

美股新高背后的盈利逻辑

投资要点:

24Q1美股盈利走势平稳，总体超市场预期：（1）收入：24Q1标普500收入增速为4.1%，与23Q4（4.2%）基本持平，通讯服务（8.2%）、信息技术（7.5%）、房地产（7.3%）和金融（7.1%）保持领先；**（2）EPS：**盈利环比改善明显，24Q1标普500的EPS增速为5.3%，较23Q4（4.2%）明显回升；TMT、公用事业和可选消费增速保持领先，能源、医疗健康和材料维持负增，且尚未看到明显改善迹象；同比增速贡献看，24Q1美股盈利增速仍主要靠TMT板块带动；**（3）ROE：**24Q1标普500的ROE（TTM）为18.2%，较前值（18.7%）略有下降，但绝对水平仍然不低，且净利润率（10.6%）仍然稳健。消费和科技ROE保持领先，地产、公用事业等相对靠后；**（4）市场预期：**与分析师预期相比，24Q1标普500盈利超预期家数占比由75.2%提升至79.1%，高于过去10年均值，Q1盈利总体好于市场预期。其中，医疗、信息技术、必选消费、工业盈利超预期占比居前。

市场对美股2024年盈利预期相对乐观，估值层面则超过去10年均值：

（1）盈利预期：市场预期整体乐观，截至5月中旬，市场预期美股全年EPS增速为10.7%，Q2-Q4分别为9.2%、8.0%、17.1%。若最终兑现的话，则意味着到24Q4的EPS增速将达到2022年以来最高水平。其中，医疗健康、TMT、金融板块的2024EPS预期增速居前；**（2）估值水平：**截至5月中旬，标普500PE(FY1)为21.6X，过去10年均值（19.6X）。其中，大部分行业均值超过近10年中枢水平，医药、信息技术、材料、工业的估值分位数相对偏高。

往后看，全年维度对美股不悲观，但短期需警惕降息预期推后风险：

（1）降息预期再度升温+美股Q1盈利整体超市场预期，5月以来美股再度大幅反弹，且创历史新高；（2）往后看，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。但短期看，在去通胀仍需时间的背景下，降息或不如市场预期的一蹴而就，需警惕降息预期再度推后的风险，对美股估值端可能带来一定扰动。

风险提示：美联储表态偏鹰；金融风险事件爆发；数据计算存在纰漏等。

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

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	24Q1 美股盈利回顾	3
1.1	收入：24Q1 营收增速 4.1%，与 23Q4 基本持平	3
1.2	EPS：24Q1EPS 增速 5.3%，较 23Q4 提升明显	4
1.3	ROE：24Q1ROE(TTM)18.2%，较前值略有下降	6
1.4	市场预期：24Q1 盈利超预期家数环比提升	7
2	24H2 美股展望	8
2.1	市场预期整体乐观，2024 年美股 EPS 预期为 10.7%	8
2.2	估值层面超过过去 10 年均值	11
2.3	全年维度对美股不悲观，但短期需警惕降息预期推后风险	13
3	风险提示	15

图表目录

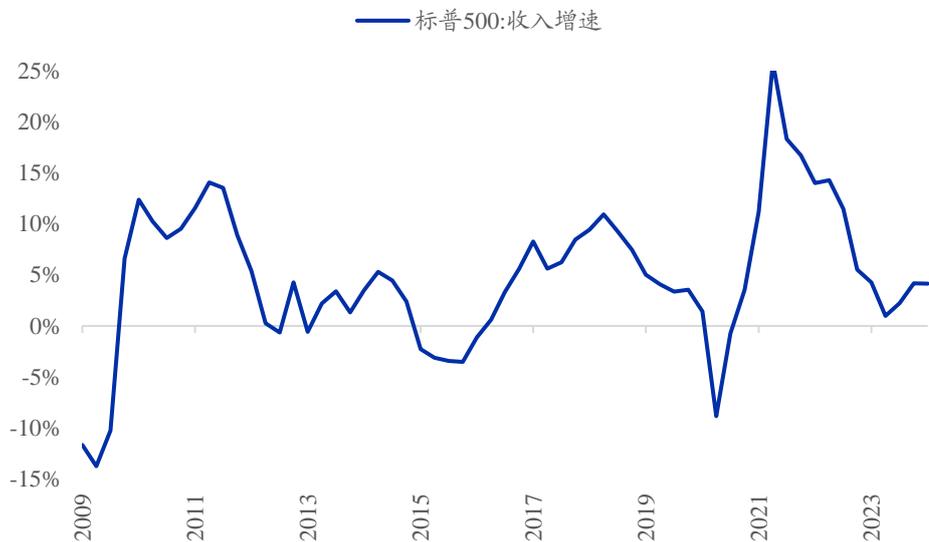
图表 1：	24Q1 标普 500 收入增速为 4.1%	3
图表 2：	分行业看，TMT 和金融板块在 24Q1 的营收增速保持领先	4
图表 3：	24Q1 标普 500EPS 增速为 5.3%	4
图表 4：	24Q1 美股 EPS 增速中，TMT、公用事业和可选消费保持领先	5
图表 5：	24Q1 美股盈利增速主要源于 TMT 板块带动	5
图表 6：	24Q1 标普 500ROE(TTM)为 18.2%	6
图表 7：	24Q1 标普 500 净利润率(TTM)仍相对平稳	6
图表 8：	消费和信息技术 ROE 维持领先	7
图表 9：	24Q1 盈利超预期家数占比环比提升，高于过去 10 年均值	7
图表 10：	医疗、信息技术和必选消费 24Q1 盈利超预期占比靠前	8
图表 11：	按分析师预期，2024 年美股 EPS 预期或在 10.7%	9
图表 12：	按分析师预期，年内美股 EPS 增速或继续上行	9
图表 13：	年初以来 EPS 预期提升家数明显上升	10
图表 14：	医疗健康、TMT 和金融 2024EPS 预期增速居前	10
图表 15：	截至 5 月中旬，标普 500PE(FY1)为 21.6X	11
图表 16：	医疗健康、信息技术、材料、工业的估值分位数相对较高	12
图表 17：	PEG 视角看，医疗健康、通讯服务的性价比较高	12
图表 18：	截至 5 月中旬，美股再创历史新高	13
图表 19：	截至 5 月中旬，降息预期回至全年 3 次、最早 9 月开始	13
图表 20：	2024 美国经济大概率在 G7 经济体中保持领先	14
图表 21：	按现有趋势推演，美国 CPI 同比年内低点或在 3%附近	15

1 24Q1 美股盈利回顾

1.1 收入：24Q1 营收增速 4.1%，与 23Q4 基本持平

美股收入端保持稳健，24Q1 标普 500 收入增速为 4.1%，与 23Q4 (4.2%) 基本持平。由于标普 500 是应用最广泛的美股宽基指数，占美股总市值比重约 80%，因此本文主要分析其盈利情况。截至 5 月 14 日，500 余家成分股中 462 家已披露 24Q1 季报，占比约 92%。对已公布 Q1 数据的采用其实际值、未公布的采用市场预期值进行计算，24Q1 标普 500 收入增速为 4.1%，与 23Q4 基本持平 (4.1%)，略低于过去 10 年中位数 (4.4%) 和过去 5 年中位数 (4.2%)。从趋势看，美股营收增速在 2021 年 6 月达到历史高点，此后大幅下行，到 2023 年 6 月降至局部低点 (1.0%)，23H2 开始明显反弹，当前增速总体偏稳健。

图表 1：24Q1 标普 500 收入增速为 4.1%



来源：Factset、华福证券研究所

分行业看，TMT 和金融板块在 24Q1 营收增速保持领先，公用事业、材料和能源维持负增。从同比增速看，通讯服务 (8.2%)、信息技术 (7.5%)、房地产 (7.3%) 和金融 (7.1%) 保持领先。23H2 开始，AI 驱动+半导体回暖下，以英伟达、微软、谷歌为代表的科技龙头企业收入提速明显，带动 TMT 板块在美股营收中保持领先。受益于 23Q4 以来美国金融条件边际放松+经济环比改善，房地产和金融板块增速同样较快。而公用事业、材料和能源是 11 个行业中仅有的负增板块，且持续近一年，但受益于 Q1 以来能源价格上涨，能源板块收入增速降幅明显收窄。

图表 2：分行业看，TMT 和金融板块在 24Q1 的营收增速保持领先

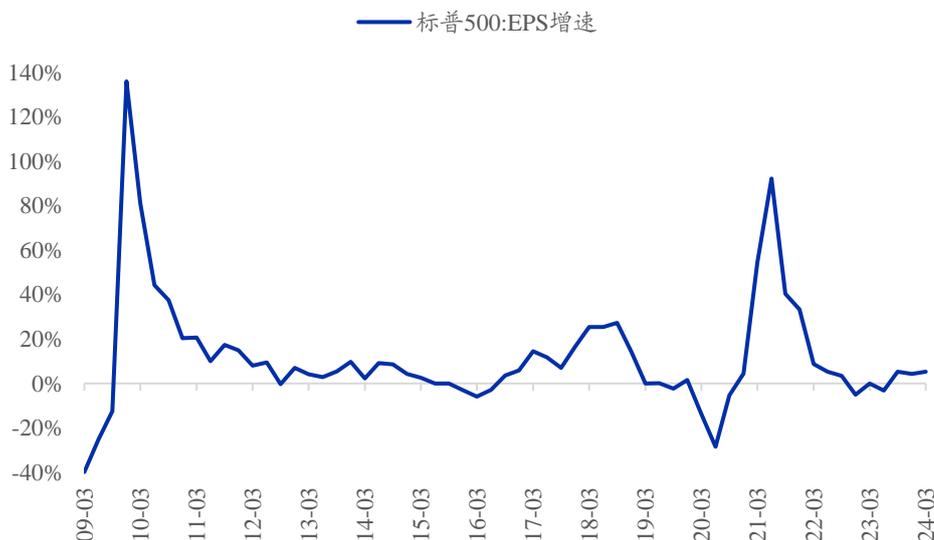
	标普500:分行业:收入增速								
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03
标普500:	4.1%	4.2%	2.2%	1.0%	4.3%	5.5%	11.5%	14.3%	14.0%
通讯服务	8.2%	7.8%	7.0%	3.8%	1.9%	0.8%	3.1%	6.4%	10.9%
信息技术	7.5%	7.8%	2.9%	0.4%	-2.5%	-1.8%	6.3%	7.1%	12.3%
房地产	7.3%	8.3%	8.0%	4.8%	6.4%	8.3%	12.9%	15.8%	20.2%
金融	7.1%	8.0%	6.1%	11.5%	11.7%	4.1%	6.9%	5.3%	3.6%
医疗健康	5.9%	7.3%	6.2%	5.4%	4.0%	4.3%	5.5%	9.9%	14.5%
可选消费	5.7%	6.3%	7.6%	10.3%	9.6%	11.5%	16.3%	12.9%	10.7%
工业	3.3%	2.9%	2.2%	3.8%	7.0%	10.0%	13.0%	13.7%	13.2%
必选消费	2.1%	3.2%	3.5%	3.1%	5.2%	6.1%	8.2%	8.2%	8.3%
能源	-3.5%	-9.5%	-16.3%	-28.9%	-4.5%	13.0%	48.3%	76.2%	58.8%
材料	-5.3%	-5.1%	-10.3%	-12.8%	-7.7%	-4.8%	5.8%	17.6%	25.4%
公用事业	-7.3%	-7.2%	-5.9%	-2.2%	15.2%	11.0%	17.3%	13.7%	3.5%

来源：Factset、华福证券研究所

1.2 EPS：24Q1EPS 增速 5.3%，较 23Q4 提升明显

美国盈利环比改善明显，24Q1 标普 500EPS 增速为 5.3%，较 23Q4 (4.2%) 明显回升。与收入相比，市场通常更关注 EPS (每股盈利)。24Q1EPS 增速好于收入增速，与 23Q3 增速持平，高于过去 10 年中位数 (4.4%) 和过去 5 年中位数 (3.8%)。EPS 数据显示，美股盈利仍相对强劲，且在 23H2 以来改善明显。

图表 3：24Q1 标普 500EPS 增速为 5.3%



来源：Factset、华福证券研究所

分行业看，TMT、公用事业和可选消费的 24Q1EPS 增速保持领先，能源、医疗健康 和材料维持负增，且尚未看到明显改善迹象。24Q1EPS 增速中，通讯服务 (34.7%)、公用事业 (29.1%)、可选消费 (24.7%) 和信息技术 (22.8%) 排名靠前，其中 TMT 板块盈利端仍然强劲，与收入端表现类似。可选消费绝对增速下滑但仍不低，一方面

反映美国消费韧性仍然较强，另一方面权重股亚马逊贡献较多。而公用事业收入负增但EPS增速靠前，或源于一方面在收入端受益于AI热潮驱动下数据中心建设对电力需求激增，另一方面成本端控制相对较好。医疗健康和材料延续负增，且尚未看到明显改善迹象，其中医疗板块主要受药品拖累。

图表 4：24Q1 美股 EPS 增速中，TMT、公用事业和可选消费保持领先

	标普500分行业:EPS增速								
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03
标普500:	5.3%	4.2%	5.3%	-3.2%	-0.1%	-5.1%	3.4%	5.3%	8.7%
通讯服务	34.7%	45.1%	42.2%	18.4%	-9.7%	-27.3%	-23.4%	-18.9%	0.7%
公用事业	29.1%	26.4%	10.6%	14.4%	-17.9%	-7.2%	-0.8%	-12.0%	49.3%
可选消费	24.7%	35.8%	42.4%	56.8%	60.2%	-19.6%	14.4%	-13.6%	-33.1%
信息技术	22.8%	23.3%	14.5%	3.9%	-9.7%	-11.1%	-2.5%	-1.2%	13.0%
房地产	9.9%	7.9%	4.5%	10.7%	3.3%	13.8%	19.0%	11.4%	23.2%
金融	7.7%	-14.8%	18.5%	6.3%	4.7%	-12.2%	-14.8%	18.8%	-16.3%
工业	3.8%	6.4%	12.8%	20.8%	50.8%	34.3%	21.5%	14.5%	7.5%
必选消费	3.5%	4.9%	6.1%	7.4%	-0.1%	-1.8%	-1.9%	-4.3%	1.8%
材料	-20.6%	-20.4%	-20.3%	-29.2%	-25.3%	-24.8%	-15.5%	14.3%	46.3%
医疗健康	-25.4%	-15.8%	-19.8%	-27.3%	-16.2%	-6.5%	-1.7%	7.0%	16.4%
能源	-25.8%	-25.8%	-37.3%	-51.4%	16.7%	57.6%	140.4%	296.9%	258.9%

来源：Factset、华福证券研究所

分行业同比增速贡献看，24Q1 美股盈利增速主要靠 TMT 板块带动。24Q1EPS 增长 5.3%，其中信息技术、通讯服务分别贡献 4.3%和 3.0%，也即美股盈利仍然主要是靠 TMT 板块带动，可选消费和金融分别贡献 1.7%和 1.4%。而医疗健康、能源、材料分别贡献-3.9%、-2.2%、-0.6%，是美股最主要拖累项。

图表 5：24Q1 美股盈利增速主要源于 TMT 板块带动

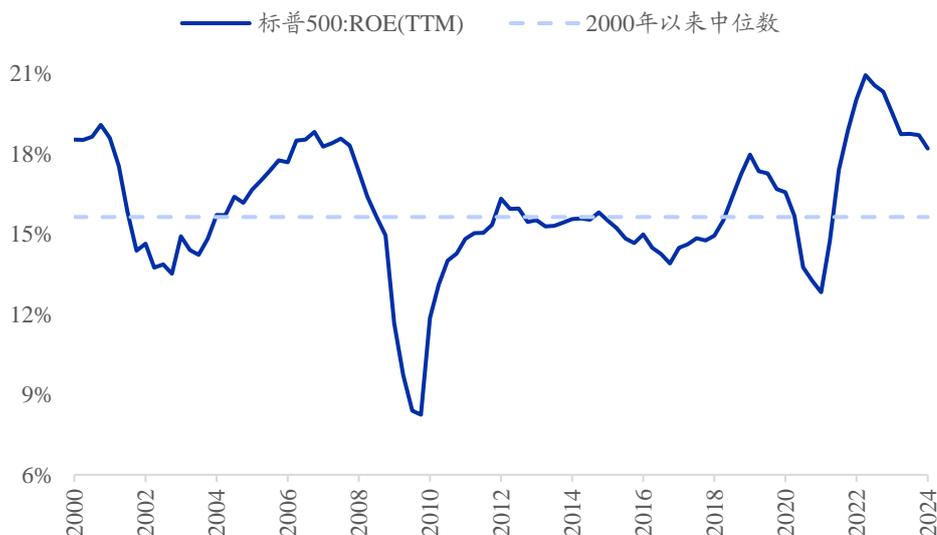
	标普500:EPS增速:分行业贡献								
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03
标普500:	5.3%	4.2%	5.3%	-3.2%	-0.1%	-5.1%	3.4%	5.3%	8.7%
信息技术	4.3%	4.8%	2.7%	0.7%	-2.0%	-2.5%	-0.5%	-0.2%	2.6%
通讯服务	3.0%	3.4%	3.1%	1.5%	-0.9%	-2.7%	-2.3%	-1.9%	0.1%
可选消费	1.7%	2.3%	3.0%	3.2%	2.6%	-1.5%	0.9%	-0.9%	-2.3%
金融	1.4%	-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	0.3%	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

1.3 ROE: 24Q1ROE(TTM)18.2%，较前值略有下降

按净资产收益率（ROE）计算，24Q1 标普 500 的 ROE（TTM）为 18.2%，较前值（18.7%）略有下降，但绝对水平仍然不低，且净利润率仍然稳健。22H2 开始标普 500ROE 波动下降，24Q1 整体延续下降趋势，但仍高于 2000 年以来中位数（15.6%）、过去 10 年中位数（16.4%），整体仍高于疫情前水平。而按杜邦分解看，24Q1ROE 三因素中的净利润率（TTM）为 10.6%，与前值基本持平（10.7%），反映利润层面美股仍相对平稳。

图表 6：24Q1 标普 500ROE(TTM)为 18.2%



来源：Factset、华福证券研究所

图表 7：24Q1 标普 500 净利润率(TTM)仍相对平稳



来源：Factset、华福证券研究所

分行业看，24Q1 消费和科技 ROE (TTM) 保持领先，地产、公用事业等相对靠后。24Q1 标普 500 分行业看，可选消费 (32.2%)、信息技术 (30.9%)、必选消费 (25.7%)、工业 (24.2%) 维持领先，消费和科技是美股中 ROE 较高板块，房地产、公用事业、金融等利率敏感部类，ROE 相对靠后。按增速环比变动看，可选消费 (+2.4%)、公用事业 (+1.8%)、房地产 (+1.1%) 的同比增速改善幅度较大。

图表 8：消费和信息技术 ROE 维持领先

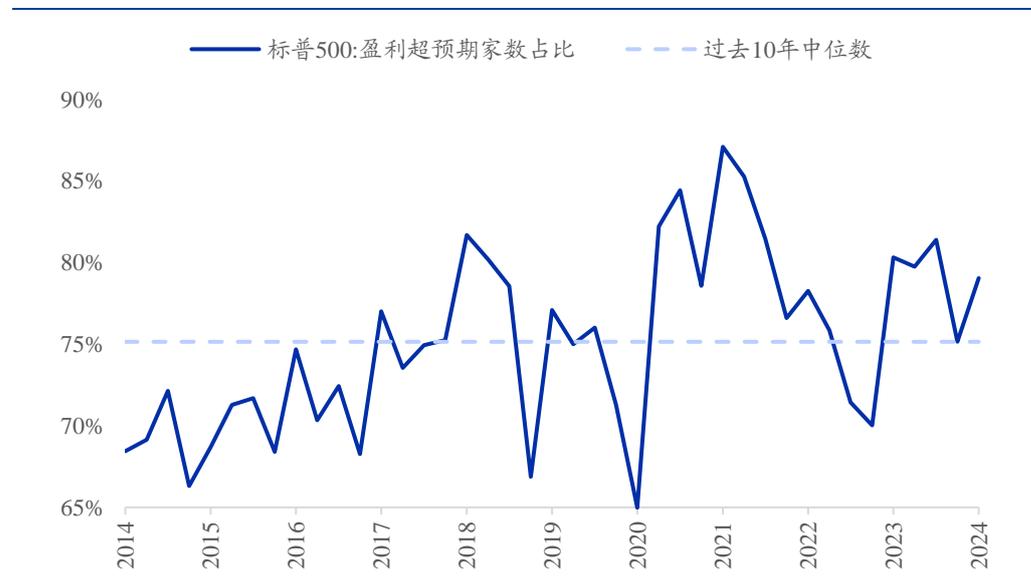
	标普500:分行业:ROE(TTM)								
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03
标普500:	18.2%	18.7%	18.7%	18.7%	19.5%	20.3%	20.6%	20.9%	20.1%
可选消费	32.2%	29.8%	27.5%	25.7%	25.1%	29.6%	28.7%	32.8%	30.1%
信息技术	30.9%	31.7%	30.9%	31.2%	33.5%	36.4%	38.8%	39.2%	40.7%
必选消费	25.7%	25.8%	24.6%	22.9%	25.9%	24.4%	25.3%	27.6%	27.4%
工业	24.2%	25.6%	25.3%	24.9%	23.3%	22.5%	21.7%	21.5%	20.5%
能源	19.0%	20.8%	25.0%	30.7%	30.4%	30.3%	25.4%	18.4%	13.8%
通讯服务	18.3%	17.0%	15.7%	15.5%	16.1%	17.3%	19.4%	20.4%	20.4%
医疗健康	17.6%	19.1%	20.6%	22.9%	23.6%	24.4%	25.5%	25.0%	24.7%
材料	12.4%	15.0%	15.8%	18.2%	20.0%	21.3%	21.5%	19.9%	20.0%
金融	11.2%	12.5%	12.3%	10.4%	11.1%	11.6%	12.1%	14.1%	13.5%
公用事业	10.0%	8.2%	8.9%	8.5%	9.7%	10.1%	10.7%	10.9%	9.4%
房地产	8.0%	7.1%	8.6%	8.7%	9.3%	11.4%	10.3%	10.3%	9.4%

来源：Factset、华福证券研究所

1.4 市场预期：24Q1 盈利超预期家数环比提升

与分析师预期相比，24Q1 标普 500 盈利超预期家数占比由 75.2% 提升至 79.1%，高于过去 10 年均值，Q1 美股盈利总体好于市场预期。24Q1 盈利超预期家数为 79.1%，高于 23Q4 (75.2%)、过去 10 年中位数 (75.2%) 和过去 5 年中位数 (78.4%)。从趋势看，2023 年以来盈利超预期家数占比一改 2021-2022 年持续下行态势，边际回升明显，反映美股盈利端已明显改善。

图表 9：24Q1 盈利超预期家数占比环比提升，高于过去 10 年均值



来源：Factset、华福证券研究所

与分析师预期相比，24Q1 医疗、信息技术、必选消费、工业盈利超预期占比居前。24Q1 盈利超预期家数占比中，医疗健康（88.5%）、信息技术（88.2%）、必选消费（86.2%）、工业（85.5%）居前。消费和科技基本面相对强劲，而医疗板块尽管 EPS 仍然承压，但市场预期此前已大幅下调，2023 年以来超预期占比明显提升。

图表 10：医疗、信息技术和必选消费 24Q1 盈利超预期占比靠前

	业绩超预期家数占比								
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03
标普500:	79.1%	75.2%	81.4%	79.8%	80.3%	70.0%	71.4%	75.9%	78.3%
医疗健康	88.5%	82.5%	84.1%	87.3%	82.5%	77.4%	74.2%	77.4%	77.4%
信息技术	88.2%	89.2%	90.8%	92.3%	89.2%	84.6%	81.5%	84.6%	87.7%
必选消费	86.2%	79.0%	79.0%	79.0%	81.1%	73.0%	70.3%	70.3%	86.5%
工业	85.5%	83.3%	84.6%	77.9%	88.3%	71.4%	76.6%	81.8%	88.3%
材料	78.6%	64.3%	75.0%	71.4%	89.3%	53.6%	64.3%	67.9%	78.6%
可选消费	74.4%	76.9%	88.5%	88.5%	86.5%	71.2%	73.1%	75.0%	69.2%
金融	72.9%	65.7%	77.1%	70.0%	62.9%	67.1%	68.6%	68.6%	78.6%
通讯服务	71.4%	63.6%	90.9%	86.4%	77.3%	36.4%	50.0%	54.6%	72.7%
公用事业	71.0%	66.7%	71.0%	71.0%	64.5%	61.3%	71.0%	74.2%	58.1%
房地产	67.7%	51.6%	64.5%	67.7%	71.0%	77.4%	58.1%	77.4%	71.0%
能源	63.6%	72.7%	72.7%	72.7%	86.4%	59.1%	72.7%	90.9%	68.2%

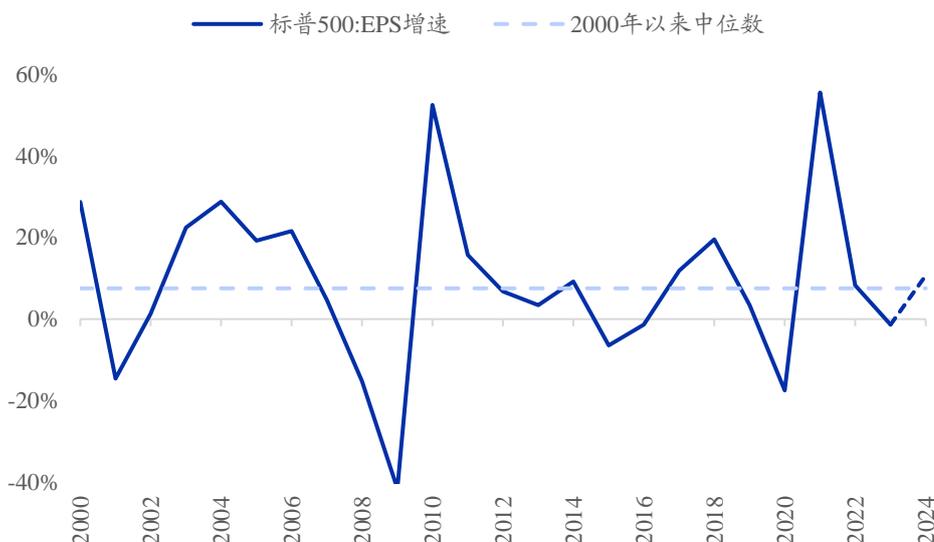
来源：Factset、华福证券研究所

2 24H2 美股展望

2.1 市场预期整体乐观，2024 年美股 EPS 预期为 10.7%

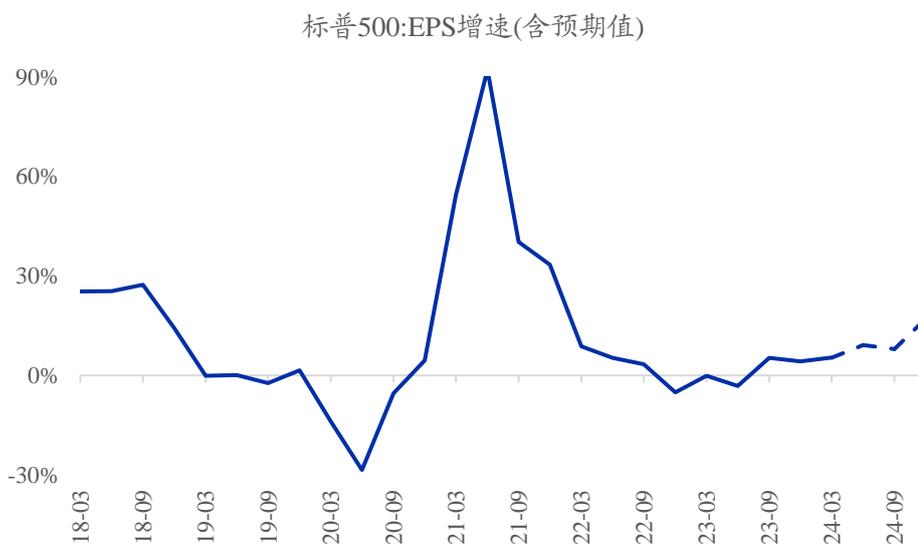
市场预期整体乐观，截至 5 月中旬，市场预期美股全年 EPS 增速为 10.7%，Q2-Q4 分别为 9.2%、8.0%、17.1%。Factset 数据显示，截至 5 月中旬，按自下而上的分析师预期加总计算，2024 年标普 500EPS 增速或在 10.7%，高于 2022-2023 年水平、2000 年以来中位数（7.5%）和近 10 年中位数（5.9%）。市场预期整体偏乐观。而按季度视角看，与 24Q1 的 5.3%相比，24Q2-Q4 有望继续上行，到 Q4 提升至 17.1%。若最终兑现的话，则意味着到 24Q4 的 EPS 增速将达到 2022 年以来最高水平。

图表 11: 按分析师预期, 2024 年美股 EPS 预期或在 10.7%



来源: Factset、华福证券研究所

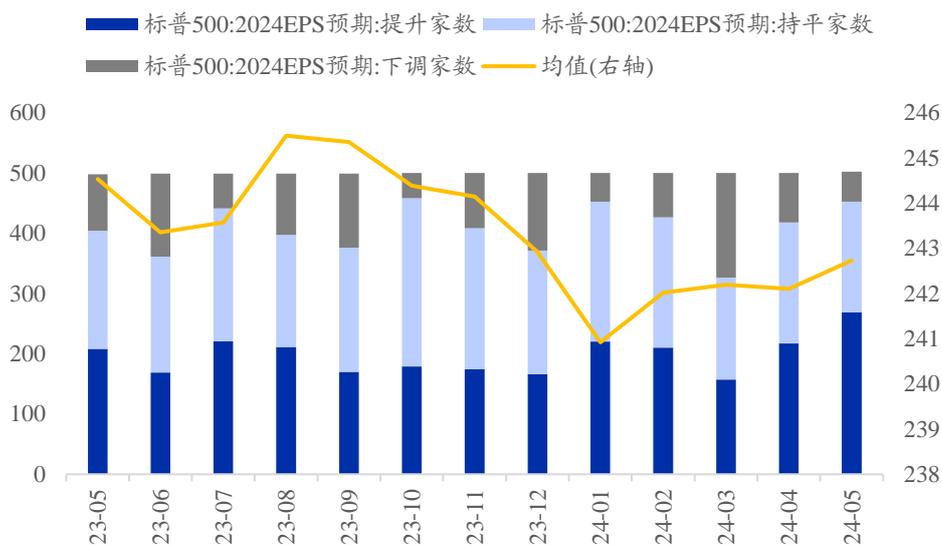
图表 12: 按分析师预期, 年内美股 EPS 增速或继续上行



来源: Factset、华福证券研究所

年初以来市场对全年盈利预期边际提升, 标普 500 成分股中 EPS 预期提升家数明显上升。从分析师对标普 500 成分股的 EPS 预期调整看, 1 月以来 EPS 预期提升家数由 220 家提升至 5 月中旬的 269 家, 下调家数维持在 50 家附近, 总体反映市场对于美股盈利预期边际提升。

图表 13: 年初以来 EPS 预期提升家数明显上升



来源: Factset、华福证券研究所

分行业看, 医疗健康、TMT、金融板块的 2024EPS 预期增速居前。根据 Factset 的数据, 2024 年 EPS 增速预期前五分别为医疗健康 (16.1%)、通讯服务 (15.2%)、信息技术 (14.9%)、金融 (11.1%) 和公用事业 (9.1%), 能源 (-0.5%)、材料 (2.2%)、房地产 (4.0%) 相对靠后。从 EPS 同比变动的情况看, 标普 500 的 11 个主要行业中, 7 个行业 2024 年 EPS 增速大概率提升, 其中医疗健康 (+37.0%)、能源 (+28.6%)、材料 (+25.1%) 改善幅度较大。

图表 14: 医疗健康、TMT 和金融 2024EPS 预期增速居前

	标普500:EPS增速						
	2024E	2023	2024同比变动	24Q4E	24Q3E	24Q2E	24Q1E
标普500:	10.6%	1.3%	9.3%	17.1%	8.0%	9.2%	5.3%
医疗健康	16.1%	-20.9%	37.0%	23.9%	17.5%	17.1%	-25.4%
通讯服务	15.2%	23.4%	-8.2%	16.4%	10.5%	19.3%	34.7%
信息技术	14.9%	6.8%	8.1%	14.0%	13.4%	14.8%	22.9%
金融	11.1%	3.4%	7.7%	41.2%	0.1%	6.0%	7.7%
公用事业	9.1%	8.2%	0.9%	11.5%	9.1%	10.3%	29.1%
工业	8.6%	20.0%	-11.5%	7.8%	12.0%	-1.7%	3.8%
可选消费	8.1%	47.2%	-39.1%	17.3%	4.3%	6.6%	24.7%
必选消费	4.2%	2.8%	1.4%	5.2%	4.8%	-0.2%	3.5%
房地产	4.0%	6.0%	-2.1%	6.8%	6.7%	2.4%	9.9%
材料	2.2%	-22.9%	25.1%	21.4%	8.6%	-8.4%	-20.6%
能源	-0.5%	-29.1%	28.6%	-0.4%	-4.8%	12.4%	-25.8%

来源: Factset、华福证券研究所

2.2 估值层面超过过去 10 年均值

截至 5 月中旬，美股远期估值仍然超过过去 10 年均值，后续或面临一定压力。截至 5 月中旬，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。

图表 15：截至 5 月中旬，标普 500PE(FY1)为 21.6X



来源：Factset、华福证券研究所；截至 2024.05.15

分行业看，大部分行业均值超过近 10 年中枢水平，医药、信息技术、材料、工业的估值分位数相对偏高。分行业看，标普 500 的 11 个子行业中，7 个行业远期估值高于过去 10 年均值，其中医疗健康（97.4%）、信息技术（90.7%）、材料（89.9%）、工业（75.6%）的在过去 10 年中的估值分位数相对偏高，房地产（7.5%）、能源（31.0%）、通讯服务（36.9%）等板块分位数相对较低。



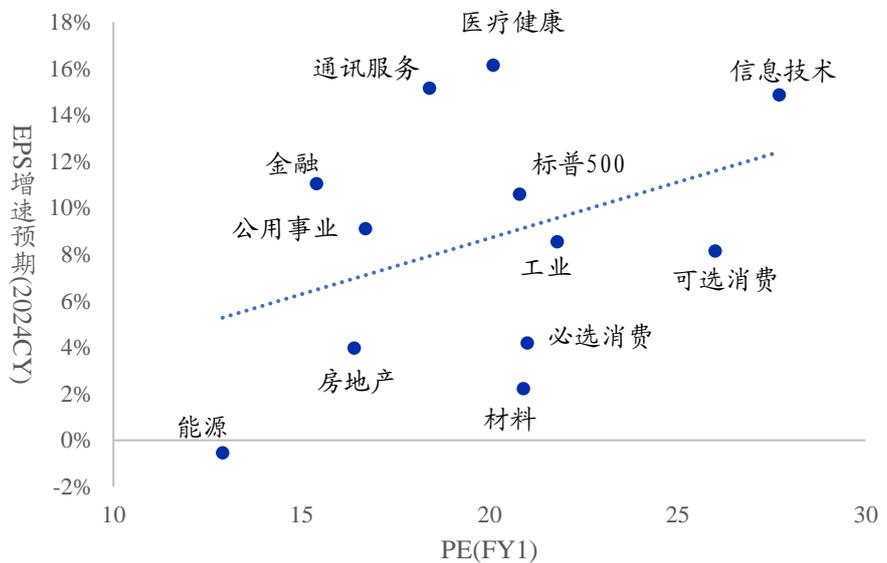
图表 16: 医疗健康、信息技术、材料、工业的估值分位数相对较高

	PE(FY1): 2024-05	PE(FY1): 2023-12	过去10年均值	估值分位数 (过去10年)
标普500:	21.6	21.9	19.6	77.3%
医疗健康	20.6	21.5	17.4	97.4%
信息技术	29.4	30.9	20.9	90.7%
材料	21.6	20.0	17.8	89.9%
工业	22.5	22.4	22.1	75.6%
金融	15.9	15.7	15.3	73.1%
必选消费	21.0	20.4	20.4	68.0%
可选消费	26.2	29.5	31.2	51.2%
公用事业	17.8	16.9	18.0	48.7%
通讯服务	19.4	20.2	20.5	36.9%
能源	12.9	11.2	14.6	31.0%
房地产	17.3	18.6	19.7	7.5%

来源: Factset、华福证券研究所

按远期估值和 EPS 预期的关系看,也即 PEG 的视角,医疗健康、通讯服务性价比较高,而信息技术估值相对偏高。2024 年 EPS 增速预期前三为医疗健康、通讯服务和信息技术,目前看跟大盘相比,医疗健康、通讯服务的估值性价比相对较高,信息技术或需警惕风险,尤其是关注 AI 后续推进和科技龙头的营收情况。

图表 17: PEG 视角看,医疗健康、通讯服务的性价比较高

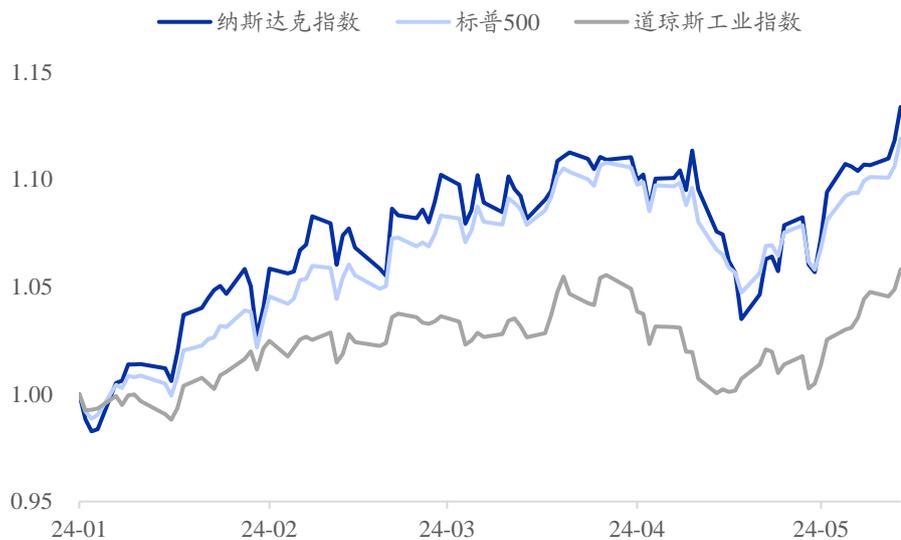


来源: Factset、华福证券研究所

2.3 全年维度对美股不悲观，但短期需警惕降息预期推后风险

降息预期再度升温+美股 Q1 盈利不错，5 月以来美股再度大幅反弹，且创历史新高。年初以来的美股走势主要分为三个阶段：（1）1-3 月，经济环比动能改善，叠加市场对美联储下半年开启降息预期较强，美股持续走强；（2）4 月开始通胀压力凸显，美联储放鹰，降息预期大幅推迟，美股在 4 月经历明显回撤；（3）5 月以来在非农就业、PMI、通胀等经济数据环比走弱、低于市场预期的催化，降息预期再度升温，叠加美股一季报盈利整体超市场预期，到 5 月中旬美股再创历史新高。

图表 18：截至 5 月中旬，美股再创历史新高



来源：Wind、华福证券研究所；以 2024.01.02 为起点，进行归一化处理

图表 19：截至 5 月中旬，降息预期回至全年 3 次、最早 9 月开始

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	32.0%	67.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	19.6%	53.1%	26.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.9%	32.6%	42.9%	16.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	5.2%	23.8%	39.2%	25.8%	5.8%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.6%	14.3%	31.3%	32.7%	16.1%	3.0%
2025/3/19	0.0%	1.6%	9.5%	24.4%	32.1%	22.8%	8.3%	1.2%
2025/4/30	0.7%	5.0%	16.0%	27.8%	28.1%	16.5%	5.2%	0.7%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

往后看，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。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 增速为 10.7%。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 20： 2024 美国经济大概率在 G7 经济体中保持领先

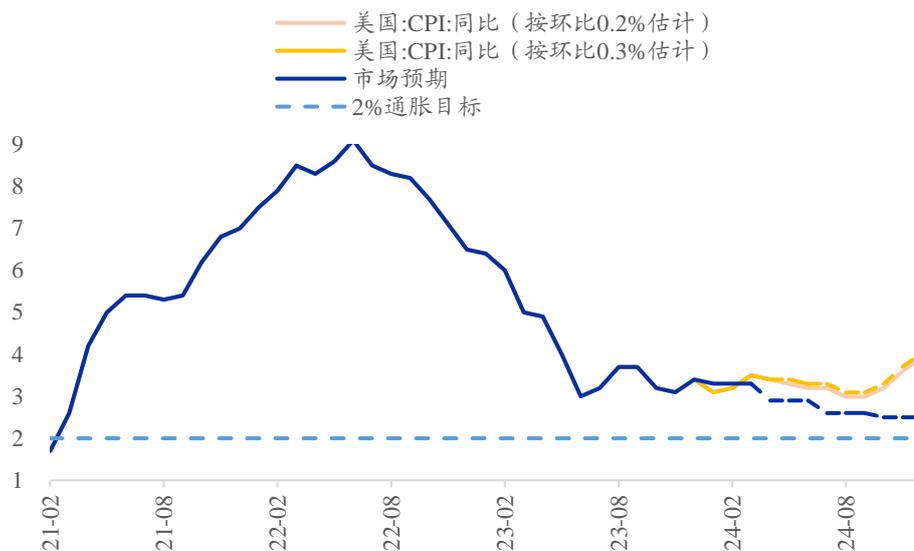
	G7 国家实际 GDP 增速(含预测)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
美国	5.8%	1.9%	2.5%	2.2%	1.8%	2.0%
加拿大	5.3%	3.8%	1.1%	1.2%	2.0%	1.9%
法国	6.4%	2.5%	0.9%	0.8%	1.3%	1.3%
德国	3.1%	1.9%	0.0%	0.2%	1.3%	1.3%
意大利	8.3%	4.1%	1.0%	0.7%	1.2%	1.0%
日本	2.6%	1.0%	1.9%	0.7%	1.0%	1.0%
英国	8.7%	4.3%	0.1%	0.4%	1.2%	1.6%

来源：Factset、华福证券研究所

短期看，在去通胀仍需时间的背景下，降息或不如市场预期的一蹴而就，短期需警惕降息预期再度推后的风险，对美股估值端可能带来一定扰动。4 月下旬以来美国经济和通胀数据环比走弱，尤其是 4 月 CPI 数据略低于市场预期，降息预期由此前的 11 月开启降息、全年降幅不足 50BP，再度升温至最早 9 月开启降息、全年降息 3 次共 75BP。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。另一方面，近期美股美债大涨，客观上起到了金融条件放松的降息效果，也即 23Q4 的故事重演，意味着后续经济下行可能偏缓，核心通胀可能更难降下来。因此，对于美联储而言，控通胀的“最后一英里”仍任重道远，短期需要继续保持偏鹰态度，不排除降息预期再度后延的可能性。如果情境发生，意味着美股估值端可能面临冲击，对于美股 EPS 端可能也带来扰动。



图表 21： 按现有趋势推演，美国 CPI 同比年内低点或在 3% 附近



来源：Factset、华福证券研究所

3 风险提示

美联储表态偏鹰；金融风险事件爆发；数据计算存在纰漏等。

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