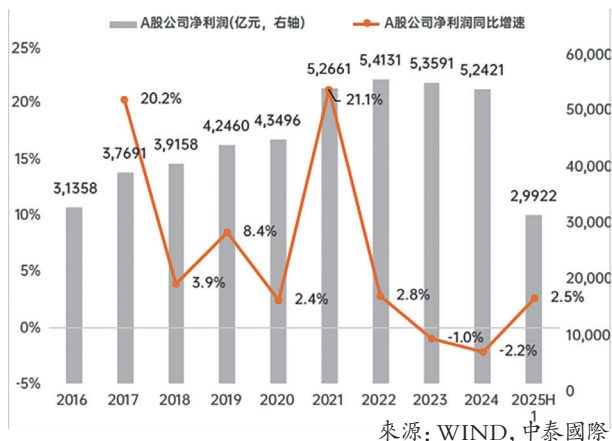


顯快於GDP的增速。要一輪牛市，A股總利潤的累計增速必須超過GDP的累計增速。同樣，一個經濟體要實現良性迴圈，債務的累計增速要慢於GDP的增速。

如果用DDM宏觀模型來分析，風險偏好上升是本輪行情的核心驅動力。尤其在AI應用背景下，以科技股為代表的中小市值公司的估值水準大幅提升，同時以銀行股為代表的藍籌股的估值水準從去年以來也有提升。

從最新數據看，前三季度A股上市公司合計營收53.46萬億元(+1.36%)，淨利潤4.7萬億元(+5.5%)，其中第三季度淨利潤同比增速達11.45%。這是否能成為上市公司盈利增速開始好轉的拐點呢？還需要觀察。但如果PPI和CPI的長期低迷背景下，上市公司整體利潤的大幅回升似乎不太現實。

### A股公司的淨利潤及增速變化



觀察2000年以來的A股市場，發現除了2014~2015年由資金驅動的上漲，其餘每次市場整體大幅上行均與淨利潤增速的提高同步。所以，A股要形成慢牛的基礎是企業盈利能夠持續增長。

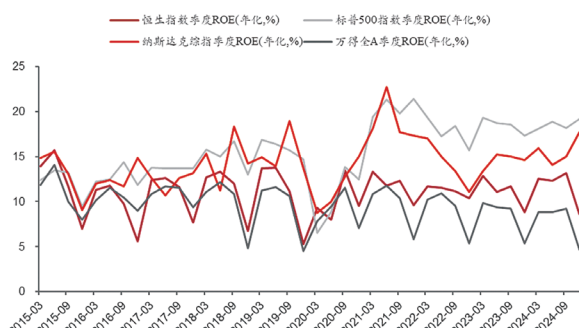
若把中美股市上漲進行歸因分析，發現從2020年到2024年，滬深300指數的全收益率为1.2%，其中分紅貢獻了2.3%，估值貢獻了0.4%，企業盈利貢獻了-1.5%；而美國標普500指數的全收益率为14.8%，其中企業盈利貢獻了9.3%，估值貢獻了3.4%，分紅貢獻了1.8%。縱觀全球股市，盈利對股指的貢獻都是大比例的，且盈利增長也會帶動估值水準提升。

在過去五年中，全球主要股指中，除了A股市場的滬深300指數、中證500指數和港股市場的恒生指數，其他市場大多都實現了企業總盈利的增長。說明盈利增長還

是非常重要的，也是長期牛市的基礎。

要讓上市公司的盈利能夠持續增長，有幾種路徑，一是需要擴大需求，尤其是消費需求；二是要加速優勝劣汰步伐，該退市的退市，從而大幅減少虧損公司數量；三是要加大收購兼併步伐，因為超大企業才有定價權，能提高出廠價，從而提高ROE水準。但這三方面做起來都有相當大的難度。這是因為房地產下行週期還在延續，樓市與股市之間不是蹺蹺板關係，而是相輔相成的。

### 2018年以來A股和美股ROE中位數的分化



從中美比較看，我國上市公司的ROE中位數大約不足美股的三分之一，這大致可以解釋為何“盈利才是股市晴雨錶”的原因。我國要實現經濟高質量發展，任重而道遠。

不過，A股結構性牛市還是值得期待的，尤其進入AI時代，目前全球處於AI革命（人類第四次工業革命）的早期，美國M7加博通（40多倍的市盈率）的盈利水準和估值都明顯好於互聯網泡沫期（2000年）。而且，美國企業為AI+的資本開支仍在擴大，給這些提供算力、演算法和平臺的企業實實在在地增加了銷售額。

也就是說，美國的AI泡沫還沒有到破裂的時候，而中國也步入了AI+時代，且在十五五期間將有大量的投資會參與到AI領域。故今年A股這輪科技股的大幅上漲還是順應了政策方向。關鍵還是在於要給企業做強做大做優提高良好的政策環境。在這樣一個分化時代，美國是結構性牛市，A股估計也不例外。



掃碼聆聽原文



掃碼閱讀原文