

俄乌局势对大宗商品市场的影响研究

上海期货与衍生品研究院 刘东旭 张晓威 吴韬 尹亦闻

一、俄乌冲突及西方国家对俄制裁概况

2022年2月，俄乌局势全面升级，以美国为首的西方国家相继宣布对俄罗斯实施制裁。俄乌冲突起源于民族问题和历史遗留问题，矛盾错综复杂，由来已久。2014年以来，俄乌局势日益紧张，并屡次爆发军事冲突。2022年2月，俄罗斯先后承认“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”为独立国家，并对乌克兰展开“特别军事行动”。截至4月15日，俄乌双方先后开展了5轮谈判，直至第五轮谈判“俄乌双方在谈判当中都释放了积极信号”，但双方诉

求仍存在较大冲突，未来局势有较大的不确定性。

俄乌冲突升级以来，美欧等西方国家相继宣布包括切断俄罗斯部分银行与SWIFT的连接、冻结俄罗斯部分银行资产、禁止购买俄罗斯主权债、切断俄罗斯政府及银行在欧盟的融资渠道、实体名单制裁等在内的一系列制裁措施。全球制裁跟踪数据库Castellum于4月1日公布的数据显示，自2022年2月21日普京下令向乌东部地区派兵后，俄罗斯受美欧等国的制裁新增2778项至8064项。其中，金融和能源领域的制裁措施对大宗商品市场影响较大（表1）。

表1：对俄制裁的主要金融和能源措施

领域	主要措施
金融	3月2日，SWIFT发布声明，自2022年3月12日起，SWIFT支付系统将断开与7家俄罗斯银行的连接。
	在线支付公司PayPal 3月2日起停止接受俄罗斯的新用户，同时谷歌支付和苹果支付均采取了类似的行动。
	3月6日，Mastercard和Visa宣布停止在俄罗斯的业务。瑞士银行等多家银行冻结或封锁了俄罗斯用户的账户余额。
	伦敦证券交易所和纽约证券交易所将俄罗斯公司股票全部除名；指数公司明晟（MSCI）和富时罗素（FTSE Russell）宣布，将从所有指数中剔除俄罗斯股票。
	加密货币网站Cexlo、Kuna和WhiteBIT限制俄罗斯用户使用。
	国际三大信用评级机构标普、惠誉、穆迪接连下调俄罗斯主权信用评级。
	4月8日，欧盟宣布对俄罗斯实施第五轮制裁，在欧盟范围冻结俄罗斯四家主要银行的资产，禁止俄罗斯公民向加密货币钱包存款，禁止同俄罗斯和白俄罗斯公民或法人换汇或出售以欧盟成员国货币计价的证券等。
能源	英国石油公司决定抛售其在俄罗斯石油公司的股份。
	壳牌宣布将终止与俄罗斯天然气工业股份公司的合作关系。

续表 1

领域	主要措施
能源	埃克森美孚表示，将停止在俄罗斯的萨哈林油气合资企业的运营。
	美国总统拜登已正式签署禁止美国从俄罗斯进口能源的行政令；英国也表示，将在 2022 年底前逐步停止进口俄罗斯的石油和石油产品。
	4 月 7 日，欧洲议会高票通过一项针对俄罗斯采取额外惩罚措施的决议，具体措施包括“立即全面停止进口俄罗斯的石油、煤炭、核燃料和天然气”。

资料来源：根据公开报道整理

二、俄乌在全球大宗商品现货市场上的地位

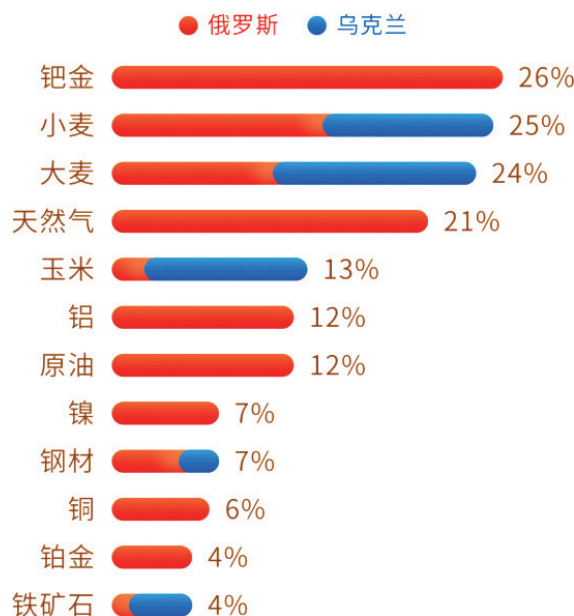
从 GDP 和对外贸易总量来看，俄乌均非经贸大国。无论是 GDP 还是对外贸易总量，两国

之和在全球总量中所占的比重均不超过 2%（表 2）。但俄乌在全球大宗商品市场的供应端占据着举足轻重的地位（图 1）。

表 2: 俄乌经济总量及贸易状况（2020 年）

		俄罗斯	乌克兰
GDP	总量	1.5 万亿美元	1553 亿美元
	占比	1.70%	0.20%
对外贸易	总量	5693 亿美元	1031 亿美元
	占比	1.60%	0.30%

数据来源：万得资讯，上海期货与衍生品研究院



资料来源：中国证券报，UNComtrade

图 1：俄乌两国大宗商品出口占全球出口的比重（2021 年）

俄乌两国均是全球重要的大宗商品资源国，俄罗斯是全球重要的能源、金属、农产品生产国和出口国，乌克兰是全球重要的铁矿石球团及农产品出口国，俄乌冲突势必对全球大宗商品的供应产生较大影响。同时，西方国家对俄制裁也将进一步影响全球大宗商品及宏观经济运行。此次军事冲突及对俄经济制裁在短期内引起了上述大宗商品的全球供需错配，并导致全球股票、汇率、债券、商品市场的震荡。随着经济制裁的加码及其影响的深化，俄乌冲突将对全球经济产生更为广泛的影响。总体来看，主要有以下三个方面：

首先，影响能源、金属、农产品等大宗商品的供给，导致相关产品价格大幅波动。全球尤其是欧洲对俄乌大宗商品供应的依赖度较高，冲突一方面会导致俄乌相关大宗商品供给短缺，另一方面也可能加大对这些大宗商品替代品的需求，从而产生较大范围的价格波动。

其次，扰动全球供应链，间接影响全球大宗商品的供需。例如俄乌冲突加剧芯片短缺，并影响海运运费：俄乌局势紧张导致来自乌克兰的对芯片制造至关重要的气体供应中断，从而加剧芯

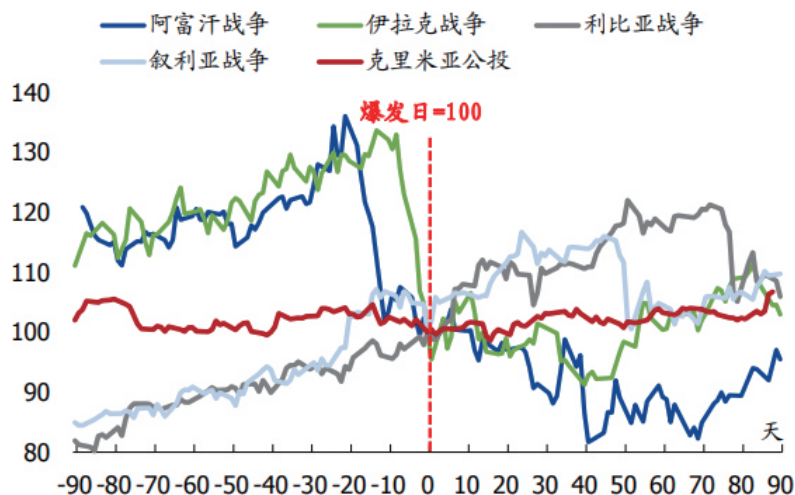
片短缺，并进一步对汽车、电脑等产品的产量形成限制，进而影响金属等原材料需求；海运方面，俄乌籍海员占全球海员总数约 15%，海运或面临更严重的劳动力紧缺，大宗商品运输成本面临上涨压力。

最后，加剧全球通胀，影响全球经济复苏。贸易中断和金融制裁带来的价格抬升和成本增加，可能会加剧通胀，使得疫情下的全球经济复苏受到冲击，进而扰动大宗商品市场的需求端。

三、俄乌局势对大宗商品期货市场的影

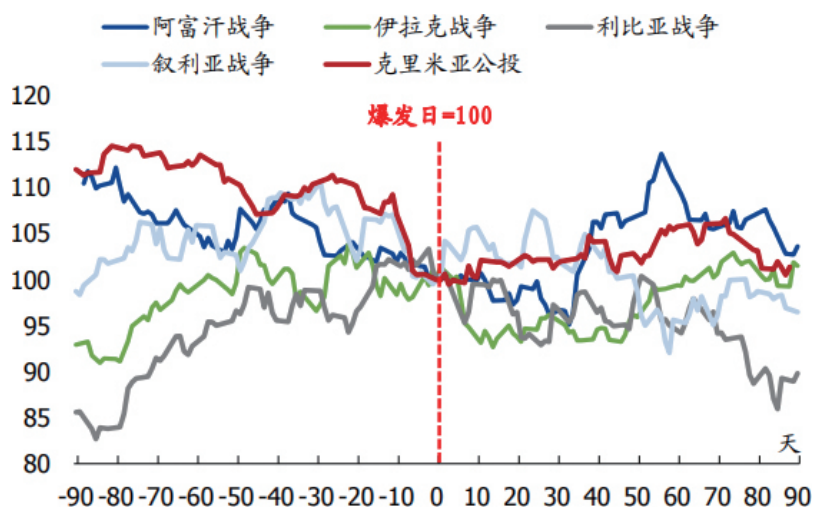
（一）俄乌局势造成期货合约价格的剧烈波动

地缘冲突主要影响金融属性产品及地缘禀赋含量大的产品。据相关研究，2000 年以来，全球共发生了 5 起较大的地缘冲突事件，分别是 2001 年阿富汗战争、2003 年伊拉克战争、2011 年利比亚战争和叙利亚战争、2014 年克里米亚公投。冲突爆发后，短期内，原油价格普遍上涨、黄金价格上涨居多、铜价则大多下跌，且影响往往集中在冲突爆发后的 10-30 天；而长期价格走势则回归基本面（图 2、图 3 和图 4）。



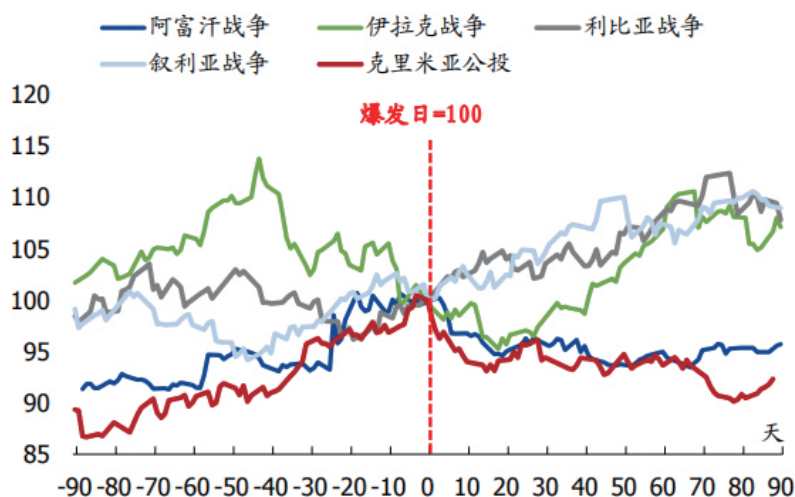
资料来源：熊园、刘新宇、刘安林，《俄乌冲突升级的 4 点影响》，国盛证券研究报告，2022 年 2 月 22 日。

图 2：历次地缘冲突期间布伦特原油价格走势



资料来源：熊园、刘新宇、刘安林，《俄乌冲突升级的4点影响》，国盛证券研究报告，2022年2月22日。

图 3：历次地缘冲突期间 COMEX 铜价格走势

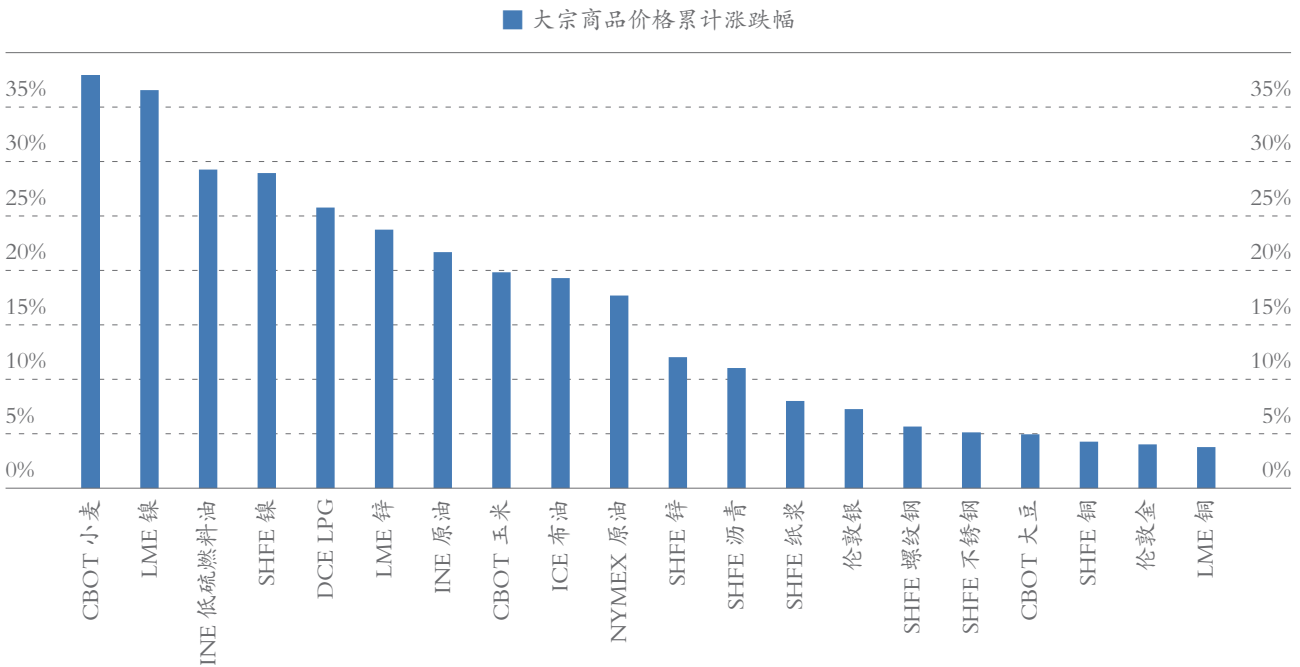


资料来源：熊园、刘新宇、刘安林，《俄乌冲突升级的4点影响》，国盛证券研究报告，2022年2月22日

图 4：历次地缘冲突期间黄金价格走势

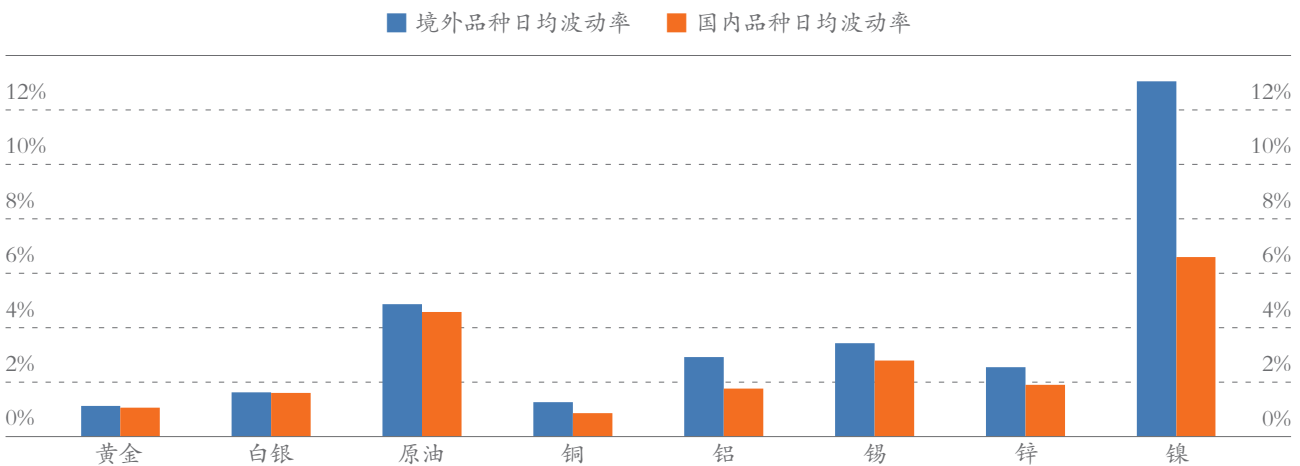
本轮俄乌冲突同样造成大宗商品市场价格的大幅波动，原油、镍、铝、小麦、玉米、贵金属等相关品种价格均受到冲击（图 5），从内外盘价格波动情况对比看（图 6），外盘受局势影响程度相对高于内盘，这也在一定程度上给国内相关品种期

货合约价格波动的风控增加了压力。就未来形势来看，俄乌局势短期内仍不明朗，地缘冲突仍是影响供需基本面及预期变化的重要因素，原油、镍、铝、谷物类农产品、贵金属等关联性较高品种依然面临价格波动幅度较大的风险。



数据来源：万得资讯，上海期货与衍生品研究院

图 5：全球主要大宗商品价格累计涨跌幅（2月21日至4月15日）



数据来源：万得资讯，上海期货与衍生品研究院

图 6：全球主要大宗商品价格内外盘日均波动率（2月21日至4月15日）

（二）俄乌局势给期货市场运行带来的风险

1. 结算业务相关风险。

对结算业务的潜在不利影响包括会员或投资者的信用违约风险、存管银行的流动性风险、金融制裁风险等三个方面。短期内价格的大幅波动，将增加会员或投资者的保证金压力，构成潜在的信用违约风险，对存管银行的资金划转及时性也

带来考验。同时，倘若金融制裁范围持续扩大，包括切断银行 SWIFT 连接，波及与俄罗斯保持经贸、金融往来的市场主体，可能对期货市场结算带来潜在衍生风险。

2. 交割业务相关风险。

俄罗斯作为重要大宗商品出口国，其境内部分企业生产的铝、镍、纸浆等是我国期货市场的

注册品牌或可交割品牌。从局势影响来看，俄罗斯相关企业，尤其是铝、镍的生产贸易将受到扰动，由此可能导致相关交割品整体供应下降风险。

3. 境外参与者的潜在被制裁风险。

期货市场的境外相关方，包括境外特殊参与者、境外中介机构、境外客户、保证金存管银行、境外交收仓库、合作境外交易所、交割品牌生产商等，涉及面广，需要关注相关方是否涉及被制裁对象，尤其要关注交割品牌生产商，或者期货市场相关机构和个人出现被二级制裁，即由于与受制裁机构或个人有往来而遭受制裁的情况。

（三）俄乌局势下期货交易所采取的主要应对措施

境内外期货交易所针对俄乌局势下的极端行情和制裁风险采取了一系列应对措施。

境外交易所方面，莫斯科交易所（Moscow Exchange, MOEX）在冲突爆发的2月24日和25日，陆续收紧了风控参数，并采取了取消早盘交易、延迟开盘等措施，随后暂时关闭了交易；芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）取消了俄罗斯相关金、银品牌的交割资格，并针对小麦品种价格的连续上涨，临时扩大了每日价格限制；洲际交易所（Intercontinental Exchange, ICE）和新加坡交易所（Singapore Exchange, SGX）就制裁发布了相关提醒或监管要求；伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）就制裁及镍合约的极端行情采取了一系列非常规应对措施，

根据LME相关公告，措施主要包括暂停镍交易、延期交割、暂停发布官方价格和收盘价、设立镍交易恢复标准、支持交易暂停期间镍头寸的转移、制定镍合约交易恢复操作程度、就制裁相关影响及相关措施持续发布通知等。

境内期货交易所方面，已经采取了发布市场风险提示函、适时收紧风控参数等措施，并开展了市场压力测试和风险排查，有效应对了市场短期的大幅波动。

从目前形势来看，俄乌局势仍不明朗，建议期货市场继续密切关注市场变化，强化风险识别与应对，加强与现货行业、监管部门等相关方的沟通联动，共同维护市场平稳运行。

（责任编辑：杨芷妮）

作者简介：

刘东旭，上海期货与衍生品研究院研究员，主要研究方向为期货市场宏观经济研究。

张晓威，上海期货与衍生品研究院宏观战略研究员。

吴韬，上海期货交易所站博士后（2020年9月进站），主要研究方向是期货法治化营商环境。

尹亦闻，浙江大学本科，复旦大学硕士、博士，上海期货交易所站博士后（2020年进站），已在Pacific-Basin Finance Journal、世界经济文汇等国内外核心期刊发表多篇文章，主要研究方向是衍生品新型组合保证金及相关结算业务。