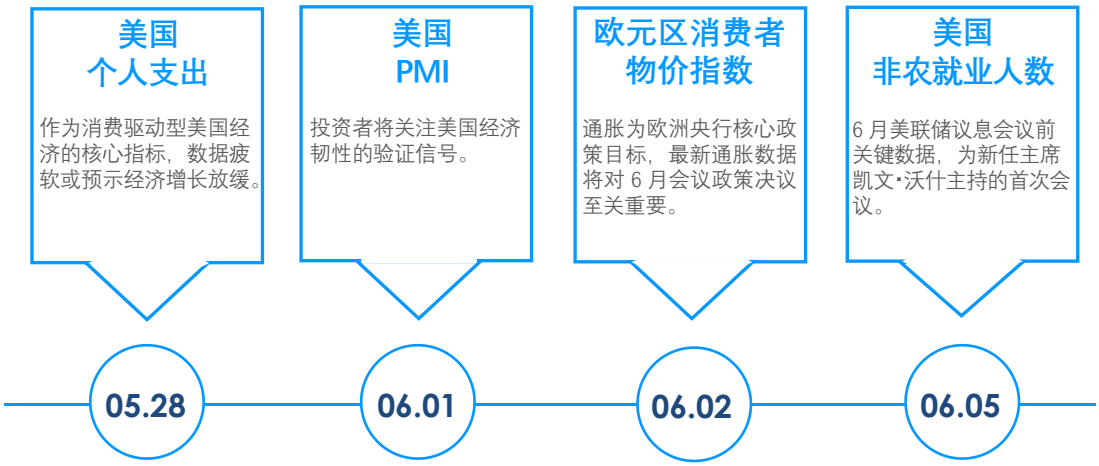
azimut

AZIMUT GLOBAL VIEW

2026年
5月26日

主要事件



全球债市关键变量：英美政局与霍尔木兹海峡

- **全球债券市场正经历剧烈调整，驱动因素包括伊朗冲突带来的通胀传导效应，以及各国国内特有因素。**
- **英国方面，基尔·斯塔默首相因近期地方选举惨败面临执政压力，市场预期潜在新首相将实施宽松财政政策，引发投资者不安，导致英国金融资产价格剧烈重估。**
- **更广泛来看，全球固定收益市场正面临多重结构性因素叠加带来的压力，包括能源价格高企、政府财政赤字持续高企，以及主要央行量化宽松政策转向。**

全球债券市场正经历显著调整，伊朗冲突引发的通胀传导效应，以及部分国家国内特定事件进一步加剧了这一态势。本报告第一部分以英国为案例展开分析，第二部分拓展至分析影响全球宏观背景的长期趋势。

英国：地缘冲突、政治动荡与市场惯性交织

英国首相基尔·斯塔默Keir Starmer的执政压力持续攀升，近期地方选举遭遇惨败，工党选票大量流失：右翼选民转向奈杰尔·法拉奇Nigel Farage领导的英国改革党，左翼选民转向绿党。

政局动荡为曼彻斯特市长安迪·伯纳姆Andy Burnham发起影子党首竞选创造了条件。伯纳姆若要直接挑战斯塔默，需先成为议会下议院议员。为此，工党议员乔希·西蒙斯Josh Simons已同意退出其所在的梅克菲尔德选区，该选区补选定于 6 月 18 日举行。伯纳姆的胜选并非板上钉钉，英国改革党在该选区重叠选区的地方选举中得票率近 50%。

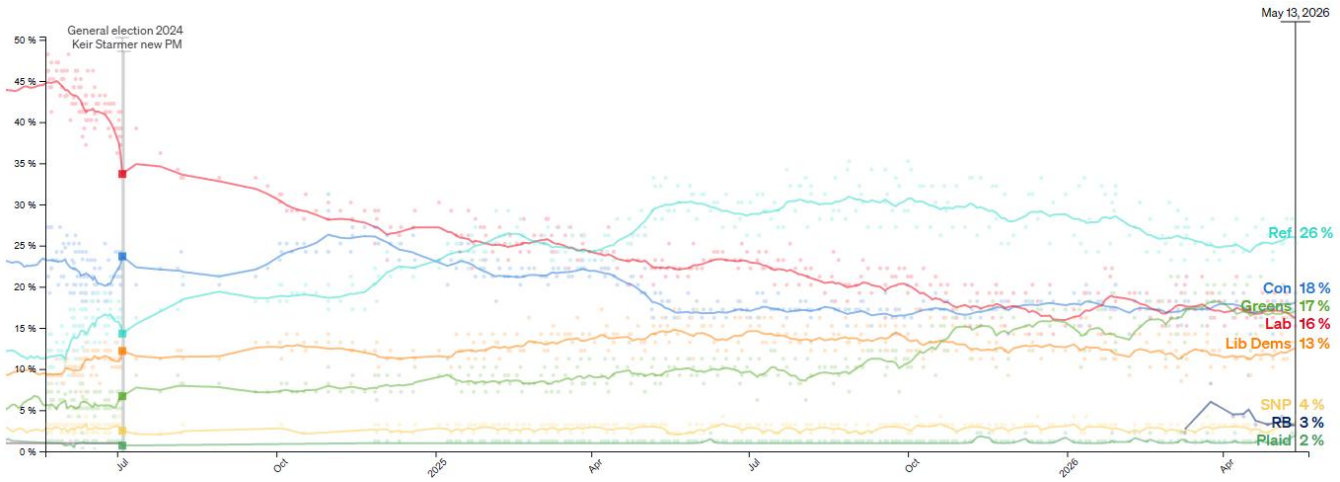
若伯纳姆赢得补选并进入议会下议院，在斯塔默拒绝主动辞职的前提下，需获得 81 名工党议员（占工党议员总数 20%）正式支持，方可发起党首竞选。届时伯纳姆将与基尔·斯塔默及韦斯·斯特里廷Wes Streeting、安吉拉·雷纳Angela Rayner等其他候选人同台竞争。伯纳姆阵营正积极推进竞选时间表，计划于今年 9 月利物浦工党年会前完成首相更替。

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)

英国选民意向：工党一年内支持率流失超半数



资料来源：Politico

伯纳姆出任首相的预期形成后，英国金融资产（尤其英国国债）遭遇大幅抛售。英国 10 年期国债收益率突破 5.1%，创 2008 年以来新高；30 年期国债收益率触及 1998 年以来未见水平。伯纳姆提出的大规模国有化及地方大额投资政策是抛售触发因素之一，但其 “英国受制于债券市场” 的言论更引发市场恐慌。

为缓解市场对其潜在执政的金融不稳定担忧，伯纳姆迅速改口，承诺遵守现行政府举债约束（即财政规则）。叠加低于预期的通胀数据发布，英国国债此前跌幅有所收窄。

英国国债市场的异动，既反映了英国国内特有问题及 2022 年英国负债驱动投资危机留下的市场惯性，也折射出全球主权债券市场面临的共性趋势，下文将对此展开详细分析。

全球债券：高收益优势与结构性阻力并存

英国国债市场震荡的背后，是全球主权债券面临的系统性压力。美、日、英、德、法、意、澳、瑞等主要发达经济体 10 年期国债收益率等权重均值，已触及 2010 年以来高位。

尽管此轮收益率上行的直接导火索是霍尔木兹海峡封闭引发的通胀外溢效应，但近几年全球债券市场的剧烈重定价，实则是多重结构性因素共振的结果。

各国政府与央行先后应对新冠疫情、俄乌冲突两大事件，重塑了金融市场长期依赖的核心运行逻辑。市场已从所谓 “新常态”，进入我们定义的DART 经济周期（去全球化与国防支出、人工智能、收入再分配、能源转型）。新常态的核心特征是央行通过购债等方式持续释放货币宽松以提振低迷通胀，而当前环境下，各国普遍依赖财政扩张拉动经济。这一转变彻底改变了投资格局，打破了股票与国债负相关等长期市场共识，更关键的是，通胀压力持续抬头。

去全球化与盟友供应链转移趋势，逆转了中国加入世界贸易组织后形成的通缩趋势。同时，财政支出扩张推高政府发债规模，叠加主要央行从量化宽松转向量化紧缩、购债需求缩减，全球主权债供给过剩压力加剧。此外，各国主权机构减持国债、增持黄金等替代资产，大型科技企业为人工智能资本支出大规模举债，进一步压制全球长债价值。多重因素叠加，迫使投资者要求更高收益率与风险溢价，才愿意配置主权债券。

在此背景下，全球债券市场前景是否黯淡？我们认为并非如此。

短期来看，伊朗冲突缓和、能源流动恢复正常，将改变货币政策预期分布，为全球债券市场带来利好支撑。

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)

主要发达经济体 10 年期国债收益率等权重均值



资料来源：彭博, Azimut 测算

即便冲突再度升级，全球债券虽会承压，但下行空间远小于 2021-2022 年，核心原因如下：

- 货币政策利率起点更高：当前联邦基金利率 3.75%（2021 年为 0.25%），欧洲央行利率 2.0%（2021 年为 - 0.5%）；
- 通胀基数更低：当前美国个人消费支出通胀 3.2%（2021 年末超 5%），欧元区通胀 3.0%（2021 年末 5.0%、2022 年四季度超 10%）；
- 财政扩张力度减弱：2020 年美国财政赤字占 GDP 比重 14.5%，当前为 6%；欧元区各国财政赤字亦明显收窄；
- 冲击性质不同：2021-2022 年通胀飙升源于疫情后经济重启的需求冲击，俄乌冲突进一步加剧供给瓶颈；当前冲击为供给驱动，且除人工智能领域外，全球经济整体低迷。

综上，即便能源流动持续受阻，央行的政策反应力度也将远弱于 2021-2022 年。

此外，多重利好因素支撑全球债券市场前景：

第一，估值优势显著：当前全球收益率水平具备良好入场价值，长期远期估值普遍偏低，英国、日本等市场尤为突出。

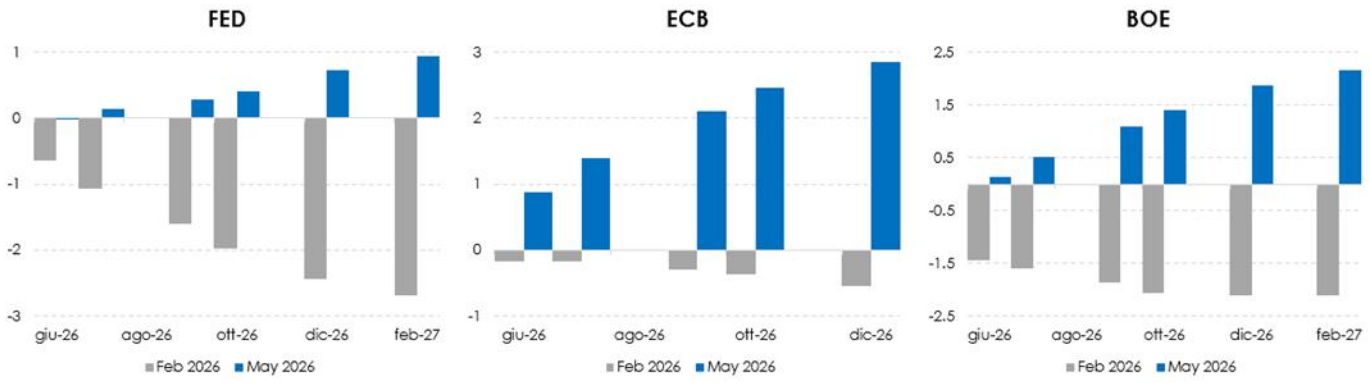
第二，加息预期已充分定价：能源冲击预期已推动主要央行政策路径重定价，美、英市场降息预期转为加息预期。当前互换市场定价显示，美联储、英国央行、欧洲央行年内分别约加息 1 次、2 次、3 次。同时，平均收益率水平可对冲利率波动风险，短期债券防御性更强。

债券在通胀高企时分散组合风险的作用减弱，但在经济担忧引发的压力时期，仍能提供正向收益与负相关性收益。2023 年区域性银行危机（美债上涨）、去年“解放日”后（德债上涨）、今年私募信贷危机（全球长债普涨）均印证这一点。若伊朗冲突拖累经济增长、下调增长预期，配置债券仍具备合理性，但需注重多元化与优质资产选择，各债券市场表现分化将显著加剧。

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)

在伊朗战争爆发前后，美联储、欧洲央行和英国央行预计的利率上调/下调次数



资料来源：彭博, Azimut测算

第三，通胀预期保持稳定：近期全球收益率上行由实际利率驱动，市场对人工智能驱动生产率大幅提升的共识，有效抑制通胀预期上行；全球广义货币增速温和，也支撑通胀压力可控判断。

第四，投资者持仓再平衡空间充足：当前投资者超配股票、低配债券，债券市场存在显著增持空间。

第五，政策需求持续释放：各国政府与央行正推进监管改革，提升本国主权债券需求。2025 年 11 月美国出台补充杠杆率改革，释放银行资产负债表空间，支持增持美债；2025 年 7 月美国《天才法案》要求稳定币发行方用优质流动资产足额备付所发行的稳定币，带动短期美债市场需求上升；2026 年 4 月加拿大推出 “强健基金（Strong Fund）”、英国出台《2026 年养老金法案》，均强制资金配置本国资产。此外，欧洲央行、英国央行等仍在缩表的央行，或暂停量化紧缩。

综上，尽管短期因素与结构性变化重塑全球债券市场环境，但当前收益率水平为中长期投资者提供了优质配置价值。地域多元化是提升收益、优化风险调整后收益的关键。久期选择上，短期债券下行风险可控，长期债券可锁定周期高位收益率，同样具备配置价值。

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。

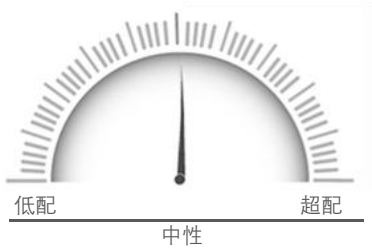
资产配置观点

	−	=	+
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			上调
新兴市场债券			上调
商品		■	
货币		*评论如下*	

− 低配　= 中性　+ 超配

股票

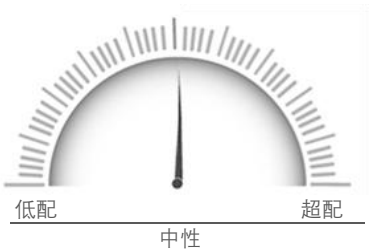
发达市场



维持中性评级。股市上涨受多重因素支撑：通胀回升推高名义 GDP 增速，带动每股收益增长（即便无通胀提振，每股收益增速亦处于高位）；财富效应、市场动量、流动性充裕、3 月低点做空投资者回补空头，共同推动市场上行。但此前反弹速度过快，短期回调风险仍存；若经济增长保持稳健，回调将是买入机会。

美国	=	欧洲	−	日本	=

新兴市场



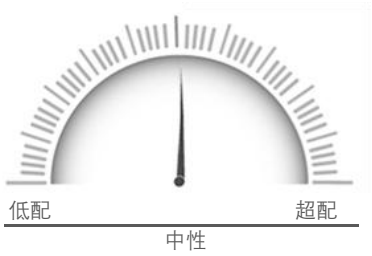
维持中性评级。发达市场股票的支撑逻辑同样适用于新兴市场；同时新兴市场估值更低，相对吸引力更强。多数新兴市场外汇储备充足、为大宗商品净出口国，将受益于大宗商品价格上涨。若伊朗冲突缓和、霍尔木兹海峡重开，新兴市场反弹潜力最大，其中依赖进口的亚洲市场尤为突出。

除日本外的亚洲	=	欧洲、中东和非洲地区	−	拉丁美洲	+

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

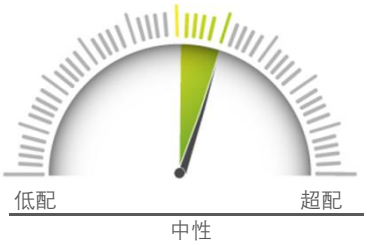
发达市场主权债券



维持中性评级。此前数周全球收益率曲线大幅上行，当前水平已充分定价伊朗冲突引发的通胀反弹、政治动荡、财政管理不善、央行流动性收紧等利空情景。但伊朗局势若再度紧张，仍需保持谨慎。

欧盟核心	欧盟外围	美国国债	日本国债

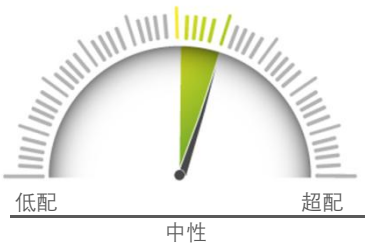
发达市场信用债



上调至小幅超配。市场持续追逐高收益，充裕流动性提供支撑，信用利差收窄至2月末冲突前水平下方，再度逼近历史低位；但无风险利率上行，信用债的到期收益率具备吸引力且显著高于年初水平。若全球经济增长保持稳健，无需过度谨慎或提前离场。信用债内部，优先配置投资级债券、谨慎配置高收益债。

欧洲投资级	美国投资级	欧洲高收益	美国高收益

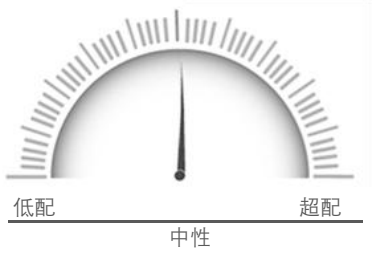
新兴市场债券



上调至小幅超配。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



维持中性评级。贵金属面临央行抛售、投资者获利了结转向科技股等压力；中长期前景仍偏乐观。工业金属看涨，核心驱动为关键原材料竞争加剧。

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：维持美元中性评级。一方面，利差优势扩大或支撑美元走强；另一方面，伊朗冲突缓和、地缘政治压力缓解，或导致美元走弱。

欧元：维持中性评级。欧元区增长前景恶化或拖累欧元走弱，但若欧洲央行不顾经济困境坚持加息，将形成对冲。

人民币：维持中性偏乐观评级。

其他新兴市场货币：维持中性偏乐观评级，优先关注能源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。