

建银国际证券 | 研究部

环球市场

泡沫破裂前夕，还是新世界序曲？

轰轰烈烈的“美股七巨头”似乎遇到了麻烦，它们的总市值上周下跌了 9,500 亿美元，创下了该组合有史以来最大的单周市值跌幅。这七家公司主要是科技巨头，约占标准普尔 500 指数所有成分股总市值的 29%。在股市回调之后，未来几周又将迎来科技巨头的财报，现在似乎是审视这种市场高度集中和价格快速增长的合适时机，首要的问题是，我们看到的是在未来几周即将破灭的科技泡沫，还是以高度集中为特征的新模式的开始，即约市值的 30% 以上集中在七只股票或左右。

即使是“美股七巨头”最狂热的支持者也不得不承认，今天的科技巨头有时会让人联想到过去的股市泡沫。标准普尔 500 指数市场高度集中于排名前 10 的公司，而且行业数据显示，相对于其他行业，科技行业的市值在不断增长。科技巨头市值和对指数涨幅贡献的集中程度似乎比“互联网泡沫 (dotcom bubble)”时期更为严重。

这次会有所不同吗？还是这一切都将成为泡影？至少目前我们有理由相信，“美股七巨头”可以避免与“漂亮 50 (Nifty-fifty)”和“互联网泡沫”类似的命运。

首先，美国的紧缩周期已经结束。预计年内会开启降息。这与之前的泡沫破灭形成了鲜明对比。“漂亮 50”和“互联网泡沫”的破灭受到了从宽松转向紧缩的影响。美联储提高了利率，增加了股市下行的压力。

其次，尽管 AIGC 主题催生了新的科技创业公司，但“互联网泡沫”时期的 IPO 狂潮并未重演，市场更加理性。

最后，目前市场上流行的“美股七巨头”股票都是财务稳健、现金流充裕的成熟公司。与“互联网泡沫”时期不同的是，当时市场上充斥着仍在燃烧风险资本和 IPO 募集到现金的初创公司，而“美股七巨头”都是拥有高效工具和专有技术的科技巨头，并有庞大的资金渠道支持其研发工作。

在本报告中，我们列出了几种描述美国市场可能发展的情景。我们从最好的情况到最坏的情况，对当前的高度集中给出了三种不同的未来发展，即“分化与洗牌”、“扩张与退潮”和“泡沫破裂”。

我们认为，“分化与洗牌”是最有可能出现的一种情况，即我们将看到少数大型股票继续高度集中，这些股票构成了 AIGC 内部变革的先锋，但这一领先联盟的构成可能会发生洗牌。

我们三个理由相信科技巨头的“分化和洗牌”会发生。首先，我们以前见过类似的市场转变，从 FAANG (Facebook、亚马逊、苹果、Netflix 和谷歌) 到 GAMMA (谷歌、亚马逊、微软、Meta 和苹果)，再到“美股七巨头”，媒体已经在酝酿 Fab Four (英伟达、亚马逊、Meta 和微软) 的概念。

其次，创新成本高昂，而且随着时间的推移成本急剧上升，形成了进入壁垒，使新的参与者不太可能进入游戏。

最后，有几种催化剂促成了这一局面，包括越来越多的人相信“更高利率持续更久”的货币政策，以及 ChatGPT 和 SORA 等技术突破成为头条新闻。

尽管“这次不一样”这句话可能很危险，代价也很高，但到目前为止，我们认为这次可能会不一样，尽管市场集中在“美股七巨头”中，我们认为，科技巨头稳健的财务状况和充裕的现金流，以及美国可能转向宽松的货币政策，可能会引领市场走上一条不同的道路，避免泡沫破裂。

正如我们在 [2024 年展望](#) 中所述，我们预计 2024 年美国股市将形成 U 型走势，随着美联储提前降息的预期减弱，市场调整可能从 4 月份开始，并持续到 5 月份。其他近期的下行催化剂包括地缘政治冲突的潜在升级、美国大选季的不确定性以及财报季的下行意外，因此我们仍然认为投资者应在美国股市获利了结，等待 4 月和 5 月的逢低买入。



姜越

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com

赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

邹炜

(852) 3911 8246
wilsonzou@ccbintl.com

CCBI Securities | Research

Global Markets

Bubble or Brave New World?

The roaring "Magnificent Seven" appear to be in trouble, with their collective market capitalisation falling by US\$950b last week, the largest weekly market value loss ever recorded for the group. The seven companies, mainly technology giants, account for around 29% of the total market capitalisation of all constituents of the S&P 500. In the aftermath of the meltdown, and with big tech earnings due in the coming weeks, it seems an appropriate time to review the implications for the market of such a high market concentration and rapid price growth. The overriding question is whether we are seeing a tech bubble on the verge of bursting in the next few weeks or the beginning of a new paradigm characterized by a high degree of concentration, upwards of 30% of market capitalisation in seven stocks or thereabouts.

Even the most ardent supporters of the Magnificent Seven would have to concede that, as a group, today's technology giants at times resemble some of the stock market bubbles of the past. The S&P 500 is highly concentrated in the top-10 companies. Sector data shows that the market capitalisation of the technology sector is growing relative to other sectors. The market's concentration in technology giants appears to be even more acute than it was during the dotcom bubble.

Will this time be different or is the market in for yet another bubble burst? There are reasons to believe the Magnificent Seven can avoid a fate similar to the Nifty Fifty of the 1970s or the dotcom companies in the early 2000s.

First of all, the US is at the end of its tightening cycle. Interest rates are expected to be cut this year. These conditions are a stark contrast to previous bubble bursts. The burstings of the Nifty Fifty bubble and the dotcom bubble were affected by a shift from easing to tightening. The Fed raised interest rates, which added downward pressure on equity markets.

Second, although the AIGC theme has created new tech start-ups, the IPO frenzy of the dotcom bubble has not been repeated and the market is now more rational.

Finally, the Magnificent Seven stocks that are currently popular in the market are established firms with solid financials and ample cashflow. We are not dealing with start-ups still burning through venture capital and IPO cash as was the case during the dotcom bubble.

In this report, we list several scenarios describing possible developments in the US market. We offer three different possible future developments that could come out of the current high concentration in the market, from a best-case scenario to a worst-case scenario. We have labeled these the three scenarios: Diverge and Shuffle, Expand and Fade, and Bubble Burst.

Diverge and Shuffle is the most likely, in our view. It envisions a continuation of a high concentration of a handful of large stocks that constitute a vanguard of change within AIGC, though the constituents of this leading league may shuffle.

There are three reasons we believe the Diverge and Shuffle scenario is the most likely: First, we've seen similar market shifts in the past, from FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, and Google) to GAMMA (Google, Amazon, Microsoft, Meta, and Apple) and then to the Magnificent Seven. Anticipating a new iteration, the media has already cooked up its next moniker: the Fab Four (Nvidia, Amazon, Meta, and Microsoft).

Another consideration is that innovation is expensive; moreover, the cost of innovation has risen sharply over time, creating a barrier to entry that makes it unlikely new players will be able to get into the game.

Finally, there are the catalysts. The most potent of these is the idea that has taken root that we are living in a time of "higher for longer" monetary policy just as technological breakthroughs such as ChatGPT and SORA are hitting the headlines.

Although the phrase "this time it's different" has proven hubristic over time, in the current instance we really do believe things are different. However much the high market concentration in the Magnificent Seven might call to mind previous bubbles, the solid financials and abundant cashflow of the current crop of tech giants, along with potential shifts to easing monetary policy in the US, are enough, we believe, to avert yet another bubble burst.

Nonetheless, as we stated in our [2024 outlook](#), we expect the US equity market to form a U-shape in 2024F with the correction possibly starting in April and continuing until May as expectations of early Fed rate cuts fade. Other near-term downside catalysts include a potential escalation of geopolitical conflicts, uncertainties in the US election season, and downside surprises during earnings season. We maintain our view that investors should take profit in US equities and wait to buy the dips in April and May.



Vera Jiang

(852) 3911 8243
verajiang@ccbintl.com



Cliff Zhao

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com



Wilson Zou

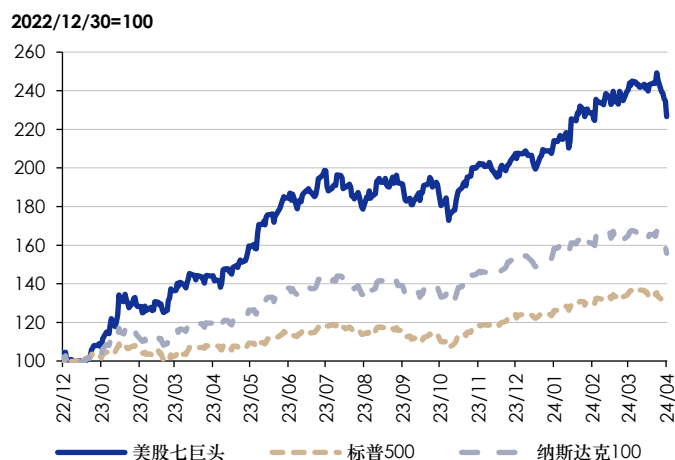
(852) 3911 8246
wilsonzou@ccbintl.com

泡沫破裂前夕，还是新世界序曲？

轰轰烈烈的“美股七巨头”似乎遇到了麻烦，上周它们的总市值下降了 9500 亿美元，这是该组合有记录以来最大的单周市值跌幅。这七家公司主要是科技巨头，占标准普尔 500 指数所有成分股总市值的 29% 左右。在股市回调之后，未来几周又将迎来科技巨头的财报，现在似乎是回顾市场高度集中和价格快速增长对市场影响的适当时机。首要的问题是，我们看到的究竟是一个即将在未来短期内将破灭的科技泡沫，还是一个以高度集中为特征的新模式的开始，即市值的 30% 以上集中在七只股票或左右。

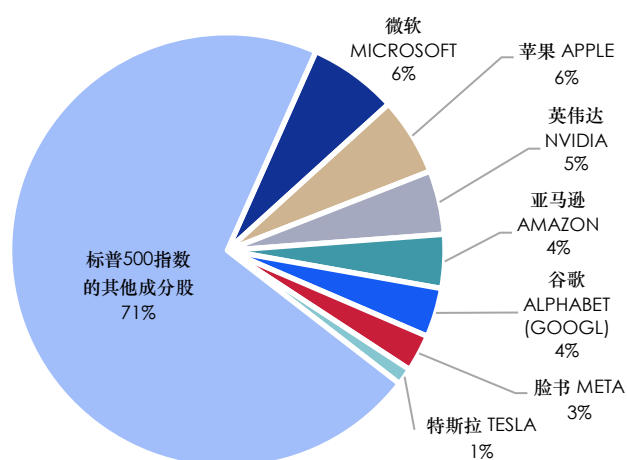
在本报告中，我们将讨论美国股票市场高度集中和快速增长的类似时期的历史，以及为什么我们认为这次可能不同。

图 1：“美股七巨头”上周经历低谷



数据来源：彭博、建银国际证券

图 1：7 只股票约占标普 500 指数总市值的 29%



数据来源：彭博、建银国际证券，截至 2024 年 3 月

市场集中并不是什么新鲜事。几乎在每一个市场和每一个历史时期，我们都能找到少数几个企业，它们因例如市值大、流动性好、股价表现强劲等有利特征而成为投资者的宠儿。

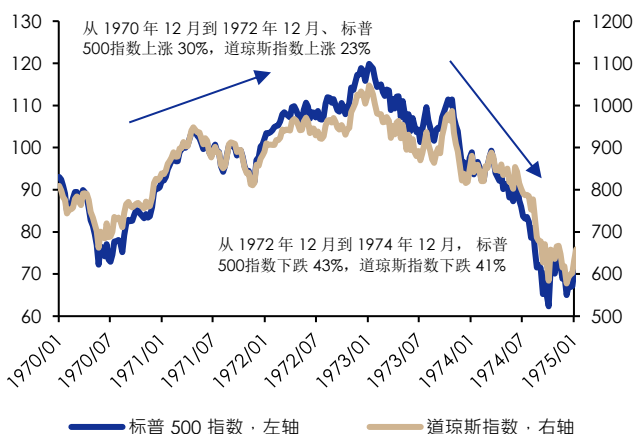
“漂亮 50 (Nifty Fifty)”时期 (1970-1975)

- **诞生背景:** 20 世纪 60 年代和 70 年代，美国宽松的货币政策和不断上涨的消费价格（后来这段时间被称为“大通胀”）帮助股市进入全面牛市。市场反映了美国经济的增长和新技术的发展。一些发展成熟的公司，“漂亮 50”，成为机构和个人的首选，被视为“绩优股票 (one decision stock)”，投资者只需买入，绝不卖出。从 1970 年 12 月到 1972 年 12 月，标普 500 上涨了 30%，道琼斯指数上涨了 23%。
- **发展趋势:** 从来没有一个固定的“漂亮 50”名单，但我们确实可以找到一些流行的版本。据沃顿商学院杰里米·西格尔 (Jeremy Siegel)¹ 的研究，最初的“漂亮 50”名单包括通用电气、可口可乐和 IBM 等家喻户晓的公司，这些公司至今仍是市场巨头，也包括施乐 (Xerox) 等目前在苦苦挣扎的公司。“漂亮 50”所涵盖的产业从药品、计算机和电子产品、摄影、食品和烟草到零售业，无所不包。1972 年，这些股票的平均市盈率为 41.9，是标普 500 指数 18.9 的两倍多。
- **如何结束:**
 - 1972 年 12 月牛市达到顶峰后，几个因素的恶化拖累了股市：布雷顿森林体系崩溃导致美元贬值，中东地区发生冲突导致油价飙升，美联储提高利率以对抗通胀。

¹ Siegel, Jeremy. "Valuing growth stocks: Revisiting the Nifty Fifty." AAll Journal, October (1998)

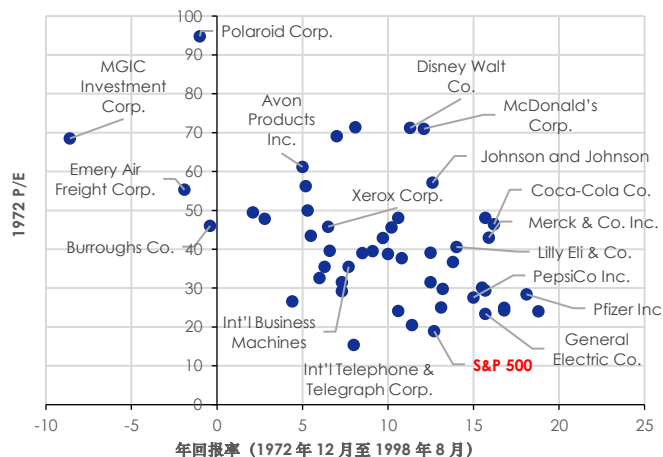
- 因此，股市暴跌。从1972年12月的最高点到1974年12月，标普500指数下跌了43%，道琼斯指数下跌了41%。从1972-1973年的最高点到1974年的最低点，施乐公司下跌了71%，雅芳公司下跌了86%，宝丽来公司下跌了91%。
- 并非所有股票都是一样的：虽然有几只股票似乎在1972年左右达到顶峰，此后的市场表现一直不佳，但如果我们看一下“漂亮50”从1972年到1998年的年度回报率，就会发现有一些股票的表现超过了标普500指数，并且一直保持着长期增长的趋势，现在依然强劲。

图 2: 从 1970 年到 1972 年，主要指数上涨了 20% 到 30%，1972 年 12 月之后，市场崩溃...



数据来源：彭博、建银国际证券

图 3:但在“漂亮 50”中，仍有一些巨头在此后持续跑赢大盘



数据来源：Jeremy Siegel、建银国际证券

互联网泡沫时期 (1995-2000)

- **如何开始:** 1990 年代后期，美国经济的扩张和亚洲金融风暴后的货币政策放松支撑了市场。互联网技术和通信服务在全球的发展以及个人电脑的迅速普及，使投资者相信美国经济已通过技术革命进入了一个新的增长区。因此，从 1995 年到 2000 年 3 月的最高点，纳斯达克指数上涨了 400%，投资者推高了互联网股票和技术公司的价值。
- **发展趋势:**
 - 市场集中在科技和通信行业，1999 年底，科技板块在标普 500 指数中的总比重约为 28%，通信服务为 13%。
 - 科技巨头占据了更多的市场份额：到 1999 年底，标普 500 指数前 10 名公司中约有一半是科技公司，前 10 名公司占标普 500 指数总市场份额的 25% (1995 年为 19%)。
 - 新成立的科技公司排队等待首次 IPO，投资者愿意为任何与“万维网 (World Wide Web)”概念有关或以“.com”结尾的公司买单。根据佛罗里达大学的统计数据，从 1995 年到 2000 年，美国股市平均每年的 IPO 数量约为 460 次，对比 1980 年到 1990 年，美国股市平均每年的 IPO 数量为 196 次，互联网泡沫时期 IPO 数量翻了一倍。

图 4: 1999 年, 排名前 10 位的公司约占标准普尔 500 指数的 25%...

S&P 500 Companies at 95' Market Cap %		S&P 500 Companies at 99' Market Cap %	
GENERAL ELECTRIC CO	2.90	MICROSOFT CORP	5.00
AT&T CORP	2.48	GENERAL ELECTRIC CO	4.22
EXXON MOBIL CORP	2.41	CISCO SYSTEMS INC	2.96
COCA-COLA CO/THE	2.26	WALMART INC	2.56
MERCK & CO. INC.	1.95	INTEL CORP	2.29
ALTRIA GROUP INC	1.82	NOKIA OF AMERICA CORP	1.96
PROCTER & GAMBLE CO/THE	1.37	PFIZER INC	1.70
JOHNSON & JOHNSON	1.34	EXXON MOBIL CORP	1.63
MICROSOFT CORP	1.25	INTL BUSINESS MACHINES CORP	1.60
WALMART INC	1.23	CITIGROUP INC	1.56
	19.01		25.49

数据来源: 彭博、建银国际证券

图 5:科技和通信服务部门所占比重合计为 40%

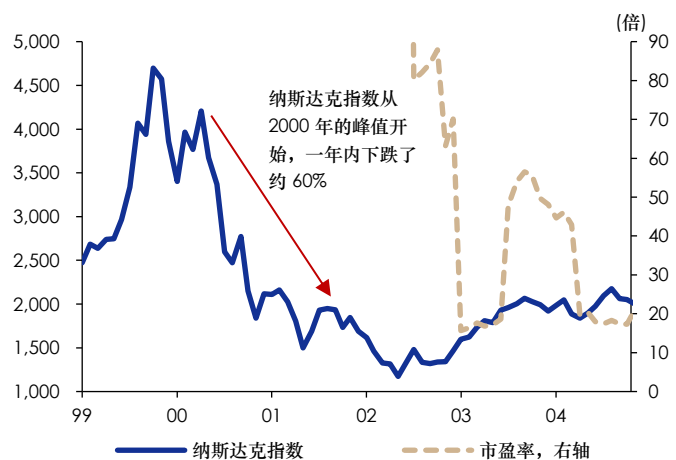
SP 500 consists by sector (1999/12/31)				
Name	Wgt %	P/E	EPS T12M	Market Cap
Technology	28.23	80.89	1.45	235.65B
Financials	13.49	21.87	3.41	71.91B
Communications	12.74	155.9	1.5	106.28B
Health Care	10.74	35.93	1.6	101.91B
Consumer Staples	10.24	37.77	1.61	124.54B
Industrials	9.58	37.07	2.86	246.31B
Consumer Discretionary	5.8	34.41	2.46	57.04B
Energy	4.37	44.02	1.33	88.63B
Materials	2.84	30.02	3.79	22.14B
Utilities	1.78	14.35	2.52	8.55B
Real Estate	0.13	25.49	1.86	13.37B

数据来源: 彭博、建银国际证券

■ 如何结束:

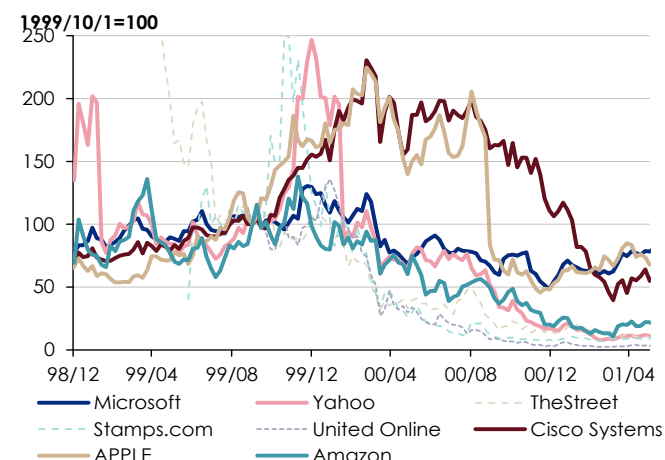
- 当局并没有忽视市场的狂热, 美联储前主席格林斯潘在 1996 年发表了演讲警告说“非理性繁荣使资产价值过度攀升”。美联储最终介入, 在 1999 年 6 月 30 日至 2000 年 5 月 16 日期间多次提高利率, 从 5.00% 提高到 6.50%。
- 一些领先的高科技公司, 包括思科公司和戴尔公司, 在市场达到顶峰时下了大量抛售股票的订单, 导致投资者恐慌性抛售。
- 随着初创企业陷入财务困境, 风险投资者和 IPO 枯竭, 市场的担忧与日俱增, 加剧了随后的抛售。2000 年 3 月,《巴伦周刊》(Barron's) 发表了一篇题为“燃烧殆尽警告: 互联网公司正迅速耗尽现金”的封面故事, 强调 74% 的互联网公司现金流为负, 并预测许多互联网公司即将破产。这些新闻和报道让投资者重新思考他们的投资以及科技股的估值是否合理。
- 综合上述因素, 纳斯达克指数从 2000 年 2 月底的 4,696 点跌至 2001 年 2 月底的 1840 点。到 2001 年底, 许多公司的股价已从 2000 年初的最高点下跌了一半。

图 6: 纳斯达克综合指数从 2000 年的峰值开始, 一年内下跌了一半以上...



数据来源: 彭博、建银国际证券

图 7:期间伴随着大多数科技公司股价暴跌



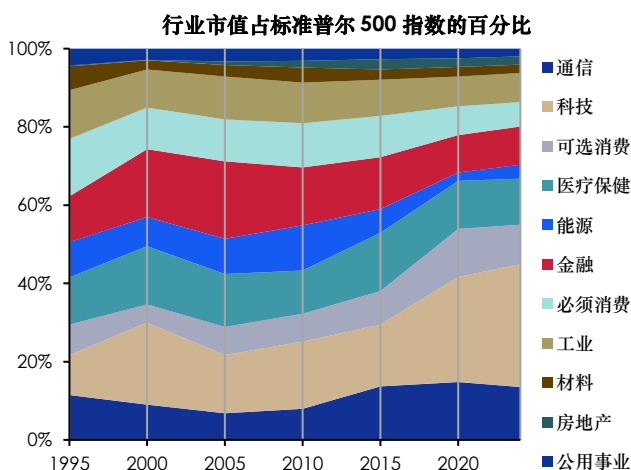
数据来源: 彭博、建银国际证券

“美股七巨头” (2022年至今)

正如我们在本报告开头提到的，尽管“美股七巨头”实力雄厚、广受欢迎，但它们的故事并不都是美好的。即使是“美股七巨头”最坚定的支持者也不得不承认，今天的科技巨头有时会让投资者联想到过去的股市泡沫：标准普尔 500 指数市场高度集中于排名前十的公司，而行业数据显示，相对于其他行业，科技市场的容量在不断增长。市场对科技巨头的集中似乎比网络泡沫更为严重。

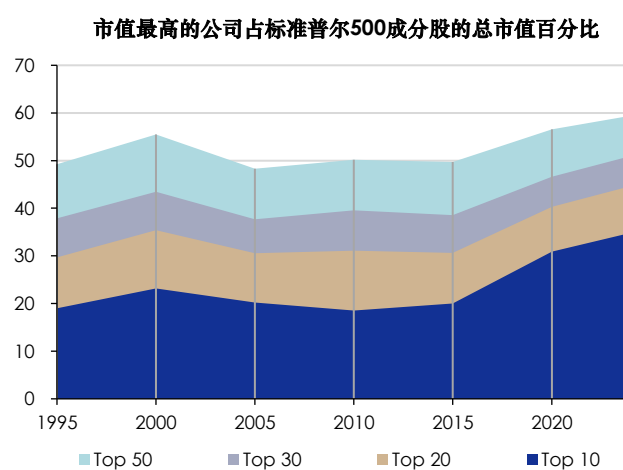
1. 1995 年，科技板块占标准普尔 500 指数市场总市值的 10%，在 2000 年代互联网泡沫时期上升到市场总市值的 20%，而在泡沫破灭后的 2010 年代，科技板块在大多数年份都下降到 15%左右。然而，在 2020 年代，科技行业在标准普尔市场总市值的占比最近已超过 30%。
2. 相似地，前十大股票在 1995 年占标准普尔 500 指数市场总市值的 19%，2000 年互联网泡沫期间上升到 23%，2010 年代下降到 20%。但到 2020 年，前十大股票将占标普 500 指数市场总市值的 30%，到 2024 年 3 月占 35%。

图 8: 与其他行业相比，近年科技相关的股票市值逐年增加



数据来源：彭博、建银国际证券

图 9:顶级公司的市值占比已超过网络泡沫时代

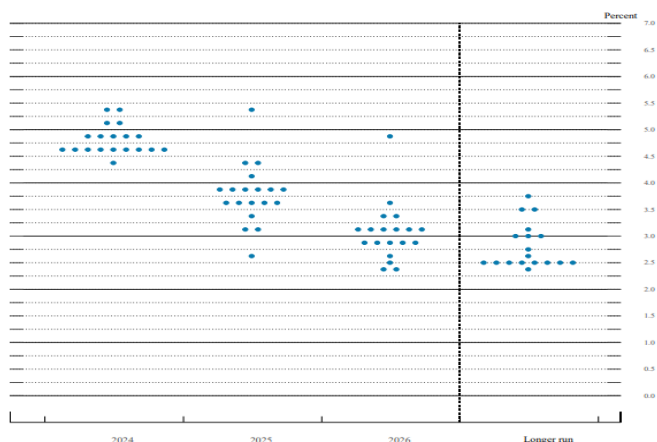


数据来源：彭博、建银国际证券

这一次会有所不同，还是一切都会成为泡影？我们有理由相信，“美股七巨头”可以避免与“漂亮 50”和互联网泡沫类似的命运：

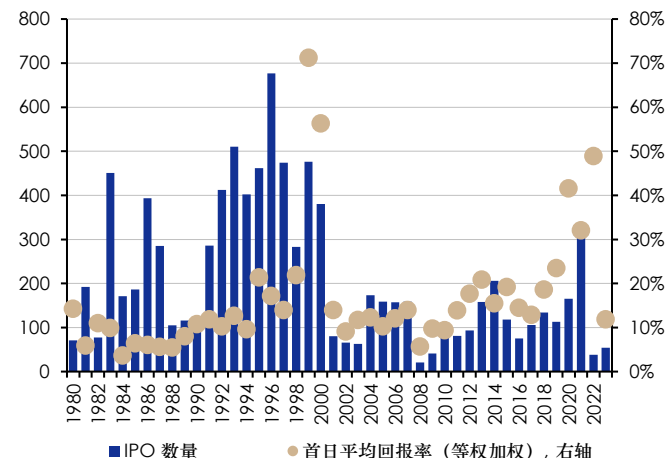
1. 首先，美国的紧缩周期已经结束。虽然市场和政策制定者正在迅速改变对降息步伐的看法，但很少有人会预期今年会有新一轮的加息。这与以往的泡沫破灭形成鲜明对比，在以往的泡沫破灭中，从宽松到紧缩的转变在“漂亮 50”和互联网泡沫的破灭中发挥了重要作用，当时美联储提高了利率，增加了股市的下行压力。
2. IPO 数据表明，这次的市场更加理性。尽管 AIGC 主题催生了新的科技创业公司，但互联网泡沫时期的 IPO 狂潮并未重现。根据佛罗里达大学 Jay R. Ritter 的研究，2020-2023 年每年的 IPO 数量约为 135 家，2023 年 IPO 的平均首日回报率约为 11.90%，这与 1990 年至 2000 年的 400 家 IPO（2000 年 IPO 的平均首日回报率约为 56.30%）相去甚远。
3. “美股七巨头”股票是财务稳健、现金流充裕的成熟公司。与互联网泡沫不同，在互联网泡沫中，我们面对的是仍在从风险投资和 IPO 中烧钱的初创公司，而“美股七巨头”是科技巨头，拥有高效的工具和专有技术，以及支持其研发的充裕资金渠道。

图 10: 美联储最新预测中值显示到 24 年末将削减 75 个基点



数据来源：彭博、建银国际证券

图 11: 市场没有出现像互联网泡沫时代那样的 IPO 狂潮



数据来源：Jay R. Ritter、建银国际证券

那么，当前美国股市的高度集中和价格快速上涨可能会如何发展呢？在此，我们从最好的情况开始，到最坏的情况，概述了可能出现的结果。

情景 1: 分化和洗牌

- 我们认为这是最有可能出现的情况之一。
- 这种情况下的市场趋势是一小部分股票市值集中的趋势延续，这些技术进步的先锋股价上升，但这不构成泡沫。
- 有很多原因让我们相信这种情况最有可能发生。首先，我们以前见过类似的市场转变，从 FAANG (Facebook、亚马逊、Netflix 和谷歌) 到 GAMMA (谷歌、亚马逊、微软、Meta 和苹果)，再到最近的“美股七巨头”(Nvidia、谷歌、亚马逊、微软、Meta、苹果和特斯拉)。下表列出了热门科技公司的昵称和排名，这些昵称和排名是根据它们的盈利表现和增长亮点（基于新闻和 MSCI 评论）确定的。

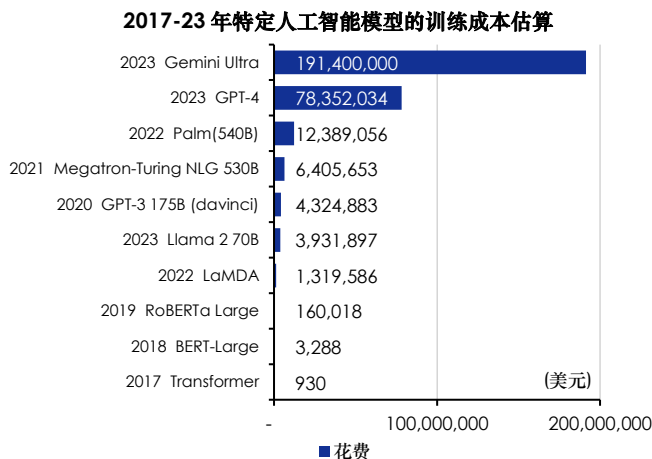
图 12: 从“FAANG”到“七巨头”，投资者对科技巨头的偏好正在快速转变

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023-present
Facebook	Facebook	Facebook	Facebook	Facebook	Facebook	Facebook	Facebook	Facebook	Facebook	Facebook
Apple	Apple	Apple	Apple	Apple	Apple	Apple	Apple	Apple	Apple	Apple
Amazon	Amazon	Amazon	Amazon	Amazon	Amazon	Amazon	Amazon	Amazon	Amazon	Amazon
Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix	Netflix
Google	Google	Google	Google	Google	Google	Google	Google	Google	Google	Google
Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft	Microsoft
Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems	Cisco Systems
Intel	Intel	Intel	Intel	Intel	Intel	Intel	Intel	Intel	Intel	Intel
IBM	IBM	IBM	IBM	IBM	IBM	IBM	IBM	IBM	IBM	IBM
Oracle	Oracle	Oracle	Oracle	Oracle	Oracle	Oracle	Oracle	Oracle	Oracle	Oracle
Ebay	Ebay	Ebay	Ebay	Ebay	Ebay	Ebay	Ebay	Ebay	Ebay	Ebay
Twitter	Twitter	Twitter	Twitter	Twitter	Twitter	Twitter	Twitter	Twitter	Twitter	Twitter
Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm	Qualcomm
Paypal	Paypal	Paypal	Paypal	Paypal	Paypal	Paypal	Paypal	Paypal	Paypal	Paypal
Block	Block	Block	Block	Block	Block	Block	Block	Block	Block	Block
Adobe	Adobe	Adobe	Adobe	Adobe	Adobe	Adobe	Adobe	Adobe	Adobe	Adobe
Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia	Nvidia
Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom	Broadcom
AMD	AMD	AMD	AMD	AMD	AMD	AMD	AMD	AMD	AMD	AMD
Zoom	Zoom	Zoom	Zoom	Zoom	Zoom	Zoom	Zoom	Zoom	Zoom	Zoom
Intuit	Intuit	Intuit	Intuit	Intuit	Intuit	Intuit	Intuit	Intuit	Intuit	Intuit
Tesla	Tesla	Tesla	Tesla	Tesla	Tesla	Tesla	Tesla	Tesla	Tesla	Tesla

数据来源：MSCI、Mutiple news、建银国际证券

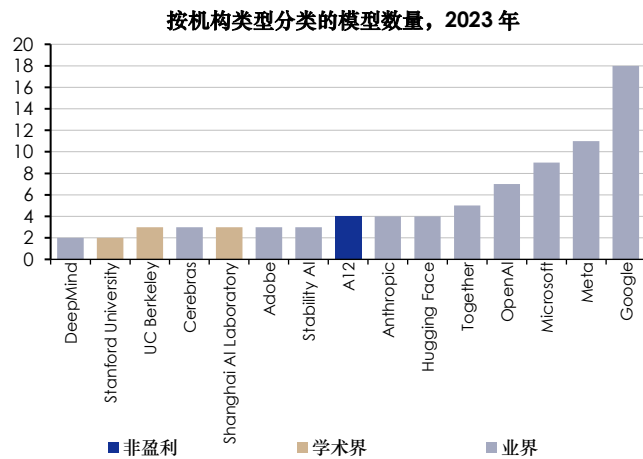
- 其次，创新成本高昂，而且随着时间的推移成本急剧上升，形成了入门壁垒，使新玩家不太可能入局。谷歌 2017 年的 Transformer 模型，引入了当今几乎所有大规模语言模型的架构，当时的训练成本仅为 930 美元，但到了 2023 年，模型训练成本直线上升。据媒体报道，GPT-4 的模型训练成本约为 8000 万美元，每天运行成本约为 70 万美元。这一成本让新进入者望而却步，这也解释了为什么如今开发的大多数模型都归行业内的科技巨头所有。

图 13: 近年来模型培训的成本上升, 使新玩家望而却步...



数据来源: Epoch 2023, 2024 AI Index report、建银国际证券

图 14: ... 行业科技巨头主导了大部分模型



数据来源: Bommasani et al., 2023, 2024 AI Index report、建银国际证券

- 第三，一些催化剂正在促成这种局面，包括越来越多的人接受“更高利率持续更长”的货币政策，以及 ChatGPT 和 SORA 等技术突破占据新闻版面。紧缩的货币政策会限制小型市场参与者的融资和研发。当技术突破成为头条新闻时，人们倾向于投资那些肯定会受益的大型科技公司，如 Nvidia，这种现象类似于“淘金热中卖铲子”。
- 事实上，媒体已经在酝酿 2024 年“神奇四侠 (Fab Four)”的概念，将 Nvidia、亚马逊、Meta（前脸书）和微软组成一个新的超强组合，而苹果、特斯拉和谷歌似乎从 2024 年开始就没有跟上步伐。
- 而领先者正面临着激烈竞争对手的挑战，这种竞争通常来自其他科技巨头。例如，英特尔和 AMD 紧跟 Nvidia 的步伐，AMD 推出了 MI300，英特尔推出了 Gaudi 3。这两家公司都将自己的产品定位为 Nvidia H100 的直接竞争对手，以提供满足生成式人工智能工作负载需求的性能。

图 15: 随着英伟达 (Nvidia)、亚马逊 (Amazon)、Meta 和微软 (Microsoft) 的表现超越其他公司, “七巨头”可能成为“神奇四侠”

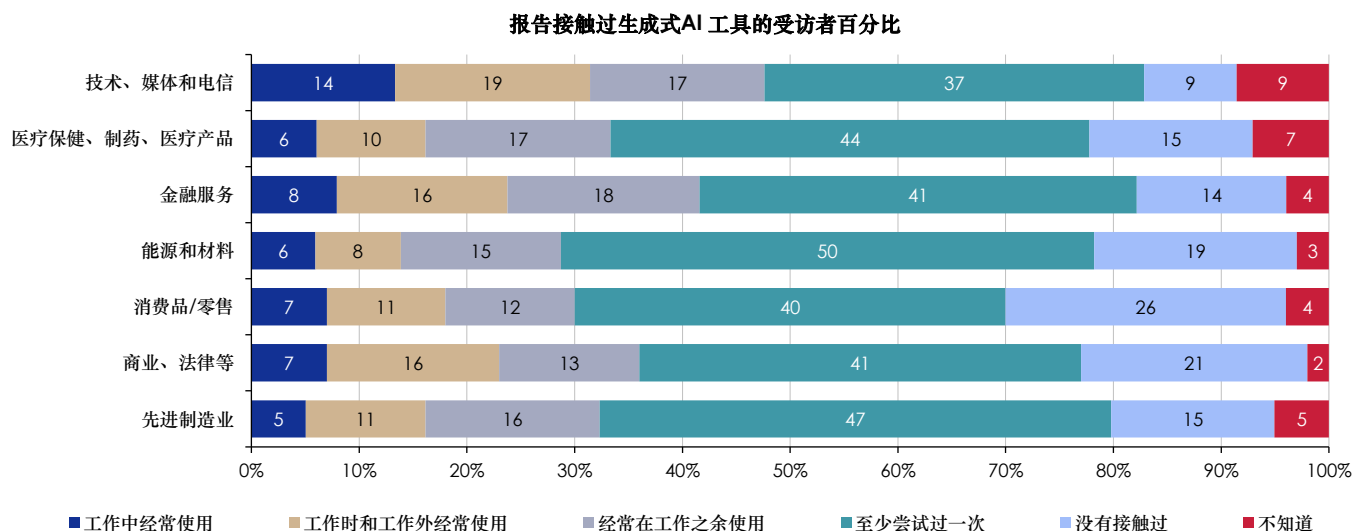
Name	S&P 500 Wgt	EPS Estimate (Forward)		Rev Estimate (Forward)	
		3M Chg %	1M Chg %	3M Chg %	1M Chg %
MICROSOFT	12.9	2.69	0.06	0.25	-0.00
APPLE	11	-0.79	-0.38	-2.21	-0.26
NVIDIA	8.4	2.55	3.78	1.18	-0.04
ALPHABET	8.3	20.36	0.67	19.24	1.20
AMAZON	7.8	10.35	-0.56	0.72	-0.03
META	5.3	18.04	2.34	4.54	0.14
TESLA INC	2	-25.62	-7.90	-11.86	-4.47

数据来源: Mutiple news 彭博, 建银国际证券 2024 年 4 月 22 日

情景 2: 扩张与退潮

- 在这种情况下，随着更多公司加入涨势，“美股七巨头”开始失去动力。投资者开始寻找其他公司，如 AMD，甚至在其他市场的标的。因此，随着时间的推移，市场集中度逐渐降低。
- 首先，如果货币政策放松，市场流动性改善，这种情况更有可能发生，因为在这种情况下，人们往往更愿意尝试不同的投资组合。
- 其次，如果人工智能与不同行业之间的联系加深，市场就会朝着这个方向发展，这一趋势称为“人工智能+ (AI+)”。这样，人工智能就能帮助各行各业的公司提高利润率，而不仅仅是让最先进的科技巨头受益。我们看到了这一趋势的发展。根据麦肯锡 2023 年对 1684 名参与者的调查，79% 来自各行各业的受访者表示，他们至少在工作或工作之外与生成式 AI (Gen AI) 有过一些接触。虽然在技术领域工作的受访者中报告的使用率最高，但各行各业平均有 22% 的受访者表示他们在自己的工作中经常使用它。麦肯锡的同一项调查发现，人工智能的整合为企业降低了成本，增加了收入。总共有 42% 的受访者表示他们看到了成本的降低，59% 的受访者表示他们看到了收入的增加。

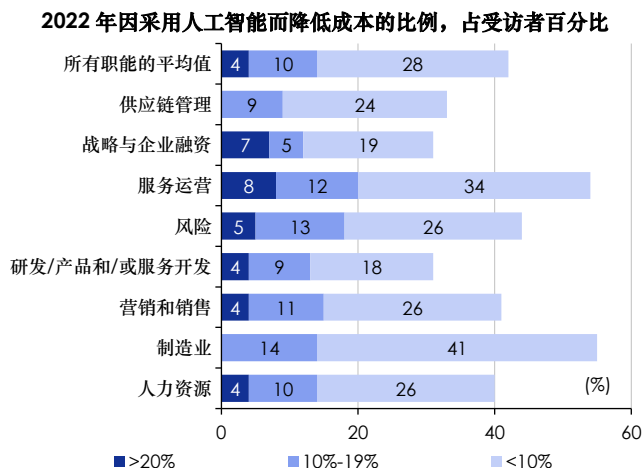
图 16: 79%的受访者表示，他们至少与生成式 AI 有过一些接触，各行各业中有 22% 的受访者表示，他们的工作中经常使用生成式 AI，这表明人工智能与不同行业之间的联系正在加强



数据来源: McKinsey & Company Survey 2023、建银国际证券

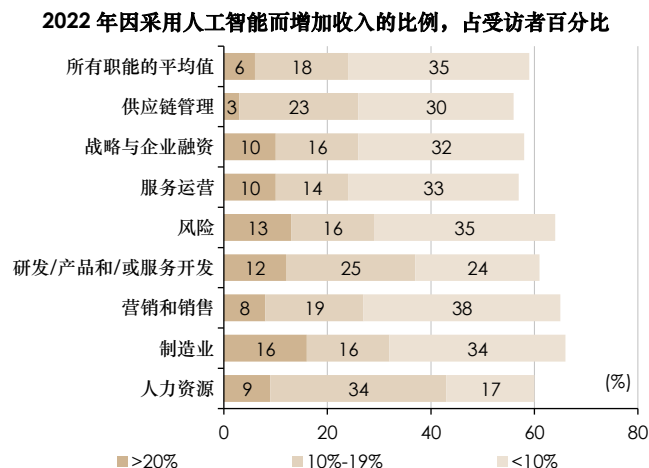
- 此外，如果开源人工智能模型能够广泛使用，这种“扩张与退潮”趋势就更有可能出现。这样，营利性公司、非营利性组织、学术界和个人程序员将创建一个充满活力的开源人工智能生态系统，使小企业能够获得行业领先的生产技术。国际货币基金组织 (IMF) 的一份报告将这种情况描述为“低集中度的未来”，谷歌的一些研究人员也预示了这一点。

图 17: 人工智能的应用降低了不同工作职能的成本...



数据来源: McKinsey & Company Survey 2023, 2024 AI Index report, CCBIS

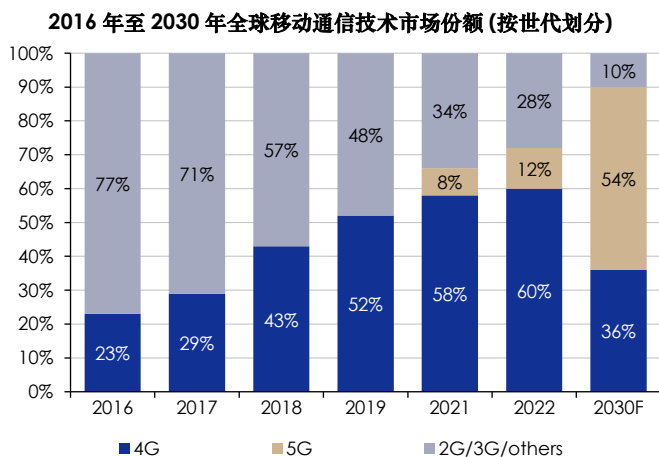
图 18: ... 并且增加了收入.....



数据来源: McKinsey & Company Survey 2023, 2024 AI Index report, CCBIS

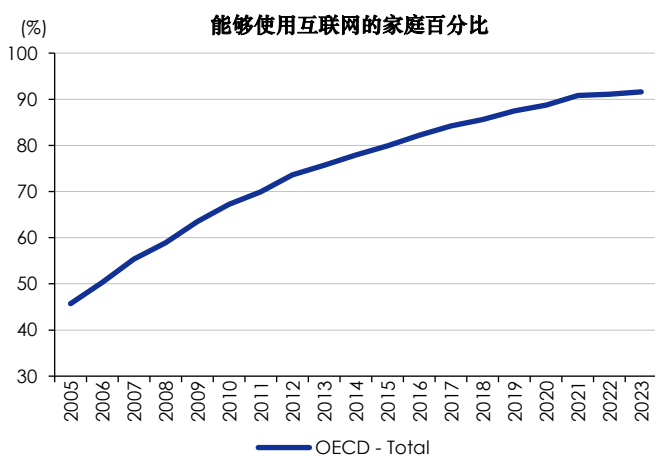
- 不过，我们认为这种“扩张与退潮”更多是一种长期的结构性变化，而不是短期的市场趋势。例如，尽管今天几乎所有的手机都能上网，我们也能享受到不同公司推出的不同应用，但这项技术的渗透和生态系统的发展实际上需要多年时间。虽然我们现在可以通过 Zoom 参加在线会议或观看 Tiktok 视频，但在 4G/5G 经过几代无线宽带的发展之后，才最终具备了支持交互式多媒体、语音和视频的高速度和大容量，以及公众可以承受的低单位比特成本。多年来，随着互联网接入的增长，全球互联网社区也在蓬勃发展。我们相信，人工智能/AI+ 的发展也会遵循这一趋势，而我们仍需要时间来实现在技术的渗透和生态系统的发展。

图 19: 人工智能的未来发展可能与移动网络一样



数据来源: Petroc Taylor, Statista, 建银国际证券

图 20: ...技术的渗透和生态系统的发展可能需要数年时间



数据来源: OECD, 建银国际证券

情景 3: 泡沫破裂 (可能性最小, 但最不希望发生)

- 这种情况下的市场趋势是大型科技股价格暴跌，导致整个市场崩溃。这种现象与“漂亮 50”和互联网泡沫时期的情况类似。
- 在几种催化剂同时发生的情况下，这种可能性存在：美国经济最终硬着陆或陷入衰退，地域冲突加剧并导致新一轮能源短缺，AIGC 对企业经营利润率的改善低于预期。
- 但到目前为止，出现这种情况的概率非常低，事实证明美国经济好于预期，而且到目前为止，地域冲突仅限于地区。此外，如上图所示，Nvidia、亚马逊、Meta 和微软等科技巨头都上调了盈利预期。

尽管“这次不一样”这句话可能很危险，代价也很高，但到目前为止，我们认为这次可能不一样，尽管市场集中在“美股七巨头”，让我们想起了“漂亮 50”和“互联网泡沫”。我们认为，科技巨头稳健的财务状况和充裕的现金流，以及美国可能转向宽松的货币政策，可能会引领市场走上一条不同的道路，避免泡沫破裂。

尽管如此，正如我们在 2024 年展望中所述，我们预计 2024 年美国股市将形成 U 型走势，随着美联储提前降息的预期减弱，市场调整可能从 4 月份开始，并持续到 5 月份。其他近期的下行催化剂包括地缘政治冲突的潜在升级、美国大选季的不确定性以及财报季的下行意外，因此我们仍然认为投资者应在美国股市获利了结，等待 4 月和 5 月的逢低买入。

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决策前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团公司的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户所提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士

(就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士, 建银国际证券对第三方再分发本报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径, 如电子邮件分发, 则该途径并非保证安全或无误, 因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整, 或包含病毒。因此, 建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误, 或内容遗漏不负责任。本文所载的披露由建银国际证券编制, 应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际(新加坡)有限公司(建银国际新加坡)(公司注册号 201531408W)的外国分支机构建银国际证券有限公司(“建银国际证券”)提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照, 可用于基金管理、资本市场产品交易(特别是证券和集体投资计划)并提供托管服务, 并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系, 解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2024。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有, 违者必究。除非另有说明, 本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意, 本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097