

事件点评

报告日期：2022年2月24日

俄乌冲突对国内经济影响有限，A股市场应保持定力

——俄乌冲突事件点评

华龙证券研究所

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼 电话：0931-4635761

北京

地址：北京市西城区金融大街33号通泰大厦B座6层

上海

地址：上海市普陀区大渡河路168弄31号703室

宏观研究员：曹明

执业证书编号：S0230517110001

邮箱：caom@hlzq.com

策略研究员：朱金金

执业证书编号：S0230521030009

邮箱：zhujj@hlzq.com

策略研究员：姚浩然

执业证书编号：S0230521030005

邮箱：Yaohr@hlzqgs.com

免责声明：

分析师申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。**投资有风险，入市须谨慎。**

要点：

俄罗斯宣布乌东地区独立导致俄乌冲突升级，引发全球金融市场动荡，本报告从宏观及策略的角度点评俄乌冲突对经济及市场的后续影响。

核心观点：

(1) 在全球经济发展面临新冠疫情冲击、贸易发展缺乏动力之时，近期爆发的俄乌冲突持续升级将对全球经济复苏形成拖累。短期来看，冲突事件将带来全球供应链的冲击以及大宗商品价格的上涨，从而增加全球滞胀风险。通胀预期的抬升一定程度上制约着美国经济复苏的步伐，加息存在不确定性。对于国内层面，俄乌冲突短期对国内经济复苏带来扰动，中长期来看，鉴于国内稳增长政策持续发力，经济长期向好的基本面没有改变，我们认为俄乌冲突对国内经济影响有限。

(2) 我们选择了历史上重大地缘冲突事件，比较分析历史冲突事件前后股市及行业等表现，研判俄乌冲突可能对市场的影响程度。结果显示，历次冲突事件前后，事件对行业、市场的影响没有特定规律可以遵循，事件导致市场的波动呈现短期和阶段性。因此，投资者关注点应当聚焦市场经济环境、行业估值及景气度对资产配置的长期影响，建议对市场波动不应过度情绪化，从A股市场基本面出发判断市场，保持定力。

风险提示：

俄乌冲突升级超预期；数据统计误差；历史不是简单重复。

俄乌事件：

北京时间 2022 年 2 月 22 日，俄罗斯总统普京发表全国讲话，宣布承认乌克兰东部两处民间武装占领区成为独立国，分别成立顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国，并签署相关友好合作互助条约。作为回应，美国、欧盟和英国均表示将对这两个地区实施制裁，将禁止对该地区和美国之间的投资、贸易和金融关系。2 月 24 日，俄罗斯总统普京对乌克兰宣战，地缘政治危机影响再度扩大，全球金融市场反应剧烈。

2022 年 2 月 24 日，俄罗斯 RTS 指数收盘跌 39.44%，盘中一度跌超 50%，MOEX 指数跌 33.28%，创五年收盘新低。欧股三大股指收跌近 4%，美股期货大跌，纳斯达克 100 指数期货跌近 3%，美股集体低开。亚太股市集体下跌，日经 225 指数跌 1.81%，韩国综合指数跌 2.6%，澳洲标普 200 指数跌 2.99%。恒生指数跌超 3%，恒生科技指数跌超 4%。国内 A 股市场，上证指数跌 1.7%，深成指数跌 2.2%，创业板指数跌 2.11%。全球大宗商品，美油、布伦特原油盘中涨 7%，续创 2014 年 9 月以来新高。现货黄金日内涨超 2%。欧洲天然气期货价格盘中飙升 41%。

俄乌事件关键节点：

2021 年 8 月 28 日 乌克兰提议召开联合国安理会以应对俄罗斯军队对乌的入境，俄方否认。

2021 年 10 月 25 日 俄乌双方断绝空中来往

2022 年 1 月 22 日 乌克兰国防部发表声明说，美国援助乌克兰的一批军火当天运抵基辅。此后，英国、波兰、加拿大等国陆续向乌克兰提供军火援助。

2022 年 2 月 14 日 美国宣布关闭美驻乌大使馆

2022 年 2 月 19 日 卢甘斯克与顿涅茨克民间武装领导人发布总动员令

2022 年 2 月 21 日 俄罗斯承认两地成立独立共和国，美国、欧盟和英国均表示将对这两个地区实施制裁。

2022 年 2 月 24 日 乌克兰驻联合国代表表示，俄罗斯驻联合国代表证实，俄罗斯总统普京对乌克兰宣战。

1. 宏观经济影响

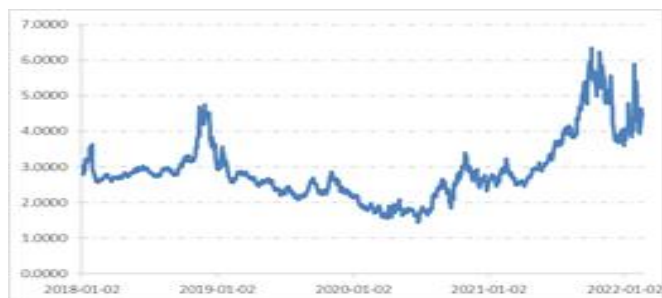
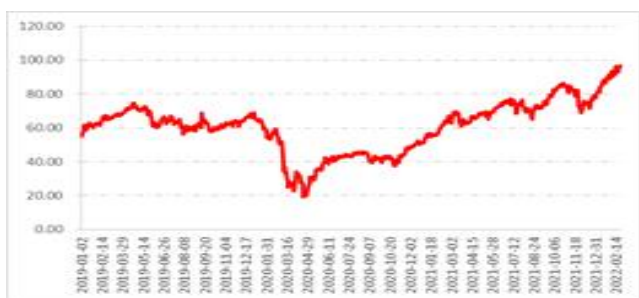
针对俄乌冲突的持续升级对全球及国内经济的影响，我们认为：

首先，俄乌冲突升级将影响全球供应链。俄乌冲突升级，俄罗斯在面临新一轮的制裁下将影响全球供应链尤其体现在芯片供应上。路透社消息显示，美国白宫已警告芯片公司要使其供应链多样化，以防俄罗斯对美国出口限制的威胁采取报复行动，即阻止美国公司获得半导体关键材料。全球半导体在供不应求的紧张局势下，俄乌局势的冲突将会加剧这一矛盾更加凸显。

其次，俄乌冲突及美欧对俄制裁将增加全球滞胀风险。俄罗斯是全球能源及大宗商品的重要出口地，尤其在石油、天然气、谷物及有色金属等方面俄罗斯的出口发挥着重要作用。在俄乌局势紧张的影响下，俄罗斯减少原油、天然气、金属以及农产品的出口，将进一步推升大宗商品价格持续上涨，增加全球滞胀风险，延缓经济修复进程。

图 1：布伦特原油（美元/桶）

图 2：天然气期货收盘价（美元/百万英热单位）



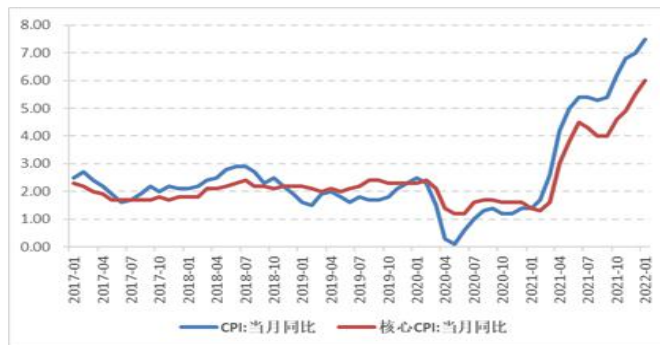
数据来源：Wind，华龙证券研究所

再次，俄乌冲突影响使美联储加息存在不确定性。俄乌冲突引发的全球通胀预期抬升将制约美国经济复苏的步伐。2022 年市场预期美联储会有“六到七次”加息，俄乌冲突促使短期天然气、石油等大宗商品价格的上涨会推升美国通胀水平，放缓经济复苏节奏，经济放缓前提下美联储的加息节奏存在不确定性。

图 3：美国制造业 PMI



图 4：美国 CPI 与核心 CPI



数据来源：Wind，华龙证券研究所

最后，俄乌冲突短期对国内经济复苏带来扰动，中长期看影响有限。对于国内层面，短期看俄乌冲突以及美欧对俄的制裁、俄罗斯限制重要商品的出口加剧欧洲经济衰退等因素将会影响中国与俄罗斯及欧洲各国的贸易往来，一定程度上会影响国内出口增长。同时在 2021 全年高通胀背景下，此次俄乌冲突引发的天然气、原油价格的上涨将会进一步影响国内 PPI-CPI 剪刀差。2021 年 PPI 全年同比上涨 8.1%。若大宗商品价格持续抬升，PPI 的高位运行会再次影响上中下游企业的盈利预期。

图 5：PPI 与 PPIRM

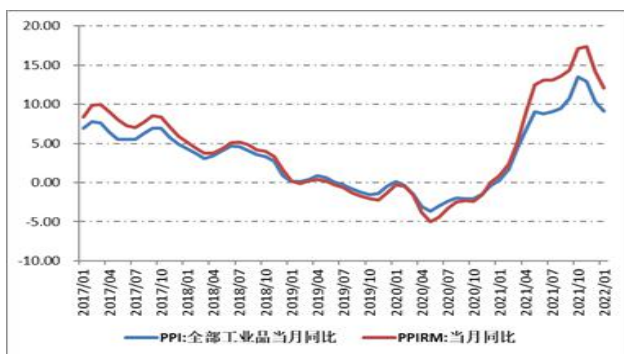
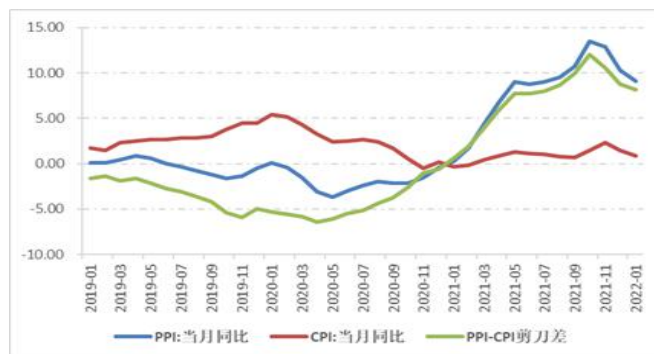


图 6：PPI-CPI 剪刀差



数据来源：Wind，华龙证券研究所

中长期来看，国内经济长期向好、支持高质量发展的基本面没有改变。近期稳增长政策频出，货币政策方面，央行 1 月 17 日下调 MLF 和公开市场逆回购中标利率 10 个 BP，1 月 20 日 LPR “降息”；财政政策方面，财政部已向各地提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，其他部委也相继推出稳增长政策。我们认为，在“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局下，政策的出台短期为稳增长提供支撑、中

长期为调结构打下基础，经济运行“稳字当头、稳中求进”的环境下此次俄乌冲突对国内经济影响有限。

2. 市场策略

2.1 地缘冲突事件选取

俄乌事件不断升级，事件进展影响了全球金融市场走势，我们选择了历史上重大地缘冲突事件比较分析影响情况，研判俄乌冲突可能对市场的影响程度。在事件的选择上尽量拉开事件发生的时间间隔。另外，选择对全球资本市场在大类资产影响方面相近的冲突事件，例如，可能导致全球大宗商品尤其是石油波动的冲突事件。我们对 21 世纪以来发生的重大地缘冲突事件梳理，列举了如下地缘事件：

表 1：地缘冲突事件

序号	基点时间	地缘冲突
(1)	2001 年 10 月	阿富汗战争
(2)	2003 年 3 月	伊拉克战争
(3)	2011 年 2 月	利比亚战争
(4)	2014 年 3 月	克里米亚独立
(5)	2017 年 4 月	美军轰炸叙利亚空军基地
(6)	2019 年 9 月	沙特石油设施遭无人机袭击

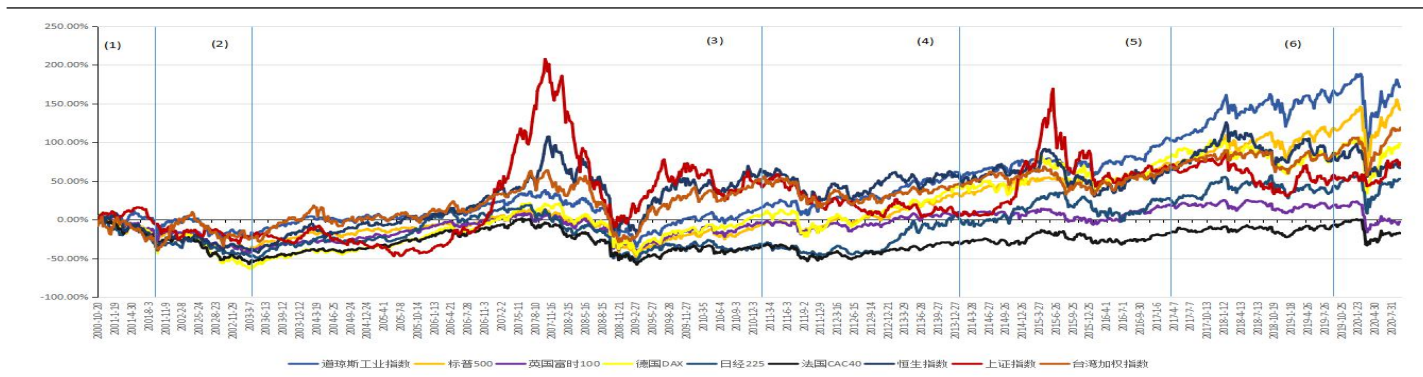
资料来源：华龙证券研究所整理

2.2 冲突事件前后股票市场表现

2.2.1 全球市场指数走势与地缘冲突

全球市场主要指数整体走势基本同步，历次冲突事件发生前后市场短期会出现一定的震荡走势。我们通过 2000 年 10 月-2020 年 9 月前后走势可以看出，冲突事件发生后未来一段时间内全球市场的走势还是整体维持乐观，在事件发生前后 A 股市场表现弱于全球市场，但在 (4)\ (5)\ (6) 阶段，市场在短期震荡后出现了上行走势。综合来看，地缘冲突事件对市场的影响更多可能体现在短期情绪面导致波动，国外市场在冲突爆发前后会有短暂调整但波动相对稳定，且修复较快；而国内市场受冲突影响，导致市场短期波动更明显，且修复的周期可能相对较长。

图 7：2000 年 10 月-2020 年 9 月历史冲突各阶段前后市场走势

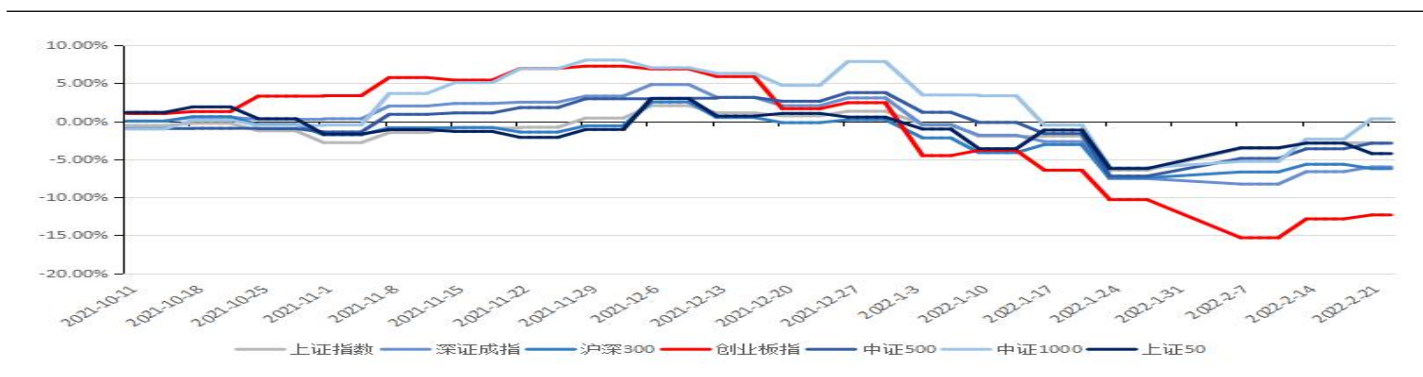


资料来源：Wind，华龙证券研究所 注：图中数字(*)对应地缘冲突

2.2.2 俄乌冲突以来 A 股市场表现

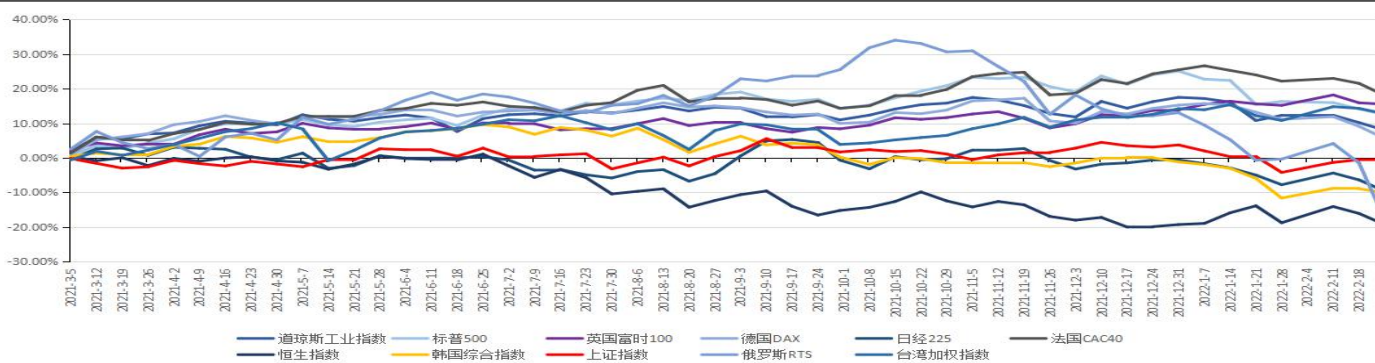
俄乌冲突以来对市场的影响主要表现在日内冲击，如美国表示俄罗斯 2 月 16 日入侵乌克兰，对全球市场产生了一定程度影响，但 A 股表现相对独立，不过在俄罗斯宣布乌克兰东部独立时，全球市场包括 A 股市场产生较大波动。2022 年 2 月 22 日当天，上证综指跌 1.01%，收 3457 点；深证成指跌 1.29%，创业板跌 1.38%。北上资金净流出 73.4 亿元。全市场 3766 只股票下跌，仅有 886 只上涨，赚钱效应较弱；2 月 24 日俄乌冲突有所升级，上证指数盘中跌幅一度超过 70 个点，不过盘中吸筹也较为明显。当前 A 股市场在前期调整的基础上，风险得到一定程度释放，对 A 股市场影响更多将是阶段性的，不会改变我们在年度策略中对于市场的判断。

图 8：A 股市场阶段表现



资料来源：Wind，华龙证券研究所

图 9：2021 年 2 月至今全球市场走势



资料来源：Wind，华龙证券研究所

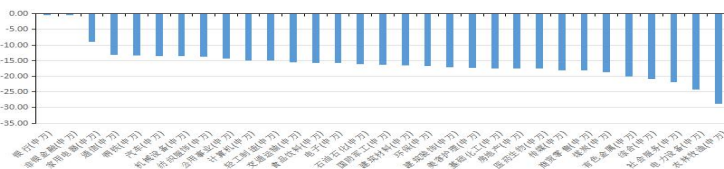
2.2.3 地缘冲突行业表现

我们主要分析冲突爆发前后一个月行业表现情况：

表 2：冲突前后行业涨跌

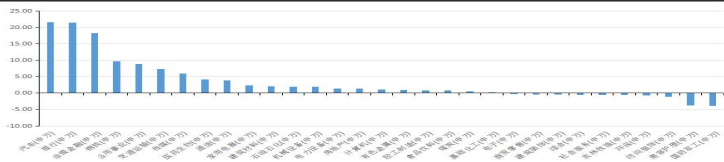
阿富汗战争

行业都处于下跌状态，其中银行、非银金融下跌幅度较小，可见市场的避险情绪较为浓厚。跌幅较大的板块有农林牧渔、电力设备行业板块。



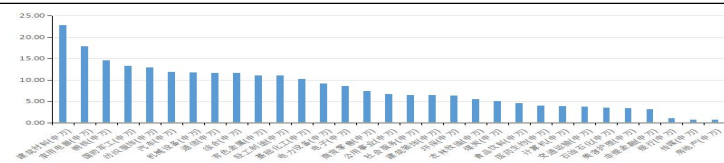
伊拉克战争

多数板块处于上涨中，其中涨幅较大的行业有汽车、银行、非银金融；跌幅靠前的行业有国防军工、美容护理。



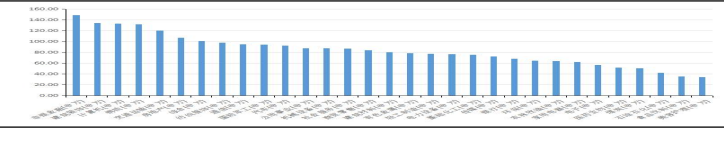
利比亚战争

行业板块集体上涨，多数板块涨幅较大，其中涨幅靠前的为建筑材料、家用电器、钢铁、国防军工；涨幅靠后的行业板块为房地产、传媒、银行、非银金融。



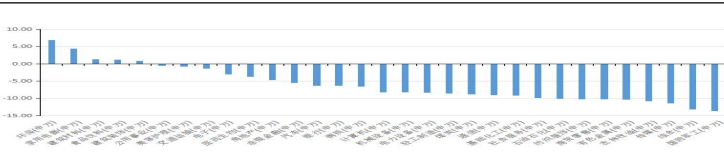
克里米亚独立

行业板块呈现集体上涨，行业板块涨幅靠前的为非银金融、建筑装饰、计算机；涨幅靠后的板块为美容护理、食品饮料。



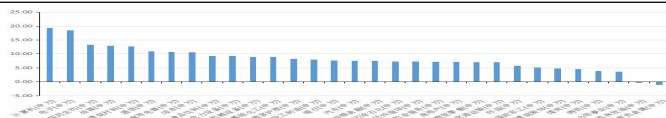
美军轰炸叙利亚空军基地

行业板块整体呈现分化走势，行业板块涨幅靠前的为环保、家用电器、建筑材料；跌幅靠前的板块有国防军工、综合、传媒、农林牧渔。



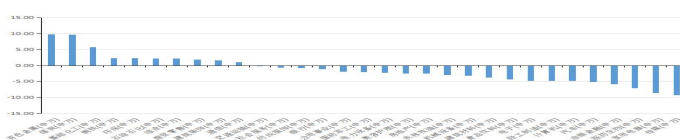
沙特石油设施遭无人机袭击

行业板块出现一定程度分化，多数板块呈现上涨，其中涨幅靠前的板块为计算机、电子、医药生物；下跌板块有有色金属、农林牧渔板块。



俄乌冲突

市场分化较大，涨幅靠前的板块为有色金属、煤炭、基础化工；跌幅靠前的行业板块为传媒、家用电器、医药生物、非银金融。

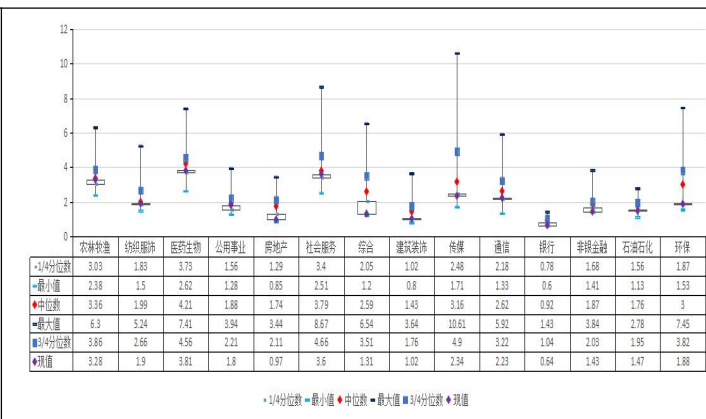
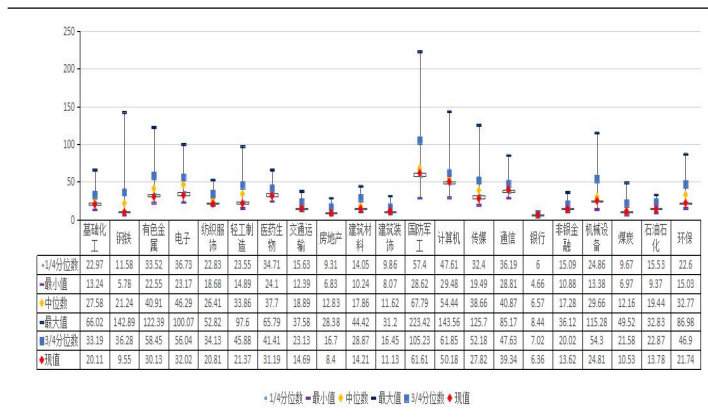


资料来源：Wind，华龙证券研究所

上述列举历次地缘冲突爆发前后一个月行业板块的区间涨跌，没有呈现出明显的规律，行业可能出现一致上涨或下跌，也可能出现分化。排除时间区间较短因素，行业涨跌可能与冲突发生前后的经济环境、行业估值及景气度存在较大关系。

图 10：PE 估值低于中位数板块

图 11：PB 估值低于中位数板块



资料来源：Wind，华龙证券研究所

资料来源：Wind，华龙证券研究所

2.3 大类资产预判

历次冲突事件，会对大类资产价格涨跌产生影响。俄乌冲突以来导致全球大宗商品价格波动，如石油及黄金价格近期出现了明显上涨。此外，天然气等大宗商品也出现了不同程度的波动。

2.3.1 农产品

全球三分之一的小麦出口来自俄乌两国。俄罗斯是全球第一大小麦出口国，乌克兰是全球第四大小麦出口国。目前小麦另一重要出口地巴西正经历干旱，2021~2022 年度的产量大概率出现下调，由于农产品之间有替代，小麦上涨，全球范围内玉米，大米，大豆，豆粕，菜粕等相应品种价格上

涨概率增加。

2.3.2 天然气

据全球能源新闻网,2021年俄罗斯天然气产量创纪录达到了5148亿立方米。欧洲约有30%-40%的天然气依赖俄罗斯供应,输气管道途径乌克兰与白俄罗斯。若欧洲追随美国制裁俄罗斯,俄罗斯将大幅减少对欧洲天然气供应,推迟北溪2号天然气管道使用,全球能源价格大概率继续走高。

2.3.3 石油

俄罗斯是全球主要的原油生产国之一,俄罗斯能源部长曾表示,2021年俄罗斯石油产量预计为5.17亿吨,占到全球石油产量的11.7%,出口量的比例分别约为35%。2021年俄罗斯的原油供应占据了欧洲原油进口总量中的29%。俄罗斯是OPEC+产量计划的重要协议国,国际不稳定因素一旦恶化,将极大影响俄罗斯的石油外输和出口,造成全球原油供应紧缺,原油价格继续保持高位,进一步的上涨会推高全球通货膨胀水平。

2.3.4 有色金属

俄罗斯是钨、镍、铜、铝等有色金属重要出产国,且主要出口目的地为欧洲。2021年俄罗斯的铝矿产量1700万吨,铝冶炼产量370万吨,占全球产量的10%。2021年俄罗斯的镍产量14.6万吨,其中精炼镍产量12.1万吨,占全球原生镍比例约5%。全球铝市场目前处于短缺状态,因此,对铝流通的干扰将会使市场进一步陷入短缺。

2.3.5 黄金

黄金自身带有避险属性,俄乌局势的不稳定将使资产向具备避险属性的资产倾斜,进一步推动黄金价格持续走高,短期看涨情绪依然强烈。

综上,通过对历史上重大地缘冲突事件比较分析,我们认为此次俄乌冲突事件对股票市场、行业及大类资产价格走势影响更多集中在短期和阶段性上。鉴于国内经济长期向好的基本面没有发生改变,投资者关注点还是应当聚焦市场经济环境、行业估值及景气度对资产配置的长期影响。建议对市场波动不应过度情绪化,从A股市场基本面出发判断市场,保持定力。

3. 风险提示

俄乌冲突升级超预期;历史数据统计误差;历史不是简单重复。