

## 2023 年 6 月市场讯息

一如既往，今年是一个有趣的开端，当我们接近中点时，我们认为最好回顾一下对市场产生正面和负面影响的一些主题和谈话要点。

今年年初主要是中央银行和提高利率以对抗通货膨胀。市场显然高度关注这一领域，因为它是 2022 年对市场影响最大的领域。在一系列加息之后，加拿大央行率先“按兵不动”，没有连续加息，正如他们所看到的通货膨胀开始下降，加拿大最重要的住房板块也出现了一些裂缝。事后看来，这种“暂停”恰逢其时，因为加拿大的房地产行业确实已经稳定下来，并且由于强劲的需求和低库存而开始复苏。许多人已经锁定了低利率抵押贷款，不准备搬家，不得不承担更高利率的抵押贷款，导致很少有房屋出售。

在美国，美联储继续加息，但加息步伐放缓，有迹象表明他们可能即将按下暂停键。由于硅谷银行 (SVB)、First Republic 和 Signature Bank 的倒闭，美联储对其加息的影响发出了严厉警告。区域性银行通常在外部接触商业房地产和/或像科技行业的 SVB 这样的集中存款基础。再加上瑞信在欧洲的失败，引发了市场对“金融传染”蔓延的担忧。这持续了几周，给市场带来了压力。然而，行动迅速的美联储必须确保所有存款都安全，而且美国大型银行没有地区性银行苦苦挣扎的相同问题，这一事实足以迅速稳定市场。

从长远来看，这肯定是一个问题，因为美国的支出越来越多，社会保障、医疗保险和医疗补助等许多项目资金严重不足，吸纳了越来越多的钱。实际上，在某些时候需要提高税收以继续为这些类型的计划提供资金，否则将不得不减少福利。这些问题并非美国独有，许多人口老龄化国家都在经历同样的现象。加拿大继续提高边际税率并推迟领取 CPP 的年龄。法国采取了不受欢迎的措施，将退休年龄提高到 65 岁。结果，马克龙总统面临大规模抗议，但他是少数愿意直面这一问题的政客之一。美国的情况则不同，提高税收对共和党人来说是一个关键的不可行问题，而且没有政客愿意承担减少社会保障和其他福利的任务。所以是的，美国的“债务上限”问题将是一个持续存在的问题。

由于所有这些担忧，北美市场的上升开始放缓，而纳斯达克指数则迅速走高。我们经常谈到“忧虑之墙”，而今年年初就是这句话的完美例证。对市场的最大提振是，随着通胀下降，加息步伐一直在放缓，与此同时，尽管经济放缓，但仍相当强劲。这在标准普尔 500

强公司的最新财报季中显而易见，其中超过 70% 的公司超出了分析师的预期，并提供了不错的前瞻性指引。

尽管媒体不断煽动“经济衰退”，但到目前为止，加拿大和美国几乎没有经济衰退的迹象。消费者肯定退缩了，大件可自由支配的商品不会像 Covid 时代那样从货架上飞走。就业依然强劲，这是关键，推动通胀压力的工资压力已大幅降温。总体而言，尽管通货膨胀仍然很棘手，并且可能不会像中央银行希望的那样迅速下降。这可能是一个问题，因为这可能意味着加拿大央行和美联储可能不得不在今年晚些时候再次加息。

通胀居高不下的一个领域是食品成本。由于目前世界小麦供应过剩，小麦和其他谷物的价格继续大幅下跌，这种情况可能会在未来几个月发生变化。这影响从面食到动物饲料的所有领域，因此我们应该会看到肉类和家禽价格走软。由于农民的利润减少，化肥和农业设备的需求和价格都走软，因此我们看到通胀的背后慢慢开始走软。

今年展开的另一个故事是人工智能的进步。当然，人工智能在很长一段时间内一直是科技公司的首要考虑，但随着 ChatGPT 的发布，这项技术的使用范围大大扩展，为更广泛的采用形式和大型科技公司之间的激烈竞争打开了大门。竞争战略和方法创造了这样的期望，即创新和采用的速度将更上一个台阶，从而为支持这一过程的价值链带来强大的积极顺风。稍后会详细介绍。

## 市场更新

我们看到的是不完整的复苏，一些地区表现良好，而另一些地区则明显滞后或倒退。那些在 2022 年受损最严重的领域已经恢复得最多，而那些在 2022 年处于防御和积极状态的领域今年现在是消极的。去年纳斯达克指数下跌 -31%。随着苹果、亚马逊、Meta、微软、谷歌等重量级企业以及整个科技行业受到打击，许多股票下跌超过 -50%。由于未来增长率较高，这些股票对更高的利率、更高的市盈率最敏感，因此受到的影响最大。

快进到今年，情况完全相反，因为大型科技股票的表现超过了市场的其余部分，这些相同的名字正在引领复苏。这为纳斯达克指数提供了动力，仅在这些“Mega Cap”科技股的支持下，该指数今年就上涨了 20% 以上。然而，我们没有看到的是，所有指数的其他板块都出现了相同的复苏率。

截至撰写本文时，道指年初至今为 -1.1%；多伦多证交所指数（TSX）年初至今上涨 0.87%；纽约证交所指数年初至今为 -2.3%，标准普尔 500 指数(S&P500)年初至今为 +8%。

解释一下，某些指数的成分不同，因此它们的表现对指数中股票的权重影响很大。因此，苹果、谷歌、微软、亚马逊等科技股在每个指数中的权重越大，表现越好。在标准普尔 500 指数中，Apple 和 Microsoft 加起来约占该指数的 14%，在纳斯达克指数中，它们的权占指数的 25%。如果你看一下标准普尔 500 指数“相等权重指数”，它将所有公司纳入标准普尔 500 指数的权重相同，那么今年的回报率为 -1.5%。

看看多伦多证券交易所 (TSX)，它对能源、材料和金融股的权重很大。去年能源是赢家，但今年能源是输家，由于 CDN 银行仍在苦苦挣扎，该指数落后于标准普尔等美国指数，因为 TSX 指数中的科技公司很少。

自 2020 年 3 月以来，标普 500 指数成份股跑赢市场的数量最少，弱广度动态继续受到广泛关注。此外，Bespoke Investment Group 指出，标普 500 指数与标普 500 等权重指数之间的三个月表现差是其有史以来最宽的自 1999 年 12 月以来一直如此。美国银行指出，只有七只股票（苹果、微软、Alphabet、亚马逊、英伟达、Meta 和特斯拉）的等权重篮子年初至今上涨了 70%，而标准普尔 500 指数中的其他 493 只股票上涨了只有 0.1%。补充说，就价格而言，年初至今，标准普尔 500 强公司中有 228 家上涨，而 275 家下跌。（彭博社，2023 年 5 月 31 日）

## 问什么会有差异？

有几个因素需要考虑，因为如上所述，较高的利率已经减缓了消费者的速度，从而减缓了工业生产。这基本上就是美联储想要的，以阻止通货膨胀，而且它已经奏效了。市场的结果是，非必需消费品部门和工业部门一样表现平平。这是道琼斯工业指数年内持平至小幅下跌的关键原因之一。但为什么有些科技公司会蓬勃发展？

这两个因素，一个如前所述，去年这些大型科技公司中的许多公司都遭受重创，估值极具吸引力，因此投资者开始以低价买入这些公司。这些公司也是市场领导者，现金流非常好，因此当资金开始重新流入市场时，这些公司是机构和养老基金开始投放资金的第一批公司。第二个要素是 ChatGPT 的发布和开启人工智能革命的谷歌“Bard”。人工智能已成为近来的“热门话题”，市场对它的反应非常激烈，因为从半导体到软件，与人工智能相关的任何事物的估值都大幅上涨。人工智能之外的任何事物，即使是在科技领域，也没有受到投资者的同样关注。

人工智能有可能在许多领域取得突破，人们将其描述为一个分水岭时刻，就像手机和计算机的发明一样。我们询问了在各自业务中成功使用它的客户，但就像一切一样，也有一些

优点和缺点。它仍然吐出一些明显的错误和虚假信息，人们担心缺乏监管以及可能使许多人失业。另一方面，有可能以前所未有的方式致力于医学的进步和疾病的治疗。

这些大型 AI 语言模型需要的是大量的数据来学习，还需要一群非常聪明的人，他们背后有大量资金来支持这项研究。微软、苹果、Meta、谷歌和亚马逊等大公司长期以来一直在投资构建这些 AI 模型，因此再次成为最近对 AI 兴趣激增的主要受益者，因为它们正在飞跃和发展。领先于其他人。显然，这在上个季度大大有利于他们的股价。Nvidia、AMAT 和 AMD 等芯片和设备制造商也受到了投资者的关注，因为运行这些人工智能模型所需的计算能力是巨大的，因此对运行这些东西的复杂芯片的需求是巨大的，而且还在不断增长。

这显然是事物发展的未来，并且随着它的进一步发展，可能会在未来许多年内保持势头和增长。在开发新的 AI 应用程序的竞赛中会有赢家和输家，但这很可能是未来很长一段时间内的技术增长故事。

今年年初，我们在投资组合中建立了强大的科技权重，这对我们有利，因为我们拥有并购买了更多的苹果、微软、亚马逊和谷歌。我们在所有投资组合中的半导体也占有很大比重，其中包括博通、台积电和应用材料等。

在等待其他市场赶上的同时，我们在科技领域的持仓一直对我们有利。我们的许多以股息为重的持仓最近都停滞不前，加拿大银行最近发布的业绩有些平淡，这给整个金融板块带来了压力。正如所讨论的那样，美国的区域性银行问题对整个金融板块造成了压力。作为参考，BMO 股价年初至今仍低于 52 周高点 -8% 和 -19%。TD 银行年初至今为 -12%。

影响财务的另一个因素是他们对办公房地产空间的敞口。在加息之前，养老基金、捐赠基金、家族办公室和大型机构投资者因其长期稳定的现金流而大量购买写字楼地产。其中大部分是由银行资助的。现在，随着居家现象导致的高利率和后 Covid 工作中办公室空置率的攀升，这些“稳定的现金流”正在迅速蒸发，其中许多建筑物的估值处于水下。这意味着银行不得不留出更多资金来弥补“贷款损失准备金”，这可能会在未来几个季度对它们的收益造成压力。

在餐厅、飞机和音乐会场馆都挤得水泄不通的时候，办公楼却保持半满状态。人烟稀少的隔间和走廊正在给市中心的经济带来压力，老板们说，随着员工失去参与感，企业文化支离破碎。然而，工人们表示，高昂的成本、看护职责、长途通勤，以及仍然安排满满 Zoom 的日子，让他们至少有一部分时间呆在家里，以及挥之不去的能够在任何地方胜任工作的感觉。接受《华尔街日报》采访的十几名员工表示，他们无法想象回到五天的办公室日常工作，即使他们错过了职业发展或在公司裁员名单上。（华尔街日报 5 月 31 日）

## 我们如何看待下半年的发展？

去年围绕软着陆与硬着陆的争论仍然非常激烈。到目前为止，数据一直指向软着陆，我们已经设法及时处理了一些导致深度衰退的催化剂。也就是说，此类结构性挑战的全部意义在于它们很容易被忽视，因此，在通胀回落和货币政策正常化之前，很难真正说我们已经走出困境。我们将密切关注宏观经济数据点，看看这个故事是如何展开的。加拿大和美国的失业人数仍然很低，这继续支持软着陆观点。

我们的基本观点是，利率几乎处于峰值，更多的是将利率保持在该水平多长时间，而不是是否进一步提高利率。在我们的基本情况预测下，高利率将在未来几个季度内缓慢渗透到经济中。我们还应该预料到某些经济领域会遇到麻烦（商业房地产），但我们看不到蔓延到更广泛经济领域的可能性。只要这种情况得到控制，我们的基本情况预测将继续按照经济和全球股市改善的预期展开。我们还预计，随着情况进一步正常化，未来几个季度市场上升的参与度将扩大到科技行业以外。

我们对 AI 故事更有信心。这确实是结构性转变的开始，我们正处于它的前几局。我们预计这将继续保持其势头并重塑公司在多个行业的运营方式，为这项技术的推动者和适应者创造机会。我们的投资组合定位将继续尝试抓住与这种长期顺风相关的上行空间。

今年到目前为止，市场已经解决了每一个“忧虑之墙”问题并随后走高，我们预计未来几个月这种情况会继续，并且预计在经历了年初的艰难时期之后，未来几个月市场和所有投资组合都会走高。

您可能还注意到，上个月我们对投资组合进行了一些重新平衡，因为我们的股票和行业权重已恢复一致。随着一些股票的上涨和下跌，它们在投资组合中的权重发生变化，这促使我们进行一些重新平衡，我们认为有必要将一些头寸减少一小部分，并在我们认为可以的其他领域增加头寸以推动更好的回报。

如果您有任何问题，请与我们的团队联系。



BMO Private Wealth is a brand name for a business group consisting of Bank of Montreal and certain of its affiliates in providing Private wealth management products and services. Not all products and services are offered by all legal entities within BMO Private Wealth. Banking services are offered through Bank of Montreal. Investment management, wealth planning, tax planning, philanthropy planning services are offered through BMO Nesbitt Burns Inc. and BMO Private Investment Counsel Inc. Estate, trust, and custodial services are offered through BMO Trust Company. Insurance services and products are offered through BMO Estate Insurance Advisory Services Inc., a wholly-owned subsidiary of BMO Nesbitt Burns Inc. BMO Private Wealth legal entities do not offer tax advice. BMO Nesbitt Burns Inc. is a member of the Canadian Investor Protection Fund and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada. BMO Trust Company and BMO Bank of Montreal are Members of CDIC.

If you are already a client of BMO Nesbitt Burns, please contact your Investment Advisor for more information  
® Registered trademark of Bank of Montreal, used under license.

The opinions, estimates and projections contained herein are those of the author as of the date hereof and are subject to change without notice and may not reflect those of BMO Nesbitt Burns Inc. ("BMO NBI"). Every effort has been made to ensure that the contents have been compiled or derived from sources believed to be reliable and contain information and opinions that are accurate and complete. Information may be available to BMO NBI or its affiliates that is not reflected herein. However, neither the author nor BMO NBI makes any representation or warranty, express or implied, in respect thereof, takes any responsibility for any errors or omissions which may be contained herein or accepts any liability whatsoever for any loss arising from any use of or reliance on this report or its contents. This report is not to be construed as an offer to sell or a solicitation for or an offer to buy any securities. BMO NBI, its affiliates and/or their respective officers, directors or employees may from time to time acquire, hold or sell securities mentioned herein as principal or agent. BMO NBI -will buy from or sell to customers securities of issuers mentioned herein on a principal basis. BMO NBI, its affiliates, officers, directors or employees may have a long or short position in the securities discussed herein, related securities or in options, futures or other derivative instruments based thereon. BMO NBI or its affiliates may act as financial advisor and/or underwriter for the issuers mentioned herein and may receive remuneration for same. A significant lending relationship may exist between Bank of Montreal, or its affiliates, and certain of the issuers mentioned herein. BMO NBI is a wholly owned subsidiary of Bank of Montreal. Any U.S. person wishing to effect transactions in any security discussed herein should do so through BMO Nesbitt Burns Corp. Member-Canadian Investor Protection Fund.