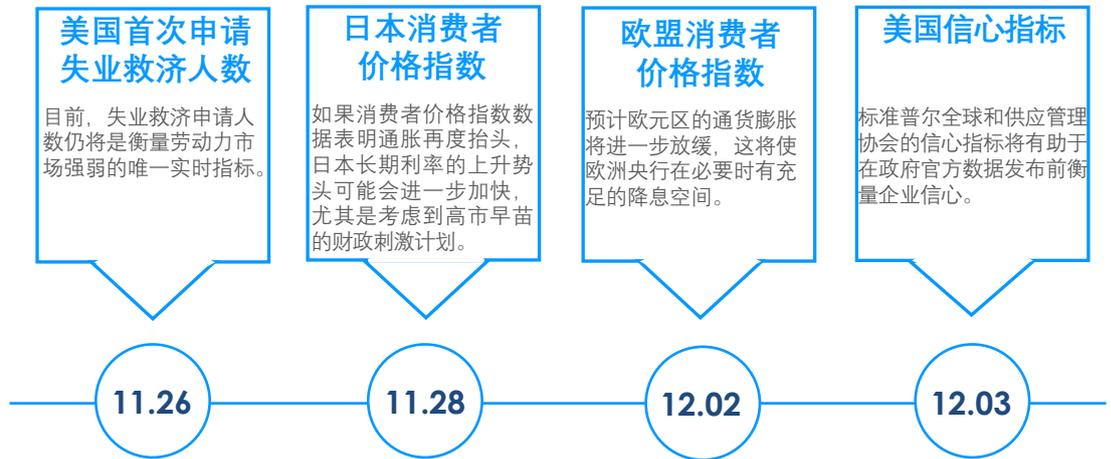


主要事件

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



目前暂时无需担忧

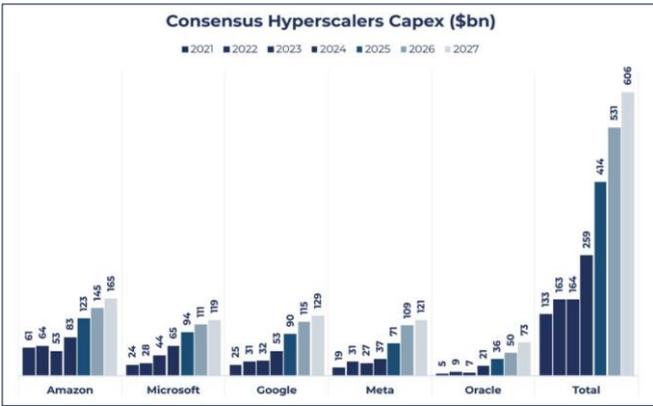
- 11月初，股市出现回调，主要由人工智能相关企业引发。
- 鉴于自4月低点以来的强劲反弹，回调属意料之中。然而，自人工智能兴起以来，市场首次不仅关注这些企业的增长潜力，还开始关注人工智能开发所需巨额投资带来的某些潜在风险。
- 不过，超大规模云服务提供商并未受这些担忧影响，且预期利润率仍将维持在极高水平，因此仍有增长空间。

在经历了六个月的持续牛市之后，市场在11月出现了波动，尤其是那些深受散户喜爱的公司，这让一些投资者感到痛苦。尽管财报季表现强劲（如前一份报告所述，且上周英伟达的业绩数据也证实了这一点），但最近几周跌幅最大的股票，在大多数情况下，都是与人工智能相关的股票。

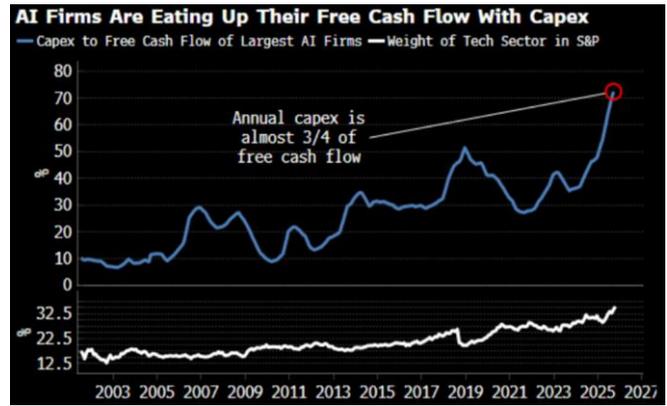
一方面，考虑到4月低点以来的反弹力度，回调早该出现。人工智能相关股票的估值已严重偏高，即便业绩大幅超预期，也难以支撑其持续上涨。另一方面，一些意外因素也促成了此次回调。自2023年初人工智能成为主流以来，围绕它的叙事首次发生了转变。首先，该领域许多交易的循环性质受到质疑，原因是市场担忧企业业绩数据可能被人为夸大。其次，对这些巨额投资未来盈利能力的假设受到挑战。最后，市场对如此大规模支出融资（尤其是通过发债）可能导致信用资质恶化的担忧日益升温。

超大规模企业的核心优势之一（这也是其区别于2000年互联网泡沫时期企业的关键因素），是这些企业始终盈利丰厚且无负债。另外，它们产生了巨额现金流来支持自身发展，并进行大规模回购，进一步推动每股收益的增长。

(接上文)

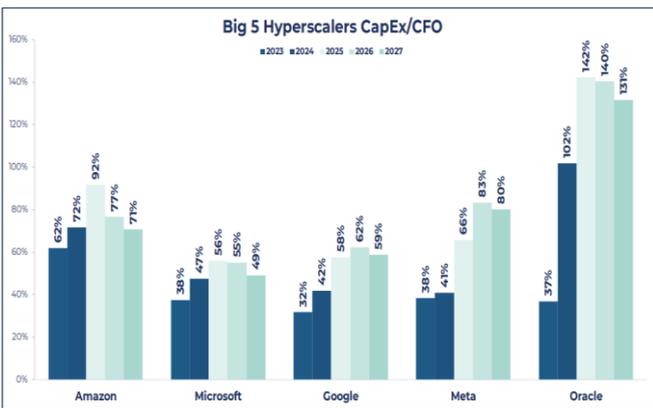


资料来源: 吉尼斯全球投资者、彭博社

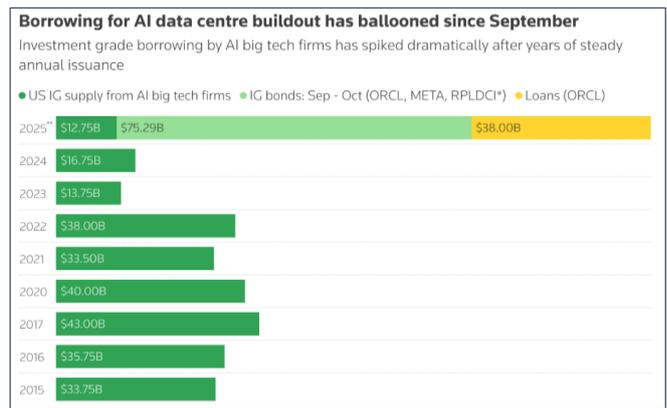


资料来源: 彭博社

但随着时间的推移, 各公司承诺大幅增加资本支出, 以期在人工智能竞赛中成为最终赢家。然而, 对人工智能的投资正在吞噬越来越多的自由现金流。虽然这些资本支出水平对超大规模企业来说仍可持续, 但对于许多其他公司而言, 投资需求如此之大, 以至于现金流已不再充足, 导致对债务的依赖日益增加, 尤其是自 9 月以来。

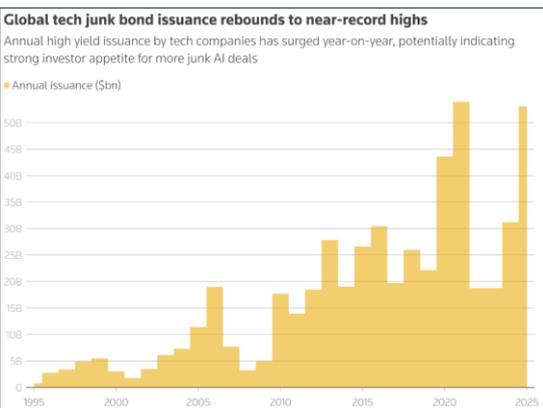


资料来源: 吉尼斯全球投资者、彭博社

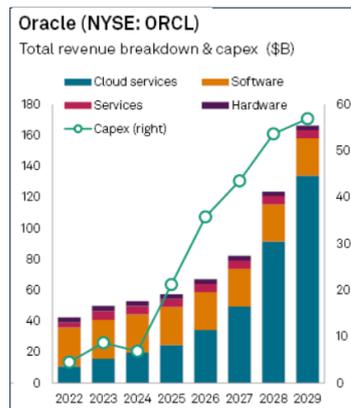


资料来源: 路透社、美银全球研究

尽管目前对债务发行激增感到不安的迹象主要出现在信用评级较低(垃圾级)的公司中, 但有一个显著的例外, 可能是近期人工智能股票回调的原因: 甲骨文公司(Oracle)。早在 9 月, 甲骨文公司就宣布“与三个不同的客户签署了四份数十亿美元合同”, 导致“剩余履约义务(RPO, 即衡量尚未确认的合同销售额的指标)合同积压增加 359%, 达到 4550 亿美元。”这将需要相对于 2025 年增加三倍的资本支出, 其中一部分将不得不通过债务来融资。消息公布后, 甲骨文的股价一度上涨 40%, 但随后又回落到公告日的水平以下, 因为其信用违约掉期(CDS)开始大幅上升。



资料来源: 路透社、迪罗基。数据截至 2025 年 10 月 30 日

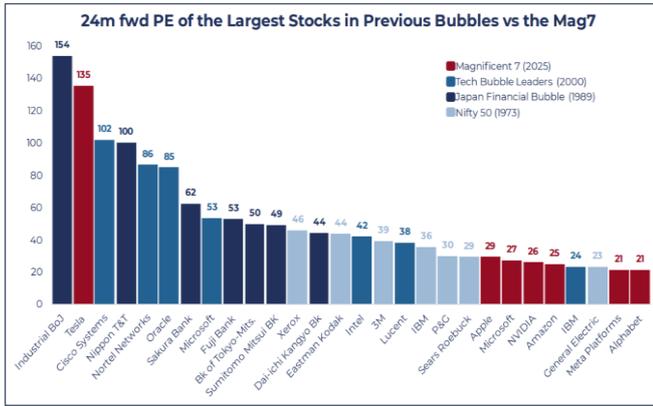


资料来源: 标普全球

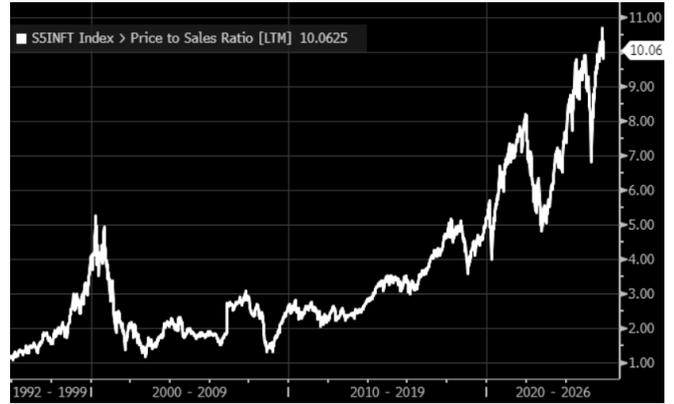


资料来源: 彭博社

(接上文)



资料来源: 吉尼斯全球投资者、彭博社



资料来源: 彭博社

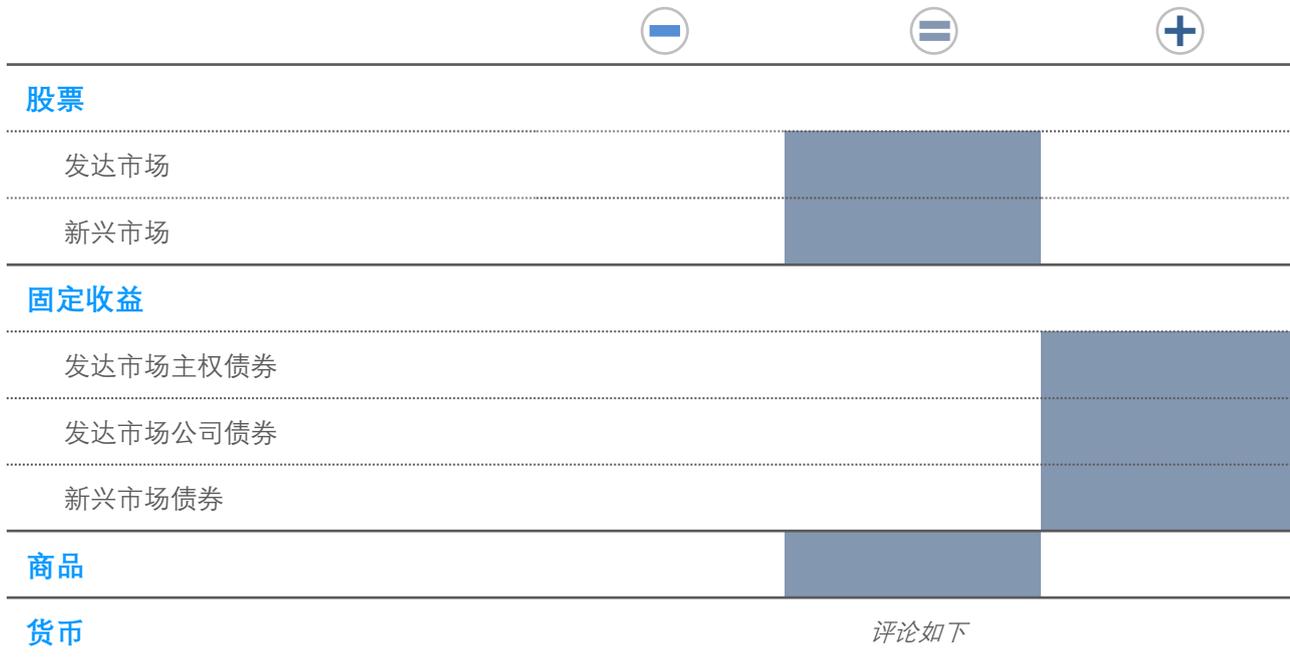
那么, 我们现在应该开始担忧吗? 答案是否定的, 至少目前还不需要。然而, 近期发生的事件或许预示着人工智能发展的第一阶段即将结束, 即人工智能浪潮让所有行业都受益的阶段。

到目前为止, 涉足人工智能领域的公司都获得了极高的市盈率, 仿佛每一家都有可能成为这场人工智能竞赛的最终赢家, 或少数赢家之一, 但这从本质上来讲是不成立的。换句话说, 尽管其中一些公司目前的市盈率很高, 但它们当中确实有可能成为出色的投资对象, 然而, 要说所有公司都能成为赢家, 这显然站不住脚。对许多公司而言, 未来的发展结果可能与当前的预期大相径庭。

从现在起, 或许有必要筛选并仔细评估每家公司的前景。鉴于其主导地位、向多个其他业务领域的拓展以及强大的现金生成能力, 人工智能领域的大型企业可能会继续受到青睐。此外, 从 24 个月的市盈率来看, 目前“七大巨头”(不包括特斯拉, 顺便说一下, 它是其中唯一一家与人工智能关系不大的公司) 的估值处于可接受水平, 远低于此前其他公司在投机泡沫中达到的高度。

然而, 若考虑市销率等其他指标, 估值则显得高得多, 这表明需要谨慎。市盈率与市销率之间的关联在于利润率, 目前科技公司的利润率远高于正常水平。只要主要参与者继续专注于构建人工智能基础设施并保持高水平的资本支出, 就不会出现持续回调的重大风险。然而, 当主要参与者开始相互竞争(这迟早会发生), 利润率可能会回归到更正常的水平, 从而对市盈率产生负面影响。不过, 在现阶段以及投资者普遍看涨的情况下, 这似乎还不是一个重大问题。

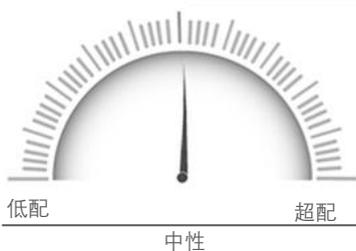
资产配置观点



- 低配
 = 中性
 + 超配

股票

发达市场



我们对发达市场股票的立场仍为**中性**。高估值以及 4 月以来的强劲反弹仍预示着可能的波动，不过季节性趋势提供了支撑。我们内部观点存在分歧：一方认为当前可趁势布局，为年底可能的上涨行情做准备，而另一方则担心估值问题，认为当前的回调可能会进一步延续。不过从中长期来看，我们认为股市有潜力再创新高。我们仍建议在各行业和地区进行广泛分散投资。

美国



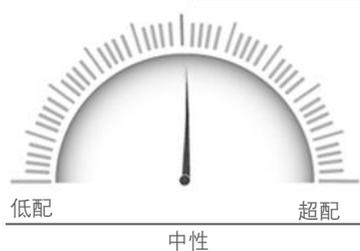
欧洲



日本



新兴市场



我们对新兴市场股票持**中性**态度，中国经济仍是主要影响因素。宏观经济指标愈发表明中国经济显著放缓，若政府不采取大规模财政干预措施，持续复苏则难以实现。这在短期内加剧了新兴市场的不确定性，但同时若政策支持得以落实，也存在潜在的上行空间。尽管存在这些风险，新兴市场的估值仍明显低于发达市场，这提供了选择性机会。地缘政治因素仍需密切关注。

除日本以外的亚洲



东欧、中东和非洲



拉丁美洲



固定收益

发达市场主权债券



我们对发达市场主权债券维持**略超配**的立场。利率波动已有所缓和，预计年底前当前的交易区间将基本保持不变。我们继续看好 10 年期及以下期限的债券，因为其风险相对可控。对于长期债券，我们仍持谨慎态度，由于两种相反力量的作用，其波动性可能仍将居高不下：一方面，每当出现财政失衡的担忧时，利率就会面临上行压力；另一方面，若经济放缓担忧兑现，利率则将面临下行压力。

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**略超配**的建议。发达市场债券利差迅速收窄，相较于评级相近的发达市场债券，新兴市场债券利差的吸引力相对更高。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，对于寻求收益而不愿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



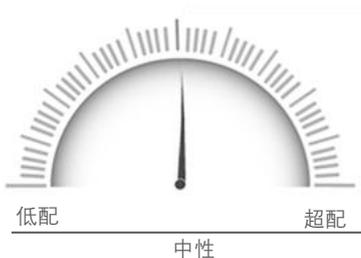
硬货币投资级



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超配，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：弹短期内有可能持续，这或由市场情绪暂时转变或利率预期调整所驱动；因此，在美联储下次会议对货币政策作出我们认为美元反明确说明之前，我们维持对美元的**中性**观点，等待进一步行动。

欧元：保持**中性**。

人民币：**中性**态度。等待中美当前贸易谈判结果及可能出台的进一步刺激措施明朗化。

其他新兴市场货币：**中性偏多**。尽管贸易关系仍存在不确定性，但新兴市场债券策略今年以来的大幅跑赢表现，已逐渐获得投资者认可。

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。