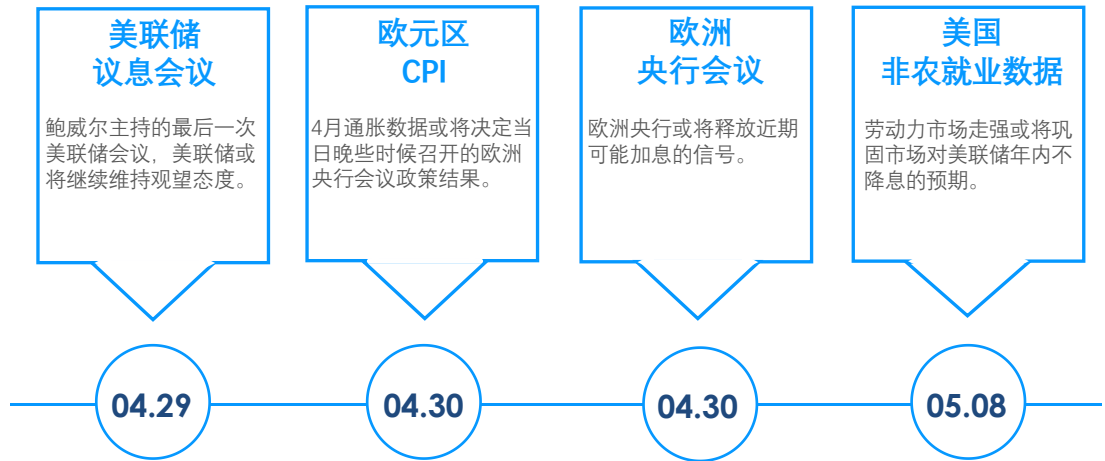


主要事件

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



人工智能价值重构：应对稀缺性、软件挤压与全球格局分化

- 半导体生态体系（尤其是高性能存储芯片）仍是最具资本吸引力的领域，结构性供给瓶颈与人工智能正向循环，支撑板块具备强劲的收入可见度与盈利韧性。
- 软件行业估值虽已大幅回调，但仍面临结构性转型风险；人工智能赋能的企业自研模式，将对传统软件服务商的长期收入增长构成威胁。
- 中国协同推进的人形机器人布局是核心长期主题，依托政府支持的数据采集中心实现工业自动化，在人口结构承压背景下支撑经济增长。

金融市场近年最具争议的议题之一便是人工智能，市场对 AI 相关标的前景是否过度乐观、以及 AI 对现有商业模式和就业的影响，存在诸多分歧。

在近期与头部科技企业召开多场行业会议后，核心结论清晰明确，值得重点说明：

高端逻辑芯片与高性能存储芯片的需求持续超出供给，正向循环效应显著：AI 系统性能提升带动使用量增长，进而进一步推升算力与存储芯片需求。这对整个半导体行业形成强力支撑，AI 相关半导体需求预计未来数年将持续超过产能供给。产能扩张周期较长，且受制于制造工艺复杂度与新厂建设进度。

供需格局持续偏紧，为芯片企业营造有利的经营环境，支撑半导体生态核心环节实现强劲的收入可见度、稳健的盈利水平与持续的业绩增长。

即便是长期被视为强周期性品种的存储芯片，如今也受益于 AI 带来的结构性需求增长，算力需求持续攀升成为核心驱动。半导体稀缺性已不再是单纯的产能瓶颈，而是成为人工智能经济的核心运行逻辑。

人工智能不仅推升整体需求，更在重构需求结构，对部分行业形成挤出效应。智能手机领域的存储芯片占比显著下滑，反映需求向 AI 基础设施结构性转移：智能手机与个人电脑已不再是半

(接上文)

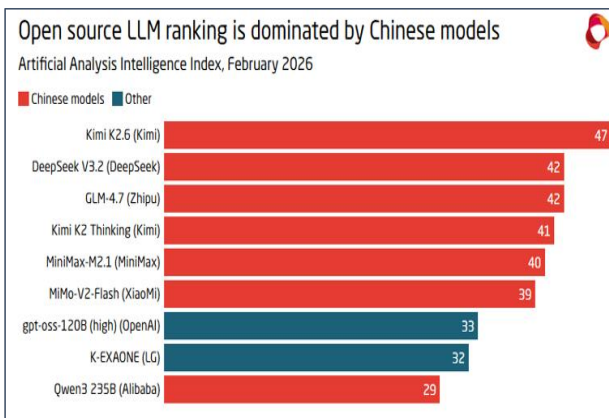
导体增长的核心驱动。随着产能持续向 AI 领域倾斜，传统消费电子面临供给挤压。例如，小米等企业已明确核心存储元器件采购难度加大、成本攀升，且预计至少一年内难以缓解，甚至可能持续更久，意味着上述压力的持续时间或将超出市场预期。该格局对中低端设备制造商形成压力，同时强化高端品牌的竞争优势。

半导体是 AI 发展的核心受益领域，而软件行业则处于相对不利的一端。AI 技术进步使得其他行业的大型企业可自主研发此前需外购的软件。AI 模型性能越强（如 Anthropic、OpenAI 旗下模型），企业自研所需代码与软件的能力越强，进而降低对外部软件企业的需求。长期来看，传统软件服务商的价值创造能力面临挑战，尤其在企业愈发倾向“自研替代外购”的趋势下。这可能危及相关企业的盈利与收入增长，同时对盈利水平构成压力。近期市场走势充分反映了上述理性趋势。

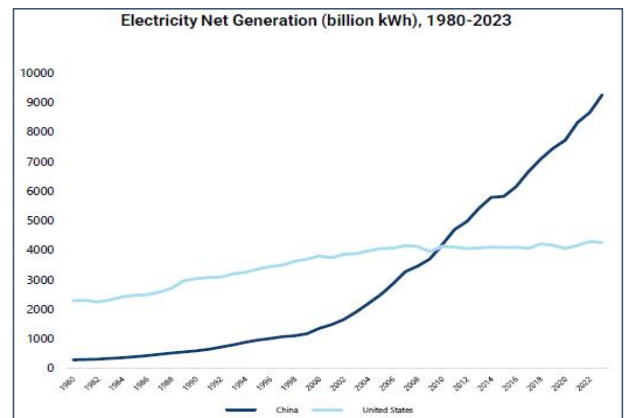
另一值得关注的趋势是，人工智能领域正形成两条独立发展路径。受安全与地缘政治因素影响，美国与中国正构建各自独立的体系，而非共用全球统一平台。美国聚焦于超智能技术研发，OpenAI（ChatGPT）、谷歌（Gemini）、Anthropic 等头部企业竞相研发具备高阶推理能力、高性能表现的顶级智能模型。

美国聚焦技术突破与性能极致化，而中国的发展路径更为务实：侧重研发低成本、开源模型，助力各类企业规模化应用。中国旨在推动新技术快速普及，优化流程、降低成本。Kimi、MiniMax 等企业正打造高效低成本的运行系统。

中美成为 AI 领域仅有的两大领先经济体，其他地区需选择适配两大技术体系之一。受地缘因素影响，AI 经济并未实现全球化，反而呈现分化格局，两大体系融合的可能性极低，西方企业与中国 AI 技术相互采用的概率极小。与此同时，能源约束愈发凸显，AI 系统运行需消耗大量电力，成为制约 AI 扩张速度的核心因素。在此背景下，中国正将能源生产与基础设施优势转化为竞争优势，更低的用电成本与更高效的电力基建部署，助力其更高效地扩张 AI 算力。



资料来源：Artificial Analysis



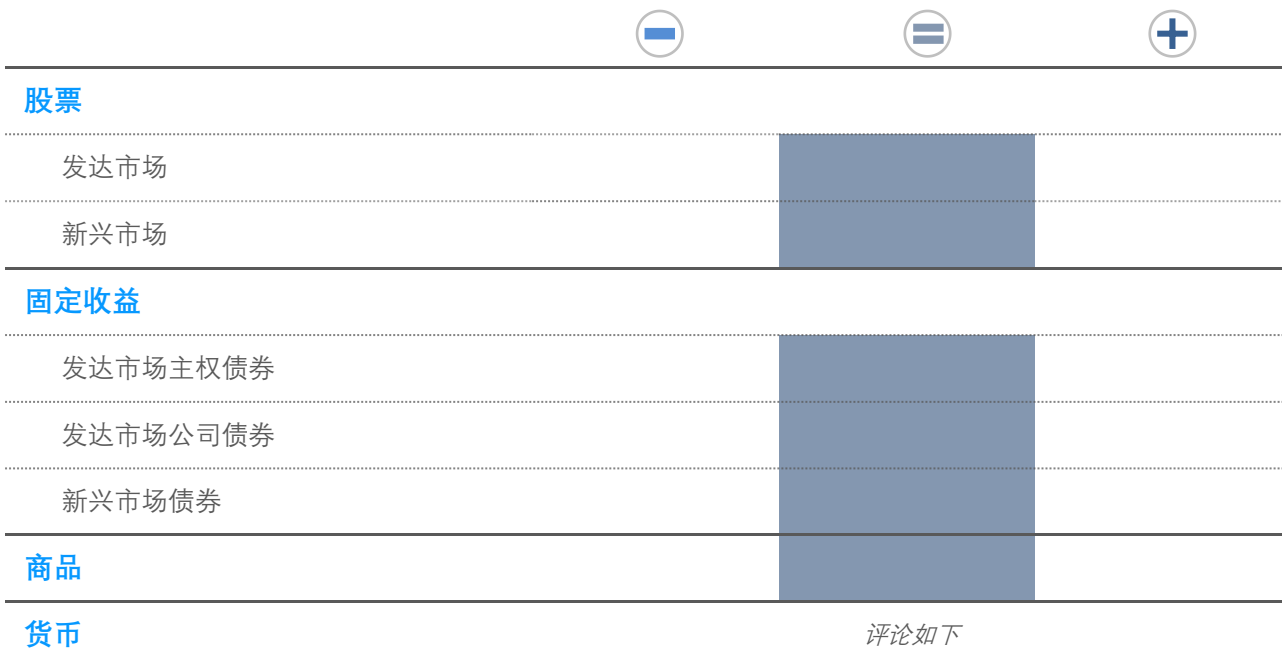
资料来源：Jefferies

随着 AI 持续扩张，软件与芯片之外的新应用场景逐步涌现。人形机器人是极具潜力的新兴主题，中国市场尤为突出。值得关注的不仅是技术本身，更是围绕其构建的协同生态。政府支持发挥关键作用，地方政府积极推动落地，部分地区作为首批采购方加速普及。在出生率下滑、劳动力收缩的背景下，自动化已成为必然选择。

中国政府直接采购机器人并部署于大型数据采集中心。该类设施用于机器人实景训练，执行搬运、分拣、质检、基础工厂作业等简单任务。初期由人工示范操作，全过程数据采集并用于持续优化机器人性能。由此形成简洁高效的循环：机器人应用越广泛，生成数据越多，性能越优化。长期来看，机器人可替代人工完成重复性工作，实现 24 小时不间断运行、无需休整且作业效果稳定，对工厂极具吸引力。中国的目标明确：在人口结构承压背景下，弥补劳动力缺口、支撑经济持续扩张。但大规模普及应用至少需五年时间。

整体而言，AI 周期仍保持强劲，但价值创造的核心领域正在切换。当前最具吸引力的是存在明确瓶颈的领域，如半导体与能源基础设施。与之相对，软件行业部分领域受 AI 自身发展冲击加剧，增长空间与盈利水平受限，资产配置的精准确性愈发重要。

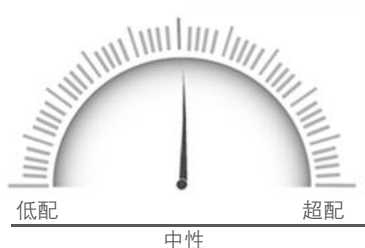
资产配置观点



- 低配 = 中性 + 超配

股票

发达市场



中性评级，股票仍是前景最乐观的资产类别。财报业绩预期向好、沃什接任美联储主席、中东局势缓和、中美领导人5月中旬会晤有望缓解摩擦、全球经济韧性凸显，均提供支撑。短期风险为伊朗局势（霍尔木兹海峡长期关闭）及前期大涨后的技术性回调；发达市场中对欧洲最为谨慎。



新兴市场



中性评级，逻辑同发达市场，且估值更低、相对吸引力更强。多数新兴市场储备充裕、为大宗商品净出口国，受益于商品涨价；冲突缓和、海峡重开后反弹潜力最大，亚洲尤为突出。



固定收益

发达市场主权债券



中性评级，大宗商品涨价或推升通胀预期，本周央行会议将明确收紧风险；短期利率维持区间震荡，下行空间有限。

欧盟核心



欧盟外围



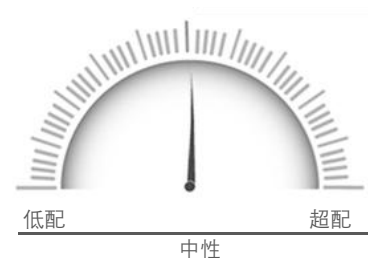
美国国债



日本国债



发达市场信用债



中性评级，全球经济有韧性，债券需求旺、流动性充裕，一级市场超额认购、二级市场利差收窄；利差尚未充分补偿风险，优先配置投资级而非高收益。

欧洲投资级



美国投资级



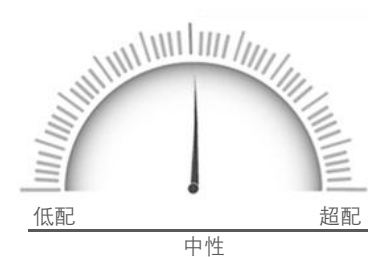
欧洲高收益



美国高收益



新兴市场债券



中性评级，逻辑与发达市场信用债一致。

本地货币



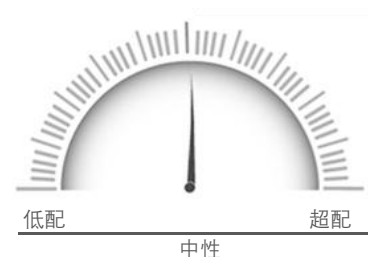
硬货币投资级



硬货币高收益



商品



中性评级，鉴于近期央行减持贵金属，且部分投资者在过去一年因贵金属显著跑赢其他资产类别而配置了相关头寸，未来可能减持部分贵金属并转回已连续数周稳步上涨的科技股，因此我们对贵金属转为谨慎中性。不过，中长期我们仍对贵金属持积极看法。由于关键原材料的竞争日趋激烈，我们对工业金属转为更趋乐观。

贵金属



能源



工业



农业



货币

美元：维持中性，保持观望态度，等待本周各央行在会议上释放的政策立场。

欧元：基于与美元同样的原因，我们对欧元的评级也维持中性。

人民币：维持中性偏乐观。

其他新兴市场货币：维持中性偏乐观，更看好能源净出口国的货币。

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。