

宏观

证券研究报告

2024年07月18日

美股的焦点

今年美股延续了去年的强势，整体反映出经济基本面的现实。但是，如果细看美股的结构表现，会发现分化正在变得极端。

美国经济在高通胀、高利率上能够良性循环的基础是强美元支持的赤字货币化，强美元的底层是科技和军事，所以 AI 的叙事既是美股的支撑，也是美元、美债和美国经济能够维持韧性的基础。反过来讲，AI 的叙事也是美股、美债、美元和美国经济的脆弱性之一，特别是越来越多的指标显示美股正处于泡沫化正反馈正在加速时，AI 的叙事能否继续发散就变得无比关键。

风险提示：美国货币政策超预期，全球经济增长不及预期，美国大选及地缘政治风险超预期

作者

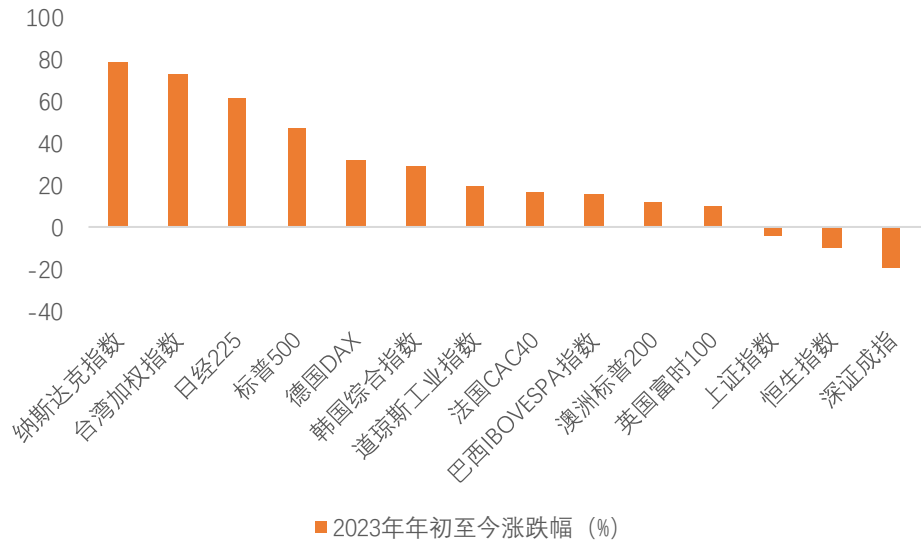
宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522100002
linyan@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年7月第3周》
2024-07-16
- 《宏观报告：宏观报告-联储降息或不是最优选择》
2024-07-13
- 《宏观报告：宏观报告-美国大选的三点思考》
2024-07-12

图 1：2023 年至今主要市场指数涨幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

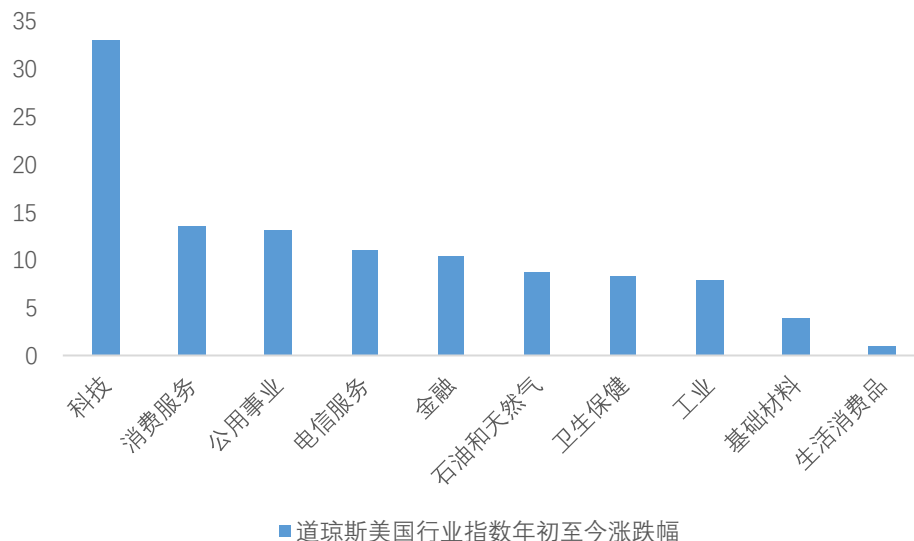
今年美股延续了去年的强势，整体反映出经济基本面韧性较强的现实，尽管近期就业和通胀有降温的迹象，但是薪资收入、消费增速和服务业产出这个主要链条没有明显走弱。

过去两年，美国经济的逻辑非常清晰，在强美元的基础上构建了赤字货币化的政策手段——每年 6%-7% 的赤字率用于“补短板”和“筑长板”。无论是消费还是投资，增速都超过了疫情前的历史趋势，通胀和中性利率都因此较疫情前上了一个台阶。我们认为，所以从结果来看，联储并未过度加息，利率与通胀基本匹配，美国经济处于高通胀、高利率、高名义增速的正向循环中。

而且美股的长期定价是基本有效的。**盈利增速反映出经济的整体韧性**。标普 500 的 EPS 增速持续好于分析师预期。并且目前看来，不降息也并未对美股的盈利造成影响，盈利增速能跑赢通胀，股东回报仍在改善。在经济不着陆的背景下，降息当然对估值承压的美股小市值公司更友好，但不降也不影响美股大盘指数。

其次是美股的行业涨幅反映出经济的滞胀结构。美国在全球经济的滞胀中更多地表现了出胀的一面，今年美股涨幅最好的板块是科技和稳定（公用事业、电信服务、金融），分别代表跑赢滞和跑赢胀的两类资产。

图 2：美股的行业涨幅结构能反映出经济的滞胀结构（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

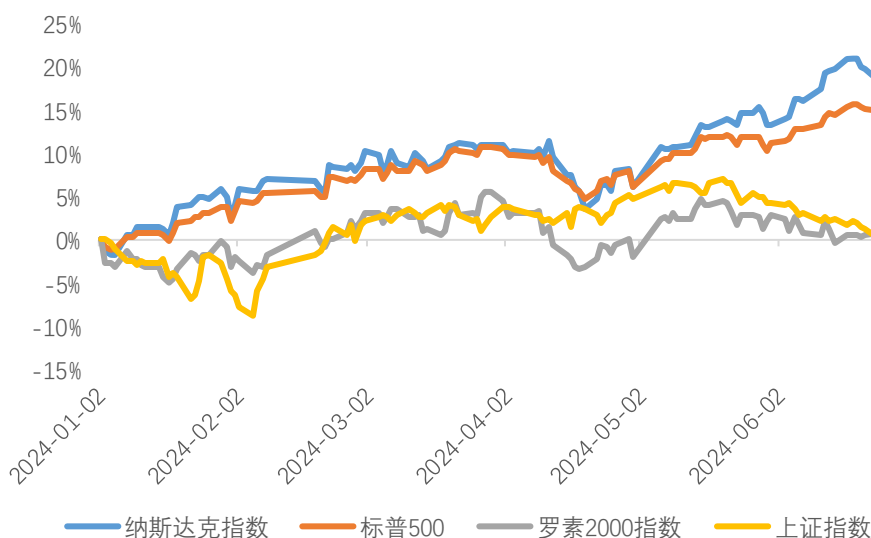
跑赢滞，需要通过科技提升全要素生产率，今天看起来最有希望的就是 AI。**跑赢胀**，要有不可复制的垄断性，比如巴菲特重仓的西方石油公司和日本五大商社。

其实 A 股也是如此，只是能“跑赢滞”的具有全球吸引力的科技公司相对少，而能“跑赢胀”的具有资源垄断性的上市公司相对较多，红利和中字头都覆盖了一部分垄断性行业。

但是，如果细看美股的结构表现，会发现分化正在变得极端。

首先是小盘股与大盘股之间的分化越来越大。

图 3：小盘股与大盘股之间的分化越来越大



资料来源：Wind，天风证券研究所

标普和纳斯达克不断创新高，主要是头部科技公司的贡献。小盘股比如罗素 2000，今年上半年的收益率只有 1.7%，和上证指数上半年的收益率 0.2%相差无几。如果择时错误，一样面临亏损。

小盘股走势反映了高利率的环境并非对所有人都友好。比如地区性的中小银行，负债端管理能力较弱，容易出现流动性危机。还有利率敏感的行业，比如商业地产、信用卡贷款等，在高利率下业绩表现可能较差。

其次是科技股和非科技股之间的分化越来越大。

今年涨幅最大的是科技股：在美股“七姐妹”中，上半年，英伟达累涨 149.50%，涨幅遥遥领先；Meta 累涨 42.74%；谷歌 A 累涨 30.55%；亚马逊累涨 27.19%；微软累涨 19.29%；苹果累涨 9.68%；特斯拉累跌 20.36%，表现最差。

但是与衣食住行相关的龙头股票表现一般：

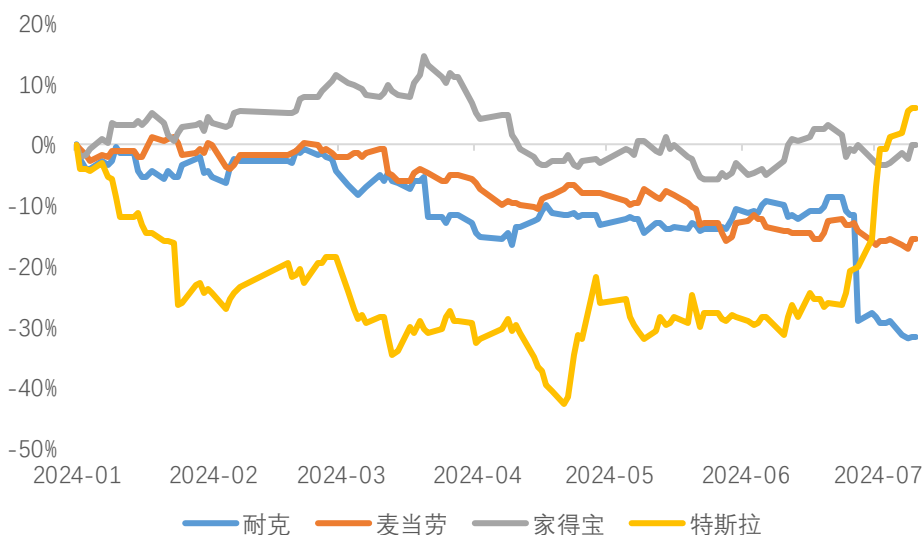
服装里的耐克，最近财报出来后股价暴跌。服装消费受到了库存去化和补贴退步的压力。

餐饮里的麦当劳，最近推出了 5 美元的“穷鬼套餐”，疫情后动物蛋白（鸡蛋、鸡肉、牛肉）的通胀明显，居民对食物价格的上涨相对敏感。

住房里的家得宝，股价和业绩受到高利率对房地产销售和开工的影响，建材家居和五金用品与房地产周期的相关性很高。

出行里的特斯拉，是 AI 受益股之一，最近股价强势主要是靠自动驾驶和机器人的带动，但如果仅看电动车销量，根据 Cox Automotive 估计，特斯拉二季度美国销量同比下降了 6.3%，而在持续高利率的环境下，今年六月全美汽车零售销量预计下跌 2.9%。

图 4：与衣食住行相关的龙头股票表现一般



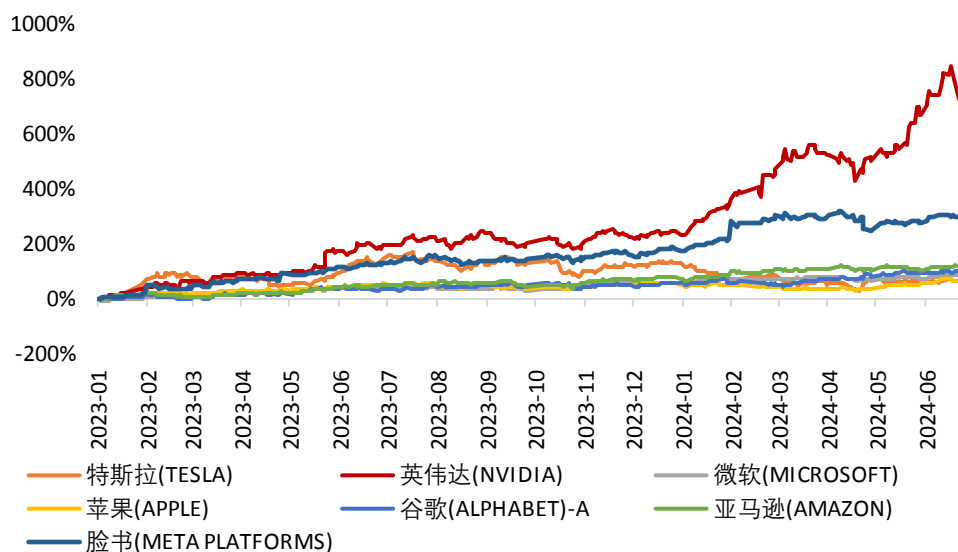
资料来源：Wind，天风证券研究所

科技股内部也出现了 AI 和非 AI 的明显分化。

“七姐妹”约占标普 500 指数的 30%（按照 6 月 30 日市值估算），但与 AI 相关度低的科技公司股价走势相对较弱，按权重估算不含“七姐妹”的标普 500 指数仅上涨 3-4%。

软件企业在疫情期间积累起来的远程办公需求逐渐消退。硬件里的英特尔，尽管和英伟达都是芯片公司，但在 AI 时代，CPU 制造商和 GPU 制造商的股价走势是冰火两重天。

图 5：科技股内部也出现了 AI 和非 AI 的明显分化。



资料来源：Wind，天风证券研究所

“七姐妹”内部的分化也越来越大，英伟达的涨幅在“七姐妹”里一骑绝尘。英伟达最近一个季度的毛利润增速达到 78.9%，毛利润保持在高位需要大厂不断在现有框架上叠加基础设施，根据 Dealroom 的统计，“七姐妹”每年在前沿技术上的投资高达 4000 亿美元。一个市场出现越来越多的结构分化，可能是泡沫化的标志。传统的美股泡沫指标也显示出泡沫化迹象。

比如著名的巴菲特指标，截止 7 月 12 日美股总市值比美国 GDP 是 206%，创下 2022 年 3 月以来的新高，远高于危险值。巴菲特也在股东大会上提到“伯克希尔大约有 1800 亿美元现金储备，目前没有足够有吸引力的投资标的”。而过去几十年，质疑巴菲特的人基本都消失在了一轮又一轮的周期中。

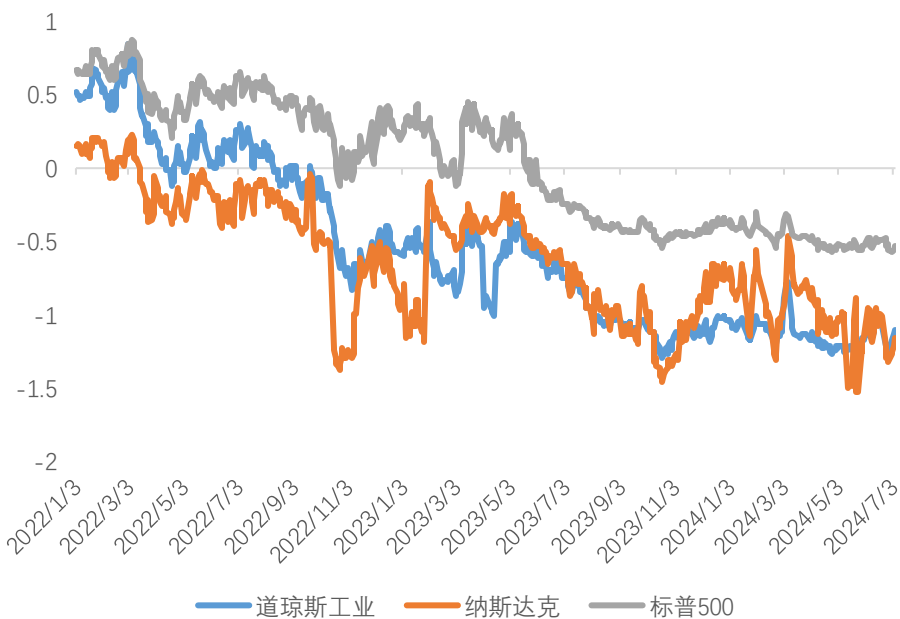
图 6：美股总市值比美国 GDP 是 206%



资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

目前标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价基本保持稳定，七月初三者分别位于 35%、18%和 16%分位，分别处于中位数下方 0.53、1.10 和 1.15 个标准差。

图 7: 标普 500、道琼斯和纳斯达克的风险溢价基本保持稳定 (图中为 ERP 偏离中位数的标准差倍数)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

美国经济在高通胀、高利率上能够良性循环的基础是强美元支持的赤字货币化，强美元的底层是科技和军事，所以 AI 的叙事既是美股的支撑，也是美元、美债和美国经济能够维持韧性的基础。反过来讲，AI 的叙事也是美股、美债、美元和美国经济的脆弱性之一，特别是越来越多的指标（包括巴菲特指标和美股期权的 Put_Call Ratio 等）显示美股正处于泡沫化正反馈正在加速时，AI 的叙事能否继续发散就变得无比关键。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com