基点。

图表 7：全球通胀处于持续走高阶段



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

2. 从避险角度

今年以来，乌克兰危机大幅升级，进一步加剧了全球大类资产的波动。从全球市场反应来看，2 月份开始，俄乌冲突持续升级，全球股市重挫，俄罗斯、美国、欧洲等市场主要股指均出现大幅下跌，俄罗斯货币卢布兑欧元和美元跌至历史低位，恐慌指数 VIX 一度升至近 40，全球市场进入避险交易模式。

从避险角度来看，俄乌紧张局势持续将影响全球市场，避险情绪的升温导致风险资产抛售加剧，而避险资产受益上扬。从此次俄乌战争中避险资产的表现来看，战争因素的存在导致避险资产受到追捧，避险情绪涌入驱使基准政府债券、美元、瑞士法郎、日元和黄金价格等避险资产价格普遍上涨，10 年期美债收益率迅速回落，黄金白银价格大幅拉升，低风险货币日元也受到追捧并趋于升值，美元指数触及近两年新高。

后续来看，若俄乌战争扩大化，将催生市场的避险情绪，市场避险需求将继续存在，从而助推避险资产价格。黄金作为传统避险资产，可以作为“尾部风险”的对冲资产，而日元和瑞郎则是国际外汇市场上的避险货币，也可以视为避险资产，同时债券（以国债为主）也充当着避险资产的角色。不过从历史经验可以看出，当美元处于强周期时，黄金价格往往受压于强势美元，这时期避险情绪对黄金价格的推动作用不明显，避险资金有可能进入日元或债券市场；而当美元处于弱势时，避险情绪对黄金价格的推动作用有可能才会明显显现出来。当前美元处于高位阶段，避险因素对黄金价格的推动作用将会有所弱化。

图表 8：恐慌指数 VIX 走势



数据来源：WIND、金信期货优财研究院

三、对贵金属的影响

短期来看，主导贵金属价格走势的短期逻辑在于避险层面，而通胀对贵金属价格中长期走势起主导作用。当前俄乌战争处于爆发阶段，欧洲地缘政治风险上升导致市场避险情绪升温，市场对美元加息问题的关注度有所弱化，黄金白银价格处于强势阶段。但需警惕地缘政治消退后金银价格的回踩风险。一方面，当前黄金白银价格已充分反应战争风险，而后续俄乌冲突是否会进一步升级是主导市场避险情绪的核心因素，若欧洲地缘政治风险消退，市场避险需求将下降，资产价格走势将重新回归基本面主导，同时短期资金的获利了结将加大金银价格的回调压力；另一方面，美联储加息和缩表仍是影响贵金属市场的重要约束。当前全球主要央行处于加息周期，随着美联储官员不断释放加息信号以及美国通胀“爆表”节奏下，美国货币政策收紧节奏将加快。在全球不出现系统性风险的前提下，我们认为 3 月份美元加息将是大概率事件。后续美联储货币政策紧缩进程将抬升美债收益率，最终将导致美元实际利率持续回升，抑制贵金属反弹。

中期来看，俄乌冲突对大宗商品的影响将继续发酵，原油等大宗商品价格有可能继续推升，能源价格上涨以及生活成本的上升将带动全球通胀水平集体上升，可能给拜登政府及美联储带来更大压力。俄乌冲突将加剧全球高通胀环境，提升贵金属抗通胀的魅力，同时将增强市场将贵金属作为替代资产的需求。

综合来看，短期避险对黄金白银价格形成上行驱动，但是反弹动能依旧有限。

风险提示

欧洲地缘政治变化超预期、美元指数调整超预期、机构持仓大幅变化

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>