

当前美股是否面临泡沫？

——Global Vision 第五期

➤ 美股市场走牛由什么驱动？

2023年至今美股涨幅较大，驱动因素由美债与盈利预期轮动。而仅从年初至今来看，美股涨幅主要由估值贡献，在美债利率持续走高背景下，盈利预期上调或驱动估值抬升。从结构来看，美股强势上涨的背后由M7带动，如果将M7作为整体进行比较，其市值规模仅次于美国市场，高于世界其余国家与地区。同美股市场整体相近，M7上涨行情中估值仍为主要贡献，盈利预测不断提升支撑“拔估值”。

➤ 当前美股是否面临泡沫？

美股在经历了前期大幅上涨后，当前是否被过度高估？为解答这一问题，我们从下述四个视角进行观察。从整体来看，席勒市盈率、标普500收盘价/美国GDP现价两个指标反应美股整体当前位居高位，从市场来看，当前美股集中度、广度均接近历史泡沫时期。从估值来看则有所不同，以M7为首的龙头相较于其余泡沫时期，估值相较顶峰仍有空间。从基本面来看，本轮行情整体基本面支撑度较好，显著优于2000年互联网泡沫时期。

➤ 美股后续或将如何演绎？

综合上述四个视角观察，我们认为美股当前处于高位，但相较泡沫化或仍有距离。美股涨幅较高、估值处于高位，或主要由于结构问题与强劲的增长预期，当前标普500的盈利预测增速显著高于过去20年水平。展望后市，结合英伟达财报公布后的市场反应，我们认为业绩超预期的公司或仍有向上空间，后续M7个股或延续年初至今的分化走势。

风险提示：龙头公司业绩不及预期；AI产业发展不及预期；美联储加息超预期变化。

作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

分析师：包承超

执业证书编号：S0590523100005

邮箱：baochc@glsc.com.cn

分析师：张晓春

执业证书编号：S0590513090003

邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

联系人：付祺泰

邮箱：fuqt@glsc.com.cn

相关报告

1、《【国联研究】2024年3月金股组合》2024.02.28

2、《产业主题历史对比，AI估值到哪了？——产业面面观第14期》2024.02.27

正文目录

1. 当前美股是否面临泡沫?	4
1.1 美股市场走牛由什么驱动?	4
1.2 当前美股是否面临泡沫?	6
1.3 美股后续或将如何演绎?	8
2. 全球数据观察	10
2.1 全球宏观经济数据一览	10
2.2 全球大类资产数据一览	11
3. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 2023 年至今美股主要指数走势	5
图表 2: 标普 500 股价贡献因素拆解	5
图表 3: 纳斯达克股价贡献因素拆解	5
图表 4: 标普 500 涨幅主要由头部科技股贡献	6
图表 5: 如果将 M7 作为整体同其余国家、地区市场比较, 市值体量已达到世界第二 (单位: 万亿美元)	6
图表 6: M7 股价贡献因素拆解	6
图表 7: 2024 年 M7 盈利增速预测较高 (%)	6
图表 8: 标普 500 席勒市盈率相对较高	7
图表 9: 标普 500 收盘价/美国 GDP 现价处于高位	7
图表 10: 美股市值 Top10% 占总市值比重接近历史高点	7
图表 11: 标普 500 VS 标普 500 等权处于高位	7
图表 12: 整体法下泡沫时期 7 只龙头个股估值情况	8
图表 13: 泡沫时期龙头个股相较其余行业 PE 溢价	8
图表 14: 2000 年 VS 2023 年头部科技公司资本回报率	8
图表 15: 2000 年 VS 2023 年头部科技公司平均净利润率	8
图表 16: 标普 500 整体盈利预测不断上调	9
图表 17: 2024 年美股 M7 涨幅明显出现分化	9
图表 18: 英伟达盈利预测在 2023 年后持续增长	9
图表 19: 英伟达在财报超预期后, 各投行上调目标价 (单位: 美元)	9
图表 20: G7、中国、印度 OECD 综合领先经济指标分别录得 99.79、101.38、99.74	10
图表 21: 美国、欧洲、日本花旗经济意外指数上升, 中国花旗经济意外指数下降	10
图表 22: 美国、欧元区 ZEW 经济景气指数上升, 中国 ZEW 经济景气指数下降 ..	10
图表 23: 美国经济指数 (WEI)、WEI_4WMA、WEI_13WMA 上升	10
图表 24: 美国通胀预期较此前下降	11
图表 25: 联邦利率期货显示 2024 年 3 月基准利率维持不变的概率为 96.0%, 年内降息 4 次	11
图表 26: 全球制造业 PMI 触及 50 荣枯线, 主要发达国家制造业 PMI 仍在荣枯线下方	11
图表 27: 主要新兴国家制造业 PMI 中, 俄罗斯、印度、越南、巴西位于荣枯线上方, 中国位于荣枯线下方	11
图表 28: 美国金融条件指数较此前回落	11
图表 29: 欧元区、日本金融条件指数较此前回落	11
图表 30: 截至 2 月 23 日, 全球大类资产周度表现 (%)	12
图表 31: 截至 2 月 23 日, 全球主要股票市场指数跌幅	13
图表 32: 截至 2 月 23 日, 全球主要权益市场 PE 以及十年期分位数	13
图表 33: 截至 2 月 23 日, 全球主要股票市场二级行业涨跌幅	14

图表 34: 截至 2 月 23 日, 全球主要股票市场二级行业估值情况.....	14
图表 35: 截至 2 月 23 日, A 股、美股小盘占优, 港股、欧洲、日本大盘占优 .	15
图表 36: 截至 2 月 23 日, A 股、美股价值风格占优, 日本、欧洲成长风格占优, 港股表现均衡	15
图表 37: 标普 500 指数 12 个月动态 P/E 为 20.6 倍, 位于 2006 年以来均值+1*标准差上方	15
图表 38: 纳斯达克指数 12 个月动态 P/E 为 29.3 倍, 位于 2007 年以来均值+1*标准差上方	15
图表 39: 恒生指数 12 个月动态 P/E 为 7.9 倍, 位于 2013 年以来均值-1*标准差下方	15
图表 40: 欧洲 Stoxx600 指数 12 个月动态 P/E 为 12.6 倍, 位于 2006 年以来均值下方	15
图表 41: 日经 225 指数 12 个月动态 P/E 为 22.2 倍, 位于 2006 年以来均值上方	16
图表 42: MSCI 新兴市场指数 12 个月动态 P/E 为 12.0 倍, 位于 2006 年以来均值上方	16
图表 43: 美股风险溢价位于近三年均值-1*标准差下方	16
图表 44: 港股风险溢价位于近三年均值+1*标准差附近	16
图表 45: 标普 500 指数未来 12 个月 EPS 一致预期上升	16
图表 46: 恒生指数未来 12 个月 EPS 一致预期上升	16
图表 47: 截至 2 月 23 日, 中国、美国、日本、英国、法国 10 年期国债利率下行, 德国 10 年期国债利率上升.....	17
图表 48: 截至 2 月 23 日, OIS-SOFR 利差收窄至 24.6bp	17
图表 49: 截至 2 月 23 日, 美债期限利差 10Y-2Y 倒挂加深	17
图表 50: 截至 2 月 23 日, VIX、恒指波幅指数和日经波动率指数回落.....	18
图表 51: 截至 2 月 23 日, CBOE 美股看跌看涨期权成交量比 10DMA 持平	18
图表 52: 截至 2 月 23 日, iShares 中国大盘股 ETF log_PCR 上升	18
图表 53: 截至 2 月 23 日, 恒生指数 log_PCR 微降	18
图表 54: 截至 2 月 23 日, RSI(14 天) 显示欧洲 Stoxx50、日经 225、MSCI 新兴市场指数达到超买, 标普 500、沪深 300 接近超买	18
图表 55: 截至 2 月 23 日, 北向资金周度净流入 106.96 亿元, 南向资金周度净流入 182.95 亿元	19
图表 56: 截至 2 月 23 日, 北向资金主要流入银行、食品饮料, 流出计算机、传媒	19
图表 57: 截至 2 月 23 日, 南向资金主要流入非银金融、通信, 流出纺织服饰、传媒	19
图表 58: 北向持仓占行业总市值比重变化 (%)	20
图表 59: 南向持仓占行业总市值比重变化 (%)	21
图表 60: 北向资金持仓各行业占比变动	22
图表 61: 北向重仓行业资金累计流入 (亿元)	22

1. 当前美股是否面临泡沫？

1.1 美股市场走牛由什么驱动？

1.1.1 美股持续上行，估值与盈利预期或为主导因素

2023 年至今美股涨幅较大，驱动因素由美债与盈利预期轮动。回顾 2023 年至今美国主要股指的市场表现，纳斯达克指数持续上涨，2023 年全年涨幅达 44.87%，2024 年至今涨幅录得 6.56%。整体来看，美股 2023 年走势主要历经四个阶段，分别是年初至 4 月初的美债主导期、4 月至 8 月初的盈利预期主导期（背离期）、8 月初至 2023 年末的债主导期、2024 年至今的盈利预期主导期。

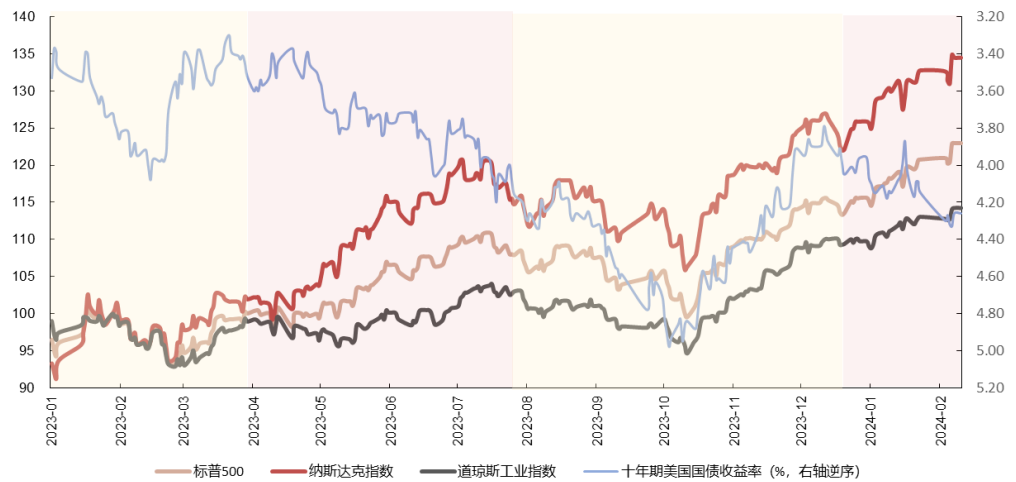
第一阶段核心是美债主导。年初美股通胀缓和，市场关于下半年的降息预期较为强烈；美股企业业绩发布叠加 ChatGPT 催化，市场逐步走强；后续硅谷银行暴雷，市场恐慌情绪扩散，出现短暂下行。随着美国政府的积极救助举措，市场恐慌情绪缓解，重回上涨区间。3 月底美联储再次加息，偏离市场预期。

第二阶段主要是盈利主导。4 月美股一季报发布，美国主要科技巨头盈利强劲，超市场预期，同时海外巨头纷纷布局 AI 业务拓展商业版图，提振市场信心，盈利预期上调催化股价持续攀升，带动股价上涨。

第三阶段重回美债主导阶段，股债再度负相关。在后续通胀、就业、薪资数据持续超预期降温，同时 11 月 FOMC 会议态度转鸽后，市场认为加息终点已然确立，美债提前反映降息预期，市场重回上涨区间。

第四阶段由盈利预期与业绩共同驱动估值上行。2024 年初至今，美国 CPI 等宏观数据持续超预期，叠加美联储官员讲话边际转鹰，降息预期有所延后，美债利率亦随之上行。但美股在这一阶段仍震荡上行，对于利率上行并不敏感，驱动因素主要受英伟达财报超预期与不断上调的盈利预测相关。

图表1：2023 年至今美股主要指数走势

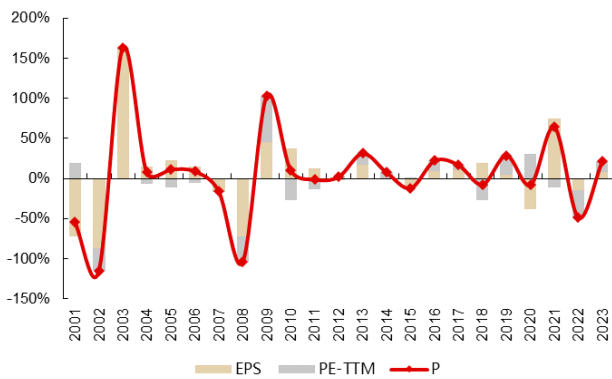


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：茶色阶段代表美债主导，粉色阶段代表盈利预期主导，数据更新至 2024 年 2 月 23 日

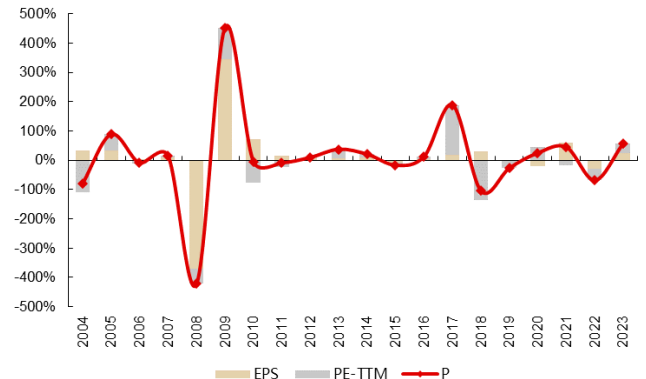
拆分主要指数估值与盈利贡献来看，估值扩张是美股上涨的主要驱动因素。标普 500 指数在 2023 年的涨幅中，其中约 7.9% 来自于盈利贡献，14.1% 来自估值扩张；而纳指的涨幅中，其中约 24.3% 来自于盈利贡献，33.0% 来自估值扩张。结合 2023 年美债走势来看，美股在 2023 年上行的驱动力主要是估值扩张，而在 AI 产业趋势发展下，盈利预期的不断上调为美股“拔估值”提供动力。

图表2：标普 500 股价贡献因素拆解



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表3：纳斯达克股价贡献因素拆解



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

1.1.2 M7 贡献美股较大涨幅，主要由估值驱动

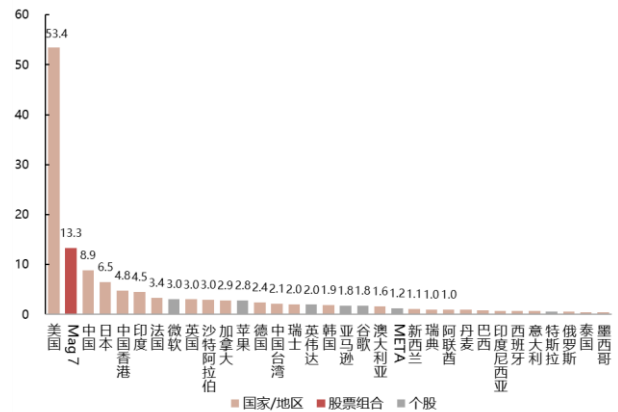
美股强势上涨主要由 M7 贡献，其市值已领先多数国家股票市场。从结构来看，对标普 500 指数进行拆解，苹果、亚马逊、谷歌、META、微软、英伟达以及特斯拉（M7）一共贡献约 16% 的涨幅，占 2023 年全年涨幅的 65%，M7 贡献了标普 500 多数的涨幅。更直观来看，如果将 M7 作为整体与其余国家市场、地区比较，其市值加总领先多数国家，当前总计市值为 13.3 万亿美元，是日本股市的 2 倍、法国股市的 4 倍。

图表4：标普500涨幅主要由头部科技股贡献



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

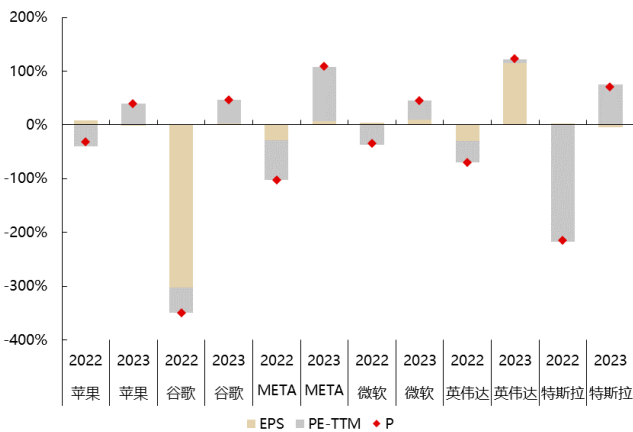
图表5：如果将 M7 作为整体同其余国家、地区市场比较，市值体量已达到世界第二（单位：万亿美元）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

同美股整体相近，M7 上涨行情中估值仍为主要贡献，盈利预测支撑“拔估值”。我们对贡献大盘主要涨幅的 M7 分别进行股价贡献因素的拆解，可以发现 M7 同样是以“拔估值”为主导的上涨行情。这或由于 M7 较高的盈利预测所致，在人工智能迎来“奇点”时刻后，科技公司远期业绩空间打开，强劲的业绩增长预期支撑估值提升。

图表6：M7 股价贡献因素拆解



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表7：2024 年 M7 盈利增速预测较高 (%)

M7	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
苹果	11.0	3.2	5.0	4.5	9.8
微软	18.8	7.7	4.4	4.0	13.6
谷歌	52.7	27.7	15.9	9.4	17.3
亚马逊	2465.4	116.6	31.5	6.1	37.8
英伟达	409.3	332.9	92.0	35.4	24.9
Meta	174.6	63.9	40.3	3.2	14.5
特斯拉	-38.2	-3.7	0.1	50.6	48.2
标普500	2.3	6.8	10.8	8.9	18.3

资料来源：FactSet，国联证券研究所
注：数据为 FactSet consensus 预测情况

1.2 当前美股是否面临泡沫？

美股在经历了前期大幅上涨后，当前是否被过度高估？为解答这一问题，我们从下述四个视角进行观察。

从整体来看当前美股位居高位。一方面，席勒市盈率反映股票市场长期估值水平，并考虑价格因素。标普500席勒市盈率高于长期均值中枢，且相较2000年高点较为接近。另一方面，标普500收盘价/美国GDP现价反映了美国市场相较美国经济基本面的情况，该指标在2023年末显示大幅高于均值，同时处于历史高位。

图表8：标普 500 席勒市盈率相对较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：标普 500 收盘价/美国 GDP 现价处于高位



资料来源：Wind，国联证券研究所

从市场来看，当前美股存在集中度高、广度差两个特征。一方面，至 24 年 1 月 31 日，标普 500 前 10% 市值股票占市场整体市值的比重当前已达到 87.5%，远高于均值的 82.9%，接近或超越历史上几轮典型泡沫时期。另一方面，通过标普 500/标普 500 等权，可观察市场涨幅结构，即市场广度。当前该指标位于 2009 年后的最高点，反映市场集中看多并买入大市值股票。

图表10：美股市值 Top10% 占总市值比重接近历史高点



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

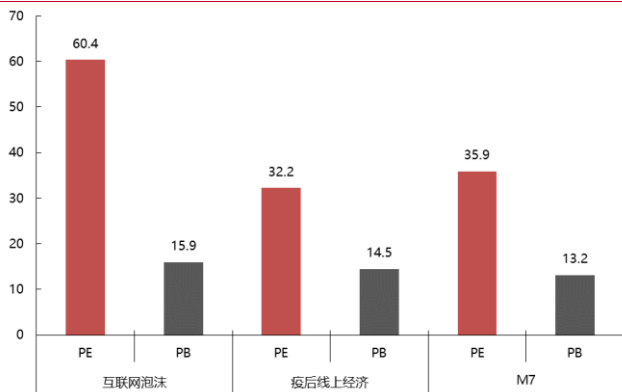
图表11：标普 500 VS 标普 500 等权处于高位



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

从龙头公司估值来看，同上述反应的有所不同。对比几轮经典泡沫时期峰值，本轮 M7 个股的估值并未达到泡沫化极点。一方面，我们挑选了互联网泡沫、疫后线上经济、以及本轮 AI 浪潮中，具有代表性、大市值的 7 只股票，通过整体法计算 PE 与 PB，当前 M7 的估值距离历史中泡沫顶点的估值水平仍有一定空间。另一方面，我们通过计算每轮泡沫中，本行业 7 只龙头/其余行业 7 只龙头估值，尝试反映市场交易的拥挤度，本轮 M7 相对 PE 平均值、中位数低于其余泡沫阶段。

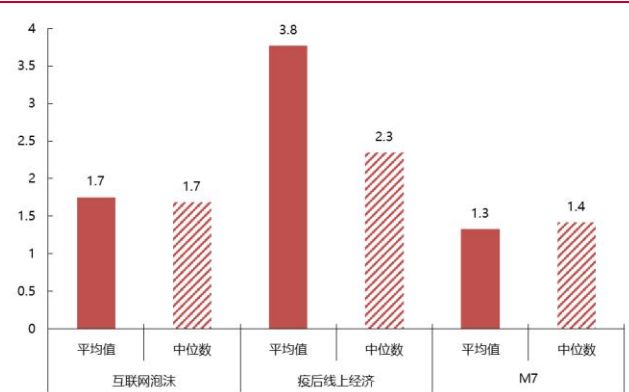
图表12：整体法下泡沫时期7只龙头个股估值情况



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

注：互联网泡沫时期7只个股为微软、思科、英特尔、甲骨文、诺基亚、IBM、AT&T；疫后线上经济7只个股为苹果、谷歌、亚马逊、meta、Netflix、PayPal、Shopify

图表13：泡沫时期龙头个股相较其余行业PE溢价

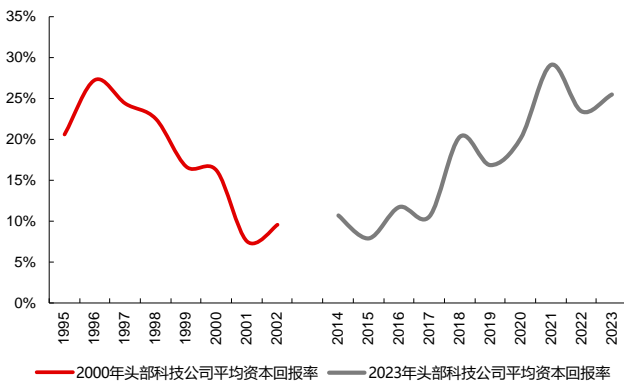


资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

注：计算方式为不同时期本行业7只龙头/其余行业7只龙头PE水平

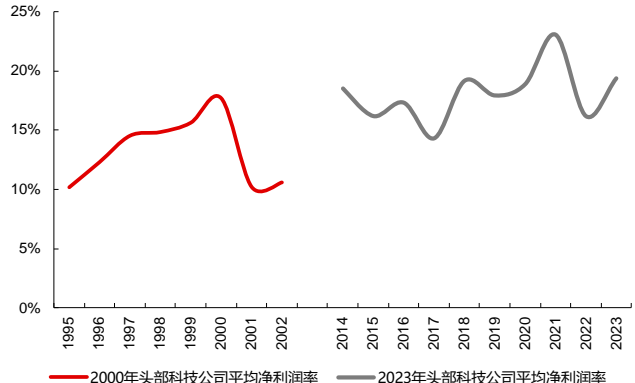
从基本面来看，本轮行情整体基本面支撑度较好。当前M7为首的科技龙头平均资本回报率、平均净利润率大都高于2000年科技泡沫时期主要科技龙头的水平，其中平均资本回报率更是达近30%。对比基本面指标的变动方向，可以看到2000年科技泡沫破碎前，当时科技龙头基本面各项指标的已经开始逐步恶化。但目前来看，2023年的美股科技龙头盈利能力仍处于高位。

图表14：2000年VS2023年头部科技公司资本回报率



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表15：2000年VS2023年头部科技公司平均净利润率



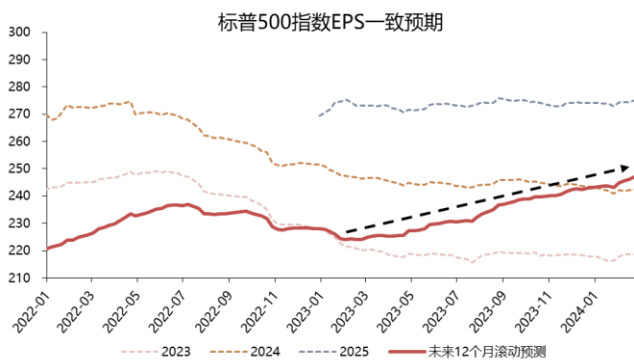
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

1.3 美股后续或将如何演绎？

综合上述四个视角观察，我们认为美股当前处于高位，但相较泡沫化或仍有距离。整体来看，美股估值位于高位，同基本面有所偏离，结构问题较为突出，集中度高、大市值股票涨幅大是较为明显的特征，M7贡献了美股大部分涨幅。但相对比历次泡沫化时期，当前M7的估值水平相较2000年互联网泡沫仍有一定空间，同时当前M7的基本面显著优于2000年头部科技公司的水平，且并未出现下滑趋势。

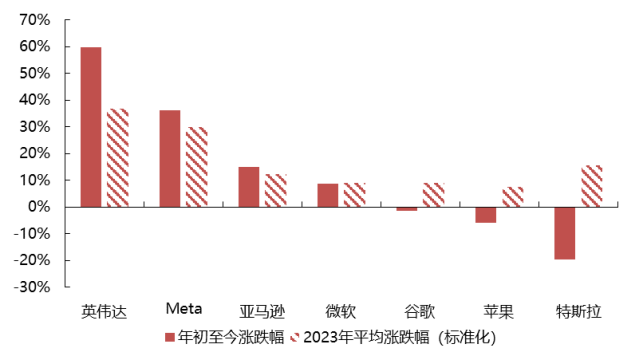
标普 500 上行动力或源于其强劲的增长预期，主要增长贡献 M7 走势分化。一方面，标普 500 持续上行的动力或源自其不断上调的增长预期，标普 500 指数 EPS 未来 12 个月滚动一致预期在 2023 年 3 月后持续上行，当前对于 2024 年、2025 年 EPS 整体增速分别为 10.82%、13.48%，远高于过去 20 年滚动 EPS 的符合增速 7.62%。另一方面，年初至今贡献了标普 500 主要涨幅的 M7 内部出现明显分化，英伟达在相同的天数内涨幅远高于 2023 年水平，而谷歌、苹果、特斯拉则出现回调。

图表16：标普 500 整体盈利预测不断上调



资料来源：FactSet，国联证券研究所

图表17：2024 年美股 M7 涨幅明显出现分化

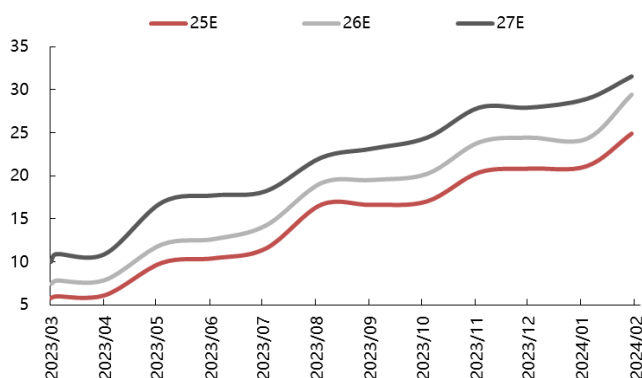


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：2023 年平均涨跌幅通过（年初至今天数/全年天数）*2023 年涨跌幅进行标准化估算

展望后市，业绩超预期的公司或仍有向上空间，M7 或延续分化。尽管当前美股估值、涨幅相对较高，但距离“泡沫化”仍有一定阶段，可兑现盈利预测的公司仍有上涨空间。以英伟达为例，其 2025 年、2026 年、2027 年 EPS 盈利预测经历不断上调，股价也随之不断创新高。在 2 月 21 日英伟达四季度业绩超预期后，次日股价上涨 16.4%，同时多家投行再度上调其目标价，或反映出即使估值高、前期涨幅大，但盈利能力可在高盈利预测水平上进一步超预期后，股价仍有向上空间。后续 M7 的走势可能延续分化，受益于人工智能催化、业绩兑现程度高的企业有望延续上涨。

图表18：英伟达盈利预测在 2023 年后持续增长



资料来源：FactSet，国联证券研究所

图表19：英伟达在财报超预期后，各投行上调目标价（单位：美元）

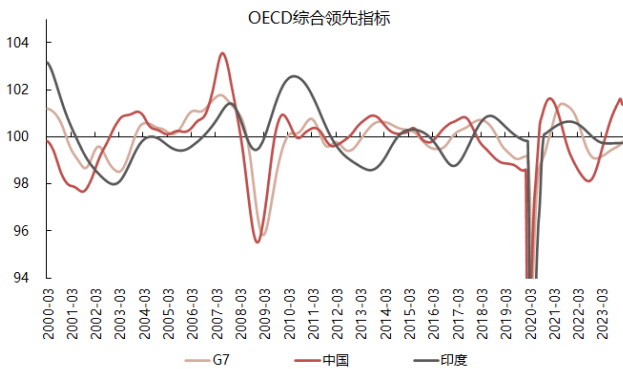
排名	外资投行	原目标价	新目标价	上调幅度	相较2.21 看涨幅度
1	KeyBanc	740	1100	49%	63%
2	Benchmark	625	1000	60%	48%
3	美国银行	800	925	16%	37%
4	Truist	691	911	32%	35%
5	汇丰银行	835	880	5%	30%
6	高盛	800	875	9%	30%
7	摩根大通	650	850	31%	26%
8	花旗银行	575	820	43%	22%
9	瑞银	850	800	-6%	19%
10	摩根士丹利	750	795	6%	18%
11	Jefferies	610	780	28%	16%
12	德意志银行	560	720	29%	7%
-	均值	707	871	25%	29%

资料来源：FactSet，Yahoo Finance 国联证券研究所

2. 全球数据观察

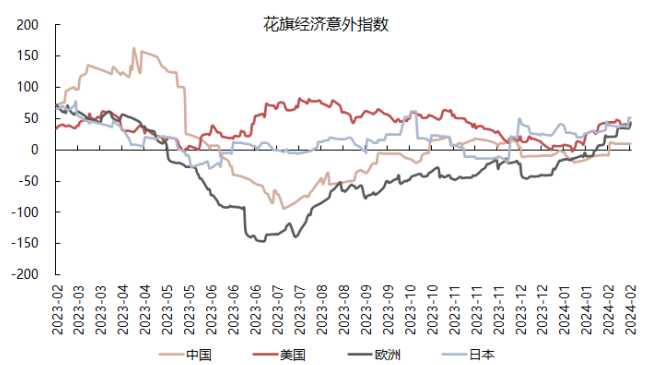
2.1 全球宏观经济数据一览

图表20: G7、中国、印度 OECD 综合领先经济指标分别录得 99.79、101.38、99.74



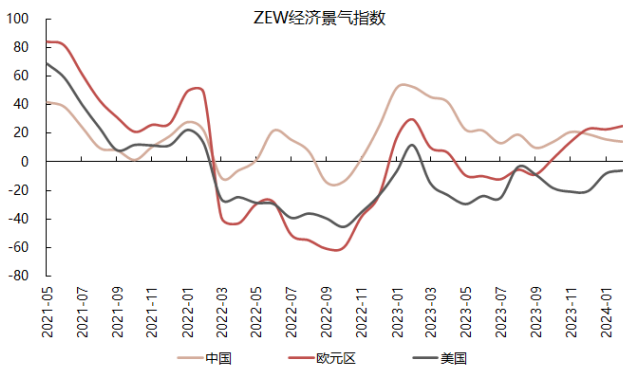
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 1 月

图表21: 美国、欧洲、日本花旗经济意外指数上升, 中国花旗经济意外指数下降



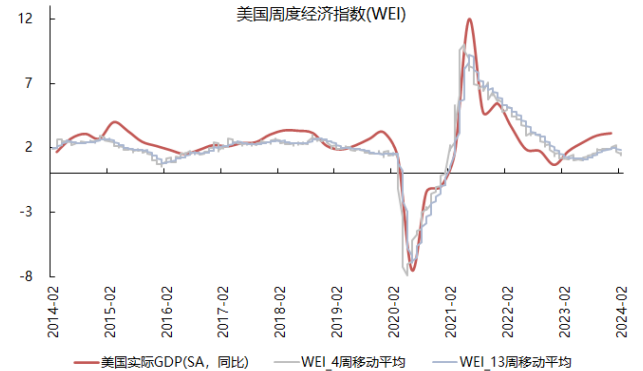
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 2 月 22 日

图表22: 美国、欧元区 ZEW 经济景气指数上升, 中国 ZEW 经济景气指数下降



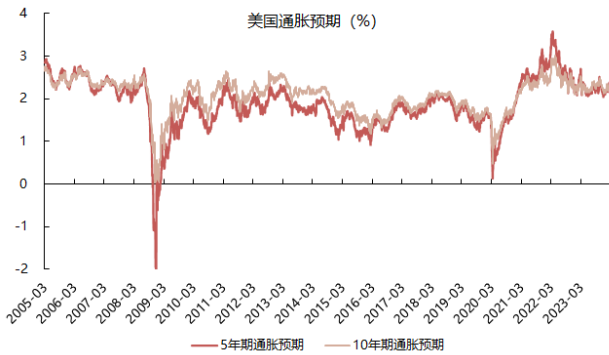
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 2 月

图表23: 美国经济指数 (WEI)、WEI_4WMA、WEI_13WMA 上升



资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 2 月 17 日

图表24：美国通胀预期较此前下降



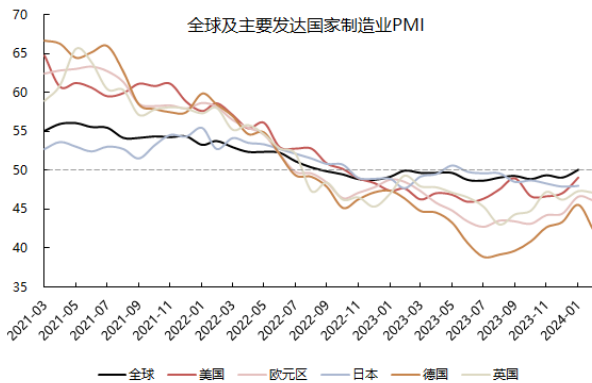
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 2 月 23 日

图表25：联邦利率期货显示 2024 年 3 月基准利率维持不变的概率为 96.0%，年内降息 4 次

会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

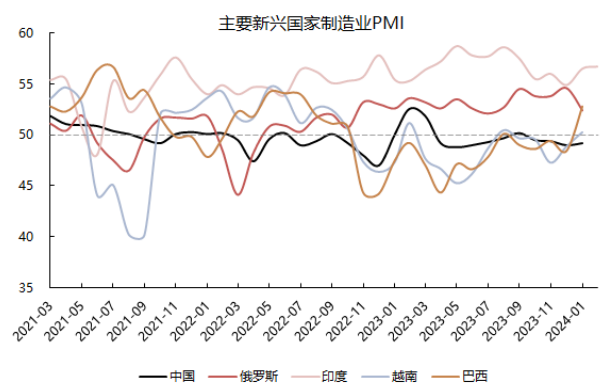
资料来源：CME，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 2 月 25 日，黑框内为 2 月 2 日 CME 预测数据

图表26：全球制造业 PMI 触及 50 荣枯线，主要发达国家制造业 PMI 仍在荣枯线下方



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 2 月

图表27：主要新兴国家制造业 PMI 中，俄罗斯、印度、越南、巴西位于荣枯线上方，中国位于荣枯线下方



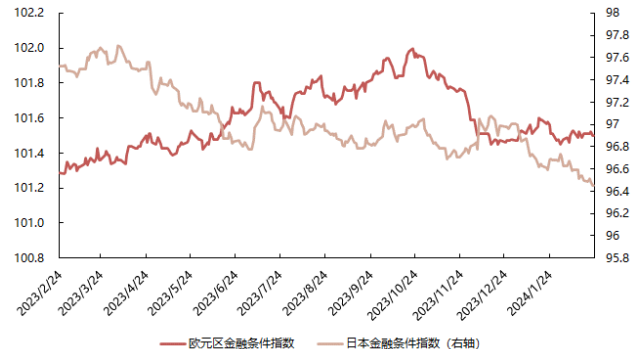
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 2 月

图表28：美国金融条件指数较此前回落



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 2 月 23 日

图表29：欧元区、日本金融条件指数较此前回落



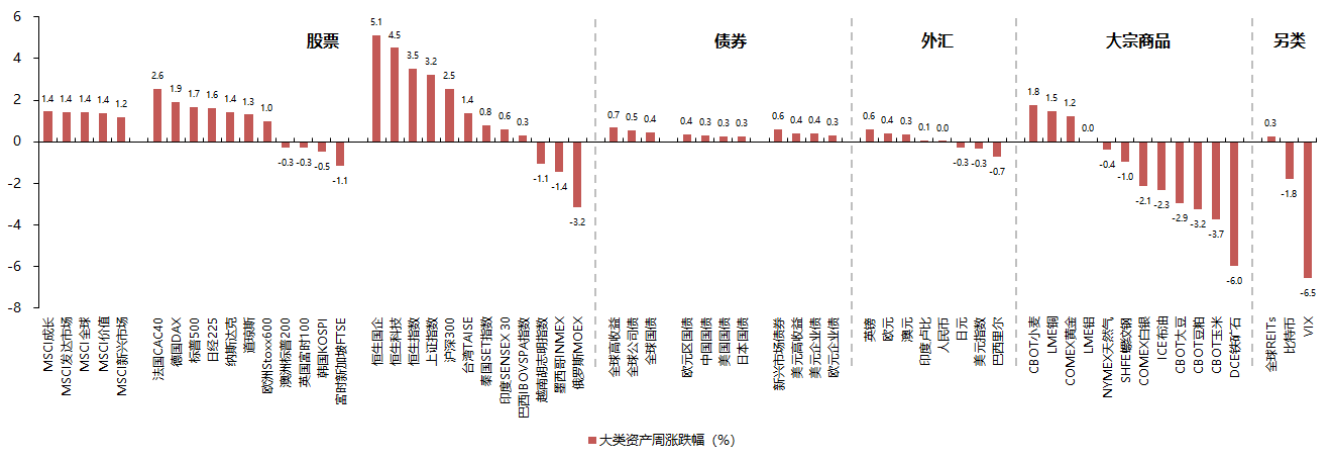
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 2 月 23 日

2.2 全球大类资产数据一览

2.2.1 市场表现与估值

过去一周,发达市场股市表现优于新兴市场;发达市场中,法国CAC40、德国DAX、标普500领涨,新加坡、韩国股市领跌;新兴市场中,港股、A股领涨,俄罗斯、墨西哥、越南股市领跌;债市中,高收益债、新兴市场债领涨;汇率中,英镑、欧元、澳元领涨,巴西里尔、美元指数、日元领跌;大宗商品中,小麦、铜、黄金涨幅领先,铁矿石、玉米、豆粕领跌;另类资产中,全球REITs上涨,比特币、VIX下跌。

图表30: 截至2月23日,全球大类资产周度表现(%)



资料来源: Wind, Bloomberg, 国联证券研究所
注: 数据截至2024年2月23日

全球主要股票市场中,过去一周,上证指数、恒生国企、沪深300涨幅领先,俄罗斯MOEX、富时新加坡FTSE全指、墨西哥INMEX跌幅靠前。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/685344222021011114>