

沃什要做格林斯潘

港股策略周观察

证券研究报告

2026 年 05 月 25 日

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524030001
wukaida@tfzq.com

苏璟宇 联系人
sujingyu@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略: A 股策略周报-美伊谈判进入关键窗口》 2026-05-24
- 2 《投资策略: 5 月新高, 谁在买? - 微观流动性跟踪 (2026.05.04-2026.05.17)》 2026-05-24
- 3 《投资策略: 投资策略-五张图看 26Q1 行业格局定位》 2026-05-20

一、核心内容

本周 (2026 年 5 月 18 日至 2026 年 5 月 22 日) 全球石油市场面临严重供应紧张, 伊朗战争与霍尔木兹海峡运输受限加剧能源风险。国际能源署 (IEA) 署长法提赫·比罗尔指出, 随着全球原油库存持续下降以及夏季出行旺季推动需求回升, 石油市场可能很快进入“危险区”。国际油价继续维持高位震荡, 或反映在中东地缘局势扰动及全球能源供应不确定性背景下, 市场风险溢价仍维持在相对高位。截至 2026 年 5 月 22 日, 布伦特原油与 WTI 原油期货结算价分别为 103.54 美元/桶与 96.60 美元/桶, 本周分别下跌约 5.24% 与 8.37%; 布伦特-WTI 现货价差维持在约 10.91 美元/桶, 期货价差在 6.2 美元/桶附近震荡。从结构看, 我们认为布伦特与 WTI 价差的扩大, 或主要受中东地区供应紧张及运输风险重估的推动。

全球债券市场因通胀加剧与伊朗战争而出现显著抛售, 短中长期利率均显著上行。自 2 月底伊朗战争爆发以来, 通胀上升预期与能源价格飙升引发全球债券抛售潮, 美国国债收益率尤其显著上行。基准 10 年期美国国债收益率较战争前累计上涨约 70 个基点, 5 月 19 日为 4.67%, 为 2025 年 2 月以来最高水平。市场认为, 通胀可能持续, 并受第二轮及第三轮效应影响, 债券收益率有进一步上行压力。这将迫使企业将成本上行压力转嫁至消费者, 并对工资增长和通胀预期形成二次传导。

当地时间 5 月 22 日, 凯文·沃什在华盛顿宣誓就任美国联邦储备委员会主席, 美国总统特朗普在白宫为其举行就职仪式, 并强调希望沃什保持“完全独立”。沃什在讲话中表示, 将领导一个“以改革为导向”的美联储, 强调履行控制通胀与实现充分就业的职责, 并将“维持价格稳定和实现最大就业”作为核心使命。此次仪式并未按照惯例在美联储总部举行, 而是改在白宫一一上一次还是格林斯潘的就职仪式。沃什表示, “我打算像格林斯潘那样, 以充沛的精力和明确的目标履行主席职责。”

4 月美联储会议纪要显示, 委员会内部政策分歧明显, 但鹰派立场进一步增强。会议显示, 一派官员对伊朗战争引发的能源价格高位及商品成本上行保持谨慎, 另一派则仍倾向降低借贷成本。路透社调查显示, 市场对美联储年内降息预期明显降温, 部分经济学家预计美联储今年将避免降息, 另有不到一半的经济学家认为利率会下降。截至 2026 年 5 月 22 日, 两年期国债收益率已升至 4.13%, 略高于联邦基金目标利率 3.75%, 美国两年期国债收益率作为债券市场投资者对美联储利率政策预期的指标, 或反映投资者正调整仓位, 预计美联储将在未来数月可能加息。

二、海外市场概述

本周全球权益市场整体维持偏强表现, 欧美主要市场普遍上涨, 而港股及港股科技板块相对承压。从主要市场表现看, 标普 500 指数上涨 0.88%, 道琼斯工业平均指数上涨 2.13%, 纳斯达克指数上涨 0.45%。欧洲市场整体表现较强, 德国 DAX 指数上涨 3.92%, 英国富时 100 指数上涨 2.66%, 法国 CAC40 指数上涨 2.05%。亚洲市场方面, 日本市场延续相对强势, 日经 225 指数上涨 3.14%。相比之下, 港股市场整体表现偏弱, 恒生指数下跌 1.37%, 恒生科技指数下跌 1.45%, 明显跑输全球主要市场

本周港股市场流动性表现活跃, 总成交金额达到 14,074.7 亿港元, 日均成交 2,814.7 亿港元, 较上周有所下滑。在南向资金方面, 本周整体净流出约 135.01 亿港元。

本周恒生 AH 股溢价整体保持平稳, 波动幅度有限。2026 年 5 月 15 日至 5 月 22 日, AH 股溢价区间在 118.14 至 119.47 之间, 溢价的相对稳定表明 A 股与 H 股之间的价格差距未出现明显扩张或收窄, 市场结构性套利压力有限。
风险提示: 1) 海外流动性改善不及预期; 2) 地缘冲突升级及能源供应扰动; 3) 汇率波动加剧风险

内容目录

1. 国际观察：沃什要做格林斯潘.....	4
1.1. 大类资产周度复盘：油价高位维持与能源风险传导	4
1.2. 沃什要做格林斯潘，美联储加息预期升温	7
2. 全球主要指数表现	10
3. 港股流动性.....	11
3.1. 港股行业表现	12
4. 估值、盈利与风险溢价	14
5. 港股策略与配置建议.....	16
6. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：全球原油与成品油运输指数（BDTI & BCTI）走势	4
图 2：布伦特原油与 WTI 原油现货价格走势	5
图 3：布伦特原油与 WTI 原油期货价格走势	5
图 4：布伦特原油期货价格与美元指数走势	5
图 5：布伦特原油期货价格与美元指数滚动相关性	5
图 6：美债收益率曲线走势图	6
图 7：波动率指数（VIX）走势	6
图 8：VIX-实现波动率走势	6
图 9：黄金价格与美国 10 年期实际利率走势	7
图 10：全球黄金 ETF 规模（周度）	7
图 11：COMEX 黄金与 COMEX 白银期货收盘价	7
图 12：伦敦金现与伦敦银现走势	7
图 13：美国 CPI 与核心 CPI 同比走势（%）	8
图 14：美国 CPI 食品与 CPI 能源同比走势（%）	8
图 15：美国 CPI 环比（季调）与同比走势（%）	8
图 16：美国 PPI 同比走势（%）	8
图 17：美联储政策制定者鹰派/鸽派分布图	9
图 18：联邦基金目标利率与短期利率市场预期对比（%）	9
图 19：美国 30 年期国债收益率走势（%）	9
图 20：FedWatch 隐含美联储利率路径概率	10
图 21：全球主要指数涨跌幅（%）	10
图 22：港交所：市场总成交额	11
图 23：南向资金累计成交额（亿港元）	11
图 24：本周南向资金买入金额前十个股	11
图 25：南向资金净流入前十大个股持股结构	12
图 26：本周港股一级行业涨跌幅（%）	13

图 27：港股一级行业 PE 绝对值与分位数	14
图 28：港股一级行业 PB 与分位数	14
图 29：恒生 AH 股溢价指数	14
图 30：恒生指数与风险溢价（ERP,10Y 美债口径）	15
图 31：恒生指数与风险溢价（ERP,10Y 中债口径）	15
图 32：恒生指数相对历史均值与标准差区间位置	15
图 33：恒生指数与中美 10 年期利率及风险溢价走势对比	15
图 34：美国国债收益率及期限利差（2Y/10Y，%）	16
图 35：中国香港银行同业拆借利率（HIBOR）期限结构（%）	16

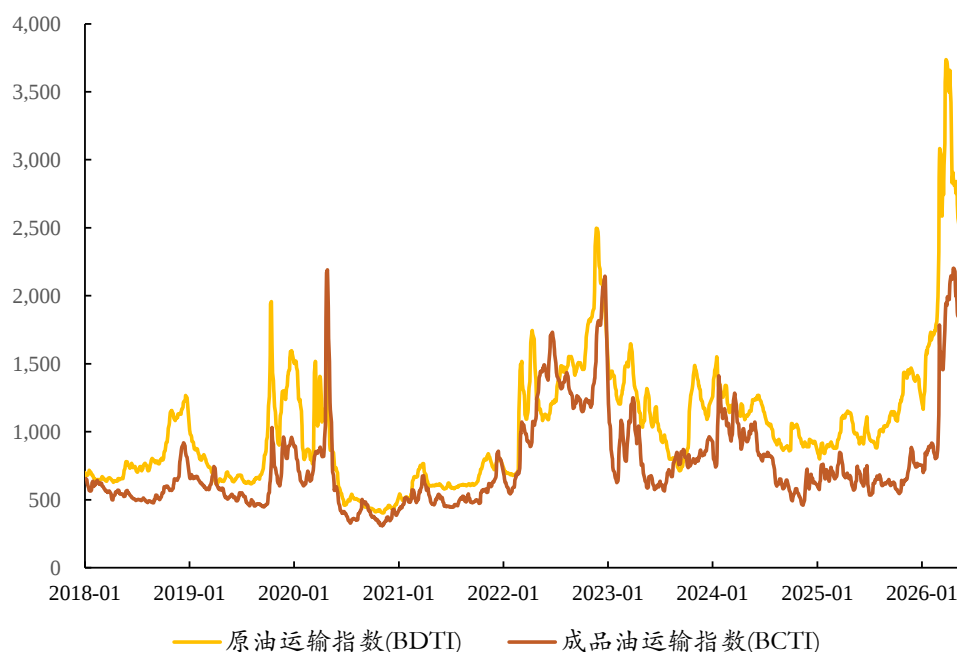
1. 国际观察：沃什要做格林斯潘

1.1. 大类资产周度复盘：油价高位维持与能源风险传导

本周（2026年5月18日至2026年5月22日）全球石油市场面临严重供应紧张，伊朗战争与霍尔木兹海峡运输受限加剧能源风险。国际能源署（IEA）署长法提赫·比罗尔指出，随着全球原油库存持续下降以及夏季出行旺季推动需求回升，石油市场可能很快进入“危险区”。自2月底美伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡运输流量严重受限，而该通道原油与液化天然气（LNG）运输量约占全球总供应量五分之一。如果海峡无法恢复通航，同时中东新增供应未能上线，全球库存持续消耗叠加需求增长，市场可能在7至8月进入极度紧张状态。IEA此前曾协调释放4亿桶战略石油储备以缓解冲击，但比罗尔警告，供应恢复至战前水平仍需较长时间。

全球能源运输在2026年年初至5月期间经历明显波动，原油与成品油运输活跃度和风险溢价先升后降，反映市场对供应紧张与地缘风险的重新定价。自2026年年初以来，原油运输指数（BDTI）和成品油运输指数（BCTI）先经历一段明显上升期，反映原油及成品油运输需求回升以及运输风险溢价上行；随后在3月底至5月中旬呈现持续回落趋势，截至5月21日，BDTI降至2,215点，BCTI降至1,674点，显示在全球能源供应紧张及中东地缘风险的背景下，运输活动虽保持高位，但运输成本及风险溢价出现阶段性回落。

图 1：全球原油与成品油运输指数（BDTI & BCTI）走势



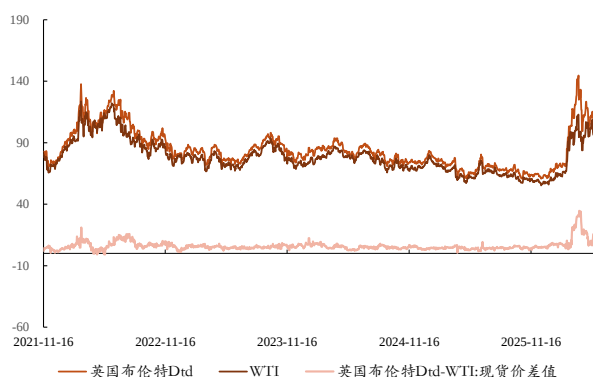
资料来源：Wind，天风证券研究所

国际油价继续维持高位震荡，或反映在中东地缘局势扰动及全球能源供应不确定性背景下，市场风险溢价仍维持在相对高位。截至2026年5月22日，布伦特原油与WTI原油期货结算价分别为103.54美元/桶与96.60美元/桶，本周分别下跌约5.24%与8.37%，显示在中东局势持续扰动及全球能源供给不确定性背景下，市场风险溢价依然维持在相对高位。同时，布伦特-WTI现货价差维持在约10.91美元/桶，期货价差在6.2美元/桶附近震荡，或反映区域供需分化、运输条件及溢价预期仍在影响全球油价结构，短期内现货价差与期货价差走势呈现一定同步性。

从结构看，我们认为布伦特与WTI价差的扩大，或主要受中东地区供应紧张及运输风险重估的推动。随着霍尔木兹海峡运输流量受限，全球原油供应压力加剧，布伦特原油溢价再次扩大，反映出欧洲及亚洲主要消费市场的进口需求和运输条件差异。期货价差的维持在正区间，或显示市场对未来油价可能继续高位运行的预期仍然存在，并体现了投资者对区

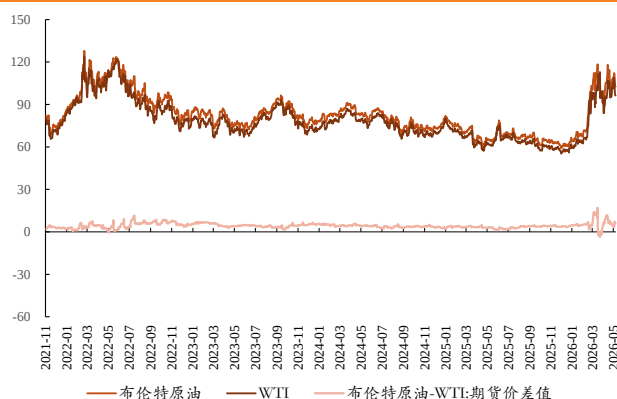
域性供需冲击的前瞻性定价。

图 2：布伦特原油与 WTI 原油现货价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：单位：美元/桶）

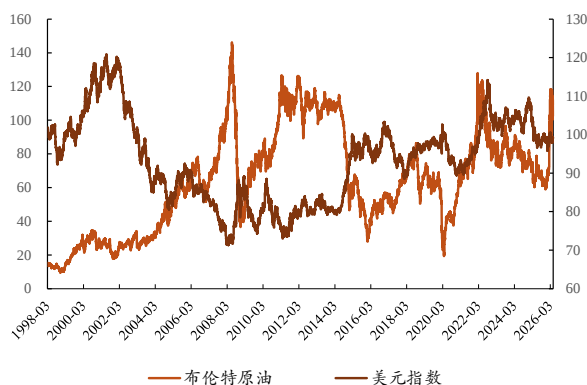
图 3：布伦特原油与 WTI 原油期货价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：单位：美元/桶）

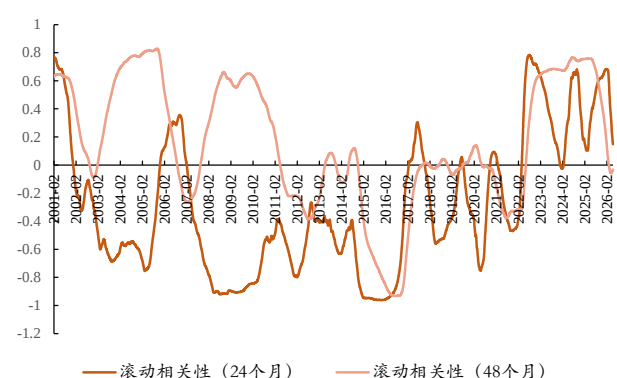
美元指数在本周维持高位运行，但与油价的短周期相关性仍偏低。从滚动相关性来看，布伦特与美元指数 24 个月滚动相关性小幅回落 0.148，48 个月滚动相关性回落至 -0.032。或显示当前油价波动更多受到地缘政治与供给扰动主导，而美元定价因素对油价的边际影响或相对有限。

图 4：布伦特原油期货价格与美元指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：左轴为布伦特原油期货价格，单位：美元/桶；右轴为美元指数）

图 5：布伦特原油期货价格与美元指数滚动相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

全球债券市场因通胀加剧与伊朗战争而出现显著抛售，短中长期利率均显著上行。自 2 月底伊朗战争爆发以来，通胀上升预期与能源价格飙升引发全球债券抛售潮，美国国债收益率尤其显著上行。基准 10 年期美国国债收益率较战争前累计上涨约 70 个基点，5 月 19 日为 4.67%，为 2025 年 2 月以来最高水平。市场认为，通胀可能持续，并受第二轮及第三轮效应影响，债券收益率有进一步上行压力。这将迫使企业将成本上行压力转嫁至消费者，并对工资增长和通胀预期形成二次传导。当前环境下，各国央行短期降息空间受限，同时年底前小幅加息的可能性正在增加。投资者对未来利率路径的预期已快速调整，短期内债市、股市及其他风险资产的波动性可能进一步加大。

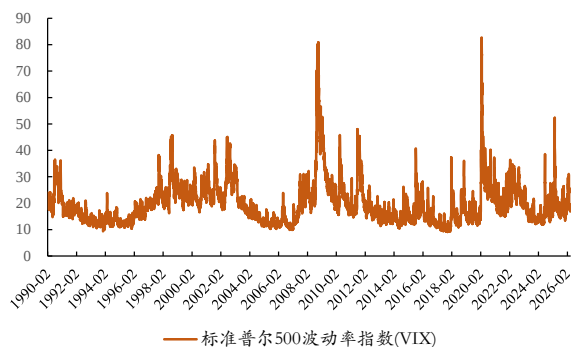
图 6：美债收益率曲线走势图



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：单位：%）

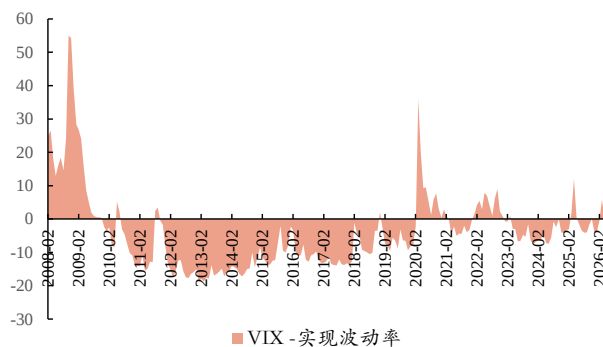
本周全球风险情绪有所修复，股市短期波动率呈下降趋势。标普 500 指数隐含波动率(VIX)自 5 月 18 日的 17.82 降至 5 月 22 日的 16.7，显示市场恐慌情绪有所缓解；同时，标普 500 指数 VIX-实现波动率在周内由 5 月 20 日的 5.87 回落至 5 月 22 日的-2.72，进一步反映短期市场波动压力减轻。整体来看，短期风险偏好有所回升，股市隐含与实现波动率回落表明投资者对短期市场波动的容忍度提升，但仍需关注能源价格、地缘风险以及美联储加息预期对后续波动性的潜在影响。

图 7：波动率指数 (VIX) 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：VIX-实现波动率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

贵金属价格本周表现分化，黄金维持高位震荡，而白银波动相对更小。截至 2026 年 5 月 22 日，COMEX 黄金期货收于 4,530.3 美元/盎司，本周微幅上涨约 0.13%；伦敦金现价格收于 4,508.93 美元/盎司，本周下跌 0.67%，显示在美国实际利率维持高位及美元指数阶段性回升背景下，黄金短期承压，但仍保持高位震荡格局。COMEX 白银本周上涨 0.05%，伦敦银现本周下跌 0.55%。

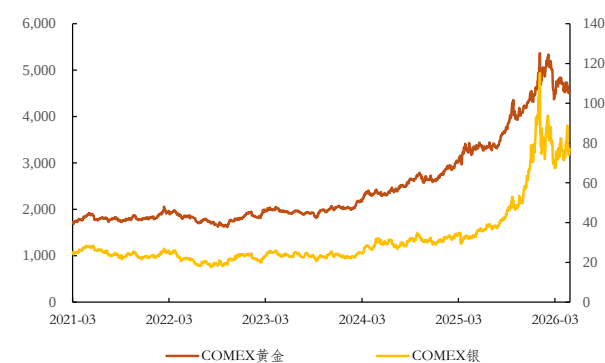
高利率环境对无息资产形成一定约束，但全球避险需求仍支撑部分资金配置。截至 2026 年 5 月 15 日，全球黄金 ETF 持仓价值保持在 6057.7 亿美元附近，与前期持仓水平相比相对稳定，显示市场避险配置需求仍存在，但增量资金流动有限。

图 9：黄金价格与美国 10 年期实际利率走势



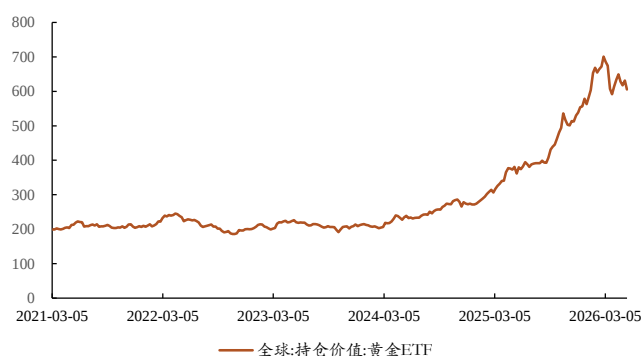
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：左轴为 COMEX 黄金，单位：美元/盎司；右轴为美国国债收益率：10 年，%）

图 11：COMEX 黄金与 COMEX 白银期货收盘价



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：左轴为 COMEX 黄金，右轴为 COMEX 银，单位：美元/盎司）

图 10：全球黄金 ETF 规模（周度）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：单位：十亿美元）

图 12：伦敦金现与伦敦银现走势



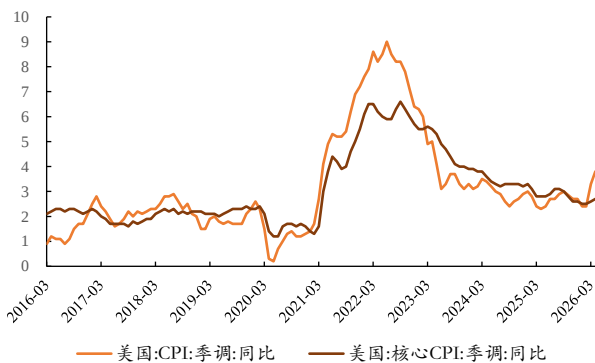
资料来源：Wind，天风证券研究所（注：左轴为伦敦金现，右轴为伦敦银现，单位均为：美元/盎司）

1.2. 沃什要做格林斯潘，美联储加息预期升温

当地时间 5 月 22 日，凯文·沃什在华盛顿宣誓就任美国联邦储备委员会主席，美国总统特朗普在白宫为其举行就职仪式，并强调希望沃什保持“完全独立”。沃什在讲话中表示，将领导一个“以改革为导向”的美联储，强调履行控制通胀与实现充分就业的职责，并将“维持价格稳定和实现最大就业”作为核心使命。此次仪式并未按照惯例在美联储总部举行，而是改在白宫——上一次还是格林斯潘的就职仪式。沃什表示，“我打算像格林斯潘那样，以充沛的精力和明确的目标履行主席职责。”美联储官员沃勒指出，4 月份消费者价格上涨范围令人关注，但短期内利率将维持稳定，加息仅在通胀预期明显脱锚时才考虑。市场定价显示，交易员已预期到 2026 年底可能加息 25 个基点。国际原油期货走势震荡，WTI 原油小幅收涨，显示全球能源价格仍对宏观预期和市场波动形成潜在影响。

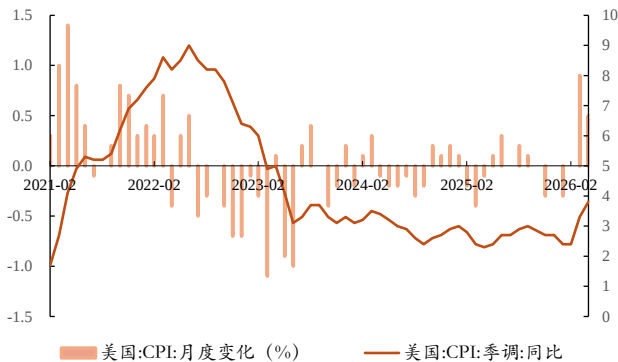
凯文·沃什正式接掌美联储，而他面临的是通胀持续高于目标与债市定价“高利率更久”的现实。4 月份美国消费者价格指数(CPI)同比上涨 3.8%，创 2023 年 5 月以来最高水平；批发价格指数(WPI)上涨 6%，创 2022 年 12 月以来最大 12 个月涨幅。与此同时，基准 10 年期美国国债收益率已升至约 4.6%，创一年新高，显示市场对通胀持续高企以及美联储政策收紧的预期反应明显。能源价格上涨是 CPI 主要推手，汽油价格同比上涨 28.4%，住房通胀率由 3% 升至 3.3%，剔除食品与能源的核心 CPI 同比升至 2.8%，为去年 9 月以来最高水平。生产者价格方面，最终需求 PPI 当月上涨 1.4%，核心批发价格年化增速高达 4.4%，表明价格上涨动力不仅来源于能源，而是更广泛的成本推动。三年来，实际平均时薪首次年度下滑，显示工资增长已无法跟上物价上涨的步伐。

图 13：美国 CPI 与核心 CPI 同比走势（%）



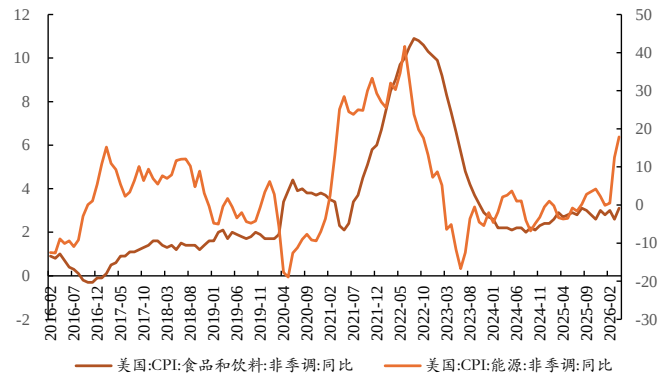
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：美国 CPI 环比（季调）与同比走势（%）



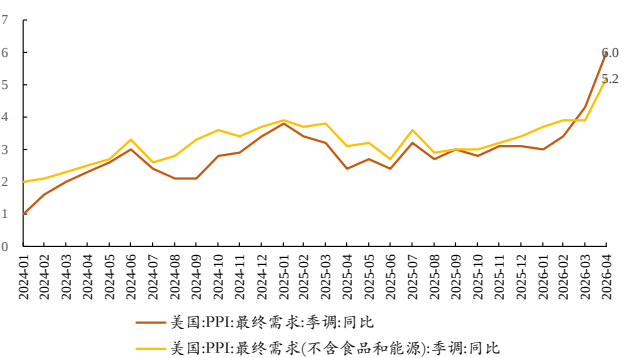
资料来源：Wind，天风证券研究所（左轴为美国：CPI：月度变化（%）；右轴为美国：CPI：季调：同比（%））

图 14：美国 CPI 食品与 CPI 能源同比走势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：右轴为美国 CPI：能源：非季调：同比，%）

图 16：美国 PPI 同比走势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

沃什上任初期面临复杂的政策权衡与市场预期压力。他在参议院以 54 比 45 的微弱优势获得确认，已于当地时间周五（5 月 22 日）宣誓就职，并接管利率制定委员会。沃什不仅需要处理日常政策事务，还需应对自疫情后经济快速复苏以来首次真正的通胀恐慌，同时在白宫希望降息的压力下维持政策独立性。沃什曾在 2006 年至 2011 年担任美联储理事期间，以强调通胀风险著称，即便失业率高企，他也坚持警告长期过于宽松政策可能损害价格稳定信誉。在 4 月份的确认听证会上，沃什重申美联储使命是确保物价稳定，并表示通货膨胀是一种选择，美联储必须承担责任，表明他短期内可能不会立即执行宽松政策。

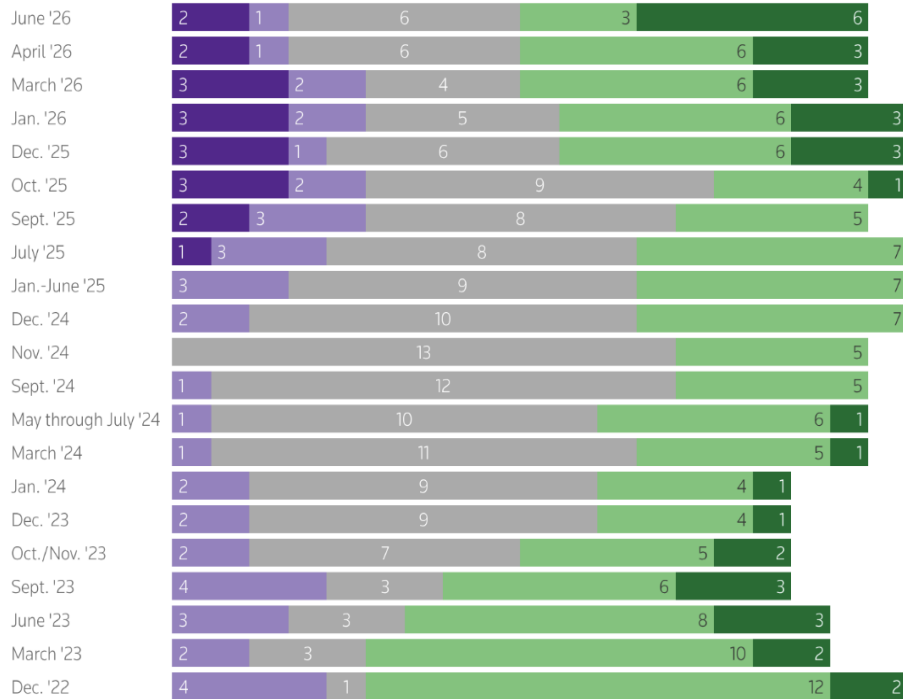
4 月美联储会议纪要显示，委员会内部政策分歧明显，但鹰派立场进一步增强。政策制定者普遍认为，利率需要维持比此前预期更长时间，同时绝大多数官员预计通胀恢复至 2% 目标所需时间可能超过此前预估，尽管短期内劳动力市场保持稳定。会议显示，一派官员对伊朗战争引发的能源价格高位及商品成本上行保持谨慎，另一派则仍倾向降低借贷成本。沃什自称乐于参与内部政策辩论，并已阐述支持降息的论点，但协调委员会共识仍面临压力。部分官员认为通胀缓解后可适度降息，但其人数较 3 月份有所减少，或反映出鹰派立场在短期内增强。

图 17：美联储政策制定者鹰派/鸽派分布图

Kevin Warsh joins a Fed where worries about inflation dominate

Fed policymakers have become more hawkish.

● Dove ● Dovish ● Centrist ● Hawkish ● Hawk



资料来源：路透社，天风证券研究所（注：柱状图显示了自 2022 年 12 月以来，每次美联储会议前表达鸽派、中间派或鹰派观点的美联储决策者人数。）

路透社调查显示，市场对美联储年内降息预期明显降温，部分经济学家预计美联储今年将避免降息，另有不到一半的经济学家认为利率会下降。截至 5 月 19 日，30 年期美国国债收益率已升至 5.18%，创 2007 年以来新高，反映全球主权债务市场因通胀上升而出现抛售潮，债券市场压力明显。与此同时，截至 2026 年 5 月 22 日，两年期国债收益率已升至 4.13%，略高于联邦基金目标利率 3.75%，美国两年期国债收益率作为债券市场投资者对美联储利率政策预期的指标，或反映投资者正调整仓位，预计美联储将在未来数月可能加息。我们认为，市场对沃什上任初期货币政策的鹰派预期明显，即在持续高通胀环境下，美联储可能维持或收紧政策利率，而短期内降息空间有限。

图 18：联邦基金目标利率与短期利率市场预期对比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：美国 30 年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：FedWatch 隐含美联储利率路径概率

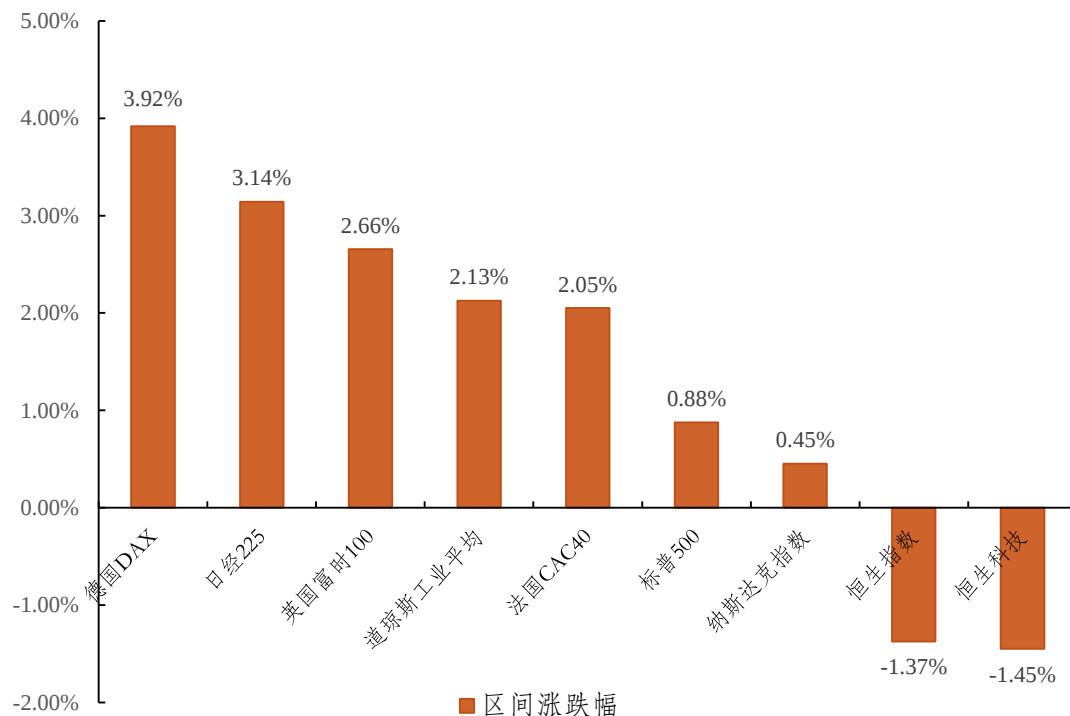
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/6/17	0.0%	0.0%	97.2%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	86.8%	12.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	65.3%	31.2%	3.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	56.7%	35.7%	7.1%	0.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	40.8%	41.6%	15.1%	2.4%	0.2%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	34.3%	41.4%	19.3%	4.4%	0.5%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	25.7%	39.6%	24.9%	8.2%	1.5%	0.1%
2027/4/28	0.0%	0.0%	22.4%	37.8%	26.8%	10.3%	2.3%	0.3%
2027/6/9	0.0%	0.0%	22.1%	37.7%	26.9%	10.5%	2.4%	0.3%
2027/7/28	0.0%	0.0%	22.1%	37.7%	26.9%	10.5%	2.4%	0.3%
2027/9/15	0.0%	1.5%	23.2%	37.0%	25.8%	9.9%	2.3%	0.3%
2027/10/27	0.6%	10.2%	28.7%	32.5%	19.4%	6.9%	1.5%	0.2%
2027/12/8	0.5%	9.3%	27.0%	32.1%	20.6%	8.0%	2.0%	0.3%

资料来源：CME FedWatch，天风证券研究所（注：统计时间截至 2026 年 5 月 22 日）

2. 全球主要指数表现

本周全球权益市场整体维持偏强表现，欧美主要市场普遍上涨，而港股及港股科技板块相对承压。从主要市场表现来看，标普 500 指数上涨 0.88%，道琼斯工业平均指数上涨 2.13%，纳斯达克指数上涨 0.45%。欧洲市场整体表现较强，德国 DAX 指数上涨 3.92%，英国富时 100 指数上涨 2.66%，法国 CAC40 指数上涨 2.05%。亚洲市场方面，日本市场延续相对强势，日经 225 指数上涨 3.14%。相比之下，港股市场整体表现偏弱，恒生指数下跌 1.37%，恒生科技指数下跌 1.45%，明显跑输全球主要市场，反映港股科技成长板块在此前估值修复后，短期面临一定获利了结压力。

图 21：全球主要指数涨跌幅（%）



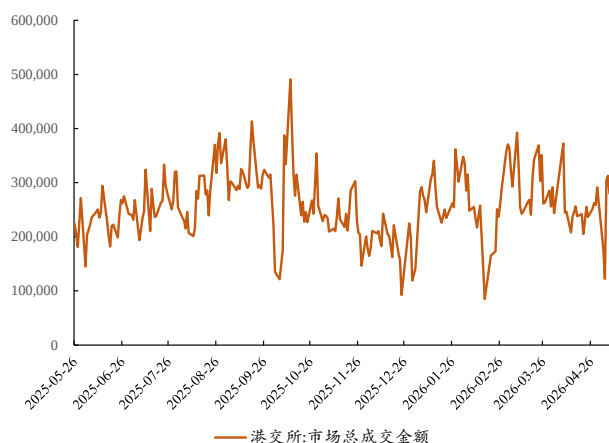
资料来源：Wind，天风证券研究所（涨跌幅测算区间选取 2026 年 5 月 15 日收盘价至 2026 年 5 月 22 日收盘价）

3. 港股流动性

本周港股市场流动性表现活跃，总成交额达到 14,074.7 亿港元，日均成交 2,814.7 亿港元，较上周有所下滑。分市场来看，沪市港股通成交贡献较大，深市港股通占比相对较小。整体港股成份股成交额合计约 1,212.99 亿元，总市值约 6,6154.59 亿元，市场整体交投保持活跃。

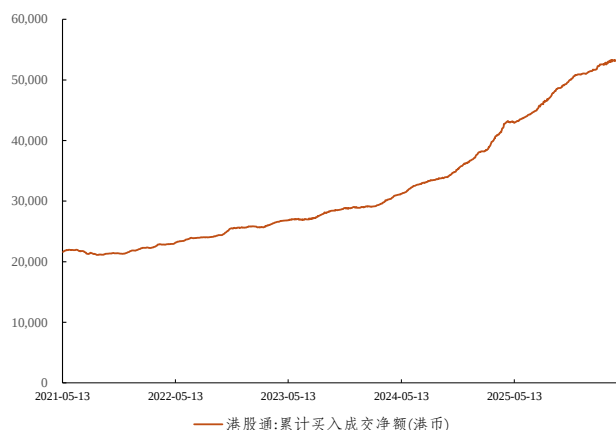
在南向资金方面，本周整体净流出约 135.01 亿港元，其中沪市港股通净流出 21.87 亿港元，深市港股通净流出 113.15 亿港元。过去三个月南向资金累计净流入约 1,202.84 亿港元，其中沪市港股通贡献 1,301.70 亿港元，深市港股通净流出 98.86 亿港元，显示投资者在港股板块选择上仍存在结构性偏好。

图 22：港交所：市场总成交额



资料来源：Wind，天风证券研究所（单位：百万港元）

图 23：南向资金累计成交额（亿港元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

本周港股通前十净买入个股主要集中在信息技术板块，呈现明显的结构性特征。中芯国际（0981.HK）、华虹半导体（1347.HK）、建滔积层板（1888.HK）和联想集团（0992.HK）均录得显著净流入，资金集中在半导体制造及相关硬件产业链，体现机构投资者对科技成长方向的偏好。资金流入前四个个股合计净买入约 46 亿港元，占前十净买入总额的绝大部分，显示港股通资金选择具有高度集中性。

同时，本周部分大型科技龙头如腾讯控股（0700.HK）、小米集团-W（1810.HK）和长飞光纤光缆（6869.HK）出现净流出，说明短期获利盘兑现压力存在。在成交活跃度上，前四大净流入标的的周成交额均超过 90 亿元，成交量与资金流入基本匹配，显示资金在高成长科技板块配置上保持明确偏好，而对成熟大型科技股则呈现选择性回避的特征。这种资金集中流入与部分龙头净流出的组合，进一步凸显港股成长板块的结构性机会与风险分化。

图 24：本周南向资金买入金额前十个股

序号	代码	证券名称	周涨跌幅 (%)	周成交额 (亿元)	沪深港股通净买入金额 (亿元)	周成交量 (万股)	所属Wind行业
1	0981.HK	中芯国际	12.23	658.22	32.3	88888.8042	信息技术
2	1347.HK	华虹半导体	12.25	262.15	7.7	20791.696	信息技术
3	1888.HK	建滔积层板	22.02	91.72	3.2	20260.8894	信息技术
4	0992.HK	联想集团	26.81	144.57	2.7	102284.912	信息技术
5	3986.HK	兆易创新	43.01	102.35	1.1	1547.469	信息技术
6	6651.HK	五一视界	97.10	89.34	-0.8	11886.9618	信息技术
7	6809.HK	澜起科技	5.17	122.08	-1.2	2709.293	信息技术
8	1810.HK	小米集团-W	-2.28	161.37	-3.3	53420.8008	信息技术
9	6869.HK	长飞光纤光缆	2.06	167.48	-3.5	7326.8569	信息技术
10	0700.HK	腾讯控股	-3.29	657.44	-17.3	14581.3397	信息技术

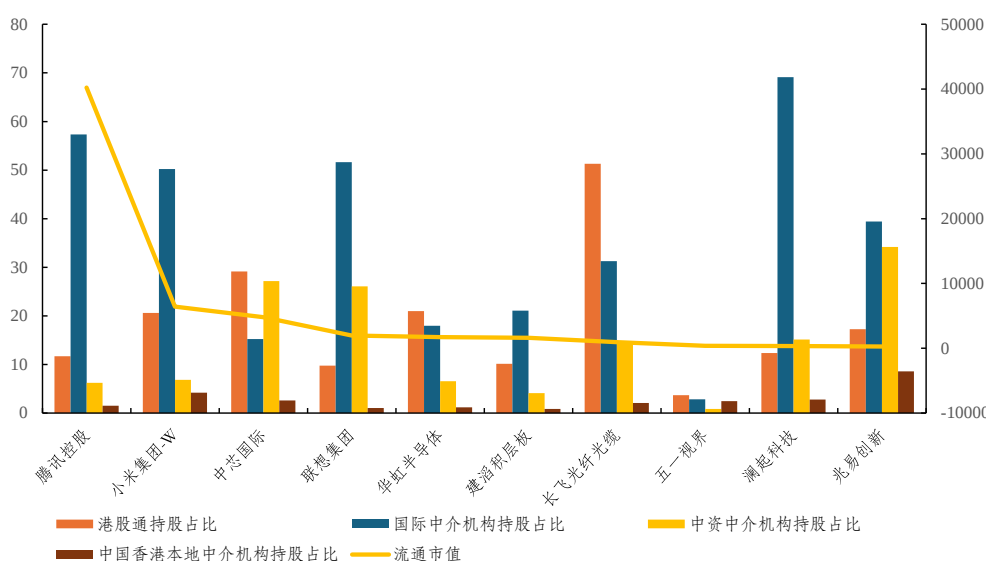
资料来源：Wind，天风证券研究所（单位：亿，港元）

本周港股通资金集中流入信息技术板块，尤其是半导体及高成长科技股，中芯国际、华虹

半导体、建滔积层板和联想集团获得净买入资金最多，显示资金在成长型科技标的上的明显倾向。港股通对中芯国际(0981.HK)和华虹半导体(1347.HK)的持股占比分别为29.13%和20.96%，海外投资者(国际中介)持股比例分别为15.22%和17.95%，显示半导体板块仍是境外资金重点布局方向。建滔积层板(1888.HK)港股通持股比例10.15%，联想集团(0992.HK)港股通持股9.77%，两者境外资金分别占21.05%和51.63%，体现部分大型科技股的海外资金参与度高。

兆易创新(3986.HK)和澜起科技(6809.HK)港股通持股分别为17.27%和12.35%，国际中介持股占比分别为39.43%和69.11%，显示部分成长型科技股受到机构和境外资金集中关注。小米集团-W(1810.HK)港股通持股20.58%，腾讯控股(0700.HK)11.71%，国际中介持股50.24%与57.34%，说明大型成熟科技龙头仍具较高境外资金参与，但港股通实际流入呈现谨慎，部分资金可能用于结构性调整或获利兑现。整体来看，本周港股资金在半导体及高成长科技板块集中，境外资金持股比例高，而港股通净流入分布呈现板块集中和成长偏好，凸显资金偏好分化。

图 25：南向资金净流入前十大个股持股结构



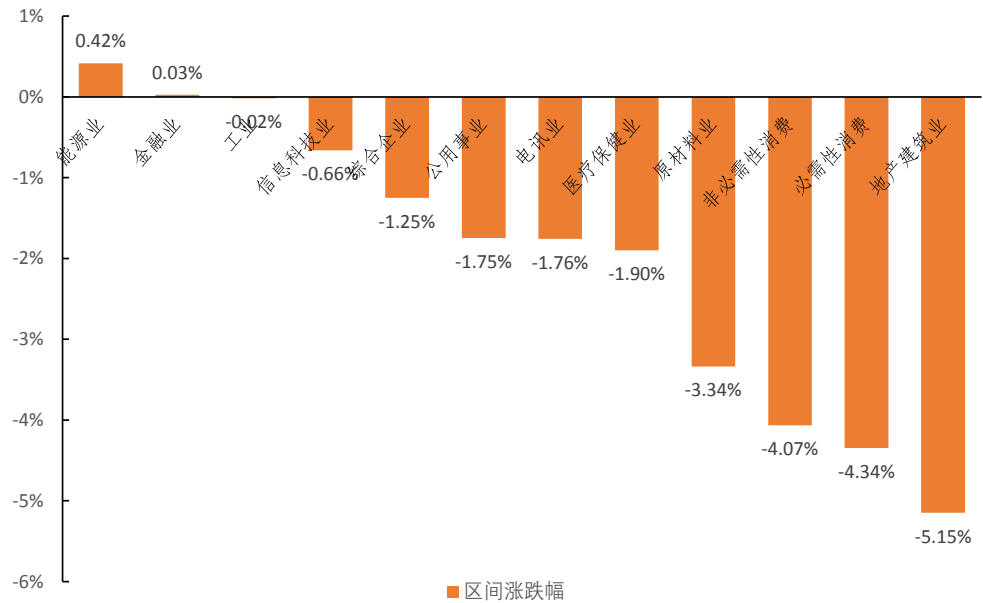
资料来源：Wind，天风证券研究所（左轴为港股通持股占比，国际中介机构持股占比，中资中介机构持股占比，中国香港本地中介机构持股占比，单位：%；右轴为流通市值，单位：亿港元）

3.1. 港股行业表现

本周恒生一级行业整体承压，行业间分化明显，高股息及防御属性板块相对占优，而科技成长、消费及周期性方向调整幅度较大。从区间涨跌幅来看，能源业本周上涨0.42%，表现最佳；金融业微涨0.03%，工业仅下跌0.02%，跌幅相对有限，显示市场在外部不确定性仍存背景下，资金仍阶段性偏向防御与稳定现金流方向配置。综合企业下跌1.25%，公用事业与电讯业分别下跌1.75%与1.76%，医疗保健业下跌1.90%，整体表现居中偏弱。

科技成长与消费板块继续承压，信息科技业下跌0.66%，显示科技成长方向在此前估值修复后出现一定获利了结压力，但整体跌幅相较消费及地产链仍相对有限。消费板块调整较为明显，非必需性消费下跌4.07%，必需性消费下跌4.34%；地产建筑业跌幅扩大至5.15%，为本周表现最弱行业，原材料业下跌3.34%，反映周期及地产相关方向在经济预期偏弱及风险偏好回落背景下面临较大压力。整体来看，当前港股行业表现呈现明显防御性轮动特征，高股息与盈利确定性较强板块短期相对占优，而消费、地产及高弹性成长板块波动率仍处于偏高水平。在外部不确定性仍存、美联储降息路径尚未明确，以及全球资金继续围绕人工智能等结构性主线配置的背景下，港股行业分化格局或仍将延续。

图 26：本周港股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（涨跌幅测算区间选取 2026 年 5 月 15 日至 2026 年 5 月 22 日收盘价）

从市盈率（PE）分布来看，当前港股行业估值仍呈现明显分化特征，传统周期及部分高股息板块估值继续处于历史高位，而科技、消费及医疗方向估值仍位于历史相对低位区间。地产建筑业 PE 为 141.10 倍，PE 分位数为 98.70%；工业与综合企业 PE 分位数分别为 99.35% 与 99.27%，均处于历史极高水平，显示部分传统板块在盈利基数扰动及估值修复背景下，整体估值仍维持高位。能源业、电讯业及金融业 PE 分位数分别为 95.61%、85.78% 与 85.30%，整体亦处于中高分位水平。

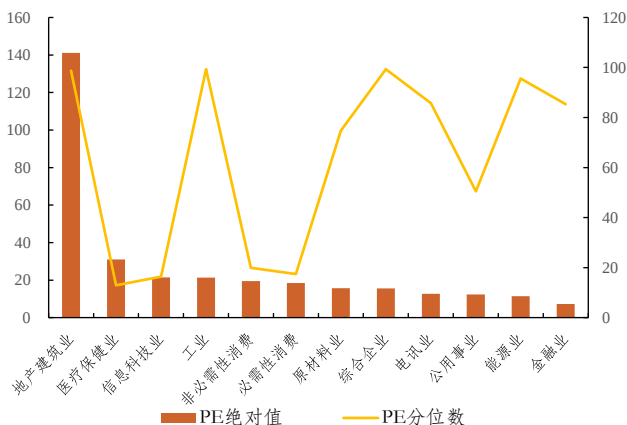
相比之下，信息科技业 PE 为 21.47 倍，PE 分位数为 16.41%；医疗保健业 PE 为 30.94 倍，PE 分位数降至 12.95%；必需性消费与非必需性消费 PE 分位数分别为 17.38% 与 19.94%，均处于历史偏低区间，当前估值仍相对承压。从分位数变化来看，多数行业本周 PE 分位数较上周有所回落，其中信息科技业由 19.50% 降至 16.41%，医疗保健业由 17.36% 降至 12.95%，而工业板块 PE 分位数则由 99.19% 小幅升至 99.35%。

从市净率（PB）分布来看，当前港股行业估值结构继续呈现明显分化特征，周期、资源及部分传统板块 PB 分位数仍处于历史高位，而科技成长及消费方向估值整体位于中低区间。工业板块 PB 为 2.24 倍，PB 分位数升至 98.78%；综合企业 PB 分位数为 99.23%，继续位于历史极高水平。能源业、原材料业、电讯业及金融业 PB 分位数分别为 94.31%、87.57%、79.45% 与 84.40%，整体仍处于中高分位区间。

相比之下，信息科技业 PB 为 2.71 倍，PB 分位数由 60.60% 回落至 48.33%；医疗保健业 PB 为 2.69 倍，PB 分位数由 61.49% 小幅回落至 59.06%。消费板块估值则继续承压，必需性消费与非必需性消费 PB 分位数分别为 26.00% 与 25.00%，均处于历史偏低区间；地产建筑业 PB 为 0.46 倍，PB 分位数由 66.33% 回落至 58.29%，反映地产链整体估值修复力度仍相对有限。

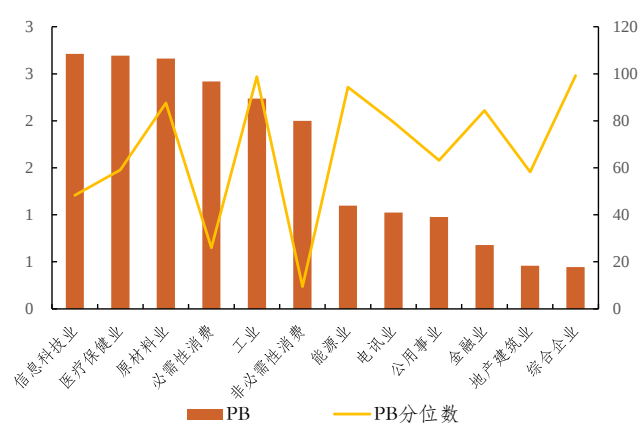


图 27：港股一级行业 PE 绝对值与分位数



资料来源：Wind，天风证券研究所（分位数测算区间选取 2021 年 5 月 15 日至 2026 年 5 月 22 日，PE 分位数均基于 2021/5/15 至对应截止日期的历史区间测算；右轴为 PE 分位数，左轴为 PE 绝对值）

图 28：港股一级行业 PB 与分位数



资料来源：Wind，天风证券研究所（分位数测算区间选取 2021 年 5 月 15 日至 2026 年 5 月 22 日，PB 分位数均基于 2021/5/15 至对应截止日期的历史区间测算；右轴为 PB，左轴为 PB 分位数（%））

4. 估值、盈利与风险溢价

本周恒生 AH 股溢价整体保持平稳，波动幅度有限。2026 年 5 月 15 日至 5 月 22 日，AH 股溢价区间在 118.14 至 119.47 之间，周中略有短暂上行，但总体围绕 118-119 水平震荡收敛。溢价的相对稳定表明 A 股与 H 股之间的价格差距未出现明显扩张或收窄，市场结构性套利压力有限，同时反映投资者对两地市场定价的预期较为一致，短期内 AH 股套利机会有限。

图 29：恒生 AH 股溢价指数

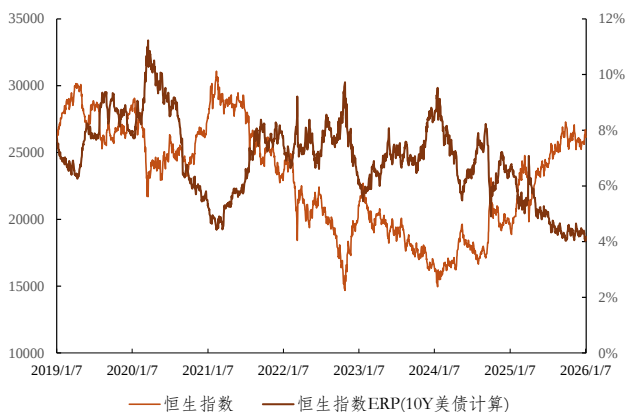


资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 2026 年 5 月 22 日，恒生指数 ERP（以 10Y 中债计算）为 6.5%，以 10Y 美债计算为 3.7%，ERP 在历史分位上位于 14.27%，处于中低区间水平。恒生指数 PE 为 12.15 倍，显示市场整体估值仍处于偏低水平。相较于前几日，ERP 保持相对稳定，其中 10Y 中债测算的

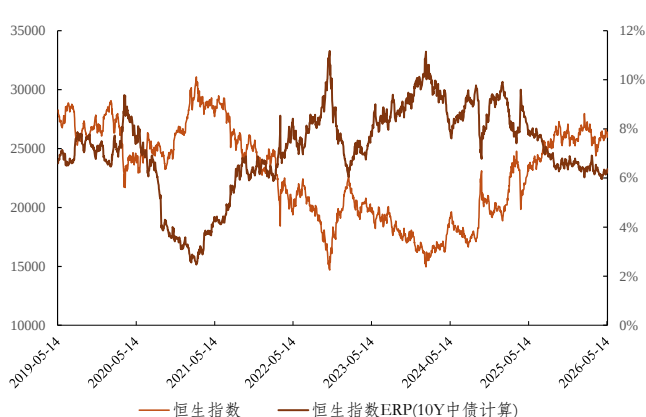
ERP 维持在 6.5%，反映当前恒生指数相对国内无风险利率的风险溢价水平适中，而相对于美国 10 年期国债的溢价则较低，仅为 3.7%，体现外资衡量下港股风险溢价依然有限。整体来看，港股当前处于估值偏低、风险溢价合理的状态，短期内对高质量成长板块仍具吸引力。

图 30：恒生指数与风险溢价（ERP,10Y 美债口径）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：右轴为恒生指数 ERP(10Y 美债计算)）

图 31：恒生指数与风险溢价（ERP,10Y 中债口径）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：右轴为恒生指数 ERP(10Y 中债计算)）

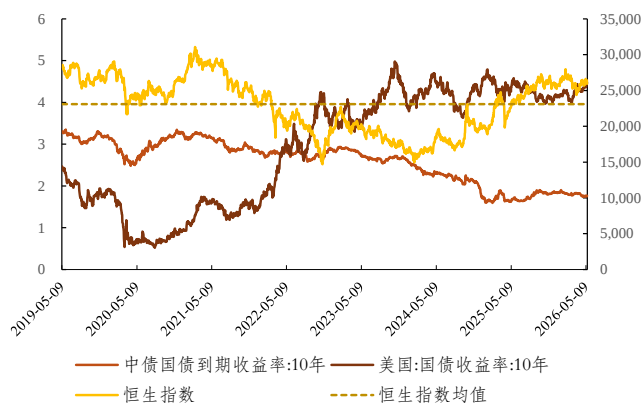
本周恒生指数整体仍处于历史均值上方区间运行，截至 2026 年 5 月 22 日，恒生指数收于 25,606 点，仍高于历史均值 23,092 点，位于历史均值上方区间运行，但尚低于+1 标准差（约 26,882 点），显示指数整体处于偏高但非极端水平。过去一周，恒生指数维持在 25,386–25,798 点区间，均明显高于历史均值，说明市场在风险偏好改善及资金承接下仍维持一定支撑。指数运行在均值上方区间，同时未触及上方标准差上限，意味着短期波动风险可控，市场整体仍维持稳健偏高的估值水平。

图 32：恒生指数相对历史均值与标准差区间位置



资料来源：Wind，天风证券研究所

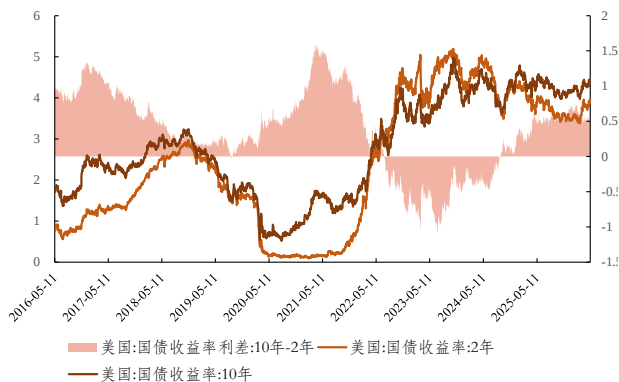
图 33：恒生指数与中美 10 年期利率及风险溢价走势对比



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：右轴为恒生指数，恒生指数均值）

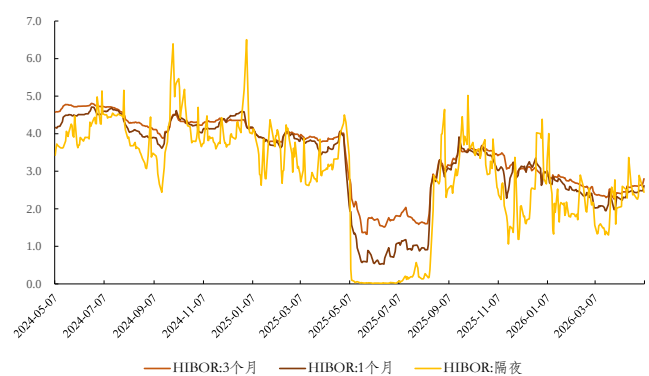
本周 HIBOR 整体维持高位震荡，短期利率略有回升。3 个月 HIBOR 在 2.81%至 2.88%之间波动，显示中期资金成本保持相对高位；1 个月 HIBOR 周中一度回落至 2.57%，随后回升至 2.60%，反映短期流动性先宽后紧；隔夜 HIBOR 由周中约 2.17%升至 2.28%，短端资金利率明显上行，说明短期流动性有所收紧。总体来看，本周银行间流动性平稳但成本偏高，短端资金面呈微紧状态，中端资金保持稳健。

图 34：美国国债收益率及期限利差（2Y/10Y，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：右轴为美国国债收益率利差）

图 35：中国香港银行同业拆借利率（HIBOR）期限结构（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 港股策略与配置建议

本周霍尔木兹海峡军事摩擦虽有所缓解，但能源运输及全球供应链风险仍受市场关注；布伦特与 WTI 原油期货本周分别下跌约 5.24% 和 8.37%，但仍维持高位。美国 4 月 CPI 同比 3.8%、核心 CPI 同比 2.8%，美联储新任主席沃什宣誓就职并强调独立性与稳定通胀，市场短期预期年内加息 25 个基点，全球高利率环境持续对资产估值形成约束。美元指数维持高位，布伦特-美元 24 个月滚动相关性约 0.148，48 个月相关性约 -0.032，短期与油价阶段性同步，但长期负相关未完全恢复。全球风险情绪略有修复，标普 500 指数 VIX 从 17.82 降至 16.7，短期风险偏好回升，但需关注能源、地缘风险及美联储政策对波动性的潜在影响。

港股方面，科技成长板块继续占优，南向资金仍集中流入互联网平台、半导体及人工智能产业链，本周前十港股通净买入主要集中在中芯国际、华虹半导体、建滔积层板及联想集团，显示资金偏好成长型科技标的。恒生指数 PE 约 12.15 倍，ERP（10Y 中债计算）6.5%，处历史低分位，恒生 AH 股溢价约 118，整体仍位于历史均值上方区间；HIBOR 短端利率 3 个月约 2.84%，显示港元流动性阶段性趋紧。配置上，短期可重点关注高景气科技成长板块，同时兼顾具现金流稳定性及高股息的能源、电讯及部分央企资产以防御风险，但需关注中东局势、美联储政策及全球风险偏好变化对市场波动的影响。

6. 风险提示

1）海外流动性改善不及预期；2）地缘冲突升级及能源供应扰动；3）汇率波动加剧风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com