azimut

AZIMUT GLOBAL VIEW

2026年
10月19日

主要事件



债券市场暂缓跌势 THE BOND MARKET TAKES A BREATHER

- **美联储官员措辞转鸽，叠加实际可支配收入与零售销售数据走弱，终结了债券抛售行情，季末以来上行的债券收益率多数已被回吐。**
- **本轮反弹仍面临潜在通胀压力的冲击，居民消费价格指数（CPI）与工业生产者价格指数（PPI）涨幅均超预期。**
- **但投资者应借市场波动之机逐步增配债券：5% 左右的无风险利率提供了可观的息票收益，且可作为组合对冲工具；不过信用利差仍处低位，高风险债券仍需保持谨慎。**

过去两周，债券抛压有所缓解，背后是宏观经济与仓位的多重因素共同作用。

首先，克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller）、米歇尔·鲍曼（Michelle Bowman）等美联储理事的表态安抚了市场情绪，其提出加息“无需每次会议连续推进”。市场利率上行本身已推动金融条件收紧，效果相当于至少一次美联储加息，因此美联储自身进一步行动的必要性有所下降。纽约联邦储备银行行长约翰·威廉姆斯（John Williams）的表态更为明确，其提出今年“或有必要再加息一次”以确保通胀回落至目标，同时明确表示，目前没有理由将加息周期延续至 2027 年。这一情景，较当前联邦基金利率期货定价的三次加息预期，对市场更为友好。

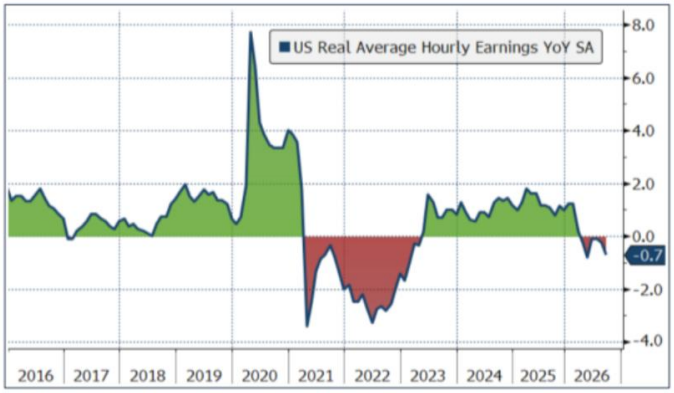
此外，两项宏观经济数据也推动了近期利率回落，同时引发市场对美国居民消费韧性的担忧。第一项是实际工资数据：受通胀涨幅超过名义工资增速（近几个月尤为明显）影响，实际工资同比下降 0.7%。实际工资数据与 CPI 数据同步发布，数据显示 9 月 CPI 环比上涨 0.6%（未四舍五入为 0.65%），同比涨幅升至 3.7%。该数据高于华尔街 3.6% 的预期，较 7、8 月 3.4% 的同比增速明显反弹。

剔除波动较大的食品和能源板块后，核心 CPI 环比上涨 0.3%（未四舍五入为 0.33%），打破了市场预期的 0.2% 涨幅回落；核心 CPI 同比升至 2.6%。

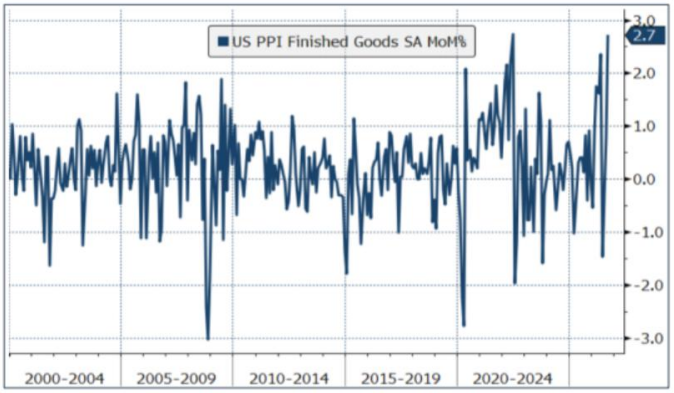
安中集团
全球网络

- 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

市场对这两项数据的反应颇具深意：数据公布后，市场最初聚焦于通胀超预期上行，美国 2 年期国债收益率在数分钟内从 4.77% 飙升至4.95%。但在这一情绪化反应过后，当日剩余时间市场利率稳步回落，2 年期收益率最终收于 4.80%，因为投资者转而更多关注通胀对经济增长的潜在冲击。随着购买力被持续侵蚀，居民部门更可能削减可选消费，尤其是无资产群体，其收支平衡压力最为突出。

次日零售销售数据公布后，担忧进一步加剧。数据显示，整体零售销售环比增长 0.8%，大幅高于市场一致预期的 0.6%。但亮眼数据的背后，实际情况截然不同。零售销售为名义值，本次增长主要由加油站收入环比大涨 6.4% 拉动，其原因是油价大幅上涨 9.1%。剔除汽油与汽车消费后，零售支出仅微增 0.2%。对照组销售数据（剔除波动最大的品类，与 GDP 核算高度相关）仅环比增长 0.1%，低于华尔街 0.3% 的预期，且较 8 月下修后的 1.2%（名义值）增速大幅放缓。

美联储官员的鸽派表态，叠加密集发布的居民消费承压数据，触发了利率大幅回落；而市场极端持仓与债券超卖格局进一步放大了这一行情。事实上，过去数周乃至数月，投资者（尤其是 CTA）积累了大量空头头寸，押注在通胀持续高企及债券大规模发行的背景下，西方国家国债收益率将继续上行。由于 CTA 的债券空头仓位已达极值，利率任何显著回落都可能引发自我强化的空头回补。最终，收益率曲线短端与长端利率均回落至一个月前水平，季末前后的大幅上行几乎完全被回吐。

尽管极端定价已有所消化，但市场并未完全脱离风险。通胀压力仍在持续积聚，比 CPI 更值得担忧的是生产者价格数据。近年来作为 PPI 新基准的“最终需求 PPI”，仅 9 月单月就上涨 1.3%，同比涨幅升至 6.3%；剔除食品和能源的核心最终需求 PPI，环比上涨 0.7%，同比上涨 5.0%。而沿用数十年的基准指标“制成品 PPI”（波动大于最终需求 PPI）9 月环比上涨 2.7%，追平 2021-2022 年通胀飙升期间的最高值。

由于 PPI 会逐步向 CPI 传导，通胀回落的路径可能比市场和央行预期的更长，债券市场的波动大概率仍将持续一段时间。因此我们建议，继续借市场波动的机会，在组合中逐步增配债券。

事实上，在当前收益率水平下，债券具备可观的息票收益。此外，股票需要提供高于无风险利率的回报以补偿其更高的波动性（即股票风险溢价），而 5% 左右的无风险利率相较股票长期预期收益的竞争力正持续提升。最后，若风险偏好显著恶化，国债将从当前价位重新发挥组合对冲作用，正如 10 月初市场动荡期间所表现的那样。

但在固收资产内部，信用债中风险较高的板块仍需保持谨慎：尽管近期利差有所走阔，但仍未充分补偿对应的风险。

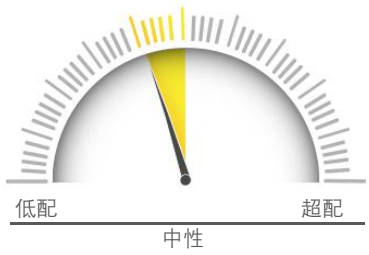
本文档中报告的内容信息是从彭博社与其他外部研究来源推断而出，随后由Azimut Investments S.A.详细阐述，并由安中上海进行中文翻译。请阅读本文档末尾的免责声明。

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	下调		
商品			
货币		*评论如下*	

股票

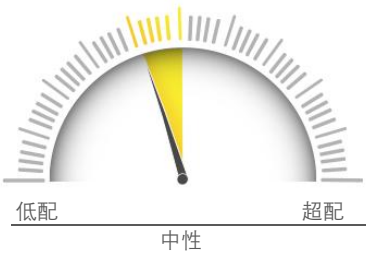
发达市场



维持对发达市场权益 “小幅低配” 的评级。近期，固收市场名义与实际利率大幅上行，叠加地缘政治紧张局势，使得权益资产的运行环境趋于严峻。尽管我们认可主题与行业轮动仍将对股指形成支撑，但仍建议采取谨慎的配置策略。从积极的一面来看，季节性最不利的阶段正逐步过去，即将到来的财报季预计再度表现向好。因此我们始终认为，只要经济与盈利增长保持稳健，任何大幅回调都应视为买入机会。

美国	欧洲	日本

新兴市场



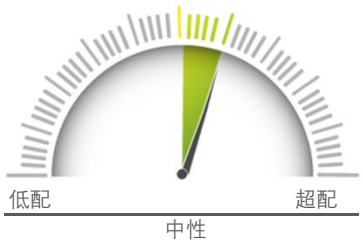
维持对新兴市场权益 “小幅低配” 的评级。上述利好与利空因素同样适用于新兴市场。其他谨慎理由包括：多国央行维持鹰派立场，美元走强 —— 这些都是典型的新兴市场压制因素。积极方面，新兴市场估值相对发达市场仍存在显著折价；且由于新兴市场指数中科技与半导体权重较高，其仍是超大规模科技企业资本开支的主要受益方。

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

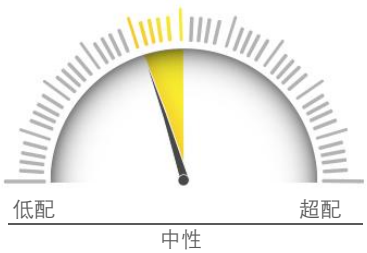
发达市场主权债券



维持对发达市场主权债“小幅超配”的评级。近期利率回落应视为前几周大幅上行后的自然回调。地缘政治、通胀压力以及央行鹰派立场均表明，利率仍有进一步上行的可能。但在组合配置中，大类资产的预期收益是核心考量，利率上行带来的配置价值不容忽视，逐步增配是合理选择。这不仅能够提升组合的息票收益，同时在风险事件发生时，久期也可发挥组合对冲作用。我们强调“逐步”配置，正是因为无法排除利率在一段时间内继续上行的可能，尤其是考虑到美国近期的 CPI 与 PPI 数据。我们仍优先推荐短久期与中久期品种，其波动性相对更低。

欧盟核心	欧盟外围	美国国债	日本国债

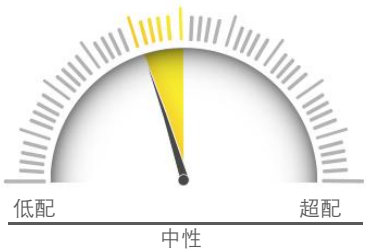
发达市场信用债



维持对发达市场信用债“小幅低配”的评级。尽管 9 月中旬以来困境债券的信用利差已有所走阔，但无论是投资级还是高收益板块，当前估值仍不具备吸引力。在信用债内部，我们仍优先配置投资级债券，低配高收益债。

欧洲投资级	美国投资级	欧洲高收益	美国高收益

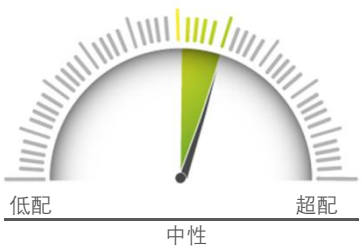
新兴市场债券



将新兴市场债券评级下调至“小幅低配”。发达市场债券持续动荡，正开始压制投资者对新兴市场债券的配置意愿。尽管同等信用评级下，新兴市场债券收益率仍高于发达市场，但我们对该板块同样保持谨慎。

本地货币	硬货币投资级	硬货币高收益

商品



维持对大宗商品“小幅超配”的评级。考虑到全球利率仍有上行风险，我们对贵金属维持战术性谨慎，但长期看涨逻辑依然成立。我们看好工业金属与稀土：由于人工智能、太空竞赛、军事应用、能源生产等多个战略领域需求持续提升，未来几年供应短缺局面将进一步加剧。

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”评级。从利差角度看，当前美元估值处于合理水平。

欧元：维持“中性”评级。近期市场对欧洲的担忧略有缓解，欧元汇率短期内可能进入盘整阶段。

人民币：维持“中性”评级。

其他新兴市场货币：维持“中性”评级。

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。