

AI 热潮冷思考：经历泡沫，破而后立？

核心观点：

- **AI 概念持续升温，美股回调可能由何触发？** 今年来美国经济表现超出市场预期，经济韧性支撑下软着陆概率加大。通胀粘性和强劲就业支撑美联储谨慎的货币政策，但全年来看降息仍将有助于美股估值抬升。企业盈利呈现修复态势，AI 带动下科技巨头业绩涨势强劲。当前美股牛市的持续性和强度在历史上非常罕见。从过去百年的市场危机来看，主要触发因素包括过度投机和资产泡沫（股市、贵金属、房地产、加密货币等）；新兴市场危机（债务违约、货币大幅贬值、资本外流等）、突发事件（新冠疫情、英国脱欧、石油禁运、战争爆发等）、恐慌情绪蔓延、自动程式交易等，其中最主要的触发因素应是资产价格的泡沫破裂，它比其他偶发或者外生因素造成的冲击范围更广、破坏力更强、走出冲击的难度也更大。当前，股票市场的价格泡沫风险格外让人担忧。
- **AI 热潮是否将重蹈互联网泡沫覆辙？** 2023 年以来标普 500 信息技术指数涨幅超 70%，七大科技巨头为标普 500 指数贡献超 50% 的涨幅。与 2000 年互联网泡沫前相似，当前的美股市场投资者充满了对新兴技术和商业模式的乐观预期，其中不乏跟风追涨；市场和主要科技公司的估值已经偏高，而且指数集中度达到历史新高，科技龙头效应比以往任何时候都更加显著，这些都使得目前一路“狂飙”的 AI 行情和美股科技主题可能面临的回调和波动风险进一步加大。积极因素是，与互联网泡沫时期相比，当前的美股高估值背后有了更多的盈利支撑，宏观环境和政策更加平稳、酝酿泡沫和刺破泡沫的风险点较弱，又多了大规模回购分红作为美股表现的重要支撑，而且在过去几轮危机泡沫之后，美国金融市场监管更加严格，投资者经验整体上有提高，这些都有助于降低金融市场层面爆发系统性危机的风险。
- **科技的投资时钟：泡沫扮演怎样角色？** 对于泡沫破裂的担忧正在实质性地影响资本开支和投资决策。即使 AI 的长远前景已经比较确定，在该领域大规模的资本投入仍有迟疑，目前的美股市场已经检测到价格泡沫，但并不意味着类似互联网泡沫破裂的情景将很快出现，而是说较中长线的投资者应当为美股急剧下跌的情景做好准备，特别是当观测到市场波动显著加大的阶段。从历史数轮技术周期来看，新技术出现到广泛应用的过程中，几乎总是伴随金融崩溃和复苏。当泡沫出清之后，实体经济和资本市场对于新技术及其应用产品的定价才更加趋于合理。长远来看，很可能是促进 AI 技术提升和普及的“好泡沫”。
- **“春风吹又生”：谁能穿越周期？** 互联网泡沫破裂后也有约一成的公司不仅幸存下来而且财务指标比泡沫前更强，它们大多能够在削减成本和投资未来当中掌握平衡，做出务实决策，在泡沫后的市场调整和经济衰退中复苏、能继续保持行业领先并蓬勃发展，包括微软和亚马逊在内的幸存者在经历了市场洗牌后变得更加强大和有竞争力。历史告诉我们，资产的泡沫不会阻断核心技术发展的大趋势，而寻找那些不惧市场泡沫、能够穿越周期的企业和资产，才是获得超额收益的关键。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-80928096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

分析师助理：王雪莹

风险提示

1. 全球经济下行风险
2. 美联储降息时点及幅度不确定性风险
3. 国际地缘因素不确定性风险
4. 市场情绪不稳定性风险

目 录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 一、当前美股市场投资环境分析 | 3 |
| (一) 美国经济显示韧性，软着陆概率加大 | 3 |
| (二) 美联储货币政策拐点将至 | 5 |
| (三) 企业盈利修复但仍存不确定性 | 6 |
| (四) 流动性与情绪面助力美股上扬 | 7 |
| 二、AI 主题投资持续升温 | 9 |
| (一) ChatGPT 掀起人工智能浪潮 | 9 |
| (二) AI 火热行情带动估值抬升 | 10 |
| (三) 七大科技巨头领涨市场 | 11 |
| 三、美股回调可能由何触发？ | 12 |
| (一) 百年市场危机回顾 | 12 |
| (二) 现阶段是否处于泡沫？ | 14 |
| 四、AI 行情是否将重蹈互联网泡沫覆辙？ | 16 |
| (一) 2000 年美股互联网泡沫破裂 | 16 |
| (二) 互联网泡沫破裂冲击全球资本市场和经济 | 17 |
| (三) AI 热潮与互联网泡沫的对比 | 18 |
| 五、科技的投资时钟：泡沫扮演怎样角色？ | 23 |
| (一) 科技投资的周期视角 | 23 |
| (二) “春风吹又生”：谁能穿越周期？ | 25 |
| 六、风险提示 | 26 |

2022 年底 ChatGPT 发布之后热度飙升,带动人工智能 AI 及其生成内容 AIGC 成为热门赛道中的焦点。人工智能概念驱动下科技股爆发,特别是以“美股七雄”(谷歌母公司 Alphabet、亚马逊、苹果、Meta、微软、英伟达和特斯拉)为代表的科技巨头股价快速上涨,成为了 2023 年以来美股最显著的特征之一。全球主要科技巨头之间也正在上演你追我赶的 AI 大战。今年 2 月 16 日 OpenAI 发布了首个文生视频模型 Sora,成为 AI 发展进程中的又一项“里程碑”,意味着 AGI 时代加速到来,算力需求将持续爆发。芯片股也从中受益,英伟达因其芯片可满足生成式 AI 的计算密集性要求而成为资本市场的赢家,当前股价已经是 2023 年初水平的 6 倍多,成为美国万亿美元俱乐部的第七个成员。

而另一方面, AI 行情似乎与 2000 年互联网泡沫破裂前的情景有些相似。这也是不少市场参与者和分析人士开始担心泡沫破裂、进而冲击资本市场的主要原因。本文将从目前 AI 行情推动下的美股市场表现出发,分析可能触发市场回调的风险点,并与 2000 年互联网泡沫破裂前后的环境做全面对比,在此基础上讨论资产泡沫在 AI 这类新技术的发展进程中所扮演的角色和产生的影响。

一、当前美股市场投资环境分析

(一) 美国经济显示韧性,软着陆概率加大

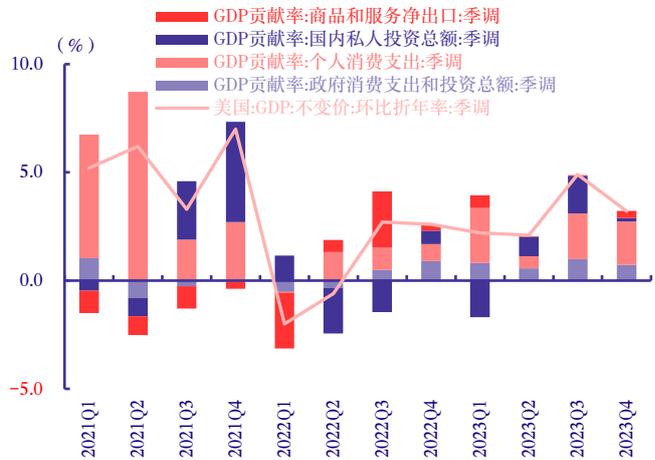
从经济增长方面分析,2023 年第四季度美国实际 GDP 环比折年率增长 3.2%,虽较初值小幅下修,但仍显著高于市场预期的 2.0%;与此同时,2023 年全年美国经济增长 2.5%,高于 2022 年 1.9%的增速,反映出美国经济韧性依然较强。结构上看,个人消费、政府支出、出口和企业投资共同提振经济增长。其中,个人消费支出和政府支出是拉动第四季度经济增长的主要因素,分别拉动当季经济增长 2.00 个百分点和 0.73 个百分点。在经济数据保持韧性的表现下,市场对于美国经济软着陆的预期增强。

图1: 美国实际 GDP 增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

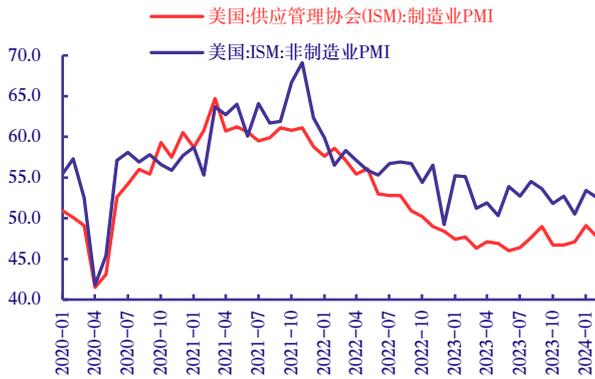
图2: 美国 GDP 环比折年率及其分项贡献率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从经济景气指标分析,美国制造业正在摆脱长期以来的低迷状态,但复苏稍显曲折。美国 2 月 ISM 制造业意外加速萎缩,PMI 录得 47.8,而美国 2 月 Markit 制造业 PMI 终值 52.2,较 1 月进一步改善,继续位于荣枯线以上,创下 2022 年 7 月以来的最高值。非制造业方面,2 月 ISM 非制造业 PMI 和 Markit 服务业 PMI 较前值小幅回落,扩张速度有所放缓。2 月 Markit 综合 PMI 终值 52.5,创 2023 年 6 月份以来新高,连续 13 个月位于扩张区间。

图3：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

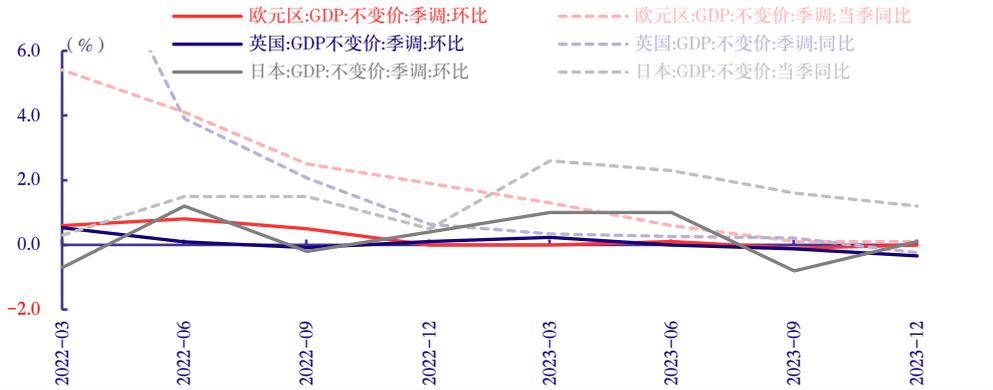
图4：美国 Markit 制造业、服务业及综合 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对比之下，全球经济面临不确定性扰动，以欧元区、英国、日本等为代表的其他海外主要经济体相对弱势，经济增长动能仍呈现疲弱态势。而在美国经济数据韧性支撑下，美国对于资金的吸引力相对强于其他主要经济体，支撑美国资产的强势表现。

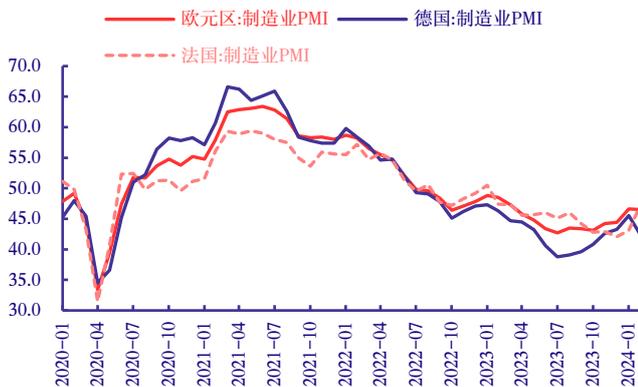
图5：欧英日实际 GDP 增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

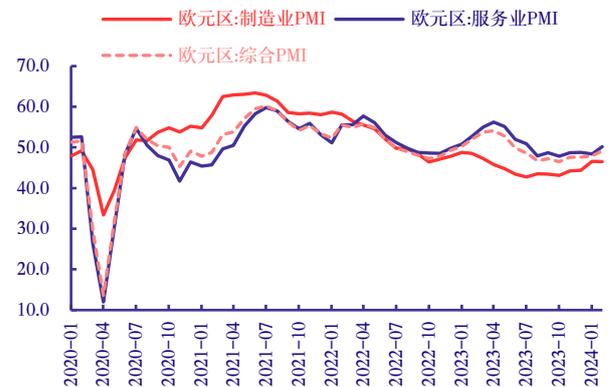
欧元区 2023 年第四季度 GDP 环比持平，同比录得 0.1% 的增幅，其中受地缘政治冲突及欧洲央行加息的持续影响，德国经济在 2023 年第四季度进一步陷入萎缩，GDP 环比下降 0.3%，同比降 0.2%，2023 年全年来看下滑 0.3%。从 PMI 数据来看，制造业仍是经济的拖累因素，欧元区 2 月制造业 PMI 录得 46.5，低于上月的 46.6，为 2 个月来的最低水平，自 2022 年 6 月以来持续位于荣枯线以下，在欧元区最大经济体中，德国 2 月制造业活动进一步萎缩。欧元区 2 月服务业 PMI 为 50.2，结束了连续 6 个月的收缩。服务业复苏抵消了制造业的小幅下滑，欧元区综合 PMI 产出指数录得 49.2。今年制造业方面有望稍有改善。

图6：欧元区制造业 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

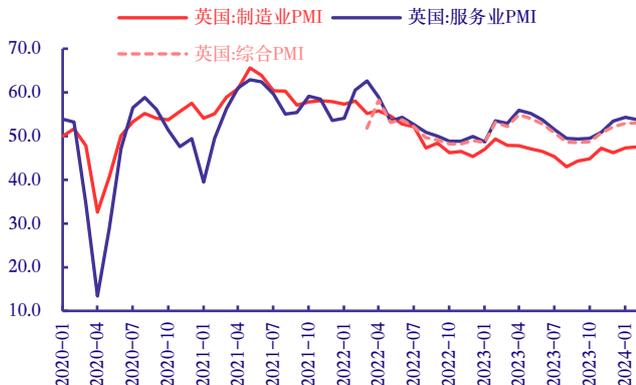
图7：欧元区服务业与综合 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

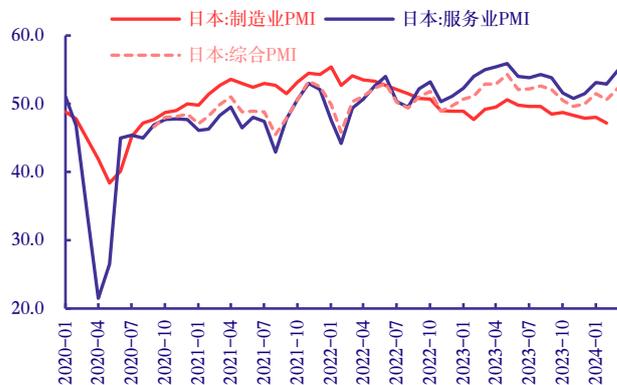
英国 2023 年第四季度 GDP 环比下降 0.3%，为连续第二个季度下滑，经济陷入“技术性衰退”，2023 年全年 GDP 仅增长 0.1%，除 2020 年疫情冲击以外，为自 2009 年以来的最低水平。英国 2 月制造业 PMI 为 47.5，高于预期与前值，为 10 个月高点，但仍位于收缩区间。

图8：英国制造业、服务业与综合 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：日本制造业、服务业与综合 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

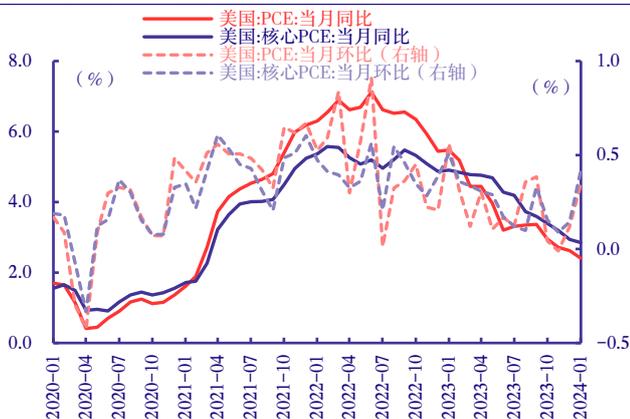
经修正后，日本 2023 年第四季度实际 GDP 环比增长 0.1%，换算成年率增幅为 0.4%，暂时避免了经济进入“技术性衰退”的局面，其中制造业投资增长显著，消费依然乏力。2023 年全年来看，日本实际 GDP 同比增长 1.9%，名义 GDP 虽增长 5.7%，但经济总量被德国反超，已降至世界第四位。从 PMI 数据来看，日本 2 月制造业 PMI 降至 47.2，为 2020 年 8 月以来的最低水平，连续第九个月位于收缩区间。随着“春斗”争取的薪资涨幅超出市场预期，今年有望带动收入和私人消费提升。

（二）美联储货币政策拐点将至

美国通胀粘性支撑美联储谨慎的货币政策。从受美联储青睐的衡量通胀的指标分析，美国 1 月核心 PCE 物价指数同比增幅放缓，但环比增速有所反弹。美国 1 月 PCE 物价指数同比升 2.4%，较前值回落 0.2 个百分点，与市场预期一致；环比反弹至 0.3%。核心 PCE 物价指数同比升 2.8%，为 2021 年 3 月以来最小增幅，较前值回落 0.1 个百分点；环比升 0.4%，创 2023 年 2 月以来最大增幅。其中，服务业通胀仍是主要推升因素。

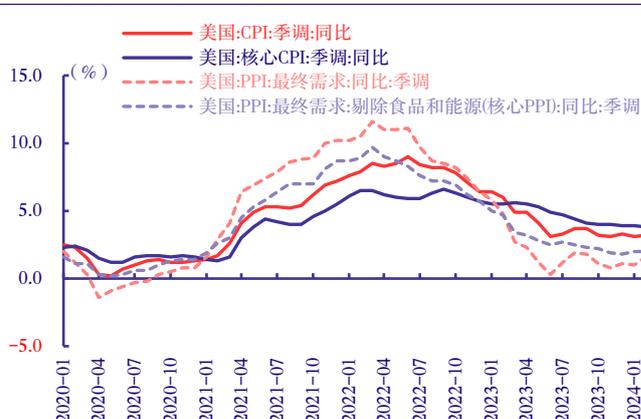
美国 2 月 CPI 同环比较前值加速上升，同比升 3.2%，小幅超出预期与前值；环比升 0.4%，为 2023 年 9 月以来最大升幅。核心 CPI 虽同比略有放缓，但仍保持一定韧性。美国 2 月 PPI 加速上涨，同比增长 1.6%，为 2023 年 9 月以来最大涨幅；环比上涨 0.6%，为预期的两倍。核心 PPI 同比与前值保持一致，环比略有下降但超出预期。美国通胀压力持续，美联储或需在更长时间内维持高利率水平。

图10：美国 PCE 物价指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

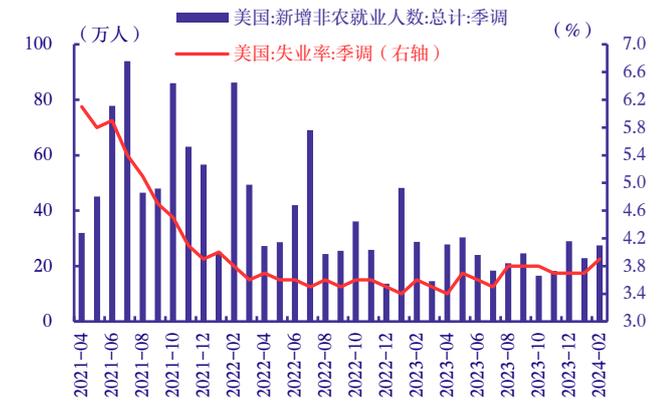
图11：美国 CPI 与 PPI 同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从劳动力市场来看，2月美国新增非农就业人数 27.5 万，远超 20 万的市场预期，但 1 月新增非农就业人数从 35.3 万大幅下修至 22.9 万，2023 年 12 月从 33.3 万下修至 29.0 万。2 月非农时薪同比增长 4.3%，符合预期，环比增速 0.1%，较前值下滑显著。2 月美国失业率意外上升至 3.9%，创 2022 年 1 月以来新高。美国截至 3 月 9 日当周初请失业金人数小幅下滑至 20.9 万，基本上保持在历史低位。截至 3 月 2 日当周续请失业金人数为 181.1 万，小幅高于修正后的前值 179.4 万，但不及预期。当前来看，美国就业市场降温迹象显现、但仍具有韧性。

图12：美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：美国初请失业金人数与持续领取失业金人数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

当地时间 3 月 20 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 5.25% 至 5.5% 不变。这是自 2023 年 9 月议息会议以来，美联储连续第五次暂停加息。在议息会议后的新闻发布会上，主席鲍威尔表示“在今年某个时间点开始降息是适宜的”。此前在美联储鹰派表态下，市场普遍预计降息时点推迟，10 年期美国国债收益率重回 4.3% 以上。但是全年来看，美联储降息大概率带动美债利率下行，推动美国股市估值抬升。

图14：美国国债收益率走势

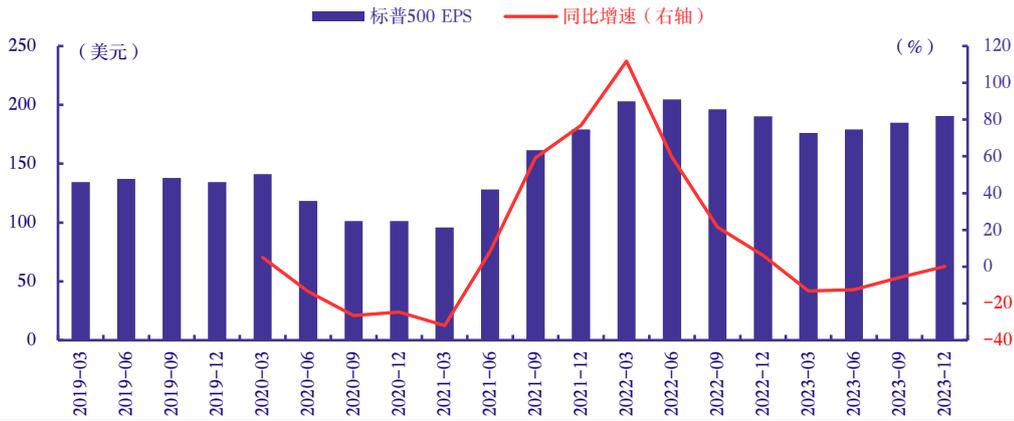


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）企业盈利修复但仍存不确定性

在经济韧性支撑下，美股企业业绩呈现修复态势。指数层面来看，标普 500 指数 EPS 在 2023 年二季度结束了连续三个季度的下滑态势，呈现企稳回升迹象。截至 2023 年底，标普 500 指数 EPS 较 2023 年一季度末上涨 8.16%，同比增速转正。

图15：标普 500 指数 EPS



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

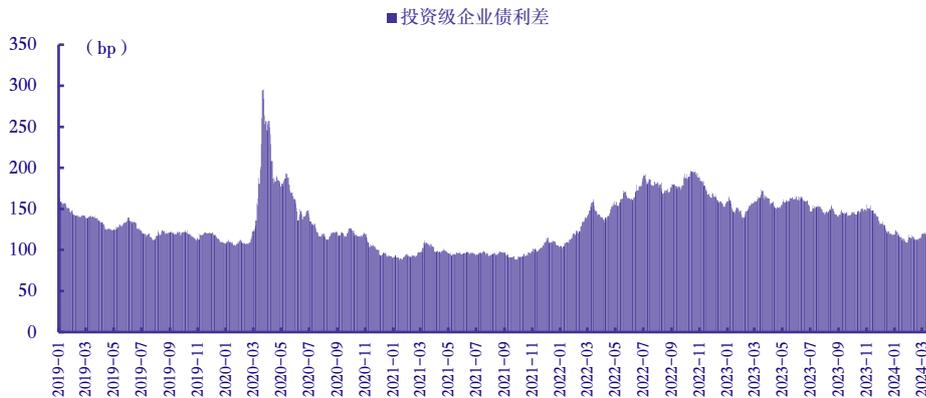
近期，美股企业陆续披露 2023 年第四季度业绩。根据 FactSet 数据，标普 500 指数已公布第四季度业绩的成分股中，75%报告的实际每股收益 EPS 高于预期，高于 74%的 10 年平均水平，信息技术、通信服务、非必需消费等行业盈利实现增长。英伟达第四财季业绩大超市场预期，营收同比大增 265%，达 221 亿美元，远超市场预期的 204.1 亿美元；净利润同比暴涨 769%，达 122.85 亿美元；非 GAAP 调整后每股收益为 5.16 美元，同比大增 486%，好于预期的 4.60 美元。与此同时，英伟达对 2025 财年第一财季营收作出展望，预计第一财季收入 240 亿美元，上下不超过 2%，超出分析师预期的 219 亿美元。AI 热潮推动英伟达业绩井喷式增长，有力提振市场信心。

当前来看，美国上市公司盈利呈现修复态势，特别是 AI 带动下科技巨头业绩涨势强劲。**展望后续，美国经济逐步降温的大环境下，企业业绩仍存在不确定因素，AI 布局能否持续兑现为盈利也将受到市场广泛关注。**

（四）流动性与情绪面助力美股上扬

从流动性来看，以美国 10 年期投资级企业债收益率与国债收益率的差值衡量，投资级利差自 2022 年 10 月达到高点后，呈现震荡下行态势。截至 2024 年 3 月 20 日，投资级利差为 113bp，较 2022 年 10 月下降 84bp。**市场流动性趋于宽松，为美股上行提供了较好的流动性条件。**

图16：美国投资级企业债信用利差

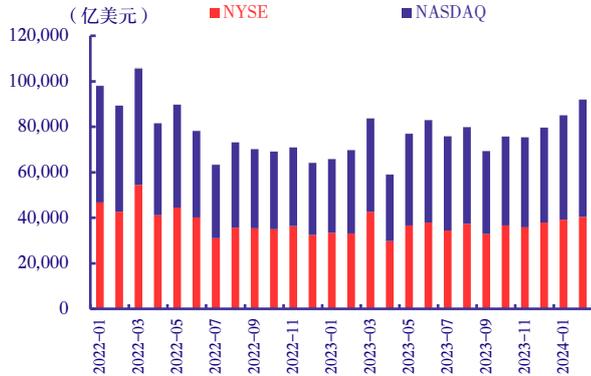


资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

在 AI 热潮带动下，投资者乐观情绪发酵，市场成交金额较 2022 年下半年的低点有所回升。2024 年 2 月美国三大交易所成交金额共计 92,064 亿美元，为 2022 年 3 月以来新高，其中纳斯达克市场成交金额达 51,541 亿美元，为 2021 年 11 月以来最高值，纽约证券交易所成交金额也达 40,453 亿美元。从 VIX 指数来

看，股市整体情绪更为乐观，VIX 指数自 2022 年 10 月以来明显下降，截至 2024 年 3 月 20 日，VIX 指数位于近三年来 4%分位数水平。

图17：美国股市成交额统计



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：VIX 指数走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023 年以来,美国三大股指均呈上涨态势。截至 2024 年 3 月 20 日,纳斯达克指数累计涨幅达 56.40%, 标普 500 指数累涨 36.08%, 道琼斯工业指数累涨 19.20%。

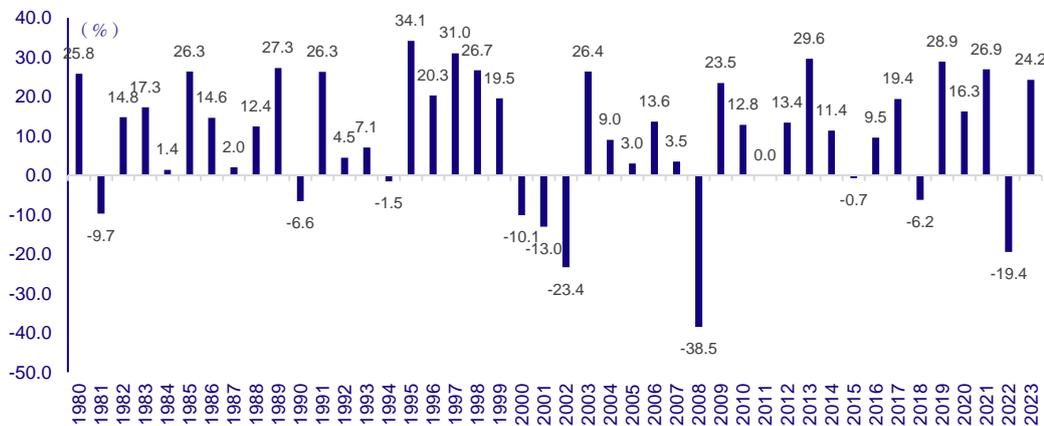
图19：2023 年以来美国三大股指累计收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

牛市通常被认为在标普 500 指数较其最近的低点上涨 20%时开始。根据这一标准,牛市在 2022 年 6 月得到确认, 另一种定义要求当股价超过之前的高点时才被认为是牛市。目前, 不论根据哪一种衡量标准, 美股都处于牛市中。

图20：标普 500 指数年度回报



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

上一轮美股牛市从 2009 年 3 月开始持续了 131 个月，总收益达到 400.5%，直到 2020 年初因新冠疫情大流行而遭遇中断。考虑到新冠疫情扰动的外生性，美股此前的牛市并非自然结束。而且，2022 年的下跌也和疫情过后的大通胀浪潮以及美联储等主要央行急速加息等操作有直接关系。可见，美股自全球金融危机以来还未经历自然的牛市终结、泡沫破裂过程，一个广义上的牛市一直持续至今。再往前回溯，美股也曾有过一轮十年的超长牛市，标普 500 指数总收益达到 582%，其终结点正是 2000 年的互联网泡沫破裂。

二、AI 主题投资持续升温

（一）ChatGPT 掀起人工智能浪潮

2022 年 11 月，美国 OpenAI 公司正式公开发布全新对话式 AI 模型 ChatGPT，点燃了 AI 的“iPhone 时刻”。ChatGPT 操作简单，同时具有编程、撰写论文、回答问题等多种功能，迅速得到了公众的广泛关注。发布仅一周后，ChatGPT 的注册用户数量就突破了 100 万人，两个月后，注册用户就超过了 1 亿人，速度远超 YouTube、Facebook、Instagram 等产品此前记录。2023 年 1 月，微软宣布与 OpenAI 合作，推进人工智能开发与应用投资，正式拉开 2023 年人工智能飞速发展的篇章。ChatGPT 的超高热度也使得人工智能科技股投资爆火，人工智能成为了 2023 年华尔街最受关注的投资主题之一。全球各大科技公司争相加入生成式 AI 领域角逐之中，微软、Meta、谷歌等相继发布 New-Bing、Llama-2、Gemini 等人工智能产品，获得了资本市场的正向反馈。

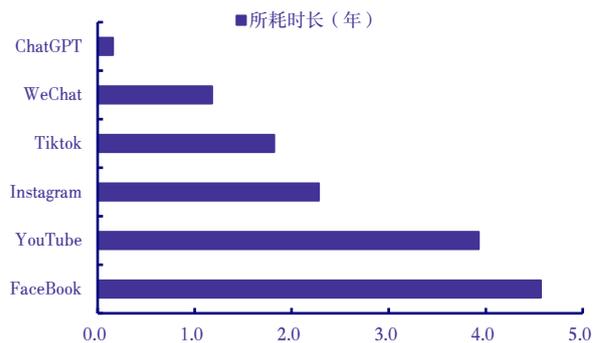
人工智能技术在推动未来全球经济发展上具备巨大潜力。人工智能的快速发展与出色表现预计会催生前所未有的生产力繁荣，提高知识工作者的生产效率，加速全球经济的增长速度。ChatGPT 等人工智能不仅是开发者使用的工具，而且可以深入到任何一个普通人手中。同时，人工智能的不断开发与广泛应用不仅提升了效率，还降低了成本，其创作成本极大程度缩小。此外，人工智能将会对消费者与企业行为带来巨大重塑，正如互联网对媒体、娱乐、购物、通信等方面带来的巨大改变一样。企业可以利用人工智能实现复杂任务的高效自动化处理，包括大数据决策支持、智能机器人、自动化客户服务等，从而提高效率，降低企业成本。消费者可以使用人工智能满足自身日常生活需求，包括教育辅导、法律咨询、问诊就医等，极大程度便利了人们的生活，降低了人们的资源获取难度。

图 21：ChatGPT 公开发布



资料来源：OpenAI，中国银河证券研究院

图 22：1 亿注册用户获取时长对比



资料来源：ARK，中国银河证券研究院

美国政府密切关注人工智能的发展。2023 年 5 月，在 2016 年奥巴马政府和 2019 年特朗普政府发布的《国家人工智能研究和发展战略计划》政策基础上，结合当前人工智能发展成果与趋势，美国白宫宣布了一系列新的人工智能使用和发展举措，发布了《人工智能研究和发展战略计划：2023 更新版》政策文件。该文件提出了美国 9 大人工智能发展战略：（一）长期投资基础和可信赖 AI 研究；（二）发展人与 AI 协同方法；（三）理解并解决人工智能引发的伦理、法律、社会问题；（四）保障人工智能系统的安全性；（五）建立用于人工智能训练与测试的共享数据仓库；（六）建立人工智能系统评估基准体系；（七）培

育人工智能人才；（八）推进人工智能的公私合作；（九）建立人工智能国际合作标准体系。这些战略计划在延续先前版本的基础上，更加全面、细化地回应了当前和未来人工智能技术发展的挑战和机遇，也为持续推动美国人工智能技术发展提供了政策支持。

2023年，ChatGPT等技术的出现改变了公众与企业的认知，企业已经迫切地开始了解和应用生成式人工智能，催生了多种不同类型生成式人工智能技术。目前，人工智能进入了“百模大战”的局势，从科技巨头到中小创业者，都在不断的开发新的大模型，力求能在人工智能市场中占取份额。OpenAI除了推出ChatGPT外，还在文生图领域持续改进DALL·E模型，在文生视频领域构建Sora模型。谷歌紧随其后，发布Gemini模型参与市场竞争。Meta在人工智能领域采取开源发展战略，推出了Llama大模型，并在开源社区的支持下快速提升性能。在国际市场上，来自欧洲的生成式AI独角兽Mistral不断突破性能，现已超越GPT3.5逼近GPT4.0。中国也不断加紧人工智能开发，产生了百度文心一言、阿里通义千问、科大讯飞人工智能等一批成果。总体来说，人工智能的发展已从2023年初OpenAI的一枝独秀，演变成了如今全球无数大模型的激烈竞争。

（二）AI 火热行情带动估值抬升

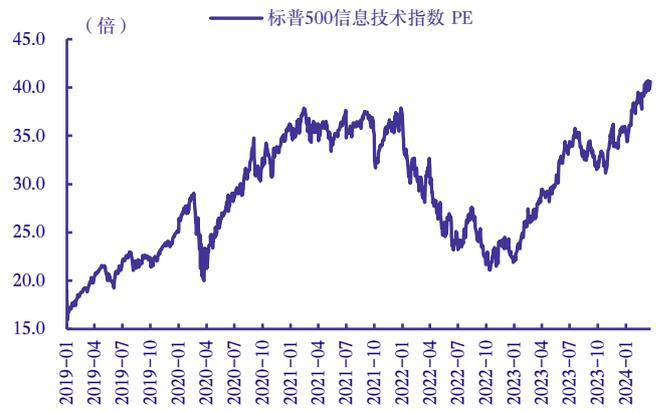
人工智能浪潮催生美国科技股的火热行情。2023年初至2024年3月20日，标普500信息技术指数累计上涨77.12%，显著超出标普500指数36.08%的涨幅。从估值来看，2022年底以来标普500信息技术指数PE估值呈现上行态势。截至3月20日，标普500信息技术指数PE估值达40.63倍，位于近年来的历史高位。

图23：标普500和标普500信息技术指数累计收益率



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图24：标普500信息技术指数PE估值



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图25：信息技术行业年度成交金额及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：2022年以来信息技术行业月度成交金额及占比



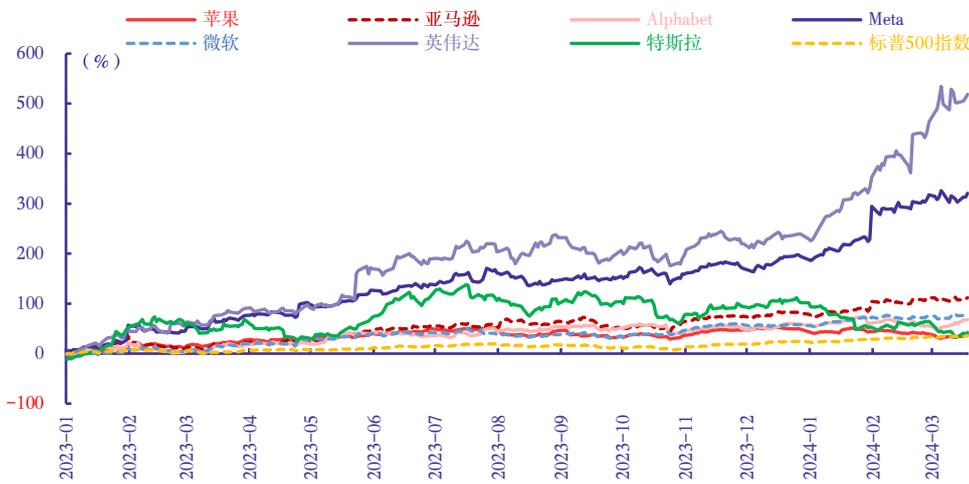
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从市场交易来看，信息技术行业占市场成交额比重持续提升。2023 年全年，信息技术行业累计成交 28.52 万亿美元，占比达 32.07%。月度数据方面，信息技术行业成交热度较 2023 年初显著回升。2024 年 2 月，信息技术行业累计成交 3.82 万亿美元，较上一年同期上涨 78.26%，月度成交额占比也由 2023 年 2 月的 30.49%提升到 2024 年 2 月的 41.47%。

（三）七大科技巨头领涨市场

值得关注的是，上述指数的火热表现很大程度上来自于七大科技巨头的贡献。2023 年初至 2024 年 3 月 20 日，包括苹果、亚马逊、谷歌母公司 Alphabet、Meta、微软、英伟达、特斯拉在内的七大科技巨头涨幅均超过标普 500 指数，其中英伟达累计涨幅达 518.70%，Meta 上涨 320.52%，亚马逊上涨 112.08%。从个股对于标普 500 指数涨幅的贡献度来看，七大科技巨头为标普 500 指数合计贡献了超 50%的涨幅。七大巨头推动了美国股市的突出表现。

图27：2023 年以来七大科技巨头和标普 500 指数累计收益率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表1：七大科技巨头对于标普 500 指数涨幅的贡献度

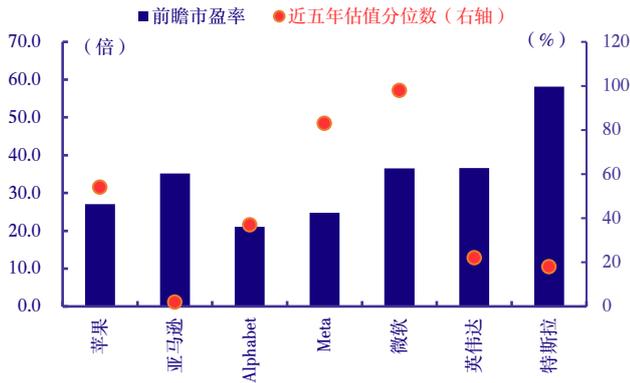
| 证券代码 | 证券简称 | 3月20日收盘价 | 2023 年以来涨幅 (%) | 推动标普 500 上涨点数 | 对于标普 500 涨幅的贡献度 (%) |
|---------|----------|----------|----------------|---------------|---------------------|
| NVDA.O | 英伟达 | 903.72 | 518.70 | 223.37 | 16.13 |
| MSFT.O | 微软 | 425.23 | 79.22 | 167.69 | 12.11 |
| META.O | Meta | 505.52 | 320.52 | 102.45 | 7.40 |
| AMZN.O | 亚马逊 | 178.15 | 112.08 | 101.00 | 7.29 |
| AAPL.O | 苹果 | 178.67 | 38.46 | 89.09 | 6.43 |
| GOOGL.O | Alphabet | 148.74 | 68.58 | 42.98 | 3.10 |
| TSLA.O | 特斯拉 | 175.66 | 42.60 | 16.06 | 1.16 |

资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

估值方面，从前瞻市盈率来看，截至 3 月 20 日，微软位于近五年来 98%分位数的历史高位，Meta、苹果同样位于近五年来 50%分位数以上。以美股科技龙头指数——NYSE FANG+指数观察，科技龙头股估值自 2022 年底以来震荡走高，当前位于五年来的中高区间。

随着行情的持续上涨，七大科技巨头市值大幅提升，在美股市场中的主导地位更为凸显。截至 2024 年 3 月 20 日，七大科技巨头市值总计超过 13 万亿美元，相较 2022 年底的市值几近翻倍。七大科技巨头在标普 500 指数中总市值占比达到 30.09%，较 2022 年底的 20.66%显著提升，接近五年前的两倍。

图28：七大科技巨头前瞻市盈率



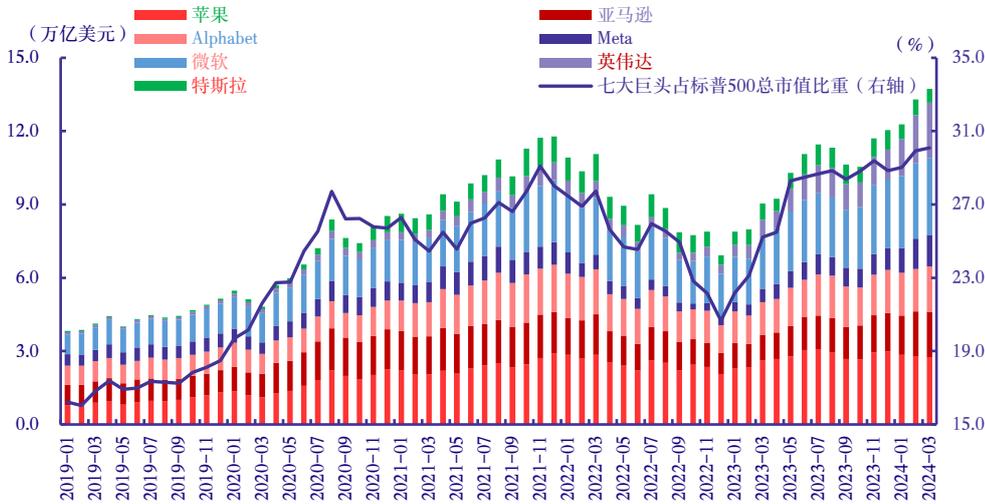
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图29：美股科技龙头指数前瞻市盈率



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图30：七大科技巨头占标普500指数总市值比重



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

当前来看，在 ChatGPT 掀起的人工智能浪潮推动下，美国股票市场，特别是美国科技龙头股涨势较大。可以说，美股的龙头效应和指数集中度已经达到历史高位。随着 AI 主题叠加宽松预期带动美股估值持续提升，市场对接下来出现回调的担忧逐渐走强。

三、美股回调可能由何触发？

美股自 2008 年金融危机以来开启的牛市似乎动力很强，只是遇到新冠疫情的外生突发因素干扰而在 2020 年 2 月暂停。2022 年 10 月牛市继续，美股自当时触及低点以来又上涨超过 35%。可以说，现阶段美股牛市的持续性和强度在历史上是十分罕见的，这就更加让投资者担忧美股的风险何时爆发。那么，触发下一次市场大幅回撤、震荡甚至是危机的触发点有可能是是什么呢？我们不妨从过去百年市场危机的回顾出发，做一些大胆的情境设想。

（一）百年市场危机回顾

从过去一百年全球范围有影响的市场危机事件来看，主要原因包括过度投机和资产泡沫（例如股市、贵金属、房地产、加密货币等）；新兴市场危机（债务违约、货币大幅贬值、资本外流等）；突发事件（新冠疫情、英国脱欧、石油禁运、战争爆发等），除此之外的触发因素还包括恐慌情绪的蔓延和自动程式交易等。其中，最主要的触发因素还是资产价格的泡沫破裂，它比其他偶发或者外生触发因素造成的冲击范围更广、影响力更强、走出冲击的难度也更大。

表2：过去一百年主要市场危机回顾

| 市场危机/泡沫 | 主要过程 | 触发点 | 走出危机方式 |
|-----------------|--|---------------------|--|
| 1929年大崩盘 | 20年代牛市引发过度投机和估值泡沫，道琼斯指数从高点下跌89%。股市崩溃伴随着“大萧条”到来。 | 过度投机、资产泡沫 | 伍丁法案、回收黄金和黄金兑换券、证券监管体制改革 |
| 1973年和1979年石油危机 | 中东战争导致石油生产国实施石油禁运，导致全球油价飙升、能源短缺。伊拉克战争进一步加剧不稳定性，油价上涨抬升通胀，并导致1980年代初全球经济衰退。 | 石油禁运、能源短缺、战争 | 提升能源安全的重要性，也加强了石油生产国在国际政治中的地位 |
| 1970年代拉美债务危机 | 拉丁美洲国家大量借入外债。全球利率上升导致债务负担加重，货币开始贬值，导致之后债务违约和重组。 | 新兴市场、过度借债、货币贬值 | 削减公共支出、提高税收、放松价格控制和进行结构改革 |
| 1980年白银和黄金价格泡沫 | 通胀高企和经济不确定性推动贵金属受青睐，且亨特兄弟试图垄断白银市场。贵金属价格在达到顶峰后迅速下跌。 | 资产价格泡沫 | 交易所提高保证金要求、出台“只许平仓”的规则 |
| 1987年黑色星期一 | 道琼斯指数一天之内跌幅达22%，全球市场普遍焦虑很快演变成了大规模恐慌，自动化交易加剧了恶性循环的抛售。 | 程式化交易、恐慌情绪 | 实施熔断机制和限制措施等 |
| 1990年日本股市泡沫 | 日股经历了长达30年的牛市，资产价格已经处于泡沫状态。1990年泡沫破裂，日股进入长期熊市，也蔓延到其他资产，“失去的十年”开始。 | 货币政策收紧、资产泡沫 | 采取零利率和量化宽松、降低利率、增加公共支出和实施金融改革（恢复缓慢） |
| 1994年龙舌兰危机 | 墨西哥政府突然宣布货币贬值15%，引起极大恐慌。外国投资者疯狂抛售比索，汇率急跌。严重打击墨西哥经济，还波及整个拉美乃至全球市场。 | 新兴市场、货币贬值、资本外流 | 推出紧急经济拯救计划，压缩赤字，获得美国政府和IMF贷款 |
| 1997年亚洲金融危机 | 泰国放弃固定汇率制引发东南亚的金融风暴，再扩大引发亚洲货币大幅贬值，冲击外贸企业，大量企业倒闭，社会经济萧条。 | 过度借贷、游资投机、汇率震荡 | IMF援助、汇率调整、银行业改革、财政整顿、债务重组 |
| 2000年互联网泡沫 | 美国牛市在90年代后半段达到顶峰。当泡沫最终破裂时其价值的78%被抹去，大多数互联网公司的股票价格暴跌。美国经济陷入衰退。 | 过度投机、资产泡沫 | 市场调整、企业重组、风险管理、监管改革 |
| 2008年全球金融危机 | 在2001年至2006年间房价飙升，银行发放大量次级房贷和相关复杂金融产品。2008年雷曼兄弟破产引发恐慌。信贷紧缩，流动性枯竭，全球经济陷入衰退。 | 房地产市场泡沫、流动性枯竭、恐慌情绪 | 财政刺激、货币宽松、金融救助、监管改革、经济多元化 |
| 2011年白银和黄金价格泡沫 | 贵金属市场的另一个主要泡沫，白银牛市在金融危机期间加速，最终在2011年结束。黄金价格自峰值下跌了35%，而白银价值缩水了56%。 | 过度投机 | 泡沫破裂价格变成正常区间 |
| 2016年英镑/美元闪崩 | 脱欧公投后，英镑持续受压，10月7日英镑对美元汇率在几分钟内暴跌至三十年来最低点。“英镑闪崩”是外汇市场罕见且剧烈的价格波动，也影响了其他金融市场。 | 英国脱欧、市场流动性自动交易、汇率震荡 | 流动性逐渐恢复 |
| 2018年比特币泡沫 | 2017年底比特币价格经历了前所未有的快速上涨，2018年初随着市场参与者开始质疑比特币的实际价值和应用前景，比特币价格开始下跌。 | 过度投机、资产泡沫 | 更加明确监管政策，投资者更加谨慎 |
| 2020年新冠病毒危机 | 市场评估病毒带来的巨大风险，全球股市经历了剧烈波动。美国股市在3月中连续四次熔断，极为罕见。封锁措施导致全球经济活动大幅减缓。 | 新冠疫情 | 前所未有的财政和货币政策措施，包括降息、量化宽松、直接财政刺激和提供流动性支持等 |

资料来源：中国银河证券研究院

当前阶段，贵金属价格抬升、但背后有比较清晰的基本面因素支撑，风险整体可控。全球房地产市场购销量继续下降、商业地产景气度仍未回到疫情前水平，住宅投资较为平稳、未见过热特征。新兴市场、特别是埃及等一些财政和金融系统比较脆弱的经济体，的确还面临不少风险，但相比过往来讲，负债和外汇储备等财政指标都更加健康，金融系统稳健性有明显提升，风险防御性更强，风险外溢到更大范围的可能性也显著降低。市场似乎也能较快消化地缘冲突事件及其负面影响。加密货币价格冲高且大幅波动，但由于此前已经经历过一轮大幅调整，投资者对加密货币的高波动性已有进一步的了解，而且参考上一次调整，对大范围的资本市场影响比较有限。

在这些触发因素当中，股票市场的价格泡沫风险似乎更让人担忧。随着美欧日等主要权益市场不断创新高，这种忧虑也与日俱增。目前的美股市场是否已经处于泡沫当中？分析这个问题首先还是要回归到对于市场泡沫本身的研究上来。

（二）现阶段是否处于泡沫？

资本市场泡沫通常是指一个连续的金融运作过程中，出现一种或一系列的资产价格突然上升，并且随着最初的价格上升，人们产生对远期价格继续上升的预期，从而吸引更多新的买家。泡沫具有连续的膨胀性，即使当投资者认识到资产价格已经超出其内在价值，但只要相信泡沫仍可以持续膨胀，产生更高的回报去补偿泡沫破裂的风险，则投资者仍会留在市场。

资本市场的泡沫是一个复杂的现象，涉及多个因素和理论。经典经济理论认为，资产价格的波动反映了市场对信息的解读和消化。通常来说，泡沫具有自我组织和自我强化特性，也就是说，股市泡沫通常是由市场参与者的集体行为产生的，这些行为包括投机、模仿和羊群效应。这些互动构成了非理性的投资行为，最终导致泡沫的形成。在泡沫期间，资产价格可能严重脱离了其基本面价值。

泡沫破裂时，市场参与者开始重新评估资产的真实价值，导致价格向基本面回归。泡沫破裂通常会导致市场大幅下跌，即所谓的“崩盘”。对于“崩盘”并没有统一清晰的标准，通常认为是市场总价值急剧下跌。Emilie Jacobsson 对于泡沫的定义被广泛引用，即不同市场有不同的回撤阈值，成熟市场例如标普 500 指数大致下跌 10% 以上，波动性更高的巴西等市场下跌幅度就要达到 20% 左右。崩盘最常见的原因是价格泡沫的破裂，而这种破裂往往不是在价格顶点发生的，而是在价格见顶回落之后一段时间才出现，并且与大多数市场参与者大规模抛售有直接关系。

泡沫的存在和破裂提出了关于市场效率的重要问题，表明市场参与者并不总是能够正确评估风险和价格。价格偏离基本资产价值，更多反应交易者的预期，并随着交易行为进一步推高资产价格，进而强化预期，最终就会导致价格泡沫破裂，即乔治·索罗斯所说的反身性，也是技术分析使用的预测方法背后的基本假设。

图31：美股主要崩盘及股价短期变化幅度

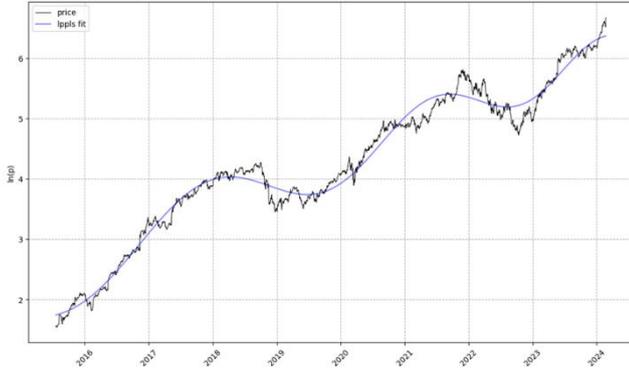
| 事件名称 | 日期 | 16天内股价变化百分比 |
|--------------------|-------------|-------------|
| 华尔街大崩盘 (1929年) | 1929年10月29日 | -33.60% |
| 黑色星期一 (1987年) | 1987年10月19日 | -31.30% |
| 金本位制度结束 (1931年) | 1931年10月5日 | -26.70% |
| 雷曼危机 (2008年) | 2008年11月20日 | -25.20% |
| 第二次世界大战 (1940年) | 1940年5月21日 | -24.60% |
| COVID-19爆发 (2020年) | 2020年3月12日 | -20.70% |
| 互联网泡沫 (2002年) | 2002年7月23日 | -19.30% |
| 二战后需求冲击 (1946年) | 1946年9月10日 | -16.90% |
| 美国债务评级下调 (2011年) | 2011年8月8日 | -16.70% |
| 全球金融危机 (2009年) | 2009年3月4日 | -13.80% |

资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

尽管过去已经出现过很多次不同级别的泡沫，但预测泡沫何时破裂仍然是一项艰难的任务。一些研究尝试去识别泡沫破裂前的预警信号。其中最有名的是瑞士数学家和物理学家 Didier Sornette 提出的对数周

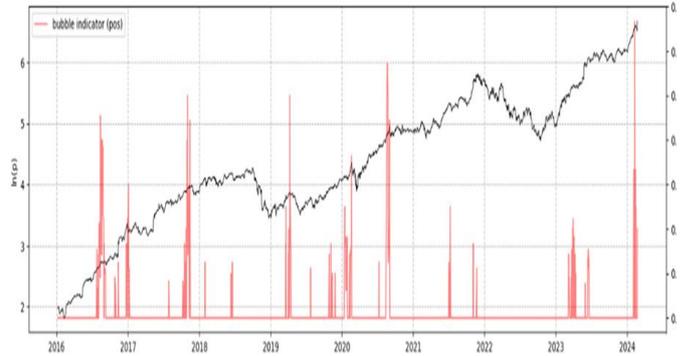
期幂律 (Log-Periodic Power Law 或 LPPL) 模型, 是用于描述和预测金融市场中投机泡沫破裂的数学模型。它假设市场指数在泡沫期间按照幂律增长, 并伴随着对数周期性振荡。通过拟合金融时间序列数据, 可以预测内生泡沫破裂的时间。

图32: LPPL 模型拟合的英伟达股价和实际股价



资料来源: Eric L. (2024)¹, 中国银河证券研究院

图33: LPPL 模型显示英伟达股价进入泡沫的置信度达到近十年最高



资料来源: Eric L. (2024), 中国银河证券研究院

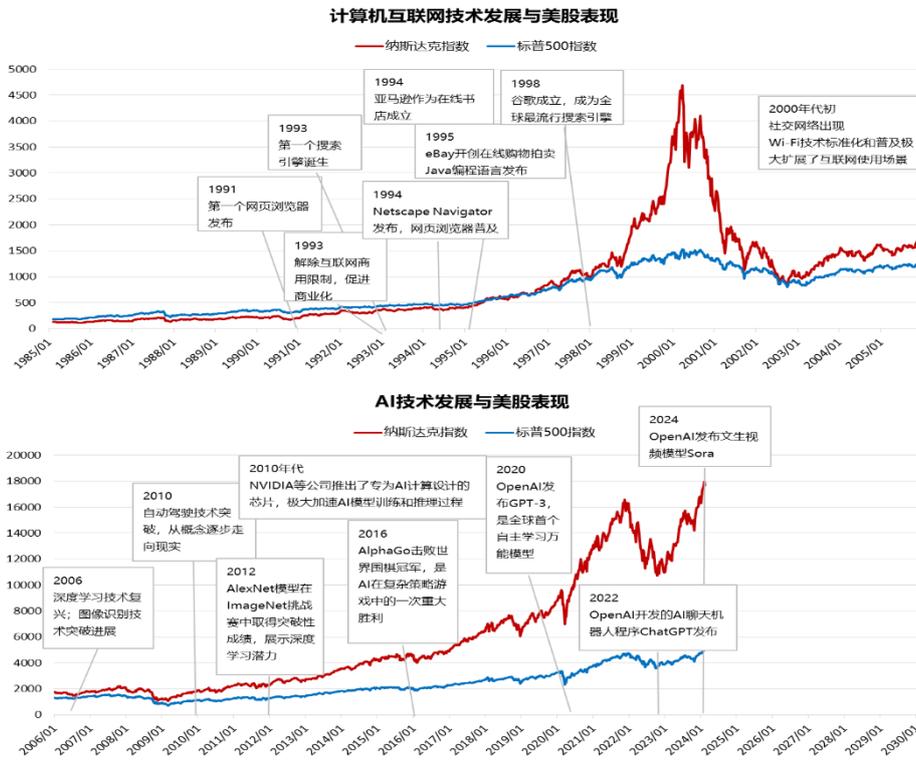
根据 LPPL 模型已经可以在英伟达的资产价格中检测到泡沫的存在。对英伟达自 2015 年以来的价格变动进行分析, 揭示了与 LPPL 模型一致的模式, 其置信度指标达到近十年高点。这种高水平的置信度意味着模型判断当前英伟达股票已经处于泡沫阶段。**尽管如此, 该模型显示当前市场波动并不够频繁, 这表明在任何潜在的破裂之前, 牛市趋势可能会持续一段时间。**

那么, 泡沫预计将在何时破裂? 有趣的是, 模型预测的临界时间是 2023 年 12 月 26 日。该时间点显然不准确, 但结合考虑历史数据训练模型的局限性, **我们或许需要对未来一段时间可能出现的市场回调有所准备, 特别是当市场波动明显加剧的时候, 泡沫破裂的概率更显著加大。**我们还需要关注风险外溢的可能性以及泡沫破裂后科技企业是否可以开启新一轮资本开支周期, 对全球经济都将产生重大影响。因此立足当下时点, 十分有必要借鉴历史上美股科技相关的资产泡沫形成及破裂的发展历程, 特别是 2000 年前后互联网泡沫的历史经验。

¹ Eric L(2024).When Will NVIDIA' s Bubble End? Insights from the LPPL Model

四、AI 行情是否将重蹈互联网泡沫覆辙？

图34：美股表现：互联网泡沫前后 vs. AI 热潮



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院 备注：指数为周度均值数据

（一）2000 年美股互联网泡沫破裂

当年计算机和互联网技术横空出世之时，IT 大公司风光无限，丝毫不逊当前的 AI 热度。上世纪 80 年代计算机和互联网逐步进入公众视线，新科技点燃了投资者的热情。之后几年大量资金涌入科技板块，当中企业却鱼龙混杂，不少投机性企业既不盈利，又缺乏可行的商业模式，白白挥霍了大量投资。90 年代后期，美股已经出现估值过高的问题。在 1998 年至 2000 年期间，指数的增长更是加速，从 1998 年的 1574.1 点上涨到 2000 年 3 月 10 日的 5048.62 点，却并没有合理的基本面消息来支持股价如此大规模的重估。1999 年美联储为了应对俄罗斯债券危机余波，并预防电脑系统“千年虫”的影响，有意增加了银行系统当中的流动性，客观上助长了泡沫的膨胀。

2000 年互联网泡沫在达到最高点之后最终破灭，并重创市场。从 2000 年 3 月开始的两年多时间里，投资者经历了一场血腥的洗礼，包含更多新经济公司的纳斯达克指数从最高点开始一路回调，到 2002 年 10 月下跌幅度超过四分之三。1999 年被追捧的抢手标的，到两年后几乎无人问津。其实，当时美国经济的表现并不比预期更坏，劳动生产率的增速也比预期更快，但泡沫风险已经积累过高，“股灾”最终难以避免。

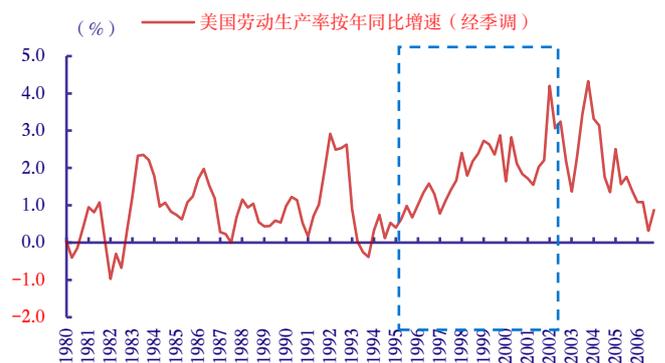
美联储随即采取了宽松货币政策予以应对，连续多次降低联邦基金目标利率，释放了大量流动。在 12 个月时间内联邦基金目标利率从 6.50% 的高点降至 1.75%，随后又分两次降至 1.00%，努力避免互联网泡沫破裂演变为系统性风险。雪上加霜的是，2001 年的“911”事件导致股市震荡，互联网企业被进一步拖累。此后多年，互联网泡沫破裂引发的金融动荡对于美国经济的负面影响持续存在，美联储相对宽松的货币政策也随之延续。

图35：互联网泡沫爆发后美联储大幅降息



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图36：互联网泡沫爆发前美国劳动生产率增速在加快



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

（二）互联网泡沫破裂冲击全球资本市场和经济

在互联网泡沫前，美国风险投资额从1990年的80亿美元增长到2000年的1040亿美元，其中仅1999年就有超过150个互联网IPO项目。互联网泡沫破裂后，投资者对科技和互联网行业的投资热情骤减，全球范围内的风险投资和私募股权投资大幅减少，许多初创公司和小型科技公司面临资金短缺，甚至倒闭。据统计，2000年至2002年间，有大约1000家互联网公司倒闭，超过3800家被兼并，许多风险投资项目因此损失惨重。

由于当时对互联网和高科技公司股票的过度投机远不仅限于美股市场，随着纳斯达克指数的大幅下跌，全球股市普遍受到冲击。许多国家的科技股和互联网相关股票价格暴跌，导致投资者财富大幅缩水。

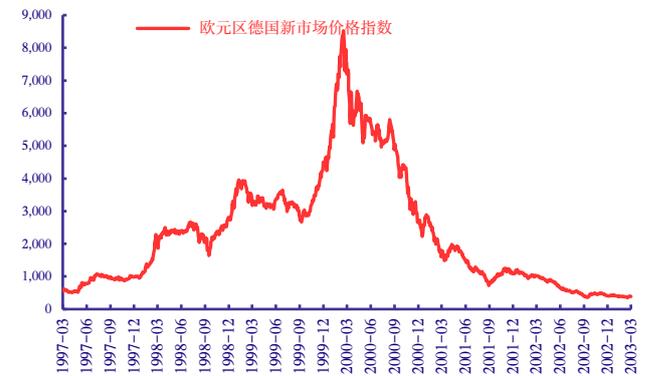
例如，德国新市场的泡沫破裂就是全球互联网泡沫的一个缩影。成立于1997年的德国新市场曾吸引大量高科技和互联网初创公司上市，因而迅速成为欧洲最活跃的股票市场之一，吸引了大量投资者。许多尚未盈利的科技公司股价飙升，投资者对这些公司的长期增长潜力抱有极高的期望。2000年泡沫破裂，德国新市场也未能幸免，许多公司的股价暴跌，被迫退市，投资者遭受重大损失。由此新市场的信誉受损，交易量大幅下降。在泡沫破裂后，德国新市场进行了一系列的改革，试图恢复市场的信心。然而，由于市场环境的变化和投资者信心的丧失，新市场最终在2003年被并入法兰克福证券交易所。

图37：美国风险投资额和数量在互联网泡沫后回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：德国新市场遭受互联网泡沫重创

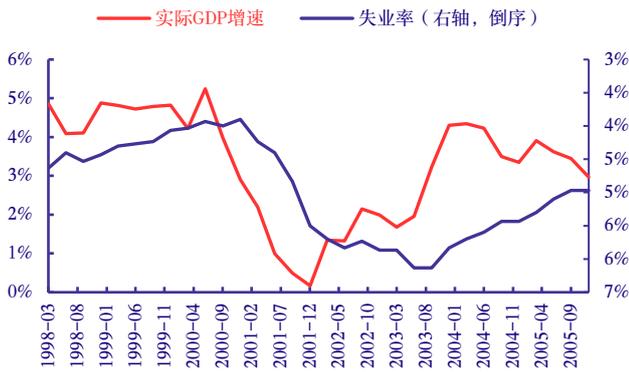


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

互联网泡沫破裂也对全球经济产生了负面冲击。美国实际GDP增长率从2000年第二季度的5.30%下降到了2001年四季度的0.15%，失业率从2002年第二季度的4.0%上升到了2003年第二季度的6.3%。美国之外，许多依赖于互联网和高科技产业的国家，如以色列、印度和部分欧洲国家，经济增速显著放缓，虽然程度不及2008年全球金融危机深，但走出经济衰退的时间更长。

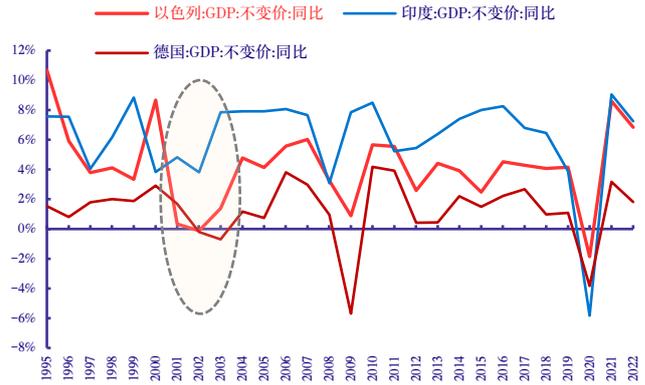
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图39：美国 GDP 增速和失业率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40：以色列、印度和欧洲国家经济受互联网泡沫破裂重创



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）AI 热潮与互联网泡沫的对比

AI 作为新一轮跨时代新技术，引发的市场追捧同互联网泡沫时期的狂热情绪有不少相似之处。历史是否将重演？目前市场是否已经处于类互联网泡沫当中？我们有必要对市场特征和关键指标做对比。

市场基本面：当前的估值已相当高，但不及互联网泡沫时期疯狂。与互联网泡沫时期相比，当前的美股估值有更多的基本面支撑，极高估值主要集中在一些初创公司等。在互联网泡沫的高峰期，许多互联网公司的估值远高于其盈利能力，纳斯达克指数的市盈率在 2000 年初达到了约 60 倍左右，远高于长期平均水平；标普 500 指数的市盈率在同一时期也高达 40 倍左右，周期调整市盈率在 44 倍左右。然而，2000 年初纳斯达克 100 的净利润率最低只有 -33.5%，整个科技行业亏损 344.6 亿美元，因为大多数科技公司要么亏损，要么只产生边际利润。这一时期的高估值主要由市场炒作和对未来增长的乐观预期支撑，反映了市场对科技股和互联网相关公司的极高预期，很多公司即使没有实际盈利也被高估。

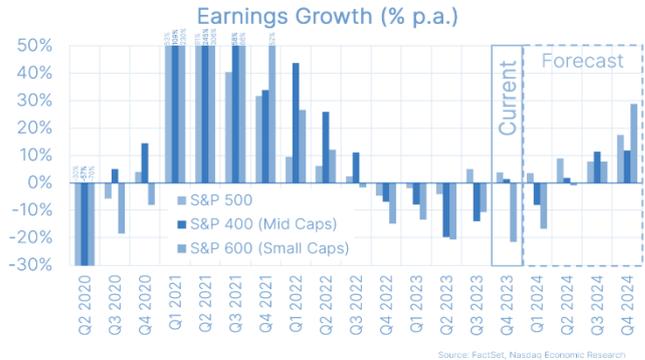
当前市场，标普 500 指数和纳斯达克指数的市盈率分别约为 25 倍和 40 倍。标普 500 指数的周期调整市盈率约 34 倍，超出历史均值一倍，但低于互联网泡沫时期的 44 倍。可见这些估值水平虽然已较高，但不似互联网泡沫时期疯狂。科技巨头如苹果、亚马逊、微软等拥有稳定的盈利模式和强劲的现金流，大多数其他主要上市科技公司目前也处于盈利状态。标普 500 指数成分股公司中，75% 的公司 在 2023 年第四季度每股收益超出分析师的预期，高于 63% 的历史平均水平。

图41：标普 500 市盈率



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图42：美股盈利增速及预测



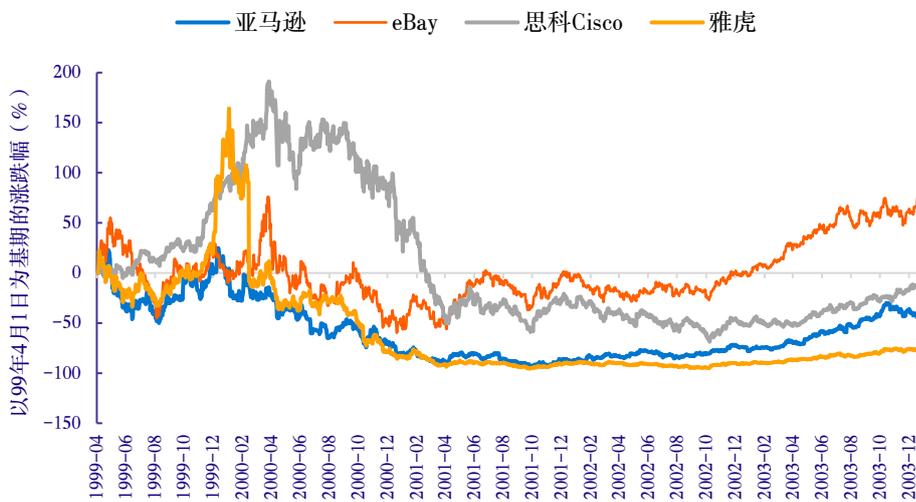
资料来源：Nasdaq，中国银河证券研究院

可见，当前的估值更多地反映了公司的实际盈利能力、市场地位和现金流，而非纯粹的市场炒作。当然也有一些初创和成长型公司，特别是独角兽公司，市盈率和市销率非常高，估值有很大几率被高估。总

体来看，估值严重偏离基本面的情况只存在于市场的一小部分，而从美股市场整体来看，与互联网泡沫时期相比，目前的高估值在盈利能力和现金流等基本面方面的支撑更多。

龙头效应：目前与互联网泡沫前在该特征上比较相似，主要都是由几家龙头科技企业推动大盘上涨。上文提到，当前七大科技巨头占到标普 500 指数总市值的三分之一，集中度已经达到历史最高，并推动了美国股市的强劲表现，合计为标普 500 指数贡献了超 50% 的涨幅。这种很高的“指数集中化”程度，对于投资者分散风险、多元化投资布局来说并非好事。特别是考虑到这七家公司均属科技行业，业务线重叠，相关性密切。一旦投资者对于人工智能的超前期望有所落空，或者其中某只龙头股票下跌，则整个美股都很可能受到显著拖累。正如互联网泡沫时期最大的几家互联网巨头，尤其是那些在纳斯达克上市的公司，包括思科系统（Cisco Systems）、微软（Microsoft）、英特尔（Intel）、甲骨文（Oracle）、亚马逊（Amazon）、雅虎（Yahoo）和 eBay 等，由于他们对整个市场的巨大影响力，股价飙升阶段助长市场泡沫扩大，而股价暴跌阶段也使得对市场的冲击更加广泛和严重。

图43：互联网泡沫前后美国龙头科技公司的股价变化



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

宏观环境方面：互联网泡沫形成时期美国经济增长相对更加强劲，劳动市场稳定，价格水平从低位回升，政策利率先下后上，虽与本次 AI 热潮不尽相同，但也有值得警惕的相似之处。经济方面，互联网泡沫形成期的经济扩张更为明显：1998 年至 2020 年的 GDP 环比折年率均值为 4.23%，高于 2021 至 2023 年 3.07% 的增幅；同时制造与服务业 PMI 整体位于荣枯线以上并保持扩张，与 AI 热潮中制造业 PMI 快速下行后低位徘徊、服务业 PMI 稳步放缓的趋势不同。**消费与价格方面，**互联网泡沫形成期的个人消费支出与零售销售持续增长，并带动 PCE 价格指数从不足 1% 的水平接近 3%，结合扩张的经济引起了美联储的警惕，这与当前的 AI 热潮存在明显不同。本轮的消费支出和通胀自 2022 年 3 月美联储加息以来处于整体下降的阶段，迫使货币政策在当前 5.25%-5.50% 的高位进一步紧缩的压力较低。**劳动市场方面，**互联网泡沫时期的失业率从 4.4% 左右缓慢降低至 3.9%，新增就业相对稳定，薪资维持在 3.5%-4.4% 左右，没有明显的供需缺口；本轮 AI 热潮中，疫情导致的劳动市场供需缺口使失业率持续维持在 4% 以下的历史低位，薪资增速缓慢放缓，新增就业仍保持了温和扩张，因此劳动市场韧性更强。**货币方面，**互联网泡沫时期的联邦基金利率先下后上，1998 年四季度开始从 5.50% 左右的水平降低至 1999 年中的 4.75% 附近，随后在经济与通胀明显回升的背景下开始收紧，在 2000 年中达到 6.50% 的高位。与之不同的是，本轮通胀周期导致美联储在 2022 年 3 月开启大滞涨时代以来最猛烈的加息，联邦基金利率于 2023 年 7 月末达到 5.50% 的峰值并保持高位，**限制性的货币政策与互联网泡沫时期利率的阶段性放松有所不同。**此外，互联网泡沫期的 M2 增长斜率高于前期趋势，而本轮 M2 处于高位回落阶段，但当前 M2 绝对值依然远高于前期趋势也值得注意。

总体上，当前的 AI 热潮中美国经济增长在高利率压制下仍处于缓慢缓和的阶段，并未出现 1998 至 2000 上半年较高速增长的情况；消费、薪资和通胀整体回落意味着美联储暂不存在 1999 至 2000 年间进一

步收紧货币政策的风险，M2 总量也有所下行，这意味着流动性对泡沫的刺激仍相对有限。未来值得警惕的一个潜在路径是美联储在 2024 年放松货币政策后，通胀中枢在 2025 年出现反弹逼迫美联储不再降息或重新加息，形成相似的“利率先后上”局面，这可能引发经济和企业利润的回落和权益市场的下跌。

表3：互联网泡沫期间美国重要经济指标变化（非指数和无特别标注的单位为%）

| | 美国GDP-不变价-季调环比折年率 | ISM制造业PMI | ISM非制造业PMI | 个人消费支出-季调不变价-同比 | 零售和食品销售额-季调-同比 | 失业率-季调 | 新增非农就业人数-季调(千人) | 私人非农企业生产和非管理人员平均时薪-季调-同比 | PCE价格-同比 | 核心PCE价格-同比 | 有效联邦基金利率(EFFR) | 国债收益率:2年 | 国债收益率:10年 | 美元指数 | 标普500指数 | 标普500波动率指数(VIX) |
|---------|-------------------|-----------|------------|-----------------|----------------|--------|-----------------|--------------------------|----------|------------|----------------|----------|-----------|----------|----------|-----------------|
| 2001-12 | 1.10 | 45.30 | 50.90 | 3.09 | 2.87 | 5.70 | -157.00 | 3.15 | 1.06 | 1.74 | 1.82 | 3.11 | 5.09 | 116.2976 | 1,144.93 | 23.72 |
| 2001-11 | | 44.10 | 49.40 | 3.94 | 4.01 | 5.50 | -311.00 | 3.37 | 1.32 | 1.81 | 2.09 | 2.78 | 4.65 | 115.9995 | 1,129.68 | 26.63 |
| 2001-10 | | 40.80 | 40.50 | 4.63 | 6.36 | 5.30 | -313.00 | 3.46 | 1.53 | 1.79 | 2.49 | 2.73 | 4.57 | 114.1961 | 1,076.59 | 32.72 |
| 2001-09 | -1.60 | 46.20 | 49.70 | 1.72 | -0.53 | 5.00 | -259.00 | 3.61 | 1.31 | 1.22 | 3.07 | 3.12 | 4.73 | 113.3183 | 1,044.64 | 35.07 |
| 2001-08 | | 46.30 | 47.40 | 4.69 | 3.11 | 4.90 | -149.00 | 3.77 | 2.10 | 2.04 | 3.65 | 3.76 | 4.97 | 114.3952 | 1,178.51 | 21.86 |
| 2001-07 | | 43.50 | 48.10 | 4.64 | 2.52 | 4.60 | -123.00 | 3.78 | 2.10 | 2.12 | 3.77 | 4.04 | 5.24 | 118.4355 | 1,204.45 | 22.32 |
| 2001-06 | 2.50 | 43.20 | 51.60 | 4.78 | 2.55 | 4.50 | -115.00 | 4.01 | 2.39 | 2.09 | 3.97 | 4.08 | 5.28 | 118.9390 | 1,238.71 | 20.94 |
| 2001-05 | | 41.30 | 47.90 | 5.11 | 3.72 | 4.30 | -44.00 | 4.02 | 2.56 | 1.94 | 4.21 | 4.26 | 5.39 | 116.7883 | 1,270.37 | 22.94 |
| 2001-04 | | 42.70 | 48.30 | 4.87 | 3.60 | 4.40 | -296.00 | 4.03 | 2.37 | 2.03 | 4.80 | 4.23 | 5.14 | 115.4770 | 1,189.84 | 28.13 |
| 2001-03 | -1.30 | 43.10 | 50.00 | 4.64 | 0.46 | 4.30 | -35.00 | 4.12 | 2.11 | 1.93 | 5.31 | 4.34 | 4.89 | 113.9273 | 1,185.85 | 28.50 |
| 2001-02 | | 42.10 | 51.50 | 5.68 | 2.48 | 4.20 | 87.00 | 4.06 | 2.54 | 2.04 | 5.49 | 4.66 | 5.10 | 111.8415 | 1,305.75 | 23.41 |
| 2001-01 | | 42.30 | 52.50 | 6.79 | 4.03 | 4.20 | -19.00 | 3.93 | 2.70 | 2.01 | 5.98 | 4.76 | 5.16 | 110.1327 | 1,335.63 | 24.92 |
| 2000-12 | 2.40 | 43.90 | 57.50 | 6.29 | 2.20 | 3.90 | 165.00 | 4.31 | 2.48 | 1.87 | 6.40 | 5.35 | 5.24 | 112.6465 | 1,330.93 | 26.53 |
| 2000-11 | | 48.50 | 59.70 | 7.15 | 4.18 | 3.90 | 201.00 | 4.17 | 2.57 | 1.90 | 6.51 | 5.88 | 5.72 | 116.4832 | 1,375.04 | 26.38 |
| 2000-10 | | 48.70 | 58.60 | 7.52 | 5.77 | 3.90 | -5.00 | 3.89 | 2.51 | 1.82 | 6.51 | 5.91 | 5.74 | 116.0686 | 1,390.14 | 25.20 |
| 2000-09 | 0.40 | 49.70 | 59.80 | 7.86 | 6.21 | 3.90 | 126.00 | 3.82 | 2.55 | 1.85 | 6.52 | 6.08 | 5.80 | 114.2414 | 1,468.05 | 19.69 |
| 2000-08 | | 49.90 | 61.30 | 7.44 | 4.88 | 4.10 | 3.00 | 3.91 | 2.48 | 1.87 | 6.50 | 6.23 | 5.83 | 111.1713 | 1,485.46 | 18.09 |
| 2000-07 | | 52.50 | 56.50 | 7.65 | 5.89 | 4.00 | 168.00 | 3.77 | 2.67 | 1.79 | 6.54 | 6.34 | 6.05 | 108.2462 | 1,473.00 | 19.89 |
| 2000-06 | 7.50 | 51.40 | 60.30 | 7.77 | 7.04 | 4.00 | -46.00 | 3.79 | 2.68 | 1.74 | 6.53 | 6.48 | 6.10 | 107.1600 | 1,461.96 | 21.54 |
| 2000-05 | | 53.20 | 59.80 | 7.66 | 6.54 | 4.00 | 223.00 | 3.87 | 2.37 | 1.72 | 6.27 | 6.81 | 6.44 | 110.7814 | 1,418.48 | 26.37 |
| 2000-04 | | 54.70 | 61.10 | 7.74 | 7.35 | 3.80 | 279.00 | 3.81 | 2.35 | 1.71 | 6.02 | 6.40 | 5.99 | 106.8185 | 1,461.36 | 27.16 |
| 2000-03 | 1.50 | 54.90 | 60.50 | 9.02 | 9.78 | 4.00 | 484.00 | 3.82 | 2.93 | 1.90 | 5.85 | 6.53 | 6.26 | 105.5670 | 1,442.21 | 22.72 |
| 2000-02 | | 55.80 | 58.20 | 8.62 | 9.02 | 4.10 | 111.00 | 3.76 | 2.57 | 1.72 | 5.73 | 6.61 | 6.52 | 104.4471 | 1,388.87 | 23.60 |
| 2000-01 | | 56.70 | 57.70 | 7.72 | 8.58 | 4.00 | 228.00 | 3.62 | 2.19 | 1.54 | 5.45 | 6.44 | 6.66 | 101.6905 | 1,425.59 | 23.20 |
| 1999-12 | 6.70 | 57.80 | 60.40 | 7.75 | 9.46 | 4.00 | 314.00 | 3.71 | 2.05 | 1.44 | 5.30 | 6.10 | 6.28 | 101.7430 | 1,428.68 | 22.16 |
| 1999-11 | | 58.10 | 57.00 | 7.20 | 8.46 | 4.10 | 288.00 | 3.72 | 1.92 | 1.49 | 5.42 | 5.86 | 6.03 | 100.6059 | 1,391.00 | 21.82 |
| 1999-10 | | 57.20 | 60.70 | 6.88 | 7.94 | 4.10 | 398.00 | 3.81 | 1.83 | 1.41 | 5.20 | 5.86 | 6.11 | 98.2405 | 1,300.01 | 24.02 |
| 1999-09 | 5.40 | 57.00 | 59.10 | 7.06 | 9.54 | 4.20 | 212.00 | 3.74 | 1.89 | 1.43 | 5.22 | 5.66 | 5.92 | 99.8627 | 1,318.17 | 24.54 |
| 1999-08 | | 54.80 | 60.30 | 6.87 | 10.09 | 4.20 | 146.00 | 3.60 | 1.46 | 1.15 | 5.07 | 5.68 | 5.94 | 100.2718 | 1,327.49 | 24.32 |
| 1999-07 | | 53.60 | 60.70 | 6.75 | 8.44 | 4.30 | 335.00 | 3.92 | 1.42 | 1.30 | 4.99 | 5.55 | 5.79 | 102.7050 | 1,380.99 | 21.05 |
| 1999-06 | 3.40 | 55.80 | 57.90 | 6.62 | 6.90 | 4.30 | 278.00 | 3.70 | 1.40 | 1.40 | 4.76 | 5.62 | 5.90 | 102.4786 | 1,322.55 | 23.63 |
| 1999-05 | | 54.30 | 57.70 | 6.75 | 7.45 | 4.20 | 215.00 | 3.47 | 1.28 | 1.22 | 4.74 | 5.25 | 5.54 | 100.9225 | 1,332.07 | 26.20 |
| 1999-04 | | 52.30 | 59.80 | 7.11 | 6.99 | 4.30 | 362.00 | 3.56 | 1.35 | 1.22 | 4.74 | 4.98 | 5.18 | 100.4567 | 1,334.76 | 23.48 |
| 1999-03 | 3.80 | 52.40 | 59.50 | 6.66 | 7.54 | 4.20 | 115.00 | 3.65 | 0.99 | 1.14 | 4.81 | 5.05 | 5.23 | 99.4243 | 1,281.66 | 25.31 |
| 1999-02 | | 51.70 | 57.30 | 6.56 | 7.70 | 4.40 | 414.00 | 3.66 | 0.93 | 1.22 | 4.76 | 4.88 | 5.00 | 97.0445 | 1,246.58 | 28.82 |
| 1999-01 | | 50.60 | 58.80 | 6.75 | 6.60 | 4.30 | 106.00 | 3.75 | 0.94 | 1.34 | 4.63 | 4.62 | 4.72 | 94.6050 | 1,248.77 | 28.04 |
| 1998-12 | 6.60 | 46.80 | 54.20 | 6.65 | 6.64 | 4.40 | 373.00 | 3.61 | 0.84 | 1.35 | 4.68 | 4.51 | 4.65 | 94.4859 | 1,190.05 | 25.48 |
| 1998-11 | | 48.20 | 54.90 | 6.26 | 6.01 | 4.40 | 275.00 | 3.62 | 0.72 | 1.24 | 4.83 | 4.54 | 4.83 | 95.3630 | 1,144.43 | 26.22 |
| 1998-10 | | 48.70 | 54.00 | 6.41 | 5.53 | 4.50 | 205.00 | 3.79 | 0.72 | 1.25 | 5.07 | 4.09 | 4.53 | 93.5818 | 1,032.47 | 36.61 |
| 1998-09 | 5.10 | 48.70 | 57.40 | 6.50 | 3.58 | 4.60 | 198.00 | 4.05 | 0.63 | 1.21 | 5.51 | 4.67 | 4.81 | 97.0727 | 1,020.64 | 38.20 |
| 1998-08 | | 49.30 | 52.20 | 6.05 | 3.08 | 4.50 | 338.00 | 3.98 | 0.93 | 1.43 | 5.55 | 5.27 | 5.34 | 101.6738 | 1,074.62 | 31.59 |
| 1998-07 | | 49.20 | 58.90 | 6.15 | 3.81 | 4.50 | 132.00 | 4.00 | 0.88 | 1.19 | 5.54 | 5.46 | 5.46 | 101.2504 | 1,156.58 | 19.93 |
| 1998-06 | 3.80 | 48.90 | 58.70 | 6.87 | 5.71 | 4.50 | 231.00 | 4.25 | 0.69 | 0.98 | 5.56 | 5.52 | 5.50 | 100.8182 | 1,108.39 | 21.66 |
| 1998-05 | | 50.90 | 61.40 | 6.92 | 6.35 | 4.40 | 401.00 | 4.34 | 0.90 | 1.26 | 5.49 | 5.59 | 5.65 | 99.5220 | 1,108.42 | 20.87 |
| 1998-04 | | 52.20 | 58.60 | 6.02 | 5.06 | 4.30 | 281.00 | 4.36 | 0.72 | 1.23 | 5.45 | 5.56 | 5.64 | 100.1890 | 1,112.20 | 22.03 |
| 1998-03 | 4.10 | 52.90 | 57.00 | 5.43 | 3.06 | 4.70 | 146.00 | 4.21 | 0.69 | 1.24 | 5.49 | 5.56 | 5.65 | 100.3523 | 1,076.83 | 20.16 |
| 1998-02 | | 52.90 | 58.90 | 5.33 | 2.78 | 4.60 | 205.00 | 4.22 | 0.78 | 1.38 | 5.51 | 5.42 | 5.57 | 99.7953 | 1,023.74 | 20.00 |
| 1998-01 | | 53.80 | 61.40 | 5.15 | 3.63 | 4.60 | 262.00 | 4.07 | 1.04 | 1.50 | 5.56 | 5.36 | 5.54 | 100.4471 | 963.36 | 23.87 |

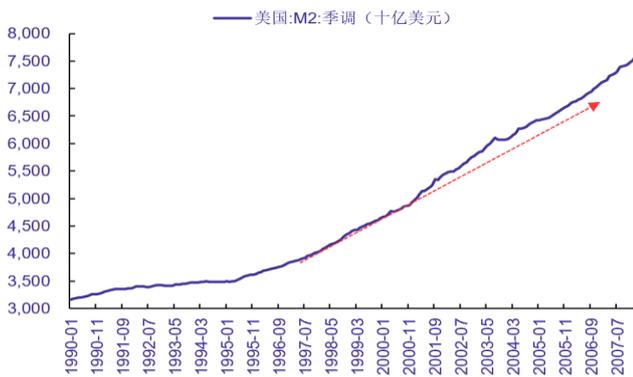
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表4：疫情后和 AI 热潮期间美国重要经济指标变化（非指数和无特别标注的单位为%）

| | 美国GDP- 不变价- 季调环比折年 率 | ISM制造 业PMI | ISM非制 造业PMI | 个人消费支 出-季调- 同比 | 零售和食品 服务销售额 -季调-同比 | 失业率- 季调 | 新增非农就业 人数- 季调（千人） | 私人非农企业 生产和非管理 人员平均时薪 -季调-同比 | PCE价格- 同比 | 核心PCE 价格-同比 | 有效联邦 基金利率(EFFR) | 国债收益 率:2年 | 国债收益 率:10年 | 美元指数 | 标普500指 数 | 标普500波 动率指数(VIX) |
|---------|-------------------------------|---------------|----------------|----------------------|--------------------------|------------|-------------------------|--------------------------------------|--------------|----------------|------------------------|--------------|---------------|----------|-------------|-------------------------|
| 2024-02 | | 47.8 | 52.6 | | 1.50 | 3.9 | 275.00 | 4.54 | | | 5.33 | 4.54 | 4.21 | 104.0988 | 5011.96 | 13.98 |
| 2024-01 | | 49.1 | 53.4 | 4.52 | 0.65 | 3.7 | 353.00 | 4.77 | 2.40 | 2.85 | 5.33 | 4.32 | 4.06 | 102.8802 | 4804.49 | 13.39 |
| 2023-12 | 3.2 | 47.1 | 50.5 | 5.95 | 5.31 | 3.7 | 333.00 | 4.61 | 2.62 | 2.94 | 5.33 | 4.46 | 4.02 | 102.6292 | 4685.05 | 12.72 |
| 2023-11 | | 46.7 | 52.7 | 5.54 | 3.58 | 3.7 | 182.00 | 4.59 | 2.71 | 3.19 | 5.33 | 4.88 | 4.50 | 104.4882 | 4460.06 | 14.08 |
| 2023-10 | | 46.7 | 51.8 | 5.00 | 2.20 | 3.8 | 165.00 | 4.61 | 2.95 | 3.39 | 5.33 | 5.07 | 4.80 | 106.3632 | 4269.40 | 18.89 |
| 2023-09 | 4.9 | 49 | 53.6 | 5.55 | 4.00 | 3.8 | 246.00 | 4.74 | 3.37 | 3.59 | 5.33 | 5.02 | 4.38 | 105.2599 | 4409.10 | 15.17 |
| 2023-08 | | 47.6 | 54.5 | 5.42 | 2.84 | 3.8 | 210.00 | 4.83 | 3.35 | 3.73 | 5.33 | 4.90 | 4.17 | 103.1044 | 4457.36 | 15.85 |
| 2023-07 | | 46.4 | 52.7 | 5.92 | 2.75 | 3.5 | 184.00 | 4.95 | 3.31 | 4.19 | 5.12 | 4.83 | 3.90 | 101.4179 | 4508.08 | 13.93 |
| 2023-06 | 2.1 | 46 | 53.9 | 5.33 | 1.47 | 3.6 | 240.00 | 4.98 | 3.20 | 4.28 | 5.08 | 4.64 | 3.75 | 103.1144 | 4345.37 | 14.00 |
| 2023-05 | | 46.9 | 50.3 | 5.88 | 2.11 | 3.7 | 303.00 | 5.11 | 3.96 | 4.69 | 5.06 | 4.13 | 3.57 | 102.7685 | 4146.17 | 17.64 |
| 2023-04 | | 47.1 | 51.9 | 6.08 | 1.29 | 3.4 | 278.00 | 5.17 | 4.45 | 4.76 | 4.83 | 4.02 | 3.46 | 101.7734 | 4121.47 | 17.82 |
| 2023-03 | 2.2 | 46.3 | 51.2 | 6.27 | 2.19 | 3.5 | 146.00 | 5.42 | 4.44 | 4.78 | 4.65 | 4.30 | 3.66 | 103.7922 | 3968.56 | 21.64 |
| 2023-02 | | 47.7 | 55.1 | 7.63 | 5.26 | 3.6 | 287.00 | 5.38 | 5.19 | 4.84 | 4.57 | 4.53 | 3.75 | 103.6794 | 4079.68 | 20.12 |
| 2023-01 | | 47.4 | 55.2 | 7.94 | 7.91 | 3.4 | 482.00 | 5.24 | 5.48 | 4.90 | 4.33 | 4.21 | 3.53 | 102.7623 | 3960.66 | 20.17 |
| 2022-12 | 2.6 | 48.4 | 49.2 | 6.81 | 5.50 | 3.5 | 136.00 | 5.49 | 5.44 | 4.87 | 4.10 | 4.29 | 3.62 | 104.5032 | 3912.38 | 21.78 |
| 2022-11 | | 49 | 56.5 | 6.87 | 6.23 | 3.6 | 258.00 | 5.87 | 5.93 | 5.09 | 3.78 | 4.50 | 3.89 | 108.0875 | 3917.49 | 23.30 |
| 2022-10 | | 50.2 | 54.4 | 7.83 | 8.91 | 3.6 | 361.00 | 5.82 | 6.35 | 5.33 | 3.08 | 4.38 | 3.98 | 111.9375 | 3726.05 | 30.01 |
| 2022-09 | 2.7 | 50.9 | 56.7 | 8.57 | 9.02 | 3.5 | 255.00 | 5.93 | 6.56 | 5.47 | 2.56 | 3.86 | 3.52 | 110.6979 | 3850.52 | 27.34 |
| 2022-08 | | 52.8 | 56.9 | 8.50 | 10.13 | 3.6 | 243.00 | 6.24 | 6.52 | 5.21 | 2.33 | 3.25 | 2.90 | 107.1353 | 4158.56 | 22.17 |
| 2022-07 | | 52.8 | 56.7 | 8.70 | 10.36 | 3.5 | 690.00 | 6.55 | 6.62 | 4.96 | 1.68 | 3.04 | 2.90 | 106.9286 | 3911.73 | 25.00 |
| 2022-06 | -0.6 | 53 | 55.3 | 8.95 | 9.48 | 3.6 | 420.00 | 6.66 | 7.12 | 5.19 | 1.21 | 3.00 | 3.14 | 103.8806 | 3898.95 | 28.23 |
| 2022-05 | | 56.1 | 55.9 | 9.41 | 9.67 | 3.6 | 286.00 | 6.66 | 6.69 | 5.07 | 0.77 | 2.62 | 2.90 | 103.0849 | 4040.36 | 29.31 |
| 2022-04 | | 55.4 | 57.1 | 9.19 | 8.92 | 3.7 | 272.00 | 6.90 | 6.62 | 5.25 | 0.33 | 2.54 | 2.75 | 100.6894 | 4391.30 | 24.37 |
| 2022-03 | -2 | 57.1 | 58.3 | 9.87 | 8.36 | 3.6 | 494.00 | 6.99 | 6.89 | 5.55 | 0.20 | 1.91 | 2.13 | 98.46376 | 4391.27 | 26.97 |
| 2022-02 | | 58.6 | 56.5 | 13.72 | 17.77 | 3.8 | 862.00 | 6.81 | 6.55 | 5.57 | 0.08 | 1.44 | 1.93 | 96.00588 | 4435.98 | 25.75 |
| 2022-01 | | 57.6 | 59.9 | 12.24 | 13.25 | 4 | 251.00 | 6.87 | 6.30 | 5.37 | 0.08 | 0.98 | 1.76 | 95.93827 | 4573.82 | 23.18 |
| 2021-12 | 7 | 58.8 | 62.3 | 13.49 | 15.52 | 3.9 | 566.00 | 6.36 | 6.18 | 5.24 | 0.08 | 0.68 | 1.47 | 96.20795 | 4674.77 | 21.35 |
| 2021-11 | | 61.1 | 69.1 | 14.08 | 17.32 | 4.1 | 631.00 | 6.58 | 5.99 | 4.95 | 0.08 | 0.51 | 1.56 | 95.32677 | 4667.39 | 18.50 |
| 2021-10 | | 60.8 | 66.7 | 13.00 | 14.97 | 4.5 | 860.00 | 6.48 | 5.41 | 4.50 | 0.08 | 0.39 | 1.58 | 93.96018 | 4460.71 | 17.87 |
| 2021-09 | 3.3 | 61.1 | 61.9 | 11.90 | 12.71 | 4.7 | 480.00 | 6.01 | 4.81 | 4.07 | 0.08 | 0.24 | 1.37 | 92.97564 | 4445.54 | 19.82 |
| 2021-08 | | 59.9 | 61.7 | 13.01 | 14.13 | 5.1 | 465.00 | 5.24 | 4.64 | 4.02 | 0.09 | 0.22 | 1.28 | 92.80605 | 4454.21 | 17.47 |
| 2021-07 | | 59.5 | 64.1 | 13.06 | 14.29 | 5.4 | 939.00 | 5.14 | 4.53 | 4.01 | 0.10 | 0.22 | 1.32 | 92.51054 | 4363.71 | 17.60 |
| 2021-06 | 6.2 | 60.6 | 60.1 | 14.84 | 17.85 | 5.9 | 778.00 | 4.11 | 4.37 | 3.95 | 0.08 | 0.20 | 1.52 | 91.05734 | 4238.49 | 16.96 |
| 2021-05 | | 61.2 | 64 | 19.91 | 26.68 | 5.8 | 451.00 | 2.76 | 4.16 | 3.64 | 0.06 | 0.16 | 1.62 | 90.30625 | 4167.85 | 19.76 |
| 2021-04 | | 60.7 | 62.7 | 29.65 | 52.03 | 6.1 | 319.00 | 1.47 | 3.72 | 3.22 | 0.07 | 0.16 | 1.64 | 91.63839 | 4141.18 | 17.42 |
| 2021-03 | 5.2 | 64.7 | 63.7 | 13.52 | 28.75 | 6.1 | 831.00 | 4.93 | 2.71 | 2.26 | 0.07 | 0.15 | 1.61 | 92.03551 | 3910.51 | 21.84 |
| 2021-02 | | 60.8 | 55.3 | 0.93 | 5.63 | 6.2 | 527.00 | 5.16 | 1.89 | 1.75 | 0.08 | 0.12 | 1.26 | 90.62936 | 3883.43 | 23.14 |
| 2021-01 | | 58.7 | 58.7 | 1.56 | 8.44 | 6.4 | 398.00 | 5.27 | 1.62 | 1.72 | 0.09 | 0.13 | 1.08 | 90.24177 | 3793.75 | 24.91 |
| 2020-12 | 4.2 | 60.5 | 57.7 | 0.41 | 4.72 | 6.7 | -243.00 | 5.58 | 1.37 | 1.55 | 0.09 | 0.14 | 0.93 | 90.48021 | 3695.31 | 22.37 |
| 2020-11 | | 57.5 | 55.9 | -0.02 | 4.11 | 6.7 | 268.00 | 4.57 | 1.15 | 1.43 | 0.09 | 0.17 | 0.87 | 92.60466 | 3548.99 | 25.00 |
| 2020-10 | | 59.3 | 56.6 | 0.81 | 5.82 | 6.8 | 673.00 | 4.63 | 1.12 | 1.37 | 0.09 | 0.15 | 0.79 | 93.40591 | 3418.70 | 29.44 |
| 2020-09 | 34.8 | 55.4 | 57.8 | 0.68 | 6.53 | 7.8 | 1046.00 | 4.77 | 1.25 | 1.44 | 0.09 | 0.13 | 0.68 | 93.40876 | 3365.52 | 27.65 |
| 2020-08 | | 56 | 56.9 | -0.67 | 3.87 | 8.4 | 1534.00 | 5.08 | 1.17 | 1.37 | 0.10 | 0.14 | 0.65 | 93.03313 | 3391.71 | 22.89 |
| 2020-07 | | 54.2 | 58.1 | -1.29 | 3.54 | 10.2 | 1585.00 | 4.84 | 0.90 | 1.16 | 0.09 | 0.15 | 0.62 | 95.59298 | 3207.62 | 26.84 |
| 2020-06 | -28 | 52.6 | 57.1 | -2.53 | 2.79 | 11 | 4615.00 | 5.62 | 0.71 | 0.91 | 0.08 | 0.19 | 0.73 | 97.09619 | 3104.66 | 31.12 |
| 2020-05 | | 43.1 | 45.4 | -7.60 | -5.18 | 13.2 | 2619.00 | 6.89 | 0.45 | 0.95 | 0.05 | 0.17 | 0.67 | 99.58732 | 2919.62 | 30.90 |
| 2020-04 | | 41.5 | 41.8 | -14.36 | -19.76 | 14.8 | -20477.00 | 7.76 | 0.41 | 0.93 | 0.05 | 0.22 | 0.66 | 99.86659 | 2761.98 | 41.45 |
| 2020-03 | -5.3 | 49.1 | 52.5 | -3.14 | -5.96 | 4.4 | -1411.00 | 3.60 | 1.15 | 1.49 | 0.65 | 0.45 | 0.87 | 98.78965 | 2652.39 | 57.74 |
| 2020-02 | | 50.1 | 57.3 | 4.93 | 4.95 | 3.5 | 264.00 | 3.45 | 1.64 | 1.66 | 1.58 | 1.33 | 1.50 | 98.87746 | 3277.31 | 19.63 |
| 2020-01 | | 50.9 | 55.5 | 5.16 | 5.07 | 3.6 | 253.00 | 3.33 | 1.70 | 1.55 | 1.55 | 1.52 | 1.76 | 97.40721 | 3278.20 | 13.94 |

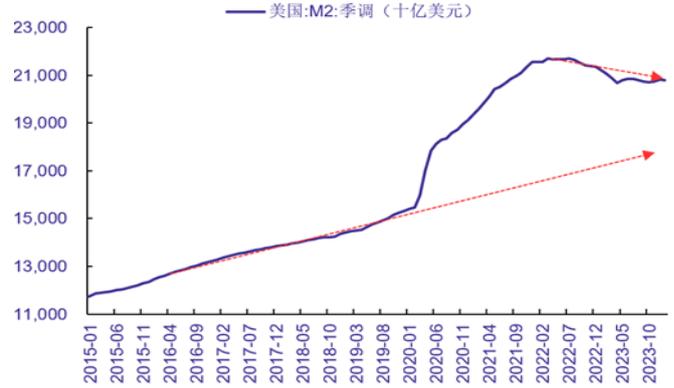
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图44：互联网泡沫时期 M2 增长斜率高于前期趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图45：AI 热潮时期 M2 总量收缩，但流动性整体也较为充裕



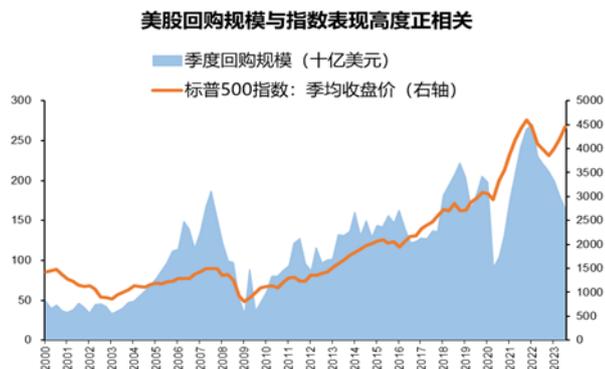
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

上市公司回购大幅增加，成为支撑美股的重要动力，也是与互联网泡沫时期相比一项显著的差异。互联网泡沫时期，美股的回购规模还不小，对于股市起到的稳定和促进作用还不显著。2008 年金融危机后，美国企业通过股票回购来支撑股价回升和推动股市的长期牛市，这一策略在一定程度上帮助了美国股市走出了长达十年的牛市行情。美股企业大量回购的动机主要包括减少流通股：企业通过回购自己的股票，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

减少了市场上流通的股票数量。这通常会导导致每股收益（EPS）上升，从而在一定程度上推高股价。**提升股东价值：**股票回购被视为一种将公司利润直接回馈给股东的方式，这可以提高股东的持股价值。**改善财务指标：**回购股票可以提高公司的净资产收益率（ROE）和资产回报率（ROA），因为这些指标的计算公式中包含了股本数量。通过减少股本，即使在利润增长有限的情况下，这些指标也可能得到改善。**市场信号：**大规模的股票回购通常被市场解读为公司管理层对公司未来前景的信心，这种积极的市场信号可能会吸引更多的投资者，进一步推高股价。**高管激励：**美股公司大部分高管的薪酬与公司的股价表现挂钩。通过回购股票，高管的期权和股票奖励的价值会随着股价上升而增加。由于回购带给美国公司的多赢局面，近些年回购力度在快速加大。

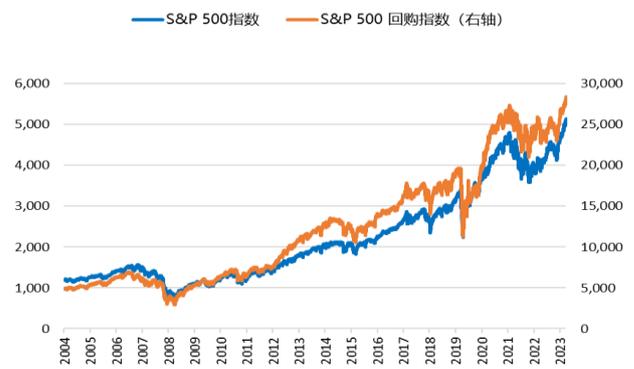
美股回购总量上看，2017年前后大致在5000-6000亿美元水平，2018年后达到约8000亿美元，只有2020年短暂受疫情影响，近两年增速都在10%以上。几家最大的科技龙头，同时也是美股当中回购力度最大上市公司，苹果、Alphabet、Meta、微软和英伟达分别是2023年美股回购前五名。**预计在科技公司的强劲收益增长和美联储降息推动下，美股回购量将在2025年首次超过万亿美元。从效果上看，美股市场的回购具备了显著的顺周期性，与美股牛市相互促进和彼此成就。大量而持续的股票回购也是美股与其他市场相比的一个重要特点。与互联网泡沫时期相比，美股市场实际上多了一项重要的稳定支柱。**

图46：美股回购规模与指数的表现高度相关



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

图47：回购率最高的100只股票是推升标普500的主要动力



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

投资情绪相似，投资经验增多。当前和互联网泡沫前的投资情绪有很多相似之处，特别是体现在对新兴科技的兴奋以及跟风追涨、害怕错失投资机会。在互联网泡沫时期，投资者对新兴技术和商业模式的预期过于乐观，这种乐观情绪在当前市场中也有所体现，导致了许多不切实际的投资决策。互联网泡沫破裂后，投资者和市场参与者对风险有了更深刻的认识。在经历了2008年金融危机和2020年市场动荡后，投资者对于危机和泡沫的体验更加切实。当前市场虽然对新技术和创新仍然保持高度兴趣，但部分投资者和市场参与者可能更加理性和谨慎。

市场监管更加严格。在泡沫时期，监管机构对于互联网企业的监管力度相对较轻，更多地采取观望态度，允许市场自我调节。这在一定程度上促进了互联网行业的快速发展，但也导致了市场的过度投机和泡沫的形成。金融市场的监管框架相对较为宽松，尤其是在对新兴的互联网相关企业的投资和上市方面。许多国家的监管机构对互联网企业的监管缺乏明确的指导原则和法律依据。当前市场监管环境更为严格，金融市场的监管框架已经相对成熟，许多国家已经建立了较为完善的法律法规体系，如美国的《萨班斯-奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley Act）等，以应对企业财务透明度、内部控制和投资者保护等问题，对上市公司的财务透明度和信息披露要求更高。这有利于降低金融系统性风险。

可见，当前的美股市场投资者充满了对新兴技术和商业模式的乐观预期，其中不乏跟风追涨；市场和主要科技公司的估值已经偏高，而且指数集中度达到历史新高，科技龙头效应比以往任何时候都更加显著，

这些都使得目前一路“狂飙”的 AI 行情和美股科技主题可能面临的回调和波动风险进一步加大。另一方面与互联网泡沫时期相比，当前的美股高估值背后有了更多的盈利支撑，宏观环境和政策更加平稳、酝酿泡沫和刺破泡沫的风险点较弱，又多了大规模回购分红作为美股表现的重要支撑，而且在过去几轮危机泡沫之后，美国金融市场监管更加严格，投资者经验整体上有提高，这些都有助于降低金融市场层面爆发系统性危机的风险。

五、科技的投资时钟：泡沫扮演怎样角色？

美股下一次大的调整是否越来越近，已经是众多市场投资者共同的担忧。经济弱复苏和流动性泛滥的局面下，金融市场和企业的这种普遍担忧，正在实质性地影响资本开支和投资决策。即使 AI 的长远前景已经比较确定，在该领域大规模的资本投入仍有迟疑，很大程度上是因为投资者从过往的技术爆发历史中汲取了教训。例如 19 世纪中的铁路技术大爆发，导致铁路投机泡沫破裂，大部分早期投资者都赔了钱，泡沫出清之后真正的技术普及和大规模技术投资才真正开始。

从历史上数轮技术周期来看，相关资产价格的回调对于 AI 技术来说并非是绝对的坏事，泡沫出清之后，实体经济和资本市场对于新技术及其应用产品的定价才更趋于合理。长远来看，反而可能是促进 AI 技术提升和推广的“好泡沫”。

（一）科技投资的周期视角

可以进一步从技术和投资的周期视角回答“如果出现资产泡沫的破裂对于 AI 技术意味着什么”这个问题。与商业周期相似，科技投资也存在明显的周期特征。经济学家佩雷斯（Carlota Perez）在 2007 年出版的著作《技术革命与金融资本：从 19 世纪到 21 世纪的经济、泡沫与危机》（Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages）中，详细阐述了康波理论。这一理论是对尼古拉·康德拉季耶夫（Nikolai Kondratiev）的长波理论的现代解释和扩展，强调了技术革命在经济发展中的核心作用。

表5：佩雷斯技术革命扩散阶段理论

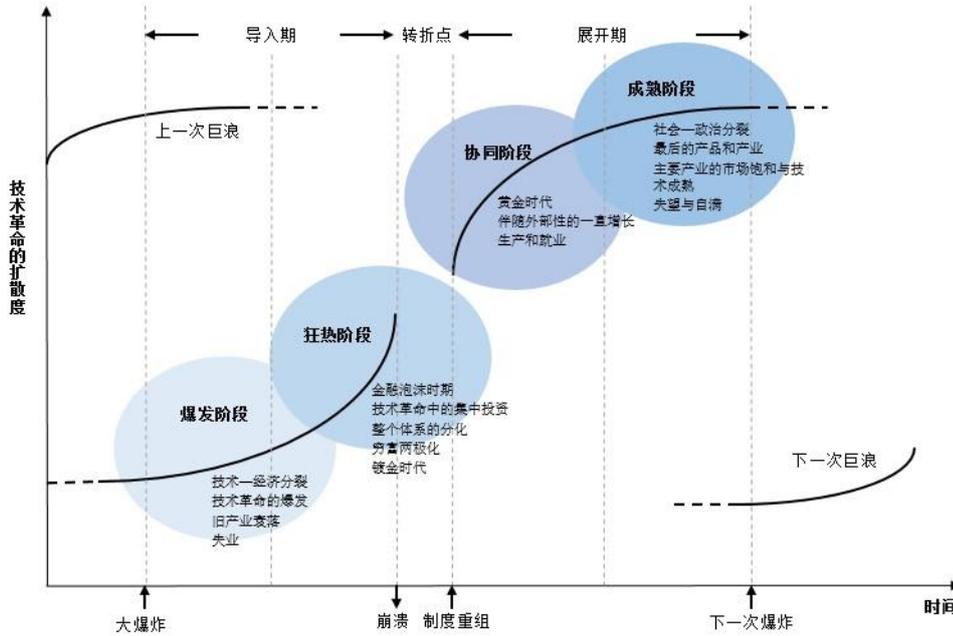
| 周期阶段 | 阶段名称 | 主要特征 |
|------------------------------|---------------------------|---|
| 导入期 (Installation period) | 爆发阶段 (Irruption Phase) | 技术革命爆发，伴随旧产业的衰落和旧行业的失业。 |
| | 狂热阶段 (Frenzy Phase) | 新技术的普及达到高潮，投资者和企业家对新技术的热情达到顶点。这往往伴随着资产泡沫的形成，因为过度的投资和投机行为推高了资产价格。 |
| 展开期 (Development period) | 协同阶段 (Synergy Phase) | 泡沫破裂后，经济进入调整期。黄金时代，往往伴随着外部性的一致增长。生产和就业大发展。 |
| | 成熟期 (Maturity Phase) | 新技术已经充分融入社会和经济结构，主要产业的市场饱和与技术成熟成为常态。经济增长可能放缓，但更为稳定和可持续。对于技术的失望与自满情绪并存。同时新的经济秩序开始形成，为下一次技术革命做准备。 |

资料来源：《技术革命与金融资本：从 19 世纪到 21 世纪的经济、泡沫与危机》，中国银河证券研究院

佩雷斯的科技周期理论认为，科技创新为社会带来实际收益需经历两大周期和四个小阶段，其中大周期分为导入期和展开期。导入期意味着新技术出现并开始影响社会的阶段，在该阶段新技术逐渐被引入市场，但还没有广泛普及，经济增长可能放缓，因为旧的产业结构和金融体系尚未适应新技术。展开期指技术被社会广泛采用的部署阶段（例如铁路时代美国西部的开发，汽车时代郊区、购物中心和快餐店的创建，以及互联网/移动时代的 iPhone、Facebook 和拼车服务等）。通常来说，导入期和展开期都需要二三十年的时间。而这两个阶段之间的“转折点”几乎总是以金融崩溃和复苏为标志。

而四个小阶段包括爆发、狂热、协同和成熟期，而现阶段 AI 技术与狂热阶段初期的特征十分类似，再往后一段时间，待到新技术的普及达到高潮，投资者和企业家对新技术的热情达到顶点，过度的投资和投机行为推高了资产价格，往往会伴随着资产泡沫的破裂。

图48：佩雷斯的科技周期理论



资料来源：Carlota Perez，中国银河证券研究院

有趣的是，从盖特纳技术成熟度曲线模型(Gartner Hype Cycle)也能得到类似的结论。该曲线较为形象的描述了科技发展与投资者反应间的关系，可以帮助形成科技的投资时钟。模型当中投资周期通常包括 5 个阶段：

表6：盖特纳技术成熟度曲线模型(Gartner Hype Cycle)

| 阶段序号 | 阶段名称 | 主要特征 |
|------|--------------------------------------|---|
| 1 | 技术触发 (Technology Trigger) | 这个阶段通常由一个突破性的技术发明或创新事件触发，引起媒体和公众的关注。这可能是一个新的科学发现、产品发布或其他引人注目的事件，它激发了市场对这项新技术的兴趣。 |
| 2 | 期望膨胀 (Peak of Inflated Expectations) | 在这个阶段，随着越来越多的成功案例和应用故事被报道，公众和媒体对技术的期望迅速膨胀。这可能导致过度炒作，人们对技术潜在的应用和好处抱有不切实际的幻想。 |
| 3 | 幻灭的低谷 (Trough of Disillusionment) | 随着技术在实际应用中遇到挑战和限制，一些早期的尝试失败，市场对技术的期望开始降低。在这个阶段，负面的报道和对技术的批评增多，许多企业和投资者可能会放弃或减少对这项技术的投资。 |
| 4 | 理性的平台 (Slope of Enlightenment) | 经过一段时间的实践和学习，市场开始更加理性地看待技术的能力。成功的应用案例变得更加清晰，企业开始找到如何有效利用技术的方法。在这个阶段，技术逐渐成熟，开始被更广泛地采纳。 |
| 5 | 生产力高原 (Plateau of Productivity) | 技术经过长期的发展和改进，最终成为提高生产力和效率的重要工具。在这个阶段，技术已经被充分整合到产品和服务中，成为日常业务运作的一部分。 |

资料来源：Gartner Hype Cycle，中国银河证券研究院

这些阶段刻画了一类技术和模式创新从萌芽到成熟阶段过程中市场的状态，其背后的本质是大多数创新和和服务将经历一种过度热情和幻灭的模式，随后才会实现最终的生产力，而这种模式也是引导科技投资

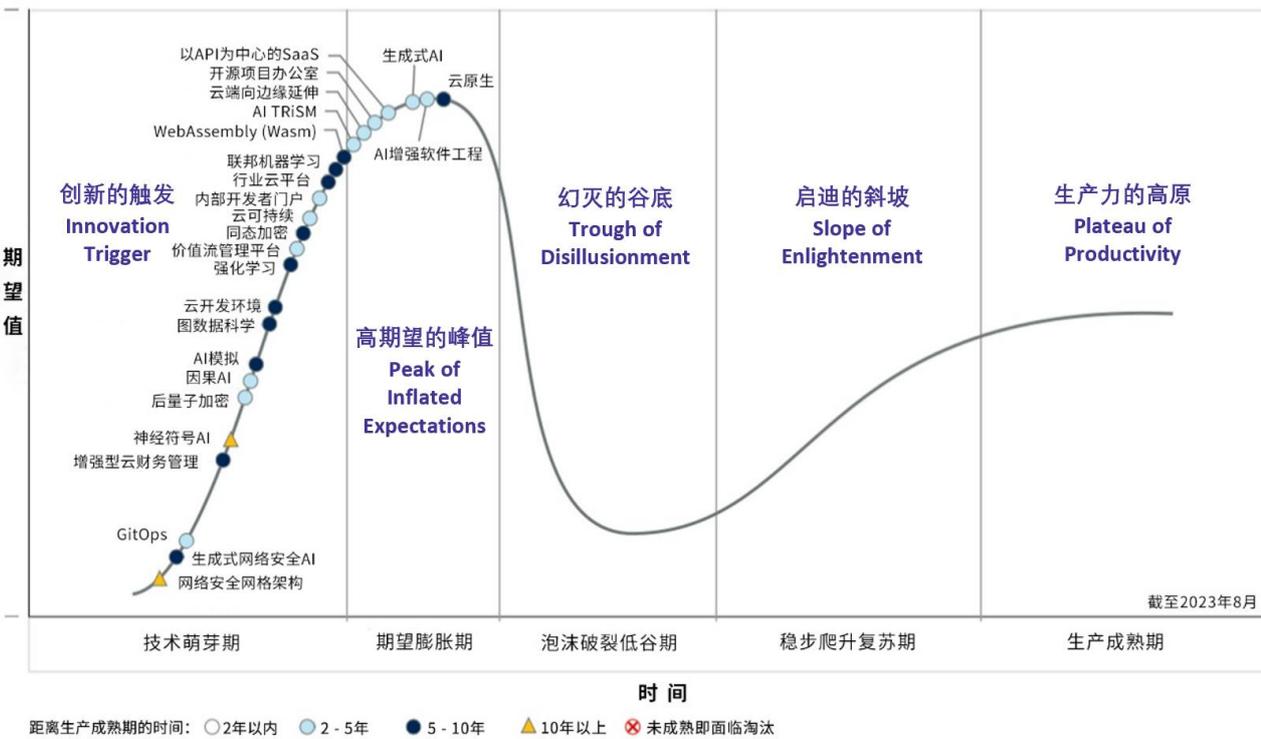
周期的核心。AI 目前的阶段更接近处在第二阶段（期望膨胀）的特征，等到过高风险破灭后，往往会伴随资产价格的回调。

通过技术成熟度曲线理解科技周期可以更好的理解市场情绪，避免在技术发展过程中的过度炒作和随后的失望。对于企业来说，在技术发展的早期阶段需要保持谨慎，而技术逐步成熟并证明其价值后可以进行大规模投资；但从投资者情绪考虑，“期望膨胀”阶段通常会在投资热潮中催生一定泡沫，而过度投资后的泡沫可能在技术发展不及预期后破灭。因此，从技术成熟度曲线的视角理解科技投资的周期，对辨析合理估值与投资泡沫来说至关重要。

2023 年 Gartner 新兴技术成熟度曲线列出了 25 项值得关注的新兴技术，而这些技术可能在未来 2 年到 10 年时间内，对商业模式和社会运行产生显著影响，也是企业数字化转型的关键。包括云原生、AI 增强软件工程、生成式 AI、以 API 为中心的 SaaS、开源项目办公室、云端向边缘延伸和 AI TRISM 等技术已经进入“期望膨胀期”，需要格外重视过度炒作带来的风险。

图49：AI 热潮中的技术成熟曲线 Gartner Hype Cycle

2023年新兴技术成熟度曲线



资料来源：Gartner，中国银河证券研究院

（二）“春风吹又生”：谁能穿越周期？

泡沫的累计与资金的快速流入高度相关，而新科技的出现和前景又对资金具有很强的吸引力。因此，市场泡沫与科技发展具有天然的联系。从 1920 年代汽车、广播、电影和航空技术的发展及 1929 年股市的崩盘，再到 1970 年代末至 2000 年的信息技术革命及互联网泡沫破裂，每一次科技和投资周期都伴随着技术创新的兴起、资本市场的繁荣和泡沫的形成与破裂。这些周期不仅影响了经济结构和产业布局，也深刻地改变了社会生活和人类的工作方式。

在泡沫破灭后，风险投资者变得更加谨慎，重新评估他们的投资策略，更加注重公司的基本面和盈利能力，而不是仅仅追求增长潜力。这导致了对早期阶段投资的重新关注，以及对那些具有明确商业模式和

收入流的公司的偏好，整体投资活动有所放缓但更加理性。以互联网泡沫为例，尽管短期内泡沫破裂带来了巨大的负面影响，但长期来看，它也为互联网行业的健康发展奠定了基础。泡沫破裂后，市场结构发生了变化，许多互联网公司被迫进行重组，专注于核心业务，而那些能够适应市场变化的公司则逐渐恢复并继续成长。

刺破泡沫的过程必定是大浪淘沙。在互联网泡沫破裂之后，大约 17% 的公司随后的经济衰退中直接破产或被私有化。这些公司往往因为缺乏可行的商业模式、过度依赖风险投资、或者无法适应市场变化而失败。破产的公司可能因为资不抵债、现金流断裂或无法维持运营而被迫关闭。而被私有化的公司可能是因为股价低迷，使得私有化成为一种更有吸引力的选择。那些幸存下来的公司，恢复过程也是充满挑战的，可能需要进行重组、削减成本、改变商业模式或寻找新的收入来源。此外，投资者对科技股的信心受损，导致这些公司难以通过公开市场融资。

同时，也有不到 10% 的公司不仅活了下来，而且财务指标比泡沫前更强，在收入和利润方面大幅领先对手，而这些公司大多是能够在削减成本和投资未来当中掌握平衡，既不过度防御、也没有激进冲刺，做出务实决策，在泡沫后的市场调整和经济衰退中复苏、并继续取得领先蓬勃发展。这些幸存下来的公司，例如微软和亚马逊，在经历了市场洗牌后变得更加强大和有竞争力。

可见，资产的泡沫不会阻断核心技术发展的大趋势，而寻找那些不惧市场泡沫、能够穿越周期的企业和资产，是获得超额收益的核心来源。我们在后续报告中，也会持续关注该主题，进一步剖析 AI 领域的产业链和技术细分赛道，为 AI 技术的相关投资和风险提供更清晰的图谱。

六、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

市场可能存在的风险：全球经济下行风险，美联储降息时点及幅度不确定性风险，国际地缘因素不确定性风险，市场情绪不稳定性风险等。

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 美国实际 GDP 增速 | 3 |
| 图 2: 美国 GDP 环比折年率及其分项贡献率 | 3 |
| 图 3: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI | 4 |
| 图 4: 美国 Markit 制造业、服务业及综合 PMI | 4 |
| 图 5: 欧英日实际 GDP 增速 | 4 |
| 图 6: 欧元区制造业 PMI | 4 |
| 图 7: 欧元区服务业与综合 PMI | 4 |
| 图 8: 英国制造业、服务业与综合 PMI | 5 |
| 图 9: 日本制造业、服务业与综合 PMI | 5 |
| 图 10: 美国 PCE 物价指数 | 5 |
| 图 11: 美国 CPI 与 PPI 同比 | 5 |
| 图 12: 美国新增非农就业人数与失业率 | 6 |
| 图 13: 美国初请失业金人数与持续领取失业金人数 | 6 |
| 图 14: 美国国债收益率走势 | 6 |
| 图 15: 标普 500 指数 EPS | 7 |
| 图 16: 美国投资级企业债信用利差 | 7 |
| 图 17: 美国股市成交金额统计 | 8 |
| 图 18: VIX 指数走势 | 8 |
| 图 19: 2023 年以来美国三大股指累计收益率 | 8 |
| 图 20: 标普 500 指数年度回报 | 8 |
| 图 21: ChatGPT 公开发布 | 9 |
| 图 22: 1 亿注册用户获取时长对比 | 9 |
| 图 23: 标普 500 和标普 500 信息技术指数累计收益率 | 10 |
| 图 24: 标普 500 信息技术指数 PE 估值 | 10 |
| 图 25: 信息技术行业年度成交金额及占比 | 10 |
| 图 26: 2022 年以来信息技术行业月度成交金额及占比 | 10 |
| 图 27: 2023 年以来七大科技巨头和标普 500 指数累计收益率对比 | 11 |
| 图 28: 七大科技巨头前瞻市盈率 | 12 |
| 图 29: 美股科技龙头指数前瞻市盈率 | 12 |
| 图 30: 七大科技巨头占标普 500 指数总市值比重 | 12 |
| 图 31: 美股主要崩盘及股价短期变化幅度 | 14 |
| 图 32: LPPL 模型拟合的英伟达股价和实际股价 | 15 |
| 图 33: LPPL 模型显示英伟达股价进入泡沫的置信度达到近十年最高 | 15 |
| 图 34: 美股表现: 互联网泡沫前后 vs. AI 热潮 | 16 |
| 图 35: 互联网泡沫爆发后美联储大幅降息 | 17 |
| 图 36: 互联网泡沫爆发前美国劳动生产率增速在加快 | 17 |
| 图 37: 美国风险投资额和数量在互联网泡沫后回落 | 17 |
| 图 38: 德国新市场遭受互联网泡沫重创 | 17 |
| 图 39: 美国 GDP 增速和失业率 | 18 |
| 图 40: 以色列、印度和欧洲国家经济受互联网泡沫破裂重创 | 18 |
| 图 41: 标普 500 市盈率 | 18 |
| 图 42: 美股盈利增速及预测 | 18 |
| 图 43: 互联网泡沫前后美国龙头科技公司的股价变化 | 19 |
| 图 44: 互联网泡沫时期 M2 增长斜率高于前期趋势 | 21 |
| 图 45: AI 热潮时期 M2 总量收缩, 但流动性整体也较为充裕 | 21 |
| 图 46: 美股回购规模与指数的表现高度相关 | 22 |
| 图 47: 回购率最高的 100 只股票是推升标普 500 的主要动力 | 22 |
| 图 48: 佩雷斯的科技周期理论 | 24 |
| 图 49: AI 热潮中的技术成熟曲线 Gartner Hype Cycle | 25 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 七大科技巨头对于标普 500 指数涨幅的贡献度 | 11 |
| 表 2: 过去一百年主要市场危机回顾 | 13 |
| 表 3: 互联网泡沫期间美国重要经济指标变化（非指数和无特别标注的单位为%） | 20 |
| 表 4: 疫情后和 AI 热潮期间美国重要经济指标变化（非指数和无特别标注的单位为%） | 21 |
| 表 5: 佩雷斯技术革命扩散阶段理论 | 23 |
| 表 6: 盖特纳技术成熟度曲线模型(Gartner Hype Cycle)..... | 24 |

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

杨超：策略分析师、策略与资产配置组组长。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|-------------------|----------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上 |
| | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上 |
| | | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 |
| | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上 | |

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn