

从美俄对抗共性经验看资产走势

——乌克兰冲突系列研究三

报告导读/核心观点

过往俄罗斯对抗北约东扩的战争存在四大特征：持续时间短、不正面冲突、常态化对抗、制裁报复（本轮美欧对俄制裁上升到踢出 SWIFT 等极端措施概率小，能源仍将保持流通）对本轮乌克兰危机演绎以及资产价格走势判断有较好的借鉴意义。油价方面，预计乌克兰危机对油价的作用表现为脉冲式上行，并无持续上行动力。美债方面，预计本轮收益率上行即将于 Q1 末见顶于 2.1% 附近。美股方面，风险偏好冲击的影响将逐步修复，未来需回归主线关注加息预期和企业盈利下行共振对美股的冲击。黄金方面，未来冲突逐渐常态化后预计将从高位回调，但全年依旧看好。美元方面，短期受避险情绪推动大幅上行，未来冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调，全年中枢下行。大类资产目前暂不需要定价战争进一步升级的风险，如风险真正发生乌克兰危机上升为美国和俄罗斯之间的正面冲突，大类资产将转向黄金、原油、军工、货币市场基金。

□ 过往俄罗斯对抗北约东扩的战争存在四大共性特征

本轮乌克兰危机也是俄罗斯对抗北约东扩的直接体现。过往俄罗斯对抗北约东扩的战争存在四大共性，对本轮乌克兰危机的演绎有较好的借鉴意义。一是热战维持时间较短，俄格战争仅持续 10 天；克里米亚战争仅持续 20 天。二是战事过后两大当事国均会达成休战协议，但背后美俄的代理人外交冲突将逐步常态化，达成停火协议后关于格鲁吉亚和克里米亚的美俄外交争端则延续多年。三是美俄双方从未在类似战争中发生正面军事冲突。四是克里米亚战争后发达国家对俄罗斯开展了多轮制裁，从当前美欧政府的态度来看，制裁将在本轮冲突中得以延续。本次乌克兰危机可能延续上述特征，战事在短时间内结束后，战争不确定性对资产价格的扰动将明显下降；往后美俄在乌克兰领域的冲突将常态化，但资产价格将逐渐对这一冲突脱敏。

□ 本轮美欧对俄制裁上升到踢出 SWIFT 等极端措施概率小，能源仍将保持流通
当前美国对俄制裁措施主要侧重在融资端，为贸易尤其是原油的跨境美元结算留有余地；英欧制裁均具有类似特征。从目前情况来看，发达国家对俄罗斯采取的制裁符合我们此前预判，并未采取诸如将俄罗斯踢出 SWIFT 系统或者实行石油禁运等极端措施，未来进一步向该类措施演变发展的概率也相对较小。主要原因是俄罗斯与美欧在能源领域供需相互依赖，此类极端制裁措施的大面积升级容易导致两败俱伤，

□ 短期关注冲突加剧可能导致油价跳升，冲突常态化后资产价格逐渐脱敏

根据俄“美”对抗的共性特征：持续时间短、不正面冲突、常态化对抗、制裁报复。对未来系列大类资产走势判断如下：

油价方面，预计乌克兰危机对油价的作用主要是脉冲式上行，并无持续上行动力。脉冲上行源于冲突升级后市场定价供给不确定性，冲突走向常态化后原油价格将不再受此刺激。往后看，一是即便美欧升级对俄制裁也将保持能源流通，供给持续收缩扰动有限；叠加 Q2 伊核协议较大概率落地和 OPEC 产量基准调整带来的新增产能，将缓解油价上涨压力。需注意的是，如果短期原油价格的脉冲式上行过快，可能对海外货币政策形成扰动，不排除联储首次加息 50BP 并进一步压制通胀预期的可能性，但整体不改美债收益率 Q1 末于 2.1% 附近见顶回落的判断。

美债方面，我们认为本轮美债收益率上行即将于 Q1 末见顶，高点预计位于 2.1% 附近。在油价短期脉冲式走高的背景下，短期紧缩预期和通胀仍有小幅强化空间；此后加息预期逐步证伪、通胀预期回落以及基本面下行将驱动美债收益率回落。

美股方面，根据俄罗斯对抗北约两项特征：“持续时间短”和“冲突不升级到大国”，我们认为乌克兰危机对权益资产风险偏好冲击最大的时间点已过，未来美俄对抗逐步常态化后资产价格将逐渐脱敏，因风险偏好冲击而带来的资产价格回调将逐步修复。未来美股仍需回归主线关注未来加息预期和企业盈利下行共振对美股的冲击。

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

黄金方面，短期发挥避险属性价格同样大幅上行，符合我们前期判断；未来冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。但全年依旧看好黄金，尤下半年实际利率下行将带动金价走高，全年我们认为伦敦金价格将突破 2000 美元。

美元方面，短期受避险情绪推动大幅上行，未来冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调。2022 年美国加息力度不及预期以及欧洲补库滞后于美国启动，美元指数预计重回下行通道并下探 90。

风险提示：美欧部队全面参与乌克兰冲突

正文目录

1. 过往俄罗斯对抗北约东扩的战争存在诸多共性特征	4
1.1. 过往俄“美”对抗的共性特征：持续时间短、不正面冲突、常态化对抗、制裁报复	4
1.2. 本轮美欧对俄制裁预计主要侧重在融资端和资产冻结，上升到踢出 SWIFT 等极端措施的概率小	5
2. 短期关注冲突加剧可能导致油价跳升，冲突常态化后资产价格逐渐脱敏	6
3. 俄罗斯-格鲁吉亚的战争复盘，具有三大典型特征	8
3.1. 俄罗斯-格鲁吉亚源起内部独立战争，实际为俄罗斯对抗北约东扩	8
3.2. 俄罗斯-格鲁吉亚战争特征：作战时间短、美俄未正面冲突、对抗常态化	8
4. 克里米亚的战争复盘，具有四大典型特征	9
4.1. 克里米亚事件源起乌克兰政变，实际为俄罗斯对抗北约东扩	9
4.2. 克里米亚战争特征：作战时间短、美俄未正面冲突、对抗常态化、美欧制裁俄罗斯	9
风险提示	10

图目录

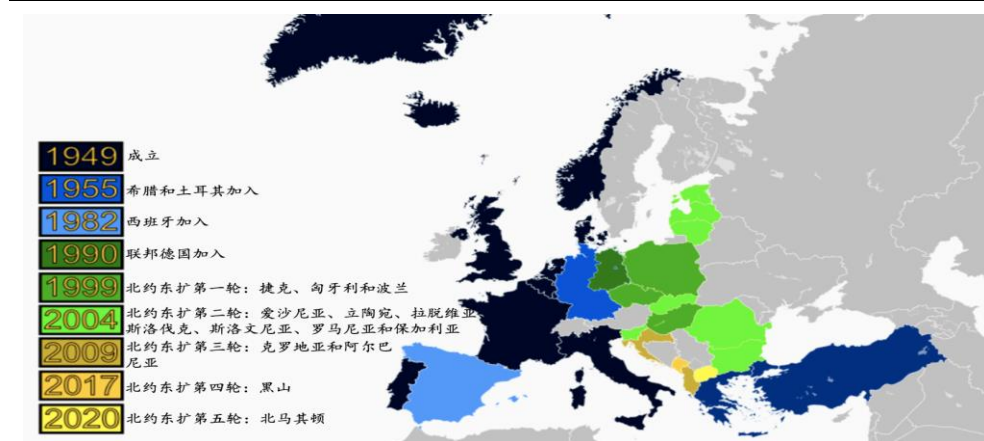
图 1：北约东扩趋势图	4
图 2：历轮美债收益率低位反弹幅度递减，预计本轮美债收益率反弹极限位于 2.1%附近（%）	7
表 1：北约东扩阶段成员国加入情况	4
表 2：白宫最新一轮对俄罗斯制裁措施	6
表 3：明斯克协议的部分核心条款	10

1. 过往俄罗斯对抗北约东扩的战争存在诸多共性特征

1.1. 过往俄“美”对抗的共性特征：持续时间短、不正面冲突、常态化对抗、制裁报复

近日乌克兰和俄罗斯危机升级，俄罗斯军队进入乌克兰国境并发生武装冲突，本轮乌克兰危机也是俄罗斯对抗北约东扩的直接体现。我们曾于前期报告《乌克兰为何成为地缘政治的冲突焦点》中指出，在重要的战略背景下，乌克兰是美国推进北约东扩的下一站（毗邻国家基本已经全部吸收加入北约）。北约东扩是美国全球霸权战略的体现，美国在通过海湾战争、阿富汗战争、伊拉克战争、利比亚战争等系列军事活动大幅提升中东区域的影响力后，意图通过北约东扩进一步增加在东欧以及亚太地区的影响力。乌克兰和格鲁吉亚是北约东扩的重要抓手，上述两国东扩推进受挫的主要原因来自俄罗斯的阻碍。2008年-2014年间，俄罗斯同样曾因对抗北约东扩而出兵乌克兰与格鲁吉亚，两场战争存在四大共性特征，对本轮乌克兰危机的演绎有较好的借鉴意义。

图 1：北约东扩趋势图



资料来源：Wikipedia，浙商证券研究所

表 1：北约东扩阶段成员国加入情况

加入时间	加入国家
第一轮：1999 年	捷克、匈牙利和波兰
第二轮：2004 年	爱沙尼亚、立陶宛、拉脱维亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、罗马尼亚和保加利亚
第三轮：2009 年	克罗地亚和阿尔巴尼亚
第四轮：2017 年	黑山
第五轮：2020 年	北马其顿

资料来源：Wikipedia，浙商证券研究所

一是热战维持时间较短，俄罗斯-格鲁吉亚战争期间战事时长仅持续 10 天；克里米亚战争期间战事时长仅持续 20 天。二是战事过后虽然两大当事国均会达成休战协议，但背后美俄的代理人外交冲突将逐步常态化，格鲁吉亚战后达成名为《萨科齐提案》的停火协议；克里米亚战后达成《明斯克协议》，但停火后（尤其是俄罗斯承认部分区域独立地位或扶植亲俄政权后）关于格鲁吉亚和克里米亚的美俄外交争端则延续多年。三是美俄双方从未在类似战争中发生正面军事冲突，美国在两次战争中扮演的均是事前拱火和

军援的角色，并未出兵参与战斗。在此背景下，我们认为本次乌克兰危机可能仍将延续这一特征，战事在短时间内结束后，战争不确定性对资产价格的扰动将明显下降；往后美俄在乌克兰领域的冲突将常态化，但资产价格将逐渐对这一冲突脱敏。四是克里米亚战争后发达国家对俄罗斯开展了多轮制裁，从当前美欧政府的态度来看，我们认为这一特征将在本轮冲突中得以延续。

1.2. 本轮美欧对俄制裁预计主要侧重在融资端和资产冻结，上升到踢出 SWIFT 等极端措施的概率小

当前拜登政府已经公布更新了对俄罗斯的制裁清单，当前的制裁措施主要侧重在融资端，为贸易尤其是原油的跨境美元结算留有余地。部分核心措施如下：

一是切断了俄罗斯最大金融机构 Sberbank 与美国金融系统的联系，直接限制 Sberbank 开展美元交易，Sberbank 是俄罗斯最大银行持有俄罗斯银行总资产的三分之一；这一制裁虽然将影响俄罗斯的国际贸易但实际并未完全切断俄罗斯通过美元的交易结算渠道。

二是对其他三个主要的俄罗斯金融机构实施全面封锁制裁：Bank Otkritie、Sovcombank OJSC 和 Novikombank，冻结上述金融机构的在美资产并禁止美国主体与其交易。三是对 13 家俄罗斯企业实施债务和股权融资制裁，13 家总资产规模接近 1.4 万亿美元的公司未来将无法通过美国市场融资。四是其余措施：包括对部分俄罗斯高官、金融机构高管进行制裁；限制俄罗斯对美国技术的使用等。

英国方面采取的制裁措施也未涉及到彻底叫停货币结算等措施，同样侧重在资产冻结和债务融资。主要措施如下：一是冻结俄罗斯主要银行在英资产并禁止俄罗斯主体在英融资；除此之外还将对俄罗斯进行部分技术出口的封锁。

欧盟方面目前已采取和未来拟采取的潜在措施同样侧重于债务融资和个人主体制裁。一是禁止向俄罗斯进行主权债务融资；二是对 351 位俄罗斯人采取冻结资产等制裁措施；三是禁止某些商品和技术出口等。

从目前的情况来看，发达国家对俄罗斯采取的制裁符合我们此前报告《俄乌冲突如果失控对通胀有何影响？》中的预判，并未采取诸如将俄罗斯踢出 SWIFT 系统或者实行石油禁运等极端措施，未来进一步向该类措施演变发展的概率也相对较小。主要原因是俄罗斯与美欧在能源领域供需相互依赖，此类极端制裁措施的大面积升级容易导致两败俱伤，原因如下：

一是当前美欧对俄罗斯的制裁力度相对可控，并未超出传统的制裁框架范畴，我们认为担忧俄罗斯通过切断部分核心商品供应的方式反击并加剧美欧通胀压力是发达国家无法轻易加大制裁力度的重要掣肘。尤其在美欧通胀压力褪去前，我们认为制裁力度应该保持在相对可控的状态，各类制裁仍然应以维持能源流通为前提。

二是俄罗斯与发达国家尤其是欧洲在能源领域实际处于相互依赖的状态，制裁升级容易两败俱伤，以天然气为例：从欧洲方面来看，俄罗斯在欧洲天然气市场中的占比接近 40%；但相反欧盟在俄罗斯的出口占比中同样接近 72%，一旦天然气交易切断，欧洲通胀压力加剧的同时也将伴随俄罗斯财政收入的受损（油气收入在俄罗斯财政预算收入中的占比接近 40%），预计二者不会轻易脱钩（但北溪 2 号的叫停可能加剧天然气涨价预期）。2 月 22 日俄罗斯能源部长尼古拉舒尔吉诺夫在卡塔尔出席天然气论坛时也积极表示，俄罗斯计划继续不间断地向全球市场供应天然气。

表 2：白宫最新一轮对俄罗斯制裁措施

	制裁措施	具体表述
1	切断俄罗斯最大金融机构俄罗斯联邦储蓄银行与美国金融系统的联系	共包括 25 家分支机构，限制进行美元交易。
2	封锁制裁俄罗斯第二大金融机构 VTB 银行	共包括 20 家分支机构，冻结在美资产，并禁止美国公民与之交易。
3	封锁制裁俄罗斯其他三家主要金融机构	共包括 Otkritie 银行等三家大型银行以及 34 家分支机构。冻结在美资产，并禁止美国公民与之交易。
4	对 13 家重要的俄罗斯大型企业和实体实施新的债务和股权交易限制	共包括俄罗斯联邦储备银行、俄罗斯天然气工业股份公司等 13 家俄罗斯国有企业和实体。限制其发行超过 14 天期限的所有债务与股权交易和融资。
5	继续对俄罗斯精英及其家庭成员采取全面封锁制裁	包括谢尔盖·伊万诺夫、尼古拉·帕特鲁舍夫等人。冻结在美国持有的资产，并采取旅行限制。
6	制裁白俄罗斯	包括 24 个个人和实体，具体包括白俄罗斯两国有银行、九家国防公司和七名与政权有关的官员和精英。
7	对俄罗斯军事力量制裁	限制向俄罗斯国防部及武装部队出口几乎所有美国境内生产的产品和美国境外使用美国原产软件、技术或设备生产的产品。
8	实施俄罗斯境内的制裁	限制向俄罗斯出口敏感技术，限制俄罗斯境内半导体、电信、加密安全、激光、传感器、导航、航空电子和海事技术等使用美国原产软件、技术或设备的生产。
9	协调多边合作制裁俄罗斯	对采取对俄出口限制的国家提供免除美国对其本国生产产品的新许可要求。欧盟、澳大利亚等国已表示认可。

资料来源：美国白宫官网，浙商证券研究所

2. 短期关注冲突加剧可能导致油价跳升，冲突常态化后资产价格逐渐脱敏

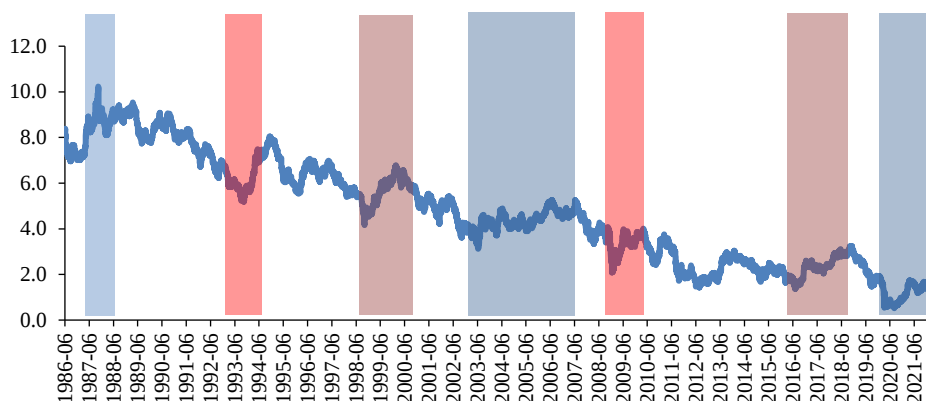
如上文所述，过往俄“美”对抗具有以下共性特征：持续时间短、不正面冲突、常态化对抗、制裁报复。基于上述特点，我们对未来系列大类资产走势判断如下：

油价方面，我们认为乌克兰危机对油价的推升作用主要表现为脉冲式上行，并无持续上行动力。脉冲上行的核心原因是俄罗斯作为产油大国，冲突升级后市场定价供给不确定性因素，冲突根据历史经验逐步走向常态化后，原油价格将不再受此刺激。往未来推演，本轮美欧对俄制裁并未采取诸如将俄罗斯踢出 SWIFT 系统或者实行石油禁运等极端措施，未来进一步向该类措施演变发展的概率也相对可控；俄罗斯对油气收入的财政依赖度较高，对美欧全面断供的可能性同样较小。综上，从乌克兰危机角度来看，对油价的推升作用主要表现为脉冲式上行，并无持续上行动力；叠加 Q2 伊核协议较大概率落地和 OPEC 产量基准调整带来的近 300 万桶/日的新增产能，也将缓解油价上涨压力。需要注意的是，如果短期原油价格的脉冲式上行过快，可能对海外货币政策形成扰动，不排除

除联储首次加息 50BP 并进一步压制通胀预期的可能性，但整体不改美债收益率 Q1 末于 2.1% 附近见顶回落的判断。

美债方面，我们认为本轮美债收益率上行即将于 3 月见顶，高点预计位于 2.1% 附近。如上文所述，在油价短期脉冲式走高的背景下，短期紧缩预期和通胀预期仍有小幅强化空间，10 年期美债收益率仍有上行动力，高点可能触及 2.1%，见顶时间预计位于 3 月；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。结构上整体呈现实际利率上行和通胀预期下行的走势。

图 2：历轮美债收益率低位反弹幅度递减，预计本轮美债收益率反弹极限位于 2.1% 附近（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

美股方面，我们认为乌克兰危机对权益资产风险偏好冲击最大的时间点已过，未来美俄对抗逐步常态化后资产价格将逐渐脱敏，因风险偏好冲击而带来的资产价格回调将逐步修复。未来美股仍需回归主线关注未来加息预期和企业盈利下行共振对美股的冲击（详细请参考前期报告《预计美债收益率 3 月见顶》）。如上文所述，过往俄罗斯对抗北约东扩战争中存在两项特征：一是“持续时间短”；二是“冲突不会升级到美俄大国层面”。如从这一规律推演，意味着乌克兰危机对权益资产风险偏好冲击最大的时间点已过，不会长时间持续、未来也难有进一步升级恶化（冲突范围仍将主要控制在俄乌之间）：对权益市场的冲突主要影响为降低短期风险偏好，冲突逐渐常态化后，权益资产价格对危机的定价将逐步脱敏并回归货币政策和基本面主线。

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_38538

