

## 俄乌局势持续恶化，欧美投下“金融核弹”

### 摘要

**一、国内稳增长预期持续强化。**2月25日政治局会议要求“要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘。”此外央行、财政部、发改委等多个部位相继出台稳增长政策措施，强化稳增长预期。去年12月以来，国内宏观政策明显转向稳增长，政策基调更加积极，财政政策、货币政策同步发力，当前宽货币和宽信用均已落地，专项债发行提速指向基建发力，地产政策也适度放松。本次会议提出，要加大宏观政策实施力度，说明积极政策将继续发力。我们预计宽信用仍将有较大的提升空间，同时，未来专项债会进一步加速形成实物工作量，地产政策放松的范围和力度也将进一步扩大。

**二、俄乌局势持续恶化。**2月24日，普京决定在顿巴斯地区开展特别军事行动，俄乌正式爆发战火。从目前信息来看，俄罗斯意在精准打击乌克兰的武装力量和军事基础设施。北约表示没有向乌克兰派遣北约部队的计划。俄乌爆发战火后，七国集团（G7）领导人在24日举行会晤，拜登宣布以美国为首的G7一致同意对俄罗斯采取“毁灭性的制裁”。27日清晨，美国和欧盟、英国等发表联合声明，宣布对俄最新制裁：禁止俄几家主要银行使用“环球银行金融电信协会”支付系统（SWIFT）并对俄央行实施“限制性措施”。考虑SWIFT影响力巨大，这项制裁无疑是金融核弹。

短期来看，欧美早前公布的几项制裁在影响程度和范围上相对可控，但都不可避免的在已有供应链紧张的局面增加一部分扰动，形成事实上的“供应冲击”。同时，考虑到SWIFT是连接全球银行业的金融通信基础设施，对包括贸易、外国投资、汇款和央行对经济的管理等各个经济领域都至关重要，切断俄罗斯银行与SWIFT的联系可能会造成俄罗斯金融混乱，使得短期贸易收入减少、进而影响经常账户和财政收入。2014年俄罗斯就曾经因为SWIFT系统被停用，出现了比较严重的金融危机，出现了较长时间的金融瘫痪。不过，俄罗斯战前已经做了相应应对，除了建立自己的金融信息和支付体系外，过去几年也在多元化其外汇资产，俄罗斯央行目前拥有6300亿美元的外汇储备，其中1300亿黄金，5000亿外储只有约100亿美债。因此，后续针对石油出口和SWIFT的制裁进展的进一步细节值得密切关注。

**三、俄乌局势恶化刺激商品价格走高。**战前市场多预期俄乌不会爆发军事冲突、军事冲突爆发后市场多预期欧美制裁力度有限…然而，目前的局势发展不断超过市场预期，甚至在往最坏的方向发展。这里可以明确两个基本事实：一是，俄乌是全球原油、天然气、稀有金属、农产品重要的供应国，冲突导致商品供应中断风险持续升温；二是，美国和北约明确表示不会军事介入俄乌冲突，西方将视情况发展不断升级经济制裁措施。因此，俄乌局势后续对资本市场的影响，取决于俄罗斯能否快速取得胜利并通过谈判达成协议，从而将全球供应链的影响降到最低。

国贸期货·研究院  
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 一、宏观和政策跟踪

### 1、稳增长预期持续强化。

1) 政治局召开会议讨论政府工作报告。会议要求“要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘。坚定不移深化改革，激发市场主体活力。深入实施创新驱动发展战略。坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化。大力抓好农业生产，促进乡村全面振兴。扩大高水平对外开放，推动外贸外资平稳发展。持续改善生态环境，推动绿色低碳发展。防范化解金融风险，守住不发生系统性风险的底线。”

去年 12 月以来，国内宏观政策明显转向稳增长，政策基调更加积极，财政政策、货币政策同步发力，当前宽货币和宽信用均已落地，专项债发行提速指向基建发力，地产政策也适度放松。本次会议提出，要加大宏观政策实施力度，说明积极政策将继续发力。我们预计宽信用仍将有较大的提升空间，同时，未来专项债会进一步加速形成实物工作量，地产政策放松的范围和力度也将进一步扩大。

尽管“碳达峰碳中和”不能毕其功于一役，但绿色低碳发展是产业政策的长期核心目标，今年将继续推进绿色低碳发展，但考虑到运动式减碳将加大供给冲击，不利于经济的平稳发展，绿色低碳的发展思路将会是先立后破，例如先大力发展新能源，然后逐步实现对传统能源的替代。

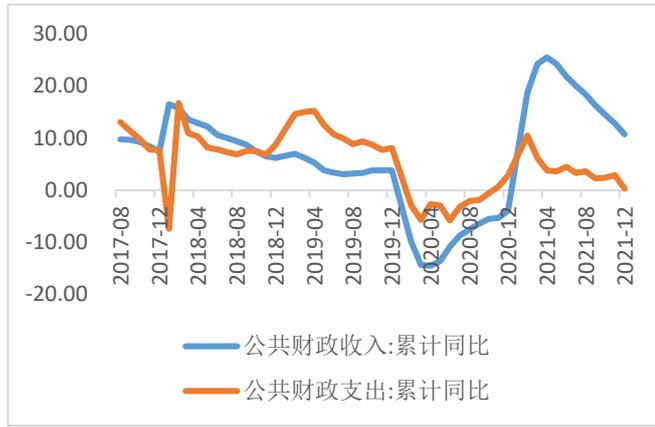
2) 货币仍有宽松空间，地产政策持续松动。21 日央行公布数据显示，1 年起 LPR 为 3.7%，5 年期以上 LPR 为 4.6%，均与上月持平，符合预期。截至 2021 年 12 月末金融机构人民币贷款加权平均利率为 4.76%，其中企业贷款加权平均利率为 4.57%，分别较 9 月末下降 0.24BP 和 0.02BP，扭转了此前上行的趋势。此外，2 月 18 日，国家发改委等 14 部门联合发布的《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》明确指出，2022 年继续推动金融系统减费让利，落实好 LPR 下行、支农支小再贷款利率下调，推动实际贷款利率在前期大幅降低基础上继续下行。预计后续央行政策仍将“稳中求进”，总量上保持相对稳定，未来或仍有一定的降息空间。

近期相继有菏泽等多个地方下调首套房首付比例，同时，重庆、广州、杭州等城市纷纷下调了房贷利率，未来或有更多的城市跟进出台更多宽松的购房政策。

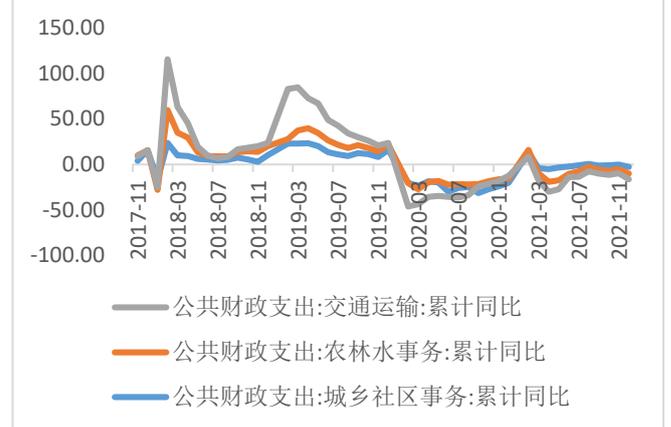
3) 积极财政政策稳中求进。2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，比上年增长 10.7%，完成收入预算；一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。2022 年的财政政策将适当靠前发力，重点要做好六方面工作：一是实施更大力度减税降费，在去年 1.1 万亿元基础上，今年将实施更大规模减税降费；二是保持适当支出强度，重点支持科技攻关、生态环保、基本民生、区域重大战略、现代农业和国家“十四五”规划重大项目，提高精准度；三是合理安排地方政府专项债券；四是加大中央对地方转移支付，兜牢基层“三保”底线；五是坚持党政机关过紧日子；六是严肃财经纪律，加强和改进地方财经秩序。

图表 1：公共财政收支

图表 2：财政支出重点领域



数据来源: WIND



数据来源: WIND

## 2、保供稳价高压依旧

2月22日,国家发展改革委经济运行局再次召开稳煤价视频会议,会议主要围绕当前煤炭市场价格情况、研究规范煤炭市场交易、稳定煤价市场工作展开。此后发改委印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》,确定煤炭(秦皇岛港下水煤5500千卡)中长期的合理价格区间为每吨570元-770元(含税)。

在严厉调控铁矿石市场之后,发改委再度将焦点转向煤炭市场,直接给出煤炭价格的合理运行区间,有助于稳定市场预期,防止煤炭价格暴涨暴跌。今年以来部分大宗商品价格持续大涨,政策层面高度关注,国常会再度强调做好保供稳价工作,发改委等监管部门及时介入调控,煤炭、铁矿石等首当其冲。实际上,去年中央经济工作会议强调国内面临三重压力:需求收缩、供给冲击、预期转弱。面对需求收缩采取的是扩大内需战略,财政、货币齐上阵,稳增长稳预期;而面对供给冲击,则适度政策纠偏,多措并举保供稳价,例如钢铁行业碳达峰时间点由2025年延后至2030年,监管单位及时对涨幅较大的品种进行政策调控。因此,今年在稳增长带来乐观预期的同时,保供稳价政策也将保持高压。

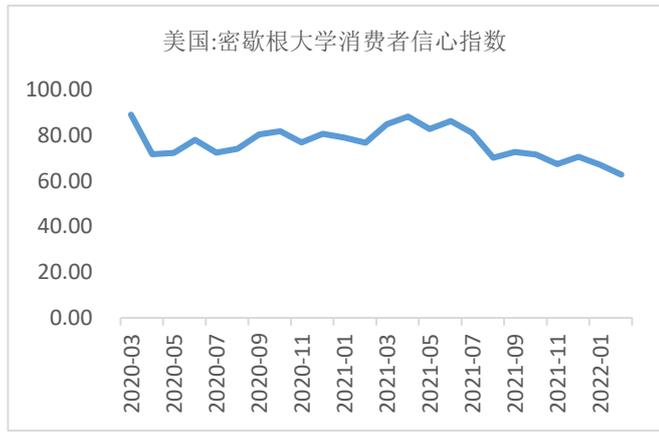
## 3、美国消费者信心有所下滑,制造业继续回暖。

1) 美国消费者信心指数走低。最新公布的数据显示,2月美国密歇根大学消费者信心指数回落至62.80,1月份的值为67.2。主要原因是美国国内通胀高企,物价升幅超过薪资增速,叠加新冠疫情以及地缘政治因素的影响,美国消费者信心持续走弱。

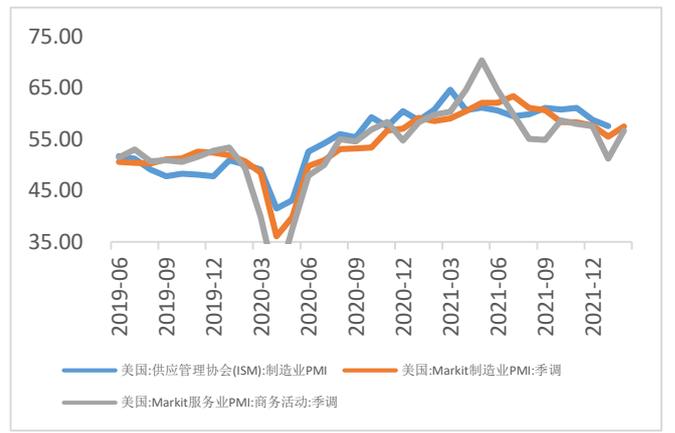
2) 美国制造业继续回暖。美国2月Markit制造业PMI回暖至57.5%,为2021年12月以来新高,其中产出指数回升至52.5%,新订单、新出口增速均重新加快,投入品采购增速加快至五个月高,供货延时为九个月最小,值得注意的是制造商投入成本通胀放缓至九个月低,但产出价格通胀率加速至三个月最快。此外,美国2月服务业PMI回暖至56.7%,也远超市场预期。总体上看,美国国内经济复苏势头尚好,制造业供需延续扩张的态势,但产出价格仍在持续攀升,通胀压力依然较大,或继续冲击美国居民消费。

图表3: 美国消费者信心指数持续下滑

图表4: 美国制造业延续扩张



数据来源: WIND



数据来源: 英为财经

#### 4、俄乌局势持续恶化

2022年2月24日, 普京决定在顿巴斯地区开展特别军事行动, 俄乌正式爆发战火。从目前信息来看, 俄罗斯意在精准打击乌克兰的武装力量和军事基础设施。北约透露没有向乌克兰派遣北约部队的计划。

俄乌爆发战火后, 七国集团(G7)领导人在24日举行会晤, 拜登宣布以美国为首的G7一致同意对俄罗斯采取“毁灭性的制裁”。这些制裁包括以下几个方面: (1) 限制俄罗斯用美元、日元和欧元进行国际业务的能力。此举并未包括切断俄罗斯与SWIFT系统的连接, 在限制手段上留下余地, 必要性的油气出口仍能进行但会受到影响。(2) 封锁俄罗斯扩张军力的能力。(3) 设法限制俄罗斯在高新科技领域的竞争力, 切断俄罗斯一半以上的高科技进口。(4) 阻止俄罗斯政府以及国有企业(资产超过1.4万亿美元的)从美国或欧洲投资者处筹集资金。(5) 对俄罗斯银行持有的约1万亿美元的资产展开全面制裁, 并冻结包括俄罗斯第二大银行VTB资产在内的全部在美资产。

北京时间27日清晨, 美国和欧盟、英国及加拿大等发表联合声明, 宣布对俄最新制裁: 禁止俄几家主要银行使用“环球银行金融电信协会”支付系统(SWIFT)并对俄央行实施“限制性措施”。这些制裁措施将在未来几天开始实施。

短期来看, 欧美早前公布的几项制裁在影响程度和范围上相对可控, 但都不可避免的在已有供应链紧张的局面增加一部分扰动, 形成事实上的“供应冲击”。不过, 27日欧美宣布限制俄罗斯使用swift系统则号称是金融核弹, 考虑到SWIFT是连接全球银行业的金融通信基础设施, 对包括贸易、外国投资、汇款和央行对经济的管理等各个经济领域都至关重要, 切断俄罗斯银行与SWIFT的联系可能会造成俄罗斯金融混乱, 使得短期贸易收入减少、进而影响经常账户和财政收入。2014年俄罗斯就曾经因为Swift系统被停用, 出现了比较严重的金融危机, 出现了较长时间的金融瘫痪。

不过俄罗斯也在做相应应对, 除了建立自己的金融信息和支付体系外(2014年, 为代替SWIFT系统以应对制裁, 俄罗斯央行创立了俄罗斯银行金融信息系统, SPFS, 该系统使用者主要为俄罗斯的银行、还包括白俄罗斯、德国等国的23家银行), 过去几年也在多元化其外汇资产, 例如俄罗斯主权

基金持有人民币资产从 2021 年初的 0% 升至 2022 年初的 20%，持有美元资产则于 2021 年 6 月后清零。此外，俄罗斯目前拥有 6300 亿美元的外汇储备，其中 1300 亿黄金，5000 亿外储只有约 100 亿美债。因此，后续针对石油出口和 SWIFT 的制裁进展的进一步细节值得密切关注。

以下是俄乌局势发展的时间线：

2021 年 12 月 10 日，俄罗斯外交部就与美国和其他西方国家开展安全保障对话发表声明，要求美国和北约就排除进一步东扩的可能性提供法律保障。

2022 年 1 月 10 日至 13 日，俄罗斯分别与美国和北约就安全保障问题开展对话，但均未取得实质性成果。

2022 年 1 月 22 日，乌克兰国防部发表声明说，美国援助乌克兰的一批军火当天运抵基辅。此后，英国、波兰、加拿大等国陆续向乌克兰提供军火援助。

2022 年 1 月 26 日，美国和北约分别向俄罗斯递交关于俄方所提安全保障建议的书面答复，但美国和北约在诸多关键议题上没有让步。

2022 年 2 月 2 日，美国国防部宣布将向欧洲增派部队，以应对俄乌边境地区紧张局势。俄外交部副部长格鲁什科表示，美方这一决定是“破坏性举措”，将加剧军事紧张。

2022 年 2 月 17 日，乌克兰军方称，乌东部民间武装当天向政府军控制区发动炮击。乌东部民间武装则指责乌政府军首先动用重型武器向其控制地区发动袭击。乌东部地区紧张局势持续升级。

2022 年 2 月 18 日，乌克兰东部民间武装自行成立的“顿涅茨克人民共和国”政府所在地发生爆炸。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。

2022 年 2 月 21 日，俄罗斯联邦安全会议成员就乌克兰东部顿巴斯地区局势举行会议。普京随后发表全国电视讲话，谈及俄乌关系、乌东部局势、俄安全保障等问题。他签署关于承认“顿涅茨克人民共和国”和关于承认“卢甘斯克人民共和国”的命令，以及俄罗斯分别与这两个“共和国”的友好合作互助条约。

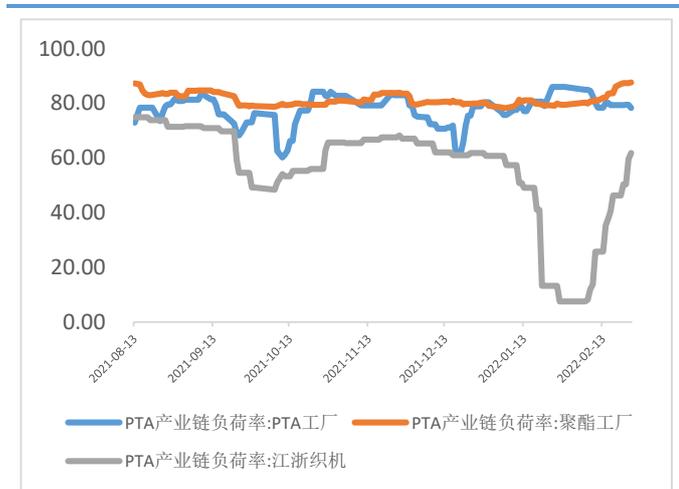
## 二、高频数据跟踪

### 1) 工业生产逐步恢复

**化工：供需两弱，价格走低。**需求方面，聚酯产业链淡季需求走弱，聚酯产业链价格多数回落，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格继续下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率继续回升，但较节前仍有差距，其中，PTA 开工率 79.4%，聚酯工厂负荷率 87.6%，江浙织机负荷率 61.79%。

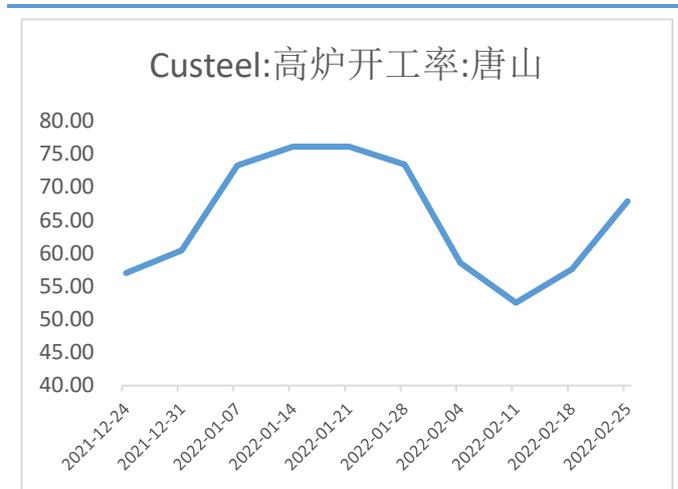
**钢铁：生产逐步恢复，需求保持弱势。**东奥会结束，高炉开工率稳步回升，Custeel:高炉开工率：唐山进一步升至 67.85%。短期来看，今年稳增长压力较大，限产力度或低于去年，而碳达峰时点有所延后，意味着今年产量不会继续大幅收缩，随着各地节后不断复工复产，钢材产量将逐步回升。节后各地复工节奏缓慢，需求仍保持低位，全国钢材延续累库走势。

图表 5：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

### 2) 地产销售周环比回升，汽车零售持续回暖

**房地产销售周环比回升。**截至 2 月 23 日，30 大中城市商品房成交面积周环比上升 6.43%，2 月月环比下降 44.24%，月同比下降 36.75%，其中，一、二、三线城市 2 月同比增速分别为-12.71%、-36.34%和-57.65%。土地市场方面，上周 100 个大中城市成交土地面积环比增速 24.48%，土地市场开

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_38969](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38969)

