

美股波动渐起，盈利驱动前行



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

美股: 看涨

报告日期:

2024 年 12 月 30 日

★2025 美国经济展望:

美联储进入降息周期，美国大选尘埃落定，特朗普再度当选美国总统，市场软着陆预期再度发酵。展望 2025 年，美国经济下行趋势不改，但企稳修复指日可待：1) 居民消费动能持续减弱，但资产负债表健康，下行风险可控；2) 当前企业投资回报率和融资成本之间仍有空间，叠加制造业和 AI 产业政策，随着利率降低私人投资有望改善；3) 财政政策延续宽松，托举经济增长。

★2025 美国股指展望:

从 2023 年开始，美股盈利已经连续 5 个季度维持正增长。从宏观环境来看，经济维持韧性，美联储仍然处于降息周期中，叠加特朗普的减税政策直接利好企业盈利；从微观结构来看，企业议价能力和盈利能力仍然维持在较高水平，盈利改善有望扩散到更多板块，盈利基础更加稳固，金融、房地产、医疗等板块弹性更大。尽管目前 22x 的估值已接近 2020 年内高点，不过估值偏高并不是市场下跌的充分条件，只要企业盈利持续修复，美联储降息周期延续，资金持续流入和市场对于盈利增长的乐观预期仍然对估值构成支撑。中性预期下明年 EPS 增速可能维持在 10% 附近，同时，当前估值水平已经接近近几年高点，进一步扩张空间有限，明年难以对指数上涨有所贡献，当前估值水平下高于 4.5% 的美债收益率也会对股指形成明显压制，预计全年涨幅最高在 10% 左右。

★投资建议

年初仍将延续 2024 年的乐观情绪，不过需要注意特朗普就任期间对于政策的表述，如果对于关税和限制移民的表态超出市场预期，可能会带来市场风险偏好的回落，带来阶段性的回调。而随着降息周期的深入和特朗普政策的推进，如果通胀反弹压力增加导致美联储态度转鹰，我们认为美股可能会出现较长时间的调整，届时我们对于美股市场将由乐观转向谨慎。

★风险提示

经济下行超预期，地缘政治风险超预期，再通胀风险超预期，美联储货币宽松不及预期，AI 应用发展不及预期

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 宏观策略分析师

从业资格号: F03117519

Email: jiahui.zhou@orientfutures.com

三大股指 2024 年累积收益率



重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2024 美股行情复盘：联储降息落地，科技涨势放缓.....	5
2、经济下行趋势不改，企稳修复指日可待	7
3、美联储进入降息周期，但节奏和空间受到约束.....	13
4、美股盈利维持增长，市场预期乐观.....	17
5、估值水平可能限制美股上涨空间.....	21
6、投资建议.....	23
7、风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 2024 美股行情复盘	5
图表 2: 2024 年各板块月度涨跌幅	6
图表 3: 美债收益率高位运行, 美股维持上涨趋势	6
图表 4: 降息周期开启后收益率曲线结束倒挂	6
图表 5: 美国 GDP 各分项贡献率	7
图表 6: 美国居民服务消费维持韧性, 耐用品边际改善	7
图表 7: 收入增速仍在降低, 但薪资收入维持韧性	7
图表 8: 实际可支配收入增速和储蓄率仍在下滑	7
图表 9: 不同收入群体零售支出明显分化	8
图表 10: 中高收入群体对未来消费支出预期大幅回落	8
图表 11: 中低收入群体面临的通胀压力更大	8
图表 12: 消费者信心指数与通胀预期高度相关	8
图表 13: 美国新增贷款水平明显降低	9
图表 14: 美国居民部门财务状况转弱但并未明显恶化	9
图表 15: 金融环境放松后企业投资有所改善	10
图表 16: 制造业建筑投资大幅领先设备投资	10
图表 17: 科技公司进行大量资本开支, 预计从 2025 年开始增速下滑	10
图表 18: 企业投资收益明显提高, 但融资负担并不重	11
图表 19: 企业资本开支情绪有所修复	11
图表 20: 2024 年企业发债规模上升	11
图表 21: 高收益公司债信用利差仍处于历史低位	11
图表 22: 财政持续扩张支撑经济	12
图表 23: 净利息支出将成为长期推高赤字的重要力量	12
图表 24: CBO 预计未来财政路径	12
图表 25: 特朗普政策有扩大财政赤字倾向	13
图表 26: 通胀仍在回落趋势中, 核心分项黏性较强	14
图表 27: 服务分项回落缓慢, 核心商品边际反弹	14
图表 28: 房租领先指标并未出现反弹	14
图表 29: 薪资增速对核心通胀的压力预计仍将减轻	14
图表 30: 美国长期通胀预期和短期通胀预期出现背离	15
图表 31: 大选交易期间对增长和通胀预期抬升	15

图表 32: 美国就业供需缺口基本弥合.....	15
图表 33: 美国劳动力供给补充主要来自于海外劳动力.....	15
图表 34: 新增就业中枢明显降低, 失业率仅边际抬升.....	16
图表 35: 解雇和裁员率仍明显低于疫情前水平.....	16
图表 36: 12 月利率会议上调未来增长和通胀预期.....	16
图表 37: 鹰派点阵图显示 2025 年内可能仅有两次降息.....	17
图表 38: 截至 12 月 24 日, 市场预期 2025 年仅有一次降息.....	17
图表 39: 自 2023 年开始企业盈利逐步改善.....	18
图表 40: 市场预计 2025 年标普 500EPS 增速维持 10%以上.....	18
图表 41: 标普 500 Q3 营收小幅提升, SG&A 费用继续回落.....	19
图表 42: 标普 500 毛利率和净利率继续提升.....	19
图表 43: 对未来盈利增长乐观, 对指数形成支撑.....	19
图表 44: 科技板块仍为企业利润主要贡献来源.....	19
图表 45: Mag7 与其他板块净利润同比增速差距缩小.....	20
图表 46: 2024 年来标普 500 中科技巨头以外公司贡献扩大.....	20
图表 47: 通信服务、医药、可选消费、科技和金融板块 EPS 同比增速领先.....	21
图表 48: 当前 22x 的动态估值已接近 2020 年内高点.....	21
图表 49: 2024 年主动型基金对股票敞口维持高位.....	21
图表 50: 2024 年美股逐步进入盈利消化估值的阶段.....	22
图表 51: 全球资金大量涌入美股市场.....	22
图表 52: 指数估值主要由科技板块拉动.....	22
图表 53: 估值处于高位抑制未来 1 年涨幅.....	23
图表 54: 2024 年下半年以来波动率明显抬升.....	23
图表 55: 降息周期中 EPS 维持上涨的年份中股指表现均不差.....	24

1、2024 美股行情复盘：联储降息落地，科技涨势放缓

2024 年三大股指延续 2023 年的强势，全年涨幅继续维持在 20% 以上，美联储开启降息周期，预期已久的靴子终于落地；大选尘埃落定，特朗普再度当选美国总统，对于政策的乐观预期再次为股市注入动力；经济整体保持韧性，前景尚不明朗，市场表现摇摆不定，在一年的时间内经历了由再通胀-衰退-再通胀的快速转变；上半年 AI 相关的科技板块和通信服务板块领涨指数，下半年随着经济数据的走弱，受益于降息和经济修复预期的顺周期板块为指数贡献涨幅，科技板块涨势放缓，资金流向具有估值优势的其他板块。

回顾 2024 年，美股市场的交易大致可以分为以下五个阶段：

阶段一：一季度降息预期升温，年初市场预期 2024 年内降息 6 次，累计幅度高达 150bp，同时经济维持韧性，市场继续交易 AI 产业革命，市场风险偏好维持高位，波动率维持历史低位，科技板块和降息相关板块带领美股不断创下新高。

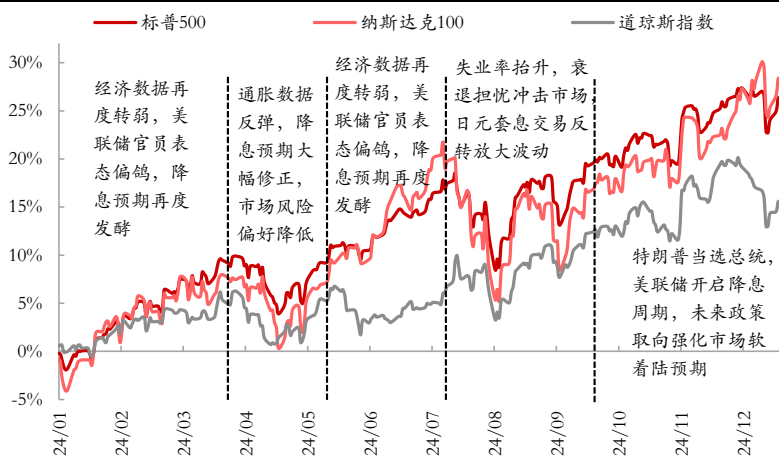
阶段二：4 月通胀数据出现反复，经济表现过热，降息预期大幅修正，市场一度担忧美联储可能转向加息，市场风险偏好受到明显打压，股债双杀，波动率阶段性抬升。

阶段三：5-7 月增长、就业和通胀数据再度转弱，美联储官员表态偏鸽，市场降息预期再度抬升，降息利好的房地产、金融和医药板块随之上涨。同时科技板块盈利维持增长，AI 相关板块再度领涨市场。

阶段四：8-9 月失业率抬升至萨姆规则的关键水平，衰退预期冲击市场。9 月降息终于落地，资金由大型科技公司流出，板块轮动明显，价值和小盘股跑赢大盘，作为防御板块的公用事业板块表现突出。

阶段五：9-12 月市场针对大选交易，一方面降息落地后经济数据保持韧性，软着陆预期下市场维持较高风险偏好，另一方面市场开始计价未来特朗普政策提振经济增长和推高远期通胀。

图表 1：2024 美股行情复盘



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

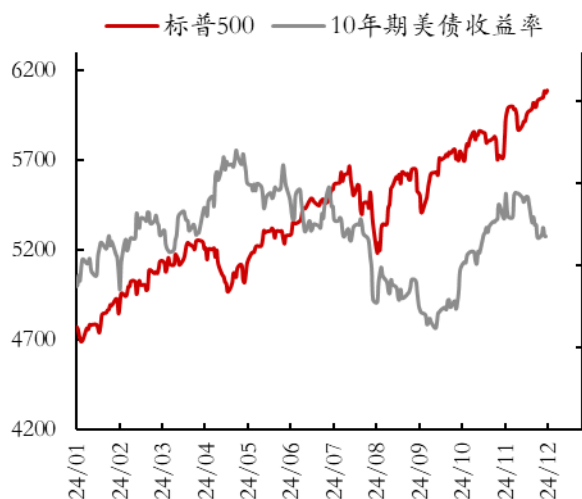
图表 2：2024 年各板块月度涨跌幅

	AI相关板块			降息板块			防御板块		顺周期板块		
	科技	通信服务	可选消费	房地产	金融	医药	必需消费	公用事业	工业	能源	原材料
2024/11/30	-0.51%	2.42%	11.20%	2.58%	9.27%	-0.87%	4.13%	3.99%	5.92%	7.03%	0.28%
2024/10/31	-1.00%	1.80%	-1.57%	-3.41%	2.55%	-4.73%	-2.94%	-1.07%	-1.39%	0.71%	-3.55%
2024/9/30	2.45%	4.53%	7.02%	2.77%	-0.67%	-1.82%	0.59%	6.43%	3.27%	-2.79%	2.41%
2024/8/31	5.16%	2.54%	0.69%	5.33%	4.16%	4.59%	5.57%	5.59%	3.83%	-1.92%	3.29%
2024/7/31	-2.12%	-4.16%	1.64%	7.12%	6.31%	2.49%	1.77%	6.73%	4.84%	2.03%	4.31%
2024/6/30	6.23%	3.60%	4.59%	3.81%	0.14%	2.45%	0.41%	-4.11%	-0.63%	-0.47%	-2.79%
2024/5/31	9.95%	6.57%	0.19%	4.95%	3.01%	2.23%	2.32%	8.46%	1.44%	-0.97%	3.06%
2024/4/30	-5.46%	-2.22%	-4.35%	-8.62%	-4.31%	-5.19%	-1.07%	1.59%	-3.62%	-0.87%	-4.61%
2024/3/31	1.93%	4.33%	0.01%	1.12%	4.67%	2.23%	3.17%	6.30%	4.32%	10.43%	6.22%
2024/2/29	3.18%	0.79%	6.36%	0.80%	3.92%	3.25%	2.00%	0.20%	5.80%	1.65%	5.39%
2024/1/31	3.91%	4.84%	-3.55%	-4.79%	2.90%	2.84%	1.37%	-3.06%	-0.92%	-0.52%	-3.93%

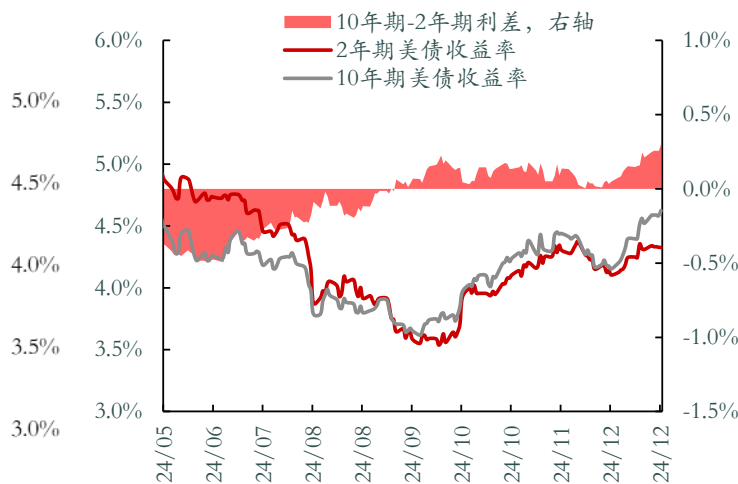
资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 3：美债收益率高位运行，美股维持上涨趋势

图表 4：降息周期开启后收益率曲线结束倒挂



资料来源：iFind，东证衍生品研究院



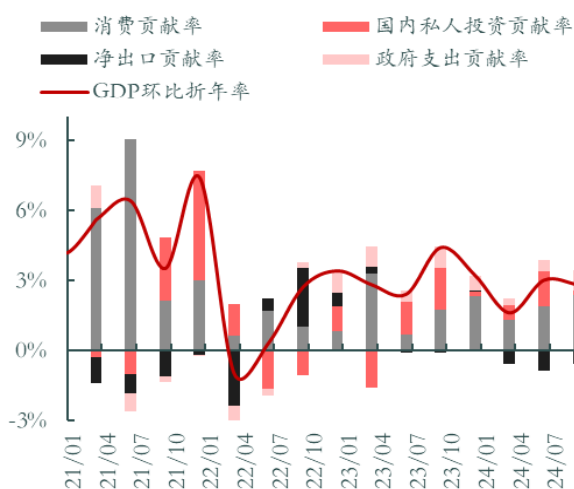
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

展望 2025 年，美股市场将围绕降息周期、经济修复以及 AI 产业展开交易，但是面临的不确定性较 2024 年将会显著提升。美国经济维持韧性，通胀难以回落至 2% 的目标水平，未来降息空间有限，不过利率水平的降低仍然有望改善实体经济表现；特朗普的政策又自相矛盾，减税和放松监管有望提升企业活力，拉动经济增长，然而加征关税和限制移民的组合更有可能提高原材料和劳动力成本，降低原材料和劳动力供给，推高通胀中枢，限制利率下行空间，进而拉低居民消费需求，拖累经济增长，难以实现其推崇的弱美元和低利率，因此，未来政策推行的节奏和力度的变化都会加大市场波动；AI 行业的交易正逐步向软件板块倾斜，作为指数权重股的科技巨头涨势放缓，盈利增长正在扩散到更多板块。总体来看，在经济维持韧性，企业盈利改善，AI 应用逐步落地，美联储仍然处于降息周期释放流动性的环境下，我们预计美股仍将在波动中维持上行趋势。

2、经济下行趋势不改，企稳修复指日可待

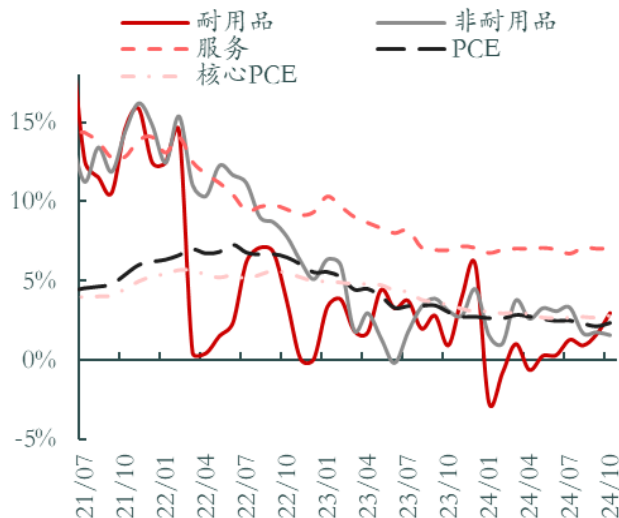
2023年7月最后一次加息后，美联储将限制性政策利率保持到今年9月，高利率环境下，实体经济持续放缓，但是三季度环比折年率仍然保持3.1%的增速。其中，居民消费保持相当韧性，仍然是整个经济的主要增速来源，私人投资贡献也已经由负转正，唯一拖累经济增长的净出口主要由于进口增速远高于出口增速，侧面反映出美国经济内生动能仍然比较强。高利率下经济受到明显抑制，但是当前处于降息周期中，财政政策偏向宽松，政策取向积极，下行风险仍然可控，软着陆仍有可能实现。

图表 5：美国 GDP 各分项贡献率



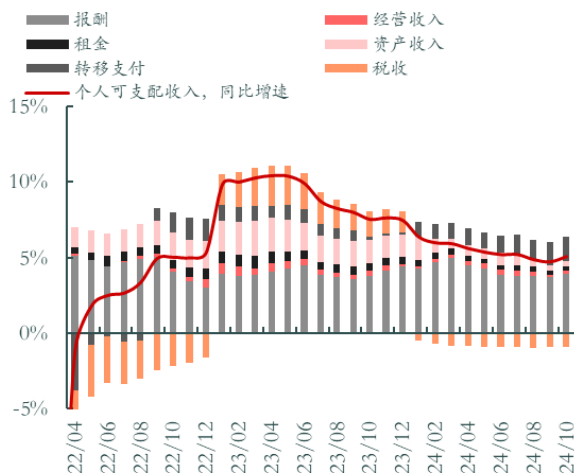
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 6：美国居民服务消费维持韧性，耐用品边际改善



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 7：收入增速仍在降低，但薪资收入维持韧性



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 8：实际可支配收入增速和储蓄率仍在下滑



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

消费：尽管超额消费储蓄已经在今年一季度耗尽，但是居民部门收入增速仍然不低，对消费支出形成支撑，导致消费增速持续回落但较疫情前增速仍然较高。同时不同收入群体的消费水平分化明显，中高收入群体是疫情后消费增长的主力军。但是，不论是高收入群体还是低收入群体，消费动能均在持续放缓，经济下行趋势不改。

图表 9：不同收入群体零售支出明显分化



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 10：中高收入群体对未来消费支出预期大幅回落



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 11：中低收入群体面临的通胀压力更大



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 12：消费者信心指数与通胀预期高度相关



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

自 2023 年以来，股票市场和房地产市场的强劲表现使得高收入群体收入快速增加，但是，中高收入群体的边际消费倾向偏低，因收入提升带来的消费脉冲式增长难以为继，近期对于未来支出增速预期已经明显降低。另一方面，对于中低收入人群而言，当前面

对的通胀压力仍明显高于疫情前水平，物价仍然在大幅侵蚀消费者的购买力，与此同时，收入更低的人群对于价格更加敏感，物价水平的整体抬高使得消费者信心指数仍明显低于疫情前水平，通胀回落速度的放缓仍将阻碍中低收入者消费需求的修复。

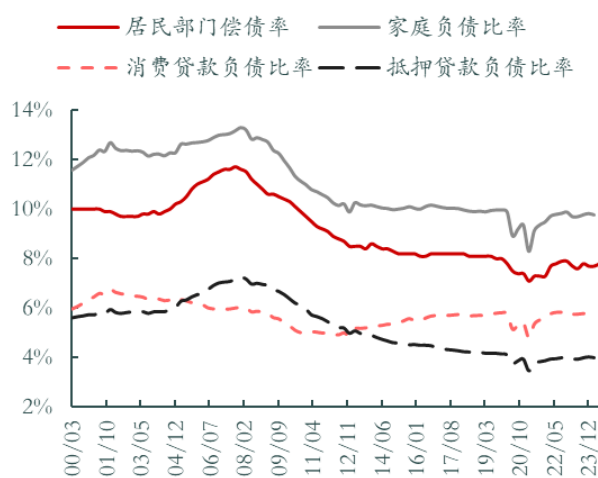
与此同时，高利率环境下，居民新增贷款数量持续降低，新增消费贷款中枢自 2022 年以来明显降低，且已明显低于疫情前平均水平，对于居民部门而言，当前政策利率仍然具有相当限制性。居民部门财务状况转弱，预计在新的刺激政策出现之前消费意愿仍将不断降低。但是当前居民部门杠杆率水平仍然维持历史低位，经济回落幅度预计可控。

图表 13：美国新增贷款水平明显降低



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

图表 14：美国居民部门财务状况转弱但并未明显恶化



资料来源：Fred，东证衍生品研究院

投资：在 2023 年加息节奏放缓后，金融环境就开始不断放松，国内私人投资对经济增长贡献率也由负转正，一方面美国政府通过减税和财政补贴鼓励制造业企业在美国投资建厂，另一方面 AI 行业快速发展，企业资本开支高速增长，叠加联储进入降息周期，未来私人投资有望改善。

就投资分项而言，制造业建造投资在企业投资中占比明显提高，《芯片和科学法案》和《通胀和就业法案》明显拉动制造业建厂投资。但是可以看到当前设备投资仅出现边际好转，仍未明显改善，说明在投资建厂后仍未实现实际大规模扩产，考虑到美国进行生产的劳动力成本和原材料成本都比较高，未来制造业回流的效果仍需观察。

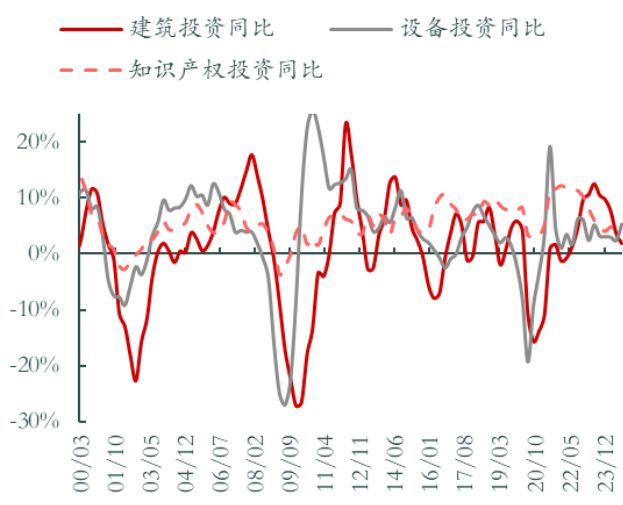
另一条支撑企业固定投资的主线是 AI，在 2023 年 AI 技术出现突破后，大型科技公司资本开支增速高企，积极投资于芯片、算力和云服务基础设施。当前下游应用正在逐步扩散，部分软件公司开启上涨趋势，不过距离实现成熟的 AI 商用仍有距离，大型科技公司对此进行的资本开支投入预计仍将持续，但增速较 2024 年将有所下滑。

图表 15: 金融环境放松后企业投资有所改善



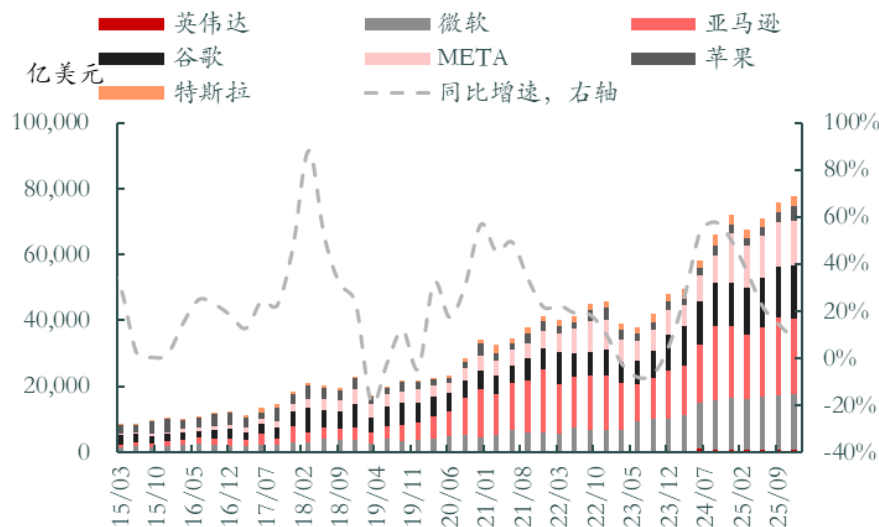
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 16: 制造业建筑投资大幅领先设备投资



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

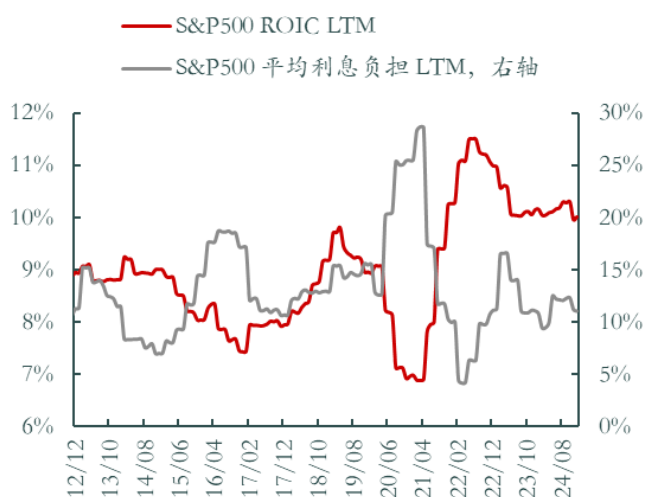
图表 17: 科技公司进行大量资本开支, 预计从 2025 年开始增速下滑



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

在短期决定企业固定投资决策的还是融资成本与投资回报率之间的关系。可以看到在疫情之后, 标普 500 中的成分股将融资成本锁定在较低水平, 当前平均利息负担仍低于疫情前水平。同时, 得益于高通胀环境下企业议价能力的提高, 资本回报率较疫情前明显提高, 企业进行投资仍然具有性价比, 因此, 当前企业对于未来的资本开支计划仍保持乐观, 如果利率水平能够进一步降低, 那么私人部门非住宅固定资产投资有望继续改善。

图表 18: 企业投资收益明显提高, 但融资负担并不重 图表 19: 企业资本开支情绪有所修复



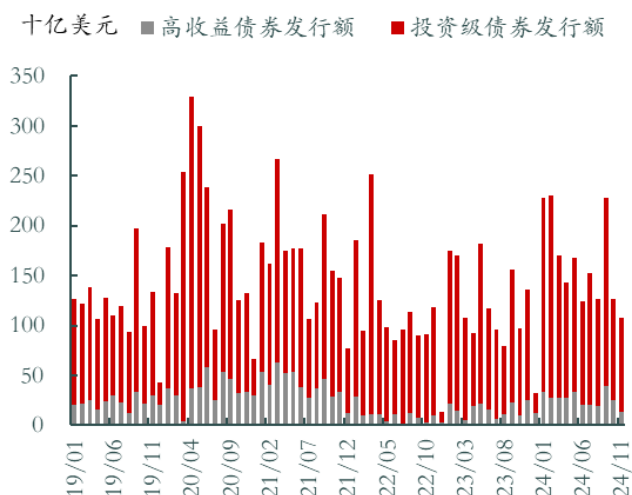
资料来源: Factset, 东证衍生品研究院



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

此前市场担忧企业债务墙将在 2025 年大量到期, 不过根据 S&P 的统计, 在过去的一年中, 信用评级低于 BBB- 的公司将于 2025 年到期的债务负担减少了超过 1800 亿美元。同时, 过去一年中, 风险较高的借款人 2028 年到期的债务规模增长了近 1000 亿美元, 预计将达到 7950 亿美元。企业借款人目前通过削减 2025 年和 2026 年的到期债务, 将债务负担分散到更多年份, 暂时避免了大规模的现金紧张。同时, 当前高收益企业债的信用利差仍然处于历史低位, 有效利率较 2023 年已经有所降低。债务压力在明年对于投资的压制预计有限, 不过高利率下企业通过融资进行债务置换的压力仍在不断提升, 仍需关注企业的融资环境是否出现明显恶化。

图表 20: 2024 年企业发债规模上升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

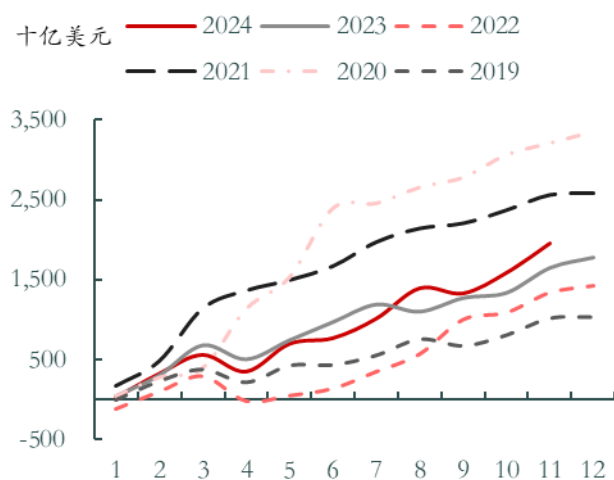
图表 21: 高收益公司债信用利差仍处于历史低位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

政府支出：最近两年尽管经济增长仍然具有韧性，但是政府财政力度并未明显收缩，2024 年政府财政赤字规模仅次于 2020 年和 2021 年。根据 CBO 的预测，未来财政赤字率的扩张主要来自于净利息的支出，同时初级赤字率较疫情前正常水平也明显抬升，财政政策维持宽松。特朗普上任之后，其政策具有明显的扩大财政赤字的倾向，由关税和削减政府成本带来的收入增加完全难以弥补减税、限制移民、社会保障以及国防支出带来的财政支出扩张，未来 10 年美国财政赤字可能会因为特朗普的政策额外增加 6.5 万亿美元的体量。

图表 22：财政持续扩张支撑经济



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 23：净利息支出将成为长期推高赤字的重要力量



资料来源：CBO，东证衍生品研究院

图表 24：CBO 预计未来财政路径

各分项占 GDP 比例	2023	2024	2025	2026	2027	2034
财政收入	16.5%	17.2%	17.0%	17.5%	18.0%	18.0%
个人所得税	8.1%	8.6%	8.6%	9.2%	9.8%	9.7%
薪资税	6.0%	5.9%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%
公司所得税	1.6%	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%
其他收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	1.2%
财政支出	22.7%	24.2%	23.5%	23.5%	23.5%	24.9%
必要支出	13.9%	14.7%	13.9%	13.9%	14.0%	15.3%
自主裁量支出	6.4%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	5.5%
净利息支出	2.4%	3.1%	3.4%	3.4%	3.4%	4.1%
财政赤字	6.2%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	6.9%

资料来源：CBO，东证衍生品研究院

图表 25：特朗普政策有扩大财政赤字倾向

特朗普财政计划	
政策	财政支出增加,万亿美元
延长减税和就业法案	5.35
取消加班收入所得税	2
取消社保收入税	1.3
降低国内制造业企业所得税至 15%	0.2
取消小费收入税	0.3
国防支出	0.4
驱逐非法移民，加强边境管理	0.35
支持首次购房者	0.15
支持医疗保障	0.15
合计	10.2
政策	财政收入增加，万亿美元
提高关税	2.7
放松对能源和环境的监管	0.7
削减政府支出	0.1
减少对教育部的支出	0.2
合计	3.7

资料来源：Tax Foundation，东证衍生品研究院

总体而言，当前经济的韧性主要依赖于以下三个因素：居民收入增长支撑居民消费，利率水平继续降低以及产业政策改善私人投资前景，财政政策保持宽松，当前美国经济仍然具有较强内生动能，预计仍将保持相当韧性，2025 年仍有较大可能实现温和增长。不过，如果关税和移民政策力度超出预期，再通胀压力明显抬升，利率水平长期居高不下，或者劳动力市场的供给大幅削减，当前就业市场供需缺口的平衡被打破，届时美国经济面临的衰退压力将会显著增加。

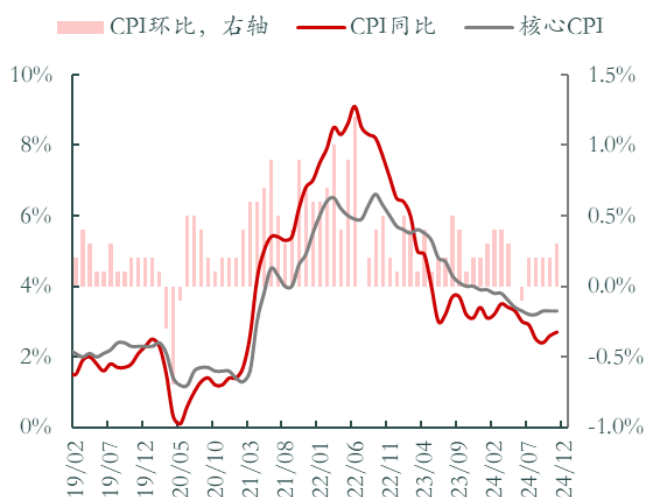
3、美联储进入降息周期，但节奏和空间受到约束

2024 年 9 月，美联储宣布降息 50bp，发酵已久的降息预期终于落地，美联储正式进入降息周期。不过本轮降息周期更偏向于预防式降息，在开始降息之后，实体经济中的各个部门并未出现明显恶化，经济数据和通胀数据反而阶段性走强，对于远期经济的乐观以及对于再通胀的担忧使得长端美债收益率在实际降息之后不降反升，市场对于未来美联储降息空间并不乐观，长端美债收益率回落幅度有限导致金融环境并未进一步放松，限制了降息对于实体经济的提振效果。考虑到当前政策利率仍然具有相当限制性，通胀回落的趋势仍未扭转，劳动力市场持续降温，预计美联储将处于降息周期当中，转向加息的门槛相对更高。

当前通胀回落主要的压力来自于房租和核心服务分项，尽管回落的过程比较颠簸，不过

通胀降低的方向并没有改变。当前房地产市场表现低迷，租房空置率仍在上升，房租领先指标也并没有显著反弹。同时劳动力市场供需缺口基本弥合，就业市场紧张程度大幅缓解，薪资增速的回落预计仍将延续，对核心通胀的压力不断缓解。

图表 26: 通胀仍在回落趋势中，核心分项黏性较强



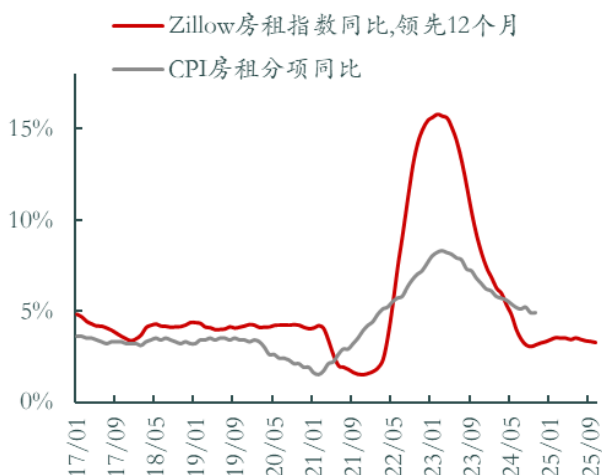
资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 27: 服务分项回落缓慢，核心商品边际反弹



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 28: 房租领先指标并未出现反弹



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 29: 薪资增速对核心通胀的压力预计仍将减轻



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

此外，特朗普的减税、关税和移民政策引发了市场对于远期通胀的担忧。不过减税政策需要通过预算法案以及国会投票，预计在 2026 财年才能实际落地，短期内对于实际经济的提振作用有限，更多是对于市场情绪的改善。而总统对于关税政策的自主裁量权非常大，关税的落地节奏可能会明显快于市场预期，但考虑关税政策对双方和全球经济的负面影响，未来美国加征关税的范围和幅度仍然具有较大不确定性。同时，特朗普提出

要严格限制移民，可能会导致劳动力市场再度转紧，不过驱逐非法移民成本高企，未来的实际实施效果也有待观察。通胀压力的再度回升更有可能出现在下半年或者更晚的时间。

图表 30：美国长期通胀预期和短期通胀预期出现背离 **图表 31：大选交易期间对增长和通胀预期抬升**



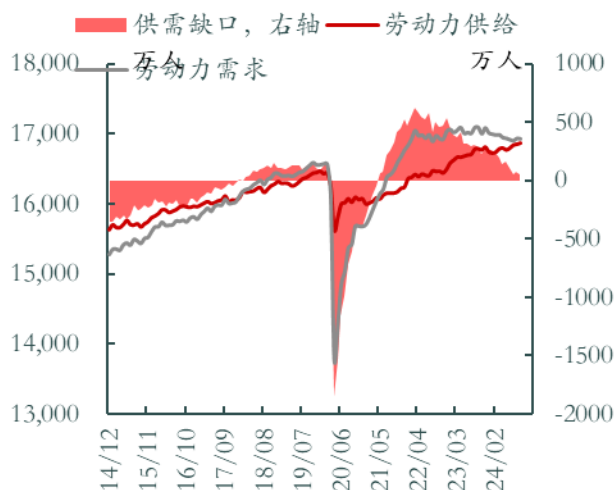
资料来源：iFind，东证衍生品研究院



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

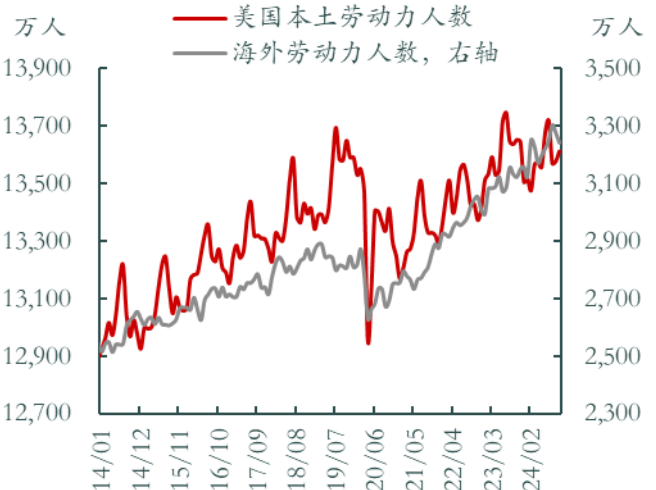
劳动力市场的冷却主要源自于供需缺口的弥合，高利率下劳动力需求的回落趋势仍将延续，劳动力市场预计仍将继续降温。当前劳动力市场的供给主要由海外移民所填补，海外劳动力人数较疫情前明显增加而本土劳动力人数只是刚刚修复到疫情前水平。当前解雇和裁员率仍然明显低于疫情前水平，企业并未大幅缩减员工减小规模，因此尽管新增就业中枢明显降低，失业率仍然维持低位运行，劳动力市场还没有看到明显恶化的信号。

图表 32：美国就业供需缺口基本弥合



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

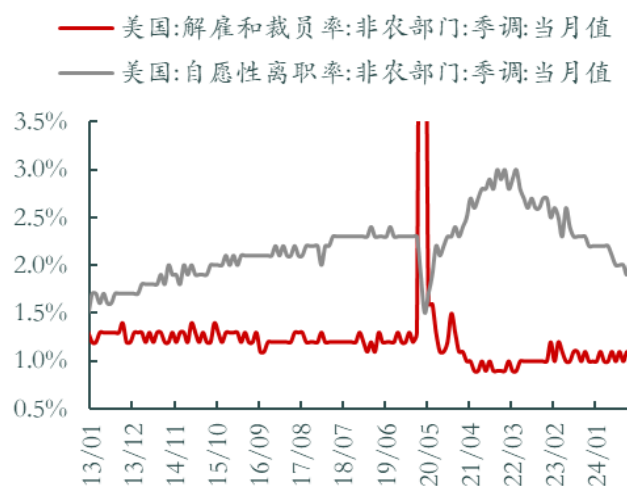
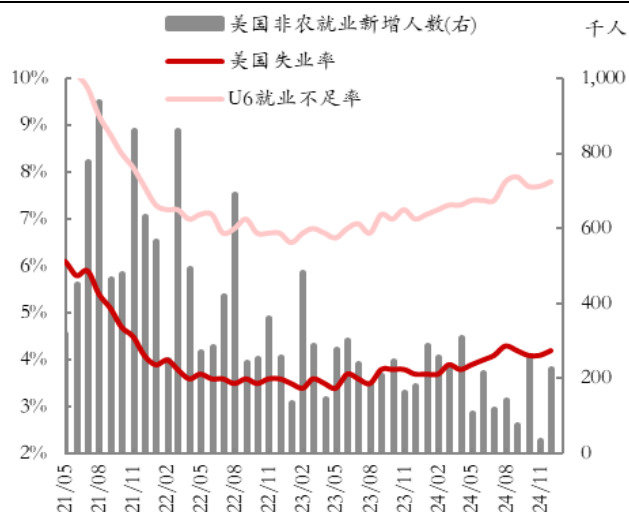
图表 33：美国劳动力供给补充主要来自于海外劳动力



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 34: 新增就业中枢明显降低, 失业率仅边际抬升

图表 35: 解雇和裁员率仍明显低于疫情前水平



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

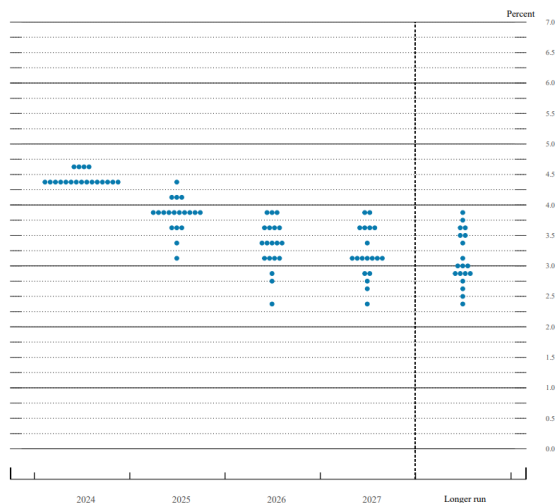
比较 12 月和 9 月利率会议上的表态, 可以看出美联储自身也难以给出明确的指引。当前美联储对于经济增长更有信心, 在双重风险中更加担忧通胀再度反弹的风险, 美联储的工作重心再度偏向通胀, 释放出放缓降息的信号, 同时考虑到未来政策对于通胀的影响具有较大不确定性, 美联储降息更加谨慎。在这个阶段, 市场对于经济变量的边际变化更加敏感, 当前市场降息预期已经明显降低, 预计 2025 年内仅有一次降息, 而随着经济的走弱, 降息预期仍有可能发生波动。

图表 36: 12 月利率会议上调未来增长和通胀预期

	2024	2025	2026	2027	长期预测
实际 GDP 增速	2.5%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%
9 月预测	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
失业率	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%
9 月预测	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
PCE 物价	2.4%	2.5%	2.1%	2.0%	2.0%
9 月预测	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
核心 PCE	2.8%	2.5%	2.2%	2.0%	-
9 月预测	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	-
联邦基金利率	4.4%	3.9%	3.4%	3.1%	3.0%
9 月预测	4.4%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%

资料来源: 美联储, 东证衍生品研究院

图表 37：鹰派点阵图显示 2025 年内可能仅有两次降息



资料来源：美联储，东证衍生品研究院

图表 38：截至 12 月 24 日，市场预期 2025 年仅有一次降息

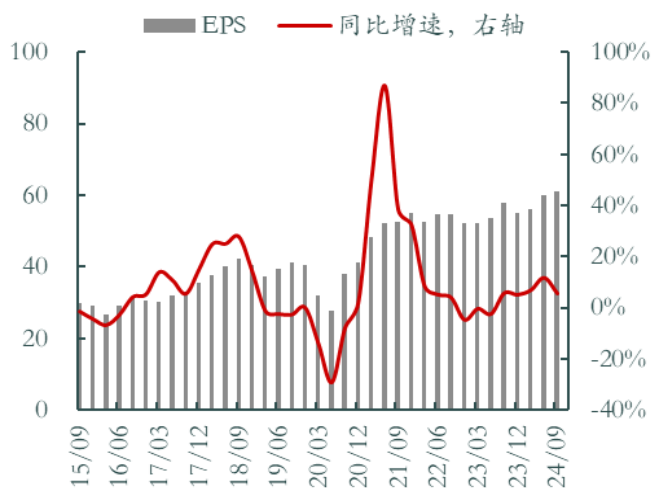
会议时间	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.60%	91.40%
2025/3/19	0.00%	0.00%	0.00%	4.10%	48.30%	47.60%
2025/5/7	0.00%	0.00%	0.80%	12.80%	48.20%	38.20%
2025/6/18	0.00%	0.20%	3.90%	22.00%	45.60%	28.30%
2025/7/30	0.00%	0.70%	6.20%	24.90%	43.50%	24.80%
2025/9/17	0.10%	1.60%	9.40%	28.10%	40.20%	20.50%
2025/10/29	0.30%	2.40%	11.20%	29.30%	38.30%	18.50%
2025/12/10	0.50%	3.20%	12.80%	30.10%	36.60%	16.90%

资料来源：CME，东证衍生品研究院

4、美股盈利维持增长，市场预期乐观

长期以来，支撑美股上涨趋势的主要动力都是盈利的持续增长，而本轮盈利修复从 2023 年开始，截至 2024 年三季度，已经连续 5 个季度维持正增长。从宏观环境来看，经济维持韧性，美联储仍然处于降息周期中，叠加特朗普的减税政策直接利好企业盈利；而从微观结构来看，企业议价能力和盈利能力仍然维持在较高水平，盈利改善扩散到更多板块，市场集中度较 2023 年明显改善，盈利基础更加稳固。

图表 39：自 2023 年开始企业盈利逐步改善



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

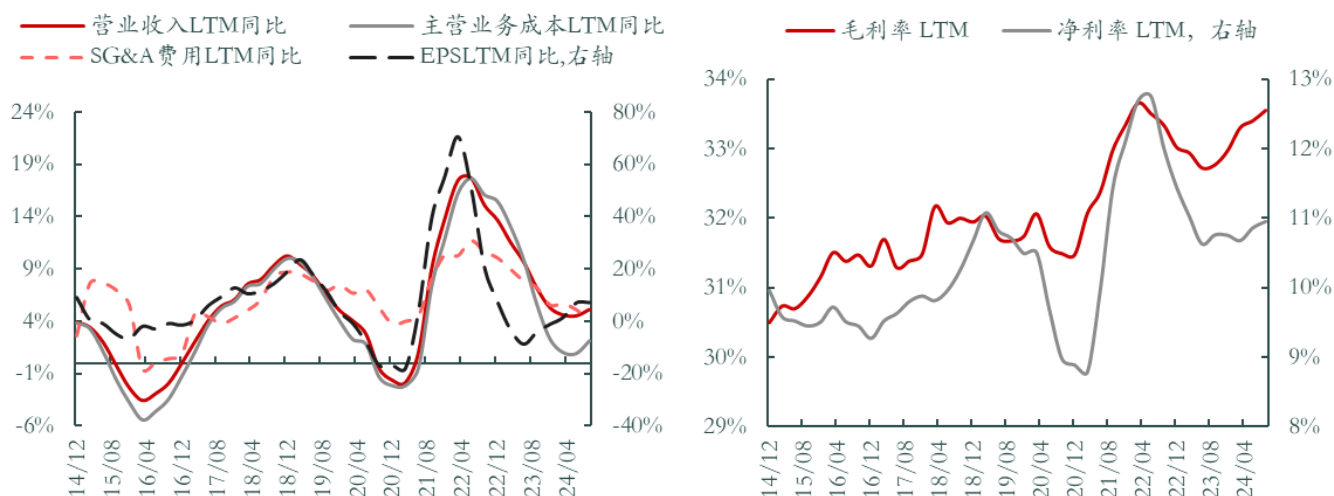
图表 40：市场预计 2025 年标普 500EPS 增速维持 10%以上

	EPS	同比增速
2026/6/30	75.78	12.67%
2026/3/31	71.45	13.32%
2025/12/31	72.21	16.98%
2025/9/30	70.80	15.59%
2025/6/30	67.26	12.19%
2025/3/31	63.05	12.47%
2024/12/31	61.73	12.05%
2024/9/30	61.25	5.66%
2024/6/30	59.95	11.83%
2024/3/31	56.06	7.02%
2023/12/31	55.09	5.20%
2023/9/30	57.97	5.87%
2023/6/30	53.61	-2.28%

资料来源：Factset，东证衍生品研究院

标普 500 盈利持续增长得益于营业收入的韧性以及用工成本的降低。当前居民部门消费支出维持韧性，个人消费支出同比增速维持在 5%以上，企业营业收入继续受到支撑，劳动力市场冷却带动薪资增速回落，企业毛利率和净利率均有所抬升，其中毛利率已经接近历史高位，企业盈利能力强劲。

图表 41: 标普 500 Q3 营收小幅提升, SG&A 费用继续回落 图表 42: 标普 500 毛利率和净利率继续提升



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

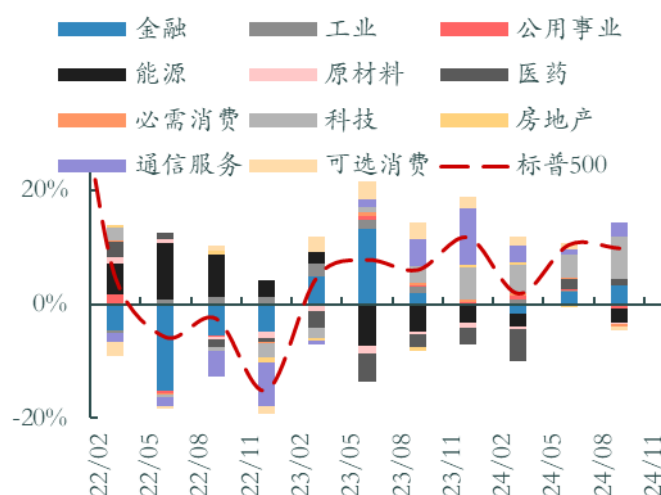
资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

图表 43: 对未来盈利增长乐观, 对指数形成支撑

图表 44: 科技板块仍为企业利润主要贡献来源



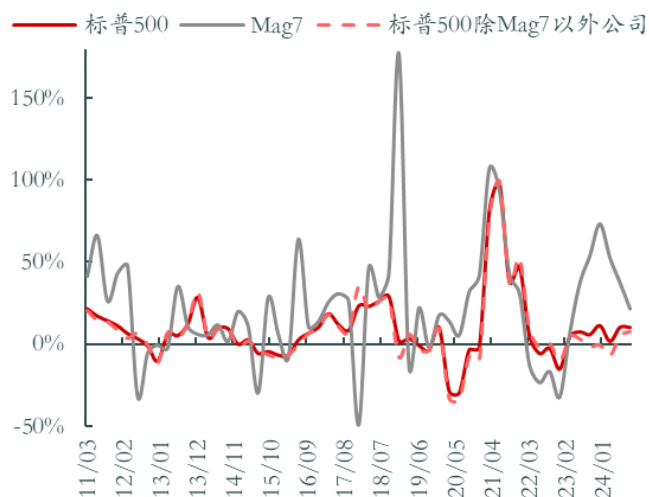
资料来源: Factset, 东证衍生品研究院



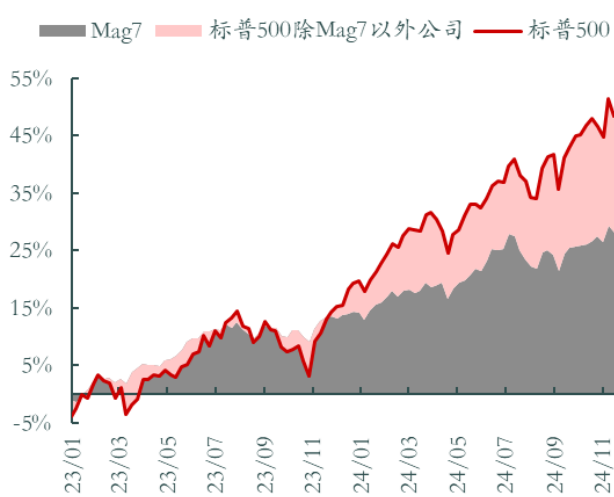
资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

图表 45: Mag7 与其他板块净利润同比增速差距缩小

图表 46: 2024 年标普 500 中科技巨头以外公司贡献扩大



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

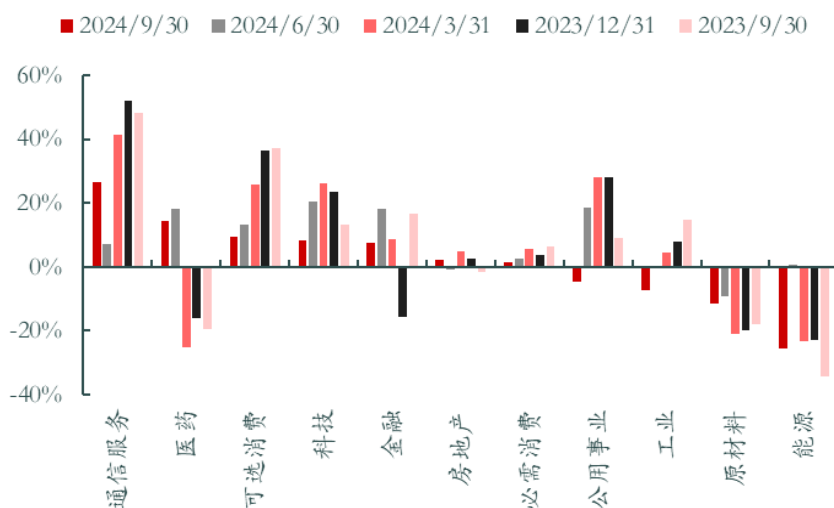


资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

2024 年以来标普 500 结构已经明显改善,除七大科技公司以外的公司对指数市值扩张的贡献明显提高。就板块而言,尽管科技板块仍然是当前美国企业利润的主要来源,但是科技公司净利润增速在经历了 2023 年的爆发后正在回归均值,三季度七巨头净利润同比增速较 2023 年大幅回落。而金融、医药、房地产等板块盈利明显改善,科技板块以外的企业净利润同比增长连续两个季度修复,随着降息周期的深入,若经济出现企稳现象,那么,企业盈利的修复有望持续,对股指形成支撑。

此外,特朗普的政策对于各行业盈利前景影响不同,其中放松监管主要利好金融、科技和能源板块,具体而言,对于金融行业的监管明显放松,对于加密货币采取友好态度,同时放宽反垄断法的实施有利于加速投行并购交易,利好金融板块开展业务活动。同时,反垄断法的放宽以及特朗普政府与科技巨头关系的缓和可能减轻科技巨头面临的监管压力,降低业务拆分的可能性,利好科技板块。减税对于税收负担更重的中小盘股票提振力度更大。而贸易保护主义下的关税政策叠加制造业产业政策,对于本土制造业有所提振,其中工业、材料板块可能从中受益。而严格的移民限制可能会降低住房需求,同时影响建筑行业就业市场,叠加高利率环境,对于房地产市场的复苏弊大于利。此外,对于传统能源行业的监管放松有利于扩大石油和天然气产能,不过,目前全球需求回落,油价震荡偏弱运行,企业扩大产能的意愿有限,放松监管政策对于传统能源行业的提振效果可能有限。对于税收压力和监管压力更大的中小盘股票而言,减税和放松监管带来的利好程度更大。

图表 47: 通信服务、医药、可选消费、科技和金融板块 EPS 同比增速领先



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

5、估值水平可能限制美股上涨空间

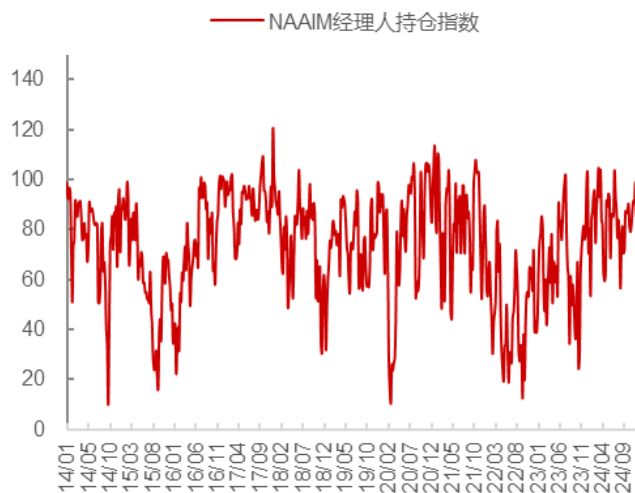
当前美股最大的压力来自于估值,当前超过 22 倍的动态估值已经接近 2020 年内的高点,但是未来经济增长的空间和速度都难以达到 2020 年疫情后的快速修复的情况,从这个角度看当前美股已经高估。不过,我们认为估值偏高并不是市场下跌的充分条件,只要企业盈利仍在持续修复,联储降息周期延续,资金持续流入和市场对于增长的预期仍然可以支撑估值在高位运行。

图表 48: 当前 22x 的动态估值已接近 2020 年内高点



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

图表 49: 2024 年主动型基金对股票敞口维持高位



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 50：2024 年美股逐步进入盈利消化估值的阶段

图表 51：全球资金大量涌入美股市场

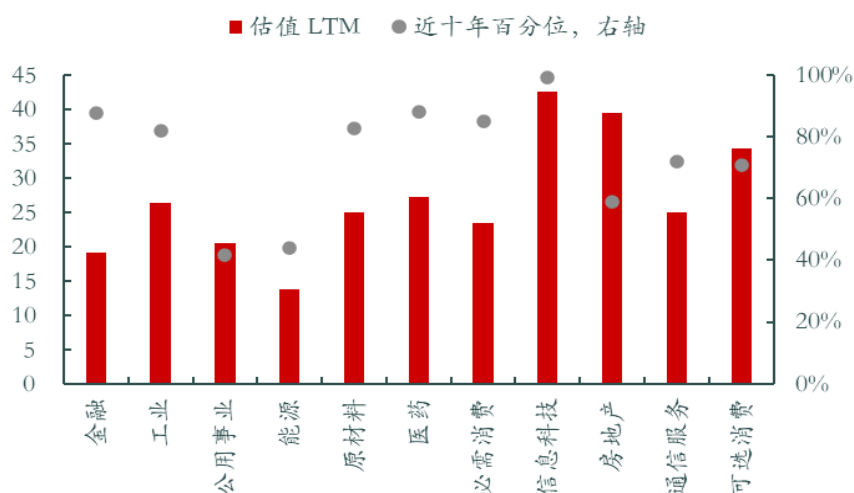


资料来源：Factset，东证衍生品研究院

资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

从结构上来看，当前美股高估值更多由信息科技板块拉动，在 AI 行情的推动下已经达到历史极端高位，而房地产、通信服务和可选消费板块从历史分位数来看仍未到极端水平。就科技板块而言，近期市场开始转向软件应用公司，软件行业 ETF 开始跑赢半导体指数，AI 应用仍在商业化推进的过程中，科技板块的估值有望得到支撑，而提供芯片算力的公司一方面想象空间难以扩大，另一方面市场已经充分交易，软件行业已经开始成为推动 AI 行情下一步进展的关键。金融、房地产和工业等顺周期板块当前估值相对合理，并且处于盈利改善的阶段，预计在 2025 年弹性比科技板块更大。

图表 52：指数估值主要由科技板块拉动



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

当前的高估值使得美股对于利率水平非常敏感，当十年期美债收益率上升超过 4.5% 的水平时，股票市场往往受到明显的压制。未来特朗普政策可能会进一步抬高通胀中枢，叠加美国政府债务的不断扩张导致美债供大于需，均有可能导致长端美债收益率居高不下，若金融条件明显收紧，将给股指带来下跌压力。

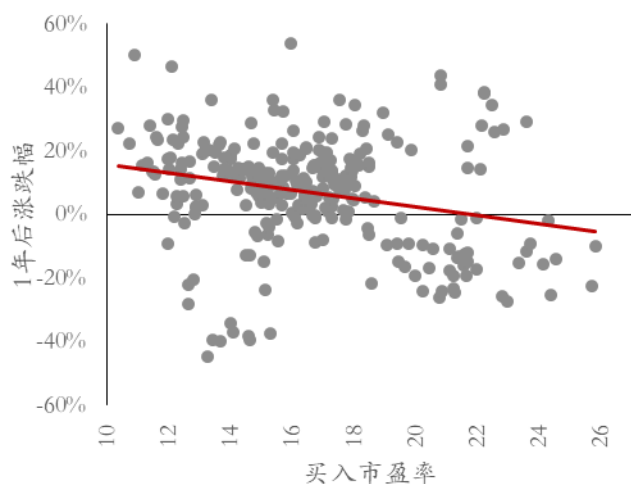
6、投资建议

从历史数据来看，在降息周期中盈利维持增长的年份中标普 500 大概率录得上涨，平均年化涨幅达到 19.2%，当前预计 2025 年 EPS 增速有望达到 14%，考虑到市场对于未来盈利的可能高估，以及关税和经济下行压力加大可能带来的负面影响，中性预期下明年 EPS 增速可能维持在 10% 附近，同时，当前估值水平已经接近近几年高点，进一步扩张空间有限，明年难以对指数上涨有所贡献，预计全年涨幅最高在 10% 左右。

就节奏而言，我们认为年初仍将延续 2024 年的乐观情绪，不过需要注意特朗普就任期间对于政策的表述，如果对于关税和限制移民的表态超出市场预期，可能会带来市场风险偏好的回落，带来阶段性的回调。随着降息周期的深入和特朗普政策的推进，如果通胀反弹压力增加导致美联储态度转鹰，我们认为美股可能会出现较长时间的调整，届时我们对于美股市场将由乐观转向谨慎。

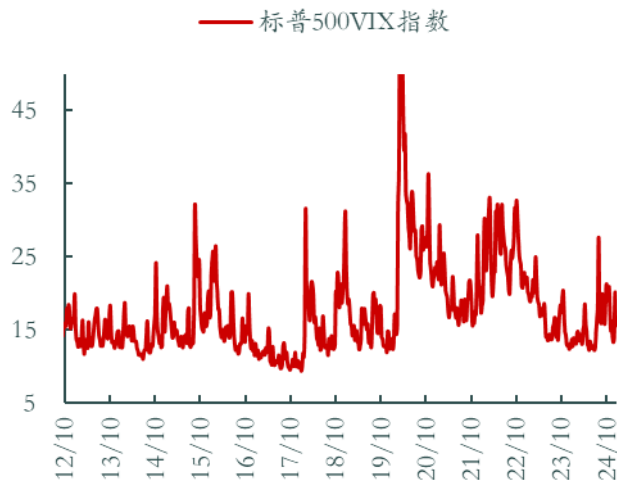
另外，特朗普自身政策推行具有较大不确定性，经济前景和美联储指引也并不明确，市场对于经济变量的边际变化非常敏感，2023 年至 2024 年中的低波动率难以持续，波动率较 2024 年下半年易升难降。

图表 53：估值处于高位抑制未来 1 年涨幅



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 54：2024 年下半年以来波动率明显抬升



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 55：降息周期中 EPS 维持上涨的年份中股指表现均不差

降息周期起止		降息次数	降息幅度 bp	降息期间最低 GDP 增速	年份	S&P500 年 度涨跌幅	PE LTM 年 度涨跌幅	EPS LTM 年度 涨跌幅
1984/9/20	1986/8/21	26	562.5	1.80%	1984	0.10%	-15.61%	18.62%
					1985	22.66%	43.48%	-14.51%
					1986	26.38%	21%	4.45%
1989/6/6	1992/9/4	24	681.25	-3.60%	1989	20.04%	30.93%	-8.31%
					1990	-7.27%	1.12%	-8.29%
					1991	31.68%	57.88%	-16.60%
					1992	3.84%	-6.21%	10.71%
1995/7/6	1996/1/31	3	75	1.20%	1995	30.36%	21.64%	7.17%
					1996	26.20%	6.02%	19.03%
1998/9/29	1998/11/17	3	75	3.80%	1998	31.97%	30.25%	1.32%
2001/1/3	2003/6/25	13	550	-1.60%	2001	-13.10%	3.79%	-16.28%
					2002	-19.03%	-18.25%	-0.96%
					2003	21.53%	-3.68%	26.16%
2007/9/18	2008/12/16	10	500	-8.50%	2007	-2.08%	3.72%	-5.58%
					2008	-37.88%	-28.55%	-13.07%
2019/8/1	2019/10/31	5	75	2.60%	2019	25.77%	13.17%	11.14%
2020/3/3	2020/3/16	2	150	-28%	2020	16.26%	44.59%	-19.49%

资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

7、风险提示

经济下行超预期，地缘政治风险超预期，再通胀风险超预期，美联储货币宽松不及预期，AI 应用发展不及预期

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