

二零二二年三月二十四日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 俄罗斯和乌克兰在全球能源、农产品和大宗商品市场举足轻重。此次军事行动导致俄罗斯受到欧美日多国经济制裁，冲击全球供应链，而主要跨国公司暂停在乌克兰的生产活动，这给脆弱的全球供应链进一步带来压力。
- 中国从俄罗斯进口的产品以石油、金属和木材为主，从乌克兰进口的产品以铁矿石和农产品为主。能源产品及农产品价格上涨，短期内可能导致中国商品通胀下行速度放缓，食品价格回升。中国正面对着国际商品价格剧烈波动推高通胀的潜在风险和激烈挑战，预计未来一段时间内中国将面临较高的通货膨胀压力。
- 展望未来，国内外经济环境复杂多变，不确定性通胀风险日渐上升，令中国的经济增长前景蒙上阴影。在这种情形之下，中国的政策制定者预计将继续协调各方力量，遏制疫情蔓延并确保物资供应，从而帮助稳定物价水平，以及维护市场秩序。
- 考虑到政策制定者仍会在抑制大宗商品价格和保证供应链弹性方面发力，整体消费及工业价格水平预计将短期上涨但整体保持在合理范围，为2022年中国经济持续稳健复苏创造有利条件。

大宗商品价格波动或加剧中国输入性通胀压力

中国2月消费物价保持稳定，工业品出厂价格增速继续放缓，反映当局在稳定大宗商品供应及价格水平方面成效显著，市场供需关系得到进一步改善。然而，俄罗斯在2月下旬对乌克兰采取的军事行动引发对全球能源、大宗商品和食品供应中断的担忧，给中国的制造商和服务提供商带来新的压力，并危及中国未来几个月的通胀前景。由于2月数据并未考虑近期大宗商品和能源价格的飙升，预计未来几个月中国的整体物价和工业通胀将面临更多上行压力。总体而言，俄罗斯和乌克兰在全球能源、农产品和大宗商品市场举足轻重。此次军事行动导致俄罗斯受到欧美日多国经济制裁，冲击全球供应链，而主要跨国公司暂停在乌克兰的生产活动，这给脆弱的全球供应链进一步带来压力。中国从俄罗斯进口的产品以石油、金属和木材为主，从乌克兰进口的产品以铁矿石和农产品为主。能源产品及农产品价格上涨，短期内可能导致中国商品通胀下行速度放缓，食品价格回升。中国正面对着国际商品价格剧烈波动推高通胀的潜在风险和激烈挑战，预计未来一段时间中国将面临较高的通货膨胀压力。展望未来，国内外经济环境复杂多变，不确定性通胀风险日渐上升，令中国的经济增长前景蒙上阴影。在这种情形之下，中国的政策制定者预计将继续协调各方力量，遏制疫情蔓延并确保物资供应，从而帮助稳定物价水平，以及维护市场秩序。考虑到政策制定者仍会在抑制大宗商品价格和保证供应链弹性方面发力，整体消费及工业价格水平预计将短期上涨但整体保持在合理范围，为2022年中国经济持续稳健复苏创造有利条件。

俄乌冲突及西方对俄经济制裁，加剧全球石油供应紧张形势。布伦特原油价格在俄乌冲突爆发后骤升，于3月8日达到123.7美元的历史高位，随后大幅回落至3月15日的100.6美元。而天然气价格曾在1月末出现剧烈波动，在俄乌冲突爆发后出现小幅上涨。中国是煤炭、原油和天然气资源的净进口国，而俄罗斯是中国十分重要的能源进口国，占中国原油和天然气进口总额的12%。中国消费量最大的煤炭、石油、天然气资源均在俄乌冲突后价格快速上涨。随着中国本轮疫情受控，制造业逐步恢复正常生产，能源供应压力也将加大，生产成本随之上升。中国的工业通胀当前仍处高位，但得益于中央加大保供稳价力度及促进企业生产成

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

本稳定，PPI 在今年以来延续去年四季度同比升幅回落趋势。从较长期角度来看，由于西方国家对俄实施经济制裁，美国已禁止进口俄罗斯石油，欧盟计划今年减少对俄天然气供应依赖的三分之二，因此，中国未来有望在进口俄罗斯能源方面获得更强的议价能力。中国与俄罗斯在北京冬奥会期间已签订以人民币计价原油天然气订单，有助于减低能源价格波动对中国经济的影响。

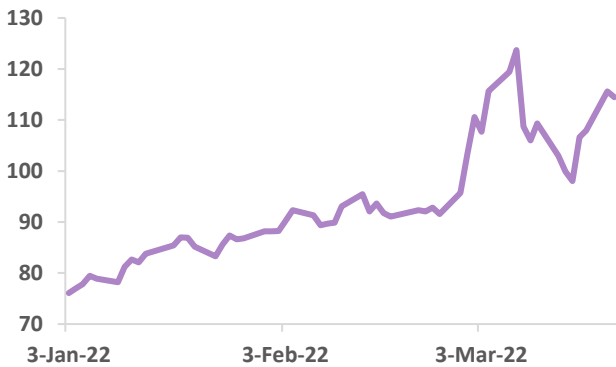
经济制裁影响俄粮食进口，对中国粮食供应及价格影响暂时有限。由于俄乌两国均是全球重要的粮食出口大国，部分粮食价格在俄乌冲突爆发后显著提升。俄乌两国小麦出口额占全球的 29%，玉米出口额共占全球的 19%。乌克兰方面，战争严重影响本国农业生产，同时由于战争使乌克兰货币快速贬值，乌克兰粮食出口成本增加。而俄罗斯方面，西方国家对俄罗斯进行的经济制裁将严重影响俄罗斯粮食的出口。冲突导致的两国粮食出口问题使全球面临粮食供应链短缺。冲突爆发一星期后，小麦期货价格和玉米期货价格分别大幅上涨 61%和 23%，随后出现不同程度回落。其他食品价格方面，大豆和 11 号糖价格在俄乌冲突爆发后延续先前的上涨趋势，上升幅度较粮食价格小。由于俄乌两国均是葵花籽油出口大国，葵花籽油与豆油存在替代商品的关系，在冲突爆发后，大豆商品受到市场热捧。虽然中国是粮食净进口国，但中国的小麦和玉米进口占消费总量的比例较低，均不足 10%。其中，从俄罗斯进口的大豆、小麦、玉米、大麦数量在中国进口总量中不足 1%；自乌克兰进口的玉米、大麦分别占比为 29%和 26%，但主要用于饲料领域，中国主要葵花籽油原材料进口自俄乌两国，但葵花籽油消费占比不足 10%，预计暂时对中国的粮食供应及价格影响有限。目前中国的猪肉价格仍处于低水平，2 月猪肉价格同比大跌 42.5%，降幅环比扩大 0.9 个百分点。由于用作饲料的玉米价格上升，预期中国的猪肉价格或将受一定影响。但目前多个地区的猪肉收储工作已经展开，有助于阶段性限制猪肉跌势，进而保证在未来饲料原材料价格上涨传导至猪肉消费时，当局可以放出储备，抑制猪肉价格上行。

受俄乌冲突、市场波动加剧等因素影响，黄金与白银等避险资产受欢迎度大幅上升。贵金属价格方面，黄金与白银现货价格在冲突爆发一星期以来分别上涨 4%与 5%，于 3 月 8 日达到顶峰位置后出现一定程度回落。基本金属价格方面，现货铜价格与 LME 现货铝价格走势与贵金属相似，在冲突爆发后出现明显涨幅后回落。与新能源产业有关的金属方面，镍价和锂价在俄乌冲突爆发后亦出现明显涨幅。当中，镍价受青山事件影响，3 月至今上升幅度达 80%。为避免市场再次剧烈震荡，伦敦金属交易所公布限制措施，镍以外的多种金属将受到 15% 单日涨跌幅限制，而镍于 3 月 16 日恢复交易之后，涨跌幅限制为 5%；锂价则在俄乌冲突爆发后延续其先前的上涨趋势，无明显剧烈震荡。国内市场方面，俄罗斯是中国重要的镍和铜来源国，中国供动力电池使用的纯镍 37%进口自俄罗斯，而俄罗斯 31.9%的铜和铜制品及 78.7%的铜精矿出口到中

国。在地缘政治冲突影响和海外市场大涨行情提振下，3月8日国内商品期货市场大面积上涨，沪镍、沪锡、不锈钢、沥青期货主力合约涨停，燃料油期货主力合约涨超12%，原油期货主力合约涨超10%，LU期货主力合约涨超8%，沪锌期货主力合约涨超7%。随后与国际市场类似，在上升至顶峰后出现不同程度回落。

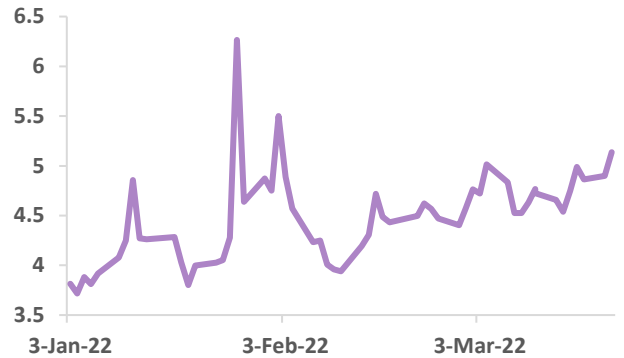
贵金属价格波动或影响新能源汽车产业。作为动力电池的主要原材料，锂、钴、镍均在近期出现不同幅度幅度涨价。镍价高企不利于新能源汽车板块，将增加新能源汽车的动力电池的生产成本。由于上游原材料涨价且供应紧张，多个新能源汽车供应商进行了提价。特斯拉在一周时间内进行了三次提价，Model Y后轮驱动版起售价上涨1.5万元，长续航版、高性能版起售价则分别上涨了1.8万元和2万元，Model 3高性能版、Model Y长续航版和高性能版的起售价全部上涨1万元。而国内新能源汽车品牌如比亚迪、小鹏、蔚来、奇瑞等公司也纷纷进行涨价。不过，随着发改委表示将坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持底线思维，综合施策、精准调控，全力做好大宗商品保供稳价工作；同时发改委、科技部、工信部等多部门也发声或者下发文件表示将加大铁矿石等国内勘探开发力度，强化进出口调节能力，我们预计，国内部分大宗商品价格波动及上涨的势头将会缓慢得到抑制，下游新能源汽车价格也会逐渐企稳。

图.1: 年初以来布伦特原油价格 (美元/桶)



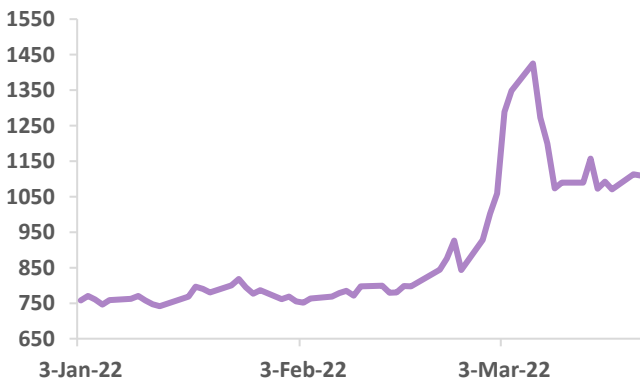
来源: 彭博

图.2: 年初以来天然气期货价格 (美元/百万英热单位)



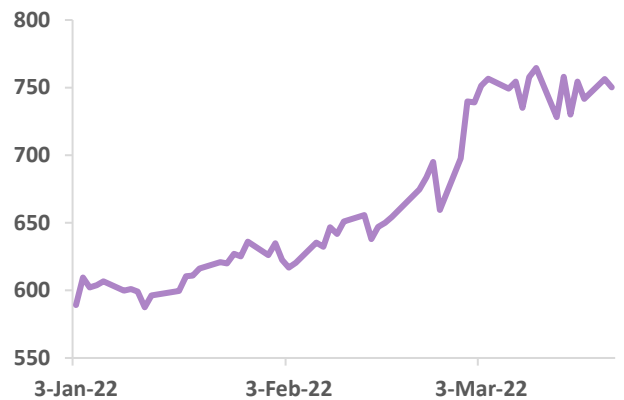
来源: 彭博

图.3: 年初以来小麦期货价格 (美元/蒲式耳)



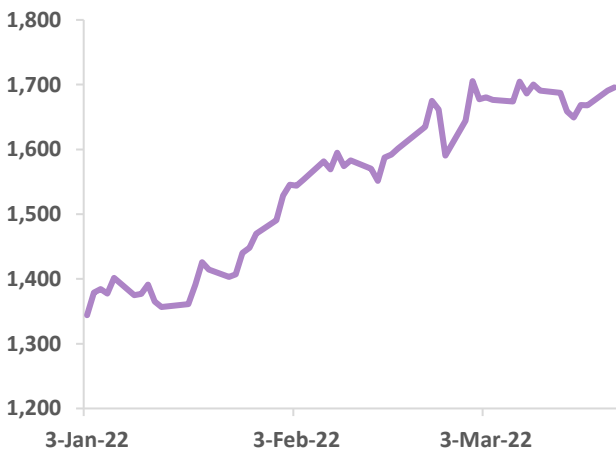
来源: 彭博

图.4: 年初以来玉米期货价格 (美元/蒲式耳)



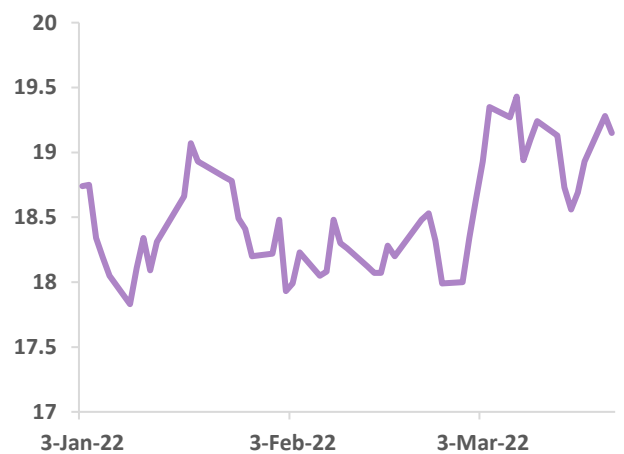
来源: 彭博

图.5: 年初以来大豆期货价格 (美元/蒲式耳)



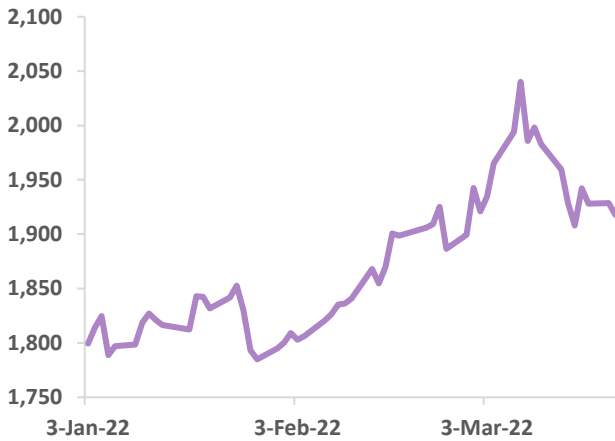
来源: 彭博

图.6: 年初以来 11 号糖期货价格 (美元/磅)



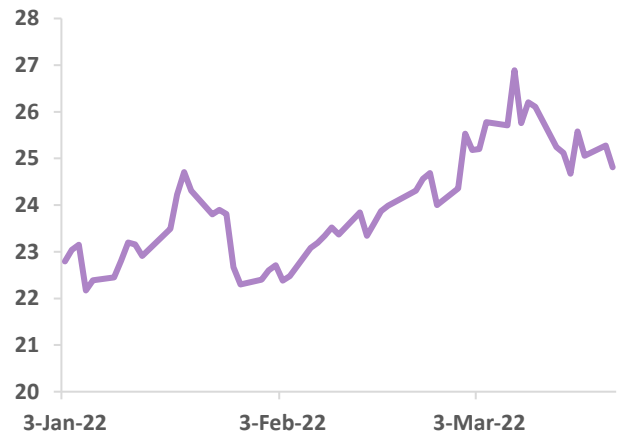
来源: 彭博

图.7: 现货黄金价格 (美元/盎司)



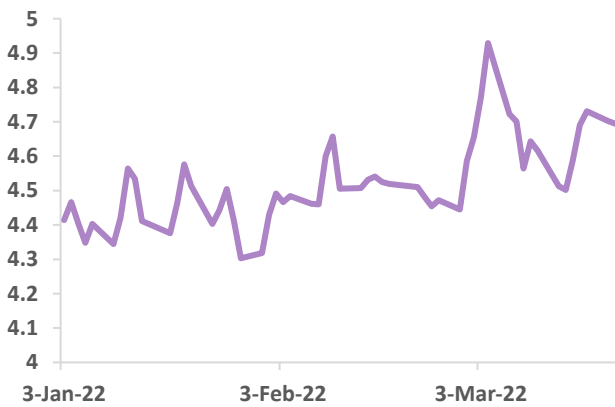
来源: 彭博

图.8: 现货银价格 (美元/盎司)



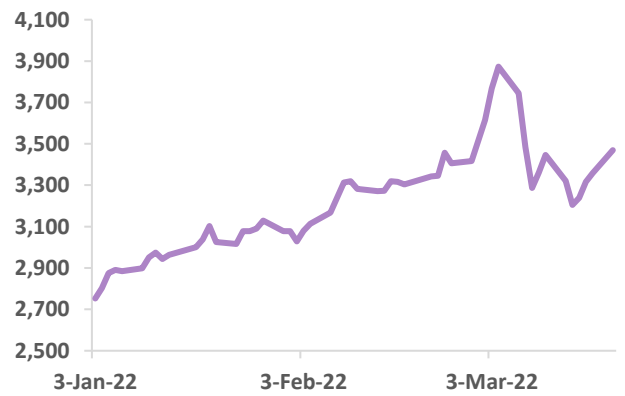
来源: 彭博

图.9: 现货铜价格 (美元/吨)



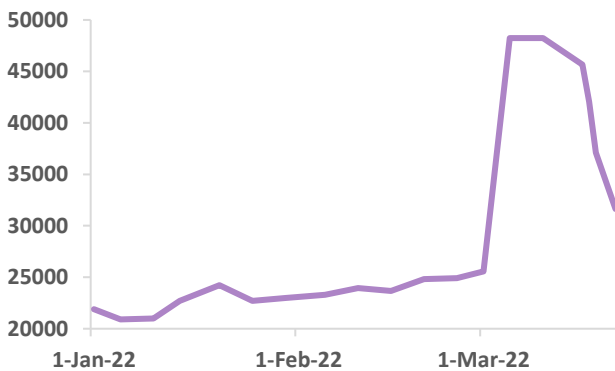
来源: 彭博

图.10: LME 铝现货价格 (美元/吨)



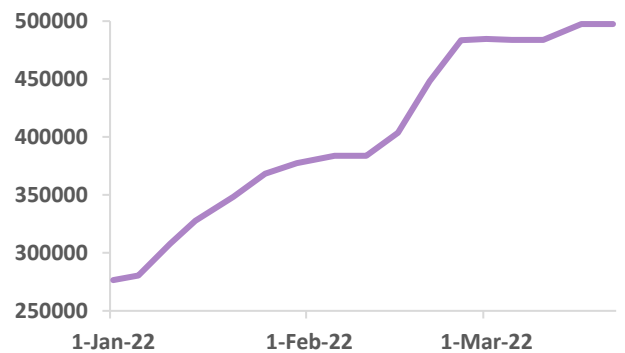
来源: 彭博

图.11: 年初以来镍价格 (美元/吨)



来源: 彭博

图.12: 年初以来锂价格 (人民币/吨)



来源: 彭博

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口 (人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.4	17.8	21.2
进口 (人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.2	15.9	18.7	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	710.9	873.8	1173.4	1610.8	4368.7
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	23.0	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.0	25.6	23.7	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	108.9	135.1	181.9	250.6	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0

	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-
制造业 PMI (%)	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2
非制造业 PMI (%)	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6
出口 (人民币/同比%)	139.2	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	-	13.6
进口 (人民币/同比%)	11.8	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	-	12.9
贸易余额 (人民币/十亿)	231.0	75.3	264.2	283.2	326.4	358.7	378.9	435.8	545.2	460.9	604.7	-	738.8
出口增长 (美元/同比%)	154.6	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	-	16.3
进口增长 (美元/同比%)	18.9	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	-	15.5
贸易余额 (美元/十亿)	35.4	11.8	41.0	43.6	50.5	56.0	58.9	67.2	84.4	71.8	94.5	-	116.0
消费物价指数 (同比%)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9
生产者物价指数 (同比%)	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8
固定资产投资 (年初至今/同比%)	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2
房地产投资 (年初至今/同比%)	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7
工业增加值 (同比%)	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5
零售额 (同比%)	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7
新增贷款 (人民币/十亿)	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1230.0
广义货币供应量 (同比%)	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2
总社会融资 (人民币/十亿)	1724.3	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6172.6	1190.0
全国城镇调查失业率 (%)	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	5.4

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,358.50	18.31	0.87
标准普尔 500 指数	4,456.24	22.95	2.26
纳斯达克综合指数	13,922.60	61.96	3.62
欧洲			
富时 100 指数	7,460.63	15.49	2.32
德国 DAX 30 指数	14,283.65	14.80	(1.09)
法国 CAC 40 指数	6,581.43	15.42	(0.11)
斯托克 600 价格指数	454.03	15.92	1.24
亚洲			
香港恒生指数	22,154.08	8.34	10.29
恒生中国企业指数	7,635.13	8.00	10.82
上海深圳沪深 300 指数	4,276.52	15.69	2.90
上海证券交易所综合指数	3,271.03	14.09	3.16
深证综合指数	2,163.20	32.97	3.69
日经 225 指数	28,040.16	16.04	10.63
韩国 KOSPI 指数	2,735.05	13.95	2.85
台湾证交所加权股价指数	17,731.37	13.88	4.67
标普/澳证 200 指数	7,377.87	17.85	2.82
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,012.79	19.91	2.60
MSCI ACWI 指数	703.14	18.91	2.92
MSCI 新兴市场指数	1,140.72	13.40	5.52
MSCI 美国指数	4,268.16	23.77	2.48
MSCI 英国指数	2,134.54	15.24	2.53
MSCI 法国指数	188.00	16.53	(0.02)
MSCI 德国指数	151.46	14.16	(1.38)
MSCI 中国指数	74.43	12.55	9.71
MSCI 香港指数	14,481.18	17.61	7.15
MSCI 日本指数	1,218.88	14.33	9.18

*所有市场根据 2022/03/23 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.50	0.00
美国最佳利率	3.50	0.25
联储贴现率	0.50	0.25
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.0913	(0.0684)
美国综合国债 1 年收益率	1.4839	0.2851
美国综合国债 5 年收益率	2.3179	0.1370
美国综合国债 10 年收益率	2.2917	0.1068
美国综合国债 30 年收益率	2.4842	0.0314
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.4549	0.0134
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.9537	0.0373
日本综合国债 1 年收益率	(0.058)	0.001
日本综合国债 10 年收益率	0.226	0.015
德国综合国债 1 年收益率	(0.562)	0.089
德国综合国债 10 年收益率	0.466	0.074
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.148	0.028
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.599	0.055
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10 年	2.831	0.027
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.003	(0.037)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.305	0.003
香港基本利率(贴现率)	0.75	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0458	(0.0014)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.2968	0.0314
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.8717	(0.0168)
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.0055	(0.2288)
公司债(穆迪)		
Aaa	3.51	(0.12)
Baa	4.43	(0.08)

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	114.93	20.93
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	121.60	24.06
天然气期货	美元/百万英	5.23	10.19
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,646.00	12.68
铜期货	美元/磅	477.65	3.83
LME 钢筋期货	美元/吨	926.00	(0.27)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,380.75	6.50
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,933.27	0.63
黄金期货	美元/盎司	1,942.60	1.48
现货银	美元/盎司	25.07	1.10
现货铂	美元/盎司	1,027.57	1.12
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	757.75	3.80
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,105.75	3.41
11 号糖(全球)	美元/磅	19.24	3.66
大豆期货	美元/蒲式耳	1,718.75	4.21

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	98.62	0.00
欧元/美元	1.1002	0.03
英镑/美元	1.3218	1.23
澳大利亚元/美元	0.7473	3.18
美元/加拿大元	1.2584	(1.01)
美元/日元	120.99	2.27
美元/瑞士法郎	0.9347	(0.66)
人民币中间价指数	6.3558	(0.38)
美元/人民币	6.3724	0.31
美元/人民币-交割远期	6.4857	0.07
美元/中国境外即期汇率	6.3864	0.29
美元/港币	7.8247	0.05
人民币/港币	1.2278	(0.27)
中国境外即期汇率/港币	1.2252	(0.24)
美元/韩元	1,213.90	(1.76)
美元/新台币	28.56	(0.23)
美元/新加坡元	1.3575	(0.21)
美元/印度卢比	76.30	(0.40)

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600