

卡罗尔·施莱夫, CFA, SASB-FSA 首席市场策略师

坚不可摧的韧性

“当一切似乎事与愿违时，应牢记，飞机逆风起飞，而非与风同行。”

——亨利·福特

尽管中东冲突尚未平息，但4月份全球多数股指的表现却异常强劲。霍尔木兹海峡的货物运输（包括干货在内）仍然近乎停滞状态。受这条海上咽喉要道关闭的影响，汽油价格飙升20%以上，创下50多年来的最大单月涨幅；正常情况下，该航道承载着日均约2000万桶原油及相关产品的通行量。液化天然气（LNG）等关键衍生产品的价格涨幅则更为显著。

整体通胀数据随着能源价格的急剧攀升而水涨船高，引发能源策略师的普遍担忧。他们纷纷预测这将导致灾难性后果，因为这种连锁反应可能会推动核心通胀指标进一步走高。央行决策者们对此心知肚明。各国央行不仅搁置了关于连续降息的讨论，而且开始斟酌（如果霍尔木兹海峡迟迟无法恢复通航）重启加息的可能性。另一方面，股票投资者对此视若无睹。

尽管基本面动荡不安，但投资者却毫无退缩之意，几乎所有类别的股票指数当月均逆势上扬。以蓝筹股为主的标准普尔500指数（S&P 500）上涨10%；作为小盘股市场标杆的罗素2000指数（Russell 2000）涨幅为12%。尽管股票投资者对通胀持续高企保持警惕，但他们通常更在意影响经济增长的因素。因此，市场在本月表现出明显的倾向性，即投资者押注人工智能及其他技术领域（如机器人、云计算、网络安全和先进制造业）的投入可能带来的持续增长潜力。同样值得一提的是，相比于固定收益工具，股票也能凭借盈利和股息的增长潜力发挥关键的抗通胀作用。

纳斯达克指数上涨近15%，印证了市场对增长前景的乐观态度（该指数中的科技股占比远高于其他指数）。以费城半导体指数（PHYSX Sox）为代表的半导体板块涨幅超过30%，实现连续三个交易周上涨，创下了该指数诞生以来的最长连涨纪录。甚至一项软件股指数也迎来了5%的反弹（年初时软件股曾因新人工智能模型的发

布而遭受重挫）。尽管霍尔木兹海峡关闭对亚洲（中东石油的主要目的地）的经济影响尤为显著，但科技股占主导地位的韩国综合指数（KOSPI）当月仍上涨23%；该指数今年以来已累计上涨57%，过去12个月的累计涨幅超过150%。相比之下，科技股权重明显较低的标准普尔/多伦多证交所综合指数（S&P/TSX）仅上涨3.7%，但过去12个月的累计涨幅仍超过35%。4月份债券市场表现相对平静；月末收益率较月初相差无几，尽职地发挥着“压舱石”的作用。

4月的春雨繁花

随着一季度财报季的披露，强劲的盈利业绩进一步坚定了股票投资者的乐观立场。在美国，63%的公司已相继发布财报，包括“七巨头”中的六家公司（特斯拉、苹果、亚马逊、Meta、谷歌和微软）。这六家公司的整体营收增长了11%，而盈利增长则超过28%。这种强劲表现具有广泛的代表性：在11个行业板块中，有8个行业板块的净利润增长达到或超过10%。好消息不仅来自科技行业，材料、工业和金融服务板块同样表现出色。支撑上涨行情的关键因素包括稳健的消费者支出、活跃的资本市场活动（并购、交易和债券发行）、主要工业和运输公司的积压订单与交付量不断增长，以及消费品供应商的销售额稳步提升。

基本看法

尽管企业在过去几年里一直面临各种挑战（又或许是得益于千锤百炼），它们的运营状况总体良好。

正如体育队伍在面对强劲对手时往往表现更佳一样，企业在应对反复的供应链中断、政策更迭以及贸易与盟友关系变动时所磨练出的“肌肉记忆”在各项经济数据中可见一斑。多项美国政策变更以及加拿大政府提案同样起到推波助澜的作用。举例来说：在美国，研发

支出即期扣除、重点行业监管放松以及对大型并购更加宽容的政策举措正在激发市场活力，这些因素促使众多行业的积压订单、新订单以及更大规模的并购活动日益增加。

工业革命 4.0——变革已至

ChatGPT在2022年11月的问世将一项存在已久的技术（机器学习）推入发展的快车道，其意义不亚于2007年iPhone的诞生——它让一种原本局限于固定场所的活动从此迈向移动化。现在我们已经很难回想起掌中没有便携设备的旧日时光了——即便是对于那些一生中大部分时间以电话线长度来定义“电话移动性”的人来说，亦是如此。

尽管人工智能备受瞩目，但它只是众多飞速发展的技术（例如机器人、云计算、自动驾驶汽车及增强自动化）之一，这些技术正在引领我们进入一个全新的时代。无论是员工、雇主、管理者还是监管机构和普通民众，在探索如何利用这些工具方面仍有大量工作要做。虽然已有数以亿计的用户在个人层面使用人工智能助手，但企业级部署仍处于起步阶段。人工智能技术正以前所未有的速度演进，因此流程再造、合规审查、档案管理以及法律要求都必须纳入考量，意味着监管机构和法律体系不得不竭力跟上其步伐。

毋庸置疑，转型变革会将大部分信息工作移交给机器处理，从而减轻人工的日常机械式任务。洗衣机、洗碗机和燃气烤箱的出现曾彻底重塑了家务劳动。如今，先进的卫星导航拖拉机可以承担曾经主要依靠人力完成的繁重农业劳动。

新的工作岗位、职业路径乃至行业赛道将应运而生。然而，习惯于线性思维的大脑难以想象出它们可能会以何种形态出现。如果裁员力度过大，特定领域的就业市场势必受到冲击，这可能会动摇就业统计数据 and 投资者心态，甚至干扰央行的既定计划。在《全民强盛的加拿大》（*Canada Strong for All*）春季经济报告中，加拿大政府呼吁为学徒教育和再培训项目提供补助，旨在扩充关键劳动力储备并支持那些在技术进步浪潮中失去工作的人们实现职业转型。该报告还提到向重大基础设施投资的必要性并拟定相关规划，以满足日益增长的算力需求。此外，政策制定者必须考虑对新兴经济体发展的影响：如果拥有类人机器人、AI智能体和自动化工厂意味着不再依赖廉价劳动力，那么全球产业链的布局逻辑将发生巨变（同时化解关税和进出口税等问题的影响）。这一切就波及范围、速度和规模而言固然令人生畏，但同样也为那些迎难而上的人们带来了丰富的机遇。

我们是否身处泡沫之中？

投资者也在努力勾勒未来走向——由此导致一些子行业板块出现剧烈波动，而这些领域最终是否会受到实质影响尚存变数（例如前文提到的软件指数，尽管当月表现强劲，但年内至今已下跌18%）。目前，随着几家最大的人工智能模型公司准备在今年晚些时候进行首次公开募股（IPO），“万物皆AI”的市场叙事很可能仍将持续，至少在短期内如此。

回想互联网泡沫时代，成千上万家公司争相上市，又在泡沫破裂后销声匿迹。虽然目前投资者对新技术的乐观情绪和相关股价的狂热表现与当年颇为相似，但两者之间也存在诸多不同之处。在1995年至2000年间，那些未经市场检验的公司肆意撒钱，盲目扩招，并炮制出根本未经证实的商业模式。IPO层出不穷，成百上千家公司蜂拥上市。许多公司并未产生盈利——有些甚至没有收入——但投资者仍趋之若鹜，寄望于抢占先机，买到下一个“10倍股”（股价上涨至初始买入价10倍以上的股票）。为了支撑这种市场叙事，传统的估值指标甚至演变成了基于“点击量”或“浏览量”的估值方式。

尽管许多名噪一时的公司已不复存在，但仍有少数幸存至今，包括数家跻身“七巨头”之列的公司，它们在过去几年里对市场表现具有举足轻重的影响。令人惊叹的是，在四分之一世纪之后，其中一些企业依然屹立不倒。更令人感佩的是，它们依然保持着两位数的营收和盈利增长，且利润率大致维持在30%至40%之间。到目前为止，数据中心扩建所需的大部分巨额开支由这些公司自行承担，而非通过IPO向股票投资者融资。尽管部分公司开始有选择地发行债券，但多数公司的资产负债表仍旧“坚如磐石”；有些公司的借贷利率甚至相当于或低于美国政府的借贷利率。¹

美国已有超过15年未出现持续性经济衰退，严格来说，加拿大距离上一次持续性衰退的时间甚至更长。从历史上看，经济放缓通常遵循二战后以制造业为主导的经济体系所固有的周期性规律，它提供了一个出清过剩产能、为回到持续增长正轨而进行“重启”的重要契机。然而，随着各经济体向信息和服务导向型产业活动转型，常规增长期与回调期之间的间隔延长了。这在一定程度上平缓了经济周期的顶峰和谷底，但也让潜在的过剩得以积累。一方面是久违的持续性经济衰退，另一方面是蓬勃发展的长期增长主题，这种“分屏式”叙事让投资者心神不定：究竟哪种叙事将主导未来的市场走向？4月份的资本市场表现充分反映出这种纠结情绪：当投资者试图拥抱技术进步带来的长期增长潜力时，某条突如其来的社交媒体动态或持续发酵的头条新闻却令人猝不及防。

从宏观角度来看，这种长期增长潜力——及其对几乎所有人类活动/经济活动领域的重塑——无论就波及范围之广还是技术普及的速度之迅猛而言，均前所未见。这为成长型股票投资者提供了极具吸引力的机遇。但风险也随之而来，因为这种演进速度和轨迹对于那些无法跟上发展步伐的传统公司和行业具有颠覆性的破坏力。为了创建/训练人工智能模型、采购芯片以及建设数据中心基础设施以容纳和支持整个系统的运行，必须进行巨额投入。仅少数几家超大规模云服务商迄今为止宣布的支出总额就已高达约7500亿美元，让以往在铺设互联网线路、修筑铁路抑或是载人航天事业上的投入相形见绌。这些巨头挥金如土，仿佛生死系于此役——他们将当下形势视为一场关乎存亡的考验。对建筑材料、土地、基础设施的需求，以及由此引发的二三线产业（甚至更加广泛）的一系列连锁反应，在提升潜力的同时也加剧了投资者的研判难度，因为最终的赢家和输家尚待揭晓。

可以预见的是，支出放缓只是时间早晚的问题，设计容量的实际上线过程也难免一波三折。投资者或许尚未找到那一刻真正来临时的应对之道。但他们需要明白，数据中心支出的放缓并不等同于技术演进势头的逆转。正如当互联网泡沫破裂时，互联网前进的脚步也未曾停歇。

结语：再接再厉

4月份的市场表现让全球主要股指再次回到历史高位区间。尽管三位数的能源价格推高了整体通胀，迫使各国央行按兵不动并搁置近期降息预期，但债券市场整体仍保持相对平稳。这种不同寻常的因素组合令投资者紧张不安，以至于他们忘记了市场的典型轨迹是朝着“右上方”延伸的。只要基本面和估值在大方向上保持得当，那么新高往往会催生下一个新高。虽然目前估值处于高位，但市场的震荡（尤其是前三个月经历的近10%的回调以及个股和板块的深度调整）与两位数的盈利增长，正在帮助股价逐步消化估值。此外，市场将在未来几个月内开始展望2027年的盈利潜力，从而在心理层面上进一步缓解盈利比较的压力。正如亨利·福特所言，飞机逆风起飞。逆风中的阻力创造了升力，让飞机在破风前行的同时直冲云霄。

如果您有任何疑问或希望探讨投资方面的问题，请与您的 BMO Nesbitt Burns 投资顾问联络。



¹ 华尔街日报：为什么微软的借贷成本低于美国政府？

本文内容依据证券发行商的报告、统计数据和行业资讯编写而成，我们认为这些信息可靠，但并不一定准确和完整。文中所表达的观点仅代表我们当前的观点，并可能发生变化。BMO Private Wealth (BMO 私人财富) 对因使用文中观点或内容造成的任何损失概不承认任何责任。本文中的任何信息、观点、估计和预测及其他资料不应被视为文中所提及任何产品或服务（包括但不限于任何商品、证券或其他金融工具）的出售要约、购买要约或请求，这些信息、观点、估计和预测及其他资料也不应被视为投资建议、税务建议、为达成任何交易的推荐、或是对任何交易预期收益的担保或保证。在未向专业投资顾问征求相应建议的情况下，您不应根据或依赖于本文中包含的信息做出投资决策。

BMO Private Wealth (BMO 私人财富) 是一个品牌名，指代由 Bank of Montreal (蒙特利尔银行) 及其部分关联机构组成的业务集团提供的私人财富管理产品和服务。BMO Nesbitt Burns Inc. (BMO 利时证券) 是 Bank of Montreal (蒙特利尔银行) 的全资子公司。BMO Nesbitt Burns Inc. (BMO 利时证券) 是加拿大投资者保护基金和加拿大投资业监管组织的成员。如有任何疑问，请与您的 BMO 利时证券投资顾问联络。

“BMO (字母 M 加下横杠圆形符号)”是 Bank of Montreal (蒙特利尔银行) 的注册商标，经许可使用。