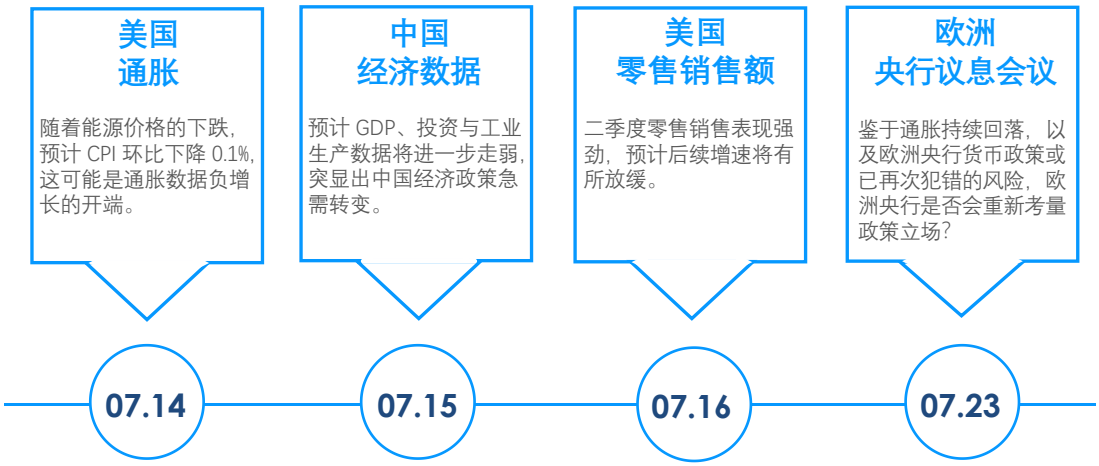
azimut

AZIMUT GLOBAL VIEW

2026年
7月6日

主要事件



AI出资方与收款方走势分化，及杠杆ETF的影响

- **近期股市上涨高度集中在半导体板块，主要受益于超大规模云厂商的巨额资本支出承诺，以及存储芯片的供应瓶颈。**
- **以半导体为主要投向的杠杆 ETF 规模爆发式增长，进一步推升了牛市行情，但这也是近期相关股票波动加剧的根本原因。**
- **尽管近期的波动性可能会因健康的板块轮动而降低，但观察超大规模云厂商是否会持续兑现AI投入计划非常重要，这或将引发新一轮波动。**

少数个股及细分板块累计涨幅巨大，经历数月疯涨后，股市已进入盘整阶段，暂作休整。

二季度的上涨行情集中度极高：虽然MSCI 全球所有国家指数（以美元计价）上涨 +14.5%，但科技板块涨幅达 +38.9%，是涨幅第二的工业板块的三倍有余。即使在科技板块内部，表现也分化显著。MSCI 半导体及半导体设备细分指数二季度累计上涨 +58.4%，大幅跑赢其他板块。在美国市场，费城半导体指数 (SOX) 二季度大涨 +87.7%，表现亮眼。全球其他市场中，MSCI 韩国指数（以美元计价）上涨 +85.6%，涨幅与之相近，主要由 SK 海力士与三星拉动，目前两家公司各占该指数权重的三分之一。

上述亮眼表现及收益高度集中的背后，主要有两大驱动因素。

第一个因素并不新鲜，已是过去几年金融市场热议的核心话题：AI 竞赛驱动相关投资呈指数级增长。

多年来，市场将参与AI开发的公司视为同质化群体，创造了“七大科技巨头 (Mag-7)”的统称，并对其进行批量买入。在很长一段时间内，这些企业的股价走势也确实高度同步。

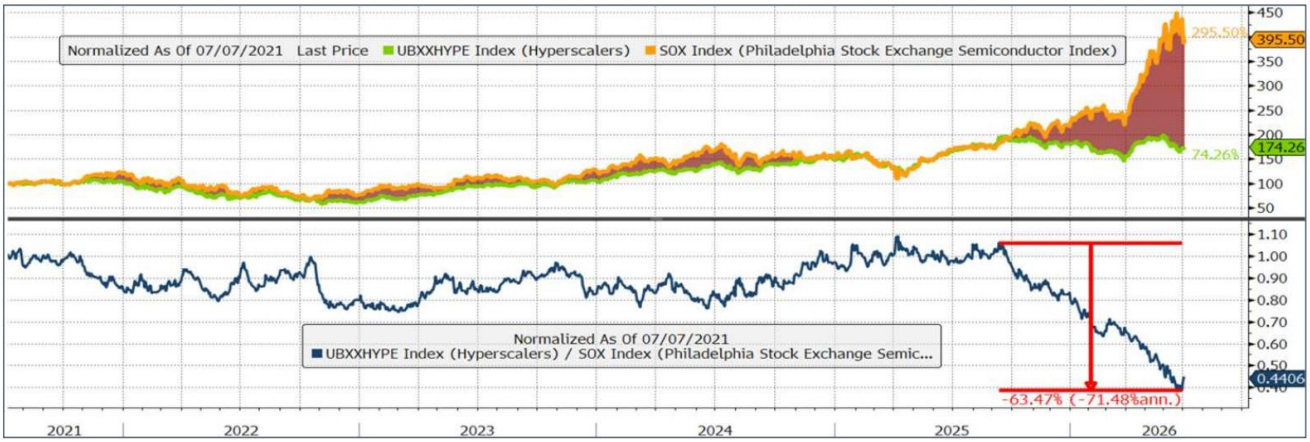
但七大科技巨头的业务结构存在明显差异，可分为“出资方（checks-writing）”与“收款方（checks-cashing）”两类：前者为超大规模云厂商，后者则是半导体及存储芯片制造商。

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

(接上文)

图表中文字：标准化处理，基准日2021年7月7日，最新价格；绿色线：UBXXHYPE指数（超大规模云厂商指数）；橘色线：SOX指数（费城证券交易所半导体指数）；蓝色线：UXXE 指数（超大规模云厂商）/SOX 指数（费城证券交易所半导体指数）



数据来源：彭博

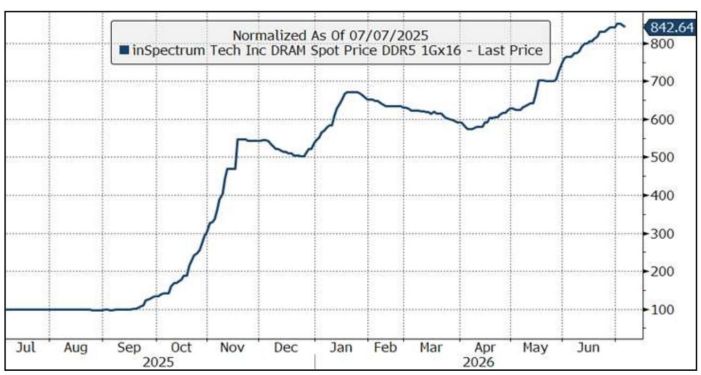
上图中，我们分别以瑞银超大规模云厂商指数（成分股包括微软、亚马逊、Meta、Alphabet 及甲骨文）和费城半导体指数为代表，对比两类企业的表现。即便按此方式划分大型科技企业，仍可清晰看到，到去年 9 月，两类企业的走势几乎完全一致。但在此之后，二者表现出现剧烈分化。在此期间，超大规模云厂商相对半导体板块的表现落后了超过 60%。

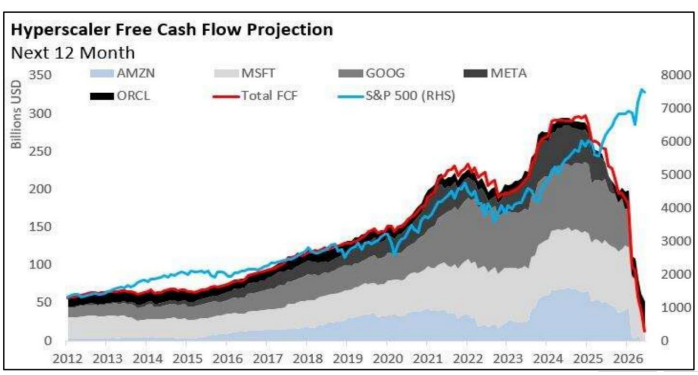
正是超大规模云厂商之间日趋激烈的 AI 竞赛，引发了这一分化：各方资本开支规模极其庞大，市场清晰意识到半导体厂商（尤其是存储芯片厂商）存在严重产能瓶颈，未来数年内需求将远超出其产能。这使得半导体厂商得以凭借供需优势提价。去年 9 月之前始终保持平稳的存储芯片价格，自此开始呈指数级上涨。左下方图表展示了某类存储芯片的价格走势（以一年前为基准 100），其他品类存储芯片走势与之相近。

超大规模云厂商今年预计的资本支出增长，仅有部分源于芯片与算力需求（以数量计）增加，其余部分则单纯反映了成本上涨 —— 数据中心芯片所需的存储芯片价格走高，最终将由云厂商承担。换言之，云厂商间的激烈竞争正推动其商业模式发生重大转变：从轻资本模式转向重资本模式，此前持续稳定的自由现金流正在枯竭，盈利水平也将承压。半导体企业则恰好相反：自由现金流与利润率大幅攀升，创下历史新高。因此，只要这一循环能够持续，金融市场上云厂商与半导体企业的走势分化就完全符合基本面逻辑。

存储芯片厂商赚取丰厚利润、云厂商承担高额基建成本的格局，唯有在云厂商持续加大 AI 建设资本开支的前提下才能维持。AI 竞赛最终胜出者将获得巨额收益，因此截至目前，尚无任何一家云厂商透露出放缓资本开支的意向，更不用说缩减开支。

但华尔街已有观点开始质疑，当前的走势分化（部分云厂商年初以来股价出现下跌）是否会成为转折点。考虑到资本支出的增长是将现金和利润转移给了半导体制造商，而金融市场卖出那些将越来越大比例的自由现金流和利润投入人工智



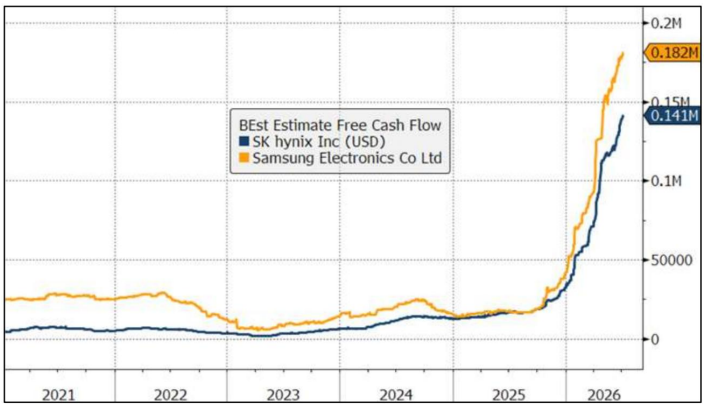


数据来源：彭博

本文档中报告的内容信息是从彭博社与其他外部研究来源推断而出，随后由Azimut Investments S.A.详细阐述，并由安中上海进行中文翻译。请阅读本文档末尾的免责声明。

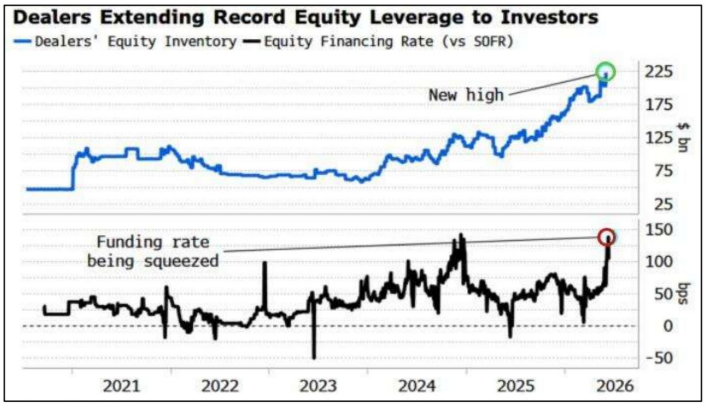
(接上文)

图：市场一致预期自由现金流预测（SK海力士，三星电子）



数据来源：彭博

图：股票杠杆规模创历史新高



数据来源：彭博

能的超大型科技公司，迟早会促使其中一些公司重新考虑其支出计划。一旦有一家云厂商开始收紧资本开支，其他公司很可能会纷纷效仿。

若该情形发生，尽管目前预计存储芯片产能瓶颈将持续至 2027 年，半导体板块仍可能遭遇回调 —— 市场将开始定价行业高景气周期的终结，存储芯片价格也将回落至正常水平。但在此情景下，云厂商股价大概率会显著反弹，因其现金流与盈利水平与半导体企业呈负相关关系。因此，市场可能仅会发生风格轮动，而非出现大幅回调。至少，不会仅因为这个因素就出现深度调整。

除上述因素外，上一季度影响市场表现的另一重要因素，是投资者（尤其是散户投资者）投机情绪升温。两大因素的关联在于，散户投资者的关注重点恰好集中于半导体与存储芯片股票。

近期该领域出现了两个趋势：其一，交易商通过期货合约与总收益互换（total-return swaps）向投资者提供的股票融资杠杆规模突破 2000 亿美元，创下历史新高。

其二，杠杆 ETF 的使用规模爆发式增长。近期，2 倍、3 倍杠杆的新发 ETF 数量呈指数级增长。其中很大一部分为单只股票杠杆 ETF（例如管理规模达 60 亿美元的 Direxion 做多美光 2 倍 ETF，以及当前规模 100 亿美元、峰值曾达 170 亿美元的南方东英 SK 海力士每日 2 倍杠杆产品），其余则包括细分行业 ETF（例如管理规模 240 亿美元的 Direxion 做多半导体 3 倍 ETF，以及发行不足 3 个月、规模 250 亿美元的 Roundhill 存储 ETF）和热门国别 ETF（例如管理规模 20 亿美元的 Direxion MSCI 韩国看多 3 倍 ETF）。

上述杠杆 ETF 的总管理规模近期已突破 2000 亿美元，但由于内置的杠杆作用，其实际风险敞口超过 5000 亿美元。据城堡证券测算，杠杆 ETF 中约 30% 的规模投向半导体 ETF，另有 37% 投向非纯半导体的科技类 ETF。

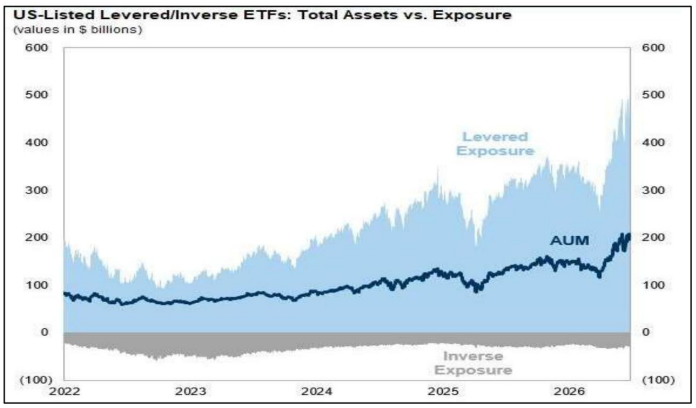
由于规模庞大，这些杠杆 ETF 正导致标的股票与指数出现剧烈波动。杠杆 ETF 的产品属性决定了其必须根据每日市场波动调整敞口：若市场上涨，杠杆 ETF 需在收盘时增加多头敞口，避免次日杠杆水平低于目标值。若市场下跌，杠杆 ETF 则需在收盘时卖出（增加空头头寸），避免次日杠杆水平超出目标值。这一机制会放大标的股票或指数的波动水平。此外，由于其他市场参与者完全清楚这些盘后强制再平衡资金的流向，当市场开始向单一方向大幅波动时，投机者会提前布局抢跑，进一步加剧波动。

考虑到三星和SK海力士在韩国指数中占有巨大权重（65%），过去一个月半导体板块和韩国市场多次出现极端波动也就不足为奇了。单日涨跌幅超过 5% 如今已十分常见。受极端波动影响，杠杆 ETF 的每日再平衡资金流最高可达 500 亿美元，相对于标的资产的日均成交量而言，这一规模处于极高水平。

本文档中报告的内容信息是从彭博社与其他外部研究来源推断而出，随后由Azimut Investments S.A.详细阐述，并由安中上海进行中文翻译。请阅读本文档末尾的免责声明。

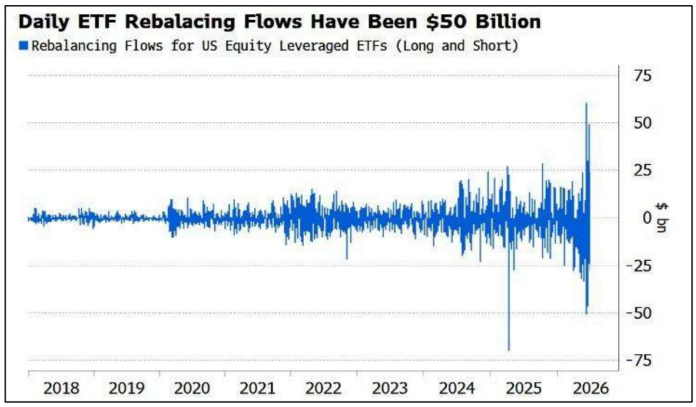
(接上文)

图：美国杠杆/反向ETF规模及敞口



数据来源：高盛

图：美国股票ETF每日再平衡资金流已达500亿美元



数据来源：彭博

到目前为止，某一天的暴跌往往伴随着第二天的暴涨，投资者的实际损失相对有限。但若半导体板块出现持续大幅下跌，恐慌性抛售与杠杆 ETF 强制平仓的风险可能引发股价螺旋式下跌。考虑到半导体板块在主要指数中权重较高，且杠杆 ETF 的再平衡资金流规模巨大，目前仍属于板块层面的特有风险，但未来有可能扩散至整个市场，从而演变为系统性风险。

综上所述，本报告讨论的各项因素表明，未来几周需密切监控金融市场走势。市场有望通过前期领涨个股与滞涨个股之间的良性轮动，平稳消化近期的过热行情。即将到来的财报季预计仍将表现强劲，或有助于市场实现有序过渡。

尽管如此，市场出现无序波动的可能性依然存在，这可能是由半导体股票日波动率的进一步上升引发的，但该情景发生概率仍然较低。更有可能的触发因素，是超大规模云厂商在即将到来的财报季中的表态，因为他们对资本支出承诺的任何实质性变化，都将直接影响半导体板块，进而对市场稳定产生重大冲击。

本文档中报告的内容信息是从彭博社与其他外部研究来源推断而出，随后由Azimut Investments S.A.详细阐述，并由安中上海进行中文翻译。请阅读本文档末尾的免责声明。

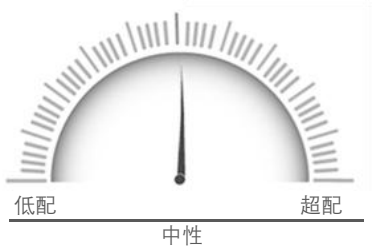
资产配置观点

	低配	中性	超配
股票			
发达市场		■	
新兴市场		■	
固定收益			
发达市场主权债券		■	
发达市场公司债券			■
新兴市场债券			■
商品		■	
货币		*评论如下*	

低配　中性　超配

股票

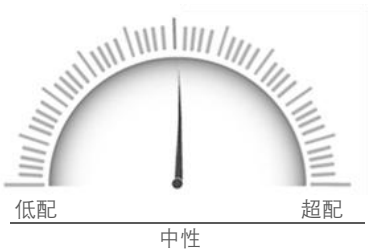
发达市场



维持中性评级。正如报告开篇所述，本轮上涨高度集中于少数个股、估值处于高位，以及散户青睐的个股波动加剧，是当前市场的主要风险点。尽管如此，即将到来的财报季预计仍将表现向好，最新通胀数据也持续改善，将缓解市场对央行收紧货币政策的担忧。

美国	欧洲	日本
中性	中性	中性

新兴市场



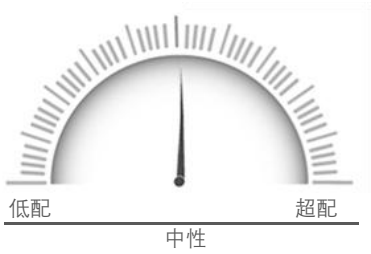
维持中性立场。科技板块在新兴市场指数中的权重持续提升（已达 45%），尤其是三大半导体厂商（台积电、三星、SK 海力士合计占比 30%），正改变该指数的历史属性 —— 此前新兴市场指数更偏向价值风格，且与各国国内经济走势高度绑定。杠杆工具（如杠杆 ETF）的使用日益普及，导致部分市场波动极端化，需保持谨慎。长期前景仍然向好，但至少在增量投资层面，建议等待波动回归正常水平后再行布局。

除日本外的亚洲	欧洲、中东和非洲地区	拉丁美洲
中性	中性	中性

本文档中报告的内容信息是从彭博社与其他外部研究来源推断而出，随后由Azimut Investments S.A.详细阐述，并由安中上海进行中文翻译。请阅读本文档末尾的免责声明。

固定收益

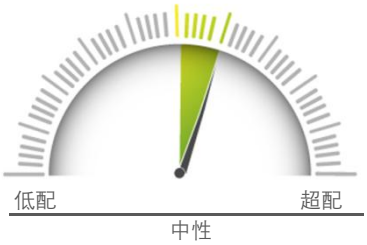
发达市场主权债券



维持中性评级。霍尔木兹海峡恢复通航后，原油及其他大宗商品价格回落，将推动后续通胀数据下行，进而使央行得以摆脱伊朗冲突爆发后采取的偏紧政策立场。在主要收益率曲线中，欧洲主权债受益程度可能最高，因为欧元区核心通胀率已回落至 2.4%，且经济疲软迹象日益增多。

欧盟核心	欧盟外围	美国国债	日本国债

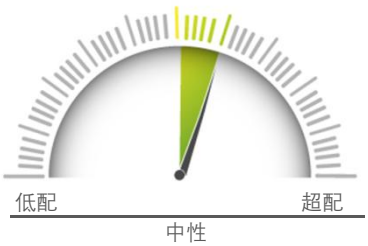
发达市场信用债



维持小幅超配评级。市场流动性充裕，收益追逐行情持续，信用利差已接近历史低位。若全球经济增长保持相对稳健，则无需过度谨慎、过早退出市场。在信用债内部，我们继续偏好投资级债券，而不是高收益债券。

欧洲投资级	美国投资级	欧洲高收益	美国高收益

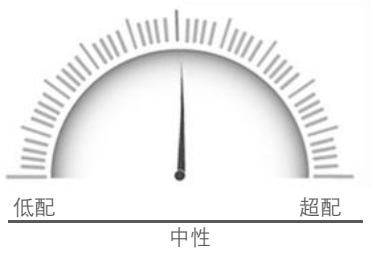
新兴市场债券



维持小幅超配评级，逻辑与上述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



维持中性评级。受央行抛售与高利率环境构成的逆风影响，我们对贵金属持谨慎立场。但从中长期来看，我们对贵金属仍持乐观态度。工业金属方面，受核心原材料竞争日趋激烈驱动，我们观点更为乐观。

贵金属	能源	工业	农业

本文档中报告的内容信息是从彭博社与其他外部研究来源推断而出，随后由Azimut Investments S.A.详细阐述，并由安中上海进行中文翻译。请阅读本文档末尾的免责声明。

货币

美元：中性偏多，支撑因素包括：沃什领导下的美联储政策立场更偏紧缩、美国经济基本面更强，以及美元在市场承压时期持续发挥组合对冲作用。

欧元：下调至中性偏空，原因在于欧洲经济相对疲软，以及欧洲央行可能很快排除进一步加息的可能。

人民币：维持中性观点。

其他新兴市场货币：中性偏多，偏好大宗商品净出口国货币。

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。

本文档中报告的内容信息是从彭博社与其他外部研究来源推断而出，随后由Azimut Investments S.A.详细阐述，并由安中上海进行中文翻译。请阅读本文档末尾的免责声明。