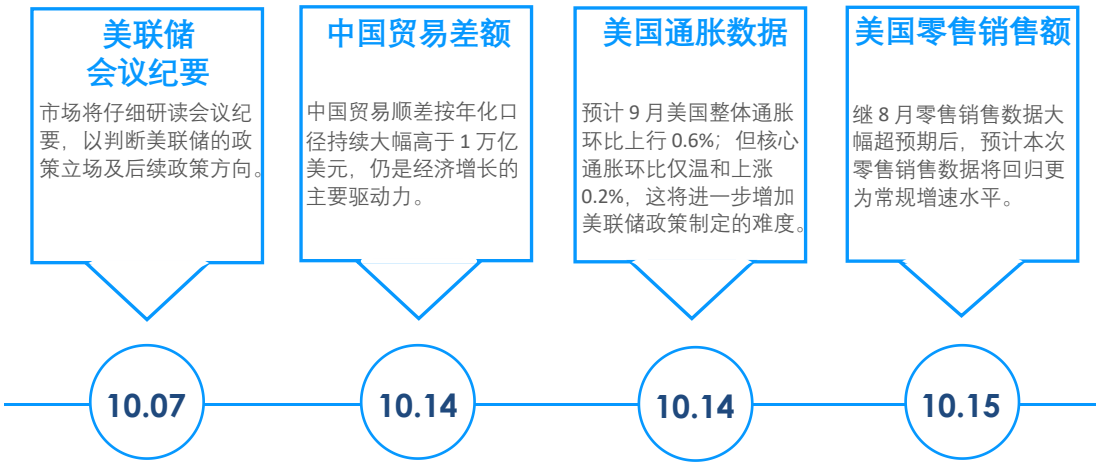
azimut

# AZIMUT GLOBAL VIEW

2026年
10月5日

## 主要事件




## 这并非历史重演

- **法国政府债券遭遇大规模抛售，法德国债利差大幅走阔，市场再度浮现 2011 年欧洲危机的记忆。**
- **法国极左翼2027年总统候选人梅朗雄（Mélenchon）提出注销欧洲央行持有的法国债务，该提议很可能是触发投资者恐慌的导火索；但本轮债券抛售的根源在于法国多年财政管理失当、政治僵局、极端政党势力抬头，叠加全球利率持续上行。**
- **尽管如此，梅朗雄当前民意支持率较低，且欧洲央行手握强大政策工具，足以防范系统性风险。因此，重现 15 年前危机的可能性较低，但风险传播与市场波动的隐患依旧存在。**

过去数月主权债券持续遭到抛售，引发首轮市场动荡。抛售浪潮向整个债券市场扩散，就连此前长期抵御市场波动的信用债板块也未能幸免。

法国成为本轮市场动荡的导火索，处于风暴中心。但本次市场扰动的根源并非新问题：各国政府无力遏制高额财政赤字；通胀担忧推动利率上行；政府与企业融资需求呈指数级扩张；同时投资者的风险容忍度不断下降。

除此之外，法国自身也存在诸多问题：议会长期陷入僵局；财政赤字大幅超出欧盟 3% 的红线；极左翼与极右翼政党支持率持续攀升引发市场担忧。多重因素叠加，导致法国国债成为过去几年表现最差的债券品种之一。

而压垮市场的最后一根稻草，大概率来自极左翼政党“不屈法国”领导人梅朗雄的公开表态。他提出欧洲央行应当注销所持有的法国债务，以此为财政支出腾挪空间。该提案最早于 8 月末的竞选集会上被提出，但直至 9 月 10 日欧洲央行议息会议结束，拉加德在新闻发布会被问及该议题后，才引发市场高度关注。

在主权债券本就不受市场青睐的大环境下，债务注销相关言论进一步恶化市场情绪。不出所料，此后法德国债利差大幅走阔。


**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 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 上海
- Singapore 新加坡
- St Louis 圣路易斯
- Sydney 悉尼
- Taipei 台北

# (接上文)




Source: Bloomberg




Source: Bloomberg

该提案也可能引发重仓法国资产的日本投资者的担忧。我们在 7 月末的报告中就提出，日本有充分动机将海外投资资产撤回本土，重新配置日本国债。此举可以同时支撑日本国债市场与日元汇率。反之，如果日本央行直接出手托底本国国债，会造成日元贬值；而在日美联合干预汇市托举日元之后，这类政策在政治层面愈发难以推行。

除美国国债因政治因素独善其身之外，全球债券市场均面临潜在压力。我们在报告中也曾提示：法国是日本海外投资的第三大投向地，仅次于美国与开曼群岛，是风险最高的经济体。梅朗雄抛出债务注销的设想，是否会促使部分日本投资者加速减持法国资产？目前尚无实证依据，但该疑问具备合理性。

无论导火索是什么，法德国债利差一旦开启走阔趋势，便形成滚雪球效应，不断放大波动。截至 9 月末，价格走势脱离可控区间，陷入无序波动；此时资产定价不再由理性决策驱动，而是来自强制平仓、止损单集中触发。

经历约 15 年的平稳之后，欧洲主权债券的价格走势重现 2011 年特征：资金涌向避险资产，德国与其余多数欧盟成员国的国债利差显著拉大。但讽刺的是，2011 年危机中的重灾区国家，本次并未陷入困境；恰恰相反，当年财政状况饱受诟病的部分国家，如今财政纪律反而大幅改善。本轮承受冲击的主角变为法国。意大利处境介于两者之间：尽管债务占 GDP 比值仍处于高位，但该指标已保持稳定，财政赤字接近布鲁塞尔设定的 3% 红线，尚未发出警报。

意大利国债价格下跌，一方面是因为意大利国债期货流动性充足，另一方面市场仍对意大利保有“债务可靠性不足”的固有负面标签。多重因素作用下，投资者选择交易国债期货，对冲欧洲债务危机重演的尾部风险。

但危机重演的实际风险到底有多大？综合多重因素来看，风险大概率有限。

理由一：15 年前，主要经济体债务占 GDP 比重大多维持在 60% 附近；少数突破 100% 的国家被视作异类，遭受市场质疑。而当下，除少数严守财政纪律的国家外，全球主要经济体债务占 GDP 比值普遍处于 100%-140% 区间。欧元区整体债务占 GDP 比重略低于 90%，法国 2026 年该指标预计升至 118%。倘若债务水平本身就是核心风险，那么问题就绝非欧洲独有。

| | Debt to GDP ratio | | | | | Deficit/GDP |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2018 | 2022 | 2026e | Delta 2018-2026e | Delta 2022-2026e | 2025 |
| Greece | 190% | 179% | 137% | -52.7% | -42.3% | 1.7% |
| Portugal | 121% | 111% | 86% | -35.5% | -25.6% | 0.7% |
| Japan | 204% | 228% | 204% | 0.7% | -23.4% | -1.7% |
| Spain | 100% | 109% | 98% | -1.5% | -11.0% | -2.4% |
| Italy | 134% | 138% | 138% | 4.2% | 0.0% | -3.1% |
| Germany | 61% | 64% | 65% | 3.8% | 0.2% | -2.7% |
| Australia | 42% | 50% | 51% | 9.0% | 0.6% | -0.1% |
| Switzerland | 39% | 36% | 39% | -0.5% | 2.6% | 0.3% |
| United Kingdom | 86% | 98% | 104% | 18.0% | 6.1% | -5.0% |
| United States | 108% | 119% | 126% | 18.1% | 6.7% | -5.3% |
| France | 99% | 111% | 118% | 19.9% | 7.0% | -5.1% |
| Canada | 91% | 104% | 111% | 19.9% | 7.2% | -2.0% |
| China | 56% | 77% | 107% | 51.0% | 29.6% | -4.8% |

Source: Bloomberg, IMF, Azimut elaborations

理由二：如果市场恐慌源于梅朗雄的政策提议，我们需要关注民调结果：总统大选层面，勒庞的民调大幅领先；梅朗雄与爱德华·菲利普争夺第二名席位，竞争激烈。若梅朗雄进入第二轮投票，预测勒庞将以 70 比 30 的巨大优势胜选；若爱德华·菲利普进入第二轮，则梅朗雄带来的政策风险已经在首轮被排除，无论第二轮最终结果如何。根据情景预测，两种情形下勒庞都大概率最终当选。值得关注的是，勒庞此前公开承诺：上台后 18 个月内实现基础财政收支平衡；任期内合计削减 1400 亿欧元财政



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)

支出；2030 年前将法国财政赤字压至 3% 以内，2032 年前降至 2.5% 以内。以上政策目标不是财政不负责任的政策。

理由三：自 2011 年起，欧洲央行已经搭建起全新且强大的政策工具，用于应对类似危机，这些工具在当年并不存在。其中就包括传导保护工具（TPI）。该工具的设立初衷，就是保护欧元区成员国，防范主权债务风险传染、化解市场割裂；当成员国遭遇“非基本面驱动的无序市场波动”，欧洲央行可在二级市场购买该国国债，并且购债规模没有上限。但启用该工具需要同时满足四项门槛：遵守欧盟财政规则、不存在严重宏观经济失衡、财政具备可持续性、宏观经济政策稳健。法国当前较难全部满足上述条件，但其余欧元区成员国大多符合资格；一旦传导保护工具启动，即可阻断风险向外扩散。

综合以上分析，法国近年财政管理疏漏固然恶化了市场环境，但欧洲主权债近期利差急剧走阔，更主要来自前期债券价格持续下行形成的势能，继而触发恐慌抛售与被动平仓。市场上大量存在做多法国国债、意大利国债，同时做空德国国债的利差交易；这类交易集中平仓，叠加日本投资者本就计划部分撤回海外资产、可能加速减持，共同造成了市场无序波动。

尽管可以认为法国国债、意大利国债本轮抛售存在超调，但不能低估全球利率大幅上行已经在市场撕开裂痕，突发风险传染的概率正在抬升。



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。

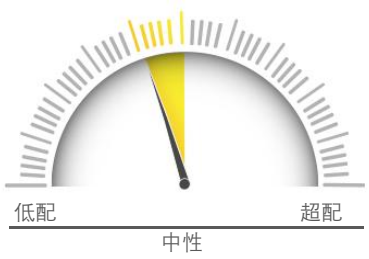
# 资产配置观点

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

− 低配　= 中性　+ 超配

## 股票

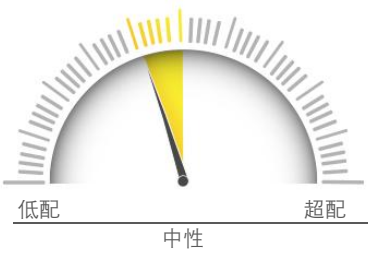
### 发达市场




维持**小幅低配**。债券市场裂痕显现，名义利率、实际利率快速上行，叠加持续的地缘冲突，股票市场的外部环境趋于严峻。虽然行业、主题轮动依旧对股指形成支撑，但债券市场无序波动、风险外溢的风险正在抬升，建议保持谨慎。从利好角度看，季节性压力最大的阶段正在逐步过去，即将到来的财报季预期向好。因此我们依旧认为，只要经济与企业盈利增长具备韧性，市场出现显著回调就是布局机会。

| 美国 | + | 欧洲 | = | 日本 | = |
|---|---|---|---|---|---|

### 新兴市场




维持**小幅低配**。上述利好与利空因素同样适用于新兴市场。其他风险点包括多国央行维持鹰派立场、美元走强，这些因素通常会压制新兴市场表现。利好方面，新兴市场估值相较发达市场存在显著折价；指数权重中科技、半导体占比较高，也让新兴市场成为算力大厂资本开支扩张的主要受益方。

| 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

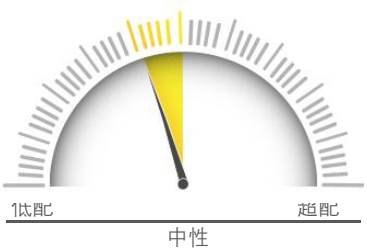
## 发达市场主权债券




维持**小幅超配**。尽管地缘局势、通胀压力、央行鹰派立场意味着利率仍有上行空间，但利率水平已经攀升至数十年未见的位置，长端上行尤为明显，短端上行幅度稍弱。做资产配置时必须考量大类资产预期回报，利率上行带来的机会不可忽视，应当循序渐进增加债券敞口。 配置债券一方面可以提升组合票息收益；另一方面，若后续市场出现风险，当前利率水平下久期可以发挥组合对冲作用。但重点在于“循序渐进”，不能排除利率继续走高，或是重演上周这类无序市场波动的可能性。配置上依旧优先选择中短久期品种，波动率更低。

| 欧盟核心 | 欧盟外围 | 美国国债 | 日本国债 |
|---|---|---|---|

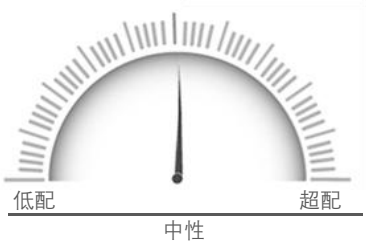
## 发达市场信用债




在连续两次下调配置建议后，我们维持发达市场信用债小幅低配的建议。此前信用债利差被压至极窄水平，不足以覆盖隐含信用风险；自 9 月中旬以来，信用利差显著走阔。正如我们预判，法国国债收益率曲线剧烈波动的冲击，已经传导至信用市场。当前信用利差水平依旧不足以充分补偿风险，建议继续保持谨慎。信用债内部，优先配置投资级债券，规避高收益债券。

| 欧洲投资级 | 美国投资级 | 欧洲高收益 | 美国高收益 |
|---|---|---|---|

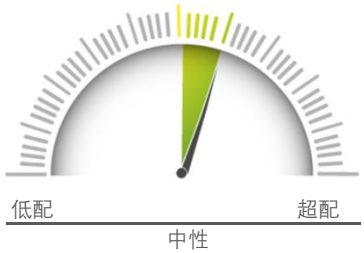
## 新兴市场债券




维持**中性**。发达债券市场动荡同样冲击新兴市场债券。但同等评级下，新兴市场债券到期收益率整体更高，波动率与发达市场大体持平。

| 本地货币 | 硬货币投资级 | 硬货币高收益 |
|---|---|---|

# 商品




维持**小幅超配**。战术层面，全球利率仍存在上行空间，因此对贵金属保持偏谨慎态度；但贵金属长期看多逻辑不变。工业金属（尤其稀土）无需过度担忧：人工智能、航天、军工、能源等战略领域需求持续扩张，未来数年供给短缺问题会进一步加剧。

| 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：**维持中性配置。近期美元走强，很大程度来自于市场担忧欧洲债务危机重演，但我们并不认同该判断。利差是汇率的核心驱动，利差也支撑了本轮美元走强，但短期美元进一步上行空间有限。

**欧元：**维持中性配置。当前市场对欧洲的担忧存在过度反应迹象，欧洲市场近期波动更多源于少量强制平仓行为。

**人民币：**维持中性配置。

**其他新兴市场货币：**维持中性配置。

| 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。