

PIMCO 品浩

# 剖析來年形勢： 2026年投資策略

在本文中，非傳統策略投資總監Marc Seidner剖析股票、債券、信貸及商品市場的機遇，為投資者帶來潛在的抗逆力及分散投資優勢。

A company of **Allianz** 



作者：MARC SEIDNER，非傳統策略投資總監兼董事總經理

## 緒論

經過一年的廣泛升勢後，不少投資者對2026年既感到樂觀，亦憂慮前景充滿不明朗因素。

2025年的股市延續牛市升勢，但各個行業的回報出現明顯落差，估值仍處於歷史高位。雖然現金曾經同時帶來安全及收益優勢，但隨著聯儲局減息，其吸引力已大不如前。此外，美國經濟看似穩健，但呈現「K形」分化的情況：富裕家庭景氣向好，與其他財務壓力升溫的家庭形成強烈對比。

我們將於1月份發表的週期市場展望中，更深入分析對經濟及固定收益市場的最新觀點。我們現時將探討2026年金融市場值得關注的若干領域，聚焦於可以納入投資組合的個別主題，為投資者及理財顧問提供可行的配置建議。

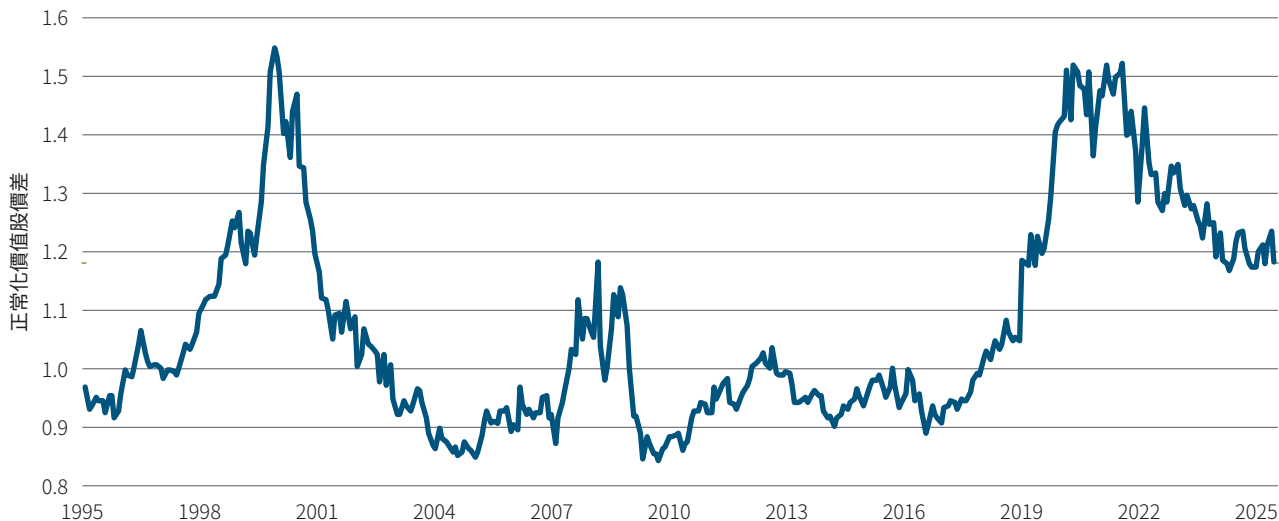
## I. 股票：表面昂貴，內藏價值

經過多年由科技股帶動的升勢後，美股估值在2026年前夕仍接近歷史高位。儘管人工智能投資持續支持經濟增長及市場樂觀氣氛，但由於回報集中於少數超大型科技股，令人質疑升勢能否持續。

科技股曾經以資本效益著稱，現時則進入較資本密集的階段。過往主要依賴自由現金流為人工智能相關開支提供資金，現時逐漸依賴發債。另一個值得注意的開支趨勢是：最大的超大規模企業及晶片製造商透過循環交易，互相進行數以十億美元計的投資，令行業特定風險升溫。

然而，表面之下的形勢卻較為微妙。例如，價值股的估值仍較歷史平均值吸引（見圖一），反映假以時日，該類股票具備均值回歸的潛力。

圖一：價值股或有上升空間



資料來源：Compustat、Capital IQ、MSCI、品浩計算，截至2025年11月21日。正常化價值股價差，以品浩已發展市場價值股綜合指標計算。

宏觀環境可望在短期利好價值投資。展望未來，美國經濟能夠維持趨勢增長，應有助盈利增長動力在2026年擴散至不同行業。我們認為，若聯儲局在經濟重新加速及增長層面擴闊時持續減息，將營造最利好價值投資的情境。

我們亦發現全球多元化投資的機會。新興市場央行已建立較穩健的貨幣政策框架，現有更充足的靈活空間來放寬政策及刺激內需，有望支持新興市場股市。具體而言，我們認為韓國及台灣市場具備吸引的機會，讓投資者能以較低的估值涉足科技股，而中國亦不乏投資良機。

**投資啟示：**鑑於高估值的情況集中於少數公司，因此若要發掘估值吸引、財政狀況良好及增長穩健等理想特質的股票並不困難。建議考慮側重於受到低估的行業，而非追逐估值最高的市場領域。

## II. 現金並非策略：固定收益的投資理據

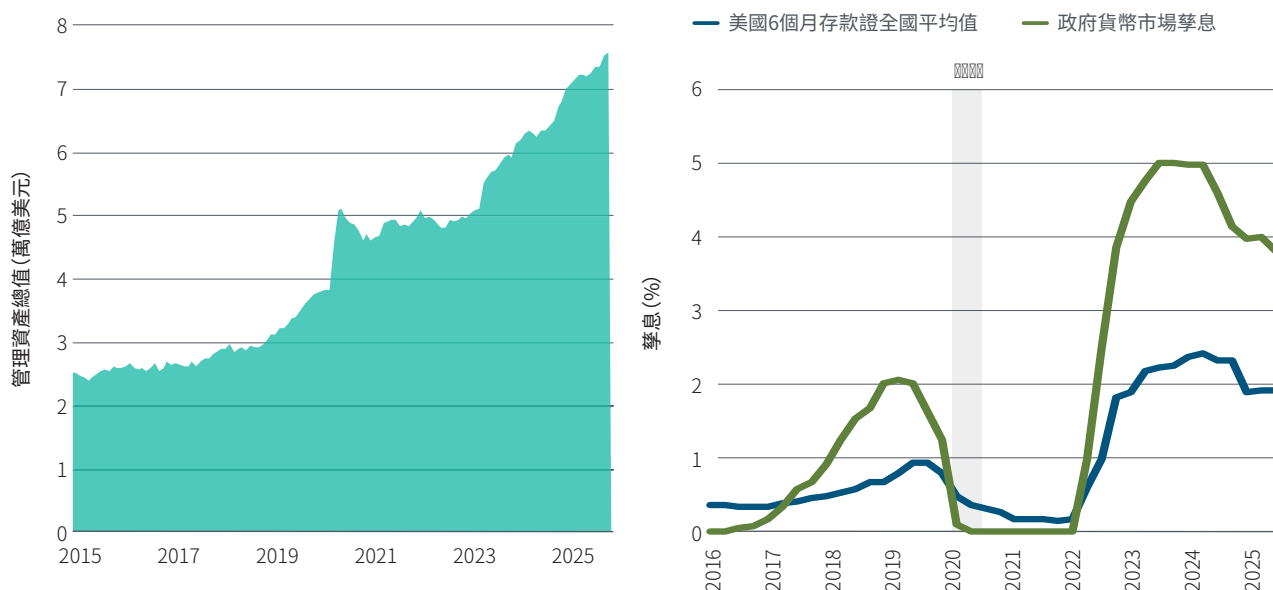
我們認為，現時仍持有過量現金的投資者將錯失潛在機遇。

疫情過後，隨著通脹高企及聯儲局加息，令現金回報異常吸引，促使投資者紛紛持有現金（見圖二）。不過，鑑於現金持倉在續期時，將重複轉投至收益率較低的工具，因此聯儲局現時的減息週期將帶來機會成本及再投資風險。

隨著孳息曲線走峭，相對於不同年期債券的現金孳息有所下跌。債券能讓投資者在較長時間內，鎖定較佳的收益水平。

利率下跌時，現金回報減少，但債券通常會升值，從而提升潛在總回報。以現時的孳息來看，優質債券在多個可能出現的經濟情境下均具吸引力。隨著通脹回落至接近央行目標，債券發揮對股票負相關性的傳統優勢，再次帶來分散投資機遇，協助投資組合抵禦股市下跌時期。

圖二：即使現金利率下跌，貨幣市場基金資產持續走高



資料來源：根據Crane Data提供的貨幣市場基金管理資產總值，截至2025年10月31日。根據彭博資訊提供的平均6個月存款證及政府貨幣市場孳息數據，截至2025年9月30日。

投資者亦可把握現時充裕的全球固定收益機會，在英國、澳洲、秘魯及南非等已發展市場和新興市場取得可觀的實質與名義孳息（詳情請參閱品浩2025年10月的週期市場展望《關稅風波、科技熱潮、經濟過渡》）。我們認為分散投資於不同地區和貨幣能有效廣納回報來源，鞏固投資組合。

**投資啟示：**考慮由現金轉投優質債券，以鎖定潛在孳息，並隨著利率下跌作好資本增值配置。我們看好2年期至5年期的債券。

## III. 金光閃爍：黃金、加密貨幣與搜尋實質資產

黃金的強勁升勢（近期突破每盎司4,300美元）已引起市場廣泛關注。即使在普遍承險的市場環境下，金價仍急升至歷史新高。投資者需要抗通脹、對沖地緣政治因素，以及為了減少依賴美元而分散投資，均有助鞏固黃金作為策略性資產的地位。全球央行現時持有的黃金已超越美國國庫券（見圖三），反映儲備管理出現轉變。

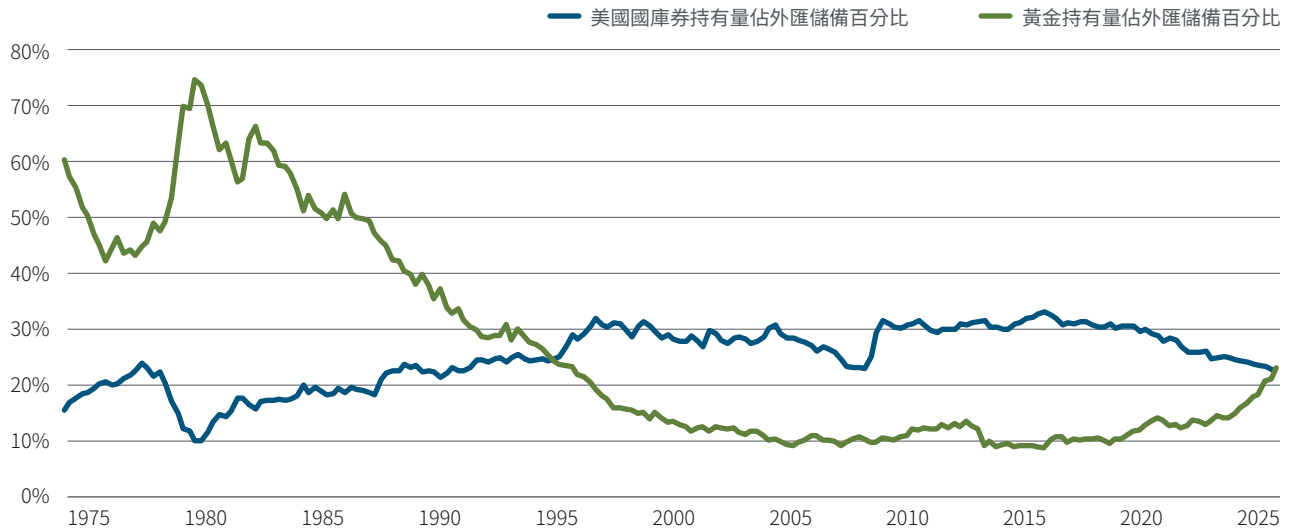
地緣政治環境仍然是重要的驅動因素。俄羅斯儲備在2022年遭到凍結，促使投資者累積黃金，以此作為政治中立的保值工具。這股趨勢加上貿易摩擦持續及主權債務趨升，反映黃金的需求獲得結構性因素支持。我們認為，黃金價格可望在明年升逾10%。

然而，黃金近期的升勢由動態和流動性因素帶動，程度不亞於基本因素，故此短期內或會回調。雖然利率下跌有助減少持有黃金的機會成本，但其估值相對於實質收益似乎偏高，因此必須審慎控制黃金佔投資組合的比重。

自2020年起，商品指數錄得媲美全球股票的回報，但波幅較低，鞏固其分散投資及對沖通脹的作用。歷史數據顯示，只要適度配置於商品已能改善投資組合的效率，特別是當通脹略高於央行目標時。

由於基建需求帶動對銅、鋰和能源等投入品及稀土等策略性資產的需求，令廣泛商品亦成為涉足人工智能投資主題的潛在另類途徑。

圖三：外國央行持有黃金多於持有美國國庫券



資料來源：彭博資訊、國際貨幣基金組織及聯儲局經濟數據，截至2025年9月30日

以比特幣為首的加密貨幣資產繼續發展為「數碼黃金」，吸引年輕投資者及憂慮貨幣貶值的人士。比特幣近期的跌勢提醒投資者，這是一種波動的工具，可能無法真正儲存價值。穩定幣及代幣化資產興起，預示數碼金融將迎來變革之年，但波動性、稅務處理及監管不確定性仍是重要的考慮因素。

**投資啟示：**考慮對黃金及廣泛商品作適度而多元化的配置，把握提升投資組合韌性及抗通脹的潛力，同時避免過度集中於單一主題。

## IV. 信貸市場： 信貸光譜的風險與回報

信貸息差仍然偏窄。品浩在2025年一直提防若干較低評級信貸領域的風險，特別是曾經急速增長的私募市場範疇。我們目前發現部份挑戰已經浮現，包括近期的破產及欺詐個案，這可能反映週期後段的信貸承造標準普遍寬鬆的現象。

挑戰亦可見於其他方面。平均來說，作為企業直接貸款投資工具的上市業務發展公司 (BDC)，其股價較資產淨值出現約10%的折讓。這反映市場對於股息減少 (受短期利率下跌影響) 及信貸問題加劇的雙重影響持審慎態度。股市表現雖然強勁，但大型另類投資公司今年的股價卻下跌。

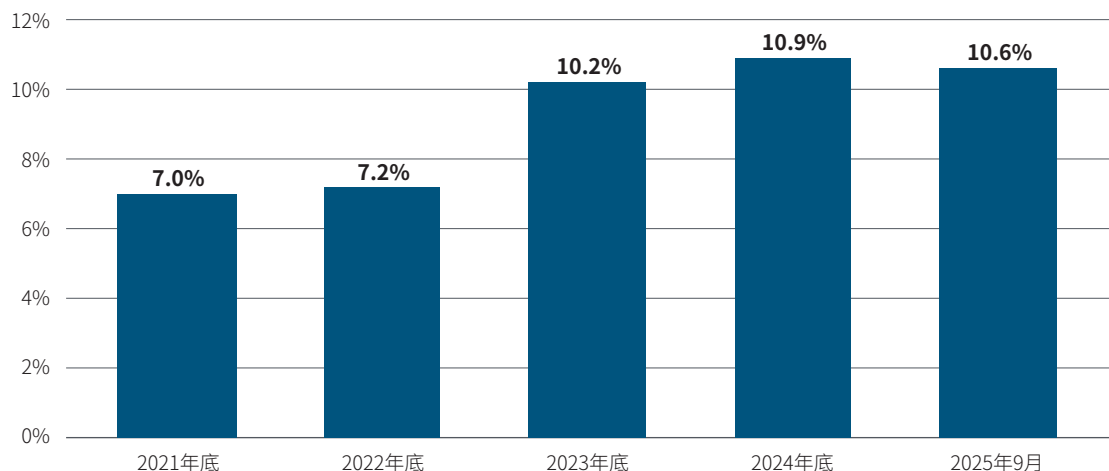
儘管減息有助緩解償債壓力，但我們發現更多透過私募市場融資的公司有意修訂貸款條款，或以新增債務來償還現有債務 (稱為「實物支付」(PIK) 融資)，兩者均可能反映償債能力受壓 (見圖四)。事實上，Lincoln International 使用實物支付及其他數據計算後，發現截至2025年8月的「影子違約率」為6%，高於2021年的2%。

儘管部份領域受壓，品浩認為信貸市場仍為不拘泥於公開或私募形式的投資者持續帶來機遇 (詳情請參閱我們英文版最新的投資委員會觀點影片《起始估值帶動2025年債券表現，2026年潛力可期》)。我們認為，關鍵在於集中評估這兩個領域的流動性及信貸風險，並發掘潛在回報最豐厚的環節。

某些競爭有限的大型融資項目、與低風險消費者相關的信貸，以及個別地產貸款正展現機會。長期趨勢 (例如較富裕借款人的房屋淨值累積，以及人工智能和相關能源需求急增) 創造了提供優質融資的潛在機遇，其回報可媲美或超越質素較低的槓桿企業信貸。

圖四：「實物支付」(PIK)趨勢能反映償債能力面對挑戰

附帶「實物支付」利息的私募市場投資百分比



資料來源：Lincoln International，截至2025年9月30日

舉例而言，儘管我們對數據中心及人工智能的整體前景取態審慎，但不少超大規模企業都是實力雄厚的投資級別公司，需要透過投資及借貸來建設人工智能基礎設施。最近數月，我們在項目融資領域發現投資良機，即是以那些在興建期間已經與投資級別租戶簽訂租約的數據中心作抵押的貸款。這類融資未必反映我們看好整個行業的觀點，而是代表高進場門檻帶來的機遇，隨之而來的包括吸引的估值、結構及租戶質素。

**投資啟示：**2026年或會揭示近期挑戰是否反映較低評級信貸存在更廣泛的承貸問題。在此期間，我們建議投資者審慎檢視持倉，並評估所得回報是否足以彌補潛在的信貸風險、流動性不足、收益下跌及透明度欠佳等因素。信貸光譜不乏微調上述風險配置程度的機會，投資者應善用所有投資工具。現時，不少直接貸款策略似乎採取被動「買入市場」策略，我們認為投資者應考慮主動管理其信貸配置。投資者不妨考慮靈活策略，不拘泥於公開或私募市場，以爭取最佳的風險與流動性調整後回報。

## 結論

展望2026年，「主動作出投資決策」是各個資產類別的共通點。股票回報出現落差、利率動態轉變，以及公開與私募信貸市場的互動關係持續演進，均突顯獨立投資研究及風險管理的重要性。投資者不應追捧擁擠交易或倚賴靜態配置，反而應考慮那些能夠在流動性、回報潛力及多元化投資之間達致平衡的策略，並維持靈活配置，以便及時掌握新機遇。

總括而言，那些順應當前宏觀經濟環境的投資者或會在2026年取得回報：他們隨著利率下降而側重於優質的固定收益；選擇性增持實質資產，以提升應對地緣政治及通脹風險的抗逆力；以及在高度集中的市場中，發掘被低估的股票範疇。面對不明朗因素及樂觀氣氛並存的環境，深思熟慮的投資組合建構策略將成為致勝關鍵。

**過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。**

**所有投資**均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。**私募信貸**涉及並非在公開市場交易的證券投資，或會承受流動性風險。投資於**私募信貸**的投資組合可能涉及槓桿，並可能進行投機性投資，會增加投資虧損的風險。**股票**價值可能因實質或所理解的整體市場、經濟及行業情況而下跌。**多元化投資**不確保沒有損失。**商品**涉及較高的風險，包括市場、政治、監管及自然條件，可能並不適合所有投資者。**地產**及投資於地產的投資組合價值可能受下列因素影響而波動：意外事故或徵用損失、當地及整體經濟環境變動、供應與需求、利率、物業稅率、有關租賃的監管限制、分區管制法及營運開支。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

**相關性**是一項統計數據，用以量度兩類證券互相關聯的關係。**存續期**用以量度債券價格對利率的敏感度，以年為單位。

本資料載有基金經理現時的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文包括的資料來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

**品浩並不提供法律或稅務意見。**

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。| **PIMCO Asia Pte Ltd** (地址：新加坡濱海景八號#30-01亞洲廣場第一大廈，郵編：018960；註冊編號：199804652K) 為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問，受新加坡金融管理局監管。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| **品浩投資管理(亞洲)有限公司** (地址：香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室) 獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。品浩投資管理(亞洲)有限公司已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理(註冊編號：08-02-307)。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| 未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述本資料的任何內容。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。

©2025年，品浩。