



2022年2月23日

俄乌事态引发资产动荡，黄金仍呈突破格局

——“俄乌局势对有色供应+贵金属避险影响几何”事件点评系列报告(一)

✍ 王蓉 投资咨询从业资格号: Z0002529 ✉ wangrong013179@gtjas.com
 ✍ 莫晓雄 (联系人) 从业资格号: F03087742 ✉ moxiaoxiong023952@gtjas.com
 ✍ 刘雨萱 (联系人) 从业资格号: F03087751 ✉ liuyuxuan023982@gtjas.com

报告导读:

俄乌冲突裹挟着历史遗留恩怨和大国政治博弈掀起风波，金融市场在这场地缘政治动荡局势中无疑是难以独善其身的。就此事件对贵金属和有色市场的影响来看，我们的观点偏多。

在贵金属市场，基于避险和利率端两条路径看，黄金目前已经有效突破收敛区间的可能性或是比较大的，除非俄乌危机不再激化升级（甚至明显缓和）、通胀预期急速回落、或者美联储给出更超预期的鹰派信号（比如缩表大幅提前，抑或激进加息）。而有色金属板块，当前海外有色市场正处在低库存、近远月Back以及欧美现货高升水的格局中，若俄乌事件进一步升级，或引致欧美对俄罗斯的金融及贸易制裁（截至北京时间周二晚间，美国、欧美及英国都相继宣布了针对俄罗斯的一揽子制裁计划），导致海外区域性的供应吃紧，令当前低库存的格局加剧。

本篇报告为《“俄乌局势对有色供应+贵金属避险影响几何”事件点评系列报告》首篇，对此次事件时间线进行了梳理，也观察到主要大类资产的价格表现呈现出了全球金融市场向“RISK OFF”模式的切换，并重点剖析了作为传统避险资产的黄金，在此次避险情绪推涨后，后续可能的价格路径演绎。

当前黄金定价明显有别于前一轮货币收缩周期（Taper-加息-缩表）的表现，我们的理解在于，此轮黄金价格对于加息预期的反应更着重于预期差，对市场的预判再做预判，而且做得更为超前，投资者对预期差的交易也在变得更加短期和快速。近期看，黄金向上突破收敛区间，短期不建议赌空，追多上注意仓位控制，并密切跟踪联储风向以及地域冲突发酵情况。此轮避险情绪的推涨仍需跟踪，技术层面或也有短阶段的回调需求，但基于实际利率侧来看，黄金即使回调，空间或也不大，“易涨难跌”是我们最新对于黄金未来走势的基准判断。

(正文)

1. 美俄乌三方政治龃龉，引金融市场硝烟缕缕

俄乌冲突裹挟着历史遗留恩怨和大国政治博弈掀起风波，金融市场在这场地缘政治动荡局势中无疑是难以独善其身的。2月22日（星期二），乌克兰局势风险升级，全球市场巨震，风险情绪迅速褪却，俄股暴跌创08年来最大盘中跌幅，欧股全线齐跌，同时全球投资者避险情绪升温，美债、黄金等避险资产受到青睐，10年期美债收益率应声下行回到1.85%附近，黄金突破升至八个月高位至1900美元上方，布伦特原油期货也冲上97美元。

图1：俄乌冲突时间线梳理



资料来源：公开资料整理，国泰君安期货产业服务研究所

图2：俄股暴跌创08年来最大盘中跌幅



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

图3：避险资产受到青睐，10年期美债收益率应声下行回到1.85%附近



资料来源：华尔街见闻，国泰君安期货产业服务研究所

图 4：黄金突破升至八个月高位至 1900 美元上方



资料来源：文华财经，国泰君安期货产业服务研究所

2. 黄金：目前已经有效突破收敛区间的可能性或比较大，但避险仍需跟踪

2021 年在大宗商品的狂欢盛世中，贵金属显然未能同享桂冠，金银价格始终固守在震荡趋向收敛的格局里，并同时伴随了价格波动率的下行，凸显市场资金对贵金属资产的冷待。然而近期伴随着俄乌事件不断发酵，大国博弈的暗潮涌动下激发了市场退潮已久的避险需求，黄金作为传统避险资产以强势的姿态再度回归大众视野，一举突破收敛区间上沿阻力，傲然挺立于 1900 美元/盎司上方，且上行趋势难言结束。同时，黄金整体涨幅超白银，凸显黄金相对白银更好的避险敏感度。对于未来贵金属走势方向，我们基于避险和实际利率（结合通胀预期）两个驱动去看：

(1) 避险侧。《俄乌局势吃紧，黄金能否重现“克里米亚”式上涨？》一文中我们提出，基于现有认知中的贵金属定价框架，事件型脉冲式的避险需求会对黄金价格造成短时的拉升，但能否形成趋势性的影响，需要看到两个驱动点：第一，引发避险的事件进一步升级；或者，第二，避险驱动与利率驱动形成共振，这样也能赋予黄金更好的上涨弹性。而就最新的情况来看，俄乌局势正在发生扭转，更为强劲的避险驱动或正在酝酿之中。以情景假设法勾勒一下未来黄金的在避险驱动中的路径：

情景一：倘若未来俄乌冲突继续加码，美、欧、俄、乌四方斗争从谈判桌和隔空喊话转变为实际火力交战的话，那么避险驱动将持续给予黄金向上的驱动力。若以“克里米亚危机”时黄金大涨 17% 的涨幅（约接近 200 美元/盎司）进行推演，黄金上方仍有 150 美元/盎司以上的涨幅空间。

情景二：倘若未来危机有所缓解，此次地缘政治冲突最终以和平谈判落幕，那么在黄金上押注冲突升级的投资者将迅速离场，随着避险情绪褪去、风险情绪回暖，黄金价格将回吐 2 月以来的涨幅。

图 5：在克里米亚危机期间，黄金上涨超过 200 美元/盎司，幅度接近 17.8%



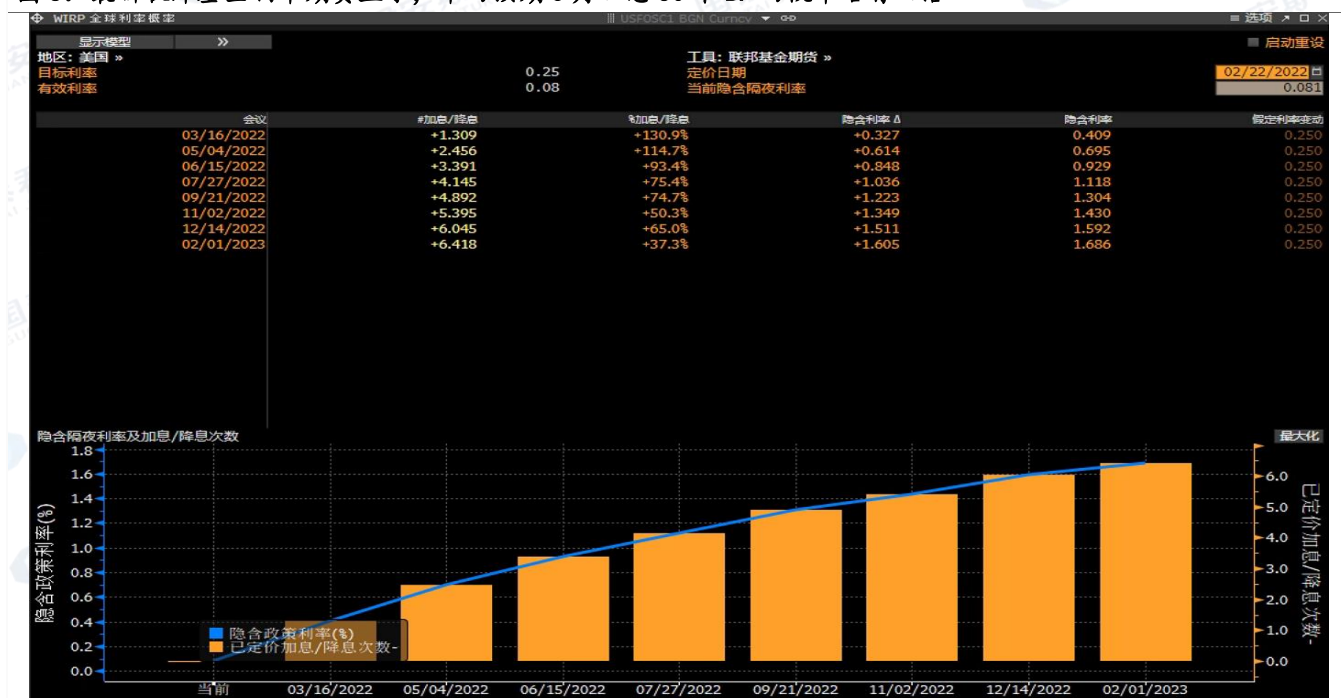
资料来源：Wind，国泰君安期货产业服务研究所

(2) 实际利率侧。当前市场比较困惑的一点在于，美国实际利率与金价走势的背离，这种背离的背后，我们认为可做两条路径的推演：

第一条路径，当前黄金价格并不相信美联储会在 3 月加息 50 个 BP，因此在加息 25 个 BP 已经成为基准预期之后，基本面难觅利空，再叠加避险，黄金录得上涨；后期看若 3 月美联储仅加息 25 个 BP，黄金反应不大，但若加息 50 个 BP，金价将重新跌落；

第二条路径，当前金价已经 Price in 加息 50 个 BP 的风险或者可能性，但金价依然录得了上涨，这说明黄金价格对利率端的反应钝化，黄金当下更可能在交易滞胀逻辑；后期看若 3 月美联储仅加息 25 个 BP，黄金应该进一步上涨，即使加息 50 个 BP，金价也难跌落。

图 6：最新联邦基金利率期货显示，市场预期 3 月加息 50 个 BP 的概率略有回落



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货产业服务研究所

如果基于以上两条路径看，黄金目前已经有效突破收敛区间的可能性或是比较大的，除非俄乌危机不再激化升级（甚至明显缓和）、通胀预期急速回落、或者美联储给出更超预期的鹰派信号（比如缩表大幅提前，抑或激进加息）。此轮避险情绪的推涨仍需跟踪，技术层面或也有短阶段的回调需求，但基于实际利率侧来看，黄金即使回调，空间或也不大，“易涨难跌”是我们最新对于黄金未来走势的基准判断。

当前黄金定价明显有别于前一轮货币收缩周期（Taper-加息-缩表）的表现，我们的理解在于，此轮黄金价格对于加息预期的反应更着重于预期差，对市场的预判再做预判，而且做得更为超前，投资者对预期差的交易也在变得更加短期和快速。近期看，黄金向上突破收敛区间，短期不建议赌空，追多上注意仓位控制，并密切跟踪联储风向以及地域冲突发酵情况。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，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。同时，本公司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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话: 021-33038635 传真: 021-33038762

机构金融部

 上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
 电话: 021-33038803

上海期货大厦营业部

 上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室
 电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部

 上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
 电话: 021-33038895 传真: 021-33038683

上海延安路营业部

 上海市黄浦区延安路 58 号 14 楼 1403、1404 室
 电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

北京分公司

 北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
 电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

辽宁分公司

 大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心
 A 座-大连期货大厦 2703
 电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

河南分公司

 郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 1105 房间
 电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

山东分公司

 济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室
 电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210191

厦门分公司

 厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元
 电话: 0592-5886155 传真: 0592-5886122

天津营业部

 天津市和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层
 电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

杭州营业部

 杭州市江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室
 电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

宁波营业部

 宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>
 电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

长春营业部

 吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
 电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

产业发展部

 上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 29 楼
 电话: 021-33038719

上海国宾路营业部

 上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
 电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

 上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元
 电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

上海银城路营业部

 上海浦东新区银城路 88 号 27 楼 06 单元
 电话: 021-58590368

广东分公司

 广州市天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房
 电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

河北分公司

 石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室
 电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

陕西分公司

 西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室
 电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

湖北分公司

 武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
 电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

深圳分公司

 深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室
 电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

北京三元桥营业部

 北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元
 电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

青岛营业部

 青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室
 电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993638

南京营业部

 南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室
 电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

长沙营业部

 长沙市雨花区韶山中路 489 号万博汇名邸三期 2401 房
 电话: 0731-82258088 传真: 0731-82256453

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>
国泰君安期货客户服务电话 95521