

DHWM市场月报 | 2026年5月

双重定价复盘与全球资产定价重构

出品：DH Wealth Management Pte Ltd (CMS101242) | 报告周期：2026年5月1日 - 5月21日

核心摘要

2026年5月上半月，全球资本市场经历预期差驱动的双向重定价：前期（5月4-8日）受中美缓和预期驱动风险资产上扬；后期（5月12-15日）会晤无实质突破叠加美债利率飙升，资产系统性回撤。5月下旬转折：5月19日10年期美债触及4.606%一年新高、30年期突破5.197%；5月20日油价急跌穿100美元，美债从4.66%回落至4.574%，美股三大指数全线反弹。本轮调整本质是情绪溢价理性修复，非基本面恶化。市场进入5-9月政策真空期，全年唯一趋势拐点锁定9月24日中方访美。

一、行情内核：全球统一的双重定价循环

本月全球市场核心矛盾：地缘预期与现实错配 + 无风险利率系统性抬升。第一轮（5月4-8日，情绪主导）：市场博弈双边会晤突破，港股夜期、韩国股指、美股期货普遍上行，HSI ADR单日拉升超500点，接近2022年11月情绪强度。第二轮（5月12-15日，现实修正）：会晤确认无政策增量；10年期美债从4.2%升至4.52%以上，一度触及4.60%，30年期突破5.0%（2007年以来首次），触发全球多头平仓。第三阶段（5月18-21日）：5月19日美债触及4.606%一年新高；5月20日油价急跌，美债回落至4.574%，美股反弹。历史视角下，本轮与2023年3月硅谷银行事件后的“预期反转”相似，但本次叠加了30年期破5%的利率冲击，对高估值资产压制更持久。本轮是预期差极值修复，属定价回归基本面的理性过程。

二、事件复盘：会晤成果无突破，合作是逆转停滞的唯一路径

市场预期 vs. 现实落地

议题	市场乐观预期	现实落地
关税层面	部分关税豁免或降税时间表	“保持常态化沟通”，无降税承诺
贸易层面	大规模新增采购协议	民用飞机、大豆为存量补库，规模低于预期
科技层面	高端芯片管制放松	仅H200降级版出口，A100/H100禁令维持

深度观察：修昔底德陷阱已不适用，合作是逆转停滞的唯一路径

市场长期沿用的“大国老二逼近老大必触发零和对抗”已不适配2026年中美格局。两国在贸易、科技、金融、教育、文化、基建六大领域深度绑定：前4月中美贸易额1.25万亿元，中国为美第三大贸易伙伴；英伟达中国营收约20%，苹果供应链约50%在华；中国持美债约7700亿美元，为美第二大海外债权国；中国为美第一大国际生源国，年贡献超150亿美元。全球经济增长动能不足，中美合作的边际效益远大于对抗。2026年中美关系已转向“战略竞争常态化、战术合作碎片化、利益绑定长期化”。合作才是逆转全球经济停滞的唯一可行路径。

三、定价之锚：美债利率重构全球估值体系

3.1 本轮美债上行的核心驱动：中东局势→油价→加息预期

5月上半月，10年期美债收益率从4.2%快速攀升至4.52%以上，5月19日盘中触及4.606%的一年新高；30年期美债收益率同步突破5.197%，为2007年7月以来最高。5月20日因伊朗谈判预期推动油价急跌穿100美元，美债从4.66%高位回落至4.574%。

本轮美债上行的核心主线清晰：中东局势持续紧张→油价高位震荡上行→通胀担忧升温→市场加息预期重燃→美债收益率系统性重定价。布伦特原油从5月初约100美元/桶升至5月中旬106-110美元区间，直接推升通胀预期。据ACM期限溢价模型，2月底至5月14日，10年美债收益率上升约54bp，其中约43bp来自于加息预期升温。10年期TIPS收益率升至2.05%附近，实际利率走高意味着金融环境进入实质性收紧阶段。

美债收益率走势

日期	10年期	30年期	关键事件
5月14日	4.52%以上	突破5.0%	2007年以来首次
5月19日	盘中4.606%	盘中5.197%	一年新高/2007.7以来最高
5月20日	回落至4.574%	5.12%	油价下跌触发回落

3.2 展望：短期高位震荡，长期已具配置价值

短期看，市场对加息预期的定价已比较充分——当前已完全计入2027年3月前加息一次，再计入更多加息预期的可能性不大。长期看，当前10年美债收益率已偏离历史滚动均值超3倍标准差，拉长维度已具备配置价值。美联储双重使命下，供给侧冲击导致的短期通胀波动更可能让美联储延长观察期，而非立刻加息。若真实收入继续走弱，2027年降息逻辑反而更清晰。核心风险在于工资谈判、劳动力紧张度、长期通胀预期是否形成“三闸门共振”。目前只有成本端偏热，二次通胀可以避免。10年期美债4.5%是摩根士丹利标记的股市估值压力临界点，若油价再度反弹至110美元以上，10年期美债可能测试4.7%压力位。

四、全品类资产全景复盘

4.1 美股

美股完全跟随全球宏观节奏：5月4-8日依托地缘缓和预期维持高位；5月12-15日受“预期落空+利率飙升”双重压制回撤。高估值科技股领跌，5月12-15日纳指累跌4.2%（标普-2.8%）。摩根士丹利指出4.5%美债是估值压力临界点——当前4.59%意味着标普500远期市盈率中枢应从22倍下调至19-20倍。工业、农业等周期板块依托存量贸易订单相对抗跌。

5月20日关键转折：伊朗谈判预期重塑资产定价链：当地时间5月20日盘中，特朗普表示伊朗谈判进入“最后阶段”。市场迅速完成传导：油价急跌（WTI跌破100美元，-5.38%）→通胀预期降温→10年期美债从4.66%高位回落至4.574%（单日-9.5bp）→美股三大指数全线反弹（道指+1.31%、纳指+1.55%）。这一链条清晰展示了当前市场的核心定价逻辑：中东局势是通胀预期的源头，通胀预期是美债的驱动力，美债是美股估值的锚。5月20日的反弹并非基本面改善，而是“油价-美债”这一传导链的短暂逆转。

NVDA业绩后的“反高潮”：预期极致化后的脆弱性：英伟达Q1业绩超预期并提高股息，但盘后跌1.4%。核心启示在于：当市场预期已被推至极高水平，“符合预期”即是利空。美银列出的五大焦点——现金回报、Vera Rubin量产节奏、75%毛利率能否维持、1万亿美元指引上修空间、来自谷歌

TPU及定制芯片的竞争威胁——才是决定股价后续方向的关键。若Q2指引未能大幅上修，AI链条可能面临阶段性估值重构。

启迪：5月美股走势呈现三个重要信号：第一，美债收益率已取代基本面成为短期定价核心，4.5%是估值压力的临界点；第二，市场对AI链条的预期已极度拥挤，任何“仅仅符合预期”的结果都可能触发回调；第三，油价与美债的传导链决定短期波动方向，而这条链的核心变量是伊朗局势。在9月政策窗口前，美股缺乏趋势性向上催化，区间震荡、结构性分化是主旋律。

4.2 欧洲股市

欧洲Stoxx 600指数在5月12日-15日期间尽数回吐5月4日-8日的全部涨幅，区域市场短板充分暴露。欧洲缺乏高端科技、AI硬件核心产业链，在全球成长行情中仅能被动跟涨，无法赚取超额收益；在流动性收紧、风险偏好回落阶段，无对冲系统性风险的能力，弱势震荡格局持续固化。5月20日表现：英国富时100指数跌0.08%，德国DAX指数跌0.35%，法国CAC40指数跌1.02%，意大利富时MIB指数跌2.02%，跌幅与债息敏感度成正比。

启迪：欧洲市场的结构性弱点在于“跟涨不跟跌”——上涨时幅度不足，下跌时无法独善其身。其根本原因在于：一是缺乏本土科技巨头（AI硬件、半导体权重远低于亚洲），无法享受科技上行周期的超额收益；二是欧洲银行股对美债利率敏感度被低估，意大利国债利差走阔风险正在累积；三是估值已透支盈利预期，且缺乏本土增长引擎。值得关注的是，英国30年期国债收益率创28年新高，但IMF却称英伦银行“可能甚至需要减息”，债息市场与官方机构信号严重冲突。市场更相信价格信号还是机构判断？这是当前欧洲市场的核心矛盾。对全球投资者而言，欧洲在当前宏观环境下配置价值有限，更适合作为“减仓优先”的选项。

4.3 港股/A股（含香港地产）

恒生指数是本轮预期差行情的核心标杆，走出极致跨时区反转行情：5月14日美股夜盘，海外资金博弈会晤利好，恒指ADR单日拉升超500点；5月15日亚洲日盘，市场兑现现实利空，港股暴跌500+点，两日形成超1000点极值落差，夜盘追高杠杆资金被套。5月18-20日，恒指在25,650-25,800区间震荡，250日线（约25,600）提供短期支撑，北水三日累计净流入约70亿元提供买盘支撑，但外资流出压力未减。技术支撑已由26500点下移至25800点。

结构分化中的亮点：芯片股逆市走强（中芯国际升9.7%、华虹半导体升13.9%），反映美国芯片禁令下“自主可控”逻辑强化；腾讯AI 5月27日商用，按调用量计费，被视为AI投入开始产生收入的关键节点。银行股分化，渣打新中期目标（2028年ROTE>15%）支撑股价，汇控承压。

技术面：螺旋待变，等催化剂爆上或爆下：恒指近期于25,000-26,800区间反复震荡，波动率持续收窄，呈典型的“螺旋收敛”形态。历史经验表明，当指数波动率压缩至临界点，一旦遭遇极端事件触发，将快速选择方向——要么爆上，要么爆下。当前需要高度关注的核心变量包括：美债收益率能否从高位回落、地缘局势会否升级、中国政策会否加码。若美债回落至4.3%以下或中国出台超预期刺激政策，爆上条件成熟；反之，若恒指失守25,000点，爆落风险将急剧上升。在方向明确前，不宜重仓押注单边。

启迪：当前港股面临三重压力（美债利率上行压制估值、外资流出冲击流动性、9月前缺乏政策催化）和三重支撑（北水持续流入、估值历史低位、结构性AI/芯片主题）。在9月政策窗口前，港股大概率维持区间震荡，但须警惕“螺旋变盘”风险。策略上宜聚焦有独立逻辑的结构性板块（AI、芯片、住宅地产），严控仓位、不押注单边方向，耐心等待催化剂出现。

住宅买卖：2026年1-4月，香港住宅价格环比累计+2.3%，同比-1.8%，结束连续18个月同比下滑；一手成交同比+45%，二手成交同比+28%。据中原城市领先指数（CCL），5月8日报155.58点，连升三周共1.24%，创2023年10月初以来逾两年半新高；楼价今年暂累升7.96%，较去年低位回升逾一成。

半。瑞银（UBS）5月11日研报指出，受惠内地专才刚性需求及2027年英国回流潮，全年楼价有望温和上涨5%-10%；按揭利率预计回落至3.125%，租金回报率稳定在3.4%-3.5%。

印花税新政：立法会于5月20日通过《2026年印花税(修订)条例草案》，将超1亿港元住宅印花税由4.25%提高至6.5%，5月29日刊宪，仅约0.3%交易受影响。短期心理影响大于实质冲击。

商业租赁：据戴德梁行2026年5月报告，香港写字楼市场复甦趋势确认——2025年新租赁面积480万平方呎（疫情以来最强），净吸纳量近160万平方呎（2018年以来新高）。2026年Q1中区甲级写字楼租金按季反弹5.5%，带动整体租金按季升2.4%。核心区甲级写字楼租金跌幅已明显收窄（Q1环比-0.8%，前值-2.1%），但空置率仍处18.2%高位。零售租金环比+1.2%，内地客流带动餐饮、奢侈品租赁活跃。非核心区（观塘/荃湾/沙田）写字楼租金环比-0.5%，韧性更强；空置率12.5%。2026-2028年新增供应约320万平方呎，集中非核心区。

二级市场深度分析：地产板块P/B约0.4-0.6倍，处历史区间下沿。住宅相关标的股息率5.5%-7.0%，较港元定存仍有150-250bp利差；写字楼标的利差已收窄至50-100bp。当前10年期美债4.59%对高估值写字楼REITs形成替代效应。板块整体处于估值底部，修复需利率下行或租金加速回暖的信号。

4.4 东北亚

韩国KOSPI指数成为本轮宏观情绪博弈的极值缩影。5月15日早盘，KOSPI盘中史上首次突破8000点大关，触及8046.78点创历史新高；同日因外资与机构集中抛售，KOSPI 200期货指数跌幅超5%，于当地时间下午1时28分触发熔断机制，收报7,493.18点。5月19日KOSPI收报7,271点，较前日再跌1.2%。据韩国交易所数据，自5月7日至19日，外资累计净卖出达41.8万亿韩元（约合314亿美元）。三星电子和SK海力士仅两家公司贡献今年80%涨幅，指数结构极度脆弱。外资持续流出背景下短期难以企稳。若KOSPI继续大跌，或引发亚太连锁反应，恒指科技股权重同样不低，类似风险不可忽视。

4.5 大宗商品

原油：5月1日至16日，布伦特原油累计涨幅5.7%，5月14日收于106.722美元/桶。5月20日成为重要拐点：特朗普表示伊朗谈判进入“最后阶段”，WTI原油期货跌破100美元/桶（-5.38%），为4月以来首次重返100美元下方；布伦特原油跌至105美元附近（-5.66%）。需注意，“最后阶段”不等于协议达成，若谈判破裂油价可能快速反弹，地缘溢价未完全消退。

黄金：现货黄金5月16日大跌2.47%至4,537美元，白银暴跌9.14%，美债收益率飙升加上部分多头止损盘涌出，利率逻辑彻底压倒避险逻辑。5月20日金价跌至4,500美元方见喘定。中国央行连续18个月增持黄金提供长期底部支撑。

4.6 加密资产

加密资产完全跟随全球宏观流动性波动，告别独立行情走势。5月上旬，比特币突破8万美元整数关口，最高触及80,500美元；以太坊5月初报2,366美元。5月15日至16日，无风险利率上行引发系统性多头清算，比特币回落至79,200美元，以太坊下探至2,270美元。截至5月20日，比特币约76,935美元，以太坊约2,128美元，周末累计超8亿美元多头仓位被强平后，市场情绪仍偏谨慎。当前加密市场与美股科技股的相关性仍处高位，在美债收益率拐头向下前难有独立行情。资金费率虽仍为负值，但负值深度已不及年初，套利策略的超额收益正在被逐步压缩。

五、跨境合规监管

香港：稳定币制度生效；加密资产申报框架5月22日刊宪，6月3日首读，2028年自动交换税务资料。
新加坡：MAS收紧散户杠杆限制。两地路径分化：香港“抢市场”，新加坡“控风险”。

六、年度展望与策略

核心拐点：9月24日中方访美是全年唯一趋势分水岭。5-9月空窗期内所有反弹均为情绪驱动的区间修复。**宏观判断：**短期全球弱复苏、美债高位震荡；中期若9月无突破则企业加速去风险，若合作边际进展则迎趋势修复。**实操策略：**严控仓位、规避单边博弈、主打区间交易。优先布局防御性板块，耐心等待9月窗口。香港住宅相关标的股息率具吸引力。

下月关键事件

- 5月22日：香港加密资产申报框架刊宪
- 5月27日：腾讯AI正式商用
- 5月29日：香港印花税新政刊宪
- 6月10-11日：美联储FOMC会议
- 6月12日：美国5月CPI数据

数据溯源

美债：MarketScreener/Bloomberg/CNBC/Tradeweb/FRED | 美股/港股/韩国：CNBC/港交所/韩国交易所 | 地产：中原CCL/差估署/戴德梁行/瑞银 | 加密：Gate.com/Coinglass

重要声明

本内容仅为市场客观复盘与逻辑分析，面向DHWM基金合格投资者参考交流。市场有风险，投资需谨慎。