

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152627

相关研究

- 俄乌大战之后，股市如何抄底？
- 稳增长逐步落地，预期有所改善
- 1月物价数据点评：疫情冲击，物价仍弱

- 上周，全球市场主要受到俄乌局势的影响，整体呈现 Risk Off 走势。然而，随着情绪的释放，市场迅速修复。美股和黄金均修复到 2 月 18 日的水平。随着俄罗斯被剔除 SWIFT，俄乌局势仍有进一步发酵的可能，但对市场冲击最大的时刻可能已经过去，除非发生进一步的黑天鹅。
- 因此，建议本周逐步加仓抄底，如有进一步下跌可酌情再加仓。在本轮地缘政治冲击之下，A 股调整幅度不大，因此修复的空间有限。而港股则跌幅明显，具有较大的修复潜力（详细分析请参考我们的研报《[首创证券宏观研究_俄乌大战之后，股市如何抄底？_宏观专题研究](#)》）。
- 切断俄罗斯使用 Swift 首先会严重影响俄罗斯的国内经济，俄罗斯的跨境贸易和资金流动将会严重受阻，大量国际贸易将只能通过本币交易，或与签订了货币互换的国家之间进行贸易往来，而俄罗斯作为原油和天然气的重要出口国，这两部分的利润占到了俄财政收入的 40% 以上。同时，制裁措施实施以后，全球能源价格或受到严重冲击，尤其对依赖俄罗斯能源进口的欧盟来说，能源进口或承压加大，导致全球通胀进一步加剧。
- **港股、消费更具潜力。**最近香港疫情出现了明显反弹，截至 2 月 27 日凌晨零时，全港新增 26026 例新冠肺炎确诊病例。在地缘政治风险上升的前提下，港股跌幅更大，我们认为与疫情扩散存在较大关系。对比港股与美股走势差与香港疫情的发酵情况后，发现本轮港股的超跌与疫情相关性较高。后期随着疫情逐步受控，我们认为港股修复空间更大。国内也有类似情况，近期国内疫情再次抬头，一定程度上造成了消费板块的回调。随着疫情受控，消费板块更具修复潜力。
- 从风格上来看，成长板块占优，上周累计收涨 1.9%，金融和稳定风格表现最差，跌幅大于 3%。总体来看，高低估值仍在切换之中，新基建较老基建更具优势。后续建议关注下周五开始召开的两会以及近期将密集披露的业绩快报，重视赛道股业绩对产业预期的修正。
- 从中期角度来看，港股机会更大；A 股更多是结构性机会，总体来看低估值依然占优。随着稳增长落地，基建板块逢高出货，消费更具潜力；国债收益率可能在当前点位下有所回升，整体保持低位震荡。风险上看，疫情变化及美股大幅调整的风险值得关注。

风险提示：疫情超预期，地缘政治风险升级

1 俄乌大战，适时抄底

上周，全球市场主要受到俄乌局势的影响，整体呈现 Risk Off 走势。然而，随着情绪的释放，市场迅速修复。美股和黄金均修复到 2 月 18 日的水平。我们整理了俄乌局势重要事件的时间线，最新消息显示，美国、英国、欧盟与加拿大发表共同声明，宣布将俄罗斯主要银行从 SWIFT 体系中剔除，具体影响见第 2 节。随着俄罗斯被剔除 SWIFT，俄乌局势仍有进一步发酵的可能，但对市场冲击最大的时刻可能已经过去，除非发生进一步的黑天鹅。

图 1：全球市场已从俄乌局势中修复



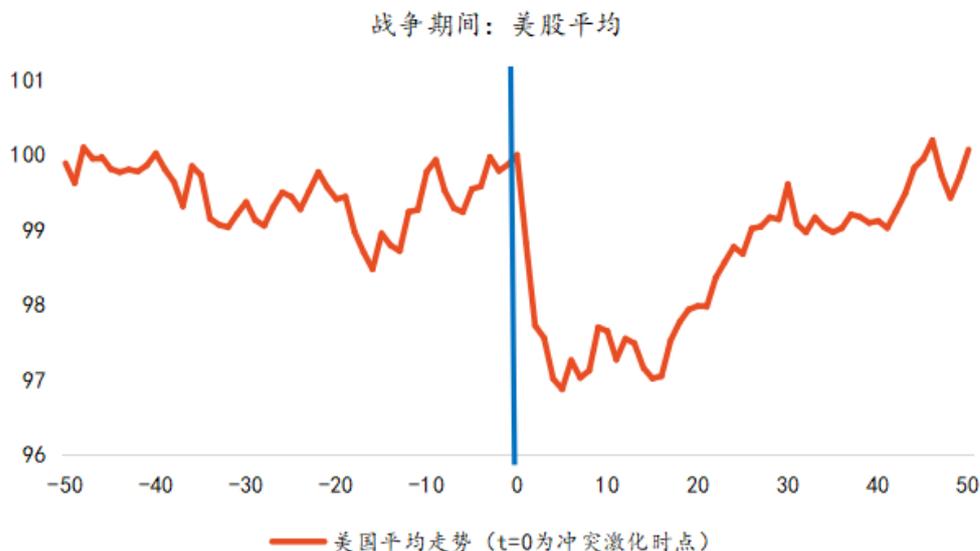
资料来源：Wind, 首创证券

表 1：俄乌走势重要时间线

时间	事件
2 月 19 日 04:29	乌东顿涅茨克政府大楼附近发生爆炸
2 月 21 日 19:42	俄一边防哨所被乌炮弹击中 乌否认开火
2 月 23 日 09:37	美欧公布对俄制裁措施：瞄准金融业
2 月 24 日 11:01	普京决定在顿巴斯地区进行军事行动
2 月 24 日 12:46	俄方：以高精度手段摧毁乌军事设施
2 月 24 日 12:49	乌克兰总统：全境将进入战时状态
2 月 24 日 13:21	俄乌开战 黄金油价暴涨
2 月 24 日 17:30	乌议员要求总统泽连斯基辞职
2 月 24 日 17:32	乌克兰总统宣布与俄罗斯断交
2 月 24 日 22:11	乌方发出防空警报 通知所有人立即前往民防避难所
2 月 24 日 23:01	俄罗斯 RTS 指数一度大跌 50%
2 月 25 日 02:56	拜登：冻结俄在美所有资产
2 月 25 日 08:55	全球最大黑客组织对俄发起网络战争
2 月 25 日 18:47	俄外长：只要乌军放下武器 俄方愿意谈判
2 月 25 日 20:28	俄国防部：俄军方已从西侧封锁基辅
2 月 25 日 20:45	俄国防部：俄军已封锁乌北部城市切尔尼戈夫
2 月 25 日 20:48	欧盟计划冻结普京和拉夫罗夫的资产
2 月 26 日 05:54	俄乌局势或缓和 美三大股指齐收涨
2 月 27 日 06:07	美国、英国、欧盟与加拿大发表共同声明，宣布将俄罗斯主要银行从 SWIFT 体系中剔除

资料来源：公开信息整理, 首创证券

图 2：战争期间美股平均走势

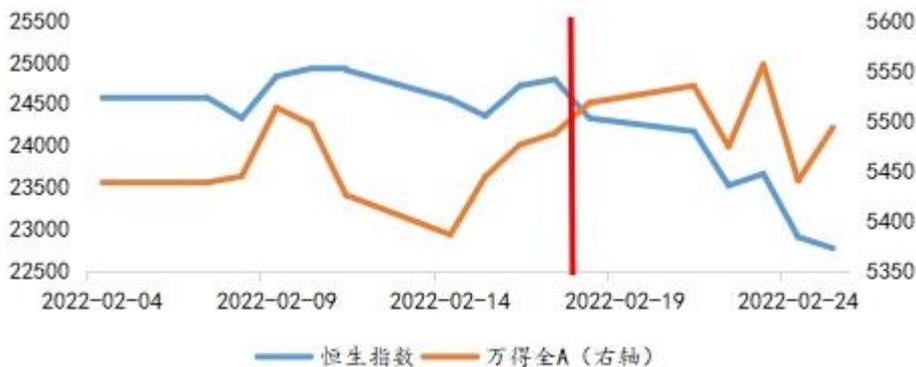


资料来源：Wind, 首创证券

注：本图选取二战后九次战争或冲突期间美股标准化走势并取平均（ $t=0$ 时点股指标准化为 100），包括朝鲜战争、古巴导弹危机、越南战争、第四次中东战争、科威特（海湾）战争、911 袭击、伊拉克战争、利比亚（叙利亚）战争、克里米亚危机

因此，建议本周逐步加仓抄底，如有进一步下跌可酌情再加仓。在本轮地缘政治冲击之下，A 股调整幅度不大，因此修复的空间有限。而港股则跌幅明显，具有较大的修复潜力（详细分析请参考我们的研报《首创证券宏观研究_俄乌大战之后，股市如何抄底？_宏观专题研究》）。

图 3：港股跌幅更大，更有修复机会



资料来源：Wind, 首创证券

2 SWIFT 及其影响

Swfit 即环球银行金融电信协会，或译为环球同业银行金融电讯协会，是一个国际

银行间非盈利性的国际合作组织，向其用户群提供报文传送服务平台和通信标准，2021年系统平均每日处理超过4200万条信息，目前Swift报文传送服务平台、产品和服务将200多个国家和地区11,000多家银行机构、证券机构、市场基础设施和企业客户连接在一起，超80%的跨境支付交易信息传递要通过Swift网络进行。俄罗斯总计有300多家金融机构、超八成的国际贸易均通过Swift系统进行结算。

切断俄罗斯使用Swift首先会严重影响俄罗斯的国内经济，俄罗斯的跨境贸易和资金流动将会严重受阻，大量国际贸易将只能通过本币交易，或与签订了货币互换的国家之间进行贸易往来，而俄罗斯作为原油和天然气的重要出口国，这两部分的利润占到了俄财政收入的40%以上。早在2014年，俄罗斯就曾经预测被踢出Swift将使得俄罗斯的国内生产总值下降5%，而2021年俄罗斯的GDP增长仅为4.7%，此举极有可能致使俄罗斯经济进入负增长，由此引发失业、物价上涨等。

为应对被踢出Swift的影响，俄罗斯早在2015年已经开始建立SPFS系统来代替Swift，但目前该系统不管是参与机构数，还是信息传递量都难以与Swift匹敌，替代作用仍有限。

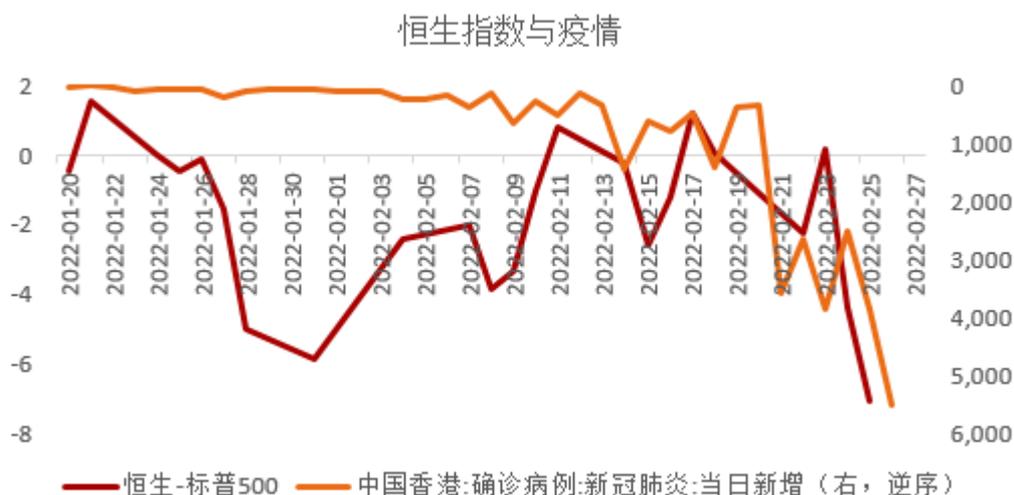
同时，制裁措施实施以后，全球能源价格或受到严重冲击，尤其对依赖俄罗斯能源进口的欧盟来说，能源进口或承压加大，导致全球通胀进一步加剧。

目前俄罗斯拥有6302.07亿美元的外汇储备，其中排名前两位的分别为欧元和美元，卢布的贬值将导致俄罗斯金融机构和企业海外偿债压力加大。

3 港股、消费更具潜力

最近香港疫情出现了明显反弹。香港特区政府卫生署2月27日通报，截至当日凌晨零时，全港新增26026例新冠肺炎确诊病例，包括7例输入病例及26019例本地病例。在地缘政治风险上升的前提下，港股跌幅更大，我们认为与疫情扩散存在较大关系。我们对比了港股与美股走势差与香港疫情的发酵情况，发现本轮港股的超跌与疫情相关性较高。后期随着疫情逐步受控，我们认为港股修复空间更大。

图 4：恒生指数与疫情

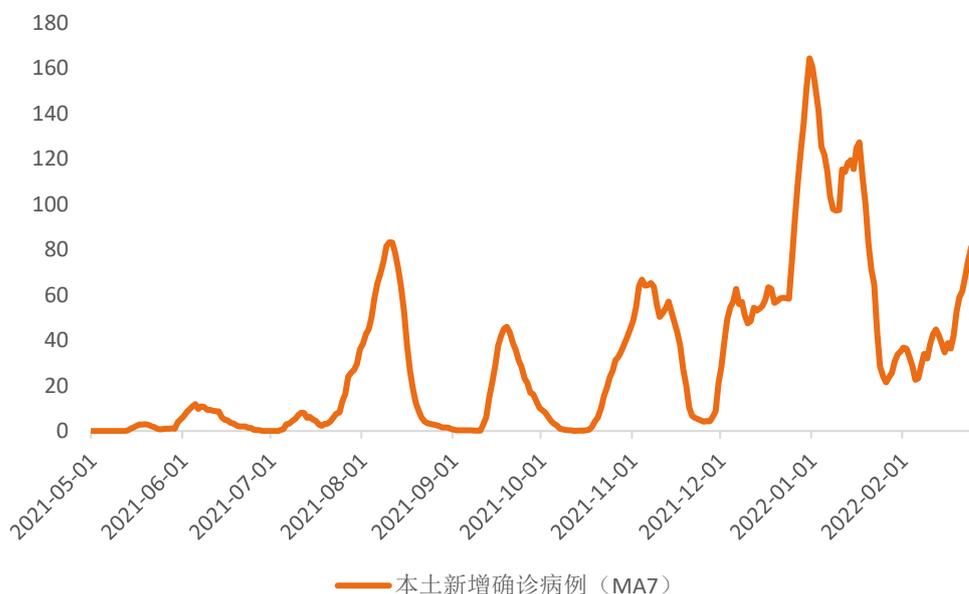


资料来源：Wind, 首创证券

近期，国内疫情也出现了一定的反弹，一定程度上造成了消费板块的回调，国内航

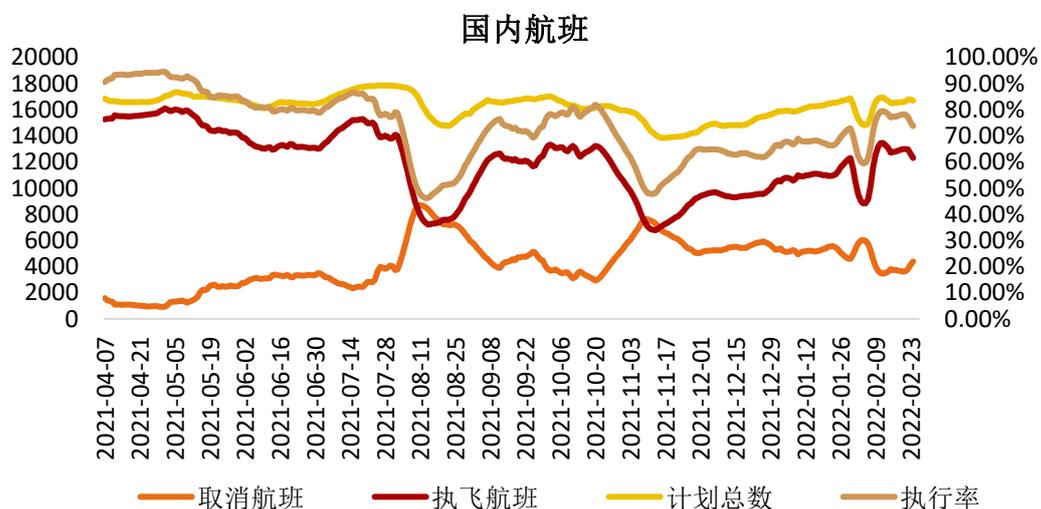
班量与消费板块的走势仍具有明显的相关性。随着疫情受控，消费板块更具修复潜力。

图 5：国内疫情再次抬头



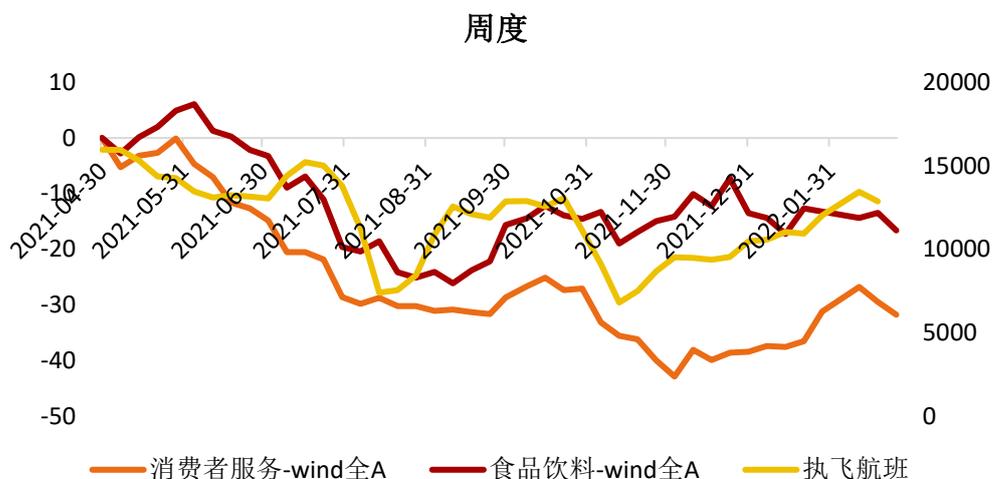
资料来源：Wind, 首创证券

图 6：疫情反弹，执飞航班数回落



资料来源：Wind, 首创证券

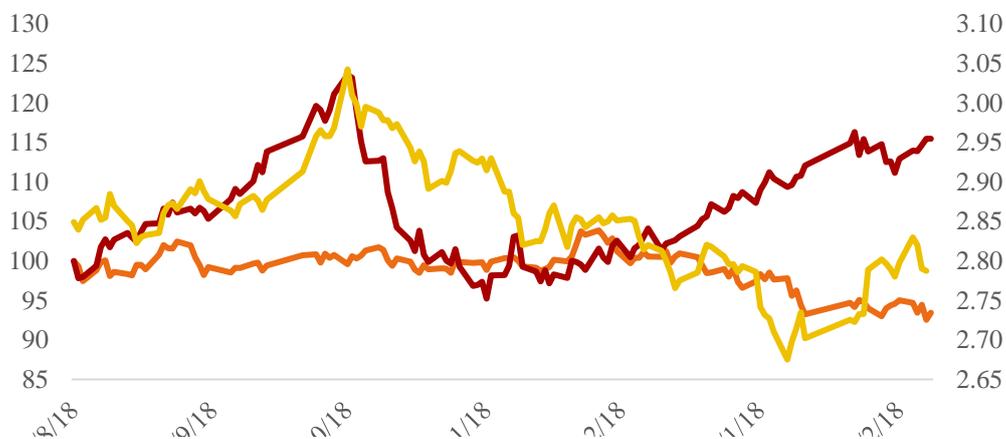
图 7：消费板块的回调仍受到疫情的较大影响



资料来源：Wind, 首创证券

上周在地缘政治的影响下，风险资产大跌，避险资产走强。国内市场整体股弱债强，沪深 300 指数累计收跌 1.7%，10 年国债收益率累计下行 2.3BP，南华工业品指数基本收平。

图 8：股债商走势



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_38533



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn