

## 专题报告-美国股指

## AI 行情未来还能走多远？

东方证券  
ORIENT SECURITIES

期货

评级

美股：看涨

报告日期：

2024 年 7 月 23 日

## ★ AI 行情与科网泡沫复盘对比：

当前科技公司快速上涨，指数宽度明显降低，与当时资金涌向新兴科技公司有类似之处。通过复盘我们发现，在出现技术突破之后，支撑资本市场的表现的主要有以下三个因素：1、行业规模仍然处于快速扩张的过程中；2、头部企业保持竞争优势，形成技术壁垒，占据可观的市场份额，保持盈利增长；3、盈利增速足以为估值水平提供支撑。

## ★由 AI 驱动的科技行业扩张前景广阔：

当前整个 AI 行业市场规模并不大，仍然处于高速增长的阶段。而当前 AI 在各个行业中的实际应用还非常局限，未来对于 AI 的需求有望不断扩大。在这个阶段，各大公司对于 AI 基础设施的投入预计仍然可以持续，提供 AI 基础设施和计算平台的科技公司仍会继续从中受益。

## ★大型科技公司保持技术领先：

自 2022 年以来，IPO 数量大幅降低，同时大型科技公司的盈利积累和融资优势使其现金流和资金水平都更加充裕，在这种情况下，大企业在技术研发上具有资金优势，同时也更容易通过兼并小企业保持其技术领先地位。

## ★投资建议：

从科技行业的发展趋势来看，依靠资本支出拉动盈利的模式可以持续，同时，头部科技公司仍然有能力保证其市场领先地位。虽然当前科技公司股价偏高，但是仍然处于盈利增长消化估值的阶段，AI 行情的上涨趋势仍未被扭转。

最近市场降息预期再度升温，资金发生轮动，由大型科技公司流向小盘股和周期股，估值偏高的科技板块回调压力明显加大。大选的不确定性、三季度发债节奏加快以及经济下行压力加大都在近期使股指承压，我们建议谨慎控制仓位，密切跟踪科技公司 Q2 财报情况。

## ★ 风险提示

经济下行超预期，企业盈利增长不及预期，美国大选超预期

徐颖 FRM

宏观策略首席分析师

从业资格号：

F3022608

投资咨询号：

Z0013609

Tel：

8621-63325888-1610

Email：

ying.xu@orientfutures.com

联系人：

周佳慧

宏观策略分析师

从业资格号：

F03117519

Email：

jjahui.zhou@orientfutures.com

**重要事项：**本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

## 目录

1、AI 行情与科网泡沫复盘对比.....	5
1.1、2000：流动性宽松下催生的科网泡沫.....	5
1.2、2023：宽松预期下的 AI 投资热潮 .....	8
2、由 AI 驱动的科技行业扩张前景广阔 .....	10
2.1、AI 行业处于早期进行基础设施投资的阶段.....	10
2.2、资本开支的扩大预计可以持续 .....	12
3、大型科技公司有望保持领先优势.....	13
4、偏高的股价需要盈利增长的支撑.....	14
5、投资建议.....	17
6、风险提示.....	17

## 图表目录

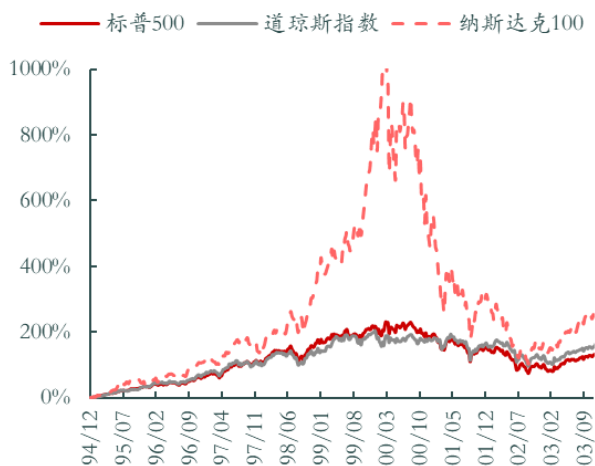
图表 1: 科网泡沫期间纳指大幅背离其他主要股指	5
图表 2: 2020 年以来纳指明显跑赢其他主要指数	5
图表 3: 较低的通胀粘性保证货币政策转向空间	6
图表 4: 1995 年经济下行压力加大	6
图表 5: 1998 年以来劳动力市场维持韧性	6
图表 6: 海外资金流入美国, 资金充沛	6
图表 7: 流动性宽松下更多资金流入头部企业	7
图表 8: 货币政策宽松的背景下市场流动性增加	7
图表 9: 盈利和估值对纳斯达克 100 涨跌幅贡献	7
图表 10: 纳斯达克 100 估值领先于盈利变化	7
图表 11: 经济增速回落, 居民消费支撑逐步减弱	8
图表 12: ISM PMI 回落至收缩区间	8
图表 13: 预期货币政策转向期间集中度提高	9
图表 14: 加息节奏放缓后金融环境不断宽松	9
图表 15: 2023 年以来盈利和估值的贡献	9
图表 16: 盈利增长支撑纳斯达克 100 偏高估值水平	9
图表 17: 1995-2000 年间互联网用户快速增长	10
图表 18: 科技公司盈利增速在 2000 后明显放缓	10
图表 19: AI 在各个行业中的应用普及率并不高, 平均仅有 5.25%	11
图表 20: 预计 IT 基建投资会维持较高增速	11
图表 21: 半导体行业仍处于景气度较高的位置	11
图表 22: 全球 IT 支出增速不断提高, 主要是软件和服务支出扩大	12
图表 23: 大型科技公司持续提高资本开支	12
图表 24: 科技板块利润增速明显提高	13
图表 25: 信息科技板块资本开支增速明显提升	13
图表 26: 科技板块资本开支压力并不夸张	13
图表 27: 资本回报率提升, 支撑企业继续进行投资	13
图表 28: AI 的重大技术突破主要由头部科技公司推动	14
图表 29: 2022 年快速加息后 IPO 活动迅速冷却	14
图表 30: 大公司在手现金及现金等价物充裕	14
图表 31: Q1 财报显示大型科技公司业绩仍然强劲	15
图表 32: 科网泡沫时期, 盈利增速放缓甚至出现亏损后高估值难以为继	15

图表 33：当前大型科技公司盈利保持增长，处于盈利消化估值的阶段.....	16
图表 34：英伟达、特斯拉和 META 的估值支撑相对脆弱 .....	16
图表 35：短期资金轮动引发科技板块回调 .....	17
图表 36：VIX 指数从低位抬升 .....	17

## 1、AI 行情与科网泡沫复盘对比

从 1995 年开始，微软推出 IE 浏览器，网景公司上市当天股价翻倍，市场对于互联网技术的投资热情加速发酵。从 1998 年开始，纳斯达克 100 与标普 500 以及道琼斯指数的走势明显背离，泡沫生长愈发明显。当前科技公司快速上涨，指数宽度明显降低，与当时资金涌向新兴科技公司有类似之处，因此，我们针对当时的经济背景和市场情况进行复盘，与当前情况对比，以供参考。

图表 1：科网泡沫期间纳指大幅背离其他主要股指



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 2：2020 年以来纳指明显跑赢其他主要指数



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

### 1.1、2000：流动性宽松下催生的科网泡沫

1994 年为了控制通胀上行的压力，格林斯潘快速加息至 6%，很快在 1995 年初美国经济就出现下滑迹象，美联储降息以刺激经济，从 1995 年 7 月开始降息，连续降息三次，共计 75bp。1995 年 3 月的美联储会议纪要中表示“经济已经放缓且处于可持续的路径，虽然 CPI 还未回到 3%，但在采取进一步行动前先暂停加息并评估前景是更为稳妥的做法”，市场在预期到利率见顶后，市场流动性就转向宽松，M2 增速明显提升。1995 年 4 月美国失业率开始逆转上行，ISM 制造业 PMI 也在 5 月首次落入收缩区间，增长下行压力迫使美联储在 7 月降息 25bp，在实质性降息之前流动性就已经开始宽松。短暂降息后经济快速修复，PMI 自 1996 年 1 月开始触底回升，GDP 也从 1996 年 1 季度开始回升。

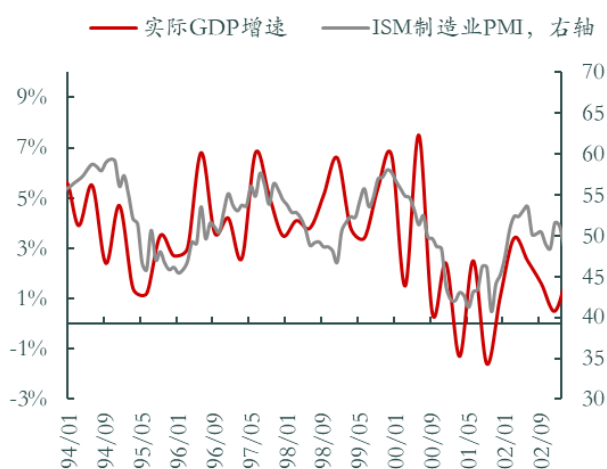
1998 年为了面对亚洲金融危机带来的外部冲击，美联储再次降低政策利率。1998 年 9-11 月，美联储实行了三次降息，每次降息 25bp，将联邦基金利率降至 4.75%。但实际上亚洲金融危机对美国实体经济造成的影响有限，GDP 增速并没有脱离 4% 左右的增长中枢，1998 年-2000 年间平均每月新增非农就业人数达 26 万人，失业率持续降低至 4% 附近。

图表 3：较低的通胀粘性保证货币政策转向空间



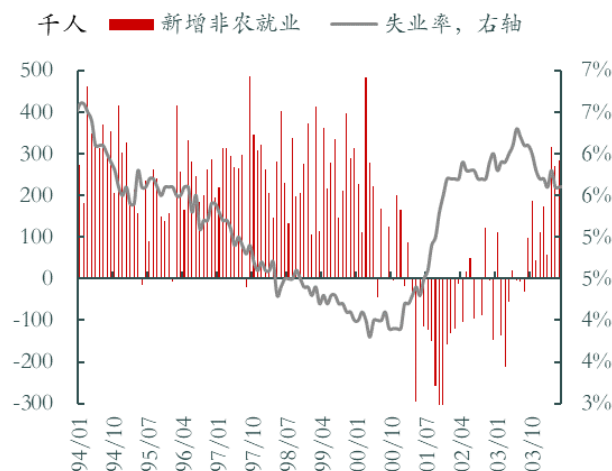
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 4：1995 年经济下行压力加大



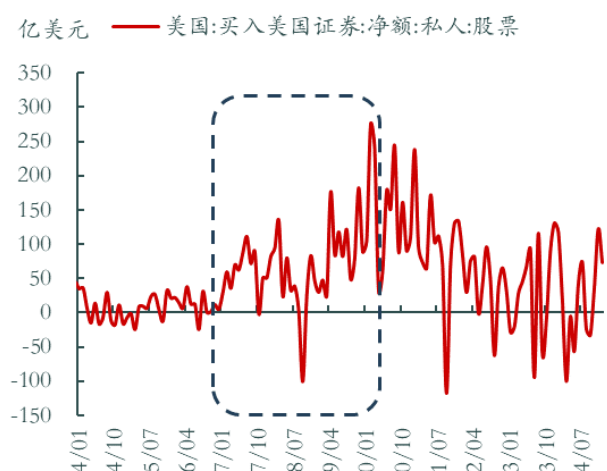
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 5：1998 年以来劳动力市场维持韧性



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 6：海外资金流入美国，资金充沛



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

总体而言，这两次降息时经济的下行压力不算大。在受到外部冲击和经济放缓压力时市场资金会更加集中的涌入头部公司。叠加外部投资环境较差导致大量资金流入美国，对货币政策转向的预期也带来流动性宽松，美国 M2 同比增速在临近降息时显著提升。多种因素带来流动性的宽松，市场投机情绪高涨，共同催生这场金融市场泡沫。1998 年降息之后集中度加速提升，流动性的宽松使得市场对于头部公司的投资热情加剧。

图表 7：流动性宽松下更多资金流入头部企业



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 8：货币政策宽松的背景下市场流动性增加



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

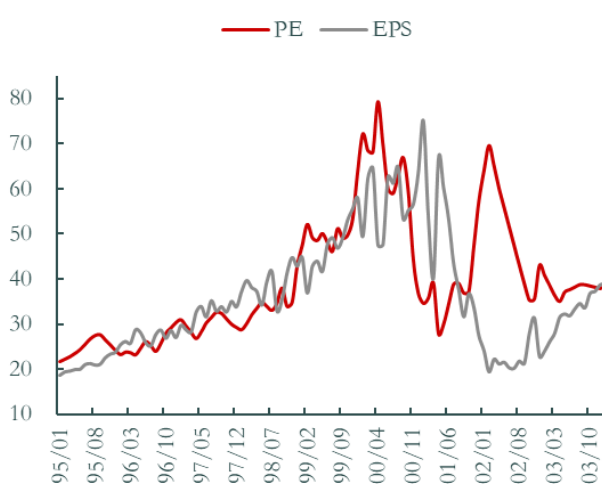
就盈利与估值表现而言，在 1995 年第一次宽松时，估值领先盈利率先上涨，随后，盈利增长支撑估值水平，而在 1998 年再度转向宽松之后，估值增速明显高于盈利，市场的上涨已经超越盈利可以支撑的正常水平，更多来源于对未来盈利增速的预期。在微软反垄断案败诉后，戴尔、IBM 等电脑制造商的盈利增速均出现下滑，市场情绪快速反转，对于市场整体估值偏高的担忧占据主导地位，估值开始大幅修正，股指自顶部开始下跌。进入 2000 年三季度之后，高利率下 GDP 增速下滑至 0.4%，PMI 也回落至收缩区间，经济下行压力加大使市场情绪雪上加霜，市场从最高点回撤超过 20%，开启连续的下跌。

图表 9：盈利和估值对纳斯达克 100 涨跌幅贡献



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 10：纳斯达克 100 估值领先于盈利变化



资料来源：Factset，东证衍生品研究院



## 1.2、2023：宽松预期下的 AI 投资热潮

对比来看，高利率下 2022 年投资增速明显放缓，拖累整体经济增速，2022 年底美联储开始逐步放缓加息节奏，市场普遍预期高利率将在 2023 年把美国经济带入衰退，高利率持续的时间并不会很长。而在 2022 年底 ChatGPT 的重大突破使得各大科技公司积极对 AI 进行投资，对于经济增长的担忧使得市场选择了盈利水平更高、现金流更充裕、增长前景更加广阔的科技巨头。

然而进入 2023 年下半年，经济表现超出市场预期，走弱的速度并没有想象中迅速，失去基数效应后通胀回落也受阻，自 2023 年 7 月最后一次加息以来，5.25%-5.5% 的利率水平已经维持一年。2024 年以来经济延续放缓趋势，市场对于降息的抢跑也使得金融条件愈发宽松。美联储对于货币政策转向越来越明确的背景下，金融环境不断宽松的方向并未发生改变。

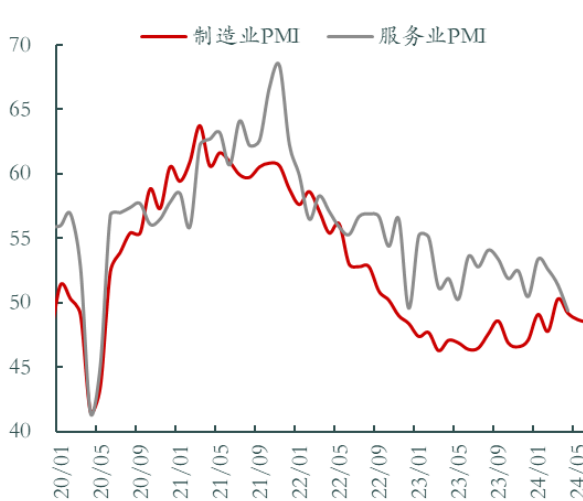
值得注意的是，2024 年以来降息预期的持续修正并没有阻止股指的上涨势头，仅在 4 月份出现一系列超预期的经济数据后，市场担忧美联储会开启二次加息，带来明显回调。市场预期货币政策宽松的方向没有改变，就仍然会将资金投入受益于流动性改善的资产中。

图表 11：经济增速回落，居民消费支撑逐步减弱



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 12：ISM PMI 回落至收缩区间



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

2024 年二季度以来，经济下行趋势更加确定，劳动力市场不断走弱，超额储蓄消耗殆尽，居民部门消费正在失去支撑。近一年的时间里，ISM 制造业 PMI 持续处于收缩区间。而受制于通胀回落的进程，货币政策难以迅速转向宽松，长期保持高利率对于实体经济的影响将继续显现。在经济加速走弱之前，我们预计对于降息的交易将继续支撑股指的偏强走势，然而在降息实际发生之后，经济的走向将极大地影响市场情绪，如果经济明显加速走弱，可能会发生像 2000 年三季度之后估值失去支撑的情况，开启连续下跌模式。

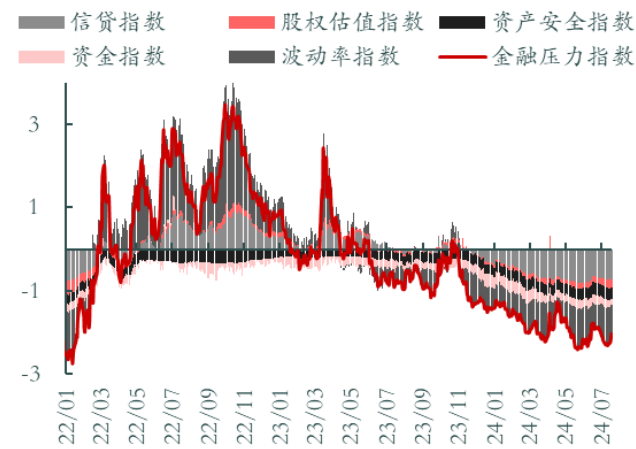


图表 13: 预期货币政策转向期间集中度提高



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 14: 加息节奏放缓后金融环境不断宽松



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

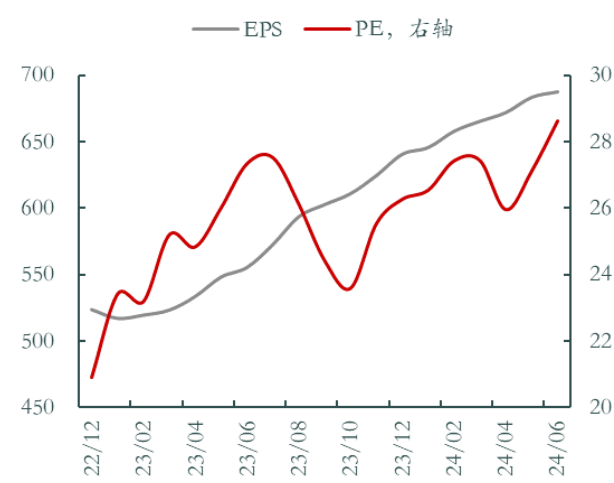
就盈利和估值表现而言, 当前更类似于 1995 年的情况: 在技术创新和各类新兴科技公司涌现的初期, 估值领先盈利率先上涨, 随后, 公司逐渐实现盈利, 盈利增长不断扩大, 处于盈利增长消化估值的阶段。

图表 15: 2023 年以来盈利和估值的贡献



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

图表 16: 盈利增长支撑纳斯达克 100 偏高估值水平



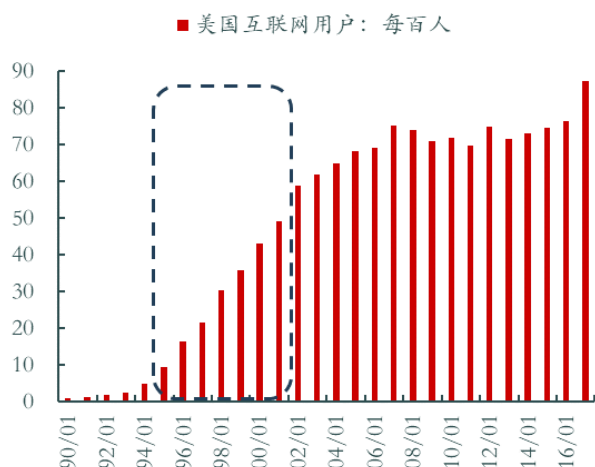
资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

通过复盘我们发现, 在出现技术突破之后, 支撑资本市场的表现的主要有以下三个因素: 1、行业规模仍然处于快速扩张的过程中; 2、头部企业保持竞争优势, 形成技术壁垒, 占据可观的市场份额, 保持盈利增长; 3、盈利增速足以以为估值水平提供支撑。在接下来的部分我们将从这三个角度出发探讨当前几大科技公司盈利增速的可持续性以及对当前估值水平的支撑。

## 2、由 AI 驱动的科技行业扩张前景广阔

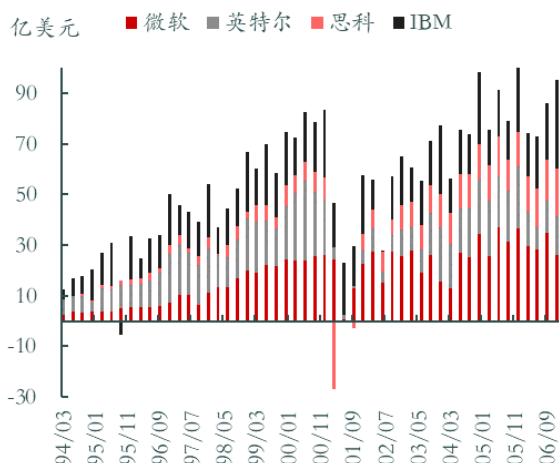
科网泡沫时期，互联网用户在 1995-2000 年间快速增长，每百人的互联网用户年平均增速超过 40%。用户市场的不断扩展进一步催化了市场对于互联网行业的乐观情绪，当时市场一度依据点击量、访问量等流量指标对公司进行估值，完全脱离了企业实际的盈利能力。2000 年止后，用户增速逐步放缓，盈利增速也随之见顶，市场的乐观情绪迅速扭转。

图表 17：1995-2000 年间互联网用户快速增长



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 18：科技公司盈利增速在 2000 后明显放缓



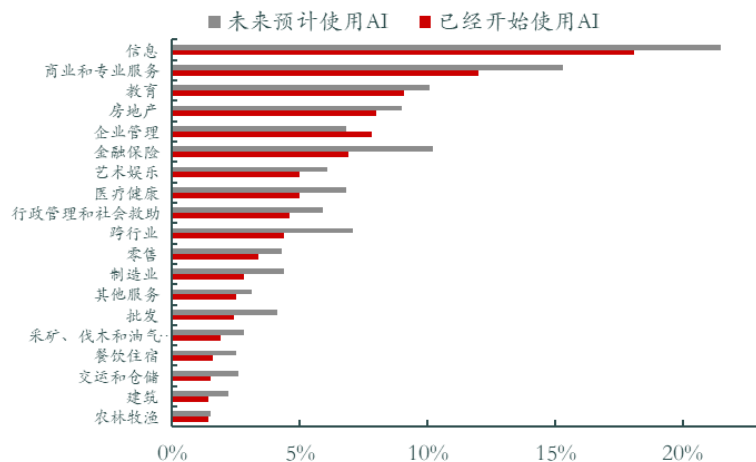
资料来源：Factset，东证衍生品研究院

### 2.1、AI 行业处于早期进行基础设施投资的阶段

而当前 AI 在各个行业中的实际应用还非常局限，使用公司占比最高的仍为信息科技行业，占比约为 20%。在所有行业中已经采用 AI 的公司平均占比仅有 5.25%，但是预计未来会开始使用 AI 的公司占比在不断提高，未来对于 AI 的需求有望不断扩大。

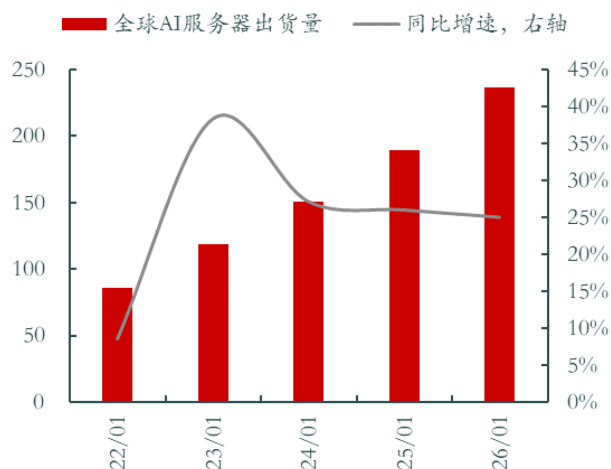
当前整个 AI 行业市场规模并不大，仍然处于高速增长阶段。以全球 AI 服务器出货量为例，在 AI 与大模型集中爆发的 2023 年，出货量增速高达 40%，而相关机构预测其未来也仍能保持 20% 以上的增速，即便是如此高的增速，预计到 2026 年渗透率也刚达到 10%，市场空间广阔。作为 AI 大模型行业最重要支撑的算力芯片也正享受行业高速增长红利，半导体行业周期也仍然处于景气度较高的位置，台积电对于 2024 年全年 AI 市场扩张增速仍然维持 10% 的预期，市场对于 AI 芯片的需求会一直持续到 2025 年底，为了缓解市场供不应求的局面，台积电也提高了对于未来资本开支的指引。

图表 19: AI 在各个行业中的应用普及率并不高, 平均仅有 5.25%



资料来源: Census Bureau, 东证衍生品研究院

图表 20: 预计 IT 基建投资会维持较高增速



资料来源: Trendforce, 东证衍生品研究院

图表 21: 半导体行业仍处于景气度较高的位置



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

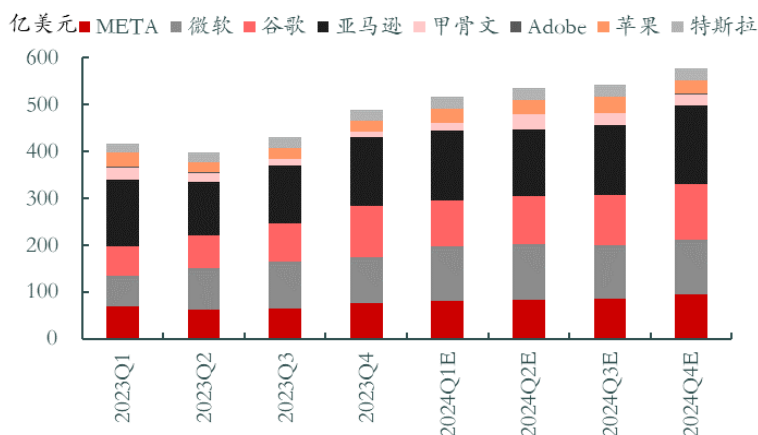
此外, 全球 IT 基建开支仍然在不断抬升, 从具体分项来看, 对数据中心的投资支出增速在不断下降, 与此同时, 对于软件和 IT 服务的增速在不断提高, 整个 AI 产业正在逐步由模型计算向应用层面扩散, 更广泛的公司开始进行相关资本支出。但是鉴于当前 AI 的应用落地仍然十分有限, 未来 AI 投资的广泛扩散的可能性仍然需要观察。

图表 22: 全球 IT 支出增速不断提高, 主要是软件和服务支出扩大

	2022		2023		2024E	
	支出 (亿美元)	增速	支出 (亿美元)	增速	支出 (亿美元)	增速
数据中心	2270	19.70%	2377	4.70%	2602	9.50%
设备	7663	-6.30%	6893	-10%	7225	4.80%
软件	8113	10.70%	9162	12.90%	10424	13.80%
IT 服务	13057	7.50%	14010	7.30%	15473	10.40%
通信服务	14231	-1.90%	14493	1.80%	14973	3.30%
总计	45334	2.90%	46936	3.50%	50698	8%

资料来源: Gartner, 东证衍生品研究院

图表 23: 大型科技公司持续提高资本开支



资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

## 2.2、资本开支的扩大预计可以持续

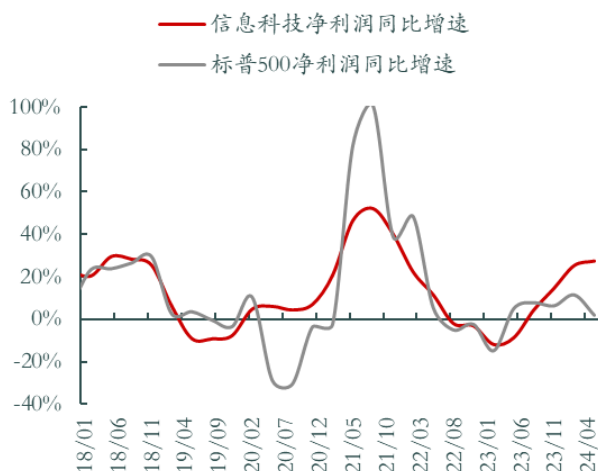
得益于疫情后科技公司盈利快速增长, 当前不断扩大的资本开支还没有大幅压缩企业盈利空间, 这也保证了对于 AI 资本开支的持续性。作为参考, 我们将当前的资本开支强度与 2006 年之后相对比, 当时谷歌、微软和亚马逊积极扩大资本开支建设云平台。

2006 年亚马逊率先发布 AWS 云平台, 同时谷歌提出云计算的概念, 并在内部开始使用云平台, 于是微软、谷歌和亚马逊展开了针对云平台建设的资本开支, 尤其是自 2010 年之后, 三家公司资本开支与净利润的比值持续抬升。相比较而言, 疫情后大型科技公司盈利能力增强, 资本回报率抬升, 当前的资本开支压力甚至小于 2010 年代, 并没有对公司产生太大压力。

此外, 2023 年大型科技公司普遍进行了较大规模的裁员, 降低公司的整体成本。当前微软裁员主要发生在 Xbox 等部门, 与 AI 相关业务关联性较弱, 亚马逊、META 的裁员主要也是针对此前过度扩张的修正。企业在利润快速增长的阶段进行裁员, 主要是通过裁员来压缩成本, 保持资本开支增速, 在这个阶段, 各大公司对于 AI 基础设施的投入预

计仍然可以持续，提供 AI 基础设施和计算平台的科技公司仍会继续从中受益。

图表 24：科技板块利润增速明显提高



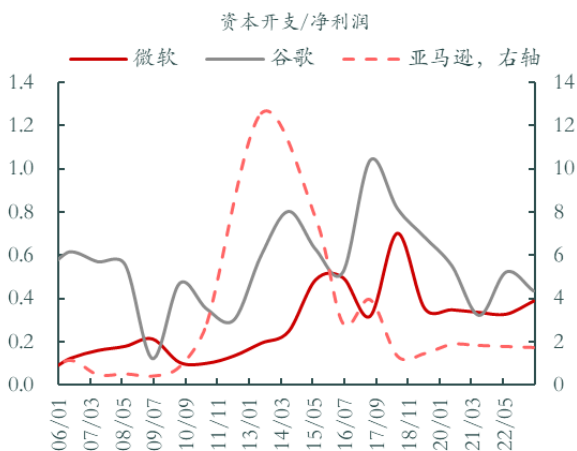
资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 25：信息科技板块资本开支增速明显提升



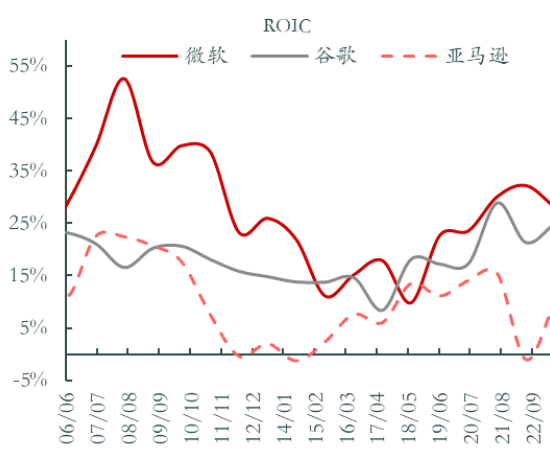
资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 26：科技板块资本开支压力并不夸张



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 27：资本回报率提升，支撑企业继续进行投资



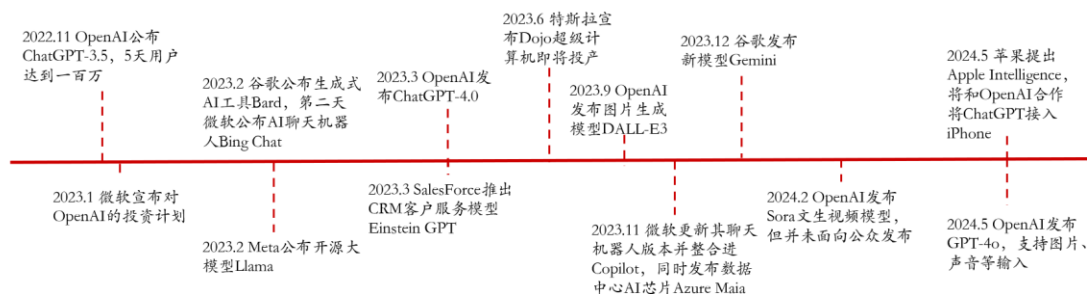
资料来源：Factset，东证衍生品研究院

### 3、大型科技公司有望保持领先优势

从 2023 年至今，AI 行业的技术进展更多集中在大模型和算力的提升上，并且更多由科技巨头推动，当前的应用落地前景并不明朗，在企业现金充裕的情况下，更有可能会选择持续投资以保证竞争优势地位，同时改善模型成本以推动未来在应用中的使用。大模型供应商仍然在不断迭代模型，性能加速，行业高速发展，作为 AI 芯片的需求方，其需求规模也处在不断扩张的阶段。

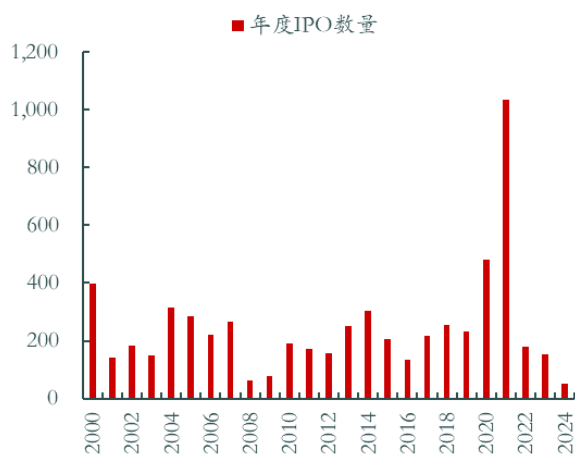
同时，自 2022 年以来，IPO 数量大幅降低，同时大型科技公司的盈利积累和融资优势使其现金流和资金水平都更加充裕，在这种情况下，大企业在技术研发上具有资金优势，同时也更容易通过兼并小企业保持其技术领先。

图表 28: AI 的重大技术突破主要由头部科技公司推动



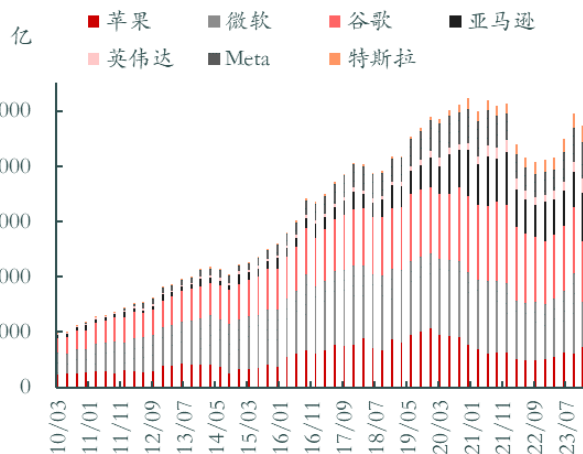
资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

图表 29: 2022 年快速加息后 IPO 活动迅速冷却



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 30: 大公司在手现金及现金等价物充裕



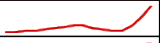

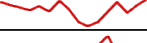
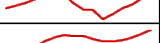


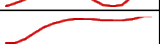
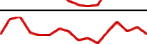
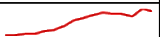

资料来源：Factset，东证衍生品研究院

#### 4、偏高的股价需要盈利增长的支撑

2024 年 4 月中下旬密集公布了科技巨头的财报，科技公司盈利继续超出市场预期，在财报公布后扭转了市场持续三周的回调，同时，在盈利增长的支撑下，估值边际回落，进入由盈利增长消化估值的阶段。但是，股价的快速上涨已经将盈利的增长计价在其中，未来盈利的增长可能越来越难以满足市场对于这些科技公司的期待。在整个行业景气向上的情况下，技术进步和产业变革仍将支撑股市的上涨趋势，但其中会阶段性面临估值调整的压力。



图表 31: Q1 财报显示大型科技公司业绩仍然强劲

	净利润, 亿美元	预期净利润	超出预期比例	营收, 亿美元	预期营收	超出预期比例	公布财报后涨跌幅	EPS TTM	PE TTM
英伟达	148.81	131.46	13.20%	260.44	245.93	5.90%	6.00%		
微软	219.39	198.09	5.57%	618.58	609.74	1.44%	1.82%		
亚马逊	104.31	76.97	25.80%	1433.13	1420.13	2.43%	3.20%		
谷歌	236.62	187.17	2.27%	804.67	784.59	1.04%	10.22%		
Meta	123.69	94.84	8.17%	364.55	339.30	2.52%	-10.56%		
苹果	236.36	242.60	3.79%	907.53	955.56	1.35%	5.98%		
特斯拉	11.71	27.17	199.30%	213.01	266.58	-1.65%	12.06%		

资料来源: Factset, 东证衍生品研究院

参考科网泡沫时期的几家大型互联网公司, 从 1995 年到 2000 年间尽管利润增速不断提高, 但是利润与市值的比例却在持续下降, 盈利对股价的支撑越来越弱, 到 2000 年, 思科的净利润仅占市值的 0.73%, 2001 年更是出现了大幅亏损, 其余互联网公司盈利增速也出现了明显下滑, 科网泡沫就此破裂。

图表 32: 科网泡沫时期, 盈利增速放缓甚至出现亏损后高估值难以为继

		2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
微软	净利润, 百万美元	7829	7721	9421	7785	4490	3454	2195	1453
	同比增速	1.40%	-18.04%	21.01%	73.39%	29.99%	57.36%	51.07%	26.79%
	市值, 百万美元	356806.2	231290.16	602432.57	345826.42	155964.82	98752.408	51974.854	35598.22
	净利润/市值	2.19%	3.34%	1.56%	2.25%	2.88%	3.50%	4.22%	4.08%
	估值	39	53	47	64	65	48	35	39
IBM	净利润, 百万美元	5334	7723	8093	7712	6328	6093	5429	4178
	同比增速	-30.93%	-4.57%	4.94%	21.87%	3.86%	12.23%	29.94%	38.30%
	市值, 百万美元	208370.77	149122.3	194455.91	170150.84	101713.39	78408.222	51016.033	43157.142
	净利润/市值	2.56%	5.18%	4.16%	4.53%	6.22%	7.77%	10.64%	9.68%
	估值	25	28	19	26	28	17	15	13
英特尔	净利润, 百万美元	3117	1291	10535	7314	6068	6945	5157	3566
	同比增速	141.44%	-87.75%	44.04%	20.53%	-12.63%	34.67%	44.62%	55.86%
	市值, 百万美元	211092.41	202320.63	275005.98	197643.69	114718.25	107447.31	46603.101	26469.8
	净利润/市值	1.48%	0.64%	3.83%	3.70%	5.29%	6.46%	11.07%	13.47%
	估值	36	170	20	39	36	18	23	14
思科	净利润, 百万美元	1893	-1014	2668	2096	1350.072	1048.679	913.324	421.008
	同比增速	-	-138.01%	27.29%	55.25%	28.74%	14.82%	116.94%	33.71%
	市值, 百万美元	132835.26	268662.34	366498.29	146555.02	56568.467	41310.693	20420.084	9051.6057
	净利润/市值	1.43%	-0.38%	0.73%	1.43%	2.39%	2.54%	4.47%	4.65%
	估值	47	-	174	100	78	52	38	37

资料来源: Factset, 东证衍生品研究院



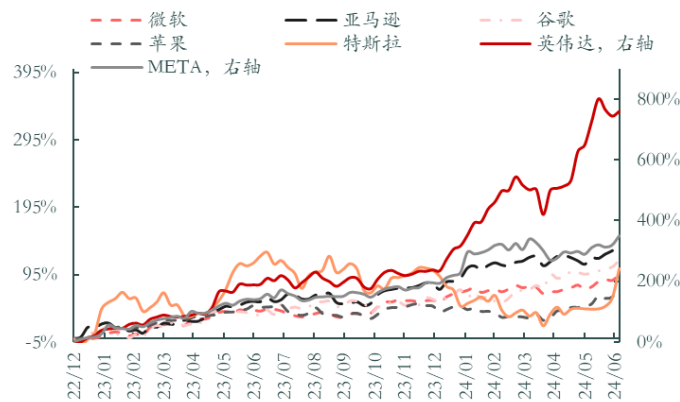
考察当下，微软、谷歌、亚马逊和英伟达的净利润在市值中的占比较疫情前并没有明显降低，即便是市值连续翻倍的英伟达，也仍然高于 2019 年的水平，接近 2017 年水平。同时，自 2023 年以来，大型科技公司盈利较 2022 年明显修复，叠加企业对于 IT 基础设施的资本开支仍将持续，科技公司的盈利增长方向相对确定，市场对于 AI 行业前景仍然看好，只是当前股价偏高，当前的估值仍需要盈利的增长和估值的下杀来取得平衡。

图表 33：当前大型科技公司盈利保持增长，处于盈利消化估值的阶段

		2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
微软	净利润，百万美元	72361	72738	61271	44281	39240	16571	25489	16798
	同比增速	-0.52%	18.72%	38.37%	12.85%	136.80%	-34.99%	51.74%	37.77%
	市值，百万美元	2954192.7	1844649	2331375.7	1749492.4	1294777.3	801209.19	731557.35	499584.81
	净利润/市值	2.45%	3.94%	2.63%	2.53%	3.03%	2.07%	3.48%	3.36%
	估值	35	27	34	35	26	46	21	24
谷歌	净利润，百万美元	73795	59972	76033	40269	34343	30736	12662	19478
	同比增速	23.05%	-21.12%	88.81%	17.26%	11.74%	142.74%	-34.99%	23.08%
	市值，百万美元	1629757.2	1186395.5	1676342.9	1155105.4	918727.32	726984.88	762179.99	520125.98
	净利润/市值	4.53%	5.05%	4.54%	3.49%	3.74%	4.23%	1.66%	3.74%
	估值	24	19	26	30	27	24	59	28
亚马逊	净利润，百万美元	30425	-2722	33364	21331	11588	10073	3033	2371
	同比增速	-	-108.16%	56.41%	84.08%	15.04%	232.11%	27.92%	297.82%
	市值，百万美元	1612121.5	1052096.6	1522192.7	1608714.7	999961.78	844245.13	702386.28	391290.51
	净利润/市值	1.89%	-0.26%	2.19%	1.33%	1.16%	1.19%	0.43%	0.61%
	估值	52	-	51	78	80	75	190	153
英伟达	净利润，百万美元	29760	4368	9752	4332	2796	4141	3047	1666
	同比增速	581.32%	-55.21%	125.12%	54.94%	-32.48%	35.90%	82.89%	171.34%
	市值，百万美元	1519717	481809.11	612150	321626.23	144695.16	87687.5	148954.8	58848.021
	净利润/市值	1.96%	0.91%	1.59%	1.35%	1.93%	4.72%	2.05%	2.83%
	估值	117	59	75	55	24	50	44	27

资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 34：英伟达、特斯拉和 META 的估值支撑相对脆弱



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

自 2023 年初至今纳斯达克 100 指数涨幅 90%，其中由英伟达一家拉动的就高达 22%，占比高达 24%。在 2024 年 4 月市场担忧再次加息时，英伟达回撤近 20%。从七大科技巨头在 4 月份的回调幅度我们可以看到，英伟达、特斯拉和 META 对于利率环境更加敏感，估值的支撑更加脆弱，谷歌、微软和亚马逊相对而言更加稳定。

## 5、投资建议

市场一度担忧集中度过高的 AI 行情难以持续，但是，从科技行业的发展趋势来看，当前依靠大量资本支出拉动盈利的模式仍然可以持续，同时，头部科技公司仍然有能力保证其市场领先地位，在这种情况下，市场集中度可能会继续维持在高位。另一方面，市场也担忧科技公司估值过高的问题，虽然当前科技公司股价偏高，但是当前仍然处于盈利增长消化估值的阶段，如果大型科技公司能继续保持盈利增长，那么，估值下杀带来的回调反而是布局加仓的机会，AI 行情的上涨趋势仍未被扭转。

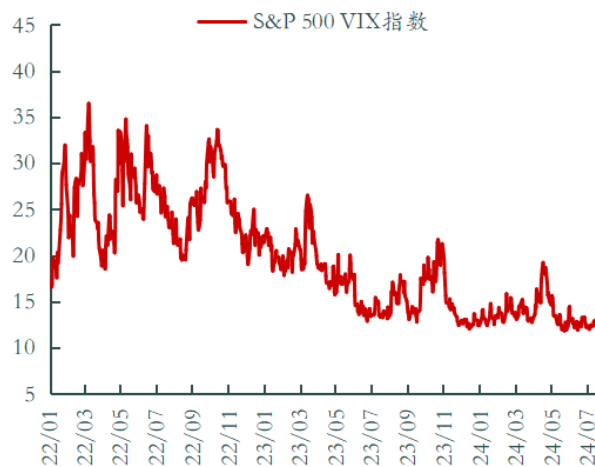
短期来看，最近市场降息预期再度升温，资金发生轮动，由大型科技公司流向小盘股和周期股，这些更加受益于降息和特朗普当选后政策取向的板块，近期科技板块回调压力明显加大。大选的不确定性、三季度发债节奏加快以及经济下行压力加大都会使股指承压，VIX 指数也从低位抬升，股市波动性加大，近期我们建议谨慎控制仓位，7 月 22 日起大型科技公司将陆续公布 Q2 财报，建议先保持观望并密切跟踪大型科技公司财报对于市场的影响，这很大程度上决定了本轮调整的幅度和时间。

图表 35：短期资金轮动引发科技板块回调



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

图表 36：VIX 指数从低位抬升



资料来源：Factset，东证衍生品研究院

## 6、风险提示

经济下行超预期，企业盈利增长不及预期，美国大选超预期

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)