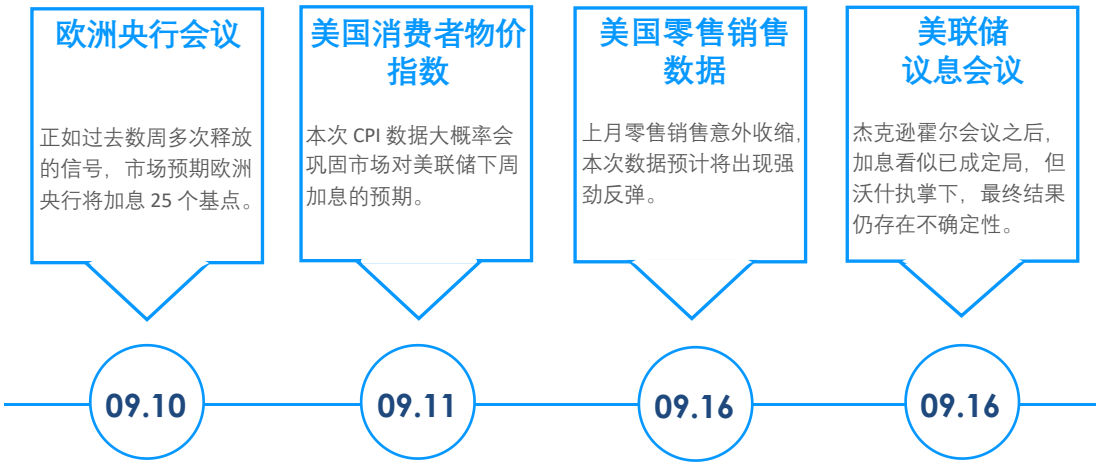
azimut

AZIMUT GLOBAL VIEW

2026年
9月7日

主要事件



杰克逊霍尔全球央行会议核心要点

- **因为通胀短期内似乎难以回落，沃什在杰克逊霍尔会议上的讲话被市场普遍解读为 9 月将要加息的表态。**
- **沃什表示，利率将继续作为美联储的核心货币政策工具；至于资产负债表等非常规工具，若非必要尽量不用，即便使用也应审慎克制。**
- **美联储若调整资产负债表的使用思路，对市场利率的冲击会远超过基准利率调整的影响。但要想明确这方面的具体动向，还需再等一段时间。**

财报季已经落幕，接下来的央行会议或将成为市场的下一轮驱动因素，其中美联储会议尤为关键。

沃什在杰克逊霍尔的讲话，和此前联邦公开市场委员会会议结束后、国会听证会上的表态没有本质区别，但此次的政策强调力度明显更强。他在发言中承诺要快速恢复物价稳定，并再次强调，美联储需要为连续五年未能实现 2% 通胀目标承担责任。他原话提到：“长达 65 个月的持续高通胀，责任完全在央行。”紧接着他补充道：“美联储必须确保，核心通胀正在清晰地，以足够快的速度向目标水平回落。如若不然，我们必须采取行动。”

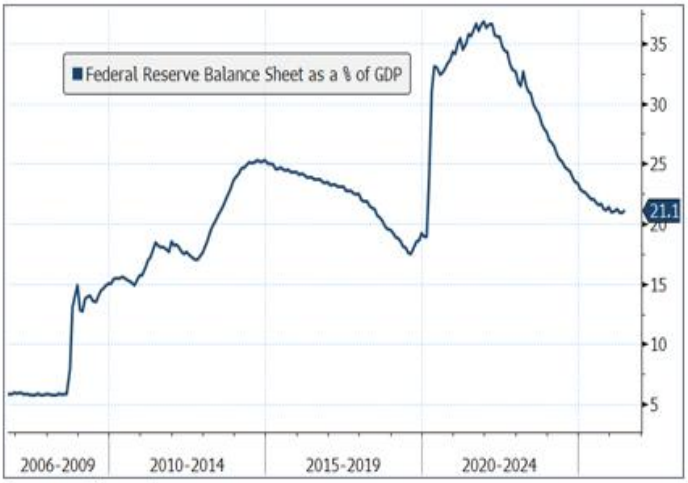
受多重因素影响，核心通胀压力似在加剧，包括伊朗冲突持续、AI竞赛推高科技零部件价格等。结合沃什措辞的强硬程度，美联储 9 月加息的概率很高。我们认为沃什不希望重演 7 月的局面：当时他就任美联储主席后的首场新闻发布会同样发表偏鹰言论，市场据此预期加息，但美联储最终未采取行动。一旦历史重演，将带来类似的后果：美元走弱、长端利率上行，美联储公信力受损风险上升。

沃什还面临另一重外部压力：特朗普再度向美联储施压。上周五特朗普在Truth Social平台发文称：“美联储理事会，在这位新任杰出领导者的带领下，必须认清形势，这回要做爱国者。高利率让美国陷入极不公平的劣势，我不会允许这种情况发生！”这类不当干预反而促使沃什更有动力落地加息，否则市场会再度担忧美联储独立性遭到侵蚀。

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)



Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

此外，如果 9 月选择按兵不动，沃什将陷入十分被动的处境。因为美联储下一次会议距离中期选举仅一周，届时，加息在政治层面会承受很大阻力。那么下一个可行的加息窗口就只能等到 12 月。但如果通胀没有任何降温迹象，美联储将承受很大压力，毕竟沃什反复强调，维护物价稳定是美联储的核心责任，并承诺在必要时会果断、及时地行动。

沃什的讲话中还有两点值得重点关注：

第一，他明确提出“短期利率是美联储实现双重使命的主要工具”。自出任美联储主席以来，沃什此前从未清晰说明各类货币政策工具的使用思路。在任职之前，他是缩减美联储资产负债表最积极的倡导者之一（这与其他理事希望维持充足准备金的主流观点相悖），同时又主张降息以扶持实体经济。执掌美联储之后，他反复强调需要收紧货币政策，但并未说明会选用哪一项工具实现该目标。结合他过往立场，市场此前不能排除一种可能性：优先缩表、维持利率不变。但现在已经明确，利率仍是美联储的首要政策工具。

第二，他同时提出：“刺激经济的非常规政策只适用于真正的危机时期，除此之外应当尽量少用，非必要不予动用。”这句话所指，正是把美联储资产负债表作为货币政策工具。沃什在听取由他亲自设立的资产负债表专项工作组的结论之前，就已经摆出如此明确的强硬态度，暗示了缩表仍是他的核心目标之一。

倘若他真的推进缩表，带来的影响不容小觑。以占 GDP 的比重，而非绝对值衡量，美联储资产负债表已经回落至疫情前相近水平，与 15 年前相比差距也不大。央行资产负债表可以视作整个金融体系流动性的观测指标，是市场资本供给的基础。即便资产负债表绝对规模保持不变，但只要其相对 GDP 占比收缩（对比当前股票、债券市场总规模来看收缩幅度更大），就意味着流动性收紧。在当前政府持续巨额财政赤字、人工智能领域大规模投资导致资本需求激增的背景下推进缩表，除了会直接推高利率之外，还可能引发预料之外的负面后果。

综合来看，沃什在杰克逊霍尔年会上的讲话似乎令自己陷入被动，下次美联储会议最有可能落地加息。颇具讽刺意味的是，这番表态让市场对美联储下一步行动形成明确预期 —— 这是典型的前瞻性指引，而沃什曾经誓言要废除这种政策工具。

从现有情况来看，我们不能排除沃什的决策再次超出市场预期的可能性。因此，即将到来的美联储会议值得密切关注。

除此之外，市场仍在等待最重要的议题落地：沃什终将向市场阐明，他计划如何调整美联储资产负债表。

注：净国际投资头寸（NIIP）：一国海外资产与海外负债之间的差额。

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。

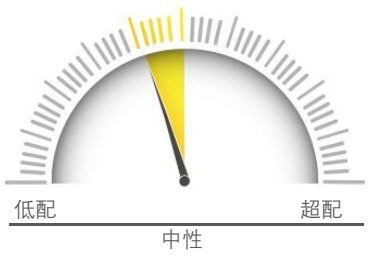
资产配置观点

	−	=	+
股票			
发达市场	降级		
新兴市场	降级		
固定收益			
发达市场主权债券			升级
发达市场公司债券		降级	
新兴市场债券		降级	
商品			
货币		*评论如下*	

− 低配　= 中性　+ 超配

股票

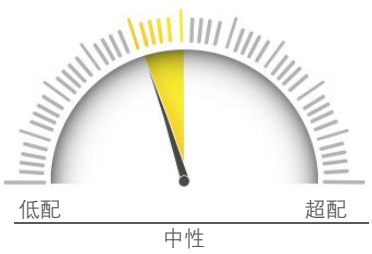
发达市场



我们将发达市场股票下调至**小幅低配**。沃什在杰克逊霍尔的讲话表明，美联储大概率至少还会加息一次，时间很可能就在 9 月。名义利率与实际利率上行、季节性因素偏弱，叠加持续存在的地缘政治风险，均要求投资端提高警惕。此外，即便上一轮财报表现亮眼，也没能推动市场走高，反映出此前市场预期已经处于高位。基于以上判断，我们现阶段建议采取更为谨慎的立场；但我们依旧认为，只要经济与盈利增长保持韧性，深度回调就是买入机会。

美国 =	欧洲 +	日本 =

新兴市场



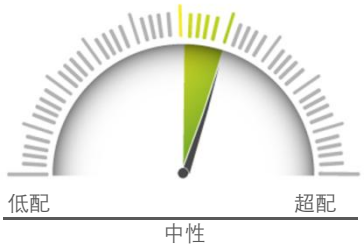
同样，我们将新兴市场股票下调至**小幅低配**。上文提及的各类利好和利空因素同样适用于新兴市场。除此之外，如果美联储加息带动美元走强，美元走强向来会对新兴市场形成压制。有利的一面是，新兴市场估值相较发达市场依旧存在显著折价。

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

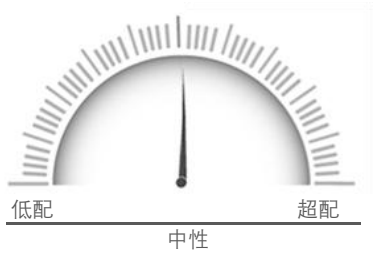
发达市场主权债券



上调至**小幅超配**。近期市场利率上行由多重因素共同驱动：地缘政治风险、通胀压力、对财政纪律的担忧、政客及央行政策制定者沟通不足。但当前利率水平已经具备越来越高的配置吸引力。一方面，当前高利率已经计入风险溢价，能够覆盖很大一部分上述风险；另一方面，如果后续出现利空冲击，无风险资产与风险资产大概率会回归负相关关系，主权债可以有效对冲组合风险。

欧盟核心	欧盟外围	美国国债	日本国债

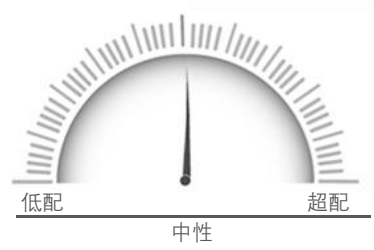
发达市场信用债



下调至**中性**。尽管充裕流动性依旧驱使市场追逐收益，但信用利差已经压缩至极窄水平，无法充分补偿对应的信用风险。无风险利率在信用债总收益中的占比越来越高，投资级债券尤其明显，因此我们选择采取更谨慎的立场，下调配置至中性。在信用债内部，我们依旧优先选择投资级债券，而非高收益债券。

欧洲投资级	美国投资级	欧洲高收益	美国高收益

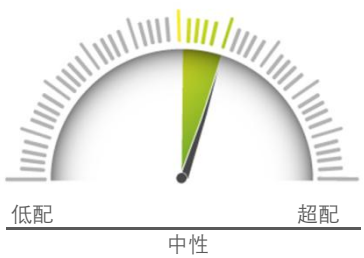
新兴市场债券



下调至**中性**。除了上述发达市场信用债面临的问题之外，沃什杰克逊霍尔讲话之后，美联储 9 月加息的可能性显著抬升，美元存在走强风险；而美元走强阶段，新兴市场债券往往跑输。

本地货币	硬货币投资级	硬货币高收益

商品



维持**小幅超配**。受沃什杰克逊霍尔讲话影响，美联储存在加息可能性，我们对贵金属阶段性转向谨慎，美元走强可能会带来短期回调，但贵金属长期看多逻辑没有变化。工业金属（尤其是稀土）不存在该类担忧；受人工智能、航天、军工、能源等战略领域需求扩张，未来数年工业金属短缺情况预计会进一步加剧。

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：上调至中性。沃什发表杰克逊霍尔讲话后，美联储 9 月加息的可能性大幅提升，美元近期的弱势行情有可能逆转。

欧元：下调至中性。一方面源于美元走强预期，另一方面 2027 年初法国大选临近，投资者对欧洲的风险偏好可能趋于谨慎。

人民币：维持在中性。

其他新兴市场货币：受美元走强的潜在风险拖累，将人民币以外的新兴市场货币评级下调至中性。

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。