

全球权益市场分化：现象与原因

团队成员

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

投资要点：

开年以来全球股市总体上涨但明显分化：（1）**发达市场总体领涨：**美股大幅领先，欧洲和日本其次；（2）**新兴市场表现分化，总体承压：**除印度涨幅居前外，墨西哥、中国、泰国、巴西等经济体表现不佳；（3）**资源品价格上涨下，资源输出大国股市表现抢眼：**俄罗斯、加拿大、澳大利亚等资源输出大国，在股市上同样取得较好表现；（4）**按估值和盈利拆分看：**年初以来全球主要市场仍主要靠盈利带动、估值略有收缩，而发达市场相较新兴市场，盈利表现更强，估值收缩幅度更小。

估值端新兴市场承压更为明显：（1）截至5月底，新兴市场、发达市场PE(FY1)分别为16X、18X，在过去10年的分位数分别为46.2%、70.5%，新兴市场的估值水位整体偏低；（2）从历史经验看，美债利率持续上行阶段，新兴市场估值通常更为承压，在本轮周期同样呈现类似特征。

盈利端全球市场盈利均明显改善，发达市场韧性较强：（1）2024年主要经济体EPS增速将明显改善，其中发达市场由2023年的0.1%提升至12.6%，新兴市场由-4.9%提升至11.9%，发达市场略领先新兴市场；（2）年初以来发达市场经济预期提升明显，其盈利端表现相对新兴市场更为突出。以美股为例，23Q4金融条件转松+AI产业链驱动下，24Q1美股盈利超市场预期，环比改善明显，在发达经济体中保持领先。

资金流动上全球资金更多流向发达市场，尤其是美股：（1）根据EPFR口径，截至5月下旬，年初以来发达市场、新兴市场的权益型基金累计净流入分别增加1161亿美元、540亿美元，2月下旬以来新兴市场流入占比边际下滑，反映全球权益资金对发达市场的配置边际提升；（2）分市场情况看，年初以来全球资金对美股配置比例边际提升，对欧洲、日本等相对稳定，对中国略有提升。

后续全球市场的机会一方面需看到美元流动性的拐点，另一方面盈利端的持续改善同样重要：（1）美联储表态偏鹰+美国去通胀“最后一英里”充满变数，5月下旬以来美债利率再度冲高，全球风险资产估值端总体承压；（2）短期看，美国去通胀仍需时间，甚至不排除全年不降息风险，意味着美元流动性偏紧格局短期难以实质性松动；（3）对美股而言，美股远期估值已超过过去10年均值，短期或仍面临一定杀估值压力，但美国经济韧性较强、美股EPS端或将继续构成支撑，全年维度对美股不悲观；（4）对欧洲、日本，以及中国在内的新兴市场而言，市场机会一方面需要看到美元流动性的松动，另一方面盈利端的持续改善同样重要。

风险提示：美联储表态偏鹰；金融风险事件爆发；地缘风险事件发生等。

相关报告

- 1、《通胀压力加大，降息信心不足——5月FOMC会议点评》—2024.05.02
- 2、《核心需求不弱，通胀关注度提升——美国一季度GDP数据点评》—2024.04.27
- 3、《警惕美联储全年不降息的风险》—2024.04.13

正文目录

1	涨幅：全球股市总体上涨但明显分化.....	3
2	估值：新兴市场估值承压明显.....	4
3	盈利：全球市场盈利均明显改善，发达市场韧性较强.....	5
4	资金流动：全球资金更多流向发达市场.....	8
5	后续走势：重点关注美元流动性变化.....	9
6	风险提示.....	12

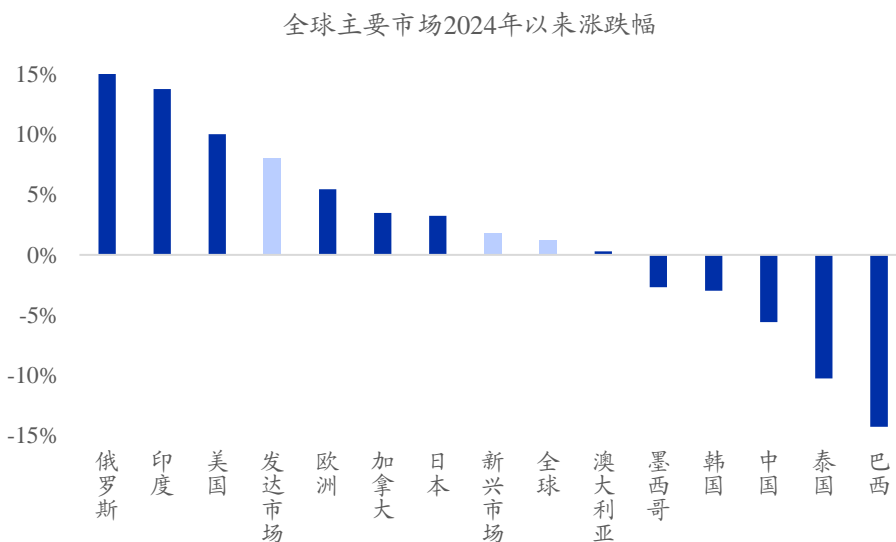
图表目录

图表 1：开年以来发达市场总体好于新兴市场.....	3
图表 2：全球市场主要靠盈利带动，估值略有收缩.....	4
图表 3：开年以来发达市场总体好于新兴市场.....	4
图表 4：美债利率持续上行阶段，新兴市场估值通常更为承压.....	5
图表 5：按市场预期，2024 年主要经济体 EPS 增速将明显改善.....	6
图表 6：年初以来发达市场较新兴市场的经济增长差距明显收窄.....	6
图表 7：24Q1 标普 500EPS 增速为 6.0%.....	7
图表 8：24Q1 美股盈利增速主要源于 TMT 板块带动.....	7
图表 9：年初以来发达市场股票资金流入规模更大.....	8
图表 10：2 月以来发达市场股票资金流入占比边际提升.....	8
图表 11：年初以来全球资金对美股配置比例提升.....	9
图表 12：5 月下旬以来 10 年期美债利率再度冲高.....	10
图表 13：按现有趋势推演，美国 CPI 同比年内低点或在 3%附近.....	10
图表 14：截至 5 月下旬，标普 500PE(FY1)为 21.6X.....	11

1 涨幅：全球股市总体上涨但明显分化

开年以来全球股市总体上涨但明显分化：**(1) 发达市场总体好于新兴市场，美股大幅领先：**参照 Factset 的统计口径，按全部股票计算，年初以来发达经济体、新兴市场股市涨幅分别为 8.1%、1.8%，发达经济体明显领先，其中美国（10.0%）一枝独秀，欧洲（5.5%）和日本（3.3%）其次；**(2) 新兴市场表现分化，总体承压：**新兴市场中，主要经济体中除印度（13.8%）涨幅居前外，墨西哥（-2.7%）、中国（-5.6%）、泰国（-10.3%）、巴西（-14.3%）等在内的发展中经济体总体表现不佳；**(3) 资源品价格上涨下，资源输出大国股市表现抢眼：**年初以来在资源品价格持续上涨背景下，以俄罗斯（15.2%）、加拿大（3.5%）、澳大利亚（0.3%）为代表的资源输出大国，在股市上同样取得较好表现。

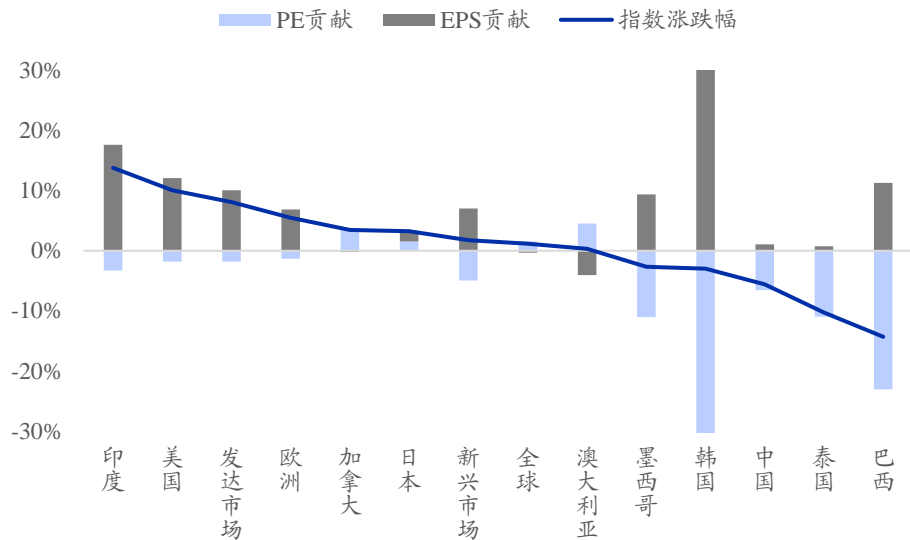
图表 1：开年以来发达市场总体好于新兴市场



来源：Factset、华福证券研究所；各个经济体均选取全部股票数据，涨跌幅以美元计价，截至 2024.05.28

按估值和盈利拆分看，年初以来全球主要市场仍主要靠盈利带动、估值略有收缩，而发达市场相较新兴市场，盈利表现更强，估值收缩幅度更小。发达市场 8.1% 的涨幅中，PE 变动和 EPS 变动分别贡献-1.8%、10.1%，新兴市场 1.8% 的涨幅中，PE 变动和 EPS 变动分别贡献-5.0%、7.0%。主要经济体估值端总体收缩，美股 PE 同样收缩-1.8%，主要源于去年年底市场对美联储降息预期过于乐观，而在通胀难退背景下，截至 5 月底降息预期较年初已大幅回落。在美元总体偏强、美元流动性偏紧背景下，全球股票市场估值均面临一定压力，新兴市场压力尤为明显。盈利视角看，主要经济体盈利端较 2023 年边际改善，且对股指构成正向带动，但发达市场略好于新兴市场。

图表 2：全球市场主要靠盈利带动，估值略有收缩

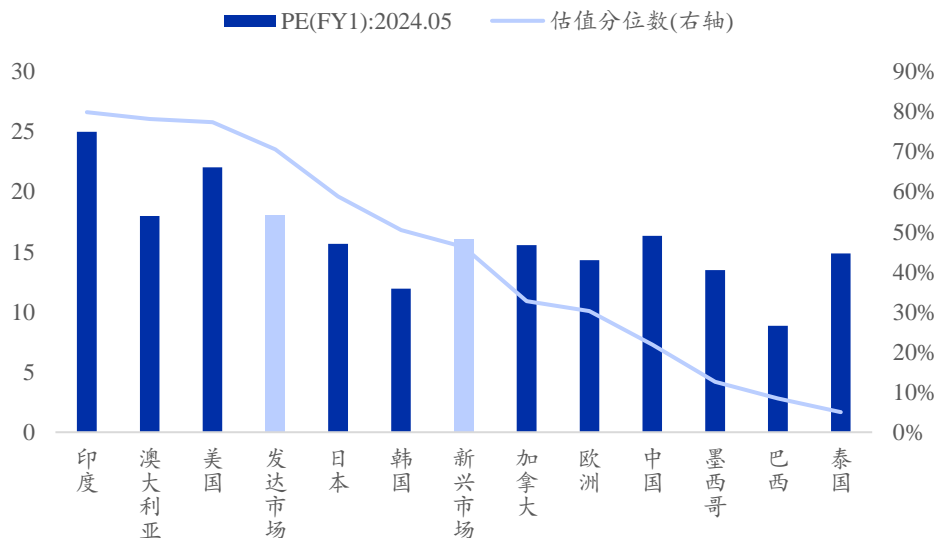


来源：Factset、华福证券研究所；各个经济体均选取全部股票数据，截至 2024.05.28，PE 和 EPS 均为远期水平（隐含未来一年预期）

2 估值：新兴市场估值承压明显

截至 5 月底，新兴市场估值水位普遍低于发达市场，整体仍承压。截至 5 月底，新兴市场、发达市场 PE(FY1)分别为 16X、18X，在过去 10 年的分位数分别为 46.2%、70.5%，新兴市场的估值水位整体偏低。按更为细分的市场看，新兴市场中，印度绝对估值和分位数相对较高，而中国、墨西哥、巴西、泰国等经济体估值分位数分别为 21.8%、12.6%、8.4%、5.0%，均处于较低水平。发达市场中，美股估值分位数（77.3%）领先日本（58.8%），欧洲则相对偏低（30.2%）。

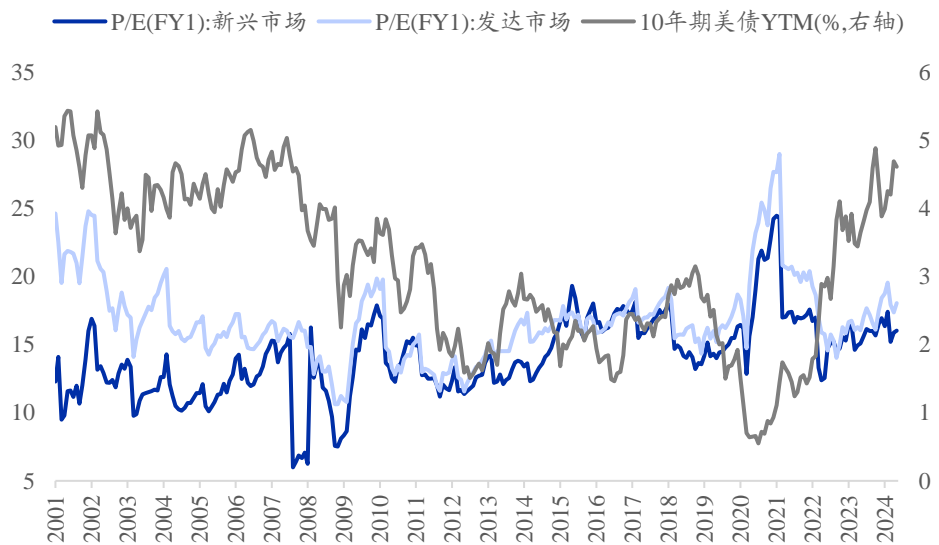
图表 3：开年以来发达市场总体好于新兴市场



来源：Factset、华福证券研究所；截至 2024.05.28，估值分位数选取区间为过去 10 年

从历史经验看，美债利率持续上行阶段，新兴市场估值通常更为承压，在本轮周期同样呈现类似特征。美债利率持续上行，反映美元流动性持续收紧，对应全球股票市场估值均承压，其中新兴市场“杀估值”通常更为明显，历史上2013年、2018年及2022年以来的美债利率大幅上行阶段，新兴市场估值下跌幅度较发达市场更大。而年初以来，在美国经济和通胀数据持续超预期、美联储边际转鹰背景下，市场对美联储降息预期大幅推迟，10年期美债利率上行超50BP，新兴市场估值承压更为明显。

图表 4：美债利率持续上行阶段，新兴市场估值通常更为承压



来源：Factset、iFind、华福证券研究所

3 盈利：全球市场盈利均明显改善，发达市场韧性较强

按最新的市场预期，2024 全球市场 EPS 增速将明显改善，其中发达市场的韧性较强。根据 Factset 数据，2024 年主要经济体 EPS 增速将明显改善，其中发达市场由 2023 年的 0.1% 提升至 12.6%，新兴市场由 -4.9% 提升至 11.9%，发达市场略领先新兴市场。按细分市场看，发达市场中，美国 EPS 增速有望从 2023 年的 1.8% 提升至 12.4%，一方面受益于金融条件边际改善，另一方面 AI 产业链继续带来驱动。而随着降息周期临近，欧洲 EPS 增速有望从 7.9% 提升至 9.3%，日本则有望转正 (-0.5% → 6.3%)，受益于半导体行业复苏，韩国的 EPS 提升幅度明显 (-31.3% → 65.0%)。新兴市场中，受益于全球贸易环境转好，叠加内需复苏，中国 (-8.0% → 8.3%)、巴西 (-8.5% → 12.8%)、泰国 (-12.5% → 11.7%)、墨西哥 (-1.4% → 25.9%) 等经济体 EPS 增速有望大幅转正，印度 EPS 增速放缓但仍然保持较强韧性 (27.8% → 16.2%)。尽管新兴市场盈利预期大幅好转，但发达市场盈利表现同样不弱，叠加年初以来美债利率持续上行，使得新兴市场的股价总体表现弱于发达市场。

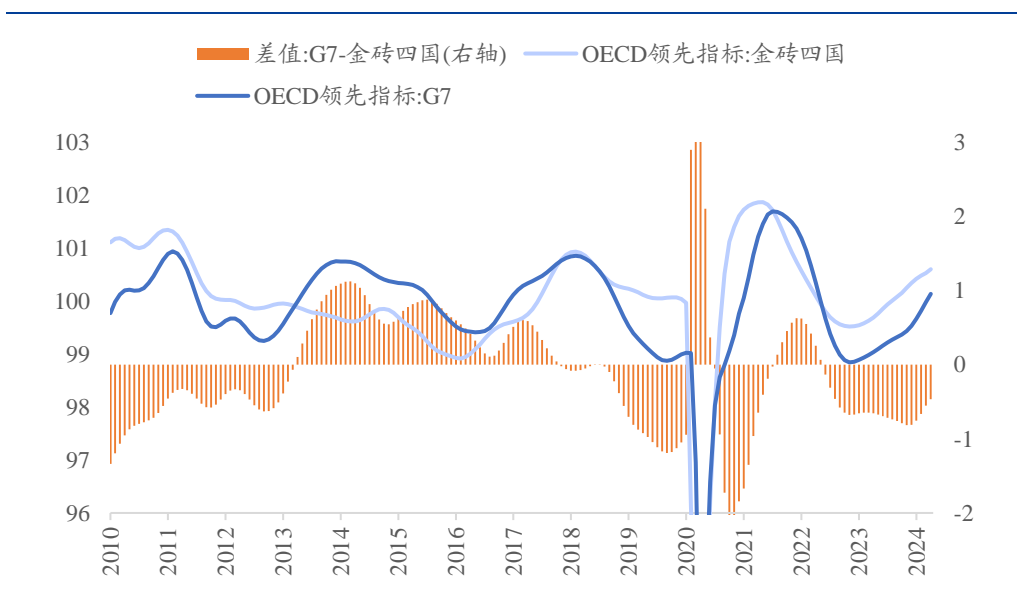
图表 5: 按市场预期, 2024 年主要经济体 EPS 增速将明显改善

主要市场EPS增速 (含预期)						CAPEX (2014-2023)
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
发达市场:	0.8%	0.1%	12.6%	13.2%	11.6%	4.0%
美国	5.3%	1.8%	12.4%	15.8%	12.7%	6.7%
欧洲	-6.0%	7.9%	9.3%	8.8%	11.0%	2.3%
日本	-3.1%	-0.5%	6.3%	8.9%	8.1%	4.0%
加拿大	8.5%	-12.9%	5.9%	14.6%	3.7%	3.6%
澳大利亚	13.8%	-12.7%	-1.1%	5.6%	7.3%	1.0%
韩国	-27.1%	-31.3%	65.0%	23.3%	11.7%	-0.6%
新兴市场:	-8.0%	-4.9%	11.9%	16.7%	12.1%	-0.1%
中国	-8.3%	-8.0%	8.3%	19.2%	15.3%	0.9%
印度	-0.1%	27.8%	16.2%	17.0%	14.2%	6.7%
巴西	4.9%	-8.5%	12.8%	11.1%	8.1%	0.2%
泰国	-3.2%	-12.5%	11.7%	11.6%	13.3%	1.4%
墨西哥	17.8%	-1.4%	25.9%	14.8%	11.8%	3.1%

来源: Factset、华福证券研究所

年初以来发达市场经济预期提升明显, 其盈利端表现相对新兴市场更为突出。从宏观指标看, 新兴市场 2024 年经济增速大概率快于发达市场。例如联合国 5 月份的最新预测显示, 2024 年发达经济体经济预计增长 1.6% (年初预期 1.3%), 发展中经济体增长 4.1% (年初预期 4.0%)。但年初以来发达市场的经济预期提升更为明显, 其相较新兴市场的差值不断收敛。从 OECD 的综合领先指标看, 2023 年 G7 (衡量发达市场)、金砖四国 (衡量新兴市场) 经济持续上行, 但 2023 年底以来 G7 上升速度更快, 与金砖四国的差距明显收窄。因此从这一维度看, 尽管新兴市场的盈利预期改善幅度较大, 但发达市场盈利表现并不弱, 对全球资金的吸引力并未衰减。

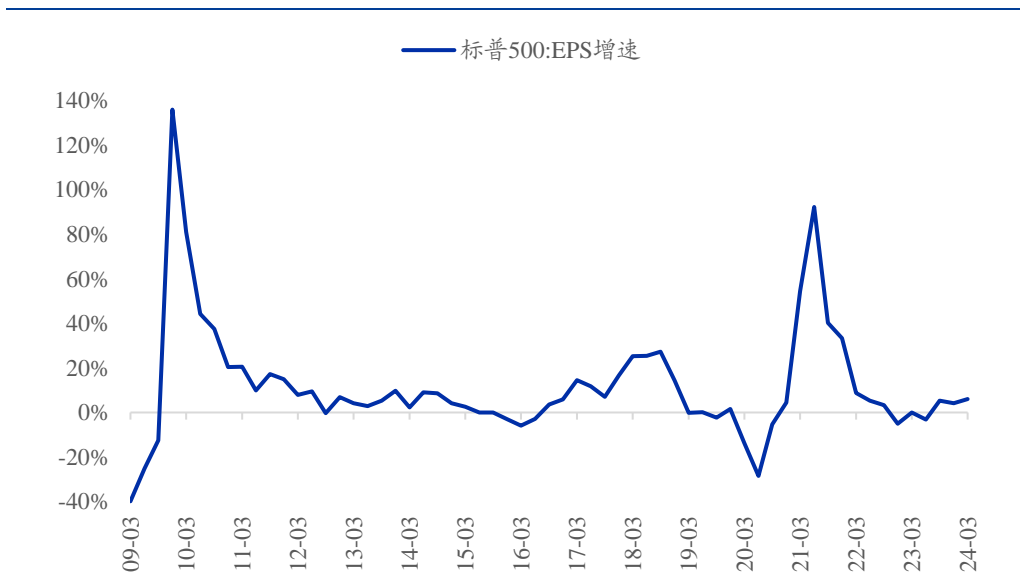
图表 6: 年初以来发达市场较新兴市场的经济增长差距明显收窄



来源: OECD、华福证券研究所

以美股为例，23Q4 金融条件转松+AI 产业链驱动下，24Q1 美股盈利超市场预期，环比改善明显，在发达经济体中保持领先。根据 Factset 的数据，24Q1 标普 500EPS 增速为 6.0%，较 23Q4 (4.2%) 明显回升，高于过去 10 年中位数 (4.4%) 和过去 5 年中位数 (3.8%)。EPS 数据表明美股盈利仍相对强劲，且在 23H2 以来改善明显。分行业看，美股盈利主要由 TMT、消费和金融板块贡献，其中 TMT 受益于 AI 产业链的高景气 and 半导体的复苏，而消费和金融则受益于 23 年 11 月以来美国金融条件边际转松，带动美国经济环比改善。站在当前视角看，市场仍然预期 2024 年美股 EPS 增速达双位数，或有望在发达经济体继续保持领先。

图表 7：24Q1 标普 500EPS 增速为 6.0%



来源：Factset、华福证券研究所

图表 8：24Q1 美股盈利增速主要源于 TMT 板块带动

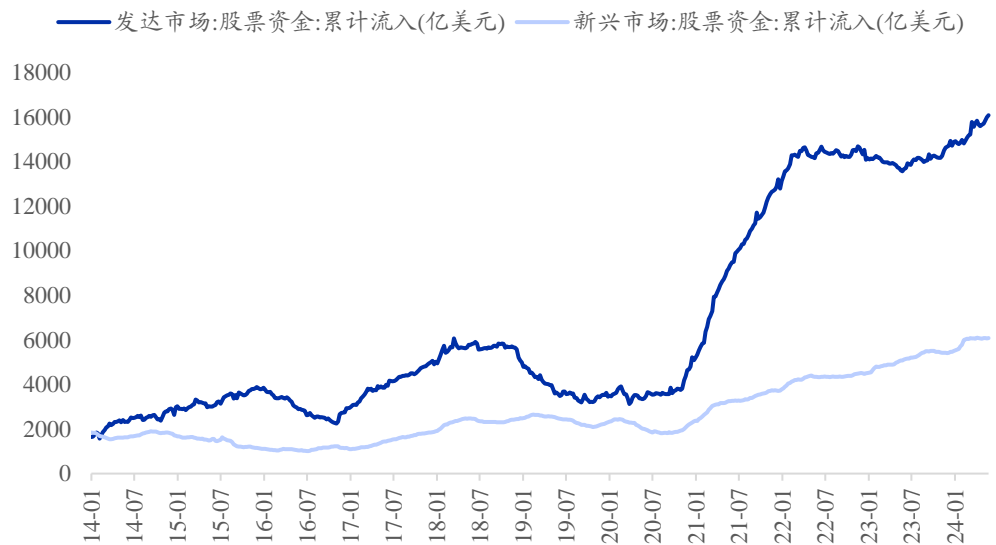
	标普500:EPS增速:分行业贡献								
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03
标普500:	6.0%	4.2%	5.3%	-3.2%	-0.1%	-5.1%	3.4%	5.3%	8.7%
信息技术	4.8%	4.8%	2.7%	0.7%	-2.0%	-2.5%	-0.5%	-0.2%	2.6%
通讯服务	3.0%	3.4%	3.1%	1.5%	-0.9%	-2.7%	-2.3%	-1.9%	0.1%
可选消费	1.7%	2.3%	3.0%	3.2%	2.6%	-1.5%	0.9%	-0.9%	-2.3%
金融	1.4%	-2.5%	2.9%	1.0%	0.8%	-2.2%	-2.8%	-3.9%	-3.8%
公用事业	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	-0.6%	-0.2%	0.0%	-0.3%	1.2%
工业	0.3%	0.6%	1.0%	1.6%	2.6%	2.1%	1.4%	1.0%	0.4%
房地产	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.5%	0.3%	0.6%
必选消费	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	0.1%
材料	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-1.2%	-1.0%	-0.9%	-0.6%	0.6%	1.3%
能源	-2.2%	-2.6%	-4.5%	-6.6%	1.2%	3.4%	7.2%	10.0%	5.8%
医疗健康	-3.9%	-2.4%	-3.2%	-4.5%	-2.9%	-1.0%	-0.3%	1.1%	2.8%

来源：Factset、华福证券研究所

4 资金流动：全球资金更多流向发达市场

年初以来全球资金更多流入发达市场，在资金规模和流入占比上领先。根据EPFR口径，截至5月下旬，年初以来发达市场、新兴市场的权益型基金累计净流入分别增加1161亿美元、540亿美元，2月下旬以来新兴市场流入占比边际下滑，反映全球权益资金对发达市场的配置边际提升。

图表 9：年初以来发达市场股票资金流入规模更大



来源：EPFR、华福证券研究所

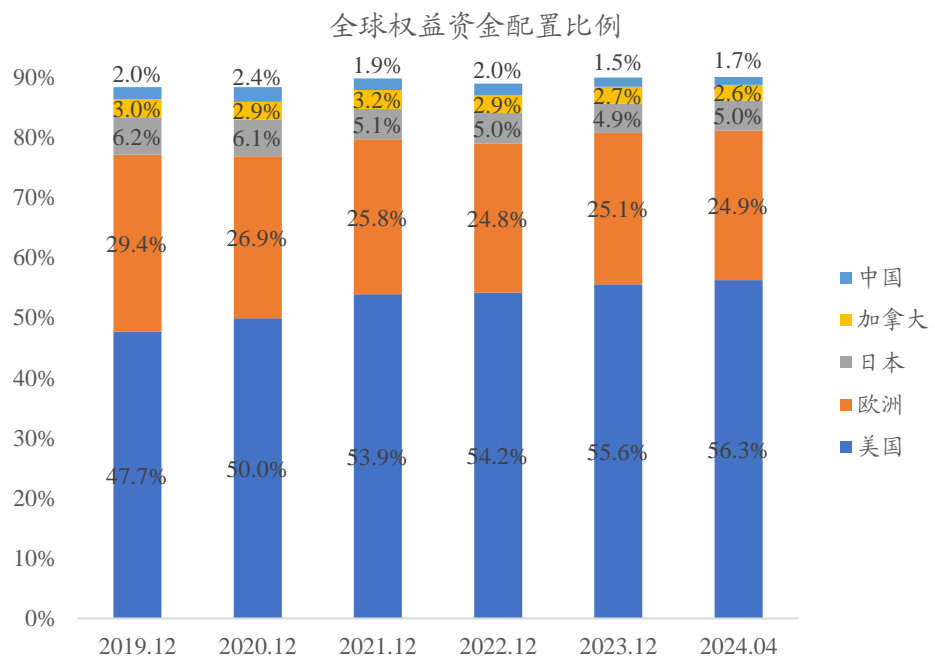
图表 10：2月月以来发达市场股票资金流入占比边际提升



来源：EPFR、华福证券研究所

分市场情况看，年初以来全球资金对美股配置比例边际提升，对欧洲、日本等相对稳定，对中国略有提升。按 EPFR 口径计算，截至 5 月下旬，权益类资金对美股配置仍然稳居全球第一位，且占比由 2023 年底的 55.6% 提升至 56.3%，美国基本面领先发达经济体，美股盈利端仍然稳健，对权益类资金的吸引力相对较大。对欧洲、日本配置比例分别在 25%、5% 附近，相较 23Q4 变化不大。而 4 月以来随着中国稳增长政策持续出台叠加估值处于全球低位，外资明显加大对 A 股配置比例，配置占比由 2023 年底的 1.5% 提升至 1.7% 附近。

图表 11：年初以来全球资金对美股配置比例提升



来源：EPFR、华福证券研究所

5 后续走势：重点关注美元流动性变化

美联储表态偏鹰+美国去通胀“最后一英里”充满变数，5月下旬以来 10 年期美债利率再度冲高，市场降息预期再度回撤，全球风险资产估值端总体承压。5月上旬 PMI、通胀等数据低于市场预期，使得降息预期一度提升至最早 9 月降息、全年降息 75BP，但中旬以来随着美联储官员表态偏鹰+美国去通胀仍然较为艰难，降息预期再度修正。截至 5 月底，CME 利率期货隐含的降息预期回撤至最早 11 月降息、全年降息 2 次。降息预期的回落，使得 10 年期美债再度突破 4.6%，美元指数回至 105 以上。而美债利率和美元的走强，意味着美元流动性偏紧，对应全球风险资产估值端总体承压。

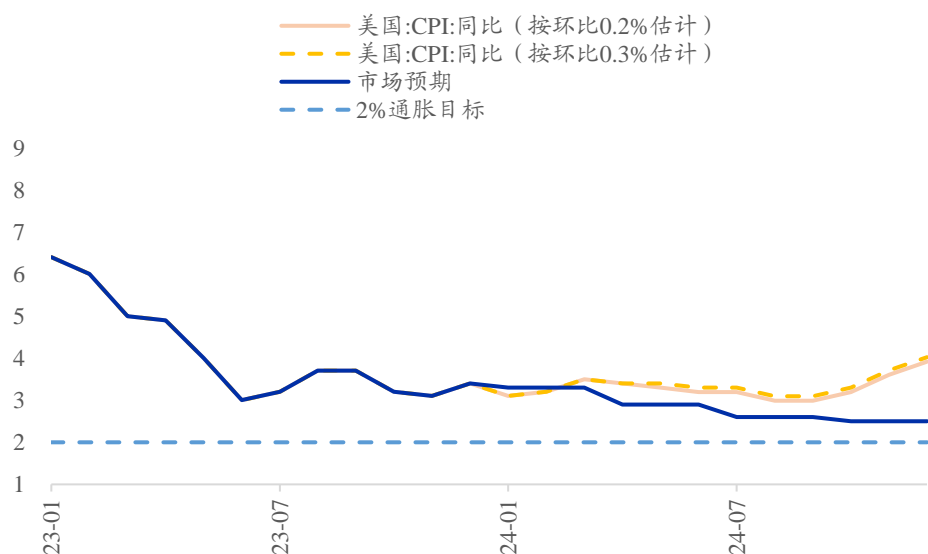
图表 12: 5 月下旬以来 10 年期美债利率再度冲高



来源: iFind、华福证券研究所

短期看，美国去通胀仍需时间，甚至不排除全年不降息风险，意味着美元流动性偏紧格局短期大概率难以实质性松动。根据我们此前报告《警惕美联储全年不降息的风险》中所指出的，但对于通胀而言，即使按环比 0.2% 的偏弱假设看，到 8-9 月有望达到全年最低的 3.0% 附近，随后在基数效应作用下再度回至 3% 以上，离美联储 2% 的目标仍然有较大距离。美国通胀下行速率偏缓，固然有 23Q4 美联储提前释放偏鸽信号、对经济和各类资产均带来提振的效应，但大宗商品价格上涨及房租项的卷土重来，或是美联储有心无力的痛点，均会对后续通胀带来支撑。

图表 13: 按现有趋势推演，美国 CPI 同比年内低点或在 3% 附近



来源: Wind、Eikon、华福证券研究所

对美股而言,美股远期估值已超过过去 10 年均值,短期或仍面临一定杀估值压力,但美国经济韧性较强、美股 EPS 端或将继续构成支撑,全年维度对美股不悲观。截至 5 月底,标普 500PE(FY1)为 21.6X,高于 2000 年以来均值(17.9X)、过去 10 年均值(19.6X),略高于过去 5 年均值(21.3X)。尤其是 2023 年 11 月以来,随着美国金融条件转松,美股远期估值持续上行,3 月以来有所回落,但仍高于历史均值。往后看,在美联储尚未开启降息、通胀回落仍需时间的背景下,美股估值端或面临一定压力,需持续关注。根据 Factset 的数据,2024 年美国实际增速或在 2.2%,较 2023 略有回落但仍然领先 G7 经济体。反映在微观层面,美股盈利整体仍有支撑,截至 5 月中旬,市场预期美股全年 EPS 增速超 10%。金融条件的阶段性放松,从去库逐渐进入到补库周期,以及财政端水平整体不弱,均带来 EPS 提升的催化。

图表 14: 截至 5 月下旬, 标普 500PE(FY1)为 21.6X



来源: Factset、华福证券研究所; 截至 2024.05.30

对欧洲、日本,以及中国在内的新兴市场而言,市场机会一方面需要看到美元流动性的松动,另一方面盈利端的持续改善同样重要。对于全球权益市场尤其是非美市场而言,美元流动性仍是其估值端重要的锚,美元流动性的实质转松有助于资金流入非美市场,起到提升估值、拔高股价作用,但短期内仍然需要等待。另一方面,盈利端的持续改善同样重要,尤其是在综合考虑国别风险溢价、汇率因素等后,若盈利增速持续改善且明显优于美股,对全球资金而言意味着较高的投资价值。往后看,重点关注即将开启降息周期的欧洲、再通胀进程尚未结束叠加自上而下推动公司治理的日本,以及地产等政策持续出台、盈利预期有望持续改善的中国市场。



6 风险提示

美联储表态偏鹰；金融风险事件爆发；地缘风险事件发生等。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn