研究报告

三维视角下香港三季度金融经济观察

股市：三季度港股 IPO 延续活跃、募资规模同比大增 123%；**恒指收升 7.6%，医疗、能源等板块领涨**，科技板块有所调整，南向及国际资金净流入均扩大。10 月以来，受美联储紧缩预期、AI 资本开支担忧、企业财报数据等影响，港股阶段回调。**往后看，**短期观望情绪带动下市场或仍有一定技术性盘整空间，但伴随外部政策不确定性下降、内地积极政策效应逐步显现，港股配置吸引力有望趋势走升；港交所 IPO 申请储备约 350 只。

债市：受三季度受美联储加息及美债利率高企影响，中资美元债发行进一步缩量，融资额环比下降 24.3%，金融债仍为发行主力。二级市场受美债利率上行及地缘扰动有所回落，但高收益及地产板块表现亮眼。10 月以来，随着美债收益率高位回落，中资美元债总回报指数走升。**往后看，**新发融资或受利率掣肘，二级市场料延续分化。

经济：“物流（G）”在超级半导体周期及 AI 需求拉动下展现超预期韧性，“资金流（C）”金融项坚挺、交投活跃度提升，假日等因素提振“人流”消费回暖。全年看，物流与金融项仍将是主要增长拉力，2026 年香港预计可实现 4%以上 GDP 增速。

持续关注：（1）中东地缘冲突缓和路径的不确定性及其对全球风险偏好的扰动；（2）美国中期选举结果及美联储后续政策路径；（3）AI 资本开支兑现周期对科技股及央行政策预期的影响；（4）两地系列资本市场积极政策效应。

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 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。

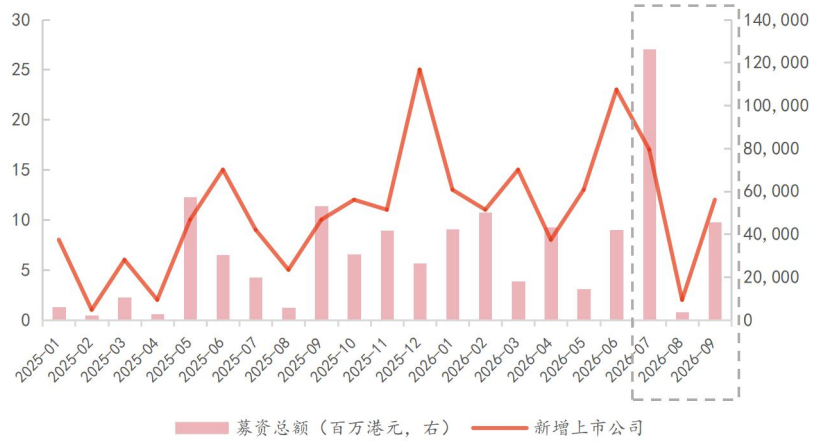
一、股市：三季度港股 IPO 募资规模同比增 123%，恒指收升 7.6%；短期观望情绪带动下市场或仍有一定技术性盘整空间，多因素支持港股交投趋势性走升，港交所正在处理中的 IPO 申请约 350 只

（一）一级市场：三季度港股 IPO 延续活跃，募资规模超 1700 亿港元，位居全球第二

2026 年三季度，港交所共有 31 只新股[1]上市、募资总额超 1,756 亿港元，较去年同期 IPO 量额（24 只、789 亿港元）同比各增 29%、123%。其中，7 月末中际旭创募资总额超 610 亿港元，为 2019 年 9 月以来最大的港股 IPO 项目。

2026 年前三季度，港股 IPO 募资总额约 3,856 亿港元，共有 114 支新股上市，其中有 38 家为 A 股上市公司。截至 10 月 29 日，**港交所处理中的上市申请约 350 只**，新股储备充足（见图表 1-2）。据德勤统计，港交所全年 IPO 融资额预计最少达 4,800 亿港元，有望创历史新高。

图表 1：港股一级市场发行情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

[1] 包括主板和创业板，不包括介绍上市、配售、HDR。

图表 2：10 月港交所主板新股上市时间表

公司名称	上市日期	实际募资总额（百万港元）	所属 Wind 行业
奕斯伟计算机	10 月 9 日	2,506.80	半导体
传音控股	10 月 15 日	3,058.70	硬件设备
东山精密	10 月 28 日	9,876.38	硬件设备

数据来源：WIND、港交所、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心（数据更新至 10 月 28 日）

（二）二级市场：三季度恒指收升 7.6%，南向资金净流入规模环比扩大；短期观望情绪带动下市场或仍有一定技术性盘整空间，但伴随外部政策不确定性下降、内地积极政策效应逐步显现，港股配置吸引力有望趋势走升

1.股指对比：港股表现优于全球，恒指三季度收升 7.6%，医药、能源、材料等板块涨幅居前，恒生科技指数跌近 5%。

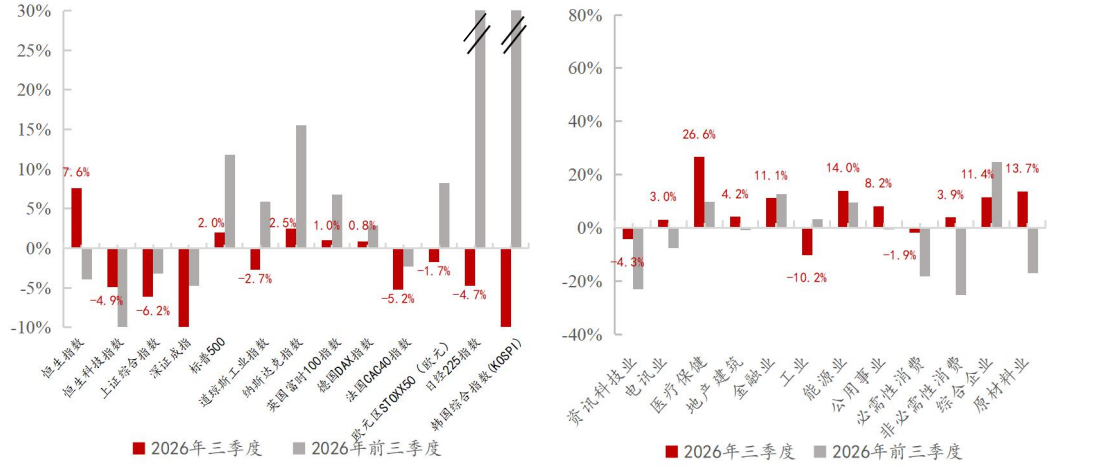
三季度全球股市普遍承压。中东地缘冲突波折再起、发达经济体长债利率攀升、美联储重启加息接连冲击下，外围风险偏好显著降温，**港股整体表现优于全球其他市场。**美股整体小幅上行，**标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别收+2.0%、-2.7%和+2.5%，港股跑赢 A 股与美股。**

港股整体呈现“先扬后抑、结构分化”的震荡走升格局。季初，受美联储转鹰、人工智能板块去杠杆等因素影响，风险偏好显著降温，全球股市出现较大幅度回调。但受估值偏低、板块权重分布等因素支持，港股在此次回调中表现出较优防御属性。进入 8 月，互联网大厂较大规模再融资带来供给压力，叠加地缘不确定性升温、美联储首次加息落地，港股调整**但整体收涨。截至 9 月末收报 24613.27 点，三季度**

收涨 7.6%。

分板块看，结构性上涨特点明显，港股医疗、能源、原材料板块涨势均领先，半导体板块明显回调。**港股市场**，三季度恒生综合指数-医疗保健（+27%）板块显著领涨；其次是能源（+14%）、原材料（+14%）、综合（+11%）等板块。恒生科技指数调整延续，收跌 4.9%。**A 股市场，三季度深证成指收跌 20.5%，上证综指下跌 6.2%**（见图 3-4）。

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，国际资金加仓中资股。

沪深港通南向资金净流入规模扩大。2026 年三季度沪深港股通南向资金净流入规模延续扩大至 1,340 亿港元（二季度：801 亿）[2]。三季度**港股通成交额占港交所主板成交金额**

[2] 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。

的平均比重为 21%，较二季度（20%）走升。

国际资金配置结构分化，中资股全球资金转为净流入，香港本地上市公司资金流入走弱。EPFR 数据显示，三季度[3]全球基金配置中国上市公司（包括在 A 股、H 股和美股上市的中国企业）资金净流入扩大至约 428.7 亿美元（二季度[4]：净流出 1,242.7 亿美元），配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入规模约为 12.3 亿美元（二季度：净流入 15.1 亿美元）。

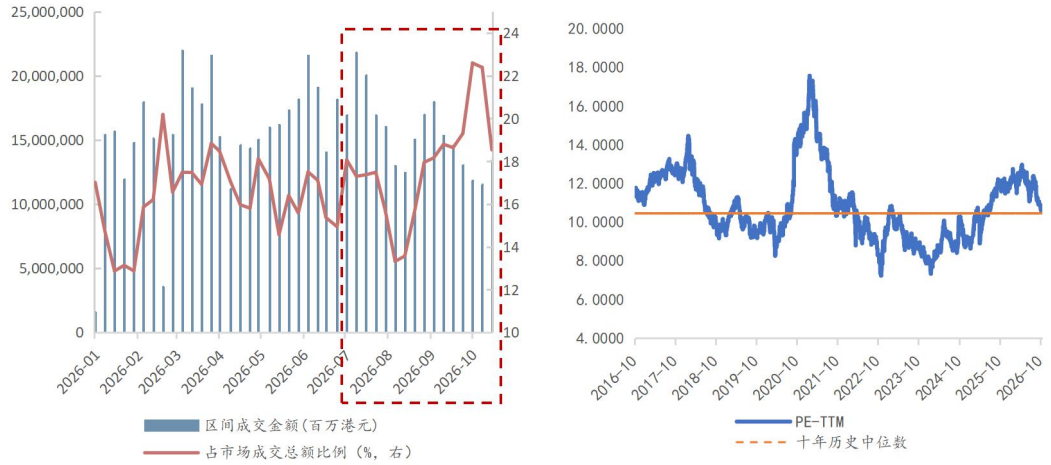
3.港股主要技术指标：成交缩量、沽空比率走升，估值回落、处于全球较低水平。

技术指标看，三季度港股交投缩量，港股主板日均成交额 2,540.8 亿港元，同比降 11%、环比降 12%。**港股主板沽空成交比率波动、季末有所走升，**三季度末港股主板沽空成交比率报 20.1%（二季度末：18.4%）（见图表 5），反映**外部不确定性延续背景下市场阶段避险情绪边际有所抬升。**

基本面指标看，三季度港股估值明显回落，横向比较仍低。截至三季度末，恒生指数 P/E（TTM）约为 10.9 倍，处于过去 10 年 57%的分位数水平（10 年中值水平 10.5，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 25.1 倍，上证：约 15.6 倍）。

[3] 综合 EPFR 的 7-8 月的月度数据和 9 月前四周的周度数据。
[4] 以 EPFR 月度数据计。

图表 5-6：主板沽空成交情况及占比（周）、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 2016/10/1-2026/9/30）

（三）10 月以来走势及展望：科技板块调整、港股短期或仍有一定盘整空间；往后看，IPO 料延续活跃，多因素支持二级市场趋势走升

10 月中旬以来，市场对 AI 大额资本开支的兑现周期及可持续性担忧加剧，叠加长债收益率高位波动，全球科技股深度调整，港股走势亦承压。截至 10 月 28 日，恒指、恒生科技指数分别累计：-6.2%、-9.4%；上证指数、深证成指分别：-4.2%、-11.0%；标普 500、道琼斯指数、纳斯达克指数分别：1.2 %、3.1%、-1.2%。

往后看，一级市场：两地积极政策提振叠加新股储备充足，港交所四季度 IPO 活动预计延续活跃。**二级市场：**短期内，美联储政策预期、中东地缘冲突、美国中期选举等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仍存。10 月美联储“鹰派按兵不动”，美债利率在历史高位波动，拖累市场流动性和风险偏好，仍掣肘短期港股走升

动能。但伴随外部政策不确定性下降、内地积极政策效应逐步显现，港股配置吸引力有望趋势走升。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，亦需持续关注中东地缘形势、AI 产业链创新应用等对央行政策及市场风险偏好的影响。

二、债市：中资美元债一级市场发行缩量，二级市场地产板块表现突出

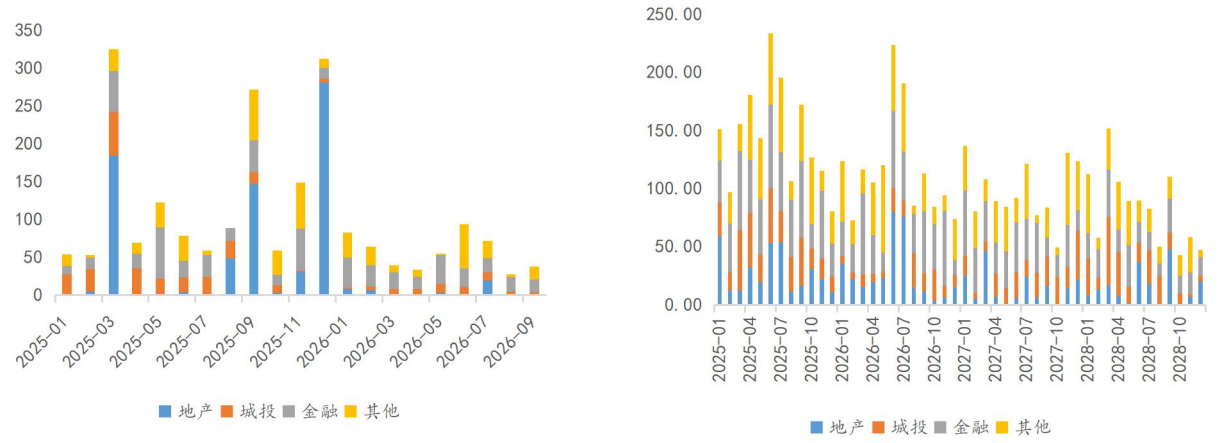
（一）一级市场：中资美元债发行进一步缩量、融资额环比降 24.3%，金融美元债仍是发行主力

受美联储加息、美债利率高企等影响，三季度中资美元债发行显著缩量。根据彭博平台数据，三季度共有 129 只中资美元债完成定价，环比增加 18 只，同比减少 55 只。发行金额共 137.6 亿美元，环比减 24.3%、同比减 67.2%。**按行业结构看**，三季度地产、城投、金融和其他行业发行量占比分别为 14.3%、14.4%、39.6%、31.6%。**金融美元债依旧为新发主力**，占比达 39.6%，总融资金额为 54.5 亿美元，环比减 31%、同比减 38.2%。**城投美元债新发规模回落**，融资金额为 19.9 亿美元，环比减 32.6%、同比减 68.2%。**地产美元债发行较少**，仅 7 月有 3 只完成定价，融资额为 19.7 亿美元，低基数效应下环比增 336.6%、同比减 90%。

债务到期方面，三季度共有 388.9 亿美元到期偿付，环比降 13.4%、同比降 18%。其中，金融类美元债到期偿付规

模最大，为 128.7 亿美元。四季度预计共有 252.1 亿美元到期，环比降 35.2%，同比降 21.9%，其中金融类美元债到期占比达 46.1%。2027 年前二季度中资美元债分别有 324.7 亿美元、265 亿美元到期，偿债规模较大的仍为金融类美元债（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

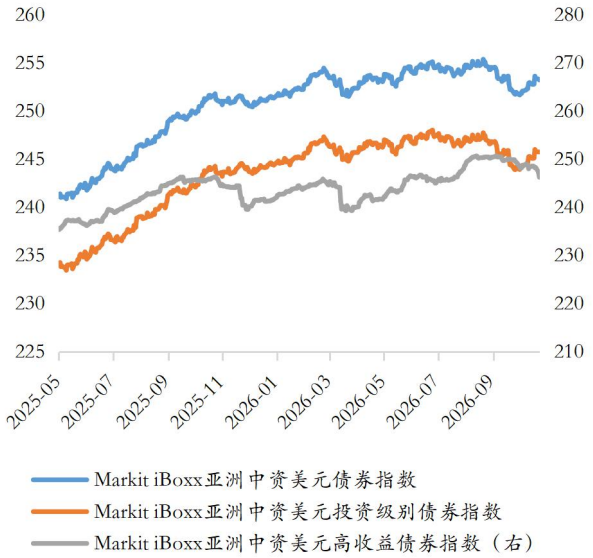
（二）二级市场：美债利率上行、地缘冲突扰动等因素拖累中资美元债回报指数表现，地产板块表现亮眼

三季度中资美元债回报指数回落，主要受 8 月以来美债利率快速上行、美联储加息落地等因素影响。**截至三季度末，中资美元债 Markit iBoxx 总回报指数收报 251.7，较二季度末跌 1.17%。**投资级指数季末收报 243.9，季度跌 1.5%；**高收益债券较佳，季末收报 249.5，季度涨幅达 1.7%。**

分行业看，地产、城投、金融指数均录得正增长。内地地产行业回暖，三季度 70 城住宅售价指数同比跌幅收窄，

提振相关板块表现，房地产债券指数升 1%，房地产高收益级指数升 2.6%。城投、金融（除房地产外）债券指数季度分别上涨 0.7%、0.3%。（见图表 9-10）。

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）10 月以来走势及展望：美债利率高位回落带动中资美元债走升；往后看，新发融资或仍受利率掣肘，二级市场料延续分化

进入 10 月，受科技股回调、AI 债务融资担忧推动避险需求回升等因素影响，美债收益率高位有所回落。中资美元债总回报指数走升。截至 10 月 28 日，中资美元债 Markit iBoxx 总回报指数收报 253.0，月内累计涨 0.5%；投资级指数收报 245.5，涨 0.7%。高收益级指数收报 245.3，月内跌 1.7%。**分行业看，**城投、金融（除房地产外）均上行，月内

分别升 0.2%、0.1%；房地产债券指数回落，月内跌 2.0%。

往后看，短期内美联储紧缩预期延续、美债利率高位震荡、中美利差倒挂幅度走阔，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。

三、香港经济：三季度“物流、资金流、人流”全面向好，“物流（G)”动能尤为强劲；上调全年经济增速预期至4%以上

2026 年上半年香港 GDP 同比增长 5.1%，为近五年来最强劲的半年度增速。三季度经济增长延续稳健，据我们的“HGC 模型”[5]:

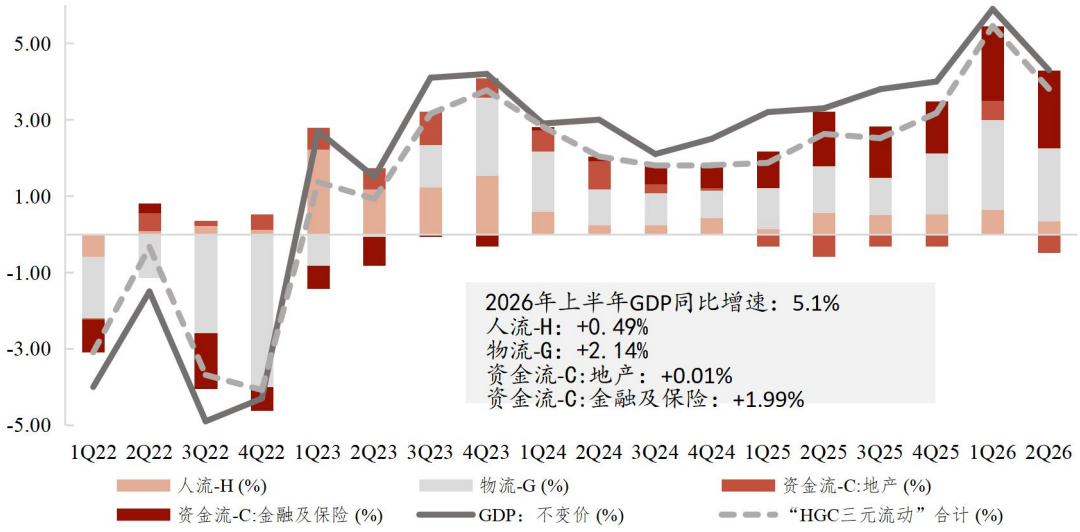
（1）“物流（G)”大幅走升。7-9 月商品出口、进口货值同比分别增 56.3%、53.0%,其中,出口至中国台湾(+106%)、美国（+95%)、越南（+72%）等地区的升幅较明显。

（2）“资金流（C)”整体向好。结合前文分析，**三季度“资金流（C)”金融项交投坚挺；“资金流（C）”地产项交投高位有所回落，**三季度楼宇买卖合约量、额分别同比跌 7.9%、3.9%；三季度官方楼价指数较上季度末跌 0.8%，租金指数累计升约 3.1%；三季度中原城市领先指数 CCL 累计跌 0.4%（见图表 12-13)。

[5]“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。

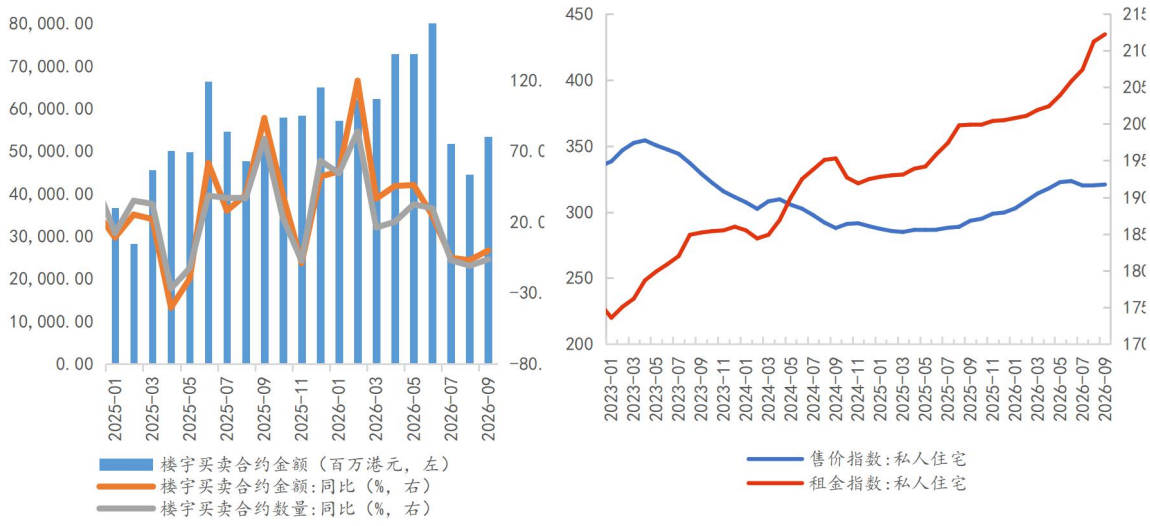
（3）暑假赴港“人流（H）”活跃、提振消费。暑假叠加多项旅游活动推广，提振跨境人流量和零售消费。7-8 月访港旅客超过 996 万人次、同比增 4.4%；同期**零售业销售额同比升 5.1%，“人流-消费剪刀差”进一步收窄。**

图表 11：“HGC 三元流动”模型看香港经济



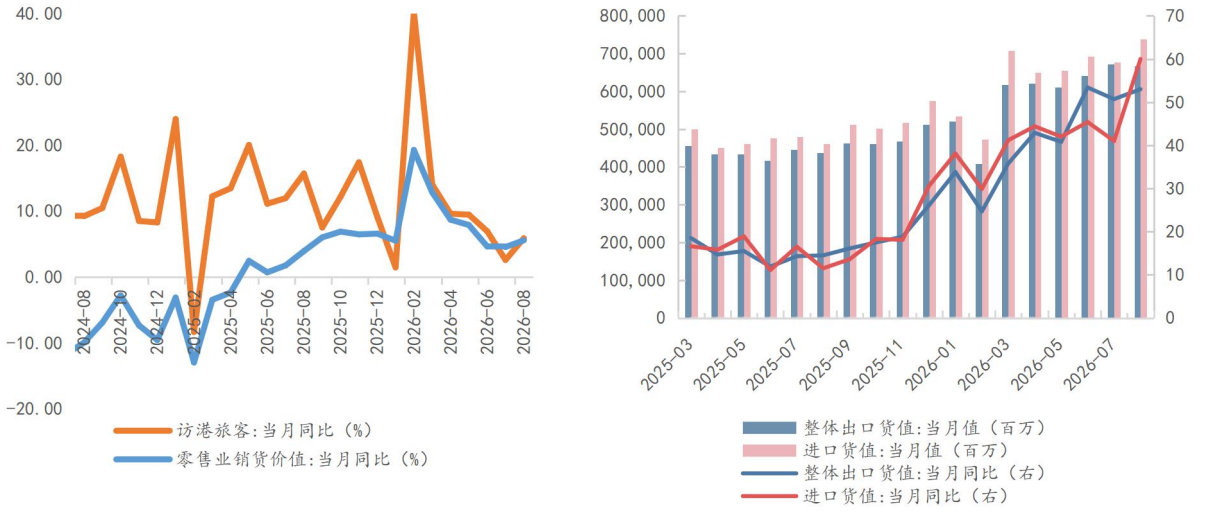
数据来源：WIND，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 12-13：香港地产市场交投、价格指数变动情况



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”及进出口货值走势



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

展望全年，我们上调香港全年经济增速预期，中性偏乐观情形下，香港 2026 年预计可实现 4%以上的 GDP 增速。分项看，**“物流（G）”是 2026 年香港经济增长的主要拉动力，超级半导体周期下，AI 产品需求有望持续提振香港商品贸易表现。“资金流（C）”金融项也是年内香港经济增长重要动能，港股 IPO 量、额大增，“十五五”开局叠加两地资本市场政策持续显效。“资金流（C）”地产项增长韧性仍存。**其中，**住宅市场方面，**积极推售新盘、美联储紧缩预期延续、前期涨幅较大等因素影响下，楼价短期内大幅回升概率较小；但库存明显回落（9 月末一手房存量仅约 1.9 万伙，未来 3-4 年潜在供应量降至 9.6 万伙）、“汇企引才”等政策支持、“租转买”等需求释放仍对本地地产市场复苏形成支撑，截至 9 月末私人住宅售价指数较去年末仍升 7.1%，进一步下行空间亦有限。**商业地产市场，**教育/住宿类资产交投活跃，零售

商铺和工业物业交投表现仍偏弱，截至 8 月末写字楼售价指数较去年末升 3.8%、零售业楼宇售价指数累跌 4.7%。空置率回落但整体仍处于偏高水平（根据高力统计，9 月末全港写字楼空置率仍达到 15.2%，但中环和金钟降至 9.1%，工业物业空置率降至 9.9%),后续料延续分化复苏态势。**“人流(H)”对香港经济增长的贡献料延续正向拉动。**四季度是传统旅游旺季，叠加引才计划、吸引旅客访港措施持续显效，跨境人流料持续活跃。



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。