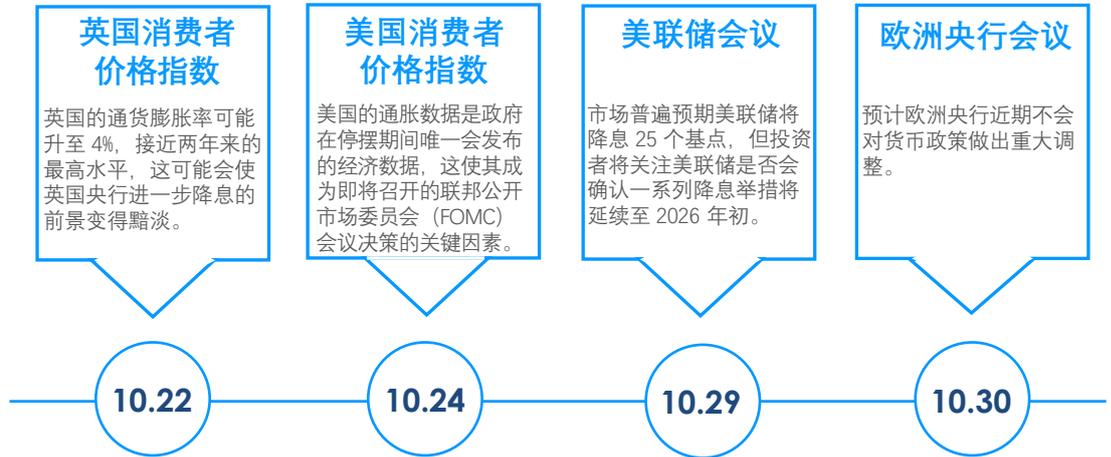


安中集团  
全球网络

- \* Milan 米兰
- \* Abu Dhabi 阿布扎比
- \* Austin 奥斯汀
- \* Cairo 开罗
- \* Dubai 迪拜
- \* Dublin 都柏林
- \* Estoril 埃斯托里尔
- \* Geneva 日内瓦
- \* Hong Kong 中国香港
- \* Istanbul 伊斯坦布尔
- \* Lugano 卢加诺
- \* Luxembourg 卢森堡
- \* Mexico City 墨西哥城
- \* Miami 迈阿密
- \* Monaco 摩纳哥
- \* New York 纽约
- \* Rabat 拉巴特
- \* Santiago 圣地亚哥
- \* São Paulo 圣保罗
- \* Shanghai 中国上海
- \* Singapore 新加坡
- \* St Louis 圣路易斯
- \* Sydney 悉尼
- \* Taipei 中国台北

主要事件



全速前进，尽管警示信号频现

- 自4月低点以来，在美联储政策放宽、中美贸易紧张局势缓和、企业发展乐观和人工智能相关领域取得进展的背景下，投资者的信心日益增强，市场在很大程度上忽视了出现的警示信号。
- 特朗普重新挑起了与中国的贸易争端，企业违约引发了信用担忧，同时有报道指出，人工智能企业中存在潜在的循环融资风险，这让人想起上世纪90年代末的科技泡沫。
- 尽管美国政府持续停摆、欧洲主权信用评级出现分化、市场估值偏高，但投资者的乐观情绪依然高涨——受企业盈利增长加快、美联储降息以及创纪录的交易所交易基金（ETF）资金流入的预期所驱动。市场狂热情绪仍在持续，但在关键的经济和政策动态出现之前，仍需保持谨慎。

自四月低点以来，投资者变得越来越自满，对不利的发展视而不见，甚至采取了一种“好的是好的，坏的也是好的”态度——认为任何负面事件要么会迫使美联储转而采取降息政策，要么会让特朗普让步，如果他是市场压力根源的话。

这正是所发生的情况。特朗普已不再攻击鲍威尔和丽莎·库克，并且缓和了与中国的贸易战（中国是唯一真正反击的国家）。美联储方面，尽管没有其他（未被人为抬高的）数据表明美国经济放缓，但鉴于美国非农就业数据的大幅下调（这一数据众所周知是被人抬高的），美联储已表示将进行一系列降息。

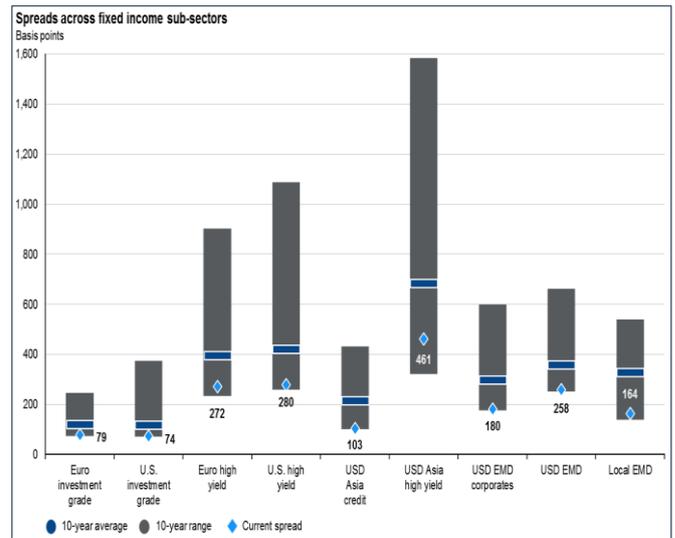
这一切发生之际，上一财季的业绩报告又一次普遍低于预期，而那些在人工智能开发方面投入最多的公司仍在不断提高未来几年的预计资本支出。

然而，尽管近几个月来投资者的乐观情绪因这些积极进展而有所提振，但近几周来，警告信号突然大幅增加，市场对此却基本视而不见。

## (接上文)



资料来源：摩根大通



资料来源：摩根大通

特朗普突然重启关税争端，宣布对来自中国的进口商品加征 100% 的关税，以回应中国进一步限制稀土出口。不过，随后他态度有所缓和，在股市出现紧张迹象后又收回了这一决定，但这场争端远未结束。中美首脑的会晤仍面临取消威胁。此外，中美双方于 5 月达成的为期三个月的“休战协议”已于 7 月延长，但将于 11 月初到期，能否再次延长尚无定论。鉴于美国目前对其他国家征收的关税税率与 4 月 2 日宣布的对中国征收的税率相差无几，如果对中国征收的关税恢复到约 145%，那么情况将类似于 4 月市场所预期的最糟糕情形。唯一的不同在于，如今市场以美元计价的水平比当时高出约 35%。

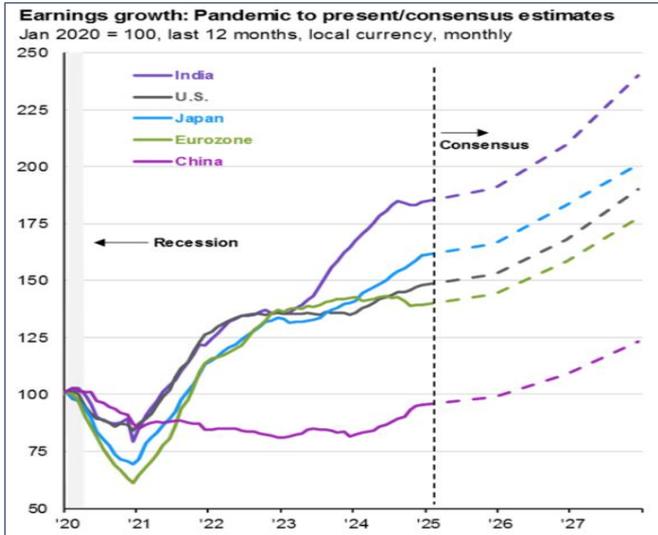
信贷市场已出现一些规模较大的发行方违约，比如特里科罗 (Tricolor) 和第一品牌 (First Brand)。目前来看，这些似乎是涉及欺诈的孤立事件，而非系统性问题的迹象。然而，即便在以往后来演变成更广泛动荡的情况中，最初往往也是从被认为可控的个别案例开始的。杰米·戴蒙曾说过“发现一只蟑螂，通常意味着还有更多在暗处”，这番话加剧了人们对银行体系和私人债务基金放贷标准可能过于宽松的担忧。

包括彭博社的《大观点》 (Big Take) 在内的一些报道也开始讨论参与人工智能开发的公司之间可能存在循环参考的情况。本质上，一家超大规模企业的资本支出往往会转化为其他企业的收入和利润。每当一家公司提高其支出承诺时，其他公司也会效仿，声称对人工智能基础设施的需求不断增长。然而，到目前为止，人工智能的大部分增长一方面与新建数据中心（需要人工智能芯片）有关，另一方面与开发人工智能芯片的公司有关，这些公司租用计算能力（即数据中心）来训练和制造更强大的芯片。此外，最近的一些交易结构如下：公司 A 从公司 B 筹集资金，然后用部分资金从 B 购买商品和服务。这种模式在 20 世纪 90 年代末互联网泡沫的最后阶段也曾出现过。

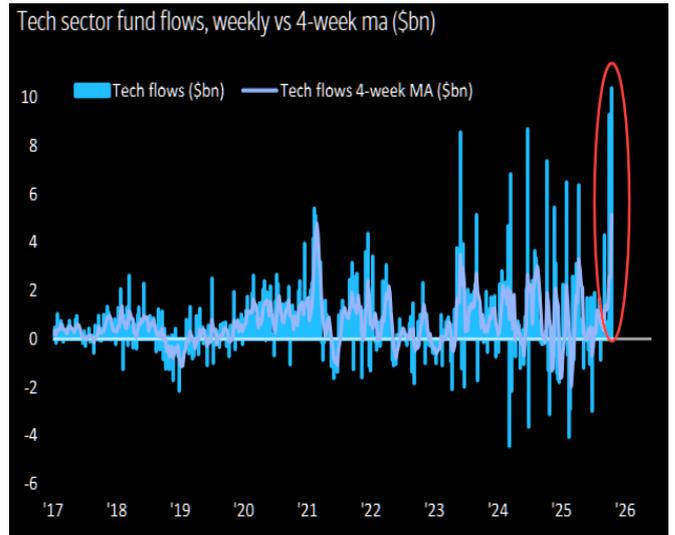
在另一个方面，美国政府停摆即将进入第四周。短期内对美国经济增长的溢出效应愈发明显，尽管目前仍较为温和，不过前提是停摆结束时被强制休假的员工能像过去一样拿到全额工资。只有在一种极不可能发生的情况下，也就是特朗普真的落实他扣发欠薪的威胁，对 GDP 的影响才会更为显著。此外，上周标准普尔全球评级公司 (S&P Global Ratings) 再次下调法国评级，从 AA- 降至 A+，这是出于对财政稳定性的担忧而做出的非计划性举动。相反，晨星 DBRS 将意大利评级上调至 A，比高收益级高出四个等级。

所有这些发展都发生在股票估值接近历史高位、信用利差处于历史低位之际。然而，尽管这两类资产在经历了数月的持续上涨后似乎已超买，但它们均未受到显著影响。

(接上文)



资料来源: 摩根大通

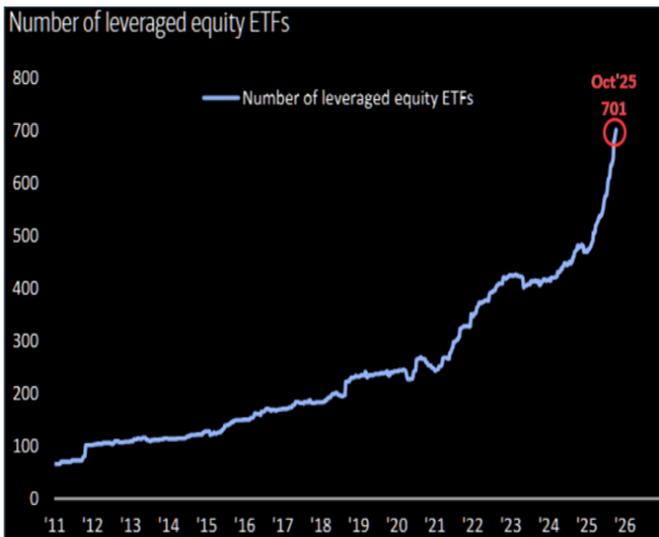


资料来源: 美国银行

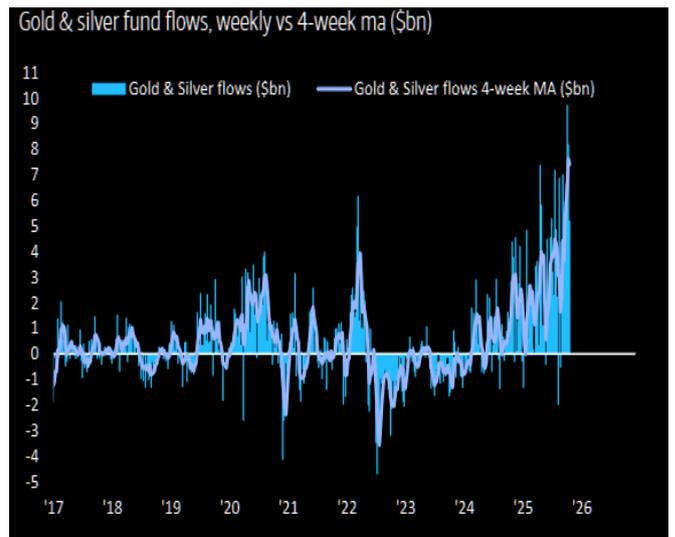
相反, 投资者似乎越来越乐观。目前预计未来几年的每股收益 (EPS) 增长速度将远高于过去三年。自上次美联储会议以来, 市场对今年年底前降息三次的预期得到确认, 交易所交易基金 (ETF) 的资金流入量创下纪录, 尤其是那些专注于成长型股票的基金。显然, 普通ETF已不再能满足投资者日益增长的渴望, 以至于杠杆式ETF的数量大幅增加。在贵金属领域也出现了类似的爆炸式增长, 白银以及黄金价格飙升。

这些动态表明, 近期投资者的乐观情绪已达到极端水平。在这种情况下, 这种狂热情绪可能会继续成为市场的主要驱动力, 甚至可能持续很长时间。在这样的形势下, 过度谨慎可能会带来不利影响, 但忽视警示信号同样危险。因此, 综合考虑, 现在采取稍微谨慎一些的态度似乎更为明智。

由于缺乏有关全球最大经济体的最新经济数据, 刚刚开始的财报季以及美联储立场的任何变化, 其影响可能比往常大得多。

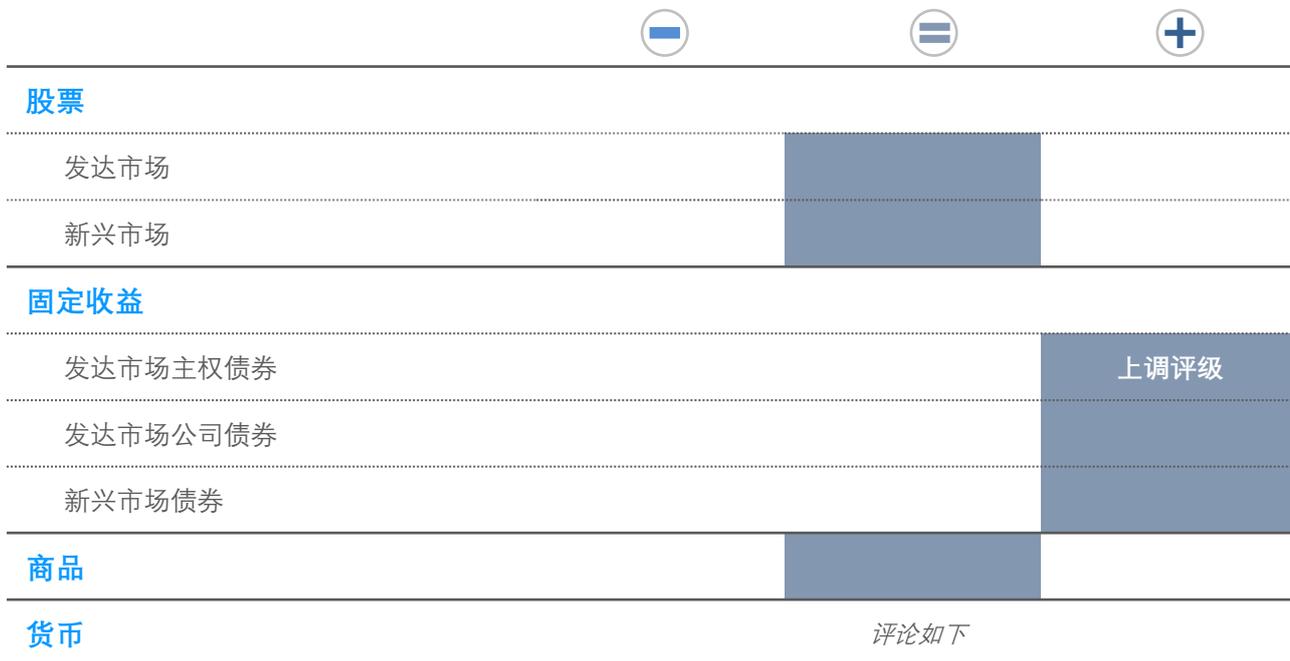


资料来源: 摩根大通



资料来源: 美国银行

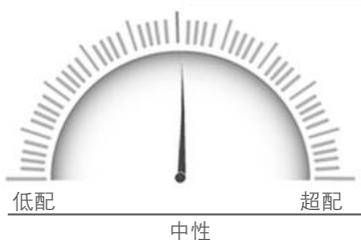
# 资产配置观点



- 低配     
 = 中性     
 + 超配

## 股票

### 发达市场



我们对发达市场股票持**中性**态度。不过，委员会意识到，估值过高以及自3月以来的强劲涨势可能会导致市场波动加剧。鉴于前言中讨论的不利发展情况，一些成员建议适度降低风险敞口，但多数成员倾向于不先于市场行动，因为市场仍持续走高。还有些成员认为，任何潜在的市场回调都是增加长期头寸的良机。我们继续建议在各行业和地区广泛分散投资，因为高估值仍集中在少数主导主要指数的股票上。

美国



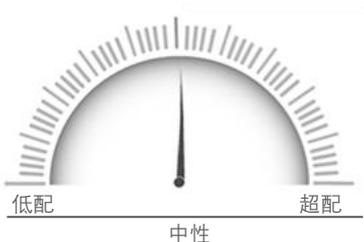
欧洲



日本



### 新兴市场



我们对新兴市场股票维持**中性**推荐。新兴市场的估值仍显著低于发达市场，这进一步巩固了我们相对更乐观的态度，因为投资者越来越多地寻求被低估的机会。中国仍是最具吸引力的市场，这得益于政府可能通过财政刺激进行干预，以及该国正在发生的科技革命。然而，中美国贸易争端可能的升级对中国经济前景构成重大下行风险，应予以谨慎考虑。

除日本外的亚洲



欧洲、中东和非洲



拉丁美洲



## 固定收益

### 发达市场主权债券



我们将发达市场主权债券的评级上调至**略微超配**。美联储近期态度的转变反映出其对劳动力市场降温的担忧加剧，就业增长放缓且就业前景的下行风险上升。尽管由于政府停摆缺乏最新数据，但多数美联储理事仍重申有意在即将召开的联邦公开市场委员会会议上继续降息。鉴于收益率曲线的陡峭程度已在很大程度上被市场消化，我们认为适度延长投资组合久期仍有空间，但仅限于 10 年期以内的债券。我们仍建议避开 10 年期以上的债券。

欧盟核心



欧盟外围



美国国债



日本国债



### 发达市场公司债券



我们维持对发达市场企业债券的**略超配**建议。信用需求依然强劲，利差已降至历史低位。尽管美国劳动力市场出现了一些疲软迹象，但鉴于美国和欧洲经济的韧性，仍不建议在信用方面保持低配。不过，我们仍建议优先选择优质债券，同时避免过度投资高收益债券。

欧洲投资级



美国投资级



欧洲高收益



美国高收益



### 新兴市场



我们维持对新兴市场债券的**略超配**评级。发达市场债券利差迅速收窄，使得新兴市场债券利差相对而言比发达市场发行的同评级债券更具吸引力。此外，美元走弱以及国际投资者持续分散投资以减少对美国资产的依赖，可能会进一步推动资金流入新兴市场。

本地货币



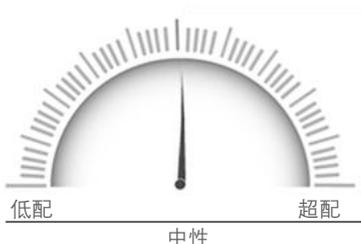
硬货币投资级



硬货币高收益



## 商品



我们维持对大宗商品的**中性**评级。在该资产类别中，主要关注点仍在贵金属上。从长期来看，贵金属的需求预计仍将保持强劲，这得益于美元可能走软、央行购买以及全球公共财政持续存在的财政滑坡担忧。尽管没有具体的宏观经济理由减少对黄金的敞口，但委员会决定战术性地转为中性，以锁定近几个月来取得的显著超额收益。

贵金属



能源



工业



农业



## 货币

美元：**中性立场**。我们认为美元短期内有可能出现反弹，这可能是由市场情绪的暂时转变或利率预期的调整所驱动。

欧元：**中性立场**。

人民币：**中性立场**。等待中美正在进行的贸易谈判结果以及可能出台的进一步刺激措施的更多明确信息。

其他新兴市场货币：**中性，但有看涨倾向**。尽管贸易关系仍存在不确定性，但新兴市场债券策略今年迄今的大幅跑赢已越来越受到投资者的青睐。



本文件仅为安中投资管理(上海)有限公司(以下简称“安中上海”)市场观点。未经安中上海事先书面同意，任何接收对象不得为任何目的以任何形式全部或部分复制、分发、传送、传播或公开发布本文件所含信息。使用本档推介基金的任何代销机构必须已具备中国证券监督管理委员会或其地方分局(以下简称“证监会”)授予的证券投资基金销售资格并且需为中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)的会员。本基金仅可面向证监会及基金业协会允许的合格投资者进行推介，代销机构需严格遵照证监会及基金业协会的相关要求开展推介活动。

本文件中提到的全部或者部分信息来源于可信任的第三方公开信息。安中上海并未进一步核对该等信息，安中上海就任何个人或机构依赖该等信息作为或不作为不承担任何直接或者间接责任。

安中上海对本文件中的数据、信息及观点的正确性不承担任何责任。因此，如本档的内容有任何遗漏、不准确或可能存在的错误，安中上海对此不承担任何责任。本文件有中英文两个版本，若对中英文有不同理解，请以中文翻译版为准。

安中上海保留不预先通知而随时修改本档的权利，但安中上海并无义务亦不保证对本档进行更新及/或更正。此外，安中上海对本文件接收对象或任何第三方因使用本文件中的数据、信息及观点而遭受的损失或与之相关的任何索赔不承担责任。

欲了解基金相关的具体投资风险，请参考基金的招募说明书、基金合同和风险揭示书。

本档描述的投资不保证投资者可以收回本金，也不保证投资收益。

本文件的接收对象应完全承担使用本文件数据、信息、观点以及据此作出的任何投资决定的全部责任。

本档不得转载或给第三方传阅。