

战火之下，大类资产有何表现？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢钰

相关报告

1 宏观专题 20210816：地产调控会不会放松？

2 宏观专题 20210907：民企为何赚不到钱？——从利润分化看政策取向

3 宏观专题 20211012：“电荒”现象的误区、成因与影响——能源系列研究之一

4 宏观专题 20211116：趋势、周期与影响——百年全球大宗商品价格沉浮

5 宏观专题 20211129：Omicron 来了：该担心疫情还是加息？

6 宏观专题 20211228：全球能否躲过新一轮疫情？

7 宏观专题 20220105：开年宏观经济与市场十大预判

8 宏观专题 20220111：就业为何难以拖住美国加息脚步？

9 宏观专题 20220116：缩债还有缩表，美债由谁来买？

10 宏观专题 20220125：地方经济工作重点何在？

11 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

12 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

投资要点

近日，俄罗斯与乌克兰在边境的对峙局势日趋紧张，这也引发了全球各类资产价格的剧烈波动。那么，地缘政治冲突对于全球大类资产表现究竟有何影响？一旦冲突局势升温，又会带来怎样的冲击？我们不妨从历史上典型的地缘冲突中寻找答案。

- **新世纪以来有哪些地缘冲突？**从 2000 年以来，全球来看共经历过 10 次比较典型的地缘政治冲突事件。由于历次冲突的规模、持续时间、波及范围等均有不同，对各类资产的影响程度也不尽相同，但整体来看，局部地区的冲突爆发对大类资产的走势长期影响有限。
- **冲突爆发后大类资产表现如何？**权益：冲突爆发短期将冲击权益市场，但持续时间不长，大规模、长时间的地缘冲突对权益市场的影响更加显著。历次冲突爆发后一天，多数指数下跌，但冲突后 7 个交易日，多数指数由跌转涨。进一步观察地缘冲突整个时期内指数的表现，可以发现地缘政治冲突事件对权益市场的影响实际有限。从历次冲突期间行业的表现来看，工业原材料等板块有望占优，成长板块或将出现回调。**债券：冲突期间债市收益率多数下滑。**新世纪以来，由于历次地缘政治引发的冲突持续时间较短、波及范围较小，且参战国强弱差距明显，因此地缘冲突对于债市均未造成明显的影响，不过收益率普遍呈现下滑。唯一的例外是利比亚战争时期，各国十年期国债到期收益率大幅回落，10 年期美债收益率显著回落 142bp。**大宗商品：冲突对于金价的影响更多在战前，波及原油产地的地缘冲突对油价的提振效果更显著。**贵金属方面，新世纪以来的十次地缘冲突前三个月，COMEX 黄金价格多数上涨，而当冲突爆发或战局明朗后，黄金价格并不必然上涨。能源品方面，从历次地缘冲突爆发后油价的变化来看，涉及中东地区的地缘冲突期间，油价大部分呈上涨态势，如伊拉克战争爆发后的 7 个交易日，布伦特原油显著上涨 6.6%，利比亚战争和叙利亚内战期间，原油价格也均有走高。**美元指数：近年来冲突爆发短期多会导致美元走弱，美元的“避风港”地位弱化。**在新世纪以来的十次冲突爆发后一天内，美元指数似乎以 2011 年为节点存在明显的分化，2001 至 2010 年爆发的冲突多会带动美元升值，而 2011 年后，在冲突爆发的背景下，美元指数却不升反降。将时间拉长至历次地缘政治冲突持续的整个期间来看，我们发现，整体来说美元指数涨少跌多，这或许意味着近年来美元的“避风港”地位可能正在逐步弱化。
- **俄乌局势剑拔弩张，资产价格何去何从？**年初以来，俄罗斯和乌克兰两国的紧张局势日益升级。从此前历次地缘冲突下资产表现的规律来看，一旦俄乌冲突升级，则将会引发资产价格的明显调整。**首先**，从权益市场来说，中长期来看并不需要担心股市的大幅回落，但短期调整恐将不可避免，工业原材料等板块有望占优，成长板块或将出现回调；**其次**，从债券市场来说，债券收益率水平有望小幅下移，但除非战争爆发规模超出预期，否则调整幅度可能不大；**第三**，从当前时点来看，冲突升级会使得原油的配置价值高于黄金等贵金属；**最后**，冲突对美元指数的影响可能不大，但考虑到美联储正在加速收紧货币政策，美元指数依然易升难降。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 新世纪以来有哪些地缘冲突？	- 4 -
2. 冲突爆发后大类资产表现如何？	- 4 -
3. 俄乌局势剑拔弩张，资产价格何去何从？	- 10 -

图表目录

图表 1: 2000 年以来历次地缘冲突事件整理.....	- 4 -
图表 2: 历次冲突后一个交易日指数的涨跌幅均值和中位数 (%)	- 5 -
图表 3: 历次冲突发生后指数的涨跌幅均值 (%)	- 5 -
图表 4: 冲突期间主要指数上涨和下跌的个数 (个)	- 6 -
图表 5: 历次冲突期间 A 股各行业的涨跌幅中位数 (%)	- 6 -
图表 6: 历次冲突期间美股各行业的涨跌幅中位数 (%)	- 7 -
图表 7: 历次冲突后 10Y 国债利率平均变动 (BP)	- 7 -
图表 8: 冲突前三个月 COMEX 黄金价格涨跌幅 (%)	- 8 -
图表 9: 历次冲突后 COMEX 黄金价格涨跌幅 (%)	- 8 -
图表 10: 历次冲突后 Brent 原油价格涨跌幅 (%)	- 9 -
图表 11: 冲突后一个交易日美元指数涨跌幅 (%)	- 9 -
图表 12: 历次冲突后美元指数涨跌幅 (%)	- 10 -
图表 13: 俄乌冲突演变过程	- 10 -
图表 14: 2020 年全球原油产量分布 (%)	- 11 -

近日，俄罗斯与乌克兰在边境的对峙局势日趋紧张，这也引发了全球各类资产价格的剧烈波动。那么，地缘政治冲突对于全球大类资产表现究竟有何影响？一旦冲突局势升温，又会带来怎样的冲击？我们不妨从历史上典型的地缘冲突中寻找答案。

1. 新世纪以来有哪些地缘冲突？

从 2000 年以来，全球来看共经历过马其顿武装冲突、阿富汗战争、伊拉克战争、黎巴嫩战争、俄罗斯格鲁吉亚战争、科特迪瓦内战、利比亚战争、叙利亚内战、乌克兰冲突和第二次卡拉巴赫战争等 10 次比较典型的地缘政治冲突事件。由于历次冲突的规模、持续时间、波及范围等均有不同，对各类资产的影响程度也不尽相同，但整体来看，局部地区的冲突爆发对大类资产的走势影响有限。

图表 1：2000 年以来历次地缘冲突事件整理

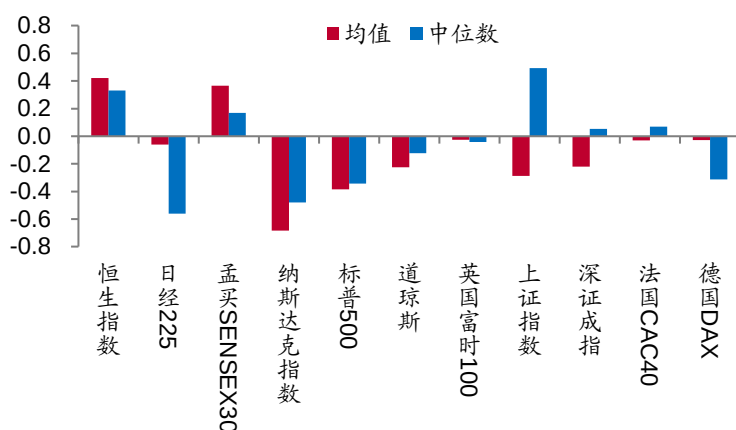
事件	开始	结束	参战国	地区
马其顿武装冲突	01/1/22	01/6/11	马其顿	南欧
阿富汗战争	02/10/7	01/11/7	阿富汗、美国	西亚
伊拉克战争	03/3/20	03/4/15	伊拉克、美国、英国、澳大利亚、波兰	亚洲西南（中东）
黎巴嫩战争	06/7/12	06/8/14	黎巴嫩、以色列	西亚（中东）
俄罗斯格鲁吉亚战争	08/8/1	08/8/16	格鲁吉亚、俄罗斯	西亚
科特迪瓦内战	10/12/4	11/4/5	科特迪瓦	西非
利比亚战争	11/2/16	11/10/20	利比亚、法国、美国、英国	北非（中东）
叙利亚内战	11/3/15	11/4/15	叙利亚、俄罗斯、伊朗、黎巴嫩、美国、土耳其、欧盟	西亚（中东）
乌克兰冲突	14/4/6	14/9/5	乌克兰、俄罗斯	东欧
第二次卡拉巴赫战争	20/9/27	20/11/10	亚美尼亚、阿塞拜疆	欧亚交界（中东）

来源：wikipedia，中泰证券研究所

2. 冲突爆发后大类资产表现如何？

冲突发生后短期明显冲击权益市场。首先来看权益市场，地缘冲突爆发后，通常来说短期会导致风险资产受到冲击，从历次冲突爆发后一天指数的表现来看，仅恒生指数和孟买 SESEX30 平均涨跌幅为正，其余主要指数均表现为下跌，中国、欧洲、美国等主要经济体的股市明显回落。

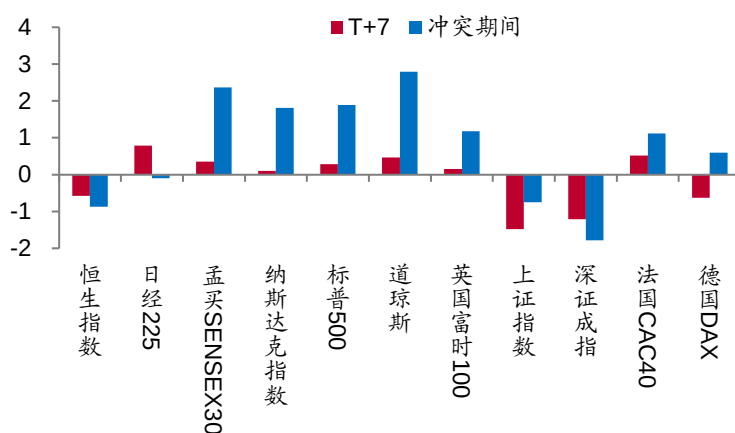
图表2：历次冲突后一个交易日指数的涨跌幅均值和中位数（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

冲突事件对于股市的冲击持续时间较短。不过，从历次指数变化的均值来看，冲突后7个交易日，多数指数已经由跌转涨。如果进一步观察地缘冲突持续的整个时期内指数的表现，可以发现，拉长时间来看，地缘政治冲突事件对权益市场的影响较为有限。在历次冲突期间，上证综指5次上涨与5次下跌、恒生指数6次上涨与4次下跌、标普500指数8次上涨与2次下跌，在整个冲突期间事件对于权益市场的冲击并不显著。

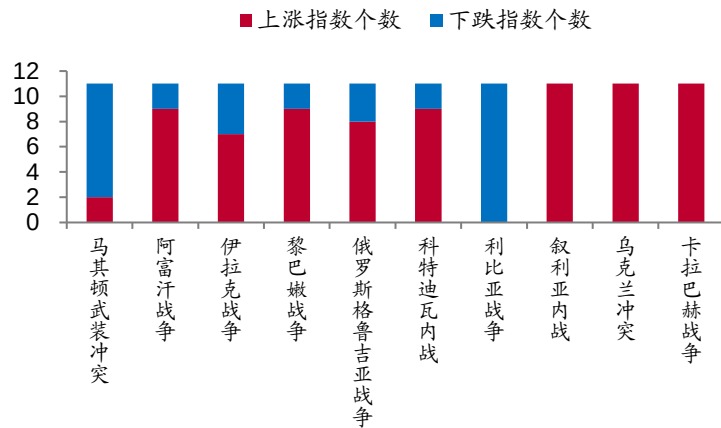
图表3：历次冲突发生后指数的涨跌幅均值（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

大规模、长时间的地缘冲突对权益市场的影响更加显著。在历次地缘政治冲突事件中，主要指数多数情况下涨多跌少。仅在利比亚战争期间，主要指数普遍下跌，而在叙利亚内战、乌克兰冲突和第二次卡拉巴赫战争期间，主要指数甚至全面上涨。这主要与战争的规模和持续时间有关，利比亚战争虽然因国内的派别争斗而爆发，但在欧美国家介入后，发展成为西方国家和中东北非的国际战争，且持续时间超过半年多，因而对权益市场的影响也是历次战争中最大的。而其他冲突多为局部战争，对权益市场的影响较弱。

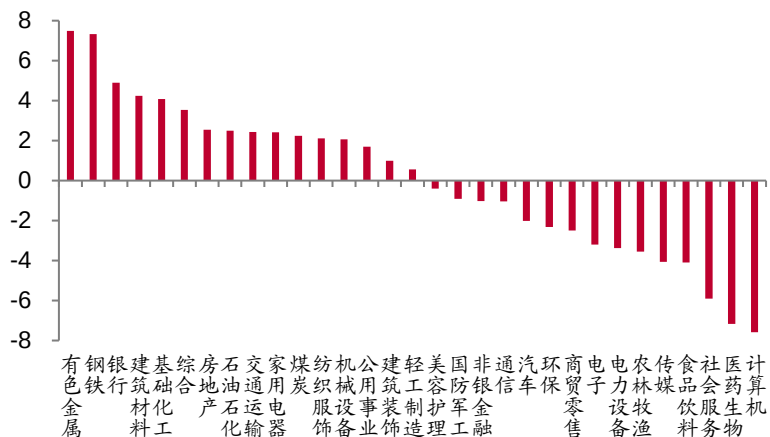
图表 4：冲突期间主要指数上涨和下跌的个数（个）



来源：WIND，中泰证券研究所

有色金属行业在 A 股表现最优。从历次冲突期间 A 股各行业的表现来看，有色金属行业的涨幅中位数领先于其他行业，这或许与战争爆发时期，投资者避险情绪升温导致黄金等避险资产相关股票上涨有关。此外，钢铁和银行股在战争爆发时整体表现也相对较好。而社会服务、医药生物及计算机行业受到冲突的负面影响或大于其他行业。

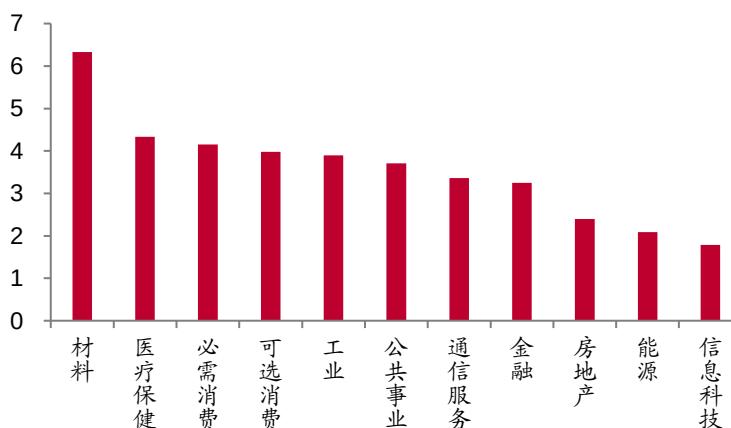
图表 5：历次冲突期间 A 股各行业的涨跌幅中位数（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

材料行业股票领涨美股。从历次冲突期间美股的行业表现数来看，标普 500 一级各行业均有所上涨。其中，材料行业的涨幅中位数领先于其他行业，医疗保健和必需消费也有不错的表现，而信息科技的涨幅垫底。可见整体而言，地缘冲突爆发对高成长性的板块不利。

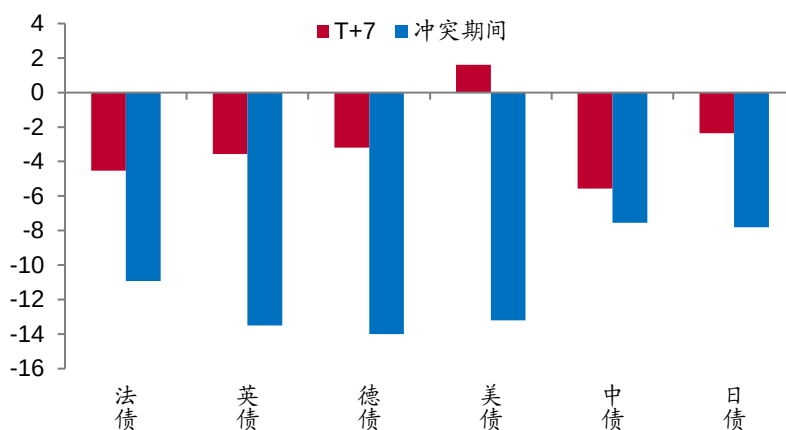
图表 6：历次冲突期间美股各行业的涨跌幅中位数（%）



来源：Bloomberg，中泰证券研究所

冲突期间债市收益率多数下滑。其次我们来看债券市场。除非一国宣布参战或遭遇战败，该国的国债利率存在上升风险以外，一般而言，债券在冲突期间或将受益。新世纪以来，由于历次地缘政治引发的冲突持续时间较短、波及范围较小，且参战国强弱差距明显，因此地缘冲突对于债市均未造成明显的影响。唯一的例外是利比亚战争时期，各国十年期国债到期收益率大幅回落，10Y 美债利率显著回落 142bp。正如前文所述，本次战争的规模相对较大、持续时间偏长，对股市、债市都产生了明显的影响，其余局部地缘冲突期间，国债利率仅有小幅变化，不过收益率普遍呈现下滑。

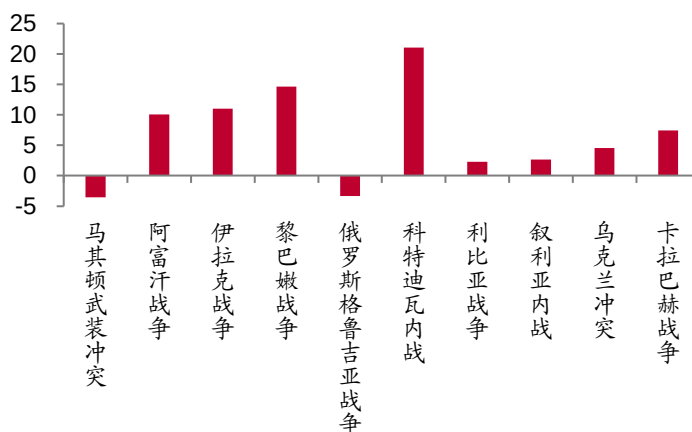
图表 7：历次冲突后 10Y 国债利率平均变动（BP）



来源：WIND，中泰证券研究所

战前恐慌情绪蔓延下金价趋于上涨。第三，从黄金市场的表现来看，所谓“大炮一响，黄金万两”，黄金是战争时期公认的避险资产。通过复盘历次冲突前后黄金价格的变化，我们发现金价一般在开战前走高。虽然地缘风险事件具有不确定性和突发性，冲突具体发生的时间无法预测，但一些地缘冲突前期酝酿时间较长，在战前恐慌情绪的蔓延下，黄金价格趋于上涨。新世纪以来的十次地缘冲突前三个月，COMEX 黄金价格多数上涨，仅在两次战争前有所回落，一是战争范围较小的马其顿武装冲突，二是俄罗斯格鲁吉亚战争，当时美国实行强势的美元政策以抑制通胀，导致黄金价格下跌。

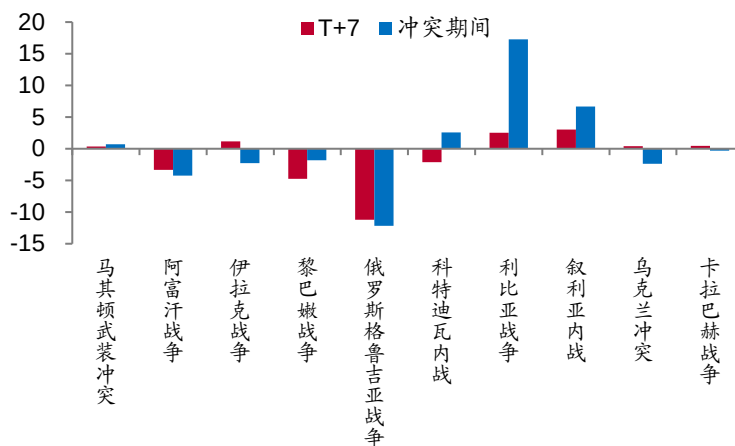
图表 8：冲突前三个月 COMEX 黄金价格涨跌幅（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

冲突爆发后，黄金价格并不必然上涨。当战争正式开始或战局明朗后，黄金价格并不必然上涨，在新世纪以来的十次地缘政治冲突期间，黄金价格 5 次上涨与 5 次下跌。一般而言，战前市场已有充分预期，而战争正式开始后，在利空出尽的背景下，黄金价格有回落的可能。

图表 9：历次冲突后 COMEX 黄金价格涨跌幅（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

涉及主要产油国的地缘冲突对油价的影响较大。第四，从原油价格的表现来看，地缘冲突对油价的影响更为显著，且往往伴随着油价的剧烈波动。

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_37743

