



报告日期 2026 年 05 月 28 日

# 科网行情 VS 当下：七点启示

**分析师：张启尧**

S0190521080005

zhangqiyao@xyzq.com.cn

**分析师：陈恭懿**

S0190523060001

chengongyi@xyzq.com.cn

## 相关研究

【兴证策略】全球科技龙头公司盈利估值比较-2026.05.26

【兴证策略】全球科技投资如何映射 A 股-2026.05.07

【兴证策略】五一假期全球资产表现与要闻速览-2026.05.04

## 投资要点：

引言：近期火热的 AI 行情让人联想到 1994-2000 年的科网行情。基于系统性的复盘和数据梳理，我们总结出 7 大经验以对比当下火热的 AI 行情，包括估值和情绪空间、分子和分母端的影响、行业轮动和回撤规律等。详见报告。

### 一、对比估值还有多少空间？

- 综合对比来看，科技板块市值占比已突破科网泡沫时期的高点外，市盈率和涨跌幅显示当下的 AI 行情接近彼时 1998 年 6 月左右的位置，而股权风险溢价则显示当前仅处于 1996 年 4-5 月的水平。

### 二、情绪可以有多亢奋？

- 综合来看，当前 IPO 规模、看涨-看跌的投资者占比和隐含波动率显示当前一二级市场的情绪较科网行情偏低，后续仍有较大的演绎空间。但是，企业资本开支投入强度和杠杆比率则显示科技龙头对 AI 产业的乐观情绪已接近科网行情中的高点水平。

### 三、如何应对行情短期的过热和拥挤？

- 一方面，在科网行情中，股价短期快速冲高、过热后，行情在经历阶段性休整后仍将继续向上。我们将 14 天 RSI 近 5 天首次突破 70 定义为行情短期过热的信号后发现，纳指在短期快速上涨后未来 5/10 个交易日内涨跌幅中位数为 0.63%/0.84%，上涨概率为 60.0%/65.7%，较行情过热前的市场表现来看的确有所降温。但若把时间维度拉长来看，短期情绪过热后市场只会经历短期的整固，随后 40-120 个交易日内，纳指将再度向上。
- 另一方面，短期极致抱团所带来的拥挤也不是行情终结的信号，科技股成交占比突破上限阈值后，行情在经历短期休整后仍将再度向上。1995 年-1999 年，尽管美股科技板块成交占比多次触及 40% 的上限，并且在 1999 年底至 2000 年初一路飙升至 60% 以上，但也并未影响科技股持续向上。我们发现科技股成交占比 MA5 突破 40% 后，纳指尽管在 5 个交易日内出现震荡，但中长期行情仍将继续演绎，未来 20/40/60 个交易日内，纳指涨跌幅中位数为 3.6%/6.2%/9.4%，上涨概率为 73.8%/81.0%/83.3%。

### 四、宏观流动性收紧是否会导致行情结束？

- 90 年代的科网行情过程中出现了诸多有关美国流动性和货币政策的担忧，但仅对行情造成了短期的扰动。以芝加哥联储构建的金融条件指数衡量流动性来看，1994-2000 年美国整体的流动性环境处于边际收紧的趋势，但并未改变科技股的大幅上涨的趋势。
- 其背后的原因在于边际收缩的金融条件并未拖累微观流动性。1995 年 8 月-2000 年初，尽管流动性环境边际收缩，但在赚钱效应的驱动下，场外资金持续积极入场，美国客户保证金余额增长超 260%。此外，1998-1999 年，共同基金的扩张和俄债危机下海外资金的回流也为彼时的美股市场注入了流动性。

### 五、行情结束核心关注哪个信号？

- 最终导致科网行情趋势性终结的核心是分子端产业景气的确认放缓。科网行情在 2000 年 3 月见顶、9 月后加速回落，本质上还是新一轮财报披露验证龙头业绩低于预期后，产业高景气难以维持的确认。
- 进一步来看，相比于利润绝对值的增长与否，增速高低更为重要。产业趋势所推动的行情能否持续演绎的核心是  $\Delta g > 0$ ，即利润增速不能放缓，利润增速高点的确认往往对应股价的拐点。科网行情中，尽管科技股 EPS 整体的上行趋势维持到了 2000 年 9 月，但其股价率先见顶，背后的原因就在于业绩增速于 1999Q4 开始持续回落，并于 3-4 月跌破 30% 的关键隘口。

## 六、如何把握科技板块内部的轮动？

- 中长期来看，科网行情中，科技板块内部并不存在明显的“高切低”，强者可以恒强。一方面，总体来看，软件较科技板块的超额收益一直维持到了 1999 年底。另一方面，分阶段来看，无论是 1994 年底至 1998 年 10 月初的“理性”上涨阶段，还是后续市场情绪走向“亢奋”的时期中，软件行业收益率均名列前茅。软件板块股价持续占优背后的核心因素在于其景气持续高增长，且处于科技板块内部的前列。
- 行业的轮动主要取决于景气相对优势的变化。相比于市场熟知的产业链演绎顺序，科网行情中，初期反倒是软件板块领涨，行情中后段才是通信设备和半导体等硬件公司表现靠前，背后的转折点是业绩增速差的收敛。
- 短期来看，在景气水平相当的情况下，滚动 40 日收益差等技术指标可以辅助判断科技板块内部的“高切低”。在业绩增速差异不大的时候，滚动 40 个交易日收益差向上/下突破  $\pm 15\%$  的阈值往往可以较好地指引行业轮动。但若某一行业的业绩优势过于显著，该指标的有效性会显著回落。

## 七、牛市中的回撤怎么判断？如何应对？

- 再大的牛市，行情也不是一帆风顺，但回撤幅度普遍在 10% 左右。纵然是 1994-2000 年的美国科技股大牛市中，期间也经历了多次回调。从时间和空间上看，科网行情中，纳指回撤平均持续 32.3 天左右，最大回撤幅度平均为 11.5%。其中，除 1998 年 7-10 月和 1996 年 6-7 月，由于流动性收紧拖累跌幅较大外，其余阶段的纳指跌幅基本在 15% 以内。
- 风险提示：仅为历史数据分析报告，不构成对行业或个股的推荐和建议。

## 目录

一、 对比估值还有多少空间？ .....	5
二、 情绪可以有多亢奋？ .....	8
三、 如何应对行情短期的过热和拥挤？ .....	12
四、 宏观流动性收紧是否会导致行情结束？ .....	15
五、 行情结束核心关注哪个信号？ .....	18
六、 如何把握科技板块内部的轮动？ .....	22
七、 牛市中的回撤怎么判断？ 怎么应对？ .....	28
风险提示 .....	29

## 图目录

图 1、 美股科技板块 TTM 和 Forward PE 走势 .....	5
图 2、 美股科技板块相对全部美股 TTM 和 Forward PE 走势 .....	6
图 3、 基于 TTM/Forward PE 的美股科技板块股权风险溢价 .....	6
图 4、 纳斯达克 100 指数 TTM 和 Forward PS 走势 .....	7
图 5、 美股科技+电信板块市值占比 .....	7
图 6、 网景发布后的纳指与 ChatGPT 发布后的纳指走势对比 .....	8
图 7、 美股科技板块当下与科网泡沫的估值指标对比 .....	8
图 8、 美股滚动 6 个月募资金额及其占标普 500 总市值的比重 .....	9
图 9、 1990 年中以来，看涨-看跌美股的投资者占比趋势变化 .....	9
图 10、 1994 年底至今纳斯达克 100 指数隐含波动率走势 .....	10
图 11、 科网行情时期和近十年中科技龙头资本开支占经营性现金流的比重 .....	11
图 12、 美股科技板块杠杆率变化 .....	11
图 13、 行情短期过热后，在经历阶段性整固后会再度加速向上 .....	12
图 14、 14 天 RSI 近 5 天首次突破 70 前后纳指走势（过热当天定基为 1） .....	13
图 15、 美股科技板块成交占比及股价走势 .....	14
图 16、 科技股成交占比 MA5 近 5 天首次突破 40% 前后纳指走势（突破当天定基为 1） .....	14
图 17、 2022 年 11 月以来，14 天 RSI 近 5 天首次突破 70 前后 1/5/10/20/40 个交易日内纳指涨跌幅中位数/均值及上涨概率 .....	15
图 18、 2022 年以来，美股科技板块成交占比及纳指走势 .....	15
图 19、 芝加哥金融条件指数和美股科技指数走势 .....	16
图 20、 芝加哥金融条件指数和美国客户证券保证金账户中的借方余额（百万美元） .....	17
图 21、 标普 500 滚动收益率和美国客户证券保证金账户中的借方余额（百万美元） .....	17
图 22、 当前金融条件指数处于历史低位 .....	18
图 23、 当前美国失业率高于 1999-2000 年初的水平 .....	18
图 24、 美股科技股及其 EPS 走势变化 .....	19
图 25、 美股科技股及其 EPS 同比走势变化 .....	19
图 26、 微软股价及其 LTM/NTM 每股盈利同比走势变化 .....	20
图 27、 IBM 股价及其 LTM/NTM 每股收入同比走势变化 .....	20
图 28、 费城半导体指数预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关 .....	21

图 29、北美信息技术服务板块预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关 .....	21
图 30、2025 年以来，北美云厂商维持营收和经营性现金流的高速增长 ....	22
图 31、2026-2029 年北美云厂资本开支均随着时间的推移不断上修 ( 亿美元 ) .....	22
图 32、1994-1999 年，软件板块持续跑赢整体科技板块 .....	23
图 33、不同时期，美股科技板块中细分行业涨跌幅 .....	23
图 34、不同时期，美股科技板块中细分行业 EPS 变化 .....	24
图 35、美股软件相对通信设备和半导体板块走势 .....	24
图 36、美股软件较通信设备和半导体板块的 EPS 增速差走势 .....	25
图 37、美股通信设备较通信服务滚动 40 日收益差和相对股价 .....	26
图 38、美股半导体较电子设备滚动 40 日收益差和相对股价 .....	26
图 39、费城半导体指数收盘价与其预期净利润增速相关性较强 .....	27
图 40、费城半导体指数和美股信息技术服务板块 EPS_NTM 和股价同比差值 .....	27
图 41、费城半导体指数和美股信息技术服务板块 EPS_NTM 和股价同比差值 .....	28
图 42、90 年代科网行情中回撤梳理 .....	28
图 43、本轮 AI 行情中回撤梳理 .....	29

**引言：**近期火热的 AI 行情让人联想到 1994-2000 年的科网行情。基于系统性的复盘和数据梳理，我们总结出 7 大经验以对比当下火热的 AI 行情，包括估值和情绪空间、分子和分母端的影响、行业轮动和回撤规律等。详见报告。

## 一、对比估值还有多少空间？

科网泡沫时期，美国科技股 PE\_TTM 最高可超 75x，前瞻市盈率高达 45.5x。截至 2026/5/22，美股科技板块 PE\_TTM 为 35.9x，处于过去十年 69.7%的分位数，Forward PE 为 24.2x，处于近十年 57.1%的分位数。科技股相对全部美股 TTM/Forward PE 为 1.24、1.15，分别处于 82.6%、70.2%的中等偏高分位数水平。对比科网泡沫行情来看，本轮科技股动态和前瞻市盈率均远低于 2000 年的中枢，大致对应 1998 年 5-6 月左右的水平。

图1、美股科技板块 TTM 和 Forward PE 走势

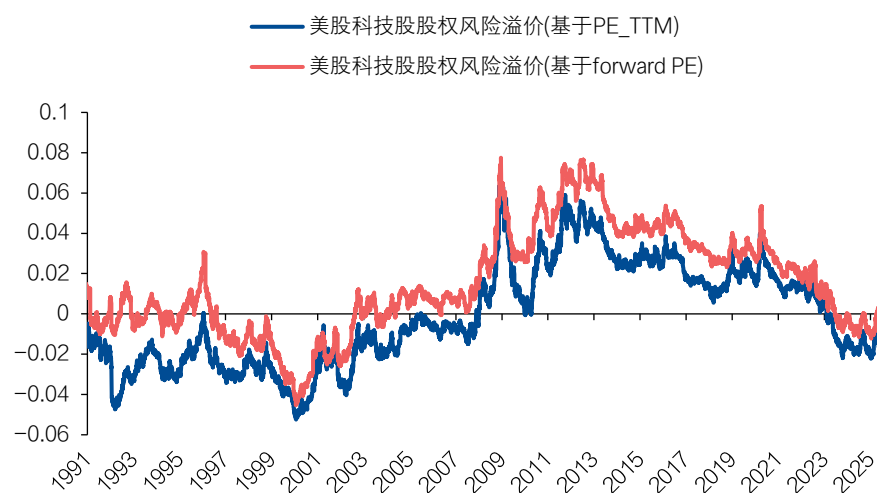


数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

**图2、美股科技板块相对全部美股 TTM 和 Forward PE 走势**

数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

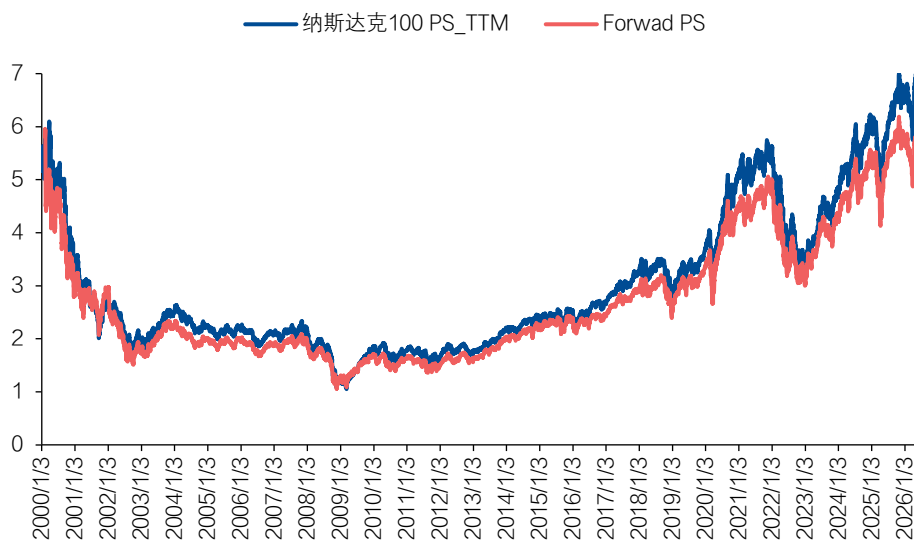
科网泡沫时期，美国科技股股权风险溢价可低至**-5%**以下。截至2026/5/22，基于TTM/Forward PE的美股科技板块股权风险溢价为**-1.8%**、**-0.4%**，处于过去十年**6.1%**、**16.5%**的极低分位数水准。对比科网泡沫行情来看，本轮科技股股权风险溢价远高于2000年的低点，大致对应1996年4-5月左右的水平。

**图3、基于 TTM/Forward PE 的美股科技板块股权风险溢价**

数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

科网泡沫时期，美国科技股市销率**TTM**高达**6.1**。截至2026/5/22，美股科技板块**PS\_TTM**为**7.2**，**PS\_NTM**为**6.0**，均已经突破科网泡沫时期的高点，接近历史最高水平。

图4、纳斯达克 100 指数 TTM 和 Forward PS 走势



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

科网泡沫时期，美国科技板块市值占比接近 40%。截至 2026/5/22，美股科技板块市值占比为 41.2%，科技+电信板块市值占比为 43.6%，已经突破科网泡沫时期的最高点，创 1985 年以来历史最高水平。

图5、美股科技+电信板块市值占比

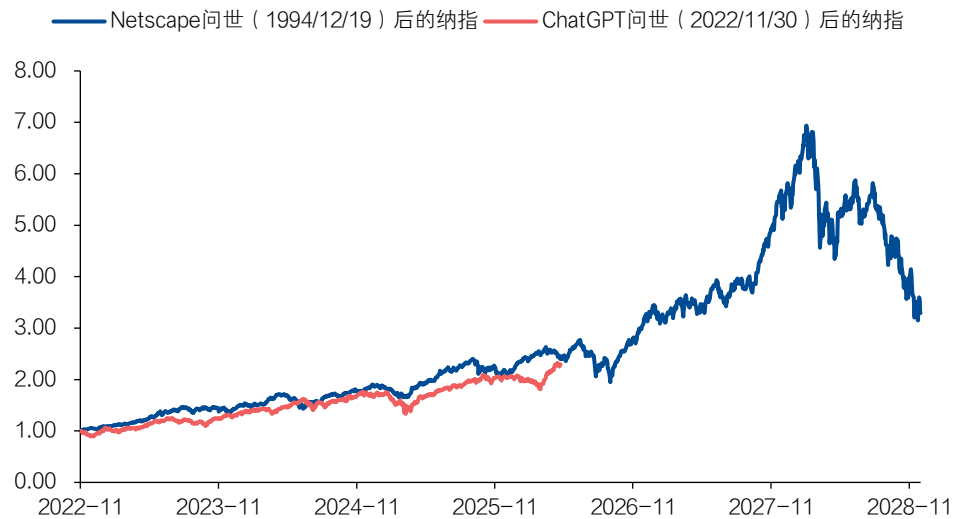


数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

我们对比了 2022 年底 ChatGPT 发布后与 94 年底 Netscape 发布后的纳指走势，可以看到，本轮全球 AI 行情与科网泡沫相比，无论涨幅、斜率与节奏都有诸多相

似之处。对比来看，本轮 AI 行情在时间维度上对应科网泡沫阶段的 1998 年 6 月（66%的进程），空间上完成了 1/5 左右的涨幅。

**图6、网景发布后的纳指与 ChatGPT 发布后的纳指走势对比**



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理。

综合对比来看，科技板块市值占比和市销率已突破科网泡沫时期的高点外，市盈率和涨跌幅显示当下的 AI 行情接近彼时 1998 年 6 月左右的位置，而股权风险溢价则显示当前仅处于 1996 年 4-5 月的水平。

**图7、美股科技板块当下与科网泡沫的估值指标对比**

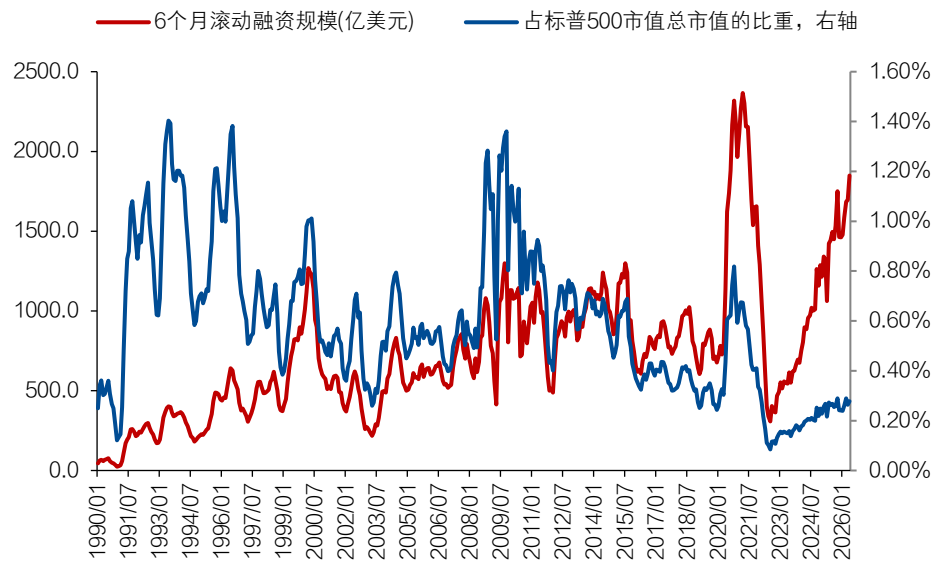
指标	2000年3月	当前	可类比的位置
PE_TTM	76.2	35.9	98年4-5月
Forward PE	45.5	24.2	98年4-5月
PS_TTM	6.1	7.2	历史新高
Forwad PS	5.2	6.0	历史新高
股权风险溢价(基于PE_TTM)	-4.9%	-1.8%	96年4月中下旬
股股权风险溢价(基于forward PE)	-4.0%	-0.4%	96年5月中下旬
科技+电信板块市值占比	38.6%	43.6%	历史新高
涨跌幅	574.2%	129.7%	98年6月初

数据来源：Datastream，wind，兴业证券经济与金融研究院整理。

## 二、情绪可以有多亢奋？

第一，一级市场的融资情绪较科网行情仍有较大提升空间。截至 2026 年 5 月底，美股滚动 6 个月融资规模为 1849.2 亿美元，占标普 500 总市值的比重仅 0.28%，远低于 1994 年底-2000 年 3 月时期中 0.8%左右的中枢。

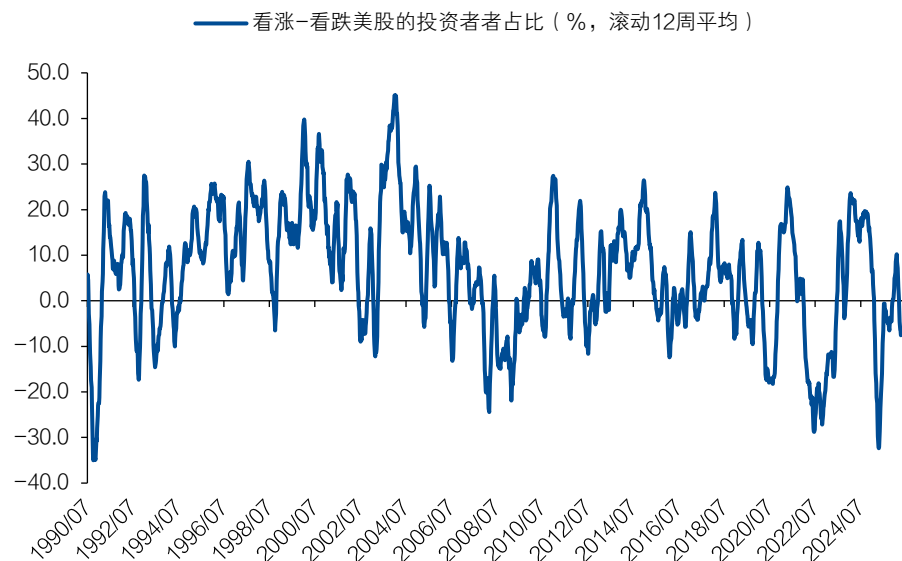
**图8、美股滚动 6 个月募资金额及其占标普 500 总市值的比重**



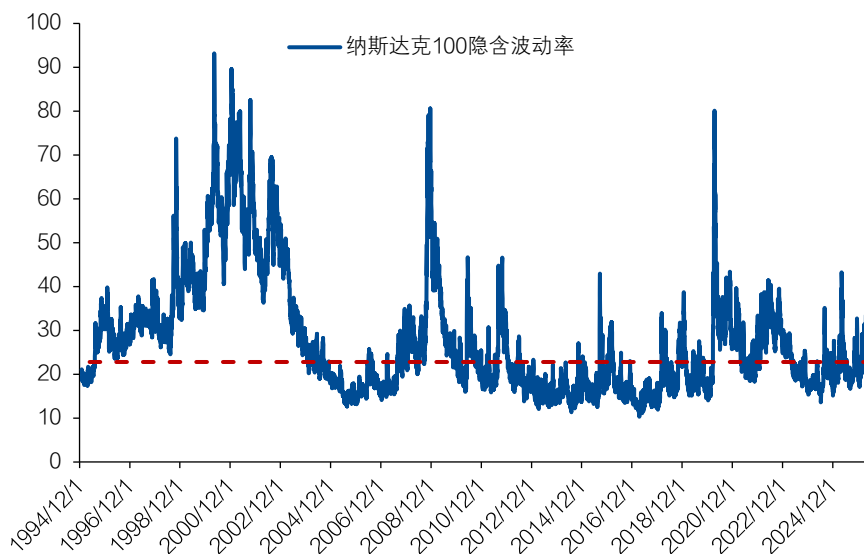
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

第二，二级市场的情绪较科网行情的顶部仍有提升演绎空间。一方面，根据 AAI 投资协会，截至 2026/5/21，看涨-看跌美股的投资者占比（滚动 12 周平均）为 7.2，处于近十年 25% 的分位数，远低于科网泡沫巅峰 40% 左右的水准。另一方面，截至 2026/5/22，纳斯达克 100 隐含波动率为 22.8，处于近十年 61.6% 的分位数，仅相当于科网行情中的底部水平，较彼时的高点仍有较大提升空间。

**图9、1990 年中以来，看涨-看跌美股的投资者占比趋势变化**

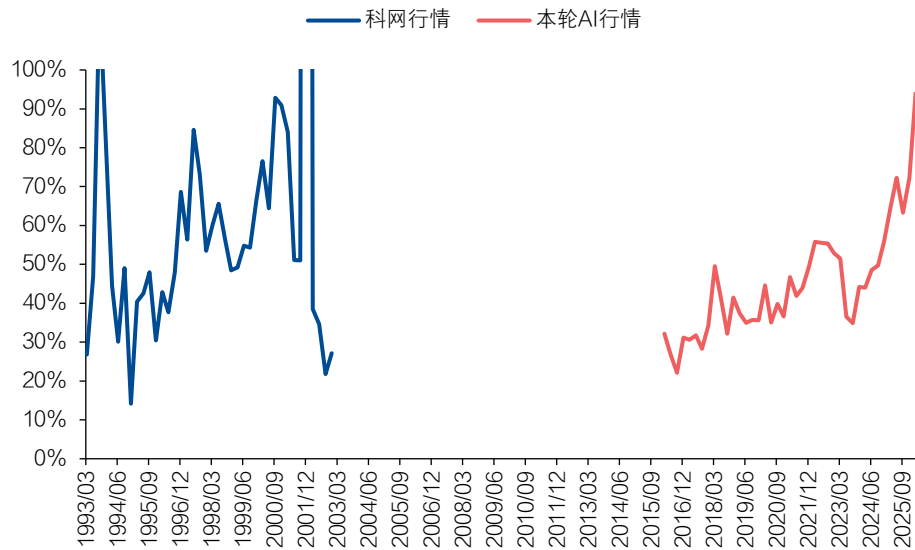


数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

**图10、1994 年底至今纳斯达克 100 指数隐含波动率走势**


数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

**第三，科技企业的情绪已经接近科网行情中的顶点。**一方面，对比科网行情和过去十年科技龙头的投资强度来看，截至2026Q1，本轮AI Hyperscaler（微软、谷歌、亚马逊、甲骨文和Meta）资本开支占经营现金流的比重已高达94.0%，和2000年初巨头的资本投入强度相当。另一方面，截至今年一季度，标普500信息技术板块的净债务占EBITDA的比重为27.8%，已高于科网行情中的杠杆水平。

**图11、科网行情时期和近十年中科技龙头资本开支占经营性现金流的比重**

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理；注：科网行情时期的统计样本微软、亚马逊、甲骨文、AT&T、Worldcom 和 Global Crossing，本轮样本为微软、谷歌、亚马逊、甲骨文和 Meta。

**图12、美股科技板块杠杆率变化**

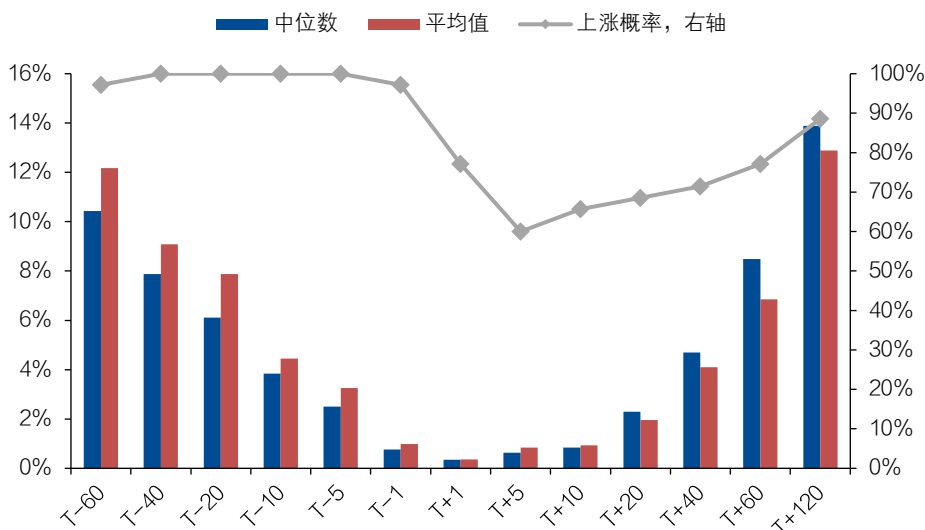
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

综合来看，当前 IPO 规模、看涨-看跌的投资者占比和隐含波动率显示当前一二级市场的情绪较科网行情偏低，后续仍有较大的演绎空间。但是，企业资本开支投入强度和杠杆比率则显示科技龙头对 AI 产业的乐观情绪已接近科网行情中的高点水平。

### 三、如何应对行情短期的过热和拥挤？

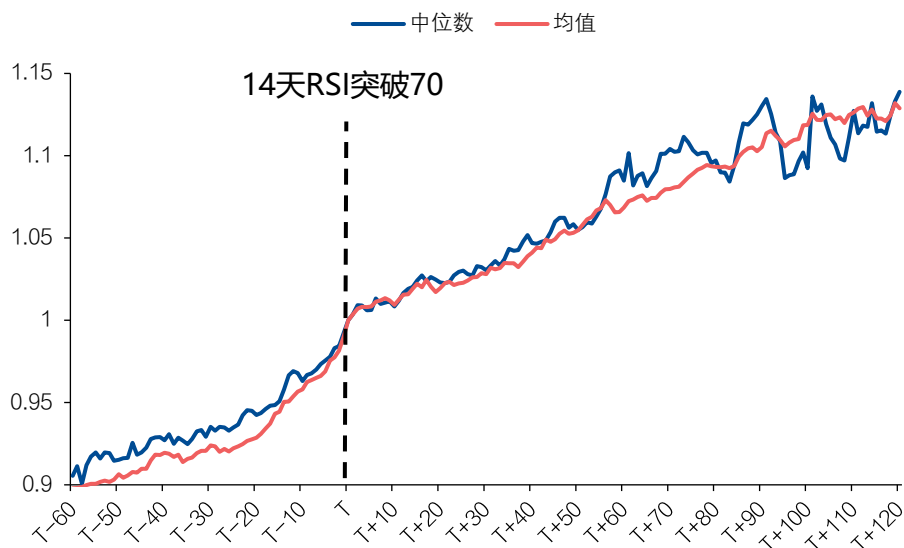
一方面，在科网行情中，股价短期快速冲高、过热后，行情在经历阶段性休整后仍将继续向上。我们将 14 天 RSI 近 5 天首次突破 70 定义为行情短期过热的信号后发现，纳指在短期快速上涨后未来 5/10 个交易日内涨跌幅中位数为 0.63%/0.84%，上涨概率为 60.0%/65.7%，较行情过热前的市场表现来看的确有所降温。但若把时间维度拉长来看，短期情绪过热后市场只会经历短期的整固，随后 40-120 个交易日内，纳指将再度向上。

图13、行情短期过热后，在经历阶段性整固后会再度加速向上



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

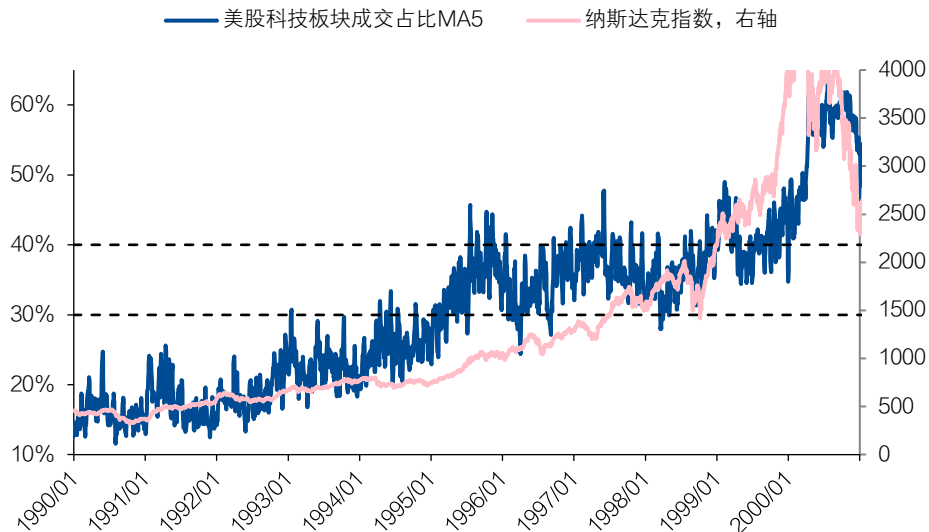
图14、14天RSI近5天首次突破70前后纳指走势（过热当天定基为1）



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

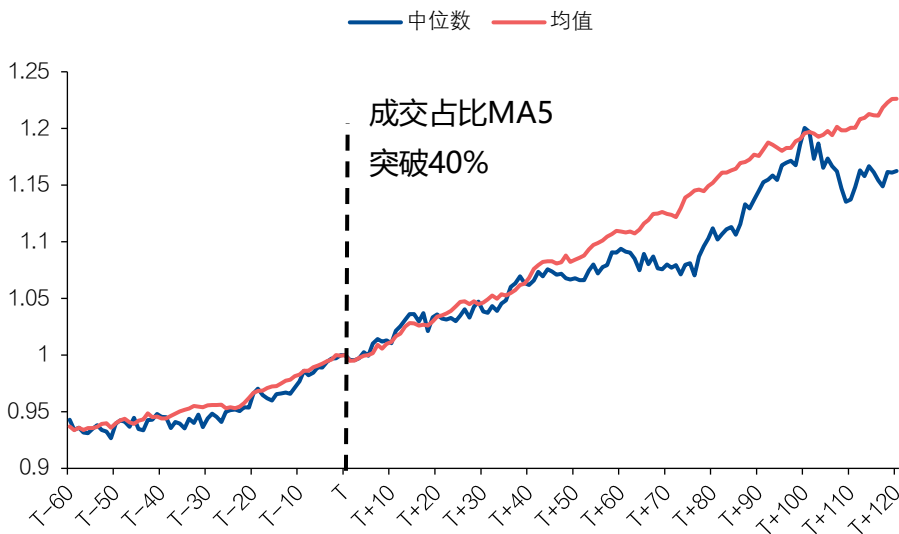
另一方面，短期极致抱团所带来的拥挤也不是行情终结的信号，科技股成交占比突破上限阈值后，行情在经历短期休整后仍将再度向上。1995年-1999年，尽管美股科技板块成交占比多次触及40%的上限，并且在1999年底至2000年初一路飙升至60%以上，但也并未影响科技股持续向上。我们发现科技股成交占比MA5突破40%后，纳指尽管在5个交易日内出现震荡，但中长期行情仍将继续演绎，未来20/40/60个交易日内，纳指涨跌幅中位数为3.6%/6.2%/9.4%，上涨概率为73.8%/81.0%/83.3%。

**图15、美股科技板块成交占比及股价走势**



数据来源：Datastream, Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

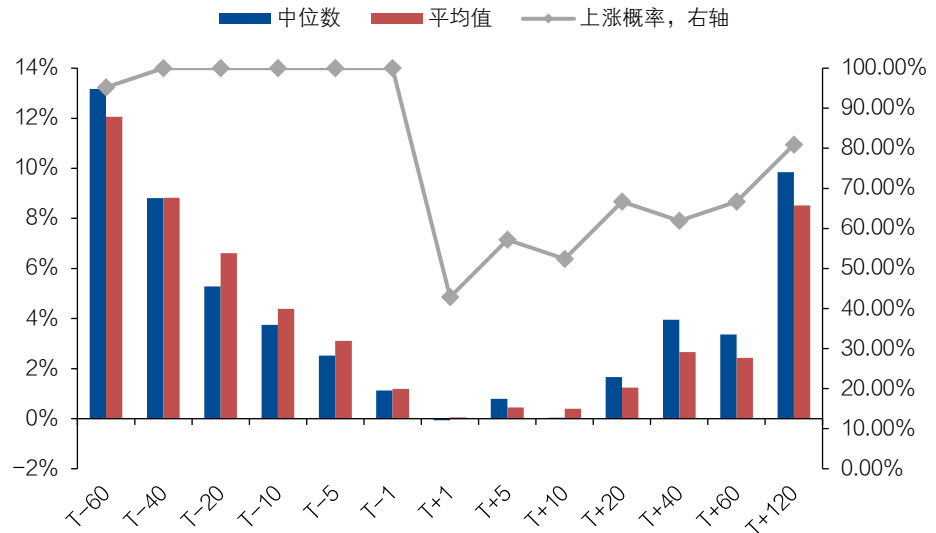
**图16、科技股成交占比 MA5 近 5 天首次突破 40%前后纳指走势 (突破当天定基为 1)**



数据来源：Datastream, Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

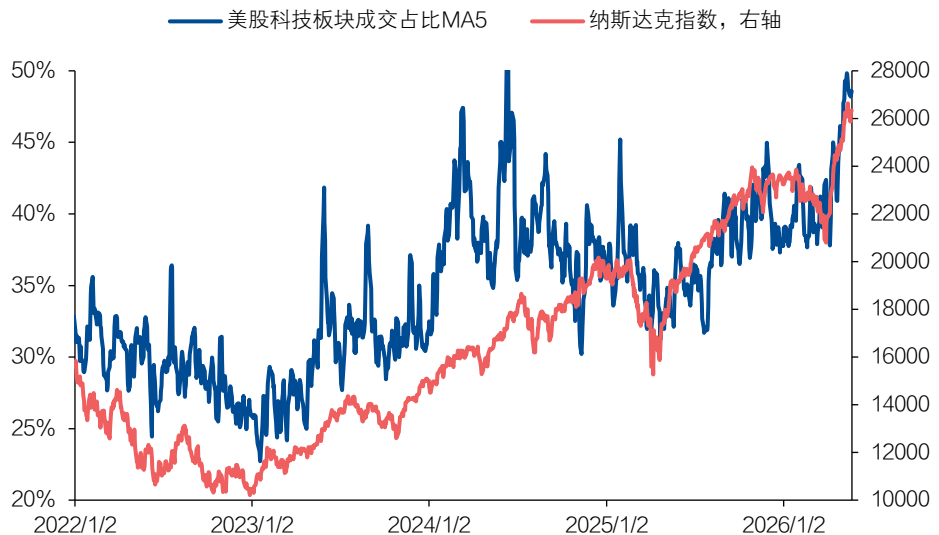
回到本轮而言，短期行情过热、拥挤后，行情同样呈现出震荡后继续向上的规律。一方面，2022 年底以来，14 天 RSI 近 5 天首次突破 70 后 5/10 个交易日内，纳指涨跌幅中位数为 0.79%/0.04%，上涨概率为 57.1%/52.4%。但和科网行情类似，随着行情整固、消化短期的过热压力后，纳指中期仍将延续上涨，另一方面，本轮 AI 行情中，科技股成交占比也随着行情的演绎持续向上突破，突破 40%和 45% 等关键阈值也并没有扭转行情向上的趋势。

**图17、2022年11月以来,14天RSI近5天首次突破70前后1/5/10/20/40个交易日日内纳指涨跌幅中位数/均值及上涨概率**



数据来源: Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图18、2022年以来,美股科技板块成交占比及纳指走势**



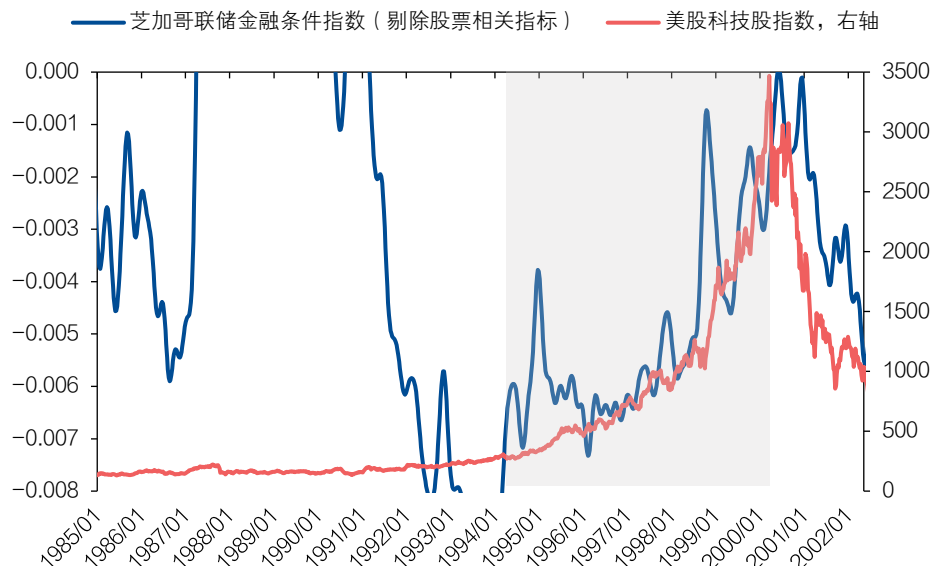
数据来源: Datastream, Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 四、宏观流动性收紧是否会导致行情结束？

90年代的科网行情过程中出现了诸多有关美国流动性和货币政策的担忧,但仅对行情造成了短期的扰动。以芝加哥联储构建的金融条件指数衡量流动性来看,

1994-2000 年美国整体的流动性环境处于边际收紧的趋势，包括 1996 年底 Alan Greenspan 警告“非理性繁荣”提醒市场过热、1999 年科索沃战争推升油价和通胀后美联储开启紧缩周期等，都并未改变科技股的大幅上涨的趋势。

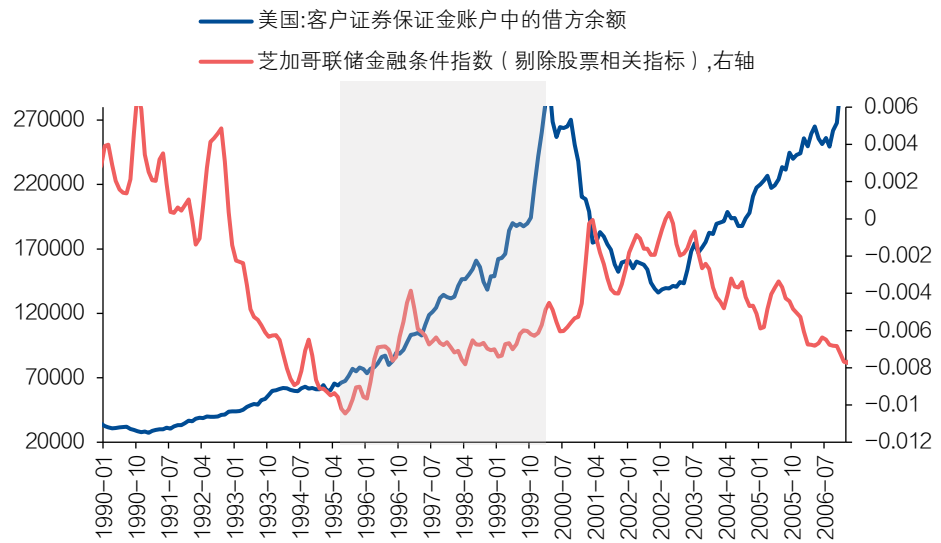
图19、芝加哥金融条件指数和美股科技指数走势



数据来源：Chicago Fed, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

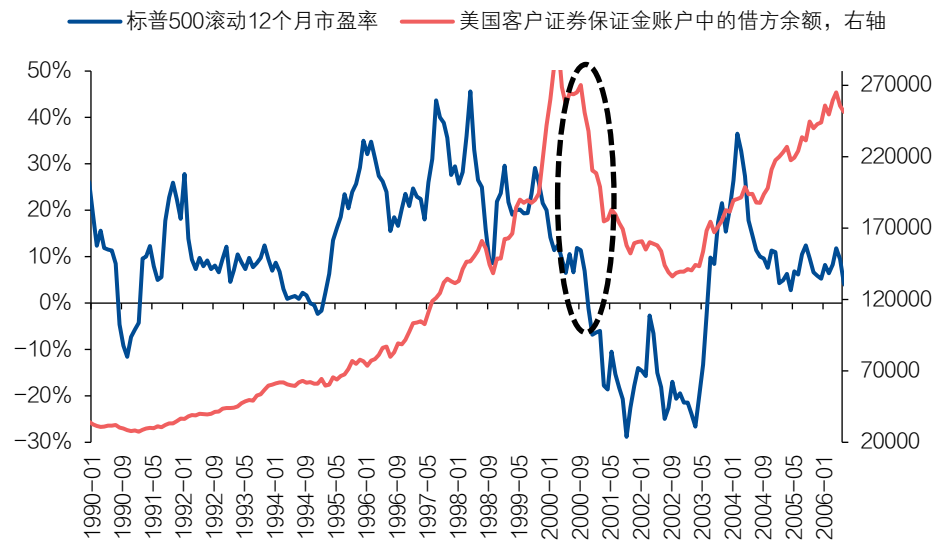
其背后的原因在于边际收缩的金融条件并未拖累微观流动性。1995年8月-2000年初，尽管流动性环境边际收缩，但在赚钱效应的驱动下（标普500年同比中枢在10%左右），场外资金持续积极入场，美国客户保证金余额增长超260%。直到2000年三季度，随着标普500滚动收益率跌至0%以下，杠杆资金则开始快速离场。此外，1998-1999年，共同基金的扩张和俄债危机下海外资金的回流也为彼时的美股市场注入了流动性。

**图20、芝加哥金融条件指数和美国客户证券保证金账户中的借方余额(百万美元)**



数据来源： Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图21、标普 500 滚动收益率和美国客户证券保证金账户中的借方余额(百万美元)**

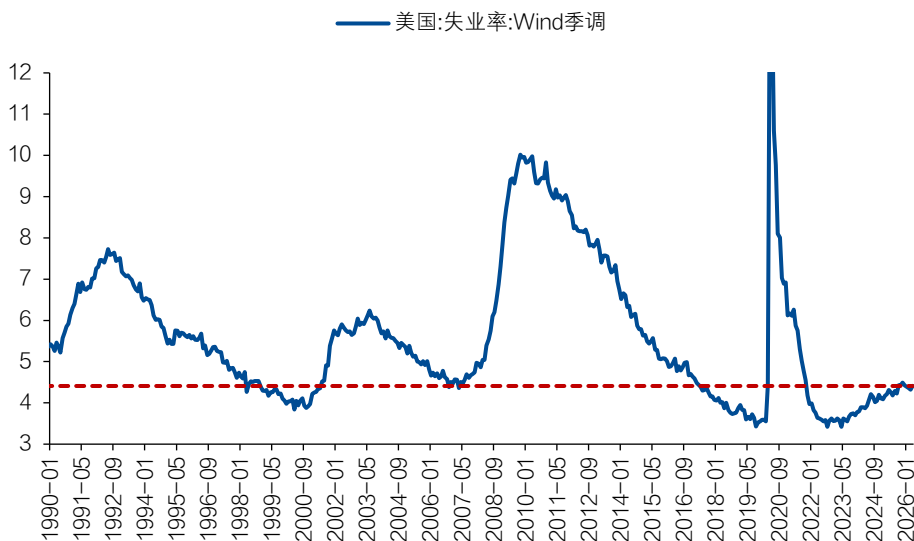


数据来源： Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

回到本轮，宏观流动性环境大概率好于科网行情时期。一方面，截至 2026/5/15，芝加哥金融条件指数（剔除股票相关指标）后为-0.05，大致相当于 1998 年中的水平。另一方面，相比于 1998 年-2000 年初，当前美国经济增长和劳动力市场或面临更大压力，叠加下半年临近的中期选举，我们认为不加息或许是沃什领导下的美联储的底线。

**图22、当前金融条件指数处于历史低位**

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

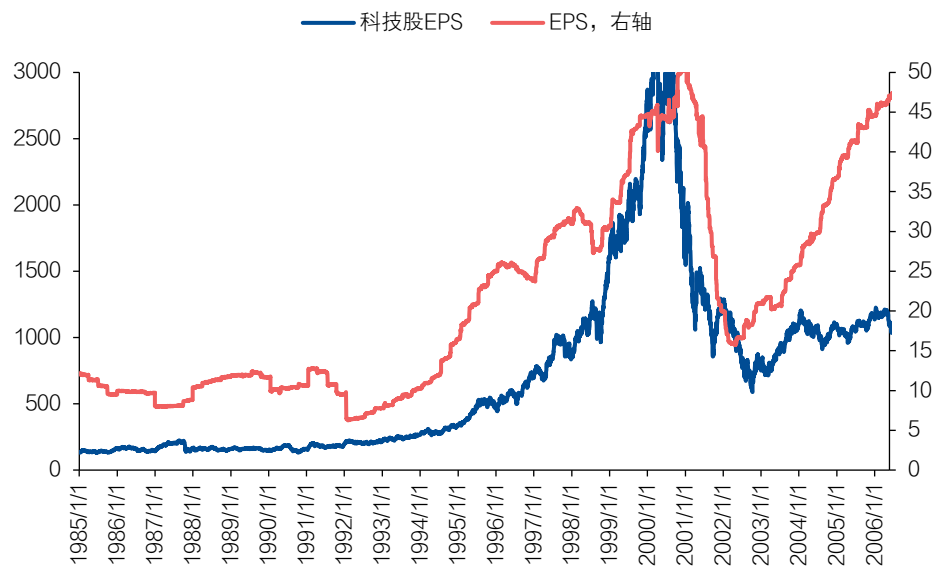
**图23、当前美国失业率高于1999-2000年初的水平**

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、行情结束核心关注哪个信号？

最终导致科网行情趋势性终结的核心是分子端产业景气的确认放缓。科网行情在2000年3月见顶、9月后加速回落，本质上还是新一轮财报披露验证龙头业绩低于预期后，产业高景气难以维持的确认。

图24、美股科技股及其 EPS 走势变化



数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

进一步来看，相比于利润绝对值的增长与否，增速高低更为重要。产业趋势所推动的行情能否持续演绎的核心是  $\Delta g > 0$ ，即利润增速不能放缓，利润增速高点的确认往往对应股价的拐点。科网行情中，尽管科技股 EPS 整体的上行趋势维持到了 2000 年 9 月，但其股价率先见顶，背后的原因就在于业绩增速于 1999Q4 开始持续回落，并于 3-4 月跌破 30% 的关键隘口。

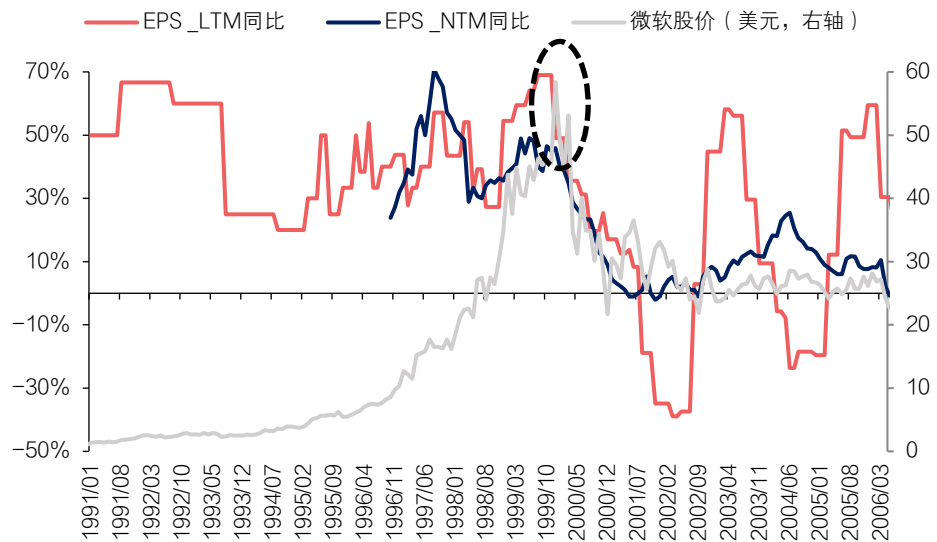
图25、美股科技股及其 EPS 同比走势变化



数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

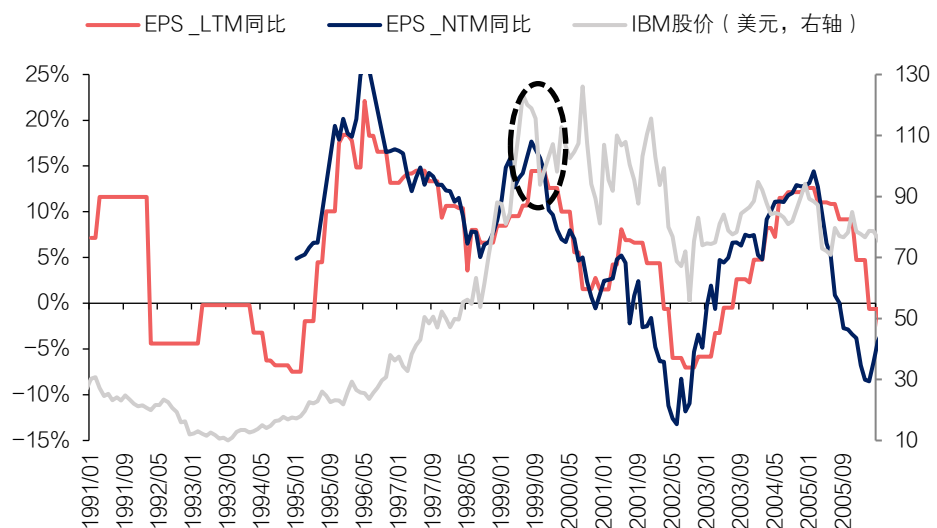
若我们以个股为例会更加直观，2000年3月微软股价见顶恰好对应其实际/预期EPS增速的顶点，IBM股价见顶则对应实际营收增速自1998年中以来的首次下滑。

**图26、微软股价及其 LTM/NTM 每股盈利同比走势变化**



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

**图27、IBM 股价及其 LTM/NTM 每股收入同比走势变化**

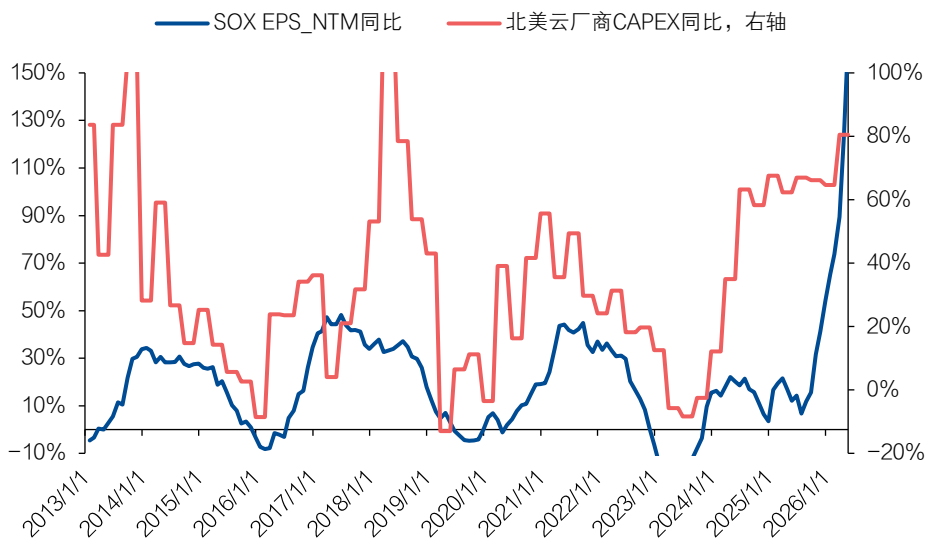


数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

对本轮 AI 行情而言，其业绩高增长的持续性主要取决于北美云厂商的资本开支。无论是代表 AI 上游的费城半导体指数，还是代表 AI 中下游的信息技术服务，二者的盈利增速均和亚马逊、谷歌、微软和 META 四家公司的 Capex 增速呈高度正

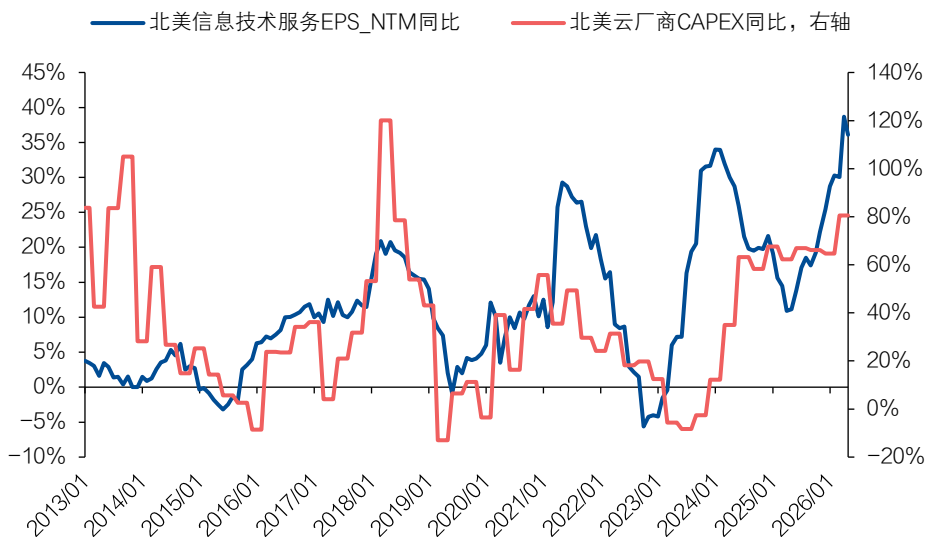
相关。一方面，北美大厂的资本开支是当前 AI 上游硬件利润高增长的核心拉动项；另一方面，北美云厂商对 AI 领域的加速投入大概率也意味着对 AI 中下游需求的乐观预期。

**图28、费城半导体指数预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关**



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

**图29、北美信息技术服务板块预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关**

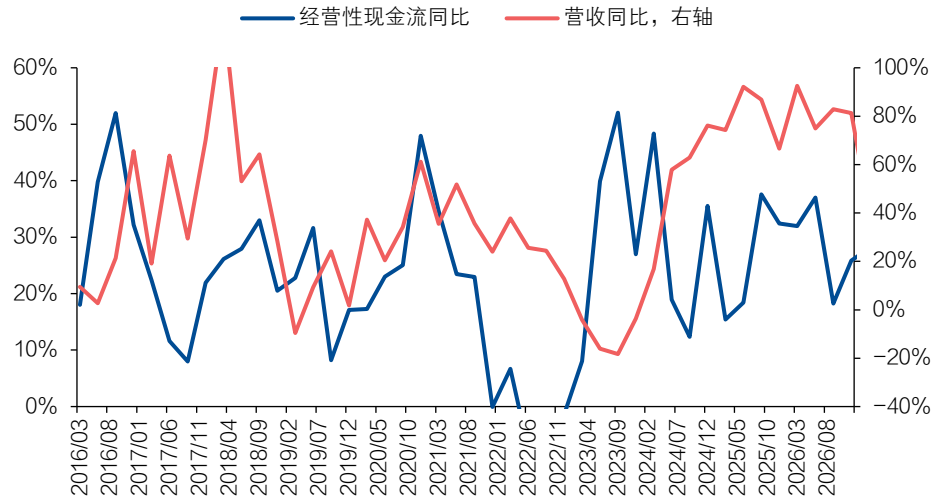


数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

往后看，我们认为以谷歌、微软为代表的云厂商将持续加大资本开支，进而支撑 AI 板块的盈利加速向上，最终推动行情的进一步演绎。一方面，北美云厂商业绩持续超预期，AI 相关的投入已逐渐打通商业模式，企业营收和现金流的稳定增长

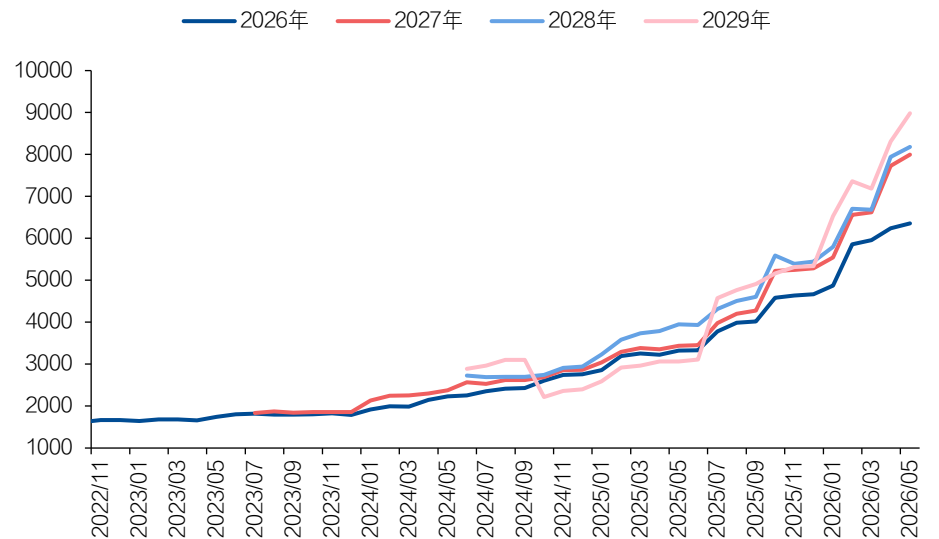
得以支撑资本开支高增长。另一方面，参考历史，自 22 年底 ChatGpt 问世以来，市场和公司自身对 Capex 的预期和指引呈现稳定的上修趋势。

**图30、2025 年以来，北美云厂商维持营收和经营性现金流的高速增长**



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

**图31、2026-2029 年北美云厂资本开支均随着时间的推移不断上修 ( 亿美元)**



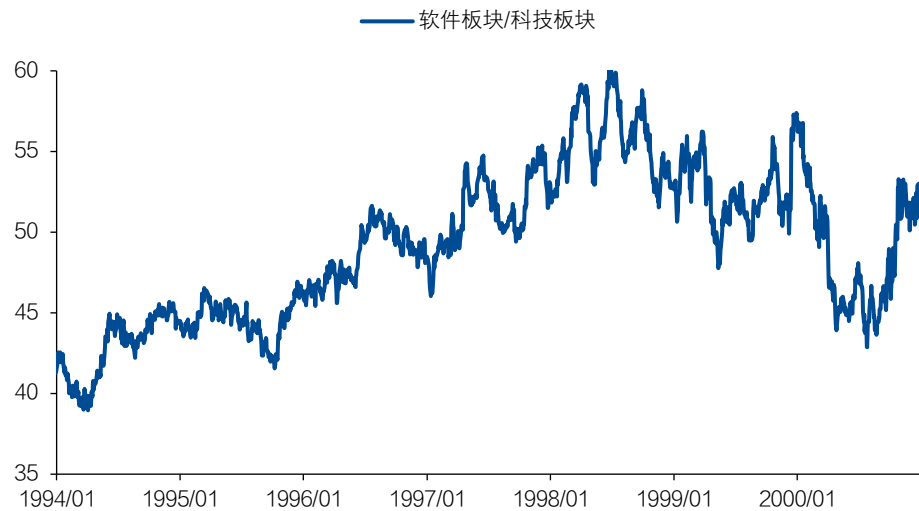
数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

## 六、如何把握科技板块内部的轮动？

中长期来看，科网行情中，科技板块内部并不存在明显的“高切低”，强者可以恒强。一方面，总体来看，科网行情中，软件较科技板块的超额收益一直维持到了 1999 年底。另一方面，分阶段来看，无论是 1994 年底至 1998 年 10 月初的“理性”上涨阶段，还是后续市场情绪走向“亢奋”的时期中，软件行业收益率均名列前茅

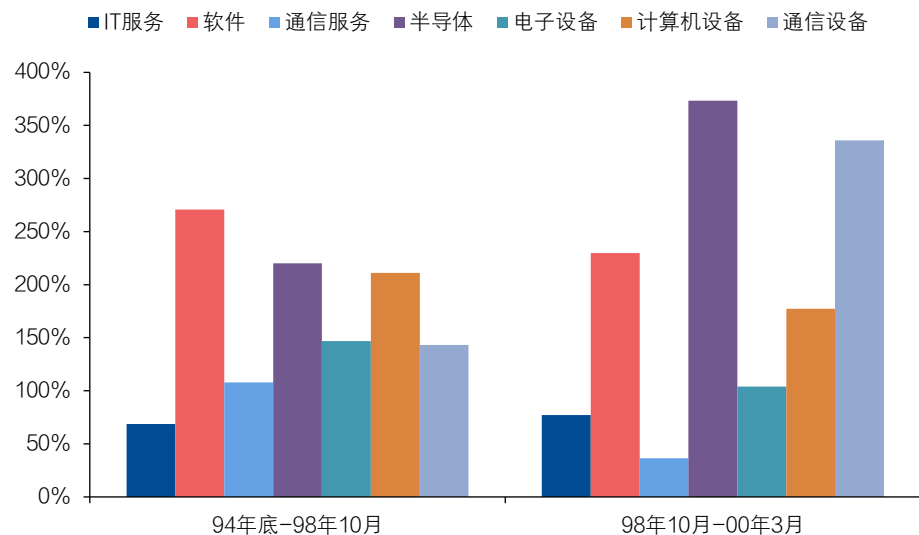
茅。软件板块股价持续占优背后的核心因素在于其景气持续高增长，且处于科技板块内部的前列。

**图32、1994-1999年，软件板块持续跑赢整体科技板块**

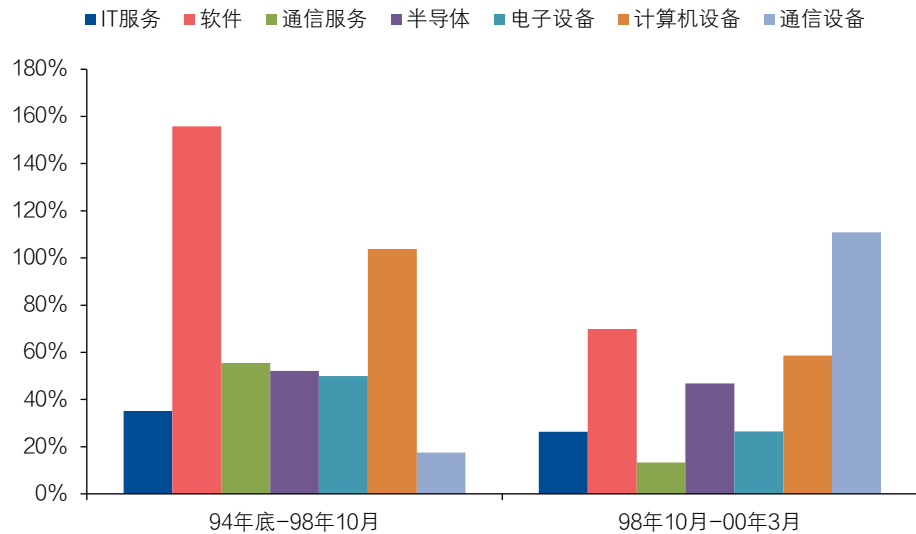


数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

**图33、不同时期，美股科技板块中细分行业涨跌幅**

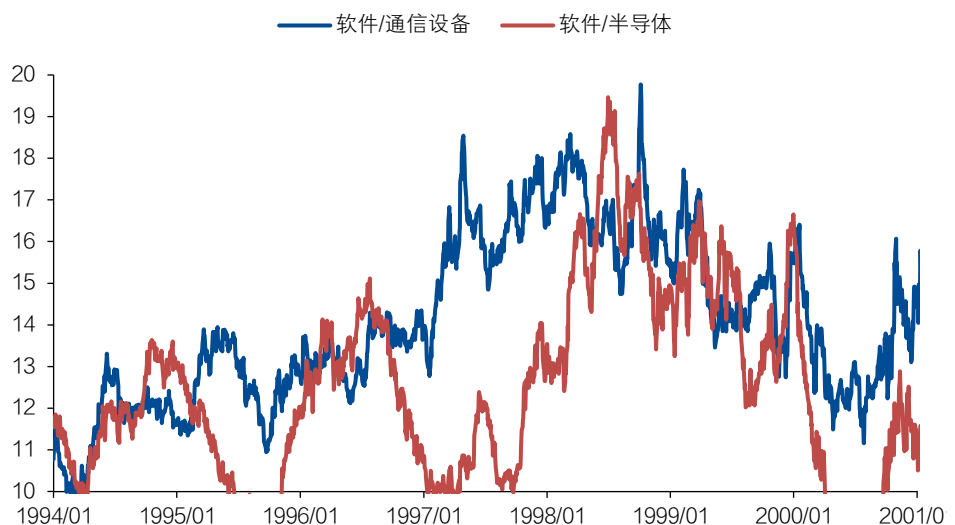


数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

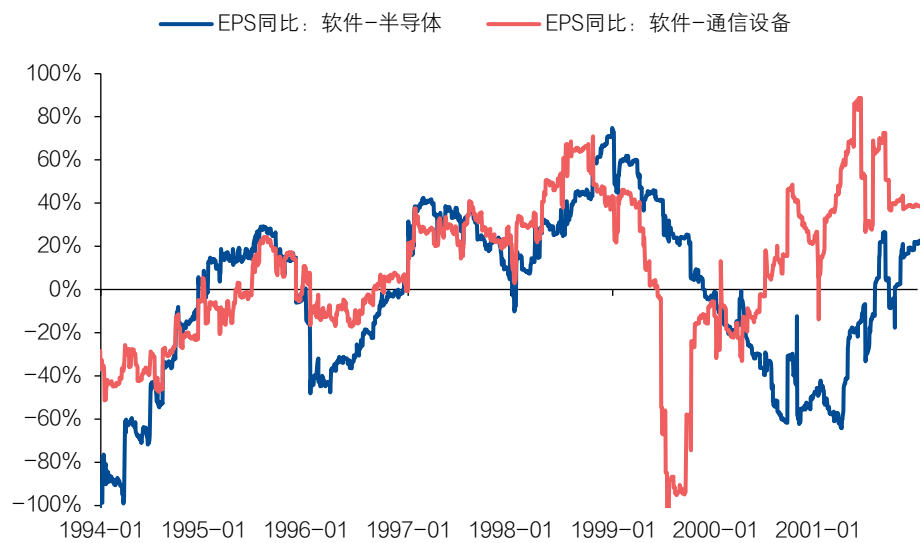
**图34、不同时期，美股科技板块中细分行业 EPS 变化**

数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

行业的轮动主要取决于景气相对优势的变化。相比于市场熟知的产业链演绎顺序，科网行情中，初期反倒是软件板块领涨，行情中后段才是通信设备和半导体等硬件公司表现靠前，背后的转折点是业绩增速差的收敛。1994-1998年，随着Windows持续普及，Yahoo、亚马逊等公司陆续上市，在线浏览器和电商的商业模式被认可，软件公司盈利预期加速向上，相对硬件公司具备明显的景气优势，支撑软件跑赢硬件；但进入1999年后，市场对于2000年的“千年虫”的担忧使带来了硬件设备更换的增量需求，半导体和通信设备的景气加速走高，较软件的盈利增速差快速收敛，推动硬件板块相对收益率加速上行。

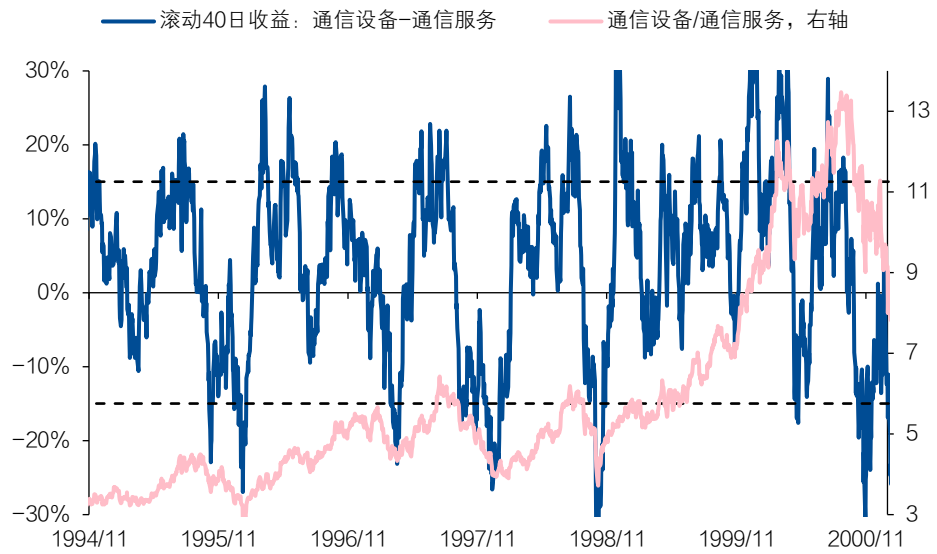
**图35、美股软件相对通信设备和半导体板块走势**

数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

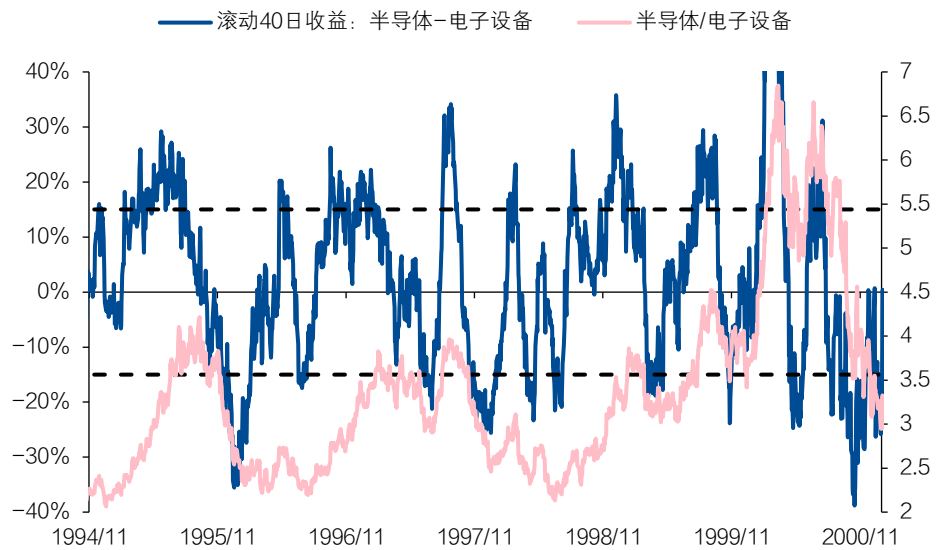
**图36、美股软件较通信设备和半导体板块的 EPS 增速差走势**

数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

短期来看，在景气水平相当的情况下，滚动 40 日收益差等技术指标可以辅助判断科技板块内部的“高切低”。在业绩增速差异不大的时候，滚动 40 个交易日收益差向上/下突破  $\pm 15\%$  的阈值往往可以较好地指引行业轮动，例如 1994 年底-1998 年底，通信设备/通信服务和半导体/电子设备的相对收益呈明显的均值回归特征。但若某一行业的业绩优势过于显著，该指标的有效性会显著回落，例如 1999 年-2000 年 3 月，在高景气的加持下，通信设备持续跑赢通信服务、半导体持续跑赢电子设备。

**图37、美股通信设备较通信服务滚动 40 日收益差和相对股价**

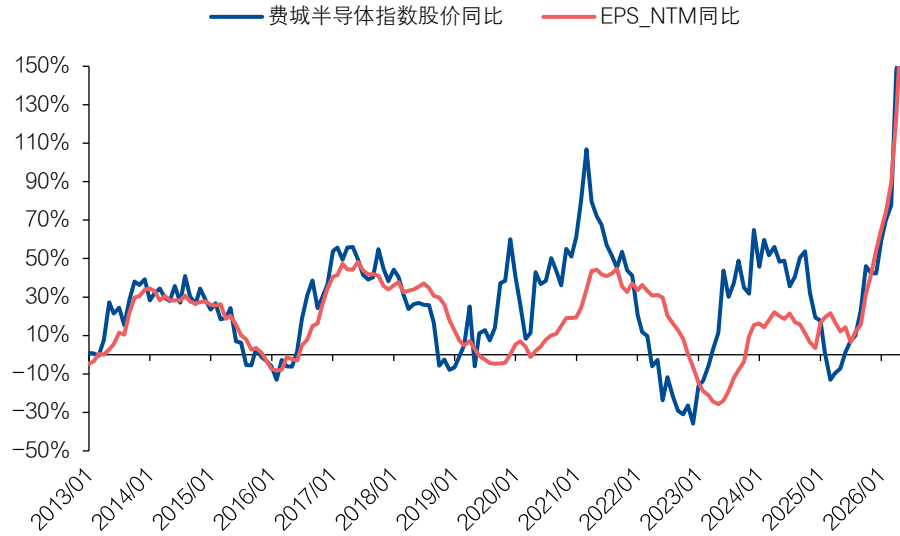
数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

**图38、美股半导体较电子设备滚动 40 日收益差和相对股价**

数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

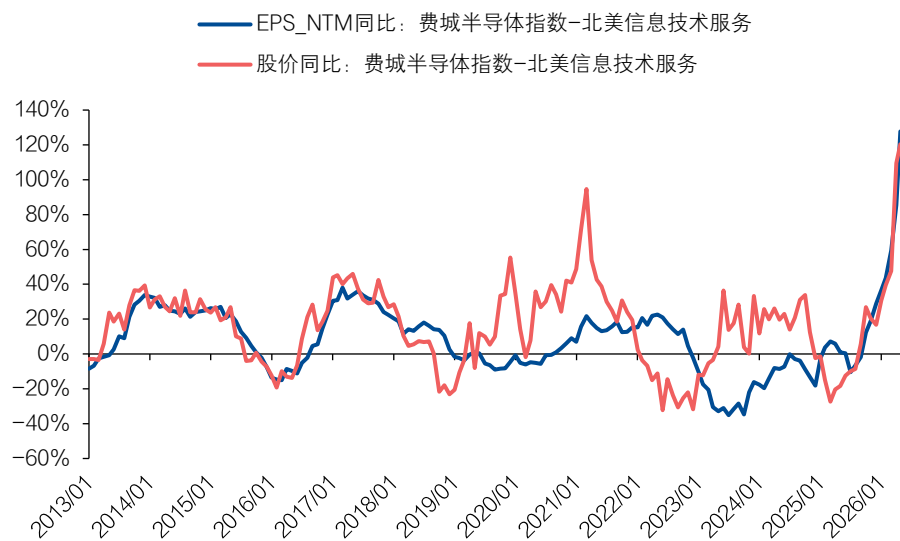
对本轮 AI 行情而言，上游算力板块“一骑绝尘”的原因在于持续的高景气。第一，过去几年中，费城半导体指数收盘价与其净利润增速相关性较强，这也意味着若后续上游板块业绩能持续维持高增长，那么行情也将加速演绎。第二，半导体和软件服务的股价分化也在于景气的差异，后续 AI 行情从上游往中下游的切换需要看到相对业绩增速的拐点。第三，随着 AI 上游硬件较中下游软件服务的景气差距自 2025 年开始被加速拉开，短期行业轮动的信号也开始“失真”。

**图39、费城半导体指数收盘价与其预期净利润增速相关性较强**

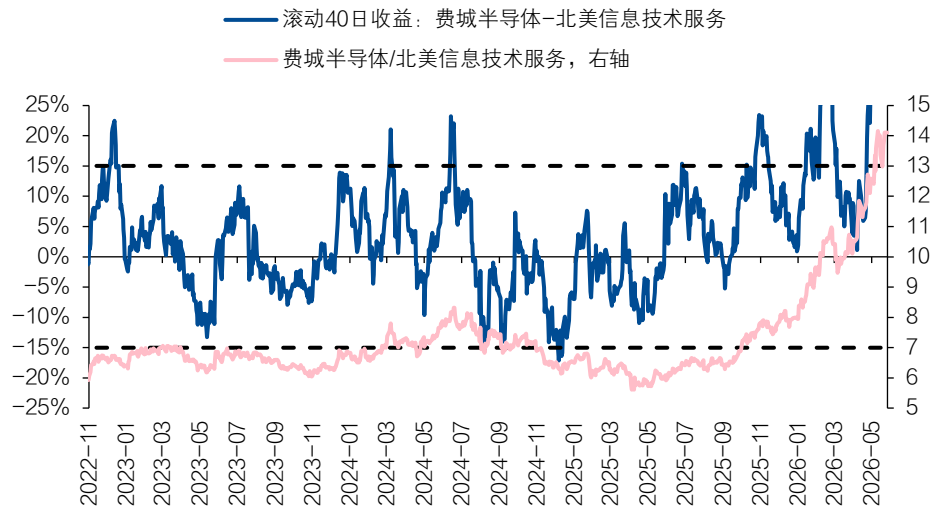


数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

**图40、费城半导体指数和美股信息技术服务板块 EPS\_NTM 和股价同比差值**



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

**图41、费城半导体指数和美股信息技术服务板块 EPS\_NTM 和股价同比差值**

数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

## 七、牛市中的回撤怎么判断？如何应对？

再大的牛市，行情也不是一帆风顺，但回撤幅度普遍在 10%左右。纵然是 1994-2000 年的美国科技股大牛市中，期间也经历了多次回调。从时间和空间上看，科网行情中，纳指回撤平均持续 32.3 天左右，最大回撤幅度平均为 11.5%。其中，除 1998 年 7-10 月和 1996 年 6-7 月，由于流动性收紧拖累跌幅较大外，其余阶段的纳指跌幅基本在 15%以内。

**图42、90 年代科网行情中回撤梳理**

起始日期	截止日期	调整幅度	调整时间 (天)
1995/9/13	1995/10/10	-7.9%	27
1996/1/2	1996/1/10	-6.5%	8
1996/6/12	1996/7/24	-15.6%	42
1997/1/22	1997/4/2	-13.5%	70
1997/10/9	1997/12/4	-7.6%	56
1998/4/22	1998/6/15	-10.5%	54
1998/7/20	1998/10/8	-29.5%	80
1999/2/1	1999/2/10	-8.0%	9
1999/7/16	1999/8/10	-13.1%	25
1999/10/11	1999/10/18	-7.8%	7
2000/1/3	2000/1/6	-9.8%	3
2000/1/21	2000/1/28	-8.2%	7
均值		-11.5%	32.3
中位数		-9.0%	26.0

数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

回到本轮,22年底以来的AI行情中,纳指最大回撤均值/中位数为11.4%/11.1%,持续时间为36.9/27.0天,和上一轮科网行情的回撤规律较为吻合。

图43、本轮AI行情中回撤梳理

起始日期	截止日期	调整幅度	调整时间(天)
2022/12/1	2022/12/28	-11.1%	27
2023/2/2	2023/3/10	-8.7%	36
2023/7/31	2023/10/26	-12.2%	87
2024/4/11	2024/4/19	-7.1%	8
2024/7/10	2024/8/5	-13.1%	26
2024/8/19	2024/9/6	-6.6%	18
2025/2/20	2025/4/8	-23.5%	47
2025/10/29	2025/11/20	-7.8%	22
2026/1/28	2026/3/30	-12.8%	61
均值		-11.4%	36.9
中位数		-11.1%	27.0

数据来源: Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 风险提示

仅为历史数据分析报告,不构成对行业或个股的推荐和建议。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>