



2024年06月25日

宏观研究

国泰君安期货研究所

## 君研海外·“资产-宏观”的映射

### 从美股财报探究美国经济引擎和隐忧

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 [wangxiao019787@gtjas.com](mailto:wangxiao019787@gtjas.com)

戴璐（联系人） 从业资格号：F03107988 [dailu026543@gtjas.com](mailto:dailu026543@gtjas.com)

孙嘉良（联系人） 从业资格号：F03129093 [sunjiali029630@gtjas.com](mailto:sunjiali029630@gtjas.com)

#### 报告导读：

当下市场对美国经济的焦虑感不言而喻，利率高企之下经济甚至出现“不着陆”迹象，宏观数据边际上的波动也动摇着美股续创新高的信心。本篇报告希望通过观察美国上市企业2024年第一季度财务报告，在企业盈利的视角下，为审视美股表现、衡量美国经济可持续性铸造一个不同的“锚”。

美股一季度财务表现强劲，营收与盈利增速在2023年第三季度见底后，随着货币政策放松预期，重新企稳回升，盈利能力显著提升，超过市场一致预期，当前盈利增长与估值水平相匹配，横向对比其他主要市场，美股仍具有相当的性价比。

行业板块盈利状况分化显著，科技与消费板块表现优异，服务消费的强势增长推动消费-企业盈利-就业的循环持续上升，而人工智能在应用端的落地盈利也推进了产业链的正向反馈。相对而言，制造业仍处于周期底部挣扎，材料与能源板块盈利持续低迷，此外，医疗保健板块受公共卫生事件需求退潮影响艰难“防守”。由科技巨头组成的Magnificent 7是2023年以来美股的主要拉动，其盈利的爆发式增长扰乱了周期在美股的表达。

综合美股整体以及板块间的盈利表现，我们对美国经济做出整体画像“在上行中下行”，一方面美国经济受益于科技与消费的托举，另一方又受到制造业周期磨底的拖累，总体动能仍然向上但速率已经放缓。基于企业盈利指引，我们认为消费仍有修复的空间，结合制造业周期可能在今年第三季度开始扩张，届时将为美国经济注入新动能。

## 目录

1. 24Q1 财报展示美股核心竞争力——盈利能力刺穿泡沫预期 .....	3
1.1 美股整体盈利强劲，内部板块有明显分化 .....	3
1.2 股价屡创新高，但估值并无明显泡沫 .....	6
1.3 对比其他主要市场，美股性价比仍在 .....	7
2. 美股板块间盈利不寻常分化——美国经济“在上行中下行” .....	9
2.1 服务消费、AI 驱动高盈利板块，进而托举整体经济 .....	9
2.2 制造业弱周期成为美国经济的最大拖累 .....	12
2.3 Magnificent 7 强劲盈利扰乱美股周期表达 .....	16
3. 寻找宏观在微观中的映射——在盈利中探寻宏观逻辑的合理性 .....	18
3.1 消费增长趋势仍在，但增长速率放缓 .....	18
3.2 制造业企业盈利随周期一同磨底，少数商品走势摆脱宏观制约 .....	24
4. “魔鬼”在细节中隐匿——微观上的探求未完待续 .....	28

(正文)

## 1. 24Q1 财报展示美股核心竞争力——盈利能力刺穿泡沫预期

2023年，在美联储超高利率的压制下，美国经济在“衰退”与“软着陆”间徘徊，美股也是在波动中震荡上行。7月美联储议息会议中，完成了当年的最后一次加息，联邦利率被框定在5.25-5.50%之间，达到金融危机以后的最高水平，美股在创造年内最高后随即应声下跌，市场开始反思，在如此高的利率环境下美国经济将以怎样的姿态迎接本轮紧缩周期的高峰。第四季度中，随着CPI数据的下行以及美联储官员的鸽派表态，降息预期再度火热，美股开始迅速上行，标普500录得近25%的涨幅，而纳指更是实现了接近45%的收益。2024年至此，美股在市场的质疑声中保持23年第四季度的上行斜率，于近期屡屡录得历史新高，也象征着美国经济出现“软着陆”甚至“不着陆”的预期，在货币政策保持紧缩、通胀出现降温、劳动力市场边际松动之际，企业盈利或许是当下美国经济超强韧性的最好解释，作为宏观经济的缩影，也提供给我们一窥美国经济结构间变化的机会，本篇研究将以标普500指数为标的，通过对其盈利状况及不同板块间分化情况的剖析，从微观视角重新审视当下美国经济的质量。

### 1.1 美股整体盈利强劲，内部板块有明显分化

整体上，标普500上市公司实现了高质量的增长，但不同行业间营收盈利增长表现严重分化。整体上，当前标普500指数上市公司实现2024年一季度营业收入同比增速4.09%，盈利同比增长7.79%，营收与盈利双双超越分析师预期，营业收入意外达1.03%，盈利意外达8.42%。美国时间2024年4月12日，随着摩根大通、富国银行、花旗集团和贝莱德等重量级金融机构发布其2024年第一季度（以下简称24Q1）业绩报告，美国24Q1财报季正式拉开帷幕，截至5月31日，标普500指数覆盖的500家公司中已有481家公司完成24Q1财报披露，至此我们可以有充分的美股财报数据以判断2024年第一季度美国主要上市公司整体盈利情况以及其当下的盈利质量是否可以支持近期屡创新高的强劲股票市场。

盈利增速远超营收增速的背后是美国公司盈利能力的提升。若将样本范围扩大到美股全部上市公司，美股整体的营收与盈利增长及其超预期情况也大致相似，全市场营业收入同比增长3.47%，盈利同比增长7.84%，二者超预期水平分别为1.14%与7.87%。正如上文提到标普500是美国股市中最具代表性的宽基指数，其覆盖公司的财务状况也在极大程度上可以代表美国上市公司整体财务水平乃至美国整体经济基本面。在如此强劲的盈利表现下，当前标普500滚动市盈率（LTM PE）为24.6x，过去5年标普500市盈率平均水平位22.7x，一倍标准差区间为18.8x-26.6x，当前处于市盈率70分位水平。

分行业看，按照Bloomberg行业分类标准（BICS），可将标普500指数覆盖公司大致分为11个行业，超过7成以上行业实现营收和盈利的正增长，6成左右行业营收盈利情况击败市场整体水平，其中表现最为亮眼的行业有通信、公用事业、可选消费与科技行业，均实现20%以上的季度盈利增速；而医疗保健、能源、材料行业则均有20%以上的盈利负增长，对市场整体表现的拖累较为严重。此外，其中医疗保健与公共事业板块出现严重的分化，分化体现在两个层面：其一，同属于防御型行业，在营收和盈利方面却大相径庭；其二，分别在这两个板块内部，营收增速和盈利增速也有着相反的趋势。

表 1：标普 500 整体营收、盈利增长强劲

数据截至240531 (UTC+8)				营业收入增长率				盈利增长率				
板块	Reported %			正	持平	负	%	正	持平	负	%	
<b>全部证券</b>	<b>481</b>	<b>/</b>	<b>500</b>	<b>96.2%</b>	<b>294</b>	<b>20</b>	<b>165</b>	<b>4.09%</b>	<b>314</b>	<b>7</b>	<b>156</b>	<b>7.79%</b>
> 材料	28	/	28	100.0%	4	1	23	-5.25%	9	1	18	-21.50%
> 工业	71	/	71	100.0%	43	6	23	2.88%	50	1	18	4.20%
> 必需消费品	31	/	38	81.6%	20	1	10	2.66%	23	0	7	8.51%
> 能源	24	/	24	100.0%	10	0	14	-3.77%	10	0	14	-25.40%
> 科技	75	/	81	92.6%	49	3	23	8.04%	54	0	21	24.34%
> 非必需消费品	48	/	52	92.3%	32	3	13	5.73%	34	1	13	27.41%
> 通讯	23	/	23	100.0%	13	5	5	7.00%	17	0	6	40.94%
> 金融	58	/	58	100.0%	45	0	13	7.93%	40	0	18	11.40%
> 医疗保健	62	/	64	96.9%	42	1	18	5.95%	36	1	24	-25.65%
> 公用事业	31	/	31	100.0%	10	0	21	-9.23%	22	0	9	30.50%
> 房地产	30	/	30	100.0%	26	0	4	7.29%	19	3	8	11.27%

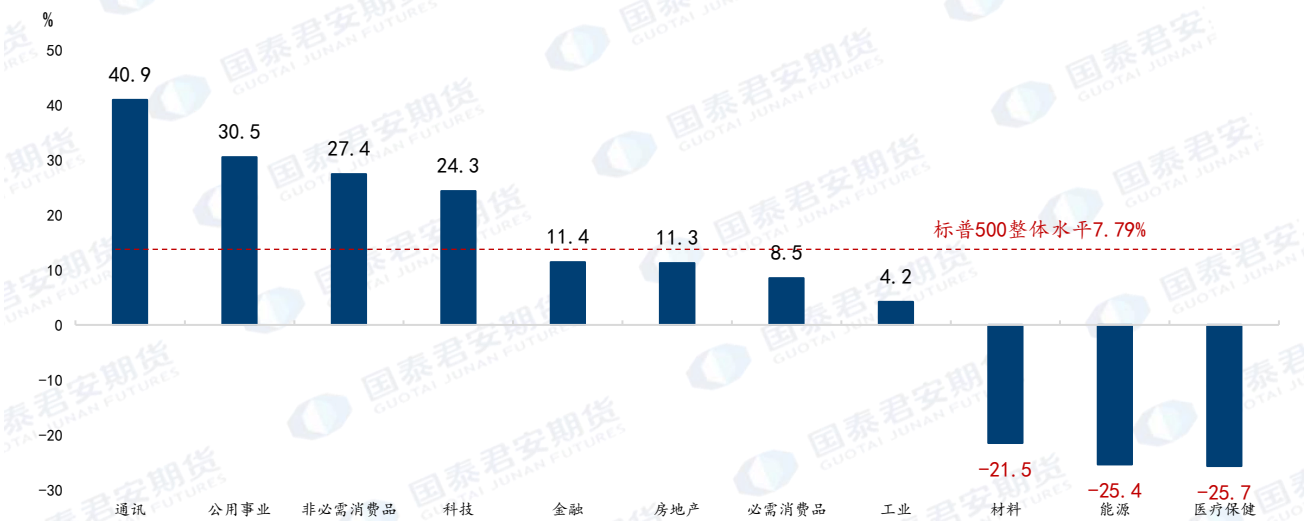
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 2：标普 500 盈利表现全面超越分析师预期

数据截至240531 (UTC+8)				营业收入意外				盈利意外				
板块	报告公司			正	持平	负	%	正	持平	负	%	
<b>全部证券</b>	<b>481</b>	<b>/</b>	<b>500</b>	<b>96.2%</b>	<b>263</b>	<b>74</b>	<b>143</b>	<b>1.03%</b>	<b>383</b>	<b>17</b>	<b>78</b>	<b>8.42%</b>
> 材料	28	/	28	100.0%	11	4	13	0.12%	21	0	7	5.82%
> 工业	71	/	71	100.0%	35	12	24	1.00%	60	2	8	9.29%
> 必需消费品	31	/	38	81.6%	19	4	8	0.63%	27	1	3	9.23%
> 能源	24	/	24	100.0%	14	1	9	1.71%	16	1	7	1.43%
> 科技	75	/	81	92.6%	41	19	15	1.18%	67	2	6	5.36%
> 非必需消费品	48	/	52	92.3%	22	9	17	0.28%	36	1	11	14.91%
> 通讯	23	/	23	100.0%	9	6	8	0.33%	19	0	4	10.76%
> 金融	58	/	58	100.0%	35	11	11	4.19%	40	2	15	9.82%
> 医疗保健	62	/	64	96.9%	41	6	15	0.49%	53	1	7	9.69%
> 公用事业	31	/	31	100.0%	10	2	19	-6.07%	22	2	7	9.09%
> 房地产	30	/	30	100.0%	26	0	4	11.41%	22	5	3	4.19%

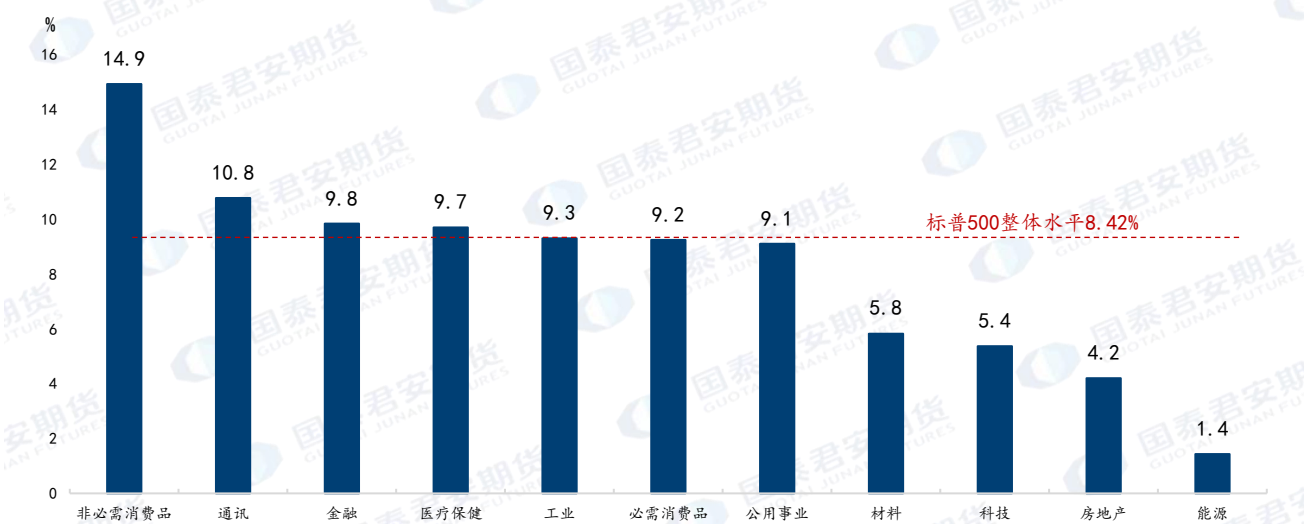
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 1：24Q1 标普 500 各板块盈利增速



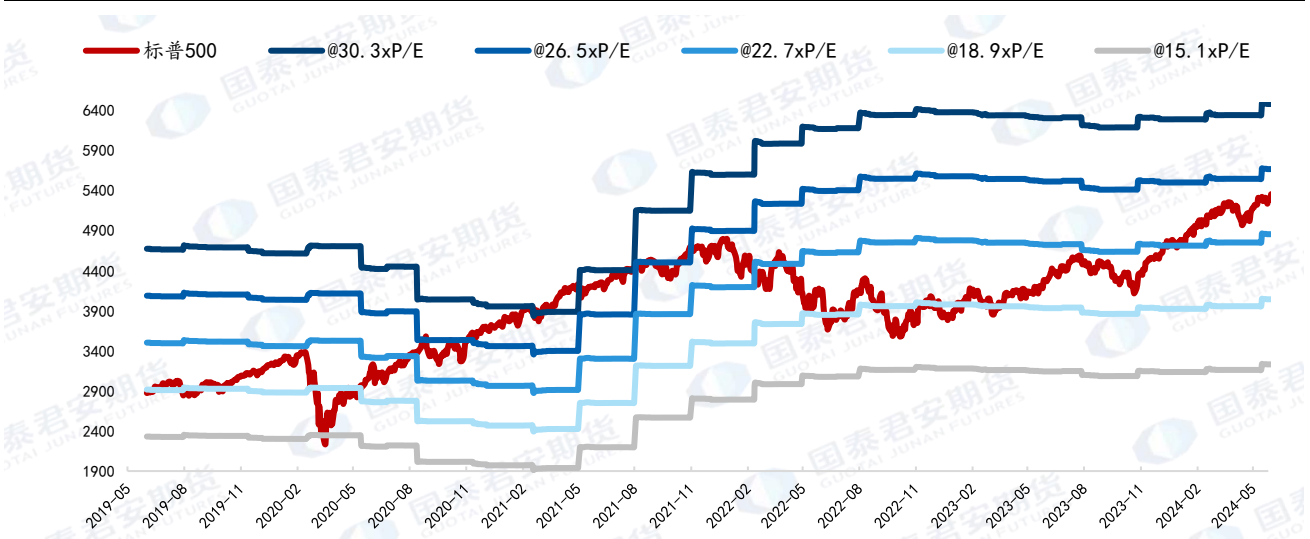
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 2：24Q1 标普 500 各板块盈利意外



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 3：标普 500 指数当前估值水平并不高

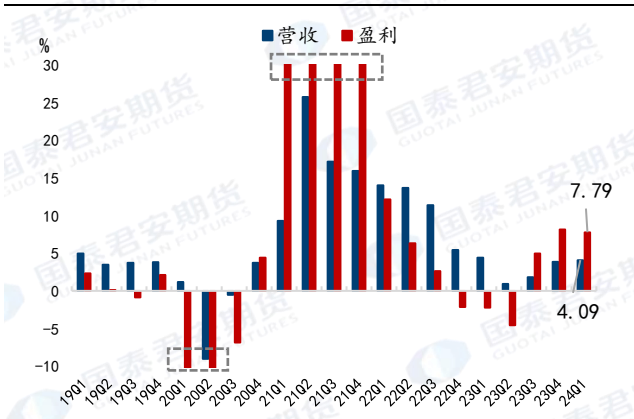


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 1.2 股价屡创新高，但估值并无明显泡沫

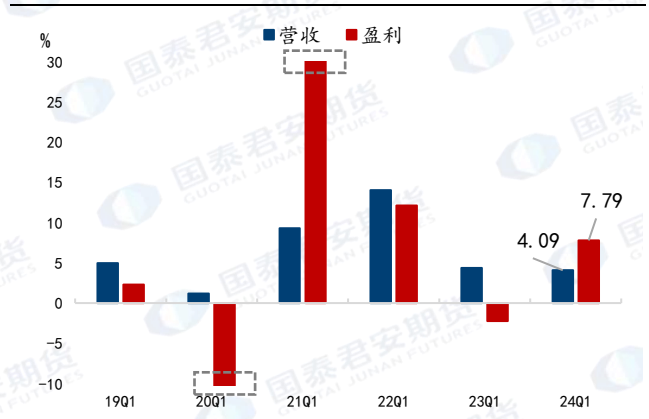
去年下半年开始美股营收逐步修复，盈利能力出现较大提升，估值仍处于 70 分位水平。过去五年中，标普 500 覆盖上市公司盈利情况发生大幅波动，其中 2019 年营收与盈利增速分别为 4.29%、2.99%，而后受到公共卫生事件影响，二者经历剧烈下行，2020 年一度下降至 -1.17%、-10.87%。随后在美联储无上限 QE 与财政部债务扩张的双重刺激下，2021 年营收与盈利迅速回升，随之而来的是史无前例的通货膨胀，为应对高企的通胀，美联储在 2022 年上半年迅速缩表加息直至 2023 年第三季度，致使标普 500 上市公司整体营收盈利增速快速下行直至 2023 年中见底，伴随着极端通胀水平逐步回落并趋于稳定，货币政策和利率预期也进入“降息讨论阶段”，美股营收盈利增速再次企稳回升。当前，美股营收增速达 4.09%，基本持平于公共卫生事件前水平，但盈利能力出现了大幅提升，24Q1 标普 500 盈利增速高达 7.79%，显著高于前五年一季度盈利增长速度，同时高于五年内除受公共卫生事件影响年份外全部单季盈利增速，背后离不开公司盈利结构的优化。对应当前其 70 分位的市盈率水平，可以认为当前美股的亢奋状态并非源于估值因素，其上市公司盈利能力的大幅提升才是主要的驱动力。

图 4：美股盈利水平超越公共卫生事件前平均



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

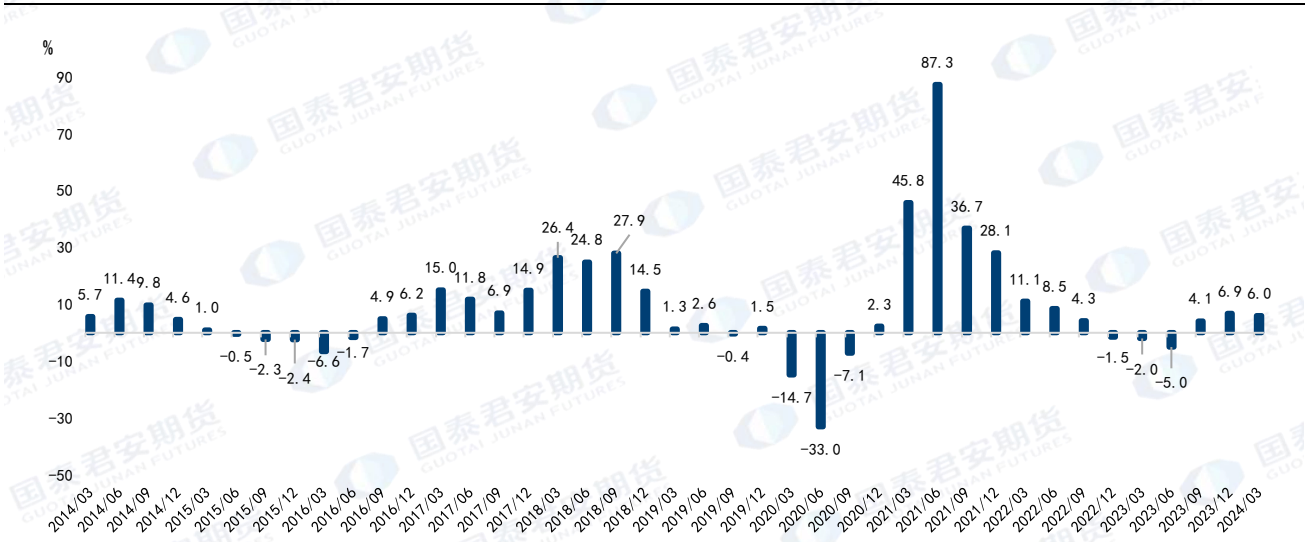
图 5：24Q1 最强一季度盈利（除公共卫生事件外）



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

注：受公共卫生事件影响，营收盈利增速波动较大，虚线框处数据展示不完整

图 6：标普 500 指数 EPS 同比增速



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 7：当前美股上涨并非纯粹估值推动



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 1.3 对比其他主要市场，美股性价比仍在

当季美股盈利增速冠绝全球，经盈利调整后估值水平相对其他主要市场较低。美股当前盈利增长情况不仅处于 5 年以来的高位，同时大幅超越同期其他地区股票市场盈利表现。近期能与美股相提并论的当属日股市场，今年 5 月 23 日，美股刷新历史新高，标普 500 指数盘中触及 5341.88，不久前，日股也涨至了有史以来的最高水平，日经 225 指数盘中录得 41087.75；但是同样处于指数高位区间的标普 500 指数与日经 225 指数，盈利水平却相去甚远，前者 24Q1 盈利增速为 7.79%，远超后者的 4.25%。至于中国与欧洲市场，无论是在营收增长还是在盈利增长的方面，都难以与美股相提并论。估值方面，标普 500 指数

当前市盈率 24.6x，略低于日经 225 指数 27.3x，高于其余市场估值水平。标普 500 指数五年内市盈率处于 70 分位，高于日股在内其余主要市场的市盈率百分位水平，但实质上看似较高的估值水平背后所代表的是高盈利增速。若将盈利增速考虑在内并构建估值指标“市盈率相对盈利增长比率 (PEG)”，此时标普 500 指数 PEG 指标值为 3.16，而日经 225 指数 PEG 指标值为 6.42，恒生指数相同指标值为 5.36，在针对盈利增速调整估值水平调整后，美股实际估值水平远低于港股日股，可见其高市盈率是与其高盈利增速匹配的。

表 3：全球重要指数第一季度盈利情况

报告时间	指数	总数	报告公司				增长				超预期			
			报告数	%	营收	营收Pos%	盈利	盈利Pos%	营收	营收Pos%	盈利	盈利Pos%		
24Q1	S&P500	500	481	96.2%	4.09%	61.38%	7.79%	66.04%	1.03%	54.58%	8.42%	80.33%		
24Q1	STOXX 600	514	413	80.4%	-4.93%	54.46%	-6.25%	50.00%	-0.86%	45.94%	9.19%	58.54%		
24Q1	日经225	225	224	99.6%	6.60%	74.44%	4.25%	63.23%	4.11%	60.19%	0.89%	61.27%		
24Q1	恒生指数	46	34	73.9%	-3.65%	64.71%	1.92%	53.13%	1.07%	48.15%	-5.32%	39.29%		
24Q1	沪深300	300	300	100.0%	-1.92%	59.33%	-3.59%	51.33%	0.43%	41.42%	-7.09%	33.50%		

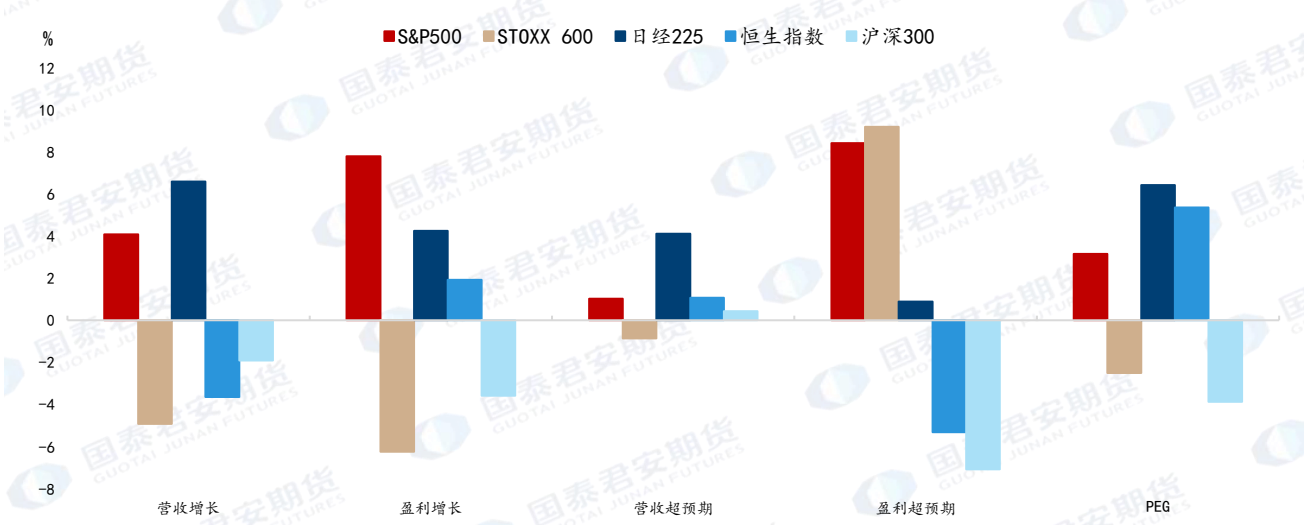
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 4：全球重要指数第一季度估值水平

报告时间	指数	总数	报告公司		估值水平		
			报告数	%	PE水平	SYPE分位	PEG
24Q1	S&P500	500	481	96.2%	24.6	70	3.16
24Q1	STOXX 600	514	413	80.4%	15.7	50	-2.51
24Q1	日经225	225	224	99.6%	27.3	60	6.42
24Q1	恒生指数	46	34	73.9%	10.3	32	5.36
24Q1	沪深300	300	300	100.0%	13.9	35	-3.87

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 8：当前美股盈利增长强，估值水平不高



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

总体而言，观察标普 500 指数 24Q1 财报状况，美股大部分行业的财报表现优秀，股价背后的盈利质



量有显著提升，整体上大幅超越分析师的财务预期。在时间维度上，虽然受到美联储高利率的压制，美股的营收增速曾一度跌入谷底，但去年下半年开始便逐步修复，同时盈利能力已经显著高于公共卫生事件前水平，此外，处于历史绝对高位的标普 500 指数，其市盈率仍处于 70 分位水平，估值并未产生明显泡沫。在地区维度上，美股营收增速名列前茅，同时盈利增速远高于其他主要市场。对比日股、欧股和大中华地区股市，美股经盈利增速调整后的估值水平也是相对低估的。综合考虑以上因素，可以在盈利角度上，当前较为亢奋的美股市场并没有出现明显的泡沫，其稳步上涨的股价是由高速增长的盈利能力驱动的。

## 2. 美股板块间盈利不寻常分化——美国经济“在上行中下行”

### 2.1 服务消费、AI 驱动高盈利板块，进而托举整体经济

标普 500 指数中 8 个板块在 24Q1 出现盈利正增长，其中通讯、可选消费与科技 3 个板块既在指数中占比较高又实现了 25% 以上的高盈利增速，对指数拉动作用强。综合分析这 3 个强势板块，可以发现当前美股乃至整个美国经济的驱动因素仍集中在服务消费韧性与 AI 技术落地。

**AI 技术在下游应用提升互联网媒体广告精确投放能力，服务消费韧性进一步提升电商平台盈利。**

24Q1 通信板块营收增长 7.00%，盈利增长 40.94%，均远超美股整体水平，其中绝大部分增长由媒体行业贡献，其营收增长 9.77%，盈利增长 56.64%。细分子行业中互联网媒体与服务盈利表现最为亮眼，一季度盈利增速达 70%，该子行业中盈利能力大幅提升的公司大致可分为两类。第一类是以谷歌、Meta 为首的大型互联网平台，这类平台掌握大量用户资源，通过 AI 技术在其平台的应用，系统性分析用户群体、为潜在客户精准画像、有针对性地投放广告进而提升广告转化效率，此外，集成了 AI 技术后的云业务也推出了一系列创新与增强功能，这些技术和架构层面的进步也直接促进了云业务收入的增长。第二类是 Airbnb、Booking 在内的在线服务提供平台，受服务型消费超强需求的托举，这类公司在营收上实现大幅增长，在营收的稀释效应下成本下降利润率提升，其中 Airbnb 交出了有史以来盈利最强的一季度财报。

表 5：通信板块盈利增速在美股 11 个行业中最高，其中媒体行业贡献绝大部分盈利增长

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
通信	13	5	5	7.00%	17	0	6	40.94%	9	6	8	0.33%	19	0	4	10.76%
>媒体	13	2	5	9.77%	16	0	4	56.64%	9	6	5	0.84%	16	0	4	12.69%
>电信	0	3	0	-0.10%	1	0	2	-0.85%	0	0	3	-1.16%	3	0	0	3.52%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 6：互联网媒体与服务行业是媒体板块重要驱动力

子行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
媒体	13	2	5	9.77%	16	0	4	56.64%	9	6	5	0.84%	16	0	4	12.69%
>出版与广播	0	0	1	-0.98%	1	0	0	19.03%	0	0	1	-1.29%	1	0	0	10.00%
>娱乐内容	2	0	4	-2.15%	4	0	2	45.03%	1	1	4	-1.01%	4	0	2	0.09%
>广告与营销	1	1	0	3.44%	1	0	1	1.40%	0	2	0	0.33%	2	0	0	5.94%
>有线和卫星	1	1	0	0.91%	2	0	0	6.60%	1	1	0	0.39%	1	0	1	2.76%
>互联网媒体与服务	9	0	0	18.68%	8	0	1	69.83%	7	2	0	1.70%	8	0	1	15.30%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

**24Q1 可选消费板块盈利情况再次证明美国消费韧性，服务消费强于商品消费。**24Q1 可选消费板块营收增长 5.73%，盈利增长 27.41%，盈利超预期水平高达 14.91%。其中服务型消费子行业盈利增长显著强于商品型消费，前者主要受到度假、旅行公司盈利大涨的拉动，而后的盈利增长也出现了一定程度上的分化。线上商品消费盈利增长高达 194.18%，主要是受到亚马逊这样的行业巨头的拉动，而汽车子行业在营收增长 1.17% 的情况下，季度盈利仍萎缩 20.78%，行业盈利能力大幅下行。

作为美国经济的重要板块，可选消费当季盈利情况大幅超过市场预期，超预期水平位居美股 11 个板块之首。即便在美联储长达近一年的高利率压制下，本应大受影响的可选消费板块仍能实现高盈利增速，可见当前美国消费韧性之强。其中服务消费盈利优于商品消费，与从 PCE、CPI 指数所表现出的服务通胀粘性高于商品通胀保持一致，同时也证实需求端的强劲表现可以顺畅传导至企业盈利，消费-企业盈利-就业循环虽然近期在边际上出现松动，但总体上仍保持韧性。

表 7：受需求拉动可选消费盈利增长

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
可选消费	33	3	15	5.73%	37	1	13	27.41%	23	10	18	0.28%	39	1	11	14.91%
>零售与批发-非必需品	11	2	6	6.16%	11	1	7	52.73%	6	6	7	0.15%	15	0	4	20.09%
>非必需消费品	9	1	6	2.33%	13	0	3	-6.62%	9	1	6	0.44%	15	0	1	15.86%
>非必需消费品服务	13	0	3	11.07%	13	0	3	44.89%	8	3	5	0.25%	9	1	6	0.75%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 8：商品消费增长集中在线上平台

子行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
零售与批发-非必需品	11	2	6	6.16%	11	1	7	52.73%	6	6	7	0.15%	15	0	4	20.09%
>批发-非必需品	2	0	1	6.70%	1	0	2	-6.61%	1	0	2	-0.70%	1	0	2	-3.26%
>零售-非必需品	6	2	5	-0.75%	8	0	5	-4.68%	4	4	5	-0.26%	11	0	2	3.17%
>电子商务非必需品	3	0	0	12.26%	2	1	0	194.18%	1	2	0	0.50%	3	0	0	38.76%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 9：服务消费强于商品消费

子行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
休闲设施与服务	13	0	3	11.07%	13	0	3	44.89%	8	3	5	0.25%	9	1	6	0.75%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

AI 下游应用的实现继续加热大模型训练，相关算力硬件需求火爆，半导体企业营收盈利大增。24Q1 科技板块营收增长 8.04%，盈利增长 24.34%，盈利超预期 5.36%，其中技术硬件与半导体行业盈利表现优于软件与技术服务行业。前者中几乎全部盈利增长来源于于半导体子行业，其季度营收与盈利增速达 6.83%、32.99%，在 AI 下游应用实现盈利后，AI 已不再停留在前沿科技概念，大模型训练火热程度进一步升级，多家公司表示将进一步增加算力订单，直接拉动上游算力硬件公司的盈利水平，算力硬件巨头英伟达 24Q1 财报各项数据全面超越预期，其数据中心业务的增长更是高达 400% 以上。

表 10：科技板块上游盈利优于下游

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
科技	52	3	24	8.04%	57	0	22	24.34%	42	22	15	1.18%	71	2	6	5.36%
>技术硬件与半导体	14	2	18	6.83%	20	0	14	32.99%	20	9	5	1.50%	31	1	2	6.95%
>软件与技术服务	38	1	6	8.79%	37	0	8	16.18%	22	13	10	0.91%	40	1	4	3.63%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

表 11：半导体行业拉动科技板块

子行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
>技术硬件与半导体	14	2	18	6.83%	20	0	14	32.99%	20	9	5	1.50%	31	1	2	6.95%
技术硬件	7	0	10	-2.56%	11	0	6	0.82%	8	4	5	0.80%	15	0	2	3.82%
半导体	7	2	8	28.64%	9	0	8	111.05%	12	5	0	2.76%	16	1	0	10.81%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

观察通讯、可选消费与科技这三个美股 24Q1 盈利强势板块后，不难发现其背后主要驱动力在于消费的持续韧性与新技术的快速爆发，而美国整体经济实现“软着陆”甚至“不着陆”的超预期表现正是这两则逻辑的宏观体现。在消费方面，当前服务消费的需求驱动着数量和价格双上行，近期 headline CPI 数据下降斜率变低，甚至偶有反弹，“挤出”的一直都是商品消费端的通胀，而代表着服务消费的超级核心 CPI 从去年四季度以来持续小幅上扬。在企业盈利端，也看到了可选消费板块中，服务消费企业盈利的超预期增长，在消费-企业盈利-就业的大循环中，虽然上游出现松动，但其保持上升的态势并未发生根本性的改变。科技方面，人工智能(AI)技术从 2023 年初的中游大模型军备竞赛中，已经快速延伸至下游，利用 AI 技术改善数据分析、提高盈利能力的公司已经不在少数，市场用不到一年的时间确认了 AI 技术的盈利能力，包含亚马逊在内的平台公司、苹果在内的科技巨头都纷纷在其软件或硬件中集成应用 AI 技术，来自下游应用端的确认开始反哺上游硬件制造企业，实现产业链维度上的正向循环。

## 2.2 制造业弱周期成为美国经济的最大拖累

标普 500 指数中三个板块 24Q1 出现盈利负增长，有医疗保健、能源与材料，其盈利增速分别为 -25.65%、-25.40%、21.50%，远低于指数整体盈利增速 7.79%，但由于这三个板块市值占比较小，合计不足 18%，对指数整体盈利增速得拖累不大。

医疗保健作为防守板块受经济周期影响有限，但新药上市带来利润推动难以抵消公共卫生事件相关药物与科研服务业务量的持续缩水，板块盈利蒙上阴霾。24Q1 医疗保健板块营收增长 5.95%，盈利萎缩 25.65%，成为该季度美股盈利最差的板块，同时由于其市值占比在出现盈利负增长板块中最高，对指数整体盈利增速的拖累也最为严重。板块中，生物科技和制药行业（以下简称生物医药）仍然受到公共卫生事件产品及相关服务需求回落影响，盈利负增长最为严重，季度同比 -50.12%。当下生物医药行业盈利主要靠龙头公司推出新产品支撑，其中礼来一季度表现亮眼，是唯二的正增长行业权重股，营收增长 25.98%，一方面得益于其减肥药 Mounjaro 与 Zepbound 的强劲销售，另一方面还得益于其产品组合中其他药物的销售增长，包括 Verzenio 与 Jardiance，在销售增长的助推下，其季度利润从 23Q1 的 13.4 亿美元增至 22.4 亿美元。

表 12：生物科技与制药拖累医疗保健板块下行

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
医疗保健	43	1	19	5.95%	37	1	25	-25.65%	41	6	17	0.49%	54	1	8	9.69%
> 生物科技和制药	9	0	6	-2.36%	7	0	8	-50.12%	8	2	5	2.33%	11	1	3	20.99%
> 医疗设备与装置	17	1	11	0.31%	19	0	10	2.54%	21	4	5	1.37%	27	0	2	6.10%
> 医疗保健设施与服务	17	0	2	8.43%	11	1	7	-1.80%	12	0	7	0.04%	16	0	3	1.87%

资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

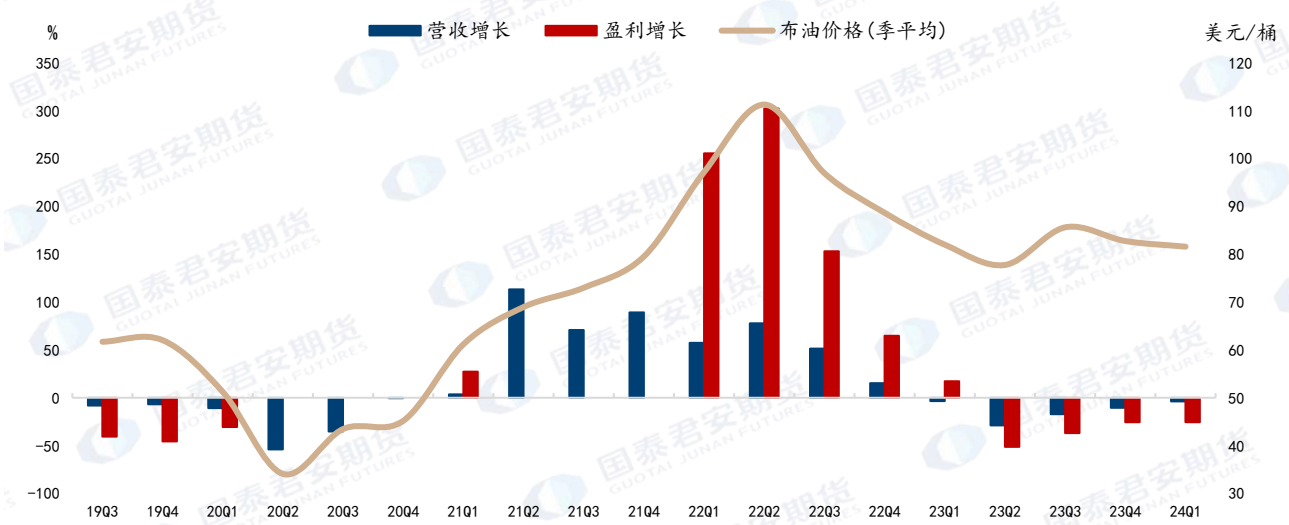
能源板块盈利与原油价格变化高度相关。24Q1 能源板块营收增长 -3.77%，盈利增长 -25.40%，其中代表传统能源的油气行业盈利萎缩 25.68%，而代表新能源的可再生能源行业实现盈利高增长，达 23.64%，但由于后者规模过小，对能源板块整体的拉动不明显。受公共卫生事件影响，原油价格在 2020 年第二季度跌至谷底，随后缓慢回升，当俄乌冲突爆发后，全球陷入能源危机，原油价格随之快速攀升，能源供应重构后又在 2023 年第二季度回落至冲突前水平，原油价格的波动也在 2-3 个季度后传导至油气企业盈利，2022 年油气企业盈利增长强劲，22Q2 季度同比一度飙升至 300%。当前原油供应稳定，同时 OPEC+ 组织释放延期减产信号，而需求受制造业弱周期影响持续疲软，价格在 80 美元/桶附近波动，在高基数与油价下行压力下，油气企业盈利承压。

表 13: 油气行业与能源板块同步负增长

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
能源	10	0	14	-3.77%	10	0	14	-25.40%	14	1	9	1.71%	16	1	7	1.43%
>石油和天然气	9	0	13	-3.72%	9	0	13	-25.68%	13	1	8	1.69%	15	1	6	1.40%
>可再生能源	1	0	1	-17.02%	1	0	1	23.64%	1	0	1	8.34%	1	0	1	4.75%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 9: 油气行业盈利增长与原油价格变化一致性较高



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

美国制造业持续磨底，材料板块盈利受损。24Q1 材料板块实现营收增长-5.25%，盈利增长-21.50%，细分行业下，除金属与矿业以外的行业盈利都在收缩，收缩幅度均在 20%以上，而金属与矿业的不寻常表现可能源自于今年一季度金属商品市场的亢奋，以金铜为首的金属板块均出现大幅上涨，但该轮行情出现于一季度末且金属与矿业行业在此前经历了长期的营收下行，金属价格的大幅上涨主要体现在行业盈利边际的改善，季度盈利增长由正转负，录得 2.93%，但对材料板块的拉动实属有限。

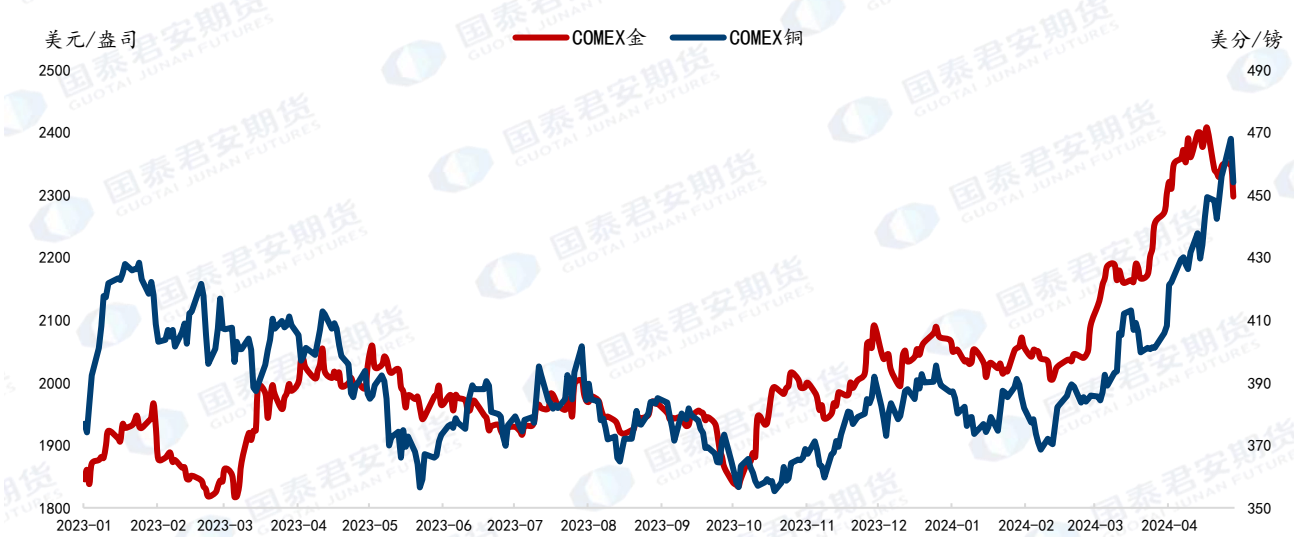
美股材料板块的盈利状况向来与美国制造业周期高度相关，自 2022 年第四季度美国制造业进入收缩区间以来，材料板块的盈利则出现持续的负增长。外部环境中，欧元区与全球 PMI 虽有所反弹但仍然偏弱运行，材料板块外需保持疲软，美国工业用品与材料出口金额同比仍在 0 附近挣扎。内需与外需共同磨底的情况下，材料板块营收与盈利双萎缩，板块盈利的反弹有待全球制造业周期的修复。

表 14：材料板块盈利几乎全面负增长

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
材料	4	1	23	-5.25%	9	1	18	-21.50%	11	4	13	0.12%	21	0	7	5.82%
>金属与矿业	2	0	0	28.21%	1	0	1	2.93%	2	0	0	10.75%	2	0	0	34.25%
>化工产品	2	0	15	-7.65%	8	0	9	-22.78%	5	4	8	-0.81%	13	0	4	4.76%
>建筑材料	0	0	2	-6.86%	0	0	2	-55.83%	1	0	1	0.09%	1	0	1	-46.14%
>容器与包装	0	1	4	-9.37%	0	1	4	-25.76%	2	0	3	-2.17%	4	0	1	11.65%
>钢材	0	0	2	-5.68%	0	0	2	-22.02%	1	0	1	0.62%	1	0	1	-0.58%

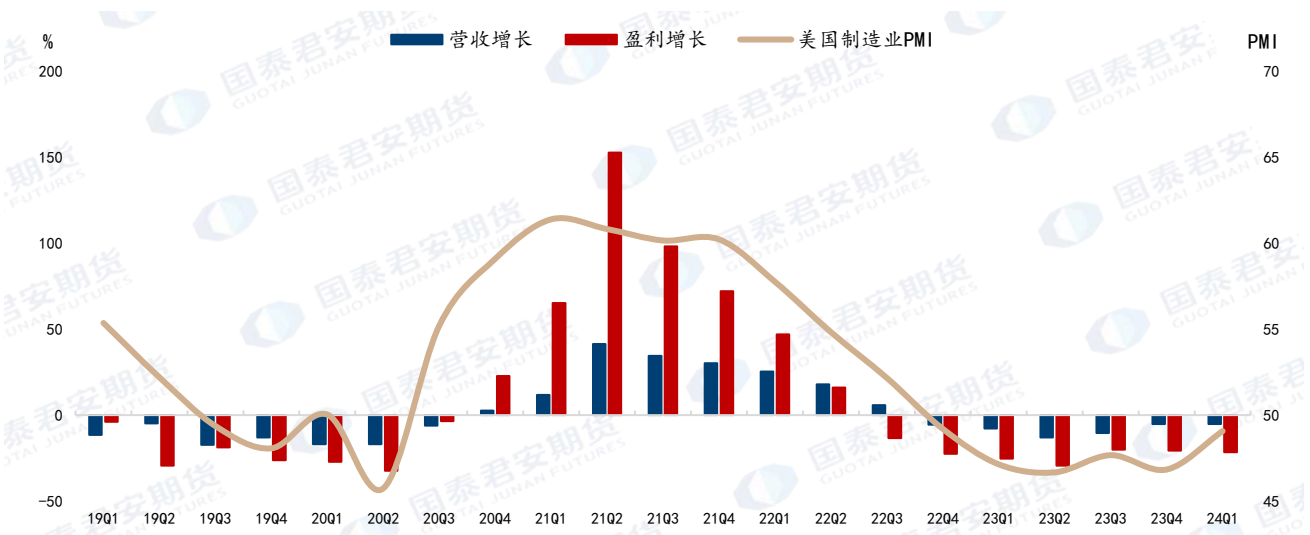
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 10：金铜为首的金属大宗商品在一季度开始大幅上涨



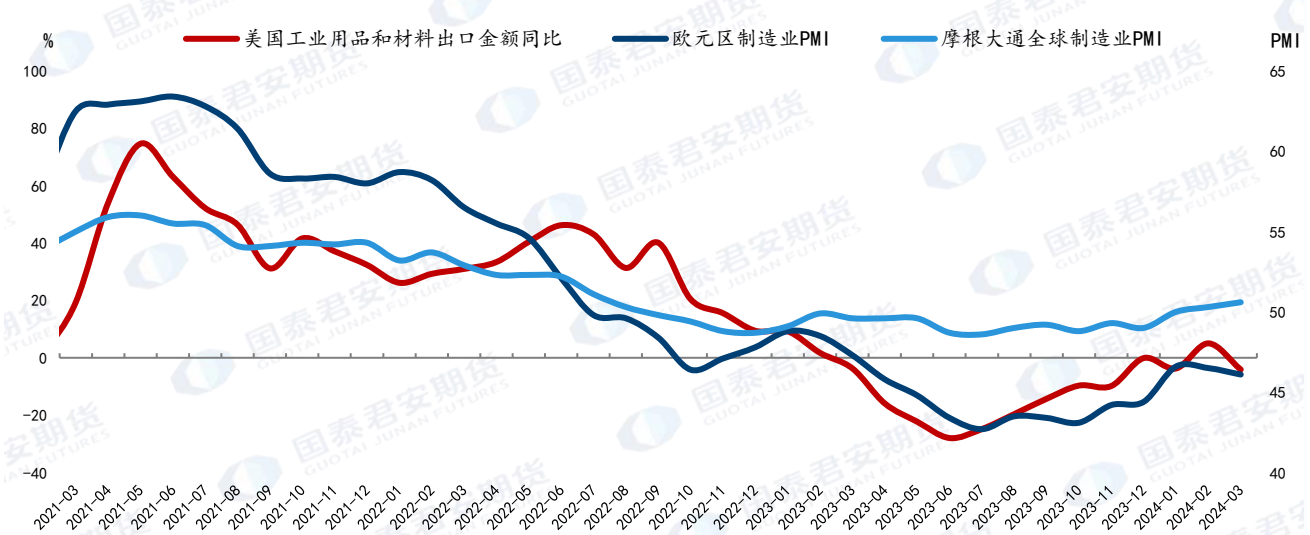
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：材料板块盈利周期高度同步与美国制造业周期



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 12：全球制造业周期偏弱，材料行业外需持续负增长



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

周期敏感型板块确认除去强势板块之外的美国经济在高利率环境下的偏弱现实，而防守板块又不够“防守”，代表性医疗保健板块由于公共卫生事件相关需求退潮对经济支撑有限，美国正处于经济周期磨底回升阶段。周期性板块中，材料板块具有极高代表性，在发达国家高利率的压制下，制造业景气度低于荣枯线长达一年有余，内需疲软叠加外需萎靡，材料板块营收与盈利持续负增长，最近在边际上出现一定好转。通过这一微观视角，基本可以确认当前美国制造业周期仍在磨底。能源板块亦有相似的周期表达，区别在于叠加了供给端的宽松，盈利状况甚至更差。本应在经济下行周期表现相对较好的防守板块则被公共卫生事件需求退潮拖累，盈利增长显著弱于大市，个别医药行业龙头公司新药销售火爆，勉强支撑板块的趋势性下行，才使得板块整体实现超预期的盈利水平，但仍然难以抵消其他公司盈利的大幅负增长，医疗保健板块整体展现出与宏观周期相悖的盈利表现。

### 2.3 Magnificent 7 强劲盈利扰乱美股周期表达

当前美股风格分化严重，不同风格指数走势迥异之外，不同风格企业的盈利状况也显著分化。按成长与价值进行分类，标普 500 成长指数覆盖的企业盈利实现 23.42% 增长，优于标普 500 指数所代表的美股市场整体，而标普 500 价值指数覆盖的企业盈利则萎缩 2.59%，显著弱于市场整体。按周期与防守分类，标普周期股盈利增长 1.37%，防守股盈利负增长 11.59%，均远低于市场整体，且之间的分化程度低于成长与价值风格。按个股市值分类，标普 500 指数所代表的大盘股盈利正增长 7.79%，而标普 600 指数所代表的小盘股负增长 16.91%，高市值公司盈利能力显著强于小市值公司。通过以上维度对美股进行刻画，似乎与上文得出的“美国经济处于弱周期”的观点有明显矛盾，按过往经验，成长与周期企业在经济扩张的时期表现较好，但当下的企业营收盈利状况却难与之匹配，除了个股风格界定边界模糊带来的影响以外，必然存在其他隐性的因素干扰对周期在指数层面的表达。

2023 年以来，Magnificent 7（以下简称 M7）逐步取代美股过去的引领者“FAANG”，该组合由亚马逊、苹果、谷歌、微软、Meta、英伟达和特斯拉组成，2023 年全年上涨 106%，远超标普 500 同期 24% 的涨幅，截至 2023 年底占标普 500 总市值的 28%。2024 年第一季度，M7 营收增长 14.03%，盈利增长 52.53%，盈利增长速度标普 500 指数的 6.7 倍。从标普 500 指数剔除 M7 后，剩余 489 家公司整体营收增长 2.99%，盈利增长 -0.62%，从盈利的维度上看，美股强劲的表现几乎全部来自于 M7 的拉动，而剔除 M7 后的美股整体盈利表现较为平淡，盈利能力甚至出现下降，再一次证实当前美股的亢奋表现几乎全部来自于优势板块的龙头公司，而其余公司整体仍处于弱周期，剔除 M7 的干扰后，美国经济周期在股票市场的表达将更为清晰，同时也有助于重新审视经济与资产之间割裂感的合理性。

表 15: 成长股盈利增长强于整体市场

板块	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
标普500成长	153	10	56	6.94%	166	2	51	23.42%	123	39	58	0.82%	179	6	34	7.91%
>材料	2	0	8	-1.85%	4	0	6	-14.94%	4	1	5	0.43%	6	0	4	-1.10%
>工业	25	3	11	1.59%	32	1	6	8.89%	17	8	15	0.28%	35	2	2	10.28%
>必需消费品	11	0	0	4.43%	10	0	1	8.87%	7	1	3	0.17%	9	0	2	5.91%
>能源	5	0	7	-3.34%	5	0	7	-19.80%	7	0	5	0.94%	7	0	5	6.64%
>科技	38	3	13	9.58%	42	0	12	22.27%	30	15	9	1.15%	49	2	3	4.39%
>非必需消费品	27	2	7	7.44%	28	1	7	45.49%	16	9	11	0.30%	26	1	9	16.49%
>通讯	8	1	2	16.05%	8	0	3	64.82%	8	2	1	1.46%	8	0	3	14.43%
>金融	12	0	0	13.40%	11	0	1	25.89%	9	1	2	1.79%	10	0	2	3.16%
>医疗保健	19	1	4	8.64%	19	0	5	15.46%	19	2	3	1.54%	23	0	1	6.61%
>公用事业	0	0	2	-23.14%	2	0	0	224539.02%	1	0	1	-5.41%	1	0	1	32.76%
>房地产	6	0	2	4.85%	5	0	3	14.84%	5	0	3	1.45%	5	1	2	10.53%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 16: 价值股盈利增长弱于整体市场

板块	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
标普500价值	247	18	156	2.53%	266	7	146	-2.59%	222	64	136	0.98%	334	16	70	7.79%
>材料	4	1	22	-5.17%	8	1	18	-21.90%	11	4	12	0.18%	20	0	7	5.75%
>工业	38	6	21	2.74%	45	1	18	3.67%	32	11	23	0.99%	56	1	8	9.40%
>必需消费品	20	1	10	2.66%	23	0	7	8.51%	19	4	8	0.63%	27	1	3	9.23%
>能源	7	0	13	-4.27%	7	0	13	-28.47%	11	1	8	1.61%	14	1	5	0.16%
>科技	32	2	19	0.82%	35	0	18	13.81%	27	12	14	0.94%	45	2	6	7.68%
>非必需消费品	18	2	12	2.97%	22	1	9	1.70%	9	8	15	-0.23%	23	1	8	7.77%
>通讯	7	5	5	-0.06%	12	0	5	6.43%	4	5	8	-0.64%	14	0	3	3.23%
>金融	44	0	13	7.82%	39	0	18	11.19%	34	11	11	4.19%	40	2	14	9.79%
>医疗保健	41	1	17	5.77%	35	1	23	-27.59%	40	6	14	0.52%	51	1	7	9.86%
>公用事业	10	0	20	-8.41%	21	0	9	29.19%	9	2	19	-6.31%	22	2	6	9.54%
>房地产	26	0	4	7.29%	19	3	8	11.27%	26	0	4	11.41%	22	5	3	4.19%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 17: 标普周期股盈利正增长

板块	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
高盛标普周期指数	75	7	48	3.51%	85	1	44	1.37%	65	27	39	1.64%	101	4	24	9.95%
>工业	28	5	15	2.46%	36	1	11	8.06%	20	10	19	0.02%	39	1	8	10.30%
>科技	7	1	5	-4.59%	7	0	6	-11.60%	9	3	1	1.81%	12	1	0	8.22%
>非必需消费品	15	1	13	2.67%	20	0	9	4.14%	14	5	10	0.70%	25	0	4	11.55%
>金融	25	0	15	6.11%	22	0	18	0.13%	21	9	9	4.00%	25	2	12	9.54%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 18: 标普防守股盈利负增长

板块	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
高盛标普防守指数	71	5	40	4.22%	74	1	39	-11.59%	64	11	41	-0.20%	93	7	16	7.53%
>工业	3	0	0	7.37%	2	0	0	-18.87%	2	0	1	0.26%	3	0	0	8.12%
>必需消费品	18	1	6	4.89%	19	0	6	8.92%	16	4	5	1.05%	22	1	2	8.29%
>科技	1	0	0	6.71%	1	0	0	5.75%	0	0	1	-1.31%	1	0	0	4.29%
>非必需消费品	2	0	0	5.44%	2	0	0	2.75%	1	1	0	0.49%	1	0	1	-0.11%
>通讯	0	3	0	-0.10%	1	0	2	-0.85%	0	0	3	-1.16%	3	0	0	3.52%
>医疗保健	25	1	12	6.36%	21	1	15	-30.07%	24	4	10	-0.02%	32	1	5	9.67%
>公用事业	10	0	18	-8.00%	19	0	9	9.41%	9	2	17	-5.87%	20	2	6	6.36%
>房地产	12	0	4	4.45%	9	0	7	8.09%	12	0	4	0.63%	11	3	2	3.46%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究



表 19: 标普大盘股盈利正增长

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
标普500指数	294	20	165	4.09%	314	7	156	7.79%	263	74	143	1.03%	383	17	78	8.42%
>材料	4	1	23	-5.25%	9	1	18	-21.50%	11	4	13	0.12%	21	0	7	5.82%
>工业	43	6	21	2.88%	50	1	18	4.20%	35	12	24	1.00%	60	2	8	9.29%
>必需消费品	20	1	10	2.66%	23	0	7	8.51%	19	4	8	0.63%	27	1	3	9.23%
>能源	10	0	14	-3.77%	10	0	14	-25.40%	14	1	9	1.71%	16	1	7	1.43%
>科技	49	3	23	8.04%	54	0	21	24.34%	41	19	15	1.18%	67	2	6	5.36%
>非必需消费品	32	3	13	5.73%	34	1	13	27.41%	22	9	17	0.28%	36	1	11	14.91%
>通讯	13	5	5	7.00%	17	0	6	40.94%	9	6	8	0.33%	19	0	4	10.76%
>金融	45	0	13	7.93%	40	0	18	11.40%	35	11	11	4.19%	40	2	15	9.82%
>医疗保健	42	1	18	5.95%	36	1	24	-25.65%	41	6	15	0.49%	53	1	7	9.69%
>公用事业	10	0	21	-9.23%	22	0	9	30.50%	10	2	19	-6.07%	22	2	7	9.09%
>房地产	26	0	4	7.29%	19	3	8	11.27%	26	0	4	11.41%	22	5	3	4.19%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 20: 标普小盘股盈利负增长

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
标普小市值600指数	261	20	282	-1.00%	262	12	281	-16.91%	281	71	197	0.19%	349	38	160	10.20%
>材料	6	4	28	-6.87%	16	1	21	-37.98%	21	2	16	1.47%	29	0	10	14.46%
>工业	39	3	34	-5.16%	38	0	38	-12.79%	34	14	28	-1.41%	52	5	19	15.19%
>必需消费品	7	1	14	-8.26%	10	0	11	-25.90%	8	2	9	-5.17%	13	0	6	8.83%
>能源	12	0	15	-7.28%	8	1	18	-63.19%	16	2	9	-0.22%	12	0	15	-14.88%
>科技	33	1	34	-8.61%	31	2	34	-8.70%	44	9	15	1.33%	48	3	17	20.50%
>非必需消费品	30	2	46	-0.62%	37	2	38	-7.91%	35	12	30	1.05%	51	2	25	12.26%
>通讯	8	2	11	26.88%	7	0	14	-92.86%	6	6	9	-1.01%	9	3	7	58.89%
>金融	47	5	62	11.31%	49	1	62	-10.66%	47	7	54	0.15%	66	12	31	-0.28%
>医疗保健	40	1	16	5.38%	34	0	22	55.96%	35	7	13	1.90%	36	3	15	43.36%
>公用事业	6	0	5	7.16%	7	0	4	37.86%	5	0	5	7.55%	6	1	4	31.06%
>房地产	33	1	17	1.36%	25	5	19	8.97%	30	10	9	2.71%	27	9	11	11.77%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 21: M7 均属于强势行业板块

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
M7	5	0	2	14.03%	6	0	1	52.53%	4	2	1	0.97%	6	0	1	11.49%
>科技	2	0	1	15.35%	3	0	0	35.11%	2	1	0	1.57%	3	0	0	4.17%
>非必需消费品	1	0	1	9.24%	1	0	1	113.61%	0	1	1	-0.14%	1	0	1	32.60%
>通讯	2	0	0	19.99%	2	0	0	71.63%	2	0	0	1.74%	2	0	0	18.51%

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 22: 非 M7 盈利增长远低于市场整体

行业	营业收入增长率				盈利增长率				营业收入意外				盈利意外			
	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%	正	持平	负	%
标普500 ex M7	298	20	171	2.99%	319	7	161	-0.62%	261	77	150	1.04%	392	18	78	7.38%
>材料	4	1	23	-5.25%	9	1	18	-21.50%	11	4	13	0.12%	21	0	7	5.82%
>工业	43	6	21	2.88%	50	1	18	4.20%	35	11	24	1.02%	60	2	8	9.29%
>必需消费品	23	1	13	3.05%	26	0	10	7.33%	21	6	10	0.79%	32	1	4	8.92%
>能源	10	0	14	-3.77%	10	0	14	-25.40%	14	1	9	1.71%	16	1	7	1.43%
>科技	50	3	23	3.12%	54	0	22	14.29%	39	21	16	0.88%	68	2	6	6.46%
>非必需消费品	33	3	15	3.47%	37	1	13	6.02%	24	9	18	0.45%	39	1	11	8.33%
>通讯	11	5	5	1.57%	15	0	6	9.94%	7	6	8	-0.38%	17	0	4	0.50%
>金融	45	0	13	7.93%	40	0	18	11.41%	35	11	11	4.19%	41	2	14	9.87%
>医疗保健	43	1	20	5.91%	38	1	25	-25.42%	40	6	18	0.48%	54	2	8	8.91%
>公用事业	10	0	20	-8.41%	21	0	9	29.19%	9	2	19	-6.31%	22	2	6	9.54%
>房地产	26	0	4	7.29%	19	3	8	11.27%	26	0	4	11.39%	22	5	3	4.17%

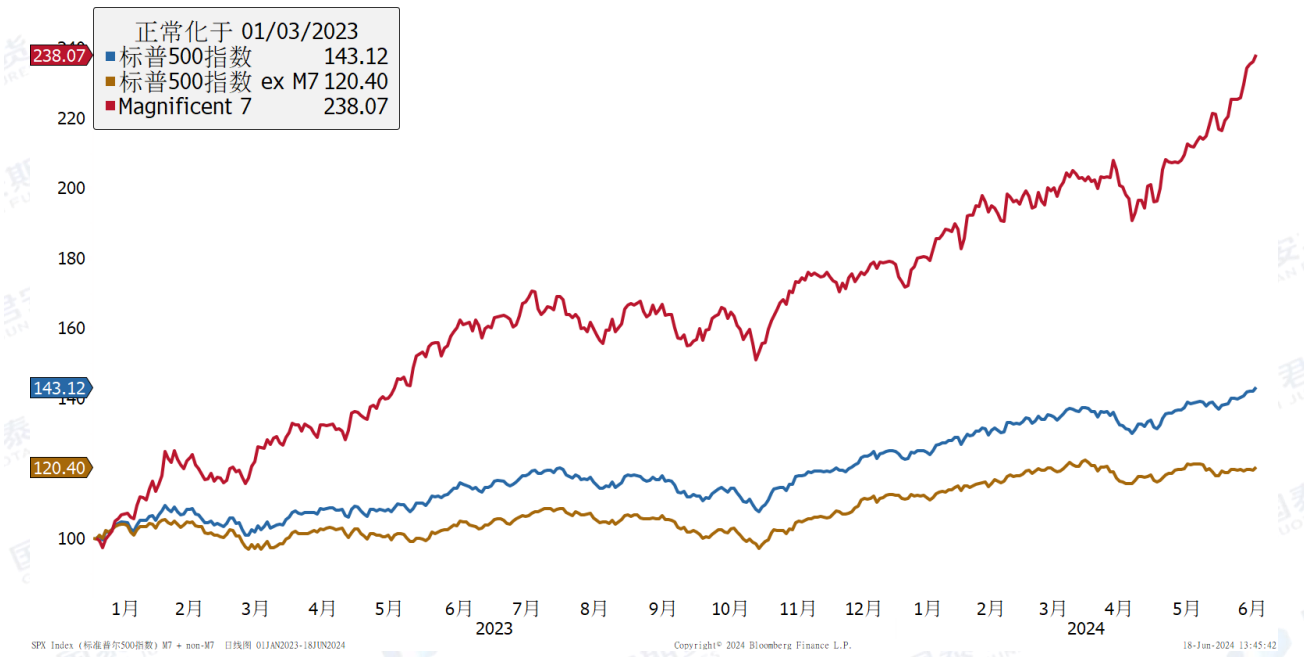
资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

表 23: 除特斯拉、苹果外, M7 成员盈利表现强势

Magnificent 7									
代码	公司	营收(M\$)	营收增长	每股盈利	盈利增长	成长/价值	周期/防守	大盘/小盘	
AMZN US Equity	AMAZON.COM INC	143313	12.5%	1.17	226.6%	成长	-	大盘	
AAPL US Equity	APPLE INC	90753	-4.3%	1.53	0.7%	成长	-	大盘	
GOOGL US Equity	ALPHABET INC-A	67593	16.4%	1.89	61.5%	成长	-	大盘	
MSFT US Equity	MICROSOFT CORP	61858	17.0%	2.94	20.0%	成长	-	大盘	
META US Equity	META PLATFORMS-A	36455	27.3%	4.71	114.1%	成长	-	大盘	
NVDA US Equity	NVIDIA CORP	26044	262.1%	0.61	461.5%	成长	-	大盘	
TSLA US Equity	TESLA INC	21301	-8.7%	0.45	-47.1%	成长	-	大盘	

资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

图 13：2023 年以来 M7 是标普 500 指数的主要拉动



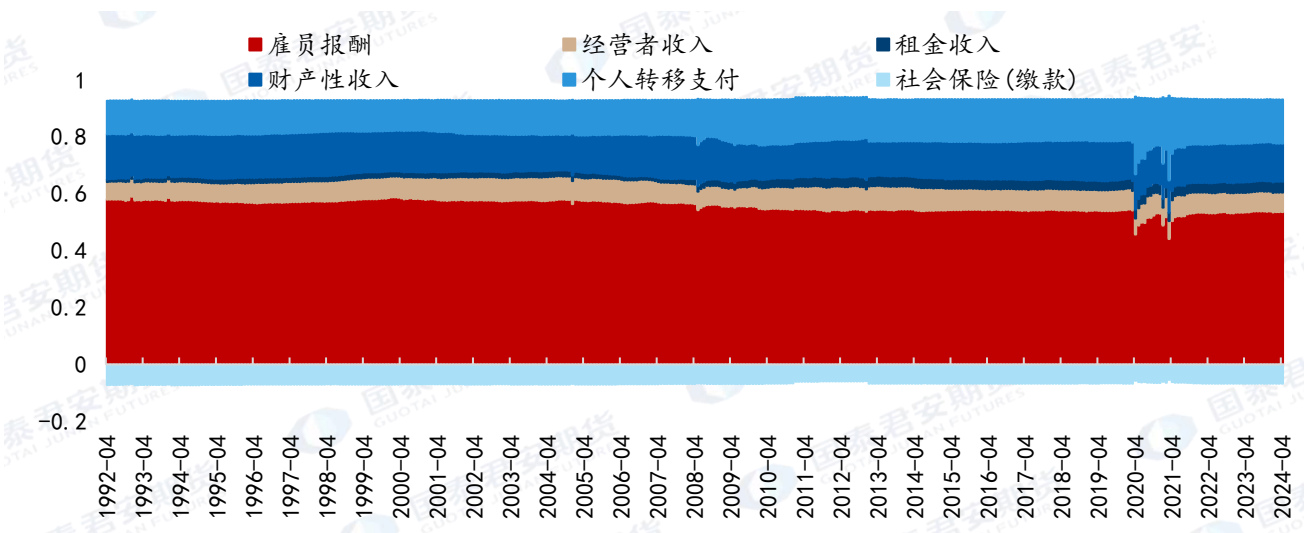
资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 3. 寻找宏观在微观中的映射——在盈利中探寻宏观逻辑的合理性

#### 3.1 消费增长趋势仍在，但增长速率放缓

消费支出在美国 GDP 总额中占比高达 70%，其增长状态是支撑经济增长的基础，公共卫生事件以后，消费扮演着美国经济中一个重要角色，消费增长为美国经济提供基本动能，驱动消费-企业盈利-就业的循环持续向上。从来源角度看，消费可以大致分为几个类别，一是个人收入，居民通过消耗个人收入满足自身消费需求，个人收入是居民消费的最主要来源，其余类别均可以被视为在个人收入出现短期不足时的补充；二是储蓄，居民在满足自身消费需求后，将剩余收入积累形成储蓄，在未来个人收入不足以满足消费的需要之际，通过消耗储蓄支撑消费，总体上与居民过往收入正相关；三是信贷，当个人收入严重不足，同时居民储蓄耗尽后，信贷则成为支撑消费的最后一道防线，是退而求其次的选择，总体上与收入和储蓄均保持正相关关系。除了来源以外，居民消费能力仍受到消费意愿的支配，后者是居民综合考虑自身当下的收入、储蓄、信贷的质量以及对这三者的未来预期形成对实际消费量占最大可消费量的比重。由此可见，消费支出在极大程度上受到个人收入的支配，在所有消费来源中具有举足轻重的地位。

图 14：工资收入（雇员报酬）是个人收入的最主要来源

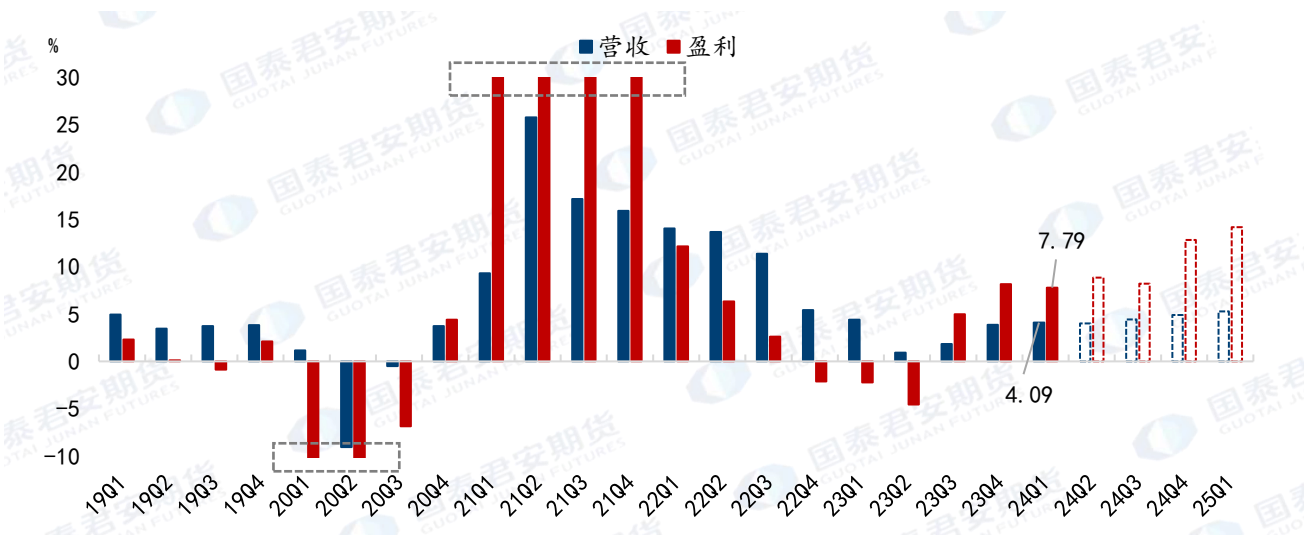


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

企业盈利的增长将通过劳动力市场持续紧张传导至个人收入。2022 年第一季度至今，美联储通过紧缩的货币政策向全世界展现其打击通胀的坚定决心，高利率环境下，消费能否保持增长受到市场的审视，在消费-企业盈利-就业的大循环中，当前消费环节在波动中保持其韧性，在就业市场边际上出现松动之际，企业盈利是否牢固将决定美国经济中最重要的循环能否保持向上的动能，企业盈利增长后，一方面将推动劳动者薪酬水平上行，另一方将提供更多工作岗位，通过雇员报酬路径增加社会总收入水平，虽然近年来，美国个人收入结构有所变化，但工资收入（雇员报酬）仍是主要来源，占全部收入的六成以上。

2023 第三季度以来，标普 500 指数覆盖的上市公司盈利触底回升，同时市场对其未来的盈利增长保持高度乐观的态度，企业盈利的“二阶导”预计保持当前水平，一致预期下，标普 500 指数的营收增速将在 2025 年第一季度上升至 5.28%，盈利增速将提高至 14.18%，企业盈利将通过薪水的提升和就业岗位的增加向个人收入传导。

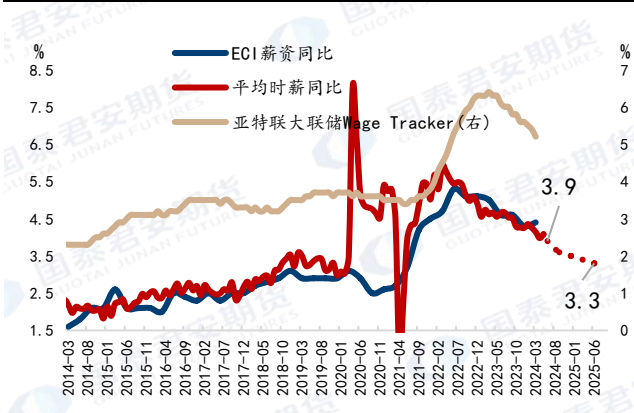
图 15: 标普 500 指数的盈利增长预期持续向好



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

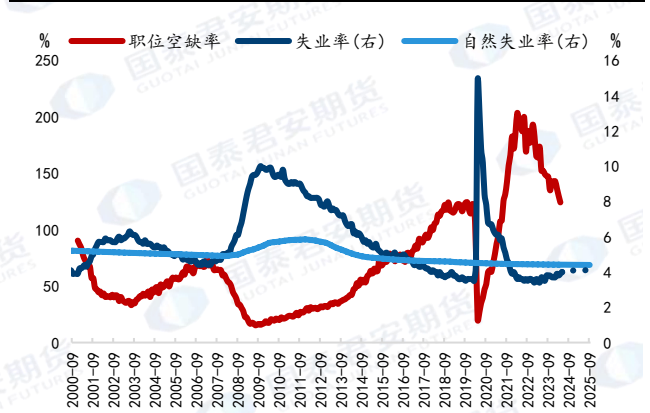
工资增长方面, 包含 ECI 薪资同比增速、平均时薪同比、亚特兰大联储薪资指数在内的工资数据组虽出现一定程度上的回落, 但仍高于历史平均水平, 其中 5 月份平均时薪同比增速为 4.08%, 远高于公共卫生事件前历史平均 2.51% 的水平, 即便市场预计工资增速将继续下行, 但对其 2025 第二季度的一致预期仍有 3.3%, 依旧在公共卫生事件前历史均值以上。就业岗位方面, 当前失业率保持低位, 且低于自然失业率 0.42 个百分点, 值得注意的是, 在过往经验中, 当失业率低于自然失业率时, 职位空缺率并不会显著高于平均水平, 但在 2017-2019 年与 2022 至今这两段失业率低于自然失业率的时期中, 职位空缺率却出现了显著的提高, 这可以归因于人口结构的变化, 25-54 岁主体工作年龄人口增长率从金融危机前的 1.5% 下降至如今的 0.07%, 人口老龄化导致工作人口增速下降, 加之公共卫生事件因素的进一步助推, 使得劳动参与率下降的同时职位空缺率出现抬升, 即劳动人口结构的变化导致劳动力市场供求关系进一步紧张, 供给端的细小扰动则更有可能被放大体现在就业数据上。一致预期下的失业率预计维持低于自然失业率的水平直至 2025 年第三季度, 劳动力紧缺现状不会出现根本性缓解。

图 16: 工资增速下降, 但仍高于历史平均



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

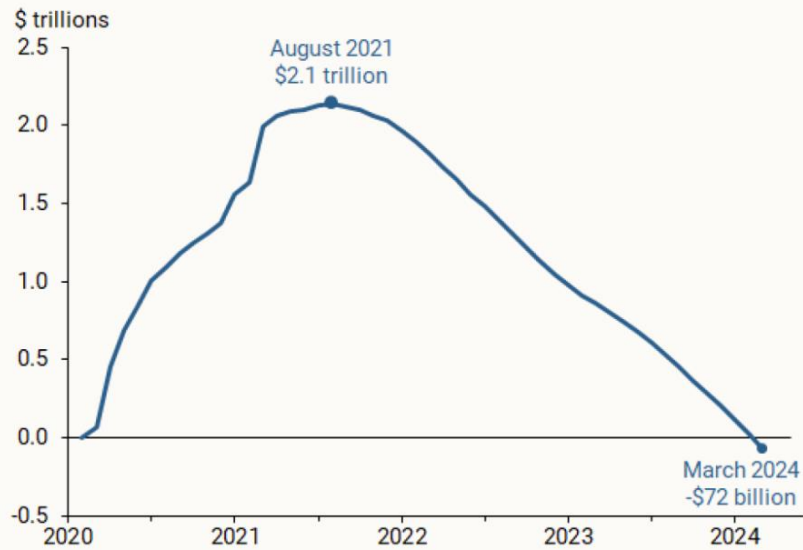
图 17: 失业率上升, 但仍低于自然失业率



资料来源: Bloomberg, 国泰君安期货研究

**其他收入来源的一次性增长将回归正常化。**其他收入来源中，政府财政补贴（个人转移支付）被认为在一定程度上推动了消费的增长，诚然，公共卫生事件期间美国政府通过财政政策“直升机式”撒钱，现金形式的转移支付增厚了美国居民的储蓄水平，个人储蓄率一度曾高达 32%，显著高于公共卫生事件前 6.1% 的平均水平，迅速积累了约 2.1 万亿美元的超额储蓄，直到今年 3 月份才刚刚耗尽，而政府也没有再次释放天量财政补贴的动机和能力，可以预计未来超额储蓄对消费的推动将大幅下降，这部分收入对应的消费增长将逐步回归公共卫生事件前趋势。

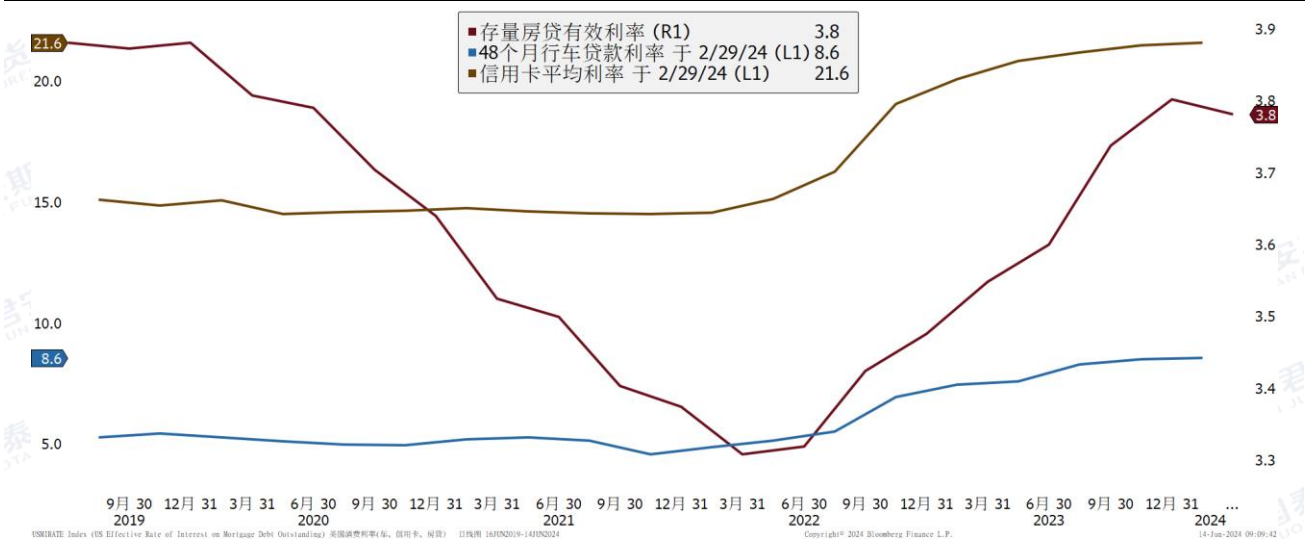
图 18：超额储蓄在今年 3 月份已经耗尽



资料来源：旧金山联储，国泰君安期货研究

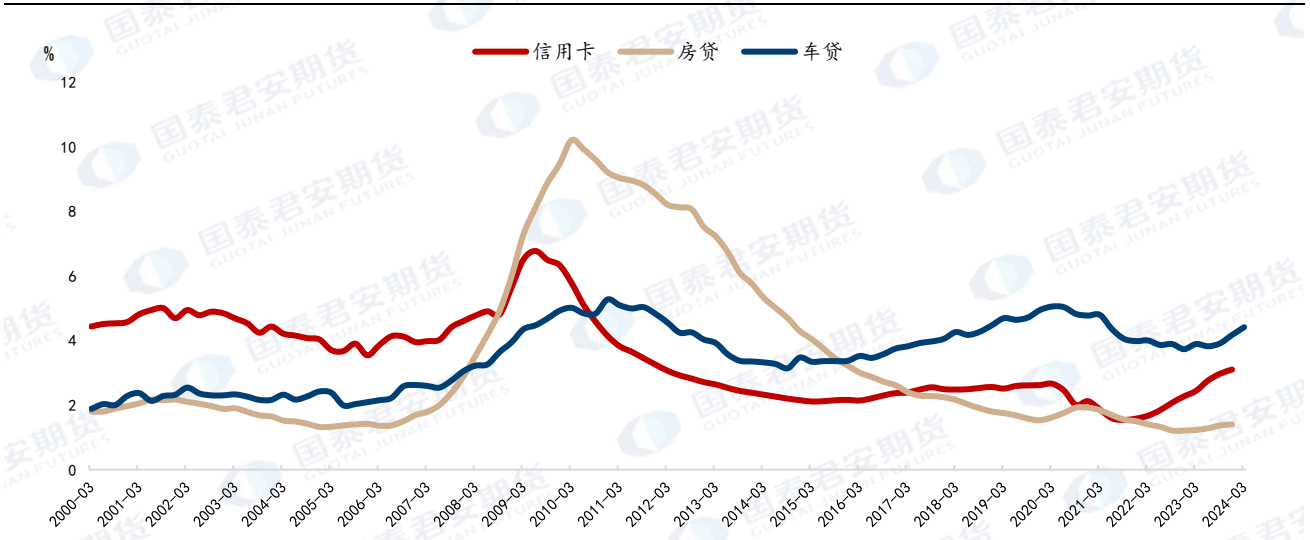
**信贷对消费的支撑开始收缩。**美国居民部门较低的杠杆率与信贷利率在公共卫生事件期间对消费的增长提供支撑，美联储在 2022 年第一季度开始快速加息，信贷利率随着美国十年期国债收益率的攀升出现上扬，但按照当前美国经济运行状态，5% 的水平可以被认定为十年期国债收益率的上限，在通胀被控制在当前水平的状况下，十年期国债收益率继续上升的空间有限，同时随着美联储释放降息预期（6 月 FOMC 会议预计年内降息一次），国债收益率有所下行，因此预计消费信贷利率也不会出现持续的上行，将在当前水平持稳或有所下降。但值得注意的是，当下消费贷款的拖欠率较 2022 年初出现上升，其中汽车贷款拖欠率上升 0.41 个百分点，信用卡贷款拖欠率出现 1.43 个百分点，侧面印证美国居民超额储蓄已经耗尽，前期信用扩张推动的消费增长动能有所不足。

图 19：消费利率出现快速上升



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 20：贷款拖欠率上升，消费信贷偿还能力边际上出现恶化



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

居民消费意愿尚未出现趋势性逆转。用美国密歇根大学消费者信心指数衡量居民消费意愿，在 2022 年初开始的高利率环境下，消费意愿长期上不减反增，由于近期就业市场出现松动，消费意愿出现拐头向下现象，但这都仅停留在边际变化的层面上，5 月份单月的走软还不足以证明消费意愿出现趋势上的逆转。当前美国通胀粘性较强，房租与核心服务价格增长速度短期难以下降，而劳动力市场的略微松动尚且难以为美联储降息提供足够动力，政策利率将维持在较高水平，即便年内顺利实现降息 25bp，联邦现金利率仍将保持在 5.0-5.25% 的区间内，按上文所述收入效应主导消费的逻辑，消费信心难以出现根本性的逆转，消费意愿仍将保持强劲。

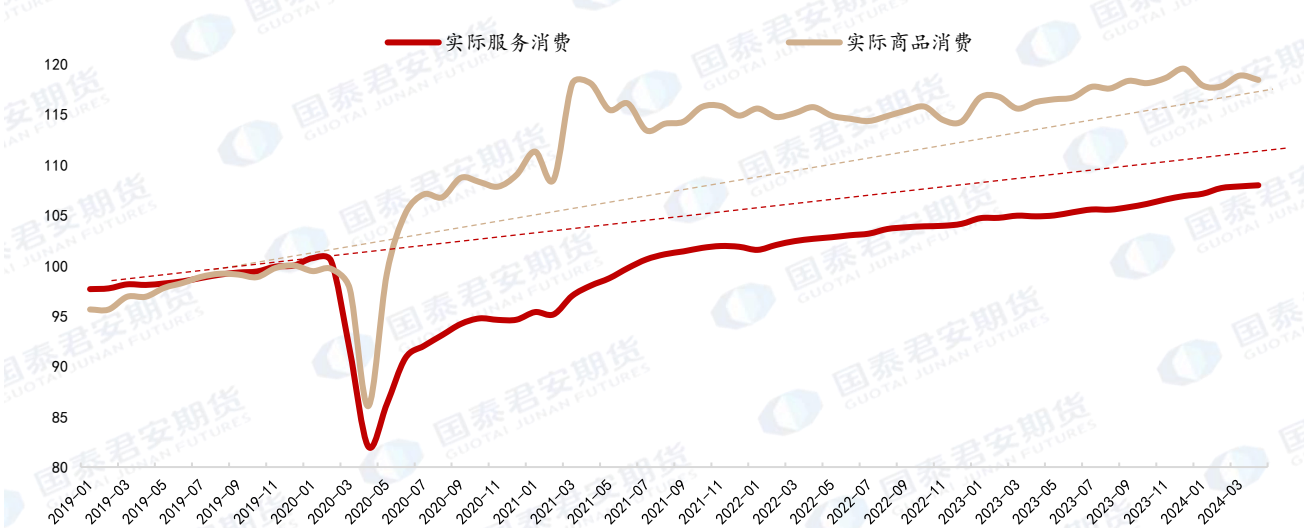
图 21：消费者信心在边际上的走弱还不足以证明趋势的反转



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

综合以上因素，我们认为美国经济的基本盘消费支出的向上动能仍然存在，但斜率已经且在未来会进一步放缓。企业盈利的增长将通过薪资和就业岗位维持劳动力市场的热度，虽然后者近期略有松动，但松动仅体现在其“二阶导”上，持续向上的趋势依然可以确认。储蓄率与信贷状况的走弱，将减缓消费增长的幅度。从长期趋势上看，本轮消费的增长在前期由商品消费引导，目前基本回到长期趋势水平，但服务消费仍然保有一定修复的空间。

图 22：剔除价格因素后，服务消费仍有向长期趋势修复的空间



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

### 3.2 制造业企业盈利随周期一同磨底，少数商品走势摆脱宏观制约

美国制造业周期未起，大宗商品涨势实为少数品种的狂欢。2024年初以来，大宗商品似乎逆转了前期缓慢下行的趋势，以Bloomberg大宗商品回报指数（BCOM）衡量，大宗商品整体最高上涨至8.7%，结合当时欧美制造业PMI出现筑底回升迹象，市场一度认为这预示着制造业周期的开启。但分类别看，大宗商品整体的上涨实质上是由部分极度亢奋的商品板块拉动的，例如贵金属与基本金属，曾一度上涨20%，而其余板块上涨幅度则有限，仍显著低于欧美国家制造业进入收缩时期的水平且未见明显的上升趋势。

图 23：大宗商品年初表现出现分化，金属相对能源显著走强

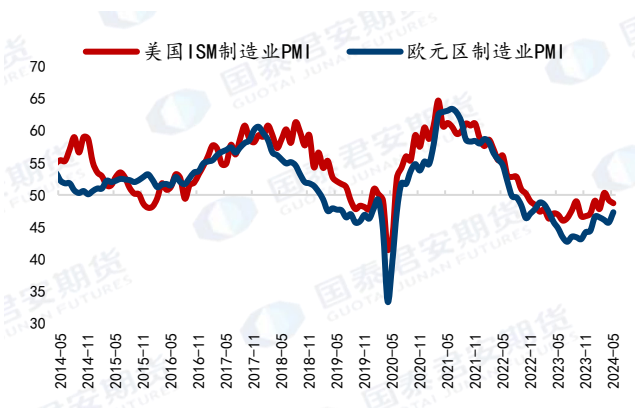


资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

多个宏观数据组证实制造业周期仍在磨底。制造业景气度方面，欧美制造业PMI从去年底开始筑底回升，其中美国制造业PMI曾在今年3月份略高于荣枯线以上，但在次月又回到收缩区间，当前受高利率的压制，欧美国家制造业PMI均处于荣枯线以下，其中美国方面略好于欧洲。作为衡量未来数月经济趋势的OECD综合领先指标也指示近期欧美经济仍然在回升和继续下降的边界挣扎，且修复的斜率放缓。库存方面，在较高通胀的情况下，2024年3月份名义库存总额同比仍只有0.66%，补库意愿惨淡，其背后原因在于需求乏力，当前库销比仍处于较高水平，下游弱需求决定库存去化速率不高，上游补库意愿自然较低，补库现象尚未形成之时，难言制造业周期走强。

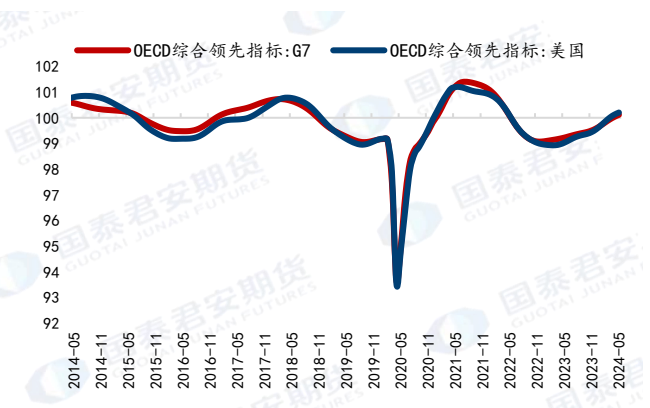


图 24：发达国家 PMI 仍处于收缩区间



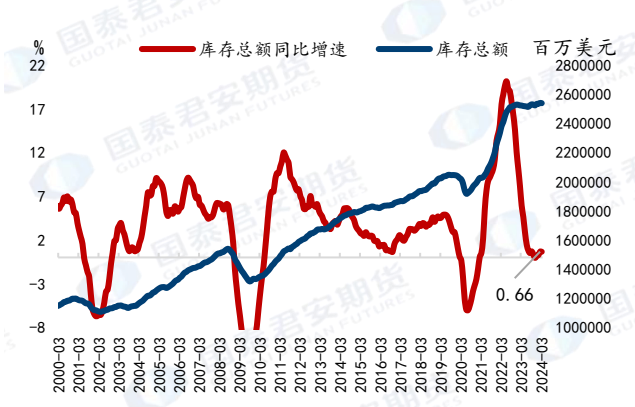
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 25：经济领先指标在二季度中才进入扩张



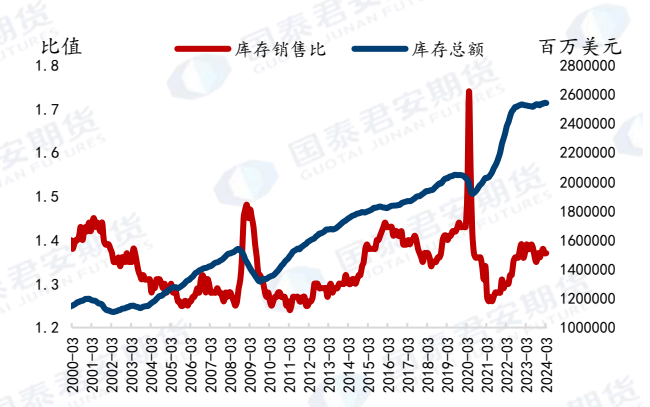
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 26：未见强烈的补库意愿



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

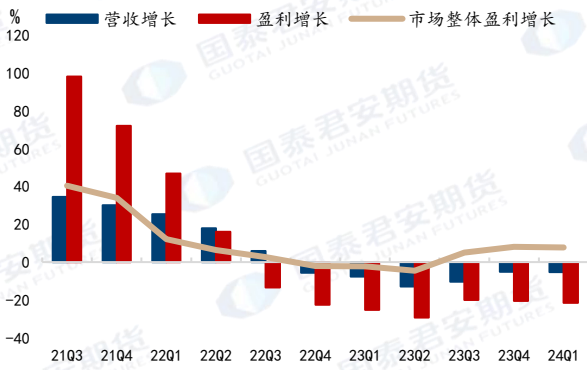
图 27：库销比仍较高



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

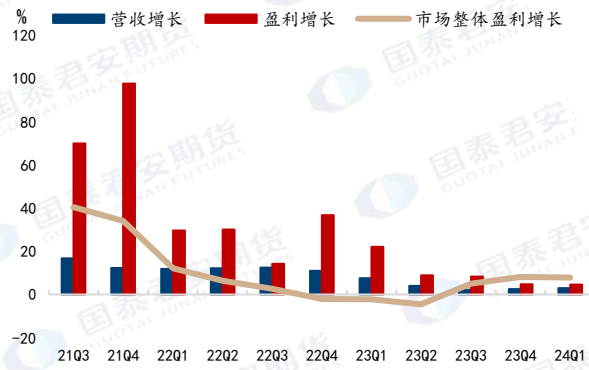
盈利方面，作为最具周期代表性的板块，材料板块盈利情况经历了至今长达一年半的萎缩，即便从营收降幅出现收敛，但盈利的负增长未见好转，工业板块盈利增速 23Q4 起逆转以往高于全市场盈利增速的态势，当前显著低于全市场平均盈利水平。企业结合自身盈利能力减弱与未来制造业需求低迷，降低投资意愿，2022 年第三季度以来制造业设备投资与知识产权投资增长均出现下滑，其中设备投资在 2023 年 9 月份甚至出现负增长，而后在 0 水平线上挣扎，建筑投资由于美国推行包括《芯片法案》、《通胀削减法案》在内的制造业回流法案在 2023 年内出现少见的快速增长，2023 年 12 月增速达 12.87%，但近期也出现了较大程度下滑。

图 28：材料板块盈利仍在收缩



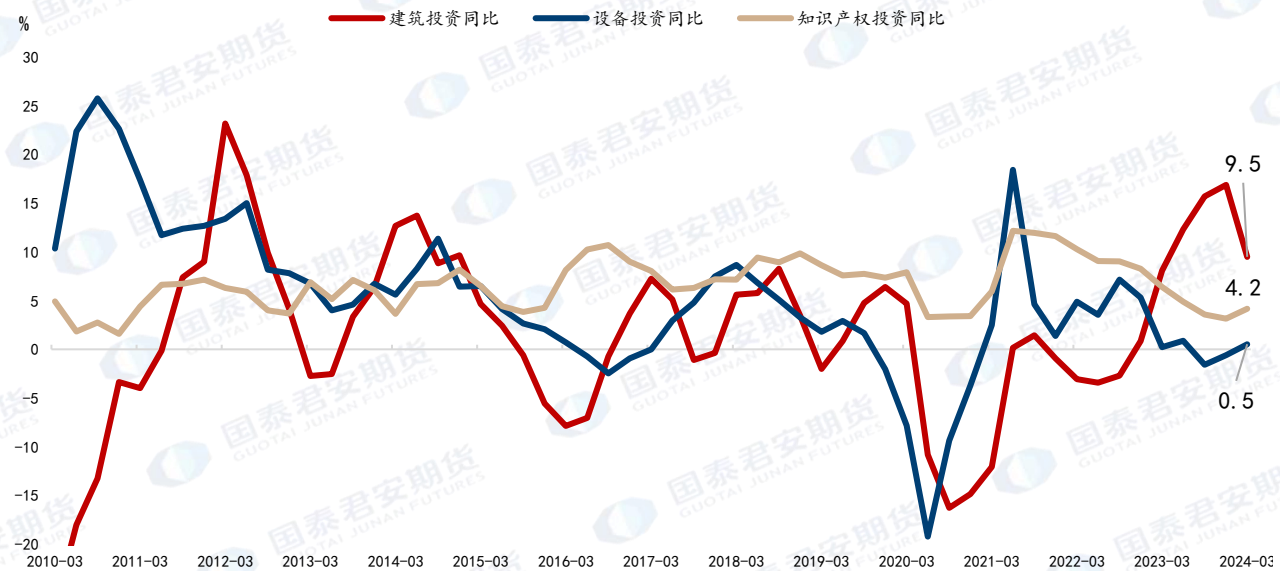
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 29：工业板块盈利持续弱势



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

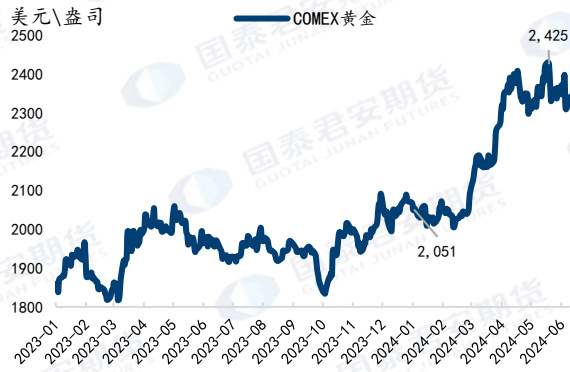
图 30：建筑投资外其他非住宅投资较为低迷



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

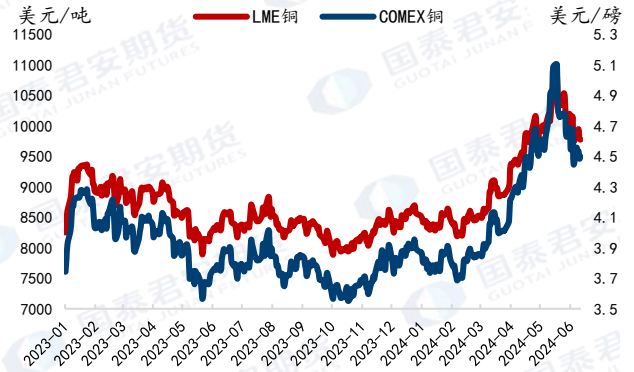
少数品种的上涨实为交易因素与情绪因素共振下的结果，与制造业周期无关。年初以来，贵金属与基本金属板块经历快速上涨，代表性的黄金与铜最高涨幅分别达 18% 与 30%。黄金方面，全球央行持续购入黄金作为储备资产提振了黄金需求，例如中国人民银行连续 18 个月累计购入黄金 288 吨，此外，地缘政治局势的动荡也增加了市场对避险资产的需求，推升黄金价格。而铜价的飙涨则来自供给紧张预期下的亢奋情绪，市场预期 AI 技术的落地将提振铜的需求，导致供给缺口出现，如此预期之下，投机资本快速加仓铜多头，再叠加美国和英国宣布对俄罗斯铜及其他金属进行交易限制，纽铜出现历史性逼空，COMEX 铜与 LME 铜均出现净多头的暴增，多重因素共振刺激铜价上涨。

图 31：黄金年内涨幅最高达 18%



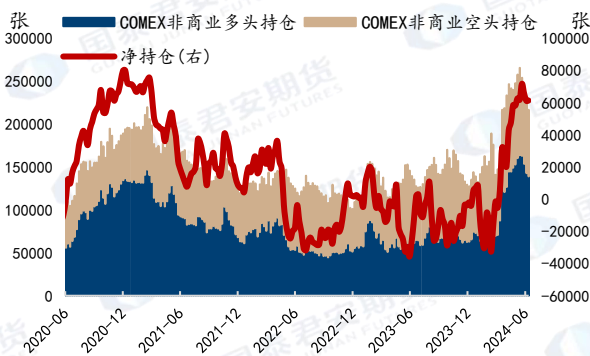
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 32：铜价最高飙升 30%



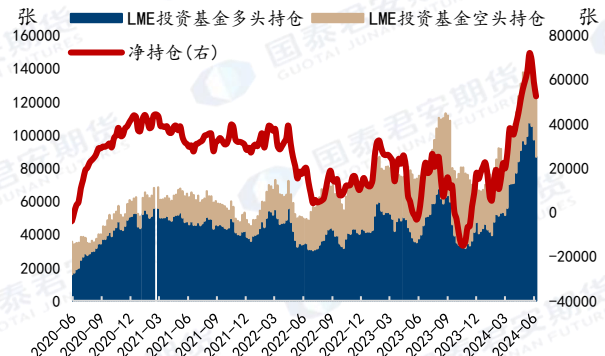
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 33：今年一季度铜交易火热，多头持仓暴增



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

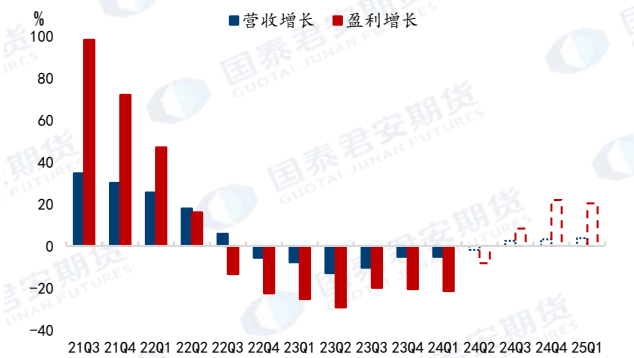
图 34：LME 铜多头力量极为强势



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

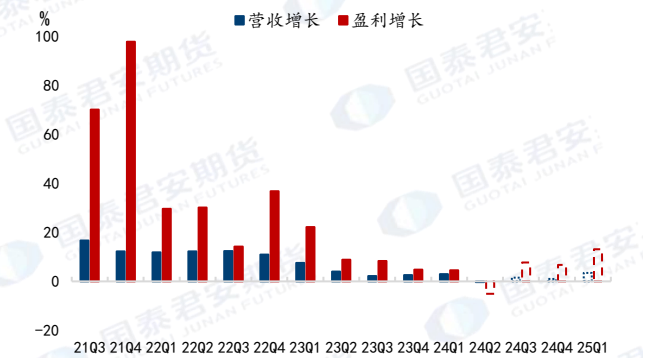
制造业企业盈利预期指示，美国制造业周期将在第三季度回升。6 月份美联储议息会议宣布政策利率维持当前水平，FOMC 点阵图显示美联储今年将降息一次，幅度为 25bp，当前联邦基金利率显示该次降息将在今年的 9 或 11 月份。如果美联储降息“靴子落地”，将会缓解高利率对经济活动的压制，预计届时制造业需求将得以改善，制造业企业盈利能力将回升。根据企业盈利指引与市场预期，材料板块营收及盈利增长预计将在 24Q3 由负转正，并于 24Q4 开始回升至 20%左右的同比增长水平，而工业板块预计将在 24Q2 探底，盈利增速降至 -5.1%左右，随即在 24Q3 转为正增长，增速将提升至 7.7%，并在 25Q1 进一步提升至 13.1%。

图 35：预计材料板块在 24Q3 实现盈利正增长



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

图 36：预计工业板块在 24Q3 实现盈利正增长



资料来源：Bloomberg，国泰君安期货研究

#### 4. “魔鬼”在细节中隐匿——微观上的探求未完待续

当前美国政策利率仍维持高位，而美股却屡创新高，在美国经济徘徊在“软着陆”甚至“不着陆”之际，市场对美股以及美国经济的可持续性提出质疑，普遍的焦虑感迫使市场对宏观数据的边际变化过度交易，催生出个别资产不同寻常的亢奋状态。通过观察美国上市公司 2024 年第一季度财务报告，我们希望在企业盈利的视角，再次审视当下美股表现的合理性，以及美国经济强劲韧性的来源，为衡量美国经济的可持续性提供一个不一样的“锚”。

美股上市公司 2024 年第一季度整体盈利强劲，估值水平与盈利增长相匹配，市场整体上涨的趋势主要来自盈利能力的快速提升，并高于市场一致预期。在时间维度上，企业营收盈利增速在 2023 年中见底后，伴随货币政策的放松预期，再次企稳回升，当下企业营收增速已经修复至公共卫生事件前水平，但盈利能力出现大幅的提升，显著高于前五年内除受公共卫生事件影响年份外的同期水平，公司盈利结构优化。在地区维度上，相较于其他主要市场，美股性价比仍然明显，经盈利增速调整后的估值水平低于今年表现较好的港股与日股。

不同板块盈利状况分化情况揭示了美国经济主要驱动力，龙头公司的拉动下，科技与消费托举美国经济，但制造业仍处于周期底部，经济整体“在上行中下行”。可选消费、通信与科技是当季美股盈利表现最强的三个板块，服务消费的需求驱动数量与价格双上行，高利率下仍给出最大的盈利惊喜，而人工智能的火热也已从中游大模型训练演绎至下游应用，应用端盈利落地进一步反哺上游硬件制造企业，产业链维度上的正向循环已经展现。盈利表现弱势板块大部分受到制造业弱周期的拖累，发达国家在高企的利率下，全球制造业普遍在周期中磨底，景气度仍在扩张与收缩之间挣扎，作为制造业风向标的材料与能源板块，由于制造业需求尚未确认复苏，盈利仍处于持续偏弱的困境。此外，本应表现较好的防守板块医疗保健，又显得不那么“防守”，公共卫生事件相关需求退潮，即便个别企业新药销售火爆，医疗保健板块的盈利表现即便超过市场预期，但也难当“防守”大任。科技巨头 Magnificent 7 是 2023 年以来美股的主要拉动，其超强盈利表现也扰乱美股对于周期的表达。

在板块盈利的分化中，我们寻找宏观逻辑在微观中的映射。第一，我们认为消费增长的趋势仍然存在，但速率将会不可避免地放缓。当下企业盈利快速增长，将通过劳动力市场传导至个人收入，消费-企业盈利-就业的大循环仍具有向上的动能，是消费市场的最主要的驱动力。此外，超额储蓄的下行、财政补贴的正常化、信贷的收缩都将在边际上减缓消费增长的速率，但其影响也仅体现在“二阶导”上，美国消费基本盘的趋势依旧向上。进而我们认为服务消费仍有修复空间，消费整体依然有粘性，托举美国整体

经济。通胀下行速度可能继续放缓，此前市场预期的降息在幅度上和到来时间上或许将有折扣。第二，美国制造业周期仍在磨底，大宗商品的涨势只是少数品种的狂欢。年初以来，大宗商品的涨势与宏观数据对制造业周期的判断相悖，一方面金铜为首的大宗商品持续亢奋，另一方面多组宏观数据确认制造业周期未起。盈利视角上，周期代表性板块盈利情况低迷，甚至仍在下行，难以确认制造业周期是否见底，而这些少数品种的大涨多源自于情绪叠加交易因素，放大了供需矛盾。基于上市公司的盈利指引，周期板块企业的盈利情况将在今年的第三季度触底反弹，届时美国制造业周期也有望开启回升。

企业盈利为观察宏观经济运行提供新视角，在宏观数据边际上波动，同时基于宏观数据的资产交易变得焦虑时，这样的新视角或许可以成为我们审视经济状态的锚。下一季度的盈利情况能否兑现企业对未来经营状况的预期值得期待，同时盈利在板块结构间出现的变化，以及变化中体现出来的宏观映射将成为跟踪的重中之重。后续我们将继续遵循以企业盈利为视角，以寻找宏观矛盾为目标的方式，对更多行业板块持续跟踪。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。