



## 海外市场月报

证券分析师

薛威

资格编号: S0120523080002

邮箱: xuewei@tebon.cn

谭诗吟

资格编号: S0120523070007

邮箱: tansy@tebon.cn

## 拐点将至的冷静期

### 投资要点:

- **5月全球股市多数上涨，发达市场整体优于新兴市场。**美股继续强势，纳斯达克、标普500和道琼斯工业指数分别上涨6.9%、4.8%和2.3%；欧洲市场，德国DAX、英国富时100和法国CAC40涨幅分别为3.2%、1.6%和0.1%；新兴市场分化，越南VN30上涨2.9%，印度SENSEX30、墨西哥MXX、巴西IBOVESPA指数均下跌。
- **经济和通胀数据显示美国经济有转弱迹象，但是降息预期变动并不大，资本市场并未计价降息预期。**5月31日公布美联储最为关注的通胀指标，美国4月核心PCE同比2.8%符合预期，环比0.2%低于预期值0.3%，创年内新低。除PCE以外的经济数据也显示出美国经济有转弱迹象，PCE发布后，5月芝加哥PMI出炉，读数为35.4，远低于预测值41.0。美债利率下行，2Y利率下行至4.9%以下，10Y利率降至4.5%附近。但是CME显示的降息预期并没有大幅波动，目前首次降息概率最高的是9月（47.0%），其次是11月（46.6%），5月以来联储降息预期一直维持窄幅波动，5月以来美联储的表态依旧偏鹰，加上年初与联储博弈告负，市场态度谨慎，不敢加码交易降息前景。5月31日的资本市场的表现也体现出了这一点，一是伦敦金现下跌，并未计价通胀缓和、美债利率回落的预期；二是美股指数分化但盘中巨震，道指收盘最优，当然除了市场纠结之外，也有月末资金调仓的影响；不过美债市场相对而言较理性，还是做出了针对偏弱经济数据的回应。
- **经济数据或迎反复，美国大选日趋激烈。**6月公布的美国经济数据或许不会像4月那样全面转弱，但分化是可以预期的，就业、消费、通胀的不同组合带来的情景展望与市场影响大相径庭，我们目前所能看到的是就业偏稳、消费难升、通胀反复的格局，市场的纠结期或许需要非农和FOMC更新的点阵图来破除。另外，纽约一家法院陪审团裁定，美国前总统特朗普在“封口费”案中有罪，被控的34项罪名全部成立，对特朗普的量刑将在7月11日公布，恰好在共和党正式宣布候选人之前，因此6月或成为一个特殊的窗口期。虽然特朗普仍然可以参加选举，但这一事件必然会对民调和两党博弈形成影响，也为大选增添更多不确定性。目前来看，拜登和特朗普仍然是参加最终角逐概率最大的候选人。当然，特朗普的上诉一旦到最高法院，有罪结论很可能会被推翻，但党派博弈到这种程度，无论是作为首位面临如此窘境的特朗普和其所代表的共和党，还是作为美国选民乃至全球观众，都对未来美国社会演化和其外溢性产生了担忧。不过大选愈演愈烈似乎已经成为大家的共识，具体还会上演什么剧本，才是大家所关注的。
- **配置建议：6月预计市场将面临财报驱动消退+大选外溢效应增强+降息预期仍旧模糊的环境组合，市场的不确定性进一步增强，加上目前多数资产均处于一个难言估值性价比的位置，因此我们仍然建议以“高赔率”为主要配置思路，关注日元汇率、日元资产、美股中小盘等。**
- **风险提示：海外通胀反弹超预期；全球经济景气不及预期；地缘政治局势超预期**

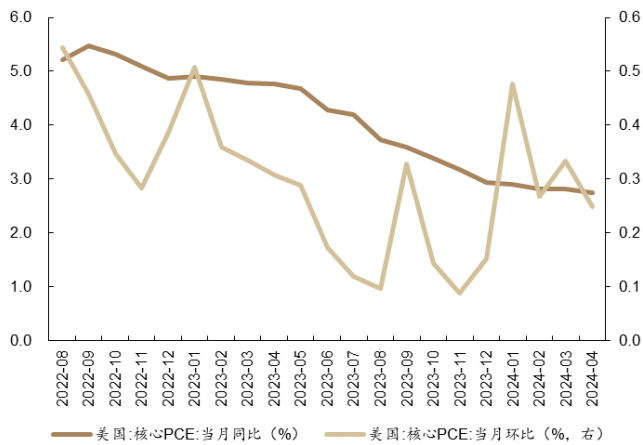
## 内容目录

1. 全球股票市场表现 .....	4
1.1. 涨跌幅 .....	4
1.2. 估值 .....	6
2. 重要数据发布前瞻 .....	7
3. 流动性 .....	8
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 4 月核心 PCE 环比低于预期值.....	4
图 2: CME 模型显示 9 月首次降息概率为 47%.....	4
图 3: 近两月全球主要股票市场指数涨跌幅.....	4
图 4: 近两月全球主要商品涨跌幅.....	4
图 5: 近两月美股小盘风格指数涨跌幅 (%).....	5
图 6: 近两月美股标普 500 行业指数涨跌幅 (%).....	5
图 7: 近两月港股风格指数涨跌幅 (%).....	5
图 8: 近两月港股行业指数涨跌幅 (%).....	5
图 9: 全球主要股票市场估值.....	6
图 10: 标普 500 股债收益比.....	6
图 11: 纳斯达克股债收益比.....	6
图 12: 恒生指数股债收益比.....	7
图 13: 恒生科技股债收益比.....	7
图 14: 美股行业估值.....	7
图 15: 港股行业估值.....	7
图 16: 重要国家大事前瞻.....	7
图 17: 十年期美债、中债利率走势.....	8
图 18: 美元指数与欧元兑美元走势.....	8
图 19: 英法德与日本十年期国债利率走势 (%).....	9
图 20: 美元兑港币与美元兑离岸人民币走势.....	9
图 21: 港股通净买入规模变化.....	9
图 22: 过去一月南向资金分行业净流入.....	9

图 1：4 月核心 PCE 环比低于预期值



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：CME 模型显示 9 月首次降息概率为 47%

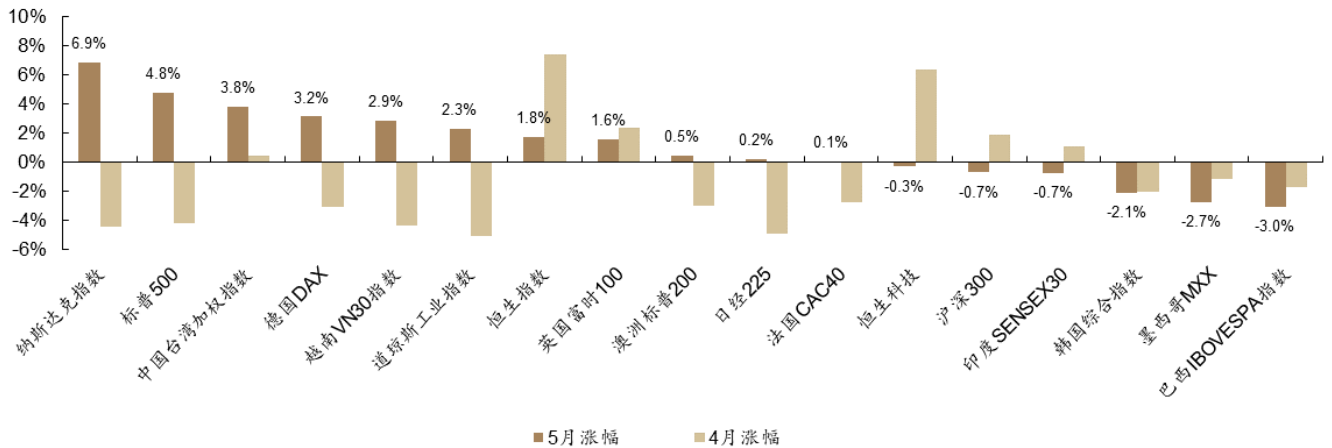
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	95.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	15.7%	83.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.5%	47.0%	45.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	17.2%	46.6%	34.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.2%	10.6%	33.7%	39.6%	15.0%
2025/1/29	0.0%	0.4%	4.3%	18.3%	35.7%	31.4%	10.0%
2025/3/19	0.2%	2.2%	10.8%	26.4%	33.7%	21.4%	5.3%
2025/4/30	0.9%	5.1%	16.0%	28.8%	29.6%	16.0%	3.5%

资料来源：CME Group，德邦研究所

## 1. 全球股票市场表现

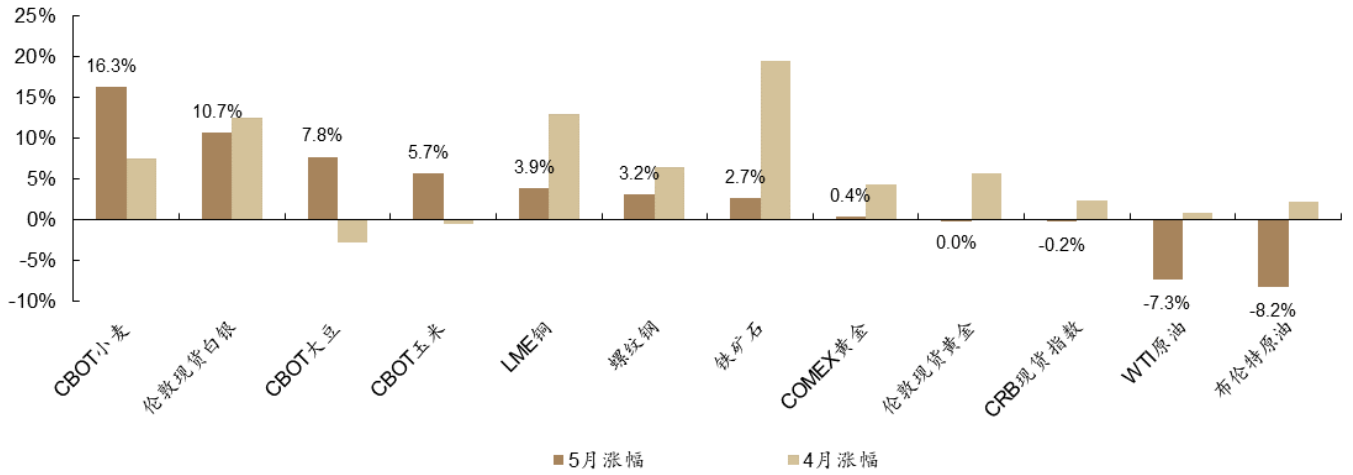
### 1.1. 涨跌幅

图 3：近两月全球主要股票市场指数涨跌幅



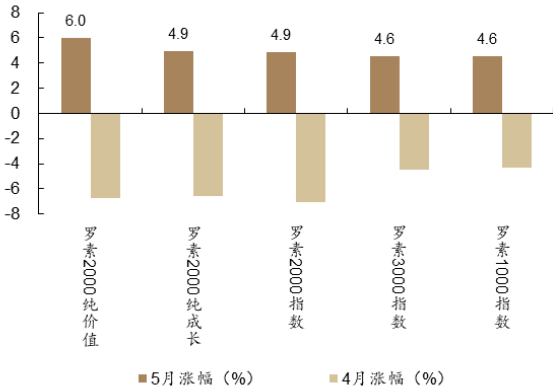
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：近两月全球主要商品涨跌幅



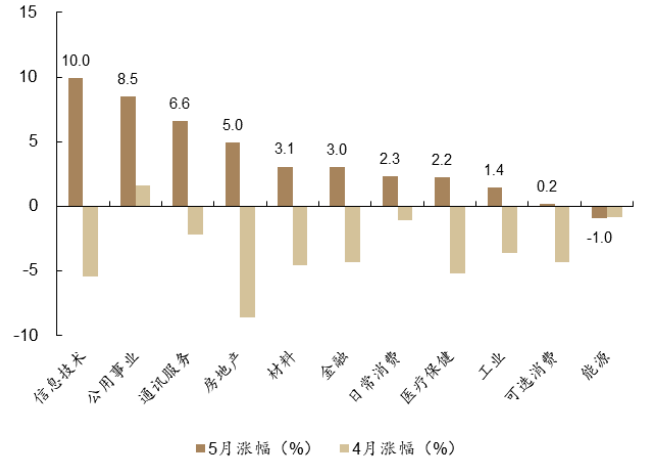
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 近两月美股小盘风格指数涨跌幅 (%)



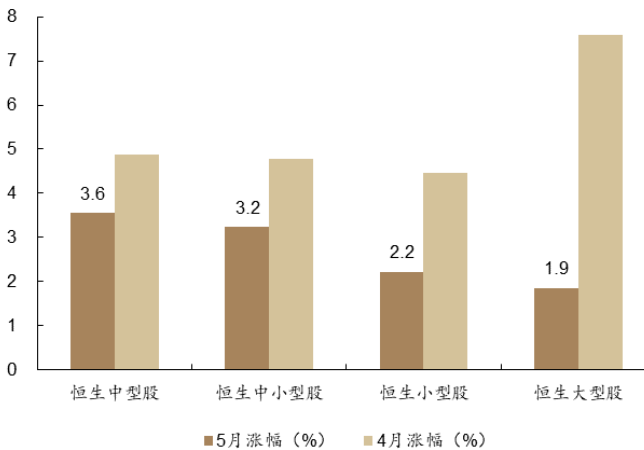
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 近两月美股标普 500 行业指数涨跌幅 (%)



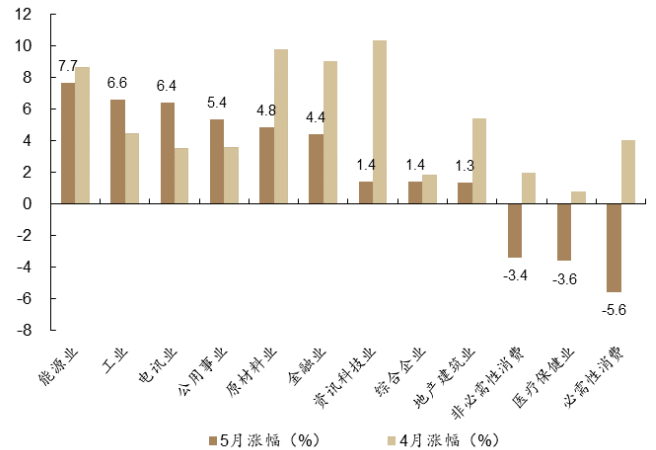
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 近两月港股风格指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

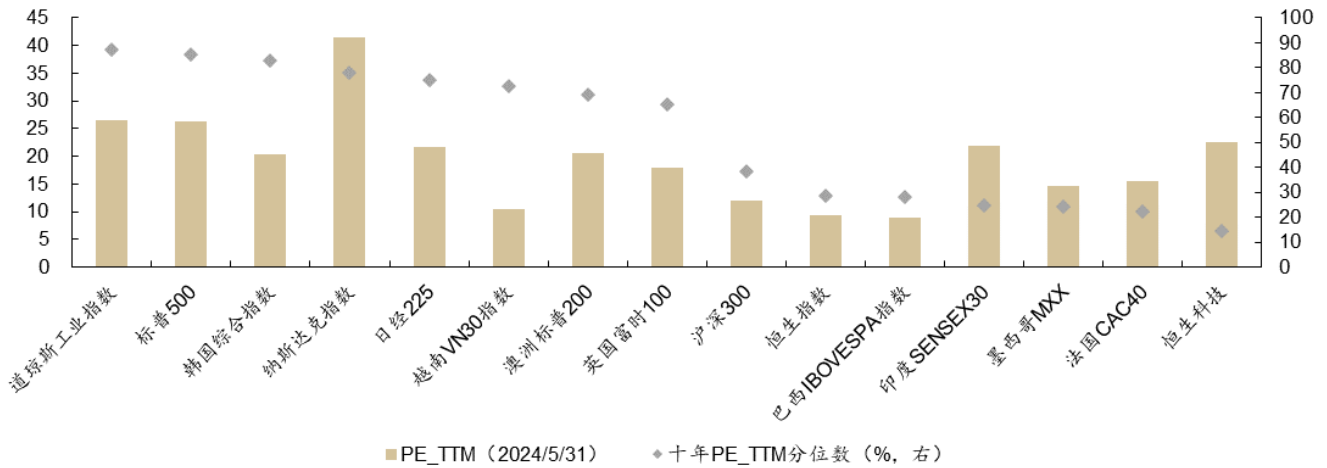
图 8: 近两月港股行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

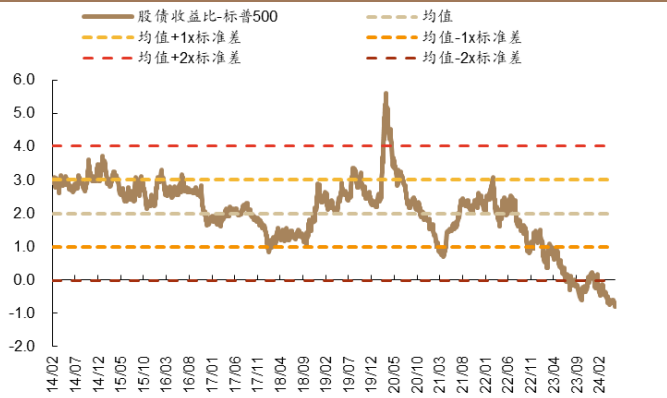
## 1.2. 估值

图 9：全球主要股票市场估值



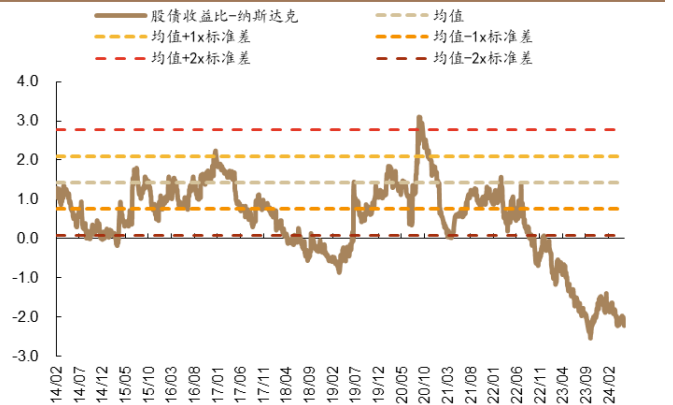
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：标普 500 股债收益比



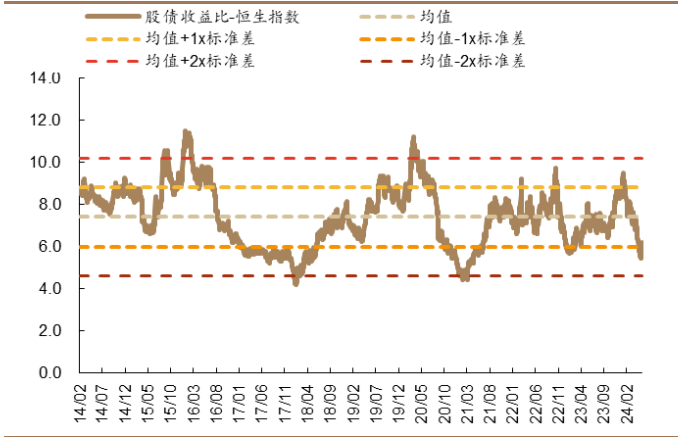
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：纳斯达克股债收益比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12: 恒生指数股债收益比



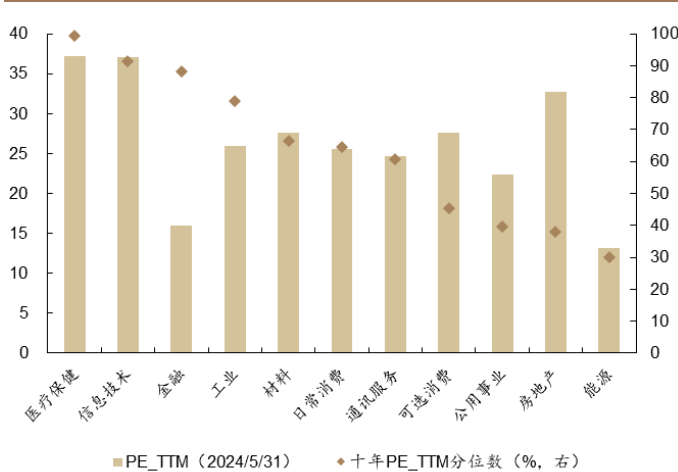
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 恒生科技股债收益比



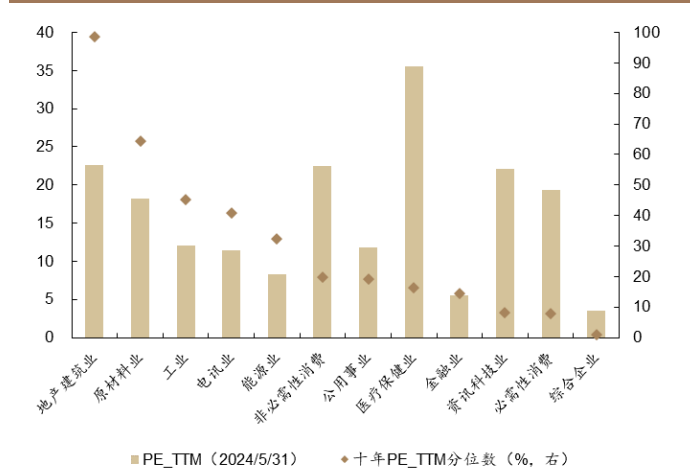
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 美股行业估值



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 港股行业估值



资料来源: Wind, 德邦研究所

## 2. 重要数据发布前瞻

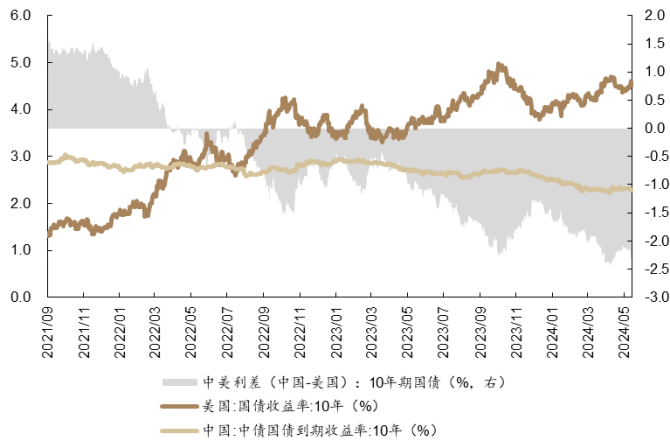
图 16: 重要国家大事前瞻

国家	周一	周二	周三	周四	周五
美国	5月ISM制造业PMI			5月全球供应链压力指数	5月非农就业、失业率
欧洲	法国5月制造业PMI终值; 德国5月制造业PMI终值; 欧元区5月制造业PMI终值	德国5月季调后失业率	法国5月服务业PMI终值; 德国5月服务业PMI终值; 欧元区5月服务业PMI终值	欧元区4月零售销售月率; 欧元区至6月6日欧洲央行主要再融资利率; 欧洲央行公布利率决议	欧元区第一季度GDP年率终值; 欧元区第一季度季调后就业人数季率
日本			5月Markit服务业PMI; 5月Markit综合PMI		
其他			加拿大至6月5日央行利率决定		

资料来源：金十数据，Wind，德邦研究所

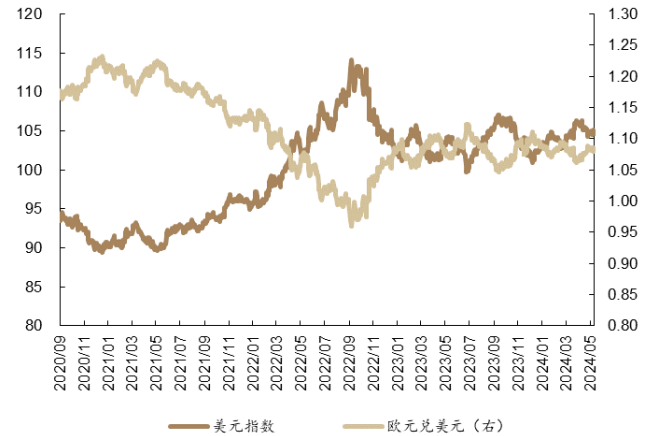
### 3. 流动性

图 17：十年期美债、中债利率走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：美元指数与欧元兑美元走势



资料来源：Wind，德邦研究所

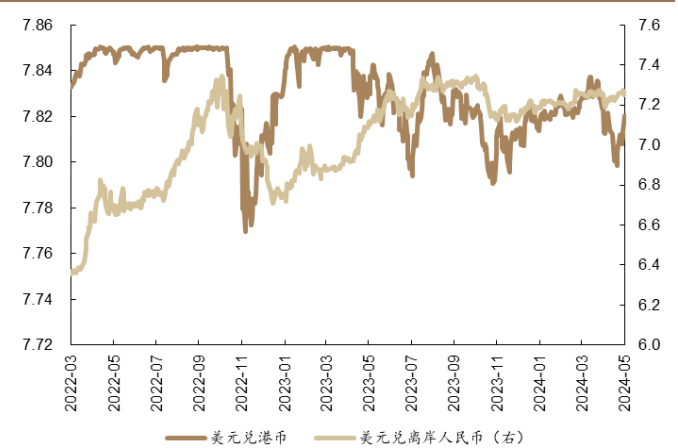


图 19: 英法德与日本十年期国债利率走势 (%)



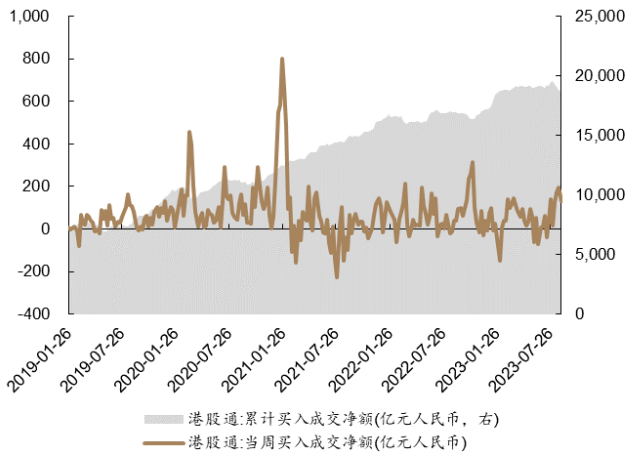
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20: 美元兑港币与美元兑离岸人民币走势



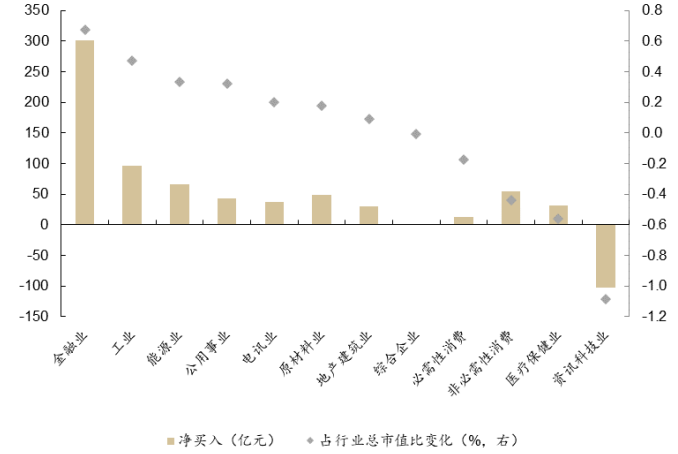
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 21: 港股通净买入规模变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 22: 过去一月南向资金分行业净流入



资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4. 风险提示

- 1) 海外通胀反弹超预期。一旦美欧通胀在未来几个月出现超预期反弹, 不仅可能造成美欧央行收紧流动性, 还会给权益市场估值端带来冲击。
- 2) 全球经济景气度不及预期。当前市场对美国经济韧性保有充分信心, 一旦全球经济修复出现低于预期的情况, 市场也将迎来负面冲击。
- 3) 地缘政治局势超预期。如果巴以冲突升级, 将引发全球避险情绪升温, 带动市场剧烈波动。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

薛威，德邦证券海外策略组长，资深策略分析师。深耕海外市场多年，作为团队核心成员获得过金麒麟菁英分析师第二，多次获得 Wind 年度金牌分析师前三，在《财经》、《国际金融》、《中国外汇》等期刊发表文章多次，兼具“自上而下”和“自下而上”的视角，践行“上下求索，慎思笃行”。

谭诗吟，海外策略分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。