

评级：看好

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：010-81152692

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话：010-81152672

相关研究

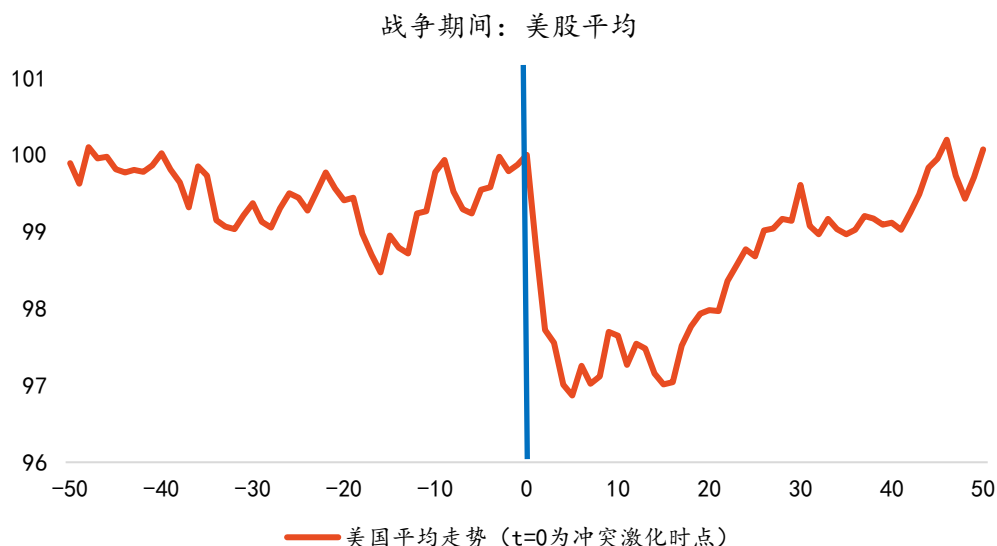
- 稳增长逐步落地，预期有所改善
- 1月物价数据点评：疫情冲击，物价仍弱
- 宁德时代还能跌多少？一个定量分析视角

- 俄乌大战，引发全球高度关注，并震动全球资本市场。由于战争对资本市场的影响并不鲜见，因此国内外机构迅速有了相应的研究，并给出了大致的结论。最核心的一条是，战争对资本市场的冲击主要在短期，不改变中长期走势，典型的图请见图1。一条简单的推论就是，战争一旦开打，股市下跌反而是抄底机会。
- 资本市场确实是很聪明的，它会对不同的场景进行分析和应对。它不会机械套用以往的规律，而是非常灵活的变通。因此，对于一些一般性的规律，我们需要具体问题具体分析，避免刻舟求剑。
- 战争对资本市场的影响确实有一定规律，但我们可能需要进行深入研究，来分析其背后的一些隐含逻辑，来提高当前判断的胜率。我们对表1及其他的一些战争进行分类探讨，然后就本次俄乌战争对资本市场的影响进行分析。
- 基于我们的分析，主要基于各方的实力对比，俄乌局势大概率是大号的克里米亚危机，小概率会导致战争进一步升级或者油价飙升的黑天鹅。另外，从时点上看，大部分战争的市场反应时间大概为一周以内，更复杂一些的话在两三周以内，除非出现黑天鹅。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。

风险提示：俄乌战争超预期

俄乌大战，引发全球高度关注，并震动全球资本市场。由于战争对资本市场的影响并不鲜见，因此国内外机构迅速有了相应的研究，并给出了大致的结论。最核心的一条是，战争对资本市场的冲击主要在短期，不改变中长期走势，典型的图请见图1。一条简单的推论就是，战争一旦开打，股市下跌反而是抄底机会，这从图1看非常明显。从最近一周的走势看，确实美股和黄金迅速触底反弹，修复失地。

图1：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

表 1：战争对于标普 500 影响幅度及时长

Market Event	Date	Day 1 Move	S&P 500		Calendar Days	
			Total Drawdown	Days to Bottom	Days to Recover	
North Korea Invades South	6/25/1950	-5.40%	-12.90%	23	82	
Twin Towers Attack	9/11/2011	-4.90%	-11.60%	11	31	
Pearl Harbor Attack	12/7/1941	-3.80%	-19.80%	143	307	
Kennedy Assassination	11/22/1963	-2.80%	-2.80%	1	1	
Boston Marathon Bombing	4/15/2013	-2.30%	-3.00%	4	15	
Madrid Bombing	3/11/2004	-1.50%	-2.90%	14	20	
Six-Day War	6/5/1967	-1.50%	-1.50%	1	2	
Iraq Invades Kuwait	8/2/1990	-1.10%	-16.90%	71	189	
Iranian General Killed in Airstrike	1/3/2020	-0.70%	-0.70%	1	5	
U.S. Exits Afghanistan	8/30/2021	-0.40%	-0.10%	1	3	
Saudi Aramco Drone Strike	9/14/2019	-0.30%	-4.00%	19	41	
Reagan Shooting	3/30/1981	-0.30%	-0.30%	1	2	
Munich Olympics	9/5/1972	-0.30%	-4.30%	45	57	
Tet Offensive	9/5/1972	-0.30%	-6.00%	36	65	
Cuban Missile Crisis	10/16/1962	-0.30%	-6.60%	3	4	
Gulf of Tonkin	8/2/1964	-0.20%	-2.20%	25	41	
Hungarian Uprising	10/23/1956	-0.20%	-0.80%	3	4	
North Korea Missile Crisis	7/28/2017	-0.10%	-1.50%	14	36	
Bombing of Syria	4/7/2017	-0.10%	-1.20%	7	18	
Yom Kippur War	10/6/1973	0.30%	-0.60%	5	6	
Suez Crisis	10/29/1956	0.30%	-1.50%	3	4	
London Subway Bombing	7/5/2005	0.90%	0.00%	1	4	
Average		-1.1%	-4.6%	20	43	
Median		-0.3%	-2.5%	6	17	

Source: MKM Partners & Bloomberg

资料来源：MKM Partners & Bloomberg

然而，资本市场上有的是聪明人，如果这么容易的话，大家早就财务自由了，这说明事情没有那么简单。海内外都有机构列出了历次战争后资本市场的表现。从结果上看，确实绝大部分战争之后资本市场（这里以标普 500 为例）都会修复。然而，标普的下跌幅度与修复时间差异很大，每次战争有自身的独特性，需要进一步的深入分析。

接下来，我们结合一些历史的分析，来探讨本次俄乌战争与以往战争的异同，来展望未来市场的走势及推荐操作。

1 战争影响分析的两个误区

资本市场确实是很聪明的，它会对不同的场景进行分析和应对。它不会机械套用以往的规律，而是非常灵活的变通。因此，对于一些一般性的规律，我们需要具体问题具体分析，避免刻舟求剑。

市场对于战争对资本市场的影响大致有两个结论：

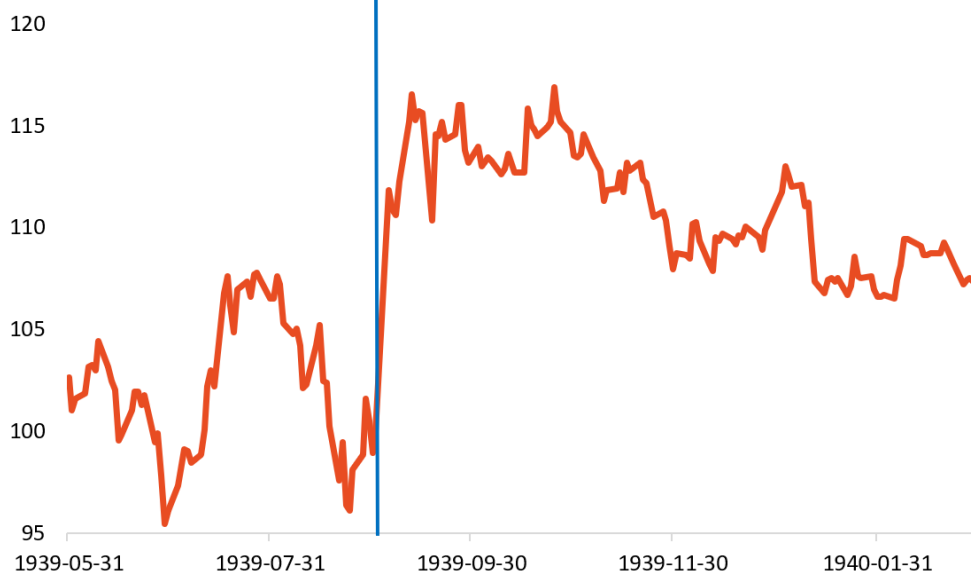
- （1） 战争对资本市场有短期负面冲击，但中长期影响不大；
- （2） 风险资产跌，避险资产涨。

这两个结论在大多数情况是成立的，也很直观；但也有例外。

比如，1939 年 9 月德军闪击波兰，二战爆发，直观的感觉是全球股市应该大跌。然而，现实的情况是英美的股市大涨，美股的涨幅还非常可观。我们猜测，当时的逻辑和当下的逻辑是有很大的不同的。在全球化的今天，全球的物资流、资金流都高度相关，因此是牵一发而动全身，一荣俱荣一损俱损。因此对于战争事件，今天的全球股市基本是

同涨同跌的。然而，二战前全球经济是相对割裂的，各国股市有一定的独立性。德军闪击波兰之后，舆论一度以为德国下一步要进攻苏联，英美等国能坐收渔翁之利，因此欧美股市反而上涨。因此，这个例子表明，我们不要拘泥于一般规律，而是要搞清楚战争影响的经济逻辑。

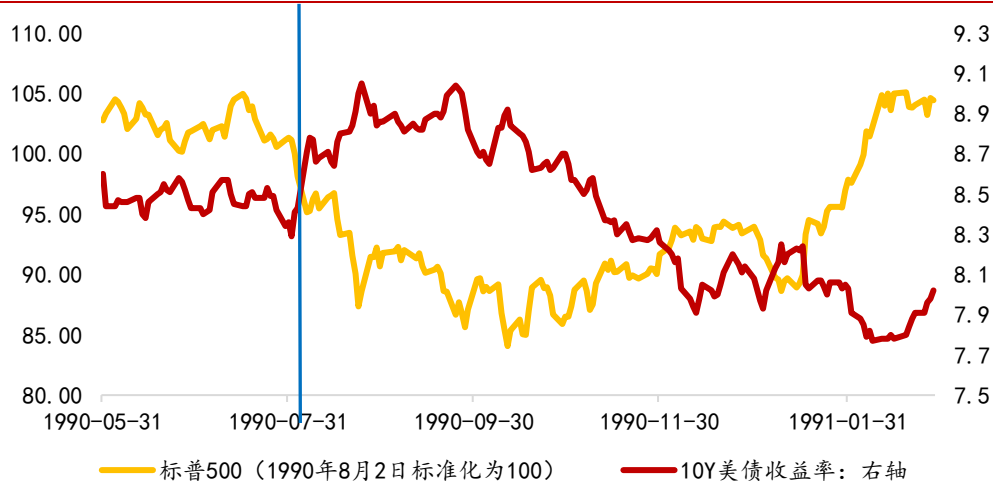
图 2：标普 500 在二战初期走势（标准化：1939 年 9 月 1 日标准为 100）



资料来源：Wind, 首创证券

注：1939 年 9 月 1 日，德国闪击波兰，二战爆发

图 3：伊拉克入侵科威特后美股与美债走势



资料来源：Wind, 首创证券

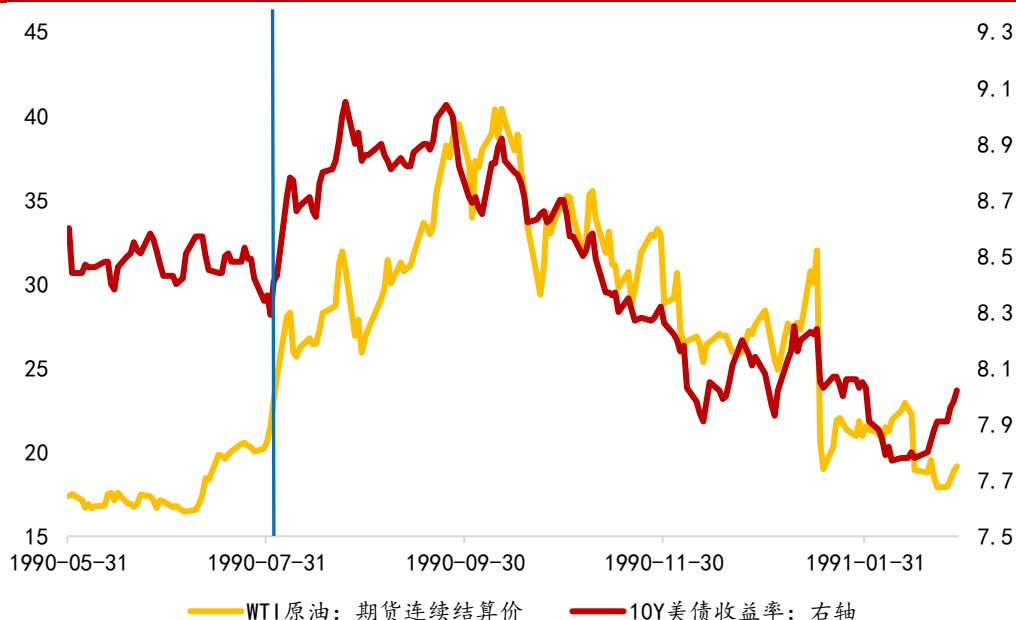
注：1990 年 8 月 2 日，伊拉克入侵科威特

另外一个例子是海湾战争。1990 年 8 月 2 日伊拉克进攻科威特，全球股市毫无意外的大跌，但国债收益率并没有体现如期下行，而是大幅上行，这与一般的规律是相悖的。究其原因，是因为中东打仗使得油价大涨，几乎翻倍，通胀预期大幅上行，从而导致债

券收益率大幅上行。

这两个例子明确的告诉我们，一般的规律可以参考，但必须了解背后的底层逻辑，不然可能出现截然相反的判断。

图 4：伊拉克入侵科威特后原油与美债走势



资料来源: Wind, 首创证券

2 战争的几种分类及影响分析

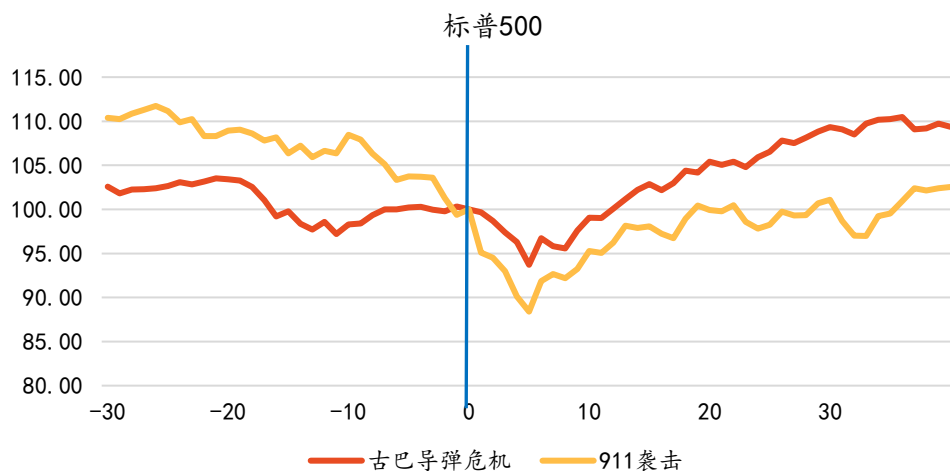
战争对资本市场的影响确实有一定规律，但我们可能需要进行深入研究，来分析其背后的一些隐含逻辑，来提高当前判断的胜率。

我们对表 1 及其他的一些战争进行分类探讨，然后就本次俄乌战争对资本市场的影响进行分析。

第一类，小型战争甚至战斗。这种案例有很多，代表性有马岛战争和叙利亚战争或者利比亚战争。这种战争一般是局部战争，而且不涉及到大国之间复杂的关系。市场一般表现为一日游或者两日游行情。市场在一天之内会有调整，但 1-2 天内局势很快明朗或者市场觉得不重要，市场会迅速修复。

第二类，战争或危机直接涉及到大国，但不复杂，且速战速决。这里的代表是古巴导弹危机和 911 袭击事件，尽管这些事件影响很大，但一方面逻辑相对清晰，而且基本属于速战速决。古巴导弹危机时间不可谓不大，差点导致了美苏的核大战。然而，它的逻辑相对简单，涉及的主体不多，很快局势就明朗。911 事件也类似，就是恐怖分子和美国之间的战争。因此，在局势明朗之后，市场迅速修复。市场大概在一周之内就见到低点。

图 5：古巴导弹危机与 911 袭击对美股冲击



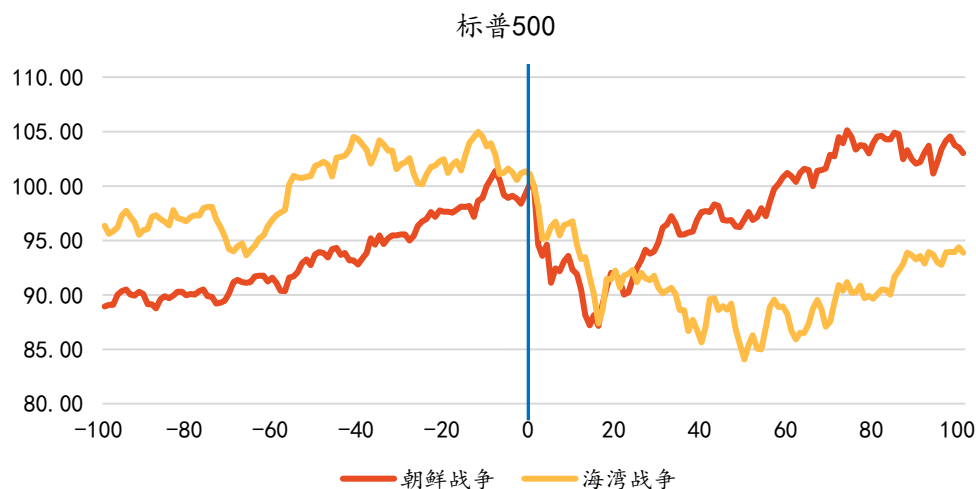
资料来源：Wind, 首创证券

第三类，主体较多，关系复杂，特别是涉及到油价。这里的代表是朝鲜战争和海湾战争。

朝鲜战争涉及到中美苏三大国，而且事发突然，各方其实都基本没有预料到，因此消化需要一定的时间。因此，股市跌了一波之后后续还跌了一波，在基本确认美国将干预、苏联基本不干预，美苏打不起来之后触底反弹。

海湾战争则更加曲折。伊拉克入侵科威特之后，美国一直没有确认出兵，油价一直不能稳定下来，因此，全球股市随着油价的四波上行而跌了四波，直到油价见顶之后才见底，这距离事件爆发已经有 50 个交易日了。之后，随着美国出兵的概率逐渐上升，股市和油价才慢慢修复，最终在美军的快速胜利下迅速修复，修复到原来的点位将近用了 200 天时间。

图 6：朝鲜战争与海湾战争对美股影响



资料来源：Wind, 首创证券

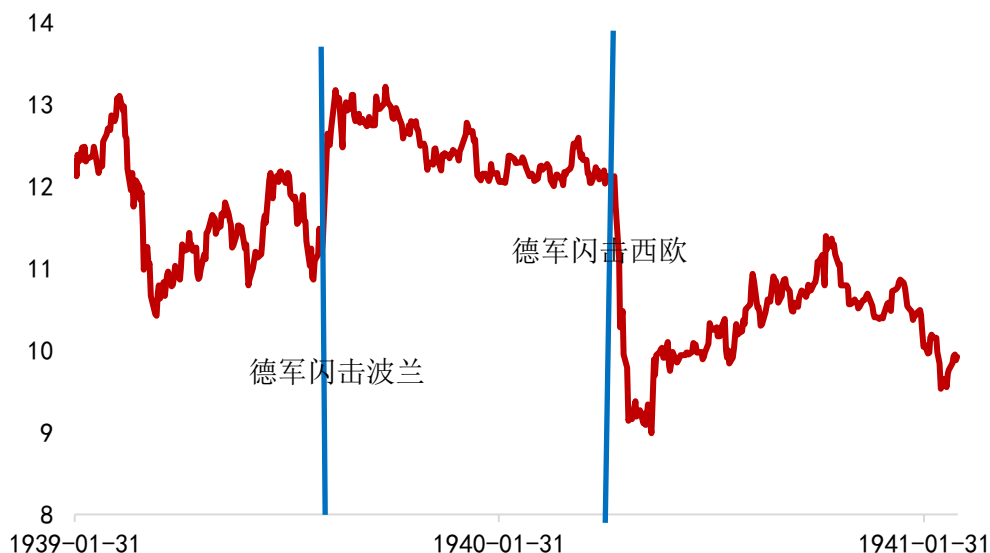
注：1942 年 5 月 4 日—1942 年 5 月 8 日：珊瑚海海战

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

第四类，市场在方向上出现了较大的误判。这一代表最典型的是二战爆发以及太平洋战争。

如上所述，德军闪击波兰之后，英美股市均大涨。然而，随着德军掉转枪口往西之后，英美股市暴跌。

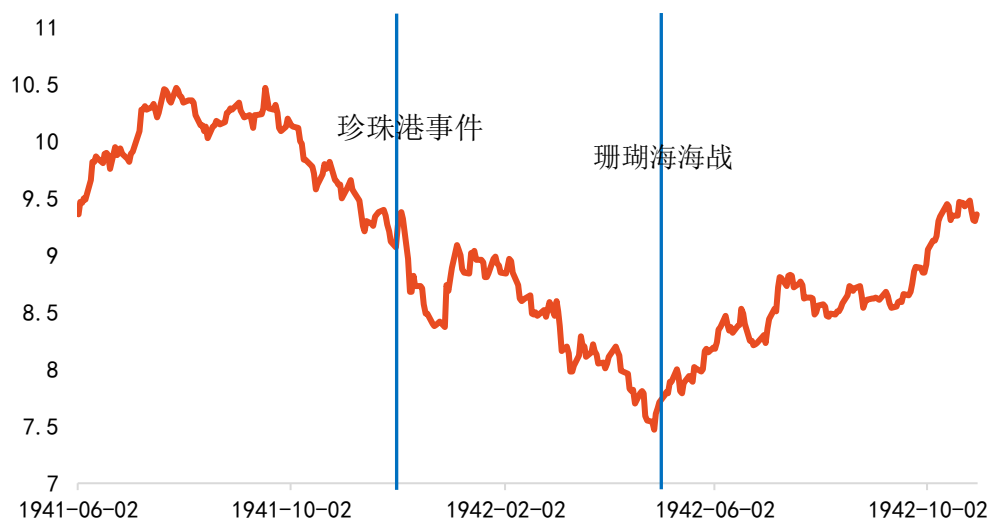
图 7：二战中前期，美股先涨后暴跌



资料来源：Wind, 首创证券

同样曲折的是太平洋战场期间的美股。珍珠港事件使美股遭到重创，但是很快就修复了大半，这是因为市场相信美国的实力比日本强很多，最终会取胜。然而，随后的太平洋战场上美军节节失利，但市场没有快速崩溃，而是持续阴跌，这是因为每次日军胜利之后市场总会认为下次美军会胜利。然而，这一趋势直到 1942 年 5 月的珊瑚海海战才结束。美军在太平洋战场第一次和日本打平手，随后见底反弹。这距离珍珠港事件已经半年了，等到完全修复则用了 300 天左右的时间。

图 8：太平洋战争，美股在珊瑚海海战前见底反弹



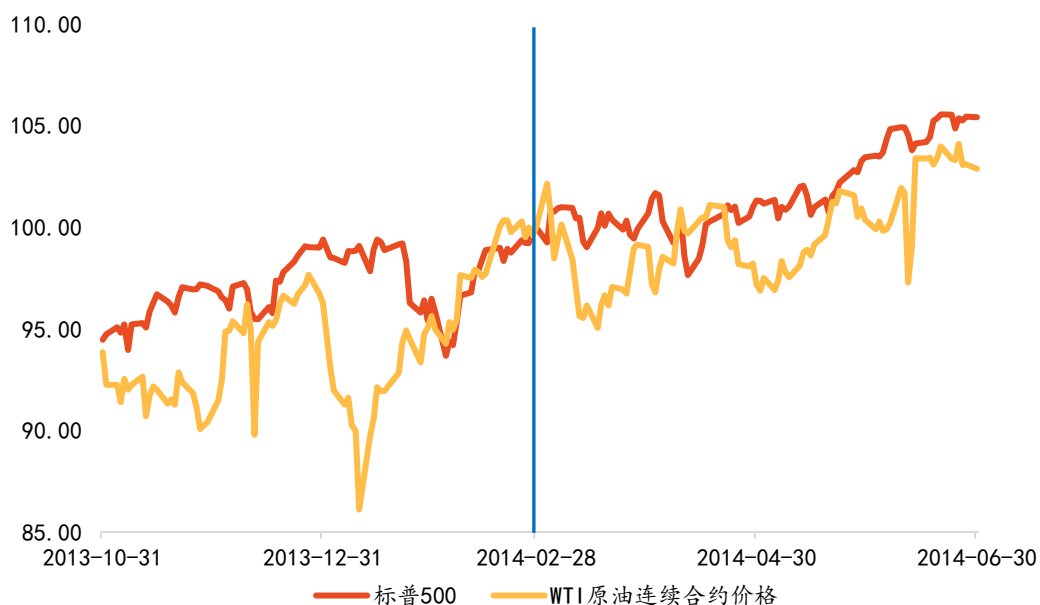
资料来源：Wind, 首创证券

从以上分析可以看出，战争对资本市场影响的一般性规律是相对明确的，确实是不影响中长期走势，因此一般操作就是越跌越买。然而，有一些极端情况是需要警惕的。这些极端情况一般具备两个条件：1) 碰上德日纳粹或者萨达姆这种战争狂人；2) 一些军队的军事能力超出预期。另外，战争对油价的影响也需要重点考虑。

3 当前的市场预期和变数

自从俄乌危机明显恶化以来，尽管市场反应剧烈，但看起来基本像是大号的“克里米亚危机”。2014 年的克里米亚危机与当前局势有较大的相似性。当时全球市场的反应较为平淡，油价和美股均表现平平，金价有所上升，而俄罗斯本土股市则大幅下跌。这说明市场认为冲突对全球影响不大，而对俄罗斯影响很大。这背后的假定是，俄罗斯国力不强，难以支持更大规模的冲突。

图 9：克里米亚冲突期间美股与原油价格走势（2014 年 2 月 28 日标准化为 100）



资料来源：Wind, 首创证券

注：2014 年 3 月 1 日俄罗斯议会批准总统普京在乌克兰使用武力，但当天为周六。

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_38622

