

1990 年以来，六次战争对资产价格影响复盘

报告日期：2022-01-26

主要观点：

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨

执业证书号：S0010120040043

电话：18258275543

邮箱：fangchen@hazq.com

联系人：潘广跃

执业证书号：S0010121060007

电话：18686823477

邮箱：panggy@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

联系人：黄子崧

执业证书号：S0010121090007

电话：19117328906

邮箱：huangzy@hazq.com

在研究战争对资产价格影响时，由近及远选取了叙利亚内战、利比亚战争、伊拉克战争、阿富汗战争、科索沃战争和海湾战争共 6 场具有国际影响的战争进行梳理。考虑到目前潜在的战争具有区域性、不对称性和激烈作战持续时间短的特点，因此对照样本回溯至 1990 年的海湾战争，而更早的越战、朝鲜战争和两次世界大战等旷日持久的全面战争并未纳入到研究中。

复盘窗口期为每次正式开战前 6 个月至正式开战后 12 个月。一方面，像叙利亚内战、伊拉克战争和阿富汗战争持续时间长达数年至 20 年，但其激烈交战时间较短，均在数月内就已完成主要的军事目标，后续是长时间的低烈度治安战。另一方面，历次战争的激烈交战时间普遍较短，因而更多关注关键节点对资产价格带来的影响。

考虑到开战的影响是全面而广泛的，因此选择：股票（美股、港股、A 股）、美元、黄金和大宗商品（原油、工业金属、农产品）4 个大类资产进行观测，以主要资产指数和国际交易品种作为指标进行观察。

得到以下几个核心结论：

结论 1（权益）：长期不改变股市牛熊，更多是关键节点上短期冲击。

1) 不同权益市场看，所在国家与战争关系越密切影响越大，美股 > 港股 > A 股。美国直接或间接参与 6 场战争，影响最大；对港股影响更多是通过美股传导，例如海湾战争和阿富汗战争期间明显观察到港股跟随美股走出 U 型行情；A 股关联度不大，仅科索沃战争期间北约轰炸我国大使馆 A 股短暂下跌。

2) 针对美股，美国涉及战争越深，美股反映越大；同时对美股影响并非单一方向。海湾战争最为明显，对美股的影响时长最长；同时海湾战争美股呈现 U 型行情，初期下跌，当战争局势倾向美国时，美股出现反弹。

3) 战争对美股的影响并不是仅是下跌单一方向。当战争局势倾向美国时，美股出现反弹，例如海湾战争美股出现 U 型行情。

结论 2（美元）：战前美元因避险情绪上涨，长期不受影响。战争正式打响之前，国际资本往往受避险情绪影响而买入美元，因此会造成开战前夕美元指数的上涨。仅美国深度介入的海湾战争阶段美元走势稍有不同，先跌后涨，呈现 U 型走势。

结论 3（黄金）：战前避险情绪短期推高金价，局势明朗金价回落。历次开战前的酝酿阶段，因避险情绪，金价普遍走高；但当历次战争出现决定短期战争局势的事件发生后局势明朗之后，金价随之走弱。

结论 4（商品）：对石油影响最为显著，且石油作为避险商品其受战争的影响和黄金相似。在酝酿阶段价格上涨，局势明朗后价格下降，在长时间维度上维持之前趋势。

● 风险提示：

开战时间定义有一定误差，战争期间资产价格变动还受宏观及市场环境影响等。

正文目录

1 共选取 6 场具有影响力的战争和 4 大类资产进行研究.....	4
2 六次战争的背景、起因和进程.....	5
2.1 叙利亚内战、利比亚战争（同属“阿拉伯之春”）.....	5
2.2 伊拉克战争.....	6
2.3 阿富汗战争.....	7
2.4 科索沃战争.....	7
2.5 海湾战争.....	8
3 战争对各类资产影响：短期冲击为主，不改变长期走势.....	9
3.1 权益：长期不改变美股牛熊，美国涉及越深短期反映越大.....	9
3.2 美元：战前美元因避险情绪上涨，长期不受影响.....	12
3.3 黄金：战前避险情绪短期推高金价，局势明朗金价回落.....	13
3.4 大宗商品：石油价格上涨，工业金属和农产品无明显影响.....	15
4 风险提示.....	16

图表目录

图表 1 六次战争战前形势、资产表现.....	5
图表 2 叙利亚内战主要情况.....	6
图表 3 利比亚战争主要情况.....	6
图表 4 伊拉克战争主要情况.....	7
图表 5 阿富汗战争主要情况.....	7
图表 6 科索沃战争主要情况.....	8
图表 7 海湾战争主要情况.....	8
图表 8 历次美股表现: 不对称战争对美股影响较明显, 海湾战争美股呈 U 型.....	9
图表 9 叙利亚内战(代理人战争): 对美股几乎无影响.....	10
图表 10 利比亚战争(代理人战争): 对美股有短期情绪扰动.....	10
图表 11 伊拉克战争(不对称战争): 美股情绪短期有扰动.....	10
图表 12 阿富汗战争(不对称战争): 对美股有短期情绪扰动.....	10
图表 13 科索沃战争(代理人战争): 对美股无影响.....	11
图表 14 海湾战争(不对称战争): 美股影响最明显.....	11
图表 15 海湾战争期间: 港股走势与美股相近.....	11
图表 16 科索沃战争期间 A 股仅在大使馆遇袭后短暂下跌.....	12
图表 17 叙利亚内战(代理人战争): 开战前美元走强.....	12
图表 18 利比亚战争(代理人战争): 对美股有短期情绪扰动.....	12
图表 19 伊拉克战争(不对称战争): 战前夕美元波动上涨.....	13
图表 20 阿富汗战争(不对称战争): 开战之前美元快速上涨.....	13
图表 21 科索沃战争(代理人战争): 开战前美元波动上涨.....	13
图表 22 海湾战争(不对称战争): 美国出兵前美元波动上涨.....	13
图表 23 历次黄金表现: 不对称战争对美股影响较明显, 海湾战争美股呈 U 型.....	14
图表 24 叙利亚内战(代理人战争): 激烈冲突期间金价走强.....	14
图表 25 利比亚战争(代理人战争): 激烈冲突期间金价走强.....	14
图表 26 伊拉克战争(不对称战争): 战争酝酿阶段金价走强.....	15
图表 27 阿富汗战争(不对称战争): 911 宣布反恐战争, 金价强势上涨, 局势明朗金价短期回落.....	15
图表 28 科索沃战争(代理人战争): 北约宣布空袭, 金价走弱.....	15
图表 29 海湾战争(不对称战争): 开战前金价上涨, 美国出兵伊拉克金价回落.....	15
图表 30 叙利亚内战(代理人战争): 阿拉伯之春开启前, 石油上涨.....	16
图表 31 利比亚战争(代理人战争): 阿拉伯之春开启前, 石油上涨.....	16
图表 32 伊拉克战争(不对称战争): 战争酝酿期间, 美伊关系紧张, 国际油价上涨, 显著影响油价.....	16
图表 33 阿富汗战争(不对称战争): 世界局势动荡, 油价下跌.....	16
图表 34 科索沃战争(代理人战争): 原油价格稳定上涨.....	16
图表 35 海湾战争(不对称战争): 显著影响油价.....	16

1 共选取 6 场具有影响力的战争和 4 大类资产进行研究

在研究战争对资产价格影响时，我们由近及远选取了叙利亚内战、利比亚战争、伊拉克战争、阿富汗战争、科索沃战争和海湾战争共 6 场具有国际影响的战争进行梳理。考虑到目前潜在的战争具有区域性、不对称性和激烈作战持续时间短的特点，因此对照样本回溯至 1990 年的海湾战争，而更早的越战、朝鲜战争和两次世界大战等旷日持久的全面战争并未纳入到研究中。

复盘窗口期为每次正式开战前 6 个月至正式开战后 12 个月。一方面，像叙利亚内战、伊拉克战争和阿富汗战争持续时间长达数年至 20 年，但其激烈交战时间较短，均在数月内就已完成主要的军事目标，后续是长时间的低烈度治安战。另一方面，历次战争的激烈交战时间普遍较短，因而更多关注关键节点对资产价格带来的影响。

考虑到开战的影响是全面而广泛的，因此选择：股票（美股、港股、A 股）、美元、黄金和大宗商品（原油、工业金属、农产品）4 个大类资产进行观测，以主要资产指数和国际交易品种作为指标进行观察。

得到以下几个核心结论：

结论 1（权益）：长期不改变股市牛熊，更多是关键节点上的短期冲击。

1) 不同权益市场看，所在国家与战争关系越密切影响越大，美股 > 港股 > A 股。美国直接或间接参与 6 场战争，影响最大；对港股影响更多是通过美股传导，例如海湾战争和阿富汗战争期间明显观察到港股跟随美股走出 U 型行情；A 股关联度不大，仅科索沃战争期间北约轰炸我国大使馆 A 股短暂下跌。

2) 针对美股，美国涉及战争越深，美股反映越大；同时对美股影响并非单一方向。海湾战争最为明显，对美股的影响时长最长；同时海湾战争美股呈现 U 型行情，初期下跌，当战争局势倾向美国时，美股出现反弹。

3) 战争对美股的影响并不是仅是下跌单一方向。当战争局势倾向美国时，美股出现反弹，例如海湾战争美股出现 U 型行情。

结论 2（美元）：战前美元因避险情绪上涨，长期不受影响。战争正式打响之前，国际资本往往受避险情绪影响而买入美元，因此会造成开战前夕美元指数上涨。仅美国深度介入的海湾战争阶段美元走势稍有不同，先跌后涨，呈现 U 型走势。

结论 3（黄金）：战前避险情绪短期推高金价，局势明朗金价回落。历次开战前的酝酿阶段，因避险情绪，金价普遍走高；但当历次战争出现决定短期战争局势的事件发生后局势明朗之后，金价随之走弱。

结论 4（商品）：对石油影响最为显著，且石油作为避险商品其受战争的影响和黄金相似。在酝酿阶段价格上涨，局势明朗后价格下降，在长时间维度上维持之前

图表 1 六次战争战前形势、资产表现

序号	战争名称	战争时间（降序）	战争类型	关键节点（开战）
1	叙利亚内战	2011/3/15-至今 10 年	代理人战争	2011 年 3 月 15 日： 示威升级，随后反政府示威活动演变成了武装冲突；
2	利比亚战争	2011/2/16-2011/10/20 8 个月	代理人战争	2011 年 3 月 19 日： 法国率先空袭利比亚。
3	伊拉克战争	2003/3/20-2011/12/18 9 年	不对称战争	2003 年 3 月 20 日： 美英联军向伊拉克发动大规模空袭和地面攻势。
4	阿富汗战争	2001/10/7-2021/8/30 20 年	不对称战争	2001 年 10 月 7 日： 美国开始在阿富汗空袭塔利班和“基地”组织目标
5	科索沃战争	1999/3/24-1999/6/10 3 个月	代理人战争	1999 年 3 月 24 日： 北约对南联盟发动了代号为“盟军”的空袭行动。
6	海湾战争	1990/8/2-1991/2/28 7 个月	不对称战争	1990 年 8 月 2 日： 伊拉克入侵科威特。

资料来源：华安证券研究所整理

2 六次战争的背景、起因和进程

选取的 6 场战争可以划分为代理人战争和不对称战争两类。

（1）代理人战争：指 1.叙利亚内战、2.利比亚战争和 5.科索沃战争，北约、俄罗斯等主要军事力量没有亲自派出地面部队，仅提供军事支持的战争形势。

（2）不对称战争：指 3.伊拉克战争、4.阿富汗战争和 6.海湾战争，交战双方军事力量对比悬殊的战争形势。未来潜在的战争更偏向于不对称战争这一形式。

2.1 叙利亚内战、利比亚战争（同属“阿拉伯之春”）

叙利亚内战和利比亚战争同属“阿拉伯之春”革命浪潮的组成部分。叙利亚内战于 2011 年 3 月 15 日爆发，利比亚战争 2011 年 2 月 16 日爆发，两次战争爆发时间接近，因此合并讨论。

起因：叙利亚内战和利比亚战争爆发的主要原因有三：**（1）国内经济情况差**，2008 年金融危机后阿拉伯国家经济增速恢复缓慢，国内通胀高企，失业率居高不下；**（2）国内政局不稳定**，采取共和国体制的阿拉伯的国家领导人普遍缺乏统治的法理性，并且政府腐败和独裁问题严重；**（3）受外部政治因素干涉**，叙利亚是俄罗斯在中东什叶派之弧战略的重要组成部分，是以美国为首北约的长期目标；利比亚则长期与美国关系紧张，也是中东反以色列的主要力量。

战争进程：在战争进程上二者都是先由国内示威引发武装叛乱，后北约介入支持反政府武装，北约通过对政府军进行了空中军事打击以支持反对派。其中，利比亚政权快速覆灭，叙利亚政权则在俄罗斯的支持下得以保存。

图表 2 叙利亚内战主要情况

参战方	战争时间	关键节点
1、叙利亚政府（俄罗斯） 2、叙利亚反对派组织（北约） 3、伊斯兰国	2011. 3. 15-至今	<p>(1) 2011 年 1 月 26 日，叙利亚反政府示威活动开始；</p> <p>(2) 2011 年 3 月 15 日升级，随后反政府示威活动演变成了武装冲突；（开战）</p> <p>(3) 2011 年 9 月 10 日，欧盟对叙实行惩罚性石油禁运。9 月末 10 月初，美力推联合国安理会通过谴责叙政府镇压民众并对叙实施经济制裁决议。</p> <p>(4) 2013 年 9 月，美参议院外交委授权军事打击叙利亚，叙利亚政府同意交出化武，奥巴马同意叙化武换和平</p>

资料来源：华安证券研究所整理

图表 3 利比亚战争主要情况

参战方	战争时间	关键节点
1、利比亚政府 2、反对派（北约）	2011. 02. 16- 2011. 10. 20 【8 个月】	<p>(1) 2011 年 2 月 16 日，示威不断。（开战）</p> <p>(2) 2 月 25 日欧盟将对利比亚采取武器禁运及旅游禁令。同时欧盟将冻结所有利比亚的财产。2 月 26 日，联合国安理会通过首项决议，冻结卡扎菲资产，并把事件交由国际刑事法院处理。</p> <p>(3) 3 月 19 日，法国率先空袭利比亚。</p> <p>(4) 4 月 1 日，北约已有 205 架战机参与在利比亚军事行动。</p> <p>(4) 8 月 22 日晚，反对派武装已全面控制的黎波里及清除市内卡扎菲残余部队。</p> <p>(5) 10 月 20 日，卡扎菲及其接班人穆塔西姆被杀身亡，利比亚分崩离析。</p>

资料来源：华安证券研究所整理

2.2 伊拉克战争

起因：伊拉克战争爆发的原因有四：**(1) 9.11 事件：**在 2001 年 9.11 事件后美国将伊拉克列入支持恐怖主义的“邪恶轴心国”；**(2) 石油资源：**伊拉克掌握大量石油资源；**(3) 伊拉克是俄罗斯在中东地区的重要盟友；****(4) “洗衣粉事件”：**2003 年 2 月 5 日美国国务卿鲍威尔在联合国安理会上拿出白色粉末试管，宣称伊拉克拥有大规模杀伤性武器。

战争进程：伊拉克战争中激烈交战阶段仅持续不足 1 个月的时间。2003 年 3 月 20 日起，美英联军向伊拉克发动大规模空袭和地面攻势，2003 年 4 月 15 日美军宣布伊拉克战争的主要军事行动已结束，联军“已控制了伊拉克全境”。

图表 4 伊拉克战争主要情况

参战方	战争时间	关键节点
1、伊拉克 2、英美为首的多国部队	2003.03.20- 2011.12.18 【近 9 年】	(1) 2002 年 9 月 16 日，伊拉克宣布无条件接受联合国武器核查。 (2) 2003 年 2 月 5 日，联合国安理会“洗衣粉”事件，2003 年 3 月 20 日起，美英联军向伊拉克发动大规模空袭和地面攻势。（开战） (3) 2003 年 4 月 15 日，美军宣布，伊拉克战争的主要军事行动已结束，联军“已控制了伊拉克全境”。 (4) 2010 年 8 月美国战斗部队开始撤出伊拉克。

资料来源：华安证券研究所整理

2.3 阿富汗战争

起因：阿富汗战争起因较为简单，是美国对 9.11 事件的报复。

战争进程：美国自 2001 年 10 月 7 日开始空袭基地组织，在战争全过程中并没有爆发大规模的激烈交战，始终是一场双方实力悬殊的治安战。至 2021 年 8 月 30 日美军撤出阿富汗，战争共耗时 20 年。

图表 5 阿富汗战争主要情况

参战方	战争时间	关键节点
1、以美国为首的联军 2、“基地”组织	2001.10.7- 2021.8.30 20 年	(1) 2001 年 9 月 11 日，美国总统宣布向基地组织进行反恐战争； (2) 2001 年 10 月 7 日，美国开始在阿富汗空袭塔利班和“基地”组织目标；（开战） (3) 2010 年 11 月，北约开会决定，2014 年年底前向阿富汗安全部队移交防务，过渡期从 2011 年年中开始。 (4) 2020 年 2 月 29 日，美国政府与塔利班签署协议，同意驻阿美军分阶段在 2021 年 5 月前撤离阿富汗。

资料来源：华安证券研究所整理

2.4 科索沃战争

起因：科索沃战争爆发的原因是西方国家要继续肢解南斯拉夫，在欧洲大陆上消灭共产主义政权。南联盟在 90 年代因波黑战争受西方严厉制裁，经济衰退严重，南联盟国内民族矛盾突出，科索沃独立运动兴起，由此科索沃解放组织和南斯拉夫政府爆发战争。

战争进程：从 1999 年 3 月 24 日北约对南联盟发动空袭至双方停战共耗时 3 个月，期间北约并未派遣地面部队。

图表 6 科索沃战争主要情况

参战方	战争时间	关键节点
1、南斯拉夫联盟共和国 2、科索沃解放组织 3、北约	1999.03.24- 1999.6.10 【3个月】	(1) 1998年2月,南联盟共和国政府军和科索沃解放军发生冲突。 (2) 1999年1月20日,北约开始针对科索沃危机的军事调动。 (3) 1999年3月24日,北约对南联盟发动了代号为“盟军”的空袭行动。(开战) (4) 1999年6月9日,北约代表和塞尔维亚代表在马其顿签署了关于南联盟军队撤出科索沃的具体安排协议。

资料来源:华安证券研究所整理

2.5 海湾战争

起因:海湾战争起源于伊拉克与科威特关于石油问题谈判破裂后,伊拉克入侵科威特严重威胁了中东的区域安全。伊拉克在两伊战争中欠科威特 140 亿美元,并且希望通过对石油减产提价的方式获利,但是科威特提高了产量导致价格下跌以此迫使伊拉克解决边境之争,伊拉克企图吞并科威特。

战争进程:海湾战争可分为伊拉克入侵科威特和盟军反攻两个阶段,共历时 7 个月,其中从盟军出兵至伊拉克撤军仅耗时 1 个月。

图表 7 海湾战争主要情况

参战方	战争时间	关键节点
1、美国,科威特,英国,沙特阿拉伯等 34 个国家组成的联军 2、伊拉克共和国	1990.08.02- 1991.02.28 【7个月】	(1) 1990年8月1日,伊拉克与科威特围绕石油问题的谈判宣告破裂。 (2) 1990年8月2日,伊拉克入侵科威特。(开战) (3) 1990年8月6日联合国安理会通过第661号决议对伊拉克施加经济制裁。 (4) 1991年1月17日,以美国为首的多国部队轰炸巴格达,海湾战争爆发。 (5) 1991年2月15日,伊拉克宣布愿意接受安理会第660号决议,有条件地从科威特撤军。 (6) 1991年2月28日,达成停战协议,海湾战争结束。

资料来源:华安证券研究所整理

3 战争对各类资产影响：短期冲击为主，不改变长期走势

3.1 权益：长期不改变美股牛熊，美国涉及越深短期反映越大

战争对股票的影响较小，不改变长期走势。在回顾 6 场战争后可以发现，战争本身并未改变股票价格的趋势性走势，仅能在战争的关键节点上产生短暂影响。

所在国家与战争关系越密切所受影响就越大。在美股、港股和 A 股中，由于美国直接或间接地参与了 6 场战争，因此其受战争影响最大。

美股：回顾美股在历次战争中的走势可以发现，长趋势并不影响美股牛熊；短期越涉及美国利益，美股反应越大。具体来看，呈现三方面特点：

一是不对称战争对美股影响较明显。六次战争按照代理人战争 VS 不对称战争进行对比，代理人战争爆发阶段，不涉及美国核心利益的战争，对美股几乎没有影响，例如叙利亚内战、利比亚战争和科索沃战争；而不对称战争爆发阶段，则美股都出现不同程度的波动下行，例如伊拉克战争、阿富汗战争和海湾战争。

二是美国涉及越深的战争，美股反应越大。不对称战争对美股的影响，我们也可以看作是越涉及美国利益，美股反映越大，且反映时间越长。尤其以海湾战争为例，在伊拉克正式入侵科威特前美股已经从高点开始走低，并且在低位持续时间较长。

三是战争对美股的影响并不是仅是下跌单一方向，当战争局势倾向美国时，美股出现反弹，例如海湾战争美股出现 U 型行情。仍然以海湾战争为例，在战争爆发初期，伊拉克对科威特出兵威胁全球原油安全导致美股走低，此时出兵海湾符合美股自身利益，美股持续走低；但随着美国确定出兵后，美股出现了大幅反弹。

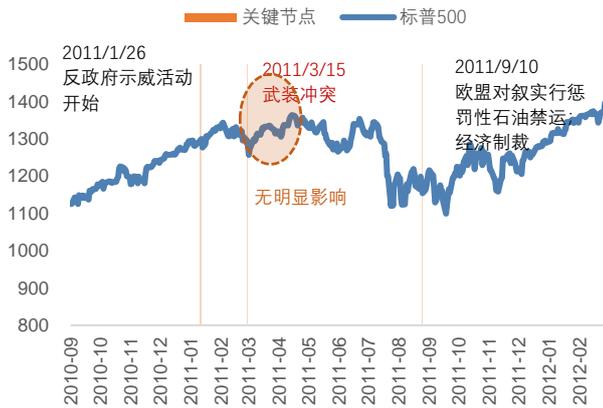
图表 8 历次美股表现：不对称战争对美股影响较明显，海湾战争美股呈 U 型

序号	参战方	战争分类	定义开战时间	美股牛熊	开战阶段美股表现
1	叙利亚内战	代理人战争	2011/03/15	处于美股十年牛市 (2009/3 年至今)	无明显影响
2	利比亚战争	代理人战争	2011/03/19		情绪扰动
3	伊拉克战争	不对称战争	2003/03/20	美股牛市 (2000/3-2002/10)	情绪略有扰动
4	阿富汗战争	不对称战争	2001/10/07	美股熊市 (2007/10-2009/3)	情绪扰动

5	科索沃战争	代理人战争	1999/03/24	美股牛市 (1974/10-2000/3)	无明显影响
6	海湾战争	不对称战争	1990/08/02	美股牛市 (1974/10-2000/3)	美国涉及最深的一次， 美股反应作为明显，呈现U型 初期威胁石油安全，美股走低； 之后美国确定储备，美股大幅反弹

资料来源：华安证券研究所整理

图表 9 叙利亚内战(代理人战争): 对美股几乎无影响



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10 利比亚战争(代理人战争): 对美股有短期情绪扰动



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 伊拉克战争(不对称战争): 美股情绪短期有扰动



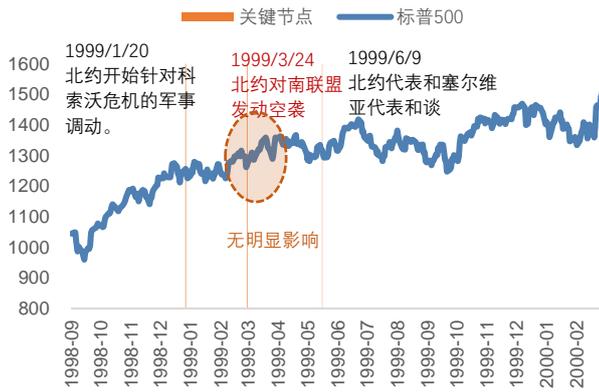
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 12 阿富汗战争(不对称战争): 对美股有短期情绪扰动



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 科索沃战争(代理人战争): 对美股无影响



资料来源: Wind, 华安证券研究所

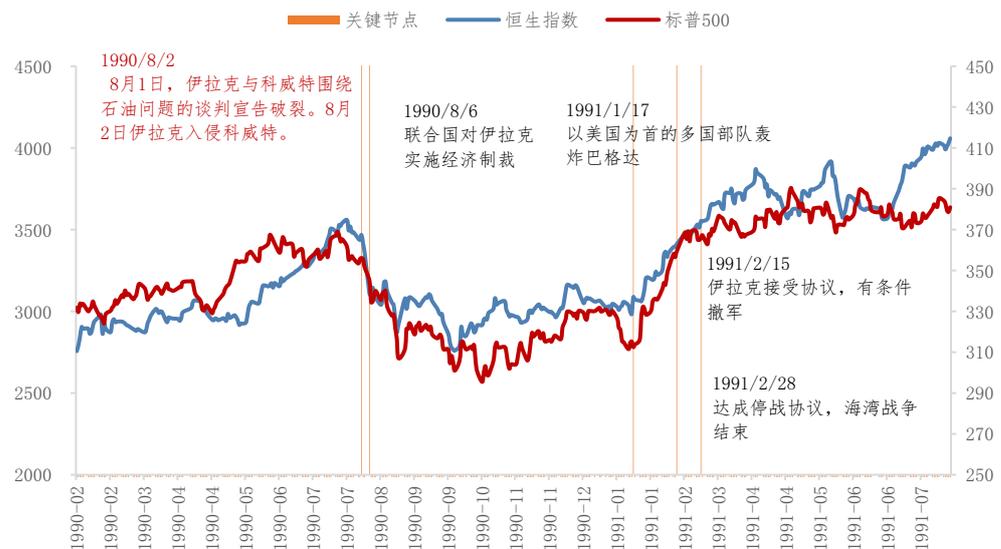
图表 14 海湾战争(不对称战争): 美股影响最明显



资料来源: Wind, 华安证券研究所

战争对港股的影响主要通过美股传导。我们挑选在海湾战争和阿富汗战争期间可以明显观察到美股对港股的影响，港股跟随美股一同走出 U 型行情。

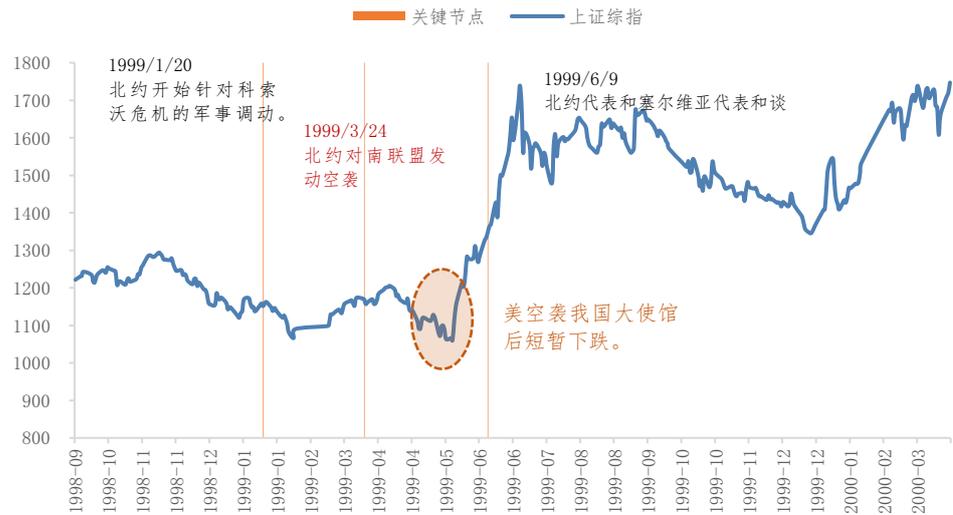
图表 15 海湾战争期间: 港股走势与美股相近



资料来源: Wind, 华安证券研究所

A 股因我国与战争无密切联系故基本不受影响。在 6 场战争中，科索沃战争因涉及北约轰炸我国大使馆构成一定短期影响。在美国空袭中国驻南大使馆后 A 股出现短暂下跌，后续的大牛市受国内因素影响，与战争形势无关。在战争期间军工股也并无特别表现。

图表 16 科索沃战争期间 A 股仅在大使馆遇袭后短暂下跌



资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 美元：战前美元因避险情绪上涨，长期不受影响

开战前夕因避险情绪，常见美元上涨，长期走势不受战争影响。在战争正式打响之前，国际资本往往受避险情绪影响而买入美元，因此会造成开战前夕美元指数的上涨。长期来看，美元指数的走势与战争进程关联性不大。

海湾战争美元走势稍有不同，先跌后涨，呈现 U 型走势。海湾战争由于美国深度介入，且初期伊拉克入侵科威特，在石油资源上对美国产生严重威胁，因此初期美元持续走低。之后，随着美国出兵，并随之取得压倒性优势，美元随后走强。

图表 17 叙利亚内战(代理人战争)：开战前美元走强



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 利比亚战争(代理人战争)：对美股有短期情绪扰动



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 伊拉克战争(不对称战争): 战前夕美元波动上涨



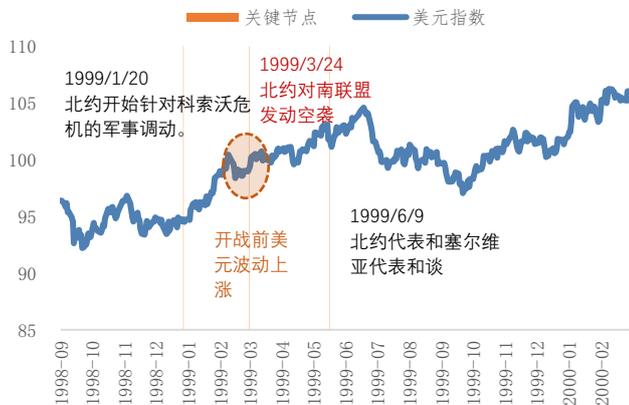
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 20 阿富汗战争(不对称战争): 开战之前美元快速上涨



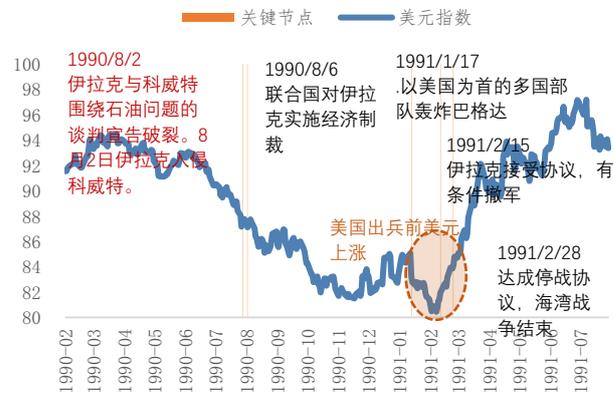
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 科索沃战争(代理人战争): 开战前美元波动上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 22 海湾战争(不对称战争): 美国出兵前美元波动上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.3 黄金: 战前避险情绪短期推高金价, 局势明朗金价回落

回顾六次战争前后金价表现, 可以按照战前、战争冲突两个阶段进行观察, 并得到以下几个结论:

一是历次开战前的酝酿阶段, 因避险情绪, 金价普遍走高。例如在叙利亚内战、利比亚战争、伊拉克、阿富汗、海湾战争都可以观察到金价的上涨。具体的幅度和持续时间取决于当时对于战争的预期。例如阿富汗战争因为 911 恐怖袭击, 美国总统当日宣布反恐战争, 金价短期内就出现了跳涨, 而例如伊拉克战争开战前夕酝酿时间较长, 金价也持续上涨了一段时间。

二是历次战争冲突阶段, 当局势明朗之后, 金价随之走弱。这里以阿富汗战争、科索沃战争、海湾战争三次最为明显。以海湾战争和阿富汗战争期间和金价走势为例, 在美国空袭之后都能观察到明显的金价跳水。当然, 包括叙利亚内战、利比亚战争, 伊拉克战争, 也可以看到同样的表现, 即决定短期战争局势的事件发生后, 金价便开始走弱。

图表 23 历次黄金表现：不对称战争对美股影响较明显，海湾战争美股呈 U 型

序号	参战方	战争分类	定义开战时间	战前酝酿黄金表现	战争冲突阶段黄金表现
1	叙利亚内战	代理人战争	2011/03/15	↑	开战后：金价持续走高， 2011/9/10：欧盟对叙实行经济制裁，局势明朗，金价下跌
2	利比亚战争	代理人战争	2011/03/19	↑	开战后：金价持续走高， 2011/8/22：全面控制卡扎菲部队，局势明朗，金价下跌
3	伊拉克战争	不对称战争	2003/03/20	↑	开战后：金价持续走高 开战中间金价开始走低
4	阿富汗战争	不对称战争	2001/10/07	↑ 金价跳涨	911：金价跳涨 2001/10/7：美国开始在阿富汗空袭塔利班和“基地”组织目标，局势明朗，金价下跌
5	科索沃战争	代理人战争	1999/03/24	-	和谈前：金价开始下跌
6	海湾战争	不对称战争	1990/08/02	↑	1991/1/17：以美国为首的多国部队轰炸巴格达

资料来源：华安证券研究所整理

图表 24 叙利亚内战(代理人战争):激烈冲突期间金价走强



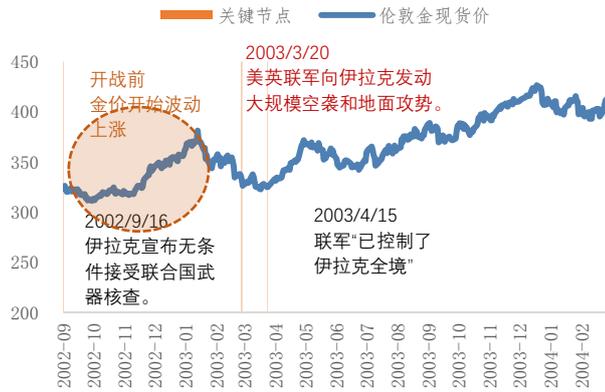
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 25 利比亚战争(代理人战争):激烈冲突期间金价走强



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 26 伊拉克战争(不对称战争): 战争酝酿阶段金价走强



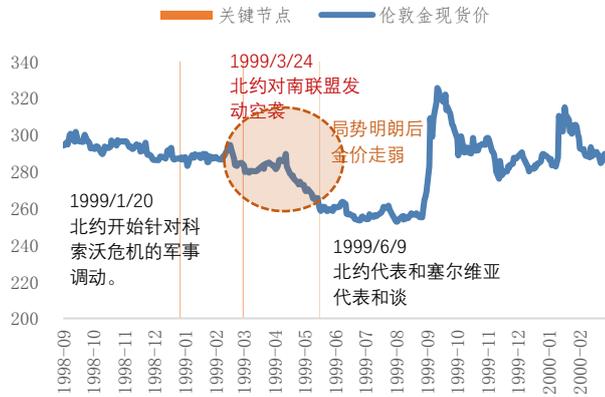
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 27 阿富汗战争(不对称战争): 911 宣布反恐战争, 金价强势上涨, 局势明朗金价短期回落



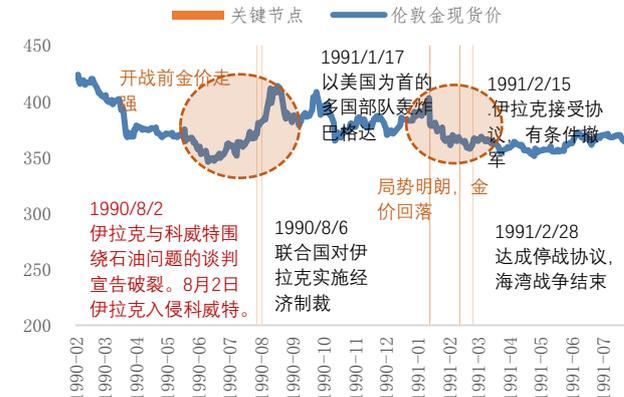
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 28 科索沃战争(代理人战争): 北约宣布空袭, 金价走弱



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 29 海湾战争(不对称战争): 开战前金价上涨, 美国出兵伊拉克金价回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.4 大宗商品: 石油价格上涨, 工业金属和农产品无明显影响

石油作为避险商品其受战争的影响和黄金相似, 在酝酿阶段价格上涨, 局势明朗后价格下降, 在长时间维度上维持之前趋势。并且石油价格也受战争爆发地区的影响, 如伊拉克拥有全球第三大石油储量, 海湾战争和伊拉克战争对油价的影响就尤为明显。靠近石油产区的阿拉伯国家在爆发内乱时对国际油价有明显的扰动, 而远离中东的科索沃即使战争烈度更大, 对石油价格的影响也相对有限。

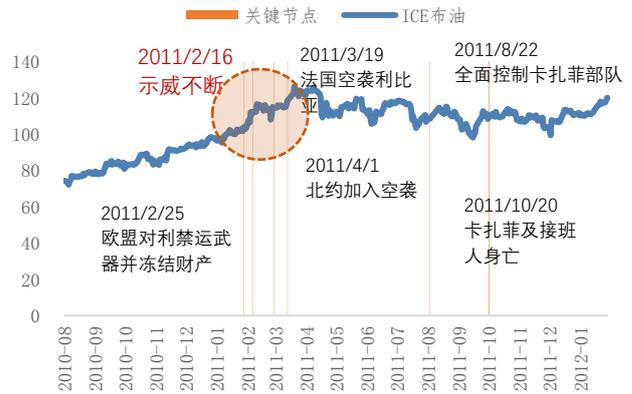
工业金属和农产品价格与历次战争关联性不大。由于历次战争涉及到的地区并非工业金属或农产品的产区, 也非在世界供应链体系中占重要地位的工业国家, 因此战争并未对这两类大宗商品的价格产生明显扰动。

图表 30 叙利亚内战(代理人战争): 阿拉伯之春开启前, 石油上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 31 利比亚战争(代理人战争): 阿拉伯之春开启前, 石油上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 32 伊拉克战争(不对称战争): 战争酝酿期间, 美伊关系紧张, 国际油价上涨, 显著影响油价



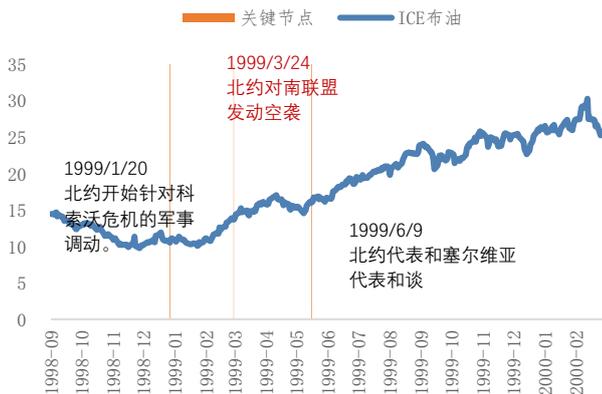
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 33 阿富汗战争(不对称战争): 世界局势动荡, 油价下跌



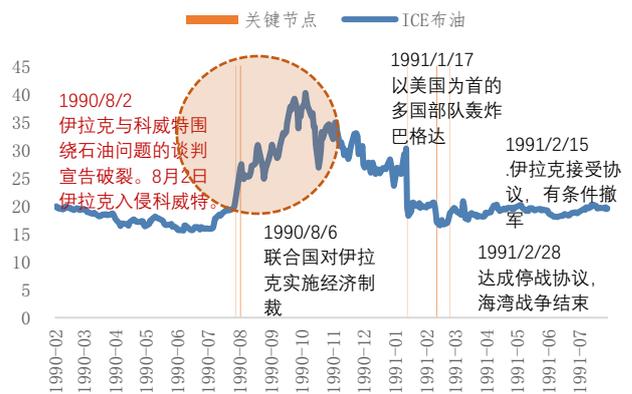
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 34 科索沃战争(代理人战争): 原油价格稳定上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 35 海湾战争(不对称战争): 显著影响油价



资料来源: Wind, 华安证券研究所

4 风险提示

- 开战时间定义有一定误差, 战争期间资产价格变动还受宏观及市场环境影响等

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。