仅供内部参考，请勿转发

结构防御为主，港股等待利率信号明朗

2026 年 09 月 26 日

核心观点

- **港股行情表现：**（1）本周（9 月 21 日至 9 月 25 日），全球市场风险偏好明显收缩，港股表现落后全球市场，整体缺乏向上动能。具体来看，恒生指数下跌 0.97%，恒生科技指数下跌 2.13%，恒生中国企业指数下跌 0.72%，报 8165.78 点。（2）港股一级行业中，1 个行业呈上涨态势。其中，医疗保健上涨 1.44%；材料下跌 5.84%，工业下跌 2.53%，可选消费下跌 1.90%，日常消费下跌 1.60%，能源下跌 0.95%。

- **港股流动性：**（1）本周港交所日均成交额 1796.99 亿港元，环比减少 229.98 亿港元。本周日均沽空金额为 243.89 亿港元，环比减少 22.08 亿港元；沽空金额占成交额比例的日均值为 14.07%，环比增加 0.86 个百分点。（2）本周南向资金累计净流入 231.13 亿港元，环比净流入额增加 111.05 亿港元。（3）截至 9 月 23 日的近 7 天，港股中资股中，全球主动型外资基金净流出 0.69 亿美元，全球被动型外资基金净流入 0.59 亿美元，分别较上周净流入额增加 1.05 亿美元、减少 8.24 亿美元。

- **港股估值与风险偏好：**（1）截至 2026 年 9 月 25 日，恒生指数的 PE、PB 分别为 10.83 倍、1.14 倍，分别处于 2010 年以来 62%、43%的分位数水平。（2）10 年期美国国债到期收益率较上周五上行 16BP 至 5.17%，港股恒生指数的风险溢价率为 4.06%，为 3 年滚动均值-1.02 倍标准差，处于 2010 年以来 6%分位。（3）行业估值方面，截至 2026 年 9 月 25 日，港股一级行业估值分化较大。材料、可选消费、能源、通讯服务、信息技术、金融、公用事业、日常消费的 PE 估值均处于 2010 年以来 50%分位数以下。

- **结构防御为主，港股等待利率信号明朗：**市场需要重新定价“更高更久”的利率环境，港股短期缺乏趋势性向上的催化。此前部分资金博弈加息落地即反弹，但美联储 9 月议息会议整体基调较市场预期更为鹰派。点阵图显示，预计年内至少还有一次加息，主席沃什将通胀列为主要矛盾，释放明确的抗通胀信号。这意味着利空出尽的逻辑被打破，不确定性并未消除，而是被延后至第四季度。

- **投资策略上应把握三条主线：**主线大概率是存量外资与本地资金主导下的结构性防御与局部进攻。建议关注：（1）科技板块。有真实订单和盈利支撑的算力硬件、AI 基础设施标的，可能相对抗跌，纯概念、缺乏业绩兑现的标的则可能面临更大的流动性折价。建议关注光模块/光纤、PCB、高速连接、AI 服务器/整机、国产 AI 芯片与晶圆代工、电力/备用电源/数据中心配套、大厂模型/Agent 进展等。（2）创新药及 CXO 板块。近期外资流入医药生物较多，创新药在加息落地后已有修复，需要精选个股并设好止盈。（3）低波红利。在利率高企、南向缺席的环境下，防御性配置的必要性上升，建议关注公用事业、电信、能源、金融。

- **风险提示：**国内政策力度及效果不及预期风险；市场情绪不稳定风险；贸易摩擦加剧的风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

孔玥

✉：kongyue_yj @chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525100001

相关研究

2025-12-30，2026 年港股投资展望：节奏看“水”，集中靠“质”

2025-10-30，公募基金三季度持仓有哪些看点？

2025-09-30，前瞻布局新质生产力主题投资——“十五五”规划展望系列

2025-09-25，“十五五”时期投资机遇前瞻——“十五五”规划展望系列》

2025-09-18，短期警惕风险溢价收窄，长期利好非美风险资产——美联储 9 月议息会议决议解读

2025-09-07，外资加仓中国股票市场是否持续及还在买什么？

2025-09-07，第三阶段费率改革落地，对市场影响如何？——基金销售费用管理新规点评

2025-09-07，港股 2025 中报业绩点评：盈利能力改善支撑港股上涨

2025-09-05，A 股中报业绩有哪些看点？

2025-08-31，当前 A 股市场的几点思考

2025-08-20，反内卷中寻投资机会——“十五五”规划展望系列

2025-08-05，七部门剑指新型工业化，金融活水锚定新质生产力

仅供内部参考，请勿外传

目录
Catalog

一、 港股市场回顾 3
（一） 指数涨跌幅 3
（二） 资金流动 4
（三） 估值与风险溢价 6
二、 港股市场投资展望 8
三、 风险提示 9

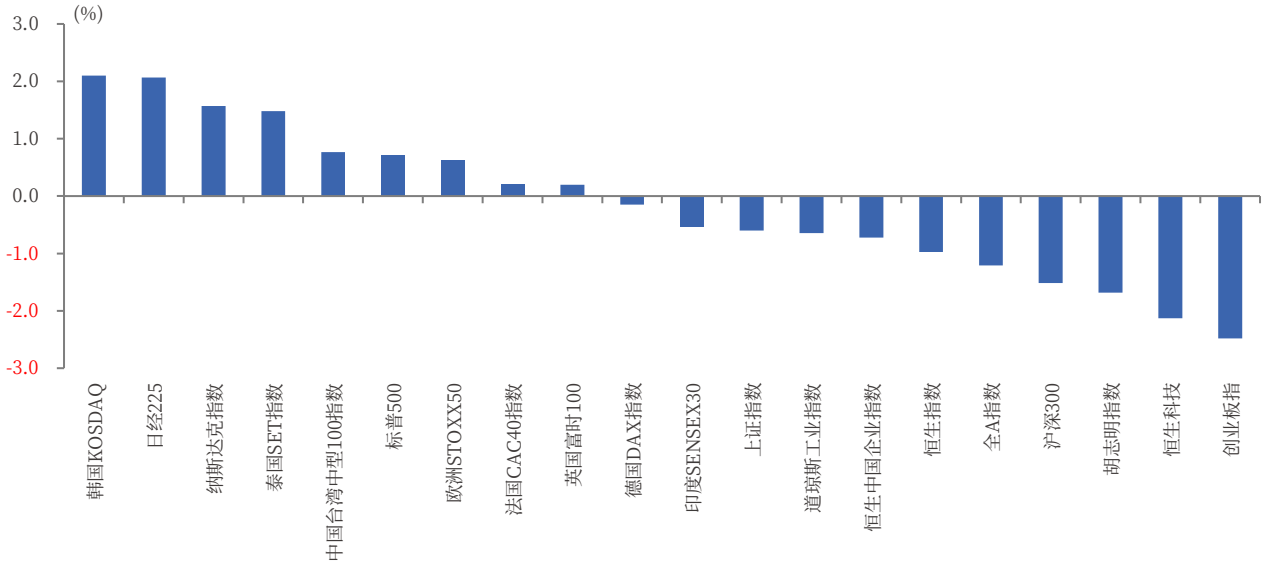
仅供内部参考，请勿外传

一、港股市场回顾

（一）指数涨跌幅

本周（9 月 21 日至 9 月 25 日），全球市场风险偏好明显收缩，港股表现落后全球市场，整体缺乏向上动能。具体来看，恒生指数下跌 0.97%，报 24510.09 点；恒生科技指数下跌 2.13%，报 4311.78 点；恒生中国企业指数下跌 0.72%，报 8165.78 点。

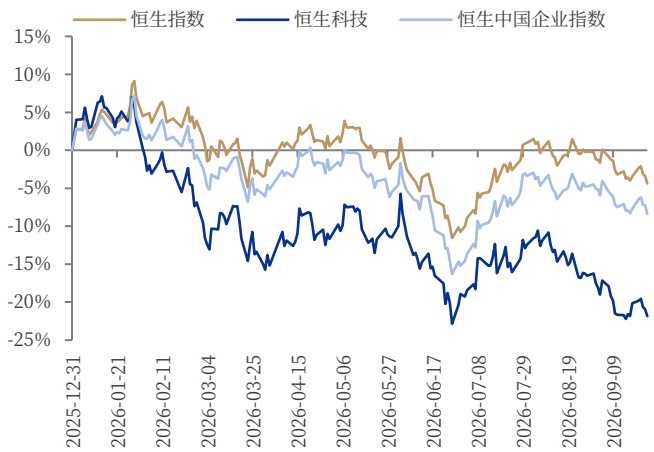
图1：全球权益市场周涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

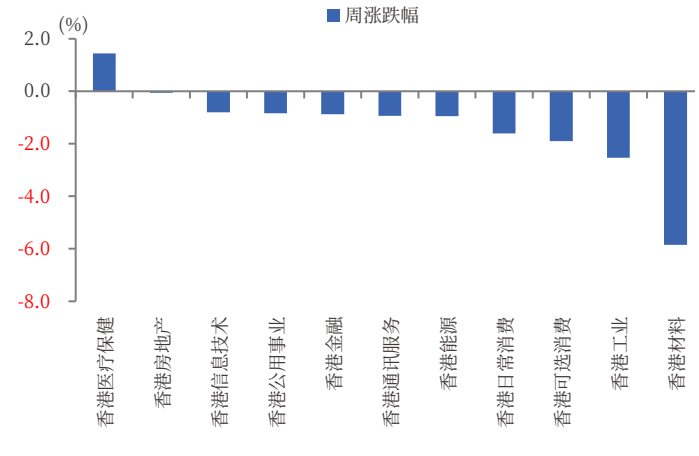
港股一级行业中，1 个行业呈上涨态势。其中，医疗保健上涨 1.44%；材料下跌 5.84%，工业下跌 2.53%，可选消费下跌 1.90%，日常消费下跌 1.60%，能源下跌 0.95%。从二级行业来看，企业服务、医药生物、软件服务、医疗设备与服务、国防军工等行业上涨；有色金属、机械、建筑、造纸与包装、日常消费零售等行业下跌。

图2：2026 年以来港股三大指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：港股一级行业指数周涨跌幅



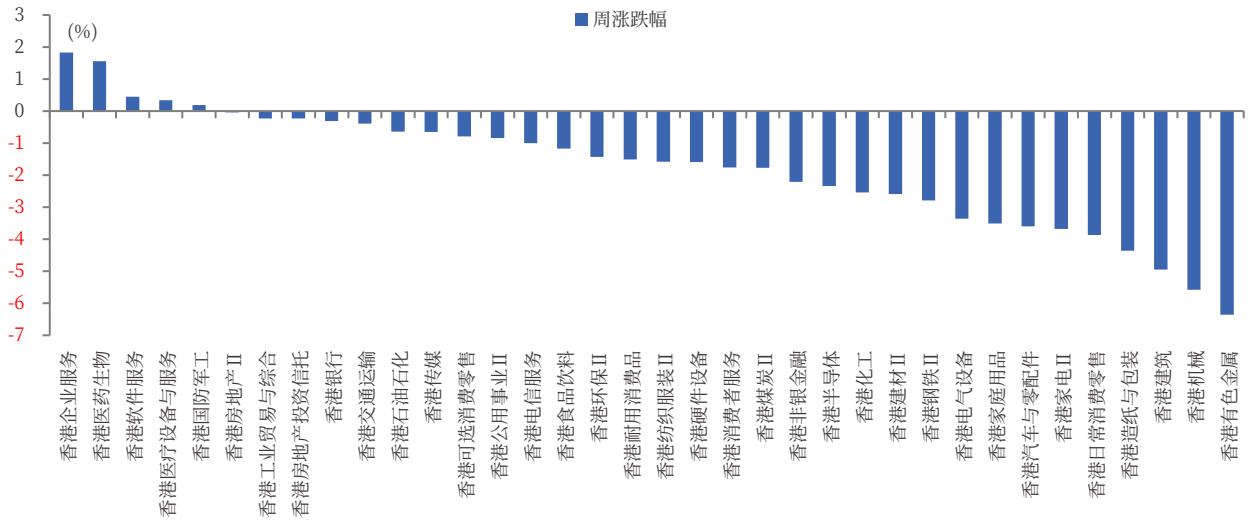
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

消息面上，首先，港交所集团行政总裁陈翊庭在 HKEX 中国机遇论坛表示，国际基石投资者参与香港 IPO 的占比已达近年高位，投资者来源更趋多元，中东、欧洲、北美长线资金增加。截

仅供内部参考，请勿外传

至 9 月 16 日，共有 108 家企业完成港股上市，同比增长 77.05%；IPO 集资额超 3641 亿港元，同比 2025 年同期的 1441 亿港元增长 152.7%，并已超过 2025 年全年 2869 亿港元的 IPO 集资规模。其次，人形机器人企业赴港上市升温，迦智科技、斯坦德机器人、卡诺普机器人、优艾智合、辰星技术、本末动力等相关企业均已递表港股。最后，海外龙头模型降价潮引发市场对软件端商业化变现与毛利率的担忧。Anthropic 日前发布新一代大模型 Claude Opus5.5，推理调用成本较前代降低约 40%；OpenAI 同日也推出 ChatGPT-6 的轻量低价版本 Sol 与 Luna，官方定价较 ChatGPT-5.6 系列腰斩 50%，下游价格竞争进一步加剧。

图4：港股二级行业指数周涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

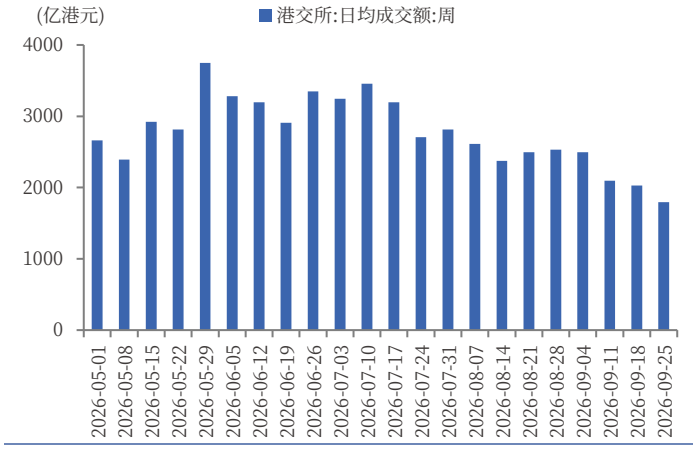
（二）资金流动

从情绪指标看，本周港交所日均成交额 1796.99 亿港元，环比减少 229.98 亿港元。本周日均沽空金额为 243.89 亿港元，环比减少 22.08 亿港元；沽空金额占成交额比例的日均值为 14.07%，环比增加 0.86 个百分点。

流动性指标方面，本周南向资金累计净流入 231.13 亿港元，环比净流入额增加 111.05 亿港元。个股方面，近 7 天南向资金，大幅净买入：智谱（2513.HK）67.34 亿港元，百度集团-W（9888.HK）42.61 亿港元，腾讯控股（0700.HK）22.93 亿港元，华虹宏力（1347.HK）9.93 亿港元，长飞光纤光缆（6869.HK）7.37 亿港元；大幅净卖出：建滔积层板（1888.HK）9.53 亿港元、中国海洋石油（0883.HK）5.55 亿港元、美团-W（3690.HK）5.24 亿港元。

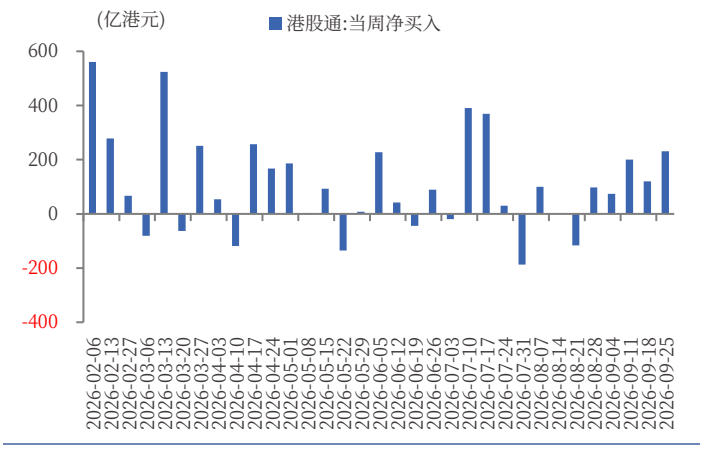
仅供内部参考，请勿外传

图5：港交所市场总成交金额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：南向资金周度净买入规模

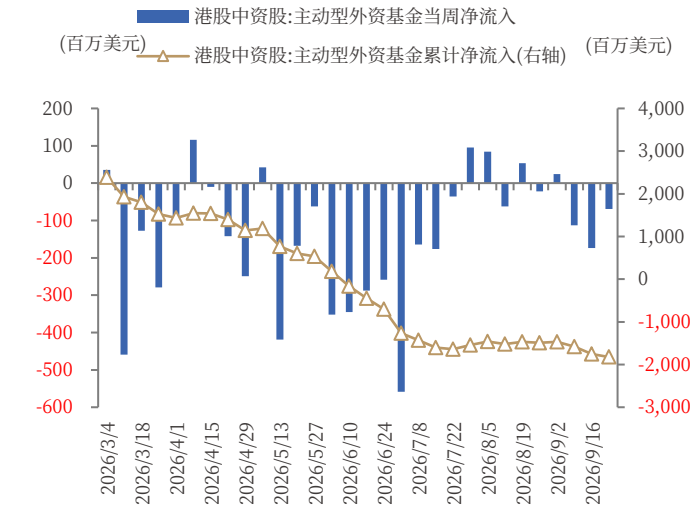


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截至 9 月 23 日的近 7 天，港股中资股中，全球主动型外资基金净流出 0.69 亿美元，全球被动型外资基金净流入 0.59 亿美元，分别较上周净流入额增加 1.05 亿美元、减少 8.24 亿美元。

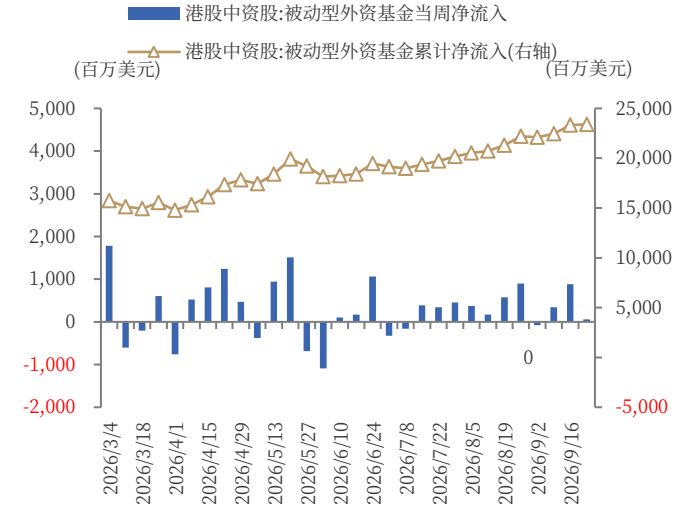
截至 9 月 23 日的近 7 天，香港本地股中，全球基金净流入 1.99 亿美元，较上周净流入额环比增加 0.97 亿美元。从行业层面来看，全球基金主要净流入科技（16.43 百万美元）、基础设施（4.24 百万美元）、医药生物（3.18 百万美元）等行业，而净流出金融（4.32 百万美元）、房地产（2.00 百万美元）、公用事业（1.91 百万美元）等行业。科技增加 10.42 百万美元，基础设施增加 4.31 百万美元，医药生物减少 0.17 百万美元，能源减少 0.84 百万美元，消费品减少 0.97 百万美元，公用事业减少 1.12 百万美元，原材料减少 1.18 百万美元，电信减少 1.18 百万美元，房地产减少 1.73 百万美元，工业减少 2.54 百万美元，金融减少 3.92 百万美元。

图7：港股中资股中主动型外资基金净流入额



资料来源：EPFR，中国银河证券研究院

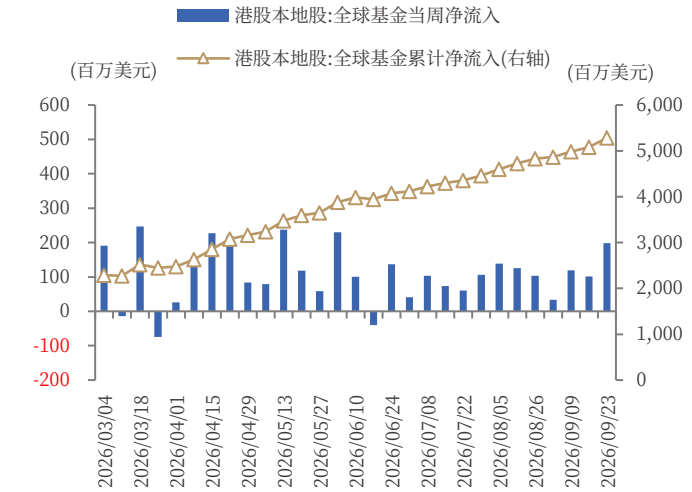
图8：港股中资股中被动型外资基金净流入额



资料来源：EPFR，中国银河证券研究院

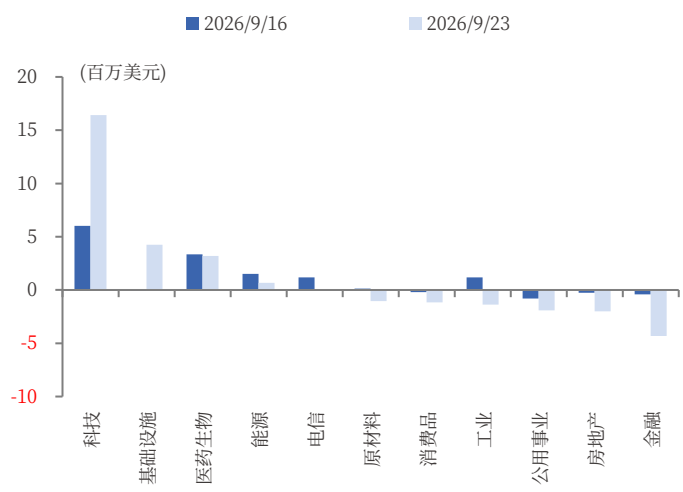
仅供内部参考，请勿外传

图9：港股本地股中全球基金净流入额



资料来源：EPFR，中国银河证券研究院

图10：港股本地股中各行业全球基金净流入额

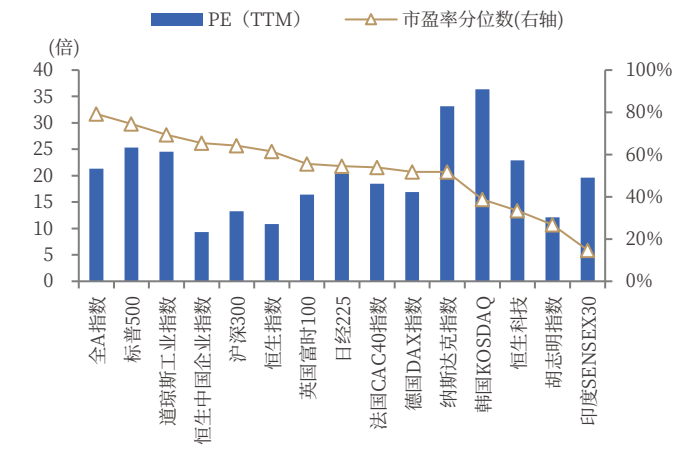


资料来源：EPFR，中国银河证券研究院

（三）估值与风险溢价

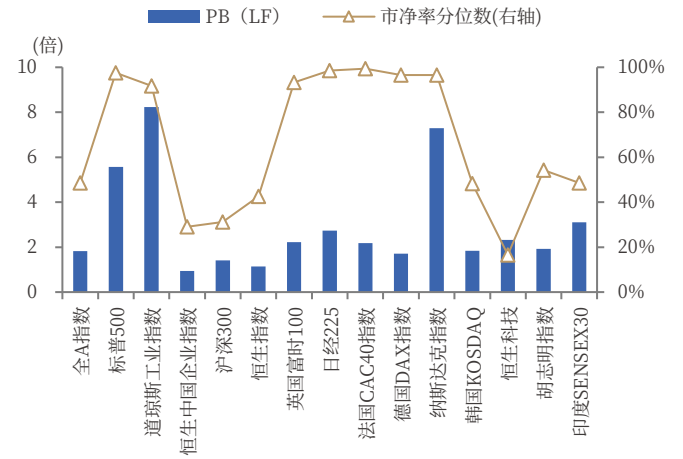
截至 2026 年 9 月 25 日，恒生指数的 PE、PB 分别为 10.83 倍、1.14 倍，分别处于 2010 年以来 62%、43%的分位数水平。恒生科技指数的 PE、PB 分别为 22.93 倍、2.33 倍，分别处于 2010 年以来 33%、17%的分位数水平。

图11：全球主要权益指数 PE 估值及分位数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：全球主要权益指数 PB 估值及分位数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

截至 2026 年 9 月 25 日，10 年期美国国债到期收益率较上周五上行 16BP 至 5.17%，港股恒生指数的风险溢价率（1/恒生指数 PE-10 年期美国国债到期收益率）为 4.06%，为 3 年滚动均值-1.02 倍标准差，处于 2010 年以来 6%分位。

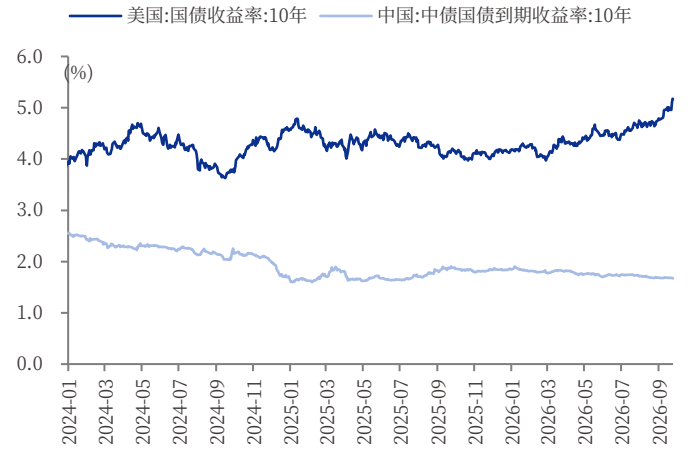
仅供内部参考，请勿外传

图13：恒生指数 PE 估值、PB 估值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

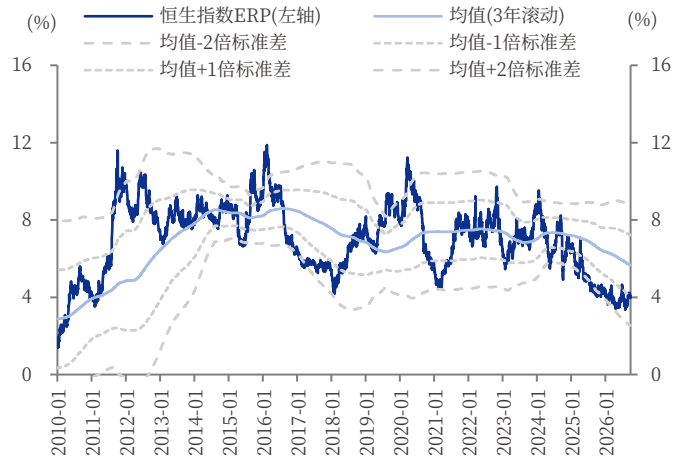
图14：10 年期美国国债收益率与 10 年期中国国债收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

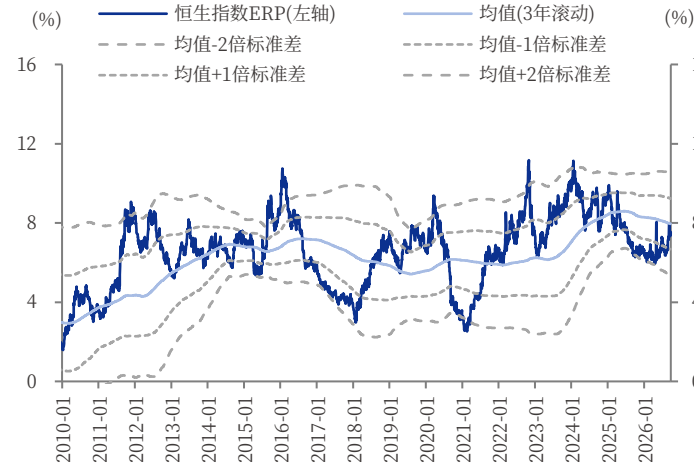
截至 2026 年 9 月 25 日，10 年期中国国债到期收益率较上周五下行 0.8BP 至 1.67%，港股恒生指数的风险溢价率（1/恒生指数 PE-10 年期中国国债到期收益率）为 7.56%，为均值（3 年滚动）-0.31 标准差，处于 2010 年以来 71%分位。

图15：恒生指数 ERP（相对 10 年期美债）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：恒生指数 ERP（相对 10 年期中国国债）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

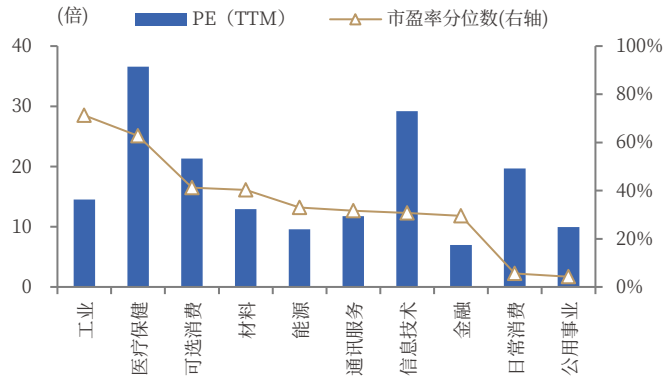
行业估值方面，截至 2026 年 9 月 25 日，港股一级行业估值分化较大。材料、可选消费、能源、通讯服务、信息技术、金融、公用事业、日常消费的 PE 估值均处于 2010 年以来 50%分位数以下，处于历史中低水平，其余行业的 PE 估值均处于 2010 年以来 50%分位数水平以上。

截至 2026 年 9 月 25 日，能源、通讯、公用事业、日常消费的股息率高于 5%，房地产、金融的股息率高于 4%，除通讯、公用事业、日常消费、信息技术外其他行业分位数均为 70%以下，投资上述行业有利于投资者获取稳定收益。

截至 2026 年 9 月 25 日，恒生沪深港通 AH 股溢价指数较上周五上行 1.19 点至 125.2，处于 2014 年以来 32.02%分位数的水平。

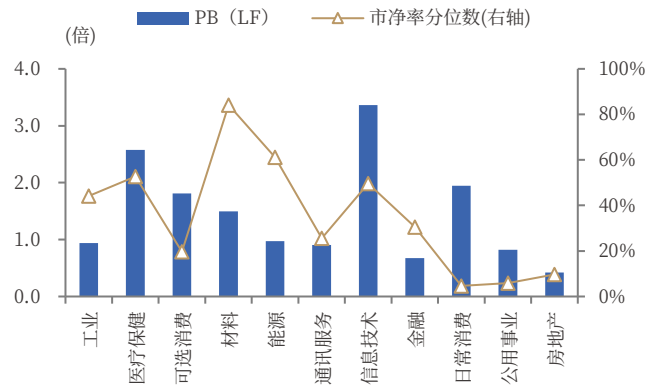
仅供内部参考，请勿外传

图17：港股一级行业 PE 估值及其 2010 年以来分位数



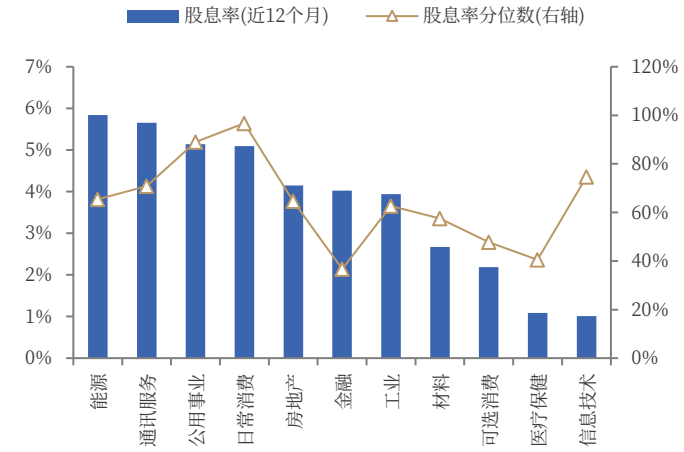
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：港股一级行业 PB 估值及其 2010 年以来分位数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：港股一级行业指数股息率及其 2010 年以来分位数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：恒生沪深港通 AH 股溢价指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、港股市场投资展望

海外方面，（1）美联储多位官员近日密集表态，警告通胀持续高企，当前政策立场可能仍不足以将物价压回 2%目标，市场对 10 月加息的预期随之大幅升温。本周四，费城联储主席 Anna Paulson 明确表示，若经济形势如预期演变，“适度进一步收紧政策或有必要”。纽约联储主席 John Williams 亦在同日发言表示，年底前再度加息是“合理”的，降低通胀仍需付出更多努力。克利夫兰联储主席 Beth Hammack 同日也强调，在通胀已长期偏高的环境下，外部冲击接连到来，将显著增加“通胀预期脱锚”的风险。（2）美国 9 月综合 PMI 产出指数由 8 月的 56.0 升至 58.4，创 62 个月新高，也是 2021 年 7 月以来最高水平。PMI 高于 50 意味着私营部门经济活动处于扩张状态。其中，美国 9 月服务业 PMI 商业活动指数由 54.5 升至 58.7，创 59 个月新高；制造业产出指数则由 53.1 大幅升至 56.7，创 53 个月新高，显示本轮经济活动加速并非集中于单一行业。（3）全球债市抛售潮加剧。周四美国财政部发行 440 亿美元 7 年期国债，中标收益率为 5.085%，创 2009 年该期限债券重新发行以来新高。30 年期美债收益率盘中一度上行 7 个基点至 5.47%，创 2004 年以来新高；5 年、10 年期美债收益率刷新逾 19 年新高；20 年期美债收益率升至 5.533%，再创 2020 年重新发行以来新高。

国内方面，(1) 中国人民银行货币政策委员会召开 2026 年第三季度例会。会议研究了下阶段货

仅供内部参考，请勿外传

币政策主要思路，建议发挥增量政策和存量政策集成效应，增强政策前瞻性灵活性针对性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。会议首次提出加强对“六张网”建设的金融支持。（2）阿里巴巴 CEO 吴泳铭在云栖大会上表示，当前客户 AI 需求非常强劲，将全力投入 AI 基础设施建设，目标到 2032 年阿里云运营的全球数据中心规模超过 20GW。吴泳铭透露，阿里计划训练参数规模达 5 至 10 万亿的新一代 AI 模型。

市场需要重新定价“更高更久”的利率环境，港股短期缺乏趋势性向上的催化。此前部分资金博弈加息落地即反弹，但美联储 9 月议息会议整体基调较市场预期更为鹰派。点阵图显示，预计年内至少还有一次加息，主席沃什将通胀列为主要矛盾，释放明确的抗通胀信号。这意味着利空出尽的逻辑被打破，不确定性并未消除，而是被延后至第四季度。

下周，9 月 28 日仅有一个完整交易日，9 月 29 日起港股通即因国庆假期暂停服务，这意味着南向资金这个近期港股最主要的边际定价力量，下周将实质性缺席。在此背景下，主线大概率是存量外资与本地资金主导下的结构性防御与局部进攻。建议关注：（1）科技板块。有真实订单和盈利支撑的算力硬件、AI 基础设施标的，可能相对抗跌，纯概念、缺乏业绩兑现的标的则可能面临更大的流动性折价。建议关注光模块/光纤、PCB、高速连接、AI 服务器/整机、国产 AI 芯片与晶圆代工、电力/备用电源/数据中心配套、大厂模型/Agent 进展等。（2）创新药及 CXO 板块。近期外资流入医药生物较多，创新药在加息落地后已有修复，需要精选个股并设好止盈。（3）低波红利。在利率高企、南向缺席的环境下，防御性配置必要性上升，建议关注公用事业、电信、能源、金融。

风险提示

国内政策力度及效果不及预期风险；市场情绪不稳定风险；贸易摩擦加剧的风险。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：全球权益市场周涨跌幅 3
图 2：2026 年以来港股三大指数累计涨跌幅 3
图 3：港股一级行业指数周涨跌幅 3
图 4：港股二级行业指数周涨跌幅 4
图 5：港交所市场总成交金额 5
图 6：南向资金周度净买入规模 5
图 7：港股中资股中主动型外资基金净流入额 5
图 8：港股中资股中被动型外资基金净流入额 5
图 9：港股本地股中全球基金净流入额 6
图 10：港股本地股中各行业全球基金净流入额 6
图 11：全球主要权益指数 PE 估值及分位数 6
图 12：全球主要权益指数 PB 估值及分位数 6
图 13：恒生指数 PE 估值、PB 估值 7
图 14：10 年期美国国债收益率与 10 年期中国国债收益率 7
图 15：恒生指数 ERP（相对 10 年期美债） 7
图 16：恒生指数 ERP（相对 10 年期中国国债） 7
图 17：港股一级行业 PE 估值及其 2010 年以来分位数 8
图 18：港股一级行业 PB 估值及其 2010 年以来分位数 8
图 19：港股一级行业指数股息率及其 2010 年以来分位数 8
图 20：恒生沪深港通 AH 股溢价指数 8

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨超，中国银河研究院策略组组长。清华大学理论经济学博士，8 年大类资产配置策略研究经验。2019 年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。

孔玥，中国银河研究院策略分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn