



策略研究

日期： 2022.03.13

分析师 朱冰倩

登记编码：S0950521080001

☎：13761213835

✉：zhubingqian@wkzq.com.cn

相关研究

- 《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》(2021/09/02)
- 《“叠叶与高节，俱从毫末生”——中国的未来之种业振兴》(2021/10/11)
- 《“安全”——强国之基——中央政治局会议点评》(2021/11/25)
- 《以“稳”为主、灵活精准——央行全面降准点评》(2021/12/07)
- 《柳暗花明，坚定看好后期 A 股表现》(2022/02/09)

# “安全”为本、“自主可控”——从俄乌冲突探寻中国市场投资方向

## 报告要点

自 2 月下旬俄乌战争爆发至今，制裁措施密集出台，局势前景仍不明朗。总体来说，战争的次生冲击更值得关注。我们认为，俄乌冲突使“逆全球化”趋势进一步凸显，导致全球供应链重构，引发效率下降、成本抬升，五大“安全”、“自主可控”将是未来几年国家和企业发展的指导思想和投资的核心逻辑。

**历次地缘政治危机对大类资产的影响。**“以史为鉴，可以知兴替”。通过分析 1970 年以来的 12 次地缘政治危机和 10 个大类资产指标，我们发现受地缘政治危机影响最大的是原油价格，普遍呈现大幅上涨。10 年期美债收益率短期下跌概率较高，而日元大概率上涨。股市受战争发生地不同导致的投资者情绪面变化的影响更大。大型战争下，欧美股市受冲突影响较低，A 股短期受战争情绪影响有下降趋势，但长期来看，A 股表现与地缘政治危机无明显相关性，仍由其基本面主导；小型地缘冲突下，欧美股市倾向上涨，而 A 股受投资者结构及战争发生地不同导致的投资者情绪影响普遍下跌。

**以史为鉴，俄乌冲突对大类资产影响几何？**俄乌冲突爆发后，俄罗斯原油出口受限导致原油价格暴涨，避险情绪抬升使得黄金价格、美元指数上涨明显，风险资产普遍明显走低。本次俄乌战争事发突然，其本质是俄罗斯和北约的博弈，市场担心西方发达经济体对俄罗斯的相关制裁可能波及到中国，叠加新冠疫情阶段性爆发的扰动，可能对全球通胀及经济造成明显负面影响。因此，短期内俄乌战争对投资者情绪影响明显，可能导致 A 股下跌；长期来看，A 股表现与战争相关性较弱，未来走势更大程度上取决于 A 股本身的基本面情况。

**“安全”为本、“自主可控”，俄乌冲突凸显“逆全球化”趋势。**俄乌战争的爆发将使疫情下本就紧绷的全球供应链“雪上加霜”。我们认为，追求“效率”优先的“全球一体化”发展可能逐渐成为过去，取而代之的是各经济体在小团体范围内的“抱团取暖”。我们在去年 9 月初发布的《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》报告中就已经提到，国防安全、粮食安全、供应链安全、资源安全、经济安全是“安全”这一维度下的五大立足之本。如今，“逆全球化”趋势不断升级将导致全球供应链重构，引发效率下降、成本抬升，“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”问题值得更多关注。另外，俄乌冲突也给予了中国在“国防安全”和“经济安全”层面更多的警示。

**投资建议：五大“安全”、“自主可控”将是未来几年国家和企业发展的指导思想和投资的核心逻辑。**建议关注以下六大投资机会：(1)“资源安全”相关光伏、风电、储能板块。(2)“国防安全”相关军工板块。建议关注军工装备龙头、军工电子、航空发动机板块，拥有高技术壁垒的军品材料板块以及“国产替代”需求下的军工信息化领域。(3)“供应链安全”相关“硬科技”及高端制造板块。建议关注符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的“硬科技”及高端制造企业，包括工业母机、5G、PCB、芯片、半导体、以及“大智云移物链融”相关领域。(4)“粮食安全”相关种业板块。建议关注拥有高研发能力及持续创新能力的种业头部公司，以及转基因技术储备丰富的“转基因”相关公司。(5)“经济安全”相关数字人民币板块。(6)券商板块。

**风险提示：** 1、中国宏观政策力度不及预期；  
2、全球疫情再度恶化；3、俄乌局势继续恶化，引发其他地缘政治危机。

## 内容目录

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| “安全”为本、“自主可控”——从俄乌冲突探寻中国市场投资方向 .....                   | 4  |
| 一、硝烟四起，俄乌冲突终爆发 .....                                   | 5  |
| 1. 剑拔弩张，俄乌紧张局势不断升温 .....                               | 5  |
| 2. 风驰电掣，乌克兰进入战时状态 .....                                | 6  |
| 3. 追本溯源，俄乌冲突缘何而起 .....                                 | 7  |
| 二、历次地缘政治危机对大类资产的影响 .....                               | 8  |
| 1. 总体来看，地缘政治危机对大类资产影响不尽相同 .....                        | 14 |
| 2. 细致入微，历次地缘政治危机对大类资产有何影响 .....                        | 14 |
| 3. 总结规律，探寻地缘政治危机与资产价格的关系 .....                         | 17 |
| 三、以史为鉴，俄乌冲突对大类资产影响几何？ .....                            | 19 |
| 四、“安全”为本、“自主可控”，俄乌冲突凸显“逆全球化”趋势 .....                   | 20 |
| 1. 俄乌冲突下“逆全球化”趋势更为凸显 .....                             | 20 |
| 1.1 全球供应链重构下的“自主可控”——“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”面临巨大挑战 ..... | 20 |
| 1.2 对中国的警示——加大对“国防安全”和“经济安全”的重视 .....                  | 28 |
| 2. 结论 .....                                            | 32 |
| 五、投资机会 .....                                           | 32 |
| 六、风险提示 .....                                           | 34 |

## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图表 1：俄乌冲突导致“逆全球化”趋势凸显，五大“安全”问题值得关注 .....           | 5  |
| 图表 2：俄乌冲突发展时间线 .....                               | 6  |
| 图表 3：北约东扩对俄罗斯造成巨大威胁 .....                          | 8  |
| 图表 4：1970 年以来历次地缘政治危机参与国家与冲突原因/过程/结果 .....         | 9  |
| 图表 4：1970 年以来历次地缘政治危机参与国家与冲突原因/过程/结果（续...） .....   | 10 |
| 图表 5：1970 年以来历次地缘政治危机的援助制裁、影响及后续大类资产表现 .....       | 11 |
| 图表 5：1970 年以来历次地缘政治危机的援助制裁、影响及后续大类资产表现（续...） ..... | 12 |
| 图表 5：1970 年以来历次地缘政治危机的援助制裁、影响及后续大类资产表现（续...） ..... | 13 |
| 图表 6：1970 年以来地缘冲突对大类资产影响 .....                     | 14 |
| 图表 7：第四次中东战争后大类资产表现情况 .....                        | 14 |
| 图表 8：苏联入侵阿富汗后大类资产表现情况 .....                        | 14 |
| 图表 9：海湾战争后大类资产表现情况 .....                           | 15 |
| 图表 10：第一次车臣战争后大类资产表现情况 .....                       | 15 |
| 图表 11：科索沃战争后大类资产表现情况 .....                         | 15 |
| 图表 12：第二次车臣战争后大类资产表现情况 .....                       | 15 |
| 图表 13：美国进攻阿富汗后大类资产表现情况 .....                       | 16 |
| 图表 14：伊拉克战争后大类资产表现情况 .....                         | 16 |
| 图表 15：格鲁吉亚事件后大类资产表现情况 .....                        | 16 |
| 图表 16：利比亚战争后大类资产表现情况 .....                         | 16 |
| 图表 17：叙利亚内战后大类资产表现情况 .....                         | 17 |
| 图表 18：克里米亚事件后大类资产表现情况 .....                        | 17 |
| 图表 19：冲突后大类资产 1 个月表现涨跌情况统计 .....                   | 18 |
| 图表 20：冲突后大类资产 3 个月表现涨跌情况统计 .....                   | 18 |
| 图表 21：俄乌冲突后对大类资产影响 .....                           | 19 |

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图表 22: 俄乌双方军事实力不俗.....                    | 20 |
| 图表 23: 俄乌大宗商品出口情况.....                    | 21 |
| 图表 24: 俄罗斯资源产量占全球比重.....                  | 22 |
| 图表 25: 乌克兰资源产量占比.....                     | 22 |
| 图表 26: 2020 年俄罗斯原油产量占全球总产量的 12.1%.....    | 22 |
| 图表 27: 2020 年俄罗斯天然气产量占全球总产量的 16.6%.....   | 22 |
| 图表 28: 2020 年俄罗斯原油出口占全球总出口的 12.3%.....    | 23 |
| 图表 29: 2020 年俄罗斯天然气出口占全球总出口的 19.1%.....   | 23 |
| 图表 30: 2020 年欧洲从俄罗斯进口原油占其总进口的 29.0%.....  | 23 |
| 图表 31: 2020 年欧洲从俄罗斯进口天然气占其总进口的 32.9%..... | 23 |
| 图表 32: 彭博大宗商品指数创历史新高.....                 | 24 |
| 图表 33: 近日原油天然气价格快速飙升.....                 | 24 |
| 图表 34: 主要工业金属价格快速上涨.....                  | 24 |
| 图表 35: 玉米、小麦期货价格上升.....                   | 25 |
| 图表 36: 原油天然气价格上涨.....                     | 25 |
| 图表 37: 主要发达经济体 GDP.....                   | 25 |
| 图表 38: 主要发达经济体 CPI.....                   | 26 |
| 图表 39: 主要发达经济体 PPI.....                   | 26 |
| 图表 40: 各经济体对俄科技制裁.....                    | 26 |
| 图表 41: 各经济体对俄经济贸易制裁.....                  | 27 |
| 图表 42: 中国石油、天然气的对外依存度仍在高位.....            | 28 |
| 图表 43: 中国主要矿产进口量——钴镍铝铜铁进口量高.....          | 28 |
| 图表 44: 中国国防支出预算增速加快, 2022 年同比增长 7.1%..... | 29 |
| 图表 45: 人民币结算占比不断提升.....                   | 30 |
| 图表 46: 2022 年 1 月人民币国际支付份额升至 3.2%.....    | 31 |
| 图表 47: 近两年中国双边本币互换协议汇总.....               | 31 |

## “安全”为本、“自主可控”——从俄乌冲突探寻中国市场投资方向

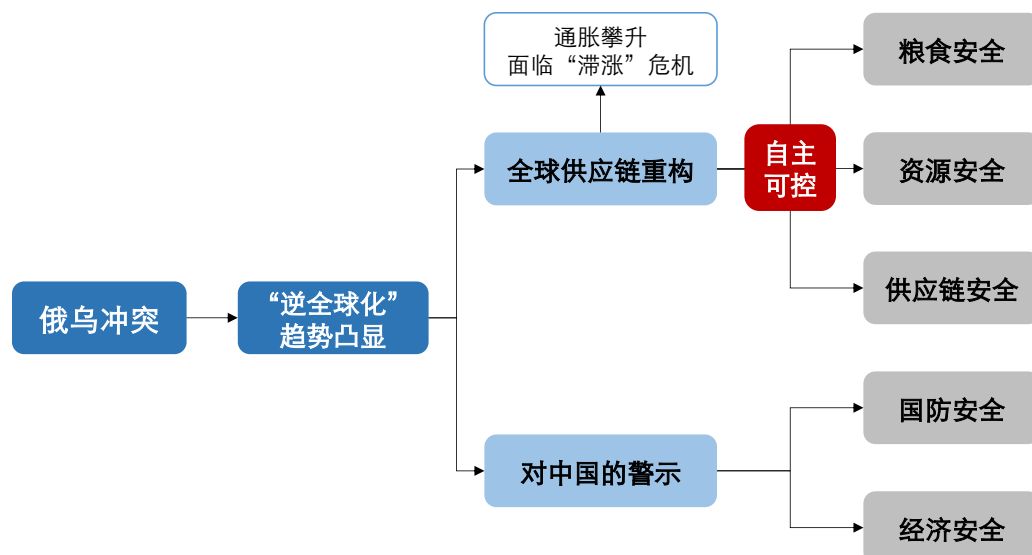
2月24日，继俄罗斯宣布承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”独立后，俄罗斯开始在乌克兰顿巴斯地区进行特别军事行动，标志着俄乌战火正式“点燃”。战争发生后，以欧美发达经济体为首的多国开始对俄罗斯实施经济、贸易、科技等多方面制裁。目前，俄乌双方已进行了三轮谈判，就临时停火建立人道主义通道达成一致，但未来发展局势仍不明朗。

“以史为鉴，可以知兴替”。虽然历史上每一个时点所处的政治、经济、社会环境都不尽相同，但历史永远是照向未来的一面“明镜”，通过挖掘历史、探寻规律，可以帮助我们更好地理解如今所面临的形势和未来的发展趋势。我们选取了1970年以来的历史上12次地缘政治危机作为分析对象，选取了原油、避险资产（黄金、美元、日元、10年期美债收益率）、风险资产（标普500指数、欧洲斯托克50指数、上证综指、恒生指数）和人民币这10个指标，剖析地缘政治危机对大类资产的具体影响。我们根据战争涉及国家数量、战争时长和战争影响等标准，将这12次地缘政治危机分为大型战争和地缘冲突。从各大类资产表现来看，受地缘政治危机影响最大的是原油价格，普遍在冲突发生后呈现大幅上涨。10年期美债收益率在冲突后1个月时间内下跌概率较高，而日元大概率上涨。股市受战争发生地不同导致的投资者情绪面变化的影响更大。因历次大型战争大部分均发生在中东，市场对中东地区发生战争预期较为充分，所以欧美股市3个月涨跌受冲突影响较低，A股在短期内会受到战争情绪影响有下降趋势，但长期来看，A股表现与地缘政治危机无明显相关性，仍由其基本面主导。而在小型地缘冲突下，欧美股市倾向上涨，而A股普遍下跌。主要由于：1. 中国股市个人投资者占比明显高于欧美股票市场，情绪面上更容易受战争影响。2. 地缘冲突大多事发突然，且多与俄罗斯相关，在苏联解体后，西方经济体大多视俄中为战略伙伴关系，若俄罗斯出现危机，很可能对中国造成明显负面影响，因此对投资者情绪造成较大影响。

俄乌冲突爆发后，俄罗斯作为原油资源大国，出口受限导致原油价格暴涨，避险情绪抬升则使得黄金价格、美元指数上涨明显，风险资产普遍明显走低。避险资产中，我们看好未来黄金走势，一方面由于此次战争牵涉甚广，对全球局势影响较大，市场风险明显高于历史上的数次地缘政治冲突，黄金作为避险资产，预计需求将维持高位，黄金价格因此预计有较好表现；另一方面来说，在全球通胀不断攀升的背景下，黄金的货币属性更为凸显，保值需求上升，利好后阶段黄金价格。对A股来说，本次俄乌战争事发突然，虽为俄乌交战，但本质是俄罗斯和北约的博弈，西方发达经济体对俄罗斯的相关制裁也有可能波及到中国，叠加本就面临新冠疫情阶段性爆发的扰动，可能对全球通胀及经济造成明显负面影响。因此，短期内俄乌战争对投资者情绪影响明显，可能导致A股下跌；长期来看，A股表现与战争相关性较弱，未来走势仍将更大程度上取决于A股本身的基本面情况。

俄乌战争的爆发将使疫情下本就紧绷的全球供应链“雪上加霜”，“逆全球化”趋势凸显。我们认为，追求“效率”优先的“全球一体化”发展可能逐渐成为过去，取而代之的是各经济体在小团体范围内的“抱团取暖”，保护主义、国家优先主义将逐渐抬头。我们在去年9月初发布的《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》报告中就已经提到，国防安全、粮食安全、供应链安全、资源安全和经济安全是“安全”这一维度下的五大立足之本，为中国整体未来“发展”奠定坚实基础。如今，“逆全球化”趋势的不断升级将导致全球供应链重构，未来全球供应链瓶颈将进一步加剧，引发效率下降、成本抬升，“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”问题值得我们更多的关注。中国一方面处于外围“逆全球化”的浪潮之中，一方面处于中美竞争博弈长期持续的背景下，五大“安全”、“自主可控”将是未来几年国家和企业发展的指导思想和投资的核心逻辑。另外，俄乌冲突也给予了中国在“国防安全”和“经济安全”层面更多的警示。

图表 1：俄乌冲突导致“逆全球化”趋势凸显，五大“安全”问题值得关注



资料来源：五矿证券研究所

## 一、硝烟四起，俄乌冲突终爆发

2 月 21 日，俄罗斯宣布承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”独立，使得近一年来不断升级的俄乌局势加速恶化，战火“一触即发”。2 月 24 日，俄罗斯在乌克兰顿巴斯地区开始进行特别军事行动，标志着俄乌战火正式“点燃”。战争发生后，以欧美发达经济体为首的多国开始对俄罗斯实施经济、贸易、科技等多方面制裁。目前，俄乌冲突未来发展局势仍不明朗。俄乌双方已分别于 2 月 28 日、3 月 3 日和 3 月 7 日进行了三轮谈判，在三轮谈判中，俄乌就临时停火建立人道主义通道达成一致，但暂无其他实质性进展。3 月 11 日，俄罗斯总统普京表示与乌克兰的会谈取得某些积极进展。

### 1. 剑拔弩张，俄乌紧张局势不断升温

自 2021 年年初起，俄乌矛盾不断激化，两国冲突不断升级，最终演变为战争。

2021 年 3-6 月，美国带领北约在俄罗斯边境开展了“欧洲防卫者-2021”演习，这是北约最大规模的军事演习之一，北约的战舰、军机和陆地部队从大西洋横跨欧洲、一直到黑海的广大区域进行演习，展现了对俄极强的针对性。俄罗斯也不甘示弱，会同塞尔维亚在塞尔维亚首都附近举行联合军演。

2021 年 10 月，美国国防部长奥斯汀访乌并称希望乌克兰尽快达成入北约条件，主张“乌克兰有权决定自己的未来外交政策”，不断触碰俄罗斯“红线”。

2021 年 11 月，随着北约军事基础设施逐步向俄罗斯边界推进，俄罗斯军队在邻近乌克兰边境地区集结，并暂停俄驻北约办事处的工作以及北约驻莫斯科军事联络处的活动，而北约也驱逐 8 名俄常驻北约代表处外交人员作为反制措施。

进入 2022 年，俄乌冲突继续升级。2 月 5 日，美国向波兰和罗马尼亚增派近 3000 名士兵，长期的紧张局势也导致俄乌边境频繁“擦枪走火”。2 月 17 日，乌克兰向乌东部地区发射迫击炮和手榴弹，俄罗斯边境安全受到很大挑战，俄乌战火“一触即发”。

## 2. 风驰电掣，乌克兰进入战时状态

图表 2：俄乌冲突发展时间线

|           |   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|---|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2022/1/16 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>俄罗斯宣布增兵俄乌边境</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2022/2/15 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>美国务卿宣布关闭美驻乌克兰大使馆</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 2022/2/21 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>俄罗斯宣布承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”独立</li> <li>美国对俄实施首批制裁</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 2022/2/23 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>乌克兰宣布除乌东两州以外地区进入紧急状态</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 2022/2/24 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>普京授权在乌克兰顿巴斯地区进行特别军事行动</li> <li>乌克兰宣布全境进入战时状态</li> <li>俄罗斯关闭与乌克兰接壤领空，乌克兰关闭全国领空</li> <li>乌克兰国民卫队司令部被摧毁</li> <li>乌克兰宣布与俄罗斯断交</li> <li>俄军进入乌克兰首都基辅地区</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 2022/2/25 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>俄罗斯控制切尔诺贝利核电站</li> <li>拜登宣称美俄关系完全破裂</li> <li>北约和美国宣称不会派遣部队进入乌克兰</li> <li>联合国拨款2000万美元用于乌克兰危机紧急人道主义援助</li> <li>欧盟宣布对俄实施制裁，针对俄70%的银行</li> <li>乌克兰表示准备好同俄罗斯开启谈判</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2022/2/26 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>美国宣布对俄罗斯总统普京和外长拉夫罗夫实施制裁</li> <li>俄罗斯表示将对等冻结外国公民在俄资金</li> <li>欧盟将俄罗斯总统普京和外交部长拉夫罗夫列入了制裁名单</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 2022/2/27 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>美、欧、英、加发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用SWIFT结算系统</li> <li>美英法德等欧洲多国宣布为乌克兰提供军事支援</li> <li>奥地利、丹麦、冰岛、比利时、瑞典五国宣布对俄罗斯航班关闭领空</li> <li>俄国防部将俄核遏制力量提至特殊战备状态</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 2022/2/28 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>联合国就乌克兰局势举行紧急特别会议</li> <li>美国首次批准直接向乌克兰运送“毒刺”防空导弹</li> <li>欧盟、美国对俄罗斯关闭领空</li> <li>普京下令对美国采取特别经济措施，俄罗斯对36个国家关闭领空</li> <li>俄乌双方举行谈判，普京提出解决危机三点要求：承认俄对克里米亚主权、解决乌非军事化问题并确保其中立地位</li> <li>美国升级制裁，禁止俄罗斯央行和俄财政部进行任何美元交易，并全面阻止俄罗斯直接投资基金</li> <li>英国将阻止俄罗斯各银行以英镑结算交易</li> <li>俄罗斯央行阻止外资出售俄证券，恢复国内市场购买黄金</li> <li>俄罗斯央行紧急大幅加息1050个基点至20%</li> </ul>                                                                               |
| 2022/3/1  | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>泽连斯基签署乌克兰加入欧盟申请书</li> <li>日本追加对俄制裁，冻结普京等6人资产</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2022/3/2  | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>欧盟批准对白俄罗斯实施制裁，禁止白俄罗斯的木材、钢材和钾肥等产品出口至欧盟国家</li> <li>美国正式宣布对俄罗斯关闭领空</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 2022/3/3  | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>联大通过决议草案：要求俄罗斯撤军</li> <li>加拿大宣布对俄罗斯和白俄罗斯实施贸易制裁</li> <li>俄乌第二轮会谈结束，双方就临时停火建立人道主义通道达成一致</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2022/3/5  | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>俄军即将进入静默状态，人道主义通道开放</li> <li>俄将暂停除飞往白俄外的所有国际航班</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 2022/3/7  | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>俄乌第三轮谈判结束，无实质结果，停火磋商将继续进行</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 2022/3/8  | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>美国宣布针对俄罗斯的能源禁令，将禁止美国从俄罗斯进口石油、液化天然气和煤炭</li> <li>英国将与美国共同禁止进口俄罗斯能源</li> <li>普京签署总统令，要求采取特别经济措施保障俄在外贸领域的安全</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 2022/3/10 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>俄罗斯在2022年底之前，将禁止科技、电信、医疗、汽车、农业和电气设备的出口</li> <li>俄罗斯决定暂时中止化肥出口</li> <li>俄罗斯暂时禁止向欧亚经济联盟国家出口谷物</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2022/3/11 | ● | <ul style="list-style-type: none"> <li>俄罗斯总统普京表示，俄罗斯与乌克兰的会谈取得某些积极进展</li> <li>日本禁止对俄出口半导体等57类高科技产品</li> <li>日本政府决定暂停与俄罗斯达成的8项经济合作计划</li> <li>英国宣布对386名俄罗斯国家杜马议员实施制裁，进行资产冻结并禁止入境</li> <li>加拿大对俄罗斯国防部实施制裁，将对5名俄罗斯人和32个俄罗斯军事组织实施限制措施</li> <li>美国将取消对俄罗斯的永久性正常贸易关系待遇，即“最惠国待遇”</li> <li>美国将禁止从俄罗斯进口海鲜、酒类、钻石</li> <li>美国和七国集团将确保俄罗斯无法从国际货币基金组织、世界银行获得多层次融资</li> <li>美国禁止未来在俄罗斯经济的任何领域投资</li> <li>欧盟将取消俄罗斯的最惠国待遇。</li> <li>欧盟宣布第四波对俄制裁，包括禁止向俄出口欧盟奢侈品和进口钢铁产品</li> </ul> |

资料来源：新华社，人民网，五矿证券研究所

注：红色为制裁和反制裁措施

2月21日，俄罗斯宣布承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”独立，俄乌局势加速恶化。

2月24日，普京授权在乌克兰顿巴斯地区进行特别军事行动，乌克兰全境进入战时状态，俄乌战争终爆发。战争发生后，以欧美发达经济体为首的多国开始对俄罗斯实施经济、贸易、科技等多方面制裁。

2月27日，美、欧、英、加发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用SWIFT结算系统，并冻结俄罗斯央行的境外业务，俄罗斯金融系统受到极大冲击，卢比一度贬值30%，俄罗斯最大银行股价在伦敦跌幅达95%，为历史最大单日跌幅。面对海外制裁压力，俄罗斯总统普京下令俄罗斯战略威慑力量转入特殊战备状态。

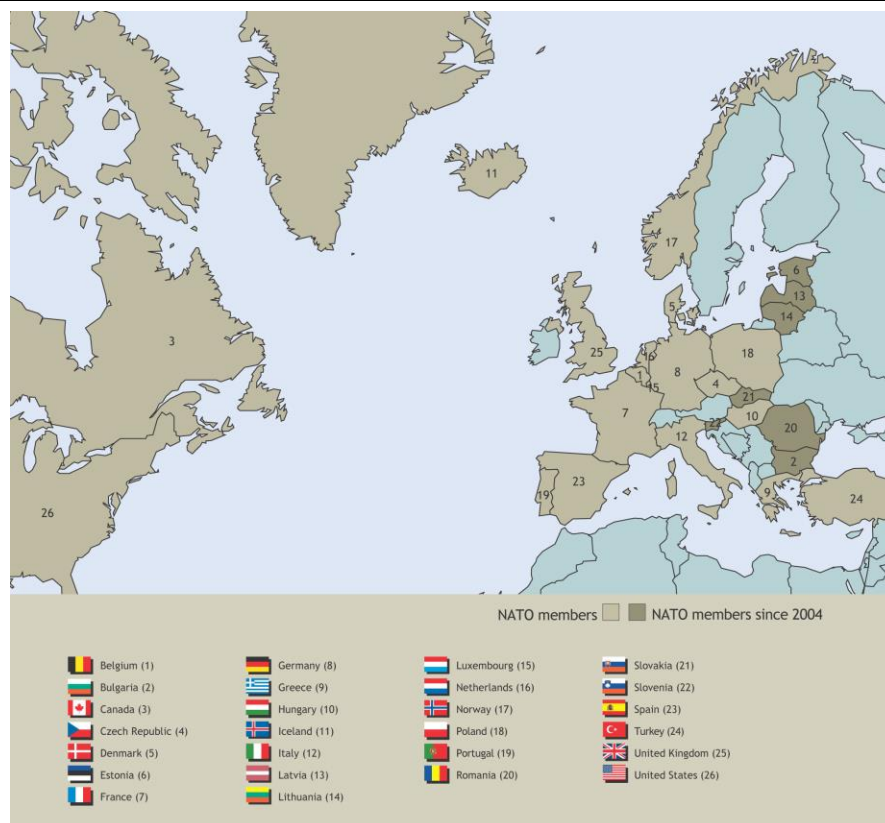
目前，俄乌冲突未来发展局势仍不明朗。2月28日，俄乌双方在白俄罗斯边境完成第一次谈判，主要讨论了停火问题，未取得预期成果，各方返回磋商。3月3日，俄乌双方又举行了第二次谈判，双方就临时停火建立人道主义通道达成一致。3月7日，俄乌双方又举行了第三次谈判，就保障人道主义走廊问题取得一定成果，但在政治和军事领域进展有限，未达到预期效果。3月11日，俄罗斯总统普京表示与乌克兰的会谈取得某些积极进展。

### 3. 追本溯源，俄乌冲突缘何而起

俄乌冲突的历史原因最早可以追溯到冷战期间。苏联解体前，华约作为战略防线制衡北约。随着苏联和平演变，苏联地区国家分崩离析，随后多个苏联的中小国家为了自身利益也选择加入北约，北约也逐渐吸纳了苏联几乎所有的东欧国家，截止到2022年2月，北约国家从苏联解体前的16个成员国扩充到现在的30个成员国，仅有俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯以及格鲁吉亚等为数不多的苏联国家还未加入北约。其中作为苏联地区最大的国家，俄罗斯认为北约的不断东扩，将严重威胁国家的领土安全，因此反对周边国家继续加入北约，这些国家也成为了北约和俄罗斯的缓冲地带。

而为了争夺黑海出海权，俄罗斯也与乌克兰克里米亚地方政府之间就半岛归属问题不断产生纠纷。2014年3月18日，俄罗斯总统普京批准了克里米亚加入俄罗斯的条约草案，并与克里米亚共和国领导人签署了克里米亚加入俄罗斯的条约，乌克兰与俄罗斯关系破裂。此后乌克兰先后修改相关法律和修正案，将“加入北约”确定为国家外交政策目标，借此抗衡俄罗斯，期望重夺克里米亚，乌克兰逐渐向北约走进，作为俄罗斯和北约的缓冲地带，乌克兰若加入北约意味着北约的防御体系已经推进到俄罗斯边界，俄罗斯认为这意味着战略平衡被打破，其自身安全将受到威胁。在此背景下，俄乌冲突也成为了必然结果。

图表 3：北约东扩对俄罗斯造成巨大威胁



资料来源：维基百科，五矿证券研究所

## 二、历次地缘政治危机对大类资产的影响

“以史为鉴，可以知兴替”。虽然历史上每一个时点所处的政治、经济、社会环境都不尽相同，但历史永远是照向未来的一面“明镜”，通过挖掘历史、探寻规律，可以帮助我们更好地理解如今所面临的形势和未来的发展趋势。

我们选取了 1970 年以来的历史上 12 次地缘政治危机（包括第四次中东战争、苏联入侵阿富汗、海湾战争、第一次车臣战争、科索沃战争、第二次车臣战争、美国入侵阿富汗、伊拉克战争、俄罗斯-格鲁吉亚事件、利比亚战争、叙利亚内战、俄罗斯-克里米亚事件）作为分析对象，详细阐述了参与国家与冲突发生的原因、过程和结果、全球范围内的援助及制裁措施以及战争造成的影响，并对后续 1 周、1 个月和 3 个月的大类资产表现进行了详细统计分析。

图表 4：1970 年以来历次地缘政治危机参与国家与冲突原因/过程/结果

| 时间                           | 战争       | 参与国家                                               | 冲突原因/过程/结果                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------|----------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1973/10/6<br>-<br>1973/10/26 | 第四次中东战争  | <b>冲突双方：</b> 阿拉伯世界国家、以色列<br><b>背后势力：</b> 苏联、美国     | <b>原因：</b> 以色列地域扩张极大影响阿拉伯世界利益。<br><b>过程：</b> 埃及与叙利亚分别攻击六年前被以色列占领的西奈半岛和戈兰高地。战争的头一至两日埃叙联盟占了上风，但此后战况逆转。至第二周，叙军退出戈兰高地。在西奈，以军在两军之间攻击，越过苏伊士运河（原来的停火线）。直到联合国停火令生效为止，已经歼灭了一队埃及军队。<br><b>结果：</b> 以色列取胜。                                                                                                                                              |
| 1979/12/24<br>-<br>1989/2/25 | 第一次阿富汗战争 | <b>冲突双方：</b> 苏联、阿富汗<br><b>背后势力：</b> 巴基斯坦、美国、沙特阿拉伯等 | <b>原因：</b> 阿富汗试图摆脱苏联控制，声明要与美国实现关系正常化。<br><b>过程：</b> 第一阶段苏联大举出兵，第二阶段苏联发动全面打击和重点清剿，第三阶段双方战略相持。<br><b>结果：</b> 苏联撤兵，双方损失惨重。                                                                                                                                                                                                                     |
| 1990/8/2<br>-<br>1991/2/28   | 海湾战争     | <b>冲突双方：</b> 美国为首联军（34 国）、伊拉克                      | <b>原因：</b> 伊拉克侵略科威特。<br><b>过程：</b> 美国联军进攻伊拉克，并取得压倒性优势。<br><b>结果：</b> 伊拉克损失惨重，萨达姆接受停战协议，并从科威特撤军。                                                                                                                                                                                                                                             |
| 1994/12/11<br>-<br>1996/8/31 | 第一次车臣战争  | <b>冲突双方：</b> 俄罗斯、车臣共和国<br><b>背后势力：</b> 美国等西方国家     | <b>原因：</b> 车臣谋求独立，但是其地理位置及蕴藏的丰富资源使得俄罗斯与其发生激烈的冲突。<br><b>过程：</b> 俄罗斯取得较大优势，但在不断撤退的同时，车臣武装军将策略转移到绑架和恐怖袭击谋求引起民众压力逼使俄军撤离，最后在国内压力和大选逼近下，鲍里斯·叶利钦和车臣签署停火协定。<br><b>结果：</b> 造成战争双方军人和平民的死亡，在此后 3 年，尽管车臣仍为俄罗斯共同体的其中一员，但实质上却享有非正式的独立。                                                                                                                   |
| 1999/3/24<br>-<br>1999/6/10  | 科索沃战争    | <b>冲突双方：</b> 南斯拉夫联盟，北约和科索沃解放军                      | <b>原因：</b> 南斯拉夫解体后，科索沃地区不断发生武装冲突事件，严重影响美国等西方国家对巴尔干局势的控制和对冷战后世界新格局的构建。<br><b>过程：</b> 美国为首的北约凭借绝对优势的空中力量和高技术武器，对南斯拉夫联盟的军事目标和基础设施进行了连续 78 天的轰炸。<br><b>结果：</b> 1999 年 6 月 10 日，联合国安理会以 14 票赞成、1 票弃权（中国）的表决结果通过了由西方 7 国和俄罗斯提交的科索沃问题决议。表决之前，南联盟开始从科索沃撤军，北约宣布暂停对南的空袭。“盟军行动”的空袭正式结束。1999 年 6 月 20 日，北约正式宣布结束对南联盟轰炸。“盟军行动”的空袭正式结束。科索沃战争以塞尔维亚人的失败而告终。 |
| 1999/8/7<br>-<br>2000/5/12   | 第二次车臣战争  | <b>冲突双方：</b> 俄罗斯、车臣共和国<br><b>背后势力：</b> 美国等西方国家     | <b>原因：</b> 车臣进攻达吉斯坦，以实现车臣、达吉斯坦脱离俄罗斯而建立独立国家的目的。<br><b>过程：</b> 1.俄罗斯联邦部队在达吉斯坦境内平叛；2.挺进车臣、对格罗兹尼发动总攻；3.在山区围追堵击车臣残余的武装势力。<br><b>结果：</b> 俄罗斯控制大部分车臣区域，车臣临时政府产生，卡德罗夫被任命为车臣地区领导人，俄军全面从车臣撤军。但车臣问题并没有彻底解决。车臣独立武装采取更趋极端的恐怖主义袭击活动。                                                                                                                      |
| 2001/10/7<br>-<br>2001/11/20 | 第二次阿富汗战争 | <b>冲突双方：</b> 阿富汗塔利班、美国联军                           | <b>原因：</b> 美国对 9·11 事件的报复，为彻底消灭制造 9.11 事件的幕后黑手及其同盟者塔利班武装。<br><b>过程：</b> 前期美国取得绝对优势，并攻下首都喀布尔，标志着塔利班在阿富汗全国的瓦解。但后期美军忙于伊拉克战争，塔利班在阿富汗卷土重来，发动猛烈攻势。随着本·拉登被击毙，美国开始陆续撤军。<br><b>结果：</b> 美国政府与塔利班签署协议，承诺 2021 年 5 月前撤出阿富汗。2021 年 7 月，拜登表示，美军在阿富汗的军事任务将于 8 月 31 日结束。8 月 15 日，塔利班进入并控制阿富汗首都喀布尔。                                                          |

资料来源：google，五矿证券研究所

图表 4：1970 年以来历次地缘政治危机参与国家与冲突原因/过程/结果（续...）

| 时间                           | 战争         | 参与国家                                                                | 冲突原因/过程/结果                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2003/3/20<br>-<br>2003/4/15  | 伊拉克战争      | <b>冲突双方：</b> 伊拉克、英美联军                                               | <p><b>原因：</b>美国等国认为萨达姆政权拥有大规模杀伤性武器并暗中支持恐怖分子。伊拉克当局政府践踏人权。</p> <p><b>过程：</b>美英联军凭借空中优势和机械化部队，逐步攻陷伊拉克重要城市，并于 2003 年 4 月 15 日控制伊拉克全境。</p> <p><b>结果：</b>从军事角度看，美国已经打败了萨达姆，最初的目的达到了，因而美国算是胜利了。但是从战略全局，从政治、军事、经济、社会、道义等综合角度看，美国其实在很大程度上失败了。</p>                                                                                    |
| 2008/8/8<br>-<br>2008/8/23   | 俄罗斯-格鲁吉亚事件 | <b>冲突双方：</b> 俄罗斯、格鲁吉亚                                               | <p><b>原因：</b>格鲁吉亚境内的南奥塞梯宣布独立，导致格鲁吉亚和南奥塞梯发生数次交火。</p> <p><b>过程：</b>前期格鲁吉亚用时不到 13 小时，就攻占了茨欣瓦利，但俄罗斯参与后格鲁吉亚仓惶败退。</p> <p><b>结果：</b>在国际调停下，2008 年 8 月 13 日，格俄双方就停火原则达成一致。8 月 18 日，俄军开始从南奥塞梯撤军。8 月 26 日，俄罗斯联邦总统梅德韦杰夫签署命令，宣布承认南奥塞梯和阿布哈兹独立。8 月 28 日，格鲁吉亚宣布与俄罗斯断交。9 月 10 日，俄罗斯与南奥塞梯建立正式外交关系。</p>                                       |
| 2011/2/17<br>-<br>2011/10/20 | 利比亚战争      | <b>冲突双方：</b> 利比亚、北约和反卡扎菲势力                                          | <p><b>原因：</b>利比亚发生 2 月 17 日革命，利比亚多个城市开始出现抗议活动，要求政府下台，抗议活动随后波及首都的黎波里。游行示威者与安全部队发生冲突。</p> <p><b>过程：</b>前期政府军在与反对派的战争中取得优势，但后期随着北约加入战局，开始对利比亚实施空袭，政府军逐渐败退。</p> <p><b>结果：</b>反对派成为合法政府，卡扎菲死亡。</p>                                                                                                                               |
| 2011/3/15<br>-<br>至今         | 叙利亚内战      | <p><b>冲突双方：</b>叙利亚反对派、叙利亚政府军</p> <p><b>背后势力：</b>俄罗斯、美国、欧盟、阿拉伯联盟</p> | <p><b>原因：</b>叙利亚南部边境城市德拉爆发反政府示威游行，示威者与警方发生冲突并造成人员伤亡，在叙境内其他地区引发连锁反应。巴沙尔因消极回应反对派改革呼声而错失对话良机，导致对立情绪被充分激化，叙利亚危机由此爆发。</p> <p><b>过程：</b>叙利亚内战以 2014 年 9 月为界，分为两个阶段：2011 年 3 月至 2014 年 9 月，欧盟及其成员国与美国的目的是支持叙利亚反对派，推翻阿萨德政府；2014 年 9 月美国主导的国际联盟（包括欧盟国家）则将消灭“伊斯兰国”作为核心目标，同时也没有完全放弃让阿萨德下台的原目标。</p> <p><b>结果：</b>叙利亚政府军占据主动，内战仍在进行。</p> |
| 2014/3/18<br>-<br>2014/3/21  | 俄罗斯-克里米亚事件 | <b>冲突双方：</b> 乌克兰、俄罗斯                                                | <p><b>原因：</b>克里米亚的分离主义愈演愈烈，乌克兰无法控制。</p> <p><b>过程：</b>罗斯总统普京在克里姆林宫与克里米亚议会主席、塞瓦斯托波尔签署关于克里米亚和塞瓦斯托波尔加入俄罗斯的协议，之后俄罗斯上议院正式通过克里米亚入俄条约。</p> <p><b>结果：</b>俄罗斯事实上接管了该领土，建立了克里米亚联邦管区，下设两个联邦主体，即克里米亚共和国和塞瓦斯托波尔。</p>                                                                                                                      |
| 2022/2/21<br>-               | 俄乌战争       | <p><b>冲突双方：</b>乌克兰、俄罗斯</p> <p><b>背后势力：</b>北约</p>                    | <p><b>原因：</b>乌克兰着手准备加入北约，严重压缩俄罗斯政治势力范围，俄乌关系紧张。</p> <p><b>过程：</b>2022 年 2 月 21 日晚，俄罗斯总统普京签署命令，承认乌克兰东部的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”，2 月 24 日，俄罗斯总统普京已决定在顿巴斯地区进行特别军事行动，目前俄乌已举行三次谈判，但局势仍旧僵持。</p> <p><b>结果：</b>战争结果尚未明确。</p>                                                                                                          |

资料来源：google，五矿证券研究所

图表 5：1970 年以来历次地缘政治危机的援助制裁、影响及后续大类资产表现

| 战争       | 援助和制裁                                                                    | 战争影响                                                                                    | 大类资产表现（截止到冲突发生后 3 个月）                                                                                                                                                                                                                                          |
|----------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第四次中东战争  | 苏联：援助阿拉伯国家 6000 吨物资与装备，以及 206 架军用机。<br>美国：援助以色列 22400 吨物资与装备，以及 56 架军用机。 | 1.埃及承认以色列国家地位。<br>2.埃及被驱逐除阿拉伯国家联盟。<br>3.阿拉伯国家为报复美国支援以色列，对美国做出石油禁运决定，导致 1973 年石油危机。      | 美元：美元指数持续上升，3 个月涨幅超 10%。<br>美国 10 年期国债收益率：基本保持稳定。<br>美股：标普 500 指数持续下降。3 个月降幅超 10%。                                                                                                                                                                             |
| 第一次阿富汗战争 | 巴基斯坦、沙特阿拉伯、埃及及美国都对阿富汗反政府武装提供军事援助。                                        | 1.阿富汗遭到极大破坏，从此国家局势极不稳定，孕育了塔利班等极端组织，为后面 911 事件埋下伏笔。<br>2.持续 10 年的战争拖垮了苏联经济，是日后苏联解体的原因之一。 | 美元：美元指数先下跌再上升。<br>日元：日元汇率持续下跌。<br>美国 10 年期国债收益率：国债利率大幅上升，3 个月涨幅超 20%。<br>美股：标普 500 指数呈先上升后下降趋势。                                                                                                                                                                |
| 海湾战争     | 联合国对通过第 661 号决议对伊拉克施加经济制裁。<br>多国对美国提供现金和物资援助。                            | 1.开启现代化科技战争新格局。<br>2.宣告了美国霸权地位。<br>3.伊拉克一蹶不振。                                           | 美元：美元指数持续下降。<br>日元：日元汇率持续上升。<br>美国 10 年期国债收益率：短期上升长期下降，总体呈上升趋势。<br>原油：原油价格大幅上涨，3 个月涨幅近 50%。<br>黄金：短期价格上升，长期价格下降。<br>美股：标普 500 指数持续下降，3 个月跌幅超 10%。<br>港股：恒生指数持续下降：3 个月跌幅超 10%。<br>欧股：欧洲 stoxx50 指数持续下降，3 个月跌幅超 10%。                                             |
| 第一次车臣战争  | 美国等西方国家暗中为车臣共和国提供战略物资。                                                   | 1.北高加索地区进入了第二次车臣战争前的非战非和状态。<br>2.俄罗斯损失惨重，战争加剧了俄罗斯上层统治集团的内部矛盾，使民族矛盾更加尖锐和复杂。              | 美元：美元指数持续下降。<br>日元：日元汇率大幅提升。<br>人民币：人民币汇率小幅提升。<br>美国 10 年期国债收益率：持续下降，3 个月跌幅近 10%。<br>原油：原油价格小幅上涨。<br>黄金：黄金价格保持稳定。<br>美股：标普 500 指数持续上升，3 个月涨幅近 10%。<br>A 股：上证综指短期上升，长期下跌。<br>港股：恒生指数短期上升，中期下降，长期上升。<br>欧股：欧洲 stoxx50 指数短期上升，但长期回归初值。                            |
| 科索沃战争    | --                                                                       | 1.进一步巩固美国霸权地位。<br>2.促使巴尔干半岛地区进一步分裂。<br>3.大量的欧洲金融资本涌入美国躲避风险，战争极大影响欧元地位。                  | 美元：美元指数持续小幅上升。<br>日元：日元汇率持续小幅下降。<br>美国 10 年期国债收益率：长期大幅提升，3 个月涨幅超 10%。<br>原油：原油价格持续大幅提升，3 个月涨幅近 20%。<br>黄金：黄金价格持续下跌，2 个月跌幅近 10%。<br>美股：标普 500 指数先上升后下降，整体提呈上升趋势。<br>A 股：上证综指短期小幅下降，长期大幅提升，涨幅近 20%。<br>港股：持续上涨，3 个月涨幅超 30%。<br>欧股：欧洲 stoxx50 指数持续上升，3 个月涨幅超 10%。 |

资料来源：百度百科，Bloomberg，五矿证券研究所

图 5：1970 年以来历次地缘政治危机的援助制裁、影响及后续大类资产表现（续...）

| 战争         | 援助和制裁                                                                                                                                  | 战争影响                                                                                            | 大类资产表现（截止到冲突发生后 3 个月）                                                                                                                                                                                                                                                               |
|------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第二次车臣战争    | --                                                                                                                                     | 1.彻底摧毁了自从 1991 年以来就实际存在车臣独立政权。<br>2.整个俄罗斯社会长期饱受恐怖主义的痛苦。                                         | 美元：美元指数保持稳定，涨跌幅不超过 1%。<br>日元：日元汇率持续上升，3 个月涨幅 10%。<br>人民币：人民币汇率保持稳定。<br>美国 10 年期国债收益率：基本保持稳定。<br>原油：原油价格持续提升，3 个月涨幅超 10%。<br>黄金：黄金价格呈上升趋势，3 个月涨幅近 10%。<br>美股：标普 500 指数小幅上升。<br>A 股：上证综指持续下跌，3 个月跌幅超 10%。<br>港股：恒生指数短期下跌，长期回复初值。<br>欧股：欧洲 stoxx50 指数持续上升，3 个月涨幅超 10%。                 |
| 第二次阿富汗战争   | --                                                                                                                                     | 1.使得美国深陷战争泥潭，承担巨额军费支出，但并没有完全消灭塔利班组织。<br>2.使得阿富汗地区难民问题更加严重，中东局势更加混乱。                             | 美元：美元指数持续下降，3 个月跌幅近 10%。<br>日元：日元汇率保持稳定。<br>人民币：人民币汇率保持稳定。<br>美国 10 年期国债收益率：持续下跌，三个月跌幅超 20%。<br>原油：原油保持稳定。<br>黄金：黄金价格短期下跌，长期上升，3 个月涨幅近 10%。<br>美股：标普 500 指数短期下跌，3 个月涨幅超 10%。<br>A 股：上证综指短期上升，长期回复初值。<br>港股：恒生指数短期下跌，长期大幅提升，3 个月涨幅近 10%。<br>欧股：欧洲 stoxx50 指数短期下降，长期持续上升，3 个月涨幅 10%。  |
| 伊拉克战争      | 因没有得到联合国安理会的授权，这场战争遭到俄罗斯、法国、德国、中国、阿拉伯联盟、不结盟运动等多个国家政府和国际组织的批评与谴责。<br>奥地利、瑞士和伊朗禁止联军战机飞越其领空，土耳其禁止美军通过其领土向伊拉克北部发动进攻，沙特阿拉伯禁止美军导弹通过其领空袭击伊拉克。 | 1.使美国在世界上有了更大的发言权和制约能力，但也引起反战国家的排斥，声誉受到较大影响。<br>2.伊拉克社会矛盾冲突将更加激烈，经济建设缓慢。<br>3.因战争关系对当时油价带来较大冲击。 | 美元：美元指数小幅提升。<br>日元：日元汇率持续下跌上升，3 个月跌幅近 10%。<br>人民币：人民币汇率保持稳定。<br>美国 10 年期国债收益率：短期下跌，长期提升，3 个月涨幅超 10%。<br>原油：原油中期大幅下跌，但长期回复初值。<br>黄金：黄金价格保持稳定。<br>美股：标普 500 指数持续提升，3 个月提升超 10%<br>A 股：上证综指持续下跌，3 个月跌幅超 10%。<br>港股：短期下跌，长期大幅上升，3 个月涨幅超 10%。<br>欧股：欧洲 stoxx50 指数持续上升，3 个月涨幅近 10%。       |
| 俄罗斯-格鲁吉亚事件 | 美国白宫声称俄罗斯将为此“付出代价”，至今，俄罗斯也未承受任何美国所说的“代价”。                                                                                              | 展现了 21 世纪初俄罗斯的军事实力。扩大了俄罗斯的势力。                                                                   | 美元：美元指数持续上升，3 个月涨幅超 10%。<br>日元：日元汇率持续上升，涨幅超 10%。<br>人民币：人民币汇率保持稳定。<br>美国 10 年期国债收益率：呈小幅下跌趋势。<br>原油：原油大幅下跌，3 个月跌幅超 40%。<br>黄金：黄金价格持续下跌，3 个月跌幅超 10%。<br>美股：标普 500 指数持续下跌，3 个月跌幅超 25%<br>A 股：上证综指数大幅下跌，3 个月跌幅近 30%。<br>港股：恒生指数持续大幅下跌，3 个月跌幅近 10%。<br>欧股：欧洲 stoxx50 指数持续下跌，3 个月跌幅近 30%。 |

资料来源：百度百科，Bloomberg，五矿证券研究所

图表 5：1970 年以来历次地缘政治危机的援助制裁、影响及后续大类资产表现（续...）

| 战争         | 援助和制裁                                                                                                                                                                             | 战争影响                                                                                                                                              | 大类资产表现（截止到冲突发生后 3 个月）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 利比亚战争      | <p>联合国安理会一致通过决议制裁利比亚，包括冻结卡扎菲家族财产，对其本人及其亲属实行全球旅游禁令。</p> <p>欧盟：对利比亚采取武器禁运及旅游禁令，冻结所有利比亚的财产。</p>                                                                                      | <p>利比亚结束卡扎菲多年的独裁暴力统治，但战争也导致利比亚经济迅速倒退。</p>                                                                                                         | <p>美元：美元指数持续小幅下降。</p> <p>日元：日元汇率呈小幅上升趋势。</p> <p>人民币：人民币汇率保持稳定。</p> <p><b>美国 10 年期国债收益率：持续下跌，3 个月跌幅超 10%。</b></p> <p><b>原油：原油持续上升，3 个月涨幅超 10%。</b></p> <p>黄金：黄金价格持续小幅上升。</p> <p>美股：标普 500 指数基本保持稳定。</p> <p>A 股：上证综指数基本保持稳定。</p> <p>港股：恒生指数基本保持稳定。</p> <p>欧股：欧洲 stoxx50 指数呈小幅下跌趋势。</p>                                                  |
| 叙利亚内战      | <p>美国：对叙利亚当局政府实施经济制裁。协助当地的库尔德武装发动针对“伊斯兰国”的军事行动，为反对派提供武器。</p> <p>欧盟：向叙反对派提供车辆等非致命性装备。</p> <p>伊朗、黎巴嫩：出兵叙利亚，向巴沙尔政权提供财政援助、外交支持、反游击战和骚乱控制培训及武器装备。</p> <p>俄罗斯：派兵进入叙利亚打击“伊斯兰国”等恐怖组织。</p> | <p>1.内战使叙利亚成为中东最血腥的战场，扩大了叙国内种族、教派裂痕，导致“圣战”势力坐大，而且外溢难民、教派与民族矛盾、地缘政治角逐、暴力冲突五大问题，使中东局势愈发动荡。</p> <p>2.叙内战导致暴力事件外溢，引发土耳其境内爆炸案及经济下滑，危及土国内稳定与民族和平计划。</p> | <p>美元：美元指数持续小幅下降。</p> <p>日元：日元汇率保持稳定。</p> <p>人民币：人民币汇率小幅提升。</p> <p><b>美国 10 年期国债收益率：短期提升，长期大幅下降，跌幅近 10%。</b></p> <p><b>原油：原油呈上升趋势，3 个月涨幅近 10%。</b></p> <p><b>黄金：黄金价格持续上升，3 个月涨幅超 10%。</b></p> <p>美股：标普 500 指数基本保持稳定。</p> <p><b>A 股：上证综指中短期呈上升趋势，长期大幅下跌，3 个月跌幅近 10%。</b></p> <p>港股：恒生指数短期上升，长期回复初值。</p> <p>欧股：欧洲 stoxx50 指数基本保持稳定。</p> |
| 俄罗斯-克里米亚事件 | <p>欧盟、美国：对俄罗斯实施经济制裁，并对乌克兰实行经济援助。</p> <p>俄罗斯：公布了一份对等的“报复性制裁”名单，包括美国政界及国会议员共 9 人。</p>                                                                                               | <p>1.克里米亚地区并入俄罗斯，俄罗斯领土扩张。</p> <p>2.俄罗斯与乌克兰关系急速恶化，乌克兰加深与欧盟的伙伴关系。</p>                                                                               | <p>美元：美元指数基本保持稳定。</p> <p>日元：日元汇率保持稳定。</p> <p>人民币：人民币汇率保持稳定。</p> <p>美国 10 年期国债收益率：短期提升，长期呈下降趋势。</p> <p>原油：原油保持稳定。</p> <p><b>黄金：黄金价格持续下跌，3 个月跌幅近 10%。</b></p> <p>美股：标普 500 指数基本保持稳定。</p> <p>A 股：上证综指基本保持稳定。</p> <p><b>港股：恒生指数持续上涨，3 个月涨幅近 10%。</b></p> <p><b>欧股：欧洲 stoxx50 指数呈持续上升趋势，3 个月涨幅近 10%。</b></p>                               |
| 俄乌战争       | <p>美国：不承认所谓的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”，冻结俄罗斯在美所有资产，有意向乌克兰援助价值 6 亿美元武器装备，对选定的俄罗斯银行禁用 SWIFT 系统，对俄央行的外汇储备实施制裁。</p> <p>欧盟：对俄国家杜马 351 名议员以及多名“高级别”的个人和实体实施制裁，且将向乌克兰提供资金支持乌军购买军事物资。</p>    | <p>1.两个能源大国的战争导致大宗商品价格上升。</p> <p>2.全球供应链危机，大宗商品、农产品供给受阻。</p> <p>3.增加全球经济“滞胀”的风险。</p>                                                              | <p>美元：美元指数持小幅提升。</p> <p>日元：日元汇率保持稳定。</p> <p>人民币：人民币汇率保持稳定。</p> <p>美国 10 年期国债收益率：呈持续上升趋势。</p> <p>原油：原油呈持续上升趋势。</p> <p>黄金：黄金价格基本保持稳定。</p> <p>美股：标普 500 指数基本保持稳定。</p> <p>A 股：上证综指基本保持稳定。</p> <p><b>港股：恒生指数持续大幅下跌。</b></p> <p>欧股：欧洲 stoxx50 指数持续下跌。</p>                                                                                   |

资料来源：百度百科，Bloomberg，五矿证券研究所

## 1. 总体来看，地缘政治危机对大类资产影响不尽相同

大类资产表现在每次地缘冲突发生前后并不一致，但基本都会发生明显的变化。

图表 6：1970 年以来地缘冲突对大类资产影响

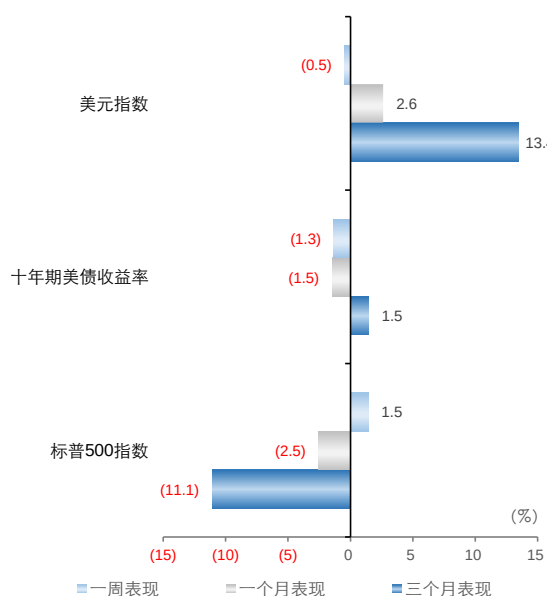


资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 2. 细致入微，历次地缘政治危机对大类资产有何影响

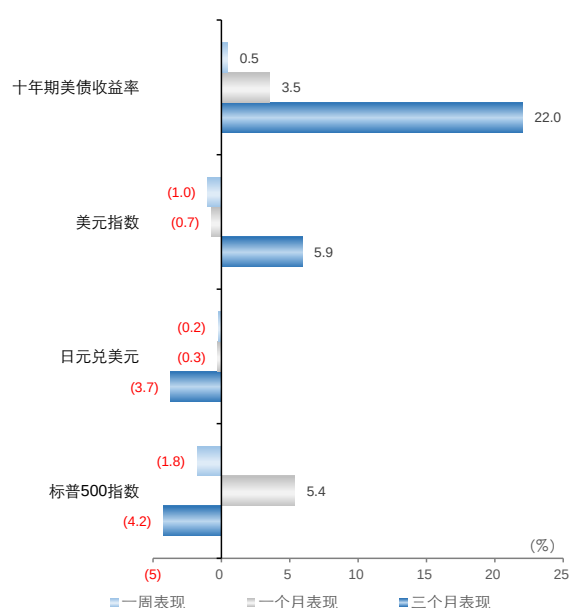
为剖析地缘政治危机对大类资产的具体影响，我们对历次事件发生后的大类资产表现进行了单独分析。在此，我们选取了原油、避险资产（黄金、美元、日元、10 年期美债收益率）、风险资产（标普 500 指数、欧洲斯托克 50 指数、上证综指、恒生指数）和人民币这 10 个指标，进行了细致入微的分析。

图表 7：第四次中东战争后大类资产表现情况



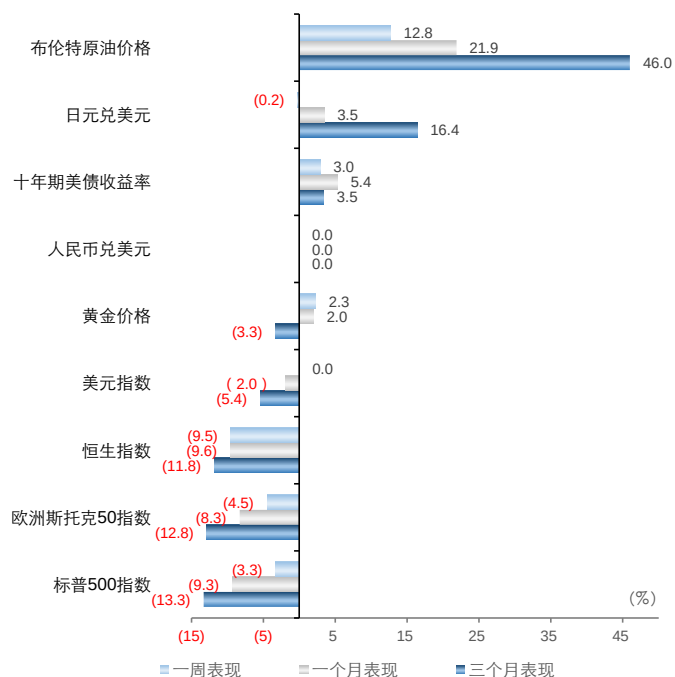
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 8：苏联入侵阿富汗后大类资产表现情况



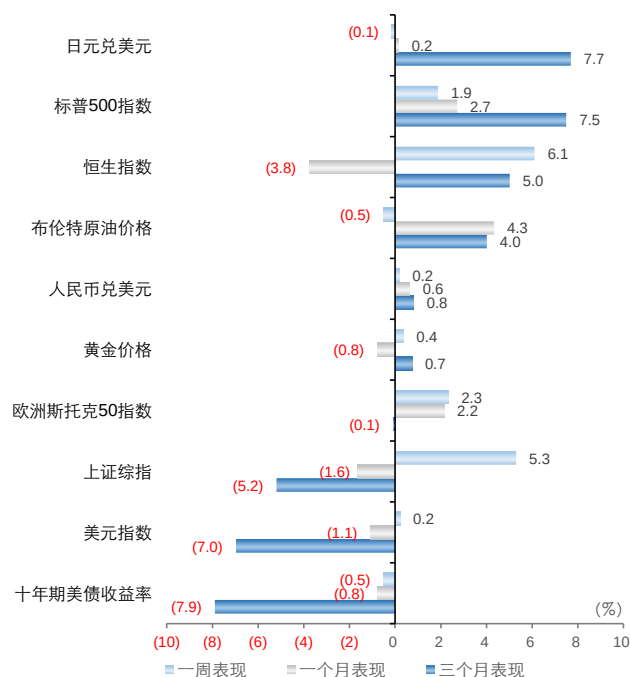
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 9：海湾战争后大类资产表现情况



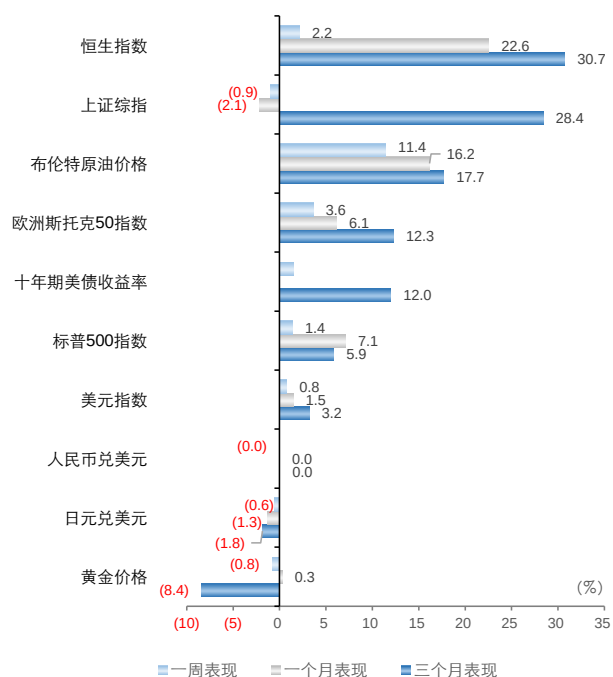
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 10：第一次车臣战争后大类资产表现情况



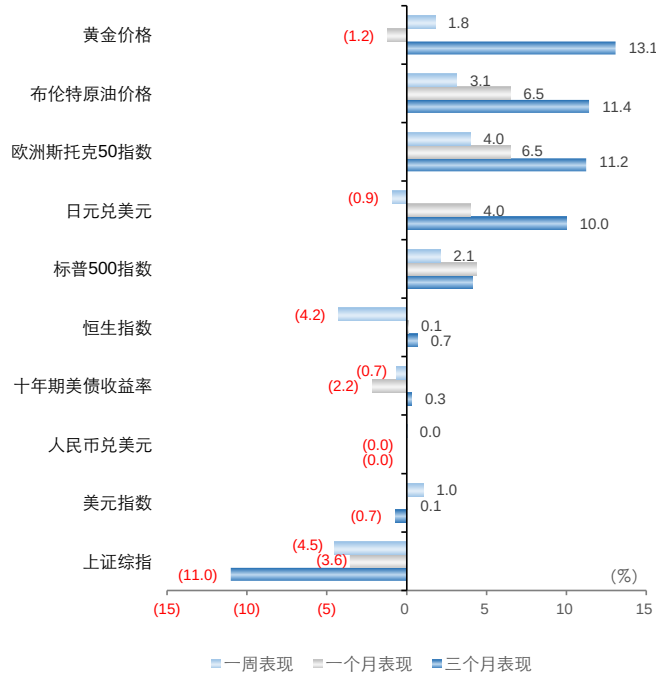
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 11：科索沃战争后大类资产表现情况



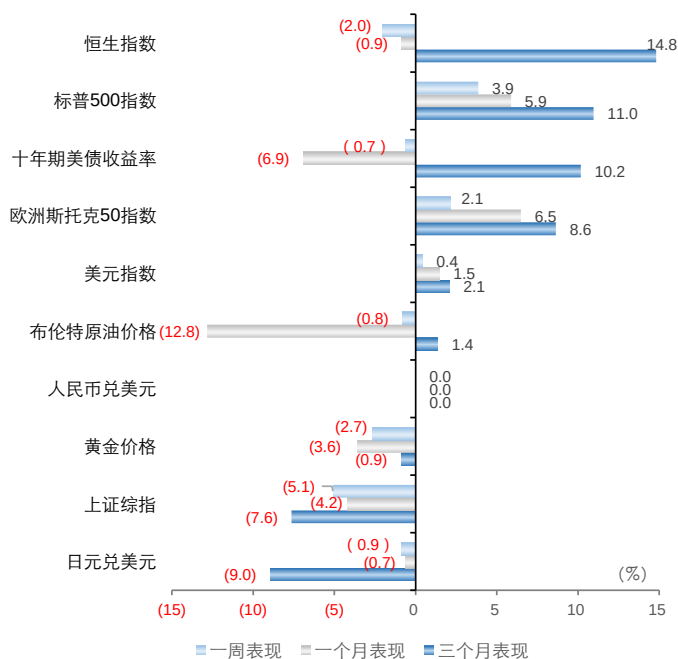
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 12：第二次车臣战争后大类资产表现情况



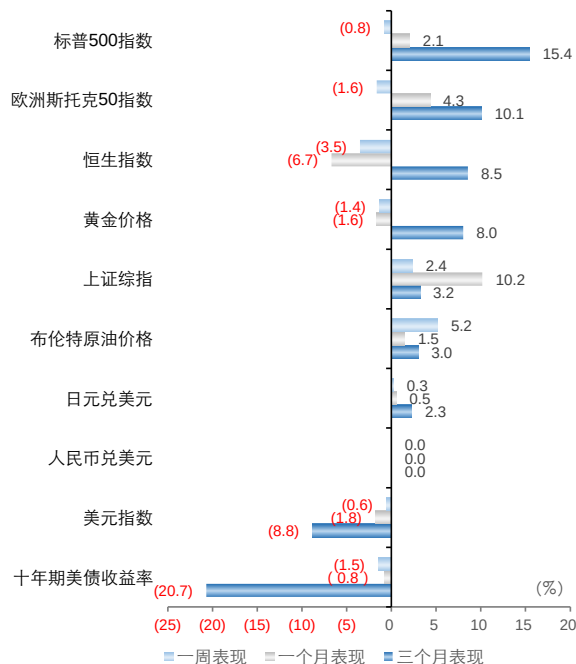
资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 13: 美国进攻阿富汗后大类资产表现情况



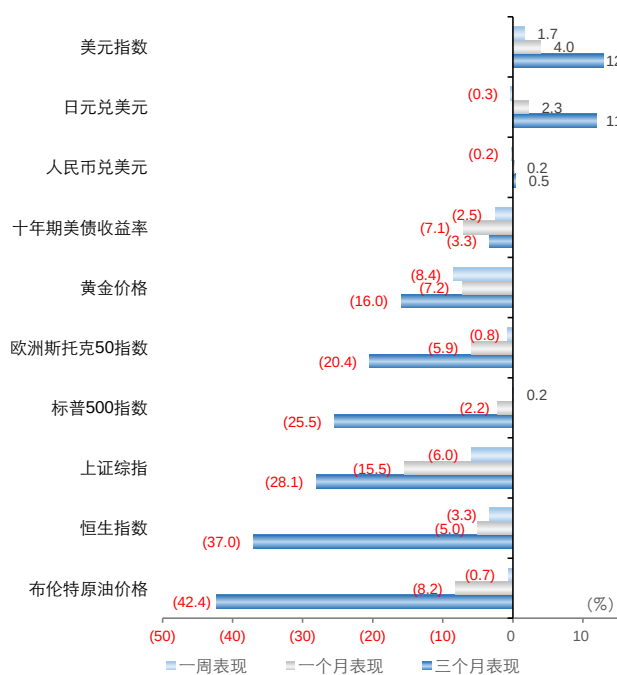
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 14: 伊拉克战争后大类资产表现情况



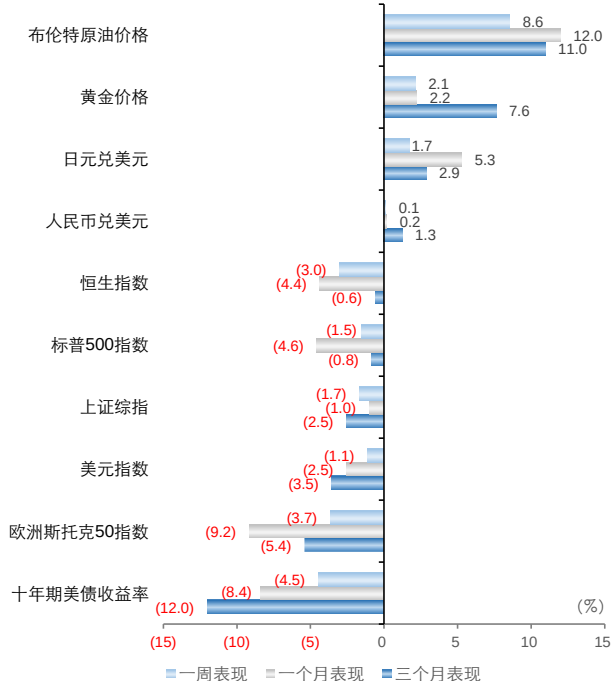
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 15: 格鲁吉亚事件后大类资产表现情况



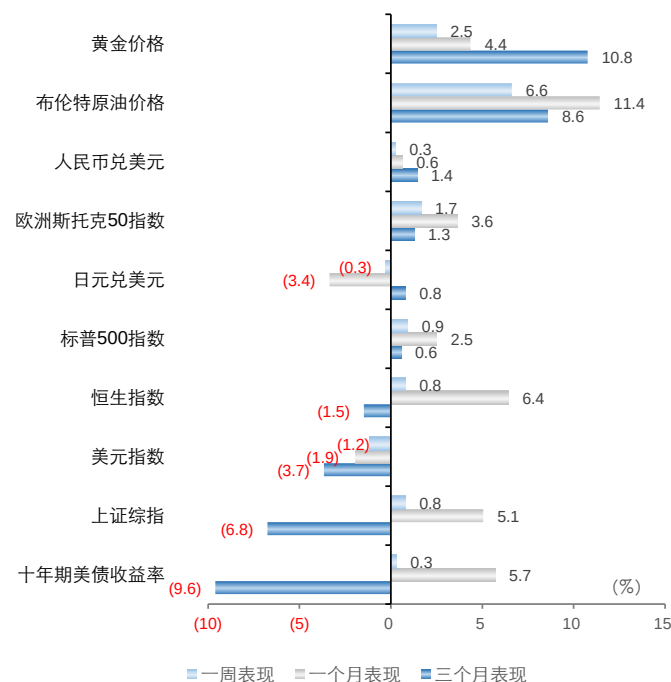
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 16: 利比亚战争后大类资产表现情况

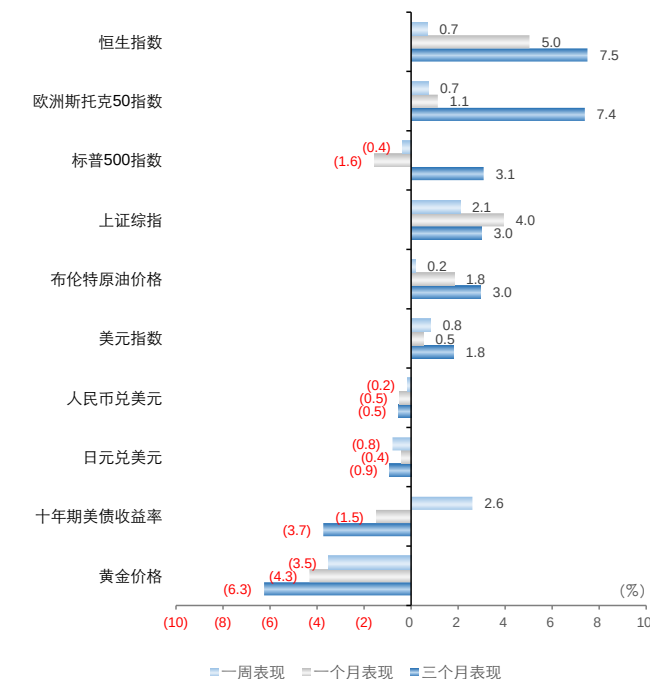


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 17：叙利亚内战后大类资产表现情况



图表 18：克里米亚事件后大类资产表现情况



### 3. 总结规律，探寻地缘政治危机与资产价格的关系

我们根据战争涉及国家数量、战争时长和战争影响等标准，将 1970 年以来的 12 次地缘政治危机分为大型战争和地缘冲突，其中大型战争 7 宗（包括第四次中东战争、苏联入侵阿富汗、海湾战争、科索沃战争、美国入侵阿富汗、伊拉克战争、利比亚战争），地缘冲突 5 宗（包括第一次车臣战争、第二次车臣战争、俄罗斯-格鲁吉亚事件、叙利亚内战、俄罗斯-克里米亚事件）。其中，我们注意到，除科索沃战争以外的其他大型战争均发生在中东及北非地区，而地缘冲突除叙利亚战争外均发生在俄边境地区。

从统计结果来看，我们主要有以下三个关注点：

#### (1) 原油

从各大类资产表现来看，受地缘政治危机影响最大的是原油价格。不论是大型战争还是地缘冲突，也不论是看之后 1 个月还是 3 个月表现，原油价格在冲突发生后普遍呈现大幅上涨。追本溯源，我们认为争夺稀缺的原油资源也是历史上数次战争发生的根源之一，因此我们也可以看到，冲突大多发生在原油重要生产国周边地区，导致冲突发生后原油供应链受到极大影响。

#### (2) 10 年期美债收益率/日元

从统计结果来看，不论是大型战争还是地缘冲突，10 年期美债收益率在冲突后 1 个月时间内下跌概率较高，而日元大概率上涨。我们认为，这主要是源于短期市场避险情绪抬升，对美国国债和日元需求上涨，导致 10 年期美债收益率下降，日元上涨。长期来看，10 年期美债收益率涨跌与否仍旧取决于美国经济情况，是否处于加息周期等因素。

#### (3) 股票市场

股市相较于原油和 10 年期美债收益率，受战争发生地不同导致的投资者情绪面变化的影响更大。因历次大型战争大部分均发生在中东，市场对中东地区发生战争预期较为充分，所以美股、港股、欧洲斯托克 50 指数等权益指数 3 个月涨跌受冲突影响较低；A 股在短期内会

受到战争情绪影响有下降趋势，但长期来看，A股表现与地缘政治危机无明显相关性，仍由其基本面主导。

而在小型地缘冲突下，美股、欧股会倾向上涨，而A股普遍下跌。我们认为有以下两个原因：

1. 与股市投资者结构有关，中国股市个人投资者占比明显高于欧美股票市场，情绪面上更容易受战争影响。
2. 大型战争基本发生在中东地区，中东地区本就是战争高发地带，危机时刻发生，国内投资者预期较为充分；而地缘冲突大多事发突然，且多与俄罗斯相关，在苏联解体后，西方经济体大多视俄中为战略伙伴关系，可以说将俄罗斯当做中国共同体，若俄罗斯出现危机，很可能对中国造成明显负面影响，因此对投资者情绪造成较大影响。

相对来说，地缘政治危机对1个月或3个月黄金、美元表现影响并不明显，而更短时间内可以看到避险情绪抬升导致的短期价格上涨。

图表 19：冲突后大类资产 1 个月表现涨跌情况统计

| 1 个月       | 大型战争 |    |    | 地缘冲突 |    |    |
|------------|------|----|----|------|----|----|
| 表现情况       | 上涨   | 稳定 | 下跌 | 上涨   | 稳定 | 下跌 |
| 标普 500     | 4    | 0  | 3  | 3    | 0  | 2  |
| 美元指数       | 3    | 1  | 3  | 2    | 1  | 2  |
| 10 年期美债收益率 | 2    | 2  | 4  | 1    | 1  | 3  |
| 日元兑美元      | 2    | 3  | 1  | 2    | 2  | 1  |
| 人民币兑美元     | 0    | 5  | 0  | 0    | 5  | 0  |
| 原油         | 4    | 0  | 1  | 4    | 0  | 1  |
| 黄金         | 2    | 2  | 1  | 1    | 1  | 3  |
| 恒生指数       | 1    | 1  | 3  | 2    | 1  | 2  |
| 欧洲斯托克 50   | 3    | 0  | 2  | 4    | 0  | 1  |
| 上证综指       | 1    | 0  | 3  | 2    | 0  | 3  |

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：稳定代表 1 个月涨跌幅不超过 1%

图表 20：冲突后大类资产 3 个月表现涨跌情况统计

| 3 个月       | 大型战争 |    |    | 地缘冲突 |    |    |
|------------|------|----|----|------|----|----|
| 表现情况       | 上涨   | 稳定 | 下跌 | 上涨   | 稳定 | 下跌 |
| 标普 500     | 3    | 1  | 3  | 3    | 1  | 1  |
| 美元指数       | 4    | 0  | 3  | 2    | 1  | 2  |
| 10 年期美债收益率 | 5    | 0  | 2  | 1    | 1  | 3  |
| 日元兑美元      | 3    | 0  | 4  | 3    | 2  | 0  |
| 人民币兑美元     | 1    | 4  | 0  | 1    | 4  | 0  |
| 原油         | 5    | 0  | 0  | 4    | 0  | 1  |
| 黄金         | 2    | 1  | 2  | 2    | 1  | 2  |
| 恒生指数       | 3    | 1  | 1  | 2    | 1  | 2  |
| 欧洲斯托克 50   | 3    | 0  | 2  | 3    | 1  | 1  |
| 上证综指       | 2    | 0  | 2  | 1    | 0  | 4  |

资料来源：Wind，五矿证券研究所

备注：稳定代表 3 个月涨跌幅不超过 1%

### 三、以史为鉴，俄乌冲突对大类资产影响几何？

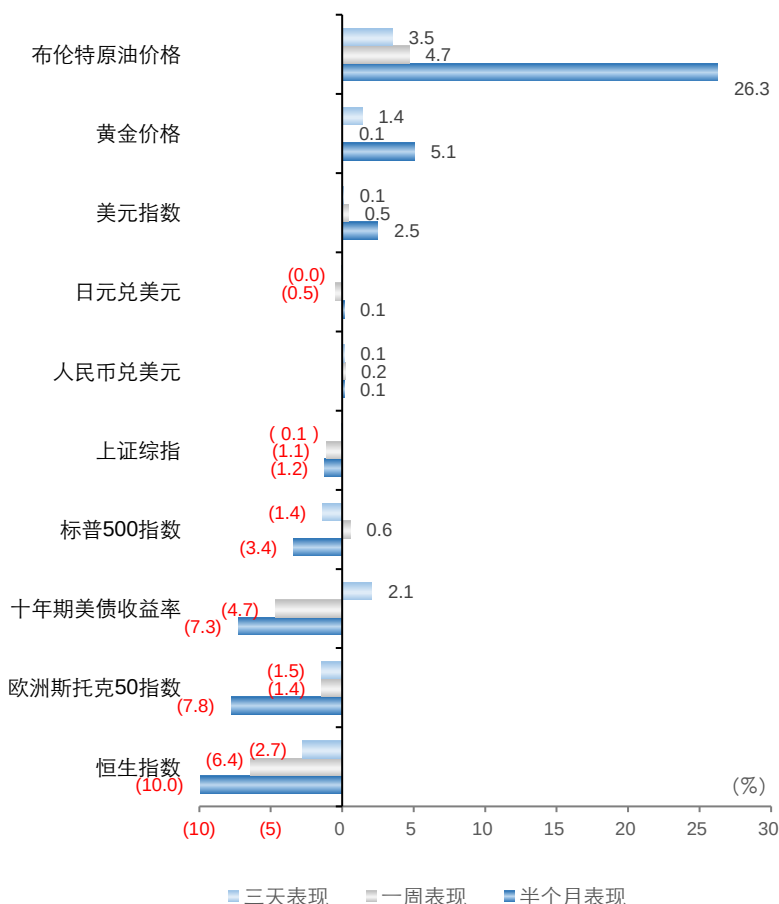
从我们之前的定义来看，俄乌冲突属于典型的大型战争。俄乌冲突爆发后，俄罗斯作为原油资源大国，出口受限导致原油价格暴涨，避险情绪抬升则使得黄金价格、美元指数上涨明显，风险资产普遍明显走低。

从历史经验来看，大型战争中，A股1个月大概率下跌，但对3个月表现影响不大。本次俄乌战争事发突然，虽为俄乌交战，但本质是俄罗斯和北约的博弈，市场担心西方发达经济体对俄罗斯的相关制裁也有可能波及到中国，叠加本就面临新冠疫情阶段性爆发的扰动，可能对全球通胀及经济造成明显负面影响。因此，短期内俄乌战争对投资者情绪影响明显，可能导致A股下跌；长期来看，A股表现与战争相关性较弱，未来走势仍将更大程度上取决于A股本身的基本面情况。

避险资产中，我们看好未来黄金走势，一方面由于此次战争牵涉甚广，对全球局势影响较大，市场风险明显高于历史上的数次地缘政治冲突，黄金作为避险资产，预计需求将维持高位，黄金价格因此预计有较好表现；另一方面来说，在全球通胀不断攀升的背景下，黄金的货币属性更为凸显，保值需求上升，利好后阶段黄金价格。

我们认为，对A股市场来说，中国将继续坚持“稳增长”的政策主线，需关注俄乌冲突下“逆全球化”趋势凸显导致的“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”、“国防安全”和“经济安全”这五大“安全”问题对中国的影响。

图表 21：俄乌冲突后对大类资产影响



资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 四、“安全”为本、“自主可控”，俄乌冲突凸显“逆全球化”趋势

### 1. 俄乌冲突下“逆全球化”趋势更为凸显

俄乌冲突背后势力纷繁复杂，涉及国家众多，基本牵涉了美国、欧洲、英国、加拿大等全球主要发达国家，本次冲突不仅是俄乌冲突，更是俄罗斯与北约与美国的冲突。同时，俄乌冲突双方国家实力均较为雄厚，俄罗斯是全球军事实力最强的国家之一，而乌克兰军事实力位列全球 22 名。

其次，制裁与反制裁措施此起彼伏。美、欧、英、加发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用 SWIFT 结算系统；俄罗斯总统普京下令俄罗斯战略威慑力量转入特殊战备状态，战争未来发展扑朔迷离。

我们认为，俄乌冲突牵涉甚广，制裁与反制裁措施此起彼伏，“逆全球化”趋势跃然纸上。

图表 22：俄乌双方军事实力不俗



资料来源：Global Fire Power，五矿证券研究所

### 1.1 全球供应链重构下的“自主可控”——“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”面临巨大挑战

在俄乌作为全球重要大宗商品资源国的背景下，战争爆发将导致能源、农产品、金属、化肥和稀有气体等资源品的国际贸易明显受挫，全球供应链瓶颈加剧，“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”面临巨大挑战。我们认为，“逆全球化”趋势的不断升级将导致全球供应链重构，引发效率下降、成本抬升，这对未来全球经济发展势必产生深远影响。

#### 1.1.1 俄乌是全球重要的大宗商品资源国

俄罗斯是全球重要的油气生产国和出口国，且是欧洲能源的最大供给国。乌克兰号称“欧洲粮仓”，俄乌农产品在全球供应中同样占据重要地位。同时，俄乌的工业金属产量和出口量也位居世界前列。具体来看：

（1）**能源**：俄罗斯是全球重要的原油和天然气出口国，2020 年俄罗斯出口原油 2.6 亿吨，占全球出口量的 12.3%，出口天然气 2381 亿标准立方米，占全球出口量的 19.1%。同时俄罗斯也是欧洲重要的原油和天然气供应国，根据英国石油公司（BP）数据，2020 年俄罗斯原油占欧盟进口量的 29.0%，天然气占欧盟进口量的 32.9%。

(2) **农产品**：乌克兰作为“欧洲粮仓”，与俄罗斯一样是全球重要的农产品出口国。根据联合国粮农组织数据，2020年俄乌小麦出口占全球出口量的29%。乌克兰作为全球的玉米出口大国，俄乌2020年玉米出口占全球出口量的19%。同时，俄乌还分别占据了欧盟小麦和玉米进口30%和50%的份额。

(3) **金属**：俄罗斯也是全球重要的工业金属生产地。根据美国地质调查局数据，2021年俄罗斯的钯、铂、镍、铝产量分别占全球产量的37%、11%、9%和5%，其中钯是传感器、内存所需重要金属。

(4) **化肥**：俄罗斯同样是世界上重要的化肥市场，俄罗斯是全球最大的氮肥出口国、第二大的钾肥出口国和第三大的磷肥出口国。根据联合国粮农组织数据，2019年俄罗斯氮肥、钾肥、磷肥出口分别占全球出口的16%、14%和19%。

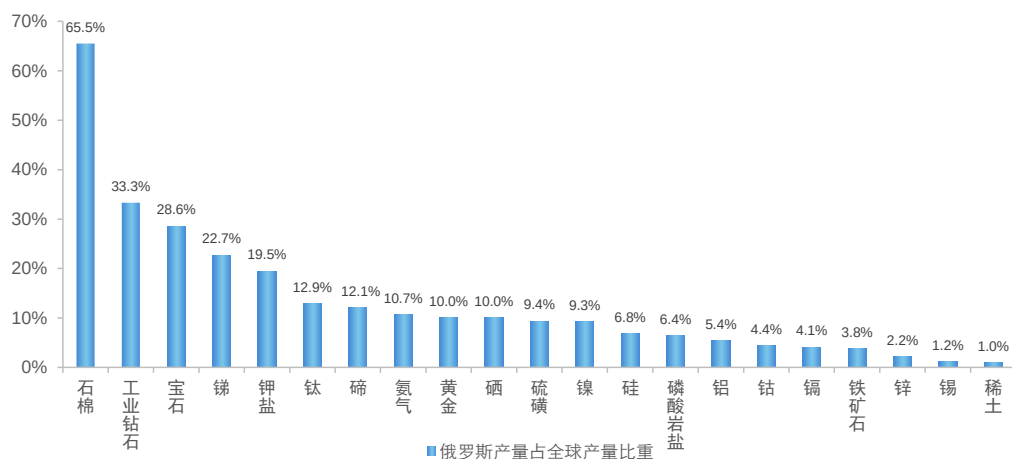
(5) **稀有气体**：乌克兰则是全球重要的稀有气体供应商。根据美国市场调查公司 Techcet 于2022年2月初发布的最新数据，乌克兰对全球氖气、氩气、氙气的供给分别达到了全球总需求量的70%、40%和30%，而这些稀有气体都是半导体行业产业链所需的重要气体。

图表 23：俄乌大宗商品出口情况

| 商品   |     | 占全球出口/产量占比 |     | 占欧洲进口份额 |   | 备注           |
|------|-----|------------|-----|---------|---|--------------|
|      |     | 俄          | 乌   | 俄       | 乌 |              |
| 能源   | 原油  | 12.3%      | -   | 29.0%   | - | -            |
|      | 天然气 | 19.1%      | -   | 32.9%   | - | -            |
| 农产品  | 小麦  | 29%        |     | 30%     |   | -            |
|      | 玉米  | 19%        |     | 50%     |   | -            |
| 金属   | 镍   | 9%         | -   | -       | - | -            |
|      | 钯   | 37%        | -   | -       | - | 传感器、内存所需重要金属 |
|      | 铝   | 5%         | -   | -       | - | -            |
|      | 铂   | 11%        | -   | -       | - | -            |
| 化肥   | 氮肥  | 16%        | -   | -       | - | 生产天然气主要原料    |
|      | 钾肥  | 14%        | -   | -       | - | -            |
|      | 磷肥  | 19%        | -   | -       | - | -            |
| 稀有气体 | 氖   | -          | 70% | -       | - | 制造芯片所需重要气体   |
|      | 氩   | -          | 40% | -       | - |              |
|      | 氙   | -          | 30% | -       | - |              |

资料来源：Wind, BP, IFA, 五矿证券研究所

图表 24：俄罗斯资源产量占全球比重



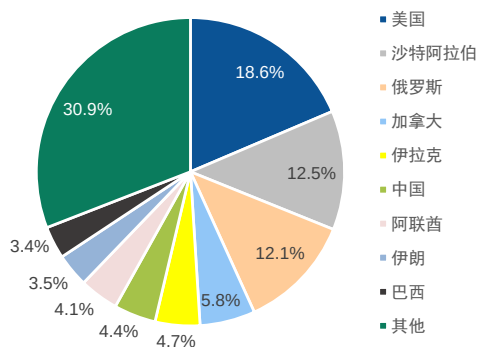
资料来源：美国地质调查局，五矿证券研究所

图表 25：乌克兰资源产量占比

| 种类    | 产量  | 产量占比    | 全球排名 |
|-------|-----|---------|------|
| 金属矿产  | 铁   | 3900 万吨 | 2.4% |
|       | 锰   | 65.1 万吨 | 3.6% |
|       | 钛   | 43.1 万吨 | 6.3% |
|       | 镓   | 9 吨     | 2.9% |
|       | 锗   | 1 吨     | 1.0% |
| 非金属矿产 | 高岭土 | 240 万吨  | 5.9% |
|       | 硅酸锆 | 2.6 万吨  | 1.9% |
|       | 石墨  | 1.3 万吨  | 1.3% |
| 矿物燃料  | 动力煤 | 1890 万吨 | 0.4% |
|       | 炼焦煤 | 520 万吨  | 0.5% |
|       | 铀   | 1 吨     | 1.4% |

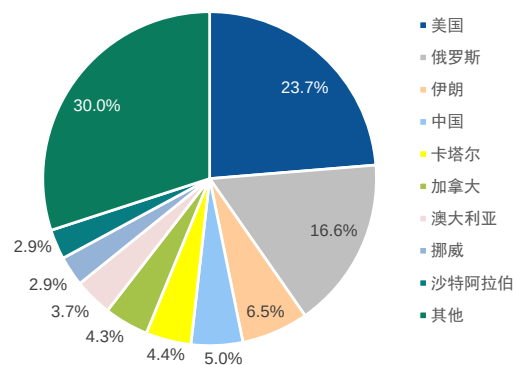
资料来源：UkraineInvest，五矿证券研究所

图表 26：2020 年俄罗斯原油产量占全球总产量的 12.1%



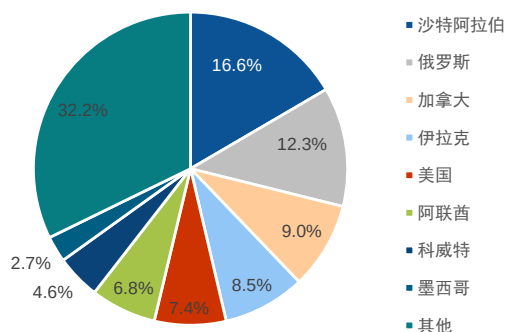
资料来源：BP，五矿证券研究所

图表 27：2020 年俄罗斯天然气产量占全球总产量的 16.6%



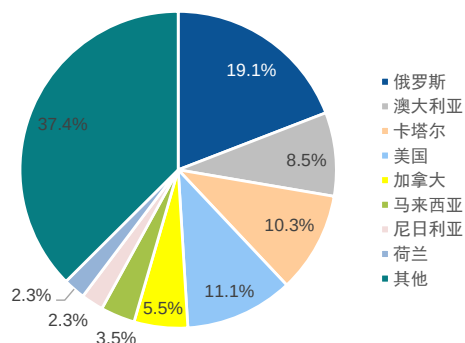
资料来源：BP，五矿证券研究所

图表 28：2020 年俄罗斯原油出口占全球总出口的 12.3%



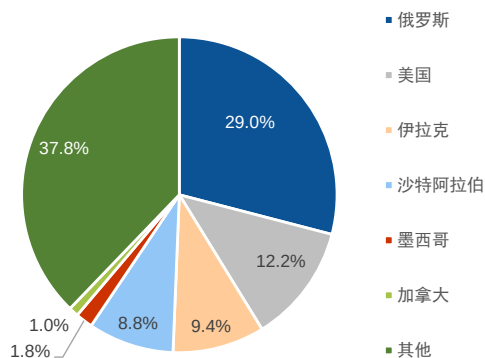
资料来源：BP，五矿证券研究所

图表 29：2020 年俄罗斯天然气出口占全球总出口的 19.1%



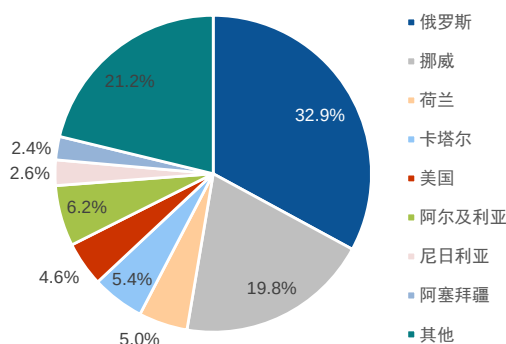
资料来源：BP，五矿证券研究所

图表 30：2020 年欧洲从俄罗斯进口原油占其总进口的 29.0%



资料来源：BP，五矿证券研究所

图表 31：2020 年欧洲从俄罗斯进口天然气占其总进口的 32.9%



资料来源：BP，五矿证券研究所

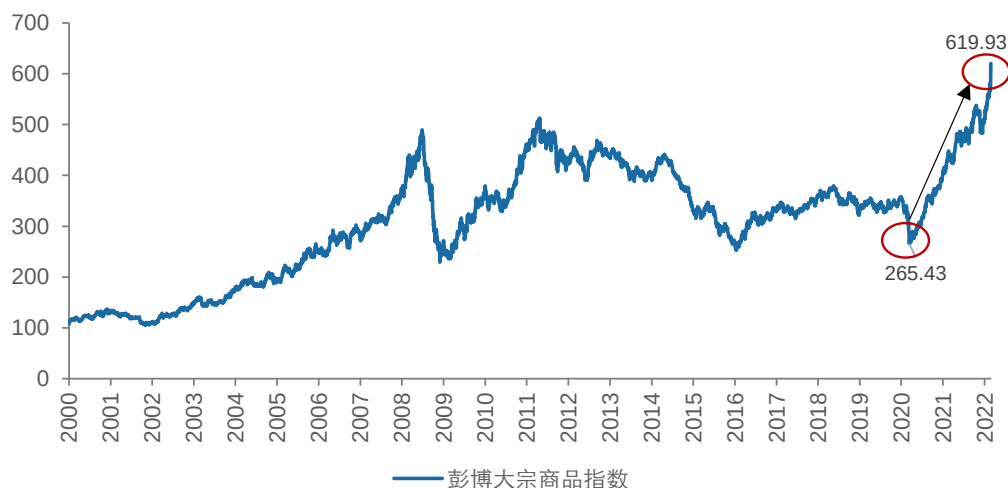
### 1.1.2 供应链瓶颈加剧导致通胀大概率继续攀升，西方经济体面临“滞胀”危机

在俄乌作为全球重要大宗商品资源国的背景下，战争爆发将导致能源、农产品、金属、化肥和稀有气体等资源品的国际贸易明显受挫，全球供应链瓶颈加剧，大宗商品价格将进一步飙升，本就高企的欧美通胀因此面临“爆表”风险。

**全球大宗商品价格进一步飙升。**受疫情影响，2020 年开始大宗商品价格开始呈现不断抬升趋势，而 2 月下旬俄乌战争爆发更是起到火上浇油的作用，多类大宗商品价格都达到历史高位。彭博大宗商品指数涨至 619.93，较 2020 年 3 月疫情全球爆发前的低位 265.43 上涨了 133.6%，创下 1960 年以来新高。

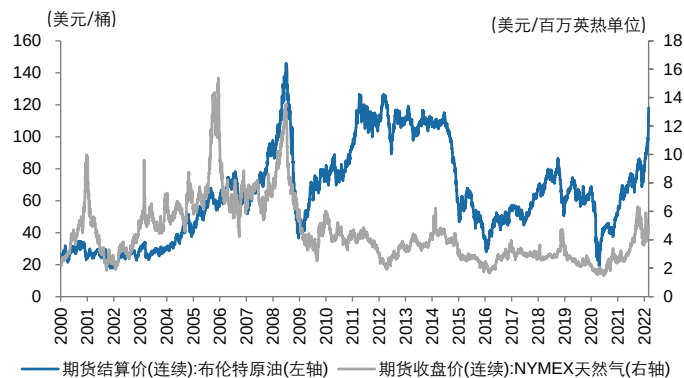
从能源价格来看，俄乌冲突使得本就在疫情下供给不足的原油和天然气“雪上加霜”，布伦特原油价格一度逼近 140 美元大关，创近 14 年来新高，逐步逼近 2008 年 7 月 147 美元的历史新高；天然气也同样达到近年来高位。从金属价格来看，铝、锌现货结算价格均创历史新高，铜镍价格也呈大幅上涨趋势。

图表 32：彭博大宗商品指数创历史新高



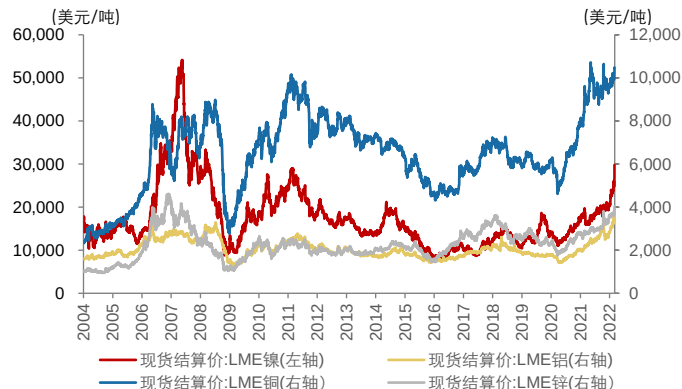
资料来源：Bloomberg，五矿证券研究所

图表 33：近日原油天然气价格快速飙升



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 34：主要工业金属价格快速上涨

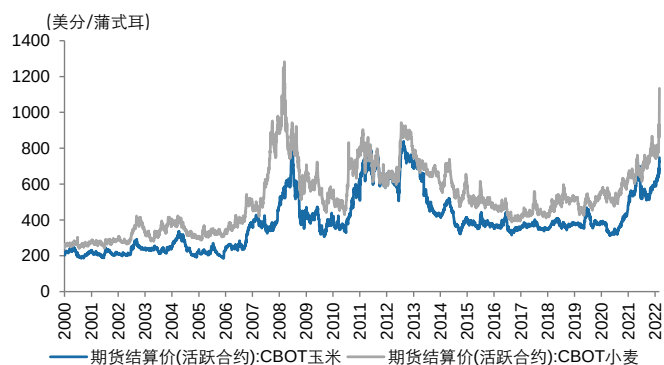


资料来源：Wind，五矿证券研究所

农产品方面，俄罗斯和乌克兰都是农业大国，俄罗斯和乌克兰分别是全球第一大和第四大的小麦出口国，除此之外，乌克兰还是重要的玉米出口国。俄乌冲突也导致玉米和小麦价格大幅上涨，均达到历史高点。

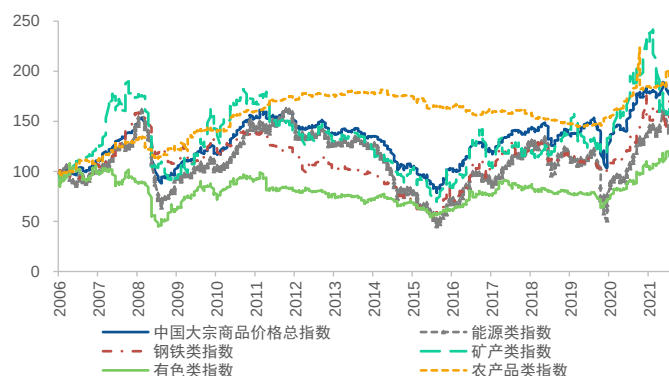
反观中国，因不处于地缘政治波及范围，国内各类大宗商品价格变动幅度小于海外，价格波动不及 2020 年疫情发生时期。但当前俄乌冲突仍旧扑朔迷离，若谈判进度不及预期，战争周期可能延长，进而推升海外“滞胀”风险，叠加三月美联储加息预期，中国大宗商品价格短期内可能会继续走高。

图表 35: 玉米、小麦期货价格上升



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 36: 原油天然气价格上涨

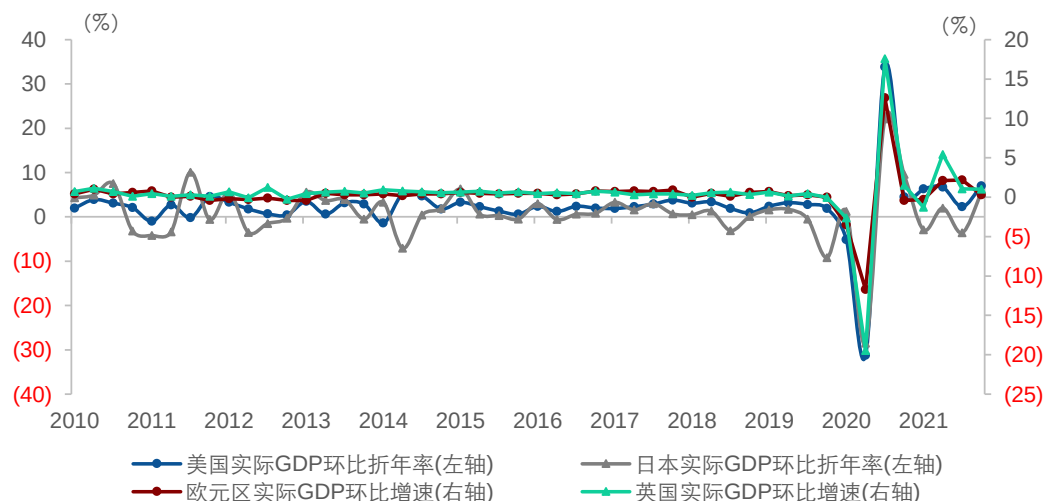


资料来源: Wind, 五矿证券研究所

**欧美通胀面临“爆表”风险。**美国 2022 年 1 月 CPI 同比上涨 7.5%，创下 1982 年 3 月以来的最高水平，剔除波动较大的食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 6%，也创下 1982 年 8 月以来最大增幅，美国 1 月 PPI 同比大涨 9.7%，超出市场预期的 9.1%；同时，欧元区 2 月调和 CPI 同比增长 5.8%，连续第 4 个月创历史新高。随着能源价格压力不断增大，欧元区 PPI 同比上涨 30.6%，明显高于预期的 27.3%，环比上涨 5.2%，为 2021 年 10 月以来新高。

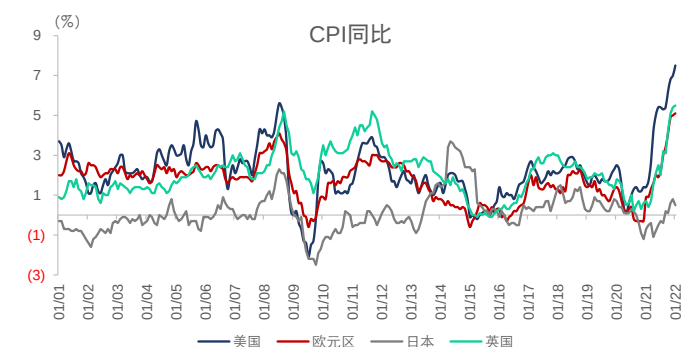
战争带来的供应链瓶颈，叠加此前疫情影响下已居高位的通胀水平，将导致通胀继续攀升，许多西方经济体复苏势头将明显放缓，面临更严重的“滞胀”危机。

图表 37: 主要发达经济体 GDP



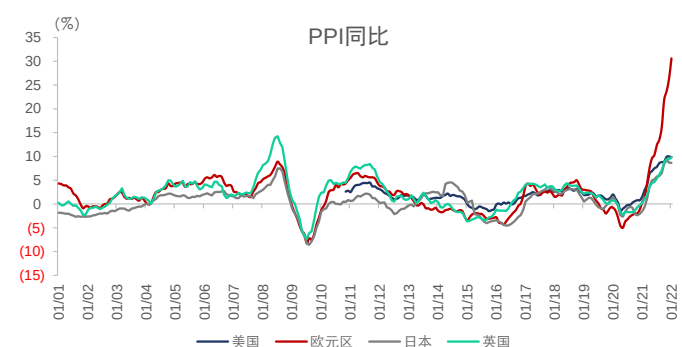
资料来源: Wind, 五矿证券研究所

图表 38：主要发达经济体 CPI



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 39：主要发达经济体 PPI



资料来源：Wind，五矿证券研究所

### 1.1.3 保障“自主可控”——“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”面临巨大挑战

自2020年初新冠疫情大流行以来，全球供应链持续紧张。截至2022年3月11日，全球两剂疫苗的接种率已达到56.59%，虽然疫苗普及率近半年来快速提升，但疫情阶段性在全球各地爆发也导致供应链紧绷态势无法得到有效缓解，全球供应链持续面临严峻挑战。

在此背景下，俄乌战争的爆发使原本就紧绷的全球供应链“雪上加霜”。以欧美发达经济体为首的多国在战争爆发后对俄罗斯在经济、贸易、科技等多领域实施了多方面制裁（见图表40、41），叠加俄罗斯的反制措施，使得本已初显端倪的“逆全球化”趋势更加凸显。在“逆全球化”趋势下，追求“效率”优先的“全球一体化”发展可能逐渐成为过去，取而代之的是各经济体在小团体范围内的“抱团取暖”，保护主义、国家优先主义将逐渐抬头。我们在去年9月初发布的《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》报告中就已经提到，国防安全、粮食安全、供应链安全、资源安全、经济安全是“安全”这一维度下的五大立足之本，为中国整体未来“发展”奠定坚实基础。如今，“逆全球化”趋势的不断升级将导致全球供应链重构，未来全球供应链瓶颈将进一步加剧，引发效率下降、成本抬升，“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”将面临更大的挑战，如何保障“自主可控”将成为接下来各国最重要的课题，势必将对未来全球经济发展产生深远影响。

对中国来说，一方面处于外围“逆全球化”的浪潮之中，一方面处于中美竞争博弈长期持续的背景下，“自主可控”显得更为关键。

图表 40：各经济体对俄科技制裁

| 时间    | 科技制裁                                                                                                                       |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2月25日 | <p><b>欧盟</b>：扩大针对超60家俄罗斯军工企业、对外情报局和总统办公厅的制裁名单</p> <p><b>日本</b>：限制对俄军事相关团体的出口以及基于国际协议的管制清单品种和半导体等通用商品的出口</p>                |
| 2月28日 | <p><b>欧盟</b>：将在境内禁止RT（今日俄罗斯）、Sputnik（俄罗斯卫星通讯社）及其子公司经营活动</p> <p><b>韩国</b>：将研究半导体、传感器等美国方面对俄罗斯实施制裁的57个品种产品的出口管制措施，并将尽快确定</p> |
| 3月2日  | <p><b>美国</b>：对白俄罗斯实施出口管制政策，以防止科技软件和技术通过白俄罗斯流入俄罗斯，针对22家俄罗斯“国防相关实体”进行制裁确认程序，其中包含为俄军方提供技术和物资支持的公司</p>                         |

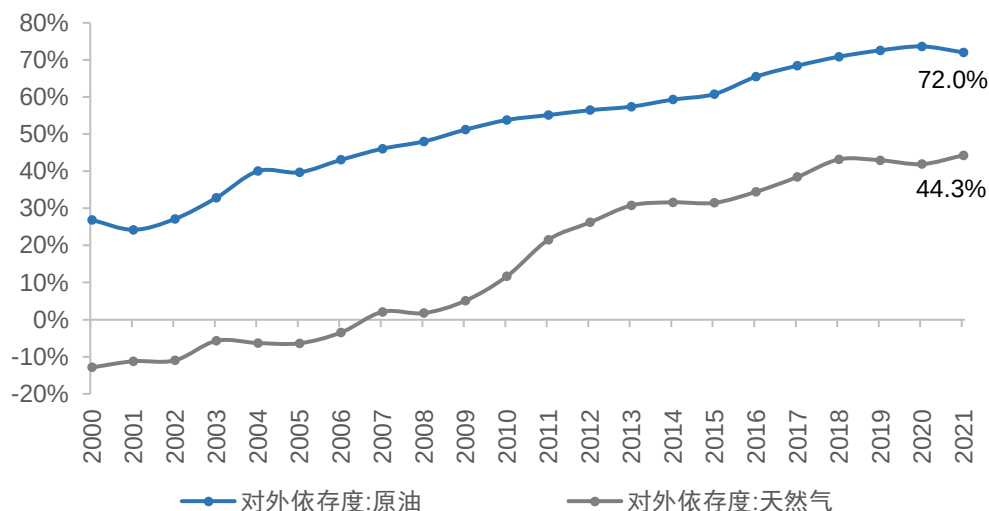
资料来源：新华社，人民网，五矿证券研究所

图表 41：各经济体对俄经济贸易制裁

| 时间       | 经济贸易制裁                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2 月 21 日 | <b>美国</b> ：任何美方人员不得在所谓的“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”进行投资活动；任何来自“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”的商品和服务不得进口到美国，来自美国的商品和服务也不得出口到该地区                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2 月 22 日 | <b>美国</b> ：对俄罗斯国有开发银行和军事银行实施全面的封锁制裁措施，俄罗斯无法在欧美市场进行借贷交易，也无法再筹集资金<br><b>德国</b> ：停止北溪二号项目审批程序                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 2 月 23 日 | <b>美国</b> ：针对北溪二号项目运营公司 NordStream2AG 实施新的制裁<br><b>日本</b> ：对乌东地区人员实施资产冻结，停止对乌东地区的进出口                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 2 月 24 日 | <b>美国</b> ：冻结俄罗斯在美国的所有资产，限制俄罗斯使用美元、欧元、英镑和日元进行贸易的能力，切断俄罗斯最大的金融机构俄罗斯联邦储蓄银行及其 25 家子公司与美国金融体系的联系<br><b>欧盟</b> ：冻结俄罗斯在欧盟的资产，并停止俄罗斯银行进入欧洲金融市场<br><b>英国</b> ：俄罗斯外贸银行在英资产全部冻结，冻结超过 100 个俄罗斯实体、个人等的资产                                                                                                                                                                     |
| 2 月 25 日 | <b>欧盟</b> ：宣布对俄实施制裁，针对俄 70% 的银行<br><b>日本</b> ：冻结俄罗斯 3 家银行的资产                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 2 月 26 日 | <b>美国、欧盟、英国、加拿大</b> 发表共同声明，宣布禁止俄罗斯使用 SWIFT 结算系统                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 2 月 28 日 | <b>美国</b> ：禁止俄罗斯央行和俄财政部进行任何美元交易，并全面阻止俄罗斯直接投资基金<br><b>英国</b> ：将阻止俄罗斯各银行以英镑结算交易                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 3 月 1 日  | <b>日本</b> ：对三家俄罗斯银行实施资产冻结，资产冻结相关举措自 3 月 31 日起开始实施                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 3 月 2 日  | <b>美国</b> ：对白俄罗斯实施出口管制政策，以防止科技软件和技术通过白俄罗斯流入俄罗斯<br><b>欧盟</b> ：批准对白俄罗斯实施制裁，禁止白俄罗斯的木材、钢材和钾肥等产品出口至欧盟国家                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 3 月 3 日  | <b>加拿大</b> ：宣布对俄罗斯和白俄罗斯实施贸易制裁                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 3 月 8 日  | <b>美国</b> ：宣布针对俄罗斯的能源禁令，将禁止美国从俄罗斯进口石油、液化天然气和煤炭<br><b>英国</b> ：将与美国共同禁止进口俄罗斯能源                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 3 月 11 日 | <b>美国和 G7</b> ：将确保俄罗斯无法从国际货币基金组织、世界银行获得多层次融资<br><b>美国</b> ：将取消对俄罗斯的永久性正常贸易关系待遇，即“最惠国待遇”<br>将禁止从俄罗斯进口海鲜，酒类，钻石<br>禁止未来在俄罗斯经济的任何领域投资<br><b>欧盟</b> ：将取消俄罗斯的最惠国待遇。<br>宣布第四波对俄制裁，包括禁止向俄出口欧盟奢侈品和进口钢铁产品<br><b>英国</b> ：对 386 名俄罗斯国家杜马议员实施制裁，进行资产冻结并禁止入境<br><b>日本</b> ：禁止对俄出口半导体等 57 类高科技产品<br>暂停与俄罗斯达成的 8 项经济合作计划<br><b>加拿大</b> ：对俄罗斯国防部实施制裁，对 5 名俄罗斯人和 32 个俄罗斯军事组织实施限制措施 |

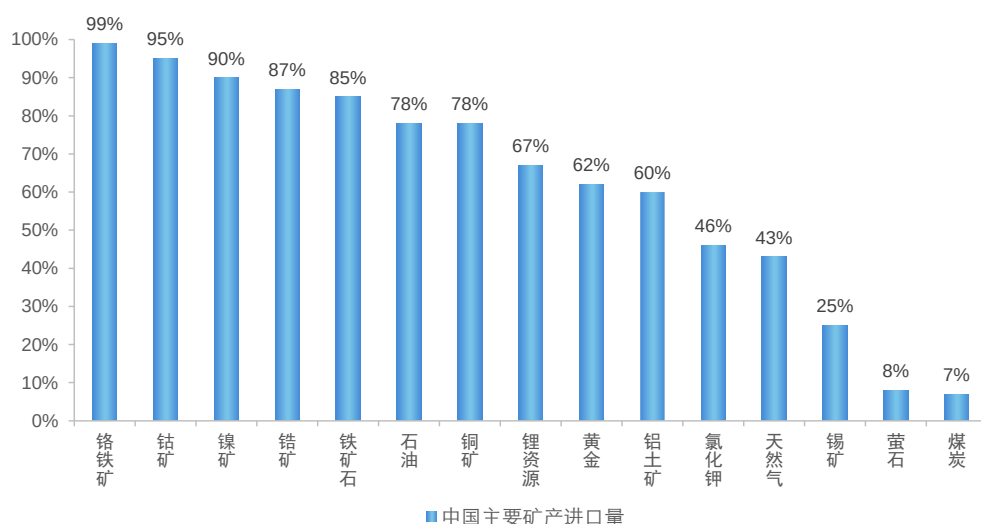
资料来源：新华社，人民网，五矿证券研究所

图表 42：中国石油、天然气的对外依存度仍在高位



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 43：中国主要矿产进口量——钴镍铝铜铁进口量高



资料来源：中国有色工业协会，五矿证券研究所

## 1.2 对中国的警示——加大对“国防安全”和“经济安全”的重视

### 1.2.1 “国防安全”

在“逆全球化”趋势更为凸显、中美竞争博弈格局长期持续的复杂国际环境下，中国必须有更强的底气应对未来可能面临的“南海问题”和“台湾问题”。因此，国家军事实力至关重要。强国必须强军，军强才能国安。军事实力是保障“国防安全”，维护国家安全的“定海神针”。

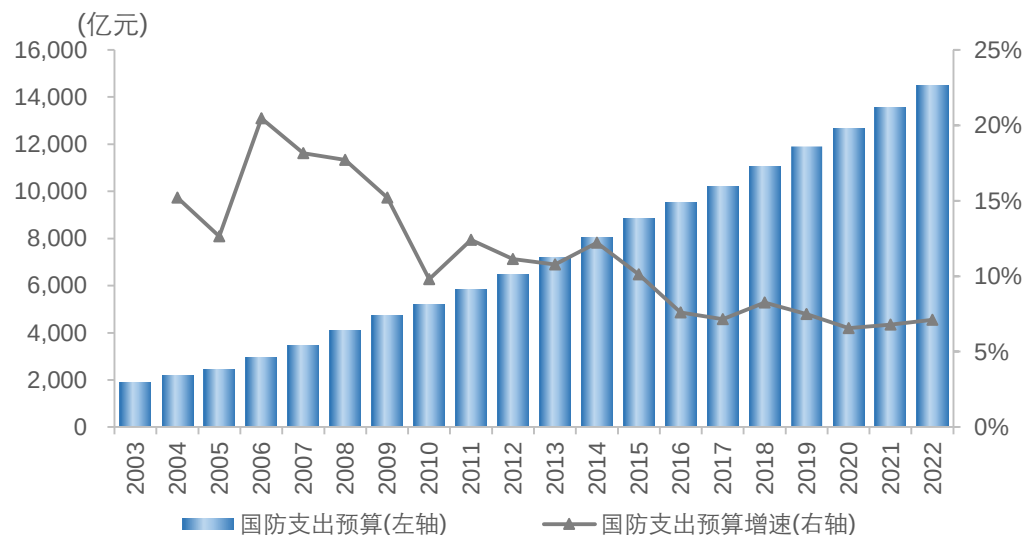
我们认为，俄乌冲突的爆发将使中国更加重视军事实力的锻造，中国预计将加大对军事力量的培育投入，加快国防和军队现代化建设。我们预计未来几年中国将持续加大军费投入，中国整体国防支出预算增速将适度提升。

2022年的政府工作报告提出，要深入贯彻习近平强军思想，贯彻新时代军事战略方针，扣牢建军一百年奋斗目标，全面深化练兵备战，坚定灵活开展军事斗争，捍卫国家主权、安全、发展利益。“十四五”规划中，中央就已提出要全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保2027年实现建军百年奋斗目标，2035年基本实现国防和军队现

代化。此次的政府工作报告，既是对“十四五”规划的延续，又是鉴于目前复杂多变的国际形势对“强军”提出了更明确的要求。

国防支出预算的持续提高是中国提升国防军事实力、保障国防安全的必要条件。根据全国人大会议发布的预算草案报告，2022 年国防支出预算为人民币 1.45 万亿，较 2021 年同比增长 7.1%，高于 2021 年 6.8% 的增速水平，这是中国自 2019 年以来军费预算增幅首次突破 7%。因此，我们认为，在国际环境错综复杂、大国博弈加剧以及“逆全球化”趋势凸显的背景下，预计未来几年中国将持续加大军费投入，中国整体国防支出预算增速将适度提升。

图表 44：中国国防支出预算增速加快，2022 年同比增长 7.1%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

### 1.2.2 “经济安全”

俄乌冲突发生后，美国、欧盟、英国、加拿大于 2 月 26 日发表共同声明，宣布将部分俄罗斯银行排除出 SWIFT 系统，同时对俄央行的外汇储备实施制裁。这一举措堪称“金融核弹”。

SWIFT，全名“环球同业银行金融电讯协会”，是目前全球最通用的支付系统，连接了全世界几乎所有的重要金融机构。将部分俄罗斯银行排除出 SWIFT 系统，意味着切断了这些俄罗斯金融机构与全球银行系统间的联系，直接影响其跨境支付，导致许多国际贸易往来无法进行支付清算，这将对俄罗斯的贸易和国际金融合作产生明显冲击。

早在 2012 年，美国就曾和欧洲一起对伊朗实施过 SWIFT 金融制裁，后于 2017 年全面切断了 SWIFT 系统与朝鲜的联系。切断 SWIFT 系统可能将成为未来西方经济体常用的金融制裁手段。

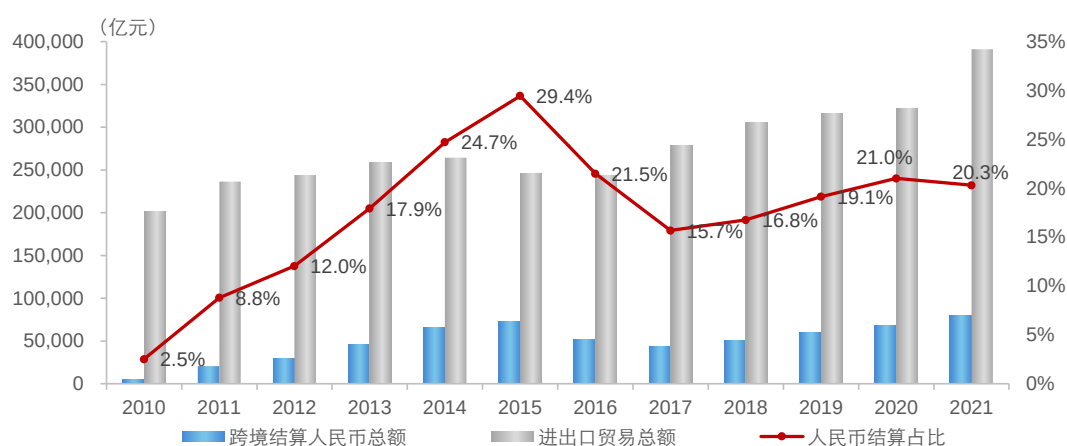
以往鉴来，在“逆全球化”趋势更为凸显以及中美竞争博弈格局长期持续的背景下，我们认为过度依赖全球统一结算系统可能使中国面临较大风险，中国需要逐步降低对 SWIFT 结算系统的依赖，以防止未来如果发生牵涉中国的地缘冲突事件，可能使我们在“经济安全”领域受到极大威胁。虽然中国贸易对于全球经济影响极为重大，未来将中国完全排除于 SWIFT 结算系统之外概率较低，但仍应“防患于未然”，尽量降低风险发生的可能。

未雨绸缪，为防止过度依赖 SWIFT 结算系统，中国已在 2012 年启动人民币跨境结算系统（CIPS）系统建设。2015 年 3 月，李克强总理就在政府工作报告中指出，要“加快建设人民币跨境支付系统，完善人民币全球清算服务体系”，同年 9 月参加第九届夏季达沃斯论坛时指出，“年底之前，将建成人民币跨境支付系统”。2015 年 10 月 8 日，CIPS 系统（一期）

成功上线运行,同步上线的有 19 家直接参与者和 176 家间接参与者,参与者范围覆盖 6 大洲 50 个国家和地区。CIPS 系统的建成运行是中国金融市场基础设施建设的又一里程碑事件,标志着人民币国内支付和国际支付统筹兼顾的现代化支付体系建设取得重要进展,对推动人民币成为全球主要的支付货币、推进人民币成为特别提款权(SDR)篮子货币发挥了重要作用。2018 年 5 月 2 日,CIPS 系统(二期)全面投产,符合要求的直接参与者同步上线。CIPS 系统运行时间由 5×12 小时延长至 5×24 小时+4 小时,实现对全球各时区金融市场的全覆盖,支持全球的支付与金融市场业务,满足全球用户的人民币业务需求。截至 2020 年末,共有境内外 1092 家机构通过直接或间接方式接入 CIPS,其中直参 42 家,较 2015 年 10 月上线初期增加 23 家;间参 1050 家,较 2015 年上线初期增加了约 5 倍,CIPS 系统业务实际覆盖 171 个国家和地区的 3300 多家银行法人机构。

从政策端来看,2020 年,中国人民银行按照党中央决策部署,坚持市场驱动和企业自主选择,及时推出相关跨境人民币业务支持政策,持续深化对外货币合作,协调相关部委共同优化人民币跨境使用政策环境,支持疫情防控和企业复工复产,促进稳外资、稳外贸和保就业,推动重点领域、重点地区、重点企业人民币使用取得积极进展,助推人民币国际化再上新台阶。2022 年 2 月,央行发布了《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》,进一步发挥跨境人民币业务服务实体经济、促进贸易投资便利化的作用,支持外贸新业态发展。截止到 2021 年底,人民币结算占进出口贸易总额比重达到 20.3%。

图表 45: 人民币结算占比不断提升



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

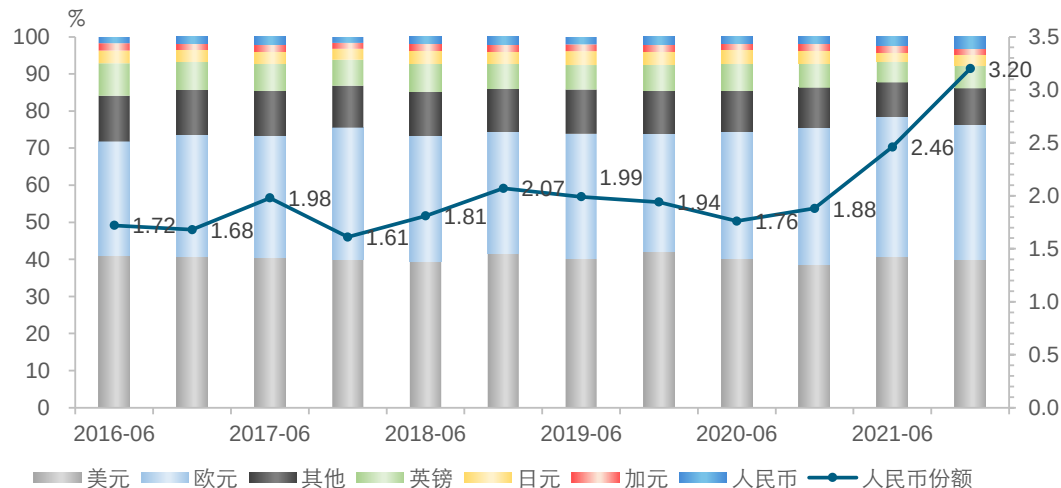
根据 SWIFT 最新报告,2022 年 1 月,人民币在国际支付的占比已经达到 3.2%,首次超过 3%大关,超过日元成为全球第四大货币,但与美元的 39.9%和欧元的 36.6%相比仍有较大差距。人民币份额在 2020 年 6 月达到低点后便不断提升,这也表明了人民币国际化正在不断加速推进。根据国际货币基金组织(IMF)发布的《官方外汇储备货币构成(COFER)》,截至 2021 年三季度,人民币在全球外汇储备中的占比由二季度的 2.61%升至 2.66%,位居全球第五位,续刷 2016 年四季度报告该数据以来新高,表明全球范围内人民币的重要性也逐步提升。

中国也在不停加大与各国双边本币互换协议。中国人民银行 9 月 18 日发布的《2021 年人民币国际化报告》显示,截至 2020 年末,中国与 22 个“一带一路”沿线国家签署了双边本币互换协议,在 8 个“一带一路”沿线国家建立了人民币清算机制安排。而仅近两年,中国就已经与 17 个国家签署了近 25000 亿人民币规模的双边本币互换协议,规模也明显提升。

我们认为,在“逆全球化”趋势更为凸显以及中美竞争博弈格局长期持续的背景下,中国仍

将大力推动 CIPS 系统的发展，逐步降低对 SWIFT 结算系统的依赖。以“一带一路”和 RCEP 的发展为契机，率先深化与“东盟”的合作，在与东盟的国际贸易结算中继续大力推行人民币支付结算方式；此后运用和“东盟”的成功经验，再逐步在全球其他地区扩大人民币的影响力和结算比例。

图表 46：2022 年 1 月人民币国际支付份额升至 3.2%



资料来源：Wind，五矿证券研究所

图表 47：近两年中国双边本币互换协议汇总

| 时期         | 国家    | 规模                     |
|------------|-------|------------------------|
| 2020/2/10  | 埃及    | 180 亿人民币/410 亿埃及镑      |
| 2020/5/20  | 老挝    | 60 亿元人民币/7.6 万亿老挝基普    |
| 2020/7/31  | 巴基斯坦  | 300 亿元人民币/7200 亿巴基斯坦卢比 |
| 2020/7/31  | 智利    | 500 亿元人民币/56000 亿智利比索  |
| 2020/7/31  | 蒙古    | 150 亿元人民币/6 万亿蒙古图格里克   |
| 2020/8/6   | 阿根廷   | 1300 亿元人民币/7300 亿阿根廷比索 |
| 2020/8/22  | 新西兰   | 250 亿元人民币              |
| 2020/9/17  | 匈牙利   | 400 亿元人民币              |
| 2020/10/11 | 韩国    | 4000 亿元人民币/70 万亿韩元     |
| 2020/10/16 | 冰岛    | 35 亿元人民币/700 亿冰岛克朗     |
| 2020/11/23 | 俄罗斯   | 1500 亿元人民币/17500 亿卢布   |
| 2020/11/23 | 香港    | 5000 亿元人民币/5900 亿港元    |
| 2021/1/8   | 泰国    | 700 亿人民币/3700 亿泰铢      |
| 2021/1/13  | 加拿大   | 2000 亿人民币              |
| 2021/10/26 | 日本    | 2000 亿人民币/34000 亿日元    |
| 2021/11/12 | 英国    | 3500 亿元人民币/400 亿英镑     |
| 2022/1/27  | 印度尼西亚 | 2500 亿人民币/550 万亿印尼卢比   |

资料来源：中国人民银行 2020 年年报，Wind，五矿证券研究所

## 2. 结论

俄乌冲突牵涉甚广，制裁与反制裁措施此起彼伏，“逆全球化”趋势跃然纸上。

在俄乌作为全球重要大宗商品资源国的背景下，战争爆发将导致能源、农产品、金属、化肥和稀有气体等资源品的国际贸易明显受挫，全球供应链瓶颈加剧，大宗商品价格将进一步飙升，本就高企的欧美通胀因此面临“爆表”风险。

自2020年初新冠疫情大流行以来，全球供应链持续紧张。俄乌战争的爆发使原本就紧绷的全球供应链“雪上加霜”。在“逆全球化”趋势下，追求“效率”优先的“全球一体化”发展可能逐渐成为过去，取而代之的是各经济体在小团体范围内的“抱团取暖”，保护主义、国家优先主义将逐渐抬头。我们在去年9月初发布的《“安全”+“发展”——中国市场未来底层投资逻辑》报告中就已经提到，国防安全、粮食安全、供应链安全、资源安全、经济安全是“安全”这一维度下的五大立足之本，为中国整体未来“发展”奠定坚实基础。如今，“逆全球化”趋势的不断升级将导致全球供应链重构，未来全球供应链瓶颈将进一步加剧，引发效率下降、成本抬升，“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”将面临更大的挑战，如何“自主可控”将成为接下来各国最重要的课题，势必将对未来全球经济发展产生深远影响。

对中国来说，一方面处于外围“逆全球化”的浪潮之中，一方面处于中美竞争博弈长期持续的背景下，“自主可控”显得更为关键。

俄乌冲突也给予了中国在“国防安全”和“经济安全”层面更多的警示。

在目前的复杂国际环境下，中国必须有更强的底气应对未来可能面临的“南海问题”和“台湾问题”。因此，国家军事实力至关重要。强国必须强军，军强才能国安。军事实力是保障“国防安全”，维护国家安全的“定海神针”。我们认为，俄乌冲突的爆发将使中国更加重视军事实力的锻造，中国预计将加大对军事力量的培育投入，加快国防和军队现代化建设。我们预计未来几年中国将持续加大军费投入，中国整体国防支出预算增速将适度提升。

以往鉴来，在“逆全球化”趋势更为凸显以及中美竞争博弈格局长期持续的背景下，我们认为过度依赖全球统一结算系统可能使中国面临较大风险，中国需要逐步降低对SWIFT结算系统的依赖，以防止未来如果发生牵涉中国的地缘冲突事件，可能使我们在“经济安全”领域受到极大威胁。我们认为，中国将大力推动CIPS系统的发展，逐步降低对SWIFT结算系统的依赖。以“一带一路”和RCEP的发展为契机，率先深化与“东盟”的合作，在与东盟的国际贸易结算中继续大力推行人民币支付结算方式；此后运用和“东盟”的成功经验，再逐步在全球其他地区扩大人民币的影响力和结算比例。

## 五、投资机会

在“逆全球化”不断升级大概率导致全球供应链重构的背景下，“粮食安全”、“资源安全”、“供应链安全”将面临更大的挑战；俄乌冲突也给予了中国在“国防安全”和“经济安全”层面更多的警示。因此，我们认为五大“安全”、“自主可控”将是未来几年国家和企业发展的指导思想和投资的核心逻辑。

我们建议投资者主要关注以下六大投资机会：

### 1、“资源安全”相关光伏、风电、储能板块

在“逆全球化”凸显的背景下，“资源安全”越发重要，一定程度上也反映出加快可再生能源利用的必要性和紧迫性。长期来看，以风电和光伏太阳能发电为主线，辅以核电、水电和生物质发电等，可再生能源替代传统能源发电将是必然趋势。而俄乌冲突使得本就高企的能源

价格面临“爆表”风险，在能源紧张局势加剧背景下，光伏产业预计将成为全球各国的重要抓手。《2022年政府工作报告》（下称《报告》）也提出，推动能源革命，确保能源供应，立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划，推进能源低碳转型。《报告》同时提出，要积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施投资。在“稳增长”作为今年中国政策主线的背景下，在光伏、风电等基建上发力也将有助于基建投资的回升，保障经济达成“稳增长”目标。因此，我们建议投资者关注光伏、风电等绿色能源板块及其上游产业链机会。

《报告》提出，要推进大型风光电基地及其配套调节性电源规划建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。不稳定性是可再生能源发电的最大难题，而有效利用储能技术是电力系统安全稳定运行的保障。我们认为，随着可再生能源发电量的逐渐爬坡，对储能的需求也将日益扩张。因此，建议投资者关注储能技术领先或提前布局国内外储能市场的优质企业。

## 2、“国防安全”相关军工板块

在“逆全球化”趋势更为凸显、中美竞争博弈格局长期持续的复杂国际环境下，中国必须有更强的底气应对未来可能发生的地缘冲突。因此，国家军事实力至关重要。强国必须强军，军强才能国安。军事实力是保障“国防安全”，维护国家安全的“定海神针”。

我们认为，俄乌冲突的爆发将使中国更加重视军事实力的锻造，中国预计将加大对军事力量的培育投入，加快国防和军队现代化建设。我们预计未来几年中国将持续加大军费投入，中国整体国防支出预算增速将适度提升。

建议投资者关注军工装备龙头、军工电子、航空发动机板块，叠加自主创新推动下拥有高技术壁垒的以钛材、碳纤维和高温合金为代表的军品材料板块，具备军民融合前景的拥有持续增长潜力的军工企业，以及“国产替代”需求下的军工信息化领域，包括北斗GPS、军工通讯、军用半导体、芯片等。

## 3、“供应链安全”相关“硬科技”及高端制造板块

在“逆全球化”趋势下，全球供应链重构将导致关键核心技术“自主可控”的重要性凸显。我们认为，科技自立自强作为国家安全和发展的战略支撑将助力中国大力发展高端制造、着力硬科技企业发展，尽早在“卡脖子”领域实现“国产化”替代。

建议投资者关注符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的“硬科技”企业以及高端制造企业，包括工业母机、5G、PCB、芯片、半导体、以及“大（大数据）、智（人工智能）、云（云计算）、移（移动互联网）、物（物联网）、链（区块链）、融（人机融合）”相关领域。

## 4、“粮食安全”相关种业板块

俄乌冲突导致的农产品价格飙升，疫情和战争导致的供应链瓶颈，可能造成农产品进出口贸易受限，保障本国农作物“自给自足”成为越来越重要的课题。“粮食安全”作为未来政府长期关注重点，政策倾斜料将持续。《报告》提出，加强粮食等重要农产品稳产保供。加快推进种业振兴，把14亿多中国人的饭碗牢牢端在自己手中。

建议投资者关注拥有高研发能力及持续创新能力的种业头部公司，以及转基因技术储备丰富，研发能力强的“转基因”相关公司。

## 5、“经济安全”相关数字人民币板块

美国、欧盟、英国、加拿大发布对俄罗斯制裁联合声明，承诺对选定的俄罗斯银行禁用SWIFT

系统，同时承诺对俄央行的外汇储备实施制裁。切断 SWIFT 系统可能将成为未来西方经济体常用的金融制裁手段。而在“逆全球化”趋势加快的今天，中美竞争博弈格局料将长期持续，大国关系的不确定性始终高企。为防止过度依赖 SWIFT 结算系统，中国在 2012 年启动人民币跨境结算系统（CIPS）系统建设，以逐步降低对 SWIFT 结算系统的依赖。

与此同时，我们认为数字人民币的发展也将有助于帮助中国在未来对外结算时绕开对美元结算的依赖，在数字经济成为未来中国经济发展主赛道的情况下，数字人民币作为中国数字经济时代的“新基建”，将会重构中国货币与支付体系，建议投资者重点关注数字人民币相关领域的投资机会。

## 6、券商板块

在今年“稳增长”为主线的经济发展目标背景下，中央预计将持续加强对于中小企业的支持力度，以实现“保就业、保民生”的基本目标。同时，未来中国坚持“自主可控”的核心发展逻辑也将使得企业持续推动科技创新，对资本市场的融资需求也将明显上升。

2021 年 11 月 22 日，中央印发的《提升中小企业竞争力若干措施》中提到要加强信贷支持，持续加大小微企业首贷、续贷、信用贷、中长期贷款投放规模和力度，文件特别提出要加强对于中小企业的直接融资支持，表明未来资本市场将在服务实体经济方面发挥更大的作用，尤其对于中小企业直接融资需求来说，通过创业板、科创板、北交所以及新三板进行资本市场融资的规模预计将持续增长；2021 年 12 月 8 日，中央经济工作会议要求要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制；2022 年 1 月 17 日，证监会召开 2022 年系统工作会议，进一步明确了如何全面实行股票发行注册制、如何激发资本市场主体活力、如何提升资本市场服务实体经济能力等重点工作。最新的《报告》中也提出，完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。

我们认为，全面实行股票发行注册制将会把社会资本更有效地配置到符合国家战略的新兴产业、科技产业和战略产业中去，更好地推动实际经济，尤其是科技创新相关产业的发展，注册制的全面实行也将带来更多的 IPO 需求，券商板块业绩有望迎来新一轮增长，建议投资者关注。

## 六、风险提示

- 1、中国宏观政策力度不及预期；
- 2、全球疫情再度恶化；
- 3、俄乌局势继续恶化，引发其他地缘政治危机。

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                               |      | 评级  | 说明                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A 股市场以沪深 300 指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在 20%及以上;    |
|                                                                                                                                                                                         |      | 增持  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于 5%~20%之间; |
|                                                                                                                                                                                         |      | 持有  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间; |
|                                                                                                                                                                                         |      | 卖出  | 预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;    |
|                                                                                                                                                                                         |      | 无评级 | 预期对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。     |
|                                                                                                                                                                                         | 行业评级 | 看好  | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;          |
|                                                                                                                                                                                         |      | 中性  | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;      |
|                                                                                                                                                                                         |      | 看淡  | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。          |

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

| 上海                                                 | 深圳                                           | 北京                                       |
|----------------------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------|
| 地址:上海市浦东新区东方路 69 号裕景国际商务广场 A 座 2208 室<br>邮编:200120 | 地址:深圳市南山区滨海大道 3165 号五矿金融大厦 23 层<br>邮编:518035 | 地址:北京市海淀区首体南路 9 号 4 楼 603 室<br>邮编:100037 |

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

| <b>The rating criteria of investment recommendations</b><br>The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market. | Ratings         |            | Definitions                                                                             |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Company Ratings | BUY        | Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;            |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | ACCUMULATE | Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;                     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | HOLD       | Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | SELL       | Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;          |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | NOT RATED  | No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.                 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Sector Ratings  | POSITIVE   | Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;   |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | NEUTRAL    | Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;               |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                 | CAUTIOUS   | Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%. |

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
 Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
 Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinian Road, Haidian District, Beijing  
 Postcode: 100037