基金经理专栏

Fund Manager Column

2026 年 10 月

有关基金经理最新市场展望，
请扫描右方二维码观看影片：

美国国债收益率达5%关口：盈利是股票估值的关键支点

过去一年，市场预期由减息转向加息，长年期美国国债遭遇大幅抛售，3年期收益率升至约二十年高位。美国联储局2026年9月会议加息25基点至3.75%-4.00%，市场将其定价为「浅层紧缩」的延续，即对去年预防式减息的逆转；加息当日长端利率不升反降，印证了这一温和定价，而历史上此类加息对股市冲击亦有限，尤其在本轮远超预期的盈利增长支撑下，标普500指数仍保持升势。然而，10年期美国国债收益率仍在5%关口徘徊。

基于 1962 年至今的月度数据，历史关系表明，收益率上升初期支持估值扩张，反映更强劲的经济增长与通胀；超过一定阈值后则开始压缩估值。大致来看，此阈值水平取决于盈利增速的高低：例如，当过去 12 个月盈利增速低于 10%时，收益率升穿 5%后估值即明显承压——收益率每上行 100 个基点，市盈率平均收缩 5%至 16%；而当盈利增速高于 10%时，即使收益率进一步升至 5.5%-6.0%的历史高位，市盈率亦未见系统性压缩。换言之，5%是利率影响估值的分水岭，而强劲的盈利增长正是跨越这一分水岭的关键支撑。

在全球人工智能热潮、国防支出大幅增加和能源安全投资扩大的共同推动下，全球经济正迎来一次深刻的结构性转变，并逐步由过去的消费主导，转向由企业与政府投资共同带动的新阶段。同时，超大规模云服务科技企业正大量借款以大幅扩张数据中心，尽管科技股增加杠杆水平可能导致对利率高度敏感的潜在风险，但基金经理认为当前大型科技企业的杠杆与盈利水平仍可持续。在重大系统性风险尚未显现下，盈利基本面应会受到持续支撑。

当前美国 10 年期国债收益率正处于 5%分水岭附近，而标普 500 指数过去 12 个月盈利增速达+21.5%（前瞻口径更达+34.8%），远高于 10%的历史门槛。基金经理认为，只要盈利仍可维持双位数增长，高利率对估值扩张的挤压作用便会相对有限。

从估值水平看，当前前瞻市盈率为 20.2 倍，较 1990 年以来均值（17.4 倍）高出约 0.8 个标准差——偏贵但未到极端。考虑到市场预期未来一年盈利增速仍达双位数，在盈利顺利兑现的前提下，前瞻估值水平具备可持续性。不过，投资者仍需持续监控两个变量：一是盈利增速可持续性，二是核心通胀进一步上升的风险——若中东局势持续推高油价并向核心通胀传导，历史经验显示利率上行的估值压力将显著加大。基于以上分析，基金经理对股票维持正面看法，并以盈利趋势为首要监控变量。同时，在估值偏高及地缘政治不确定性下，对短期市场波动保持审慎。

重要资讯

投资涉及风险，并可受市场波动及一切固有风险所影响。对新兴市场进行投资涉及特殊的风险和考虑。投资者作出的投资可能并无回报及/或蒙受重大的亏损。过去的表现并不代表未来的表现。

本文件之资料是根据相信是可靠的来源而编制，但并未有独立查证。中银国际英国保诚资产管理有限公司并不就当中所载之任何资料、意见或推测，或任何此等意见或推测之基础作出任何明示或默示的申述、保证或承诺。以上基金经理评论只反映基金经理于本文件刊发日期时之意见、看法及诠释。本文件所载之资料、意见及推测均反映刊发日的情况，并可能在没有作出事前通知的情况下作出变更。投资者不应仅依赖有关资料、意见及推测而作出投资决定。投资者作出任何投资决定前，应适当地寻求独立的财务及专业意见。不可翻印或传送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。本文件所载之资料、意见及推测只提供资料性用途。本文件并不构成任何分销或任何买卖产品之建议、要约、邀请或游说。任何人士因使用或信赖本文件之资料、意见或推测而招致之损失，本公司概不负责。

本文件由中银国际英国保诚资产管理有限公司刊发，并未经证监会审核。

中銀國際
BOC INTERNATIONAL
PRUDENTIAL
保誠集團
中銀保誠資產管理
BOCI-Prudential Asset Management