

	维度	结论
泡沫程度分析	历史：PE/动态PE、ERP/利率调整后ERP	标普动态PE：估值高于中枢20%，泡沫幅度不大； 科技动态PE：泡沫相对比标普大，但不及2000年； 标普ERP：较低但剔除高利率影响后未到极值。
	横向：美VS德、成长VS价值、龙头VS整体	成长/价值、标普/DAX：估值比相对高，但未至极值。 科技龙头：泡沫不突出，纳指龙头/纳指已低于近3年均值。
泡沫形成背景	分子端：产业催化	分子端：类似科网泡沫，本轮美股科技高估值同样为AI新产业催化驱动。 分子端-验证：持续超额ROE/预期增速支撑美股科技高估值。 分母端：宽松催化泡沫，经济过热后加息至衰退，泡沫破裂。 资金端：ETF化趋势下，泡沫形成加速。
	分子端-中期验证：业绩领先其他	
	分母端：货币宽松	
	资金端：ETF化趋势加速泡沫形成	
泡沫破裂分析	泡沫终点信号1-开始交易衰退	信号-历史经验：参考00年，龙头业绩未达市场预期后行情见顶；之后市场交易衰退，行情向下。 当前路径分析：1) 当前加息影响已传导至分子端，市场开始交易衰退，需要重视风险；2) 但像2019年软着陆概率更大，具体看降息托市效果。 降息预期：结合景气&通胀&市场预期，年内降息大概率。
	泡沫终点信号2-龙头业绩增速低于预期	
	支撑软着陆因素-联储开始降息	

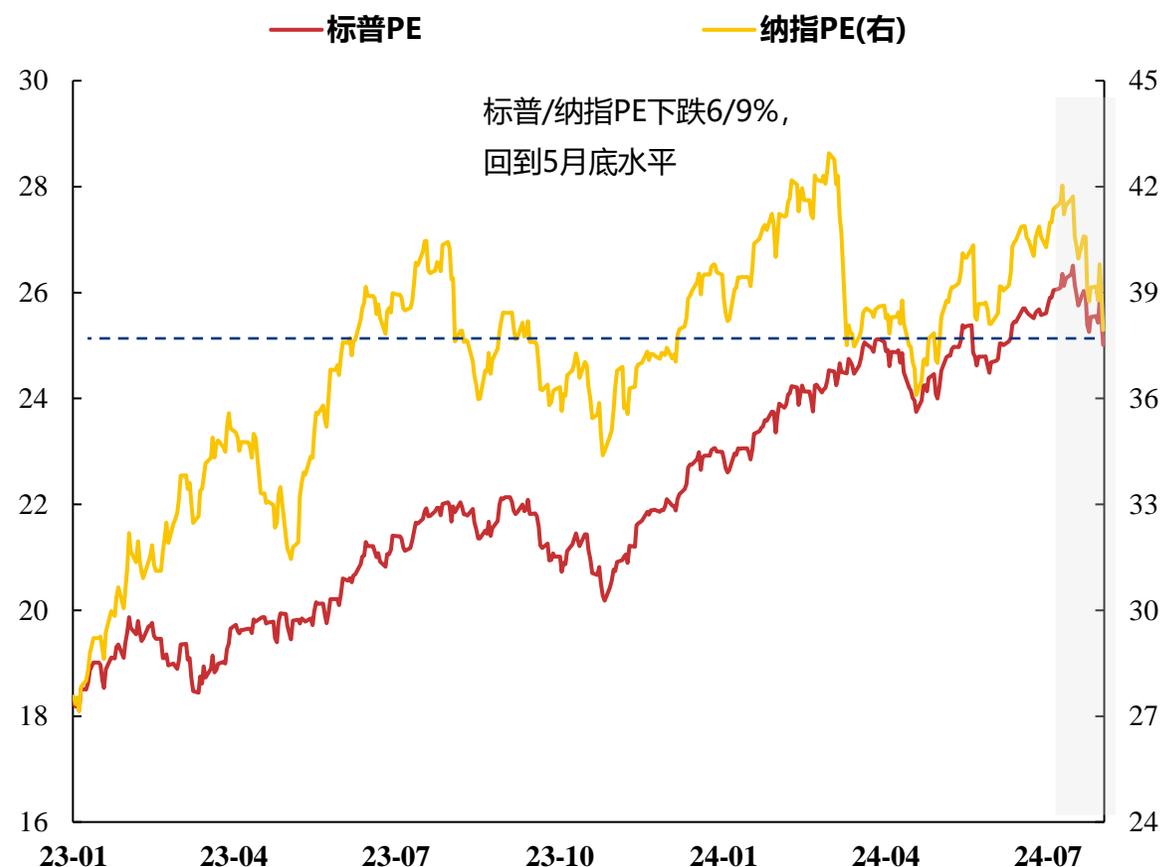
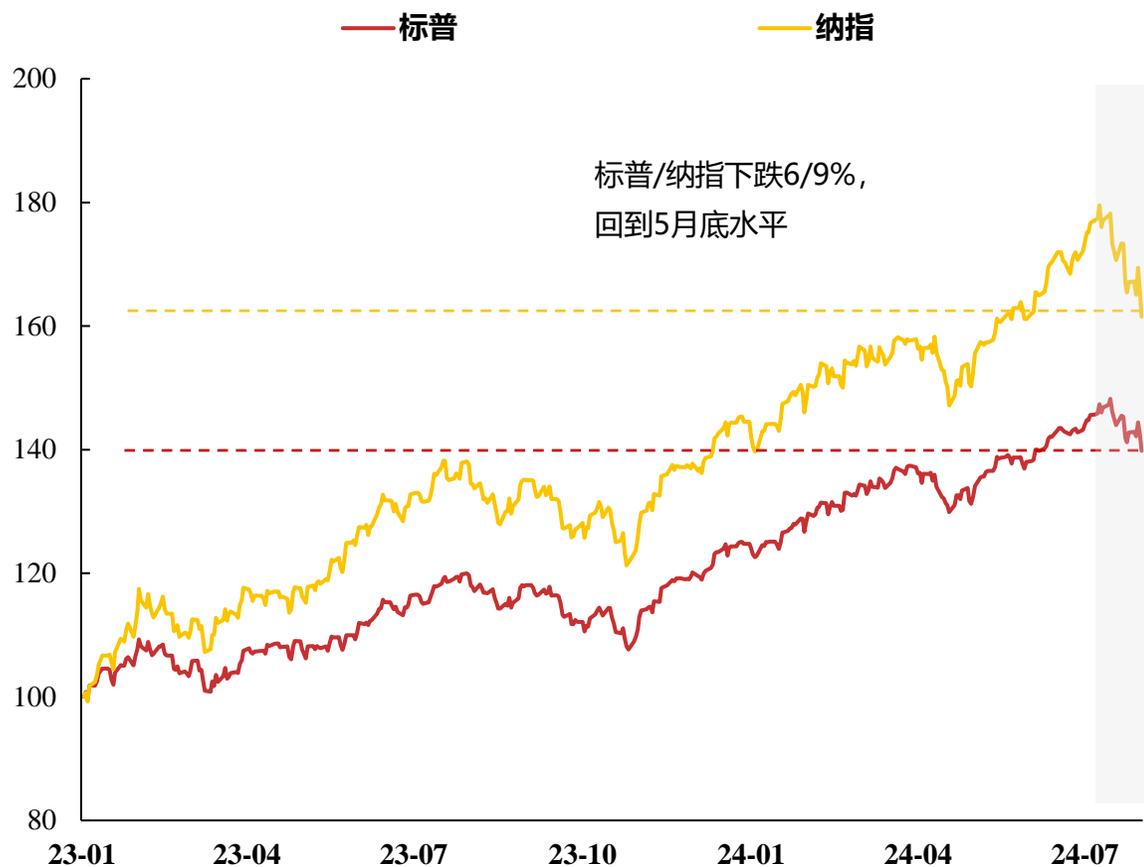
一、美股当前泡沫水平还有多大

二、泡沫生成背景：对比90年代科网泡沫有何异同

三、未来展望：泡沫破裂信号分析+软/硬着陆路径推演

7月中以来，美股连跌3周，标普/纳指下跌6/9%，累计涨幅和PE看，已回到5月前后水平。

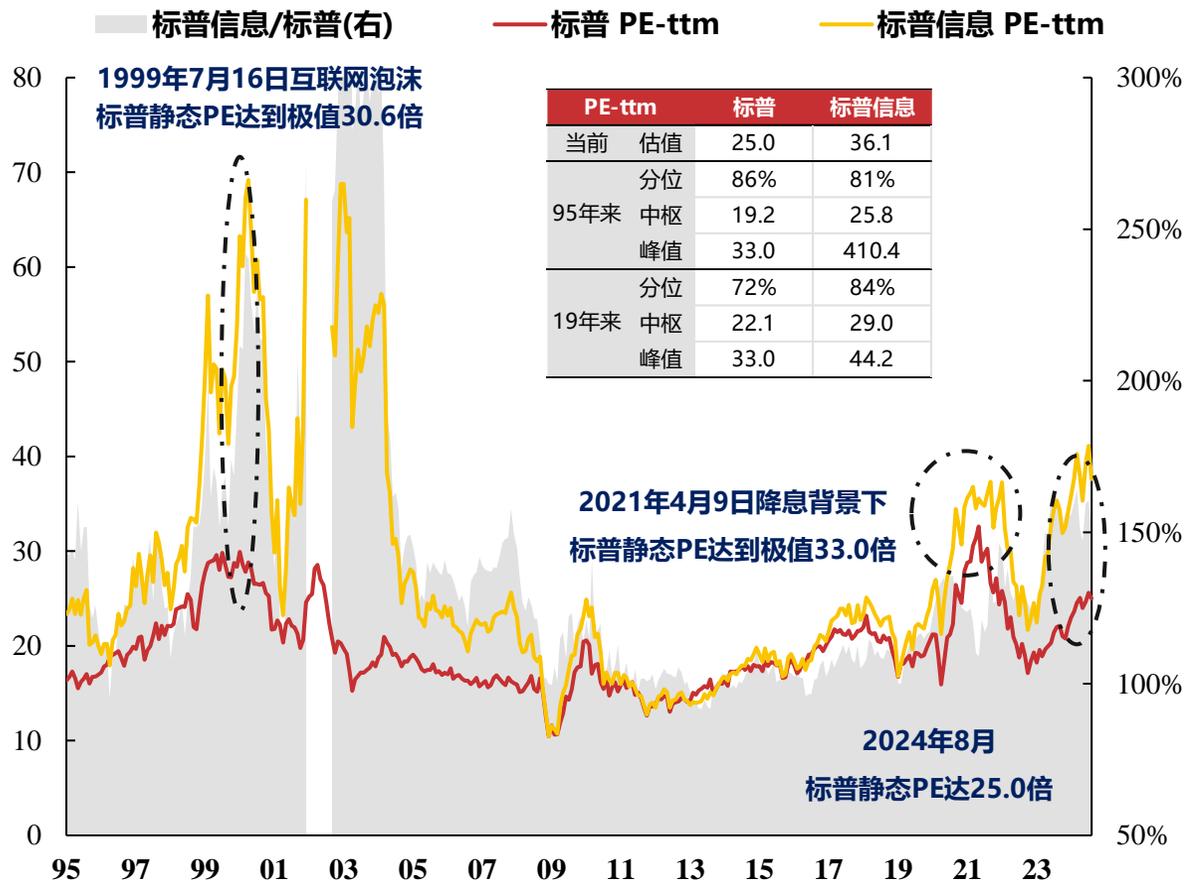
图表1：美股跌回5月前后水平



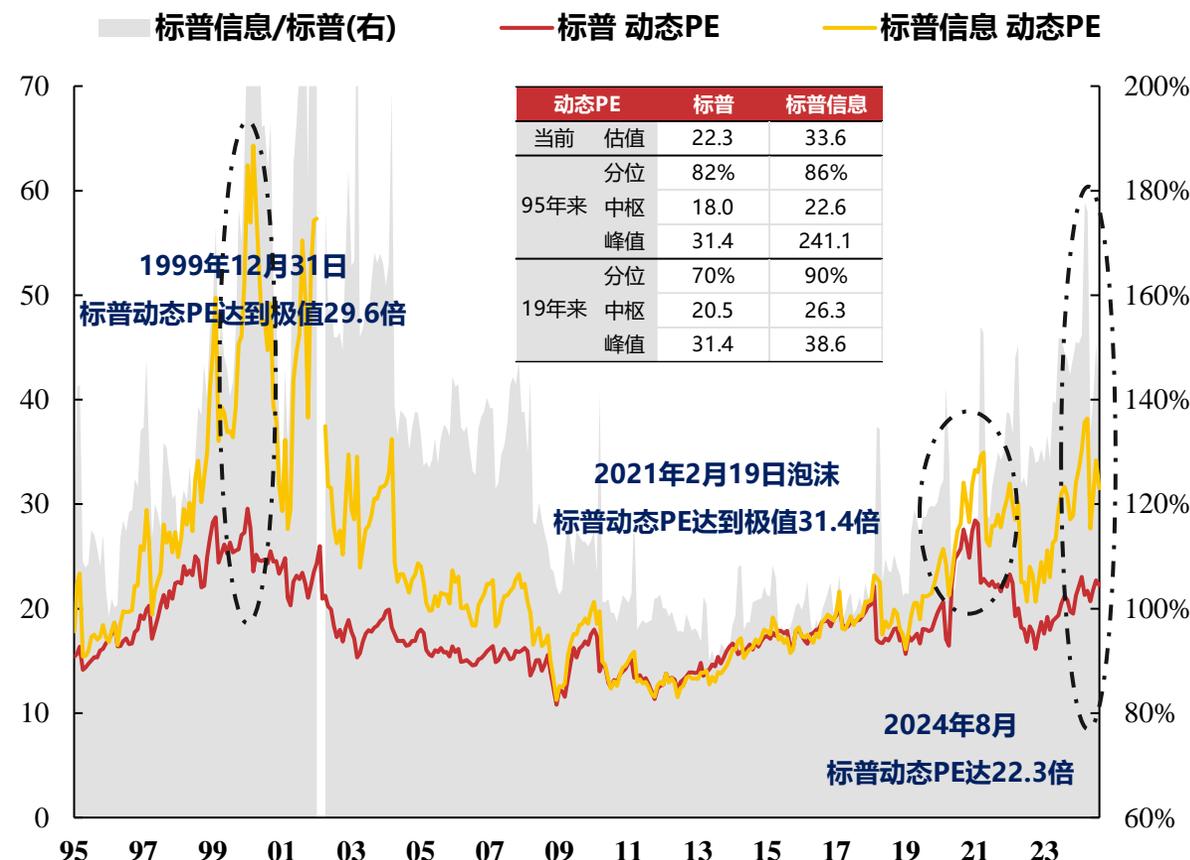
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

标普PE-ttm/动态PE为25/22倍，高于1995年以来中枢30/23%，离2000/2021年估值顶部还有30%左右距离，估值偏高但泡沫属性已不那么突出（特别动态PE看）。
 标普信息PE-ttm/动态PE为36/34倍，高于1995年以来中枢40/49%，虽然远低于2000年高点，但已接近2021年水平。

图表2：PE-ttm看，标普/标普信息高出1995年以来中枢30/40%



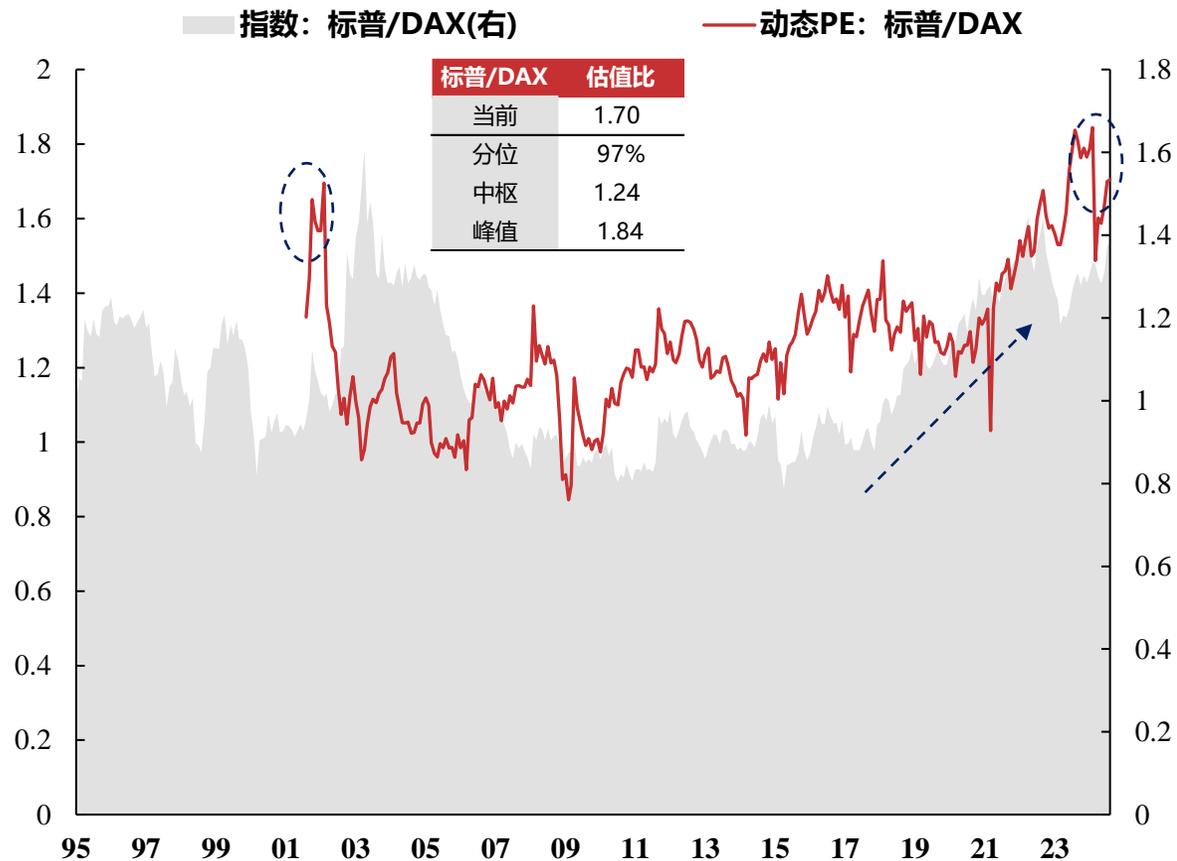
图表3：动态PE看，标普/标普信息高出1995年以来中枢23/49%



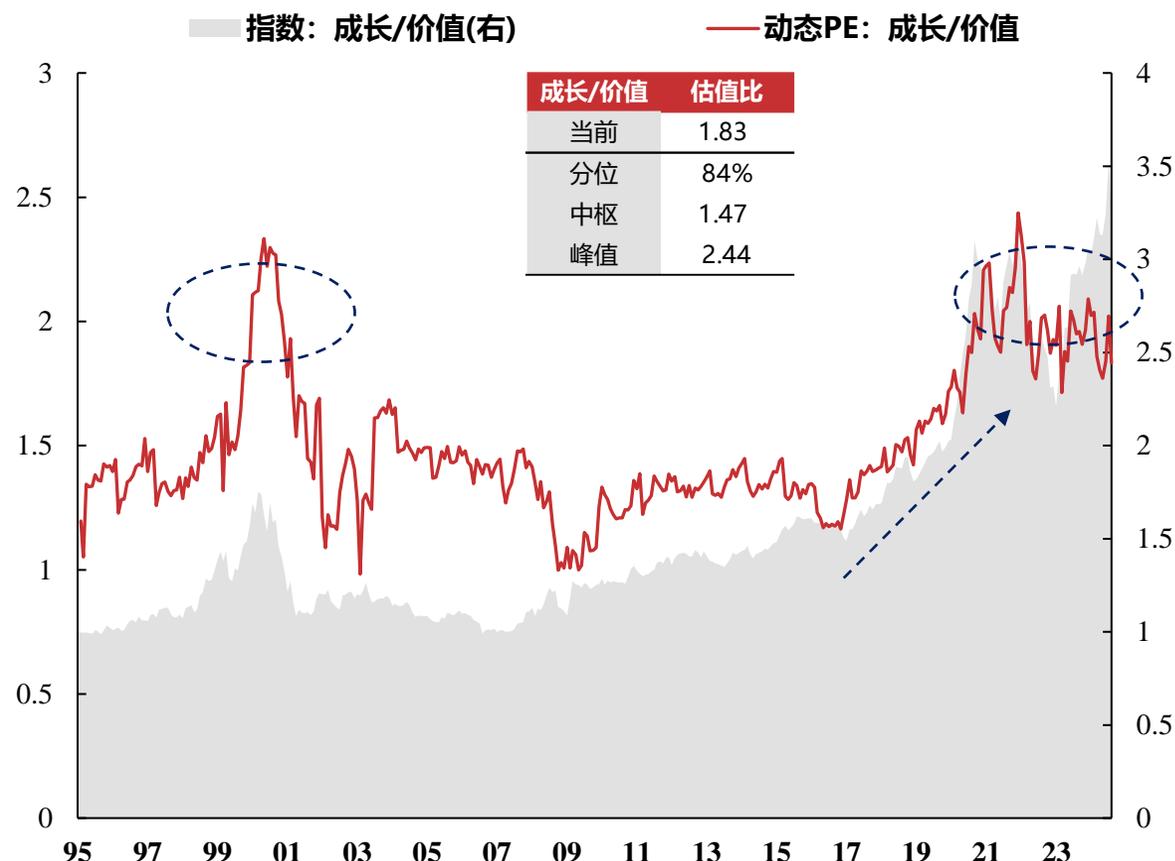
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；剔除02年衰退期PE；中枢为剔除最高/低10%后的均值

美股表现显著领先其他国家，以德国DAX为例，19年以来指数比率和动态PE比率上涨近30%。
 成长表现显著领先价值，19年以来指数比例近翻倍；但估值比率并未持续上涨，在高位但不在极值。

图表4：美股表现显著领先德股，估值比率也在走高



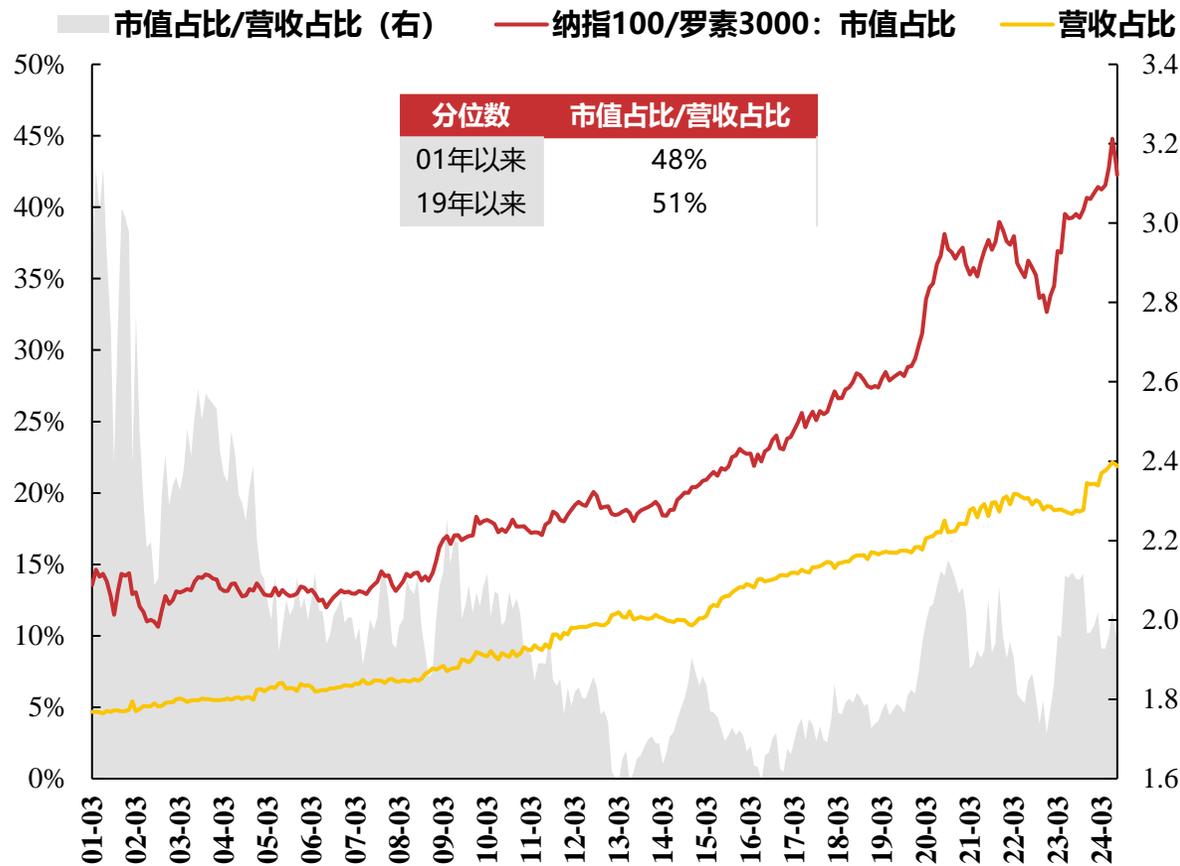
图表5：成长表现显著领先价值，估值比率也在中高位



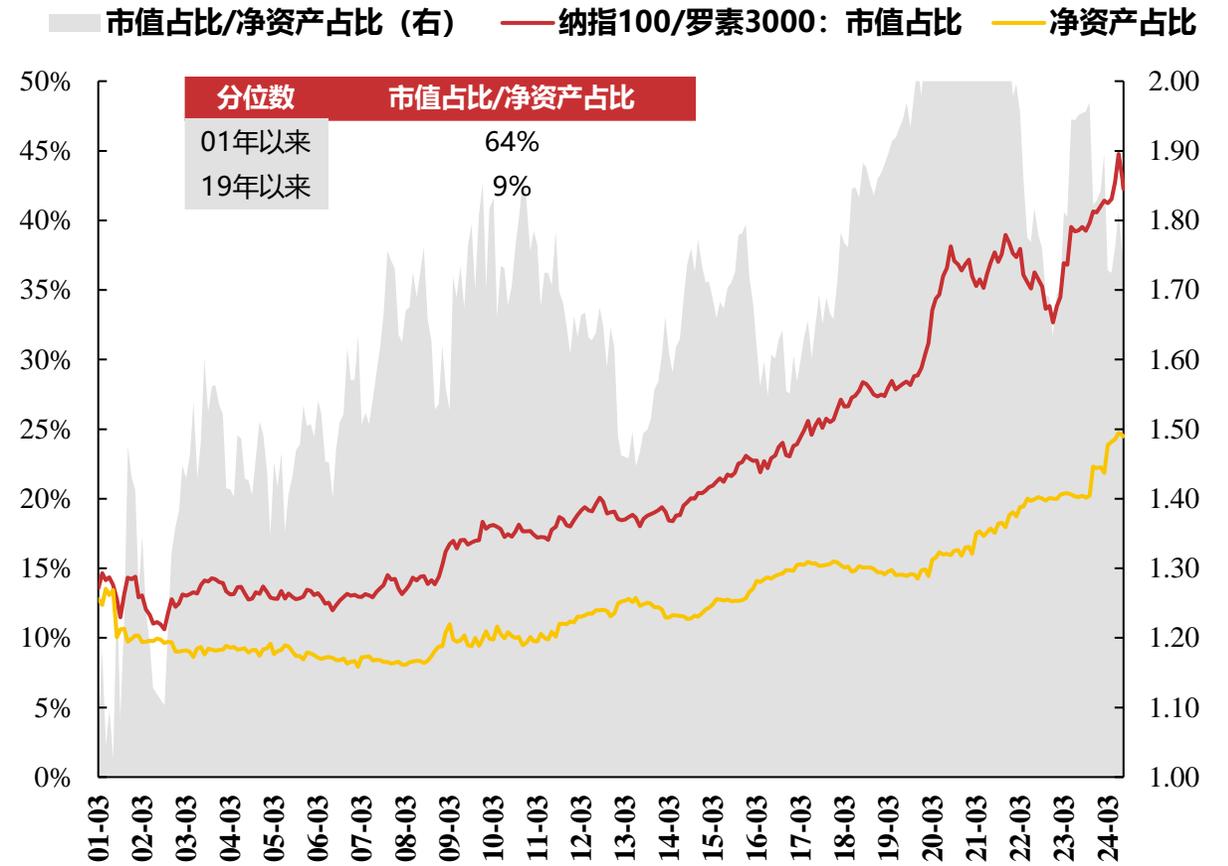
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；中枢为剔除最高/低10%后的均值

看纳指100（对应美股科技龙头）/罗素3000（对应美股整体）的市值占比、营收占比、净资产占比，虽然都在持续上升，但市值占比/营收占比、市值占比/净资产占比的比率并非历史极值，低于21年、23年水平，反映当前美股科技龙头市值整体是匹配其营收和净资产规模的，泡沫幅度不算突出。

图表6：对美股整体占比看，美股科技当前市值匹配其收入



图表7：对美股整体占比看，美股科技当前市值匹配其净资产



数据来源：Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

备受关注M7自2023年以来一共涨幅192%，显著领先，但实际PE和动态PE并未领先纳指和信息板块。历史动态PE看，当前M7/纳指已在中枢水平。

图表8: Magnificent 7 (M7) 公司估值概览

公司名称	市值 (万亿美元)	PE	动态PE	PB	23.1以来 涨跌幅
苹果	3.3	33.5	32.9	50.2	71%
微软	3.0	34.5	30.9	11.3	72%
谷歌	2.1	23.5	20.9	6.8	90%
亚马逊	1.8	39.4	29.5	7.4	100%
英伟达	2.6	62.5	39.8	54.0	634%
META	1.2	23.7	22.9	7.9	306%
特斯拉	0.7	103.6	89.6	10.0	69%
M7	14.7	35.0	30.3	12.9	192%
纳指	31.2	37.9	33.1	6.5	60%
纳指100	25.5	32.5	27.8	7.5	69%
标普	49.3	25.0	22.3	4.8	39%
标普信息	14.7	37.6	31.5	11.7	85%

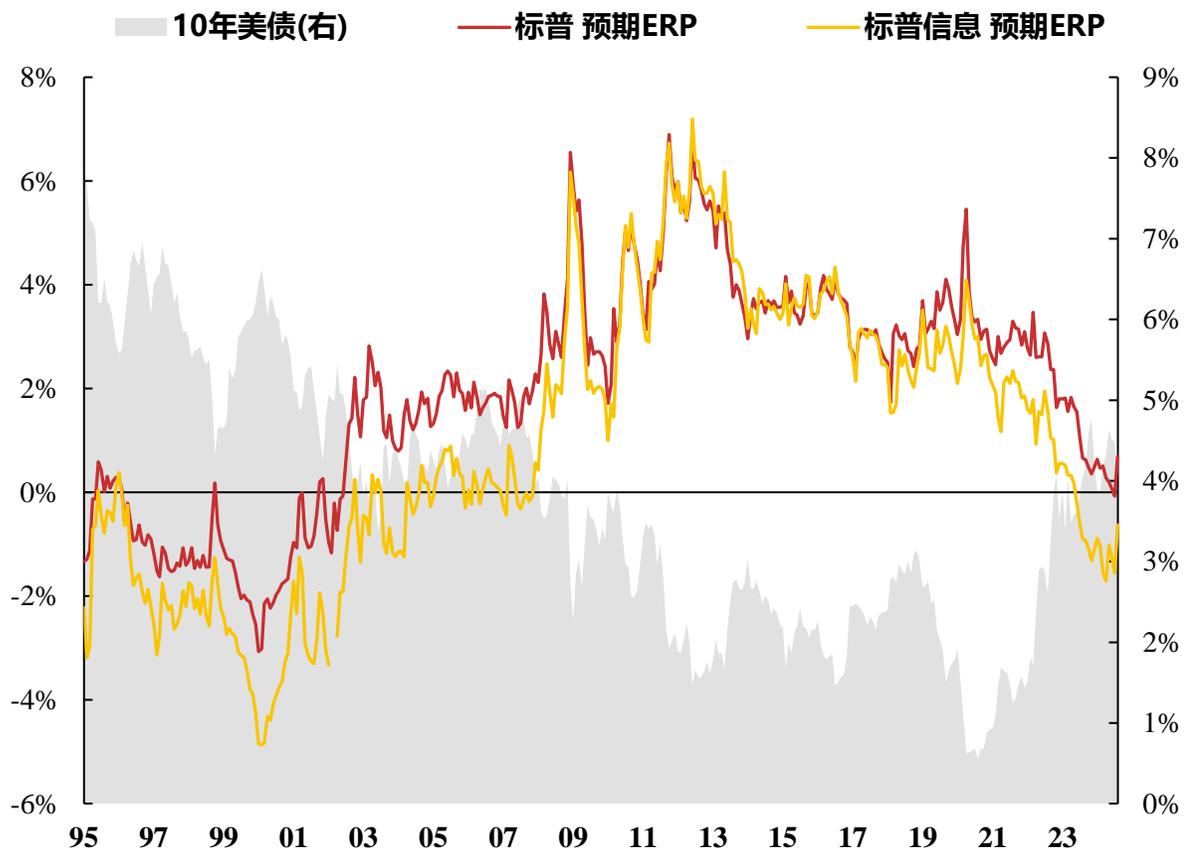
数据来源: Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

图表9: 美股龙头M7的动态PE比纳指处于近三年来平均水平, 泡沫并不突出



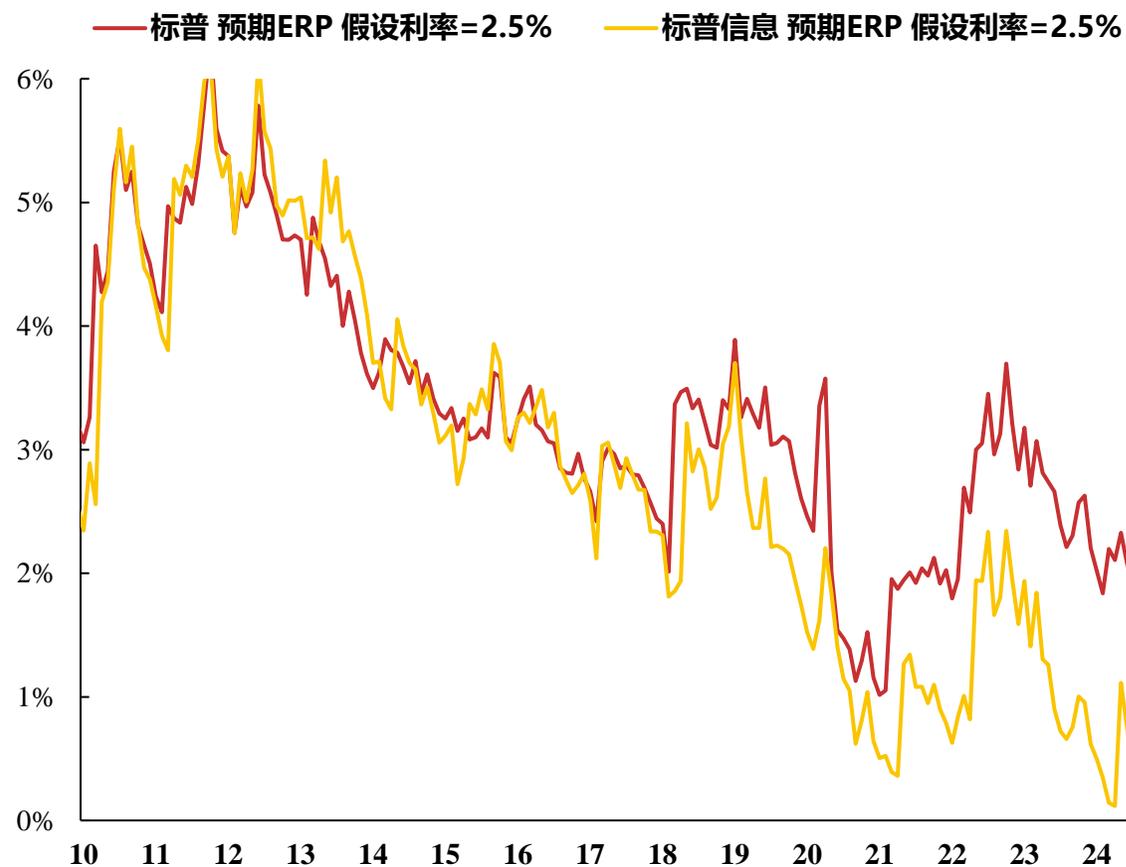
当前标普/标普信息的ERP为0.7%/-0.6%，已接近00年水平。但如果未来降息至2.5%中性利率（0.5%增长+2.0%通胀，约为13-19年均值），当前标普ERP为2.0%，在中枢偏低位置，并未特别低，对应当前估值不算高。

图表10：当前美股ERP已接近00年水平



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；

图表11：剔除利率因素看，当前美股ERP在低位但不突出



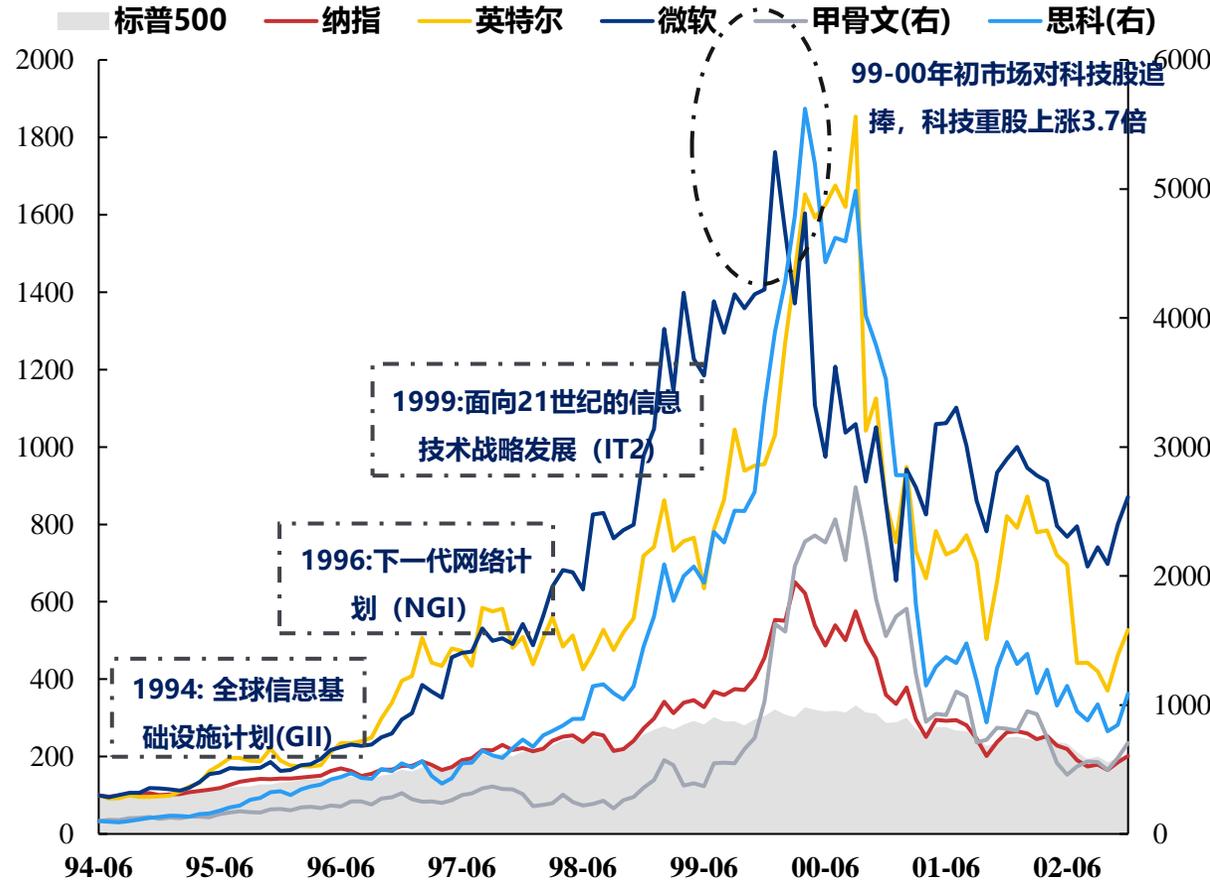
一、美股当前泡沫水平还有多大

二、**泡沫生成背景：对比90年代科网泡沫有何异同**

三、未来展望：泡沫破裂信号分析+软/硬着陆路径推演

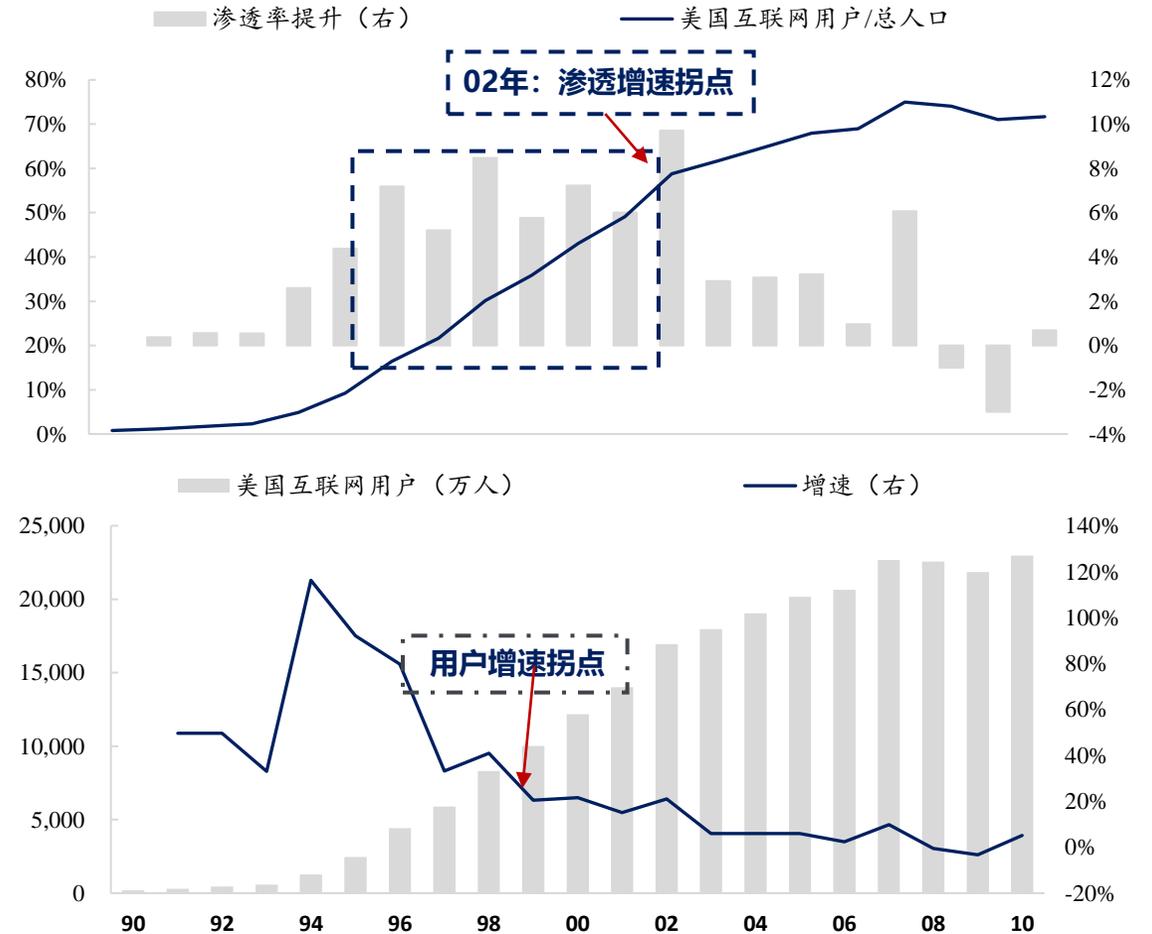
90-00年美国科技产业受到大量产业政策，政策00年前后支持减弱，产业发展不如预期。90年代中后期起政策支持减弱，至00年基本无再更新的利好科技政策。1996-2002年是美国互联网的高速增长期，渗透率从16%提升到59%，每年分别提升7%、5%、8%、6%、7%、6%、10%。

图表12：97-00互联网泡沫科技利产业政策热带动股价上涨



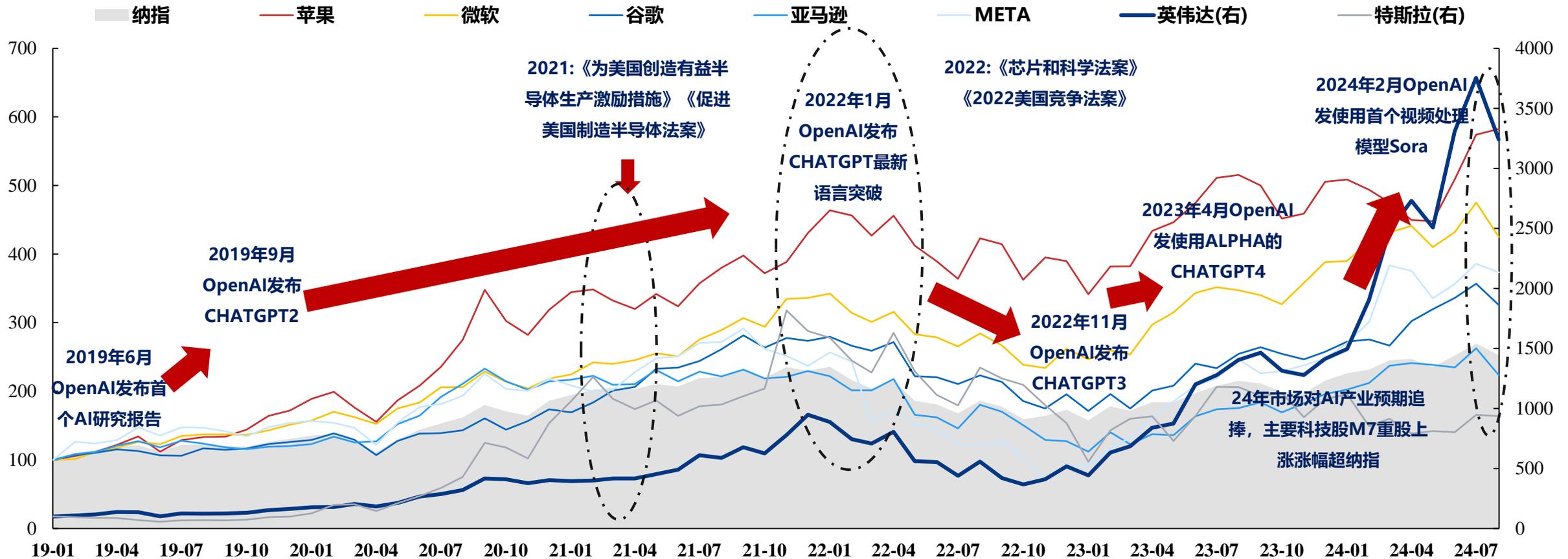
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图表13：美股互联网渗透率在02年迎来拐点，用户增速99年迎来拐点



21年以来半导体及芯片行业提供多项政策支持，持续推进AI行情向上。

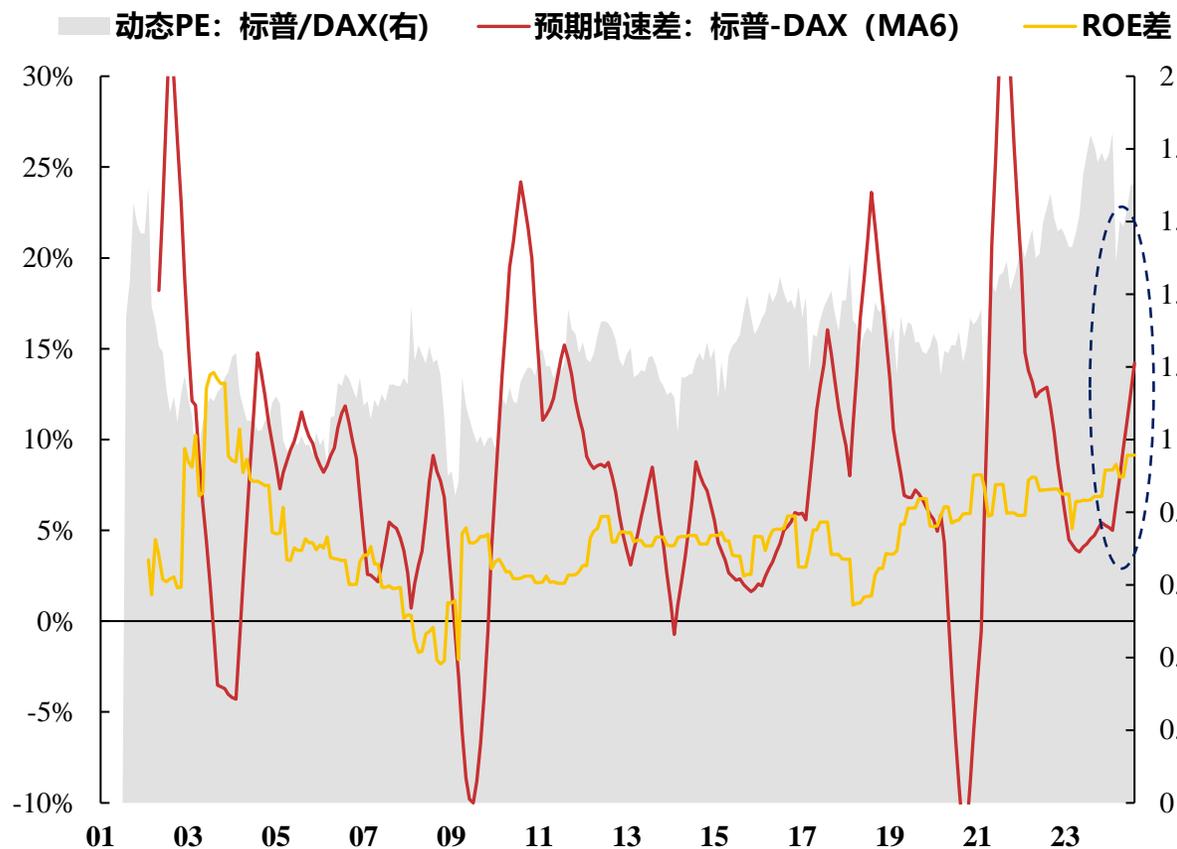
图表14: 19-24年AI热，带动M7股价上涨



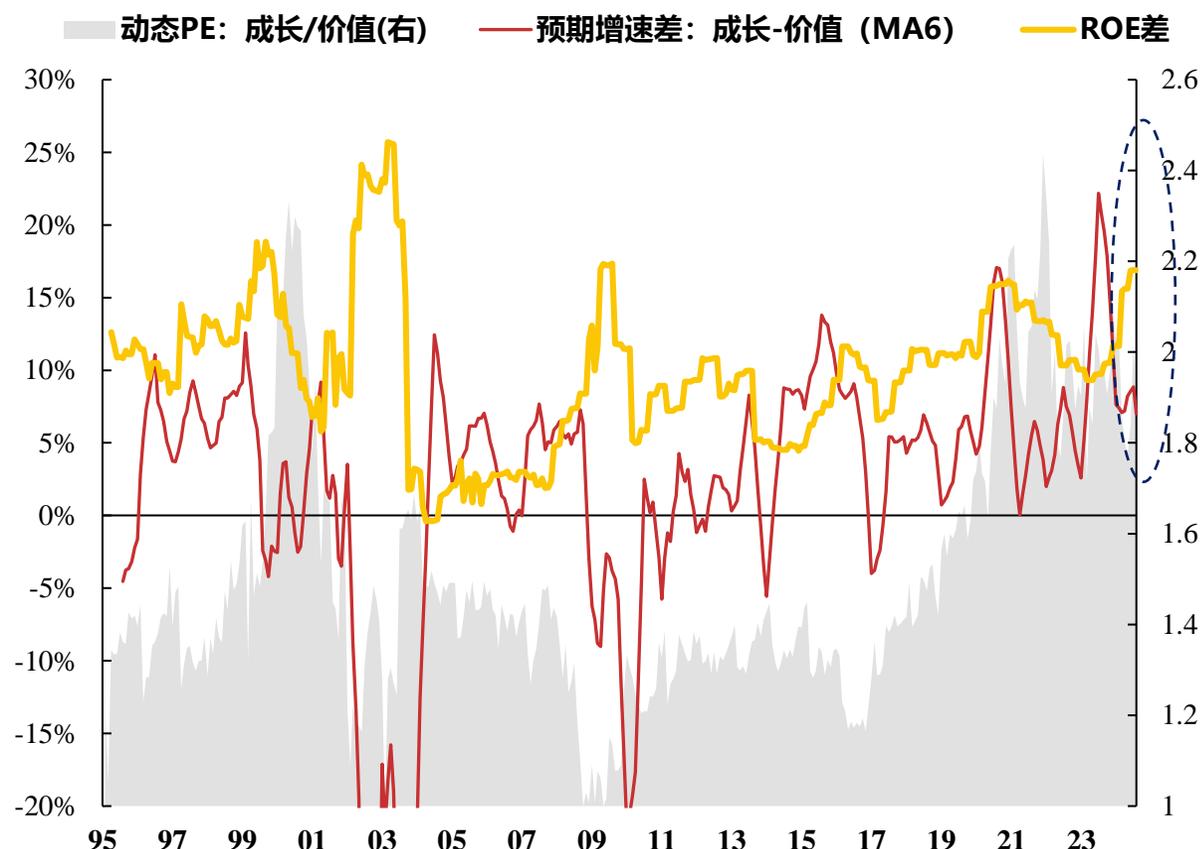
数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

美股科技相对高估值背后，是美股科技基本面显著更强：历史标普/DAX、成长/价值高估值，都对应ROE超额增加或预期增速抬升；当前标普-DAX、成长-价值的ROE超额持续走高，当前差额达9/17%，预期增速差也在相对高位。

图表15：美股长期领跑背后，标普-DAX的ROE超额持续走高，当前差额达9%



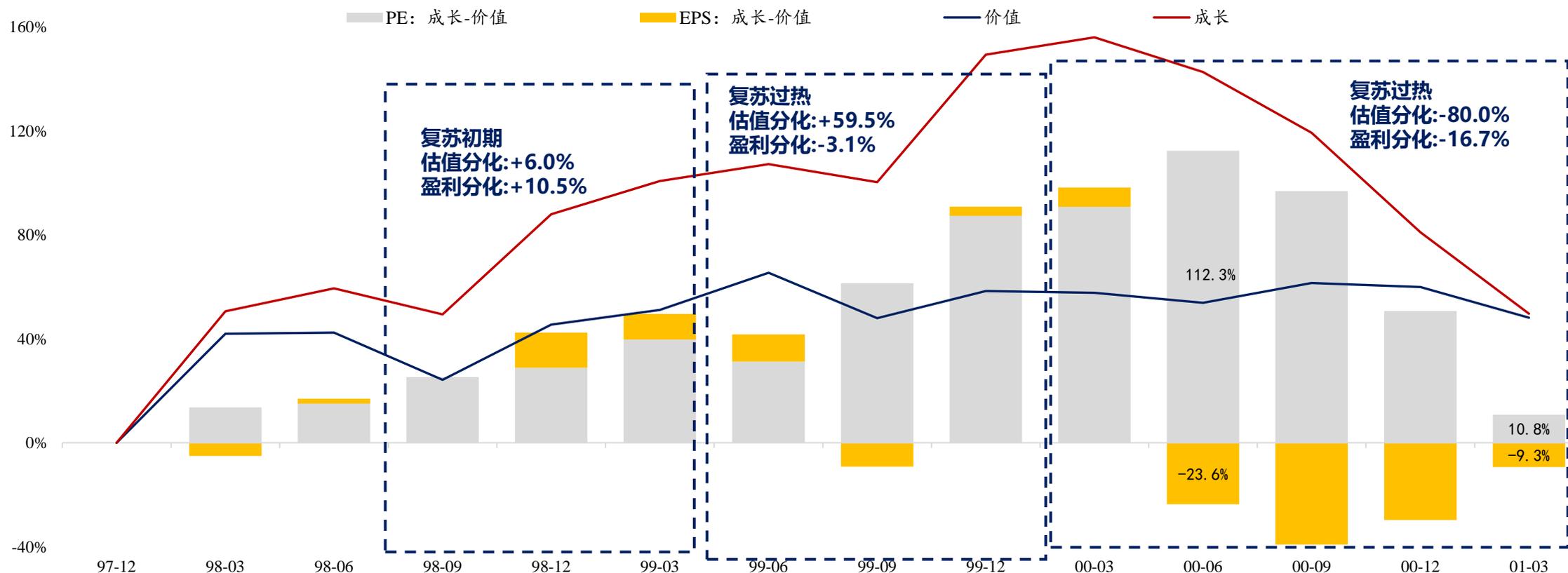
图表16：成长长期领跑背后，成长-价值的ROE超额持续走高，当前差额达17%



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

经济复苏初期，成长风格盈利好于价值风格，风格分化初现，成长风格小幅跑赢；**经济复苏后期**，政策退出，价值风格盈利下行，成长风格盈利有韧性，风格分化加大，成长风格大幅跑赢；**经济衰退期**，成长风格盈利下行并向价值风格收敛，风格分化大幅减小，成长风格估值下杀，价值风格跑赢。在整个定价周期的中期，成长风格的估值扩张远超价值风格，但是当流动性大幅收紧、成长股盈利也下行之之后，成长和价值的估值鸿沟将全面收敛，最终成长相对价值的超额收益主要来源于EPS增长。

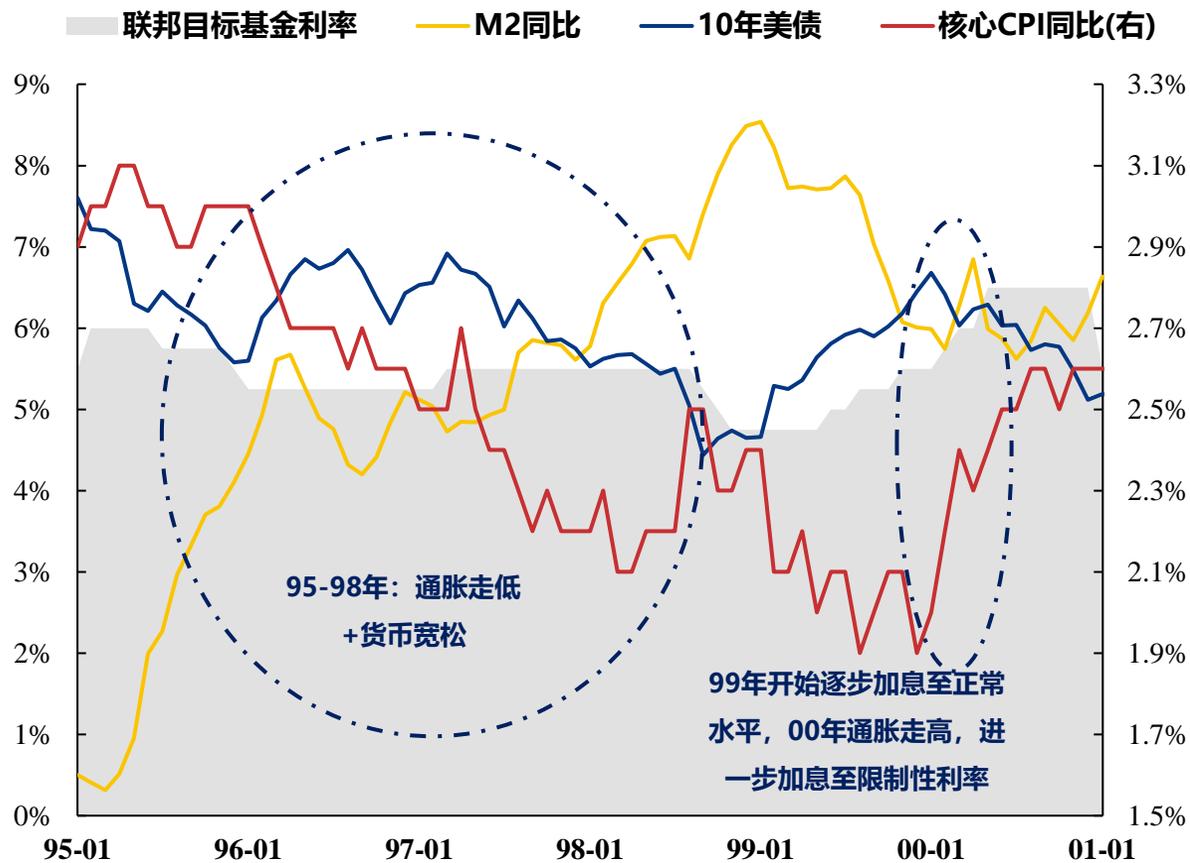
图表17：美国97-00年EPS估值、盈利分化过热



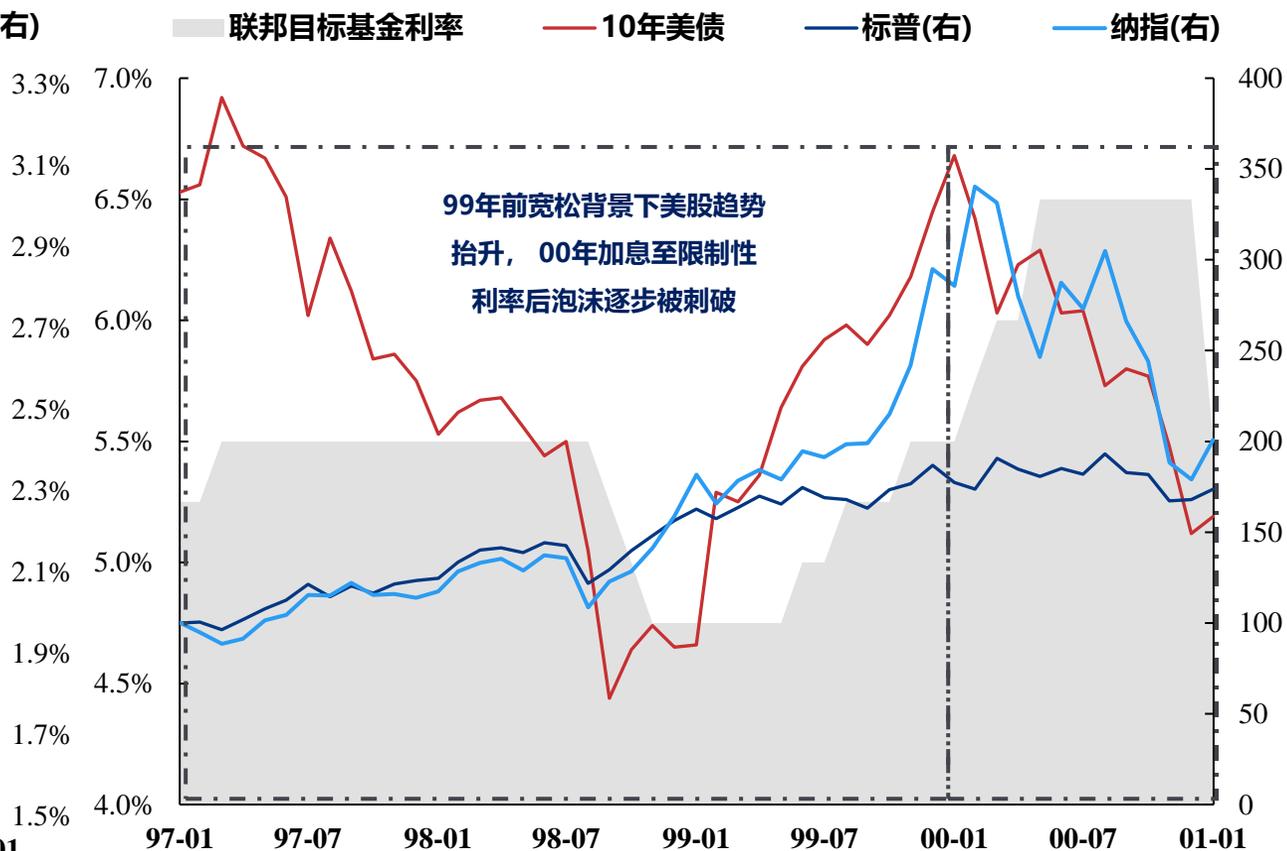
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

90年代后半段，货币宽松背景下美股走高，到00年加息到限制性利率，市场交易衰退，美股开始回落：95年联储预防性降息、97年东亚金融危机，同时全球化背景下通胀持续低位，加息压力较小，整体货币环境宽松，M2增速从1%到8%。之后，联储99年开始加息、00年政策利率突破前高，随着加息影响到分子端，叠加美股科技业绩未达市场预期，美股才冲顶、回落。

图表18：97-00年：货币长期宽松



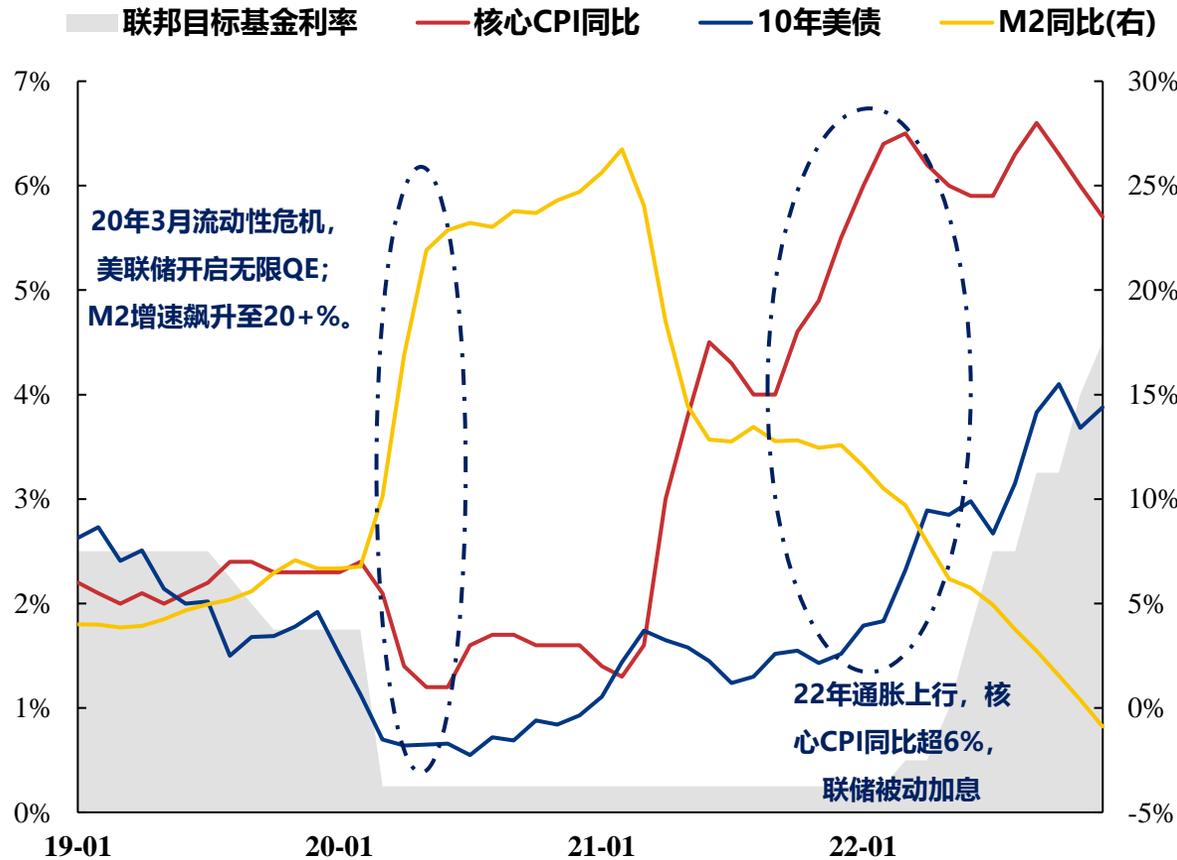
图表19：97-00年：宽松下大泡沫，加息到限制性利率触顶



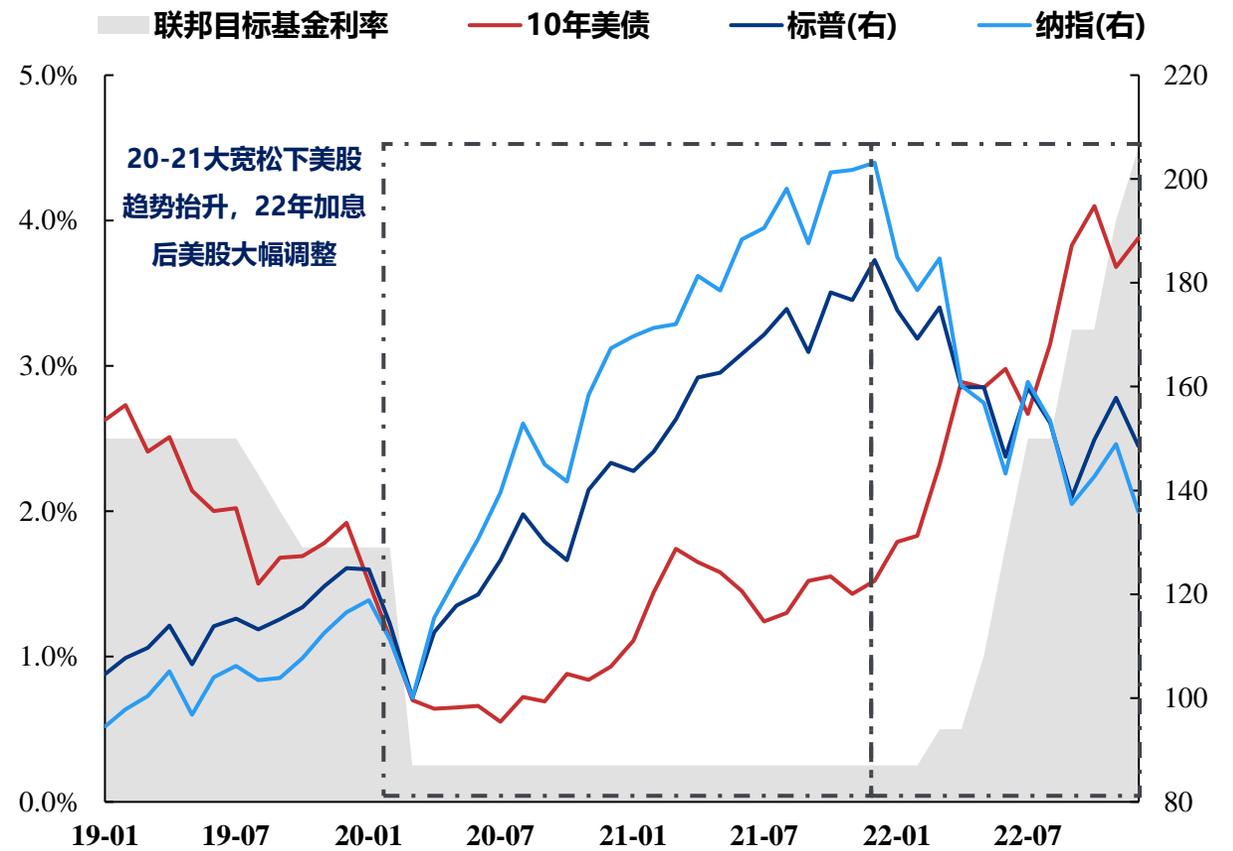
数据来源：Wind，财通证券研究所

2020年疫情大宽松，美股走高，到2021Q4宽松急刹车后美股才逐步回落：2020年疫情冲击下，一度引发流动性危机，联储随即大宽松、无限QE，M2增速超20%，美股也随即趋势抬升。2021年CPI显著抬升、2022年俄乌冲突后进一步引发高通胀，联储被动加息，美股开始显著回调。

图表20：20-22年：从大宽松到高通胀加息



图表21：20-22年：宽松美股大涨，加息后泡沫破裂



数据来源：Wind，财通证券研究所

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/696152143124010214>