

美股历次牛熊市及其背后的经济原因

——1950-2023 美股复盘



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级： 美股：看跌
报告日期： 2023年12月4日

★ 美股历史上的牛市熊市

在二战后长达 70 多年的时间里，美股呈现出了牛长熊短、趋势上涨的特征，我们根据不同时间的经济特征将其划分为 8 个阶段，其中的 5 个阶段表现出明显的上涨趋势，其中穿插着短期的回撤；在整个 70 年代表现出了震荡的特征；在 2000 年初和 2008 年则经历了两次时间较长幅度较大的下跌。每个阶段的上涨均有不同的结构性宏观经济驱动力量，经济政策由凯恩斯主义下的政府财政支出拉动转换到供给主义下通过减税刺激企业生产，再到 MMT 下向金融系统和实体经济注入大量流动性；经济结构的转变主要由制造业外流主导，由第二产业向第三产业倾斜，消费、医疗、金融、信息板块不断发展；技术进步则得益于第三次工业革命的发生，电子计算机、互联网、人工智能上的领先技术进步都给美国企业带来新的生机。

★ 美股当前机会和风险

经济政策：新冠疫情后，美国政府又通过债务进行了大量的财政刺激，给经济在短期带来韧性，但在长期来看，政府债务规模过大给美债收益率带来的压力在未来对美股估值可能会形成持续的压力；**经济结构：**新冠疫情对于劳动力市场造成了不可逆的影响，很多 56 岁以上人口在疫情爆发后选择提前退休，劳动力市场趋紧，这意味着在未来将面临着更高成本、更低效率的经济环境；**技术进步：**2023 年初 AI 技术取得了突破性进展，生成式 AI 的应用场景迅速扩展，但是 AI 相关业务仍未能形成稳定的盈利模式。

往后看，随着经济加速放缓，会打压当前市场的乐观情绪和企业盈利能力，使美股在中短期承压，但是在长期来看，AI 技术的迅速发展和应用落地给掌握领先技术的科技公司带来了广阔的盈利前景，在进入新一轮降息周期后，美股上涨动能充沛。

★ 风险提示

通胀压力反复，经济衰退风险加大。

徐颖 FRM 宏观策略首席分析师

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人

周佳慧 宏观策略助理分析师

从业资格号：F03117519

Email: jiahui.zhou@orientfutures.com

目录

1、前言：1950-2019 美国股市概览.....	6
2、1950-2019 美股表现复盘.....	9
2.1、1950-1957：战时经济下政府支出拉动经济.....	9
2.2、1958-1967：财政刺激和人口结构推动企业盈利.....	10
2.3、1968-1982：高通胀高利率打压估值，但给企业带来盈利.....	13
2.4、1982-2000：高增长低通胀的 20 年黄金时期.....	15
2.5、2000-2003：科网泡沫的破灭.....	17
2.6、2003-2007：“居者有其屋”下的房地产市场繁荣.....	19
2.7、2007-2009：次贷危机和美联储救市.....	21
2.8、2010-2019：量化宽松后的 10 年长牛.....	22
3、总结及美股研究框架介绍.....	24
4、分析框架下的后疫情时代.....	28

图表目录

图表 1: 1950-2019 美股的牛市与熊市	6
图表 2: 1950-2019 美国各阶段市场及其经济特征	7
图表 3: 美国总体行业增加值增速呈现放缓趋势, 金融和信息技术增速始终较高	8
图表 4: 在 GDP 中占比较高的行业由第一产业和第二产业向第三产业转移	8
图表 5: 政府国防支出拉动工业生产	9
图表 6: 战时工业生产和 GDP 同比平均值达 10%	9
图表 7: 财政支出迅速增长, 财政赤字扩大	9
图表 8: 过度财政支出引发通胀压力	9
图表 9: 企业盈利能力恶化	10
图表 10: 税收影响企业盈利水平	10
图表 11: 股票指数的上涨主要依赖于高经济增速带来的高估值	10
图表 12: 政府研发投入和军费支出扩大	11
图表 13: GDP 的很大比例由政府部门创造	11
图表 14: 国际收支水平恶化	11
图表 15: 国际收支恶化下美元贬值压力加大	11
图表 16: 5-19 岁人口占到总人口 14.9%	12
图表 17: 教育、金融等服务行业增速相对更高	12
图表 18: 消费电子产品和汽车销量上升	12
图表 19: 通胀联邦基金利率美债收益率和估值	12
图表 20: 盈利增长支撑股指增长, 估值原地踏步带来波动	13
图表 21: 货币超发使得通胀难以遏制	13
图表 22: 政策利率不断抬高以控制通胀	13
图表 23: 盈利高速增长, 但估值贡献始终为负, 股指总体震荡	14
图表 24: 制造业利润水平显著提高	14
图表 25: 70 年代起美国制造业外流趋势显现	14
图表 26: 1970 年制造业和服务业行业集中度明显提升, 企业资产规模占比分布	15
图表 27: 减税政策显著降低个人边际税率	16
图表 28: 高增长、低失业、低通胀、低赤字	16
图表 29: 财政赤字在 80 年代大幅走阔	16
图表 30: 双赤字下美元贬值压力凸显	16
图表 31: 1988 年以后盈利增长支撑股指, 估值水平也系统性上移	17

图表 32: 融资融券余额高于趋势水平.....	17
图表 33: 通信、软件的风险投资额高出平均水平.....	17
图表 34: 2000 年估值率先回落, 随后盈利出现实质性降低.....	18
图表 35: 企业盈利恶化, Capex 下降.....	18
图表 36: 泡沫后企业破产数量年均 150 万左右.....	18
图表 37: 企业破产后失业人口增加收入水平降低.....	19
图表 38: 居民部门受到影响后拖累整体经济增速.....	19
图表 39: 2000-2007 房价迅速上涨.....	19
图表 40: 房地产成交规模迅速上升.....	19
图表 41: 金融衍生品市场规模扩大, 十亿美元.....	20
图表 42: 贷款质量下降埋下隐患.....	20
图表 43: 房地产板块市值增速遥遥领先.....	20
图表 44: 利率提高压制估值, 盈利仍然强劲.....	20
图表 45: 货币政策收紧, 贷款利率上行.....	21
图表 46: 居民杠杆率过高的情况下违约率攀升.....	21
图表 47: 金融危机下信用紧缩.....	21
图表 48: 实体经济受到牵连.....	21
图表 49: 美联储资产负债表购债计划.....	22
图表 50: 信用紧缩环境下估值跌幅为主要拖累.....	22
图表 51: 标普 500 与流动性关联被强化.....	23
图表 52: 后期经济增长靠消费拉动 GDP.....	23
图表 53: 标普 500 回购指数涨幅超过标普 500.....	23
图表 54: 利息支出和税率降低提高净利润率.....	23
图表 55: 通信服务和信息科技板块迅速扩张.....	24
图表 56: 美股“七巨头”占总市值比重不断提高.....	24
图表 57: 流动性宽松的环境下, 估值和盈利都受到支撑.....	24
图表 58: 美股分析框架.....	26
图表 59: 长期来看盈利是主要支撑.....	26
图表 60: 估值具有明显的均值回归特征.....	26
图表 61: 企业利润和薪资占比在一段时间内稳定.....	27
图表 62: 企业利润水平与整体消费水平变化一致.....	27
图表 63: 减税和降息的政策降低企业支出.....	27
图表 64: 减税和降息后伴随净利润的明显上涨.....	27
图表 65: 无风险利率与 PE 呈现明显负相关关系.....	28
图表 66: 经济增速下降拖累估值水平.....	28
图表 67: 疫情后 2.2 万亿财政刺激带动经济增长.....	28

图表 68: 消费和投资是支撑经济韧性的主要来源.....	28
图表 69: 劳动力市场出现明显缺口.....	29
图表 70: 服务 CPI 和核心 CPI 黏性较强.....	29
图表 71: 快速加息带来无风险利率飙升.....	29
图表 72: 未来政府债务水平预计将持续抬高.....	29
图表 73: 疫情以来, 股指的修复由估值向盈利转换.....	30
图表 74: 七巨头和市场估值水平分化.....	30
图表 75: Q3 财报显示 AI 相关业务盈利仍不稳定.....	30

1、前言：1950-2019 美国股市概览

在二战后长达 70 多年的时间里，美股呈现出了牛长熊短、趋势上涨的特征。我们根据不同时期的经济特征将其划分为 8 个阶段，其中有 5 个阶段表现出持续的上涨趋势；在整个 70 年代表现出了震荡的特征；在 2000 年初和 2008 年则经历了两次时间较长幅度较大的下跌。

图表 1：1950-2019 美股的牛市与熊市



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

每个阶段的上涨均有宏观经济的驱动力量，主要是经济政策、经济结构和技术水平的变化：1950-1957 年在战争需求下由政府军费支出拉动经济；1958-1967 年为了促进战时经济的转型提出了扩张的财政政策，同时电子技术的发展和人口结构的变化带来经济结构的变化，消费电子板块逐渐取代制造业的份额；1970 年代财政政策和货币政策受到通货膨胀的制约保持紧缩，但通胀环境反而给企业带来了更大的盈利空间；1983-2000 年在供给学派的影响下，美国政府采取减税的政策，同时又提出了信息高速公路的构想及相应产业政策，科技板块和金融地产行业蓬勃发展；2003-2007 年在《美国梦首付法案》的影响下，金融地产板块和金融衍生品市场迅速扩张，形成了房地产市场的非理性繁荣；2008 年金融危机后，美联储为金融系统注入天量流动性，催生了由回购和息税成本降低推动的牛市；新冠疫情后，财政支出再次成为维持经济韧性的主要力量，货币政策的变化以及 AI 技术的突破性进展给股票带来上涨动力。

而牛市的终结往往源于货币政策的变化，其中通货膨胀压力和资产价格的非理性上涨是引发货币政策变化的主要原因：1970 年代爆发了两次石油危机，整个 70 年代通货膨胀压力不减，联邦基金利率和十年期美债收益率迅速上行压制美股估值；2000 年通货膨胀压力显现，同时为了防止热钱继续流入由互联网催生的股市泡沫，美联储开始加息，最终刺破了股市的泡沫；2004 年起，为了控制房屋价格的非理性上涨，美联储开始加息，在规模明显扩大的金融衍生品市场的催化下，居民还款能力和还款意愿迅速恶化，最终扩大为整个金融系统的危机，股票市场随之大幅下跌。

图表 2：1950-2019 美国各阶段市场及其经济特征

时间	经济背景	年化涨跌幅	行业变迁	大幅回撤时间	回撤幅度	回撤原因
1950-1957	战时经济政府支出拉动经济	11.34%	制造业为重	1953	-6.5%	战争结束
				1957	-12.9%	通胀压力上行 货币政策收紧
1958-1967	战后经济转型	8.64%	消费电子兴起，制造业占比下降	1962	-20.0%	消化此前估值上涨，炒作电子股泡沫
				1966	-17.9%	越战爆发打压风险资产
1968-1982	高通胀高利率	0.15%	消费和科技开始取代制造业的支柱地位	1970	-28.9%	通胀上行 货币政策收紧
				1974	-42.5%	第一次石油危机
				1982	-23.2%	第二次石油危机
1983-2000	高增长低通胀的黄金20年	15.92%	金融地产行业蓬勃发展，科技板块信息技术革命	1987	-26.9%	美元贬值压力带来悲观情绪发酵
				1990	-17.9%	储贷危机
				1998	-10.6%	亚洲金融危机
2000-2003	科网泡沫破裂	-19.39%	信息技术板块扩散到其它行业	/		
2003-2007	房地产市场蓬勃发展	12.45%	金融地产大幅扩张 衍生品市场规模迅速扩大	/		
2007-2009	次贷危机	-43.78%	房地产行业规模降低 金融行业受到波及	/		
2009-2020	量化宽松下的十年长牛	10.31%	科技行业主导新的技术革命	2011	-11.5%	美国债务危机 欧洲债务危机
				2015	-10.6%	货币政策正常化
				2018	-10.1%	贸易摩擦情绪发酵 加息预期

资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

从经济结构上来看，总体经济增速呈现降低趋势，行业分布逐步变迁，这也给不同时期带来不同的结构性行情。尤其是第一产业和第二产业，而服务行业则在整体经济增速下台阶的背景下保持相对较高的增速，七十年前增速相对较高的行业包括公用事业、建筑、制造业和政府部门等，而现在金融、餐饮住宿、运输仓储、医疗和信息行业等服务业成为经济增长的有力支柱，在 GDP 中的占比也显著提高，尤其是专业和商业服务在 GDP 中占比增长超过 8%。

图表 3：美国总体行业增加值增速呈现放缓趋势，金融和信息科技增速始终较高

	1950-1957	1958-1967	1968-1982	1983-2000	2000-2003	2003-2007	2007-2009	2009-2019
GDP	6.65%	6.09%	9.52%	6.32%	3.74%	7.20%	0.01%	4.04%
农林牧渔	-1.11%	2.21%	7.87%	1.78%	5.29%	6.20%	-5.83%	2.14%
采矿	5.15%	0.97%	16.66%	0.06%	5.71%	21.68%	-6.36%	0.81%
公用事业	9.73%	6.50%	11.08%	4.78%	5.14%	1.33%	5.44%	2.52%
建筑	7.57%	6.05%	8.35%	7.01%	4.41%	9.59%	-11.12%	4.80%
耐用品制造业	7.91%	5.62%	7.00%	5.10%	-3.74%	7.51%	-7.60%	4.20%
非耐用品制造业	4.91%	4.97%	7.75%	4.60%	1.56%	8.52%	0.36%	2.41%
批发	6.29%	6.62%	9.39%	5.98%	2.49%	7.74%	-1.43%	4.36%
零售	5.04%	5.92%	8.82%	6.06%	4.30%	3.71%	-2.45%	3.50%
运输仓储	4.35%	3.57%	8.06%	5.99%	1.63%	6.94%	-1.18%	5.38%
信息	7.42%	7.38%	10.70%	7.55%	2.19%	9.67%	0.98%	4.56%
金融保险	9.70%	7.56%	11.84%	8.60%	5.30%	4.77%	-2.95%	5.74%
房地产	8.56%	6.72%	10.19%	6.67%	5.05%	7.22%	2.65%	3.72%
专业和商业服务	8.83%	7.78%	11.69%	9.28%	3.06%	7.49%	0.62%	4.90%
教育	7.29%	10.53%	10.08%	7.74%	8.12%	10.92%	11.45%	3.84%
医疗	9.75%	9.41%	13.64%	7.72%	8.11%	5.46%	7.33%	4.02%
娱乐	5.66%	6.96%	9.98%	8.51%	6.52%	6.41%	2.55%	5.16%
餐饮住宿	5.01%	6.17%	10.42%	6.76%	3.72%	7.95%	-0.98%	5.66%
政府外其它服务	6.26%	5.89%	7.93%	6.75%	5.01%	5.65%	-0.63%	3.35%
政府部门	9.09%	7.38%	9.51%	5.45%	5.65%	7.40%	4.10%	2.50%

资料来源：BEA，东证衍生品研究院

图表 4：在 GDP 中占比较高的行业由第一产业和第二产业向第三产业转移

	1950	1960	1970	1980	1990	2000	2010	2019
农林牧渔	6.8%	3.8%	2.6%	2.2%	1.7%	1.0%	1.0%	0.7%
采矿	2.6%	1.9%	1.4%	3.3%	1.5%	1.2%	2.0%	1.4%
公用事业	1.6%	2.2%	2.0%	2.2%	2.5%	1.9%	1.9%	1.5%
建筑	4.4%	4.4%	4.8%	4.7%	4.3%	4.4%	3.5%	4.2%
耐用品制造业	14.8%	14.8%	13.4%	12.0%	9.4%	8.8%	6.4%	6.2%
非耐用品制造业	12.2%	10.6%	9.3%	8.0%	7.0%	5.7%	5.5%	4.8%
批发	6.3%	6.6%	6.5%	6.8%	6.0%	6.0%	5.9%	5.9%
零售	8.8%	7.8%	8.0%	7.2%	6.9%	6.7%	5.7%	5.4%
运输仓储	5.9%	4.4%	3.9%	3.7%	2.9%	3.1%	2.9%	3.2%
信息	2.7%	3.0%	3.4%	3.5%	3.9%	4.7%	5.0%	5.2%
金融保险	2.7%	3.6%	4.1%	4.9%	5.9%	7.5%	6.7%	8.0%
房地产	8.7%	10.5%	10.5%	11.0%	12.1%	12.1%	13.2%	12.9%
专业和商业服务	3.9%	4.7%	5.4%	6.7%	9.8%	11.6%	11.8%	12.7%
教育	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.3%	1.3%
医疗	1.7%	2.3%	3.2%	4.4%	6.0%	6.1%	7.4%	7.4%
娱乐	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%
餐饮住宿	2.4%	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.7%	3.1%
除政府以外的其它服务	2.8%	2.9%	2.6%	2.2%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%

资料来源：BEA，东证衍生品研究院

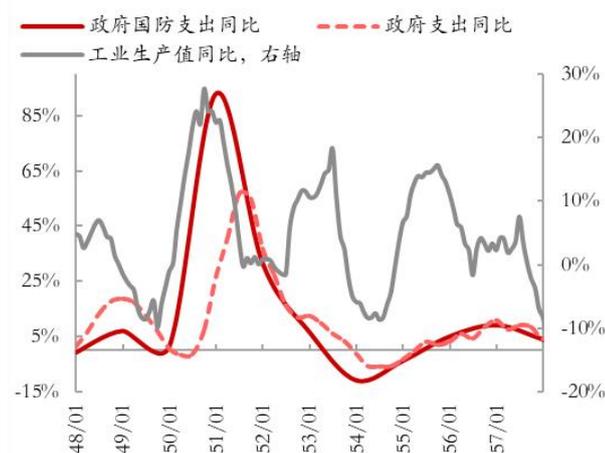
本文主要回顾了不同阶段的经济背景，以及不同经济背景对股票市场盈利和估值的影响。此外，我们还对其中幅度较大的回撤进行解释，为未来可能出现的风险提供历史参考。通过回溯历史，我们期望对不同阶段经济运行的模式和主要矛盾有一定的判断，进而判断当前环境下影响经济运行的主要力量以及未来资产价格的演化方向。

2、1950-2019 美股表现复盘

2.1、1950-1957：战时经济下政府支出拉动经济

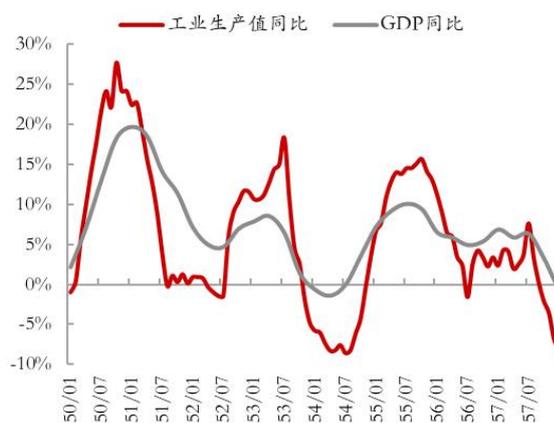
二战刚刚结束，国际局势并不太平，各项军费支出使得政府支出成为拉动经济增长的主要力量。1950年爆发朝鲜战争，美国出兵，战争持续了3年，期间的军费支出和国内的工业生产大幅增加。1956年中东局势动荡又给美国带来压力，艾森豪威尔在1957年提出特别国情咨文，在未来两年每年向中东提供2亿美元的经济和军事支持，大约相当于当年财政收入的2.5%。工业产值和GDP同比增速都达到了非常高的水平。

图表 5：政府国防支出拉动工业生产



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

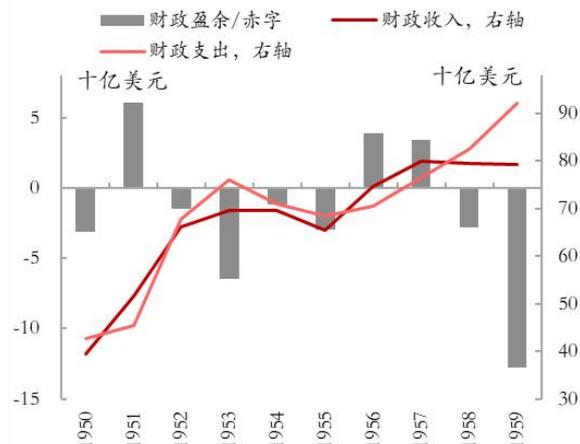
图表 6：战时工业生产和 GDP 同比平均值达 10%



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

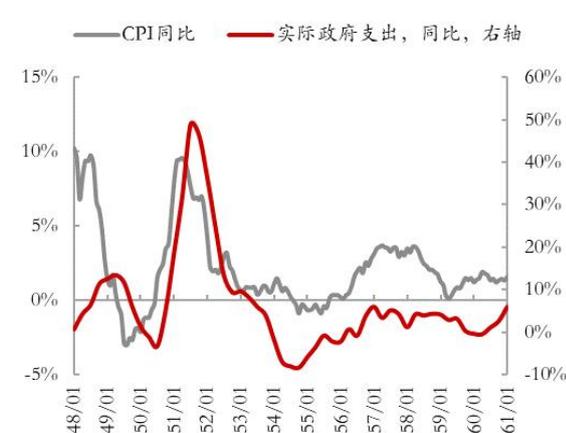
但是在战争环境下，虽然企业的生产水平非常高，但是企业的产出供给与消费者的消费需求并不完全匹配，叠加政府财政的过度支出带来额外需求，供给无法满足需求引发战时通货膨胀。1950年后的CPI甚至一度达到接近10%的水平。在通货膨胀的压力下，货币政策收紧，在1957年底，工业生产和GDP增速都明显下滑。

图表 7：财政支出迅速增长，财政赤字扩大



资料来源：Department of Treasury，东证衍生品研究院

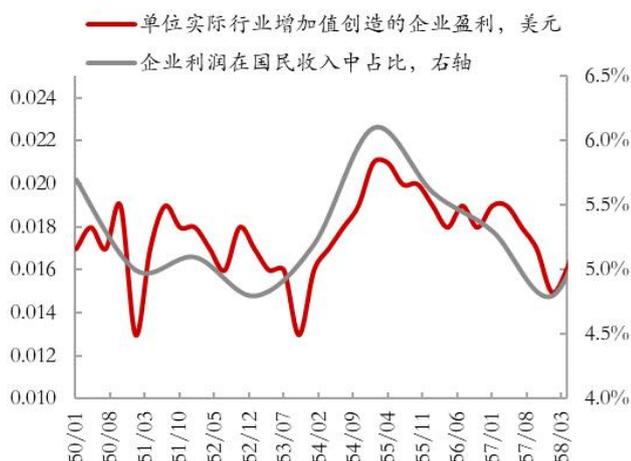
图表 8：过度财政支出引发通胀压力



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

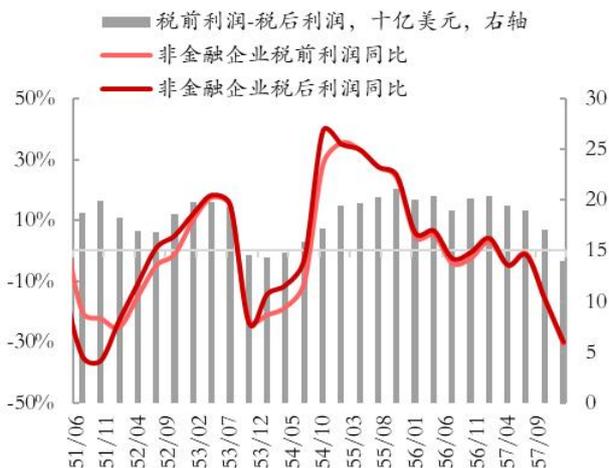
在宏观经济高速增长背景下，企业盈利水平却没能同步提升。单位实际产出所带来的盈利并不高，在战争期间尤其低，这是因为企业的产出并没有完全进入消费市场。同时政府为了给军费支出筹资需要提高税收水平，企业的税收负担加大，企业的税后利润增长速度不及税前利润增速。股票指数的上涨主要依赖于高经济增速带来的高估值。

图表 9：企业盈利能力恶化



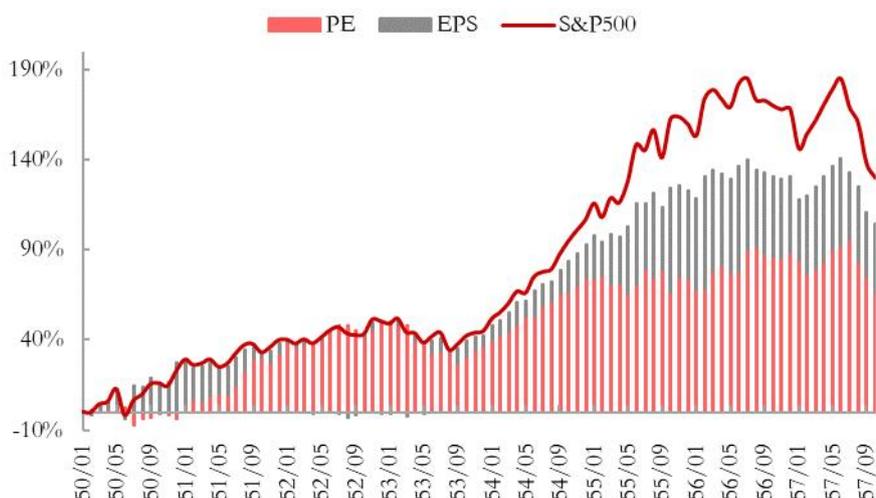
资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 10：税收影响企业盈利水平



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 11：股票指数的上涨主要依赖于高经济增速带来的高估值



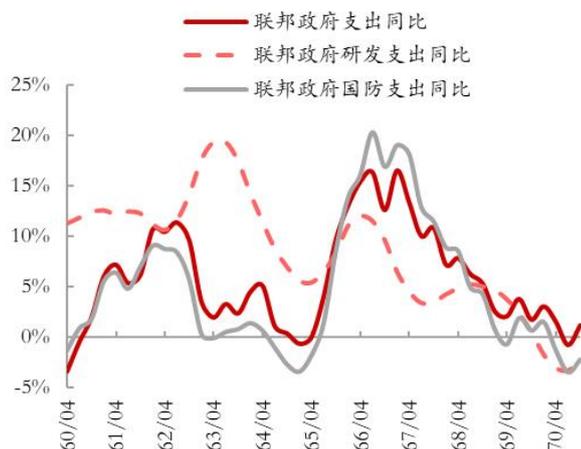
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2.2、1958-1967：财政刺激和人口结构推动企业盈利

美国经济在 1960s 增长仍然主要依赖于政府支出。军事需求降低后，美国经济缺乏新的增长点，在冷战的背景下，当时的民主党总统约翰·肯尼迪提出国情咨文，要保持美国

核威慑力量的实力，大幅增加财政支出用于国防建设以及太空科研。随后林登约翰逊提出的向贫困宣战和《1964年减税政策》进一步刺激了经济增长和企业盈利水平，1967年越南战争的爆发使得政府支出中的军费支出再次大幅增长，平均每年用于越南战争的直接支出高达150亿美元。

图表 12: 政府研发投入和军费支出扩大



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

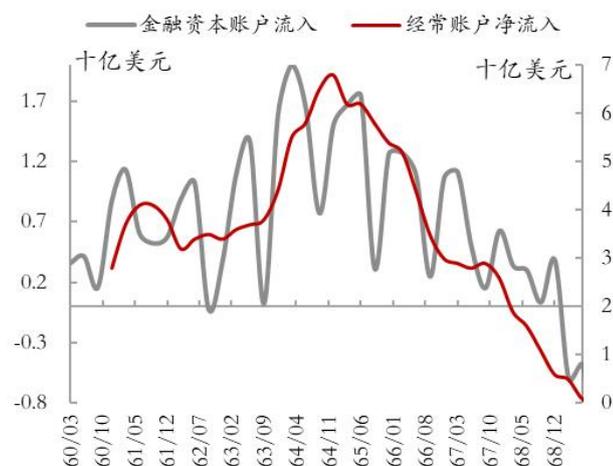
图表 13: GDP 的很大比例由政府部门创造



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

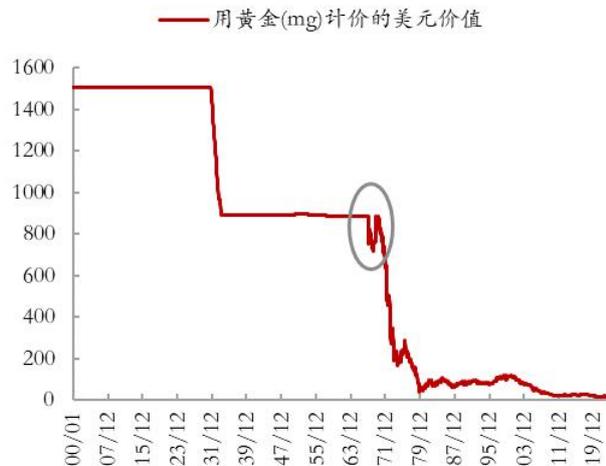
军费支出大幅增加政府支出水平，再次带来通货膨胀的压力，同时向海外进行支付使得美国国际收支水平恶化，给美元带来压力。1967年越南战争爆发后美国财政支出大幅增长，过度的财政支出在1969年带来通胀的大幅上行。向海外进行军费支出大幅增加了美国的资金外流，金融资本账户流入水平降低，商品出口水平也在逐步下降，美国国际收支恶化，美元信用危机和通货膨胀压力促使货币政策收紧，股市在1969年下跌。

图表 14: 国际收支水平恶化



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

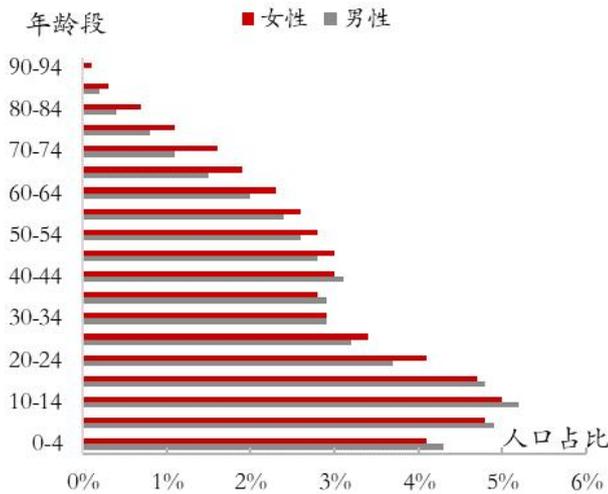
图表 15: 国际收支恶化下美元贬值压力加大



资料来源: PriceInGold, 东证衍生品研究院

在这段时间内，美股的盈利增速非常高，主要得益于二战结束后人口结构和经济结构的转变。婴儿潮带来的人口红利在 60 年代显现，随着婴儿潮的大量人口逐渐步入青少年，消费电子逐渐兴起，汽车销量也大幅增长。制造业在经济中所占的比重有所下降，服务业开始发展。在这 10 年间，服务业、通讯和零售行业增加值的平均年化增长率分别达到 8.2%、7.8%和 6.8%。

图表 16: 5-19 岁人口占到总人口 14.9%



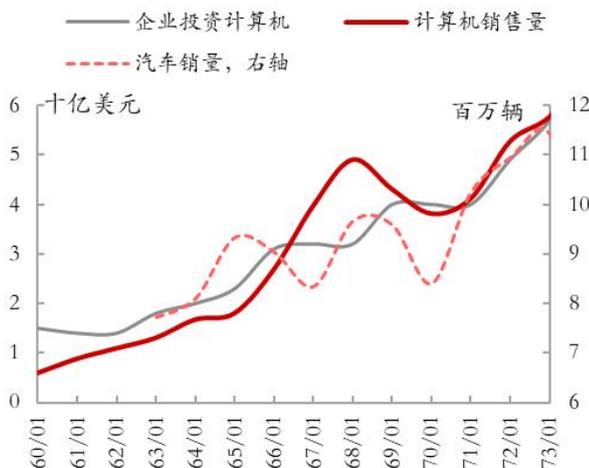
资料来源: PopulationPyramid, 东证衍生品研究院

图表 17: 教育、金融等服务行业增速相对更高

行业	行业增加值平均年化增长率
教育	10.53%
医疗	9.41%
专业和商业服务	7.78%
金融保险	7.56%
信息	7.38%
政府部门	7.38%
娱乐	6.96%
房地产	6.72%
批发	6.62%
公用事业	6.50%
餐饮住宿	6.17%
GDP	6.09%
建筑	6.05%
零售	5.92%
耐用品制造	5.62%
非耐用品制造	4.97%
运输仓储	3.57%

资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 18: 消费电子产品和汽车销量上升



资料来源: BLS, 东证衍生品研究院

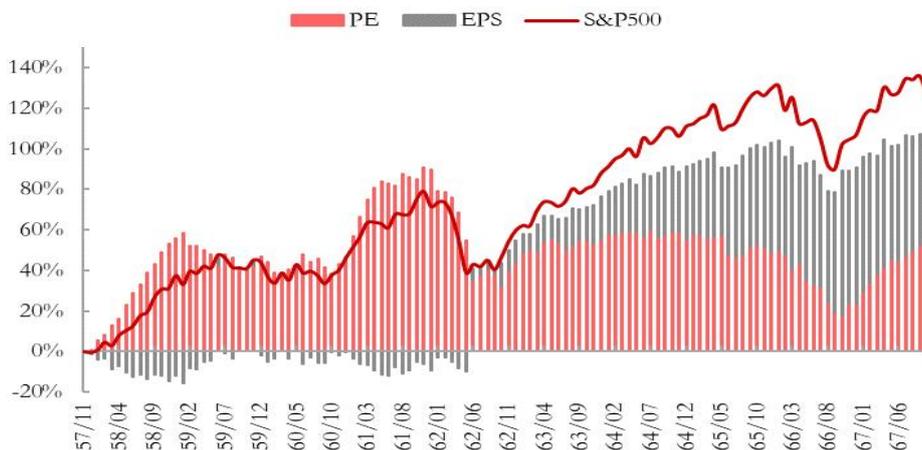
图表 19: 通胀联邦基金利率美债收益率和估值



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

为了缓解美元贬值的压力以及控制通货膨胀水平，美联储决定抬高利率水平，此前由艾森豪威尔主义带来的估值上行被打压，自 1958 年后没有上行趋势

图表 20: 盈利增长支撑股指增长, 估值原地踏步带来波动

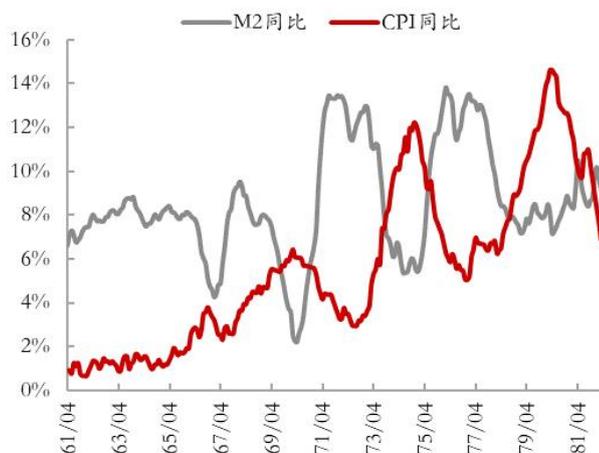


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

2.3、1968-1982: 高通胀高利率打压估值, 但给企业带来盈利

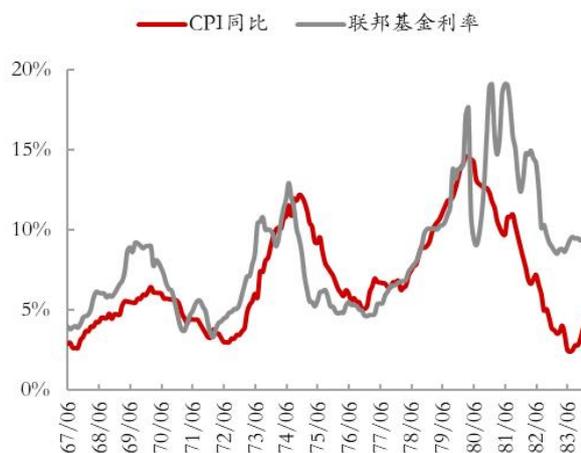
1971 年布雷顿体系崩溃, 在此之后, 美元超发, M2 同比较此前明显提高, 前期过度的财政扩张带来的通胀压力终于在石油危机的催化下爆发, 最终整个 70 年代都陷入与通胀的抗争中。1971 年, 此前作为经济增长重要拉动力量的政府支出逐渐退出, 为了修复经济, 尼克松提出了新经济政策, 通过工资、物价管制以控制通胀; 通过减税刺激经济需求; 通过提高关税改善国际贸易逆差。但是这样的经济政策并没有给经济带来新的增长点, 虽然在短期内控制了物价的上涨, 但在长期, 在供需不平衡的问题被解决之前通胀压力难以被彻底消除。

图表 21: 货币超发使得通胀难以遏制



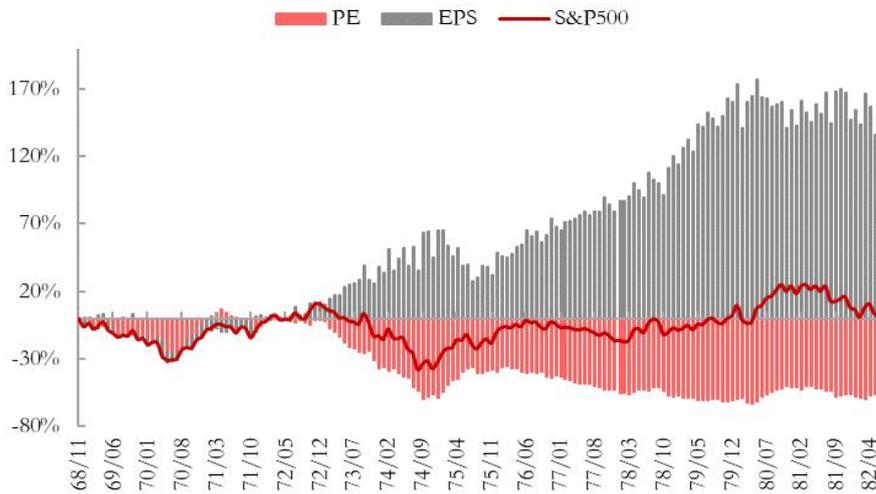
资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 22: 政策利率不断抬高以控制通胀



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 23: 盈利高速增长, 但估值贡献始终为负, 股指总体震荡

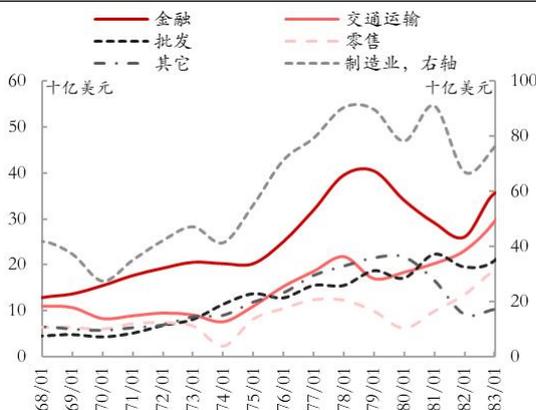


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

为了控制通胀, 美联储不得不将政策利率不断提高并保持在高位, 美债收益率快速上行, 整个 70 年代美股的估值受到打压, 对股指贡献基本为负。

另一方面, 在高通胀的环境下美国企业的盈利能力反而不断提高。盈利能力的上涨主要是价格因素带来的名义产出的大幅增加, 企业可以将成本价格上涨的压力传递给消费者, 通货膨胀本身就给企业带来了更大的盈利机会。此外, 虽然制造业在 GDP 中的占比逐渐降低, 但是美国制造业企业的盈利水平却保持高位, 原因在于制造业将生产过程转移到世界其它成本更低的地区, 海外盈利快速上升。

图表 24: 制造业利润水平显著提高

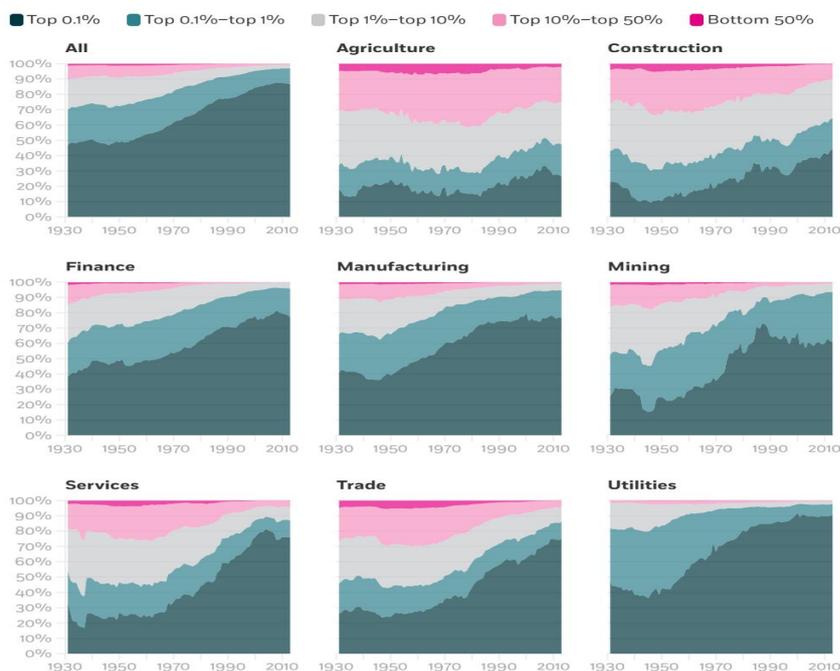


资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 25: 70 年代起美国制造业外流趋势显现



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 26：1970 年制造业和服务业行业集中度明显提升，企业资产规模占比分布


资料来源：Fred，东证衍生品研究院

同时在一些行业集中度增加的背景下，行业龙头的盈利能力更是锦上添花。制造业和服务业的行业集中度明显提升，资产规模位于前 1% 的企业占行业总规模的比例显著提升，而漂亮 50 的名单中制造业公司占到总数量 76%。

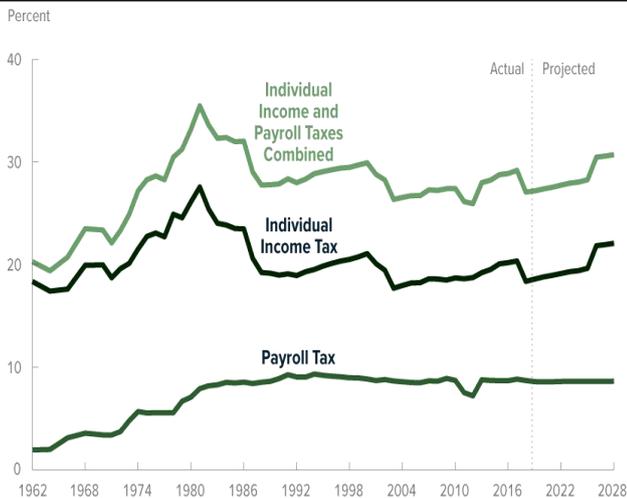
2.4、1982-2000：高增长低通胀的 20 年黄金时期

在供给学派的影响下，这段时期的经济政策倾向于通过刺激企业生产能力拉动经济增长，减税和自由化是其中的主要内容。1980 年里根上台后提出里根经济学，提倡减税，鼓励企业生产，通过刺激供给使经济摆脱滞胀的困境，控制政府支出；降低政府部门对企业部门的干涉和监管，同时通过控制货币供给量控制整体通胀水平。

克林顿又在 1991 年提出了《经济振兴计划》：支撑经济的重点由消费转向投资，大幅增加了美国的基础设施建设、研发投入等投资支出，由间接促进产业技术发展转向直接发展产业技术，高度重视并大力推动信息基础设施建设和数字技术发展，提出“信息高速公路”的设想；增税节支大幅削减联邦财政赤字，其中包括政府部门的裁员和提高公司税率；坚决制止通货膨胀。新的信息技术产业发展带动经济整体进入了高增长、低失业、低通胀、低赤字的完美组合情况，经济增速基本维持在 6% 的高水平上。

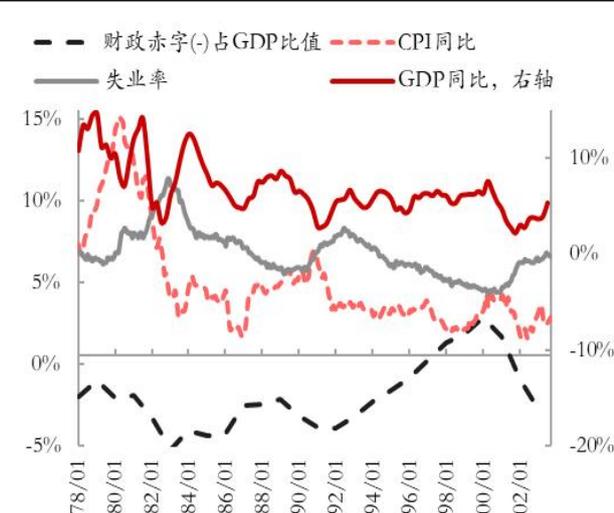
随着欧洲和日本制造业的复苏，美国从 1980 年代开始贸易赤字迅速扩大。另外虽然里根提出了控制政府支出的目标，但实际上并没能成功平衡，1981 年和 1986 年分别提出两次税改反而增加了财政负担，财政赤字大幅扩张，政府债务占 GDP 的比值扩大的增速也越来越快。美国陷入了双赤字的困境。

图表 27: 减税政策显著降低个人边际税率



资料来源: CBO, 东证衍生品研究院

图表 28: 高增长、低失业、低通胀、低赤字

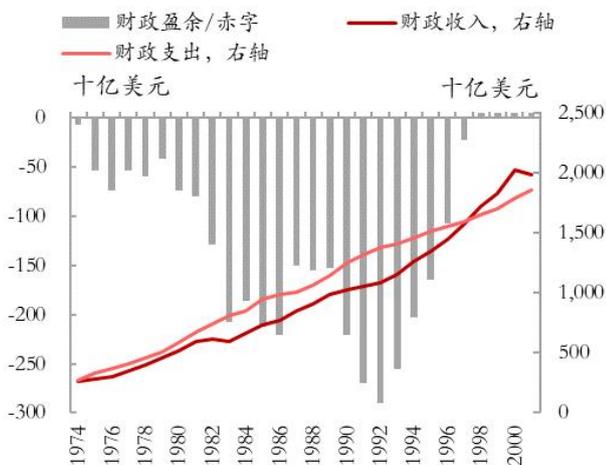


资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

双赤字的环境给美元汇率带来了很大压力，是当时扰动市场情绪的重要变量。为了缓解贸易赤字，美国签订《广场协议》主动贬值，但此后的贬值趋势却难以遏制，最终对于汇率的担忧在 1987 年释放，形成了一次短期大幅度的崩盘。1987 年黑色星期一悲观情绪释放，当天 S&P500 下跌 20.5%。

到 1987 年以后，里根税制改革虽然降低了最高税率，但是它通过填补此前的税收漏洞来扩大税基，原本个人承担的税收负担部分被转移至公司，居民消费潜力被释放。在政府赤字压力降低后，企业税收压力自 1988 年以后真正逐步缓解，企业盈利能力改善。同时，随着 70 年代的恶性通货膨胀问题的解决，市场普遍对未来经济发展和利率环境持乐观态度，伴随货币政策的放松，美债收益率持续降低，估值系统性抬升。

图表 29: 财政赤字在 80 年代大幅走阔



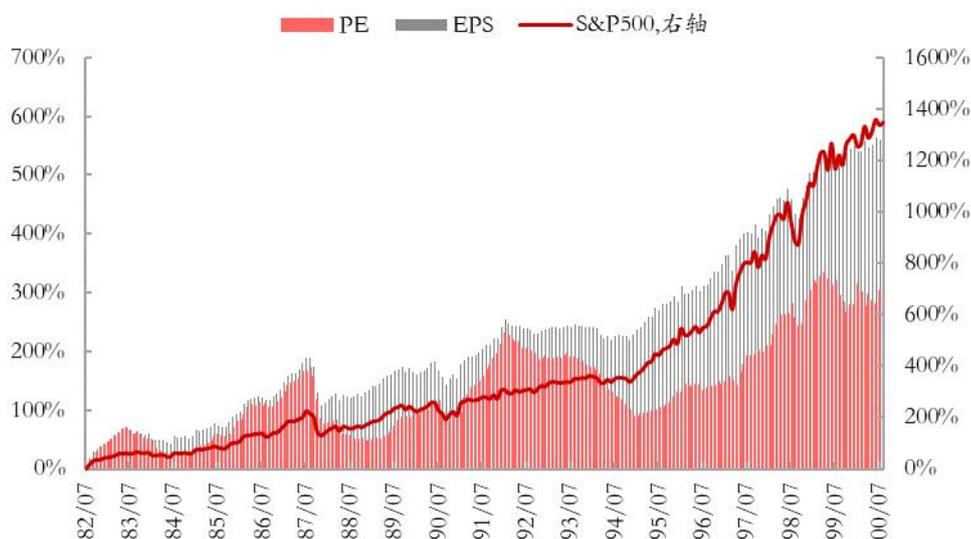
资料来源: Department of Treasury, 东证衍生品研究院

图表 30: 双赤字下美元贬值压力凸显



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 31: 1988 年以后盈利增长支撑股指, 估值水平也系统性上移

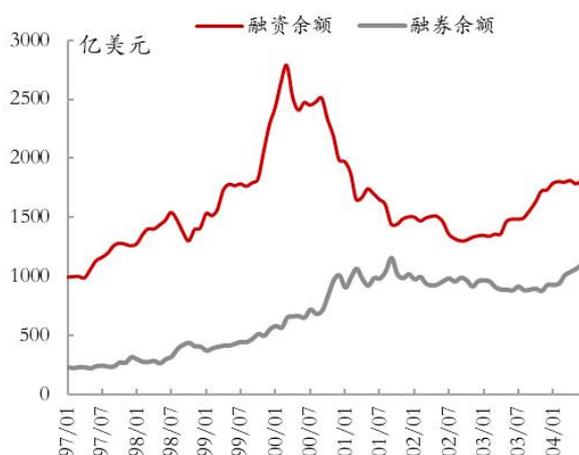


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

2.5、2000-2003: 科网泡沫的破灭

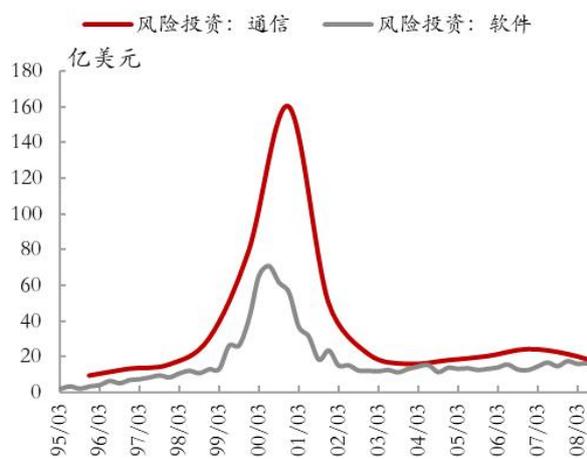
此前对于信息技术的产业政策和互联网技术的快速发展使得对于互联网行业的投资热情分外高涨。融资融券余额高于趋势水平, 对通信、软件的风险投资数额也明显高出平均水平。

图表 32: 融资融券余额高于趋势水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 33: 通信、软件的风险投资额高出平均水平

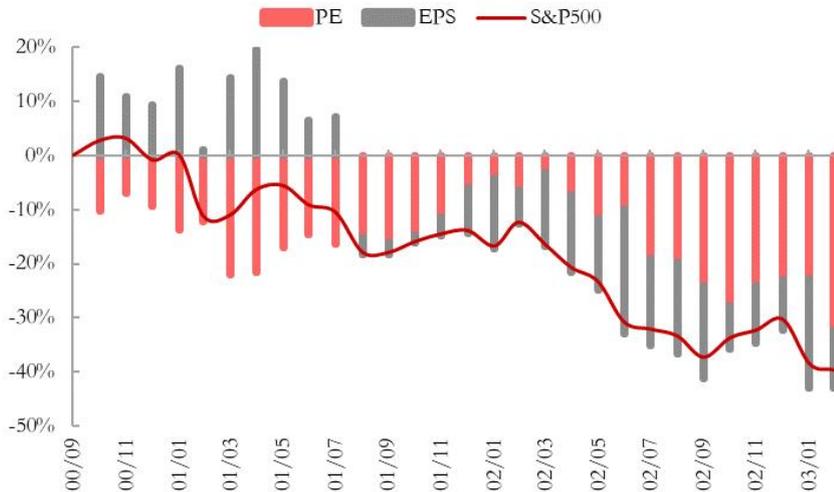


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

紧缩的货币政策最终刺破了估值泡沫。进入 2000 年以后, 政策利率持续保持在高位, 企业融资成本提高, 现金流受到影响, 巴伦周刊的专栏文章“Burn Up”警示多数科技企业现金流即将耗尽, 盈利将不及预期, 悲观情绪下估值率先回落。4 月微软的反垄断

案更是引燃市场对于科技企业盈利能力的悲观情绪，随着盈利增速迅速降低，估值回归理性，股票市场大幅回调。

图表 34：2000 年估值率先回落，随后盈利出现实质性降低



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

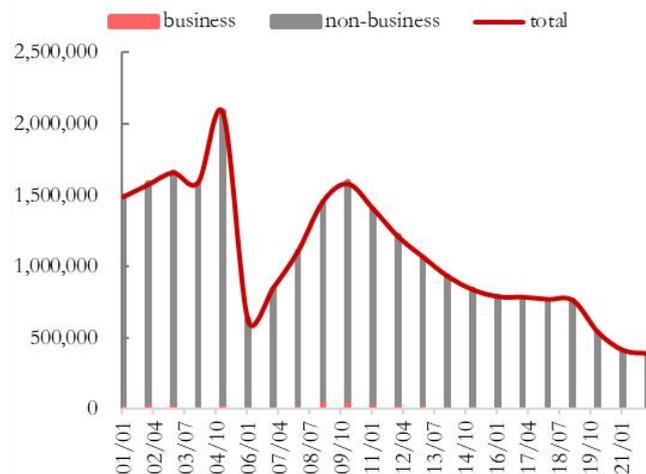
随后大量科技公司破产倒闭，金融市场的泡沫逐渐蔓延到实体经济当中。2000 年之前为了解决千年虫问题，大量企业进行了过度投资，过多高科技设备投资形成的高库存迫使企业开始削减投资支出，最终私人部门投资拖累 GDP，居民消费支出暂时保持稳定。但随后，企业破产后失业率快速上升，居民收入受到影响，居民消费的支撑难以持续，对经济造成了广泛的伤害。消费、工业等板块跟随下跌。

图表 35：企业盈利恶化，Capex 下降



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 36：泡沫后企业破产数量年均 150 万左右



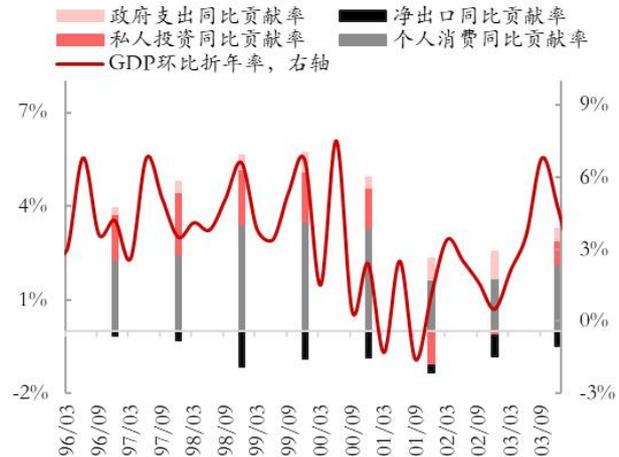
资料来源：FDIC，东证衍生品研究院

图表 37: 企业破产后失业人口增加收入水平降低



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 38: 居民部门受到影响后拖累整体经济增速



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

2.6、2003-2007：“居者有其屋”下的房地产市场繁荣

为了缓解科网泡沫对实体经济中企业的影响，美国政府分别在 2001 年、2002 年降低税费，同时下调联邦基金利率，企业盈利逐渐好转，互联网科技带来的热潮也告一段落。美国政府也看到了房地产市场对于提振经济的作用，提出“居者有其屋”的目标，大幅降低的贷款利率使得房地产市场火热起来。房地产市场规模迅速扩大，成交量和房屋价格都迅速上升。这段时间的经济增长主要依靠房地产行业的高速增长。

图表 39: 2000-2007 房价迅速上涨



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 40: 房地产成交规模迅速上升

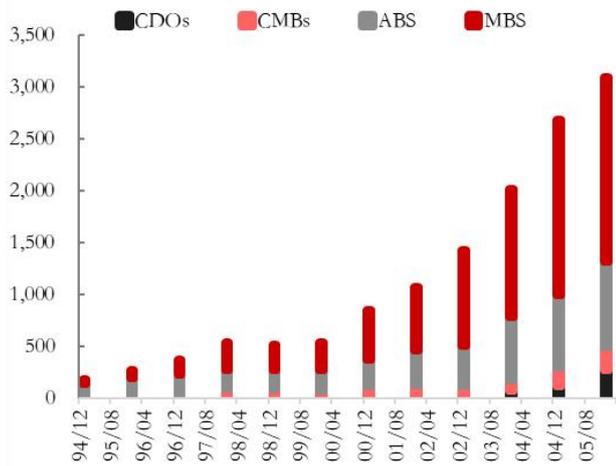


资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

在这种情况下，金融机构为了实现更高的盈利，不断降低按揭准入标准以加快业务发展，开发出包括次级贷款、Alt-A 贷款以及浮动利率贷款，随后，商业银行将次级贷款打包

为证券化产品将风险转嫁给衍生品投资人和保险公司，包括 MBS、CDO 和 CDS 等，金融衍生品市场规模迅速扩大，贷款质量也明显下降。

图表 41：金融衍生品市场规模扩大，十亿美元



资料来源：SIMFA，东证衍生品研究院

图表 42：贷款质量下降埋下隐患

年份	MBS 余额，十亿美元					占全部 MBS 比重			
	全部 MBS	政府机构	非政府机构			政府机构	非政府机构		
			优级	Alt-A	次级		优级	Alt-A	次级
2000	3003	2625	252	44	81	87%	8%	1%	3%
2001	3409	2975	275	50	109	87%	8%	1%	3%
2002	3802	3313	256	67	167	87%	7%	2%	4%
2003	4005	3394	254	102	254	85%	6%	3%	6%
2004	4481	3467	353	230	431	77%	8%	5%	10%
2005	5201	3608	441	510	641	69%	8%	10%	12%
2006	5829	3905	462	730	732	67%	8%	13%	13%
2007	5984	4021	468	765	730	67%	8%	13%	12%

资料来源：SIMFA，东证衍生品研究院

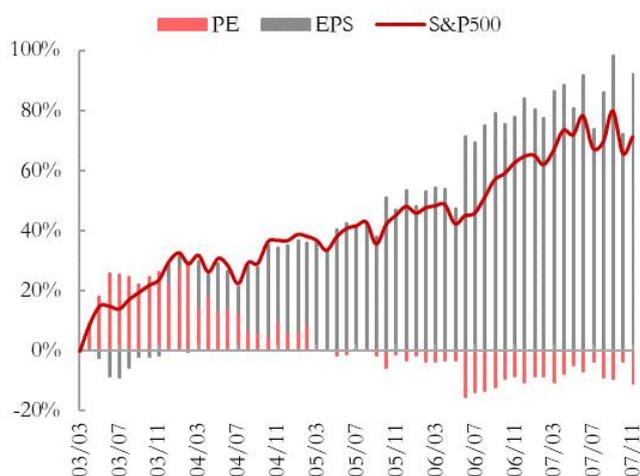
在这段加息过程中，企业盈利并没有受到打压，反而还有明显的扩张。这段时期全球区域经济合作加快促进世界经济增长，新兴市场经济体快速发展，国际贸易增长成为世界经济的新增长动力。但是从 04 年开始缓慢加息使得利率和信贷环境逐渐收紧，长端利率也随之上浮，估值系统性下移。

图表 43：房地产板块市值增速遥遥领先

板块	市值年化增速
房地产	64.66%
能源	19.21%
原材料	10.41%
必需消费	8.82%
工业	6.49%
公用事业	6.45%
科技	5.31%
金融	4.82%
医药	0.64%
可选消费	-2.40%
通信服务	-3.80%

资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 44：利率提高压制估值，盈利仍然强劲

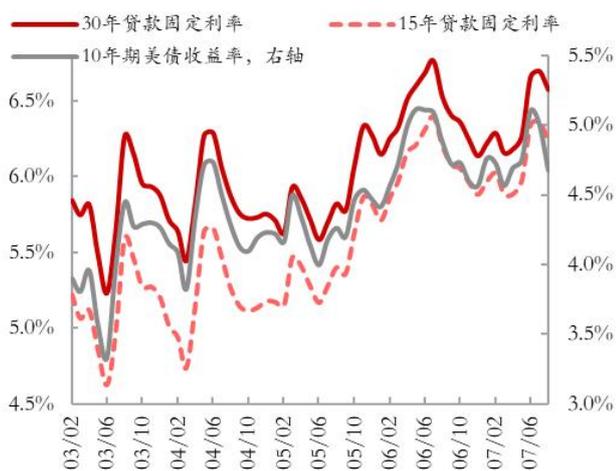


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2.7、2007-2009：次贷危机和美联储救市

利率抬高削弱了居民部门的偿债能力，当资产价格下跌到一定程度后违约就会成为最优解。为了控制房价的非理性上涨，美联储从2004年开始提高政策利率，居民还贷能力和再融资能力逐步减弱。叠加房价可以持续上涨的预期被打破，当出现抵押住房价值低于应付债务价值的情况时，违约率开始大幅提升。

图表 45：货币政策收紧，贷款利率上行



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

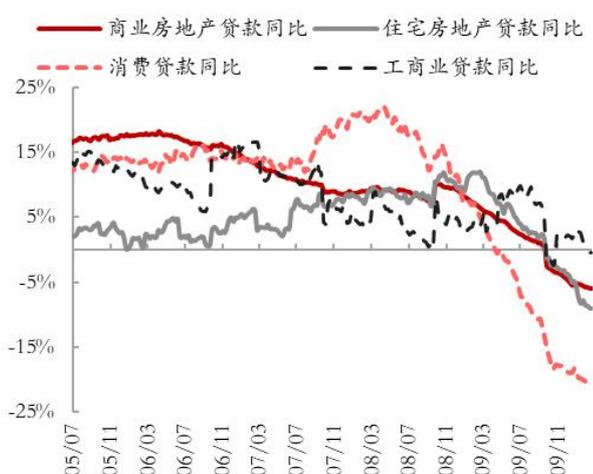
图表 46：居民杠杆率过高的情况下违约率攀升



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

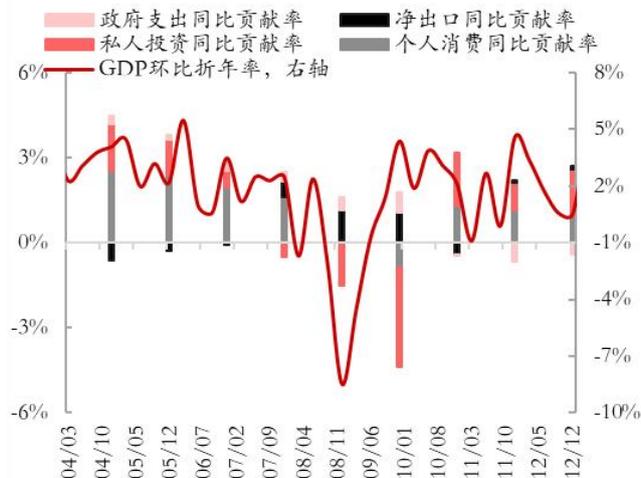
最终房地产市场泡沫的破裂扩散到整个金融系统，并经由银行信贷波及整个实体经济。很多大型金融机构出现亏损，甚至资不抵债。经由金融系统，实体经济也受到了广泛的影响。金融系统为实体经济提供信贷的能力和意愿减弱，社会中各类贷款数量明显降低，主要依靠贷款进行的消费和投资拖累整体 GDP，实体经济明显放缓。

图表 47：金融危机下信用紧缩



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

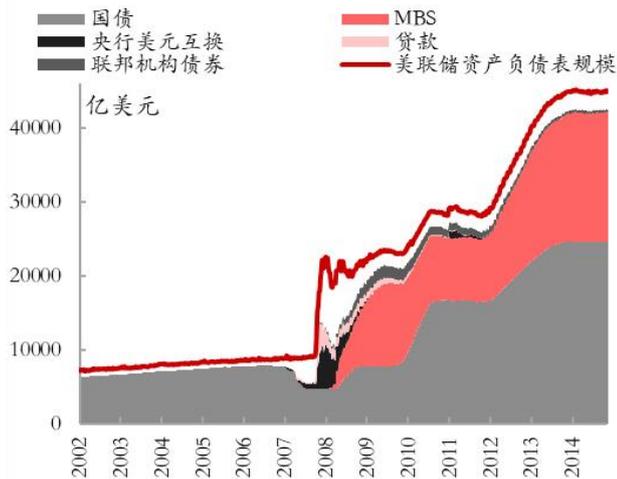
图表 48：实体经济受到牵连



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

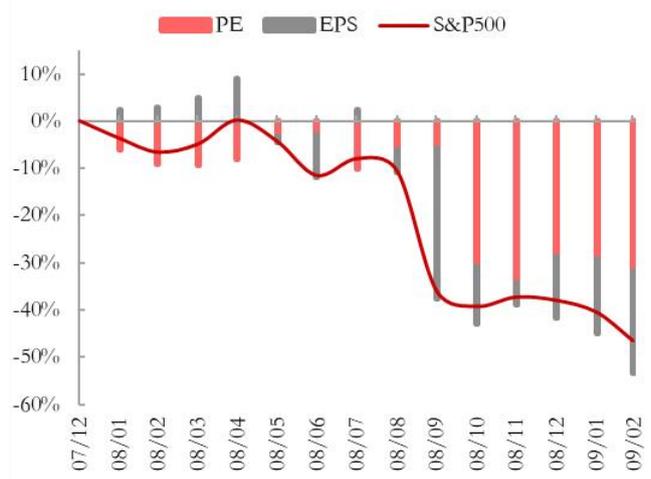
在危机爆发后，美国政府迅速为金融机构提供充足的流动性以缓解由于信用紧缩给实体经济带来的冲击。包括提供货币市场基金临时保障计划，启动问题资产救助计划（TARP）、提出 FDIC 临时流动性保障计划（TLGP），同时对大型金融机构进行救助，保证银行债务偿还。同时美联储积极调整货币政策，进行降息、下调贴现率、同时发行商业票据支持一系列救助项目，为金融机构、借款方和投资者提供短期流动性支持，资产负债表规模迅速扩大。

图表 49：美联储资产负债表购债计划



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 50：信用紧缩环境下估值跌幅为主要拖累



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2.8、2010-2019：量化宽松后的 10 年长牛

危机过后，金融市场稳定性和美联储为市场提供的流动性成为驱动市场的主要力量。面对金融系统的崩溃，美联储长期保持零利率政策，同时开启多轮 QE 为市场注入足够多的流动性。这段时间奥巴马和特朗普都提出过美国再工业化的政策，以制造业作为金融危机后经济复苏的抓手，以创造就业提供增长动能。

但是，由于美国的人工和原材料成本的劣势、大幅基建支出的产业政策受财政约束难以持续以及金融行业过度繁荣的结构性问题导致这十年间制造业的发展并没有很大起色，制造业增加值在 GDP 中的占比持续下降，制造业固定资产投资增速也在不断下滑，制造业占商品出口的比重也在降低，同时，制造业就业人数增长缓慢。

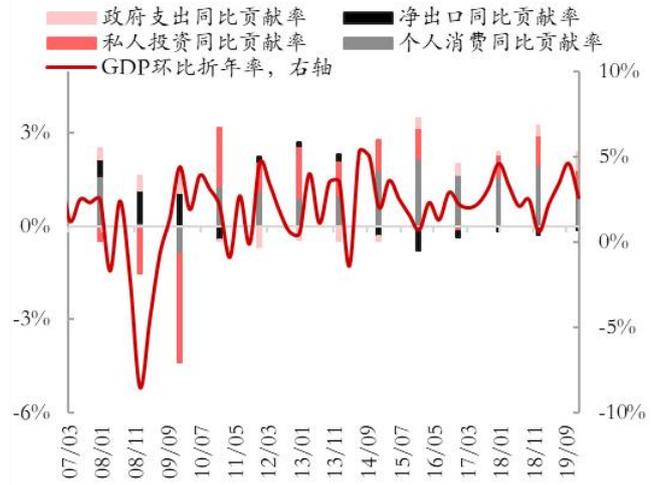
这段时期股票的盈利主要受回购规模以及利息和税收支出的降低支撑。QE 带来的宽松环境企业盈利水平超过债券收益率，企业回购行为规模迅速增加，鼓励制造业回流的产业政策也使得美国企业在这段时间的回购规模很大。在特朗普上任之后，提出了自 1980 年代以来规模最大的税制改革，实行 1.4 万亿美元的大规模减税计划，大幅降低企业税负，带来企业盈利的又一轮上行。

图表 51: 标普 500 与流动性关联被强化



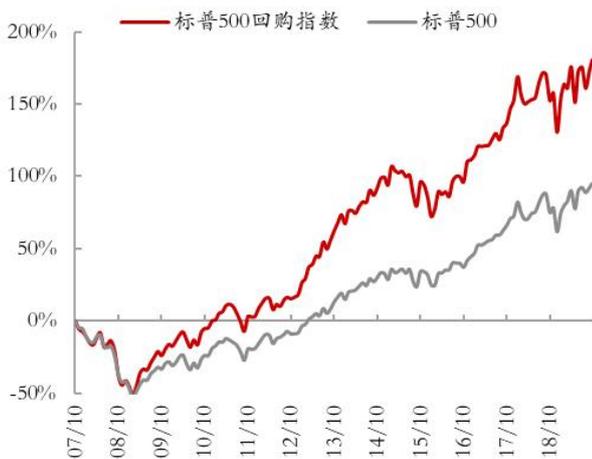
资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 52: 后期经济增长靠消费拉动 GDP



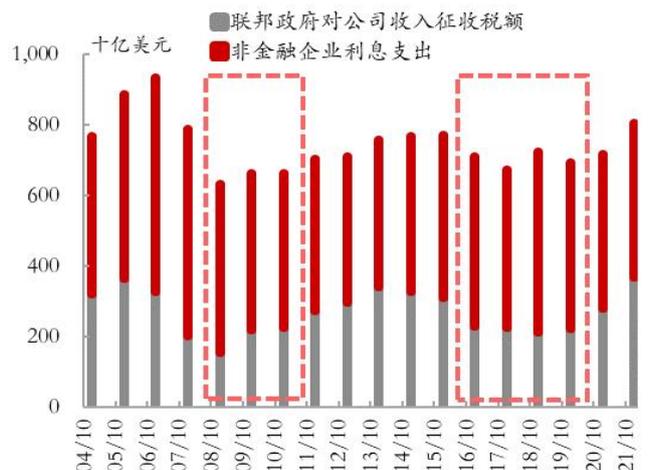
资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 53: 标普 500 回购指数涨幅超过标普 500



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 54: 利息支出和税率降低提高净利润率



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

就行业角度而言，这 10 年内通信服务和信息技术板块迅速扩张，成为当前最具核心竞争力的行业。互联网和半导体技术的崛起，使通信服务和信息技术成为美国目前重要的产业，在过去 10 年里其市值年化增速分别达到 26%和 18%。同时，行业集中度高度提升，Meta、苹果、微软、谷歌、英伟达、亚马逊和特斯拉占到标普 500 总市值的 27%，他们的盈利和估值变化在很大程度上影响着市场的整体走势。自 2023 年 1 月 1 日以来七巨头股价平均累积涨幅达到 100%，而除掉七巨头以外的其它公司的累积涨跌幅平均值仅有 0.84%。同时，按照市值加权来计算，七巨头在 2023 年以来的行情中贡献了绝大多数的涨幅。

图表 55: 通信服务和信息科技板块迅速扩张

板块	市值年化增速
房地产	28.27%
通信服务	26.04%
信息科技	17.87%
金融	16.38%
可选消费	15.77%
医药	12.64%
原材料	12.09%
工业	11.89%
公用事业	10.04%
必需消费	7.34%
能源	1.06%

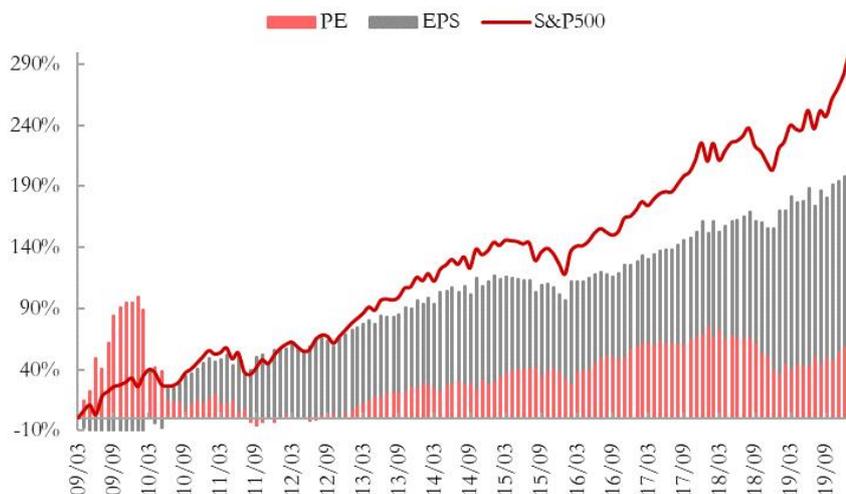
资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 56: 美股“七巨头”占总市值比重不断提高



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 57: 流动性宽松的环境下, 估值和盈利都受到支撑



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

3、总结及美股研究框架介绍

历史上美股的长期增长源自于经济政策的支持、经济结构的变革或技术的进步。

经济政策: 二战刚结束叠加冷战的背景下, 政府进行大量军费支出和科研投入; 里根上任后, 在供给学派的影响下, 实行减税鼓励企业生产; 2000年后采取“居者有其屋”计划刺激房地产市场; 次贷危机后几轮量化宽松为金融系统和实体经济注入大量流动性, 这些经济政策都是股市上涨的重要支撑力量。

经济结构：1970 年代，二战后的婴儿潮改善美国人口结构，对于房地产、汽车、消费电子的旺盛需求逐步取代工业制造业；1980 年代开始，在经济全球化背景下，美国制造业外流，国内则以金融、信息技术、医药等服务业为主。近几年来，逆全球化动向抬头，新冠疫情更是加剧了这一趋势，在供应链受到冲击后，各国更加注重供应链安全问题，美国也提出了制造业回流，以保证国家安全和创造就业。

技术进步：1950 年代开始，随着第三次工业革命的兴起，早期电子计算机技术的发展带来 1960 年代的消费电子热；1970 年代个人电脑的出现极大提高了生产效率；1990 年代互联网和信息技术的发展使得美国经济进入十年黄金增长时期；2010 年后基于互联网领先技术的科技公司均形成了各自稳定的盈利模式，形成了 7 家超大市值公司。

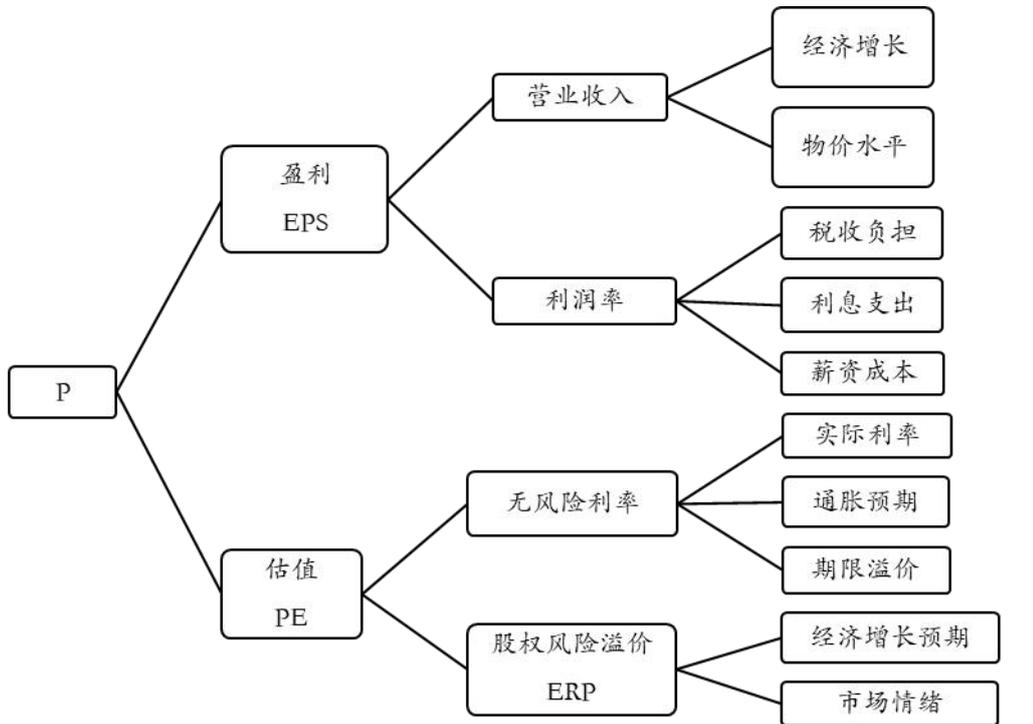
历史上的熊市往往开始于货币政策的收紧，而收紧货币政策主要是为了抑制通货膨胀或控制资产泡沫的形成。70 年代在石油危机的催化下通货膨胀压力剧增，沃尔克大幅提高政策利率压制通胀，最终，在整个 70 年代在高利率的压力下，估值水平负增长，美股持续震荡；1987 年逐步引入泰勒规则后，由于美元贬值带来通胀压力，美联储提高政策利率水平，最终引发了储贷危机，造成股市的回调；2000 年由互联网热潮带来的经济增长逐渐走向过热，货币政策再度收紧，最终科网泡沫破裂；2004 年起为了控制房地产行业的。

根据对过去 70 多年美股增长来源的拆分，我们发现长期增长主要由盈利推动，而估值则有明显的均值回归的特性。在 1954-2023 年间，标普 500 股价同比增速均值为 9%，其中，盈利同比增速均值为 8%，估值同比增速仅为 3%。长期来看，美股拆分后盈利对股价持续上涨的贡献更大。尽管估值中枢在长期会随着利率水平和经济增速的中枢变化发生系统性偏移，但是，在各个阶段内其均值回归特征非常明显，总体在 7x-35x 之间震荡。

估值和盈利不同的表现特征说明其背后的驱动因素并不相同，因此在美股的分析框架中，我们分别对盈利和估值各自的影响因素进行挖掘。结合此前的复盘，我们认为盈利更多受到实体经济运行的影响，包括经济增速、经济结构、技术进步以及税收和货币政策给企业盈利带来的实际改善。而估值更多受到流动性环境和经济增速的影响，尽管经济政策和技术突破也会在短期给估值带来提振，但这类影响往往类似于一个脉冲响应，随着乐观情绪的消散，估值水平更多依赖基本面表现，往往会回归阶段性中枢水平。

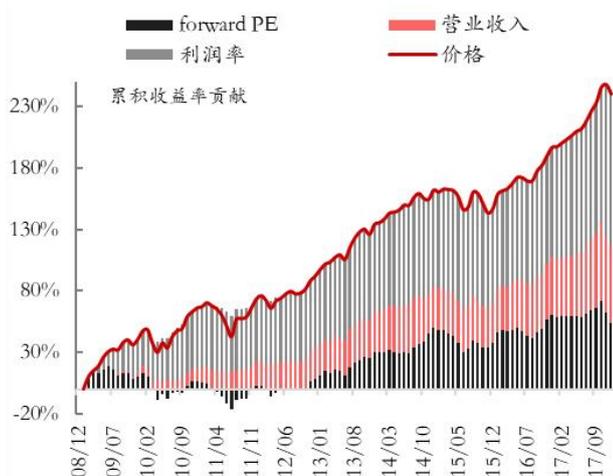
将盈利进一步拆分为营收和利润率两部分。其中由于企业利润在总体 GDP 中的占比保持稳定，营收受整体宏观经济增速的影响较大。从生产函数的角度看，总产出需要在资本和劳动力之间进行分配，在生产关系稳定的一定阶段内，产出的分配比例也趋于稳定，因此，企业总收入在 GDP 中的占比保持稳定。因此，美国股票市场盈利不断增长的**根本动力来自于实体经济的增长，来自于经济政策引领经济结构转型以及技术进步给经济增长带来新的动能。**

图表 58: 美股分析框架



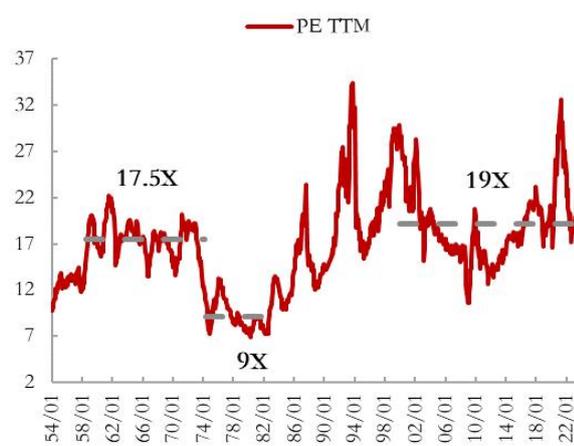
资料来源: 东证衍生品研究院

图表 59: 长期来看盈利是主要支撑



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 60: 估值具有明显的均值回归特征



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

此外,完善的退市制度也保证了市场上现存的美洲企业的盈利能力。例如,纽约证券交易所对于持续上市的企业做出如下要求:在过去三年中有两年连续出现经营亏损或净亏损的企业所有者权益不得低于 200 万美元。这种对于企业经营业绩的硬性定量要求会淘

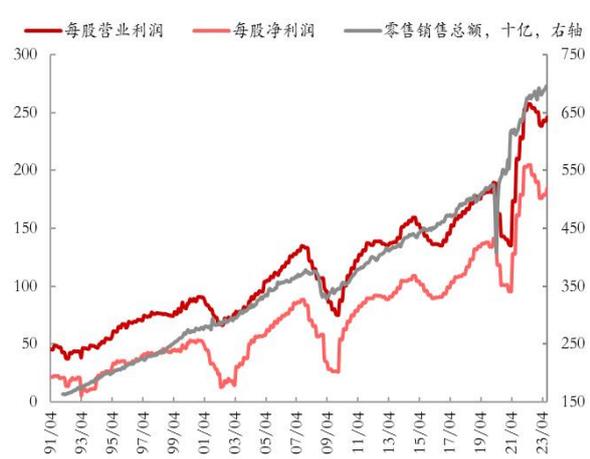
汰财务状况不良的企业，保证了上市企业的盈利水平。

图表 61: 企业利润和薪资占比在一段时间内稳定



资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 62: 企业利润水平与整体消费水平变化一致



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

利润率则受到财政政策和货币政策的影响较大，因为税收支出、利息支出和薪资支出是企业主要的成本来源。1961年、1981年、1986年、2001年、2008年和2017年的减税政策大幅降低了当时税收支出的压力。1980年后整体利率环境放松，利息支出在GDP中的占比也不断下降，这些政策在长期支撑了企业净利润率的改善。

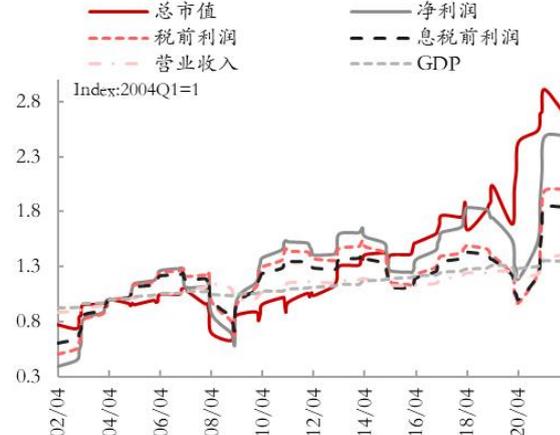
合理的估值水平由经济增速和流动性共同决定。我们将估值拆分为无风险利率和股权风险溢价两部分。1980年后，美国在摆脱通胀问题之后政策利率从高位回落，十年期美债收益率也不断下行，估值随之趋势性提升。进入2000年以后市场流动性环境愈发宽松，十年期美债收益率甚至达到2%的历史低位，但估值并没有随之提升，原因就在于这期间美国经济增速较之前的黄金二十年有明显下台阶，经济增速的放缓降低了大家对于企业未来盈利水平的预期，股权风险溢价部分抬升，进而拉低了估值。

图表 63: 减税和降息的政策降低企业支出



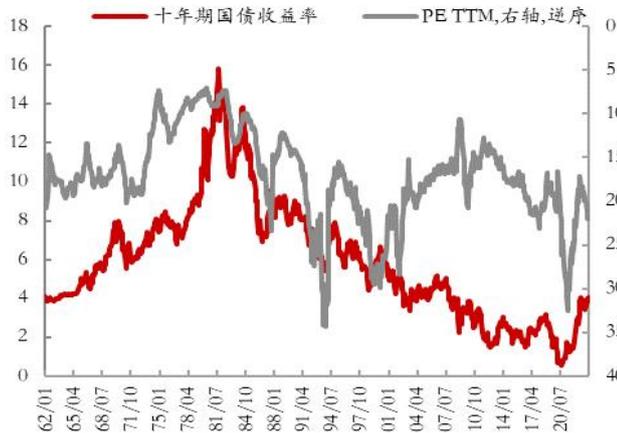
资料来源: Fred, 东证衍生品研究院

图表 64: 减税和降息后伴随净利润的明显上涨



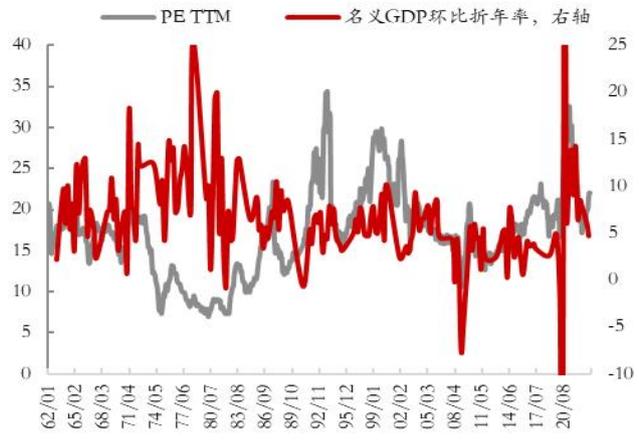
资料来源: Federal Reserve, 东证衍生品研究院

图表 65: 无风险利率与 PE 呈现明显负相关关系



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 66: 经济增速下降拖累估值水平



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

4、分析框架下的后疫情时代

新冠疫情后,宏观经济环境和经济结构都发生了巨大的变化,但是仍然适用于我们的框架,依据我们的框架,我们认为在中长期来看,美股的风险大于机会。

新冠疫情爆发后,美国政府颁布了居家隔离令,居民无法进行消费活动,企业盈利受损后减少就业岗位,居民收入降低进一步压制消费。为了打破恶性循环,美国政府采取了大规模财政刺激,颁布了投放超过 2.2 万亿美元的《CARES 法案》,向符合条件的个人发放津贴约 5510 亿,向企业贷款约 8030 亿,税收减免 2210 亿。这种政策刺激的效果非常明显,消费和私人投资迅速拉动 GDP 增长,其中在 2020Q3 这两项的环比拉动分别达到 28%和 13%,在随后的一个季度也保持了 5%和 3%的高增速。

图表 67: 疫情后 2.2 万亿财政刺激带动经济增长



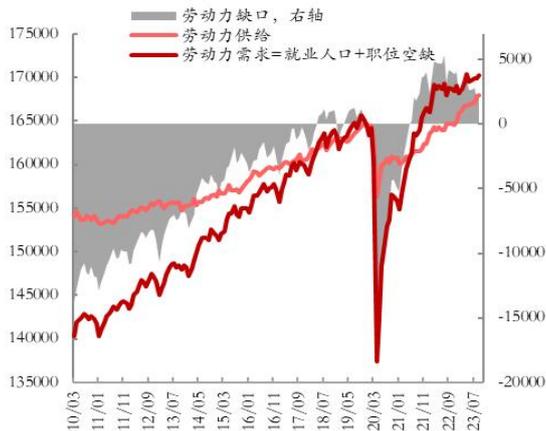
资料来源: 华尔街日报, 东证衍生品研究院

图表 68: 消费和投资是支撑经济韧性的主要来源



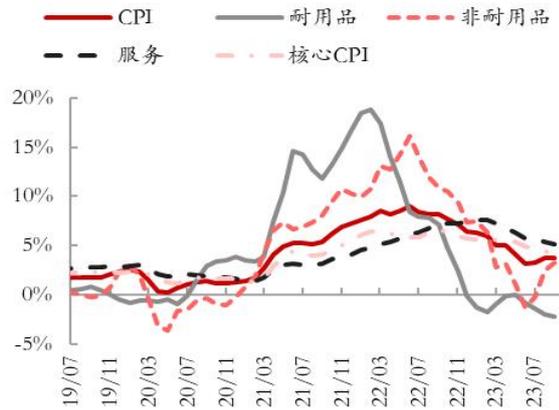
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 69: 劳动力市场出现明显缺口



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

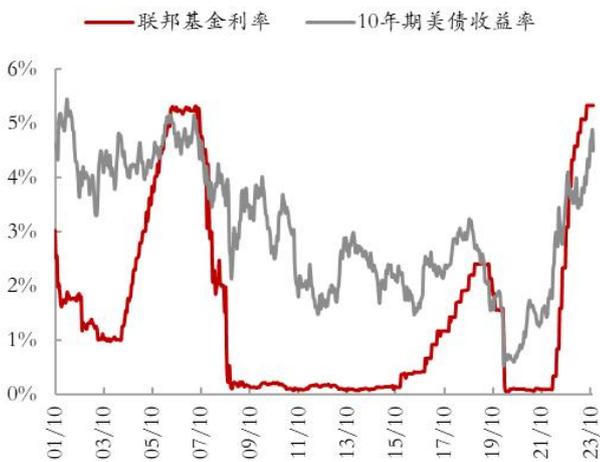
图表 70: 服务 CPI 和核心 CPI 黏性较强



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

在财政补贴的影响下, 疫情期间居民部门净资产不降反增, 同时企业招聘需求的降低使得寻找工作岗位变得更加困难, 在这种情况下, 很多临近退休年龄的人直接选择退出劳动力市场, 55 岁以上人群的劳动参与率由疫情前的 40.3% 下降至 38.6%。在隔离政策取消之后, 经济活动恢复, 就业需求提升, 劳动力市场出现缺口, 供不应求的劳动力市场给薪资持续带来压力, 叠加财政刺激带来的旺盛需求, 以及早期供应链问题对生产和运输的影响, 通货膨胀水平居高不下, 货币政策也相应收紧。

图表 71: 快速加息带来无风险利率飙升



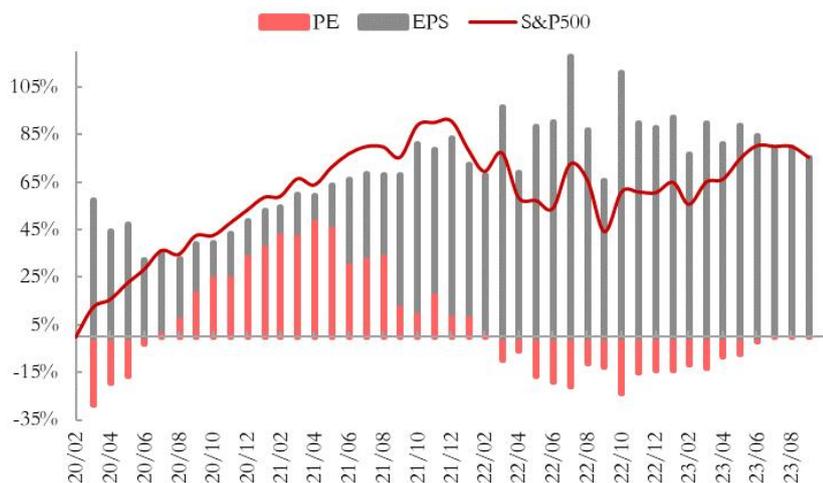
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 72: 未来政府债务水平预计将持续抬高



资料来源: Department of Treasury, 东证衍生品研究院

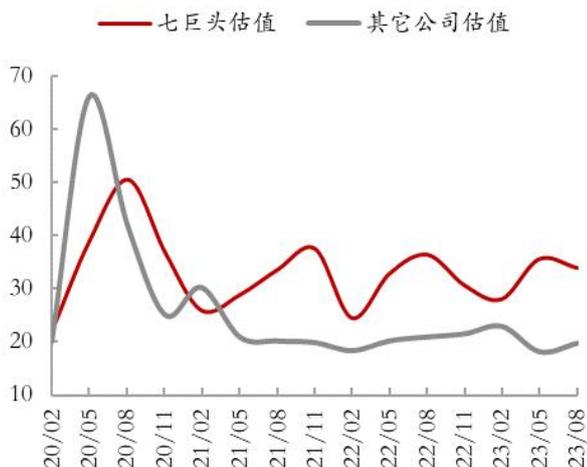
图表 73: 疫情以来, 股指的修复由估值向盈利转换



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

疫情以来, 股指前期的上涨由估值驱动, 当通胀水平抬升后, 估值对于股票的支撑消退, 但盈利修复支撑股指在高位震荡。2023 年初以来, AI 技术的突破性进展又带来估值的抬升, 但这个阶段的估值提升更集中于头部七家超大市值科技公司。

图表 74: 七巨头和市场估值水平分化



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

图表 75: Q3 财报显示 AI 相关业务盈利仍不稳定

	营业收入 亿美元	同比 增长	净利润 亿美元	同比 增长	公布财 报第二 天开盘 涨跌幅
苹果	894.98	-0.7%	229.56	10.8%	-2.21%
微软	565.17	12.8%	222.91	27.0%	3.89%
谷歌	766.94	11.0%	196.89	41.6%	1.07%
Meta	341.46	23.2%	115.83	163.6%	2.51%
英伟达	-	-	-	-	-
亚马逊	1430.83	12.6%	98.79	244.0%	5.44%
特斯拉	233.5	8.8%	18.51	-43.7%	-6.28%

资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

未来就盈利来看, 高利率环境下经济增速持续放缓, 企业盈利前景并不乐观。随着高利率环境的延续和财政刺激的逐渐退出, 消费者信贷压力加大、财富增长放缓, 企业融资压力增大, 投资意愿减弱, 未来经济增速放缓和企业营收增速放缓难以避免。而支撑企业利润率的税收减免政策、较低的净利息支出水平以及高通胀环境下企业转嫁成本压力并从中获利的因素都在逐渐消退。AI 技术的发展给企业带来新的盈利机会, 但 Q3 财报

显示 AI 相关业务的稳定盈利模式尚未形成。亚马逊 Q3 财报显示其云服务 AWS 销售额同比增长 12% 持续稳定，但用户采用 AWS 的需求在过去几个季度里都有所下降，谷歌母公司 Alphabet Q3 财报显示云业务收入 84.1 亿美元低于市场预期 86 亿；同比增速 22% 降至 2021Q1 以来最低水平，AI 相关业务的盈利水平仍然不稳定。

就估值来看，不论是从十年期美债收益率还是 PMI 都很难看到明确的上行驱动力。劳动力市场的结构性变化和逆全球化下的生产效率的降低可能使得未来通胀中枢抬升，2% 可能不再是一个合理的目标通胀水平。同时，美国政府赤字的不断扩张使得国债发行量持续承压，美债供给可能难以消化，10 年期国债收益率可能难以从当前 4.6% 的水平回落到此前零利率时代 2% 左右的低位。自 2022 年初以来，制造业 PMI 不断下行，至今仍在荣枯线以下，10 月录得 46.7。在消费需求的支撑下服务业韧性相对较强，但是也已连续两个月回落至 51.8 的水平。

近期的经济数据呈现出持续放缓的态势，市场进一步交易美联储货币政策转向，十年期美债收益率自 11 月初以来，从 4.9% 的高位回落到 4.2% 的水平，市场对于首次降息时间的预期已经提前到 2024 年 3 月份，但是从美联储官员的表态来看，市场对于货币政策的预期存在过分乐观的可能。自 10 月底以来美股持续上涨，主要是由于经济数据的放缓带来对于货币政策转向的乐观情绪，同时 Q3 财报公布后，尽管沃尔玛、劳氏等零售公司反映出明显的放缓趋势，但是美国各大银行和科技企业的表现仍然支撑股市上涨，高利率环境对实体经济的冲击仍未完全显现，市场对于经济放缓的定价并不充分。往后看，随着经济加速放缓，会打压当前市场的乐观情绪和企业盈利能力，使美股在中短期承压，但是在长期来看，AI 技术的迅速发展和应用落地给掌握领先技术的科技公司带来了广阔的盈利前景，在进入新一轮降息周期后，美股上涨动能充沛。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com