



孙明春：俄乌冲突对香港经济和金融市场的影响



文/意见领袖专栏作家 孙明春



俄乌冲突对香港经济和金融市场的影响

俄乌冲突爆发已有一月有余。全球金融市场一度遭受剧烈冲击，各类资产价格大幅波动，香港金融市场也受到波及。

由于香港与俄罗斯、乌克兰在经济、贸易、金融等领域的直接联系较少，香港经济与金融系统受俄乌冲突的直接影响有限。但作为高度开放的国际金融中心，香港与全球金融市场紧密相连，尤其受中美两大经济体的影响最大，因此俄乌冲突很可能通过对全球经济、货币政策、金融市场乃至地缘政治格局的影响而间接影响香港，既带来挑战，也蕴藏机遇。

直接影响有限

俄乌冲突爆发后，全球避险情绪急剧升温，香港股市、债市、货币市场和外汇市场都出现大幅波动（表一），但总体影响有限，并未出现资金外流和流动性紧张的局面。

1.1 货币市场与外汇市场

自 2 月 24 日俄乌冲突爆发以来，香港银行间市场收市总结余基本稳定，绝大部分时间都维持在 3375 亿港元左右，仅下跌 0.5%；隔夜 HIBOR 下降了 1 个基点，仅有 0.02%；1 个月 HIBOR 上涨了 16 个基点，但也仅有 0.32%，并未出现流动性紧张。

港币汇率从 7.8045 贬到 7.8281 港元/美元，贬值幅度仅有 0.3%，延续了过去一年多来的贬值趋势，至今尚未达到联汇制走廊弱端（7.85），说明贬值预期并未显著加大。

这些数据显示，香港货币市场与外汇市场整体稳定，未出现资金外流和流动性紧张的局面。

表 1：俄乌冲突以来

香港主要金融资产价格及流动性指标的变化

	2022年 2月 24日	2022年 3月 25日	累计变化	最大回撤
恒生指数	23660	21405	-9.5%	-22.9%
恒生中国企业指数	8317	7284	-12.4%	-27.2%
恒生科技指数	5299	4379	-17.4%	-34.5%
中资美元债投资级指数	211.3	203.8	-3.6%	-4.3%
中资美元债高收益指数	246.2	190	-21.2%	-29.5%
港币兑美元汇率	7.8049	7.8284	-0.3%	-0.34%
银行间市场收市总结余	3391 亿港元	3375 亿港元	-0.5%	-0.5%

1.2 股票市场与债券市场

俄乌冲突爆发后，港股与中资美元债的确出现了大幅度下跌（表一）。但这并非完全由俄乌冲突引发，而是受到中国经济走弱、中资美元债违约事件频发、美国对中概股监管趋严、新冠变种 Omicron 扩散迅速等多重因素影响。

虽然我们无法将上述因素量化，但从香港股票与债券市场的资金流动数据来看，这些因素的影响应该超过了俄乌冲突。

根据彭博数据，2月24日以来，追踪香港金融资产的ETF连续4周录得资金净流入（图1）；同期，通过“沪港通”、“深港通”购买港股的南下资金也累计净流入611亿港元。这些数据显示，俄乌冲突并未引发资金净流出香港。

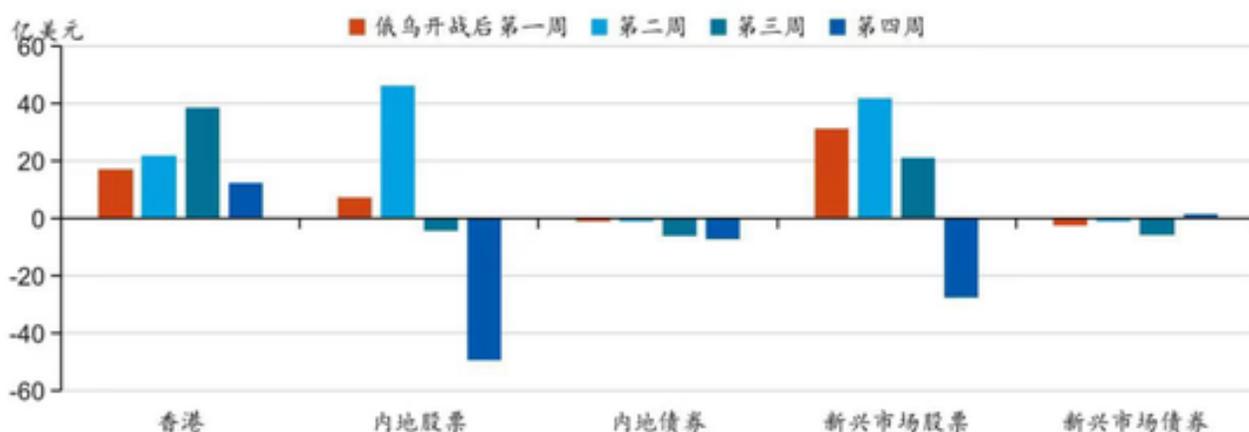
值得关注的是，冲突爆发后第四周，流入香港市场ETF的资金量明显下降，与内地股票ETF和新兴市场股票ETF在同一周出现较大规模资金流出相吻合。考虑到这一现象发生在冲突爆发后的第四周（而不是在第一周或第二周）、而且当周与前一周俄乌冲突并无重大进展，说明这些资金流出

很可能与俄乌冲突无关，更可能源自中国自身因素或美联储加息（3月16日）等其他因素。这些数据说明，至少对香港市场而言，俄乌冲突的直接影响是相当有限的。

就个股而言，在港上市的俄乌企业只有俄铝（0486.HK）一家。2月24日以来，俄铝股价曾一度大跌55%，随后又随国际铝价暴涨而迅速回升，从低点一度涨超70%，一个月累计跌幅达35%。但俄铝并非恒生指数成分股，目前市值仅有600亿港元左右，不足港股总市值（近40万亿港元）的0.2%，其股价波动对港股市场的影响微乎其微。

图 1：香港、内地和新兴市场 ETF

自 2 月 24 日以来 4 周资金净流入



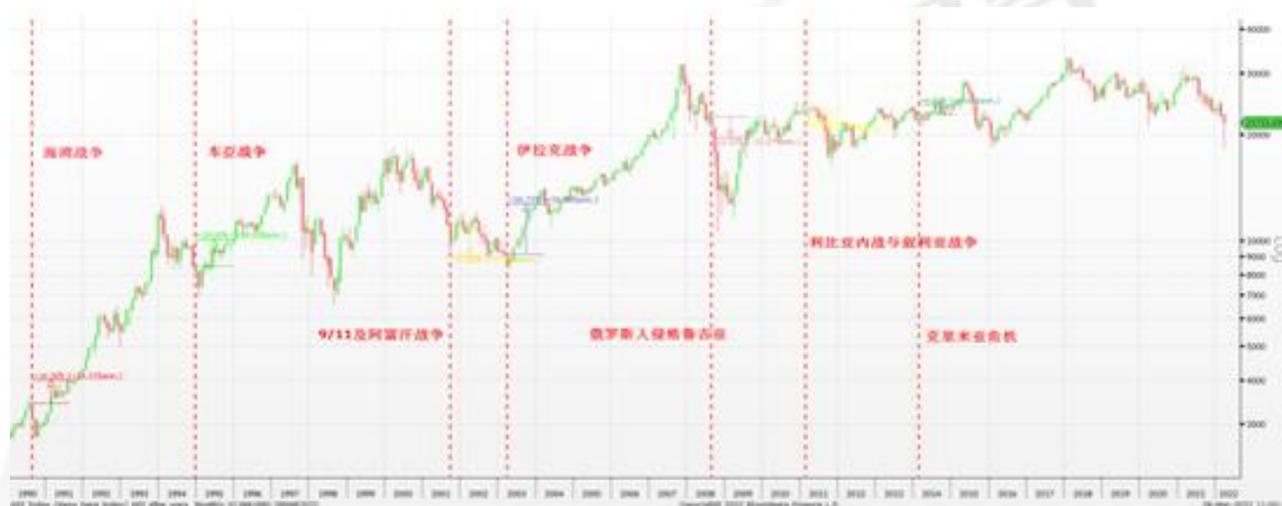
从历史数据看，战争或军事行动之类的地缘政治事件对港股的冲击一般较为短暂（图 2）。

1990 年以来，对港股产生影响的军事冲突事件共有 8 次，除本次俄

乌冲突以外，还包括 1990 年的海湾战争、1994 年的车臣战争、2001 年的 9/11 事件和阿富汗战争、2003 年的伊拉克战争、2008 年的俄罗斯-格鲁吉亚战争、2011 年的利比亚内战和叙利亚战争、以及 2014 年的克里米亚危机。过往 7 次危机发生后，恒生指数在之后一年内 4 次取得正回报、3 次负回报，平均年化回报为 6.2%。若除去与 2008 年全球金融海啸及 2011 年欧债危机同时期发生的 2 次军事事件，港股在其余 5 次事件后一年的平均年化收益率为 14%。这些分析表明，港股的表现更多受到自身基本面因素及其他全球宏观因素的影响，军事冲突类地缘政治事件对它的影响是短暂和次要的。

图 2：1990 年后恒生指数（对数坐标）

在历次军事冲突事件爆发一年内的表现



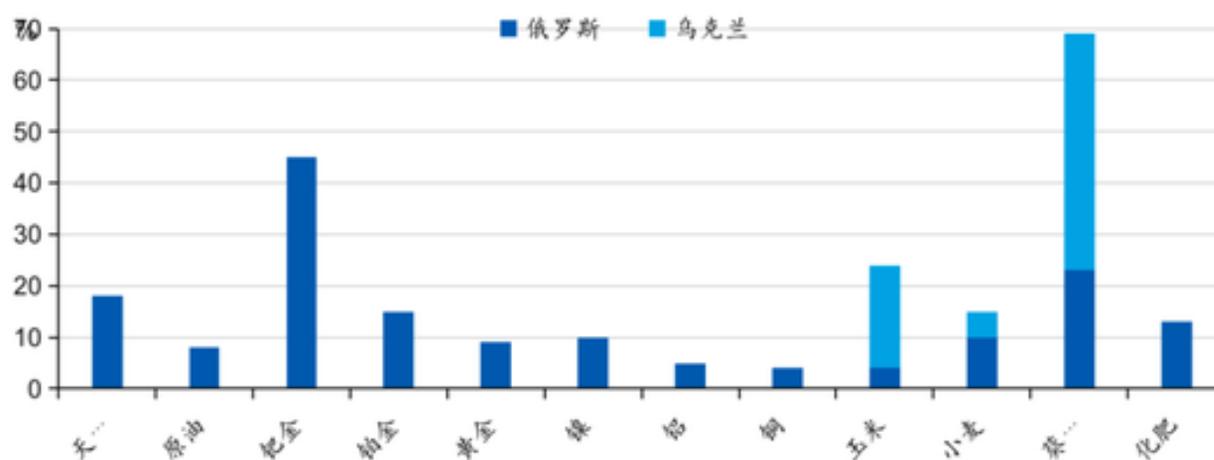
1.3 能源与农产品供应

由于俄罗斯与乌克兰均为大宗商品主要出口国（图 3），俄乌冲突的爆

发、欧美对俄罗斯的制裁以及俄罗斯的反制裁措施扰乱了全球大宗商品的供应，导致相关产品出现短缺、价格暴涨。

但香港与俄乌两国直接贸易关联度很低，香港对能源、工业金属和农产品需求也很小，因此，俄乌冲突对香港能源与农产品供应的直接冲击应该不大。

图 3：俄罗斯与乌克兰占全球大宗商品生产的比例

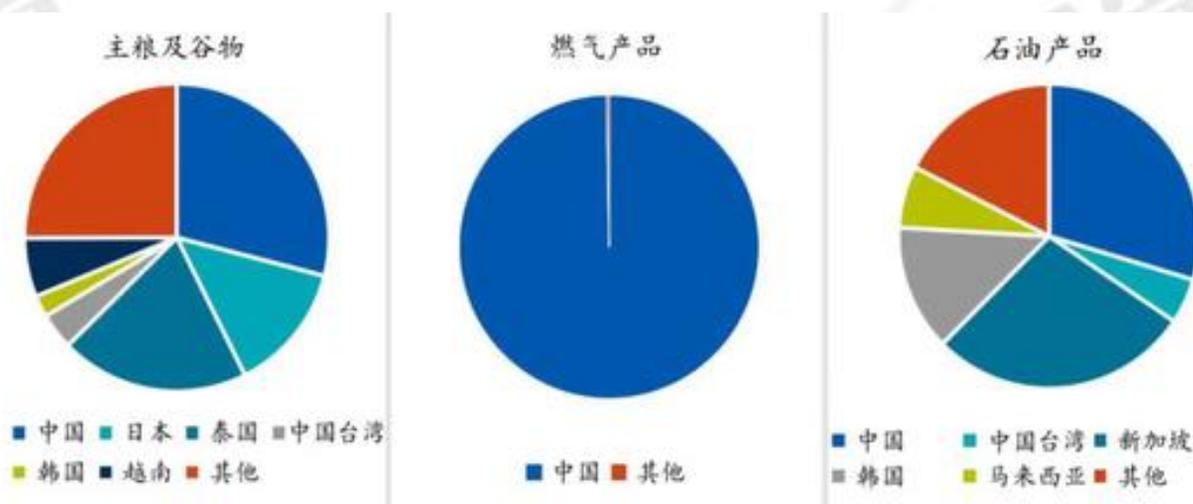


香港与俄罗斯的直接贸易很少，最多时占香港总进口的 0.4%和总出口的 1%；与乌克兰的贸易量更小，最多时占总进口的 0.1%和总出口的 0.06%。香港的粮食与能源供应对俄乌两国的依赖度很低。大米、小麦、玉米、大豆等主粮制品进口 75%左右来自亚洲粮食生产国（图 4），燃气进口几乎 100%来自内地（内地燃气进口主要来自东南亚、中东及美国，过去 3 年从俄罗斯进口占总进口的 5-10%左右），石油产品进口大约 80%来自东亚（包括日、韩等地精炼的美国和东南亚原油）及中东（主要经新加坡转口贸易）。香港仅有 740 万人口，粮食和能源的消费总量有限，即便来自俄乌两国的

供应受到影响，也很容易寻找到其他供应渠道。

图 4：香港能源及主粮谷物进口来源地分布

(2012-2021 年平均)



1.4 通货膨胀

虽然俄乌冲突可能造成全球食品与能源价格居高不下，但对香港本地物价的直接影响可能并不显著。

理论上讲，能源价格上涨会推动通勤物价上涨，粮食价格上涨会推高食品通胀。但香港公共交通设施完备，绝大多数市民使用公共交通工具出

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39901

