

本轮美国股市“泡沫”风险研究

◎黄承煜

摘要：2023年以来，即便在银行业动荡、地缘政治冲突加剧、高利率环境以及经济衰退风险笼罩的条件下，美国股市依然在几家科技巨头和人工智能概念的引领下大幅上涨，超出很多分析师和市场参与者的预测。不过，这未能打消投资者的疑虑：市场担心当前的“人工智能（AI）”概念可能如1995—2000年的互联网热潮一样引发泡沫并最终破裂，尤其是在当前股市交易的集中度过高且分化明显的态势下。因此，本文试探析当前美国股市是否存在泡沫，认为美国股市的整体估值较历史水平偏高，后续具有一定的回调风险，但含有泡沫的可能性与程度较低。

关键词：美股；泡沫；板块分化；股市周期

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

一、宏观因素抬高股市整体估值，具有一定回调风险

（一）标普500指数

标普500指数是衡量美国股市整体表现的

最单一指标，由约500家大型美国公司的市值加权计算得出，其占整体股票市场价值的80%。以指标表现来看，在2000年的互联网泡沫期间，即使泡沫主要存在于互联网公司之中，标普500指数仍然在1995年1月到2000年3月间录得24.5%的年化增长（或210.0%的总增长），远高于此前50年8.3%的年化平均增速；相比之下，在本轮周期中，标普500指数在2020年5月（疫情经济衰退结束）至2024年2月录得15.1%的年化增长（或69.7%的总增长）；在2020—2023年以及2024年年初至3月19日期间分别录得16.3%、26.9%、-19.4%、24.2%、8.0%的增速。从绝对增幅与增速角度来看，当前标普500指数远不及互联网泡沫时期。

表1对标普500指数的主要估值指标与2000年股市泡沫（又称“互联网泡沫”）破裂前夕以及过去20年的平均水平进行了对比。在估值指标类别中，当前除市销率外，其他指标均小于互联网泡沫破裂前夕，但均显著高于历史平均；盈利指标与债务压力指标表明当前状况不但整体好于互联网泡沫破裂前夕，且基本好于过去20年平均；不过，当

表 1 标普 500 指数的关键指标与 2000 年互联网泡沫时期对比情况

		2024 年 3 月 19 日		1998 年年底	1999 年年底	过去 20 年年末平均
		时间	数值 (% 或倍数)			
估值指标	过去 12 个月市盈率	2024.03.19	24.7x	27.8x	30.0x	18.7x
	未来 12 个月预估市盈率	2024.03.20	21.5x	25.5x	26.0x	16.3x
	(EV/EBIT) 企业价值倍数	2024.03.19	22.2x	22.8x	24.9x	17.6x
	市净率	2024.03.19	4.7x	4.6x	5.1x	3.0x
	市销率	2024.03.19	2.8x	1.9x	2.2x	1.8x
盈利指标	过去 12 个月净利率	2023 年第四季度	12.4%	7.4%	7.6%	10.4%
	股本回报率	2023 年第四季度	17.9%	16.2%	16.5%	14.3%
	股息率	2023 年第四季度	1.5%	1.3%	1.1%	1.9%
增长指标	营收增长率 (同比)	2023 年第四季度	5.3%		16.4%	6.0%
	净利润增长率 (同比)	2023 年第四季度	-1.5%		18.6%	8.8%
债务压力指标	净债务对 EBITDA 比率	2023 年第四季度	1.4x	3.7x	4.2x	2.2x

资料来源：Bloomberg, Factset, 作者根据公开资料整理

图 1 巴菲特指数与趋势线



资料来源：Bloomberg

前增长指标类别相对疲软，反映美国企业在疫情经济复苏后期难以维持高速的营收与利润增长，同比增速已在 2021—2022 年期间见顶。

在所有指标中，未来 12 个月预估市盈率可能最具观察意义。当前的 21.5x 比率虽显著高于 17.5x 历史均值，但低于 1999 年第四季度的 26.0x 以及 2020 年第二季度的 23.8x 比值。

(二) 巴菲特指标与宏观因素

巴菲特指标衡量了股市总市值与 GDP 的比率，自 2001 年提出以来成为市场判断股市泡沫的另一重要宏观指标。从绝对值角度，巴菲特指标曾在 2000 年 3 月达到 146% 的阶段高位，在互联网泡沫

破裂后震荡向下，但在 2009 年经济衰退结束后再次开启长期上行，于 2021 年突破了 200% 的高位，最新录得 194% 左右。当前比例虽显著高于 2000 年泡沫末期，但倘若计入历史趋势增长^①，当前这一指数的偏离幅度约为 1.7 个标准差，略低于 2000 年触及 2.0 个标准差的水平（见图 1）。这使股市整体具有回调的风险，且隐含波动率与实际波动率差值正位于疫情以来的低位区间，表明投资者对未来风险的警惕程度不高，较为“自满”。

然而，巴菲特指标的一个重大局限性在于忽略了当下利率和利率预期以及货币供给增速对股市的影响，这可能使当前股市中的高估值水平具有了一定的合理“依据”。

^① 这里采用 exponential regression model 即指数回归模型，由 currentmarketvaluation.com 测算。

表 2 标普 500 指数、中型、小型股股指——关键指标与 2000 年互联网泡沫时期对比

		2024 年 3 月 19 日			过去 20 年年末平均			1999 年年底		
		标普 500	标普 中型股	标普 小型股	标普 500	标普 中型股	标普 小型股	标普 500	标普 中型股	标普 小型股
估值指标	过去 12 个月市盈率	24.7x	19.1x	18.1x	18.7x	20.3x	24.6x	30.0x	23.2x	25.3x
	未来 12 个月预估市盈率	21.5x	17.0x	15.5x	16.3x	17.0x	17.9x	26.0x		
	(EV/EBIT) 企业价值倍数	22.2x	18.4x	25.1x	17.6x	18.3x	22.1x	24.9x	16.0x	15.9x
	市净率	4.7x	2.5x	1.8x	3.0x	2.3x	2.1x	5.1x	3.0x	2.5x
	市销率	2.8x	1.4x	1.0x	1.8x	1.2x	1.0x	2.2x	1.2x	0.9x

资料来源：Bloomberg，作者根据公开资料整理

注：“过去 20 年年末平均”一栏，由于数据缺乏，部分指标的计算改为过去近 20 年的季度平均。

第一，1995—2000 年互联网泡沫周期与 2010—2021 年上升周期所具有的相似性在于，巴菲特指数均从相较于趋势线略高于 -1 标准差升至超过 +2 标准差的位置，但前一周期的联邦基金有效利率（隔夜）多数时间在 5%~7% 区间震荡，而后一阶段则是著名的“低利率时期”——多数时间联邦有效利率在 0 附近，2015 年年底开始缓慢升息至 2019 年的 2.5% 左右，并在疫情开始后再次回到 0 值水平附近。客观来看，低利率环境推高了估值，释放了市场资金水平，对较高的巴菲特指标进行了一定解释；互联网泡沫时期则没有这一宏观基础。

第二，自 2008 年金融危机以来，政府整体债务占 GDP 比重从 63% 上升至 122%（1995—2000 年间这一比重在下降），增长约 25 万亿美元，其中不到 30% 由美联储购买——这部分实质上带来了美元基础货币的投放。2007 年年底至 2024 年 1 月，美国基础货币增长了 5 万亿美元，增幅 600%；同期，M₂ 货币增长约 13.4 万亿美元，增幅 178%。而在这期间，美国名义 GDP 增长了 89%，远不及货币供给增长率；因此，更快的货币增速进一步解释了巴菲特指数的当前高位。从股市总市值/M₂ 货币比例来看，其在 1995—2000 年 3 月期间从 1.3x 升至 3.0x，在 2010 年至今从 1.2x 升至 2.4x——当前水平与 1998 年 10 月水平相当；不过需警惕的是，其仍位于仅次于互联网泡沫末期的历史最高位。

因此，从股市整体来看，其市值相对历史水平偏高，但低于互联网泡沫末期水平，这的确可能带来后续回调的风险；不过，目前来看，这一风险可能并非来自广泛的公司基本面变化或是经济在中短期的衰退风险，而是来自货币政策正常化过程中可能带来的估值回调——例如，中性利率抬升以及

货币供给减少的影响等。当然也不能完全排除美联储货币政策失误可能对经济与金融市场带来的潜在打击。

二、板块间的分化——大型龙头公司、小型成长股、科技板块估值显著偏高

（一）中型、小型股指与标普 500 指数

标普中型股指和小型股指的估值相对合理，得益于自 2021 年年底以来估值的持续回调。当前，二者几乎所有指标均优于代表大型公司的标普 500 指数，并几乎与过去近 20 年水平相当（见表 2）；不过，更加全面的罗素 2000 指数表明小盘成长股估值偏高，带来更大的回调风险。从回报表现来看，在 2021 年前后，散户投资所带动的“迷因股（Meme Stock）”热潮以及部分因疫情而受益的互联网科技公司主导了中小型股指的领先涨幅，但其在 2021 年年末失去动能，两个指数随后进入震荡整理期，使其估值逐步合理化——中、小型股指未来 1 年预估市盈率从 2020 年第二季度的 26.0x、33.6x 极值显著回落。相比之下，在 1995—2000 年间，中、小型股指的上涨幅度远远更大，整体增速更快，但始终慢于同期的标普 500 指数，且各类估值倍数相较于标普 500 也更低。此外，截至 2023 年年底，标普中、小型股指市值分别占整体市场的 7%、3%，系统重要性较低。

相较于标普 600 小盘指数，罗素 2000 因对小盘股更加全面的涵盖而获得市场更多关注。数据显示，罗素 2000 的估值在历史上往往高于其他指数（见表 3）；不过，尽管经历了自 2021 年以来的估值回调，其当前市盈率仍高于 1999 年年末；其成长股

表 3 罗素 2000 指数、成长、价值股指——关键指标与 2000 年互联网泡沫时期对比

		2024 年 3 月 19 日			过去 20 年年末平均			1999 年年底		
		罗素 2000	成长股	价值股	罗素 2000	成长股	价值股	罗素 2000	成长股	价值股
估值指标	过去 12 个月市盈率	37.7x	80.6x	24.6x	40.0x	56.5x	28.6x	31.5x	54.9x	20.0x
	未来 12 个月预估市盈率	27.2x	39.5x	20.6x						
	(EV/EBIT) 企业价值倍数	36.8x	50.0x	31.1x	32.8x	42.7x	29.7x			12.0x
	市净率	2.1x	4.7x	1.4x	2.2x	3.9x	1.5x	2.5x	5.3x	1.4x
	市销率	1.3x	2.0x	1.0x	1.1x	1.6x	0.9x	0.8x	1.9x	0.5x

资料来源：Bloomberg，作者根据公开资料整理

表 4 “七巨头”与标普 500 指数其他成分股 - 指标对比

		2024 年 3 月 19 日			2024 年年底预期		
		科技“七巨头”	其他成分股	标普 500 指数	科技“七巨头”	其他成分股	标普 500 指数
估值指标	过去 12 个月市盈率	40.2x	21.9x	24.7x	29.9x	19.1x	21.4x
	未来 12 个月预估市盈率	31.0x	19.5x	21.5x			
	(EV/EBIT) 企业价值倍数	27.3x	5.8x	22.2x			
	市净率	14.3x	3.7x	4.7x	10.3x	3.4x	4.2x
	市销率	8.1x	2.2x	2.8x	7.1x	2.2x	2.7x
盈利指标	过去 12 个月净利率	20.0%	11.3%	12.4%	23.3%	11.6%	13.0%
	股本回报率	33.8%	16.0%	17.9%	33.5%	16.4%	18.5%
	股息率	0.3%	1.8%	1.5%	0.3%	1.9%	1.5%
增长指标	营收增长率 (同比)	9.9%		5.3%			
	净利润增长率 (同比)	15.2%		-1.5%			
债务压力指标	净债务对 EBITDA 比率	-0.2x	1.6x	1.4x	-0.4x	1.6x	1.2x

资料来源：Bloomberg, Factset

注：增长指标中，“七巨头”数值采用 Roundhill Magnificent Seven ETF (MAGS) 进行模拟。

板块更是如此，过去 12 个月市盈率已达 80.6x（未来 12 个月预估市盈率为 38.7x）——相对可观的净利润增速（同比 53.2%）支撑了这一估值，但营收增速（5.1%）、净利润率（1.6%）、以及股本回报率（3.8%）较低，可能在未来带来一定压力。同时乐观因素依然存在：一是当前罗素 2000 指数仍未回到 2021 年高位；二是其系统重要性同样较低，总市值仅为 2.6 万亿美元；三是即便在互联网泡沫阶段，其涨跌幅也并不大于其他主要指标，且显著小于纳斯达克指数。

（二）标普 500 指数“七巨头”与其他成分股

由此，当下大盘股的高估值问题可能更加关键，而在标普 500 指数中，被称为“七巨头”的七个大型科技公司更加值得担忧。“七巨头”指的是谷歌、亚马逊、苹果、Meta Platforms、微软、英伟达和特斯拉七家公司，主要集中在人工智能、云端运算、线上交互以及软硬件技术领域，其市值合计总共约为 11.5 万亿美元，并在 2023 年录得 75% 的亮眼涨幅（其他标普 500 指数成分公司仅共录得

12% 全年涨幅），主导了标普 500 指数的上行，并使得标普 500 指数的估值更加集中——前十大市值公司在 2024 年 1 月占整体指数市值的 33%，显著高于疫情前的 23% 或 2000 年互联网泡沫时期的 27%，但低于 1962 年前后的 42% 极值。

从估值角度（见表 4），当前“七巨头”整体估值倍数显著高于标普 500 指数；以预估市盈率一项指标来看，“七巨头”比率已接近标普 500 指数历史平均的两倍。不过，其他指标类别显示，“七巨头”的确具有更强的成长性、更深的护城河（净利率）和更轻的债务压力；根据对 2024 年的预期，“七巨头”的盈利能力有望在全年保持强劲，使其估值倍数下行修复，这或许是一种较理想的“软着陆”价值回归预期。

此外，值得注意的是，自 2024 年年初以来，“七巨头”间的股价表现分化加剧——由涨幅的不同变成涨跌不一且轮动明显，后文将进行对比。

（三）标普 500 指数中的 IT 板块、以及纳斯达克综合指数

当前股市中的信息技术（IT）板块也出现了

图2 “七巨头” 主导股市涨跌

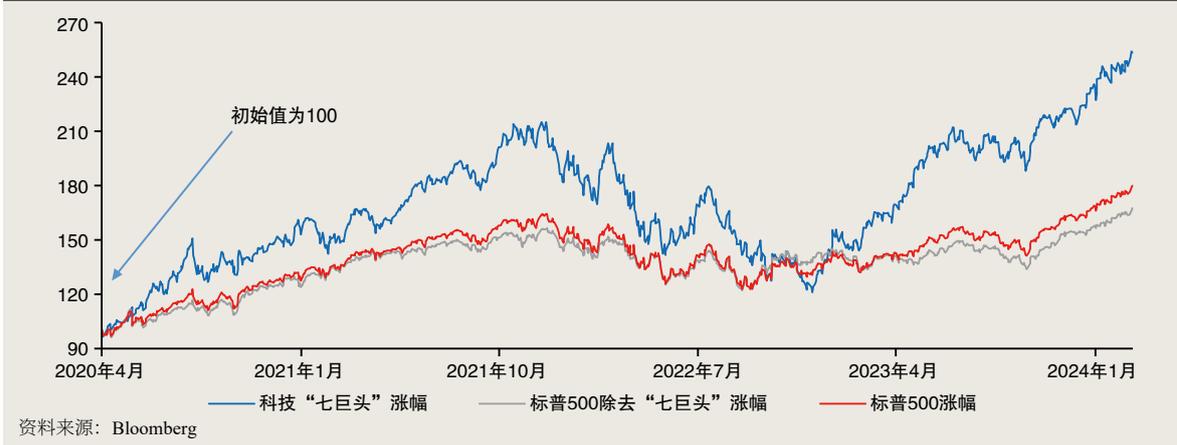


表5 标普 500 科技板块与纳斯达克综合指数指标对比

		2024年3月19日			过去20年年末平均			1999年年底		
		纳斯达克综合指数	标普500-IT板块	标普500指数	纳斯达克综合指数	标普500-IT板块	标普500指数	纳斯达克综合指数	标普500-IT板块	标普500指数
估值指标	过去12个月市盈率	38.4x	40.6x	24.7x	30.5x	22.8x	18.7x	>90x	63.4x	30.0x
	未来12个月预估市盈率	29.4x	31.7x	21.5x	21.9x	18.8x	16.3x		44.3x	26.0x
	(EV/EBIT) 企业价值倍数	35.7x	36.0x	22.2x	23.8x	18.4x	17.6x		47.9x	24.9x
	市净率	6.3x	12.6x	4.7x	4.0x	5.7x	3.0x		13.2x	5.1x
	市销率	4.1x	8.7x	2.8x	2.6x	3.8x	1.8x		6.4x	2.2x
盈利指标	过去12个月净利率	12.1%	24.0%	12.4%	10.0%	18.1%	10.4%		10.0%	7.6%
	股本回报率	14.8%	29.8%	17.9%	11.8%	22.4%	14.3%		19.6%	16.5%
	股息率	0.7%	0.7%	1.5%	1.0%	1.2%	1.9%		0.1%	1.1%
增长指标	营收增长率(同比)	4.1%	-0.3%	5.3%		7.3%	6.0%		8.7%	16.4%
	净利润增长率(同比)	0.3%	-0.6%	-1.5%		13.9%	8.8%		33.1%	18.6%
债务压力指标	净债务对EBITDA比率	1.3x	0.3x	1.4x	0.8x	-0.7x	2.2x		0.0x	4.2x

资料来源：Bloomberg, Factset

估值较高的问题，尤其在大型公司中，同时也存在于更为广泛的纳斯达克指数中。2023年人工智能（AI）热潮带来了由信息技术板块拉动增长，2023年标普500指数中的信息技术板块增长了56.4%，与通讯板块、非必需消费板块一道遥遥领先，而其市值分别是后两者的三倍左右，因此贡献最大；“七巨头”中的苹果、微软、英伟达三家公司属于这一板块。除此之外，纳斯达克综合指数由于涵盖所有新技术行业而很好地追踪了相对具有科技创新的企业表现，但由于包含“七巨头”公司，这一指数的集中度也在不断上升。

事实上，无论是在1995—2000年还是过去两年间，大盘股中的科技板块均跑赢了纳斯达克指数，并远远超过标普500指数，表明科技板块的大型公司更易受到估值溢价的影响。与历史相比（见表5），当前纳斯达克综合指数与标普500中IT板

块的估值均位于高位；但对于纳斯达克综合指标来说，其在2020—2021年间的估值曾一度更高，部分由中小型科技公司溢价推升所致；而标普500中IT板块估值已突破2020—2021年高位，并已近两倍于历史平均，其相较于1999年年底以及历史同期，盈利能力更强但增长性更差，这可能成为此类公司的“新常态”——估值倍数对毛利率与净利率的敏感度在增加，并带来新的风险，但总体看仍显著优于互联网泡沫破裂前夕。

三、部分龙头公司与AI板块可能存在“泡沫”

（一）当前“七巨头”与2000年的“科技六巨头”

当前市场中看多“七巨头”的交易一度成为自

表 6 当前周期与 1999 年年底“巨头”的财务指标对比

		2024 年 3 月 19 日							1999 财年年底					
		英伟达	特斯拉	亚马逊	微软	Meta	苹果	谷歌	英特尔	微软	高通	思科系统	甲骨文	IBM
估值指标	过去 12 个月市盈率 (当前)	78.2x	65.4x	61.1x	38.8x	29.6x	26.8x	25.3x	163x	128.8x	77x	71.4x	28.5x	23.5x
	过去 12 个月市盈率 (2023 年底)	50.6x	95.6x	51.9x	34.0x	20.7x	30.0x	22.8x						
	(EV/EBIT) 企业价值倍数	70.9x	57.8x	49.1x	31.8x	26.8x	21.9x	21.2x	24.6x	44.6x	73.1x	59.1x	17.9x	18x
	市净率	54.1x	8.7x	9.2x	13.4x	8.5x	35.9x	6.6x	8.5x	17.4x	10.7x	17.9x	9.6x	9.5x
	市销率	38.2x	5.6x	3.2x	14.0x	9.7x	7.0x	6.2x	9.4x	11.5x	7.2x	17x	4.1x	2.2x
盈利指标	过去 12 个月净利率	48.8%	15.5%	5.3%	36.3%	29.0%	26.2%	24.0%	24.9%	39.4%	5.1%	16.6%	14.6%	8.8%
	股本回报率	91.5%	27.9%	17.5%	39.2%	28.0%	154.3%	27.4%	26.2%	36.0%	10.5%	21.4%	38.8%	39.0%
增长指标	营收增长率 (同比)	265.3%	3.5%	13.9%	17.6%	24.7%	2.1%	13.5%	11.9%	29.4%	17.6%	43.9%	23.6%	7.2%
	净利润增长率 (同比)	768.8%	115.0%		33.2%	201.3%	13.1%	51.8%	20.5%	73.4%	85.1%	49.8%	58.5%	21.9%
债务压力指标	净债务对 EBITDA 比率	-0.4x	-1.4x	0.7x	0.3x	-0.5x	-0.5x	-0.8x	-1.3x	-1.6x	-2.7x	-0.5x	-1x	1.2x

资料来源：Bloomberg, Factset

注：低基数使得部分“七巨头”公司的净利润增长率较高，亚马逊由于此前净利润为负，因此无法计算增长率；英伟达最近一次财报为 2024 年 1 月 28 日，用作 2023 年年底数值。

2022 年 10 月看多美元以来最拥挤的交易^①。以最重要的市盈率指标来看，当前英伟达、特斯拉与亚马逊三家公司估值显著高于大型成长股近期 25~40 倍的区间。英伟达得益于 AI 风口下的优秀盈利表现及预期；特斯拉的估值自 2021 年以来持续下滑（2021 年底市盈率为 216x），但仍相对较高；亚马逊的估值也于近期显著回落，其市销率较好但净利润率远低于其他几家企业，并可能为后续估值带来压力。自 2023 年年底到 2024 年 3 月，七家公司的估值倍数涨跌不一且幅度较大——特斯拉与苹果的估值压力得到了一定释放，估值溢价轮动至英伟达与微软等与 AI 密切相关的公司。不过，相比之下，在 1999 财年年底，部分当时的“科技六巨头”的估值显著更高且盈利与增长指标极不稳定——1999 年年底的高数值部分来自于 1998 年的低基数效应（市场在 1998 年进行了一次显著回调）。当前“七巨头”的估值合理水平与综合实力远强于互联网泡沫时期的科技巨头。

（二）AI 板块

AI 板块的估值显著高于大盘或任何其他板块。美银编制的 AI 指数显示其市盈率已达到 65 倍，其他估值指标也显著过高；不过，这一指数仅包含大型

公司，可能并不全面。表 7 另外列举了当前最受关注的几只 AI 相关股票，可以看到其估值普遍过高，目前此类公司的特点是盈利能力极差但营收增长率较高，符合新兴行业的早期特点。这一板块的高估值究竟是否存在“泡沫”可能取决于其增长前景是否能在未来几年中实现；美银调查显示，40% 的基金经理认为 AI 板块正处于泡沫之中，45% 的基金经理并不这样认为，另外 15% 表示尚不清楚。本文认为，即便当前 AI 板块处于泡沫之中，这也更加类似于 1995—1996 年的早期阶段，源于几个因素：其一，股市中纯 AI 概念公司的比例仍然较小且市值并不大，有大量公司仍处于上市前的风投 / 私募融资阶段；其二，AI 热潮的“领头人”仍然主要为大型的、具有良好盈利能力的公司；其三，从时间上来说 AI 热潮才刚刚开始（1 年以上），互联网热潮曾持续约 5 年。

四、股市泡沫的一般条件 / 特点——本轮周期与互联网泡沫时期对比

（一）一个故事 / 主题带来潜在增长点并引发市场投机

人工智能尤其是生成式人工智能与 20 世纪 90

^① 资料来源：FMS Investor。

表 7 美银 AI 指数与“明星公司”的指标对比

		当前							
		美银 AI 指数	MicroStrategy	Palantir Technologies	SoundHound AI	Symbolic	AeroVironment	Snowflake	C3.AI
价格变化	过去 1 年涨幅	108%	678%	205%	176%	117%	68%	18%	8%
	市值 (美元)	1.6 万亿	314 亿	543 亿	18 亿	294 亿	43 亿	521 亿	34 亿
估值指标	过去 12 个月市盈率	65x	57.4x	265.2x		316.5x	50x	200x*	
	(EV/EBIT) 企业价值倍数	56.8x		380.2x					
	市净率	8.6x	14.3x	15.6x	127.2x	330516.1x	5.3x	10.1x	3.7x
	市销率	12.5x	50.1x	23.8x	29.8x	2.7x	5.7x	18.5x	10.9x
盈利指标	过去 12 个月净利率	27.3%	86.5%	9.4%	-193.9%	-1.4%	-15.1%	-29.8%	-91.7%
	股本回报率	12.7%		6.9%		-22.4%	-14.9%	-15.7%	-29.4%
增长指标	营收增长率 (同比)		-0.6%	16.7%	47.4%	78.6%	38.8%	35.9%	17.6%
	净利润增长率 (同比)				22.9%	97.2%		-4.9%	-15.0%
债务压力指标	净债务对 EBITDA 比率	-0.7x		-17.5x					

资料来源：Bloomberg, Marketwatch
注：*表示未来 12 个月预估市盈率；空白项可能表明盈利为负、无法计算或数据无法获得；此外，MSTR 过去 12 个月净利率为 86.5%，这一数值较高，源于税收减免等非经营收入的暴增。

年代的互联网概念一样受到热炒，但前者的前景可能比后者更加坚实。其原因是，互联网泡沫的基础是大量的公司被创造来服务于尚不存在的消费者市场——当时很少有消费者拥有宽带或使用电脑，很大一部分美国家庭需要数年时间才能在家中拥有宽带；此外，当时的互联网公司多数“名不副实”，（亚马逊、Ebay 或者谷歌等除外）虽然被贴上科技公司的标签，但大多数只是烧钱投放广告的网络企业。这其中的部分特点在当前周期中也可能存在，但稍有不同的是，AI 产品的客户群已经存在，最初是企业、然后个人；多数 AI 服务提供商均在财报中展现了乐观的需求（营收）预期；同时，能够提供 AI 服务的公司由于技术的高门槛而十分有限。这里需要警惕的是以使用 AI 技术为噱头但无法获得实际增效的企业。

(二) 市场情绪高涨、一级市场过度活跃，机构资金配比变得激进

1. AI 主题并没有带来广泛的一级交易热潮

2023 年全球 AI 初创公司共募集 425 亿美元，

较前一年下降 10%，而全行业 VC 投资额全年下降 42%；其中，2023 年美国 AI 融资虽同比增长 14%，但美国全行业 VC 投资额全年下降约 30%；此外，在互联网泡沫破裂前夕，39% 的 VC 投资标的为互联网企业，当前与 AI 板块相关的这一比例为 25%~30%。在股市首次公开募资（IPO）方面，在 2021 年热潮后，2022 年、2023 年以及 2024 年前 3 个月，分别有 181、154、39 家企业上市，而此前 1996—2000 年期间分别有 677、474、281、476、380 家上市企业^①。在互联网泡沫破裂前夕，仅 2000 年第一季度就有 140 家企业上市，其中近半数企业在交易第一天便股价翻倍。此外，当前 IPO 公司的盈利水平正在提升，2023 年 IPO 企业中已盈利公司比重为 42%，高于 2022 年的 34% 以及 2017—2021 年的 28% 均值，而 2000 年这一比例在 20% 附近。

2. 市场资金配比并未十分激进

第一，当前股市的资金流入在持续增加但并非不可持续，截至 2024 年 3 月 13 日当周，美国股票基金流入了 560 亿美元的资金^②——科技股是各板块中资金流入最多的，高达 68 亿美元，从创纪录

^① <https://www.statista.com/statistics/270290/number-of-ipos-in-the-us-since-1999/#:~:text=In%202021%2C%20there%20were%201%2C035,to%20181%20and%20154%20respectively.>
^② 资料来源：彭博社援引 EPPF 数据。

的流出中反弹，且依旧显著低于 2021 年的流入速度；此外，货币市场基金规模已超过 6 万亿美元，自 2023 年以来加速增长，表明机构与家庭仍然青睐 5% 左右利息的无风险资产——这也是未来进入股市的潜在“弹药”；同时，债券市场也正在获得自 2020 年 9 月以来的最大单周流入规模，这表明机构对股 / 债的配比仍相对理性。第二，美国银行（Bank of America）统计的私人客户持有现金与美国国库券的比例显著高于历史水平，也表明了投资者相对保守的情绪。第三，与互联网泡沫时期公司举债回购股票以哄抬股价相比，2023 年美国企业回购股票的规模相对放缓，同时积攒了大量的现金——美国非银企业当前共有 6.9 万亿美元现金，占总资产的 20%；部分机构预测美国企业在 2024 年的股票回购与收购规模将会扩大至少 10%，支撑股价抵消共同基金与养老金的预期资金外流可能带来的下行压力。

3. 美股市场整体并未陷入狂热情绪之中

美国银行绘制的牛 / 熊指数位于 6.1，相对健康——高于 8 代表极度贪婪。另外，美银的卖方指标也处于历史均值附近，表明卖方策略师并未推荐过高的平均股票配置比例；同时，自 2022 年开始，市场中便频频传出唱空的声音，而非一致看好，即便是 AI 相关股票，也在近期出现强烈的多空博弈、波动较大，与互联网泡沫时期过度的乐观情绪显著不同。不过，根据摩根大通银行（JP Morgan）的计算，当前股市中的动能极为集中，且动能与市值、动能与成长性的相关性接近历史极值，这表明高市值与成长型股票的交易热度更高，叠加针对 AI 相关股票的 FOMO（Fear Of Missing Out，害怕踏空）情绪可能存在，部分板块的确具有更大的回调风险。

（三）其他资产类别的价格也随着股市而上涨

当前市场并不具备这一特点。2021 年美股上行期间，加密货币、NFT（非同质化通证）等另类资产以及房地产价格大幅上涨，但这主要受到宽松的货币与财政政策的影响。当前，美国房价虽持续上升但主要归功于其特殊的结构性因素，不过近期比

特币价格的再次飙升或值得警惕。

（四）市场中广泛存在“这一次有所不同”的心态

当前市场可能具备这一特点。尽管市场中的声音并不一致，但部分投资者“这一次有所不同”的心态的确显著推高了 AI 概念股的估值，并可能过分乐观地对某些公司设置了过高的增长预期。以英伟达公司为例，市场预期在截至 2027 年 1 月的 12 个月里，其将实现 1220 亿美元或更高的收入（2024 财年营收为 609 亿美元），即未来三年实现 26% 的年化营收增长率预期；但如果最终用户需求令人失望，公司的潜在订单则可能消失，估值将会面临严重压力。市场中显然充斥着“这一次有所不同”的论据，美国银行是最看好 AI 的参与者之一——其指出 2024 年将是“AI 赋能一切”的一年，AI 和其他技术发展之间将形成一个巨大的正反馈，端侧 AI 设备、增强模拟、知识图谱、超算（HDC）、通用人工智能（AGI）将是五大关键落地方向；美银认为相关市场规模约为 16 万亿美元，但这显然需要时间的考验。

（五）股票估值位于最高区间

根据前文分析，信息技术板块，尤其是大型公司和 AI 类公司具备这一特点，但整体市场并不具备这一特点。

（六）市场中充斥着“便宜钱”与高杠杆充沛的流动性、仍然宽松的金融条件满足了“便宜钱”的条件，但由于高利率环境和衰退风险的存在，家庭、非金融企业与投资机构的杠杆水平并不在高位。即便当前美股市场的估值较高，其在未来几个季度也可能持续受到宏观政策面的支撑，包括降息预期、量化紧缩（QT）的放缓以及政府赤字常态化对经济增长的刺激作用，但需警惕任何风险事件可能对市场流动性造成的打击，以及倘若通胀二次反弹，将带来的长期利率抬升风险等。

总体来说，当前整体市场在宏观条件、主题“叙事”等方面具有泡沫初期的部分特点，但从技术性指标来看仍相对安全；高估值的回调风险可能存在

于部分板块，但不具备如 2000 年一般的广度。

五、总结

美国经济韧性与企业债务的特殊结构使美国企业整体的基本面较为强劲，中短期内的潜在风险可能集中在货币政策正常化所带来的分母端（长期利率）居高不下以及货币供给与市场流动性减少等。

细分来看，美国股市几个板块的估值风险显著大于整体指数。第一，“七巨头”引领了 2023 年的大盘走势、估值较高，但在 2024 年以来出现了分化，部分估值风险得到了释放；这一板块的后续回调风险可能更大，估值溢价轮动可能持续存在，但并非系统性风险。第二，小盘成长股的估值虽自 2021 年以来持续回调，仍然较高，但其系统重要性较低。第三，信息技术（IT）板块存在估值较高的问题，其中大盘股更加严重，但可能仍未构成“泡沫”。第四，进一步看，AI 板块按照传统指标来看已被严重高估，尤其是中小盘 AI 股票，缺乏类似 AI 相关的大型公司的强劲盈利能力；不过，这一趋势在广度和深度上均远不及互联网泡沫后期，持续时间也尚且较短。尚不明确的 AI 前景使得这一板块可能存在“泡沫”风险，但即便如此，也是和 1995—1996 年类似的早期状态。

整体来看，当前股市具备一定引发“泡沫”的前提条件，包括较高水平的市场流动性资金、仍相对宽松的金融条件与财政赤字支撑，但也有几项关键的抑制因素，例如，高利率环境、仍然存在的经济衰退风险以及更加严格的市场制度等。目前来看，AI“叙事”的确为市场提供了潜在增长点并带来了相关板块内相对广泛的估值溢价，但多项指标表明当前股市远未陷入到互联网泡沫末期一般的“狂热”投机之中；AI 需求是否能如市场和相关公司的预期一样快速扩大并提供可靠的附加价值将是未来最为关键的因素。

参考文献：

- [1] 樊志菁. 机构担忧互联网泡沫再现 [N]. 第一财经日报, 2024-02
- [2] 韩雪萌. AI 创造的美股“神话”还能持续多久 [N]. 金

融时报, 2024-02

[3] 石运金. 美股漂亮 50 泡沫破灭带来的启示 [J]. Stock Market Trend Analysis Weekly, 2022-12

[4] 吴敏. 互联网泡沫的狂欢与散场 [J]. 金融博览 (财富), 2019 (12): 81-82

[5] 袁秀华、袁秀明. 对 20 世纪 90 年代后美国股市泡沫膨胀、破裂的若干思考 [J]. 广西师范大学学报: 哲学社会科学版, 2006 (1): 24-27

[6] 甄炳禧. 美国股市泡沫破灭以后 [J]. 世界知识, 2001 (8): 30-31

[7] 朱妍. 人工智能热潮涌动 纳指 ETF 受资金追捧 [N]. 上海证券报, 2023 (6)

[8] 祝晓峰、刘卫江. 美国股价泡沫与货币政策——从哈耶克的货币经济周期理论出发的一个解释 [J]. 财经理论与实践, 2003 (9): 41-47

[9] Glasner J. AI's Share of US Startup Funding Doubled In 2023 [EB/OL]. <https://news.crunchbase.com/ai-robotics/us-startup-funding-doubled-openai-anthropic-2023/>

[10] Govindarajan V, Srivastava A, Chatterjee C. Why Are Companies Sitting on Cash Right Now? [EB/OL]. <https://hbr.org/2024/02/why-are-companies-sitting-on-cash-right-now>

[11] International Banker. The Dotcom Bubble Burst (2000) [EB/OL]. <https://internationalbanker.com/history-of-financial-crises/the-dotcom-bubble-burst-2000/>

[12] Matzelle E. Top Artificial Intelligence Statistics and Facts for 2024 [EB/OL]. <https://connect.comptia.org/blog/artificial-intelligence-statistics-facts>

[13] Ritchie G, Lee J. JPMorgan Unveils IndexGPT in Next Wall Street Bid to Tap AI Boom [EB/OL]. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-05-03/jpmorgan-unveils-indexgpt-in-next-wall-street-bid-to-tap-ai-boom>

[14] Royal J, Beers B. 5 sure-fire signs of a stock market bubble [EB/OL]. <https://www.bankrate.com/investing/signs-of-stock-market-bubble/>

[15] Wilmerhale. Securities and Exchange Commission Small Business Capital Formation Advisory Committee: IPO Market Update [EB/OL]. <https://www.sec.gov/files/ipo-report-slides-022024-bjohnson.pdf>

(责任编辑: 冯天真)