

研究报告

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 周文敏

李美婷

三维度观察香港金融经济首季表现

股市：一季度港股 IPO 延续活跃、募资规模同比增 5 倍；中东地缘冲突扰动市场风险偏好，恒指收跌 3.3%，南向资金流入规模有所收窄，国际资金配置结构分化。**往后看**，短期地缘冲突的不确定性技术扰动或仍存，但在全球资金寻求多元分散配置、内地积极政策持续发力显效、估值洼地和科技属性标的丰富等因素带动下，港股有望持续吸引国际资金增配。

债市：一季度中资美元债发行缩量，金融美元债仍是发行主力。美债利率走升掣肘中资美元债二级市场表现，地产板块承压，未来 3 个季度美元债到期规模较大。**往后看**，美联储降息时点延后、美债利率高位震荡，仍阶段性影响中资美元债一二级市场表现；中长期伴随美债利率趋势性回落、地产积极政策落地，中资美元债走升可期。

香港经济：“资金流 (C)” 交投活跃度提升、假日因素等提振“人流”消费回暖、“物流”延续韧性，共同支持香港经济 2026 年稳健开局。**展望二季度**，中东地缘冲突阶段影响金融市场交投气氛，利率趋势下行、“租转买”等需求料持续支持地产市场复苏；内地出口韧性、AI 需求增长预计继续为香港贸易表现提供支持。本地大型盛事、五一黄金周、阶段汇率利好，有望共同提振跨境“人流”及零售消费活力。

持续关注：(1) 中东地缘冲突动态；(2) 美联储货币政策预期变化；(3) 两地积极政策成效；(4) AI 产业链相关数据和消息，港股上市公司财报数据。

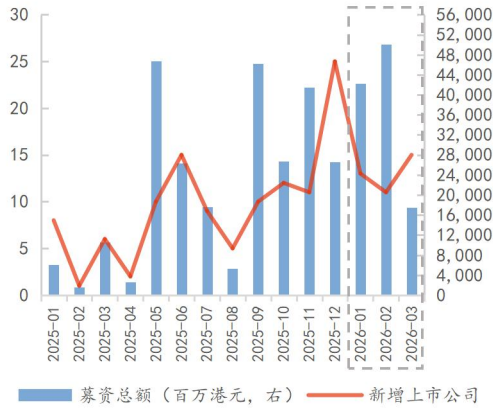
一、股市：一季度港股 IPO 募资规模同比大增 5 倍，恒指收跌 3.3%；短期地缘冲突的不确定性技术扰动或仍存，多因素支持港股交投趋势性延续活跃，港交所主板 IPO 申请超 270 只

（一）一级市场：港股 IPO 活跃，募资规模近 1100 亿港元、居全球榜首

2026 年一季度，港交所共 39 只新股上市¹、募资总额约 1,099.3 亿港元，较 2025 年同期 IPO 量额（15 只、187 亿港元）同比各增 1.6 倍、4.9 倍。其中，食品饮料企业牧原股份、东鹏饮料 IPO 项目募资规模均超过百亿港元。新上市公司主要集中在半导体、硬件设备、机械、软件服务等行业。截至 4 月 8 日，港交所处理中的主板上市申请超过 373 只，新股储备充足（见图表 1-2）。德勤统计，港交所一季度新股融资额继续居全球交易所榜首，全年港交所 IPO 融资额预计达 3,000 亿港元、稳居全球前三。港交所持续深化对外开放，今年一季度先后与巴西证券交易所、马来西亚证券交易所签署合作备忘录，其中与巴西证券交易所重点推进可持续金融及碳市场合作，与马来西亚证券交易所则推出联合冠名指数，并将就双重上市、ETF、指数及产品开发等领域深化合作。截止目前，港交所已与新加坡、印尼、泰国、马来西亚、越南等东盟多国建立了合作关系，持续深化与东盟地区的资本市场互联互通。

¹ 包括主板和创业板，不包括介绍上市、配售。

图表 1-2：港股一级市场发行情况；港交所主板 4 月部分主板新股上市时间表



公司名称	上市日期	预计募资金额/亿港元	所属 Wind 行业
思格新能	2026-04-16	44.0	硬件设备
Manycore Tech	2026-04-17	12.2	软件设备
长光辰芯	2026-04-17	26.0	硬件设备

以下公司已通过港交所聆讯

北京天星医疗	华勤技术	上海和辉光电
迈威生物科技	胜宏科技	上海商米科技

数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（数据更新截至 4 月 10 日）

（二）二级市场：一季度恒指收跌 3.3%，南向资金净流入规模有所收窄；短期地缘冲突的不确定性扰动或仍存，但国家“十五五”规划稳健开局、全球资金多元配置意愿提升、科技创新活跃、估值仍低等多因素支持港股交投活跃度

1. 股指对比：中东地缘冲突期间港 A 股表现较具韧性，恒指一季度收跌 3.3%，能源、工业等防御性板块涨幅居前。

一季度全球主要股指普遍承压收跌，美联储主席提名、AI 前景担忧、关税扰动、中东地缘冲突超预期发酵接连冲击全球股市，外围风险偏好显著降温。美股震荡下行，恐慌指数急升，科技板块领跌，伴随中东地缘冲突持续发酵，美股 VIX 恐慌指数 3 月末一度升至逾 31 水平，为 2025 年 4 月（特朗普推行关税政策）以来的新高，一季度标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别：-4.6%、-3.6%、-7.1%。

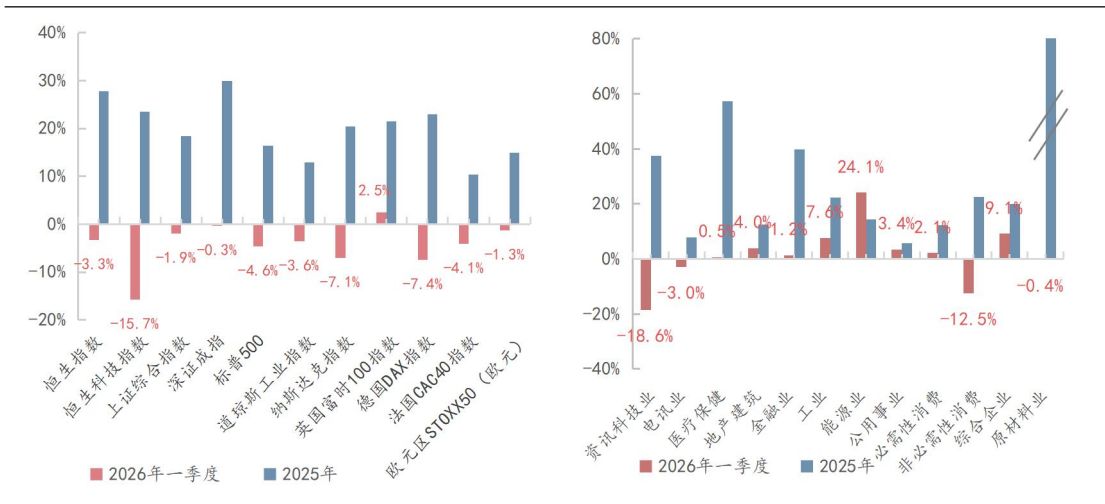
港股走势呈现“先扬后抑、结构分化”的震荡格局，季初受春节行情、两会政策预期带动走升，2 月下旬以来受美

联储鹰派转向与地缘风险上升等因素扰动波动走低，恒指截至3月末收报24,788.14点，一季度收跌3.3%或842点。恒生科技指数收跌15.7%，市场避险情绪明显升温、科技股对利率与风险波动更为敏感，中资科技股“二次上市”、港美科技股技术性联动等因素影响下，恒生科技指数调整幅度偏大。与此同时，两地积极政策释放利好信号，提振市场信心。3月“两会”将2026年经济增长目标设定为4.5%—5%的区间，财政政策更加积极，货币政策适度宽松。香港财政预算案亦推出优化资本市场组合拳，聚焦离岸人民币市场建设、两地金融互联互通扩容、港股创新发展等方向发力，巩固国际金融中心地位（详见《四个维度看两会》《2026年香港财政如何发力？》）。A股方面，上证综指、深证成指一季度分别：-1.9%、-0.3%。整体看，在中东地缘冲突持续扰动背景下，港股、A股等中国股票资产展现较强韧性。

分板块看，结构性特点较明显，港A股能源、工业、公用事业等防御性板块涨势领先。港股市场，中东地缘冲突推升油价、美联储降息延后扰动成长股估值，资金转向高股息防御板块，一季度恒生综合指数-能源(+24.1%)、工业(+7.6%)板块涨幅居前，资讯科技业(-18.6%)、非必需性消费(-12.5%)板块显著领跌。A股市场，能源(+18%)、公用事业(+8.8%)板块²逆市收涨，金融(-8.9%)、房地产(-8.1%)板块领跌。

² Wind 行业指数分类。

图 表 3-4： 港 股 与 全 球 主 要 股 指 对 比 ； 港 股 主 要 行 业 指 数 表 现



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 资金流向：沪深港通南向资金延续净流入，国际资金配置结构分化。

沪深港通南向资金延续净流入，规模小幅收窄。2026 年 一 季 度 沪 深 港 股 通 南 向 资 金 净 流 入 规 模 小 幅 收 窄 至 2,209 亿 港 元（2025 年 四 季 度：+2,373）³。一 季 度 港 股 通 成 交 额 占 港 交 所 主 板 成 交 金 额 的 平 均 比 重 为 21%，较 上 一 季 度（22%）小 幅 下 降，显 示 港 股 南 向 资 金 流 入 阶 段 降 温。

国际资金配置结构分化，中资股资金转为阶段性净流出，香港本地上市公司获持续增持。EPFR 数据显示，在前期快速 上 涨 积 累 技 术 性 调 整 压 力、不 确 定 性 推 高 短 期 交 易 需 求 等 因 素 影 响 下，一 季 度⁴全 球 基 金 配 置 中 国 上 市 公 司（包 括 A 股、港 股 中 资 股 和 美 股 中 概 股）资 金 转 为 阶 段 净 流 出 约 981 亿 美

³ 沪深港通交易信息披露机制自 2024 年 8 月 19 日起调整，沪深股通北向净流向数据不再披露。

⁴ 综合 EPFR 的 1-2 月的月度数据和 3 月前四周的周度数据。

元（2025 年四季度⁵：净流入 477 亿美元），配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入规模扩大至约 24.7 亿美元（2025 年四季度：净流入 10.1 亿美元）。

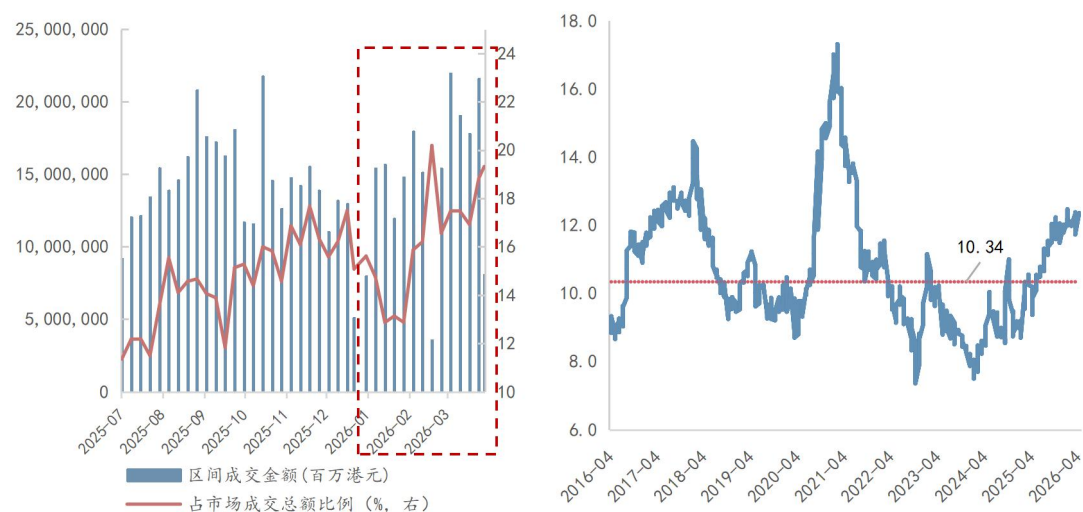
3. 港股主要分析指标：成交放量、沽空比率走升，估值明显修复但横向比较仍处低位。

技术指标看，一季度港股交投放量，港股主板日均成交额 2765 亿港元，同比增 14%、环比增 20%。其中 3 月港股主板日均成交额超过 3,000 亿港元，为近年单月高位。港股主板沽空成交比率波动走升，一季度末港股主板沽空成交比率报 19.3%（2025 年四季度末：约 15.6%）（见图表 5），反映外部不确定性升温背景下市场阶段避险情绪边际抬升。

基本面指标看，恒指估值修复但横向比较仍低。恒指标的调整（纳入宁德时代、老铺黄金等高估值企业）等因素带动下，恒生指数 P/E（TTM）于一季度末小幅升至约 12.2 倍（2025 年末：11.8 倍），是 2021 年年中以来的相对高位，处于过去 10 年 82% 的分位数水平（10 年中值水平 10.34，见图表 6）。但横向比，恒指市盈率在全球主要股指中仍处低位（标普 500：约 27.1 倍，上证指数：约 16.5 倍）。

⁵ 以 EPFR 月度数据计。

图表 5-6：主板沽空成交情况及占比（月）、恒生指数最新 P/E（TTM）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（PE10 年区间为 2016/4/1-2026/3/31）

（三）往后看，港股 IPO 料延续活跃，短期波动不改恒指升势

往后看，一级市场：两地积极政策提振叠加新股储备充足，港交所二季度 IPO 活动预计延续活跃。港交所自 3 月中旬起就“提升上市机制竞争力的建议”启动市场咨询，主要措施包括修订“同股不同权”上市要求、便利海外发行人第二上市等，咨询期将持续 8 周。上市制度的持续优化将有助于增强港股市场吸引力。二级市场：中东地缘冲突进展仍将是扰动全球市场风险偏好的关键变量，短期不确定性的技术性扰动或仍存。但在复杂地缘博弈、全球资金寻求多元分散配置背景下，港股的低估值及“抗风险”、优质科技属性标的丰富等优势突出，且国家“十五五”规划稳健开局、积极政策持续落地见效，有望进一步持续吸引国际资金增配，港股中长期走升趋势不改。

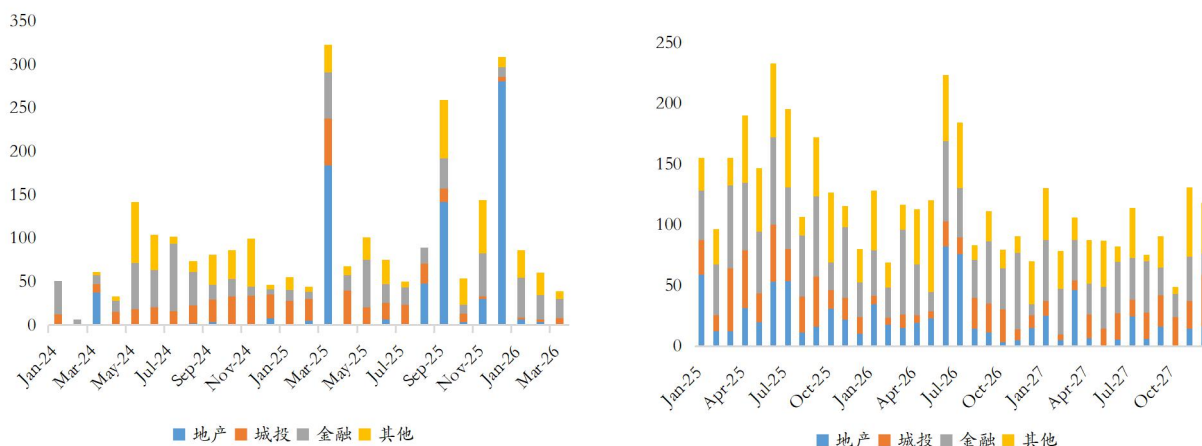
二、债市：中资美元债发行缩量；美债利率走升掣肘中资美元债二级市场表现，板块走势分化

（一）一级市场：中资美元债发行规模收缩，金融美元债仍为发行主力，未来3个季度债券到期规模较大

据彭博平台数据，一季度共有147只中资美元债完成定价，环比增加15只，同比增加13只，发行金额共186.5亿美元，环比减63%、同比减56%。按行业结构看，一季度地产、城投、金融和其他行业发行量占比分别为5.6%、6.9%、51.7%、35.8%。金融美元债是新发主力，融资金额为96.37亿美元，环比增35%、同比增30%。城投美元债新发规模回落，融资金额为12.9亿美元，环比降26%、同比降88%。地产美元债新发较少，仅有5只完成定价，融资金额为10.5亿美元，在去年高基数效应下环比降97%、同比降94%。

债务到期方面，一季度有313.6亿美元到期偿付，环比降2.7%、同比降23%。其中，金融类美元债到期偿付规模最大，为131.8亿美元；未来3个季度将有456.6亿美元、378.7亿美元、240.5亿美元到期，其中地产和金融类板块的美元债偿债压力较大（见图表7-8）。

图表 7-8：中资美元债一级市场和到期情况



数据来源：彭博、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

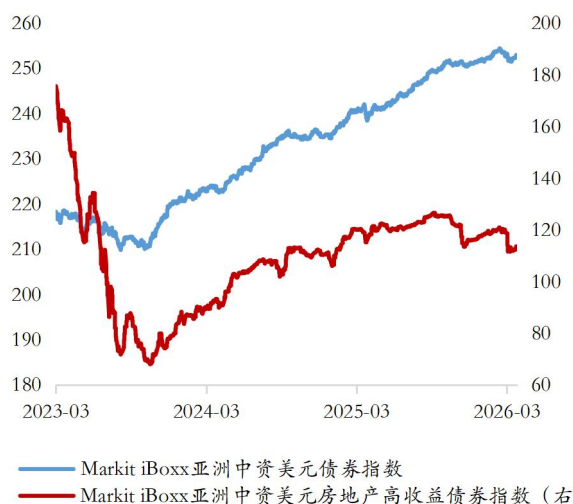
（二）二级市场：美债利率上行与地缘冲突扰动中资美元债回报指数表现，地产板块承压

一季度，中资美元债回报指数先涨后跌，呈“倒V”型走势，主要是受中东地缘冲突持续发酵影响，美债利率阶段性走升显著掣肘中资美元债上涨势头。截至一季度末，中资美元债 Markit iBoxx 总回报指数收报 252.3，较去年末微增 0.4%。投资级指数季末收报 245.7，季度涨 0.5%；市场风险偏好降温，高收益级指数表现小幅承压，季末收报 239.5，季度跌幅为 0.9%。

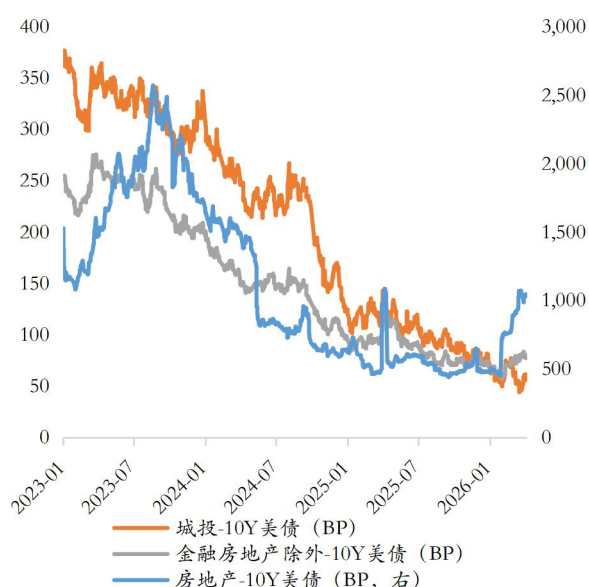
分行业看，地方政府隐性债务置换工作正加快推进，根据政府工作报告和一揽子化债方案的安排，2026 年地方将发行 2 万亿元再融资专项债券和 0.8 万亿元新增专项债券置换存量隐性债务，债务风险持续缓释。内地地产行业回暖，一季度，70 城住宅售价指数同比跌幅收窄，在“沪七条”等

支持政策带动下，重点城市新房、二手房成交规模增长。但受局部信用风险事件和市场风险偏好波动影响，地产板块有所承压，房地产债券指数跌 2.0%，房地产高收益级指数跌 3.8%。行业表现分化显著，城投、金融（除房地产外）债券指数季度分别上涨 1.2%、0.87%。

图表 9：中资美元债回报指数走势



图表 10：中资美元债分板块利差走势



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）往后看：中资美元债一二级市场表现短期或仍受地缘冲突因素扰动，中长期走升可期

往后看，美联储降息时点延后、美债利率高位震荡，仍阶段性掣肘中资美元债新发融资意愿和二级市场表现，板块回暖节奏或受行业景气分化及个别信用风险事件扰动。中长期看，伴随美债利率中枢回落、内地地产政策持续发力，在流动性改善与信用修复的双重支撑下，中资美元债走升可期。

三、香港经济：一季度“物流、资金流、人流”整体向好；香港特区政府预测 2026 年 GDP 增长 2.5%-3.5%

步入 2026 年，香港经济增长延续稳健，据“HGC 模型”⁶，

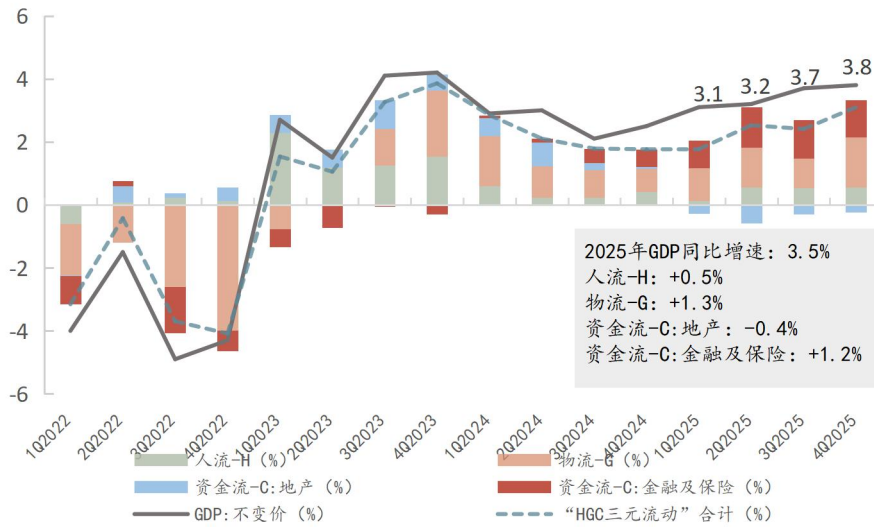
(1) “资金流 (C)” 整体向好。结合前文分析，一季度“资金流 (C)” 金融项交投仍活跃；按揭利率下降、转租为买等需求提升叠加“小阳春”效应提振“资金流 (C)” 地产项交投回暖，一季度楼宇买卖合约量、额同比各升 46%、64%；楼价走升，1-2 月官方楼价指数累计升 2.6%，租金指数基本持平；一季度中原城市领先指数 CCL 累计涨约 5.6%（见图表 12-13）。

(2) “物流 (G)” 延续韧性。1-2 月商品出口、进口货值同比各增 30%、34%，其中，出口至中国台湾 (+59%)、中国内地 (+32%)、美国 (+29%) 等地区的升幅较明显。香港国际机场 1-2 月货运量同比增长 8.1%。

(3) 春节假期赴港“人流 (H)” 高增提振消费。春节假期和多项旅游推广活动带动跨境人流量和零售消费。1-2 月访港旅客超过 995 万人次、同比增 18.4%；同期零售销售额同比增长 11.8%， “人流-消费剪刀差” 进一步收窄。

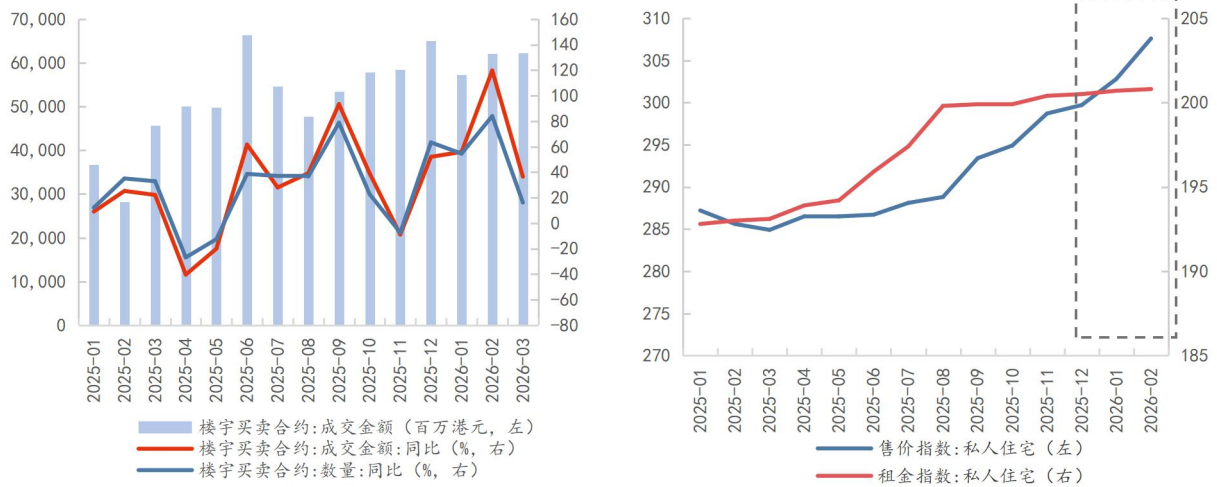
⁶ “HGC 三元流动模型” 为中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心建立的对香港经济进行分析预测的模型。“HGC 三元流动模型” 聚焦影响香港经济增长的三个重要变量：“人流” (Human)、“物流” (Goods) 及“资金流” (Capital)。模型的预测方法以动态因子模型 (dynamic factor model) 为基础，主要采用向量自回归方法 (vector autoregression)。预测因子包括宏观经济数据、行业货值数据、市场高频指数等。

图表 11：“HGC 三元流动”模型看香港经济



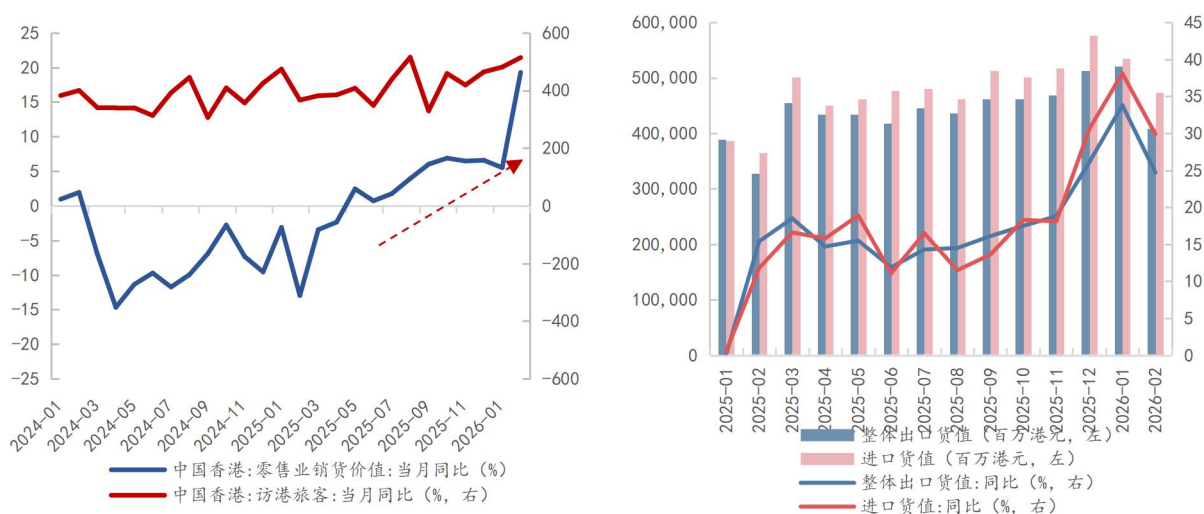
数据来源：Wind, 中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 12-13：住宅楼宇买卖合约量额、私人住宅售价/租金指数走势



数据来源：Wind, 中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 14-15：“旅客-消费剪刀差”收窄、进出口货值走势



数据来源：香港政府统计处，Wind，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望二季度，“资金流”方面，中东地缘冲突不确定性或延续扰动金融市场交投气氛、中性情形下扰动趋势减弱，利率趋势下行、“租转买”等需求释放仍对本地房地产市场复苏形成支撑。多元化市场扩展、AI相关产品需求料仍为香港“物流”表现提供韧性支持。本地大型盛事和文旅活动接连举办、五一黄金周来临、阶段汇率利好，有望继续支持跨境“人流”及零售消费活力。持续关注中东地缘冲突进展、美联储货币政策预期、两地积极政策进展。香港特区政府一季度预测 2026 年香港经济增速为 2.5%-3.5%。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**