

百年八次金融危机复盘及殷鉴

证券研究报告

2026年06月11日

核心资产牛系列（四）

• 核心结论

一、泡沫风险初显：美股遭遇“黑色星期五”

近期市场调整，AI 泡沫风险的担忧再起。当前 AI 泡沫风险已现端倪，但本轮调整并不意味着行情的终结，需要警惕美债利率高位导致的流动性冲击。

二、百年典型金融危机复盘：八次危机、三类过剩、六个阶段

金融危机一般源于金融产品供给过剩。近百年八次金融危机的传导机制&底层逻辑是相通的，分为三类过剩（实物过剩、本币过剩、债务过剩）和六个阶段。

三、实物过剩导致的危机：美国大萧条、战后第二次危机和科网泡沫

1) 我们认为，美国大萧条、战后第二次危机及科网泡沫主要是实物过剩导致的危机。大萧条及战后第二次危机时，工业生产效率和工业部门迅猛扩张，导致供给侧的增长速度远超需求的增速。科网泡沫时期大量资本涌入导致科网供给过剩，但是新需求不足产生“类供给过剩”。2) 危机期间的传导机制：股市崩盘→经济下行→银行倒闭的恶性循环。3) 资产表现：权益资产普跌，避险资产在初期相对抗跌。危机末期，避险资产&与经济复苏相关的资产率先反弹。

四、本币过剩导致的危机：欧洲/墨西哥/亚洲金融危机

1) 我们认为，92 年欧洲汇率机制危机、94 年墨西哥金融危机和 97 年亚洲金融危机主要是本币过剩导致的。2) 危机期间的传导机制：本国经济遭遇冲击，固定汇率导致本币吸引力下降，资本大量外逃，央行放弃固定汇率引爆连锁反应，即股市下跌→本币贬值→资本出逃→放弃固定汇率制→危机加剧的恶性循环。3) 资产表现：相关国家权益资产普跌，贵金属表现强劲，与危机国出口相关的产品相对韧性。

五、债务过剩导致的危机：90 年日本经济危机、08 年次贷危机

1) 我们认为，90 年代日本经济危机和 08 年次贷危机主要是债务过剩导致的危机。2) 危机期间的传导机制：货币快速扩，流动性严重过剩，债务信贷大幅扩张，导致政策收紧→债务压力暴增→银行信贷紧缩→经济危机的恶性循环。3) 资产表现：与债务挂钩最紧密的地产和权益市场跌幅较大。

六、当下风险或尚未真正暴露，不宜掉以轻心

我们认为，当前全球风险资产或面临着三类危机叠加：风险不仅局限于 AI 泡沫，还存在于主导国的主权债务困境，以及主权货币信用裂痕扩张。对于 AI 而言，目前暴露出的问题大多停留在微观层面；宏观的问题则显得相对复杂：一方面，参考历史经验，我们判断泡沫的破裂往往发生在加息之后，当前条件尚不满足；另一方面，也要警惕“这次不一样”的可能。历史少有美元信用受挑战的时刻，但这一次美元信用也面临质疑，因此需要警惕的因素变得更加多元。

分析师

曹柳龙 S0800525010001
13817664054
caoliulong@research.xbmail.com.cn
徐嘉奇 S0800525030002
13207572120
xujiaqi@research.xbmail.com.cn
王超特 S0800525100005
13216165161
wangchaote@xbmail.com.cn

联系人

缪一宁
19921876895
miaoyining@research.xbmail.com.cn

七、配置建议：适当再平衡“AI+涨价”的牛市杠杆

危机之所以是危机，就是因为其难以预测。配置上建议兼顾高波动的 AI 和高赔率的“涨价”顺周期。我们认为，三季度如果美股流动性冲击“倒逼”美联储 QE，为国内化债创造条件，中国实体部门的资产负债表有望修复，PPI 涨价也能传导到 CPI 链条，建议重视“涨价”顺周期“戴维斯双击”的机会——

（1）AI 尚未泡沫化，成长投资者需要接受 AI 算力硬件（**通信设备/半导体/存储等**）的高波动性；

（2）PPI 涨价将有望传导到 CPI，价值投资者既要把握 PPI 涨价链（**煤炭/石油/化工/新能源**），也要耐心等待下半年资产负债表修复驱动的 CPI 涨价链（**地产/白酒等**）。

风险提示：全球宏观数据超预期变化，海外地缘局势超预期变化，技术进步与应用落地节奏变化，PPI 向 CPI 传导不畅的风险等。

索引

内容目录

引言	5
一、 泡沫风险初显：美股遭遇“黑色星期五”	5
二、 百年典型金融危机复盘：八次危机、三类过剩、六个阶段	7
三、 实物过剩导致的危机：美国大萧条、战后第二次危机和科网泡沫	9
3.1 错配经济：供给过剩导致危机，虚假繁荣催生泡沫	9
3.2 科网泡沫：新技术前置，新需求不足的“类供给过剩”	13
四、 本币过剩导致的危机：欧洲/墨西哥/亚洲金融危机	16
4.1 本币过剩危机：固定汇率制度的困境	16
4.2 本币过剩危机的影响路径	18
4.3 本币过剩危机对资产价格的影响	20
五、 债务过剩导致的危机：90 年日本经济危机、08 年次贷危机	21
5.1 90 年代日本经济危机	21
5.2 2008 年美国次贷危机	23
六、 当下风险或尚未真正暴露，不宜掉以轻心	26
七、 配置建议：适当再平衡“AI+涨价”的牛市杠杆	29
八、 风险提示	30

图表目录

图 1：6 月 5 日全球资产价格表现	5
图 2：全球资产价格进入高价+高波的区间	6
图 3：黄金与股市相关性再次回正	6
图 4：历史上八次危机可以划分为三类过剩	7
图 5：泡沫酝酿与爆发的六个阶段	8
图 6：美国大萧条&战后第二次危机经过	9
图 7：大萧条前美国工业增长迅速，供给过剩严重	10
图 8：大萧条前财富分配极度不均，压制居民实际需求	10
图 9：战后第二次危机，投资和生产持续增长	10
图 10：战后第二次危机，通胀上行	10
图 11：大萧条时期危机的传导机制	11
图 12：战后第二次经济危机的传导机制	11
图 13：大萧条前后部分资产表现	11
图 14：战后第二次经济危机前后部分资产表现	12
图 15：1998-2001 年科网泡沫经过	13
图 16：美国互联网用户增速显著放缓	14

图 17: 美国互联网行业风险投资在 1999 年开始激增	14
图 18: 科网泡沫传导机制	14
图 19: 美国科网泡沫期间降息路径	14
图 20: 科网泡沫期间部分资产表现	15
图 21: 第一轮: 欧洲汇率机制危机 (1992)	16
图 22: 1994 年墨西哥金融危机	17
图 23: 1997 年亚洲金融危机	17
图 24: 20 世纪 80 年代末英国经济陷入滞胀, 加入 ERM	18
图 25: 英国等国与德国经济周期错位, 难以维持利率高位	18
图 26: 墨西哥经历恶性通胀, 汇率锚定美元	18
图 27: 美联储快速加息, 带来贬值压力	18
图 28: 1989-1995 美元加息前部分东南亚国家出口强劲	19
图 29: 美元进入强势周期, 日元大幅贬值, 挤压了东南亚地区	19
图 30: 欧洲/墨西哥/亚洲金融危机期间, 本币均迎来大幅贬值	19
图 31: 三次汇率危机期间大类资产变动	20
图 32: 日本 90 年代经济危机历史回顾	21
图 33: 泡沫破裂后, 日本城市土地价格和经济增速均明显下滑	22
图 34: 日本房地产泡沫破裂后进入长期的寒冬	22
图 35: 资产泡沫破灭后, 日本股市和房市均明显调整	22
图 36: 1990 年后, 日本企业破产倒闭数量大幅增加	23
图 37: 1991 年后日本 GDP 增速下降, 甚至出现零增长、负增长	23
图 38: 2008 年次贷危机经过	23
图 39: 次贷危机前房价上涨	24
图 40: 高涨的房价催生资产证券化	24
图 41: 流动性过剩后的政策收紧, 直接导致次贷危机爆发	24
图 42: 次贷危机期间部分商品的表现	25
图 43: 部分地区监管层开始强调整理性投资	26
图 44: 纳指的预测 PE 在历史中枢附近, 但 PEG 处于历史低位	26
图 45: 历次金融危机, 往往都在加息周期内, 或加息后的高利率时期	27
图 46: 3 月美伊冲突以来, 能源自给率差的国家货币大幅贬值	27
图 47: 目前霍尔木兹海峡的通行仍然低迷	27
图 48: 1 月冲顶后黄金重回实际利率定价	28
图 49: 5 月央行继续增持黄金	28
图 50: 行业配置建议关注 AI+涨价的杠铃策略	29

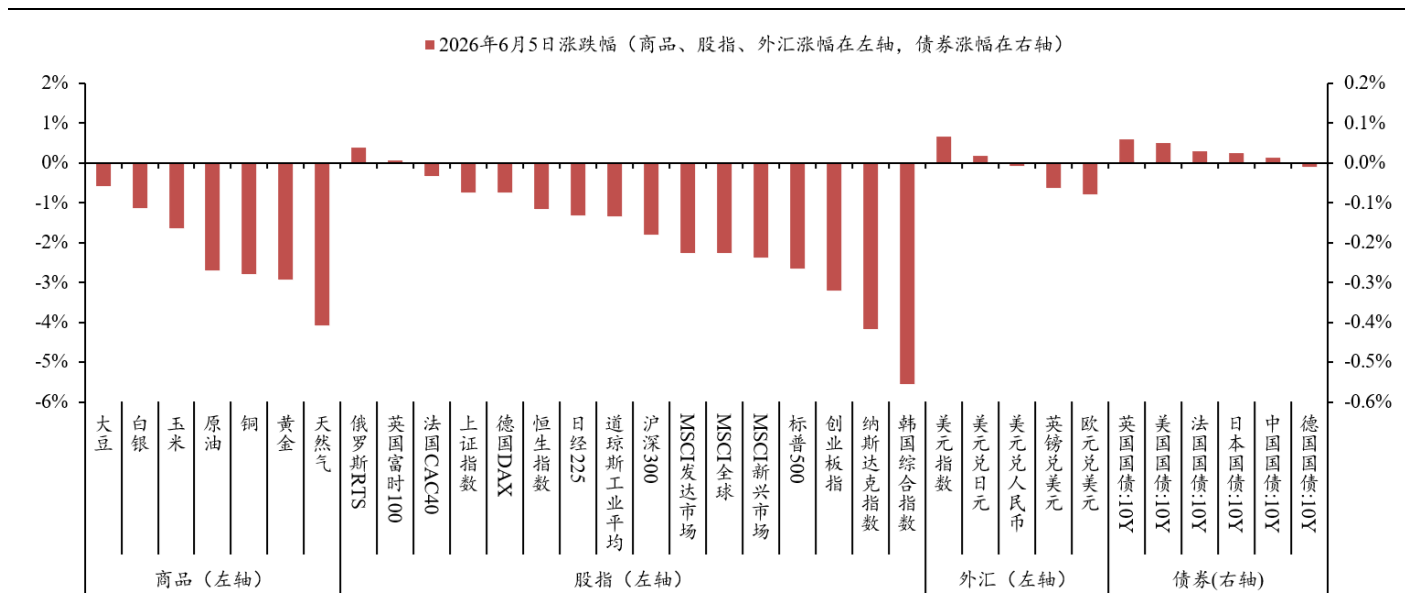
引言

上周美股遭遇“黑色星期五”，市场恐慌情绪一度上升，AI 泡沫风险&金融风险的担忧甚嚣尘上。我们总结，近百年全球八次金融危机，都发生在美联储加息之后。当前美联储仍在降息周期中，发生金融危机的概率并不大。但我们需要警惕美债利率高位，可能导致美股流动性冲击，风险资产波动率或明显放大。建议适当再平衡“AI+涨价”的牛市杠铃。

一、泡沫风险初显：美股遭遇“黑色星期五”

伴随着对加息预期的骤然升温，6月5日美股遭遇“黑色星期五”，全球市场产生了对AI 泡沫风险&金融风险的担忧。由于非农数据大幅超预期，此前市场预期的滞胀逻辑面临实际数据的挑战。海外AI 的估值与市场集中度仍然在不断提升，伴随着加息预期的回升，上周五的美国股市以及债市都出现了较大幅度调整。同时，全球市场上具备影响力的人群讨论AI 泡沫风险&金融风险的话题，也让市场的担忧进一步增加。

图 1：6 月 5 日全球资产价格表现



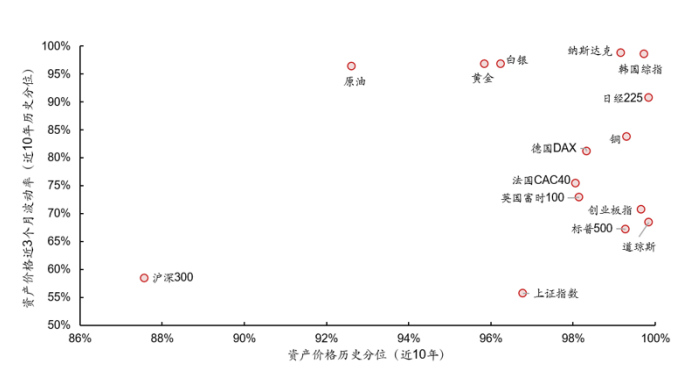
资料来源：Wind，西部证券研发中心

通过对八次典型的大型金融危机的复盘，我们发现，金融危机从产生到破灭的过程是有其规律可循的。从本质来看，泡沫是资产价格与其公允价值的之间出现的非理性的不平衡，往往由表征资产价格的金融产品的供给过剩来体现。泡沫的刺破往往要借助流动性的收紧（即美联储加息），因为流动性收紧会加速上述供给过剩问题的暴露。（详见后文）

目前阶段，泡沫风险的端倪已经出现：股市和债市的波动率加大，全球对紧缩的预期升温，本轮调整或为后续真正紧缩时行情的预演。目前，全球部分资产估值与波动率都在历史的

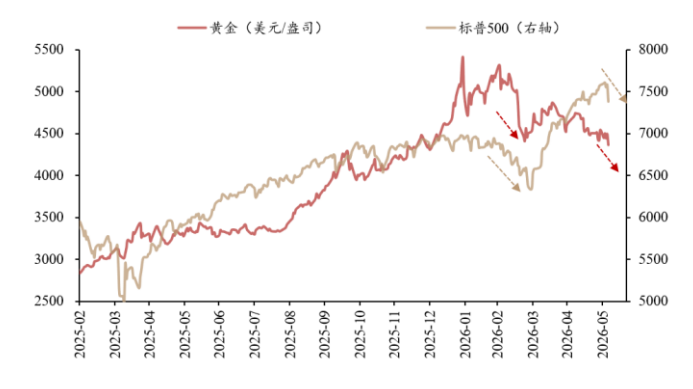
高分位区间当中，其中的某些资产可能存在泡沫化风险。而黄金在近期也频频失去避险属性和股指同涨同跌，这是流动性冲击的一个表征。但事实上，我们在《康波萧条与 AI 爆发：美国“低就业繁荣”还能走多远？》中专门分析过：金融泡沫的破裂大都在加息周期当中发生，而现在芝商所的利率期货市场一致预期加息最早在今年十二月。因而我们需要辩证看待本轮冲击：一方面，泡沫化客观存在，但另一方面，断言泡沫被刺破的论据也不充分，这一轮更像是最终泡沫破裂前的一轮预演。

图 2：全球资产价格进入高价+高波的区间



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：黄金与股市相关性再次回正

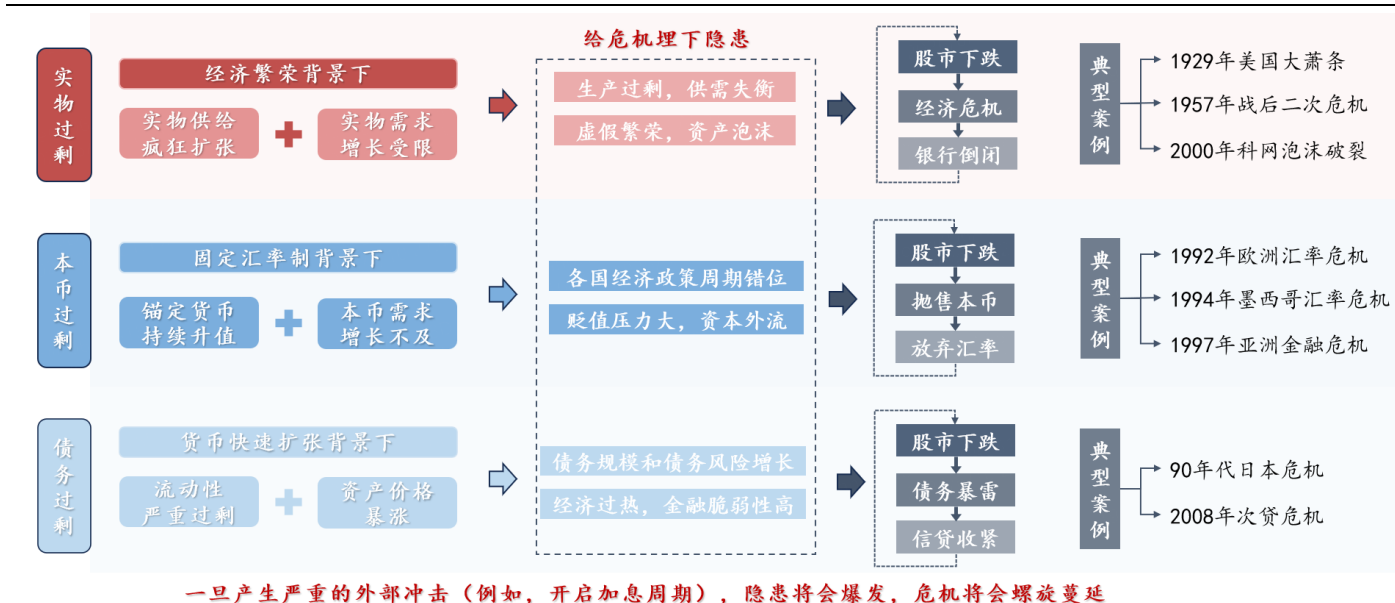


资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、百年典型金融危机复盘：八次危机、三类过剩、六个阶段

市场上对于金融危机的定义各有不同，我们选取过去百年间典型的八次金融危机为案例。我们发现，金融危机的最直接原因一般都来自于金融产品的供给过剩，同时其运行阶段和底层逻辑也有相通之处，我们把它们划分为三类过剩（实物过剩、本币过剩、债务过剩）和六个阶段。

图 4：历史上八次危机可以划分为三类过剩



资料来源：学习时报、中国经济网、第一财经、中国社会科学院、证券时报、人民网、西部证券研发中心

图 5：泡沫酝酿与爆发的六个阶段



资料来源：西部证券研发中心

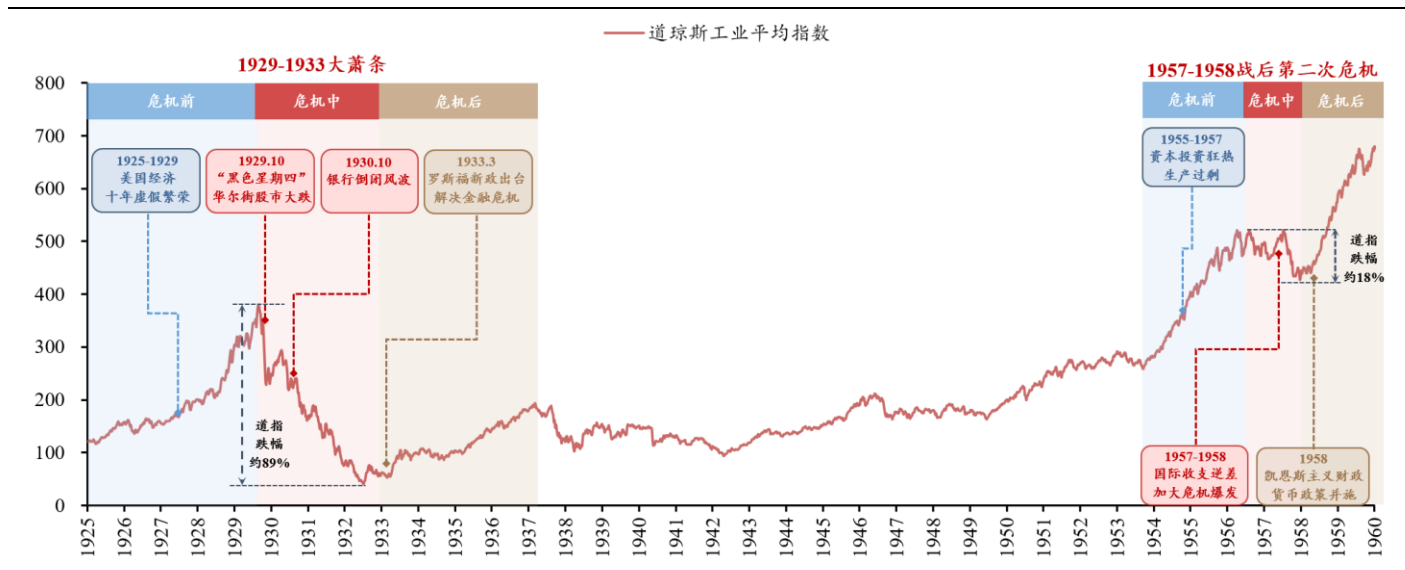
三、实物过剩导致的危机：美国大萧条、战后第二次危机和科网泡沫

3.1 错配经济：供给过剩导致危机，虚假繁荣催生泡沫

大萧条（1929-1933）——投机风气盛行，泡沫膨胀严重。股市崩盘前美国经历了 10 年的经济繁荣：在表面繁荣的经济图景下，投资者对股市前景盲目乐观，驱动股市价格不断攀升至非理性高位。“黑色星期四”股价崩盘成为导火索，金融市场与银行体系的动荡导致信贷环境急剧收紧，流动性几近枯竭，实体经济遭受重创，企业纷纷倒闭，失业率飙升。

战后第二次危机（1957-1958）——投资狂热与供需失衡的交织，生产过剩引发新一轮经济衰退。供给侧方面，企业扩大生产规模，引入先进技术，导致产能急剧扩张；需求侧方面，战后消费能力并不能完全吸纳激增的产能；政策方面，为了遏制不断攀升的通货膨胀，美联储采取了紧缩政策。

图 6：美国大萧条&战后第二次危机经过



资料来源：Wind，中国人民银行，中国社会科学院，中国经济网，经济日报，澎湃新闻，财新网，西部证券研发中心

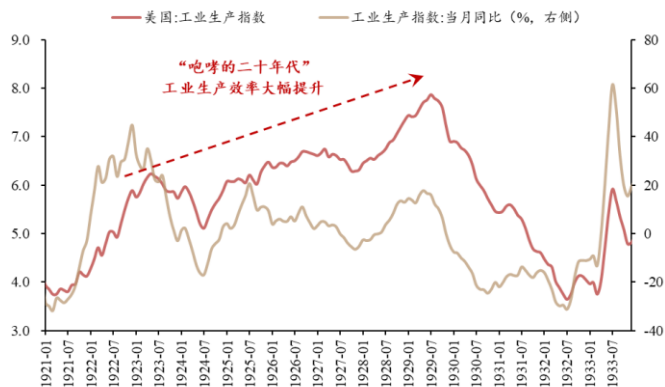
两次危机的根源：供给过剩与有效需求不足之间的矛盾爆发。

20 世纪 20 年代，美国工业生产指数的快速上升，工业部门迅猛扩张，这一时期供给侧的增长速度远超需求的增长，导致了严重的供给过剩。股市投机行为的普遍，资本过度集中、生产能力过剩，叠加投资者对股市前景的盲目乐观，共同推动股价非理性上涨。这种供需失衡和投机行为的结合，为危机爆发埋下了伏笔。

战后的经济危机同样与供给过剩紧密相关。第二次经济危机前，企业投资的激增进一步加

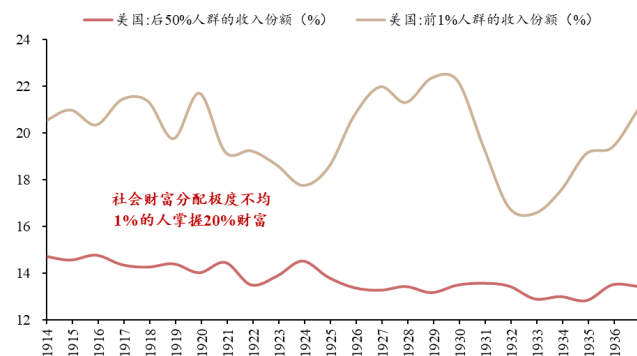
剧了供给过剩的状况。尽管战后重建带来了一定时期的需求增长，但随着时间的推移，这种需求的增长未能持续，而供给侧的过剩问题却日益凸显。

图 7：大萧条前美国工业增长迅速，供给过剩严重



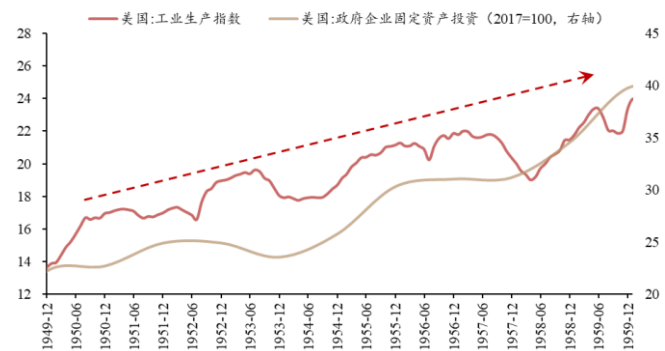
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：大萧条前财富分配极度不均，压制居民实际需求



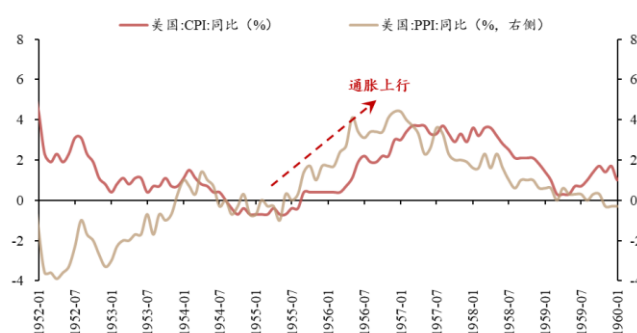
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：战后第二次危机，投资和生产持续增长



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 10：战后第二次危机，通胀上行



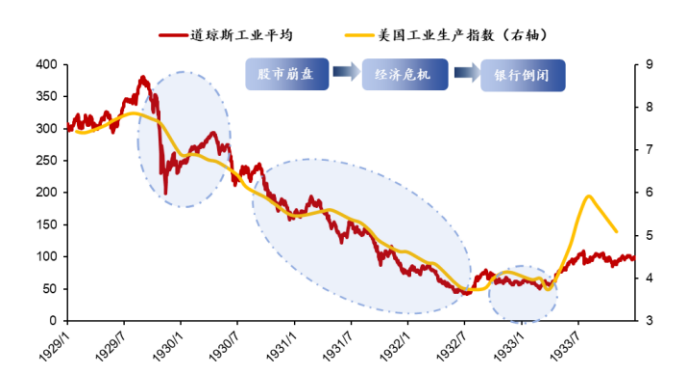
资料来源：Wind，西部证券研发中心

危机冲击下的传导逻辑链：股市崩盘引发经济下行，市场崩溃助推银行倒闭。

1929 年大萧条，道琼斯工业平均指数的急剧下跌不仅标志着大萧条的开始，也预示了经济活动的全面放缓。随着投资者信心的崩溃，资本流动性的枯竭迅速蔓延至整个经济体，导致消费和投资的急剧下降。经济下行的压力进一步加剧，银行系统遭受重创，银行倒闭数量激增，信贷紧缩，形成了一个自我强化的负面循环，加剧了经济的衰退。

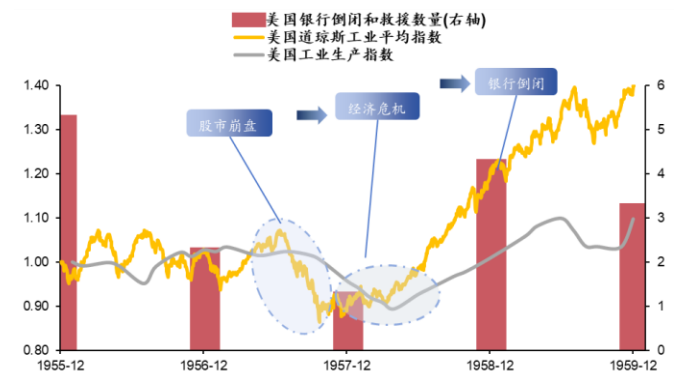
二战后两次经济危机——股市的波动和经济低迷再次显现了金融系统的脆弱性。此次危机中股市的大幅波动和经济放缓同样触发了银行系统的连锁反应。银行倒闭数量的上升揭示了金融稳定性的风险，GDP 和 CPI 的波动反映了宏观经济的不稳定性。

图 11：大萧条时期危机的传导机制



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：战后第二次经济危机的传导机制



资料来源：Wind，西部证券研发中心

资产表现：危机初股票市场普遍出现下跌趋势，反映了投资者对未来经济前景的悲观预期。大萧条期间各类资产普遍遭受重创，股市暴跌，二战后的两次经济危机中，股票市场同样经历了显著的回调；债券市场在经济不确定时期通常被视为避险资产，但在经济危机期间，即使是债券也可能面临收益率上升和价格下跌的风险。各类资产在危机后期往往会出现分化，避险资产与经济复苏相关资产率先反弹。

图 13：大萧条前后部分资产表现

大萧条		1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1940
贵金属	黄金	-1.0%	1.9%	1.4%	0.0%	2.6%	9.7%	22.8%	56.2%	0.5%	-2.5%	-0.9%	-3.5%	1.9%
	白银	-23.0%	10.4%	0.4%	-15.4%	-30.6%	1.0%	-6.8%	81.3%	20.5%	4.7%	-23.0%	-6.9%	-0.4%
工业金属	铜	-2.7%	-4.6%	13.2%	25.6%	-26.5%	-31.4%	-23.7%	33.1%	16.2%	0.1%	8.5%	34.2%	-22.6%
	铝	-1.7%	-4.1%	-4.6%	0.0%	2.1%	7.3%	11.5%	5.4%	-10.3%	-7.4%	-0.9%	-5.4%	1.4%
	钢	-3.4%	-5.8%	3.1%	2.7%	-7.6%	3.3%	8.1%	9.4%	6.8%	-3.0%	5.7%	20.6%	-0.2%
粮食	玉米	28.3%	61.5%	52.9%	74.8%	65.9%	49.0%	10.3%	102.1%	54.0%	22.9%	132.5%	35.2%	10.1%
	大豆	-10.8%	-12.1%	-3.4%	8.8%	-6.4%	-37.7%	-49.4%	59.7%	52.2%	-16.7%	-2.0%	31.5%	-31.8%
	小麦	-9.8%	-12.0%	16.5%	-17.4%	-23.7%	-24.3%	-7.3%	46.0%	20.2%	2.8%	10.4%	3.9%	-33.5%
其他商品	烟草	-13.3%	-2.1%	-1.1%	-1.8%	-0.7%	-6.1%	-14.4%	22.9%	47.9%	15.0%	-5.2%	-8.1%	4.2%
	棉花	-23.1%	1.9%	14.2%	-10.2%	-24.5%	-33.1%	-5.7%	44.8%	24.8%	0.9%	0.3%	-15.0%	-17.1%
	橡胶	-32.5%	-21.9%	-40.1%	-8.3%	-48.7%	-34.5%	-37.5%	81.3%	112.2%	-7.2%	32.3%	13.1%	-23.0%
	原木	-8.5%	-2.3%	-8.7%	26.1%	-19.2%	-8.6%	-14.3%	5.4%	9.9%	-1.8%	3.6%	6.3%	-9.2%
能源	煤炭	0.0%	-1.6%	-5.2%	-4.3%	-2.0%	-0.7%	-5.2%	7.8%	26.4%	-1.4%	-1.5%	6.4%	2.4%
	石油	12.2%	-35.1%	-1.9%	3.5%	-10.7%	-42.3%	53.6%	-20.1%	48.0%	-2.5%	9.0%	7.0%	-2.3%
	天然气	10.0%	-8.3%	1.4%	-11.1%	2.6%	-4.1%	-4.4%	5.4%	-3.2%	-2.5%	-0.9%	-19.6%	1.9%
股市	美国	13.8%	15.0%	28.5%	38.3%	-24.4%	-41.5%	-53.4%	31.4%	16.0%	22.6%	34.6%	2.6%	-5.6%
债市	美国	-0.3%	0.7%	0.7%	-0.9%	-1.8%	-3.4%	2.4%	2.9%	-0.4%	1.3%	-0.6%	-3.0%	-1.4%

资料来源：Wind，Chartbook of Real Commodity Prices，西部证券研发中心

图 14：战后第二次经济危机前后部分资产表现

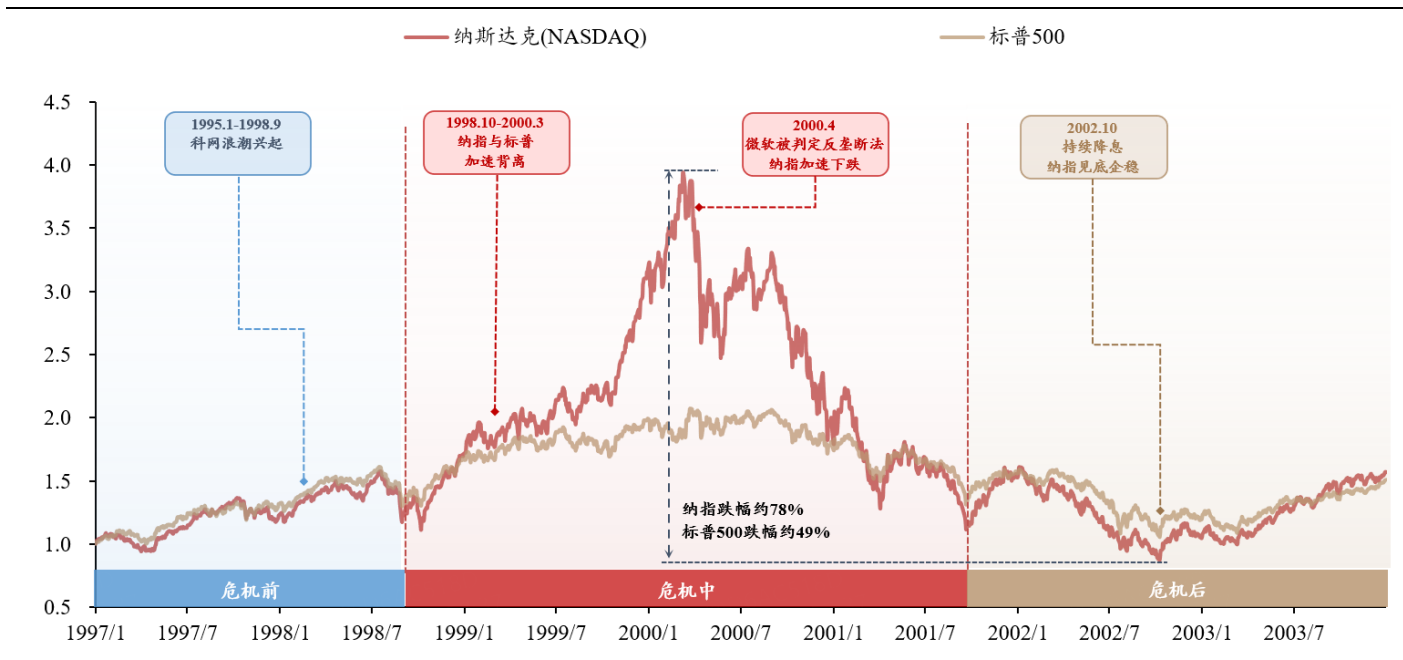
二战后第二次危机		1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962
贵金属	黄金	-7.4%	-1.5%	0.1%	-1.4%	-3.2%	-2.7%	-0.8%	-0.4%	-1.8%	-1.2%	-1.5%
	白银	1.6%	-0.5%	6.5%	-0.5%	-5.1%	-3.5%	1.9%	-1.6%	11.9%	14.8%	6.6%
工业金属	铜	18.1%	2.6%	26.7%	9.9%	-31.7%	-15.2%	20.0%	1.2%	-7.6%	1.1%	-1.2%
	铝	6.9%	3.8%	9.1%	-0.2%	2.2%	-5.0%	-1.2%	3.6%	-2.9%	-7.3%	-6.6%
	钢	6.3%	3.7%	6.3%	6.0%	5.4%	-0.8%	5.3%	-1.6%	-1.0%	-1.1%	-0.1%
粮食	玉米	-10.8%	-0.9%	-11.8%	2.6%	-16.0%	-4.1%	-3.2%	-7.3%	-2.6%	-1.1%	9.6%
	大豆	-7.7%	16.1%	-25.1%	3.5%	-11.7%	-9.0%	-1.2%	-4.5%	17.9%	-9.1%	8.2%
	小麦	-12.7%	3.4%	-1.0%	4.6%	-4.3%	-10.2%	-5.2%	-0.4%	4.8%	-1.5%	-4.6%
其他商品	烟草	4.7%	1.4%	-1.1%	-2.3%	5.6%	-1.6%	0.0%	1.0%	-10.9%	-11.1%	-5.5%
	棉花	-9.7%	-1.3%	0.5%	-4.5%	-5.9%	-1.4%	-3.9%	-5.9%	1.7%	-4.5%	-1.7%
	橡胶	-37.6%	-2.9%	66.2%	-14.0%	-12.0%	-12.3%	29.1%	2.8%	-23.7%	-7.3%	-8.6%
	原木	1.2%	-0.7%	6.2%	-0.6%	-6.8%	-5.4%	0.0%	5.6%	2.5%	8.8%	-3.6%
能源	煤炭	-0.3%	-8.5%	-0.3%	5.5%	1.8%	-6.9%	-2.5%	-3.2%	-3.3%	-3.3%	-3.4%
	石油	4.9%	3.3%	0.4%	-1.5%	4.9%	-2.8%	-3.6%	-1.6%	-1.0%	-1.1%	-1.2%
	天然气	11.7%	10.6%	0.4%	8.4%	-3.4%	6.2%	7.4%	6.0%	6.1%	5.5%	-1.2%
股	日本	58.7%	-12.7%	9.7%	29.8%	10.2%	7.0%	43.8%	35.7%	39.0%	-8.6%	1.6%
	美国	1.9%	21.1%	32.5%	11.4%	-3.5%	3.2%	28.8%	-2.3%	11.9%	-7.6%	11.8%
债	日本	1.8%	-1.4%	1.0%	1.1%	-0.8%	0.7%	2.0%	0.5%	0.3%	-0.6%	-0.1%
	中国	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	德国	-0.2%	0.2%	-3.5%	0.5%	0.2%	1.4%	1.2%	0.5%	-0.5%	-0.9%	0.2%
	英国	0.7%	1.0%	-0.4%	-0.9%	-0.6%	1.5%	1.2%	-0.9%	-0.3%	-0.2%	0.9%
	美国	-0.4%	1.4%	0.8%	-0.1%	-0.7%	1.2%	0.2%	-0.3%	0.6%	-0.6%	0.3%
债市涨跌为收益率变化的相反数												

资料来源：Wind，Chartbook of Real Commodity Prices，西部证券研发中心

3.2 科网泡沫：新技术前置，新需求不足的“类供给过剩”

科网泡沫（1998年-2001年）——互联网技术的快速发展，科技投资热潮掩盖了虚假的业绩。20世纪90年代互联网以闯入大众生活，投资者被新数字经济的前景所吸引，许多带有“.com”标签的初创公司在匆忙中启动IPO。低利率环境、风险资本的涌入，以及媒体对“新经济范式”的宣传，纳斯达克指数在短短五年间上涨数倍，无数缺乏盈利的初创企业享受着偏高的估值。

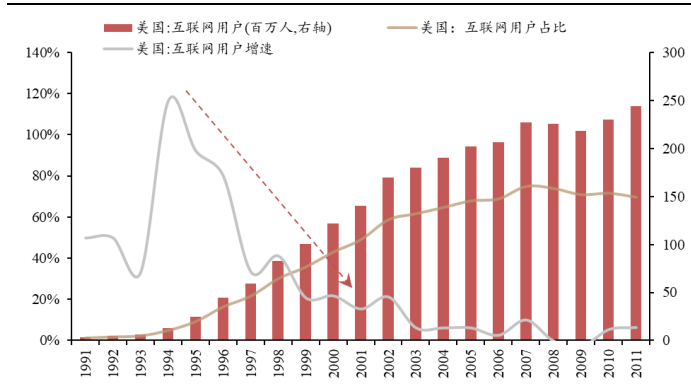
图 15：1998-2001 年科网泡沫经过



资料来源：Wind，证券时报，CBS Market Watch，西部证券研发中心。注：股指走势进行标准化处理

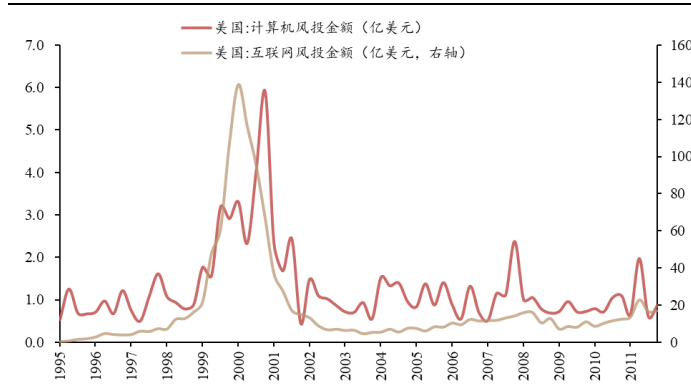
危机根源：新科技周期，资本涌入但有效需求不足。随着互联网渗透率的提升，用户增速逐渐放缓，有效需求大幅下降。然而1999年，互联网行业资本大量涌入，行业风险投资快速增长，成为供需失衡的重要原因之一，最终也导致了泡沫的崩盘。

图 16：美国互联网用户增速显著放缓



资料来源：Wind，西部证券研发中心

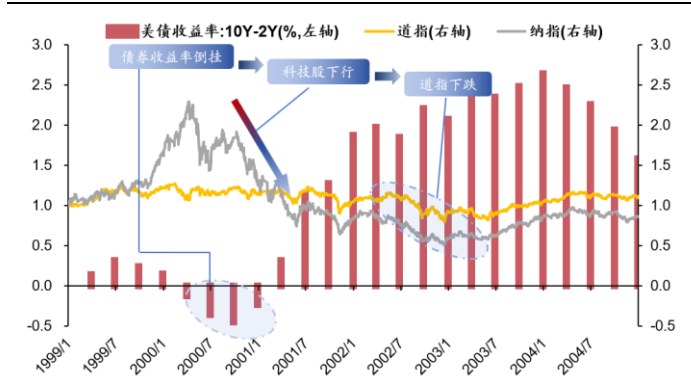
图 17：美国互联网行业风险投资在 1999 年开始激增



资料来源：Wind，西部证券研发中心

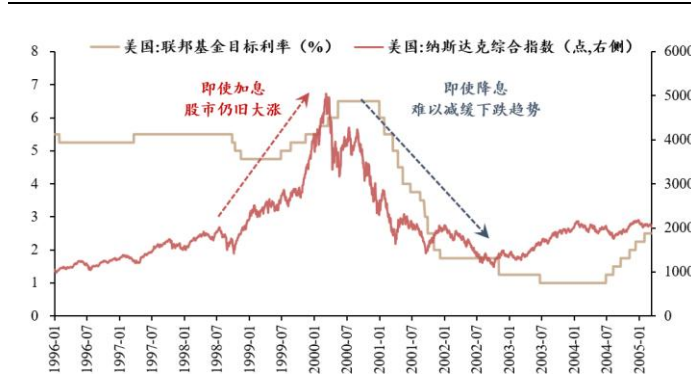
危机冲击下的传导逻辑链：经济繁荣，新科技周期启动，初期由科技股的业绩兑现支撑，美联储加息难以抑制股市增长。随着泡沫产生，业绩被超预期定价，科技股迎来崩盘，并最终带动道指同步下挫。在这一时期，尽管美联储开始降息以刺激经济，纳斯达克指数却未能止跌，反而出现了大幅下跌。市场对于科技股的信心已经受到了严重打击，降息政策并未能有效覆盖市场的恐慌情绪和对科技股业绩的担忧。市场信心受损，单纯的货币政策调整难以立即扭转股市的下跌趋势。

图 18：科网泡沫传导机制



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19：美国科网泡沫期间降息路径



资料来源：Wind，西部证券研发中心

科网泡沫下的资产表现：科网泡沫期间，新兴的计算机和互联网行业推动了对贵金属和工业金属的需求增长，但随着泡沫的破灭，这些资产的表现也经历了相应的调整。这一时期的资产演进路径凸显了技术创新对特定商品市场的影响。

图 20：科网泡沫期间部分资产表现

互联网泡沫危机		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
贵金属	黄金	-2.0%	4.5%	-1.3%	-1.4%	-12.3%	-16.8%	-4.3%	-6.0%	-3.2%	-5.6%	12.5%	14.7%
	白银	-7.9%	30.0%	-6.4%	5.0%	-10.8%	22.9%	-8.1%	-8.0%	-8.2%	-14.2%	3.6%	3.6%
工业金属	铜	-5.2%	-18.6%	17.4%	23.7%	-24.0%	-3.0%	-28.4%	-7.0%	11.6%	-15.3%	-2.8%	11.5%
	铝	-6.5%	-11.9%	26.2%	19.0%	-18.9%	3.8%	-16.4%	-2.0%	10.4%	-9.3%	-8.1%	3.7%
	钢	-17.6%	2.4%	0.2%	-2.8%	-2.9%	1.9%	-6.5%	-14.7%	17.6%	-28.8%	12.1%	26.9%
粮食	玉米	-7.0%	-3.2%	1.1%	12.9%	31.8%	-30.5%	-19.0%	-14.6%	-5.1%	-1.6%	9.0%	3.8%
	大豆	-4.6%	5.2%	-3.7%	0.1%	14.2%	-5.3%	-18.9%	-18.9%	1.6%	-10.1%	6.9%	21.4%
	小麦	11.7%	-9.8%	0.2%	17.5%	8.8%	-25.1%	-23.6%	-15.5%	-0.6%	5.9%	18.8%	4.3%
其他商品	烟草	-4.6%	-23.9%	-4.4%	-2.7%	12.3%	13.0%	-7.0%	-10.8%	-5.3%	-1.8%	-10.1%	-5.7%
	棉花	-26.0%	-2.8%	34.3%	17.4%	-19.1%	-3.7%	-18.6%	-20.7%	7.6%	-21.0%	-5.2%	34.2%
	橡胶	1.3%	-6.3%	32.0%	36.5%	-14.3%	-28.6%	-30.2%	-14.8%	2.7%	-16.2%	30.9%	38.4%
	原木	6.2%	80.7%	-23.1%	-19.2%	-4.2%	-7.6%	-32.9%	12.7%	-1.8%	-18.6%	1.1%	12.0%
能源	煤炭	-8.2%	-15.8%	1.9%	19.2%	-6.8%	-9.2%	-16.9%	-12.4%	2.0%	21.9%	-21.2%	7.2%
	石油	-7.1%	-12.4%	-9.8%	4.1%	16.7%	-10.0%	-30.5%	31.2%	52.5%	-16.9%	-0.9%	16.6%
	天然气	3.0%	13.8%	-11.6%	-18.5%	36.0%	4.5%	-17.6%	6.2%	83.8%	-10.7%	-16.3%	59.3%
股	日本	-25.5%	5.5%	4.4%	-13.1%	21.7%	-12.8%	-16.5%	9.6%	1.9%	-29.5%	-16.3%	-8.0%
	中国	328.0%	51.3%	-34.4%	-1.3%	17.1%	54.1%	8.7%	9.5%	36.5%	2.4%	-20.1%	-6.1%
	德国	-	-	-	-	-	-	-	-	-19.6%	13.4%	-4.2%	-7.6%
	英国	3.8%	15.7%	6.0%	6.7%	14.2%	22.7%	19.8%	11.6%	1.4%	-12.8%	-17.4%	-11.7%
	美国	12.1%	7.3%	7.6%	18.5%	27.7%	29.7%	15.9%	21.4%	2.4%	-4.9%	-9.7%	-2.3%
债	日本	-0.3%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.2%	-0.2%	0.0%
	中国	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	德国	0.0%	0.3%	0.3%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.2%	-0.6%	0.1%	-0.9%
	英国	0.6%	1.0%	-0.6%	0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	0.4%	-0.1%	-0.4%	-1.0%	0.5%
	美国	0.3%	0.1%	-0.2%	0.6%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	0.2%
债市涨跌为收益率变化的相反数													

资料来源：Wind，Chartbook of Real Commodity Prices，西部证券研发中心

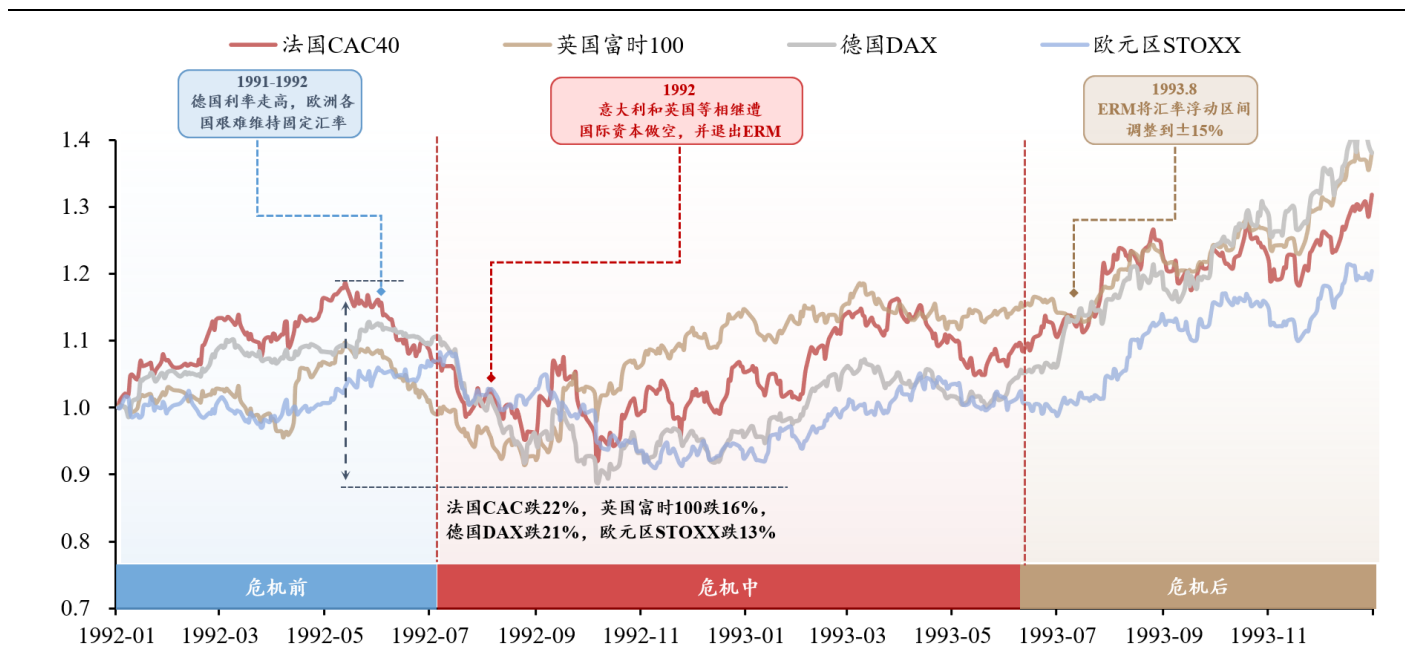
四、本币过剩导致的危机：欧洲/墨西哥/亚洲金融危机

4.1 本币过剩危机：固定汇率制度的困境

本币过剩的危机，历史上典型的有三轮：**1992年的欧洲汇率机制危机、1994年的墨西哥金融危机和1997年的亚洲金融危机。**

第一轮：欧洲汇率机制危机（1992）。（1）开端：1992年，欧共体内部实行固定汇率制，但各国内部经济实力不均，导致货币政策不一致，为索罗斯做空英镑提供了窗口；（2）爆发：英镑汇率大跌，引动意大利、法国等国货币同步暴跌，意大利和英国退出ERM（欧洲汇率机制）；（3）结束：危机以ERM扩大汇率浮动区间（退出固定汇率制）为结束。

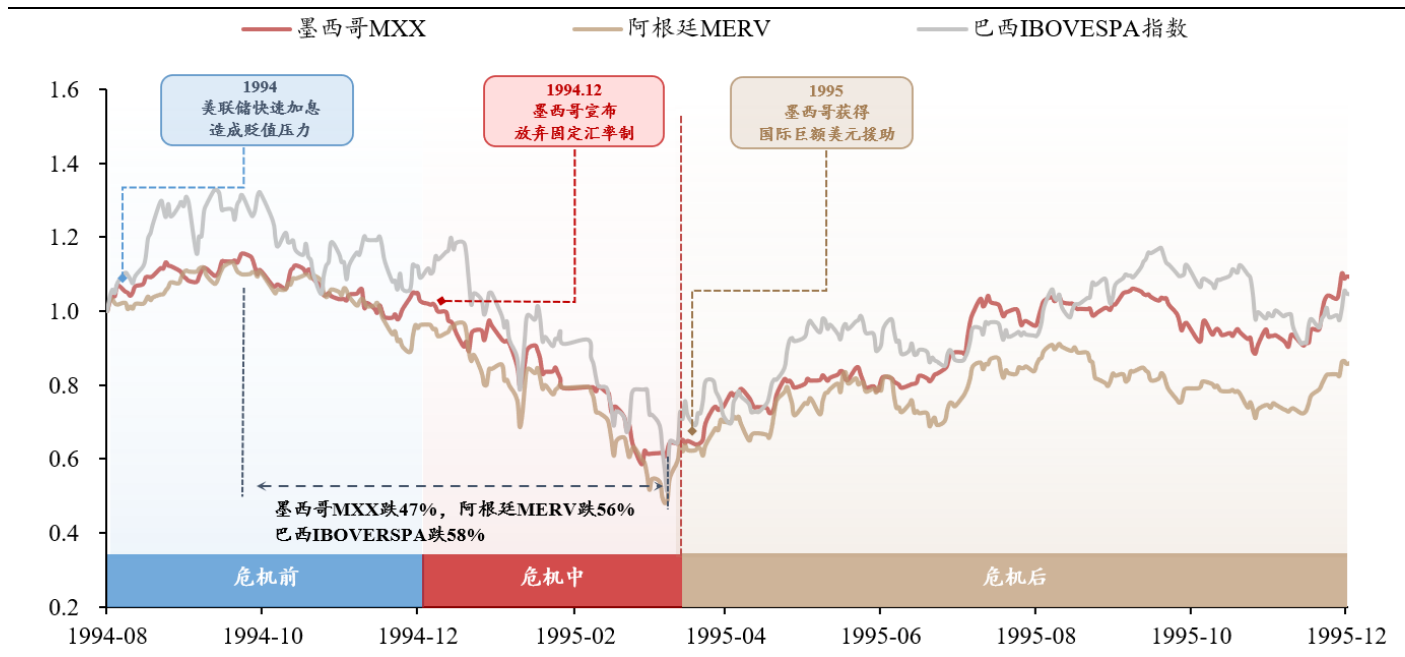
图 21：第一轮：欧洲汇率机制危机（1992）



资料来源：Wind，IMF，金融界，西部证券研发中心。注：股指走势进行标准化处理

第二轮：墨西哥金融危机（1994）——投资者对墨西哥黯淡经济前景信心崩塌，资本外逃比索崩盘。（1）酝酿：1994 年 4 月起，美联储连续快速加息，资本外流，带来贬值压力；（2）恶化：为了稳定信心，墨西哥发行美元标价债券，债务持续积累；（3）爆发：债务累积叠加政治动荡，投资者信心崩塌比索遭抛售，1994 年 12 月墨西哥难以承受压力宣布放弃固定汇率制；（4）结束：墨西哥获得美国为首的金融援助，后续陆续获得巨额援助，逐渐稳定国内经济。

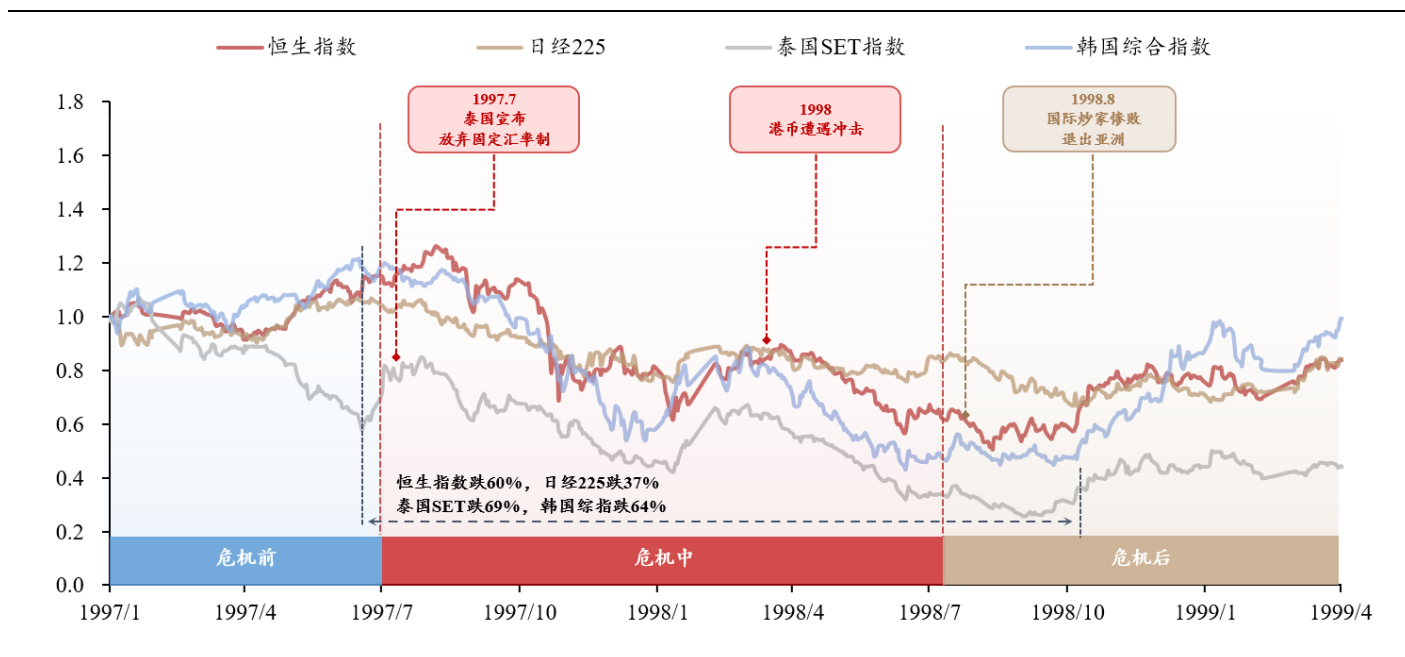
图 22：1994 年墨西哥金融危机



资料来源：Wind，中国社会科学网，浙江日报，西部证券研发中心。注：股指走势进行标准化处理

第三轮：亚洲金融危机（1997）——美元走强影响东南亚出口和债务，在国际游资攻击下先后放弃固定汇率。（1）酝酿：美元走强，日元走弱，影响东南亚出口，同时各国美元标价债务压力剧增；（2）爆发：从泰国宣布放弃固定汇率开始，危机席卷东南亚印尼、菲律宾、马来西亚各国（3）蔓延：中国香港受到影响，股汇齐跌，恒指跌破万点，日韩经济受到冲击；（4）结束：国际炒家在俄罗斯、香港遭遇失败，退出亚洲。

图 23：1997 年亚洲金融危机



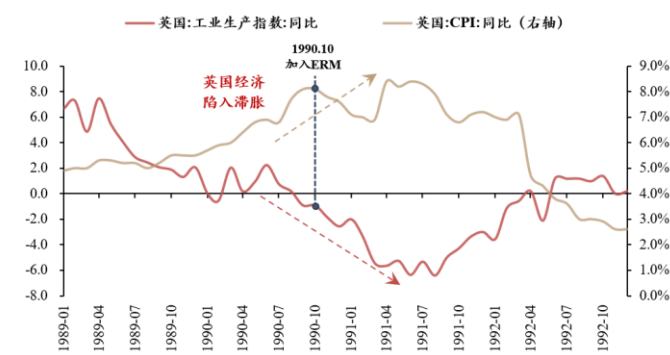
资料来源：Wind，经济观察网，西部证券研发中心。注：股指走势进行标准化处理

4.2 本币过剩危机的影响路径

4.2.1 实行固定汇率，本币吸引力不及锚定货币

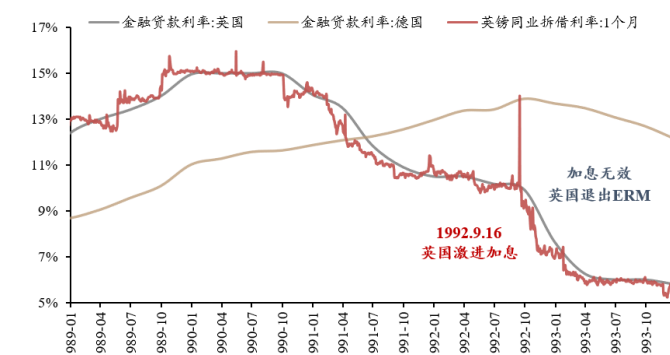
20 世纪 80 年代末，英国通胀率高、国际收支赤字巨大，加入 ERM 被视为抵御投机压力、实现货币扩张与工业表现低迷之间调整的绝佳机会。德国联邦银行被看做欧洲汇率机制各成员国中央银行之锚，自 1992 年以来持续加息。与此同时，英国为了应对本国“自第二次世界大战以来第二次最严重的经济衰退”，实行货币宽松政策，两国政策开始错配。

图 24：20 世纪 80 年代末英国经济陷入滞胀，加入 ERM



资料来源：Wind，经济参考报，西部证券研发中心

图 25：英国等国与德国经济周期错位，难以维持利率高位

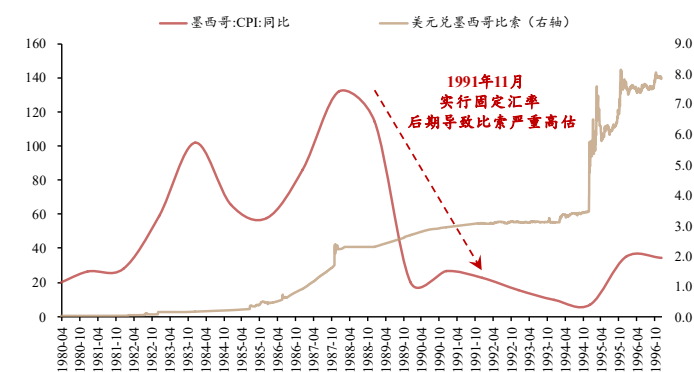


资料来源：Wind，经济参考报，西部证券研发中心

墨西哥比索锚定美元，稳定通胀，实现经济繁荣。墨西哥在历史上曾经历过恶性通货膨胀，为了有效控制通货膨胀，政府采用固定汇率制作为货币政策的“名义锚”；同时，与美国经济保持高度的协同性，吸引了外部资本，促进了经济繁荣。

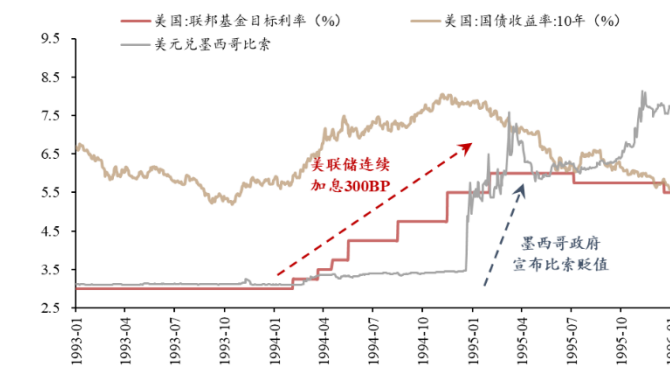
美联储连续快速加息，墨西哥比索贬值压力加剧。1994 年 4 月起，美联储采取激进的方法加息 7 次共计 300 个基点，墨西哥短期国际资本大幅流出，对外资吸引力下降，比索贬值压力加剧。

图 26：墨西哥经历恶性通胀，汇率锚定美元



资料来源：Wind，中国社会科学网，西部证券研发中心

图 27：美联储快速加息，带来贬值压力

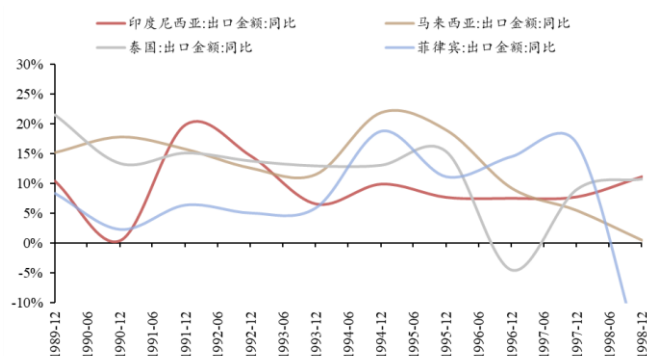


资料来源：Wind，西部证券研发中心

泰国、马来西亚、印尼等国受益于锚定美元，出口繁荣。固定汇率减少了外汇市场的波动性，促进了对外贸易，1984-1995 年，美元对主要货币持续走弱，泰铢等相关货币随之贬值，提高了出口竞争力。

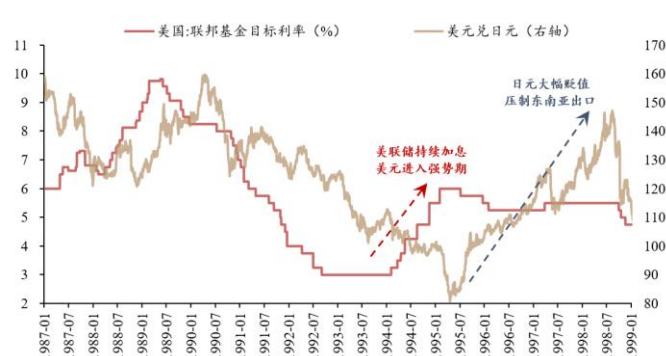
美元强势导致出口下跌，债务积累，资本外逃。20 世纪 90 年代，当美元实行持续加息同时日元大幅贬值，压制了东南亚地区的出口，导致资本外逃，房地产市场和股票市场泡沫破灭。

图 28：1989-1995 美元加息前部分东南亚国家出口强劲



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 29：美元进入强势周期，日元大幅贬值，挤压了东南亚地区



资料来源：Wind，西部证券研发中心

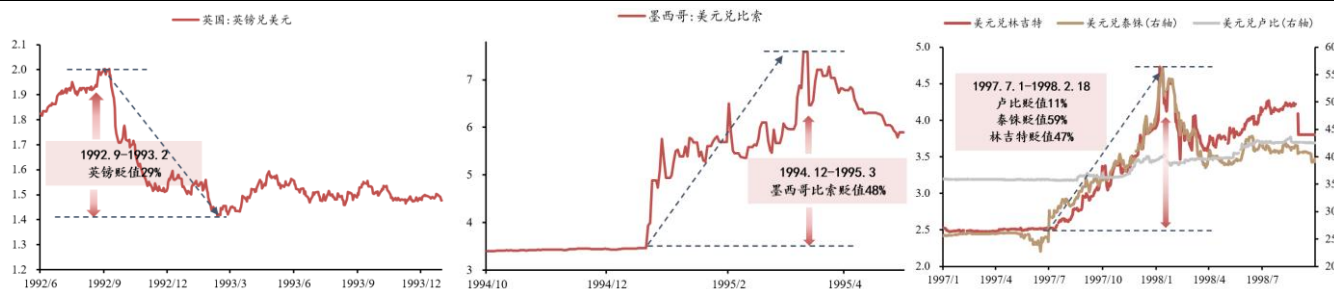
4.2.2 固定汇率崩盘，资本外逃，汇率大跌

第一轮：欧洲各国外汇储备难以支撑，英镑放弃锚定。英国维持英镑汇率失败，英国政府退出 ERM，英镑汇率开始大幅下跌。从 1992 年 9 月至 1993 年 2 月跌幅达 29%。

第二轮：墨西哥比索崩盘，允许汇率浮动。1994 年 12 月墨西哥政府宣布比索对美元实行自由浮动后，比索汇率大幅下跌。从 1994 年 12 月到 1995 年 3 月，比索跌幅达 48%。

第三轮：投机攻击席卷东南亚，各国相继溃败。泰国宣布放弃泰铢与美元挂钩的汇率制，实行浮动汇率制，泰铢汇率大幅。危机随后席卷东南亚与东北亚。1997 年 7 月至 1998 年 2 月，印尼卢比贬值 11%，泰铢贬值 59%，马来西亚林吉特贬值 47%。

图 30：欧洲/墨西哥/亚洲金融危机期间，本币均迎来大幅贬值

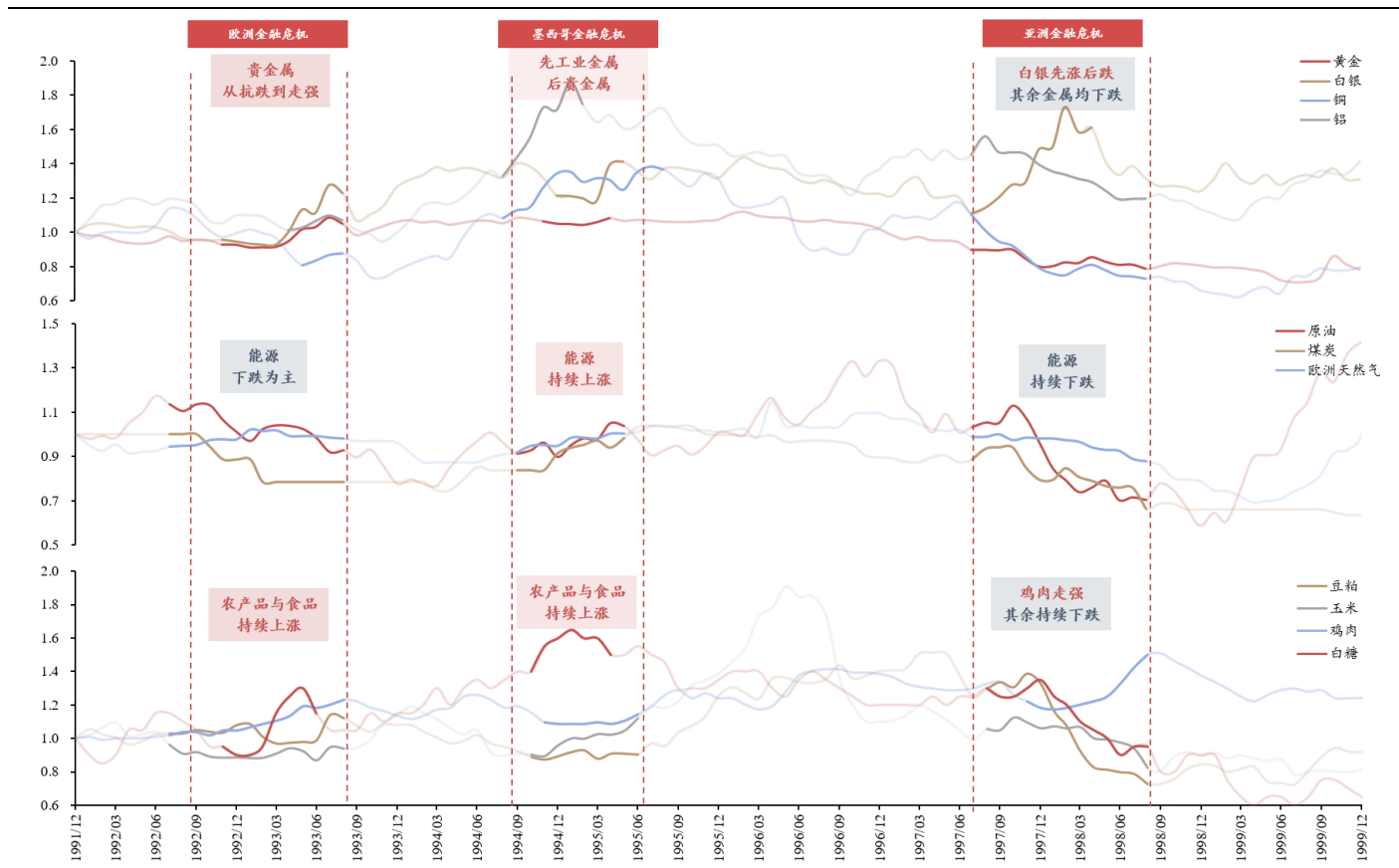


资料来源：Wind，Choice，西部证券研发中心

4.3 本币过剩危机对资产价格的影响

1992 年欧洲汇率危机期间：贵金属表现强劲，能源表现偏弱，农产品与食品均走强；1994 年墨西哥金融危机期间，工业金属和贵金属强劲，墨西哥产出相关的农作物价格同步上升；1997 年亚洲金融危机期间，多数商品下跌，仅白银和鸡肉等相对坚韧。

图 31：三次汇率危机期间大类资产变动



资料来源：Wind，西部证券研发中心

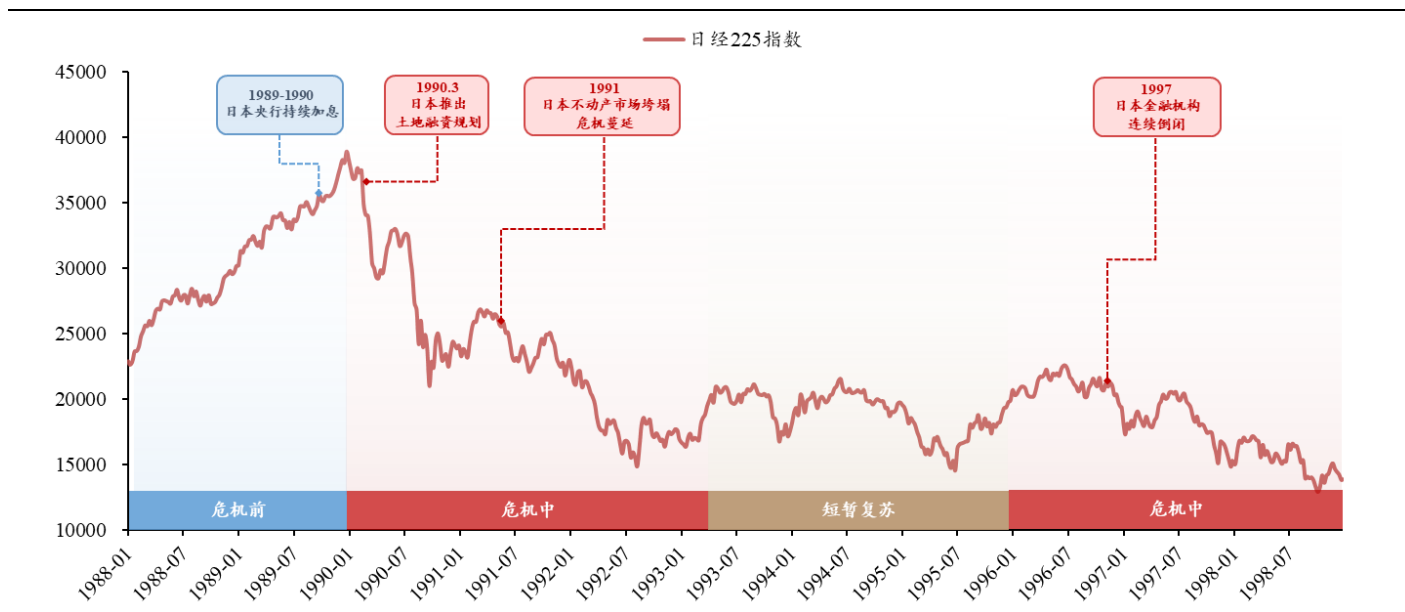


五、债务过剩导致的危机：90 年日本经济危机、08 年次贷危机

5.1 90 年代日本经济危机

1989 至 1991 年，日本央行五次加息，导致流动性紧缩和融资成本上升。这引发了资产泡沫破裂，日经 225 指数大跌，股价、房价泡沫纷纷破灭，居民债务堆积如山，经济增长停滞。这场 90 年代初的泡沫盛宴对日本经济造成了长期影响。自此，日本陷入了“失去的二十年”。

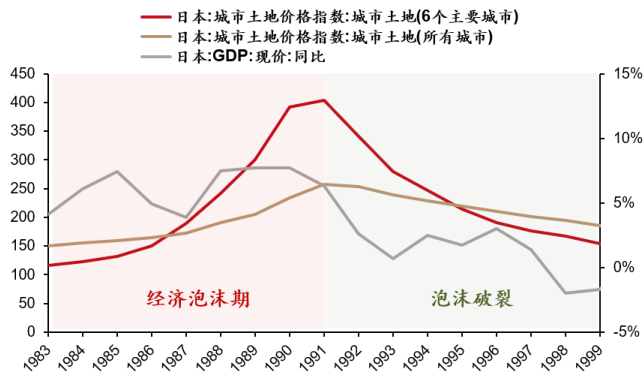
图 32：日本 90 年代经济危机历史回顾



资料来源：Wind，人民论坛网，环球网，日本银行，西部证券研发中心

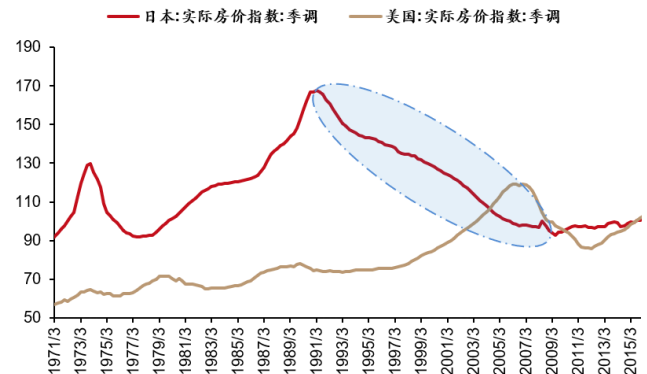
货币过剩产生债务危机的影响路径：20 世纪 80 年代，日本地产和经济快速发展。《广场协议》后日元大幅升值，引发资金大量流入股市和房地产市场。日本央行为缓解升值压力，反而为市场注入太多的财政和货币刺激。至 1989 年，央行迅速加息叠加系列政策收紧导致资产泡沫破裂，进而引发银行信贷紧缩、企业融资困难，最终酿成严重的经济危机。

图 33：泡沫破裂后，日本城市土地价格和经济增速均明显下滑



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 34：日本房地产泡沫破裂后进入长期的寒冬



资料来源：Wind，西部证券研发中心

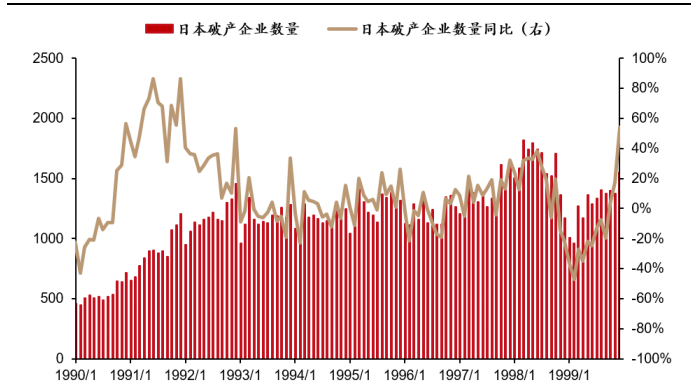
危机前后资产表现：资产泡沫破灭后，日本股市和房市经历了快速崩溃。日经 225 指数断崖式下跌，房价也大幅下滑。同时，破产企业数量激增，多家金融机构倒闭。日本经济陷入长期衰退，90 年代的 GDP 增长率远低于前两个十年，其中几年甚至出现负增长或接近零增长，经济陷入长期疲软状态。

图 35：资产泡沫破灭后，日本股市和房市均明显调整



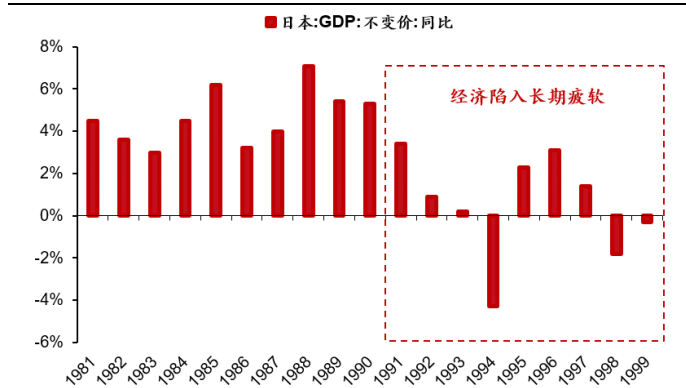
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 36：1990 年后，日本企业破产倒闭数量大幅增加



资料来源：CEIC，西部证券研发中心

图 37：1991 年后日本 GDP 增速下降，甚至出现零增长、负增长

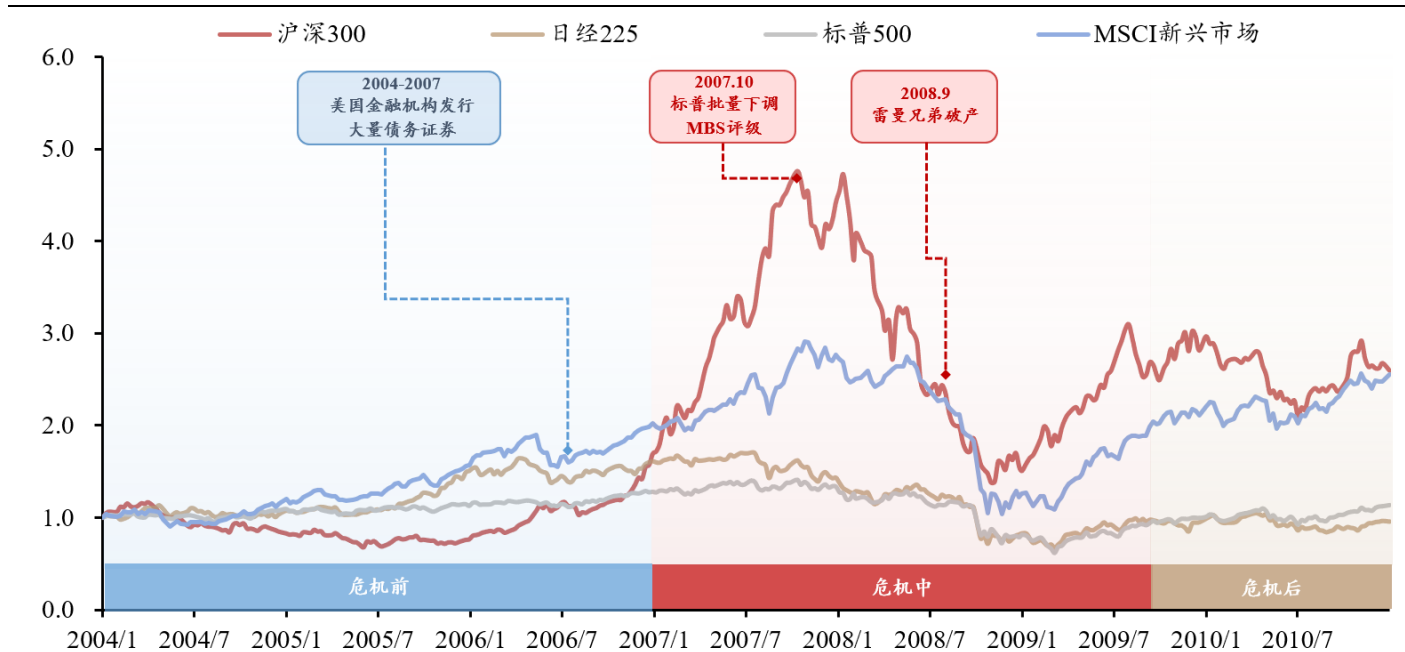


资料来源：Wind，西部证券研发中心

5.2 2008 年美国次贷危机

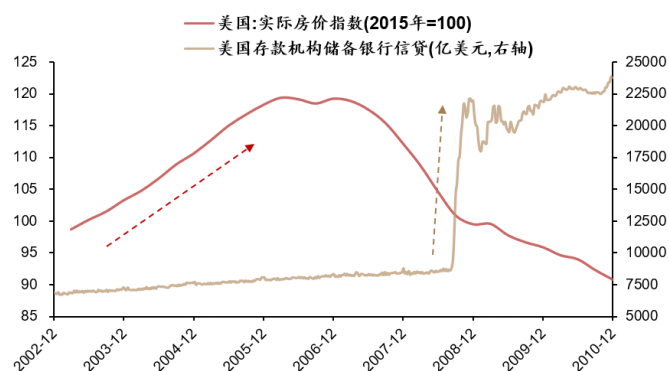
美国次贷危机（2008）——美国流动性过剩，房地产泡沫催生。较低的利率水平吸引那些无法获得优质贷款的购房者大量通过次级贷款购买住房，美国房屋价格强劲上升。房价上涨预期增强了购房者借款买房的动机。随之高涨的房价催生产证券化兴起，住房抵押贷款相关的信用风险向市场投资者分散，加剧了房地产泡沫。

图 38：2008 年次贷危机经过



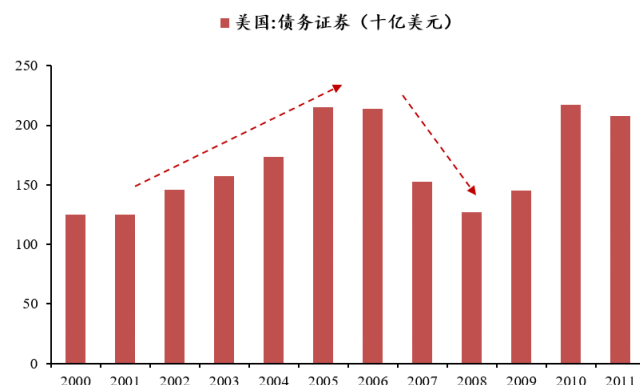
资料来源：Wind，经济参考报，中新网，西部证券研发中心。注：股指走势进行标准化处理

图 39：次贷危机前房价上涨



资料来源：Wind，西部证券研发中心

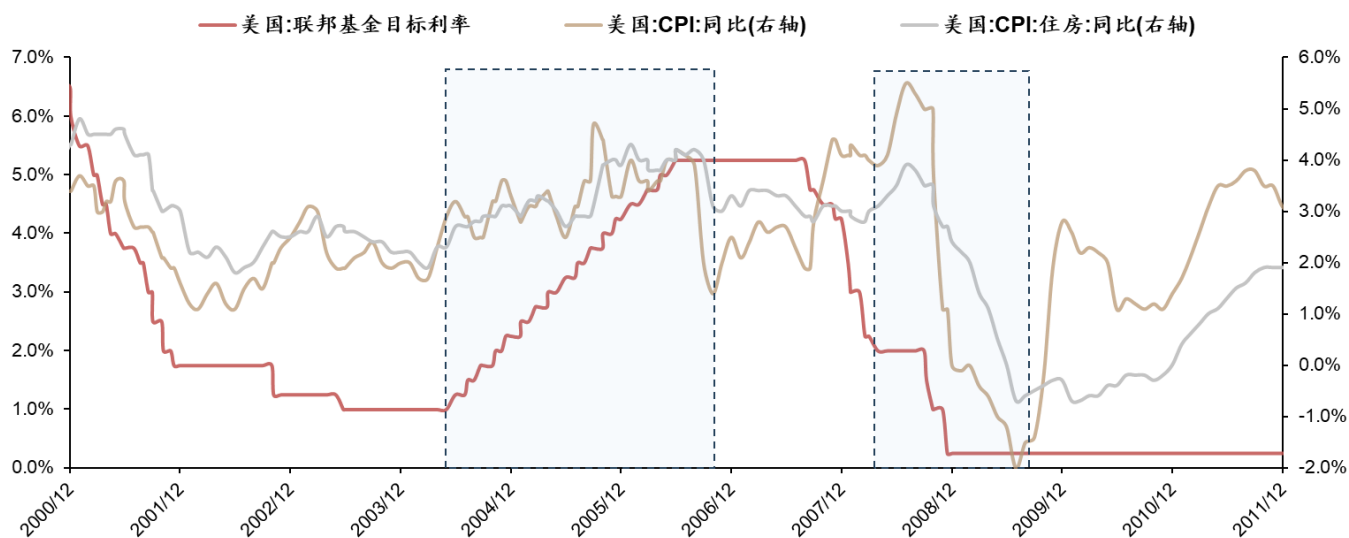
图 40：高涨的房价催生资产证券化



资料来源：Wind，西部证券研发中心

次贷危机的根源：货币过剩产生的债务危机。危机爆发表现为美联储加息加重偿债负担，房价见顶衍生品遭受巨额损失。美联储货币政策收紧挤破地产泡沫，高利率抑制居民贷款需求，加大偿债压力，房价自2006年7月见顶下跌，建立在次贷之上的各种衍生品遭受巨额损失。随后，次级抵押债券评级下调，股市暴跌，各国陆续出现流动性短缺。2008年9月雷曼破产，金融机构追逐现金与无风险资产，资产流动性几乎枯竭。

图 41：流动性过剩后的政策收紧，直接导致次贷危机爆发



资料来源：Wind，西部证券研发中心

次贷危机前后资产表现：危机前全球股指和商品均呈现震荡上行的繁荣景象，股指表现更强。危机期间全球股指迎来暴跌，前期涨幅较高的中国、德国市场跌幅较多。与权益资产不同，危机初期金属和农产品大涨，防御属性凸显。危机末期各类商品也迎来补跌，仅贵金属表现出极强的防御属性。

图 42：次贷危机期间部分商品的表现

次贷危机	2006Q1	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
原油	9.2%	11.0%	-14.9%	-3.0%	7.9%	7.3%	15.5%	17.5%	5.8%	37.8%	-28.1%	-55.7%	11.3%	40.7%	1.0%	12.4%
黄金	13.5%	5.4%	-2.3%	6.1%	4.1%	-1.7%	14.2%	12.6%	11.6%	-0.3%	-4.9%	-2.2%	6.0%	2.0%	6.6%	10.9%
铜	22.5%	36.2%	3.3%	-17.4%	9.6%	10.2%	6.0%	-16.6%	25.4%	2.0%	-25.5%	-51.6%	32.2%	21.7%	24.3%	19.9%
白银	33.1%	-9.0%	7.9%	11.7%	3.5%	-6.1%	8.9%	8.1%	21.9%	-1.9%	-26.6%	-16.7%	21.5%	6.3%	18.0%	3.3%
玉米	6.6%	5.3%	0.8%	42.8%	2.3%	-8.6%	6.4%	26.9%	22.7%	30.3%	-35.6%	-7.4%	-3.5%	-15.7%	-6.3%	20.3%
大豆	-6.8%	8.9%	-12.0%	27.4%	9.2%	15.8%	12.4%	22.5%	-1.4%	31.5%	-33.6%	-6.2%	-2.9%	3.0%	-5.5%	12.2%
上证指数	11.8%	28.8%	4.8%	52.7%	19.0%	20.0%	45.3%	-5.2%	-34.0%	-21.2%	-16.2%	-20.6%	30.3%	24.7%	-6.1%	17.9%
沪深300	14.9%	31.4%	0.7%	45.4%	36.3%	35.3%	48.3%	-4.3%	-29.0%	-26.3%	-19.6%	-19.0%	38.0%	26.3%	-5.1%	19.0%
法国CAC40	10.7%	-4.9%	5.7%	5.6%	1.7%	7.5%	-5.6%	-1.8%	-16.2%	-5.8%	-9.1%	-20.2%	-12.8%	11.9%	20.9%	3.7%
英国富时100	6.2%	-2.2%	2.2%	4.4%	1.4%	4.8%	-2.1%	-0.2%	-11.7%	-1.3%	-12.9%	-9.6%	-11.5%	8.2%	20.8%	5.4%
德国DAX	10.4%	-4.8%	5.6%	9.9%	4.9%	15.8%	-1.8%	2.6%	-19.0%	-1.8%	-9.2%	-17.5%	-15.1%	17.7%	18.0%	5.0%
日经225	5.9%	-9.1%	4.0%	6.8%	0.4%	4.9%	-7.5%	-8.8%	-18.2%	7.6%	-16.5%	-21.3%	-8.5%	22.8%	1.8%	4.1%
标普500	3.7%	-1.9%	5.2%	6.2%	0.2%	5.8%	1.6%	-3.8%	-9.9%	-3.2%	-8.9%	-22.6%	-11.7%	15.2%	15.0%	5.5%
恒生指数	6.2%	2.9%	7.8%	13.8%	-0.8%	10.0%	24.7%	2.5%	-17.8%	-3.3%	-18.5%	-20.1%	-5.6%	35.4%	14.0%	4.4%
韩国综指	-1.4%	-4.7%	5.9%	4.6%	1.3%	20.0%	11.6%	-2.5%	-10.2%	-1.7%	-13.5%	-22.3%	7.3%	15.2%	20.4%	0.6%
俄罗斯RTS	27.5%	4.2%	3.7%	24.0%	0.7%	-2.0%	9.2%	10.6%	-10.3%	12.1%	-47.4%	-47.9%	9.1%	43.1%	27.1%	15.2%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

六、当下风险或尚未真正暴露，不宜掉以轻心

在百年未有之大变局的背景下，目前全球资产或面临着三类危机的叠加。这一轮的潜在风险不仅仅局限于目前市场关心的 AI 泡沫，还存在于主导国的主权债务问题，以及主权货币贬值的问题。所以其实这一次市场面对的可能是前文所述的三类过剩的叠加。目前三类问题或在加速暴露的过程中，但泡沫的破裂往往具备随机性，是极难精确预测的。

目前我们归纳的三类问题或在从“阶段四”向“阶段五”过渡的过程中，即金融产品供给速度大于实际需求速度，流动性拐点将出而未出——

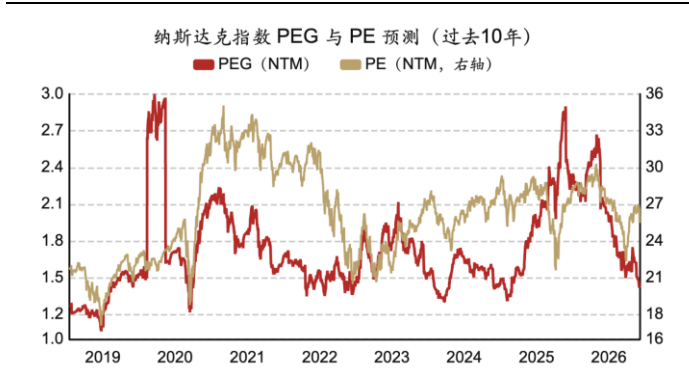
对于 AI 而言，目前的问题更多的集中在微观上，主要的问题是涨得过快。集中式的上涨带来了监管层对于市场的担忧——例如在资金开始大幅流入杠杆产品之后，韩国监管主动发出了降温表述；也会带来市场的自发修正——4 月以来，美股 AI 上涨的速度快于其 EPS 上修的速度，在博通给了不及预期的业绩指引后，股价开始向合理预期修正。

图 43：部分地区监管层开始强调理性投资

时间	地区	部门	事件
2026-06-06	中国	证监会	基金行业要坚持长期投资、价值投资、理性投资，提升专业定价和风险管理能力，服务资本市场稳定健康发展
2026-05-29	中国台湾	台湾央行	2025 年 11 月以来美股波动加剧，反映市场对 AI 产业未来获利疑虑升温；AI 相关估值及未来盈利不确定性可能影响市场波动
2026-05-29	欧元区	欧洲央行	金融市场仍容易因高估值和集中敞口出现剧烈调整；股票估值处于历史高位，企业债风险溢价压缩，AI 相关担忧、政策预期变化等都可能触发情绪急转
2026-05-11	韩国	韩国金融监督院	韩国股市快速上涨背景下，将强化市场风险管理，关注短期过热、杠杆投资扩张、短线交易和流动性风险；并提示不能只因指数上涨而过度乐观，需要检查上涨背后的风险

资料来源：中国证监会，中国台湾央行，欧洲央行，韩国金融监督院，西部证券研发中心

图 44：纳指的预测 PE 在历史中枢附近，但 PEG 处于历史低位

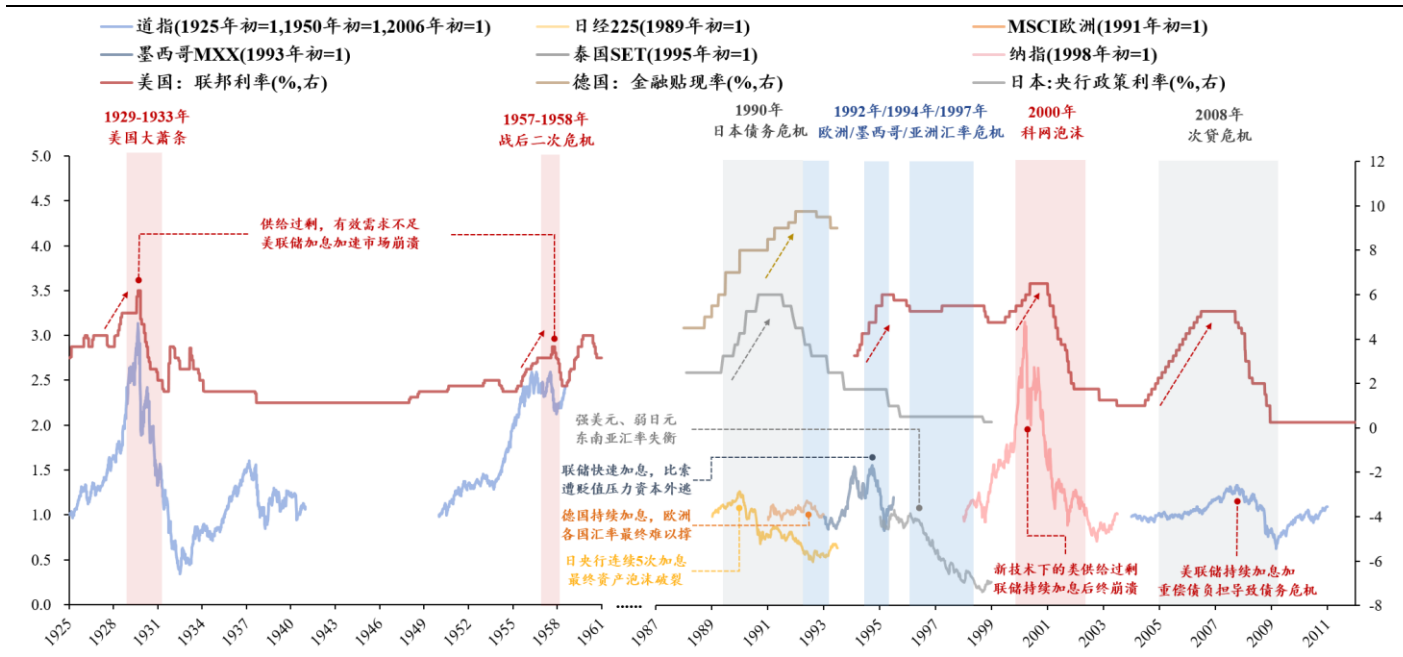


资料来源：Factset，西部证券研发中心

宏观的问题则显得相对复杂：

一方面，参考历史经验，我们认为泡沫的破裂往往发生在加息之后，而不是在降息之后。前述的几次危机中，加息几乎都是导火索之一。而目前芝商所的利率期货市场一致预期加息最早在今年十二月加息，我们认为暂时还看不到在近期加息的可能性。

图 45：历次金融危机，往往都在加息周期内，或加息后的高利率时期

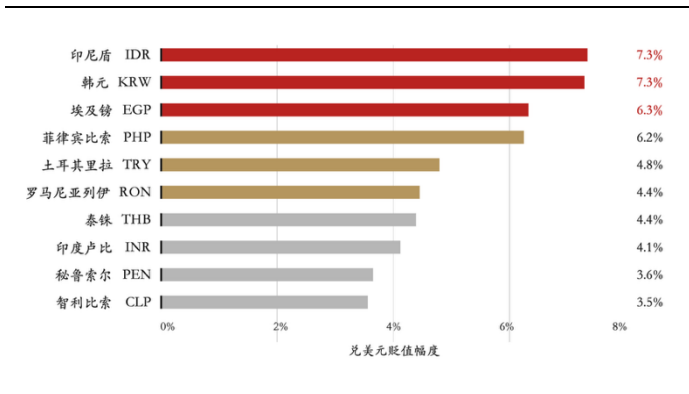


资料来源：Wind、学习时报、中国经济网、第一财经、中国社会科学院、证券时报、人民网、西部证券研发中心

另一方面，也要警惕“这次不一样”的可能性。我们认为，由于这一次的整个问题三类风险的叠加，因此波动的来源可能会更复杂。这意味着，即便经验显示大跌往往在加息之后，也不能简单认为不加息就一定不会出问题。因为在上述危机中少有美元信用受到挑战的时刻，因而在当时，决定真实流动性环境的主要是联储的决策。但这一次美元信用也受到了挑战，因此需要警惕的因素增加了美债市场的波动。

而美债市场与全球变化高度相关，而不仅仅涉及美国国内，因而不能完全排除加息前市场就开始宽幅调整的风险。目前新兴市场以及日韩的货币贬值压力较大，这对海外市场的流动性环境形成了挑战。同时，由于美伊局势尚未明确，油价对美债利率的影响也难下定论。因而，除了 AI 层面的泡沫之外，本币过剩与债务过剩的困局也如影随形，或共同作用于本轮资产定价。

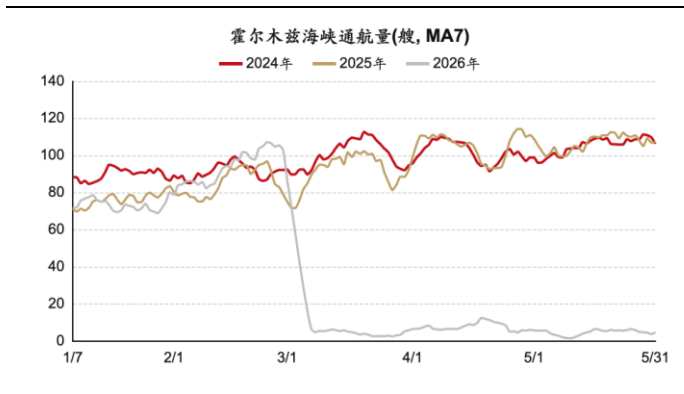
图 46：3 月美伊冲突以来，能源自给率差的国家货币大幅贬值



资料来源：Trading Economics，西部证券研发中心

注：图中数据指 3 月至今

图 47：目前霍尔木兹海峡的通行仍然低迷



资料来源：IMF PortWatch，西部证券研发中心

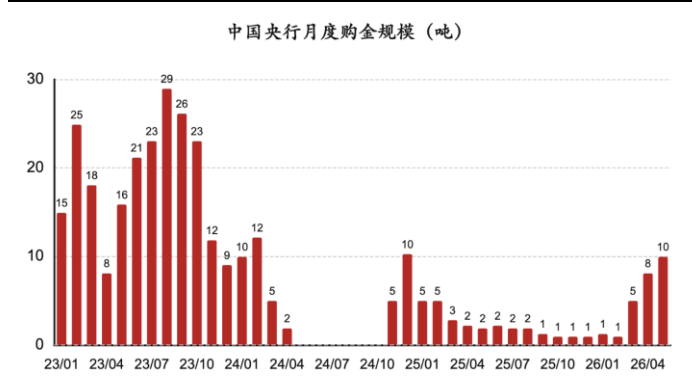
在此背景下，对预期之外的风险的防范就显得尤为重要，1月至今黄金意料之外的大跌是一个非常值得参考的案例。年初去美元化、央行增储、逼空等多头逻辑深入人心，推动杠杆资金加速进场。而1月底黄金突然转向大跌，在下跌当时市场甚至没有找到合理的逻辑去解释。事实上，诸如去美元化等等多头逻辑运行至今也没有发生太大变化，5月中国央行黄金增储量甚至继续增加近10吨，但金价仍然维持低迷。我们仍然维持长期看多黄金，但1月至今的案例，也说明了市场的多变和不确定性。

图 48：1 月冲顶后黄金重回实际利率定价



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 49：5 月央行继续增持黄金



资料来源：Wind，西部证券研发中心

七、配置建议：适当再平衡“AI+涨价”的牛市杠铃

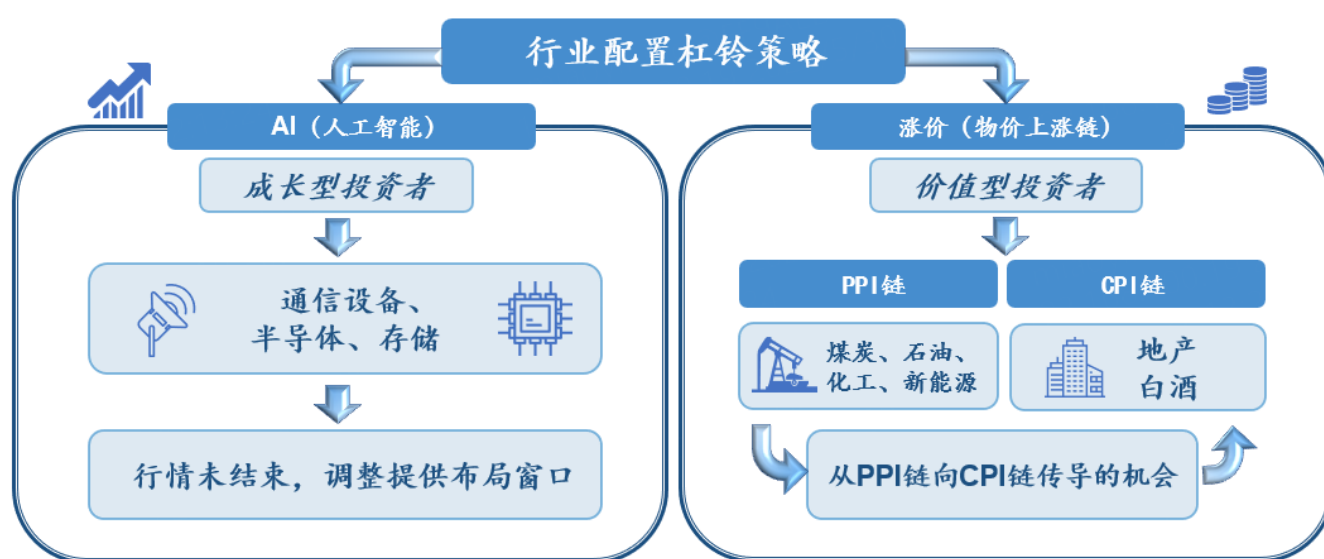
危机之所以是危机，就是因为其难以预测。在外部宏观条件逐渐趋紧的背景下，逐渐向传统板块再平衡，或是当前的更优选。我们认为，三季度如果美股流动性冲击“倒逼”美联储 QE，为国内化债创造条件，中国实体部门的资产负债表有望修复，PPI 涨价也能传导到 CPI 链条，建议重视“涨价”顺周期“戴维斯双击”的机会——

本轮牛市要改变 AI 和“涨价”顺周期对立的“二极管思维”，行业配置建议兼顾高波动的 AI 和高赔率的“涨价”顺周期——

(1) AI 尚未泡沫化，成长投资者需要接受 AI 算力硬件（通信设备/半导体/存储等）的高波动性；

(2) PPI 涨价将有望传导到 CPI，价值投资者既要把握 PPI 涨价链（煤炭/石油/化工/新能源），也要耐心等待下半年资产负债表修复驱动的 CPI 涨价链（地产/白酒等）。

图 50：行业配置建议关注 AI+涨价的杠铃策略



资料来源：西部证券研发中心绘制

八、风险提示

- 1) 若全球宏观数据出现超预期变化，可能引发全球资本市场波动；
- 2) 当前国际地缘政治格局仍存在较大不确定性，将可能干扰全球供应链稳定；
- 3) 若新一代技术的研发与商业化进程若不及预期，或出现技术路线替代、监管收紧等情况，可能导致相关产业趋势发生变化；
- 4) 若 PPI 向 CPI 传导不畅的风险，可能终端消费需求复苏乏力，进而影响相关行业的盈利修复节奏等。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。