中銀經濟月刊
2026 年第 4 期
中國銀行 香港金融研究院
BANK OF CHINA Hong Kong Financial Research Institute
http://www.bochk.com

# 地緣危機下中國經濟彰顯韌性，中國資產「避風港」屬性凸顯

高級經濟研究員 孫佳

2026 年 2 月 28 日起，中東地緣政治局勢急劇升級。美國與以色列聯手對伊朗境內軍事目標發動攻擊，隨即引發伊朗對以色列及周邊地區展開報復性打擊，並宣佈關閉霍爾木茲海峽。本次事件在波及範圍與資源封鎖強度上均為歷史罕見。本次衝突中，巴林、伊拉克、科威特、阿曼、卡塔爾、沙特、阿聯酋等所有海灣國家均遭戰火波及，為 1988 年以來首次所有海灣國家全部捲入衝突。本輪中東局勢的走向仍充滿不確定性，一旦衝突升級，將對全球的經濟與金融市場造成難以估量的衝擊。我們認為，中國經濟與金融市場在本輪衝突展現出較強的韌性，受到的影響相對有限。

## 一、能源衝擊與通脹

伊朗宣佈封鎖霍爾木茲海峽，是自 1988 年兩伊衝突以來首次實施實質性武力封鎖，且為歷史上第一次全面封鎖。國際能源署（IEA）表示，伊朗對霍爾木茲海峽的封鎖造成的全球能源供應中斷程度已超過歷史上任何一次能源危機，當前危機「比 1973 年、1979 年和 2022 年的危機加起來更為嚴重」。根據 IMF 的測算，中東衝突已導致全球石油日流量驟減約 13%，液化天然氣流量下降約 20%。負面供給衝擊會推升能源價格和通脹，從而壓低需求。IMF 認為能源供給衝擊將波及全球，但該影響具有非對稱性。衝擊的影響

中銀香港
研究產品系列

- 中銀財經述評
- **中銀經濟月刊**
- 離岸人民幣快報
- 東南亞觀察
- Green Insights
- 中銀策略研究
- 內部研究報告

作者：孫佳
電郵： sunjia@bochk.com
電話：+852 282 66209

聯繫人：蕭穎欣
電　郵：sandysiu@bochk.com
電　話：+852 282 66206

歡迎關注「中銀香港」微信訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

*聲明：本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。*

取決於一國距離衝突的遠近、屬於能源出口國還是進口國，以及政策空間的大小。

按此標準，中國在本輪衝突中受到的能源供給衝擊相信將低於全球的大多數經濟體。一是中國跟美伊衝突並無直接關聯。在運輸安全上，伊朗允許包括中國、俄羅斯、印度在內的友好國家船隻安全通行霍爾木茲海峽。二是中國雖然是能源進口國，原油對外依存度超過 70%，但其石油和天然氣的進口來源地多元化，對中東進口能源的依賴程度相對較低。中國的原油進口來源國已經拓展至 49 個，從單一原油供應國進口的原油佔比均低於 20%。中國自中東進口能源在石油總消費量的佔比為 44%，遠低於日本、韓國和菲律賓的 94%、69% 和 95%。三是中國能源進口的運輸管道有效稀釋風險。當前，中國已建成中俄原油管道、中亞天然氣管道和中哈原油管道這三大陸上能源進口通道，陸上管道輸油量在 2024 年的佔比高達 38%，俄羅斯、土庫曼斯坦等國的管道供應佔天然氣進口的近 50%，有效規避了霍爾木茲海峽和馬六甲海峽等海運通道遭遇極端斷供的風險。中國能源消費總量中僅約 6% 直接受制於霍爾木茲海峽，該比例顯著低於其他國家。四是中國近年來多措並舉進行能源資源佈局。據彭博社測算，中國戰略與商業石油儲備總量達到 14 億桶，足夠中國平穩使用 130 到 180 天，遠超國際能源署劃定的 90 天安全綫，這主要是得益於中國在國際油價較低的時期及時補充了戰略儲備。2025 年，中國進口原油 5.78 億噸（約 1155 萬桶 / 日），同比增加 4.4%，創歷史新高。五是中國當前的能源結構對石油和天然氣的依賴程度較低，石油和天然氣在中國一次能源中的佔比接近 30%，這一比例遠低於歐洲的 64%，日本和韓國的 59%，這主要由於中國較高的電氣化程度及快速發展的可再生能源。這些因素顯著提升了中國在地緣政治衝突中的能源韌性，國際石油天然氣價格飈升對中國經濟造成的衝擊相對其他經濟體為小。

如果中東局勢緩和，霍爾木茲海峽能夠恢復正常運營，國際油價將從高位回落，預計中國經濟和通脹在這種情形下所受的影響較小且不會持續。如果戰事拉長，戰爭陷入膠著狀態，兩大陣營進入長期低強度對峙的模式，霍爾木茲海峽僅有限度開放，油價將持續高企，將會推升中國內地的 PPI 指數。原油價格可以直接或間接地傳導至工業產業鏈的眾多環節，包括石油開採、石化加工行業和終端工業品。2026 年 3 月，中國 PPI 同比變化由 2 月下降 0.9% 轉為上漲 0.5%，在連續下降 41 個月以後實現首次上漲。國際輸入性因素導致上游能源和原材料行業的價格大幅上漲或降幅收窄，例如石油和天然氣開採業價格由 2 月同比下降 12.9% 轉為同比上漲 5.2%；石油煤炭及其他燃料加工業、化學原料和化學製品製造業價格分別同比下降 4.5% 和 0.3%，降幅比上月分別收窄 7.5 個和 3.4 個百分點。國際油價上升提振了石油、天然氣、化工和石化等上游產業的盈利能力。2026 年 1-2 月，規模以上原材料製造業利潤同比增長 88.3%。更高的價格大幅提升了石油、天然氣和化工行業的生產意願，促使相關行業

增加能源和原材料的供給。部分中下游企業的利潤空間可能因為原材料價格上漲而受到擠壓，但是，中國已經推行「反內卷」政策，從而提升企業的整體盈利能力。

據此，預計美伊衝突造成的國際油價大幅震蕩對中國內地居民消費價格指數（CPI）的影響有限，主要是基於以下原因：一是上游材料價格通過成本端向下游消費品價格的傳導鏈條較長，而且傳導過程未必直接。一些中下游企業會承擔部分成本壓力，而不是全部轉嫁給消費者。部分中下游企業在生產時投入了多種不同類型的生產材料，平滑了整體成本的上行幅度。二是 CPI 統計的是居民消費商品和服務價格水平，其中包含的服務行業與工業行業沒有嚴格意義上的上下游關係，成本傳導機制並不直接。美伊衝突導致國際原油價格大幅上漲，國家發展改革委對國內成品油價格採取了臨時調控措施，調控後的汽油價格在 3 月上漲了 11.1%，但是，汽油在 CPI 中的權重約為 2.8%，導致 3 月 CPI 同比上漲約 0.11 個百分點，環比上漲約 0.31 個百分點。此外，新能源汽車的普及可能導致居民對成品油的整體需求下降。美伊衝突因特定的市場機制導致國際的黃金價格不漲反跌，國際金價在 3 月的跌幅在 10% 左右，帶動國內黃金飾品價格下跌。這些因素進一步對沖了油價上漲對 CPI 的影響。三是中國的成品油定價機制（設定價格上下限）將有效遏制國際油價大幅震蕩對下游產業及居民消費造成的劇烈衝擊。2026 年 3 月，美伊衝突導致國際油價的漲幅超過 50%，而中國經調控後的汽油價格僅上漲了 11.1%，反映中國的宏觀政策調控有效抑制了極端的輸入性通脹。2026 年 3 月，中國 CPI 同比上漲 1.0%，環比下降 0.7%。由於調價機制滯後，該數據尚未充分反映國際油價上漲的影響。據此，美伊局勢將在 2026 年抬升國際油價中樞，但中國 CPI 仍有望保持溫和上漲的趨勢，輸入性通脹對中國 CPI 的影響有限且可控，不僅不會大幅提升居民的生活成本，而且為人民銀行實施「適度寬鬆」的貨幣政策提供充足的空間。

隨著 PPI 轉正、CPI 溫和回升，中國名義 GDP 增速與實際 GDP 增速的缺口正在收窄。近年來，中國物價持續低位運行，自 2023 年二季度以來，GDP 平減指數持續處於負值區間，這意味著名義 GDP 增速低於實際 GDP 增速，居民收入、企業營收、財政收入等微觀主體數據與實際 GDP 增速之間存在一定偏差。美伊衝突通過輸入性因素帶動物價回升，價格回升下今年首季中國名義 GDP 的同比增速為 4.9%，較 2025 年第四季度回升 1 個百分點，GDP 平減指數也從 2025 年第四季度的 -0.62% 變為 2026 年第一季度 -0.06% 的水平，該數值非常接近轉正，令微觀主體收入和預期大幅改善。需要注意的是，當前的物價回升主要是由供給端拉動，而並非由需求端拉動，內需仍有待提振，從而形成「工資 - 物價」的良性循環。

## 二、供應鏈與貿易

霍爾木茲海峽不僅是原油通道，全球約 30% 的化肥、1/3 的氦氣（高科技製造業關鍵材料）和近 1/2 的硫磺貿易均經此海峽輸送。氦氣在晶片製造中扮演著不可替代的關鍵角色，化肥與全球的糧食生產息息相關。若通航持續受阻，對全球供應鏈的衝擊或將遠超能源領域，影響工業和農業生產，形成通脹上升與產出下滑並存的「滯脹」困境。

對於亞洲的多個主要經濟體來說，原油和其他工農業原料供應鏈的斷裂可能迫使這些國家縮減相關產業鏈的產能，導致部分產成品在全球的供應量大幅下降，這對中國出口來說可能形成新的機遇，因為中國是全球唯一擁有聯合國產業分類下全部工業門類的經濟體，擁有完備的工業體系及強大的供應鏈優勢，同時相較其他亞洲經濟體對中東能源的敞口較低，能在全球供應鏈受到干擾時維持穩定的供給能力。中國產業鏈供應鏈的韌性不僅能在危機時滿足國內需求，而且為中國形成對其他國家出口的替代效應帶來一定機遇。不過，如果中東局勢造成的能源危機持續惡化，可能會導致全球經濟增速和貿易增速下滑，萎縮的外需、持續高企的能源成本和運輸費用仍可能對中國的出口產生下行壓力。

美伊局勢造成的能源危機可能倒逼全球各國減少對傳統能源的依賴，從而加速綠色轉型的步伐，這將利好中國新能源產品的出口。中國已經形成了全球最大、最完整的新能源產業鏈，以新能源汽車、鋰電池、光伏產品為代表的「新三樣」已經成為中國出口增長的重要驅動力。在美伊衝突爆發以後，中國 3 月新能源乘用車出口 34.9 萬輛，同比增長 139.9%，按月增長 29.6%。佔乘用車出口 50.2%，較去年同期增長 13.7 個百分點。若能源價格持續高企，將鼓勵更多全球消費者和企業主動轉向綠色產品，中國「新三樣」產品的出口有望保持強勁增速。

美伊局勢也從價格方面推升了中國的進口成本，以美元計價，中國 2026 年 3 月的進口額同比增長 27.8%，超出市場普遍預期，主要由價格因素驅動。美伊局勢推升原油、銅礦砂和天然氣等上游大宗商品價格，在推升價格的同時也導致原油和天然氣的供給受阻，中國 3 月原油進口量下降 2.8%，天然氣進口量同比下降 9.8%。3 月銅礦砂及其精礦進口金額同比增長 61.1%，進口量僅上漲 10%，反映美伊局勢推升工業金屬價格大幅上漲。大宗商品的價格上漲亦傳導至集成電路等下游產品。3 月集成電路進口額同比增長 54.1%，增速較 1-2 月大幅加快，這不僅是因為 AI 開支大幅擴張推升了算力需求，而且由於美伊局勢造成的全球產能短缺推升了半導體的進口價格，3 月集成電路的進口價格的同比漲幅超過 30%。

如果美伊局勢對全球經濟和需求的衝擊有限，可能有助於鞏固中國製造業在全球產業鏈中的主導地位，中國出口有望從中受益。但如果美伊局勢令全球經濟陷入「滯脹」困境，可能導致中國出口增速放緩，進口金額在價格的推動下激增，貿易順差收窄，或削弱對人民幣匯率的支持。

# 三、金融市場與消費

中東局勢削弱了全球經濟增長的前景，加劇了通脹上升的風險，在這種背景下，投資者的風險偏好降低，導致全球股票下跌。通脹預期上升導致市場對全球央行的鷹派預期升溫，這時，國債的避險功能往往失效，因為通脹會侵蝕固定利息收入的購買力，降低國債的實際收益和對投資者的吸引力，美國、德國和日本等海外市場的國債收益率顯著上升，債券價格承壓。中東局勢也加劇了金融市場的流動性風險。在本輪衝突中，避險情緒加劇市場對各類資產的恐慌性拋售，導致股票、債券等資產價格出現劇烈波動，投資者的杠杆操作會成倍放大賬戶虧損，導致賬戶淨資產低於維持保證金要求，從而觸發強制平倉機制。此時投資者因保證金追繳、客戶贖回或風險控制等需求，被迫拋售包括黃金、美債、歐元和日圓在內的優質資產來換取美元現金，以補充保證金避免更大的虧損或滿足客戶的贖回要求。避險情緒和「美元荒」推升美元指數，導致其他非美貨幣承壓。

由於中國構建了系統性、多元化的能源安全與產業韌性屏障，中國的政策佈局兼具前瞻性和靈活性，以及當前持有中國股票和國債的外資佔比相對較低，美伊衝突造成的國際金融市場震蕩對中國資本市場的波及有限，中國資產成為資金的「避風港」，展現出獨特的配置價值。在美伊衝突爆發以來的一個月，中國股市的跌幅和最大回調幅度都遠小於歐洲和亞洲的主要股市。3 月，中國上證指數和恆生指數的整體下跌幅度均在 7% 左右，而歐洲股市、韓國股市、日本股市和印度股市分別錄得了約 10%、18%、15% 和 14% 的跌幅。儘管市場的通脹預期加劇，推升了大多數主要經濟體的國債收益率，但 10 年期中國國債利率的走勢穩定，甚至略有下降。美伊局勢一度導致美元走強，但相比於其他亞洲貨幣，人民幣的表現相當穩健，有效對沖了輸入性通脹的衝擊。

雖然美伊局勢造成的全球金融市場震蕩也波及了中國的資本市場，可能會通過財富效應削弱居民的消費意願，但數據顯示中國居民金融資產佔比為五成不到，相較於美國和日本同期的逾六成仍有較大差距。從配置結構看，中國居民金融資產中定期存款佔比逾三成，顯著高於美國的 7.7%和日本的 16%，低風險偏好特徵突出。因此，美伊衝突較難通過財富效應影響中國消費，中國消費的表現仍需憑藉一系列擴內需、促消費政策支撐。隨著國際金融市場對於美伊局勢的敏感度逐漸降低，市場風險偏好回升，預計未來影響中國資產的關鍵因素仍在於中國經濟基本面、中國出臺的政策、企業盈利與市場預期，而非中東局勢。

綜上所述，美伊局勢凸顯了中國在能源安全、產業鏈供應鏈韌性及政策前瞻性和靈活性的獨特優勢，國際投資者可能在地緣危機時願意為中國資產付出一定的「安全溢價」，長期配置價值凸顯。

## 免責聲明及重要注意事項

本文件由中國銀行(香港)有限公司「中銀香港」刊發只供參考。

本文件的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發亦無意供該等人士或實體使用。

本文件僅供參考並不構成亦無意作為也不應被詮釋為投資建議、專業意見或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本文件之內容作出任何投資決定。

本文件所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制惟該等資料來源未經獨立核證故中銀香港不會就本文件及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論並非獨立研究報告及不構成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本文件刊發日期前之判斷任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及／或依賴本文件所載任何資料、預測及／或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本文件所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本文件所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者且並未考慮本文件各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此本文件並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦亦不會就此承擔任何責任。投資者須了解有關投資產品的性質及風險並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本文件無意提供任何專業意見故投資者在任何情況下都不應依賴本文件作為專業意見之用。

中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及／或其高級職員、董事及僱員可能會持有本文件所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司或其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。

除非獲中銀香港書面允許否則不可把本文件作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式轉發或傳送本文件任何部份予[公眾或]其他未經核准的人士或將本文件任何部份儲存於可予檢索的系統。

## 「中國銀行香港金融研究院」簡介：

「中國銀行香港金融研究院」是中銀香港集團的主要研究及策劃單位。以構建「中銀大腦」為目標，立足香港，面向大灣區和東南亞，放眼亞太和全球，主要研究當地的宏觀經濟與政策、金融市場、人民幣國際化與數字貨幣、金融業改革與創新、綠色金融與可持續發展等領域，發揮創研結合，宏觀、中觀、微觀一體，研究實務打通的優勢，持續提升「中銀研究」的品牌形象和社會影響力。研究院以服務國家和香港社會為己任，積極向政府和監管機構建言獻策，同時與香港及內地的一些著名大學、智庫以及行業領軍企業建立了廣泛的合作關係並開展聯合研究。目前，研究院擁有一支近60人的研究團隊，每年完成內外部各類研究報告近千篇。

## 作者簡介：

孫佳(Kate)：現任中國銀行香港金融研究院高級經濟研究員，歷任於倫敦高盛宏觀研究部、香港中信里昂證券研究部、香港東興證券（中國東方資產管理公司成員）資產管理研究部、投資策略部（宏觀和量化方向研究），求學期間曾在美國哈佛大學 Institute for Quantitative Social Science 擔任研究助理。

---

如需投稿或提出建議，請發送至本單位
郵箱：espadmin@bochk.com
或直接聯絡本文作者

歡迎關注「中銀香港」微信訂閱號
經濟金融深度分析盡在掌握

© 中國銀行（香港）有限公司。版權所有，翻印必究。

# 主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

| 一、本地生產總值 GDP | 2023 | 2024 | 2025/Q3 | 2025/Q4 |
|---|---|---|---|---|
| 總量 ( 億港元 ) GDP(HKD 100million) | 29,812 | 31,868 | 8,577 | 8,821 |
| 同比增長率 (%) YoY change(%) | 3.2 | 2.6 | 3.7 | 3.8 |
| **二、對外商品貿易 External merchandize trade** | | | **2026/2** | **2026/1-2** |
| 外貿總值 ( 億港元 ) Total trade(HKD 100million) | | | | |
| 總出口 Total exports | 45,317 | 41,774 | 4,088 | 9,283 |
| 總進口 Total imports | 49,275 | 46,450 | 4,729 | 10,073 |
| 貿易差額 Trade balance | -3,958 | -4,676 | -641 | -790 |
| 年增長率 (%) YoY Growth(%) | | | | |
| 總出口 Total exports | -8.6 | -7.8 | 24.7 | 29.6 |
| 總進口 Total imports | -7.2 | -5.7 | 29.9 | 34.1 |
| **三、消費物價 Consumer Price** | | | | |
| 綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%) | 1.9 | 2.1 | 1.7 | 1.5 |
| **四、零售市場 Retail market** | | | | |
| 零售額同比升幅 (%) Change in value of total sales YoY(%) | -0.9 | 16.2 | 19.3 | 11.8 |
| **五、訪港遊客 Visitors** | | | | |
| 總人數 ( 萬人次 ) Total arrivals(10 thousands) | 60.5 | 3,400.0 | 514.2 | 995.3 |
| 年升幅 (%) YoY change(%) | 561.5 | 5,523.8 | 40.2 | 18.4 |
| **六、勞動就業 Employment** | | | **2025/12-2026/2** | **2026/1-2026/3** |
| 失業人數 ( 萬人 ) No. of unemployed(10 thousands) | 16.3 | 11.3 | 13.5 | 13.7 |
| 失業率 (%) Unemployment rate(%) | 4.3 | 2.9 | 3.8 | 3.7 |
| 就業不足率 (%) Underemployment rate(%) | 2.3 | 1.1 | 1.7 | 1.6 |
| **七、住宅買賣 Domestic property sales and price index** | | | **2026/1** | **2026/2** |
| 合約宗數 ( 宗 ) No. of agreements | 45,050 | 43,002 | 5,669 | 6,669 |
| 住宅售價指數 (1999=100) Domestic price index | 369.7 | 337.4 | 302.8 | 307.6 |
| **八、金融市場 Financial market** | | | **2026/2** | **2026/3** |
| 港幣匯價 (US$100=HK$) 期末值 | 780.8 | 781.1 | 782.5 | 783.9 |
| HKD exchange rate (US$100 = HK$), end of period | | | | |
| 銀行體系收市總結餘 ( 億港元 ) 期末值 | 962.5 | 449.5 | 539.0 | 537.7 |
| Closing aggregate balance(HKD 100million), end of period | | | | |
| 銀行總存款升幅 (%) | 1.7 | 5.1 | 0.9 | - |
| Change in total deposits(%) | | | | |
| 銀行總貸款升幅 (%) | -3.0 | -3.6 | 1.6 | - |
| Change in total loans & advances(%) | | | | |
| 最優惠貸款利率 (%) 期末值 | 5.6250 | 5.8750 | 5.0000 | 5.0000 |
| Best lending rate (%), end of period | | | | |
| 恒生指數 Hang Seng Index | 19,781 | 17,047 | 26,631 | 24,788 |