

與匡正和Daniel Ivascyn對談

匡正：

大家好，感謝各位收看本期節目

我是匡正

滙豐私人銀行及財富管理中國首席投資總監

今天我們非常榮幸邀請到

PIMCO（品浩）集團首席投資總監Daniel Ivascyn

與我們分享他對2026年前景的專業見解

Daniel，非常高興今天能與您交流

Daniel Ivascyn：

謝謝，Desmond

匡正：

回顧2025年，市場表現出色

多數資產價格顯著攀升

但2026年伊始，市場波動性正在加劇

我想首先聚焦增長的基本面

您認為2026年的增長前景能否保持韌性？

其關鍵驅動因素有哪些？

Daniel Ivascyn：

我們對增長前景持積極態度

總體而言，全球的增長表現

將在不同區域間呈現顯著差異

但從全球層面來看，我們依然保持相對樂觀

同時對美國經濟增長也持較為正面的看法

關鍵驅動力依然是

技術創新浪潮

這股力量不僅推動著亞洲，包括中國在內的市場表現與經濟向前發展

其對美國經濟同樣至關重要

資產配置者所面臨的挑戰在於

當前市場定價中已經反映了相當程度的樂觀預期

但至少在基準情景下

我們或將迎來具有合理正增長與穩健投資成果的一年

匡正：

您剛才提到了科技領域
目前有越來越多觀點認為
人工智慧（AI）的發展
正通過提升生產力，推動增長邊界
在您看來，AI相關資本支出的可持續性如何？
其長期影響又是什麼？

Daniel Ivascyn：

好的
從歷史經驗來看
生產力本身是難以預測的變數
儘管近期資料表現良好
但這一領域仍存在較大的不確定性
而這種不確定性
會對宏觀經濟和金融市場產生廣泛影響
但在基準情景下
我們認為相關領域仍將持續出現較為可觀的資本投入
包括能源基礎設施建設
這一與科技投資需求密切相關的領域
並且在此過程中，資本將推動生產力穩步提升
因此從宏觀層面看，AI對經濟增長和市場的影響是積極的
但眾所周知，表像之下仍存隱憂
AI作為顛覆性技術
將催生出贏家與輸家，包括在行業和企業層面
以及其他獲益可能相對有限的經濟領域
這意味著未來一年市場仍將呈現明顯分化
因此精準甄別變得尤為重要
總體而言，我們認為當前正處於一個持續數年的發展週期之中
只要地緣政治環境保持相對穩定
市場流動性維持在充足水準
大規模的資本支出將持續推動經濟增長
並為更廣泛的經濟領域提供支撐

匡正：

感謝您的回答，Daniel

關於增長話題，讓我們再深入探討一下
貴公司近期發佈的週期性展望報告《機會疊加》中
提出了“K型”經濟趨勢
認為這一現象正在全球多國出現
能否請您進一步闡釋這個概念？
它將對金融市場產生哪些影響？

Daniel Ivascyn：

好的
在美國，許多人士常用“K型經濟”
來描述本國經濟內部輸贏分化的現象
我認為這個概念同樣適用於中國
部分經濟板塊表現相對強勁
而其他領域則相對疲軟
因此雖然整體增長前景積極
但顯著差異
卻出現在不同的經濟領域
我們認為這種分化態勢不僅在經濟體內部持續存在
同時也可延伸至國際層面
部分國家，例如中國和美國
正在從這一波技術創新中受益
但並非所有國家
都能從這種活躍創新中獲得同等程度的紅利
因此，在不同國家和地區層面也將出現分化
這對主動管理者而言恰是機遇所在
放在全球框架下來看，這一格局極具投資潛力
對於資產配置者，這種差異既會加劇分化
也將引發大量區域性波動並降低相關性
我們認為這點至關重要
另一維度則涉及企業信用利差
這是一個關鍵問題
當前利差水準已處於極窄區間
這種緊縮狀態通常在股市上漲、經濟增長強勁時會出現
但與此同時，技術進步
正在產業與企業層面持續製造分化
前沿新興技術
包括AI及相關技術，帶來的生產力提升越顯著

對傳統經濟型企業的衝擊就可能越劇烈
因此我們認為，這一趨勢也將在不同企業間持續製造分化
並導致持續的市場波動
去年年底
某些知名企業陷入困境正是這種分化的體現
我們認為在當前環境中，投資者需要更加審慎
更注重自下而上的組合構建
才有可能獲得超越被動投資的潛在回報水準

匡正：

感謝您的解答
這正好引出我的下一個問題，關於貨幣政策
您對2026年美聯儲的政策有何預期？
此外，央行獨立性與政治影響的問題也值得關注
您認為“政治姿態”壓力下的聯邦公開市場委員會（FOMC）
將呈現何種狀態？

Daniel Ivascyn：

我們相信鮑威爾（現任美聯儲主席）
也相信其繼任者都將高度聚焦資料
目前美國通脹仍高於目標水準
縱觀全球其他主要經濟體
其央行同樣高度警惕通脹——
尤其是通脹預期過度偏離既定目標
因此，這仍將是政策持續關注的核心議題之一
就美國而言，鑒於其“雙重任務”（Dual Mandate）
就業狀況也將受到密切關注
我們的研判是，當前美聯儲傾向於降息
希望將利率降至3%左右
但如果通脹或經濟增長重新抬頭——
而我們確實認為今年上半年
美國經濟增長將面臨上行壓力
主要原因在於特朗普政府此前的減稅政策
正開始對美國家庭產生實質影響
那麼在這種情況下
美聯儲可能選擇較長時間維持利率不變
幾個月後，美聯儲將迎來新任主席

而市場參與者普遍關注聯儲獨立性這一議題
我們的核心認知是
美聯儲委員會制度具備多重制衡機制
新任主席需通過參議院任命程式
且在委員會中僅有一票表決權
整個委員會
始終將物價穩定與充分就業的雙重任務置於首位
因此，即使未來美聯儲可能相較過去略偏鴿派
我們認為這不會對市場產生重大實質性影響
我們的主要預測是，到今年年底
可能進行一至兩次降息
對此，當前的趨勢也並未顯現出太大分歧
因為市場已經開始形成這樣的預期
但在經濟增長保持穩健的情況下
美聯儲也可能選擇按兵不動
暫時維持現有利率水準
另有一點值得注意
新任主席的上任
以及更具創意的施政思路
可能在美國財政部或其他政府機構得到採納
兩者疊加或許會帶來意外變化
例如
近期美國抵押貸款機構宣佈
將通過擴表購買抵押貸款資產
我們認為當前環境下的投資者
需適應政策層面可能會出現的意外
和一些非傳統政策措施
當然，這對主動管理者而言反而是機遇
因為這類變化將引發更多有利的局部市場波動

匡正：

明白了，非常感謝
讓我們把視角聚焦到市場層面
貴集團在全球債券市場方面擁有豐富經驗
結合當前收益率水準以及您剛才描述的宏觀背景
您認為債券市場在2026年將呈現何種走勢？

Daniel Ivascyn :

好的

首先審視估值至關重要

除債券外，我們還管理著多種多資產策略

因此會持續關注

債券收益率相較於股票、商品的相對價值

以及對比持有現金資產的收益水準

核心結論是

縱觀全球多數市場的初始估值水準

從歷史維度看，債券依然具備吸引力

股票估值略顯偏高

而包括美國在內的許多地區的現金利率

正處於下行通道

過去幾年，許多持有現金資產的投資者

確實獲得了回報，尤其是在2022年

但當前我們正面臨一個多年未遇的局面

持有現金資產正開始產生成本

而延長債券久期則可能帶來潛在收益

基於當前估值水準

我們認為今年固定收益投資或將再次交出不錯的答卷

不僅美國的債券收益率具備吸引力

全球其他區域同樣存在機遇

當前英國、澳大利亞的收益率處於高位

這兩個國家同樣也面臨通脹挑戰

包括在亞洲地區

相較于通脹水準，債券收益率仍具一定吸引力

至於日本，這是一個波動性較高的市場

但我們對其的看法也已轉向謹慎樂觀

這並非因為日本的宏觀形勢有所改善

事實上其宏觀環境仍具挑戰性

而是由於

部分長期債券此前已經歷大幅回檔

使得投資者有機會構建具備收益吸引力的投資組合

總而言之，全球不確定性依然存在

但我們認為固定收益資產具備良好的絕對估值

且相對於股票具有顯著估值優勢

這為固定收益投資

在未來數年實現良好的潛在絕對收益與相對回報創造了條件
關鍵在於多元化配置
積極把握美國之外的市場機遇
包括非美元貨幣市場的機會

匡正：

感謝您的分享
分散配置也是我們向客戶傳遞的核心資訊之一
我們顯然正進入經濟週期的後期
同時也處在信用週期的後期階段
在您看來，當前是否存在某些領域
其估值相對於基本面已經略顯偏高
又有哪些領域存在機會？
您剛才提到了日本，還有其他值得關注的區域嗎？

Daniel Ivascyn：

您說得非常對
回顧過去約15年的市場表現——
請允許我主要以美國市場為例
標普500指數在這15年年均漲幅約達15%
在這樣的環境下，信用資產往往表現出色
這十五年
是低評級企業信用債表現出色的時期之一
從整個市場發展歷史上而言
正是由於這種強勁的表現——
無論從絕對收益，還是相對於優質債券的回報角度
我們能清楚地觀察到
大量資金正在湧入這一市場板塊
因此，當我們審視當下的市場環境
信用利差收窄、股票估值高企
疊加AI相關技術可能帶來的顛覆性影響
我們認為投資者應當保持加倍謹慎
尤其對於那些企業信貸市場中經濟敏感度較高
或信用品質較低的領域
我們正在各類策略中——
無論是多資產組合還是固定收益組合
著力提升信用品質與流動性

這意味著若未來波動加劇，組合將具備更高的靈活性
與抗風險韌性

近年來增長較快的細分領域

包括優先擔保銀行貸款和中端市場直接貸款

對於這些領域

我們並不認為會出現劇烈崩盤

但未來幾年可能出現預期落差

即信用損失可能上升

我們已主動提升組合品質

著力把握

美國以外市場的高收益機會

同時著力於經典的分散配置與主動管理原則

動態適應市場整體及各領域內部的波動

我認為，通過這種方式

不僅能獲得接近甚至優於

重倉信用資產板塊的潛在回報

更能夠為投資者構建實質性的下行保護

以應對可能的地緣政治惡化

或經濟增長不及預期等情形

匡正：

謝謝您。最後一個問題，我想談談美元走勢

2025年美元貶值約10%

是自2017年以來表現最差的一年

您認為今年美元走勢會如何？

外匯又將對市場前景產生何種影響？

Daniel Ivascyn：

是的

去年美元兌其他貨幣約10%的跌幅

主要集中在上半年

相對於黃金等貴金屬，美元貶值幅度更為顯著

我們的基本觀點是，結合全球政治環境

以及美元的起始估值——

相對於大多數貨幣仍然偏高

未來幾年

美元可能延續弱勢

因此，我們的機構策略中已小幅超配非美貨幣
但並非大規模調倉
需要注意
儘管美元從估值角度面臨挑戰
但從資金流動視角看
美國仍是全球最具活力、最強勁的經濟體之一
我們的核心判斷是，未來數年間
美元或呈現弱勢格局，資金將出現小幅分散化流動
因此我們正關注其他貨幣機會
但保持審慎態度
我們認為美元的儲備貨幣地位不會受到威脅
也不會出現劇烈貶值風險
但可以預期，2026年美元可能會略微走弱

匡正：

謝謝，Daniel
感謝您分享的深刻見解
這是來自PIMCO（品浩）集團的Dan Ivascyn
非常榮幸能邀請到您

Daniel Ivascyn：

非常感謝
很高興參與本次對談，謝謝