

强劲增长与宏观逆风

BREZER, MANDELL, REEMS & HAO 团队

2026年9月

目录

- i. 概述
- ii. 标普500指数盈利增长
- iii. 现金流入与流出
- iv. 自由现金流转移
- v. 每GB计算机内存价格
- vi. 超大规模云厂商与英伟达的新债发行
- vii. 软件股的回升
- viii. 美国联邦财政赤字
- ix. 美国债务利息成本仍符合历史水平
- x. 1970年以来标普500在中期选举前后的表现
- xi. 战争、供应瓶颈与政治压力
- xii. 美国通货膨胀
- xiii. 加拿大通货膨胀
- xiv. 新任美联储主席：凯文·沃什
- xv. 债券与股票收益率上升
- xvi. 巨型科技股估值/盈利压缩
- xvii. 纳斯达克回报率：ChatGPT 与 Netscape 推出对比

概述

“五月卖出离场，中期选举日再归来？”

这是一个经历波动的夏天，但随着美国中期选举距现在已不足六周，市场再次开始升温。与此同时，企业盈利保持了不俗的强劲势头。在AI基础设施建设受益企业的推动下，全年盈利预期大幅上调。资金持续涌入半导体、存储器、存储设备、服务器、数据中心及电力基础设施领域，导致硬件市场部分领域需求强劲且出现供应短缺。

AI投资周期的下一阶段正变得更加资本密集。超大规模云厂商（**Hyperscalers**）如今正将其几乎所有的运营现金流重新投入到AI基础设施建设中，同时发行大量债务来为其扩张融资。这为半导体和硬件供应商带来了丰厚的利润，但随着融资成本上升，投资者开始更加密切地关注这些支出的潜在投资回报。

今年早些时候，市场曾担忧智能体AI可能会取代部分传统软件行业，导致软件股估值大幅走低；如今软件股已开始回升。在强劲盈利以及对AI相关安全风险日益担忧的推动下，网络安全板块领涨。然而，随着投资者评估哪些公司能够守住竞争优势并成功升级产品，各公司的表现依然呈现明显分化。

概述

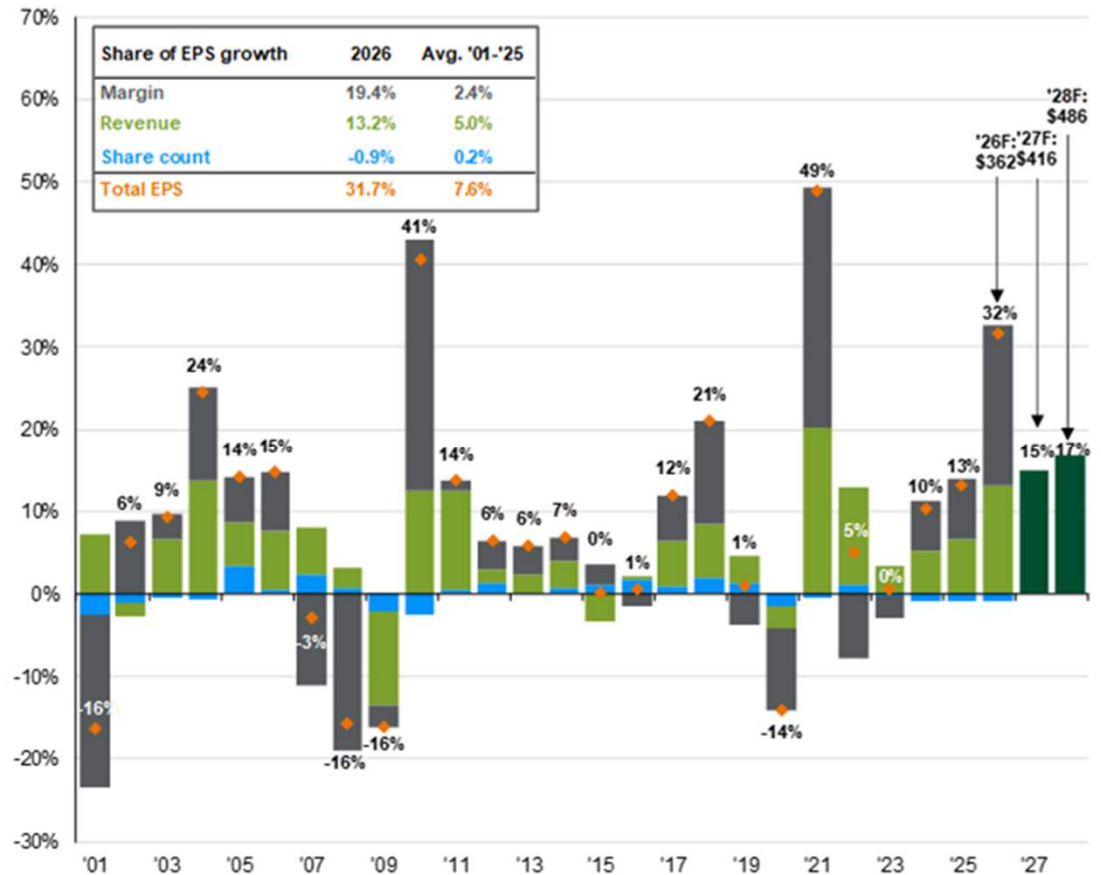
与此同时，宏观经济背景的支撑力有所减弱。能源价格上涨加剧了美国和加拿大的二次通胀压力。政府借贷以及超大规模云厂商的新债发行，增加了市场上的债券供应，对收益率和资本成本施加了上行压力。美联储对此做出了加息回应，同时放弃了详细的前瞻性指引，转而更加关注更广泛的经济趋势。

总体而言，企业盈利依然强劲，但高利率、借贷增加以及更具资本密集度的增长相叠加，正使市场变得越来越有选择性，并导致市场广度收窄。资产负债表的健壮度、自由现金流以及公司在新投资上产生的回报正变得愈发重要。尽管高收益率对估值造成了压力，但近期巨型科技股估值压缩的大部分原因在于盈利增长快于股价涨幅，而非底层基本面的恶化。

非常感谢您对我们团队的持续支持。

标普500指数的盈利预计将在2026年增长 31.7%，若扣除市场复苏年份，这将是20多年来最强劲的增长率。这一增长反映出远高于平均水平的营收增长（13.2%）、利润率扩张（19.4%），以及通过公司股票回购实现的适度总股本缩减（-0.9%）。

标普500指数盈利增长



Source: JP Morgan Global Asset Management

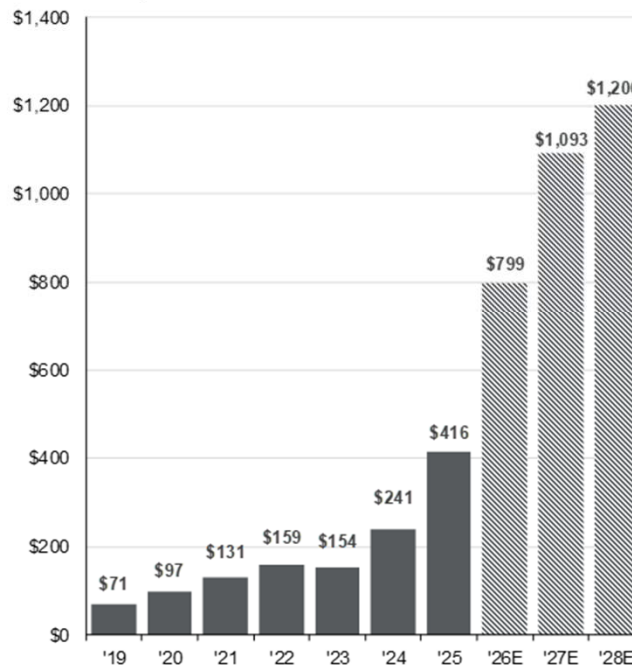
现金流入与流出

据高盛首席投资策略师Ben Snider表示，与AI相关的投资支出预计将驱动2026年标普500指数约一半的盈利增长。

超大规模科技公司的策略已从向股东大幅返还现金，转变为将其几乎全部运营现金流重新投资于AI基础设施。虽然他们目前尚未完全“孤注一掷”，但如果当前的支出趋势持续下去，最终可能会达到这一状态。

Capex from the major AI hyperscalers*

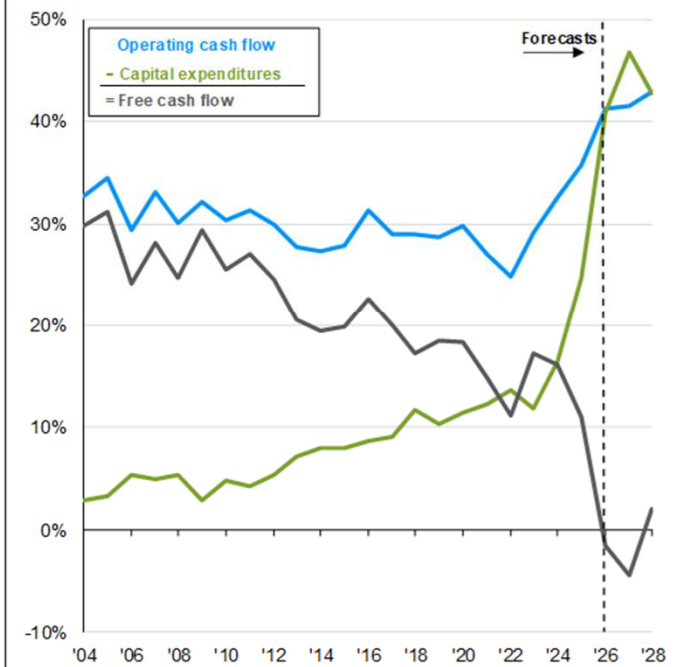
USD billions; Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Oracle



Source: JP Morgan Global Asset Management

Hyperscalers' cash flow and capex

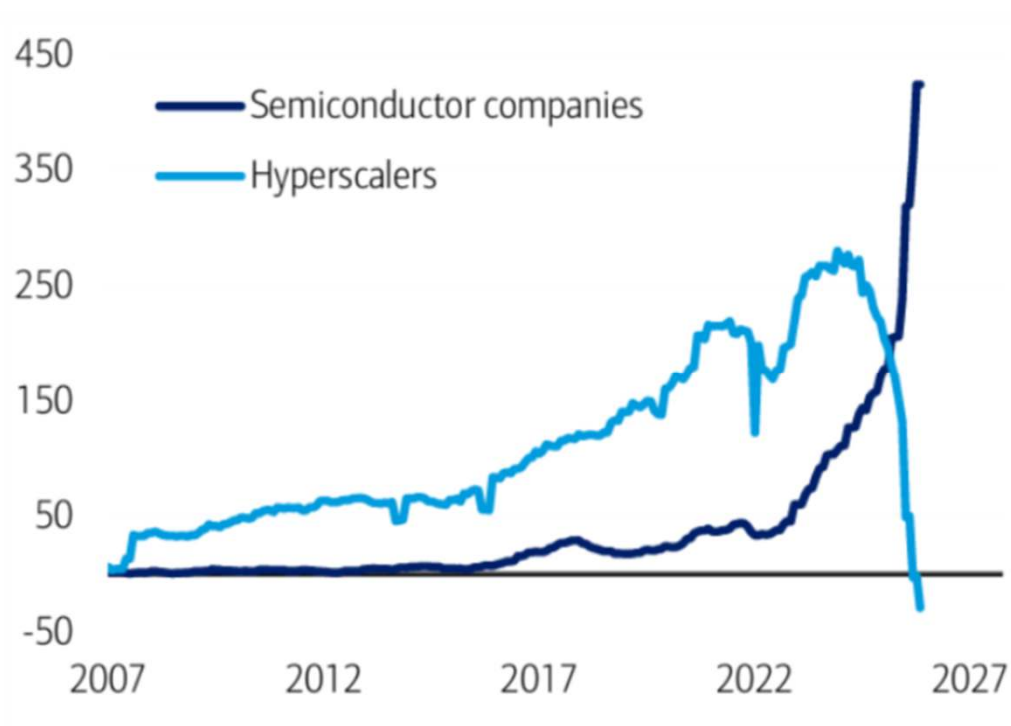
% of sales



一家公司的资本支出就是另一家公司的营业收入。随着整个行业竞相扩张算力，AI基础设施周期正在推动自由现金流从超大规模云厂商大规模转移至半导体及硬件供应商。

这也解释了今年早些时候市场对“供应商融资”的担忧。当一家公司提供信贷资助客户购买毛利率高达80%的产品时，该笔交易中仅约20%代表产品实际成本。这虽不能消除融资风险，但为其背后的经济逻辑提供了商业语境。

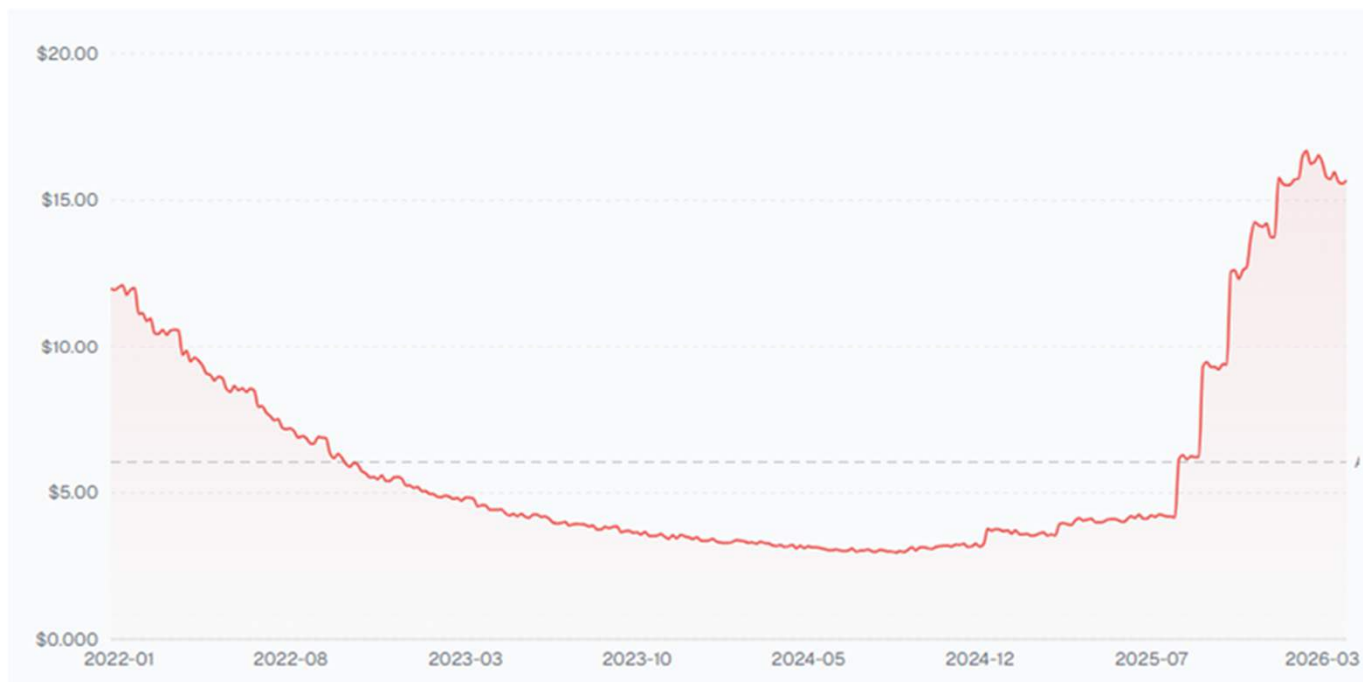
自由现金流转移



Source: BofA Global Research

构建算力的竞赛已从先进处理器扩展到存储器、存储设备、服务器以及其他数据中心零部件。供需失衡的加剧在短短一年多时间内将内存价格推高了 400% 以上，这表明AI投资周期正在向更广泛的硬件供应链扩散。

每GB计算机内存价格

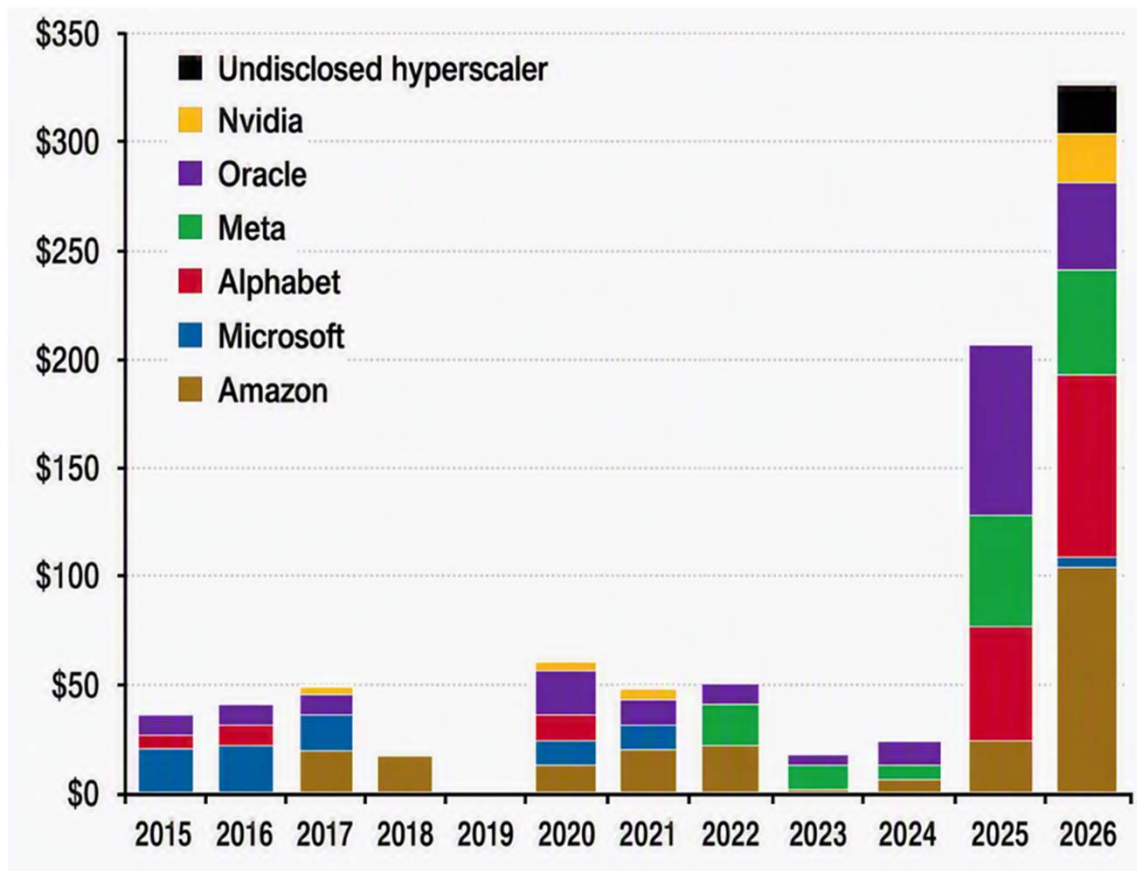


Source: Memory Tracker

运营现金流已不再是资助AI建设的唯一资金来源。今年，超大规模云厂商与英伟达已通过投资级债券市场融资超过 3,000 亿美元，以支持持续的资本支出。

起初，投资者对这些公司持宽容态度，并往往会在其宣布更大规模的AI投资时给予股价奖励。然而近期宏观经济背景发生变化，融资成本上升使得投资者开始更密切地审视这些支出的预期回报率，尤其是对于发债规模最大的公司。

超大规模云厂商与英伟达的新债发行

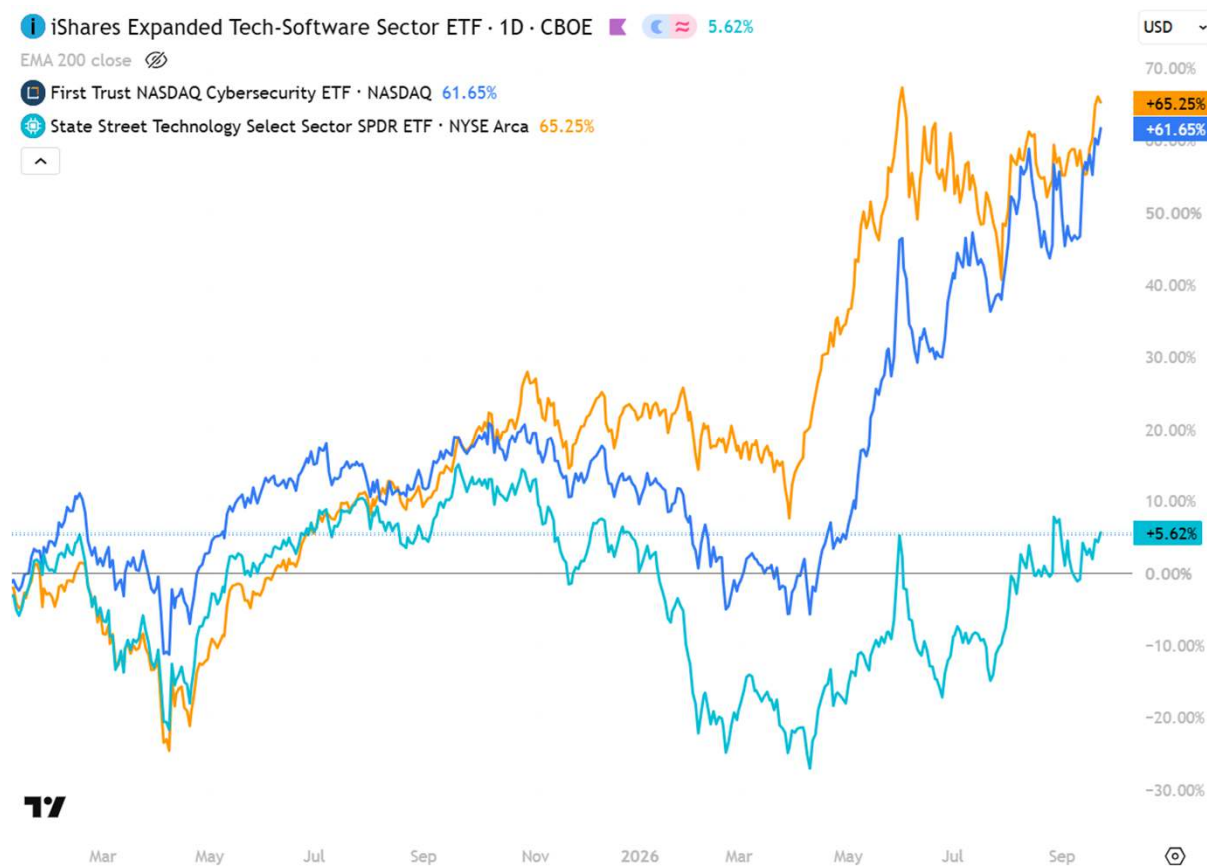


Source: Bloomberg | JPM Asset Management

今年早些时候，市场担忧智能体AI可能会取代传统软件，导致该板块估值一度跌至2008年金融危机以来的极低水平。即使许多龙头企业继续公布强劲的财报，估值倍数仍被腰斩。

此后，软件股开始反弹，领涨的是网络安全公司——它们不仅受益于强劲的业绩，还受益于市场对AI相关安全风险顾虑的增加。然而，随着投资者深入评估哪些公司能维持增长并成功将其产品适配于AI驱动的新环境，板块内部的分化依然非常明显。

软件股的回升



Source: Trading View

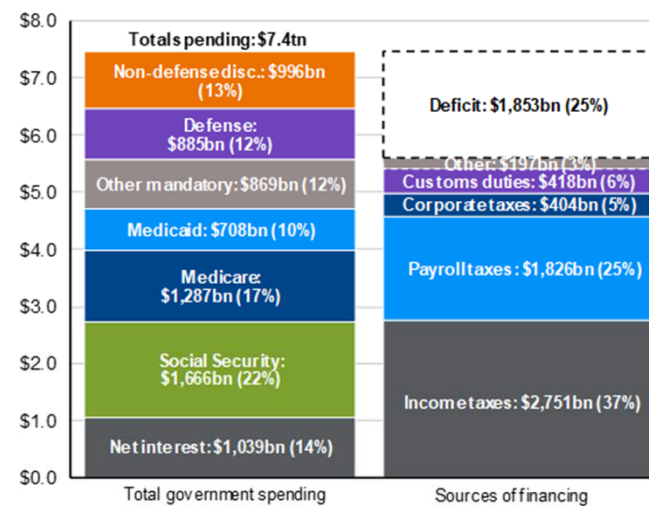
美国联邦财政赤字

政府效率部的成效有限。尽管政府做出了削减开支的努力，美国联邦财政赤字依然居高不下。持续的借贷推高了国债供应，并对长期利率施加了上行压力。

强劲的名义经济增长有助于将债务负担控制在相对合理的经济规模比例内。然而，如果没有更严格的财政纪律，目前的债务轨迹随着时间的推移将变得越来越难以维持。

The 2026 federal budget

USD trillions



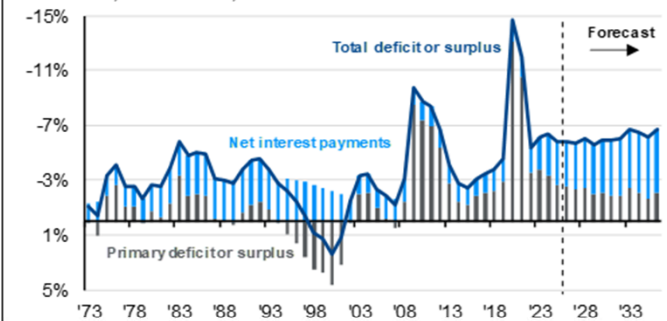
CBO's Baseline economic assumptions

	2026	'27-'28	'29-'30	'31-'36
Real GDP growth	2.3%	1.9%	1.8%	1.8%
10-year Treasury	4.1%	4.3%	4.3%	4.4%
Headline inflation (CPI)	3.0%	2.5%	2.3%	2.3%
Unemployment	4.6%	4.5%	4.4%	4.2%

Source: JP Morgan Global Asset Management

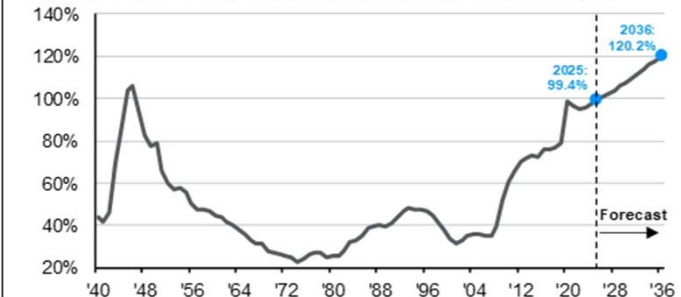
Federal deficit and net interest payments

% of GDP, 1973 - 2036, CBO Baseline Forecast



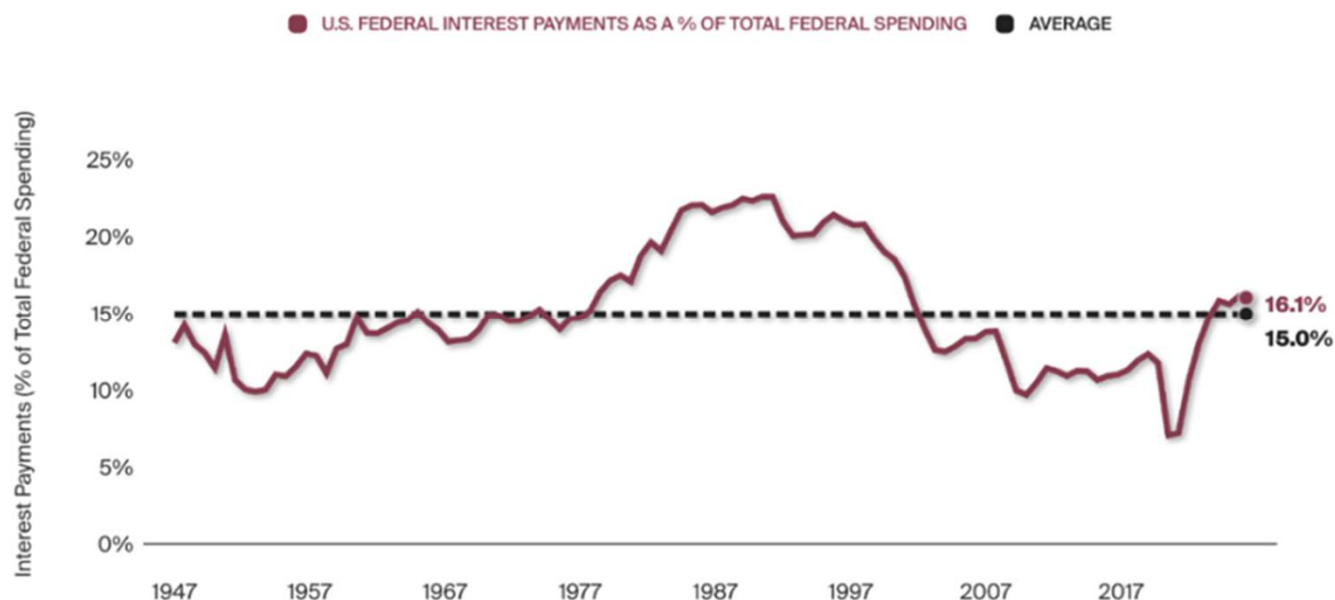
Federal net debt (accumulated deficits)

% of GDP, 1940 - 2036, CBO Baseline Forecast, end of fiscal year



债务规模固然重要，但其可承受性最终取决于政府相对于其财政收入的利息支出。目前的利息成本总体上仍处于长期平均水平附近。然而，随着现有债务到期并以更高的利率进行再融资，这一负担可能会迅速加重。

美国债务利息成本仍符合历史水平

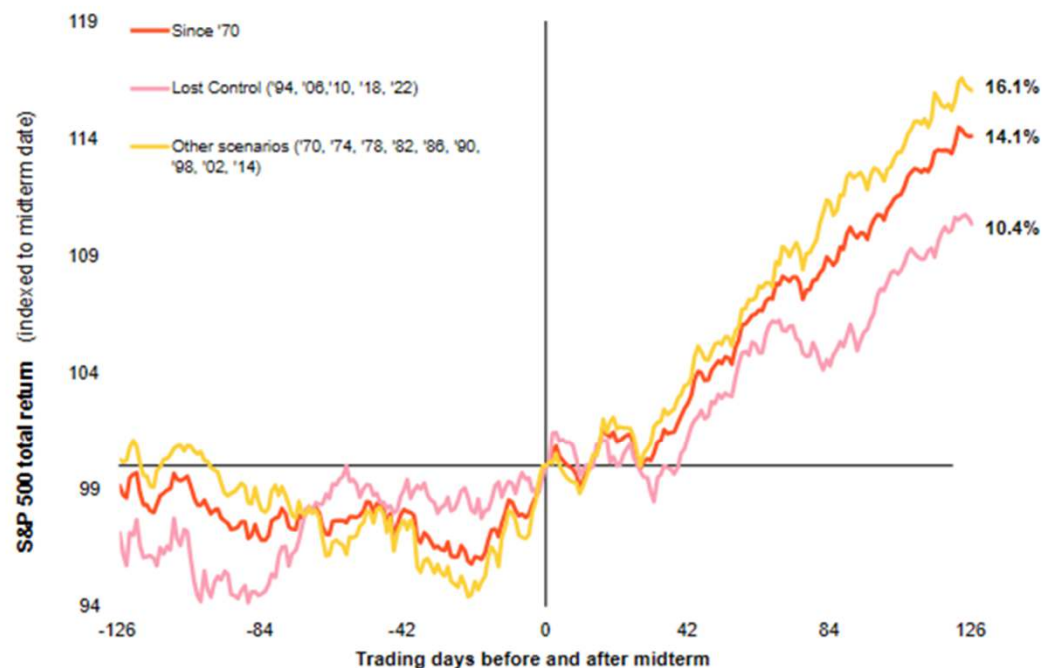


Source: A wealth of Common Sense | Exhibit A

无论选举结果如何，市场往往会对政治确定性的增加做出积极反应。自1970年以来，标普500指数在中期选举前后通常表现强势；从历史来看，第一季度出现下跌的年份在选后的反弹最为强劲。

这种复苏往往在投票日之前就已开启，因为民调数据提供了越来越清晰的选举前景。核心启示在于：如果一味等待完全确定性的到来，可能会错失复苏行情的早期阶段。

1970年以来标普500在中期选举前后的表现



Source: Bloomberg, data as of March 30, 2026. Based on Average S&P total return since 1970 indexed to midterm dates for midterm years: 1970, 1974, 1978, 1982, 1986, 1990, 1994, 1998, 2002, 2006, 2010, 2014, 2018, 2022. The "0" on the x-axis represents the Midterm election date, which falls on the first Tuesday in November. Month approximations based on average of 21 trading days in a month. Y-axis numbers represent total return of approximately 6 months before and after a midterm indexed to midterm date, with the value of the midterm date being 100. "Lost Control" defined as scenarios where government was controlling the presidency and both chambers of congress heading into the midterms, and lost control of at least one of them. **Index performance is for illustrative purposes only. Index performance does not reflect any management fees or expenses. Indexes are unmanaged and one cannot invest directly in an index. Past performance does not guarantee future results.**

战争、供应瓶颈与政治压力

近十年来，战争和屡发性的供应中断使能源市场极易受到价格暴涨的冲击。释放战略石油储备此前曾有助于缓解价格震荡，但储备水平的下降可能会限制政府未来应对新冲击的能力。

随着飓风季的到来以及冬季的临近，供应风险依然高企，尤其是柴油、航空煤油和天然气凝析油等成品油。这些压力可能使能源价格在更长时间内保持高位，并进一步使通胀前景变得错综复杂。

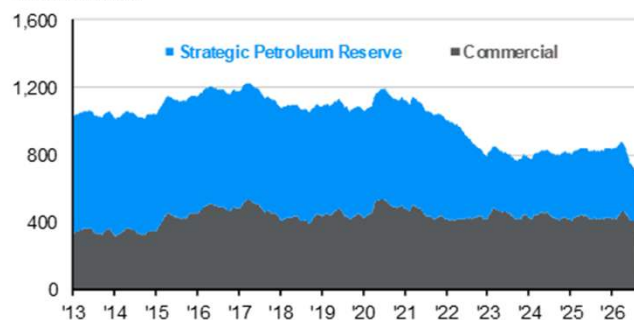
Change in production and consumption of liquid fuels

Production, consumption and inventories, millions of barrels per day

Production	'23	'24	'25	'26*	'27*	'23-'27
U.S.	22.0	22.8	23.6	24.2	25.0	13.9%
OPEC	28.5	28.4	29.3	23.1	29.3	2.8%
Russia	10.9	10.5	10.5	10.5	10.7	-2.4%
Global	102.5	103.1	106.1	99.0	109.3	6.7%
Consumption						
U.S.	20.3	20.5	20.6	20.7	20.7	2.2%
China	16.0	16.4	16.6	16.4	16.9	5.9%
India	5.4	5.6	5.7	5.8	6.1	13.2%
Global	101.4	102.8	104.0	102.9	105.3	3.8%
Inventory Change	1.0	0.3	2.1	-3.9	4.0	

U.S. crude oil inventories

Million barrels



Source: JP Morgan Global Asset Management

Price of oil

WTI crude, nominal prices, USD/barrel

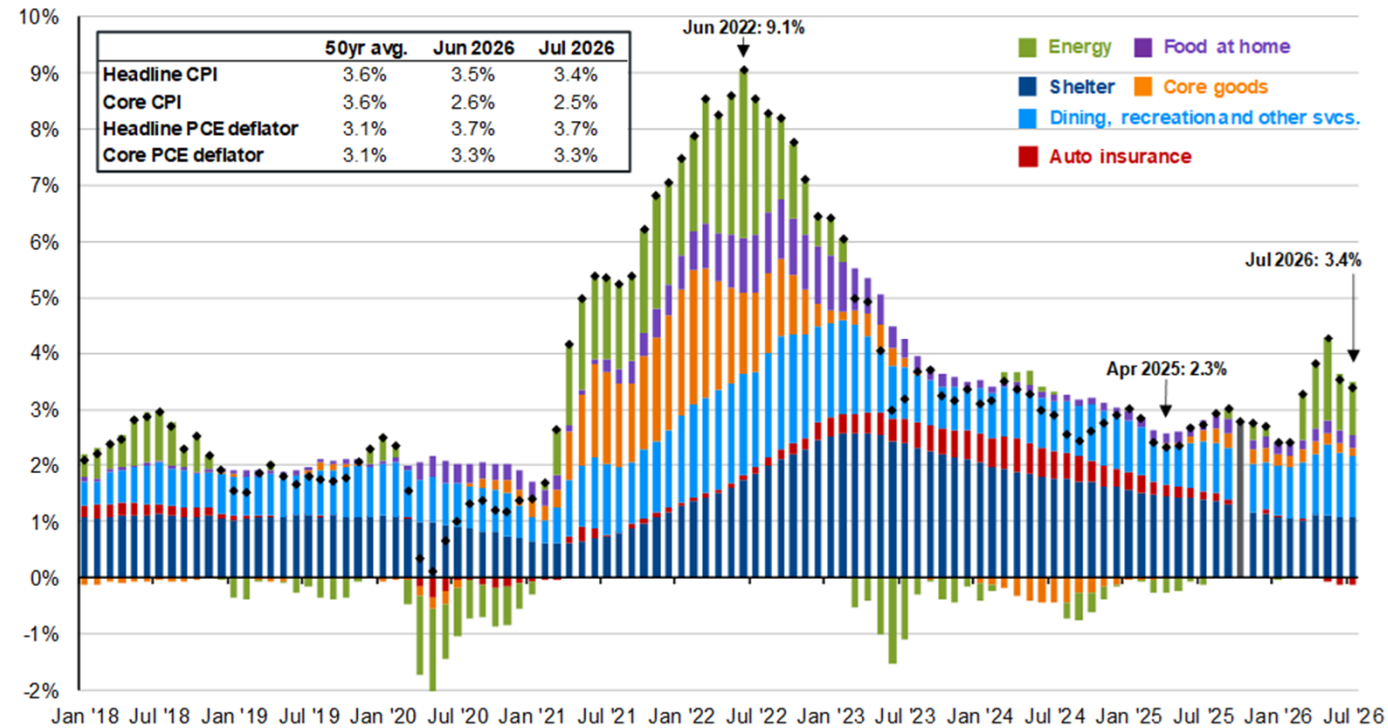


美国通货膨胀

尽管通胀的若干分项指标继续趋缓，但食品和能源价格的上涨推动整体CPI创下自2021年以来的最大涨幅。这一重新抬头的压力限制了美联储的政策灵活性，并增加了利率维持在高位的可能性。市场目前预计年底前还将加息1至2次，每次25个基点。有趣的是，美联储的下次议息会议定于10月28日，恰在中期选举前一周。

Contributors to headline CPI inflation

Contribution to year-over-year % change in CPI, non-seasonally adjusted



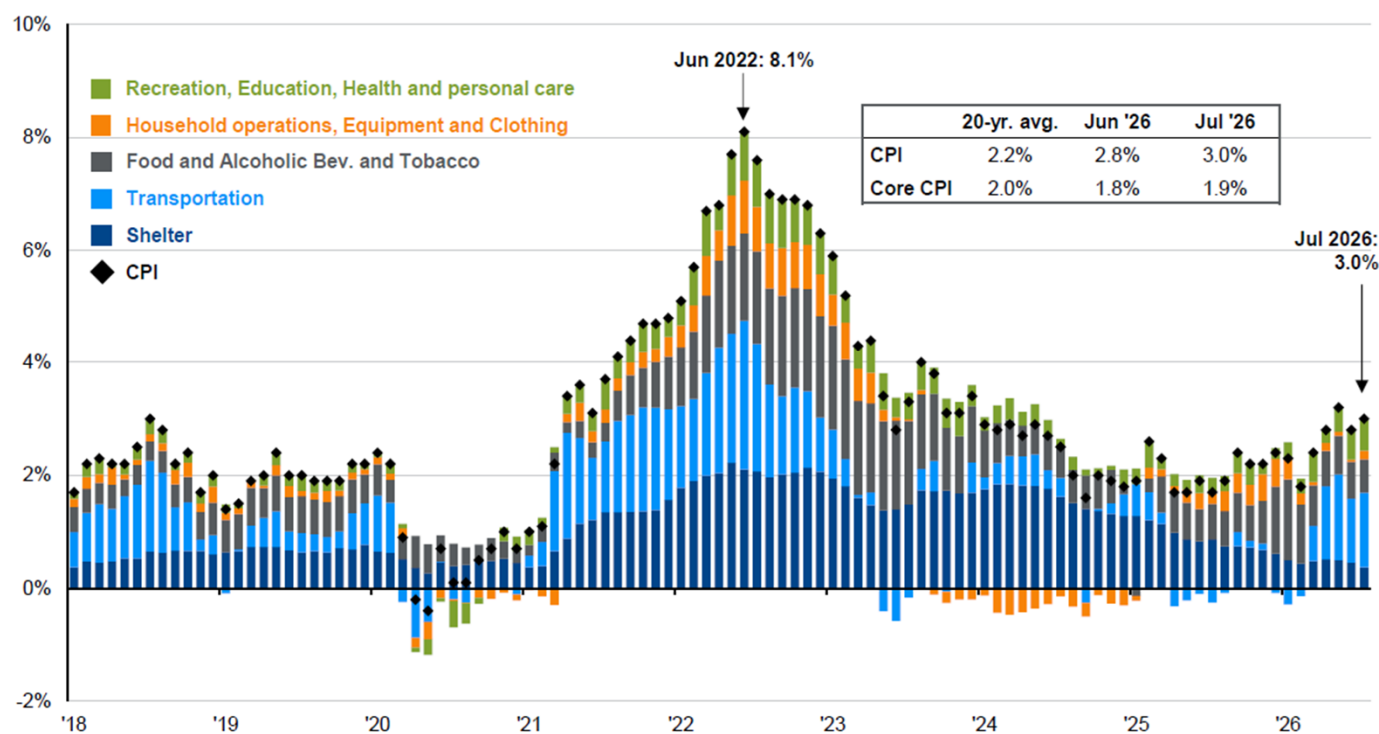
Source: JP Morgan Global Asset Management

加拿大也正经历着类似的整体通胀上升，能源价格上涨导致运输成本显著增加。因此，市场目前已消化了年底前还会再加息1至2次的预期。

加拿大通货膨胀

Contributors to headline CPI inflation

Contribution to y/y % change in CPI, non-seasonally adjusted

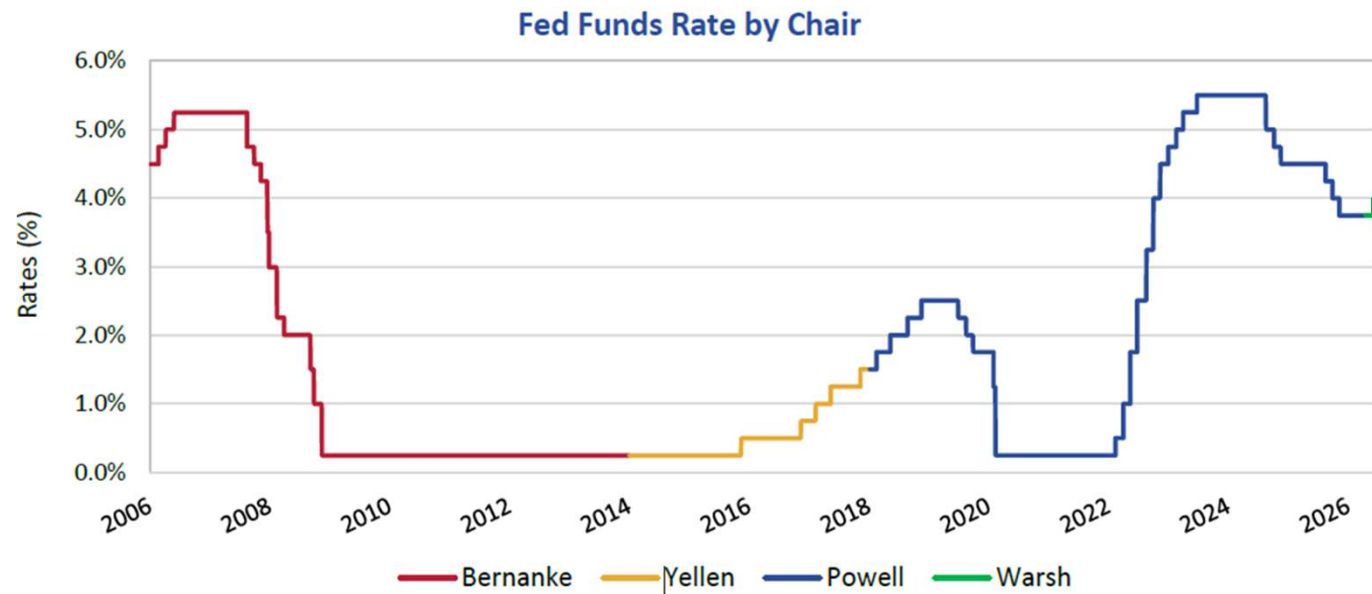


Source: JP Morgan Global Asset Management

新任美联储主席：凯文·沃什

凯文·沃什于2026年5月22日出任美联储主席。他的政策风格不太注重提供详尽的前瞻性指引或对未来利率路径做刚性承诺；相反，他强调保持政策灵活性并紧跟更广泛的宏观经济趋势。

在其就任主席后的第二次议息会议上，面对具有韧性的劳动力市场和反弹的通胀压力，美联储实施了三年多来的首次加息。

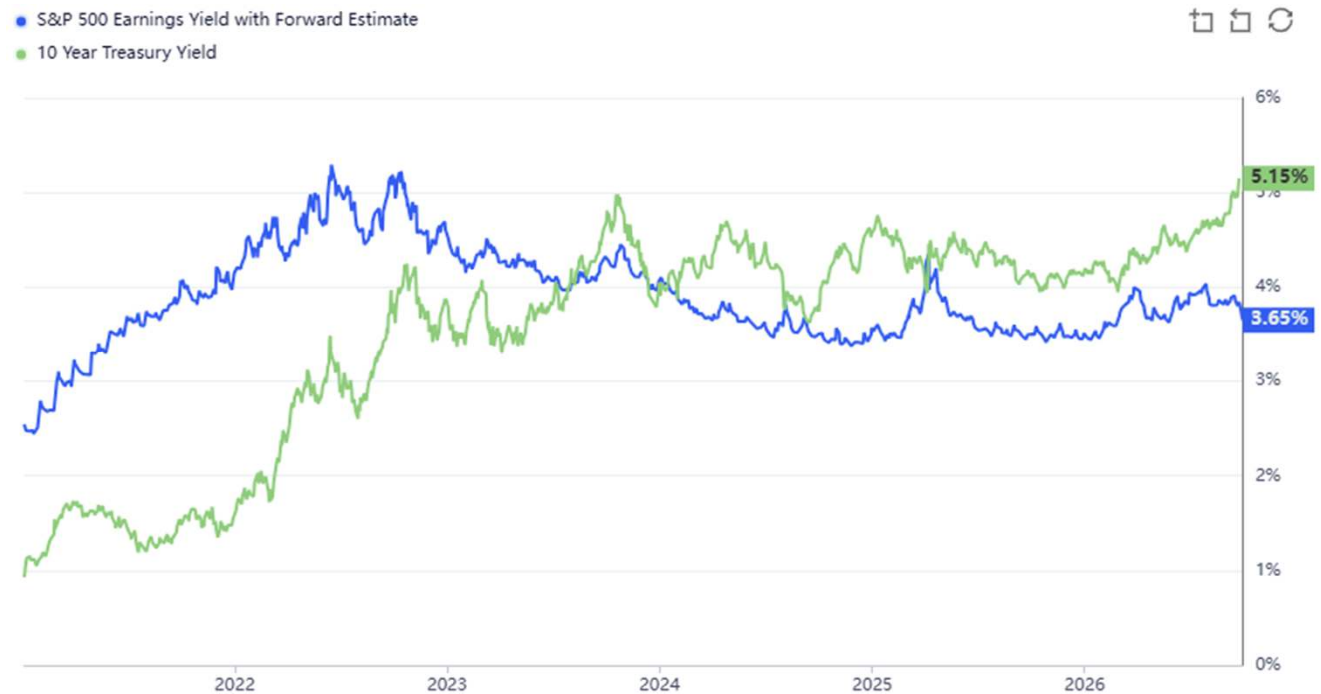


Source: Bloomberg

债券与股票收益率上升

随着通胀担忧重回焦点，美国10年期国债收益率近期飙升至2007年以来的最高水平。更高的债券收益率意味着债券价格下跌，同时也提高了投资者持有股票所需的风险回报率，从而对股票估值构成压力。

对于股市而言，收益率上升的速度往往比绝对水平更为关键。利率的剧烈变动可能强迫市场在企业盈利来得及调整之前重新锁定估值倍数。由于盈利依然强劲，这一现象目前尚不十分明显，但今年大部分时间里股票估值确实一直在经历整合整理。

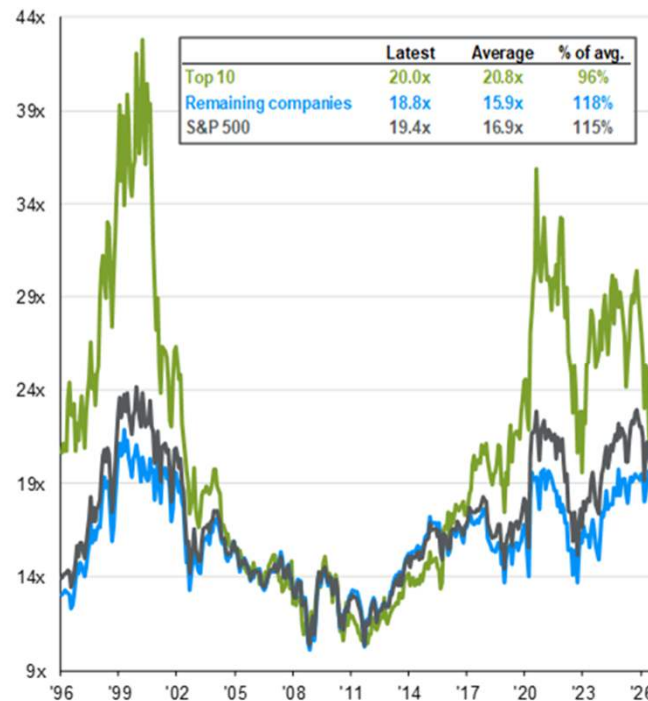


Source: Gurufocus Charts

巨型科技股估值/盈利压缩

凭借卓越的增长速度和近乎垄断的利润率，巨型科技股此前享受着显著的估值溢价。过去一年中，随着增长预期回归常态以及对智能体AI业务竞争的加剧，这些溢价有所收窄。

尽管图表看起来令人担忧，但估值压缩的大部分原因在于企业盈利增长快于股价涨幅，而非公司基本面发生恶化。如果利润率保持韧性且盈利继续超预期，较低的起始估值将为今年年底及2027年的估值修复留出空间。



Source: JP Morgan Global Asset Management

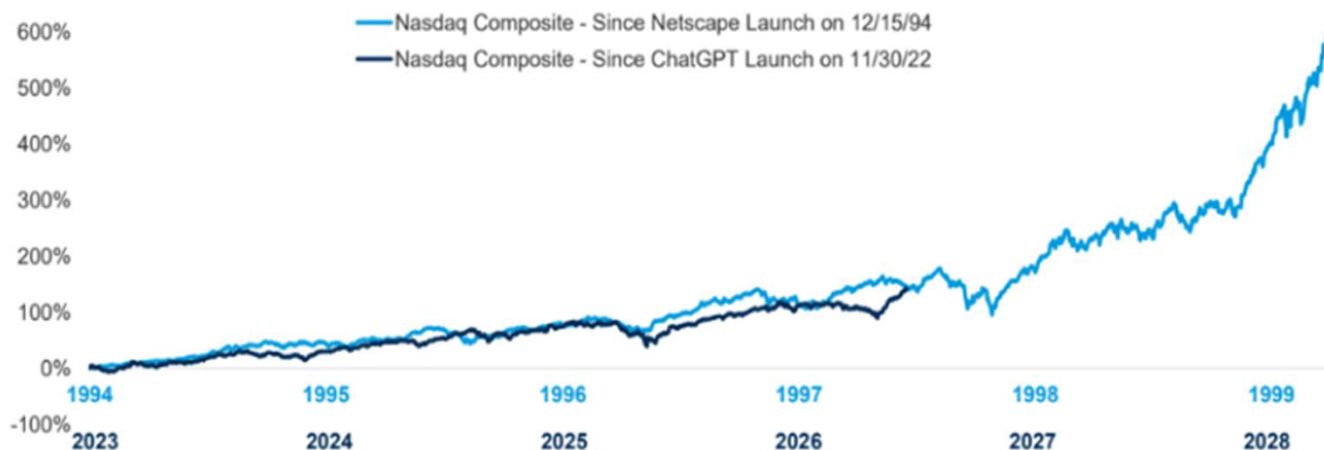


1994年 Netscape 发布后，对互联网的热情推动了美股随后数年的强劲回报。ChatGPT 的问世可能引发了类似的一波由AI驱动的投资狂热与乐观情绪。

问题在于：我们目前仍处于AI周期的早期阶段，还是已经进入了类似于1998年的中后期阶段？

“历史不会重演，但往往押着相同的韵脚。”

纳斯达克回报率：ChatGPT 与 Netscape 推出对比



Source: Factset & Nasdaq

DISCLAIMER

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, and 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. If you are already a client of BMO Nesbitt Burns Inc., please contact your Investment Advisor for more information. BMO Nesbitt Burns Inc. is a Member – Canadian Investor Protection Fund and is a Member of Canadian Investment Regulatory Organization. BMO Trust Company and BMO Bank of Montreal are Members of CDIC.

"BMO (M-bar roundel symbol)" is a registered trademark of Bank of Montreal, used under license.