

研报精选

2024年12月22日 第201期

宏观专栏

内生动能待改观——11月经济数据点评

报告认为，11月经济数据总体偏弱。消费方面，社零增长的主要拉动来自于消费品以旧换新政策，而非以旧换新品类的增速处于年内低位。投资方面，房地产投资仍是整体固定资产投资的主要拖累项，广义基建和制造业投资增速较为稳健。

美联储明年或将放缓降息

美联储12月会议降息25个基点。报告认为，美联储决策者对未来经济和利率的预测偏鹰，因此2025年美联储降息节奏或将放缓，且会根据特朗普上任后施政的效果进行调整。

专题聚焦

量价视角看消费复苏

报告认为，当前名义消费缺口既有量的拖累，也有价的影响，二者的影响占比大致是“六四开”。展望明年，政策更加强调提振消费，并重视物价回升，消费额增长或表现更大弹性。

评估美股估值的“新思路”

报告认为，如果动态的考虑利率与增长环境，尤其是考虑成本与回报的相对变化，当前美股估值没有看似的那么“极端”。但在短期内，美股估值的进一步扩张空间有限。

宏观专栏

内生动能待改观——11月经济数据点评

11月经济数据总体偏弱。社零中家电、家具、汽车、建材等受益于以旧换新政策的品类增速进一步改善，而这也支撑了相关品类的生产，汽车、电气机械等工业增加值同比增速改善；财政投放加快和大规模设备更新改造政策支撑基建和制造业投资增速持平；政策支撑下，11月单月房地产销售同比增速转正。生产端整体强于需求端。虽有网购促销季错位的因素影响，但内生性消费需求仍偏弱。1-11月固定资产投资同比3.3%（1-10月为3.4%），房地产投资仍然是主要拖累项，新开工、竣工降幅均有所扩大。

生产端整体强于需求端。工业方面，11月工业增加值同比5.4%（10月为5.3%），环比0.46%（10月为0.41%），主要受到制造业的带动，11月制造业增加值同比6.0%（10月为5.4%），而采矿业、公用事业同比4.2%、1.6%（10月分别为4.6%、5.4%），公用事业同比增速回落或主要受天气因素影响。制造业中，受益于以旧换新政策品类的生产也有所改善，例如汽车、电气机械同比分别为12.0%、5.2%（10月为6.2%、5.1%）。11月服务业生产指数同比6.1%（10月为6.3%），其中政策支撑下，房地产生产指数进一步改善，同比2.9%（10月为0.8%）。

“双十一”前移导致近两月社零增速波动加剧。以旧换新政策效果持续体现，但内生需求依然偏弱。11月社零总额同比增长3%，增速比10月下降了1.8个百分点。今年电商平台将“双十一”促销活动进一步提前（主要购物平台大多提前到10月14日开始），带动了10月社零增长加快，但相应透支了11月需求。我们估算11月网络零售额同比下降2.7%，而10月上升11.3%。如果把10-11两个月合并来看，社零总额同比增速大约3.9%，依然是今年3月以来的最高增速。社零增长的主要拉动来自于消费品以旧换新政策，我们计算显示，11月以旧换新类商品零售额同比增速8.2%（10月为8.9%），保持了较高增速。不过10-11月非以旧换新类社零同比增速为3.2%，处于年内低位，表明内生消费需求未见改观。

房地产开发投资拖累整体固定资产投资。1-11月固定资产投资同比3.3%（1-10月为3.4%），房地产投资仍然是主要拖累项，广义基建和制造业投资增速较稳健。

► 销售延续政策效果持续回暖，房企资金到位情况有所改善，但投资仍偏弱。从销售看，全国商品房销售面积与金额同比跌幅转正，从10月的-1.6%和-1.0%转正为3.2%和1.0%。价格方面，70城新房价格和二手房价格同比增速从10月的-6.2%和-8.9%小幅收窄至11月的-6.1%和-8.5%，中金同质二手住宅价格同比降幅也由10月的-14.6%收窄至-11.8%，环比0.7%为今年2月以来首次转正。从供给看，11月300城土地成交建面和价款同比增速由10月的-20.2%和5.8%上升至-12.5%和24.0%。投资端的相关指标仍然偏弱，住宅新开工（11月同比-26.8%，10月同比-26.7%）、施工（11月同比-12.7%，10月同比-12.4%）和竣工（11月同比-38.8%，10月同比-20.1%）降幅均有所走阔。得益于需求有所好转，销售回款和融资均有所改善。11月开发资金来源降幅由-10.8%大幅收窄至-4.8%，其中各项资金来源降幅均有所收窄，定金及预收款从10月的-3.9%转正为5.0%，房地产开发投资当月同比跌幅从-12.3%略微收窄至-11.6%，但1-11月累计降幅为-10.4%相较1-10月的-10.3%略低。

► 1-11月广义基建同比增长9.4%，基本持平1-10月的9.3%。从分项上看，1-11月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理业投资同比增速分别为23.7%、6.9%和4.0%（1-10月分别为24.1%、7.7%和3.1%），公用事业增速小幅放缓，水利环境和公共设施管理业投资则大幅提速，或主要受11月地方特殊再融资债券密集发行、被挤占财力得以释放，地方专项债也加快使用有关。12月高频数据显示，近期基建工地资金到位率和基建实物持续改善，我们预计全年基建投资增速或能维持在9.0%以上。

► 1-11月制造业投资同比9.3%，持平1-10月。大规模设备更新改造整体持续支撑，1-11月整体固定资产投资中设备工器具购置同比15.8%，虽然较1-10月的16.1%小幅回落，但是仍然高于整体投资增速。制造业投资中，高技术制造业投资同比8.2%（1-10月为8.8%）。细分行业来看，汽车制造业、纺织业、食

品制造业、通用设备制造业投资增速较1-10月改善较多。展望未来，我们预计在贸易存在不确定性的状态下，制造业投资或有所承压，但大规模设备更新改造政策或持续支撑。



以上观点来自：2024年12月16日中金公司研究部已发布的《内生动能待改观——11月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

宏观专栏

雾天开车：美联储将放缓降息

美联储12月会议如期降息25个基点，决策者对未来经济和利率的预测偏鹰。我们认为鹰派指引是出于预防考虑，因为美联储不想在通胀问题上再次失误。但官员们也没有完全放弃降息的意思，今天“鹰”是为了明天不用“鹰”。美联储的指引与我们在年度报告中的预测一致（请参考《[海外宏观2025年展望：从软着陆到新均衡](#)》），因此我们维持2025年政策利率将下调至3.75%-4.0%的中性水平的判断。在降息节奏上，我们预测美联储将“跳过”明年1月会议，随后在3月和6月会议各降息25个基点，然后停止降息，下半年将进入观望模式，货币政策根据特朗普施政的效果再做决定。我们不认为美联储给出的利率指引是过度紧缩，也没有看到货币政策即将破坏“软着陆”前景的迹象。更多的不确定性来自于特朗普的政策，但那也要等到1月20日特朗普上任之后才能见分晓。

本次会议的背景是近几个月来美国经济与就业保持弹性，通胀仍有粘性，特朗普赢得2024年美国大选，未来政策不确定性有所增大。市场在开会前已经完全消化了本次会议降息25个基点的预期，投资者更关注的是2025年美联储降息的路径。

美联储在本次会议如期降息，同时展现了“鹰派”姿态。美联储的鹰派体现在三个方面：第一，在最新的预测表中，美联储官员们明显上调了对于2024年经济增长的预测，从9月预测的2.0%上调至2.5%，对于2025年的判断也上调0.1个百分点至2.1%；下调了对于失业率的判断，认为年内失业率将保持在4.2%，在2025和2026年，失业率都将稳定在4.3%附近；上调了对于通胀与核心通胀的判断，认为2025年PCE与核心PCE都将在2.5%左右，高于此前的2.2%。

第二，点阵图方面，在19名官员中，有10人预测2025年底前还有两次或以上降息，另外3人预测只有1次降息，1人预测不再降息¹。这表明多数官员倾向

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20241218.pdf>

于2025年还需要继续降息，但降息次数已从9月的4次降低为2次。2025年末利率预测中值从3.4%抬升至3.9%，2026年末利率中值从2.9%抬升至3.4%，长期利率预测中值上升0.1个百分点至3.0%。这表明决策者认为中性利率在逐步上升。

第三，这次降息25个基点也并非所有人的共识。在12名投票的官员中，11人投了赞成票，克利夫兰联储主席Beth Hammack投了反对票，她更倾向于本次会议上就“跳过”降息²。点阵图中也显示，在19名官员中有4人认为此次会议上可以不用降息。这表明，美联储内部对于下调利率正在形成阻力。

美联储为何偏鹰？ 我们认为是出于预防考虑，美联储不想在通胀问题上再次失误。由于特朗普即将上任，市场担心他的一些政策（如加征关税、驱逐移民、减税）具有推高通胀的作用。尽管这些政策仍存在很大不确定性，包括征收哪些关税、来自哪些国家、规模多大、是否有对等反制以及持续时间等，都没有明确说法，但美联储仍希望谨慎评估未来可能出现的任何通胀风险。

2021年，美国通胀上升，美联储认为是暂时的（transitory），结果2022年通胀进一步走高，美联储不得不连续大幅加息75个基点。现在虽然通胀风险还未露头，美联储却表现出了十分的谨慎，这是一种本能反应。鲍威尔在记者会上表示，美联储降息的决策像是在“雾天开车”，且已更接近目的地，在美国经济增长强劲，而通胀风险和中性利率目标位置都具有不确定性的时候，更应该刹车减速，谨慎观察着前行。

但美联储也没有完全放弃降息的意思，今天“鹰”是为了明天不用“鹰”。 最新的点阵图显示，决策者仍预计2025年有两次降息。鲍威尔表示，劳动力市场虽然近期企稳，但多方面指标显示整体较此前有序降温（cooling），且劳动力供需比疫情前更“松”，如JOLTS招聘率与离职率都较低。在供给侧因素影响之下，当前的新增就业满足不了失业率不再进一步上升的条件，美联储官员不希望看到劳动力市场的进一步放缓。美联储认为当前的利率仍具有限制性，若

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20241218a.htm>

这能帮助通胀继续取得进展，那么进一步降息将是合适的。

美联储的指引与我们在年度报告中的预测完全一致，我们维持对于**2025年降息路径的判断**。此前我们预测美联储在2025年继续降息，货币政策回归中性，联邦基金利率将下调至3.75%至4%的中性水平，这一水平比疫情前的中性利率高约150个基点。我们仍然维持这一判断。在降息节奏上，我们预测美联储将“跳过”明年1月会议，随后在3月和6月会议各降息25个基点，然后停止降息，下半年进入观望模式，货币政策根据特朗普施政的效果再做决定（请参考[《海外宏观2025年展望：从软着陆到新均衡》](#)和[《美国通胀或推动“鹰派降息”》](#)）。

市场对于美联储的鹰派姿态反应强烈，美债收益率大幅走高，美元飙升，美股三大股指受挫。我们倾向于投资者是在“卖事实”，即降息落地后回吐涨幅。我们不认为美联储给出的利率指引是过度紧缩，也没有看到货币政策即将破坏“软着陆”前景的迹象。我们认为更多的不确定性来自于特朗普的政策，但那也要等到一个月后1月20日特朗普上任之后才能见分晓。

以上观点来自：2024年12月19日中金公司研究部已发布的《雾天开车：美联储将放缓降息》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

量价视角看消费复苏

根据我们的估算，量与价对名义消费的拖累大致为“六四开”。在名义消费缺口加大的过程中，价滞后于量。展望明年，政策更加强调提振消费，并重视物价回升。我们认为，明年的消费恢复，从“量”的方面来看，以旧换新类商品可能是弹性较大的领域；从“价”的方面来看，基本必需品类的消费可能更为受益。

今年第三季度，上市公司消费行业营收增速进一步下降，转为负增长。企业的营收和利润均按现价计算，和名义消费息息相关。当前名义消费缺口既有量的拖累，也有价的影响，二者的影响占比大致是“六四开”。我们将居民名义消费支出较疫情前趋势的缺口拆解为量与价两个部分。可以看到，2020-2022年，名义消费缺口主要是量放缓导致的。而2023年以来，量的缺口收窄，物价放缓对名义消费缺口的拖累加大，推动名义消费缺口进一步走阔。我们测算显示，截至3Q24，名义消费较疫情前趋势的缺口大约为9.7%，其中量的放缓拖累了6.0个百分点，占名义消费缺口的61%；物价拖累了3.8个百分点，占名义消费缺口的39%。

在名义消费缺口扩大的过程中，价的变化滞后于量。2020年之前，价和量增长平稳，二者的总体趋势较为一致。2020-2022年，受疫情影响，先后两次出现量降价升的情况，这是因为疫情在影响需求的同时也制约了供给。2023年以来，随着疫情影响消退，供给和需求都有恢复，不过需求改善力度相对偏弱，需求缺口扩大，物价面临下行压力。在量重新恢复增长的同时，物价出现了连续6个季度的放缓。

展望明年，政策更加强调提振消费，并重视物价回升。12月12日，中央经济工作会议提出“大力提振消费”，将促消费、扩内需放在明年经济工作的首位。与此同时，会议还提出“注重目标引领，着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合”。这是近30年中央经济工作会议首次提出“物价合理回

升”，并将其与增长、就业并列作为“目标引领”³。

明年的消费恢复，如果能够出现量价双升，消费额增长的弹性会更大。不过考虑到明年促消费政策可能以特定领域为抓手，我们预计实际消费增长可能更多集中在政策刺激领域；而物价走势惯性较强，具有滞后性，价格改善更有可能出现在本就供需格局良好、价格增长平稳的领域。

从“量”的方面来看，以旧换新类商品或是明年增长弹性较大的领域。中央经济工作会议明确明年将会“加力扩围”实施“两新”政策⁴。我们预计，今年四季度消费品以旧换新的补贴力度估计在1000亿元以上，对相关品类的零售额增速额外拉动10个百分点以上。明年如果全年力度不减，补贴额将会有大幅增加。除了已有的汽车和八大类家电，未来扩围方向可能指向手机等消费电子产品，各类小家电产品等。

从“价”的方面来看，基本必需品类的消费可能更为受益。过去一年，在多数消费品类增长持续放缓的同时，必需品消费保持了稳健增长，例如粮油食品、中西药品、饮料等。实际上，2020年以来，居民消费八大项中，食品烟酒是唯一量与价都高于疫情前趋势的分项。中央经济工作会议提出“推动中低收入群体增收减负”、提高城乡居民基础养老金和医保财政补助标准⁵，都指向了低收入群体，而这部分群体消费结构中必需品的占比相对更高。此外，教育文娱、生活用品及服务等多项呈现了需求缺口较大但价格缺口较小的特征，意味着需求改善可能也会有利于其价格回升。

以上观点来自：2024年12月16日中金公司研究部已发布的《量价视角看消费复苏》

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

³ <http://www.news.cn/politics/leaders/20241212/f47e778630ec4ff6b51c99d55cef6f43/c.html>

⁴ <http://www.news.cn/politics/leaders/20241212/f47e778630ec4ff6b51c99d55cef6f43/c.html>

⁵ <http://www.news.cn/politics/leaders/20241212/f47e778630ec4ff6b51c99d55cef6f43/c.html>

专题聚焦

评估美股估值的“新思路”

虽然高估值和特朗普就任后可能导致经济滞胀的担忧犹在，但9月美联储降息、尤其是11月大选后，美股市场却依旧一路“高歌猛进”，三大指数屡创新高。尽管上述担忧并未能逆转美股的涨势，但的确是随着市场不断新高，担忧也在增加。那么，涨到当前位置，美股估值有多高？当前的增长与流动性环境能够支撑多高的估值水平？如何看待美股的估值问题？对此，我们从纵向对比历史水平、横向对比其他资产、内部拆解板块行业以及动态考虑利率环境四个视角，通过多维度细分指标梳理美股市场当前的估值情况。

整体看，不论是纵向对比历史，还是横向对比其他资产，美股估值偏高都是毋庸置疑的，甚至显得“极端”。但是，上述视角无非都是假设历史趋势和与其他市场关系基本稳定且均值回归的“静态思维”。如果动态的考虑利率与增长环境，尤其是考虑成本与回报的相对变化，当前美股估值就远没有看似的那么“极端”，甚至可能还在发生趋势性的变化，例如高估值的龙头和纳指盈利贡献反而高于低估值的价格板块。但短期内，估值的扩张空间有限，盈利是市场空间的主导。基准情形下，我们测算美股2025年盈利增速10%，对应标普500指数点位 6300~6400。

一、纵向对比历史水平：各维度都已明显高于均值

通过纵向对比美股市场主要指数估值的水平，我们发现，对于不同指数、从不同指标、以及在不同时间周期阶段来看，当前估值水平都已经明显高于均值。具体来看：

► 从静态估值看，当前标普500静态P/E 27.2倍（前高2021/4/29，32.9倍），远高于1954年以来16.9倍的均值；即使对比1990年以来更高的估值阶段（均值20倍），目前水平也不便宜，当前估值为1990年以来均值以上1.6倍标准差，处于91%分位。纳斯达克当前静态P/E为47.8倍（前高2020/12/28，81.4倍），高于2001年以来均值1倍标准差，处于90%分位。道琼斯当前静态P/E为34.5倍（前

高2021/4/11, 32.6倍), 高于1993年来均值3.1倍标准差, 处于99%分位。不过, 静态估值的局限性在于未考虑市场未来的盈利预期, 在增长前景向好时存在向上偏误, 因此我们进一步考虑动态估值。

► 从动态估值看, 当前标普500动态P/E 22.7倍(前高2020/9/2, 23.4倍), 同样高于1990年以来16.6倍的均值1.8倍标准差, 处于94%的历史分位。此外, 道琼斯、纳斯达克、MAAMNG(科技龙头股包括META、苹果、亚马逊、微软、英伟达、谷歌)动态估值(21.2倍、29.5倍、31.4倍 vs. 前高2020/6/8 22.7倍、2023/12/13 33.6倍、2020/8/25 39.6倍)也均已经高于其可得的历史均值水平(16倍、14.8倍、24.5倍), 分别处于95%、89%和84%分位, 这表明即便考虑其未来盈利预期, 美股估值也不便宜。

► 从其他指标, 如P/B、PEG、EV/EBITDA、P/FCF、P/Sales 等多个维度来看, 标普500的估值水平也均高于不同时间周期的历史均值, 尤其是静态估值指标如静态P/B、EV/EBITDA和P/FCF, 相对平均水平偏离程度已经超过2倍标准差(P/FCF最高、已经高于均值2.9倍标准差; 静态P/B其次、高于均值2.5倍标准差)。不过, 动态考虑未来盈利预期与增长的PEG尽管也高于均值, 但偏离程度较小, 为1.4-1.8倍标准差。

需要说明的是, 尽管上述指标显示当前估值已经明显高于历史均值, 但纵向对比自身历史水平暗含估值均值回归的假设, 但不同时期的内外部经济环境、利率环境和产业趋势都大不相同, 因此抛开宏观和市场环境的简单对比并不严谨, 甚至容易产生误导, 因此不可不信但也不能全信, 更多只能作为参照。此外, 高估值的消化并不一定以资产价格大幅下跌来完成, 盈利不断改善同样可以使得估值边际回落, 例如今年上半年MAAMNG指数盈利预期上修、动态估值回落至历史均值+1倍标准差下方。

二、横向对比其他资产：美股同样也不便宜

如果说纵向对比历史是将历史经验作为“参照系”且把均值回归为底层假设的话, 那横向对比其他资产, 则是以其他资产作为“参照系”假设二者关系基本稳定。细究起来, 这一对比方式也存在很大问题, 但并不妨碍我们以此作

为参照，具体来看：

► **对比全球市场估值的偏离度：**全球主要市场中，美股(MSCI美国指数)当前估值(12个月动态P/E)相比自身历史均值的偏离程度(z-score)明显偏高，已经高于均值1倍标准差。对比之下，欧洲、港股与海外中资股、金砖四国，韩国等估值仍低于历史均值。

► **对比其他市场的折溢价：**以欧洲、日本和新兴市场为对比基准，我们发现，美股(标普500)当前估值较日经225、欧洲Stoxx 600和MSCI新兴市场的溢价分别为1.09、1.65和1.82倍，均明显高于2000年以来的平均溢价(分别为0.9、1.2和1.6倍)。换言之，美股相对日本、欧洲和新兴市场估值高估程度，也已经超过历史水平了，不过仍低于较日经225和欧洲Stoxx 600溢价的前高(2021/11/17 1.5倍，2024/3/28 1.8倍)。

► **债券：**股市和债券的估值相对强弱关系可以通过股息率和债券收益率的对比来展示。当前标普500指数12个月动态股息率(1.24%)，仅相当于美国10年期国债收益率(4.27%)三分之一不到，股息率/债券收益率为0.3倍，是自2001年以来的历史低点，仅相当于前期低点(2018/10/3, 0.6倍)的一半。

► **黄金与油价：**对比大宗商品，分别以原油和黄金计价，当前标普500指数点位分别为67倍的布伦特油价和2.6倍的黄金价格，低于前期高点(2020/4/27 144倍布油价格，2022/1/3 2.7倍金价)，尽管较历史极端水平有差距，但均高于1960年和1928年以来31倍和1倍的平均水平。

► **经济总量：**对比标普500市值与美国名义GDP角度，也即证券化率，目前这一比例为2.8，为2000年以来最高，高出前期高点(2021/12/31, 2.2倍)，2000年以来均值仅为1.1倍。

横向对比其他资产的局限性同样在于假定不同资产之间估值相对水平是“均值回归”的，并未考虑不同市场和资产强弱关系的范式变化。疫情以来的过去三年间，美国“偶然”间形成的“三大宏观支柱”：大财政(疫情后财政刺激)、科技创新(AI产业链)与全球资金再平衡(俄乌局势与中国经济)，形

成了支撑美国增长和美股市场相互正反馈的持续不断的动力，也拉大了美国与非美资产的差距，这一点从过去三年间持续不断的资金流入和美元走强中也可以得到印证。这一情形40年前的“里根循环”有诸多相似之处，彼时美元从1981年到1985年之间上涨了1倍（从80到160），因此这种趋势性的变化也是简单的历史水平无法捕捉的（《[2025年展望：信用周期重启之路](#)》）。

三、美股内部结构：头部集中效应明显，但高估值也有盈利支撑

从美股内部来看估值分布情况，多数板块估值也已经超过历史均值水平近一倍标准差，尤其是偏成长的板块估值更高，且市值头部集中效应显著，不过高估值板块反而比低估值板块有更强的盈利支撑。具体来看，

► **不同风格：**从动态估值看，成长风格代表的纳斯达克指数和MAAMNG指数分别为29.5倍和31.4倍，标普500指数为22.6倍，偏价值的道琼斯指数为21.2倍。

► **分板块：**标普500中，除能源外，其他板块当前12个月动态估值均已超出2001年以来的均值，其中必需消费、金融和IT板块当前估值处于95%以上分位，能源和地产板块处于60%以下分位。

► **头部集中：**当前美股头部集中效应较强，比2000年互联网科技泡沫时期市值集中度更高。从动态P/E看，MAAMNG指数为31.4倍，标普500除MAAMNG估值仅为19.6倍，标普500指数为22.6倍。美股头部科技公司（MAAMNG）市值占比达30%（vs. 互联网科技泡沫时期DOTCOM市值占比高点15.6%），但市值集中的背后有一定的收入与盈利能力支撑，科技龙头股收入、经营性现金流以及净利润占整体非金融企业可比口径的比例分别为12.3%、24.1%以及28.4%，相比互联网科技泡沫时期DOTCOM收入、经营性现金流以及净利润占比高点5.3%、9.2%和13.2%高出一倍以上。

需要指出的是，美股内部的估值差异实际上更多反应的是盈利差异。拆解今年以来美股的表现，不同风格指数分化明显，成长风格由盈利主导，价值风格则由估值主导。例如，纳斯达克31.1%的涨幅中，盈利贡献21.5个百分点，接

近七成；科技龙头MAAMNG指数盈利贡献超过七成（盈利36.4% vs. 涨幅49.7%）；标普500指数26.5%的涨幅中，估值盈利贡献各半（13.5% vs. 11.5%）；道琼斯则是估值扩张占上风（16.1% vs. 1.2%）。板块层面也是如此，周期板块如能源、地产、原材料、工业等表现贡献以估值扩张为主，成长板块如IT等表现贡献以盈利为主。从估值扩张的动力来看，主要来自于风险溢价的下行，无风险利率贡献为负。

四、评估估值的“新思路”：自然利率走高，抵消实际利率的上行，是估值可以定价更高的核心因素

上文中我们从纵向对比历史水平、横向对比其他资产，拆解内部结构三个维度，发现美股估值均处于高位，但上述三种方式均是“静态思维”。如果动态的考虑利率与增长环境，尤其是考虑成本与回报的相对变化，当前美股估值就远没有像看似的那么极端。

利率是风险资产的定价因素之一，根据DCF模型，对未来现金流的贴现成本包含无风险回报和风险溢价两部分。我们对比发现，相对单纯用名义利率，用实际利率解释估值定价比名义利率好，而用相对利率能起到更好的效果。一个很简单的例子是，如果按照静态方式计算的股权风险溢价ERP几乎接近零，是完全不合常理的。经验显示，标普500动态市盈率与相对利率之间呈现更为显著的负相关关系，即相对利率能够相对较好地衡量资金成本并影响投资者对风险资产的估值中枢。

自然利率在短期抬升较快（财政刺激，AI等因素导致产出和通胀超出趋势），尤其是较实际利率的差距在走扩，表明回报抬升的比成本更快，这是估值可以定价更高的核心因素。对股权风险溢价的估计结果显示，考虑到短期自然利率的上行，里士满联储LM模型测算的自然利率抬升至2.53%，与1.6%的实际利率差距仅为0.93%，大幅抵消了作为贴现率的成本抬升，使得标普500指数股权风险溢价（LM模型衡量）为5.94%，较至2000年互联网科技革命（2.53%）、2009年金融危机量化宽松（4.96%）以及2020年新冠疫情财政刺激时期（4.09%）都仍有较大距离，就不显得极端了。当然，如果自然利率上升无法持续甚至证

伪，例如AI产业趋势逆转等，那么估值定价自然也要回归传统静态方式，也会更为“极端”了。

五、市场空间：估值扩张空间有限，盈利是后续走势关键

估值的进一步扩张空间有限。在当前的通胀（我们预计美国通胀 2025 年中见底）和降息路径（我们测算美联储还需降息 3-4 次，终点利率为 3.5-3.75%）下，我们预计10年美债利率合理中枢在3.8~4%。同时，以相对利率测算的风险溢价也处于历史低位（LM模型测算处于历史30%分位，HLW模型测算处于历史5%分位），进一步走低的空间相对有限。我们测算，动态估值或小幅回落至21左右。

盈利是后续走势的关键变量，也决定了美股市场未来的空间。基准情形下，结合美国自身增长路径（2025 年中经济逐步企稳修复）以及海外收入的增长预期（30-40%的海外收入），我们测算美股2025 年盈利增速或达到 10%，略高于今年的 9%。当然，在我们的假设中，AI产业趋势依然维持乐观情绪与高利润率。同时，特朗普的税改有望提振美国盈利3-4个百分点，但能否体现在2025 年的盈利中还要看政策推进进展，结合上述估值测算，我们预计标普500 指数点位 6300~6400（《[美股还有多少空间？](#)》）。但若内需刺激和科技产业表现不及预期或走弱，或者特朗普就任后通胀性政策推进更快使得滞胀担忧升温，悲观情形下，我们预计标普 500 指数点位在5700~5900（《[特朗普政策与交易的路径推演](#)》）。

以上观点来自：2024年12月16日中金公司研究部已发布的《评估美股估值的“新思路”》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.12.16 中国图说中国宏观周报：量价视角看消费复苏
- 2024.12.16 联合解读：中金12月数说资产
- 2024.12.16 中国宏观热点速评：内生动能待改观——11月经济数据点评
- 2024.12.17 宏观探市：美债季报：快修复支撑高利率
- 2024.12.19 海外央行观察：雾天开车：美联储将放缓降息
- 2024.12.21 中国宏观热点速评：财政收入缘何连月改善？——前11月财政收支数据点评

策略及大宗商品

- 2024.12.16 海外策略：评估美股估值的“新思路”
- 2024.12.17 大宗商品：数据观察：11月数据点评：需求以稳为主
- 2024.12.19 海外策略：美联储还能否再降息？
- 2024.12.21 全球资金流向监测：主动外资流出继续增多

固定收益

- 2024.12.16 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.12.16 简评：消费和地产仍需提振，货币政策宽松加码带来债牛持续——2024年11月经济数据分析
- 2024.12.18 专题研究：地产刺激政策效果对开发商及地产债影响
- 2024.12.18 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.12.19 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.12.19 中国房地产债券月报：11月房地产债券月报：政策效果延续，销售持续增长
- 2024.12.20 中国可转债策略周报：如何看小盘回调——暨本月十大转债
- 2024.12.21 信用债收益率跟踪周报：信用利差继续被动走扩
- 2024.12.21 中国利率策略周报：美债利率走势的核心矛盾和反身性

行业

- 2024.12.16 房地产：11月楼市新政效果延续，房地产投资仍弱
- 2024.12.16 REITs：公募REITs周报（12.9-12.13）：价量齐升，关注节奏
- 2024.12.16 可选消费：11月社零同比+3.0%，家居品类明显改善
- 2024.12.17 建筑与工程：11月固投：固投增速小幅回落，基建投资稳定增长

- 2024.12.17 不动产与空间服务：周评#419：新房销售环比持平，二手房降逾一成
- 2024.12.17 航空航天科技：卫星互联网低轨01组卫星发射成功，有望开启密集组网阶段
- 2024.12.17 汽车及零部件：汽车零部件出海系列五：3Q24欧美车市疲软，关注大选后贸易摩擦进展
- 2024.12.17 科技硬件：具身智能系列（三）：机器人与通信网络，织就智能脉络
- 2024.12.17 基础材料：11月：水泥供给端变化积极，玻璃价格修复
- 2024.12.17 金融：消费信贷科技2025年展望：稳中求进
- 2024.12.17 电力电气设备：工控2025年展望：多点着力，蓄势待发
- 2024.12.18 轻工日化：轻工内需专题：家居以旧换新的复盘及展望
- 2024.12.18 交通运输物流：交运2025年展望：待价而沽，顺势而为
- 2024.12.18 主题研究：央企市值管理政策落地，板块配置价值显现
- 2024.12.18 可选消费：数说消费12月刊：强政策信号下消费有望更快修复
- 2024.12.18 汽车及零部件：乘用车细分市场洞察#2：消费结构稳定、混动延续高增，把握投资主线的“弹性时刻”
- 2024.12.18 汽车及零部件：宁德规划建3万座换电站，换电战略加速
- 2024.12.19 农业：保障国家粮食安全，加快建设农业强国——中央农村工作会议点评
- 2024.12.19 建材：建材2025年展望：箭在弦上
- 2024.12.19 传媒互联网：11月电商月报：购物节错期影响线上销售
- 2024.12.19 商业运营管理：商业运营管理2025年展望：关注强韧性或高股息投资机会
- 2024.12.19 纺织服装珠宝：运动鞋制造业东南亚调研报告：龙头领军全球化布局，把握行业机遇
- 2024.12.19 科技：3Q24美股IaaS公司业绩回顾：云厂商受制于算力瓶颈，同比增速出现分化
- 2024.12.20 日常消费：休闲渠道观察系列2：微信小店借助“送礼物”功能有望成为零食新增社交线上渠道
- 2024.12.20 房地产：中金看海外 主题 | 对海外房企去杠杆历程的简要分析
- 2024.12.20 传媒互联网：2025年春节档前瞻：高规格影片云集，关注需求弹性
- 2024.12.20 金融：海外投行启示录：穿越周期的“二三四五”
- 2024.12.20 东南亚研究：东南亚12月月报：宏观、互联网与消费
- 2024.12.21 交通运输物流：日本调研：综合商社、快递、航运启示
- 2024.12.21 电力电气设备：电新双周报：全球储能中标容量环比上升，看好工控板块的顺周期表现

- 2024.12.21 旅游酒店及餐饮：旅游酒店及餐饮2025年展望：重视行业“基础设施”，量价回暖可期
- 2024.12.21 医疗健康：第五批耗材国采落地，积极看好国产替代机会



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn