

乌克兰危机如何影响资产配置？

报告导读/核心观点

乌克兰危机降低市场风险偏好并在美股的情绪脆弱期进一步放大市场波幅，冲突本质仍是美国与俄罗斯的对抗。预计美俄对峙的核心目的仍是通过局部对抗换取美俄全面谈判的优势（普拜会后，美俄在乌克兰问题、网络安全、人权以及对俄经济制裁等多个领域均有广泛探讨），未来存在小范围冲突可能但大规模发酵概率低。在风险事件冲击下，我们认为黄金+股票或是春节假期较好的资产持有选择。一方面短期地缘风险事件的发酵存在不确定性，阶段性演变超预期可能助推避险资产价格，短期可增配黄金；权益资产方面预计假日期间海外风险的冲击将逐步趋弱，一方面地缘政治风险大规模发酵概率低，另一方面我们认为 3 月首次潜在加息启动前美股受盈利预期驱动仍有反弹动力。

□ 乌克兰危机降低市场风险偏好并在美股的情绪脆弱期进一步放大市场波幅

隔夜美股出现大幅波动，道指、纳指最大跌幅分别触及 3.2% 和 4.9%，随后大幅回升最终收涨；美债、美元、黄金三大避险属性资产盘中均曾出现大幅上涨，此后跌幅收窄。盘中的资产价格异动主要反应乌克兰危机的地缘冲突风险。本轮风险主要源于俄罗斯继 1 月中旬公布美国及与北约的安全保障协议草案后，为应对北约在乌克兰势力扩张继而在乌俄边境大幅增兵。鉴于北约的核心力量仍是美国，冲突本质仍是美欧与俄罗斯的对抗。俄罗斯方面，近期在乌俄边境大幅增兵超过 10 万人次，并计划举行大规模军事演习。美国方面，一是向乌克兰输送武器并派遣航母于 1 月 24 日在地中海开展军演；另二是美国国务院也下令撤离驻乌克兰使馆家属。从资产价格来看，一方面美俄双方持续升级的摩擦行为增强军事冲突预期，降低了市场的风险偏好，驱动避险资产价格走高；另一方面，年初至今美股本就处于持续回调通道，乌克兰这一潜在的黑天鹅事件进一步放大了权益市场的波动幅度。

□ 美俄核心目的是通过局部对抗换取谈判优势，有冲突可能但大规模发酵概率低
我们认为近期乌克兰危机表面源自于俄罗斯提出并要求美国及北约签署的安全保障协议（提出北约不再东扩、不接受乌克兰作为北约成员等要求），核心仍是美俄深层次的全面对抗。普京与拜登于 2021 年 6 月进行会晤并对乌克兰问题、网络安全、人权以及对俄经济制裁等问题进行了广泛探讨。白宫也在会后发布名为“战略稳定”的联合声明，并指出两国未来将继续展开双边战略对话，2021 年 12 月次轮“普拜会”以及 2022 年 1 月 10 日美俄在日内瓦的安全谈判均是首次“普拜会”后的衍生产物，本次军事冲突也是美俄在诸多冲突领域中的局部反应。如按当前形势发展，我们认为未来乌克兰俄罗斯边境存在发生军事冲突的可能，但大规模发酵可能性小。一是我们认为美俄双方的核心目的仍是通过局部领域的对抗换取全面交涉的谈判优势，大规模军事冲突并非目的，拜登也曾经在“普拜会”中明确反对核战争的态度。二是全球尤其是美国当前面对显著通胀压力，俄罗斯作为石油和天然气领域的重要能源输出国，当前阶段美国与俄罗斯展开全面对抗的有助长全球通胀的潜在风险。

□ 短期配置把握风险事件反复引发的避险情绪，黄金+股票是春节较好配置选择
在乌克兰危机的冲击下，我们认为黄金+股票或是春节假期较好的资产持有选择。一方面短期地缘风险事件的发酵存在不确定性，阶段性演变超预期可能助推避险资产价格，短期可增配黄金（但金价可能在地缘风险缓解后回调）；权益资产方面预计假日期间海外风险的冲击将逐步趋弱，一方面地缘政治风险大规模发酵概率低（因短期风险偏好冲击而受损的资产价格可能修复），另一方面我们认为 3 月首次潜在加息启动前美股仍有反弹动力。

一是估值端短期流动性加速收紧预期将缓解，1 月 27 日联储议息决议即将公布，预计鲍威尔将对货币政策正常化路径、何时首次加息以及首次加息幅度给出进一步指引，将淡化市场对短期流动性超预期收紧的担忧，美股杀估值的过程将暂告一段落。二是盈利端短期仍是美股的驱动因素，当前标普 500 成分公司公布 2021 年 Q4 业绩超预期比例已达 79.7%，相较 2021 年 Q3 边际有所下降但仍高于 2020 年水平，短期来看盈利仍是美股反弹的驱动因素。3 月首次加息启动前美股仍有反弹动力。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

□ 2022 年 3 月警惕美股回调，未来重点关注首次加息博弈以及期限利差倒挂

美股方面，2022 年 3 月（即首次加息后）需警惕美股在紧缩预期、经济下行压力加大的背景下因估值和盈利端的双重压力而大幅回调；此后如果加息力度不及预期将逐渐修复此前跌幅。我们认为未来需重点关注两大时间点：一是首次加息的博弈，需重点关注加息“从 0 到 1”对估值处于高位的美股的挑战；二是如果美股经受住“首次加息”的考验则应将关注点转向“10 年期-2 年期”期限利差的变化，期限利差倒挂易刺破美股泡沫，这一信号的本质同样是估值压力加大叠加经济前景恶化的组合，往往由美联储连续加息所致。从当前 10 年期及 2 年期国债的收益率变化来看，当前期限利差已收窄至 90BP 以内，可能在 4 次加息后出现收益率的倒挂。

□ 美债收益率短期或上至 2% 全年前高后低中枢下行，美元高位震荡后趋于下行

美债方面，Q1 我们认为 10 年期美债收益率在紧缩预期的驱动下仍有上行动力，高点可能触及 2%；此后加息力度不及预期将使得政策利率的约束减少，美债收益率将反映通胀和基本面双双回落的预期，全年呈前高后低，中枢下行态势。从结构来看，整体将呈现实际利率上行和通胀预期下行的交替走势（预计实际利率上行阶段主要集中在上半年，下半年同样转为下行并利好金价走势）。

美元方面，我们维持此前判断，短期加息预期可能驱使美元指数继续高位震荡；当前市场对欧美货币政策背离的定价已达到较为极致的状态，2022 年美国加息力度不及预期（欧美货币政策背离程度将在 2022 年收敛，欧央行对通胀问题较为乐观且受到债务问题制约已多次指出 2022 年加息概率极低，详细可参考前期报告《发达国家央行是否会出现加息潮》）以及欧洲补库即将滞后于美国启动，美元指数预计重回下行通道并下探 90。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧。

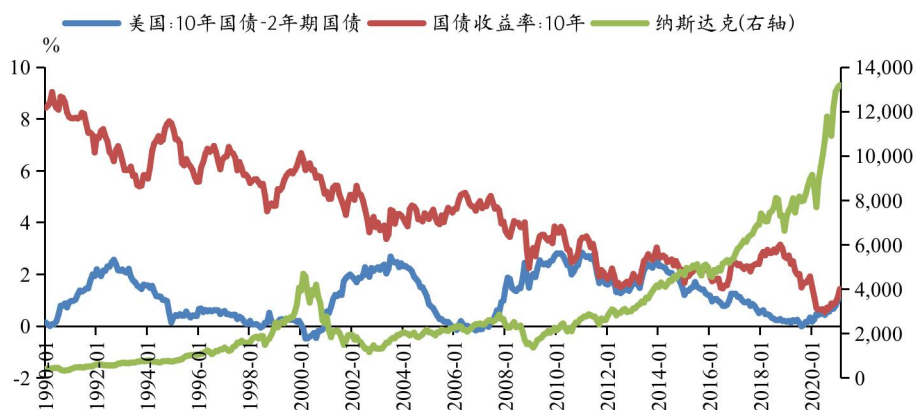
1. 重要图表

表 1：2017-2019 年间美联储缩表节奏复盘

时间	缩表节奏
2017 年 10 月	缩表正式启动，每月减持 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS（每 3 个月减持规模翻倍，减持主要通过减少到期再投资的方式开展）
2018 年 10 月	每月减持规模 300 亿国债和 200 亿美元 MBS，缩表速度触顶（每月 500 亿美元）
2019 年 5 月	每月缩表规模由 500 亿美元下降至 350 亿美元（国债每月减持 150 亿美元，MBS 减持 200 亿美元，部分 MBS 到期转投国债）
2019 年 9 月	结束缩表，美联储资产规模由缩表期初的 4.5 万亿美元下降至 3.9 万亿美元

资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 1：历次 10 年期国债+期限利差收窄的组合都导致纳斯达克回撤（股指右轴）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_36539

