研究报告

美联储加息对香港金融和地产市场影响：规律与前瞻

阅读摘要

跨境资金流动：回顾 2004 年至今的三轮美联储加息周期，跨境资金流动有三个突出特点，一是加息周期并非单边利空港股与南下资金，2022-2023 年激进加息叠加政策风险，港股估值下跌，港股通资金流入承压。二是同一轮加息周期内部存在阶段分化，渐进式加息初期，南下资金仍倾向增配港股，加息后半段、美元流动性收紧约束逐渐显现拖累港股估值，港股通资金净流入出现收缩。三是美联储低利率或降息阶段减轻港股估值压力，利好内地资金增配港股。

股市：回顾 1994 年至今美联储 6 轮加息，港股表现有以下几个特征：一是多数情况下港股“抢跌”，恒指从阶段高点回落领先于首次加息落地约 1-3 个月；二是即时负向冲击不大，首次加息落地当日恒指表现温和、5 日走升概率高、30 日波幅较大；三是加息期内走升概率较大。往后看，估值底、资金底支持下不具备持续大幅下行基础，内地积极政策成效和企业财报表现是短期影响港股上行路径的关键因素。

债市：回顾 2015 年以来的情况，美联储加息对中资美元债的发行融资积极性无显著影响，内地经济景气状况、行业和外汇监管、以及行业信用利差等因素影响更大；二级市场方面，美债利率走势与中资美元债投资级指数关联度更高，高收益级指数与信用利差关系更为密切，但美联储加息亦通过流动性及市场风险偏好等机制影响市场整体走势。

楼市：回顾 1997 年以来美联储历次加息，一是成交量对利率上行反应相对敏感，利率抬升扩大买卖双方预期分歧，市场活跃度率先回落。二是楼价对利率上行冲击反应较钝化，加息未必引起楼价急跌，较高的交易成本与物业自住属性，令业主在利率抬升初期惜售，形成价格黏性。整体而言，利率仅为香港楼市的边际影响因素，与香港楼价并不必然负相关。2025 年以来香港住宅市场趋势复苏，商业地产市场回暖节奏偏缓。往后看，在美联储不具备持续加息基础的基准情形下，利率因素对香港楼市整体扰动或有限。

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行（亚洲）
东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳
杨妍 李美婷

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。
本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

正文：

一、跨境资金流动影响：美联储加息一般情况下利多中国股市、利空中国债市，非影响南向资金配置行为的主因

1.国际资金流动方面，观察2004年至今美联储经历三轮加息周期（2004年6月-2006年6月、2015年12月-2018年12月、2022年3月-2023年7月）、三轮降息周期（2007年8月-2008年11月、2019年7月-2020年2月、2024年8月-2025年11月），以及两端零利率平台期（2008年12月-2015年10月、2020年3月-2022年1月）。对比发现，

加息周期中，美国股市平均月度净流出28.5亿美元，欧洲股市平均净流出15.8亿美元，而中国内地及香港股市，加息期间平均月度净流入24.4亿美元，3轮加息中有2轮为正；而债市则相反，**加息周期中美国债市月均净流入达到47.5亿美元，**而中国债市则为月均净流出8.1亿美元。

与之不同的是，**降息周期中，**中国股市资金净流入规模甚至超过美股，但债市方面，美国债市吸引了最多资金流入。**零利率平台期，**整体资金最为充裕，股市获得普遍的净买入（见图表6-8）。

2.两地跨境资金方面，回顾美联储过往几次加息周期内港股通资金流入表现[1]，具有以下几个特征，即：

一是加息并非单边利空港股与南下资金，加息幅度、加息斜率影响市场压力强弱。2022-2023年累计525BP的激进

[1] 因沪港通于2014年11月启动，深港通于2016年12月落地，因此本段仅分析2015.12-2018.12、2022.3-2023.7两轮加息周期。

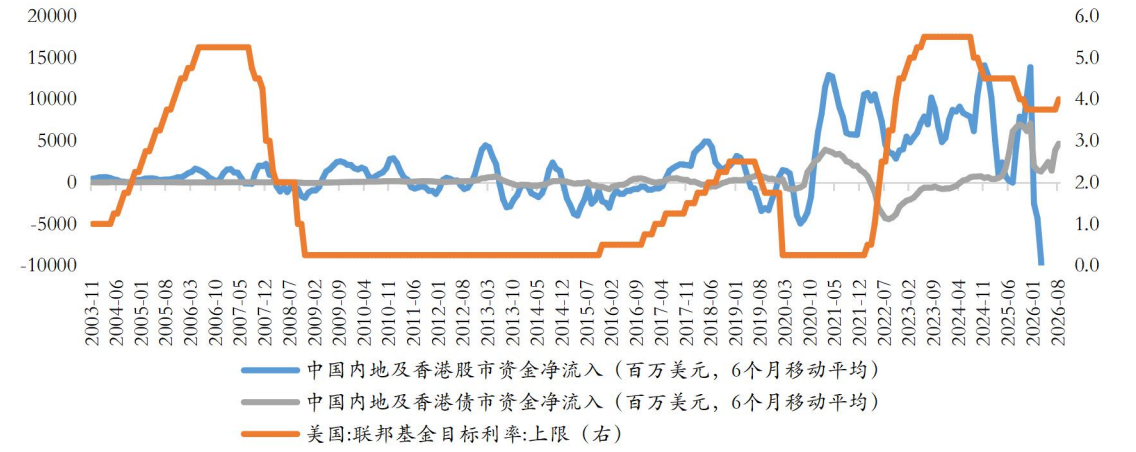
快速加息明显收紧市场流动性，叠加当时中国内地地产、互联网市场预期阶段偏弱，港股估值下跌，港股通资金流入明显承压。

二是同一轮加息周期内部存在阶段分化。渐进式加息（2015.12-2018.12）初期，南下资金仍倾向增配港股；进入加息后半段、利率持续累积抬升，美元流动性收紧约束逐渐显现、拖累港股估值，港股通净流入出现收缩。

与之不同的是，美联储低利率或降息阶段，港股通资金流入效应更为显著。低利率环境下美元流动性宽松，减轻港股估值压力，利好内地资金增配港股。

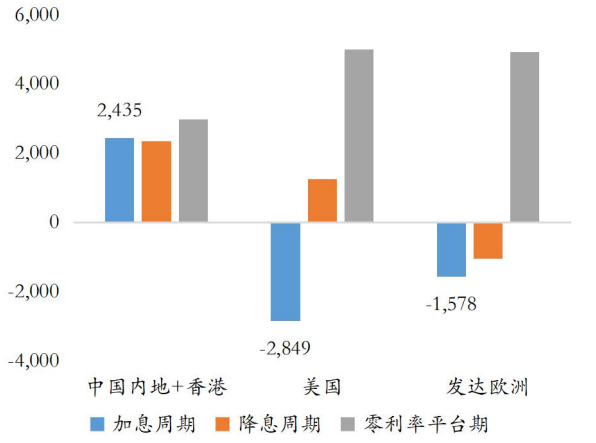
但整体而言，**港股通资金流向由多重因素共同决定，**除美元流动性外，还受 AH 溢价、中国内地与香港经济基本面、产业政策等因素共同影响（见图表 1-4）。

图表 1：美联储基准利率与中国股、债市资金净流入情况



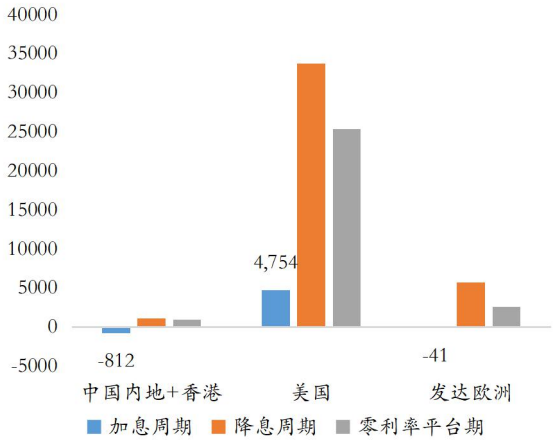
数据来源：WIND、EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 2：2004 年以来三轮加息、降息及平台期内三大经济体股市资金净流入月均值（百万美元）



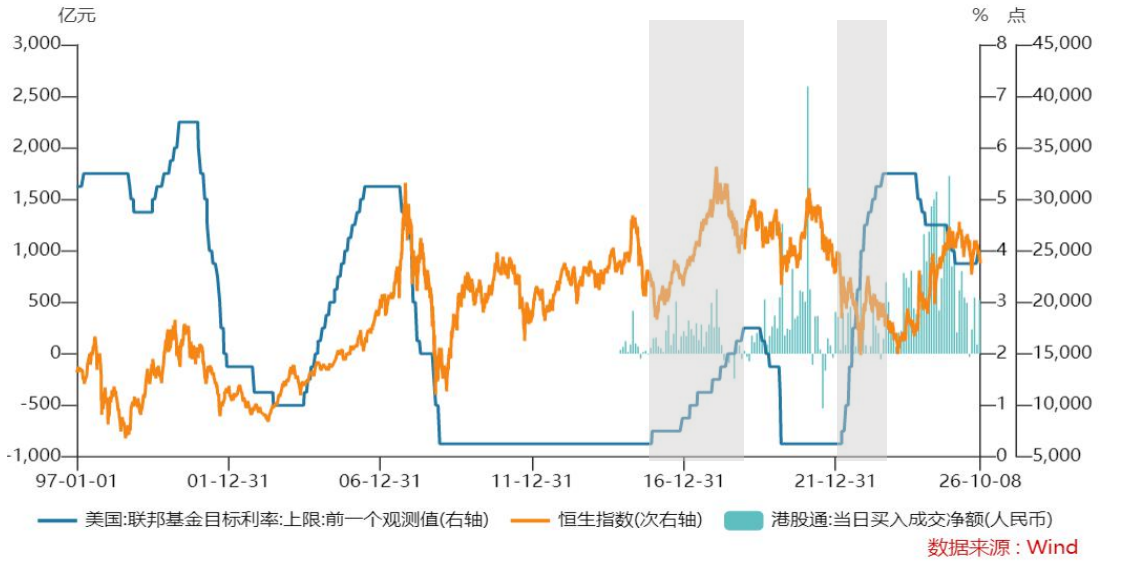
数据来源：EPFR，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：2004 年以来三轮加息、降息及平台期内三大经济体债市资金净流入月均值（百万美元）



数据来源：EPFR，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：美联储加息周期内港股通资金流入趋势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

二、香港市场交投影响：港股具有“抢跌”和“先跌后涨”特点，对债市和楼市的交投总体影响有限

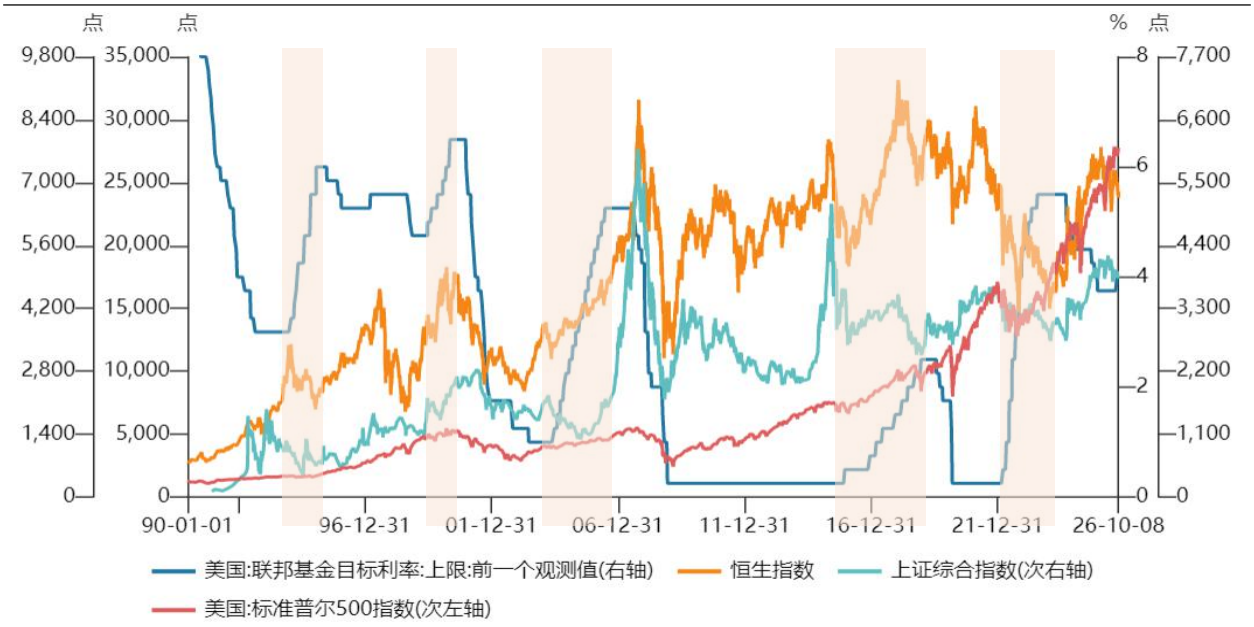
（一）股市：美联储加息背景下，港股具有“抢跌”和“先跌后涨”特点；2018 年后内地增长和政策因素对港股走

势影响更大

美联储加息会通过带动香港金管局跟随上调基准利率，以及市场风险情绪、国际资金流动等渠道影响港股走势。但分析发现，**港股市场自 2018 年后与 A 股联动性明显提高，因而港股走势受美联储加息政策影响的同时，中国内地和香港政策、中国经济基本面、两地互联互通机制等因素影响或更为显著。**

回顾 1994 年至今美联储 6 轮加息，我们观察到港股呈现以下特征：一是，多数情况下加息正式落地前港股出现“抢跑”，恒指从阶段高点（按距离首次加息最近的高点计算）回落领先于首次加息落地约 1-3 个月，2004 年和 2022 年两轮加息前跌幅较为明显，其他几轮加息周期前的跌幅相对可控。**二是，即时影响偏温和，**首次加息落地当日港股、美股、A 股的波动幅度相对温和，恒指多数情况下收升（6 轮加息仅 1 轮走跌），2022 年加息落地当日，三个观察股指均收升、恒指劲升 7.0%；首次加息落地 5 日，恒指和上证指数走升的概率仍较高（6 轮加息中仅 2 轮走跌）；首次加息落地 30 日，股指波幅明显加大，1994 年加息后，亚洲金融危机风险升温，恒指跌 18.4%，2015 年加息后，港股受内地股市影响跌幅也较大。**三是，整个加息期内港股走升的概率较大**（6 轮加息中仅 2 轮走跌），A 股与港股情况类似（见图表 5-6）。

图表 5：美联储基准利率与港股、美股、A 股主要股指走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：美联储加息周期港股表现及与美股、A 股的对比

加息开始	加息结束	加息幅度(BP)	恒指从阶段高点回落时间	恒指阶段高点到首次加息跌幅	首次加息后恒指的波动			首次加息后标普500指数的波动			首次加息后上证指数指数的波动			整个加息期内各股指涨跌幅		
					当日	+5日	+30日	当日	+5日	+30日	当日	+5日	+30日	恒生指数	标普500	上证综指
1994.2.4	1995.2.1	300	1994.1.4	-0.4%	2.6%	-5.4%	-18.4%	-2.3%	0.6%	-1.1%	2.3%	-2.2%	-9.0%	-38.5%	0.1%	-33.1%
1997.3.25		25	1997.1.20	-7.5%	0.7%	-5.4%	7.8%	-0.2%	-5.2%	3.1%	0.5%	3.6%	14.0%	0.7%	-0.2%	0.5%
1999.6.30	2000.5.16	175	1999.5.5	-0.4%	-1.7%	3.4%	-7.2%	1.6%	3.2%	-3.9%	-2.9%	-9.8%	-9.0%	12.0%	6.8%	2.1%
2004.6.30	2006.6.29	425	2004.3.1	-11.7%	1.4%	0.0%	2.5%	0.4%	-2.4%	-6.4%	-0.7%	2.1%	-1.7%	29.1%	11.6%	19.5%
2015.12.17	2018.12.20	225	2015.10.19	-5.2%	0.8%	2.0%	-9.7%	-1.5%	-0.6%	-8.2%	1.8%	2.7%	-22.1%	17.2%	20.8%	-29.2%
2022.3.17	2023.7.27	525	2022.2.10	-13.7%	7.0%	9.3%	3.9%	1.2%	3.7%	-5.2%	1.4%	2.5%	-3.3%	-8.7%	2.9%	0.1%
2026.9.16	至今	25	2026.8.21	-5.0%	-0.4%	2.0%	-2.0%	-0.5%	2.4%	1.0%	-0.4%	2.0%	-3.8%			

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：2026 年数据截至 10 月 16 日。

往后看，9 月美联储加息落地后，市场对后续政策路径仍有分歧。短期看，在增长与就业暂未构成政策掣肘的背景下，外生冲击对通胀回落路径的扰动，是影响美联储利率决策的最重要变量，10 月连续加息的可能性不高，但 12 月的政策决定仍存不确定性。美债利率在历史高位波动，拖累市场流动性和风险偏好，但在估值底、资金底共同提振下，港股下行空间有限，趋势上行路径仍需持续观察两地积极政策落地情况及重要板块龙头企业业绩表现，亦需关注地缘动态、

AI 创新对主要发达经济体央行政策及市场风险偏好的影响。

（二）债市（中资美元债）：美债利率对中资美元债一级市场发行影响较小，二级市场对投资级美元债走势影响较大，高收益级中资美元债走势更多与信用利差相关

1.一级市场：美债利率作为中资美元债的定价基准，其走势是中资企业融资成本的决定因素之一，中美利差也是决定美元债投融资相对优势的重要因素，但同时，中资美元债发行融资也受到宏观经济景气度、产业和外汇管理政策、行业信用利差等多因素影响。**回顾市场走势：**

（1）2010 年前中资美元债市场整体处于萌芽期，大型国企、央企是主要市场参与方，期间共发行 246 只债券，实际融资 596 亿美元。

（2）2014-2018 年间为爆发式增长期，从注册审批制转换为备案制改革背景下[2]，地产、城投、银行优先股（AT1）等债券类别发行大增，**2015-2018 年间美联储进入加息周期，中资美元债的发行融资积极性无显著影响，国内融资监管政策放宽背景下，该期间内中资美元债发行量和实际融资金额均持续增长。**

（3）2019 年-2023 年为监管调整期，围绕“房住不炒”和化解地方隐性债务风险的宏观审慎调控导向，监管政策收紧[3]，叠加局部信用风险事件突发，中资美元债发行大幅降温，

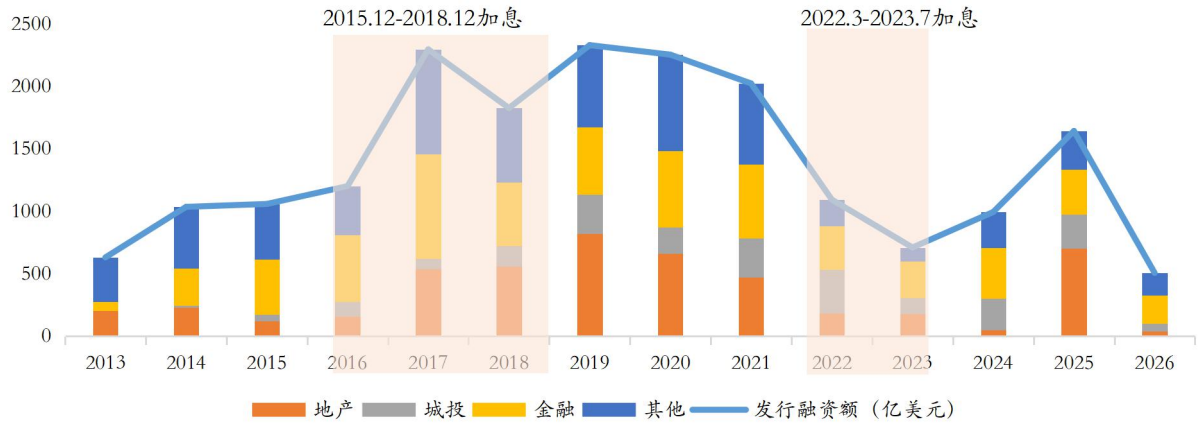
[2] 2015 年 9 月国家发改委发布《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（简称 2044 号文件），政策要点：1、取消企业发行外债的额度审核；2、实行备案登记制管理；3、每年年底前向发改委报送外债使用基本情况。2017 年 1 月，外汇管理局发布《关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》汇发[2017]9 号规定，允许内保外贷项下资金调回境内使用，进一步鼓励和便利企业跨境融资。

[3] 2019 年 6、7 月发改委先后发布的《关于地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》和《关于

2022-2023 年间美联储进入加息周期，融资成本抬升亦是拖累中资美元债融资积极性的因素之一。

（4）2023 年至今为市场修复期，中资美元债发行融资额逐渐回升，以金融债和其他类美元债等为主（见图表 7）。

图表 7：中资美元债发行融资额



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：2026 年数据截至 10 月 20 日

2. 二级市场：美债利率走势与中资美元债投资级指数直接关联，高收益级指数与信用利差关系更为密切，但美联储加息亦通过流动性及市场风险偏好等机制影响整体走势。回顾过往中资美元债二级市场走势：

2013 年 5 月，美联储首提削减购债规模，远超预期导致资本市场受挫，造成“缩减恐慌”，新兴市场“股债汇”集体受挫，中资美元债市场整体回撤，Market iBoxx 中资美元债指数最大跌幅 8.5%，投资级债券指数跌 8.2%，高收益级债指数跌 8.8%。

2015-2018 年，美联储开启加息，美债长端利率上行速

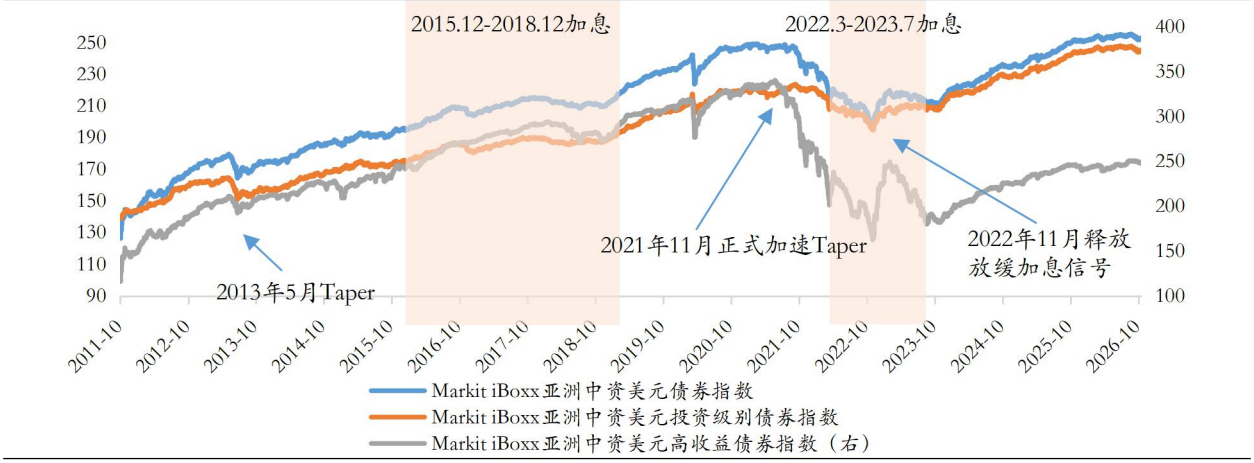
对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》中规定地方融资职能国企和房地产企业境外发债仅限于归还 1 年内到期的外债。

度较为平缓、国内基本面稳步向好、信用环境较为温和，中资美元债整体指数录得正回报（2015-2018 年平均：+3.4%）。

2021 年 8 月，Taper 预期发酵，中资美元债二级市场整体自 2021 年 9 月开启持续较长时间的下跌直至 2022 年 11 月，除了受美债利率走升、美元流动性收紧的影响，更重要的是局部地产、城投风险事件突发，市场风险偏好快速收紧的影响，市场波动性明显加大（见图表 8）。

往后看，基准情形下，当前美联储大概率不具备持续加息基础，中美利差倒挂幅度走阔至历史最大水平，中资美元债相较离岸人民币债券融资成本优势较弱，叠加美元指数受多重因素影响、波动较大，或一定程度上掣肘中资美元债发行积极性；二级市场，投资级债券指数受美债利率走势影响仍较大，短期美债利率料维持高位波动，指数估值端压力尚难实质性缓解，高收益级指数与国际资金风险偏好、内地地产市场景气修复节奏及监管政策等关联度更高。

图表 8：2011 年至今中资美元债指数走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）楼市：利率仅为香港楼市的边际影响因素，相对而言成交量对利率上行反应较为敏感

1.**历史走势回顾：**联系汇率制度下，香港利率水平跟随美联储货币政策变动。理论上，美元利率通过HIBOR传导至香港按揭利率，利率上行推升供楼成本、抑制购房需求，楼价则承压下行。但从历史经验来看，楼价对HIBOR敏感度有限（见图表10）：较高的交易成本与物业自住属性，令业主在利率抬升初期倾向于惜售而非降价，形成价格黏性。**回顾1997年回归以来的加息周期，加息对香港楼市影响呈现以下几个特征：**

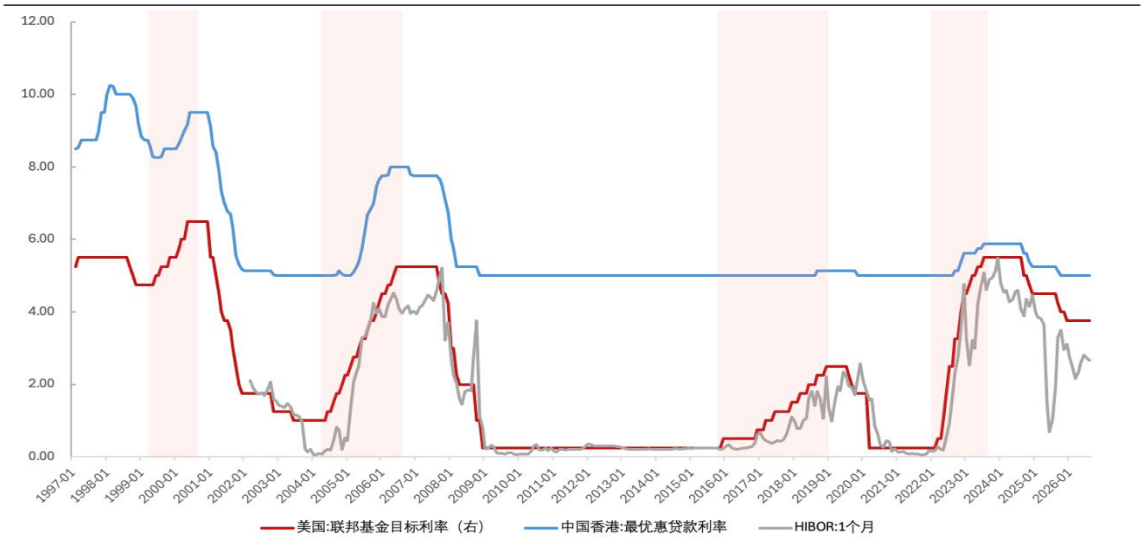
一是成交量对利率上行反应相对敏感且即时。加息启动初期，成交量在第0-3个月即显著收缩，2015—2018年加息周期降幅介于34%至67%，2022—2023年加息周期降幅介于34%至59%。利率抬升扩大买卖双方预期分歧，买家观望、卖家惜售，市场活跃度率先回落。

二是楼价存在明显下行黏性，对利率上行冲击反应较钝化，加息未必引起楼价急跌。不同于股票的高频交易与高流动性，房地产交易成本高、周期长，且兼具备实物自住属性，楼价对利率变化的响应相对钝化且滞后。加息初期业主倾向于惜售观望而非降价抛售，利率抬升首先影响交易意愿而非直接冲击价格本身。2004-2006年加息周期，受益于本地经济复苏、地产需求旺盛，住宅、商业地产售价仍持续上行。2022年加息初期，楼价降幅亦较为有限，但因本轮加息周期

较为激进，美联储累计加息 525bp，香港最优利率上调 87.5bp，高利率叠加本地经济承压，住宅、商业地产售价累计跌幅介于 8%-10%。

整体而言，利率仅为香港楼市的边际影响因素，与香港楼价并不必然负相关。长周期视角看，香港楼价受人口预期、经济前景、土地供给、政策税制、宏观资金等多重变量影响（见图表 9-14）。例如，2001—2003 年（互联网泡沫破裂、通缩与非典型性肺炎冲击）与 2019—2020 年（地缘局势、人口流动叠加疫情）两轮降息周期中，楼价总体震荡下行。当香港基本面回暖、资金充裕时，加息不一定带来楼价下跌。

图表 9：1997 年回归以来美联储加息周期中 HIBOR 和香港最优惠利率走势



数据来源：WIND、香港差饷物业估价署、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

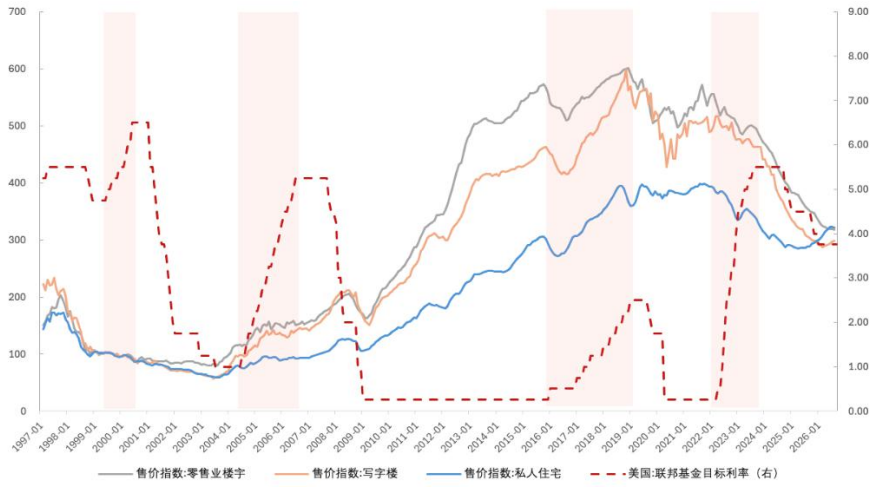
图表 10-11：1997 年回归以来美联储加息周期中香港住宅、商业地产售价指数变动

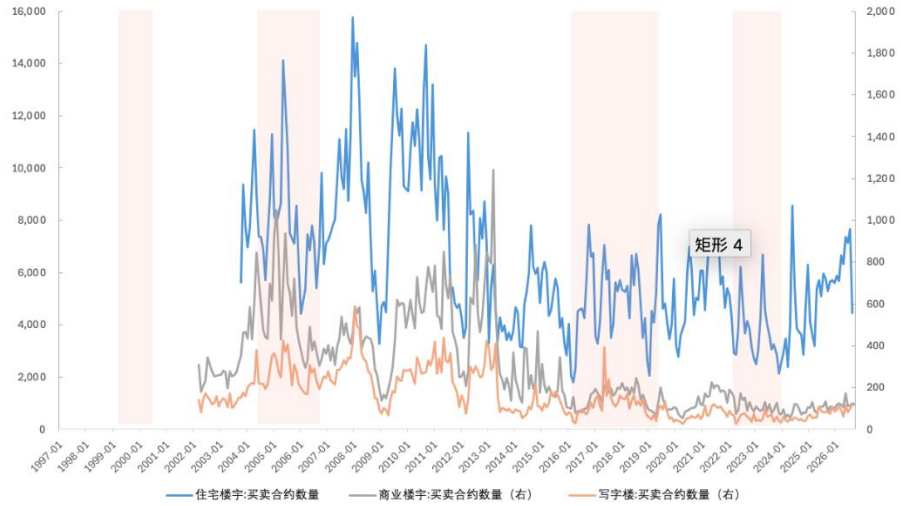
美联储加息周期	美联储累计加息幅度	香港银行最优惠利率增幅	住宅售价指数变动	写字楼售价指数变动	零售业楼宇售价指数变动
1999.6-2000.5	175BP	125BP	-12.20%	-11.90%	-7.85%
2004.6-2006.6	425BP	300BP	19.10%	43.83%	29.15%
2015.12-2018.12	225BP	12.5BP	26.70%	24.62%	6.19%
2022.3-2023.7	525BP	87.5BP	-10.30%	-10.48%	-8.15%

政策周期	区间	指标	美联储政策利率调整后第N个月住宅楼宇量价同比变化(%)											
			0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
降息	1998年9月-1998年11月	交易价	-42	-45	-38	-33	-28	-25	-27	-24	-19	-9	-6	-4
		交易量	-61	-44	0	124	26	71	-23	-10	26	-14	26	-8
	2001年1月-2003年6月	交易价	-17	-18	-14	-12	-11	-6	-7	-10	-12	-15	-12	-10
		交易量	-33	-16	44	-15	21	53	-7	-25	-13	-32	45	62
	2007年9月-2008年12月	交易价	13	17	22	26	29	30	29	26	26	25	21	18
		交易量	-8	75	116	88	99	60	18	-3	-25	1	-21	-55
	2019年8月-2020年3月	交易价	-2	-2	0	5	6	5	2	0	-4	-3	-2	-2
		交易量	-19	-10	-7	20	34	39	-8	-28	-50	-32	41	17
	2024年9月-2025年9月	交易价	-13	-10	-8	-7	-7	-6	-8	-7	-6	-5	-3	-1
		交易量	3	111	135	50	16	40	41	-29	-13	42	39	36
加息	1999年6月-2000年5月	交易价	-9	-6	-4	-1	0	-6	-9	-6	-4	-6	-8	-12
		交易量	-14	26	-8	3	30	64	57	29	32	24	-7	51
	2004年6月-2006年6月	交易价	26	28	32	33	33	29	27	23	22	21	20	23
		交易量	58	10	-10	34	0	49	25	7	-10	-23	56	66
	2015年12月-2018年12月	交易价	2	-2	-6	-7	-8	-8	-8	-7	-6	-3	1	5
		交易量	-34	-66	-67	-47	-1	-9	-19	-23	47	80	94	124
	2022年3月-2023年7月	交易价	-2	-2	-2	-3	-5	-7	-9	-12	-14	-15	-13	-10
		交易量	-59	-47	-11	-34	-53	-30	-35	-32	-47	-45	-17	62

数据来源：WIND、香港差饷物业估价署、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

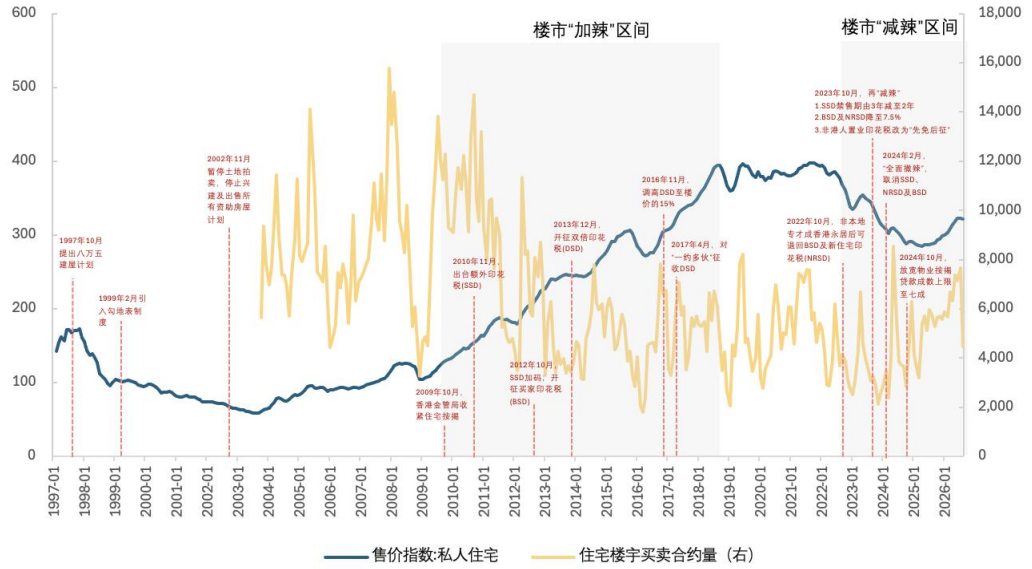
图表 12-13：1997 年回归以来美联储加息周期中香港住宅、商业地产售价指数、交投走势





数据来源：WIND、香港差饷物业估价署、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

图表 14：1997 年回归以来香港楼市政策调整情况与楼价、住宅楼宇成交量走势



数据来源：WIND、香港差饷物业估价署、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

2. 近年交投动态：2025 年 3 月以来，香港住宅市场整体持续复苏，商业地产售价仍有所承压。

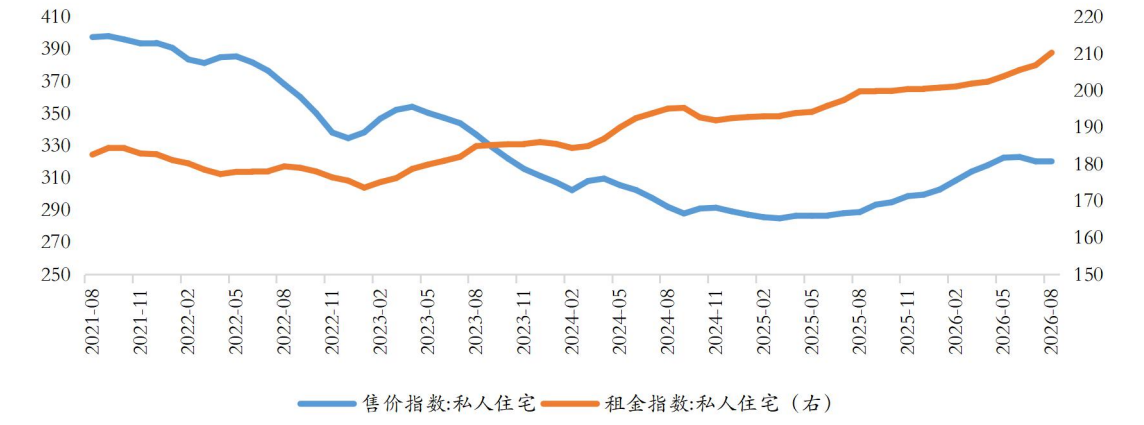
住宅市场，政策利好、利率趋势下行、住宅库存降至历史一般水平、以租代买需求释放等因素，有助于增强入市信心，夯实楼价上行动能。2025 年 3 月（284.9 点）至 2026 年 6 月（323 点）私人住宅售价指数连续 13 个月保持升势[4]，累计涨 13.7%。7 月起楼价自阶段高位波动回调（7 月、8 月环比：-0.8%、+0.1%）；最新楼价指数较 2021 年 9 月（398.1）历史高位仍有约 19.5%的差距。交投方面，2025 年 12 月至 2026 年 6 月住宅楼宇买卖合约量、额曾连续 7 个月录得同比增长，自 7 月起交投小幅降温，同比连续 3 个月转为负增长，但 9 月环比增速有所回升。股市财富效应有所减弱、发展商推盘节奏放缓、美联储加息预期等因素，小幅影响楼市复苏

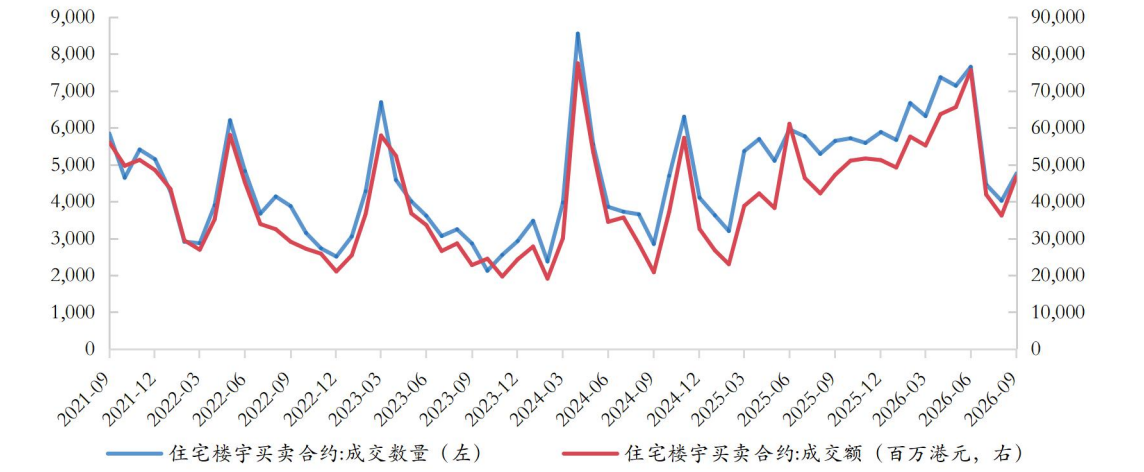
[4] 2025 年 5 月录得环比持平。

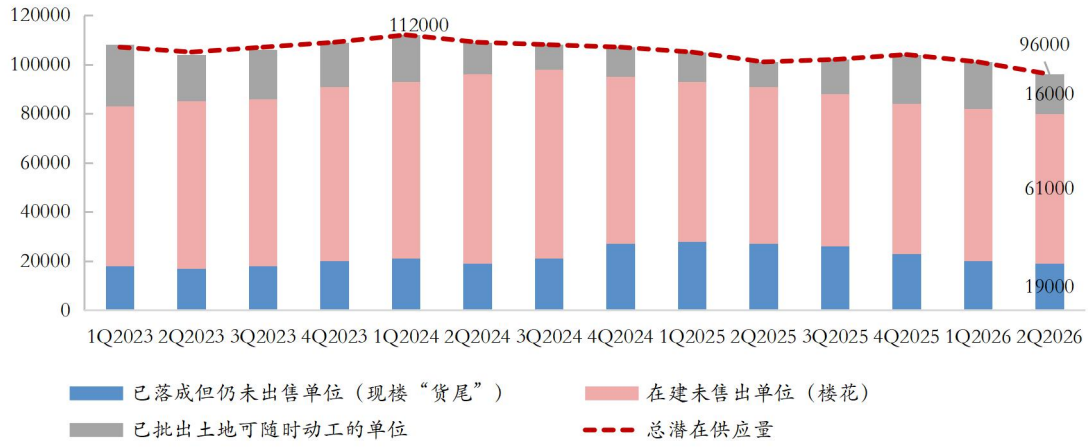
节奏（见图表 15-17）。

商业地产方面，2025 年以来市场呈现“成交回暖、价格承压”的分化格局，写字楼租售价格回暖节奏强于商业楼宇。交投方面，2026 年前 8 个月写字楼买卖成交“量升价跌（+25.2%、-9%）”，反映出大额交易仍较稀缺；商业楼宇成交量额同比分别：+20.9%、+7.5%。租售价格方面，写字楼复苏节奏相对稳健，商业楼宇仍较疲弱，8 月香港零售业楼宇/写字楼/工厂大厦租金指数分别环比持平/+0.05%/持平，同比-2.9%/-0.1%/-0.9%，写字楼租金已连续 5 个月环比上涨，同比亦接近回正（见图表 18-20）。

图表 15-17：近年私人住宅售价指数、租金指数走势；住宅楼宇成交量、额走势；未来 3-4 年一手住宅潜在供应量

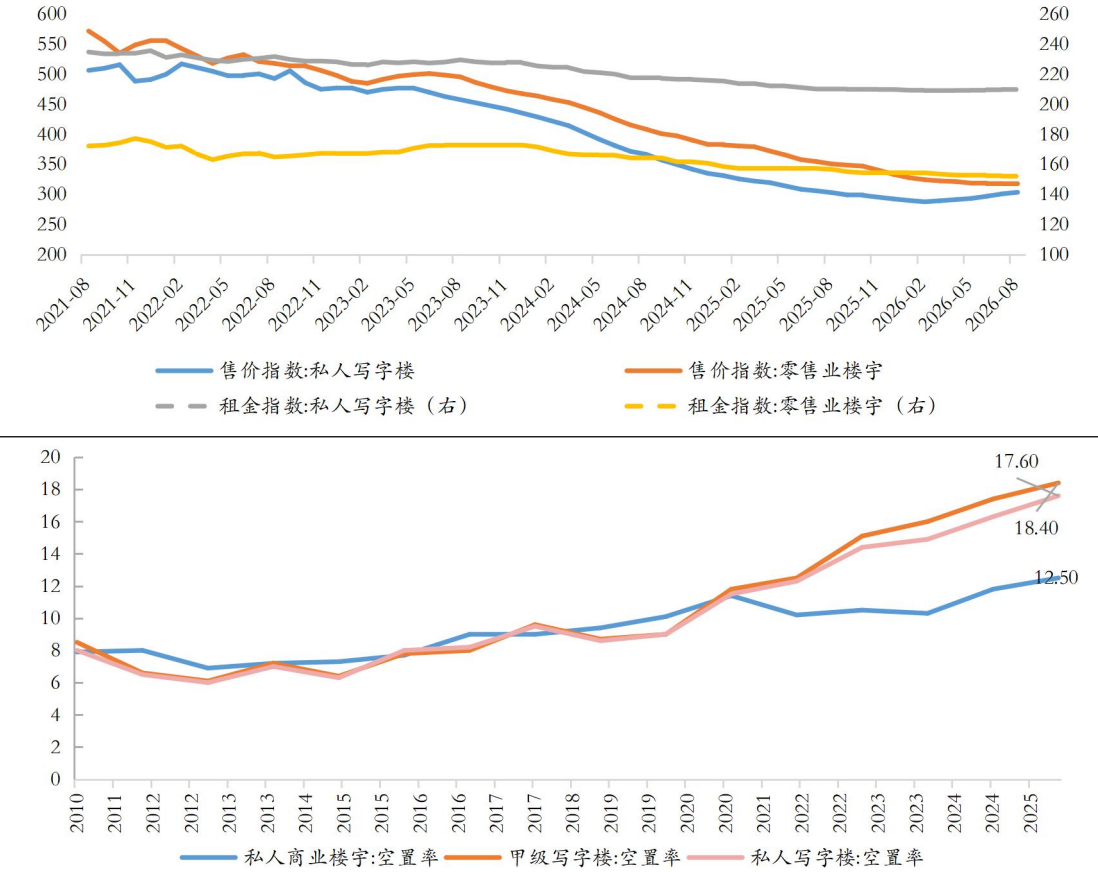


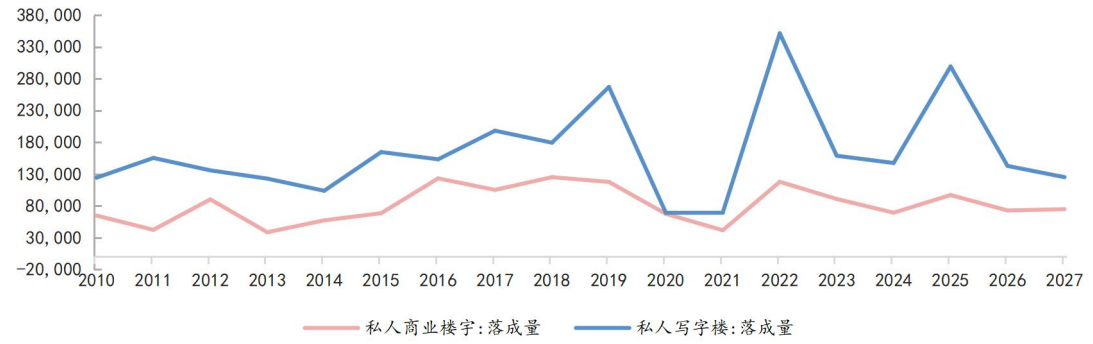




数据来源：WIND、香港差饷物业估价署、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理（2026-2027年落成量为预测值，来源《香港物业报告 2026》）

图表 18-20：近年商业地产租售指数走势，空置率水平及未来 3-4 年潜在供应量





数据来源：WIND、香港差饷物业估价署、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理（2026-2027年落成量为预测值，来源《香港物业报告 2026》）

往后看，在美联储难以持续加息背景下，其政策变动对香港楼市整体扰动或有限。住宅市场价格上涨动能集中于上半年释放；美联储若仅短暂加息，小幅抬升按揭成本、带来短期观望情绪，扰动偏有限，下半年市场进入窄幅震荡，2026年全年楼价仍有望录得7%-10%涨幅，成交回升至近年高位。**中长期看，**人口老龄化、港人北上置业约束楼价大幅上行空间；但人才资金流入、刚需及积极政策仍是支持因素，。持续需关注美联储加息连续性、地缘局势变化、金融市场波动带来的短期扰动。**商业地产市场**预计延续交投温和回暖、结构性分化格局。**短期**空置率偏高、新增供应充足，叠加办公及消费模式转型，市场修复仍存约束。美联储若仅短暂加息，短期提升市场观望情绪，冲击相对有限，不改整体修复趋势。金融及专业服务业扩张支撑核心区写字楼租赁需求，市场延续优质物业、核心地段占优的结构性特征。**中期看**，香港特区政府启动城中学舍计划、暂停推售一般商业用地以及港投公司拟引入长期资本盘活存量项目等政策举措，将从存量盘

活、供给管控、资金引入多维度为商业地产市场提供支持。伴随后续落成规模回落，供给端压力有望得到逐步缓释。