



# 金融信息采编

COMPILATION OF FINANCIAL NEWS

2025 年第 06 期总第 1233 期

## 合肥兴泰金融控股集团 金融研究所

咨询电话：0551—63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：http://www.xtkg.com/

联系地址：安徽省合肥市政务区

祁门路 1688 号兴泰金融广场 2602

2025 年 01 月 21 日 星期二

更多精彩 敬请关注  
兴泰季微信公众号



|                            |   |
|----------------------------|---|
| <b>宏观经济</b> .....          | 1 |
| 建立公共数据资源价格形成机制 .....       | 1 |
| 推进国有经济布局优化和结构调整 .....      | 1 |
| 2025 年实施更加积极的宏观政策 .....    | 1 |
| 尼泊尔中资企业协会年会举行 .....        | 2 |
| 助力马来西亚经济长远发展 .....         | 3 |
| <b>货币市场</b> .....          | 3 |
| 人民币汇率企稳有支撑 .....           | 3 |
| LPR 年内调降或仍有空间 .....        | 3 |
| <b>监管动态</b> .....          | 4 |
| 强化防范化解金融风险问责 .....         | 4 |
| 金监局发布保险公司评级办法 .....        | 4 |
| <b>金融行业</b> .....          | 4 |
| 百亿元“耐心资本”最新动作 .....        | 4 |
| 多家公司提示有退市风险警示 .....        | 5 |
| <b>重点产业</b> .....          | 5 |
| 标准提升引领建材业发展 .....          | 5 |
| 微短剧行业精品化发展提速 .....         | 5 |
| <b>地方创新</b> .....          | 6 |
| 甘肃：大力推进新型工业化 .....         | 6 |
| 广东：探索“先用后付”模式 .....        | 6 |
| <b>深度分析</b> .....          | 7 |
| 辨析美股三大风险：高估值、高集中度、宏观 ..... | 7 |



## 宏观经济

### 建立公共数据资源价格形成机制

1月20日,国家发改委、国家数据局发布关于建立公共数据资源授权运营价格形成机制的通知,其中提出,开展公共数据资源授权运营的有关地区、部门和单位(以下称“授权主体”),要按照相关规定登记公共数据资源,授权符合条件的运营机构(以下称“运营机构”)进行数据治理、开发,向市场公平提供数据产品和服务。授权主体指导运营机构建立各类应用场景下可提供的数据产品和服务项目清单,对用于公共治理、公益事业的,免费提供;用于产业发展、行业发展的,可收取公共数据运营服务费。公共数据运营服务费实行政府指导价管理,其中,国家数据管理部门设立或指定登记机构登记的数据产品和服务,按程序纳入中央定价目录;地方数据管理部门设立或指定登记机构登记的,按程序纳入地方定价目录,原则上由省级发展改革部门会同数据管理等部门制定收费标准,确有必要的,可授权地级及以上人民政府制定。

### 推进国有经济布局优化和结构调整

1月20日,上海召开2025年上海市国资国企改革发展暨党建工作会议,谋划部署2025年国资国企重点工作。2025年,上海将加快推进国有经济布局优化和结构调整,深化战略性重组专业化整合,为实现“十五五”良好开局打好基础。上海国资国企将重点做好五方面工作:一是全力提升国有经济对全市经济的贡献度,巩固国有经济向好态势,大力推进稳增长扩内需,助力降本增效,加强预期引导。二是加快推进国有经济布局优化和结构调整,提高国有资本配置效率,加快新质生产力培育发展,深化战略性重组专业化整合。三是推动体制机制改革持续深化、落地见效,构建创新生态体系,推动公司治理形神兼备。四是进一步提升国资监管效能,健全分类监管,防范化解各类风险,完善国资大监管格局。五是持续加强党的领导党的建设,落实全面从严治党责任,实现党的领导与公司治理深度融合,夯实党建基层基础,为国资国企改革汇聚更多力量。

### 2025 年实施更加积极的宏观政策

1月20日,在中华民族传统节日乙巳蛇年春节即将到来之际,中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平下午在人民大会堂同各民主党派中央、全国工商联负责人和无党派人士代表欢聚一堂,共迎佳节。习近平强调,2025年是“十四五”规划收官之年。要坚持稳中求进工作总基调,实施更加积极有为的宏观政策,聚精会神抓好高质量发展,推动高水平科技自立自强,保持经济社会发展良好势头,圆满完成“十四五”规划目标任务,为“十五五”良好开局打牢基础。各民主党派、工商联和无党派人士要围绕中心、服务大局,发挥各自优势,更加广泛地凝聚人心、凝聚共识、凝聚智慧、凝聚力量。习近平向各民主党派、工商联和无党派人士提出3点希望。一是提高政治站位,进一步画好同心圆。二是紧扣中心工作,积极献策出力。三是加强自身建设,提高履职能力。突出政治引领,引导激励广大成员不忘初心使命,赓续优良



传统，汲取奋进力量。

## 禁止以或有收费方式提供审计服务

1月21日，为顺应经济社会发展对注册会计师诚信执业和独立性的更高要求，进一步提升审计质量，中国注册会计师协会（以下简称“中注协”）起草《中国注册会计师独立性准则第1号——财务报表审计和审阅业务对独立性的要求》（以下简称《独立性准则》），经财政部批准印发。《独立性准则》明确禁止以或有收费方式提供审计服务，避免损害审计独立性。独立性是审计业务的灵魂，是注册会计师职业道德基本原则之一。近年来，注册会计师行业高质量发展持续推进，对注册会计师的独立性提出了更高要求，也引发了监管机构和社会公众的持续关注。《独立性准则》紧密结合我国注册会计师行业监管中发现的实际问题，作出有针对性的规定。例如，针对由会计师事务所代审计客户编制合并财务报表或财务报表附注等情况，作出了严格禁止性规定。针对或有收费现象，明确禁止以或有收费方式提供审计服务，避免损害审计独立性。此外，《独立性准则》注重准则中国化，某些条款比国际守则更加严格。

## 尼泊尔中资企业协会年会举行

1月19日，尼泊尔中资企业协会2024年度总结会首都加德满都举行。据介绍，2024年，尼泊尔中资企业协会积极推进援尼辛杜巴尔乔克医院改造、热苏瓦水电站建成并移交、三金考拉水电试发电及尼泊尔逊科西马林引水隧道主体工程提前贯通等多个重要项目。中国驻尼泊尔大使陈松、尼泊尔工商联合会主席钱德拉·达卡尔、尼泊尔工业协会主席拉金德拉、尼泊尔商业协会主席拉杰什及尼泊尔中资企业协会会长朱庆军等出席年会。朱庆军在致辞中提到，2024年，尼泊尔中资企业协会发挥桥梁纽带作用，编制《尼泊尔营商环境报告》，为中资企业在尼投资提供决策支持。同时发布《企业社会责任报告》，有效提升中资企业在尼的良好形象。他表示，2025年是中尼建交70周年，协会将重点推进基础设施、能源、旅游等领域的项目开发，引导中资企业履行企业社会责任，助力尼泊尔社区发展。同时鼓励中资企业吸纳当地员工，加强文化培训与交流，推动中资企业融入尼泊尔社会，实现中资企业在尼的可持续发展。

## 埃塞俄比亚国家馆正式开馆

1月20日，埃塞俄比亚联邦民主共和国驻华大使馆主办的埃塞俄比亚国家馆开馆仪式上，埃塞俄比亚驻华大使塔费拉·德贝·伊马姆向大广集团总裁刘文广颁发了授权书，授予大广集团及其子公司在中国电子商务平台上及线下开设“埃塞俄比亚国家馆”的权利。大广集团通过在国内电商平台上建设“埃塞俄比亚国家馆”，帮助埃塞俄比亚的优秀企业和品牌进入中国，包括在“一带一路”农业与食品交易信息平台、抖音和天猫等电商平台，代表埃塞俄比亚各类产品在中国市场的销售和推广。为提升产品在中国市场乃至国际市场上的竞争力和信誉度，大广集团分别与中国出入境检验检疫协会签署《合作备忘录-生态原产地产品保护协议》，与中检计量有限公司签署战略合作协议。为促进精品咖啡产业标准化发展，中国出入境检验检疫协会与市场监管总局标准样品联展平台课题组、中检集团、大广集团等单位签署《联合共建国际标准样品展示平台（埃塞俄比亚国家咖啡标准样品馆）合作协议》。



## 助力马来西亚经济长远发展

1月20日,马来西亚经济部长拉菲齐·拉姆利表示,当前,马中合作稳定且紧密,有助于马来西亚实现科技创新驱动经济发展的长远目标。马中合作带来“双赢”。拉菲齐说,过去十余年,中国企业在马来西亚持续强化投资、拓展经营,在给企业创造收益的同时,更为马来西亚经济发展作出巨大贡献。现在,马中两国迎来了以合作促进共同发展的最佳时机。马来西亚正致力于加速经济结构转型,推动“马来西亚制造”向“马来西亚创造”转变,旨在将国家建设成为引领人工智能、数字化以及科技创新驱动发展的区域增长中心,实现高质量和可持续发展目标。拉菲齐表示,中国正逐步实现向创新驱动的经济发展模式转型,而马来西亚也在积极探索和借鉴这种经济增长模式。中国所展现的稳健创新发展模式,值得马来西亚学习。谈及两国有望深化合作的领域,拉菲齐说,中国在能源转型和电动车领域的技术优势为马来西亚提供了宝贵的学习机会。中国的经验将为马来西亚提供强大支持。

## 货币市场

### 人民币汇率企稳有支撑

1月20日,在岸、离岸人民币汇率已呈现企稳迹象。业内人士指出,中国宏观经济增长的积极因素正在显著增多,对人民币汇率稳定形成有力支撑。汇率根本上取决于经济基本面,从近期公布的宏观经济数据看,不论是短期GDP数据,还是中长期出生率等数据,总体强于市场预期。业内人士指出,随着逆周期宏观政策发力,可以期待未来一段时期宏观经济数据进一步改善。我国持续向好的经济基本面将继续对人民币汇率保持稳定提供支撑。看近期经济运行大盘,2024年四季度我国经济明显回升,前期出台的一揽子增量政策正在持续见效。当季GDP同比增长5.4%,较三季度提高0.8个百分点;环比增长1.6%,较三季度环比增速提升0.3个百分点,呈现加快趋势。看近期供需两端表现,价格企稳的积极信号逐步积累。看近期防风险工作,房地产市场风险大幅弱化,出现积极变化。看外部风险,美元指数维持强势或继续扰动非美元货币,但中国外汇市场在过去一年已表现出良好韧性。

### LPR年内调降或仍有空间

1月21日,1月贷款市场报价利率(LPR)出炉,1年期为3.1%,5年期以上为3.6%,已连续三个月维持不变,符合预期。分析人士表示,多种因素促使LPR报价连续3个月持平,在“适度宽松”货币政策基调下,年度视角下LPR伴随逆回购利率调降或仍有空间。东方金诚首席宏观分析师王青分析,开年政策利率及LPR报价保持不动,根本原因在于前期一揽子增量政策出台后,经济景气度上升,楼市也在显著回暖,2024年四季度GDP同比增长5.4%,较上季度加快0.8个百分点,短期内降息的必要性下降。展望未来,在物价水平偏低,外部经贸环境变数加大等背景下,2025年央行会继续实施有力度的降息,届时会引导LPR报价跟进下调。中信证券首席经济学家明明预计,在“适度宽松”货币政策基调下,年度视角下LPR伴随逆回购利率调降或仍有空间。考虑到年初信贷需求有所修复,预计后续LPR降息的落地时点仍会综合考虑



金融数据表现、收益率曲线形态以及内外均衡的合理选择。

## 监管动态

### 强化防范化解金融风险问责

1月21日,党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出,深化金融体制改革,完善金融监管体系,依法将所有金融活动纳入监管,强化监管责任和问责制度。现代金融监管通过机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管实现对金融市场经营主体从市场准入、业务经营再到风险出清等市场环节的全流程监管。目前,经济金融风险隐患仍然较多,金融服务实体经济的质效仍需进一步提高,金融乱象和腐败问题须重拳治理。在法治轨道上推进金融监管治理体系和治理能力的现代化,亟需建立健全监管责任落实,完善监管效果评估和监管问责制度,充分做到激励与约束相容,建立金融风险早期纠正硬约束制度。通过将问责贯穿金融风险防范化解的全流程,健全激励约束相容的风险处置问责机制,明确主体责任与个人责任,强化执法检查,健全金融问责的信息监督机制和高素质金融人才队伍建设,将有力地促进金融服务实体经济发展。

### 金监局发布保险公司评级办法

1月21日,金融监管总局发布《保险公司监管评级办法》(简称《评级办法》),自2025年3月1日起施行。监管部门将依据《评级办法》对保险公司开展监管评级并实施分类监管,对于合理配置监管资源、提升监管有效性、加强保险业风险防控具有重要意义。根据规定,不同类型公司的监管评级结果均为1—5级和S级,数字越大风险越大。监管评级综合得分在90分(含)至100分为1级,75分(含)至90分为2级,60分(含)至75分为3级,45分(含)至60分为4级,45分以下为5级。其中,对于2级公司,根据得分进一步细分为A、B、C三档;3级和4级公司细分为A、B两档。对于正处于重组、被接管、实施市场退出等情况的公司,直接列为S级。《评级办法》规定,保险公司监管评级要素包括公司治理、偿付能力、负债质量、资产质量(含资产负债匹配)、信息科技、风险管理、经营状况、消费者权益保护及其他,在对各评级要素综合评价基础上,得到其整体风险大小确定评级结果。

## 金融行业

### 百亿元“耐心资本”最新动作

1月20日,由上海市财政出资的100亿元“耐心资本”——上海未来产业基金正式发布《上海未来产业基金申报指南》(以下简称《申报指南》),向全国子基金管理机构抛出橄榄枝。《申报指南》亮点纷呈,涵盖设置回购机制、明确投资策略、打破注册地限制等多项创新举措,为基金运作注入新活力。根据介绍,上海未来产业基金着眼于建立超前认知,发现未来可能对世界产生深远影响的方向,助力其明确产业



化路径、缩短市场化周期，搭建推动颠覆式创新、多学科交叉创新以及前沿平台性技术孵化和早期投资的开放赋能平台，重点支持未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康等未来产业。《申报指南》提出，子基金需具有明确的投资策略，投资方向符合上海市未来产业发展规划和导向，明确有侧重的赛道及项目储备。此外，在注册地方面，子基金原则上应注册在上海市，但投资境外标的或上海未来产业基金对子基金的认缴出资额不超过该子基金认缴出资总额 20% 的除外。

## 多家公司提示有退市风险警示

1 月 21 日，伴随退市力度不断加大，ST 板块调整压力也在提升。有受访业内人士表示，新“国九条”之后“退市新规”等重要制度实施，A 股市场生态发生变化，退市常态化削减了“壳”资源价值，加剧了 ST 板块压力。且近期由于获利盘回吐，ST 公司业绩压力加大，以及退市制度严格执行，市场风险敏感度进一步提升。值得注意的是，针对一些上市公司可能面临退市风险警示的情况，2024 年 12 月，证监会曾表示，在 2024 年年报披露后可能被标记为\*ST（即存在退市风险）的公司，并不意味着它们一定会退市。这些公司仍有一年的时间来优化经营策略、提升业绩质量，以期化解退市风险。某头部券商分析师表示，近期 ST 板块股票调整的主要原因还包括：一是获利盘回吐，数据显示，自 2024 年下半年低点至今，ST 板块涨幅达 51.5%，累积大量获利盘，市场变动时投资者倾向获利了结，导致股价下跌；二是 A 股即将进入年报业绩预告高峰，2024 年为新规则实施首年，ST 公司面临业绩压力，市场担忧加剧。

## 重点产业

### 标准提升引领建材业发展

1 月 21 日，工业和信息化部、生态环境部、应急管理部等 4 部门联合印发《标准提升引领原材料工业优化升级行动方案（2025—2027 年）》（以下简称《行动方案》），为建材行业标准创新提升明确了目标导向。《行动方案》无疑为建材行业转型升级提供了契机，将更好发挥标准对行业高质量发展的提升引领作用。《行动方案》明确提出，按照“废止一批、整合一批、修订一批、制定一批”的要求，加强对各领域标准体系评估，优化升级现有标准体系，完善新型工业化标准体系布局。为此，建材行业应加强标准体系评估，整合重复交叉标准，修订与现行技术和市场需求不匹配标准，提升标准质量和水平；加大重点标准研制，着力解决标准缺失问题，推动建材行业绿色低碳、节能降耗、资源综合利用、新材料新技术标准体系的建立和完善；强化过程管理，通过标准指导和标准制定修订全过程管理，强化标准化理论研究和验证应用，推动全面提升建材行业标准体系的适用性和有效性。

### 微短剧行业精品化发展提速

1 月 21 日，随着行业不断规范，政府机构、平台企业等多方合作推进，以及越来越多优质制作团队入场，微短剧行业正向着精品化方向不断推进，并显现出了良好的发展前景和势头。从 2024 年 6 月 1 日起，微短剧管理新规正式实施生效。这些都有



效抑制了乱象滋生，推动微短剧向精品化发展，从“高流量”转向“高质量”。除了加强监管外，管理部门、地方政府、互联网平台，以及众多影视工作者也都积极推动微短剧多出精品，引导微短剧行业走精品化道路。在推进微短剧精品化的过程中，跨界融合的“微短剧+”成为微短剧发展的另一个显著趋势。“微短剧+文旅”“微短剧+普法”“微短剧+品牌”“微短剧+媒体”等形式表现抢眼。除此之外，众多地方也推动中华优秀传统文化创造性转化、创新性发展，向“微短剧+文旅”“微短剧+非遗传承”等方向拓展，不仅产出了很多精品力作，也丰富了自身的业务形态，形成了相互赋能的双向奔赴，未来发展潜力巨大。

## 地方创新

### 甘肃：大力推进新型工业化

1月20日，甘肃省省长任振鹤在作政府工作报告时表示，当前，甘肃呈现出区位优势改善、改革势能迸发、发展气场增强、城乡面貌重塑的全新态势，步入了转型发展、追赶发展的重要“窗口期”。大力推进新型工业化，加快构建现代化产业体系将成为甘肃2025年的重要工作。构建现代化产业体系，离不开科技创新。为此，政府工作报告提出，甘肃要强化科技创新引领，围绕打造全国区域性科技创新及转化基地，统筹推进“强科技”“强工业”行动，加快科技创新与产业创新深度融合。在科技投入方面，甘肃明确力争全省研发经费达到180亿元，财政科技支出占一般公共预算支出比重达到1.5%。大力培育未来产业是甘肃2025年的奋斗方向。任振鹤表示，甘肃要聚焦氢能与新型储能、商业航天、低空经济、人工智能、量子信息等前沿方向，谋划一批示范工程，打造未来产业集聚区。此外，甘肃将围绕打造东中部产业向西转移重要承接地，研究制定承接产业转移指导目录，积极融入全国统一大市场。

### 广东：探索“先用后付”模式

1月21日，广东多部门印发《关于发布和推广广东省“先用后转”有关科技成果的通知》（以下简称《通知》），整理发布2100余项科技成果，发动广大科技型中小微企业精准对接，破解科技成果转化障碍。国家知识产权局党组成员、副局长卢鹏起表示，要鼓励和引导高校科研院所突破“一次性买断”的传统模式，采取前期零门槛费，后期分期支付、“里程碑式”支付、提成支付等“先用后付”方式，把科技成果许可给中小企业使用，让更多企业高效、低成本使用先进专利技术，推动更多科技成果从实验室走向产业。推动科技成果的转化，要从供给端、需求端、服务端的“三端”持续发力。广东将支持供给端的高校和科研机构按照“先使用后付费”方式，把科技成果许可给需求端的中小微企业使用，降低科技成果转化难度，提升科技成果应用面，同时集成知识产权金融服务资源，对专利产业化提供全链条、多元化金融支持。此外，广东还着力打造科技成果转化的重要支撑平台。

## 深度分析

### 辨析美股三大风险：高估值、高集中度、宏观

钟正生（平安证券首席经济学家，  
中国首席经济学家论坛理事）  
来源：中国首席经济学家论坛

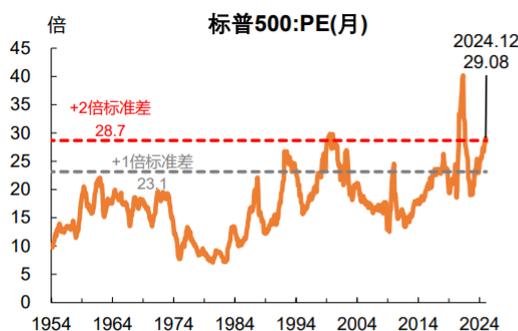
截至 2024 年末，美股的多个估值和集中度指标 又一次站上历史高位，引发投资者的关注和担忧。与此同时，宏观风险不断驱动 10 年美债利率飙升，美股在 2025 年开年后的波动显著加剧。本篇报告分别讨论了高估值、高集中度和宏观风险的危险程度，继而评估 2025 年美股整体投资风险。

我们认为，高估值、高集中度，与“泡沫”、“危机”等字眼不应直接划等号。我们看到了本轮美股高估值的合理性，即与企业较强且稳定的盈利表现相符；我们也看到了高集中度的合理性，即头部企业与其他企业盈利切实存在分化，而且标普 500 多数企业的表现不弱，可谓“头重脚不轻”。但是，宏观不确定性无疑在上升。并且，在高估值和高集中度背景下，投资者可能加大对宏观风险的觉察，继而增大美股波动风险。

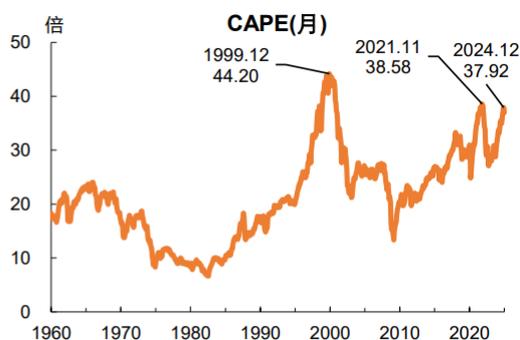
展望 2025 年，我们维持对美股“谨慎乐观”的基准判断。但鉴于特朗普政策的不可预测性较强，投资者也需要保持灵活，做好应对政策预期差与美股波动的准备。

#### 一、高估值，不等于泡沫

美股估值水平已达历史第三高点，仅次于 1999 年末和 2021 年末。标普 500 指数市盈率 (PE) 月均水平在 2024 年 12 月录得 29.1，不仅达到了 98.0% 的历史分位水平，也突破了过去 70 年均值+2 倍标准差的 28.7，释放风险信号。席勒市盈率 (CAPE, 经过 10 年通胀调整以平滑经济周期) 在 2024 年 12 月录得 37.9，达到 1881 年以来 98.3% 的历史分位水平。美股 PE 和 CAPE 的绝对水平均达到历史第三高点，仅次于 1999 年末和 2021 年末；回过头看，前两次估值达峰后，美股都经历了深度调整，2000-2001 年和 2022 年，两段时期内标普 500 指数最深跌幅分别达 37% 和 25%。



资料来源: Wind, 平安证券研究所



资料来源: Shiller Data, 平安证券研究所

图 1&2: 标普 500&席勒市盈率变化

但是，高估值不等于“泡沫”，还得看估值的合理性。我们倾向认为，当前美股估值仍是相对合理的。首先，当前美股估值和股价表现，与上市公司盈利表现高度匹配，这是高估值或不构成“泡沫”的关键理由。据 FactSet 数据（截至 2025 年 1 月 6



日), 在 2024 年四季度, 标普 500 公司盈利兑现能力整体好于三季度末的预期 (图表 3), 这至少部分解释了标普 500 指数在此期间股价和估值的上升。同时, 2024 年标普 500 各行业指数的涨跌表现, 与行业盈利增速呈现了较强的正相关性 (图表 4)。其中, 信息技术、通讯服务、可选消费等股价表现较好的行业, 盈利也经受住了考验。

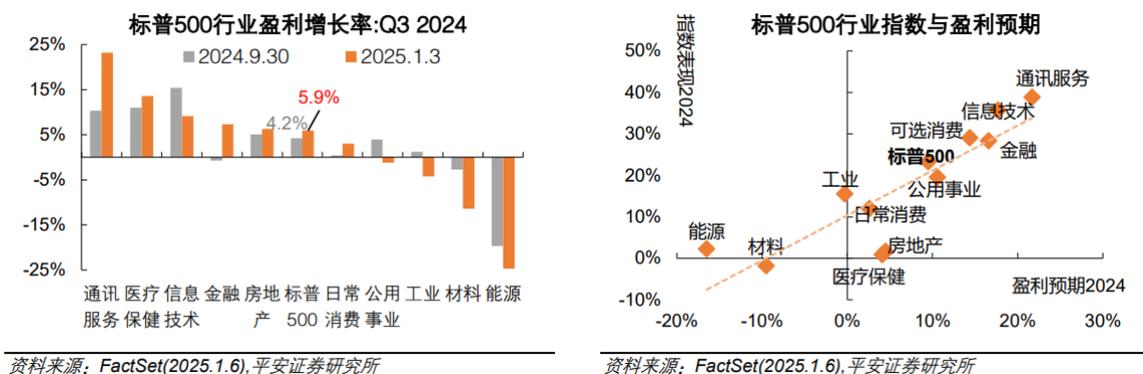


图 3&4: 标普 500 行业盈利增长率&盈利预期

其次, 2024 年美股 IPO 数量远低于 1990 年代和 2021 年, 或不存在一二级联动的股市泡沫。1990 年代末和 2020-2021 年的“IPO 热潮”之下, 投资者对新上市企业盈利前景的乐观和对短期业绩的“漠视”, 很容易引发美股整体估值过高, 待这些企业业绩持续让投资人失望后, 引发泡沫破裂。但是, 当前美股 IPO 热情不高。尽管 2024 年美股 IPO 数量较 2023 年有所增长, 但其总数及科技公司上市数量远不及 1990 年代和 2021 年 (图表 5)。而且, 这些公司上市当日的股价表现, 也不似前两段时期那般狂热 (图表 6)。换言之, 本轮标普 500 指数上涨的主要驱动, 来自以“美股 7 姐妹”为代表的企业, 这些企业已拥有较成熟的盈利模式, 并能较好地兑现了盈利预期。

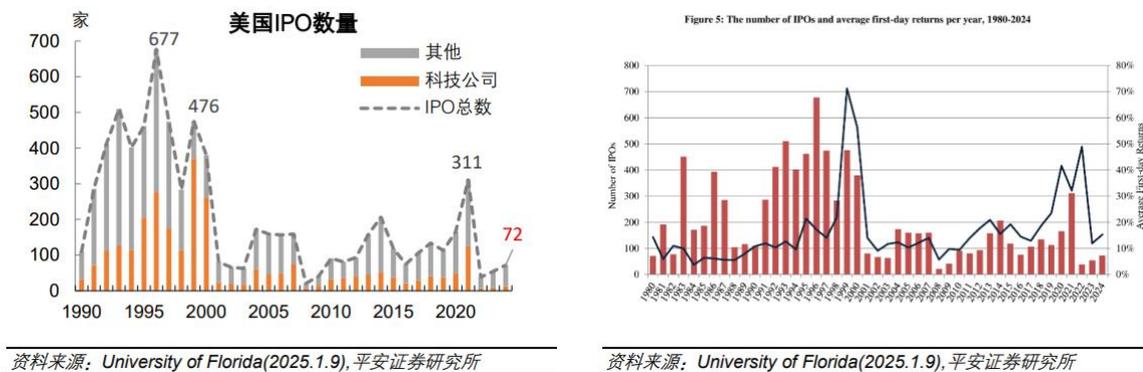
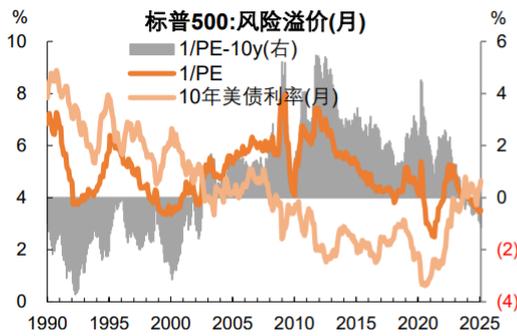
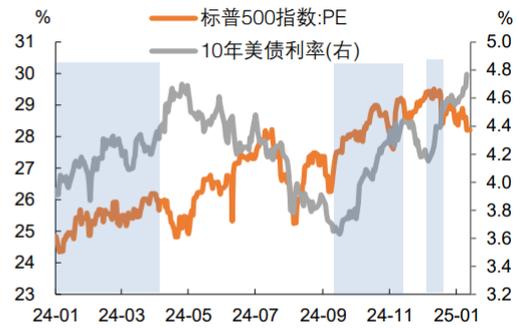


图 5&6: 当前美股 IPO 数量&涨幅变化

再次, 美股估值的坚挺可能也归因于股债性价比的提升。标普 500 指数的风险溢价水平 (市盈率倒数-10 年美债收益率), 作为传统衡量股债性价比的指标, 已由 2024 年 9 月的-0.1%进一步下降至 12 月的-1.0%, 其中, 市盈率倒数仅下降 0.2 个百分点, 10 年美债收益率则大幅上升了 0.9 个百分点。可见风险溢价的快速下行更多归因于飙升的美债利率, 也说明美股估值在高利率之下呈现出了较强韧性。事实上, 本轮债利率上行对美股的“杀估值”并不明显, 例如 2024 年一季度、四季度都出现了美债利率和美股估值同步上升的现象。那么, 美股风险溢价走低是否值得担心? 如果将 10 年美债利率视为“无风险利率”, 或能得到“美股性价比不如美债”的结论; 然而, 风险溢价走低, 或者说美股估值的坚挺, 是投资者在权衡股债收益与风险之后“用脚投票”的结果。也就是说, 投资者可能在主观上赋予美股更高的性价比: 一方面是更加忌惮特朗普新政、通胀上行、财政不可持续等与债券投资相关的风险, 另一方面也是看到以科技股为代表的企业股价和盈利表现稳健。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

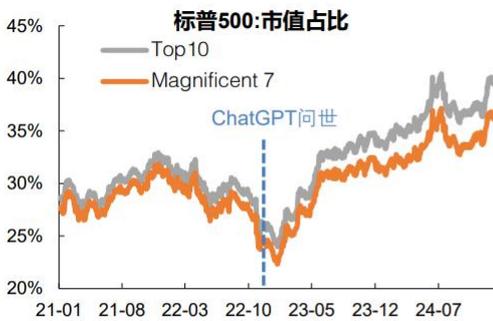


资料来源: Wind, 平安证券研究所

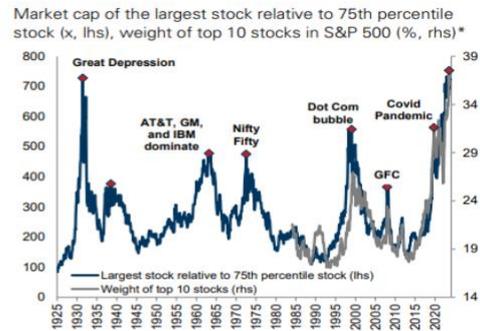
图 7&amp;8: 美股风险溢价&amp;美债利率变化

## 二、高集中度，头重脚不轻

从前 10 大公司在标普 500 指数的市值占比看，当前美股集中度回升至 2024 年 7 月前高，基本达到历史最高水平。2023 年以来，伴随 AI 驱动的美股行情演绎，美股集中度持续上升。截至 2025 年 1 月 6 日，标普 500 中的 Mag7 和前 10 大公司市值占比分别达 36.9% 和 40.1%，又一次到达 2024 年 7 月的前高——当时科技股很快经历了一轮调整，我们将其归结为一次美股集中度过高的风险释放，但不至于是风格长期切换或“AI 泡沫破裂”（参考报告《怎么看美股科技股调整？》）。历史上，美股的高集中度时常伴随经济金融危机。目前标普 500 指数中前十大公司市值占比，基本持平于 1930 年代大萧条前夕，高于 1960 年代、1970 年代（“漂亮 50”行情）、1990 年代（互联网泡沫）、2007 年次贷危机前期等。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

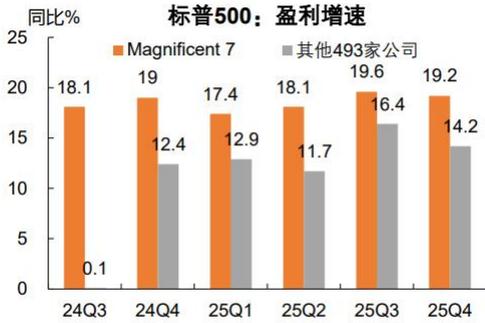


资料来源: Goldman Sachs, 平安证券研究所

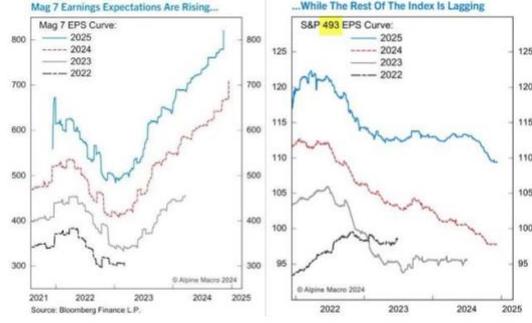
图 9&amp;10: AI 助推美股集中度上升

那么，本轮高集中度的危险程度如何？我们认为，不必过忧。美股虽然“头重”但“脚不轻”，且高集中度也与头部企业盈利和全球 AI 发展浪潮相匹配。

首先，美股市值水平的分化更多是企业盈利分化的体现。据 FactSet 数据，在 2024 年三季度，Mag7 与标普 500 其余 493 家公司的盈利增速出现巨大分化，前者同比增长 18.1%，后者几乎 0 增长。预期方面，Mag7 在 2024 年四季度及 2025 年四个季度的盈利增速预期，高于其余 493 家公司 3-7 个百分点。2023 年以来，Mag7 的 EPS 处于上行、且不断上修的过程，而其余 493 家企业 EPS 虽然也有所上修，但呈现下行走势（图表 12）。这些数据都在说明，Mag7 盈利能力持续好于指数中的其余公司。在此背景下，投资者对 Mag7 及其他头部企业的追捧，以及这些企业股价和市值的更快上涨，不无道理。



资料来源: FactSet(2024.10), 平安证券研究所

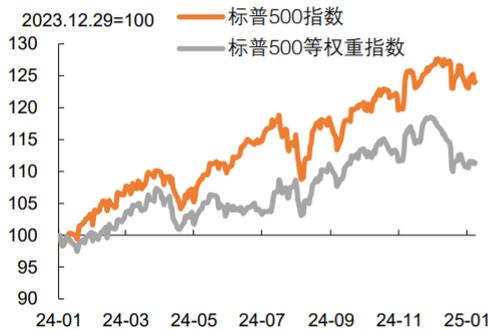


资料来源: Alpine Macro, 平安证券研究所

图 11&12: Mag7 盈利增速&EPS 走势分化

其次, 2024 年标普 500 等权重指数也有不错表现, 可谓“头重脚不轻”。2024 年, 标普 500 公司总市值增长 25.4%, 其中前 10 大公司市值上涨 46.3%, 其余 490 家企业市值上涨 14.7%; 标普 500 等权重指数累计上涨 10.9%, 年内最高涨幅曾超过 18%, 尽管跑输加权指数, 但仍然取得了不俗的表现。反映股市广度的指标 A/D 线 (The Advance/Decline Line) 在 2024 年 9-11 月持续上升, 说明标普 500 指数中上涨股票的数量整体超过下跌股票数量; 目前, A/D 线在小幅回落后, 仍保持历史较高水平。这一指标反映出, 标普 500 公司股价的上涨 (如果不区分幅度的话) 是广泛而非个别现象。

图表13 标普 500 等权重指数也有不俗表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 A/D 线在 2024 年 9-11 月上升, 目前保持高位

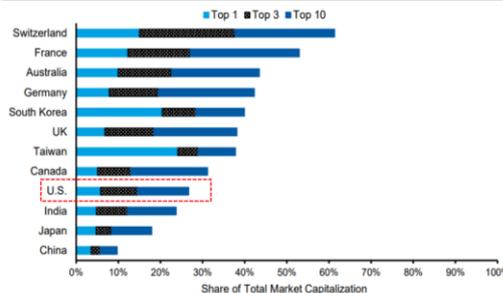


资料来源: MarketIn.com, 平安证券研究所

图 13&14: 标普 500 等权重指数&A/D 线走势

再次, 美股相较全球主要地区股市的集中度不算高。据 Morgan Stanley 报告, 2023 年, 在全球前 12 大地区股市中, 美股的集中度仅排在倒数第四。2024 年, 标普 500 指数前十大公司占比上升了 5.7 个百分点, 我们假设美股全部上市企业中前十占比有类似幅度的上升, 这一占比在 12 个地区中也仅处于中游水平, 并不算高。

Exhibit 3: Stock Market Concentration in the Largest Global Equity Markets, 2023



资料来源: Morgan Stanley, 平安证券研究所

图 15: 全球主要地区股市集中度对比

### 三、宏观风险，不确定上升

2024 年，美股的积极表现既有 AI 浪潮及 Mag7 等头部企业盈利的加持，也离不开积极的宏观因素，即美国经济保持韧性，美联储开启了降息周期。随着 2024 年接近尾声，“特朗普交易”进一步加持美股。因其主张的减税、去监管、扩大赤字等政策，可能为未来数年美国经济和企业基本面带来新的支撑，并吸引国际资本的积极配置。参考 1983-85 年里根时期，与 2017-19 年特朗普的第一任期，美股的强劲表现与宏观逻辑都较为相似（参考报告《从“里根大循环”到“特朗普大循环”：不变与变》）。美联储方面，在 2024 年的大部分时间里，市场预期 2025 年美联储继续保持在降息周期，为美股提供一定流动性支持。历史经验显示，如果不发生严重的经济危机与衰退，在大多数降息周期内，标普 500 指数均录得不同程度的正增长。

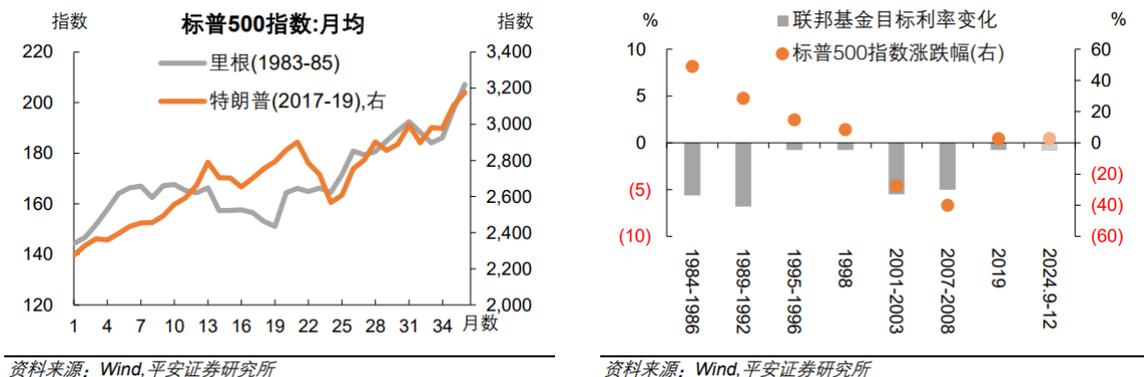


图 16&17: 特朗普和里根时期&降息时期美股表现

展望 2025 年，如果上述相对乐观的宏观预期能够基本兑现，美国经济和企业盈利保持积极，美股的高估值、高集中度或许能够延续。但是，宏观层面的不确定性已然上升。

首先，特朗普政策引发的通胀上行风险，可能是美股最大的威胁。在特朗普的第一任期，美国通缩风险高于通胀风险，实施财政扩张并阻挠美联储过度紧缩是符合经济逻辑的。但在第二任期，美国经济的核心矛盾是管控通胀，特朗普主张的减税、财政扩张和关税政策，又或是对货币政策不合时宜地干预，都可能加大通胀上行风险。类似 1970 年代，在高通胀成为美国经济的最大问题时，通胀的反弹很可能直接触发美股调整。2022 年以来，我们也能观察到美股对通胀问题的敏感性，当通胀过高或者通胀下降较慢时，美股都可能出现调整压力。我们认为，在美股估值偏高的当下，投资者会更加关注企业盈利能否消化偏高的市场利率，如果通胀回落之路没能完成“最后一公里”、甚至还可能有反复，美联储降息受阻（甚至加息）、美债利率上行（higher for longer），美股很可能承压。

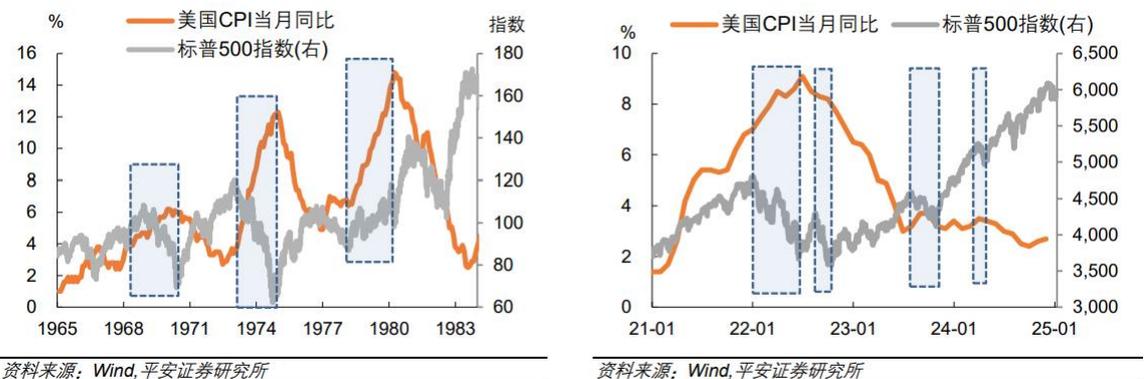
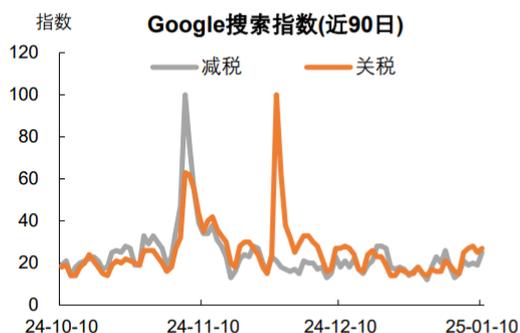


图 18&19: 1970 年代&2022 年以来美股对通胀的敏感性

其次，特朗普关税及贸易保护政策的负面影响可能显化。回顾 2018-2019 年特朗普密集加征关税期间，美股并未明显调整，因减税政策缓释了关税的负面影响。但在当下，有不少理由可能令关税成为美股的“敌人”。一是，关税与通胀甚至“滞胀”的（感知）风险强挂钩。从 Google 搜索指数看，近 1-2 个月，美国公众的关注力由“减税”更多转向“关税”，美股投资者也可能对关税引发的负面影响更加敏感。二是，特朗普新任期的关税行动可能比首任更加激进和全面。2025 开年以来，先是 1 月 6 日《华盛顿邮报》的“假新闻”[2]，然后是 1 月 8 日 CNN 称特朗普可能援引“国际经济紧急权力法案”（IEEPA）征收全球关税[3]，再到 1 月 13 日彭博社称新的关税政策可能“逐月提高”[4]，围绕关税政策的新闻对美股产生直接扰动。如果特朗普上任后率先祭出“全球关税”政策，可能引发投资者对其政策影响的新一轮重估。三是，美国的关税以及其他贸易保护行为，或不利于全球科技行业，放大美股高集中度的风险。这是因为，美股大型科技企业对全球经贸关系和非美经济生态有较高的头寸暴露。据 FactSet 数据（2025 年 1 月 10 日），标普 500 上市企业中平均 42% 的收入来自海外，其中信息技术、通讯服务两个行业的这一数字分别高达 56% 和 49%。

图 20 美国公众关注度由“减税”逐渐转向“关税”



资料来源: Google, 平安证券研究所

图 21 围绕关税政策的新闻对美股产生直接扰动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 20&amp;21: 关税新闻对美股的影响

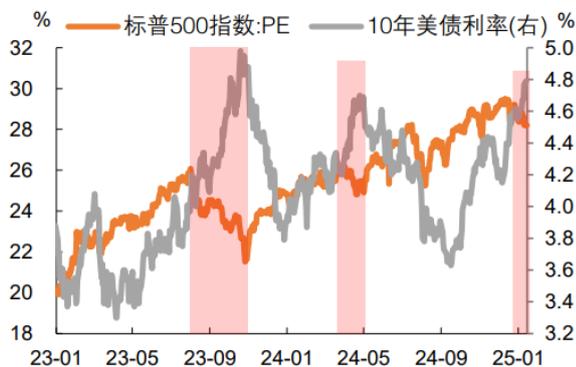
再次，美国财政和债务压力也是美股不得不面对的风险。新冠疫情以来，美国经济和股市高度依赖财政刺激。2020-21 年，特朗普和拜登先后祭出大规模财政刺激并大幅举债，造就了美股的牛市，但也为 2022 年高通胀和财政刺激退坡后美股的调整埋下伏笔。2023 年 5 月，美国通过了新的债务上限，此后又见证了美国债务攀升与美股牛市。2025 年伊始，美国触及新的债务上限，投资者对于美国债务风险，以及债务驱动的经济增长模式能否持续的讨论也在增多。当然，特朗普新任期可能不会完全漠视债务问题，正如其选任的新财长贝森特主张管控赤字一样，所以在 2024 年 11 月下旬至 12 月上旬，美债利率下行、美股创新高。不过，市场随后意识到特朗普新政下管控赤字的难度，“贝森特交易”很快偃旗息鼓。特朗普任期下，这位新财长能否切实改善美国财政压力，还需要时间检验。

#### 四、总结与展望

总结而言，有关美股估值、集中度等指标的探讨并不新奇。问题的关键不在于多高算高，而在于合理性。我们看到了本轮美股高估值的合理性，即与企业较强且稳定的盈利表现相符，也包含投资者“弃债转股”的行为，且 AI 及科技投资热情与 2000 年互联网泡沫时期有别。我们也看到了高集中度的合理性，即头部企业与其他企业盈利表现切实存在分化，而且标普 500 多数企业的表现不弱，可谓“头重脚不轻”。

不过，高估值和高集中度带来的问题是，投资者可能加大对宏观风险的觉察，继而增大了美股波动风险。2024 年 12 月下旬以来，市场更加关注美国通胀上行、美联储降息空间不足、以及美国经济不确定性等宏观风险，令美债利率持续快速上行。可

以观察到，10 年美债利率升破 4.6% 之后，高利率对美股的“杀估值”效应开始显现，前两次美债利率如此之高时也出现了这一现象。又如高盛统计，历史上美股集中度越高，未来一年美股的波动率也会越高。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 21: 近期高利率对美股的“杀估值”效应开始显现

展望 2025 年，我们维持对美股“谨慎乐观”的基准判断（参考报告《2025 年海外经济展望：动荡伊始》）。这意味着，美股的高估值、高集中度或许能够延续，但也高度取决于宏观风险的可控性。基准情形下，特朗普会积极兑现减税、去监管等政策，同时审时度势地推进关税、驱逐移民等政策，并支持新财长管控赤字的努力。最终，美国经济能够在保持韧性的同时，实现通胀的基本可控，继而允许美联储仍有 1-2 次左右的降息，10 年美债利率能够有序回落。但是，鉴于特朗普政策的不可预测性较强，投资者也需要保持灵活，做好应对政策预期差与股市波动的准备。

# 免责声明

《金融信息采编》是合肥兴泰金融控股集团金融研究所推出的新闻综合类型的非盈利报告。内容以全球财经信息、国内财经要闻、行业热点聚焦和地方金融动态为主，并结合对信息的简要评述，发出“兴泰控股”的见解和声音，以打造有“地方金融”的新闻刊物为主要特色，旨在服务于地方金融发展的需要，为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

《金融信息采编》基于公开渠道和专业数据库资料搜集整理而成，但金融研究所对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。金融信息采编中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。兴泰控股集团金融研究所不对使用《金融信息采编》及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

《金融信息采编》所列观点解释权归金融研究所所有。未经金融研究所事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。