：迈克尔·桑托利

核心要点

标普 500 再度逼近历史新高，本轮行情依靠少数固定板块领涨。
一篇关于扎克伯格的文章，精炼概括了市场看多 Meta 人工智能战略的核心理由。
X 世代（Gen X）这批
“重温旧剧的一代”，总热衷于寻找当前市场与过往周期之间的相似之处。

海边遇到强劲离岸暗流时，正确做法是横向游，平行于海岸线，游到脱离离岸强流拉扯的区域。

股市似乎正在执行这样一套谨慎且有耐心的操作。数月来市场
“承压但不崩盘”，标普 500 指数始终距离历史高点不远；而暗流持续冲击那些最容易受高油价、利率上行、居民消费疲软影响的板块：非必需消费品、工业股，近期银行股也承压。

与此同时，半导体板块与绝大多数大型科技平台股经历休整：市场担忧 AI 领域过度投入，削弱投资者信心，板块估值被压缩。

周一这场由大型科技 AI 落地标的带动的强势上涨，是否意味着市场即将摆脱整个夏季的横盘停滞？“算力采购方（超大规模云厂商）” 与 “供应商（AI 硬件厂商）” 能否一同持续上涨，而不只是短暂反弹数日？

上周我曾描述当前市场格局：趋势仍在延续，但担忧情绪不断累积：

“标普 500 数月横盘震荡，依靠快速板块轮动实现市场自救。自 6 月 1 日起指数原地踏步，但期间相对历史高点最大回撤不超过 3%。自 8 月 4 日创下新高的单日大涨之后，指数几乎全程运行在当日行情区间之内。市场广度持续走弱，但这也意味着内部超卖状态不断累积。季节性因素带来压力，这点市场人尽皆知。多数指标显示机构仓位已经有所回落。”

纳斯达克综合指数周一暴涨 2%，似乎印证了高盛美洲执行服务主管约翰·弗劳上周五在《收盘钟声·加长版》节目中的观点：专业投资者仓位偏轻、纳指个股空头持仓较高，叠加盈利动能持续，年末市场的风险收益比有所改善。

Meta 推出 Muse AI 智能体应用、Nebius 上调 AI 算力租赁价格，两大事件点燃相关 AI 个股的买盘热潮。

这里存在典型的先进先出节奏：半导体板块在 6
月末就见顶，远早于大盘。费城半导体指数经历惨烈 30%
回撤，两个月震荡无明确趋势；最近几日终于突破下行通道，站上 50 日均线。

过去几周市场弥漫 “AI 前沿发展引发恐慌” 的论调，大量讨论大模型可能导致人类灭绝，这场情绪压力测试，或许已经充分消化科技板块风险，为进一步反弹铺路。这类似今年 2 月的恐慌：Citrini 研究发布耸人听闻的情景分析，宣称 “软件行业末日将至”，本就敏感的板块遭受冲击，而该报告发布时点，恰好靠近软件股阶段低点，而非前期高点。

表面看信号偏积极，但尚不能断定上涨动能已经全面回归。上周五刚完成季度期权到期，周一的行情中，战术交易员对于 Meta 和高弹性半导体带动的上涨仓位不足，于是匆忙抢购看涨期权；这种脉冲式买盘，同样可能快速消退。费城半导体指数距离前期高点仍下跌 15%，Meta 股价已经 13
个月未能创出新高。周一纽交所市场，标普 500 上涨 1.5%，但全市场创出 52
周新低个股 160 只，仅 29 只创出新高。

市场依旧冷热不均、板块分化明显，不过依靠持续轮动展现韧性。

美联储周三加息后市场出现被动抛售，标普 500 短暂下探 7500 点，这一轮洗盘可谓恰逢其时。但美联储主席表态清晰：当前金融环境依旧过于宽松，可能还需要再收回一到两轮宽松刺激。而美债收益率下行、VIX 恐慌指数跌破
15，纳指再创新高，反而进一步推松金融条件。

BCA 研究阐述了他们眼中的潜在走向：要么这轮紧缩周期较短，收益率几个月内见顶；要么经济过热，只有股市大幅回调之后债市才会企稳。无论哪种情景，股市安全垫都很薄，接下来行情必须依靠盈利增长驱动，而不能单纯依靠估值抬升。

11 个月前标普 500 远期市盈率达到 23
倍时我就提到，应当假定在可预见的未来，股市整体估值大概率已经见顶。

市场正在消化二季度那种极致乐观情绪的顶点。美银与高盛上周表示，本季度交易业务与投行业务收入增速将放缓。散户风险偏好的顶点出现在 6 月末 SpaceX 的 IPO。AI 建设行情里的动量交易、杠杆资金与拥挤交易，很难回到 6
月的极端水平；当时那轮极致拥挤行情之后，Situational Awareness
对冲基金出现大幅平仓。

一轮进入第五年的成熟牛市，正在重新依赖少数熟悉的核心领涨板块，迎接又一个财报季：亮眼的利润增长，将面对本就预期很高的投资者群体。

市场温度指标

这个指标由约翰·科洛沃斯构建，综合多项数据，同时反映投资者言论与实际交易行为。

科洛沃斯解读最新数据：“虽然尚未出现同步抛售带来的真正恐慌性出清，但今夏投机高点之后，看多情绪持续降温，利空阻力有所减弱。直观来看，市场对本轮牛市依旧存在大量怀疑声音。”

华尔街见闻

《Colossus》对马克·扎克伯格的专访文章名副其实，全文约 15000 词，内容详实厚重。大量篇幅展现的近距离采访视角（详细描述等待采访扎克伯格、其父母与妻子的场景），铺垫较多。

但文章值得一读，它完整回顾 Meta 发展历程、科技圈对 Meta 褒贬反转、扎克伯格一系列战略转向，还精炼总结了市场看多 Meta AI 路线的逻辑，称观点综合自 Meta 外部人士：

“事实上，AI 并非无所不能。它只是进行数学运算，解决人类有限的一部分问题，其余场景仅仅是好用、酷炫。Anthropic，以及程度较轻的 OpenAI，始终很难接受这个现实。扎克伯格看得很清楚。他过去十年没有把公司比作曼哈顿计划，所以愿意推动 AI 落地，帮用户订机票、预约餐厅、修图。他会借助 AI 把服务用户的边际成本压至趋近于零，同时优化广告、推高营收。他利用广告业务产生的现金流，以及自建的数据中心、芯片与基础设施（而 Anthropic 和 OpenAI 需要付费租赁），在价格上压制对手。他的 AI 潜在用户基数达 36 亿人，这些普通用户并不在意某个模型是否比行业前沿落后半年。”

收盘随笔

X 世代是第一代反复怀旧的一代人，属于现代媒体时代首批可以随时回看几十年电视、摇滚音乐经典内容的群体。

婴儿潮一代（以及更早一代人）看着电视长大，但当年没有大量重播节目库，不像 X 世代放学后、周末无限制反复刷老剧。摇滚乐诞生于他们青年时代，后续才出现大量模仿迭代作品。

我们一眼就能看出《辛辛那提 WKRP 电台》源自《玛丽·泰勒·摩尔秀》，又是《新闻电台》的前身；讲述鳏夫和孩子日常轻喜剧的《欢乐满屋》，只是《我的三

个儿子》乃至《伯南扎的牛仔》一脉延续。涅槃乐队虽是创新者，但也汲取 70 年代朋克与 60 年代奇想乐队的养分。

层层叠叠的文化内容，让我们对作品之间的借鉴与模仿高度敏感，也执着寻找真正原创的东西。

这一代如今 45–61 岁、被不少人轻视的群体中的投资者，盯着屏幕观察市场走势，总不断找到和过往周期相似的剧情。在一部分人看来，AI 牛市注定重演 90 年代互联网泡沫兴衰；也有人认为，当前大举借钱建设 AI，是类似 2008 年那场信贷危机的早期苗头。我们多少次看到把 70 年代两轮通胀曲线和 2020 年后的通胀曲线叠图对比？

当然，投资者向来习惯参照历史经济与市场规律。我 90 年代报道华尔街时，当时也大量担忧地对比 “漂亮 50” 那种少数成长股独领行情的时代，或是 60 年代未过热的科技投机。但当时这类类比更加小众，不像现在无处不在。

我同样也会引用历史周期来理解当下。但过度迷信历史剧本会重演，容易落入陷阱。

有一点值得乐观：科技股估值从未达到 1999–2000 年的巅峰，背后是企业盈利大幅增长。

信贷市场往往会提前预警经济内部隐患，但未必永远如此。

多轮通胀共振看起来吓人，但如今政策制定者掌握 50 年前的历史教训，而半个世纪前的决策者没有这份参考。

但不要默认 “我们还没有到达历史极端周期的终点”。也许永远不会复刻。市场高点，完全可能在达到足以让所有人想起 25 年前那场大泡沫之前就出现。另一方面，90 年代的部分极端估值，并没有阻挡本轮牛市继续走高。

观察这张股市集中度图表，我想到这一点。

2020 疫情驱动行情中，十大权重股总占比向 2000 年高点攀升，当时这张图广为传播，暗含警示：市场头部权重已经达到极致，股市大概率将迎来灾难。

熊市直到 2022 年才到来，而那次熊市并没有改变巨型市值公司主导市场的格局，

如今大盘再度依靠巨头拉动。

未来某个时点市场必然会迎来回调。但在此之前，请记住一个典故：《欢乐时光》里，Fonzie 踩着滑水板 “跳鲨鱼”（jump the shark，如今用来形容作品发展到极致后走向荒诞、盛极而衰），这个桥段出现在全剧 11 季中的第 5 季。