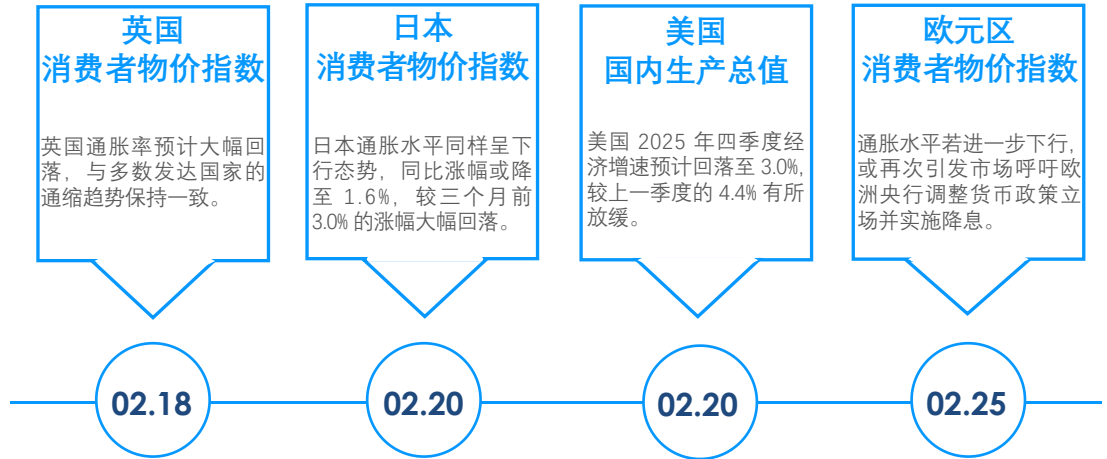


主要事件

安中集团 全球网络

- * Milan 米兰
- * Abu Dhabi 阿布扎比
- * Austin 奥斯汀
- * Cairo 开罗
- * Chicago 芝加哥
- * Dubai 迪拜
- * Dublin 都柏林
- * Estoril 埃斯托里尔
- * 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
- * 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



发达市场股票：2025 年第四季度财报季

- 各主要区域股票盈利增长均超过市场一致预期，每股收益超预期幅度存在差异，欧洲为 3%，日本达 8%。
- 美国周期股连续两个季度盈利增长表现优于防御股，推动市场领涨板块进一步拓宽。
- 欧洲大宗商品及消费板块表现尤为疲软，能源、原材料、非必需消费品及必需消费品行业每股收益均录得负增长；若剔除金融行业强劲的 25% 每股收益同比增幅，欧洲整体每股收益同比增速将为 -1%。

截至本报告撰写时，美国、欧洲、日本已有 66%、45%、88% 的企业披露财报，整体盈利增长均超市场一致预期。美国企业每股收益同比增长 12%，欧洲为 4%，对应的超预期幅度分别为 7% 和 3%。

美国有 77% 的披露企业每股收益超预期，增长主要由原材料、工业、金融、科技及通信服务行业拉动，医疗保健行业表现落后。欧洲有 57% 的披露企业每股收益超预期，各行业表现分化，多个行业每股收益负增长，而金融行业实现两位数的强劲盈利增长。日本有 63% 的披露企业每股收益超预期，整体每股收益同比下降 2%，但超预期幅度达 8%。值得关注的是，美国周期股已连续第二个季度盈利增长强于防御股，印证市场领涨板块正逐步拓宽。

美国（标普 500 指数）

2025 年 10-12 月，美国企业销售额同比增长 9%，每股收益同比增长 12%。值得注意的是，65% 的企业销售额超预期，整体销售额超预期幅度为 2%；除原材料行业销售额持平外，其余所有行业均实现正增长。

盈利方面，77% 的企业每股收益超市场一致预期，整体超预期幅度为 7%，增长主要由信息技术、工业和金融行业驱动；非必需消费品与必需消费品两大消费板块本季度盈利增长基本持平。

(接上文)

标普 500 指数: 2025 年第四季度业绩汇总

| | 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 | 328 / 498 | 66% | 77% | 19% | 7% | 12% | 65% | 19% | 2% | 9% |
| Energy | 11 / 22 | 50% | 82% | 18% | 8% | 6% | 100% | 0% | 5% | -1% |
| Materials | 21 / 26 | 81% | 52% | 43% | 21% | 20% | 52% | 33% | 0% | 2% |
| Industrials | 61 / 80 | 76% | 75% | 18% | 21% | 15% | 51% | 30% | 2% | 8% |
| Discretionary | 23 / 48 | 48% | 61% | 35% | 2% | 1% | 74% | 9% | 2% | 7% |
| Staples | 19 / 34 | 56% | 84% | 16% | 3% | 2% | 47% | 21% | 0% | 6% |
| Healthcare | 44 / 60 | 73% | 84% | 11% | 5% | -1% | 80% | 11% | 1% | 11% |
| Financials | 68 / 76 | 89% | 76% | 21% | 7% | 18% | 57% | 24% | 1% | 10% |
| IT | 41 / 70 | 59% | 93% | 7% | 6% | 20% | 80% | 5% | 3% | 16% |
| Com. Services | 14 / 20 | 70% | 93% | 7% | 7% | 13% | 86% | 7% | 2% | 12% |
| Utilities | 8 / 31 | 26% | 88% | 0% | 1% | 3% | 63% | 38% | 4% | 12% |
| Real Estate | 18 / 31 | 58% | 50% | 28% | -1% | 1% | 67% | 17% | 3% | 6% |
| Ex-Financials & Real Estate | 242 / 391 | 62% | 79% | 17% | 8% | 10% | 68% | 17% | 2% | 9% |
| Ex-Energy | 317 / 476 | 67% | 77% | 19% | 7% | 12% | 64% | 19% | 2% | 10% |
| Cyclicals | 146 / 224 | 65% | 75% | 21% | 9% | 15% | 63% | 20% | 2% | 10% |
| Defensives | 85 / 145 | 59% | 86% | 11% | 6% | 6% | 72% | 15% | 1% | 10% |

资料来源: 摩根大通

市场股价整体反应积极: 每股收益超预期的企业股价中位数上涨 170 个基点, 未达预期的企业股价中位数下跌 150 个基点。2025 年上半年标普 500 指数每股收益一致预期持续下行, 10 月触底 (4 月除外) 后, 2025 年和 2026 年的一致预期均出现拐头上行。

大型科技企业

除英伟达将于下周披露财报外, 美国其他主要科技企业均已发布 2025 年四季度业绩。

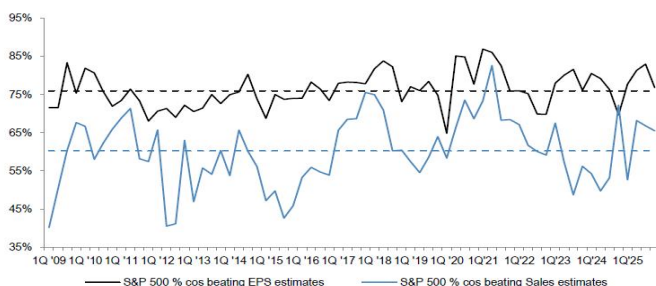
Alphabet: 营收超预期, 2025 年四季度营收 1138 亿美元, 超市场一致预期 2.2%; 摊薄后每股收益 2.82 美元, 高于市场预期的 2.65 美元。谷歌云业务营收 177 亿美元, 超预期 9.1%, 云业务营业利润率达 30.1%, 较上一季度的 23.7% 大幅提升。公司管理层指引 2026 年资本支出为 1750-1850 亿美元, 远高于季初市场一致预期的 1195 亿美元; 云业务未完成订单规模达 2400 亿美元, 同比增长 55%。

Meta: 2026 年一季度营收同比增速上限预计达 33.5%, 为 2021 年三季度以来最快增速。营收加速增长源于机器学习推动用户互动及商业化效率提升, 同时公司内部人工智能工具助力 2025 年工程师人均产出提升 30%, 部分用户端产出增幅更高。

微软: Azure 云业务剔除汇率影响后增速为 38%, 略低于买方机构预期的 39%; 总营收同比增长 17% (剔除汇率影响为 15%), 达 813 亿美元; 公认会计准则下营业利润率 47.1%, 高于市场预期的 45.5%。剔除租赁的现金资本支出为 300 亿美元, 超市场预期的 238 亿美元。商业板块剩余履约义务规模升至 6250 亿美元, 同比增长 110%, 环比增加 2270 亿美元, 主要源于公司与 OpenAI 达成 2500 亿美元的 Azure 云业务合作承诺。

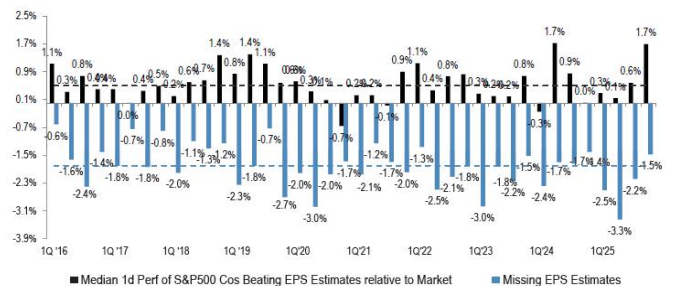
苹果: 2025 年 12 月季度营收 1438 亿美元, 同比增长 16%, 毛利率 48.2%, 两项指标均超市场预期; 每股收益 2.84 美元, 高于预期的 2.67 美元。公司指引 2026 年 3 月季度毛利率为 48%-49%, 大幅超市场预期, 同时指出存储成本上升成为毛利率的上行阻力。

标普 500 指数: 企业季度每股收益 / 销售额超预期占比



资料来源: 摩根大通

标普 500 指数: 股价对业绩超预期 / 未达预期的反应



资料来源: 摩根大通

(接上文)

亚马逊：2025 年四季度总营收 2134 亿美元，同比增长 13.6%，超市场一致预期 1%；营业利润 250 亿美元，超预期 1%。亚马逊云科技营收 355.8 亿美元，同比增长 23.6%，超预期 2%，营业利润 124.7 亿美元，营业利润率 35.0%。公司指引 2026 年一季度净销售额为 1735-1785 亿美元，符合市场预期；营业利润为 165-215 亿美元，中位数较市场预期低 15%。管理层指引 2026 年资本支出为 2000 亿美元，高于季初市场一致预期的 1485 亿美元；亚马逊云科技未完成订单规模达 2440 亿美元，环比增长 22%。

欧洲斯托克 600 指数：2025 年第四季度业绩汇总

| | 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 |
|-----------------------------|-----------------------------|-------|------------|-----------------------------|-----------------------------|--------------|-----------------|-------------------------------|-------------------------------|----------------|-------------------|
| Stoxx600 | 188 | / 418 | 45% | 57% | 43% | 3% | 4% | 48% | 33% | 2% | -3% |
| Energy | 8 | / 19 | 42% | 13% | 88% | -9% | -26% | 50% | 38% | 9% | -15% |
| Materials | 16 | / 34 | 47% | 43% | 57% | 11% | -2% | 25% | 63% | -1% | -2% |
| Industrials | 40 | / 93 | 43% | 47% | 53% | 1% | 1% | 40% | 48% | 0% | 2% |
| Discretionary | 14 | / 42 | 33% | 50% | 50% | 14% | -27% | 50% | 25% | -1% | -7% |
| Staples | 15 | / 31 | 48% | 60% | 40% | 5% | -1% | 29% | 43% | 1% | 1% |
| Healthcare | 15 | / 36 | 42% | 77% | 23% | 3% | -5% | 47% | 40% | 1% | -1% |
| Financials | 48 | / 80 | 60% | 67% | 33% | 7% | 25% | 69% | 16% | 2% | 3% |
| IT | 13 | / 22 | 59% | 75% | 25% | 4% | 4% | 69% | 15% | 1% | 2% |
| Com. Services | 8 | / 24 | 33% | 71% | 29% | -21% | -3% | 50% | 25% | 1% | 3% |
| Utilities | 2 | / 19 | 11% | 50% | 50% | - | - | 50% | 50% | 11% | 7% |
| Real Estate | 7 | / 16 | 44% | 0% | 100% | -9% | 6% | 0% | 0% | 0% | 8% |
| Ex-Financials & Real Estate | 131 | / 320 | 41% | 54% | 46% | 1% | -7% | 43% | 41% | 2% | -5% |
| Ex-Energy | 178 | / 397 | 45% | 60% | 40% | 5% | 9% | 48% | 33% | 1% | 0% |
| Cyclicals | 83 | / 191 | 43% | 51% | 49% | 4% | -2% | 43% | 42% | 0% | -1% |
| Defensives | 40 | / 110 | 36% | 69% | 31% | 3% | -3% | 41% | 38% | 1% | 0% |

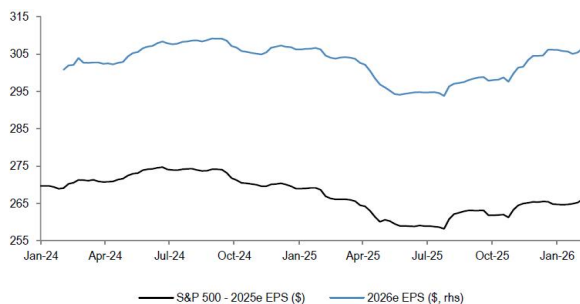
资料来源：摩根大通

欧洲（欧洲斯托克 600 指数）

54% 的企业已披露财报，四季度盈利实现低个位数增长。欧洲斯托克 600 指数成分股企业营收同比下降 3%，但仍高出市场预期 2%。营收端，48% 的企业销售额超预期，11 个行业中有 4 个行业销售额同比下滑；盈利端，每股收益同比增长 4%，超预期幅度 3%，57% 的企业每股收益超预期。大宗商品和消费板块表现疲软，能源、原材料、非必需消费品及必需消费品行业每股收益均为负增长；若剔除金融行业 25% 的每股收益同比增幅，欧洲整体每股收益同比增速将为 -1%。

欧洲市场股价反应显著疲软：每股收益超预期的企业股价平均下跌 70 个基点，未达预期的企业股价跌幅更大，平均下跌 120 个基点。与美国市场一致，欧洲股市 2025 年 10 月每股收益一致预期触底，此后仅出现小幅上调，且上调集中在少数行业，以金融和原材料行业为主。

标普 500 指数：2025-2026 年每股收益一致预期走势



资料来源：摩根大通

欧洲斯托克 600 指数：2025-2026 年每股收益一致预期走势



资料来源：摩根大通

日本（东证股价指数）

东证股价指数成分股中 88% 的企业已披露 2025 年 10-12 月业绩，63% 的企业每股收益超预期。受汽车和能源行业拖累，

(接上文)

整体每股收益同比下降 2%。营收端，58% 的企业销售额超预期，整体销售额同比增长 4%，几乎所有行业均实现正增长。日本股市 2026 年每股收益一致预期在 2025 年 10 月大幅反弹后，目前呈走平态势。

东证股价指数：2026 财年第三季度业绩汇总（2025 年 10-12 月）

| | No. of cos reported / Total | % reported | % cos beating NP estimates | % cos Missing NP estimates | NP surprise | %yoy NP growth | % cos beating Sales estimates | % cos Missing Sales estimates | Sales surprise | %yoy Sales growth |
|--------------------|-----------------------------|------------|----------------------------|----------------------------|-------------|----------------|-------------------------------|-------------------------------|----------------|-------------------|
| TSE Prime comp. | 1023 / 1168 | 88% | 63% | 37% | 8% | -2% | 58% | 42% | 1% | 4% |
| Elec Appl. & Prec. | 111 / 121 | 92% | 59% | 41% | 5% | 2% | 63% | 37% | 2% | 3% |
| Autos & Trans. | 41 / 44 | 93% | 72% | 28% | 20% | -36% | 72% | 28% | 3% | 4% |
| Machinery | 60 / 79 | 76% | 52% | 48% | 4% | 5% | 56% | 44% | 1% | 5% |
| Steel & Nonfer | 35 / 38 | 92% | 88% | 12% | 33% | 28% | 68% | 32% | 2% | 7% |
| Raw. & Chem. | 96 / 109 | 88% | 52% | 48% | 3% | -8% | 49% | 51% | -1% | -1% |
| Pharmaceutical | 22 / 24 | 92% | 80% | 20% | 19% | 145% | 81% | 19% | 3% | 7% |
| Const. & Mater. | 83 / 96 | 86% | 78% | 22% | 25% | 30% | 53% | 47% | 0% | 4% |
| IT & Service | 167 / 197 | 85% | 58% | 42% | 6% | 12% | 49% | 51% | 0% | 9% |
| Retail Trade | 84 / 92 | 91% | 44% | 56% | -3% | 41% | 52% | 48% | 0% | -2% |
| Foods | 47 / 53 | 89% | 68% | 32% | 5% | 10% | 56% | 44% | 0% | 3% |
| Transprt. & Logi. | 46 / 51 | 90% | 58% | 42% | 5% | -19% | 56% | 44% | 0% | 6% |
| Elec. Pwr. & Gas | 20 / 21 | 95% | 92% | 8% | 21% | -4% | 38% | 62% | -5% | -6% |
| Real Estate | 26 / 28 | 93% | 69% | 31% | 18% | 24% | 50% | 50% | 0% | 8% |
| Comm. & Whole. | 85 / 95 | 89% | 54% | 46% | 3% | -9% | 69% | 31% | 1% | 5% |
| Energy Reso. | 5 / 7 | 71% | 33% | 67% | -24% | -63% | 100% | 0% | 20% | -8% |
| Banks | 62 / 68 | 91% | 90% | 10% | 19% | 16% | 81% | 19% | 7% | 22% |
| Fin ex Bank | 33 / 45 | 73% | 60% | 40% | 7% | 43% | 75% | 25% | 3% | 22% |
| Overseas demand | 247 / 282 | 88% | 64% | 36% | 15% | -17% | 64% | 36% | 2% | 4% |
| Domestic demand | 591 / 671 | 88% | 62% | 38% | 11% | 10% | 52% | 48% | 0% | 3% |
| Defensive | 219 / 241 | 91% | 62% | 38% | 10% | 9% | 56% | 44% | 0% | 1% |
| Cyclical | 468 / 525 | 87% | 65% | 35% | 9% | -7% | 65% | 35% | 4% | 5% |

资料来源：摩根大通

财报电话会议记录分析、资本回报与业绩指引

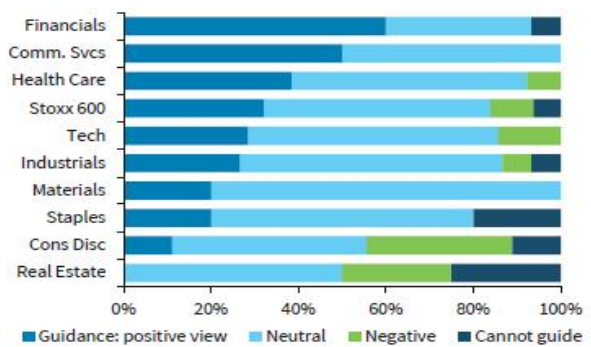
2025 年四季度财报电话会议记录显示，利润率、外汇、人工智能、市场需求仍是核心讨论主题：利润率相关评论整体偏积极，正面提及占比 67%；外汇持续成为重大利空因素，负面提及占比 86%；人工智能相关评论呈一边倒的积极态势，正面提及占比 85%；市场需求情绪同样偏积极，正面提及占比 62%；经济相关评论有所改善，但仍整体偏负面，正面与负面提及占比分别为 19% 和 44%；关税相关评论以负面为主，负面提及占比 53%，无正面提及。

财报电话会议核心结论

| Q4 2025 | Positive | Neutral | Negative | mentions as % of total |
|-------------------------|----------|---------|----------|------------------------|
| Margins | 67% | 12% | 21% | 72% |
| Dividends | 100% | 0% | 0% | 63% |
| Guidance/Outlook | 32% | 58% | 10% | 60% |
| FX | 5% | 9% | 86% | 47% |
| Economy | 19% | 37% | 44% | 40% |
| Demand | 62% | 12% | 27% | 39% |
| Capex | 49% | 35% | 16% | 38% |
| Artificial Intelligence | 85% | 15% | 0% | 35% |
| Inflation | 52% | 26% | 22% | 34% |
| Buybacks | 92% | 5% | 3% | 29% |
| Tariffs | 0% | 47% | 53% | 27% |
| Inventory | 27% | 53% | 20% | 22% |
| China | 36% | 14% | 50% | 21% |
| Layoff | 0% | 38% | 63% | 6% |

资料来源：Alphasense, Barclays research

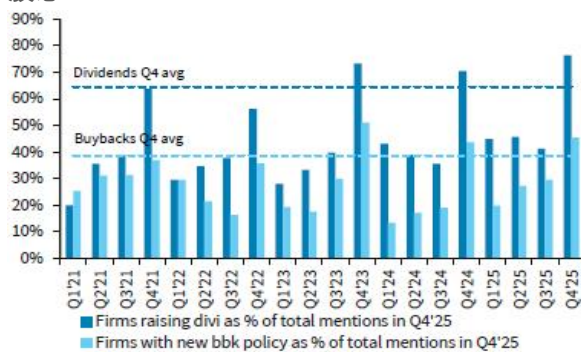
业绩指引



资料来源：Alphasense, Barclays research

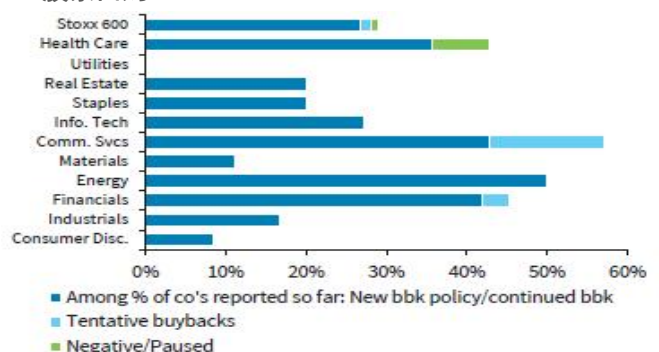
业绩指引相关评论整体以中性为主，占比 58%，正面和负面占比分别为 32% 和 10%。资本支出相关评论整体偏积极，正面、中性、负面占比分别为 49%、35%、16%，这与近半数讨论资本支出的企业计划扩大投资的情况一致。资本回报相关表态同样偏积极，股票回购正面提及占比 92%，股息正面提及占比 100%，上调派息的企业占比高于历史平均水平。

股息



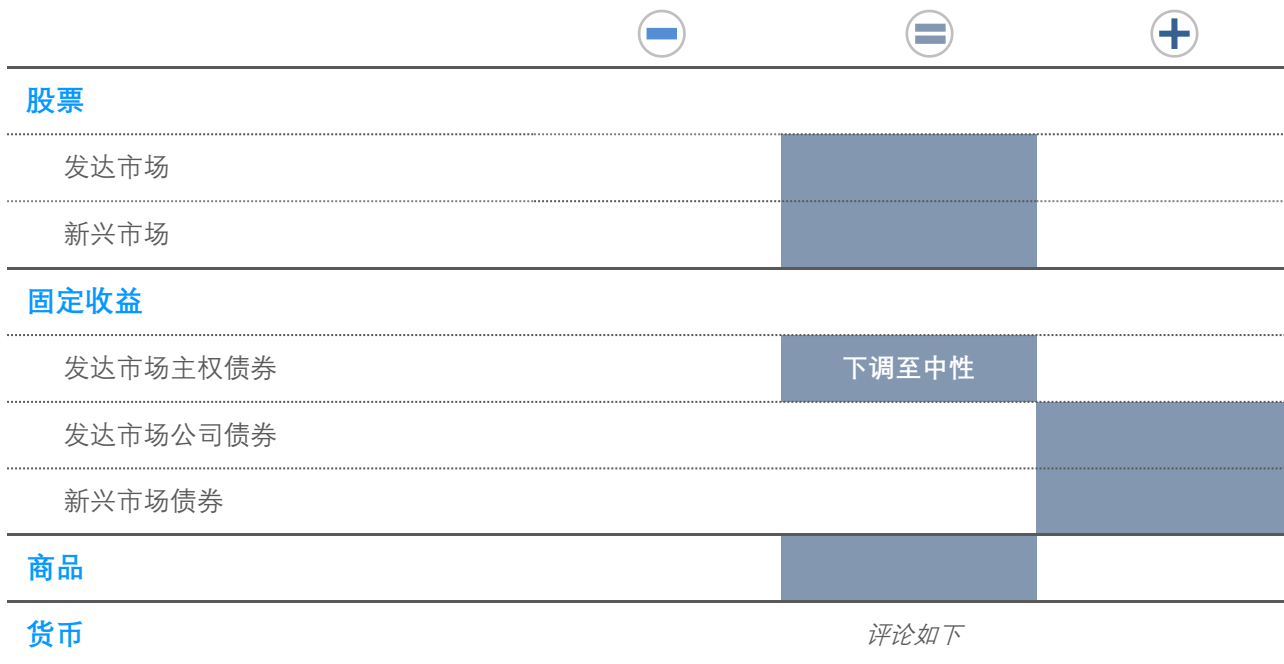
资料来源：Alphasense, Barclays research

股票回购



资料来源：Alphasense, Barclays research

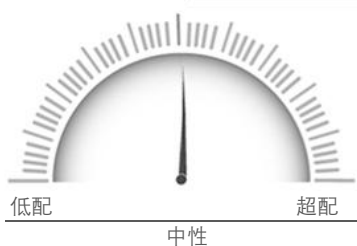
资产配置观点



- 低配
 = 中性
 + 超配

股票

发达市场



我们维持发达市场股票中性的配置评级。尽管美股七大科技巨头业绩表现稳健，但近期股价走弱；人工智能创新成果的推出对现有商业模式形成冲击，导致软件、金融、交通运输等部分行业出现大幅回调；加密货币、贵金属等散户偏好的交易品种同样出现回落，上述因素或预示市场将迎来更大范围的调整。但当前经济增长基本面仍保持稳健，任何回调均可视作逢低布局的机会。我们仍建议投资者在风格、行业和区域层面进行广泛的多元化配置。

美国



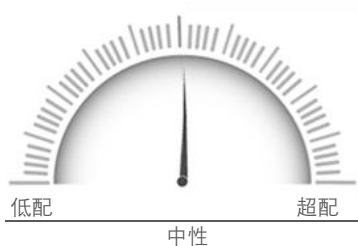
欧洲



日本



新兴市场



我们维持新兴市场股票中性的配置评级。尽管新兴市场估值相较于发达市场仍处于低位，但部分市场近几个月的大幅上涨已削弱其相对吸引力，短期回调风险上升。不过，中期来看，市场预期美元将持续走弱，且新兴市场整体保持强劲的上行动量，当前的上行趋势或仍有延续空间。

除日本外的亚洲



欧洲、中东和非洲地区

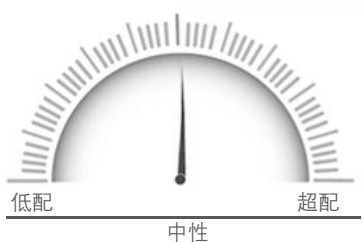


拉丁美洲



固定收益

发达市场主权债券



我们将发达市场主权债的配置评级战术性下调至**中性**。自1月末收益率触顶后，目前收益率已出现显著回落，当前利率水平与经济稳健增长的基本面相匹配，且各大央行短期内降息概率较低，基于此我们战术性调整为中性立场。配置上，我们仍偏好期限7年及以内的债券品种，对长期品种持谨慎态度。



发达市场信用债



我们维持发达市场信用债**小幅超配**的配置评级。尽管信用利差已收窄至历史低位，但信用债需求依旧旺盛。目前暂无重大因素推动市场波动率大幅上升，且欧美经济基本面持续稳健，预计短期市场波动将保持温和。我们仍建议聚焦高资质发行主体，避免过度配置高收益级品种。



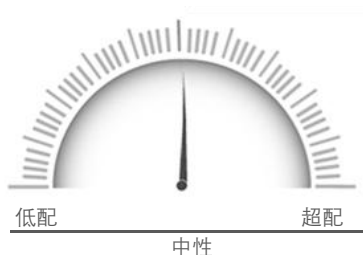
新兴市场债券



我们维持新兴市场债券**小幅超配**的配置评级。近几个月新兴市场债券表现亮眼，推动利差大幅收窄，市场需保持更高的谨慎性。但中期来看，美元走弱的预期以及国际投资者持续的组合多元化配置需求，将继续对该资产类别形成支撑。



商品



我们维持大宗商品**中性**的配置评级。贵金属波动率仍处于高位，在波动率回归至正常水平前，建议对该品种保持谨慎。但中期观点仍偏积极：贵金属仍有上涨空间，且可继续作为投资组合的对冲工具；工业金属和能源品种的近期涨势或仍有延续可能。



货币

我们维持**美元中性**的配置评级。外汇市场波动率持续回落，表明主要货币对汇率已接近公允价值，美元亦是如此，其对其他主要货币的汇率与短期利差水平基本匹配。

基于相同原因，我们对**欧元**同样维持**中性**评级。

我们将**人民币**的配置评级上调至**中性偏多**，与其他新兴市场货币评级保持一致。

我们维持其他**新兴市场货币中性偏多**的评级，近期新兴市场债券策略的亮眼表现延续了强劲的动能。

| | | | | | | | |
|----|---|----|---|-----|---|----------|---|
| 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。