浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

美股系列报告（四）：降息周期与科技革命交汇下的资产配置（上）

美国降息周期即将开启，为判断各类资产的走向，我们对 1990 年至今八轮降息周期期间及前后各类资产表现进行复盘和分析。我们专门回顾了 1995-1996 年降息周期，当时的宏观背景与当下类似，而且遇上了互联网的第一波投资热潮。我们认为 1995-1996 年降息周期或可为我们在当下如何投资由 AI 引发的新一轮科技革命带来不少启示。我们将在下篇为大家展开分析本轮降息周期下各类资产将如何演绎。

- **美国降息周期可能将在二季度开启。**我们的首席宏观分析师金晓雯预计首次降息将在二季度到来，全年降息 100 个基点。此外，如果接下来通胀数据继续强于预期，那么也不排除降息被延迟到下半年的可能性（图表 1-2）。降息周期即将开启，为了判断各类资产接下来的走向，我们对 1990 年至今降息期间的各类资产价格进行了复盘和分析，发现在不同经济环境和降息节奏下各类资产的走势截然不同（图表 4-5）。
- **“降息预期”变动可引发资产价格波动，但不改中期趋势。**正如我们此前的分析，历次加息结束至降息前，美国经济增速逐步放缓，通胀大多处于下行通道，市场在降息周期开启前已开始“降息交易”。随着降息预期的变化，各类资产价格均较波动，但不改中期趋势。降息前，如果经济保持韧性，美股大盘指数通常表现较佳，但如果经济陷入衰退，美股则表现较弱。债券市场通常提前于股市和其他资产反应，十年期美债利率大多在加息末期至降息前触及高位，随后进入下行通道，美元大多走弱，黄金价格上升，两者呈现出较强负相关性（图表 3）。
- **三种降息周期中资产表现差异较大：一、衰退性降息**，平均降息时长较久，降息次数和幅度都较大。以绝对回报来看，期间大类资产的表现为：股票>债券>外汇>大宗商品，从录得正回报概率上看，债券>股票>外汇>大宗商品。**二、预防性降息**，平均降息时长较短、降息次数和幅度都较为有限。以绝对回报来看，期间主要资产类别均录得正回报，具体表现为：债券>股票>大宗商品>外汇。**三、应急性降息**，大多降息时长较短、降息次数较小，但幅度较大。以绝对回报来看，期间大类资产的表现为：债券>外汇>股票>大宗商品，从录得正回报概率上看，债券>股票>外汇>大宗商品（图表 6-17）。
- **复盘 1995-1996 年：当预防性降息周期遇上科技革命投资的“奇点时刻”。**目前，根据彭博，市场对于美联储降息的预期达成的共识是美国经济有望同比温和放缓并保持正增长、通胀回落但到年底仍高于政策目标 2%，美联储货币政策转向宽松，这些预期均与 1995-1996 年降息周期的宏观经济背景有一定相似之处。该轮降息期间，股票>债券>外汇>商品。降息结束后，美股一枝独秀，其他资产类别均有一定回调，主要源于互联网第一波投资热潮的出现。与之类似，我们正在经历由 AI 引发的全球科技革命的新阶段，预期它将成为美股向上的驱动力，建议中长期保持对 AI 相关个股的配置（图表 18-26）。
- **投资风险：**美国经济衰退风险大幅上升，政府债务负担加剧，地缘政治紧张局势升级，美元大幅贬值，流动性趋紧。

赖烨烨
首席策略分析师
Melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 0411

2024 年 3 月 22 日

相关报告：

美股系列报告（三）：盈利能否接棒估值成为主要驱动力？（2023-10-19）

美股系列报告（二）：加息末期各类资产如何演绎？（2023-09-19）

美股系列报告（一）：加息近尾声，是否再现“股债跷跷板”（2023-08-10）

扫码关注
浦银国际研究

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

美国降息周期可能将在二季度开启 3
历轮降息周期下各类资产表现回顾 4
三种情形下的降息周期 7
复盘 1995-1996 年：当预防性降息周期遇上科技革命投资的“奇点时刻” 10

图表目录

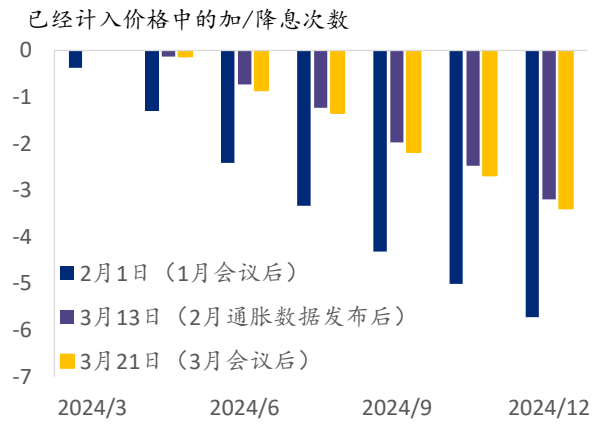
图表 1：3 月美联储会议后，市场预期对二季度降息的信心有所回升 3
图表 2：FOMC 3 月会议更新各经济指标预测 3
图表 3：1990 年至今，美联储共开启八轮降息周期，“降息预期”往往提前反映在资产价格上 4
图表 4：1990 年至今历轮降息期间全球主要股指表现 5
图表 5：1990 年至今历轮降息期间全球主要国家债券、外汇及大宗商品价格变动 6
图表 6：首次降息后一月内美股出现明显回调 7
图表 7：美债利率在降息后三个月内持续下行 7
图表 8：黄金价格在首次降息后一个月内涨幅明显 7
图表 9：美元指数在降息开启后一个月内波动上涨，但随后回落 7
图表 10：降息开始后美股短期出现回调，但其后四个月内维持上行趋势 8
图表 11：美债利率在降息开启后一个月下行幅度较快 8
图表 12：黄金价格在首次降息后两个月内较为波动 8
图表 13：美元指数呈回落趋势，但幅度不大 8
图表 14：除第六轮外，美股在降息后持续上行 9
图表 15：美债利率进入下行通道，价格上升 9
图表 16：除第三轮外，黄金价格在降息后三个月内的涨幅较大 9
图表 17：除第三轮外，美元指数均维持下行趋势 9
图表 18：1995-1996 年降息前，美国经济动能开始走弱，基本面出现恶化的迹象 10
图表 19：……但是通胀压力较为温和 10
图表 20：1995-1996 年降息期间及结束后短期美股三大指数均表现强劲 11
图表 21：1995-1996 年降息期间，主要国家十年期国债利率下行，价格上升，但结束后利率上行 11
图表 22：1995-1996 年降息期间，黄金、白银录得上涨，但结束后价格开始回落 11
图表 23：1995-1996 年降息期间主要外汇市场表现 11
图表 24：1995-1998 年 vs 2022 年 11 月至今纳斯达克指数走势 12
图表 25：目前，美国投资者情绪仍未达到极度乐观的水平 12
图表 26：美股 AI 产业链公司梳理 13

美国降息周期可能将在二季度开启

我们的首席宏观分析师金晓雯**预计首次降息将在二季度到来，全年降息 100 个基点。**美联储 3 月会议和季度经济预测更新充分显示了美联储降息的决心，她仍然认为首次降息会在二季度发生。不过基于偏强的 1-2 月数据，美联储可能需要多一点时间确认通胀走弱。尽管鲍威尔并未完全排除 5 月降息的可能性，但是目前距离 5 月会议仅能看到 3 月经济数据发布。除非 3 月失业率大幅上升或者通胀数据大幅走弱，不然 5 月降息的可能性已变得较低。因此她将首次降息时间点从原先的 5 月推迟到 6 月，并将全年降息点数放在她之前区间预测的下限（此前预测：100-150 个基点）。此外，如果接下来通胀数据继续强于预期，那么也不排除降息被延迟到下半年的可能性（详情请参阅：《3 月鸽派美联储会议意味着降息或仍从二季度开启》）。

3 月美联储会议决定继续维持政策利率不变，整体论调较市场预期更为鸽派。美联储对今年经济实现软着陆似乎充满信心，上调今年 GDP 增速预测到 2.1%（12 月：1.4%），并下调失业率 0.1 个百分点到 4%。在通胀方面，美联储虽然维持今年 PCE 通胀率预测不变，但是调高了最为看重的核心 PCE 通胀率预测 0.2 个百分点到 2.6%。美联储仍然预计今年降息 75 个基点，尽管本年降息幅度预测不变，美联储调高了 2025 和 2026 年以及长期政策利率的预测，这预示着高利率水平或延续较长时间。此外，鲍威尔在发布会上提到缩表可能会很快到来（begin fairly soon）。我们依然预计美联储或 5 月公布减半缩表规模、6 月开始执行，而后在三季度结束缩表的基本预测。

图表 1：3 月美联储会议后，市场预期对二季度降息的信心有所回升



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 2：FOMC 3 月会议更新各经济指标预测

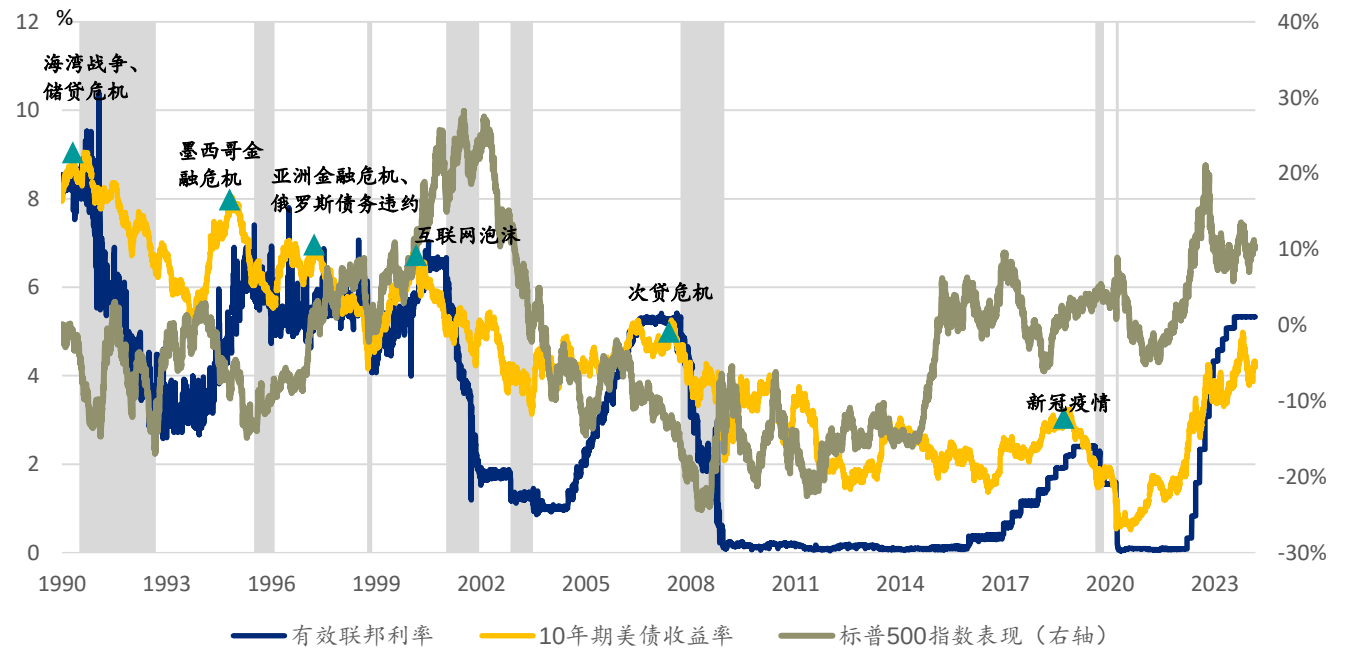
单位 (%)		2024	2025	2026
实际 GDP 同比增速	3 月	2.1	2.0	2.0
	12 月	1.4	1.8	1.9
失业率	3 月	4.0	4.1	4.0
	12 月	4.1	4.1	4.1
PCE 同比增速	3 月	2.4	2.2	2.0
	12 月	2.4	2.1	2.0
核心 PCE 同比增速	3 月	2.6	2.2	2.0
	12 月	2.4	2.2	2.0
联邦基金利率	**3 月**	**4.6**	**3.9**	**3.1**
	12 月	**4.6**	**3.6**	**2.9**

资料来源：美联储，浦银国际

历轮降息周期下各类资产表现回顾

“降息预期”变动可引发资产价格波动，但不改中期趋势。正如我们此前对过去五轮历次最后一次加息到降息期间的资产价格的分析（详情请参阅：《美股系列报告（二）：加息末期各类资产如何演绎？》），历次加息结束至降息前，美国经济增速逐步放缓，通胀大多处于下行通道，平均时间间隔为 9 个月，最长的间隔是 2006 年加息周期的 15 个月，最短的是 1995 年加息周期的 5 个月。我们发现，市场在降息周期开启前已开始“降息交易”，而且随着降息预期的变化，各类资产价格均较波动，但不改中期趋势。降息开启前，如果经济保持韧性，美股大盘指数表现较佳，但如果经济陷入衰退，美股表现较弱。债券市场的反应通常提前于股市和其他资产，十年期美国国债利率在加息末期至降息前触及高位，随后进入下行通道，美元大多走弱，黄金价格上升，两者呈现出较强负相关性（图表 3）。

图表 3：1990 年至今，美联储共开启八轮降息周期，“降息预期”往往提前反映在资产价格上



资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

我们对 1990 年以来各轮降息周期进行了分析。美国第十三任联邦储备委员会主席格林斯潘上任后货币政策操作从货币数量工具转向货币价格工具，他的任期跨越 6 届美国总统，从政策的连续性来看，1990 年后的降息周期对当前的参考意义可能更大。1990 年至今，美联储一共开启八轮降息周期。我们对 1990 年以来各轮降息周期下的各类资产表现进行分析，发现在不同经济环境和降息节奏下各类资产的走势截然不同（图表 4-5）。

图表 4：1990 年至今历轮降息期间全球主要股指表现

降息轮次	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	第七轮	第八轮	正回报
首次降息	3/7/1990	6/7/1995	29/9/1998	3/1/2001	6/11/2002	18/9/2007	1/8/2019	3/3/2020	概率
末次降息	4/9/1992	31/1/1996	17/11/1998	11/12/2001	25/6/2003	16/12/2008	31/10/2019	16/3/2020	
降幅（BP）	525	75	75	475	75	325	200	150	
标普 500	16%	15%	9%	-16%	6%	-40%	3%	-21%	63%
纳斯达克	24%	11%	8%	-23%	13%	-40%	2%	-20%	63%
道琼斯工业	13%	16%	11%	-10%	3%	-35%	2%	-22%	63%
罗素 2000	13%	10%	6%	-2%	13%	-40%	1%	-30%	63%
VIX 波动率	-19%	9%	-23%	-5%	-32%	157%	-26%	125%	38%
加拿大 TSX 综指	-3%	9%	10%	-16%	8%	-38%	1%	-25%	50%
英国富时 100	0%	11%	8%	-15%	-1%	-31%	-4%	-23%	25%
德国 DAX 30	-19%	17%	3%	-20%	-3%	-38%	5%	-27%	38%
日经 225	-43%	36%	4%	-24%	0%	-46%	6%	-19%	38%
韩国 KOSPI	-27%	-4%	36%	29%	-1%	-37%	3%	-15%	38%
MSCI 中国	N/A	-10%	22%	-20%	14%	-46%	1%	-13%	38%
上证综指	N/A	-16%	5%	-19%	-3%	-64%	1%	-7%	25%
深证综合	N/A	-12%	7%	-23%	-8%	-60%	3%	-9%	25%
恒指	70%	21%	29%	-20%	-1%	-38%	-2%	-12%	38%
中概股指数	N/A	N/A	N/A	-3%	62%	-45%	8%	-16%	25%
澳证 200	N/A	12%	3%	4%	0%	-49%	-2%	-22%	38%
雅加达综合	-53%	16%	29%	-9%	35%	-43%	-2%	-15%	38%
欧洲斯托克 50	-14%	17%	8%	-20%	-5%	-40%	3%	-27%	38%
俄罗斯 MOEX	N/A	N/A	59%	68%	51%	-43%	6%	-20%	50%
伊斯坦布尔 100	N/A	0%	-7%	37%	-10%	-61%	-3%	-21%	25%
非洲 JSE 40	N/A	26%	9%	24%	-14%	-48%	-2%	-24%	38%
印度 Nifty	221%	-9%	-5%	-14%	15%	-24%	8%	-19%	38%
印度 Sensex	267%	-7%	-6%	-16%	18%	-33%	8%	-19%	38%
沙特全指	N/A	6%	-9%	4%	41%	-36%	-11%	-21%	38%
巴西圣保罗证指	N/A	35%	21%	-20%	34%	-38%	5%	-33%	50%
墨西哥综指	N/A	26%	7%	5%	17%	-29%	7%	-13%	63%
阿根廷 MERVAL	424%	26%	20%	-47%	86%	-28%	-15%	-29%	50%
平均值	***54%***	***10%***	***10%***	***-6%***	***12%***	***-45%***	***0%***	***-15%***	

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 5：1990 年至今历轮降息期间全球主要国家债券、外汇及大宗商品价格变动

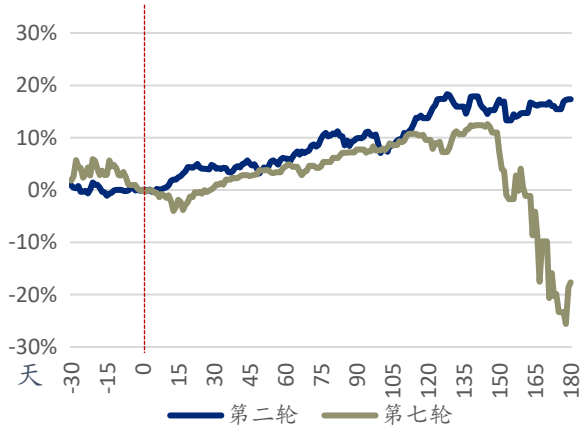
降息轮次	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮	第七轮	第八轮	正回报
首次降息	3/7/1990	6/7/1995	29/9/1998	3/1/2001	6/11/2002	18/9/2007	1/8/2019	3/3/2020	概率
末次降息	4/9/1992	31/1/1996	17/11/1998	11/12/2001	25/6/2003	16/12/2008	31/10/2019	16/3/2020	
降幅（BP）	525	75	75	475	75	525	75	150	
十年期国债									
美国	24%	8%	-7%	2%	16%	28%	11%	28%	88%
中国	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3%	-4%	3%	25%
德国	9%	14%	-6%	-1%	21%	26%	10%	26%	75%
英国	20%	10%	2%	-4%	14%	-12%	-6%	-12%	50%
法国	8%	16%	-5%	0%	22%	151%	48%	151%	75%
日本	24%	-10%	-4%	18%	36%	123%	-6%	123%	63%
平均值	***17%***	***8%***	***-4%***	***3%***	***22%***	***53%***	***9%***	***53%***	
外汇									
美元指数	-13%	7%	-1%	5%	-11%	2%	-1%	1%	50%
欧元	16%	-5%	0%	-4%	15%	0%	1%	0%	75%
英镑	13%	-5%	-2%	-3%	7%	-23%	7%	-4%	38%
瑞典克朗	-14%	-4%	3%	10%	-13%	20%	0%	3%	50%
日元	-19%	26%	-10%	11%	-3%	-23%	1%	-1%	38%
加拿大元	3%	1%	2%	5%	-13%	19%	0%	5%	75%
澳大利亚元	-10%	5%	7%	-7%	18%	-19%	1%	-7%	50%
新西兰元	-8%	-1%	6%	-5%	18%	-20%	-2%	-4%	25%
人民币	16%	0%	0%	0%	0%	-9%	2%	0%	63%
平均值	***-2%***	***3%***	***1%***	***1%***	***2%***	***-6%***	***1%***	***-1%***	
大宗商品									
原油	30%	2%	-22%	-35%	16%	-47%	0%	-39%	50%
黄金	-5%	5%	0%	2%	9%	19%	5%	-8%	50%
白银	-24%	9%	-8%	-4%	2%	-14%	11%	-25%	38%
铜	-5%	-16%	-5%	-14%	5%	-60%	-2%	-7%	13%
平均值	***-1%***	***0%***	***-9%***	***-13%***	***8%***	***-25%***	***4%***	***-20%***	

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

情形二：预防性降息

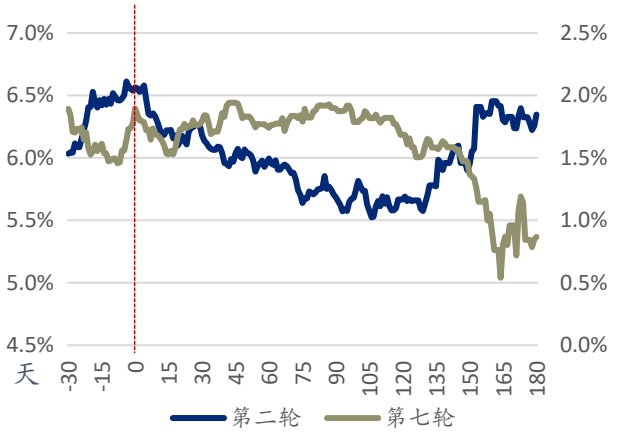
降息周期期间经济实现“软着陆”，美联储降息更多是预防性的。例如，第二轮和第七轮（1995 年 7 月-1996 年 1 月，2019 年 8 月-10 月），平均降息时长较短、降息次数和幅度都较为有限。以绝对回报来看，期间主要资产类别均录得正回报，具体表现为：债券>股票>大宗商品>外汇。从核心资产的走势上看，美股在第一次降息后两周内出现回调，但其后维持上涨趋势。美债利率在降息开启后一个月下行幅度较快，但其后下行幅度有所放缓，并较为波动。黄金价格在首次降息后两个月内较为波动，但其后维持上涨趋势。美元指数在降息开启后一个月内小幅上涨，但其后维持下行趋势，但回落幅度不大（图表 10-13）。

图表 10：降息开始后美股短期出现回调，但其后四个月内维持上行趋势



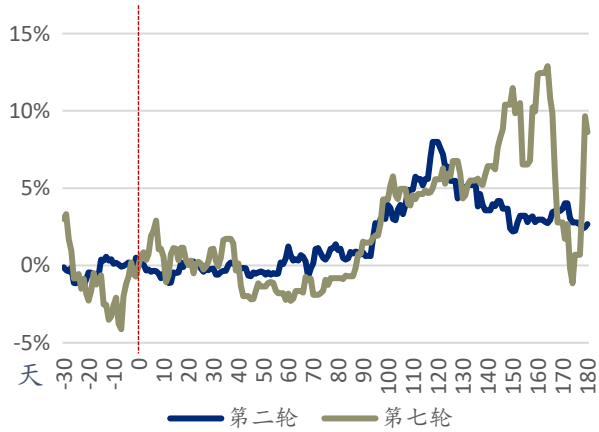
注：第二轮和第七轮降息周期开启时间分别为 1995 年 7 月，2019 年 8 月。
资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 11：美债利率在降息开启后一个月下行幅度较快



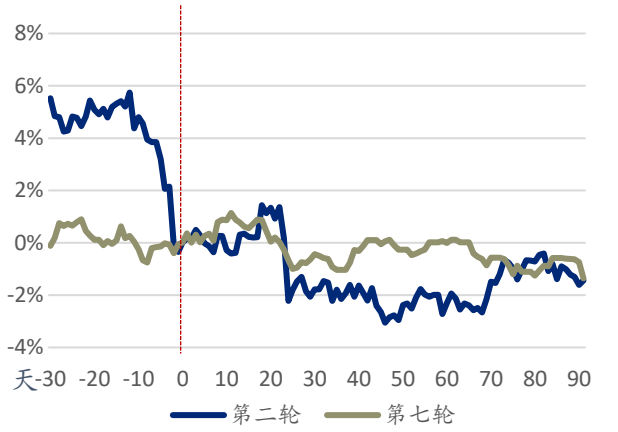
注：第二轮和第七轮降息周期开启时间分别为 1995 年 7 月，2019 年 8 月。
资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 12：黄金价格在首次降息后两个月内较为波动



注：第二轮和第七轮降息周期开启时间分别为 1995 年 7 月，2019 年 8 月。资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 13：美元指数呈回落趋势，但幅度不大

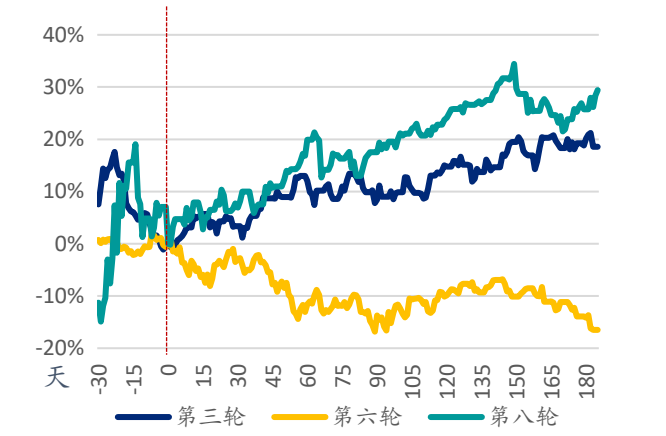


注：第二轮和第七轮降息周期开启时间分别为 1995 年 7 月，2019 年 8 月。资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

情形三：应急性降息

为了应对突发的“黑天鹅”事件而进行紧急和应急性降息。例如，第三、六和八轮（1998 年 9 月-11 月，2007 年 9 月-2008 年 12 月，2020 年 3 月），当时分别出现了亚洲金融危机、美国次贷危机和全球新冠疫情等突发“黑天鹅”事件，大多降息时长较短、降息次数较小，但幅度较大。以绝对回报来看，期间大类资产的表现为：债券>外汇>股票>大宗商品，从录得正回报概率上看，债券>股票>外汇>大宗商品。从核心资产的走势上看，突发的“黑天鹅”事件或已在降息前预先反映在部分资产价格中。降息前一个月，美股出现较为明显下挫；美债收益率快速下行，价格上涨；黄金价格有一定回调；美元指数下行幅度较快。首次降息后，除第六轮外，美股均保持上行趋势。美债利率在降息开启后一个月小幅下行，但其后有所上升。黄金价格在首次降息后半个月内涨幅明显，除第三轮外，黄金价格降息后三个月内的涨幅较大。美元指数在降息开启后半个月内波动上涨，除第三轮外，美元指数均维持下行趋势（图表 14-17）。

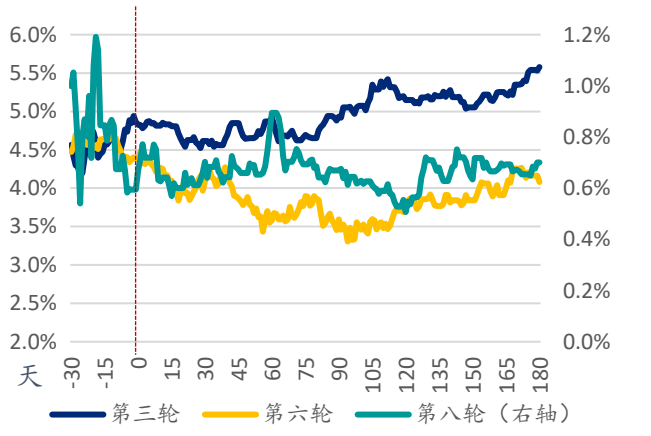
图表 14：除第六轮外，美股在降息后持续上行



注：第三、六、八轮降息周期开启时间分别为 1998 年 9 月，2007 年 9 月，2020 年 3 月。

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

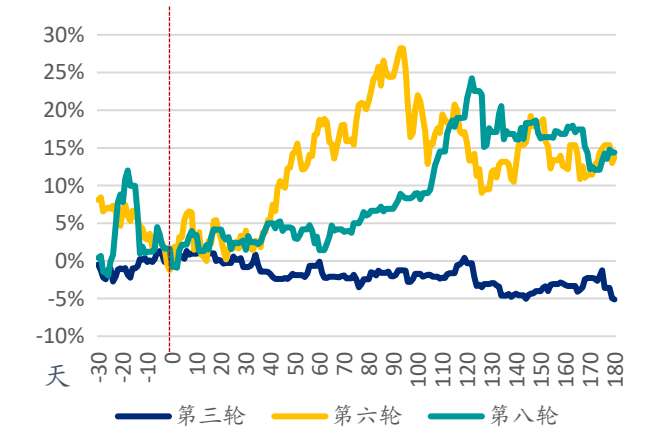
图表 15：美债利率进入下行通道，价格上升



注：第三、六、八轮降息周期开启时间分别为 1998 年 9 月，2007 年 9 月，2020 年 3 月。

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

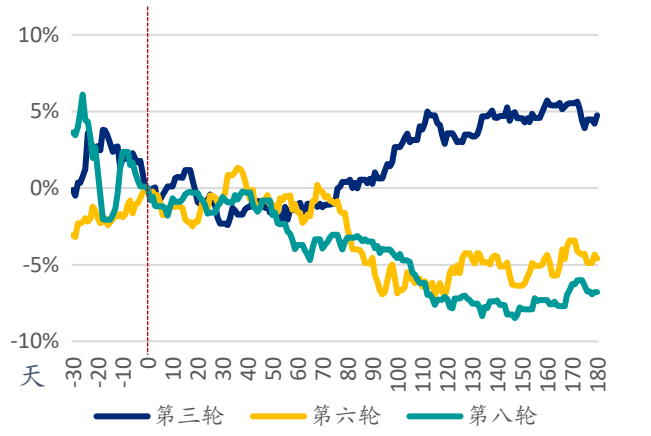
图表 16：除第三轮外，黄金价格在降息后三个月内的涨幅较大



注：第三、六、八轮降息周期开启时间分别为 1998 年 9 月，2007 年 9 月，2020 年 3 月。

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 17：除第三轮外，美元指数均维持下行趋势



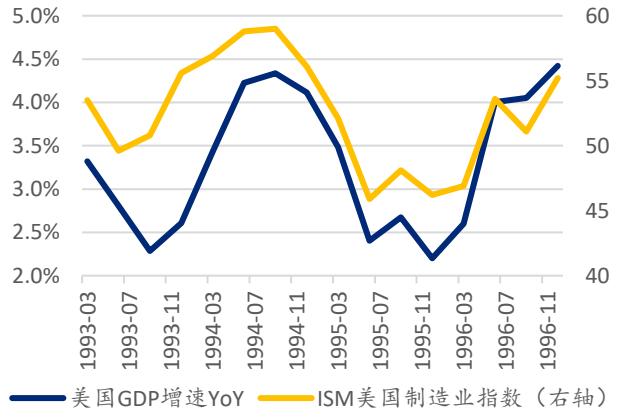
注：第三、六、八轮降息周期开启时间分别为 1998 年 9 月，2007 年 9 月，2020 年 3 月。

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

复盘 1995-1996 年：当预防性降息周期遇上科技革命投资的“奇点时刻”

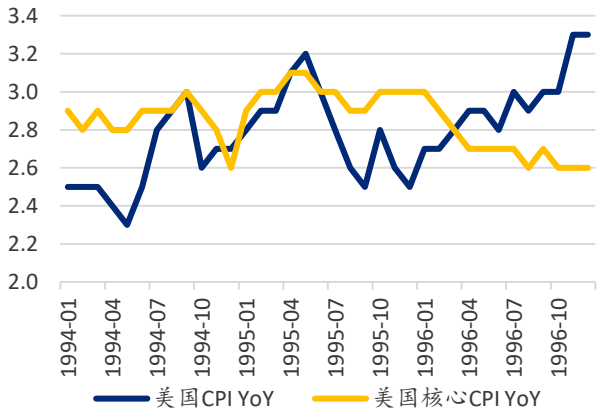
1995-1996 年降息周期或对本轮降息周期有一定的启示。1995 年 7 月-1996 年 1 月降息周期，一共降息三次，累计降息 75 个基点。在当轮降息前，美国经济动能开始走弱，1995 年前两个季度美国 GDP 增速为 3.5%/2.4%，经济增速放缓但仍维持正增长。1995 年 6 月制造业 PMI 为 45.9，较前值 46.7 进一步回落，基本面出现恶化的迹象。但是通胀压力较为温和，6 月 CPI 和核心 CPI 同比增速均为 3%（图表 18-19）。降息周期开启后，经济增长开始向好，通胀水平也逐步回归至利率调整的位置，历时 7 个月后美联储结束了降息。总的来看，当轮美联储实施的降息更多是预防性降息，美国经济也实现了“软着陆”。目前，根据彭博，市场对于美联储降息的预期达成的共识是美国经济有望同比温和放缓并保持正增长、通胀回落但到年底仍高于政策目标 2%，美联储货币政策转向宽松，这些预期均与 1995-1996 年降息周期的宏观经济背景有一定相似之处。

图表 18：1995-1996 年降息前，美国经济动能开始走弱，基本面出现恶化的迹象……



资料来源：Wind，浦银国际

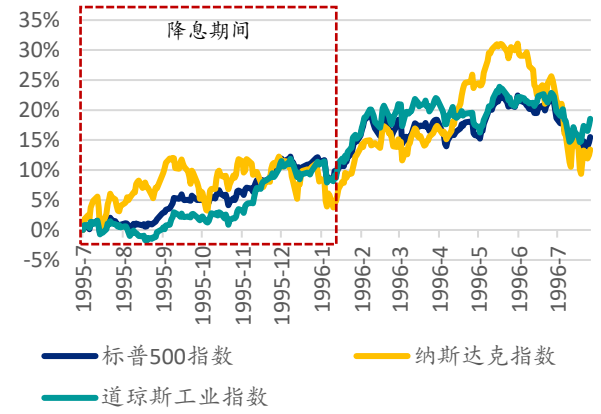
图表 19：……但是通胀压力较为温和



资料来源：Wind，浦银国际

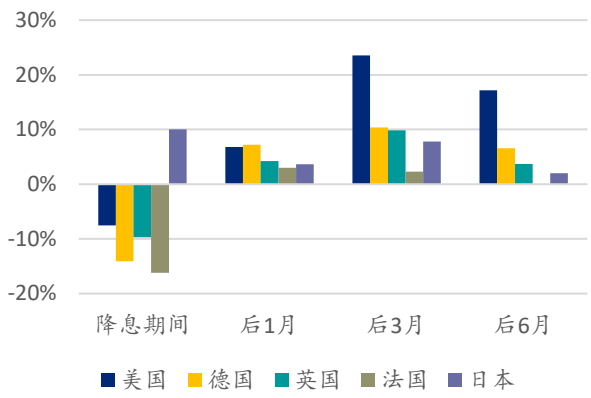
该轮降息结束后，美股表现一枝独秀，其他资产类别均有一定回调。1995-1996 年降息期间，美股三大指数均录得正回报，降息结束后半年内涨幅进一步扩大，纳斯达克指数领涨。从债券表现看，主要国家十年期国债收益率在降息结束后开始上行，债券价格下跌，降息结束后三个月内收益率上升幅度较大。大宗商品中，黄金、白银价格在降息结束后开始回调，六个月内回调幅度尤其明显，而原油的价格在降息结束后涨幅较大。主要外汇市场中，美元等发达市场货币在降息结束后 1-3 个月内有一定的压力，但新兴市场货币在降息结束后 3-6 个月内表现较佳（图表 20-23）。

图表 20：1995-1996 年降息期间及结束后短期美股三大指数均表现强劲



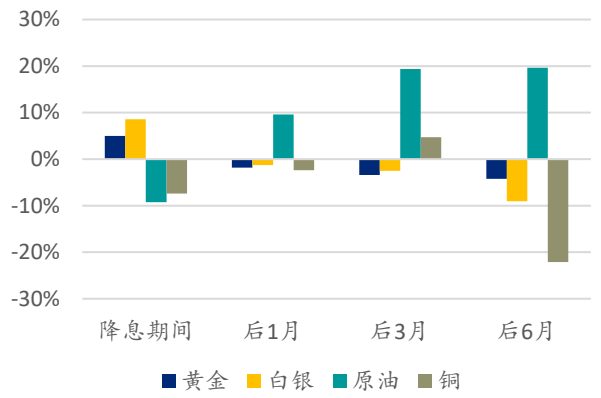
资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 21：1995-1996 年降息期间，主要国家十年期国债利率下行，价格上升，但结束后利率上行



资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 22：1995-1996 年降息期间，黄金、白银录得上涨，但结束后价格开始回落



资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 23：1995-1996 年降息期间主要外汇市场表现

外汇	降息期间	后1月	后3月	后6月
美元指数	7.4%	-1.0%	0.5%	-1.3%
欧元	-5.2%	1.0%	-1.6%	1.2%
英镑	-5.5%	1.0%	-0.4%	2.1%
瑞典克朗	-3.7%	-2.9%	-1.8%	-5.2%
日元	26.0%	-1.7%	-1.8%	-0.5%
加拿大元	0.6%	-0.3%	-0.6%	0.1%
澳大利亚	4.6%	2.0%	6.6%	3.6%
新西兰元	-0.9%	0.3%	2.4%	1.7%
人民币	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

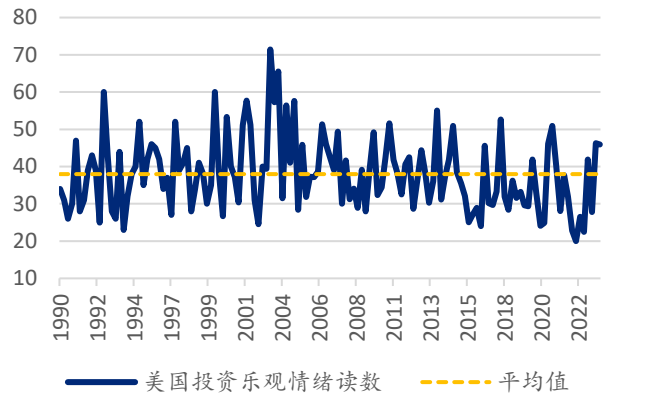
美股的暴涨主要源于全球科技革命第一波投资热潮的出现。互联网在 1989 年问世，尽管技术非常强大，但技术门槛较高，应用主要集中在政府手中，普通人难以触及，资本市场上只有少数的一级市场参与者进行布局。直到 1995 年 8 月，网景公司进行 IPO，成为互联网商业化热潮的起点，引发了互联网创业和投资的热潮。因此，1995 年被认为是互联网商业化、私有化和普及化的一个重要折点，也是投资互联网技术革命的“奇点时刻”。万维网（WWW）的诞生和商业化浪潮推动了互联网向大众化发展，浏览器、门户和电子商务等应用开启了互联网发展的第一次投资热潮。

与之类似，当前我们正在经历由 AI 引发的全球科技革命的新阶段。AI 的发展情况与互联网技术革命有一定相似之处，在 2022 年之前，尽管众所周知 AI 技术非常强大，并且吸引了一些资本进行布局，但由于算力等一系列限制，普通人较难直接接触到 AI。直到 2022 年，OpenAI 发布了 ChatGPT，使普通人也能够使用和受益于 AI 技术，市场也开始关注 AI 相关的投资机会。目前，市场普遍预期，在未来两至三年内，AI 技术有望在应用和普及上迎来爆发，或将为我们带来难得一遇的投资机遇。回顾上一轮科技革命，我们发现互联网技术迭代与资本市场的走势息息相关，目前的投资者情绪和风险溢价水平与当时的水平也较为接近，这或能为我们布局这一轮 AIGC 引发的全球科技革命带来了一些启示（图表 24-25）。

图表 24：1995-1998 年 vs 2022 年 11 月至今纳斯达克指数走势

资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

图表 25：目前，美国投资者情绪仍未达到极度乐观的水平



资料来源：Bloomberg，Wind，浦银国际

布局投资新一轮技术革命的“奇点时刻”或已临近。正如互联网技术发展的早期阶段，相对于基础层，应用层的投资机会最受市场关注，但一旦业绩未能如预期兑现，应用层公司的股价跌幅最大。这与过去两年投资 AI 的情况如出一辙，投资者在寻找 AI 受益股的过程中，如果这些公司的实际业绩并没有如投资者预期兑现，股价也会出现报复性下跌。我们预计，人工智能或是未来十年最值得关注的投资方向之一。就像十年之前的“互联网+”一样，AI+会逐步渗透或颠覆绝大部分行业，未来市场空间广阔，有望持续提升相关公司的估值和盈利，成为美股向上的驱动力。虽然 AI 在过去几年成为市场热点，但目前的发展仍处于初级阶段。实际上，在促进企业盈利方面，除了少数基础层公司之外，尚未真正出现应用层的实质性进展。当前，市场普遍预计 AI 应用层的促进可能还要等 2-3 年的时间。因此，我们在布局 AI 相关的投资机会时，可能需要有中长期的视野和足够的风险承受能力，才能真正等到 AI 红利的兑现。

如何把握 AI 技术革命的投资机遇？从短期确定性角度来看，我们认为上游基础层的投资确定性最高，包括芯片，服务器等，已经产生实际的业绩贡献。从未来长期爆发性角度来看，应用层的机会更大，未来或百花齐放，只是目前来看完全落地仍需要一定时间。从中长期配置的角度来看，那些在 AI 领域投入大量的资源、具有强大的技术实力和市场份额的科技公司，在未来可能会继续受到市场的认可和投资者的青睐。这就意味着美国科技龙头公司在 AI 方面的布局和技术优势有望继续支撑它们的估值水平（图表 26）。

图表 26：美股 AI 产业链公司梳理

产业链	细分领域	相关公司	股票代码
基础层	芯片	英伟达	NVDA US
	芯片	AMD	AMD US
	服务器	超微电脑	SMCI US
技术层	大模型	微软	MSFT US
	大模型	谷歌	GOOG US
	大模型	Meta	META US
	云计算	亚马逊	AMZN US
	大数据	Snowflake	SNOW US
	大数据	Palantir	PLTR US
应用层	CRM	Salesforce	CRM US
	游戏	Unity	U US
	金融	Intuit	INTU US
	数字设计	Adobe	ADBE US
	教育	Duolingo	DUOL US
	RPA	Uipath	PATH US
	网络安全	Crowdstrike	CRWD US

资料来源：浦银国际

然而，本轮降息周期+科技革命周期具有其特殊性。虽然我们发现本轮降息周期与 1995 年-1996 年的降息周期有一定相似之处，例如市场对美联储降息的预期较为充分，全球科技革命或出现“奇点”时刻，有望开启新一波投资黄金期。然而，站在目前这个时点，我们发现无论是经济增长背景、通胀情况、利率、各类资产所处的价格区间、以及全球地缘政治关系等都与 1995 年-1996 年这轮降息周期有很多不同。因此，历史未必能重演，我们需要更加辩证地预判各类资产未来的演绎。我们将在下篇为大家展开分析新一轮降息周期下各类资产将如何演绎。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告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，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(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。

本报告作者进一步确定（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）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 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报告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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼