

俄乌战事一触即发，大宗商品“滞” 还是“胀”？

● 主要观点

光大期货研究所

撰写人：于洁

杜冰沁

刘轶男

侯雪玲

研究支持：柳浠

王珩

撰写日期：2022/2/22

➤ 我们复盘历史较为典型的局部战争前后相关市场的资产价格的表现发现，资产价格对于战争的交易偏短期，并不改变中长期的趋势。跟当前战事最为接近的 2014 年克里米亚危机之后的中长期资产价格其实是由同期的美联储货币政策行为主导。美联储于 2014 年初启动 Taper，2014 年 6 月 30 日正式开始加息周期。美元兑欧元在 2014 年 3 月克里米亚危机之后开启了长达一年的下跌，同时美股保持上行的趋势，这其实是同期美联储收紧货币政策预期主导的美元回流美国呈现的结果。俄乌战事升级后，美国利率期货市场反映的预期加息次数明显下调，但是最新的数据显示加息预期有所反弹，我们预测市场短暂消化俄乌战事之后，又将回到高通胀和紧缩的叙事中来。

➤ 俄乌战事对大宗商品有显著影响。对农产品的影响逻辑为俄罗斯和乌克兰均是农业出口大国，俄乌战争爆发直接影响了国际农产品出口贸易格局，令农产品可出口量减少，推动国际农产品价格上涨。品种中，国际小麦和玉米首当其冲，其次是国内外油脂，再次是美豆。

➤ 对能化品种的影响体现为俄罗斯是全球重要的传统油气生产和出口国，当前俄乌局势的紧张引发了市场对于原油、天然气和燃料油供应方面的担忧。如若俄乌冲突进一步恶化甚至爆发战争，美国等西方国家或大概率对俄罗斯实施制裁，间接影响俄罗斯的油气出口，这将使得全球原油供应产生不小的缺口；北溪 2 号”短期内正式通气也无指望，欧洲将继续面临天然气供应紧张的窘境。当前双方处于博弈对峙阶段，俄乌局势仍存在炒作空间，预计原油地缘风险溢价短期内不会消失；天然气价格也将维持高波动率；而俄罗斯燃料油出口受到制裁的可能性或较小，燃料油价格将主要受到来自于成本端原油的影响。

➤ 对有色品种的影响各异，对铜基本面实际影响偏小，主要受到地缘产生的风险厌恶情绪影响；铝受到减产与电价双重桎梏，地缘料推动铝价上行；对锌的影响体现在俄乌冲突导致欧洲电价再度飙升，冶炼厂或将再度控产，仍维持对锌价短期走势偏强的观点；对镍的影响体现在供应端软肋，叠加挤仓情绪高居不下，料对 LME 镍的短线扰动加大。

➤ 对黑色的冲击相对有限，铁矿石的供需格局偏宽松，俄乌冲突短期对铁矿供需不会产生较大影响；焦煤总库存处于历史较低水平，如果俄乌冲突对俄罗斯焦煤进口产生影响，或将在边际上影响焦煤供需变化。

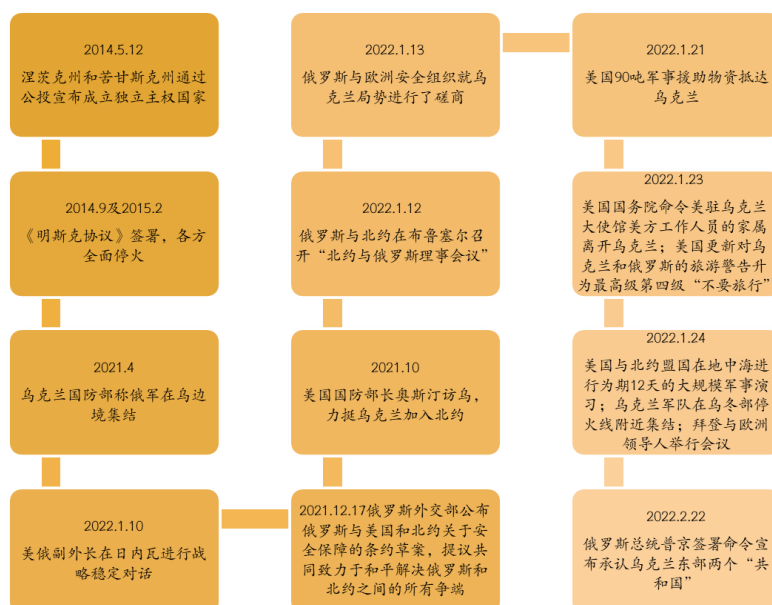
俄乌战事一触即发，大宗商品“滞”还是“胀”？

一、资产价格对于战争的交易偏短期，并不改变中长期的趋势

俄罗斯总统普京 21 日晚签署命令，承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”，俄乌战事一触即发。本文旨在通过回顾事件发展、复盘历史战争时期资产价格表现和其内在逻辑，结合对大宗商品供需影响来分析后续大宗商品价格走势。

俄乌冲突由来已久。2014 年 4 月，乌克兰东部顿巴斯地区爆发乌克兰政府军和当地民间武装之间的大规模武装冲突。民间武装随后宣布成立“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”。经国际社会斡旋，冲突双方分别于 2014 年 9 月和 2015 年 2 月在白俄罗斯首都明斯克达成停火协议，此后大规模武装冲突得到控制，但小规模交火时有发生。本月 18 日，乌东部民间武装宣布，因存在乌克兰发起军事行动的危险，自即日起向俄罗斯大规模集中疏散当地居民。俄南部罗斯托夫州政府 19 日宣布，由于从乌东部地区涌入的难民数量持续增加，该州即日起进入紧急状态。

图表 1：乌俄事件发展时间线



资料来源：公开新闻，光大期货研究所

战争的预测难度不亚于买彩票中奖，对于战争后续发展我们无法进行推演，我们复盘历史较为典型的局部战争前后相关市场的资产价格的表现发现，资产价格对于战争的交易有一定的短期性，并不改变中长期的趋势。以战争爆发时间为分界线，具体反映为 CBOE 波动率拉涨后趋于平静，美元指数在避险情绪提振下先涨后跌，但是整体未改之前下跌趋势；美股、美债在阿富汗战争和伊拉克战争爆发前后表现为大跌后反弹，在 2014 年俄罗斯相关的克里米亚危机时期美股并未受到明显影响，美债先涨后跌。对于欧洲和俄罗斯来说，二者股市在战争期间波动较大，尤其是 2014 年 3 月初克里米亚议会宣布脱离乌克兰成立，俄罗斯股指大跌 10%，3 月中旬克里米亚公投加入俄罗斯，俄罗斯股指再次迎来暴跌。

图表 2：较为典型的局部战争前后相关市场的资产价格表现





资料来源：Wind、光大期货研究所

既然资产价格对于战争的交易有一定的短期性，并不改变中长期的趋势，那么跟当前战事最为接近的 2014 年克里米亚危机之后的中长期的资产价格是由什么主导的？通过复盘我们发现其实是同期的美联储货币政策行为主导。

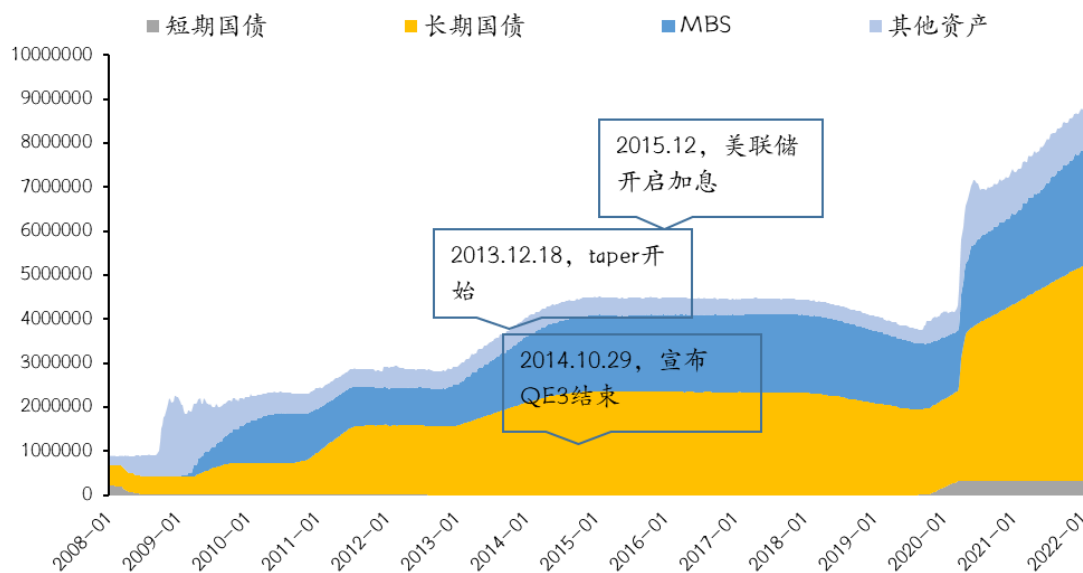
2008 年金融危机发生以后，美联储实施了三轮 QE 操作，成功避免了实体经济收缩的大萧条极端局面，同时投放的过量基础货币令金融市场和资产泡沫再度升温。2012 年 9 月，美联储启动第三轮 QE，其计划扩表规模高达 1.6 万亿美元，接近第一轮扩表规模。但是仅仅 9 个月之后，2013 年 5 月伯南克发表令市场震惊的 QE Taper 言论，透露出美联储对于金融市场泛滥流动性的担忧和对潜在产出水平永久性下移的接受，犹如现在美联储担忧通胀的同时接受保持货币政策宽松也不能让就业市场更好了一样，疫情造成的就业市场永久性损失不是货币政策能够解决的。美联储于 2014 年初启动 Taper，2014 年 6 月 30 日正式开始加息周期。美元兑欧元在 2014 年 3 月克里米亚危机之后开启了长达一年的下跌，同时美股保持上行的趋势，这其实是同期美联储收紧货币政策预期主导的美元回流美国呈现的结果。

图表 3：克里米亚危机前后欧元兑美元和标普 500 指数走势



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 4：美联储资产负债结构 (百万美元)



资料来源：wind，光大期货研究所

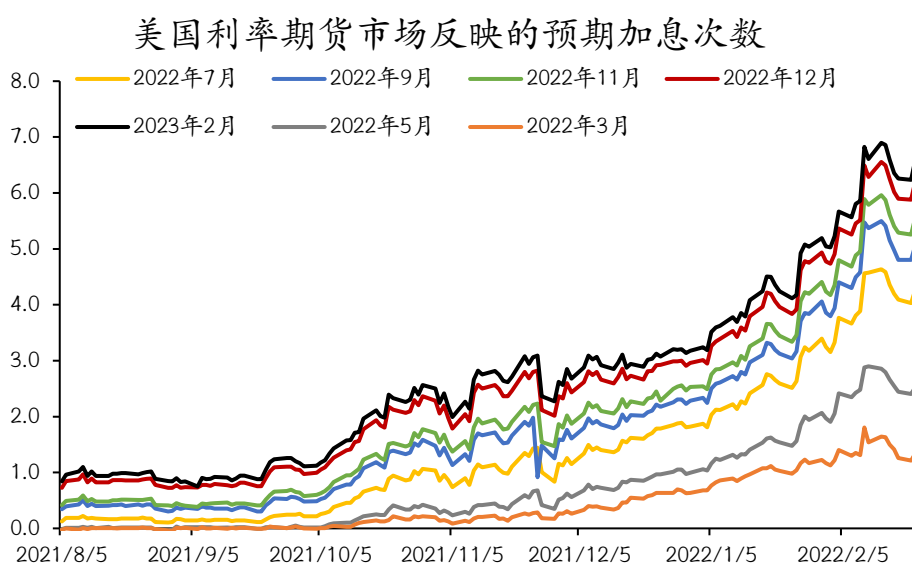
图表 5：美联储 QE 内容

阶段	时间	资产购买计划内容	扩表总额（亿美元）
QE1	2008.11—2010.3	机构债务、MBS、国债购买计划： (1)合计购买政府支持机构（GSE）债务 1750 亿美元 (2)合计购买GSE 发行的抵押贷款支持证券（MBS）1.25 万亿美元 (3)合计购买长期国债3000 亿美元	17250
QE2	2010.11—2011.6	国债购买计划： 合计新增购买6000 亿美元长期国债 以每月750 亿美元的速度进行	6000
QE3	2012.9—2014.9	长期国债+MBS 大规模购买计划： (1)2012 年9 月至2013 年12 月，每月购买400 亿美元机构MBS。 (2)2013 年1 月至2013 年12 月，每月购买450 亿美元长期国债。 (3)14 年1 月起，逐步减少每月新增机构MBS 和国债购买规模，直至2014 年10 月之后停止新增购债。	16130

资料来源：wind，光大期货研究所

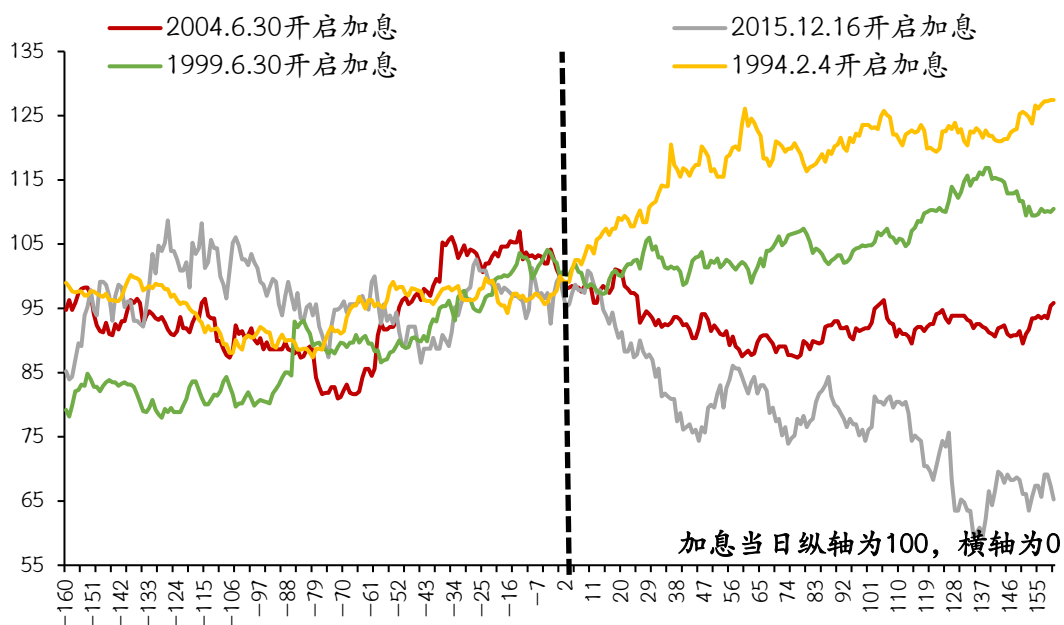
俄乌战争升级后，美国利率期货市场反映的预期加息次数明显下调，但是截至 2 月 22 最新的数据显示加息预期有所反弹，我们预测市场短暂消化俄乌战争之后，又将回到高通胀和紧缩的叙事中来。

图表 6：美国利率期货市场反映的预期加息次数（单位：次）



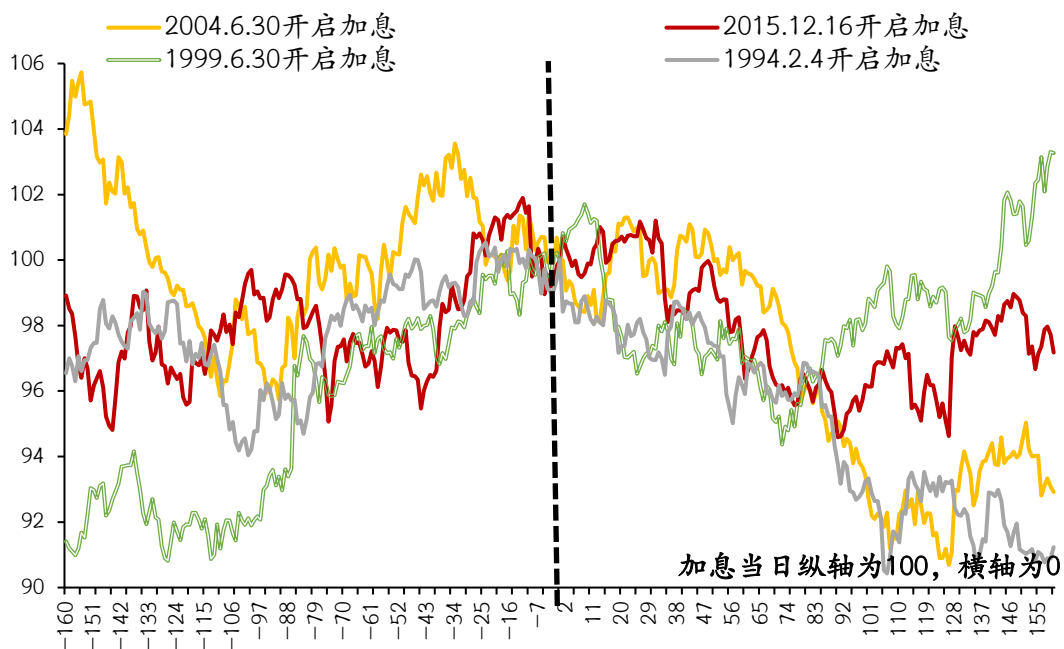
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 7：美联储加息前后 10Y 美债利率表现



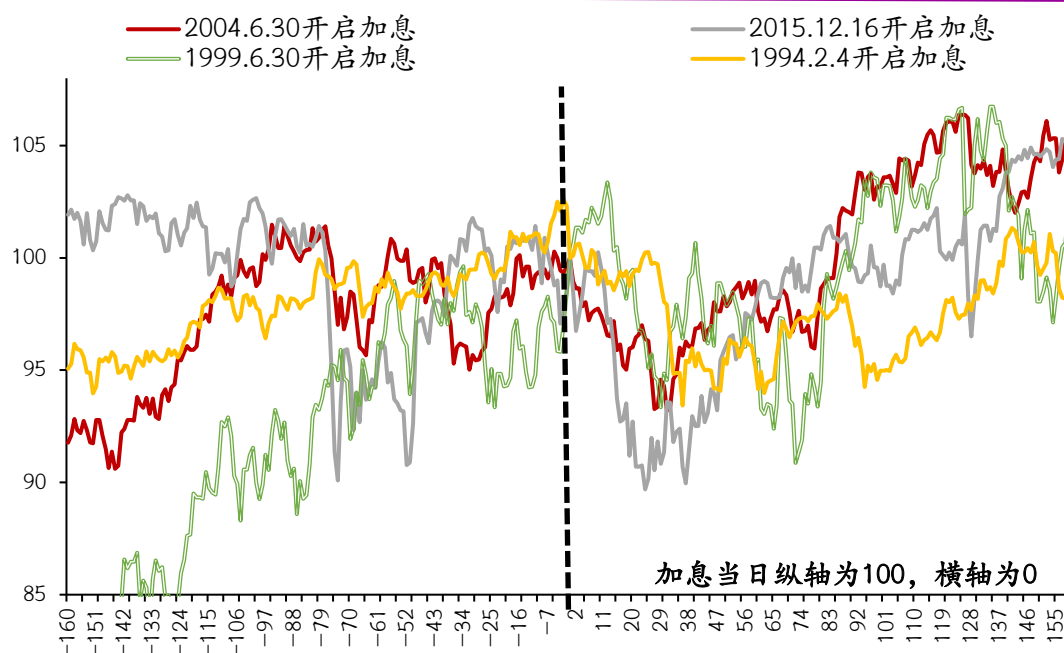
资料来源：wind，光大期货研究所

图表 8：美联储加息前后美元指数表现



资料来源：wind，光大期货研究所

图表 9：以往四次美联储加息前后标普 500 指数表现



资料来源：wind，光大期货研究所

二、俄乌战争对大宗商品的影响

1、农产品

俄罗斯和乌克兰均是农业出口大国，俄乌战争爆发直接影响了国际农产品出口贸易格局，令农产品可出口量减少，推动国际农产品价格上涨。品种中，国际小麦和玉米首当其冲，其次是国内外油脂，再次是美豆。

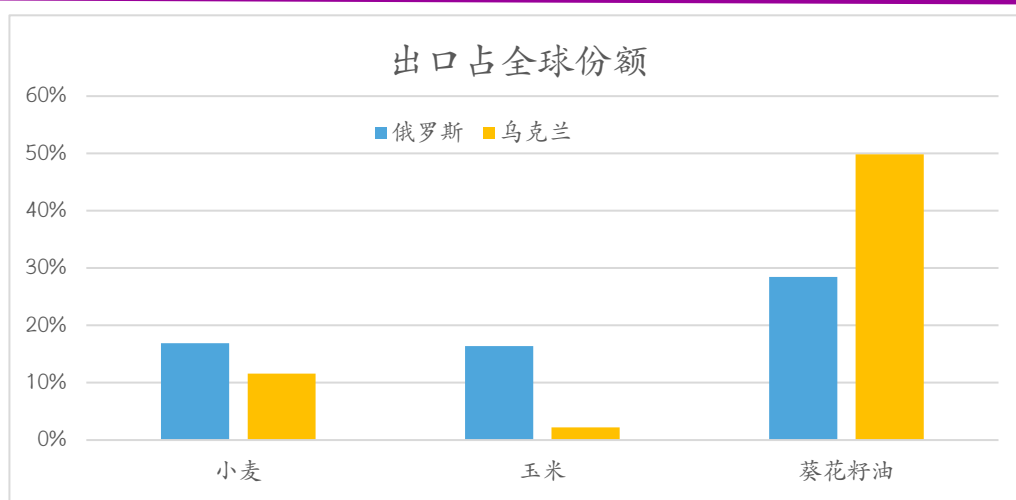
具体来说，俄罗斯和乌克兰合占全球小麦出口份额的 23.7%、占全球玉米出口份额的 18.6%，目前正处于两国谷物出口期。战争将令本已紧张的国际谷物市场变得更紧张，买家转向其他国家采购，美国或将收益最大。需求支撑下，美麦美玉米有望突破前期高点。对于国内玉米来说，进口占玉米总供给约 10%，其中乌克兰玉米占 30%，剩下主要从美国进口。俄乌战争不会加剧国内玉米短缺状况，但会导致进口玉米价格上涨，进而提振国内玉米价格上涨。

油脂方面，俄乌合占全球葵花籽油八成出口份额，目前处于出口高峰期，是国际市场供给最

为宽松、价格最为便宜油脂来源。俄乌战争令葵油出口存在供货隐患。买家只能购买更为昂贵的豆油和棕榈油。棕榈油处于季节性减产周期、南美大豆损产确定，可以预计豆棕库存将变得更加紧张，全球油脂市场紧张问题愈发严重，油脂价格强势运行。进口成本上涨叠加大豆、棕榈油到港继续偏慢等因素，国内油脂预计强势运行，不排除再创新高可能。

美豆方面，俄乌不是全球大豆主要出口国，但是大豆和小麦、玉米存在土地之争。北半球播种季即将展开，新作面积的增减引发市场关注，作物比价是影响农户最终选择的重要指标。美豆有望享受小麦、玉米上涨的外溢提振，进而对国内豆粕有成本利好支撑。

图表 10：农产品出口占全球份额（单位：%）



资料来源：wind，光大期货研究所

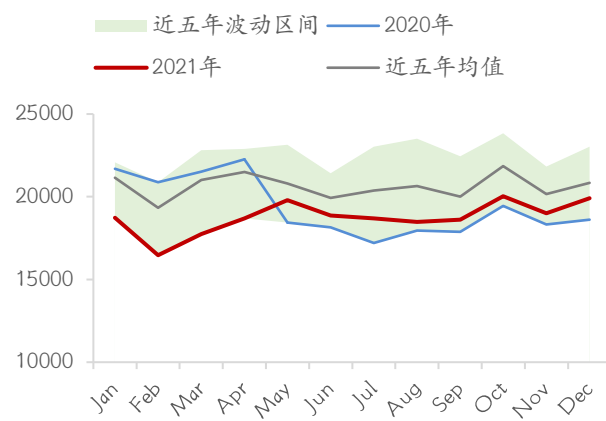
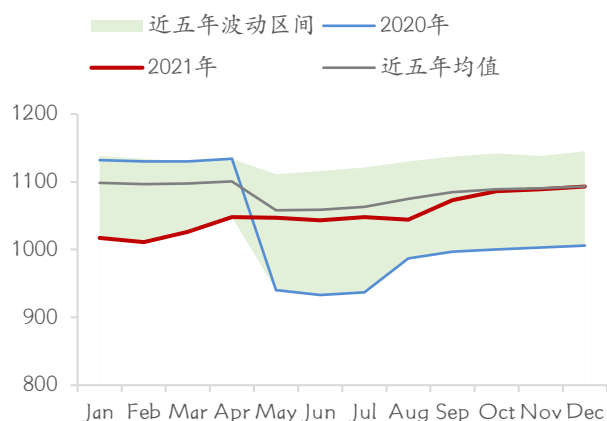
2、能化品种

俄罗斯是全球重要的传统油气生产和出口国，当前俄乌局势的紧张引发了市场对于原油、天然气和燃料油供应方面的担忧。俄罗斯目前的原油产量约为 1100 万桶/日，占全球原油产量的 11% 左右，基本和美国以及 OPEC 最主要成员国沙特的产量持平，三者在全球石油供应市场中呈现“三足鼎立”的局势。目前形势暂未对俄罗斯的原油生产和出口造成实质性影响，但如若俄乌冲突进一步恶化甚至爆发战争，美国等西方国家或大概率对俄罗斯实施制裁，间接影响俄罗斯的原油出

口，这将使得全球原油供应产生不小的缺口。另一方面，如若两国开启会谈，关系有所缓和，那么地缘政治因素对油价的支撑将逐渐消退。我们认为，当前双方处于博弈对峙阶段，俄乌局势仍存在炒作空间，原油地缘风险溢价短期内不会消失。

图表 11：俄罗斯原油产量（单位：万桶/日）

图表 12：俄罗斯原油出口量（单位：千吨）

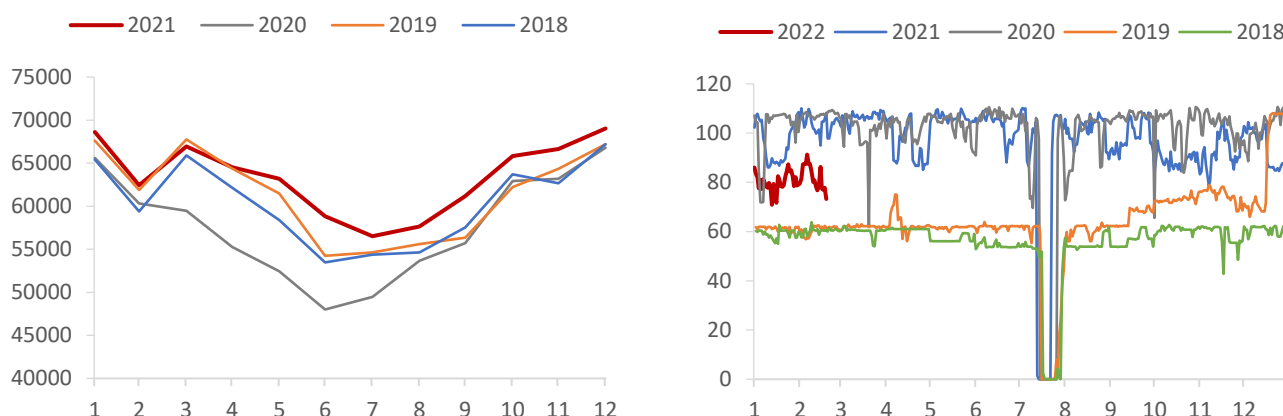


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

同样，俄罗斯是欧洲天然气的主要供应来源，目前其自身天然气产量接近 700 亿立方米/月，欧洲天然气进口量中约有 40% 来自俄罗斯，而其中三分之一进口量又要途径乌克兰。去年三季度，俄罗斯与部分欧洲国家共同出资建设，可绕过乌克兰直接将天然气从俄罗斯输送至欧洲的“北溪 2 号”管道进入审批阶段。出于向欧盟监管机构施压以加速批复“北溪 2 号”的动机，俄罗斯一度收紧对于欧洲的天然气供应，叠加库存低位和需求旺盛，欧洲陷入多年以来最严峻的一场能源危机。在当前俄乌冲突激烈的情形下，“北溪 2 号”已彻底沦为各方政治博弈的筹码，短期内正式通气已无指望，同时也不排除如若局势恶化，“北溪 2 号”项目被彻底叫停的可能性。尽管有美国和亚洲供应的短暂平衡，但冬季结束之前欧洲仍将面临天然气供应紧张的窘境，短期内天然气价格也将维持高波动率。

图表 13: 俄罗斯天然气产量 (百万立方米) 图表 14: 北溪 1 号 NEL 管道流量 (百万立方米/日)



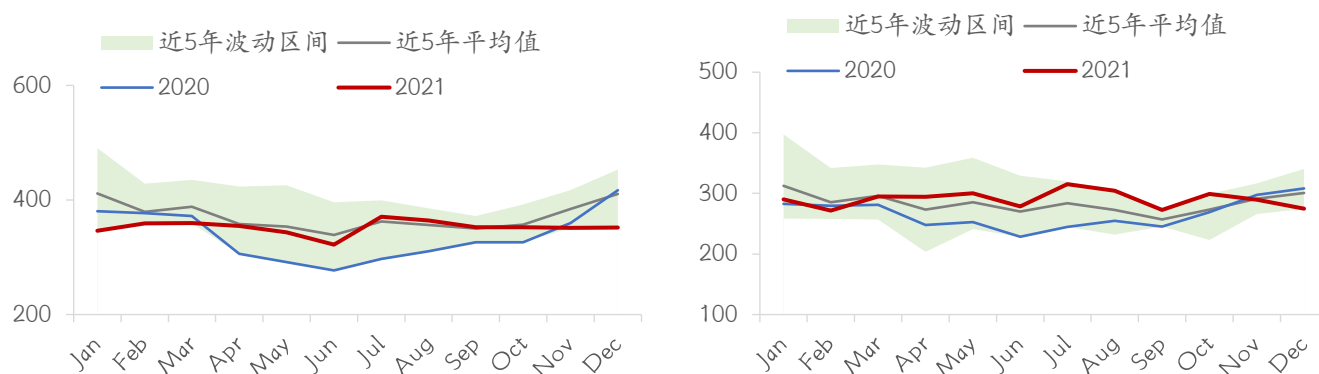
资料来源: Bloomberg、光大期货研究所

资料来源: Bloomberg、光大期货研究所

此外, 由于俄罗斯原油多为高硫组分, 它也是全球高硫燃料油的主要生产与出口国之一, 其燃料油产量约为 350 万吨/月, 占全球产量的 10% 左右。如若俄乌冲突升级, 西方国家对俄罗斯石油产品也同样实施制裁, 那么对于全球高硫燃料油供应也将产生极大的扰动。但值得注意的是, 在 IMO2020 环保新规实行之后, 高硫燃料油主要用途为发电和炼厂二次装置进料。美国炼厂通常复杂程度较高, 而页岩油多为轻质组分, 无法满足当地炼厂的需求。近年来美国大量进口俄罗斯重质高硫燃料油作为二次装置的进料, 占其燃料油进口量的近 50%, 目前美国已为俄罗斯燃料油的第一大进口国。从这个角度考虑, 俄罗斯燃料油出口受到制裁的可能性或较小。因此我们认为燃料油市场将主要受到来自于成本端原油方面的影响。

图表 15: 俄罗斯燃料油产量 (单位: 万吨)

图表 16: 俄罗斯燃料油出口量 (单位: 万吨)



资料来源: Bloomberg、光大期货研究所

资料来源: Bloomberg、光大期货研究所

3、有色品种

3.1 铜：基本面实际影响偏小 地缘产生风险厌恶情绪

根据 ICSG 数据显示，2020 年俄罗斯精炼铜产量 103.6 万吨，占全球精炼铜（原生+再生）产量的 4.2%，精炼铜消费量 26.6 万吨，盈余 77 万吨，实际对外输出 77.6 万吨；2021 年俄罗斯精炼铜产量预计降至 95 万吨，占全球精炼铜产量的 4% 左右，精炼铜消费量将增长至 30 万吨，盈余约 65 万吨，实际对外输出 46.3 万吨。从数据中可以看出，俄罗斯精炼铜对外的输出占比降低，地位也在下降，但用铜量却在攀升。如果俄乌持续冲突，欧美严厉制裁俄罗斯下，50 万吨左右的对外输出量也会对全球铜供应产生一定影响，特别是在全球普遍看好铜未来需求以及 LME 仅余 7.4 万吨的情况下。对中国而言，无论是精炼铜还是铜精矿进口量均偏低，未做相应的统计，因此更多是情绪上以及内外价差上影响。

从能源角度去考虑，主要是担心影响欧洲的铜冶炼企业。目前全球铜冶炼中，火法铜占据 80% 左右，湿法铜占比 20% 左右，火法铜主要耗煤，湿法铜主要耗电。如果俄乌冲突愈演愈烈，欧美对俄严厉制裁，无论是欧盟禁止从俄进口煤炭，还是俄减少对欧的天然气供应，均会导致欧洲能源和电力危机愈演愈烈。目前欧洲的精炼铜产量约 392 万吨，欧盟的精炼铜产量约 266 万吨，成本的快速上升可能导致铜冶炼企业减产不得不在考虑之中，实际上能源和电力危机此前已在铝锌冶炼方面有所体现。

不过我们也应该看到地缘会产生风险厌恶情绪，地缘局势一旦扩散，无疑会带动全球经济的不稳定性，从而扰动全球总的需求，我们已经从欧美股市大幅震荡中观察到流动性可能再次出现紧张的情况，这或许也会影响到全球衍生品市场的流动性和情绪，正如 2008 年次贷危机和 2020 年新冠疫情导致的危机一样，当然这也是最坏的情况。

3.2 铝：减产与电价双重桎梏 地缘推动铝价上行

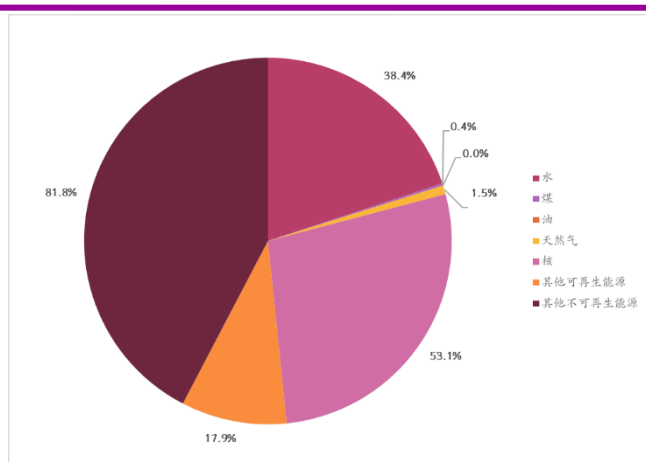
近期俄乌的纷争从简单的互相喊话发展成为具体制裁，整体局势趋于愈演愈烈的态势，预计短期仍难调和，俄乌间紧张局势持续升级对铝品种可能产生的影响将较为显著。俄罗斯是除中国外全球第二大铝生产国，其拥有全球第一大产商俄铝，年产量在 400 万吨以上，占全球总产能 6% 以上。据俄罗斯海关数据，2021 年俄罗斯年出口量在 300 万吨，其中主要出口方向即为欧洲地区，俄乌纷争进一步导致欧洲的供给重心转移至中国，对于国内的出口形成利好局面。同时由于国内存在铝产能天花板，产能出现大幅扩张可能性偏低，或出现持续供给偏紧的格局。因此俄乌局势走向，以及欧美是否对俄严厉制裁将成为市场关注的重心，从 LME 铝的走势来看，市场已经在计提俄被制裁的可能性及影响。

另外，俄罗斯也是能源输出大国，特别是对欧洲天然气的输送也是重中之重。2021 年欧洲本身面临较强季节性干扰，依赖度较高的水电及风电发电量严重不足，出现了能源价格大幅上涨的情况，年末俄罗斯直接断绝亚马尔-欧洲天然气管道输送，天然气价格创下新高，北欧挪威和冰岛等铝厂多为自备电厂，背靠水电影响偏小，中欧偏西南等地对天然气依赖高，电力局势恶化叠加俄乌地缘政治分歧，欧洲能源危机雪上加霜。根据 IAI 数据，欧洲铝冶炼厂冶炼全程大约需要 13500 度电，随着欧洲电价走势持续电飙升，当前单吨铝的平均电力成本在 3500 美元附近。按照近期 LME 铝价 3300 美元/吨来核算，多数铝厂已经处于负利润区间，形成持续电价上涨-被迫减产止损的恶性循环，去年我们已经看到欧洲部分冶炼企业选择减产，其中欧洲第一大铝冶炼厂 Aluminium Dunkerque Industries 宣布减产 3%，第二大铝厂美国铝业旗下西班牙 San Ciprian Works 工厂宣布停产两年，荷兰铝厂 Aldel、斯洛伐克铝厂 Slovalco、德国 Trimet 铝业陆续开始减产。当前欧洲减产规模已经超过 80 万吨。

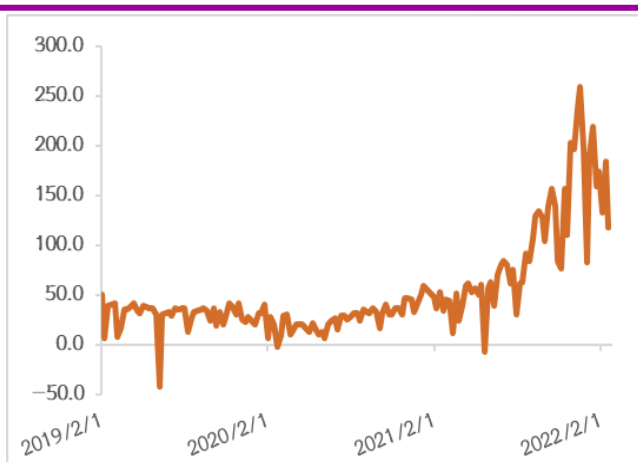
图表 17：欧洲电解铝产能分布及近期减产情况（单位：万吨）

国家	总产能	减产产能	主要企业	减产计划
荷兰	17	11	Aldel	11 万吨原铝产能停产至 2022 年初，另外还包括 5 万吨再生产能
斯洛文尼亚	8.5	4.3	Kidricevo	已经停掉 24 个电解槽，计划 2022 年产量减少 50%
斯洛伐克	17.5	7	Slovalco	已经减产 10%，2022 年 1 月底进一步减产至 60%
德国	63	7	Trimet/Hydro	Trimet 减产 30%或者 7 万吨
法国	39	4.3	Trimet/Dunkerque	2022 年 1 月 10 号，Dunkerque 减产 10%，之后进一步减产 5%
西班牙	33	22.8	Akoa/Alu	2021 年 12 月 29 日，San Ciprian Works 签署停产协议，于 2022.1.1 执行，可能 2024 年重启
罗马尼亚	28.2	15.9	SC Alro SA Slatino	2022 年 3 月 16 日之前逐步减产 60%
黑山	12	12	Podgorica	黑山国有电力 2021 年 12 月 31 日停止对 KAP 铝厂供电，Podgorica 铝厂关停
波斯尼亚	13		莫斯塔阿尔铝业公司 (Aluminij d.d. Mostar)	有减产风险
英国	5		Alvance	有减产风险
合计	236.2	84.3		

数据来源：SMM、光大期货研究所

图表 18：欧洲能源结构


数据来源：IAI、光大期货研究所

图表 19：欧洲电价走势（单位：欧元/千度）


数据来源：Bloomberg、光大期货研究所

综上，俄乌地缘局势，一是将直接影响俄铝产量及对欧出口表现，二是通过能源危机传导导致欧洲铝冶炼的不确定性增强，进而波及全球铝市。在能源价格带来的高成本以及持续性减产的双重桎梏下，预计铝价将维持偏强运行。

3.3 锌：俄乌冲突导致欧洲电价再度飙升 冶炼厂或将再度控产

锌在俄乌局势持续恶化的背景下，最有可能受到影响的部分来自于欧洲地区炼厂因天然气价格上涨而导致电价高企从而对开工产生干扰。（详见《光期研究：欧洲电力危机难解 激化精锌供应矛盾》）

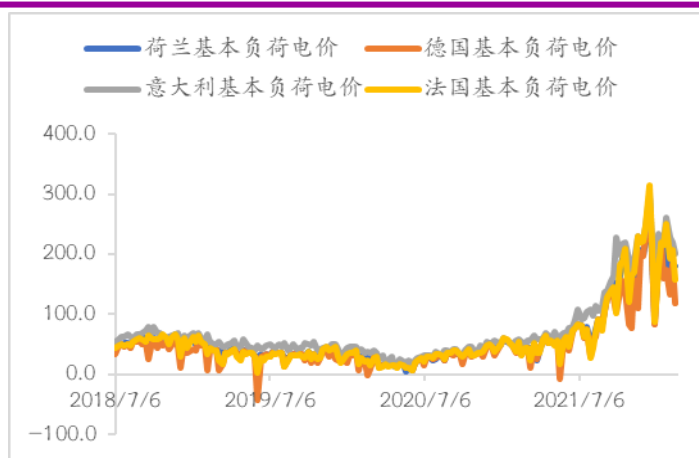
从冶炼厂分布来看，Glencore 分别在意大利、德国、西班牙和英国拥有四座冶炼厂，合计产能 96 万吨。Trafigura 控股的 Nyrstar 在法国、比利时和荷兰的三座冶炼厂合计产能 70.5 万吨。Boliden 分别在芬兰和挪威各有一家冶炼厂，合计产能 50.5 万吨。Teck 拥有一座位于英国的冶炼厂 Trail，产能 30 万吨。波兰的两家冶炼厂分别由 Stalprodukt & ZGH Boleslaw 和 Huta Cynku Miasteczko 控股，合计产能 15.9 万吨。目前来看，除了 Glencore 和 Nyrstar 对公告有减产外，其他几家公司都尚未对外公告有减产意图。

图表 20：欧洲冶炼厂分布及产能（单位：万吨）

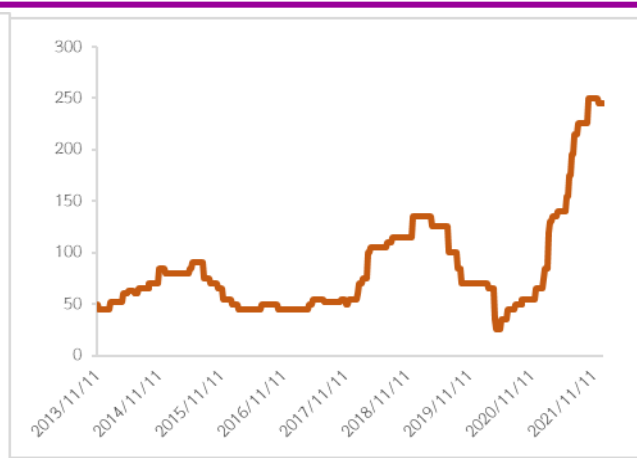
公司	冶炼厂, 国家	产能	
Nyrstar, Trafigura	Budel, 荷兰	28.5	
	Balen, 比利时	26	
	Auby, 法国	16	2022/01 提前检修
Glencore	San Juan de Nieva, 西班牙	50.5	
	Porto Vesme, 意大利	24	2021/11 检修一条 14 万吨/年的产线
	Nordenham, 德国	16.5	
	Britannia Refined Metals, 英国	5	
Boliden	Kokkola, 芬兰	31	
	Odda, 挪威	19.5	
Teck	Trail, 英国	30	
Stalprodukt & ZGH Boleslaw	Boleslaw, 波兰	8.2	
Huta Cynku Miasteczko	Miasteczko ISF, 波兰	7.7	
	Plovdiv, 保加利亚	7.2	停产
合计		270.1	

数据来源：Wood Mackenzie、光大期货研究所

图表 21：欧洲能源结构



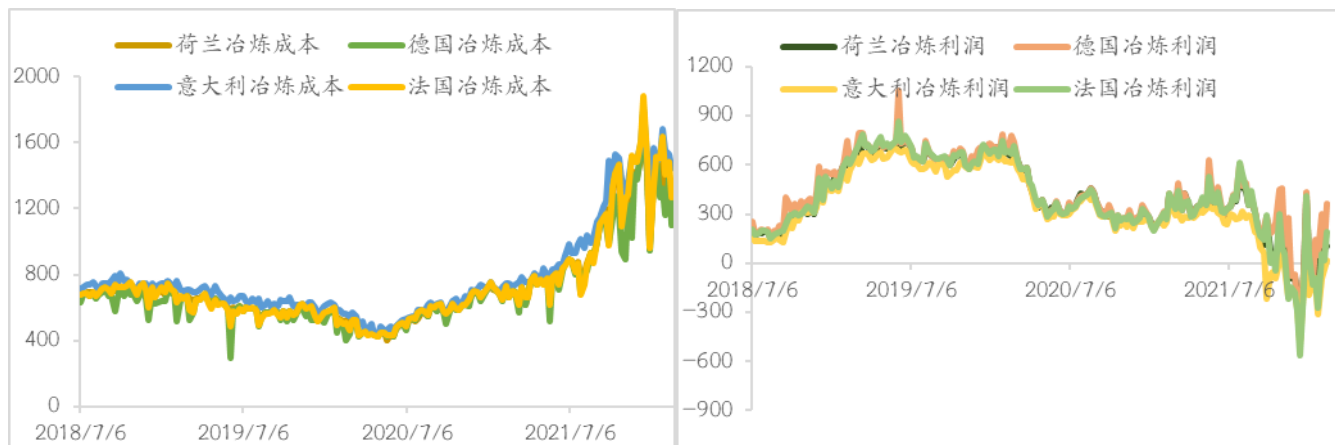
图表 22：欧洲电价走势（单位：欧元/千度）



数据来源：Bloomberg、光大期货研究所

根据 SMM 数据显示，冶炼厂单吨精锌冶炼全程大约需要 3800-4000 度电，电力消费成本占据了冶炼成本很大一个比例。因此，欧洲电价的大幅上涨，明显抬升了整体锌冶炼的成本。

图表 23：欧洲锌冶炼成本（单位：欧元/吨） 图表 24：欧洲锌冶炼利润（单位：欧元/吨）



数据来源：Bloomberg、光大期货研究所

根据 ILZSG 数据统计，欧洲月度冶炼精锌 20 万吨左右，生产锌矿 9 万金属吨左右。这也就意味着一半以上的锌冶炼厂需要进口锌矿进行冶炼，而从当前国内的进口矿加工费走势来看，加工费仍位于一个历史上比较低的位置。虽然 2021 年全球硫酸价格上涨幅度较高，在电价未进入飞速上涨通道前，冶炼厂的冶炼利润仍处在比较可观的位置。但是，根据模型测算，在电价涨超 200

欧元/千度时，荷兰、德国、意大利和法国的冶炼厂均陷入了亏损。在电价超过 300 欧元/千度时，冶炼更是陷入了每单吨冶炼亏损 300-400 欧元。

另一方面，LME 欧洲库存当前仍处低位且维持去库节奏。从鹿特丹现货升水来看，2/18 当周升水报价环比持平于至 350-400 美元/吨。

若欧洲电价再度飙升，欧洲冶炼厂在大幅亏损下采取与 Auby 冶炼厂一样的提前检修措施概率较高。在欧洲供应紧张，当地 LME 库存水平低较难平滑供应扰动，叠加目前欧洲和美国海运堵塞问题对进口造成扰动的背景下，仍维持对锌价短期走势偏强的观点。

3.4 镍：供应端软肋 挤仓情绪高居不下

根据数据显示，2020 年俄罗斯矿镍产量 23 万吨，精炼镍产量 15.4 万吨，2021 年俄罗斯矿镍产量预估约 20 万吨，精炼镍产量约 12.5 万吨，占全球原生镍比例约 4.5%。其中 2020 年俄铝对外输出精炼镍 13.5 万吨，2021 年对外输出 4.54 万吨，同比下滑 66.4%。无疑如果俄乌冲突加剧，欧美对俄严厉制裁下，将对精炼镍的全球供应产生一定影响。不过，印尼镍铁今年产量也在大幅调高，但镍（生）铁并不能作为 LME 的交割品，在 LME 去库不断的情况下，若俄镍输出产生问题，LME 挤仓情绪也会持续，实际上 2022 年元旦之后 LME 镍的升贴水持续居高不下。

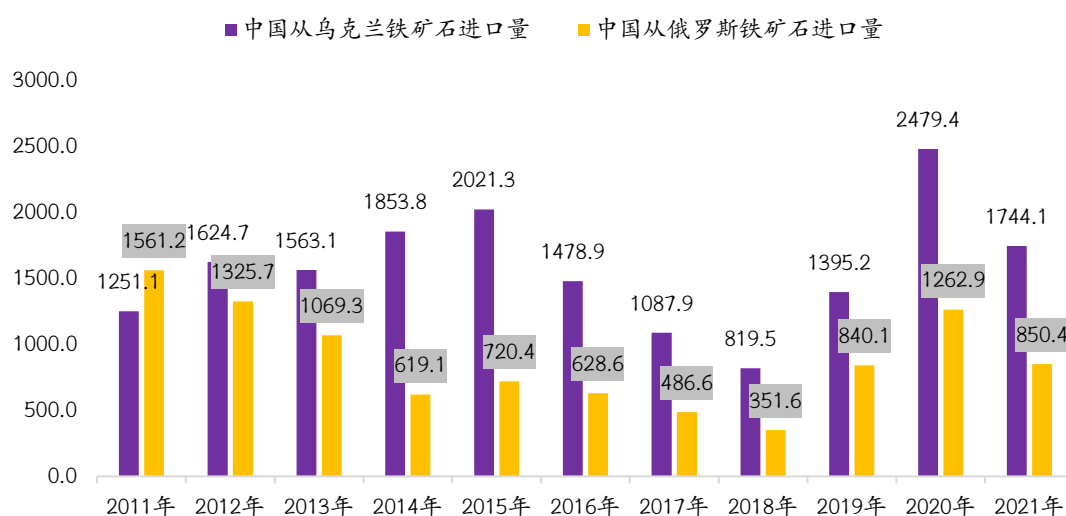
对中国而言，2021 年中国自俄罗斯进口精炼镍 4.6 万吨，占中国精炼镍进口量比例为 17.5%；2020 年对应进口量则为 5.2 万吨，虽然同比下滑 11.5%，占中国精炼镍进口量比例为 39.4%。这说明，俄镍对中国输出相对稳定，但占比在逐渐下滑。但俄镍一度占据中国镍板的半壁江山，发挥着重要的调节作用，同时也是沪镍的主要交割品牌。因此一旦欧美对俄实施严厉制裁，中国响应的话，则会严重扰乱中国的精炼镍特别是镍板市场，加剧镍交割品紧张的局面，从而造成挤仓情绪。从 2018 年的经验来看，美国制裁俄铝，俄铝大股东作为俄镍的重要股东，海外投资者也会担心俄镍的对外供应，从而造成 LME 镍短线的大幅扰动，对内外反套的投资者造成严重损失。

4、黑色品种

铁矿石方面，2021 年中国铁矿石累计进口量 112443 万吨，其中来自乌克兰累计进口量 1744 万吨，占比 1.5%，来自俄罗斯进口量 850 万吨，占比 0.76%。乌克兰生产的铁矿石主要是以精粉、球团为主，主要的矿企有 Ferrexpo、Metinvest 等。俄罗斯主要的钢矿企业有 Metalloinvest、NLMK 等，但俄罗斯矿企生产的铁矿石主要以钢厂自用为主，出口量较小。

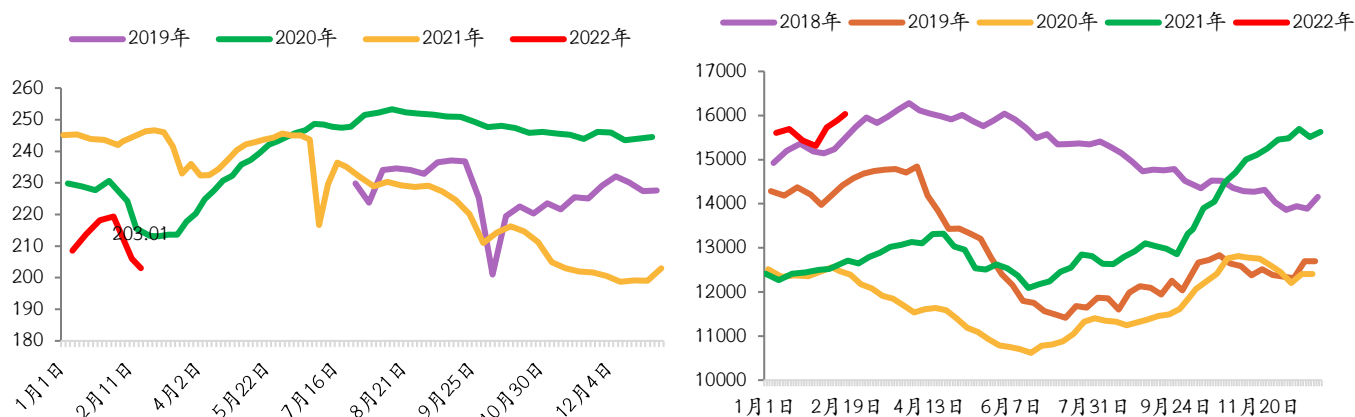
从进口量数据来看，中国从俄罗斯、乌克兰两国的铁矿石进口量占比较小。从基本面来看，目前国内的铁矿石需求仍处于较低水平，港口库存持续累库至 1.6 亿吨的历史高位水平，铁矿石供需格局仍偏宽松，俄乌冲突短期对铁矿供需不会产生较大影响。

图表 25：中国从俄罗斯、乌克兰铁矿石进口量（单位：万吨）



资料来源：海关数据，光大期货研究所

图表 26: 全国 247 家钢厂日均铁水产量 (单位: 万吨) 图表 27: 铁矿石 45 港库存 (单位: 万吨)



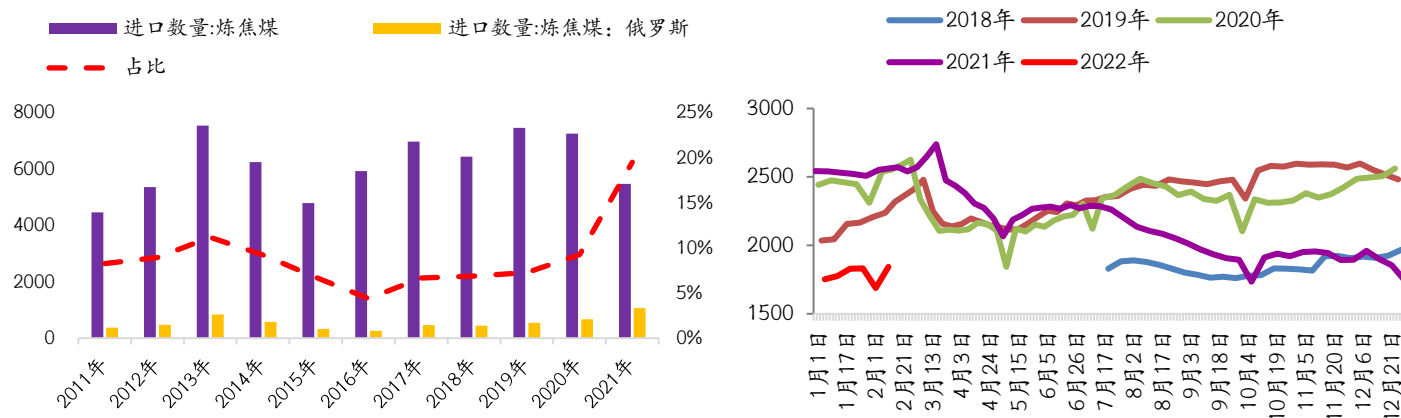
资料来源: Mysteel, 光大期货研究所

焦煤方面, 俄罗斯为我国煤炭主要进口国之一。从进口量来看, 2021 年中国炼焦煤累计进口量 5465 万吨, 其中来自俄罗斯进口量 1067 万吨, 占比 19.5%, 近几年俄罗斯的炼焦煤进口量占比逐年上升。

从基本面来看, 截止 2 月 18 日, 全国港口+焦化厂+钢厂焦煤总库存为 1814.73 万吨, 同比大幅下降 29.66%。在焦煤总库存处于历史较低水平, 如果俄乌冲突对俄罗斯焦煤进口产生影响, 或将在边际上影响焦煤供需变化。

图表 28: 炼焦煤进口量 (单位: 万吨)

图表 29: 炼焦煤加权库存总和 (单位: 万吨)



资料来源: 海关数据, Mysteel, 光大期货研究所

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、可靠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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无