



策略主题研究：美国国债利率快速上行，中美股市何去何从？

近期十年期美债收益率一度突破 5%，市场对加息冲击股市的担忧显著升温。本报告拆解本轮利率上行的驱动来源，评估其对中美股市的影响，并给出配置应对策略。本轮利率快速上行虽对中美市场的估值和情绪形成扰动，但系统性风险偏低。相较于加息，经济基本面、企业盈利、AI 产业发展及油价走势对美股的影响更大，非 AI 板块对利率更敏感。

- **近期美债收益率为何异常上行，何时可能企稳？** 这次上行是由实际利率主导、并伴随政策利率中枢上移预期的重定价。根据费雪恒等式拆解，今年前八个月十年期美债名义利率的上行主要来自实际利率（+52.9 个基点），盈亏平衡仅上涨 7.5 个基点。从期限结构看，预期短端利率上涨 60.9 个基点，期限溢价基本走平，反映市场预期政策利率将在高位维持更久。进入三季度，实际利率与期限溢价罕见同步上升，紧缩成本与风险补偿形成共振。收益率能否企稳取决于通胀（油价）与债券供给（财政赤字扩张、AI 相关信用债发行）两方面压力能否缓和。
- **长端利率快速上行对美股的影响几何？** 长端利率主要通过估值端传导至股市，但股债并非恒定负相关。1990 年以来，标普 500 指数月度回报与十年期美债收益率变动的长期相关系数接近于零，但 2022 年通胀成为主导定价因子后，二者转为显著负相关（-0.57）。当前标普 500 前瞻盈利收益率已低于十年期美债收益率，股票相对债券的安全垫收窄。不过，冲击是否可控关键取决于上行速度。截至 9 月 14 日，过去 60 个交易日十年期美债收益率仅上行约 49 个基点，仍低于 95% 分位的历史抛售阈值（约 87 个基点）。近期利率上行虽压制估值扩张，但触发去杠杆式流动性冲击或系统性风险的概率仍偏低。
- **目前美股计入了多少加息预期？** 美国 8 月 CPI 超预期，市场对 9 月加息的预期升至 90% 以上。7 月 29 日至 9 月 14 日，OIS 终端利率上升 43 个基点至 4.57%，对应 2027 年 6 月期限计入的加息次数由约 2.0 次升至约 3.6 次，即利率市场重新计入了约 1.6 次加息。同期，标普 500 指数和纳指的估值并没有出现明显收缩，反映其强劲的盈利上调几乎抵消了贴现率上行对估值的压制，相较于加息，经济基本面、企业盈利、AI 产业发展及油价走势对美股的影响或更大。在加息周期下，板块与风格分化将加剧，房地产、可选消费等利率敏感的非 AI 板块相对于 AI 板块承压。三季度财报季将是美股盈利下一个关键验证窗口。
- **美债利率快速上行如何影响中国市场？** 美债利率上行的冲击主要集中在情绪面，对资金面与估值面的影响或相对有限。近期长端利率快速上行使香港市场风险溢价回落至过去三年均值的负 1 倍标准差附近，短期风险偏好承压。按传统逻辑，中美利差走阔可能引发外资流出，但年初至今外资仍净流入港股。美债收益率与港股估值在长期趋势上负相关、在短期变动上几乎无关，中国股市估值更多由国内政策、盈利预期与资金流向主导。即便美国进入加息周期，港股配置仍可采用 C.A.S.T. 框架下的杠铃策略，成长端以 AI 为中期主线并向云与应用、创新药出海延伸，防御端聚焦央企红利与稳定现金流资产。
- **投资风险：** 政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2026 年 9 月 16 日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

投资策略

美国国债利率快速上行，中美股市何去何从？

目录

近期美债收益率为何异常上行，何时可能企稳？	3
长端利率快速上行对美股的影响几何？	5
目前美股计入了多少加息预期？	7
美债利率快速上行如何影响中国市场？	10

图表目录

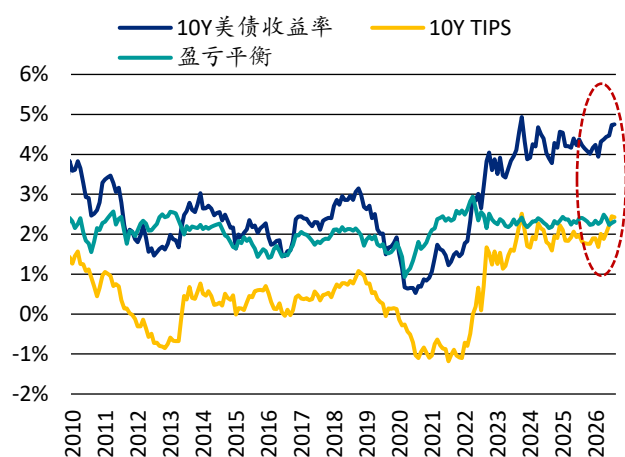
图表 1：利率驱动拆解 1：实际/盈亏平衡	3
图表 2：利率驱动拆解 2：预期短端利率/期限溢价	3
图表 3：季度利率驱动拆解 1：实际/盈亏平衡	4
图表 4：季度利率驱动拆解 2：预期短端利率/期限溢价	4
图表 5：股债滚动相关性自 2022 年起系统性转正	5
图表 6：进入今年下半年，标普 500 前瞻盈利收益率与十年期美债收益率差值收窄，反映股票相对债券的吸引力下降	6
图表 7：2000 年至今十年期美债收益率快速上行期间，标普 500 的估值起点影响冲击幅度	6
图表 8：8 月通胀数据发布后，9 月加息预期进一步升至 90% 以上	7
图表 9：十年期美债 vs 两年期美债收益率	7
图表 10：美股各板块前瞻市盈率对长端利率的敏感度及解释性分析	8
图表 11：美国大型科技公司投资级债券信用利差	8
图表 12：盈利增长成为标普 500 指数上行的关键驱动因素	9
图表 13：在 7 大科技巨头强劲盈利增长下，标普 500 指数今年预期盈利增速超 30%	9
图表 14：标普 500 各板块 3Q26 盈利增长预期	9
图表 15：标普 500 各板块 3Q26 盈利预告情况	9
图表 16：近期长端利率快速上行，使得香港市场风险溢价明显回落	10
图表 17：年初至今，尽管中美利差扩大，外资仍持续净流入港股市场	10
图表 18：恒生指数前瞻市盈率 vs 10Y 美债收益率	11
图表 19：恒生指数前瞻市盈率	11

近期美债收益率为何异常上行，何时可能企稳？

本轮长端国债收益率上行或由实际利率的上涨.....为分析本轮美债收益率上行的驱动因素，我们把十年期美债收益率进行拆解。首先，费雪恒等式把十年期美债利率拆分为实际利率（TIPS）与盈亏平衡，当前十年期美债收益率 4.75% 约等于 2.43% 的实际利率加 2.32% 的盈亏平衡。今年前 8 个月，实际利率上涨了 52.9 个基点，而盈亏平衡仅上涨了 7.5 个基点，十年期国债收益率上涨的主要驱动力是实际利率的上涨。当前，衡量真实资金成本的实际利率为 2.43%，已升至 2003 年以来约 97% 的分位的偏高水平，这意味着市场定价政策利率将在较长时间内维持高位（图表 1）。

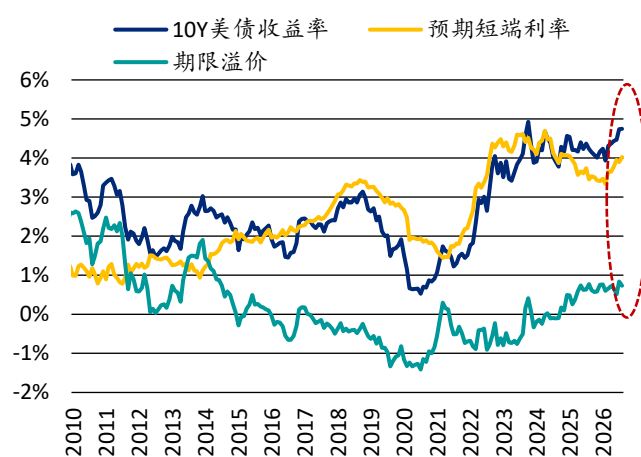
.....以及政策利率中枢上移预期升温驱动。其次，我们按期限结构把十年期美债收益率拆解为预期短端利率与期限溢价，十年期美债期限估计 ACM 模型显示当前 4.75% 的十年期美债收益率约等于 4.02% 的预期短端利率加 0.73% 的期限溢价。今年前 8 个月，预期短端利率上涨了 60.9 个基点，而期限溢价却下降了 2.6 个基点，短端利率的明显上涨反映出市场预期未来一段时间政策利率中枢将上移，政策利率将在高位维持更长的时间（图表 2）。虽然，当前期限溢价处在 2003 年以来约 65% 的分位，表明投资者已经开始对久期风险要求额外补偿，但尚未达到极端水平。

图表 1：利率驱动拆解 1：实际/盈亏平衡



注：十年期抗通胀债券（TIPS）收益率可作为实际利率的观察指标。数据截至 2026 年 8 月 31 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2：利率驱动拆解 2：预期短端利率/期限溢价

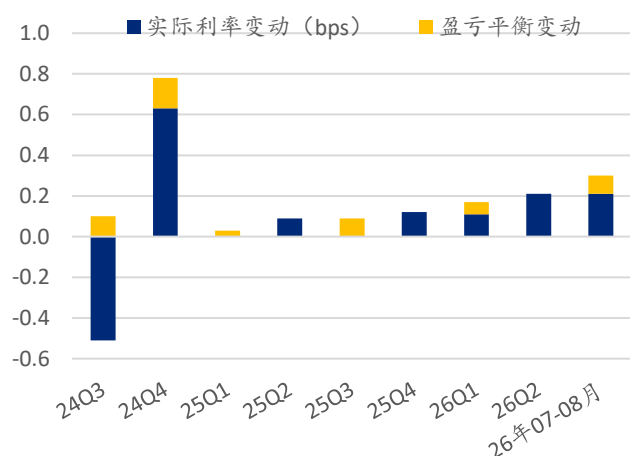


注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

从季度上看，截至 2026 年 8 月，过去八个季度十年期美债收益率累计上行 0.35 个百分点，且内部驱动结构发生了较大的变化。2024 年三季度，降息预期主导长端利率大幅回落，实际利率和预期短端利率均大幅下行。然而，随后的四季度实际利率和期限溢价单季跳升，推动十年期美债收益率上升。2025 年四个季度，期限溢价持续抬升，但被降息预期下行部分抵消，十年期美债收益率水平整体变化不大。今年上半年，降息预期被逐步修正，市场预期政策利率将在更高水平维持更久，带动十年期美债收益率升至 4.75%，风险补偿反而收敛。尽管贴现率上升压制估值，但强劲的经济数据和盈利增长支撑分子端，推动美股继续创历史高位。然而，进入今年三季度，实际利率与期限溢价罕见地同步上升，紧缩成本与风险溢价形成共振，我们需要持续跟踪这个变化来判断尾部风险的持续性（图表 3-4）。

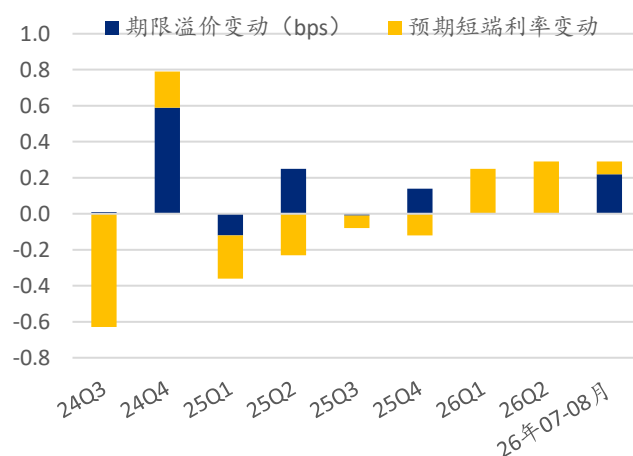
我们认为，美国长端收益率能否企稳取决于通胀（尤其是油价）与债券供给（财政赤字扩张、AI 相关信用债发行）两方面压力能否缓和。目前市场更关注后续加息路径和油价风险。如果油价进一步上涨，可能推升通胀，美联储可能被迫延长加息周期，本轮加息的性质也将从预防性加息转向通胀失控下的追赶式加息，对长端利率形成明显压制。

图表 3：季度利率驱动拆解 1：实际/盈亏平衡



注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：季度利率驱动拆解 2：预期短端利率/期限溢价



注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

长端利率快速上行对美股的影响几何？

长端利率上行往往从两个方面对股票形成压制。一方面，无风险利率上升意味着贴现率上移，现金流兑现时点越靠后、久期越长的公司估值压力越大，高估值成长股往往率先调整。另一方面，利率上升提高了无风险回报的吸引力，当无风险收益率接近甚至超过股票的盈利收益率时，持有股票所能获得的超额补偿被明显压缩，资金从而在股债之间重新配置。下面我们从市场回报的两个主要因素，即盈利和估值，来评估长端利率快速上行的潜在冲击。

从估值端看，长端利率跟股票的长期表现并不是恒定负相关。我们对 1990 年 1 月至 2026 年 8 月标普 500 指数的月度回报与十年期美债收益率变动的相关性进行分析，发现期间两者的相关性接近于零（相关系数：0.03），表明在长期维度股市不会随着长端利率的上涨而下跌。

2022 年后通胀成为关键变量，两者出现显著的负相关性。根据国际清算银行（BIS）的研究，通胀意外（Inflation Surprises）的系数在 2021 年年中转为正值且具有统计显著性，而此前对市场有显著影响的经济增长的系数则变得不再显著。市场定价的主导因子已从“经济增长”切换为“通胀”。历经疫情冲击全球供应链、美联储超宽松货币政策、俄乌地缘冲突，通胀在 2022 年 6 月升至 9.1%，高通胀成为股债相关性切换的关键变量。2022 年至今，长端利率跟股票的相关系数为-0.57。近年来股债价格多次同涨同跌，一旦通胀超预期，市场对加息的预期升温，贴现率将随之抬升。债券价格因利率上行而下跌，股票的估值也因贴现率上升而承压，股票回报率和利率变动呈负相关关系，反之亦然。24 个月滚动的股债相关性已由 2000 年 1 月至 2021 年 12 月的均值约-0.3，转为 2022 年 1 月至 2026 年 8 月的均值约+0.5（图表 5）。因此，债券和股票 60/40 组合在通胀主导的环境下也难以对冲市场波动的风险。

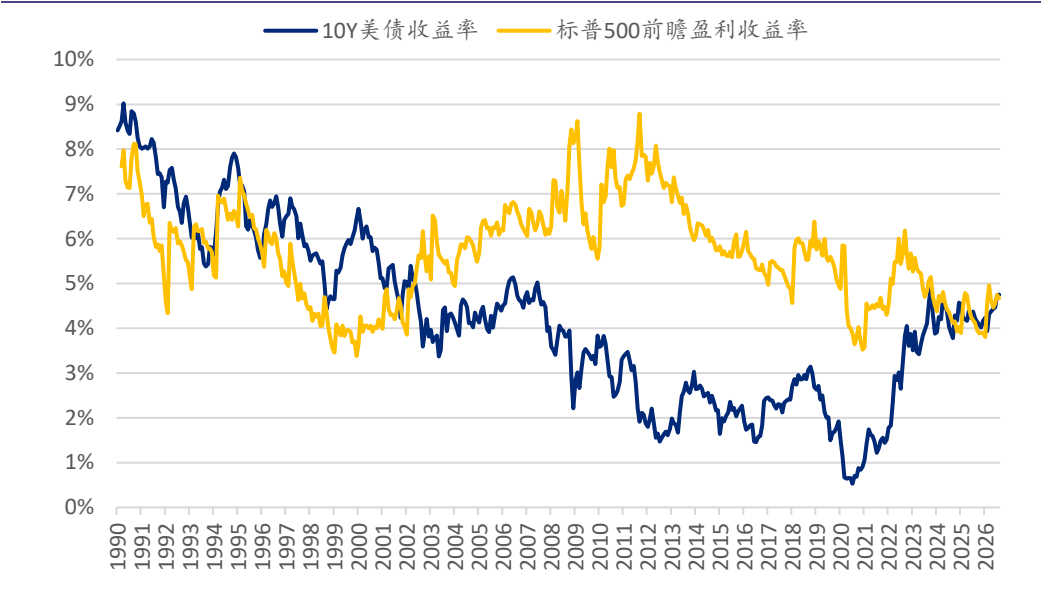
图表 5：股债滚动相关性自 2022 年起系统性转正



注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

长端利率上涨压制美股估值扩张空间。截至 9 月 14 日，标普 500 指数的前瞻市盈率为 19.1 倍，对应盈利收益率约为 4.7%，已低于十年期美债收益率 4.9%。进入下半年，十年期美债收益率持续上升，但标普 500 前瞻盈利收益率则略有下行，二者差值收窄，反映出股票相对债券的吸引力下降。值得注意的是，过去一年二者差值已多次跌破零（图表 6）。

图表 6：进入今年下半年，标普 500 前瞻盈利收益率与十年期美债收益率差值收窄，反映股票相对债券的吸引力下降



注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

若长端利率上涨速度保持在有序区间，对股市的冲击或相对可控。回顾历史，渐进式上行通常可由盈利增长和资金再配置逐步消化，但利率若在短时间内快速跳升，容易触发去杠杆和流动性冲击，导致估值压缩。更关键的是，起始估值水平影响冲击幅度，利率快速上行在低估值起点会带来一定扰动，但在高估值起点引发的回撤较大（图表 7）。截至 9 月 14 日，十年期美债收益率在过去 60 个交易日上行了 49 个基点，仍低于历史抛售阈值的 95% 分位（约 87 个基点）。我们认为近期利率上行仍处于有序区间，且估值已回归到合理水平，引发流动性冲击或系统性风险的概率相对偏低。

图表 7：2000 年至今十年期美债收益率快速上行期间，标普 500 的估值起点影响冲击幅度

开始	结束	十年期收益率变动	标普 500 表现	最高回撤	估值起点
13/6/2003	13/9/2003	1.14	3.0%	-3.6%	16.9
16/3/2004	16/6/2004	1.04	2.1%	-5.8%	16.9
18/3/2009	18/6/2009	1.29	15.6%	-5.4%	12.1
5/11/2010	5/2/2011	1.11	6.9%	-3.9%	13.0
5/4/2013	5/7/2013	1.03	5.1%	-5.8%	13.5
27/9/2016	27/12/2016	1.00	5.0%	-4.0%	17.2
20/1/2022	19/4/2022	1.13	-0.5%	-7.9%	20.0
17/7/2023	17/10/2023	1.03	-3.3%	-7.8%	19.7
14/7/2026	14/9/2026	0.49	2.5%	-3.4%	20.7

注：历史快速上行定义为十年期收益率三个月内上行超过 100 个基点的区间。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

目前美股计入了多少加息预期？

当前美债利率或已部分计入 9 月加息预期。短端利率方面，由于美国 8 月 CPI 数据超预期，市场对 9 月美联储加息的预期进一步升至 90% 以上（图表 8）。7 月 29 日至 9 月 14 日，两年期美债利率上行 39 个基点至 4.66%（图表 9），或大部分计入了加息预期，目前市场关注焦点已经从“加不加息”变成“加几次息”，除非点阵图释放连续加息信号，否则即便加息落地，短端利率进一步上行的空间也较为有限。长端利率方面，期间十年期美债收益率上行 31 个基点至 4.99%，已部分计入加息预期，但计入程度不及短端充分。OIS 终端利率上升 43 个基点至 4.57%，对应 2027 年 6 月期限计入的加息次数由约 2.0 次升至约 3.6 次，即利率市场重新计入了约 1.6 次加息。如果 9 月加息且被解读为连续加息的开始，长端利率可能进一步上行。此外，美国财政赤字扩大、国债供给增加、期限溢价低位回归，以及 AI 资本开支带来的信用债供给竞争等结构性因素，也在推高长端利率中枢。同期，标普 500 指数与纳指分别上涨 4.2% 与 7.1%，涨幅几乎全部由盈利贡献（未来 12 个月盈利预期分别上修 4.7% 与 5.7%），前瞻市盈率分别微降 0.5% 和扩张 1.4%，反映强劲的盈利上调大部分抵消了贴现率上行对估值的压制。相较加息，经济基本面、企业盈利、AI 产业发展及油价走势等因素对美股影响或更大。

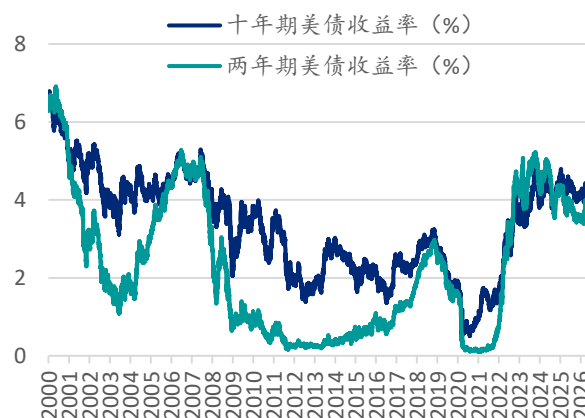
图表 8：8 月通胀数据发布后，9 月加息预期进一步升至 90% 以上

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
9/16/2026	7.6%	92.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
10/28/2026	4.0%	52.0%	44.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12/9/2026	1.2%	19.0%	49.5%	30.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1/27/2027	0.8%	13.1%	39.4%	36.6%	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%
3/17/2027	0.4%	6.6%	25.5%	38.1%	24.1%	5.3%	0.0%	0.0%
4/28/2027	0.3%	5.4%	21.9%	35.7%	26.8%	8.9%	1.0%	0.0%
6/9/2027	0.2%	3.6%	16.1%	30.8%	29.9%	15.2%	3.8%	0.4%
7/28/2027	0.2%	3.3%	14.7%	29.2%	30.0%	16.8%	5.0%	0.7%
9/15/2027	0.2%	3.1%	14.1%	28.3%	29.9%	17.6%	5.7%	1.0%
10/27/2027	0.2%	3.1%	14.1%	28.3%	29.9%	17.6%	5.7%	1.0%
12/8/2027	0.4%	4.0%	15.2%	28.5%	28.9%	16.6%	5.4%	0.9%

注：数据截至 2026 年 9 月 14 日。

资料来源：CME、浦银国际

图表 9：十年期美债 vs 两年期美债收益率



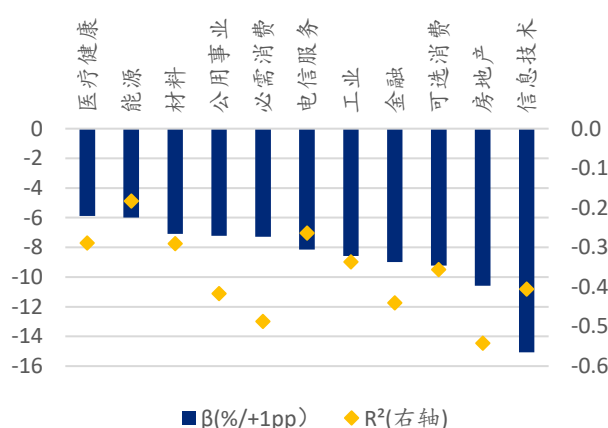
注：数据截至 2026 年 9 月 14 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

长端利率较短端利率对美股的影响更大。从传导路径上看，短端利率的变动主要影响浮息与短期融资成本，作用于信贷与资金渠道，而长端利率的变动主要影响折现率和估值，以及企业长期融资成本，影响企业长期债券发行、股权估值、资本开支和长久期资产。我们对 2022 年以来的股债表现进行回归分析，发现 11 个板块中有 8 个受长端利率的解释力高于短端，长端平均拟合优度为 0.14、短端为 0.10。信息技术板块对长端利率敏感度为每上行 1 个百分点压制 15.1%，对短端仅为 8.6%，但解释程度 (R^2) 仍偏低，反映板块涨跌还会受盈利、政策、行业景气度、市场情绪等其他因素影响（图表 10）。

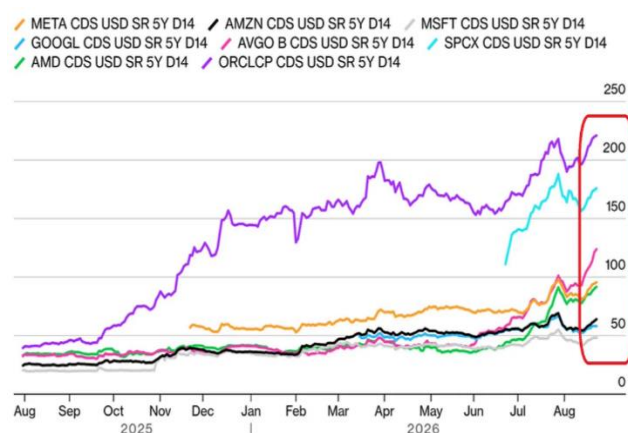
加息对美股各板块影响分化，关键取决于长端利率是否同步上行。加息如果并未推动长端利率同步上行，那么其对高估值成长股的冲击或有限，但对利率敏感非 AI 板块的影响较负面。例如，房地产板块的前瞻市盈率对利率的敏感度为-10.6 且利率能解释 29% 的前瞻市盈率变动，可选消费、工业等依赖终端需求与外部融资的板块同样承压（图表 10）。利率敏感的传统板块融资成本也较高，当前美国住房抵押贷款利率已达 6.71%，相对十年期国债的利差约 199 个基点，而大型科技公司发行二十年以上期限投资级债券利差仅约 118 个基点，中短端更低至 40 至 60 个基点。不过，随着信用利差扩大，大型科技公司的各期限债券利差较去年明显走阔，将导致它们的资本开支对利率敏感度上升（图表 11）。

图表 10：美股各板块前瞻市盈率对长端利率的敏感度及解释性分析



注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

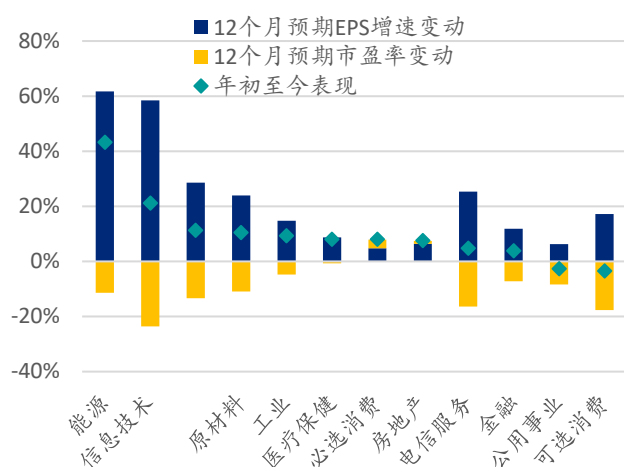
图表 11：美国大型科技公司投资级债券信用利差



注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

美股进一步上行将依赖盈利增长。截至 9 月 14 日，今年标普指数上涨 11.3%，其中估值收缩贡献了-10.1%，盈利增长贡献了 21.4%，在盈利上调驱动下能源和信息技术板块涨幅居前，但可选消费和公用事业板块表现落后（图表 12）。正如我们此前判断，指数层面的上行空间更多来自盈利预期的持续上调。随着油价冲击推升通胀，美联储加息预期升温，长端美债收益率在高位震荡，将会抑制美股估值扩张，大盘将仍持续受企业盈利增长的支撑。经过前期的调整，当前美股估值已回落至相对合理的水平，标普 500 指数的前瞻市盈率为 19.1 倍，位于其过去五年均值附近，进一步大幅下行空间相对有限。如果盈利预期上修从“七巨头”继续扩散到标普 500 指数中其余的 493 家公司，那么美股有望在高利率环境下继续温和上行（图表 13）。

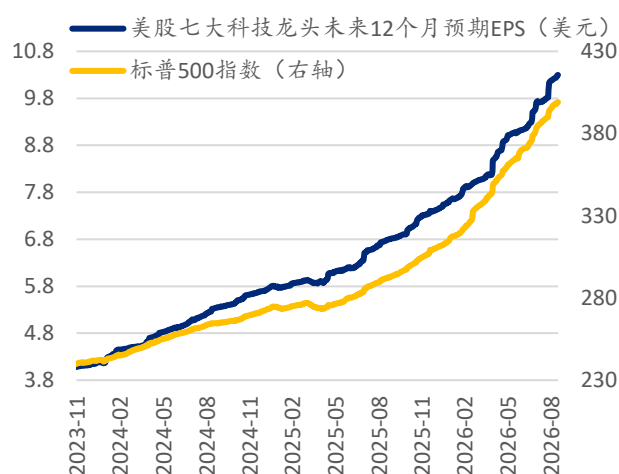
图表 12：盈利增长成为标普 500 指数上行的关键驱动因素



注：数据截至 2026 年 9 月 14 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 13：在 7 大科技巨头强劲盈利增长下，标普 500 指数今年预期盈利增速超 30%

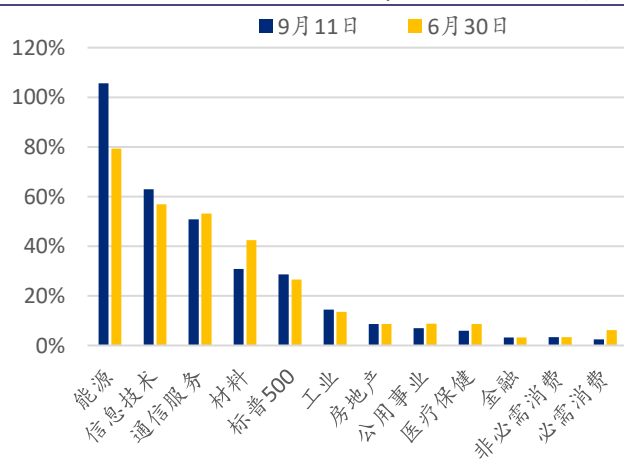


注：数据截至 2026 年 9 月 14 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

10月下旬的三季度财报季将是下一个关键验证窗口。当前标普 500 市值加权指数与等权指数的前瞻市盈率之比达 1.19 倍，显示涨幅高度集中于少数权重股。如果大型科技股的资本回报率、AI 收入和盈利增长得以验证，AI 龙头仍有望在利率上行环境中延续上涨的趋势，美股大盘的走势也会更依赖这些盈利确定性强的权重股，AI 仍是投资主线。但是，波动也会放大，一旦盈利增速无法追上估值预期，高集中度会把回撤放大。根据 FactSet 数据，标普 500 指数三季度盈利预期较为强劲 (+28.7%)，企业指引也偏乐观，在已发布指引的 114 家公司中，72 家正面、42 家负面。同时，板块分化显著，能源(受油价上涨推动)、信息技术和通信服务(受 AI 驱动)板块增速领先，但消费、金融板块预期增速偏弱(图表 14-15)。

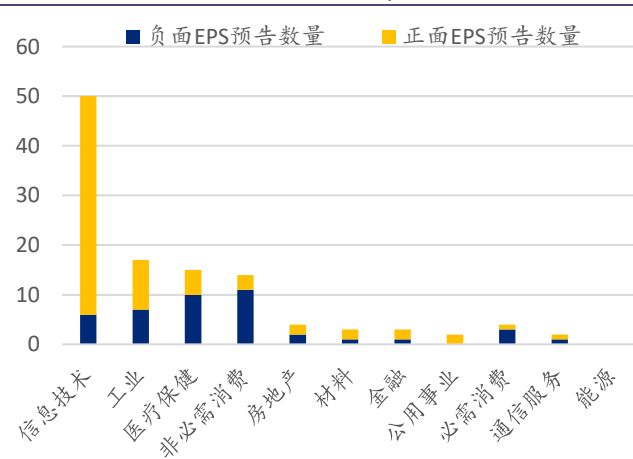
图表 14：标普 500 各板块 3Q26 盈利增长预期



注：数据截至 2026 年 9 月 11 日。

资料来源：FactSet、浦银国际

图表 15：标普 500 各板块 3Q26 盈利预告情况



注：数据截至 2026 年 9 月 11 日。

资料来源：FactSet、浦银国际

美债利率快速上行如何影响中国市场？

中美利差扩大将压制风险偏好。截至 9 月 14 日，受到近期长端美国国债收益率快速上行压制，香港市场风险溢价回落至 7.9%，接近过去 3 年平均值的负 1 倍标准差，短期市场情绪和风险偏好承压，港股对资金的吸引力明显下降（图表 16）。

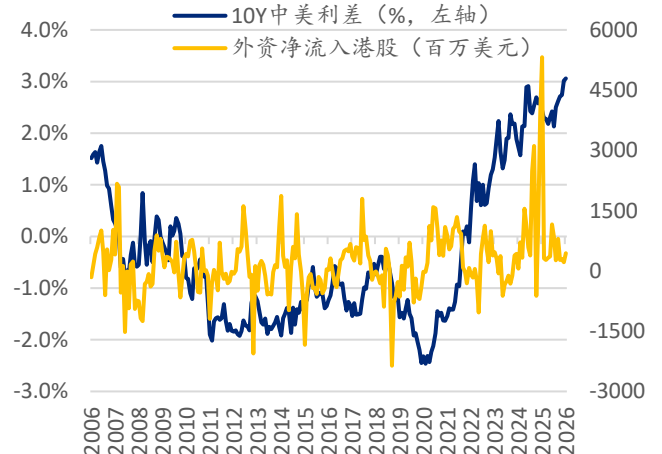
资金面上，按传统逻辑，中美利差走阔可能会引发外资流出港股市场。年初至今，中美利差由 2025 年底的 231 个基点进一步走阔至 306 个基点，为 2005 年 6 月以来的最高水平。根据 EPFR，今年前 8 个月外资持续净流入港股市场，累计净流入约 43 亿美元（图表 17）。中美利差扩大并未引发外资净流出，可能是由于港股估值仍具吸引力，承接了全球资金部分再平衡的需求，再加上全球及新兴市场主动型基金对港股的配置仍明显低于基准权重，回补空间较大。此外，南向资金加速净流入，对港股的定价权有所提升，增强了港股市场抵御外部扰动的能力。短期来看，美债利率快速上行可能降低港股的资金吸引力，但未必会引发外资大幅净流出港股市场。

图表 16：近期长端利率快速上行，使得香港市场风险溢价明显回落



注：数据截至 2026 年 9 月 14 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 17：年初至今，尽管中美利差扩大，外资仍持续净流入港股市场



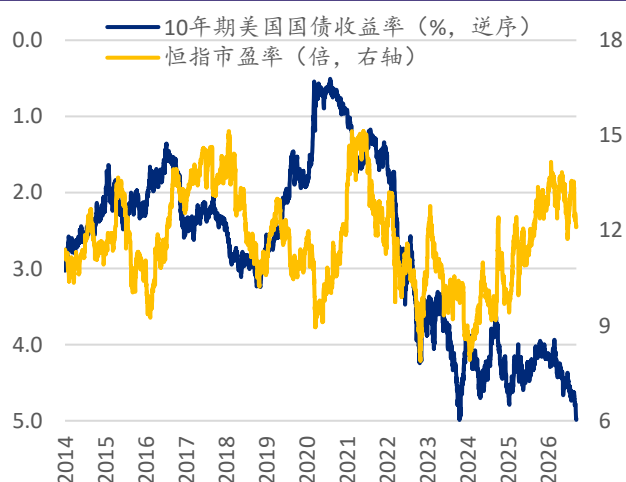
注：数据截至 2026 年 8 月 31 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

美债收益率与港股估值在长期趋势上呈负相关，但在短期变动上几乎无关。根据回测，2022 年至今恒生科技指数的前瞻市盈率与十年期美债收益率（水平值）的相关系数为-0.59（图表 18），恒生指数为-0.21，而沪深 300 指数仅为-0.04。美债收益率代表无风险利率，无风险利率上行会推高贴现率，尤其压制成长股估值，因此恒生科技指数与十年期美债收益率之间的负相关性明显强于恒生指数。2022 年以来美债收益率总体上行，港股估值中枢总体下移，两者在长期趋势上呈现同步反向变化。然而，两者变动值的相关系数仅为 0.04 和-0.04，接近零。剔除长期趋势后，美债收益率与港股前瞻市盈率的短期变化之间没有稳定的线性同步关系，这说明美债收益率的短期波动只是其中一个变量，港股估值更受到国内政策预期、企业盈利预期、资金流向、地缘风险、市场情绪等因素的影响。

港股估值虽较上半年明显修复，相对于全球其他市场仍然偏低。截至 9 月 14 日，恒生指数的前瞻市盈率升至 10.4 倍，位于其过去五年均值正 0.6 倍标准差附近（图表 19），仍低于美股标普 500 指数的 19.1 倍和 MSCI 全球指数的 16.3 倍。港股作为离岸市场对美债利率和美元流动性高度敏感，近期美债长端利率异常上行，将抬升贴现率，压制港股风险偏好。短期来看，如果美债收益率持续趋势性上行，并且伴随美元走强，具成长属性的恒生科技指数会比恒生指数更敏感。中长期来看，如果美债收益率见顶回落，港股盈利增速回升，资金面改善，市场风险偏好得到提振，估值有望再度扩张。

即便美国进入加息周期，港股仍可采用 C.A.S.T.框架杠杆策略，在攻守平衡中捕捉结构性机会。**成长端：**AI 仍是中期主线，AI 硬件端聚焦超跌和景气确定性较高的细分赛道，并将成长端布局从 AI 基础设施向云计算与大模型、及创新药出海两大主线扩展。**防御端：**聚焦央国企红利资产和稳定现金流标的，除银行、能源、公用事业等传统红利板块外，估值偏低、股息率较高的消费板块亦值得关注。

图表 18：恒生指数前瞻市盈率 vs 10Y 美债收益率



注：数据截至 2026 年 9 月 14 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 19：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至 2026 年 9 月 14 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

