

基金經理專欄

Fund Manager Column

2026 年 10 月

有關基金經理最新市場展望，
請掃描右方二維碼觀看影片：



美國國債收益率達5%關口：盈利是股票估值的關鍵支點

過去一年，市場預期由減息轉向加息，長年期美國國債遭遇大幅拋售，3年期收益率升至約二十年高位。美國聯儲局2026年9月會議加息25基點至3.75%-4.00%，市場將其定價為「淺層緊縮」的延續，即對去年預防式減息的逆轉；加息當日長端利率不升反降，印證了這一溫和定價，而歷史上此類加息對股市衝擊亦有限，尤其在本輪遠超預期的盈利增長支撐下，標普500指數仍保持升勢。然而，10年期美國國債收益率仍在5%關口徘徊。

基於 1962 年至今的月度數據，歷史關係表明，收益率上升初期支持估值擴張，反映更強勁的經濟增長與通脹；超過一定閾值後則開始壓縮估值。大致來看，此閾值水平取決於盈利增速的高低：例如，當過去 12 個月盈利增速低於 10%時，收益率升穿 5%後估值即明顯承壓——收益率每上行 100 個基點，市盈率平均收縮 5%至 16%；而當盈利增速高於 10%時，即使收益率進一步升至 5.5%-6.0%的歷史高位，市盈率亦未見系統性壓縮。換言之，5%是利率影響估值的分水嶺，而強勁的盈利增長正是跨越這一分水嶺的關鍵支撐。

在全球人工智能熱潮、國防支出大幅增加和能源安全投資擴大的共同推動下，全球經濟正迎來一次深刻的結構性轉變，並逐步由過去的消費主導，轉向由企業與政府投資共同帶動的新階段。同時，超大規模雲服務科技企業正大量借款以大幅擴張數據中心，儘管科技股增加槓桿水平可能導致對利率高度敏感的潛在風險，但基金經理認為當前大型科技企業的槓桿與盈利水平仍可持續。在重大系統性風險尚未顯現下，盈利基本面應會受到持續支撐。

當前美國 10 年期國債收益率正處於 5%分水嶺附近，而標普 500 指數過去 12 個月盈利增速達+21.5% (前瞻口徑更達 +34.8%)，遠高於 10%的歷史門檻。基金經理認為，只要盈利仍可維持雙位數增長，高利率對估值擴張的擠壓作用便會相對有限。



中銀國際
BOCI INTERNATIONAL



PRUDENTIAL
保誠集團

中銀保誠資產管理
BOCI-Prudential Asset Management



從估值水平看，當前前瞻市盈率為 20.2 倍，較 1990 年以來均值 (17.4 倍) 高出約 0.8 個標準差——偏貴但未到極端。考慮到市場預期未來一年盈利增速仍達雙位數，在盈利順利兌現的前提下，前瞻估值水平具備可持續性。不過，投資者仍需持續監控兩個變量：一是盈利增速可持續性，二是核心通脹進一步上升的風險——若中東局勢持續推高油價並向核心通脹傳導，歷史經驗顯示利率上行的估值壓力將顯著加大。基於以上分析，基金經理對股票維持正面看法，並以盈利趨勢為首要監控變量。同時，在估值偏高及地緣政治不確定性下，對短期市場波動保持審慎。

重要資訊

投資涉及風險，並可受市場波動及一切固有風險所影響。對新興市場進行投資涉及特殊的風險和考慮。投資者作出的投資可能並無回報及/或蒙受重大的虧損。過去的表現並不代表未來的表現。

本文件之資料是根據相信是可靠的來源而編制，但並未有獨立查證。中銀國際英國保誠資產管理有限公司並不就當中所載之任何資料、意見或推測，或任何此等意見或推測之基礎作出任何明示或默示的申述、保證或承諾。以上基金經理評論只反映基金經理於本文件刊發日期時之意見、看法及詮釋。本文件所載之資料、意見及推測均反映刊發日的情況，並可能在沒有作出事前通知的情況下作出變更。投資者不應僅依賴有關資料、意見及推測而作出投資決定。投資者作出任何投資決定前，應適當地尋求獨立的財務及專業意見。不可翻印或傳送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。本文件所載之資料、意見及推測只提供資料性用途。本文件並不構成任何分銷或任何買賣產品之建議、要約、邀請或遊說。任何人士因使用或信賴本文件之資料、意見或推測而招致之損失，本公司概不負責。本文件由中銀國際英國保誠資產管理有限公司刊發，並未經證監會審核。