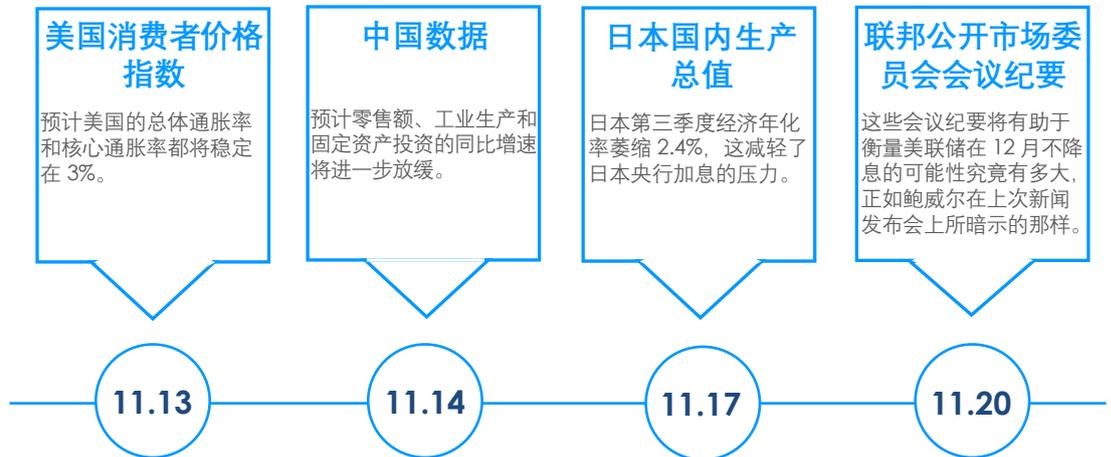


主要事件

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



发达市场：2025 年第三季度财报季监测

- 本财报季的表现强于市场普遍预期，尤其是在美国。美国公布的每股收益（EPS）同比增长 16%，而欧洲为 1%，分别超出预期 9%和 2%。
- 在欧洲和美国，同比每股收益（EPS）的增长大部分是由科技、金融和通信服务行业所推动的。
- 2025 年第三季度的财报电话会议记录显示，利润率、外汇逆风、人工智能带来的好处以及需求仍是主要议题。对前景和需求的看法略有改善，各公司对利润率的展望比第二季度要乐观得多。

截至本文撰写之时，美国和欧洲已有超过半数的公司公布了业绩。总体而言，本财报季的表现强于市场预期，尤其是在美国。美国公布的每股收益（EPS）同比增长 16%，而欧洲为 1%，分别超出预期 9%和 2%。在美国，科技、金融和通信服务行业是盈利的主要推动力，而消费相关行业表现较弱。在欧洲，消费和大宗商品行业拖累了整体业绩。

美国（标准普尔 500 指数）

在 7 月至 9 月这个季度，美国企业销售额增长了 9%，每股收益增长了 16%。值得注意的是，68% 的企业销售额超出预期，整体销售额超出预期 3%。所有行业销售额均实现正增长。在盈利方面，83% 的企业超出普遍预期，盈利超出预期 9%。

本季度，企业盈利增长的主要推动力来自科技、金融和通信服务行业，而消费类板块，无论是非必需消费品还是必需消费品，盈利增长均为负值或持平。本季度股价反应不同寻常；业绩超出预期的公司股价中位数跌幅为 -40 个基点，而未达预期的公司则受到重创，股价中位数跌幅达 -270 个基点。

在 2025 年中期之前持续下降之后，2025 年和 2026 年的每股收益（EPS）普遍预期最近已出现拐点并有所上升。

(接上文)

标普：2025 年第三季度总结

	No. of cos reported / Total	% reported	% cos beating EPS estimates	% cos Missing EPS estimates	EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	% cos Missing Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
S&P500	257 / 499	52%	83%	13%	9%	16%	68%	14%	3%	9%
Energy	9 / 22	41%	89%	0%	12%	27%	78%	11%	5%	5%
Materials	12 / 26	46%	75%	17%	11%	17%	83%	8%	2%	4%
Industrials	53 / 79	67%	83%	17%	0%	8%	51%	25%	2%	7%
Discretionary	23 / 50	46%	74%	22%	6%	-7%	65%	9%	5%	6%
Staples	15 / 36	42%	87%	0%	4%	0%	53%	7%	1%	2%
Healthcare	30 / 60	50%	90%	7%	11%	14%	83%	7%	3%	12%
Financials	50 / 75	67%	88%	12%	8%	22%	80%	12%	3%	10%
IT	21 / 68	31%	86%	10%	13%	34%	81%	0%	3%	15%
Com. Services	9 / 21	43%	67%	22%	13%	17%	33%	22%	1%	11%
Utilities	13 / 31	42%	77%	23%	6%	14%	69%	31%	1%	9%
Real Estate	22 / 31	71%	77%	14%	3%	8%	64%	14%	2%	8%
Ex-Financials & Real Estate	185 / 393	47%	82%	14%	9%	14%	65%	14%	3%	9%
Ex-Energy	248 / 477	52%	83%	14%	9%	16%	68%	14%	3%	9%
Cyclicals	109 / 223	49%	81%	17%	8%	15%	63%	15%	3%	8%
Defensives	67 / 148	45%	84%	10%	10%	13%	67%	13%	2%	10%

资料来源: 摩根大通

大型科技公司

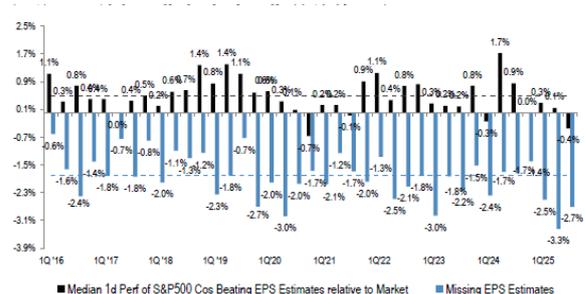
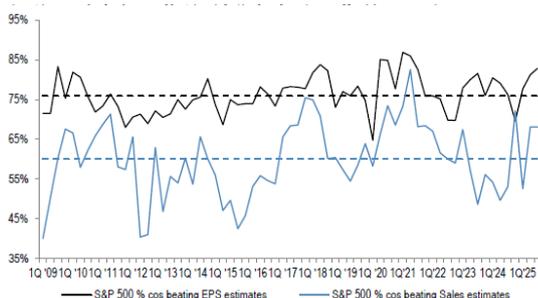
Alphabet公司公布了强劲的季度业绩, 实现了其首个营收超 1000 亿美元的季度, 总营收同比增长 16% (剔除汇率影响后为 15%)。此前被认为受人工智能冲击最大的搜索业务, 增速加快至 14.5%, 这表明人工智能的整合正在增强其盈利能力, 而非对其造成侵蚀。谷歌云业务营收增速也加快至 34%, 这得益于企业对人工智能的强劲需求。总体而言, 这些结果表明, 人工智能增强的搜索和云服务的采用是互补的, 这重新定义了人工智能从风险到机遇的角色。

Meta 实现了 26% 的营收增长, 超出市场预期 3.5%, 而营业利润则比预期高出 5%。尽管第四季度的业绩指引 (同比增长 16% 至 22%) 表明增长速度有所放缓, 但这一指引似乎较为保守。管理层将 2025 年的资本支出指引上调至 700 亿至 720 亿美元, 并表示 2026 年的支出增幅将“显著提高”。预计 2026 年总支出也将大幅增加, 这可能会对利润率造成压力。市场反应谨慎, 因 Meta 过于激进的投资步伐而对其进行了惩罚, 尽管支出是用于长期的人工智能基础设施建设。

亚马逊也公布了亮眼的业绩, 这得益于亚马逊网络服务 (AWS) 业务的再度加速以及其在人工智能领域领导地位的自信态度。AWS 的营收增长势头增强, 利润率和盈利能力超出预期。管理层强调, 人工智能相关需求正在推动业务量和营收的增长。AWS 盈利能力的增强以及资本支出的扩大, 凸显了亚马逊在人工智能基础设施周期中的核心地位。

微软在 2026 财年第一季度取得了出色业绩, 营收同比增长 18.4%, 达到 777 亿美元。Azure 及其他云服务增长 40%, 较上一季度的 39% 有所加快。管理层承认, 需求依然旺盛, 增长受限于可用产能, 这种情况在 2026 财年结束前不太可能恢复正常。来自 OpenAI 的 2500 亿美元新订单进一步凸显了云服务需求的深度以及微软作为人工智能基础设施支柱的稳固地位。

苹果公司公布了稳健的第三季度业绩, 营收达 1020 亿美元 (同比增长 8%), 毛利率为 47.2%, 均超出市场预期。每股收益超出预期 4%, 得益于成本控制。该公司预计 12 月季度营收同比增长 11%, 这意味着将超出市场预期 4% 至 5%, 主要得益于 iPhone 销量实现两位数增长。部分新款 iPhone 出现供应紧张, 但并非由于生产问题, 而是需求超出苹果最初的预测。



两张图表的数据来源: 摩根大通

(接上文)

英伟达将于 11 月 19 日发布财报。

斯托克 600 指数：2025 年第三季度总结

	No. of cos reported / Total		% reported	% cos		EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos		Sales surprise	%yoy Sales growth
	beating EPS estimates	Missing EPS estimates		beating Sales estimates	Missing Sales estimates						
Stoxx600	224 / 413	54%	56%	44%	2%	1%	43%	38%	1%	-1%	
Energy	13 / 20	65%	69%	31%	5%	-11%	38%	62%	3%	-8%	
Materials	18 / 35	51%	47%	53%	-7%	-10%	17%	61%	0%	-2%	
Industrials	53 / 92	58%	58%	42%	-1%	6%	45%	38%	3%	7%	
Discretionary	20 / 38	53%	29%	71%	-77%	-83%	28%	56%	1%	-1%	
Staples	19 / 29	66%	29%	71%	2%	-2%	11%	39%	-1%	-2%	
Healthcare	14 / 37	38%	50%	50%	7%	0%	57%	29%	1%	3%	
Financials	42 / 81	52%	69%	31%	8%	14%	72%	15%	2%	1%	
IT	17 / 23	74%	73%	27%	5%	12%	47%	35%	0%	2%	
Com. Services	11 / 24	46%	29%	71%	-2%	11%	30%	20%	0%	-18%	
Utilities	7 / 18	39%	43%	57%	3%	0%	33%	67%	-3%	2%	
Real Estate	10 / 16	63%	33%	67%	-18%	28%	43%	29%	0%	-6%	
Ex-Financials & Real Estate	172 / 316	54%	53%	47%	-2%	-8%	36%	43%	1%	-1%	
Ex-Energy	211 / 393	54%	55%	45%	1%	4%	43%	36%	1%	1%	
Cyclicals	108 / 188	57%	56%	44%	-11%	-12%	38%	44%	1%	2%	
Defensives	51 / 108	47%	39%	61%	5%	0%	31%	35%	0%	-2%	

资料来源：摩根大通

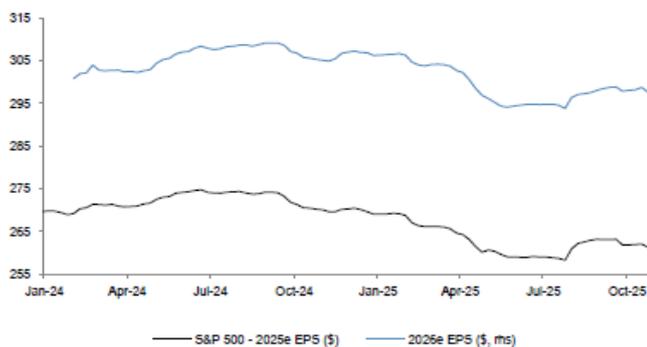
欧洲（斯托克 600 指数）

在已公布业绩的 54% 的公司中，第三季度收益增长较为温和。STOXX 600 指数成分股公司营收下降 1%，不过仍超预期 1%。从营收来看，43% 的公司超出销售预期，但 11 个行业中仍有 6 个行业同比下降。

在盈利方面，每股收益（EPS）同比增长 1%，超预期 2%。56% 的公司每股收益超预期。大宗商品和消费板块表现尤为疲弱，能源、材料、非必需消费品和必需消费品板块的每股收益均出现负增长。若剔除表现不佳的非必需消费品板块，欧洲每股收益将同比增长 6%。

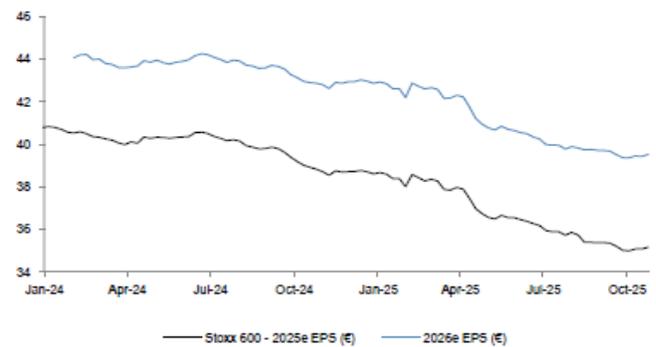
欧洲股市对业绩超预期的反应强烈（中位数上涨 140 个基点）。积极的一面是，业绩未达预期的反应相对温和（中位数下跌 50 个基点），这表明市场情绪较为稳健。与美国不同的是，欧洲 2025 年和 2026 年的每股收益预期持续稳步下降。

标普：2025 年和 2026 年每股收益预测演变



资料来源：摩根大通

斯托克 600 指数：2025 年和 2026 年每股收益预估



资料来源：摩根大通

日本（东证指数）

在日本东证指数（Topix）成分股公司中，已有 20% 报告了 2026 财年第二季度的业绩，其中 58% 的公司每股收益（EPS）超预期。整体每股收益同比增长 14%，10 个行业中仅有 2 个行业出现负增长。

在营收方面，49% 的公司超预期，整体销售额同比增长 2%，11 个行业中 7 个实现正增长。日本 2025 年每股收益预期总体保持稳健且略有上升，而 2026 年的预期似乎已触底并小幅走高。

(接上文)

东证指数：2026 年第二季度总结（7 月至 9 月季度）

	No. of cos reported / Total	% reported	% cos beating EPS estimates	% cos Missing EPS estimates	EPS surprise	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	% cos Missing Sales estimates	Sales surprise	%yoy Sales growth
Topix	330 / 1662	20%	58%	42%	2%	14%	49%	40%	1%	2%
Energy	1 / 15	7%	-	-	-	-	-	-	-	-3%
Materials	20 / 160	13%	40%	60%	-30%	5%	36%	50%	-1%	-4%
Industrials	74 / 448	17%	60%	40%	2%	22%	48%	45%	2%	6%
Discretionary	72 / 291	25%	57%	43%	8%	8%	60%	31%	0%	3%
Staples	44 / 145	30%	46%	54%	11%	45%	30%	45%	-2%	0%
Healthcare	19 / 86	22%	50%	50%	3%	-39%	25%	56%	-1%	1%
Financials	19 / 127	15%	60%	40%	15%	-1%	38%	63%	10%	9%
IT	54 / 250	22%	64%	36%	2%	24%	47%	40%	2%	8%
Com. Services	10 / 79	13%	100%	0%	16%	82%	75%	13%	3%	25%
Utilities	10 / 23	43%	80%	20%	29%	59%	100%	0%	7%	-3%
Real Estate	7 / 37	19%	33%	67%	-21%	5%	67%	33%	-5%	15%
Ex-Financials & Real Estate	304 / 1497	20%	58%	41%	2%	15%	48%	39%	1%	2%
Ex-Energy	329 / 1647	20%	58%	42%	2%	14%	49%	40%	1%	2%
Cyclicals	220 / 1149	19%	58%	41%	-3%	17%	50%	39%	1%	5%
Defensives	83 / 333	25%	59%	41%	11%	12%	44%	38%	0%	-1%

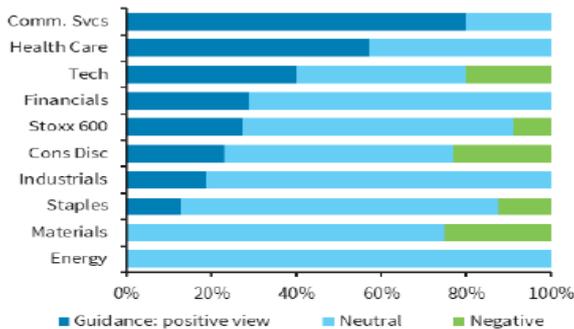
资料来源：摩根大通

电话会分析、资本回报与投资指引

2025 年第三季度的财报电话会议记录显示，利润率、外汇逆风、人工智能带来的好处以及需求仍是主要议题。外汇再次成为重大不利因素，87%的公司提到汇率变动带来的负面影响。与之形成鲜明对比的是，“人工智能”是一个压倒性的积极主题，94%的提及都是正面的，其中科技、金融和工业板块居多。对更广泛“经济”的评论仍是关键担忧，58%的提及是负面的，而“关税”也持续成为不利因素（45%为负面）。

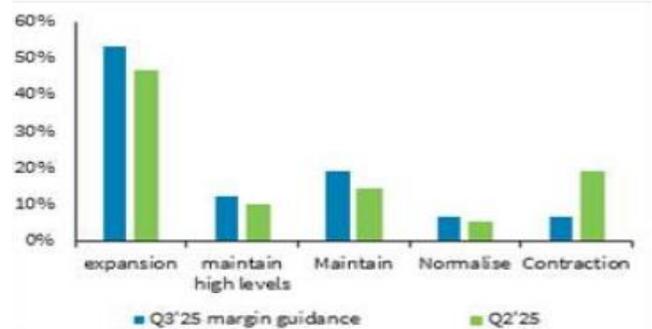
前景和需求评论略有改善。总体指导情绪大多中性（64%的提及），负面情绪较低，仅为 9%。需求情绪与第二季度相比略有改善，50%的公司提到需求积极。利润率评论是关键积极因素，63%的提及是积极的。与第二季度相比，公司对利润率前景的看法要乐观得多，现在大多数公司都预计利润率将进一步扩大。按行业划分，通信服务、医疗保健和科技行业对指导最为乐观，而可选消费（汽车）和材料行业则最为悲观。

投资指引



来源：阿尔法传感公司，巴克莱银行研究部门

投资指引



来源：阿尔法传感公司，巴克莱银行研究部门

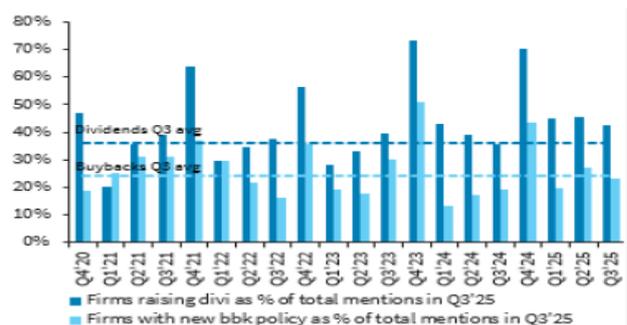
最后，资本回报计划依然强劲。股息公告仍处于高位，远高于历史平均水平。新的回购公告接近平均水平，不过低于第二季度的强劲水平。

文字记录要点

Q3 2025	Positive	Neutral	Negative	mentions as % of total
Margins	63%	20%	17%	70%
FX	5%	8%	87%	54%
Guidance/Outlook	27%	64%	9%	52%
Demand	50%	26%	24%	43%
Economy	10%	32%	58%	40%
Artificial Intelligence	94%	6%	0%	32%
Tariffs	2%	52%	45%	28%
Capex	33%	47%	21%	28%
China	36%	21%	44%	25%
Dividends	94%	6%	0%	21%
Inventory	19%	52%	29%	20%
Buybacks	90%	10%	0%	19%
Inflation	29%	38%	29%	15%
Layoff	5%	20%	75%	13%

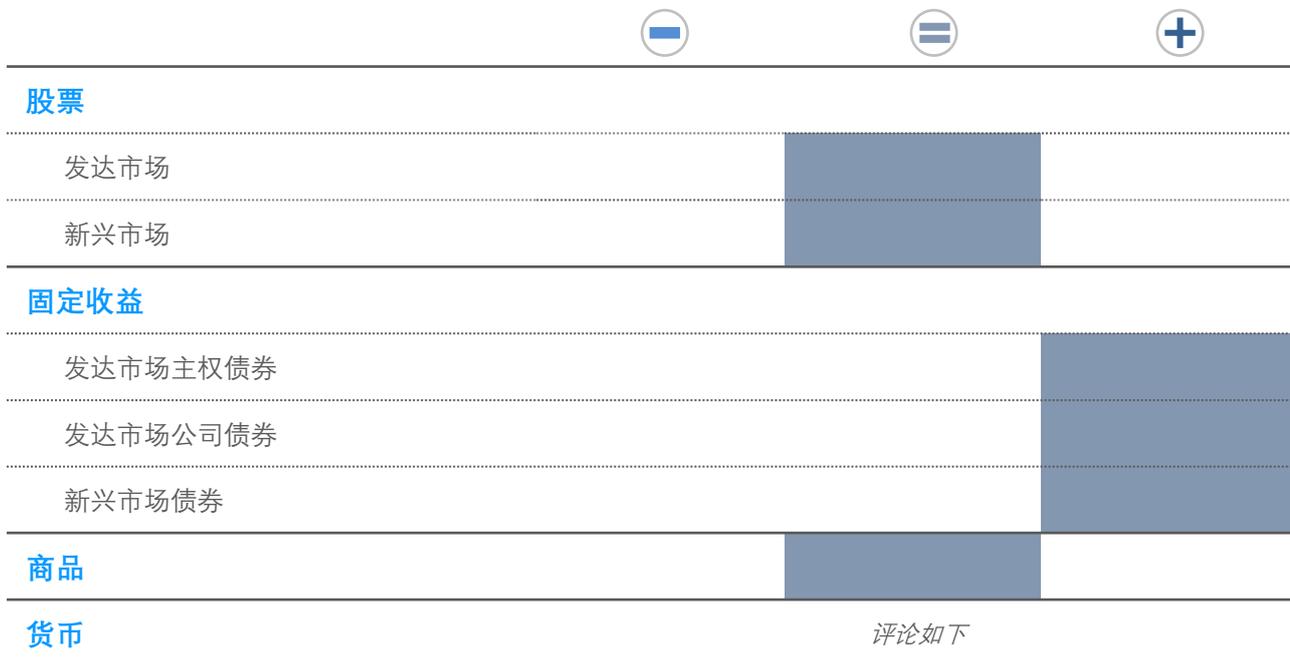
来源：阿尔法传感公司，巴克莱银行研究部门

股息/股票回购



来源：阿尔法传感公司，巴克莱银行研究部门

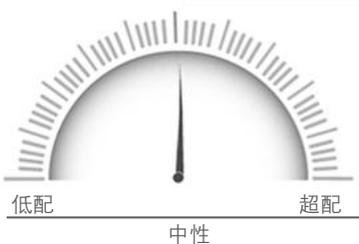
资产配置观点



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。估值仍处于高位，自4月以来的强劲反弹表明市场仍会出现波动，但短期内季节性因素仍具支撑作用。美国政府停摆问题的潜在解决可能会为年底市场带来积极的推动力。尽管估值偏高，但鉴于市场持续走强，多数投资委员会成员倾向于暂不降低风险敞口。经济数据若出现疲软，也可能为美联储提供干预空间，这将对风险资产产生积极影响。鉴于高估值仍集中在少数指数权重股上，我们继续建议在各行业和地区进行广泛分散投资。

美国



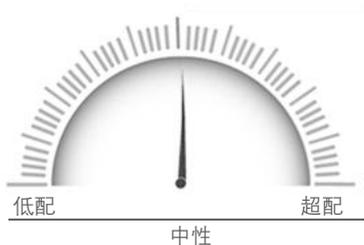
欧洲



日本



新兴市场



我们对新兴市场股票维持中性评级。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。中国仍是前景的关键所在。其经济若进一步放缓，政府可能会突然出台大规模财政支持措施，从而为该资产类别带来额外的上行潜力。尽管中美之间在贸易方面达成“休战”协议缓解了紧张局势，但地缘政治风险仍需密切关注。

除日本外的亚洲



东欧、中东和非洲



拉丁美洲



固定收益

发达市场主权债券



我们维持对发达市场主权债券的**略超配**建议。利率波动已大幅下降，当前的交易区间在年底前不太可能有显著变化。10年期美国国债收益率也不太可能持续升至 4.25% 以上，这支持在投资组合中维持久期作为稳定因素。在此背景下，政府债券敞口仍可作为自然对冲手段，以防市场波动因意外因素再度加剧。鉴于大部分收益率曲线变陡的情况已反映在价格中，我们仍认为有空间适度延长久期，重点关注10年期以内债券，同时避免更长期限的债券。

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公司债券的**略超配**评级。信用需求依然强劲，利差已收窄至历史低位。尽管美国劳动力市场初现疲软迹象，但鉴于美国和欧洲经济持续具有韧性，仍不建议低配信用资产。我们继续建议重点关注优质发行人，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



新兴市场债券



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与评级相似的发达市场债券相比更具吸引力。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，可进一步推动资金流入新兴市场。该资产类别中大部分债券的估值仍颇具吸引力，对于寻求收益但又不想承担过高信用风险的投资者而言，其收益率仍较高。

本地货币



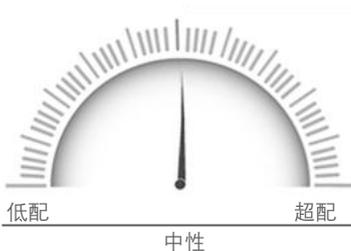
硬货币投资级



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，过去几周价格波动异常剧烈，此前几个月则大幅上涨。因此，我们倾向于等待该资产类别稳定下来后再将评级上调至增持，因为我们的中长期展望仍为积极。

贵金属



能源



工业



农业



货币

美元：**中性**评级。我们认为美元短期内可能继续反弹，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的。

欧元：**中性**。

人民币：**中性**态度。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更明确的消息。

其他新兴市场货币的前景：**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。

欧元	⊖	美元	⊖	人民币	⊖	其他新兴市场货币	⊕
----	---	----	---	-----	---	----------	---

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实该等信息，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。