2024年3月

BlackRock®

2024年第二季全球投资展望

贝莱德智库

文件仅供派发于合格境内机构投资者，专业投资者使用，不得公开派发。

2024年投资展望主题

1. 管控宏观风险

新格局的关键在于通胀高企和更高的结构性利率。市场仍在适应新的环境，因此了解宏观环境对于管控宏观风险至关重要。

2. 积极调整投资组合

我们认为投资者需掌握投资方向，通过多元布局和机动调整，以应对市场同时在配置资产时严谨选择。

3. 把握颠覆性趋势和机遇

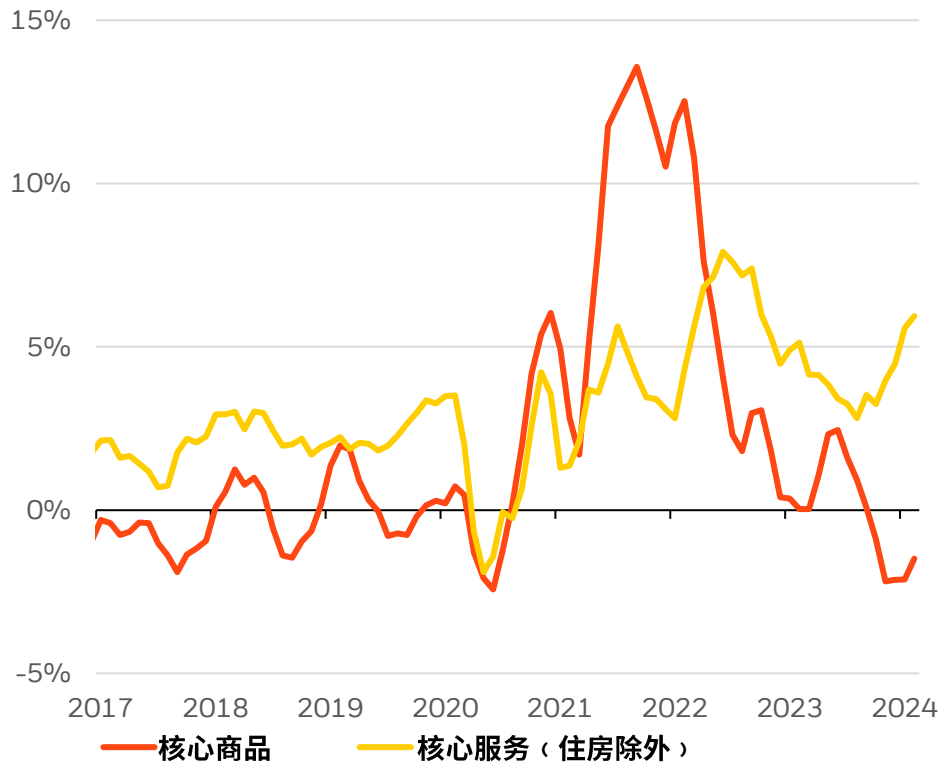
控制投资组合的另一种途径是利用趋势性机遇，并考虑传统资产类别以外的投资组合配置选择。

本资料所载意见为截至2024年3月的意见，并可因应市场或经济情况的转变而随时变更。本资料仅为于特定时间对市场环境的评估，并非对未来事件的预测或对未来业绩的保证。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的研究或投资建议而加以倚赖。

乐观的市场情绪或将持续

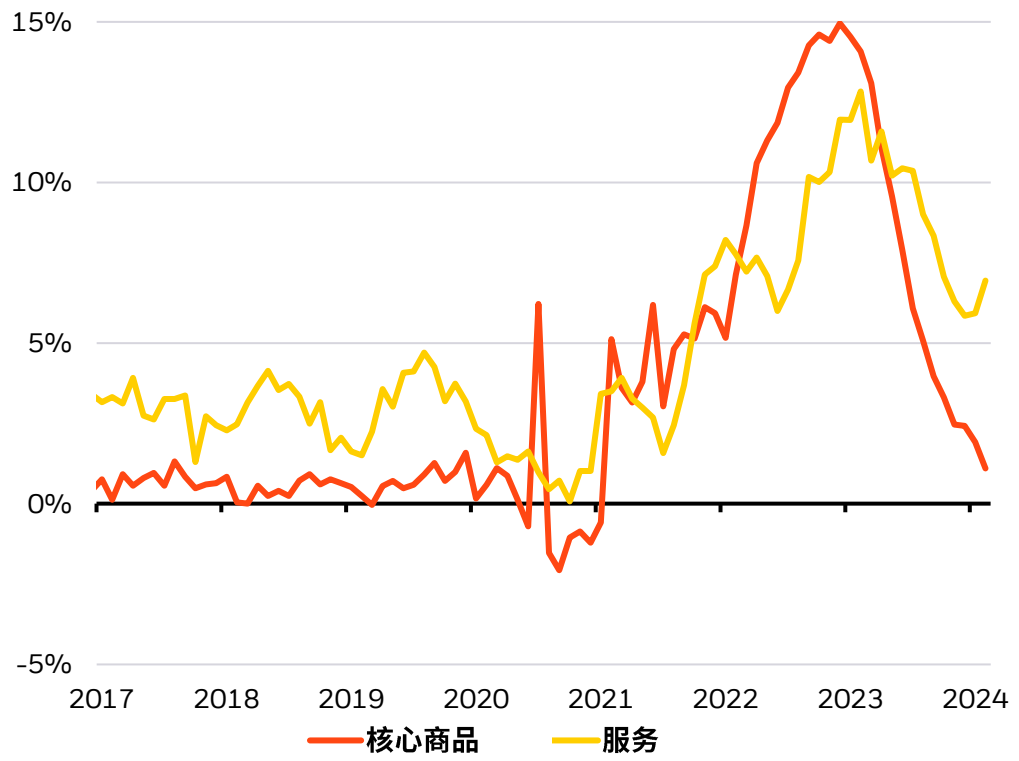
我们认为短期内几乎没有任何因素能改变市场对于通胀放缓、经济增长保持稳定以及即将降息的看法。但我们认为通胀重新加剧在一定程度上可能会影响市场情绪。

美国核心通胀（2017年至2024年）



数据源：贝莱德智库、美国劳工统计局，数据来自Haver Analytics，2024年3月。注：图表显示了以使用年化率计算的六个月变化来衡量的核心商品和服务通胀。核心商品通胀包含除能源和食品成本外的所有商品；核心服务通胀包含除能源和住房成本外的所有服务。

欧元区核心通胀（2017年至2024年）

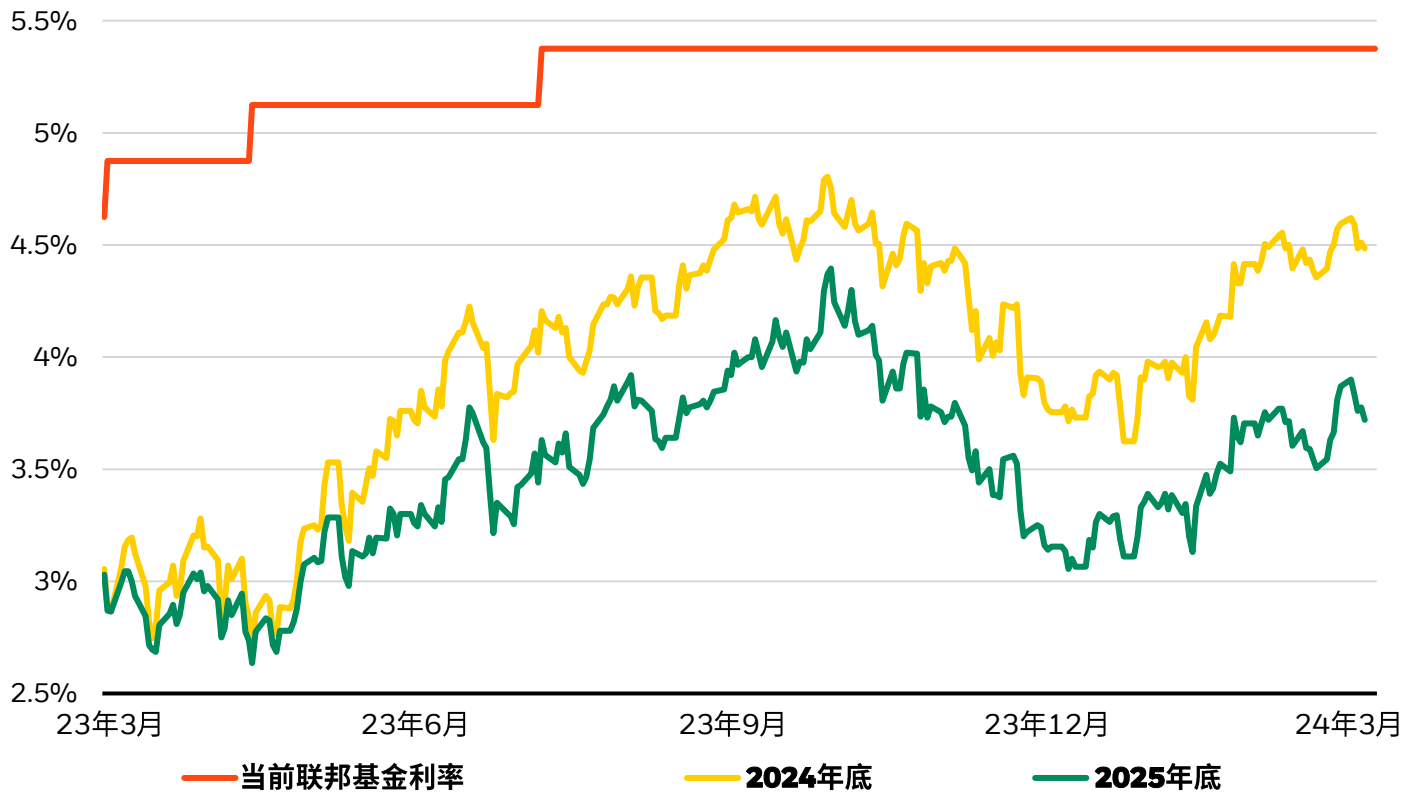


数据源：贝莱德智库、Eurostat，数据来自Haver Analytics，2024年3月。注：图表显示了以使用年化率计算的六个月变化来衡量的核心商品和服务通胀。核心商品通胀包含除能源和食品成本外的所有商品；服务通胀包含所有服务

主动应对宏观风险仍然至关重要

由于劳动力市场持续紧张和服务业通胀高企，市场对美联储降息的预期已经下降，这与我们的观点较为一致。我们依然认为，市场预期的降息幅度超过了实际可能出现的幅度。

市场对未来美联储政策利率的预测（2023年至2024年）

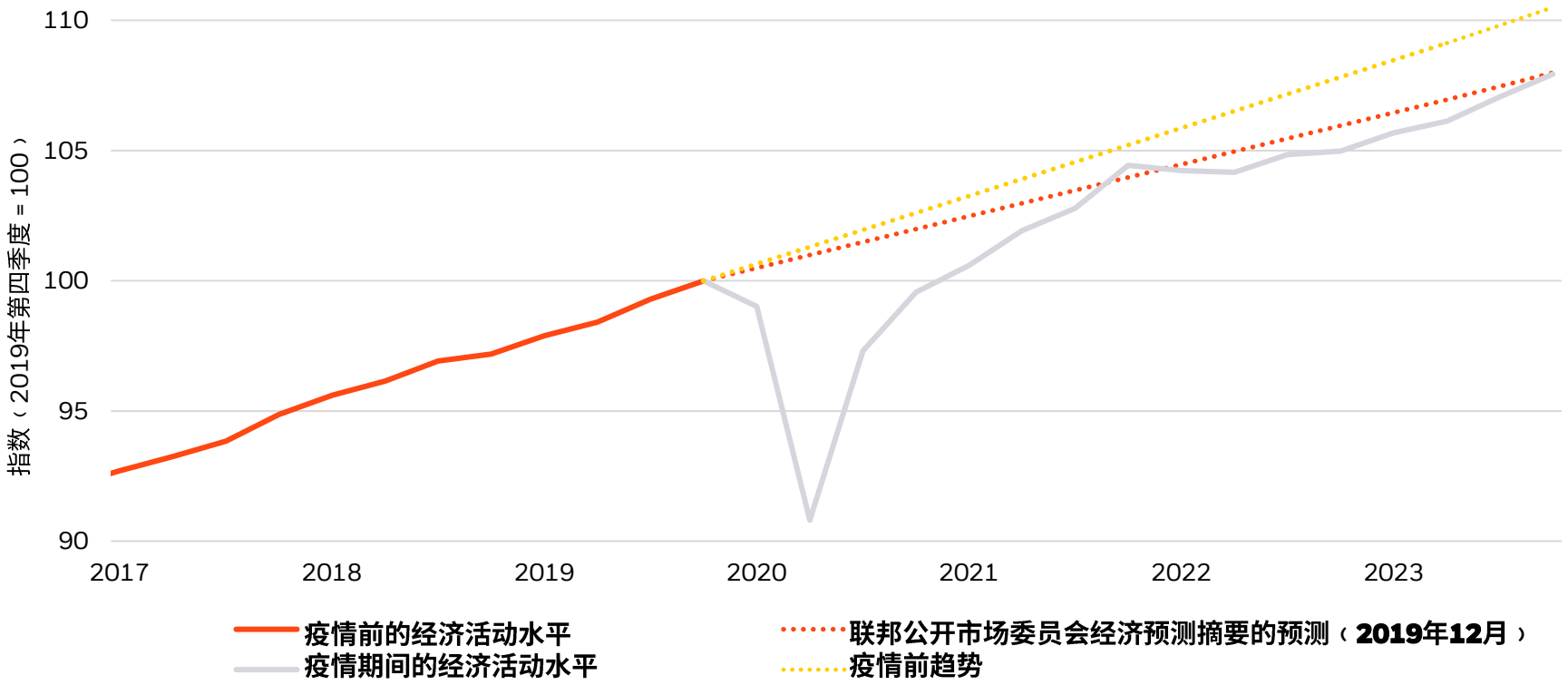


前瞻性估计可能不会实现。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表通过担保隔夜融资利率（SOFR）的期货定价来显示当前联邦基金政策利率以及市场对联邦基金利率的预计。显示的联邦基金利率是美联储目标区间的中点。

当前的宏观环境

我们的核心观点一直认为，在一个由供应端主导的全球格局中，经济活动将呈现较低增长的趋势。尽管美国经济在2023年保持了韧性，但经济活动水平仍然低于疫情前的趋势增长率。

美国经济产出（2017年至2023年）

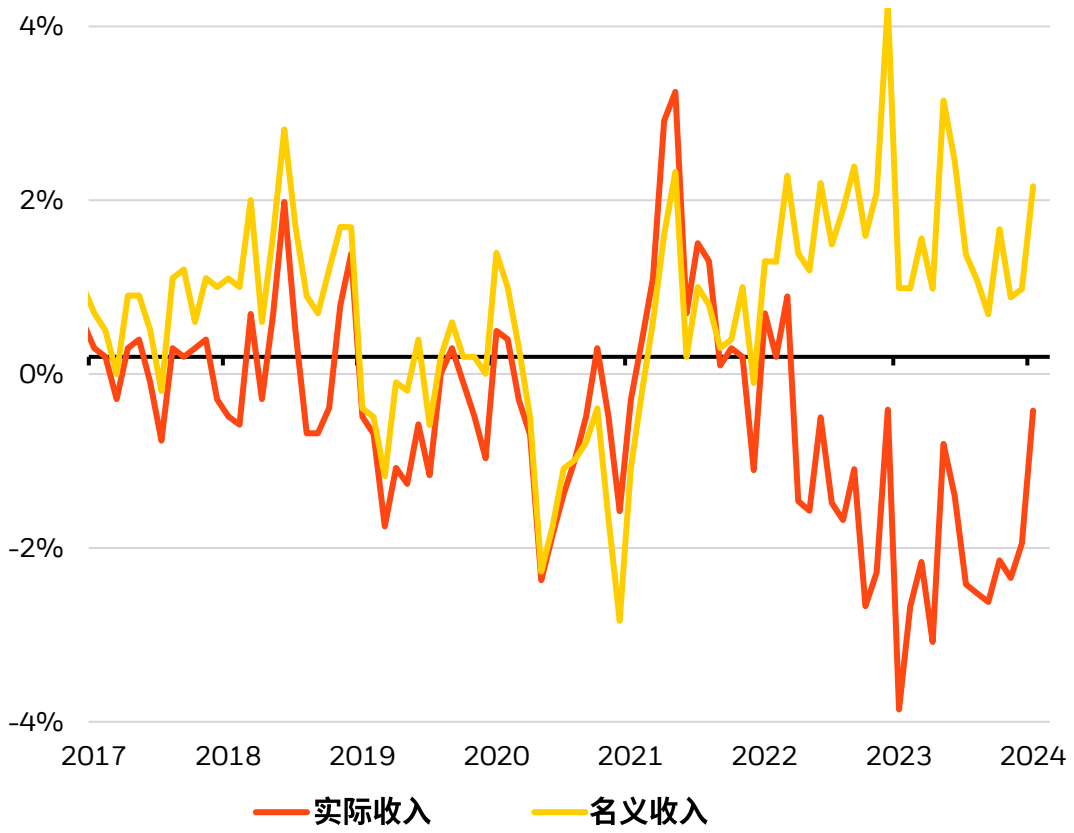


前瞻性估计可能不会实现。数据源：贝莱德智库、美国经济分析局，数据来自Haver Analytics，2024年3月。注：图表显示美国实际经济产出，以实际国内生产总值（GDP）和国内总收入（GDI）的平均值衡量。对于国内总收入，我们假设历史系列数据根据我们的估计向上修正，并且在2023年第四季度与国内生产总值同步增长。国内总收入估计数字包含了经济分析局最近的利息支付和公司利润数据显示的对过去数据可能进行的修正。红色线显示疫情前的国内生产总值，黄色线假设国内生产总值以相同的速度保持增长。红色虚线显示美联储截至2019年12月的预测。灰色线显示疫情期间和其后的实际经济活动水平。

日本的宏观环境在发达市场中独树一帜

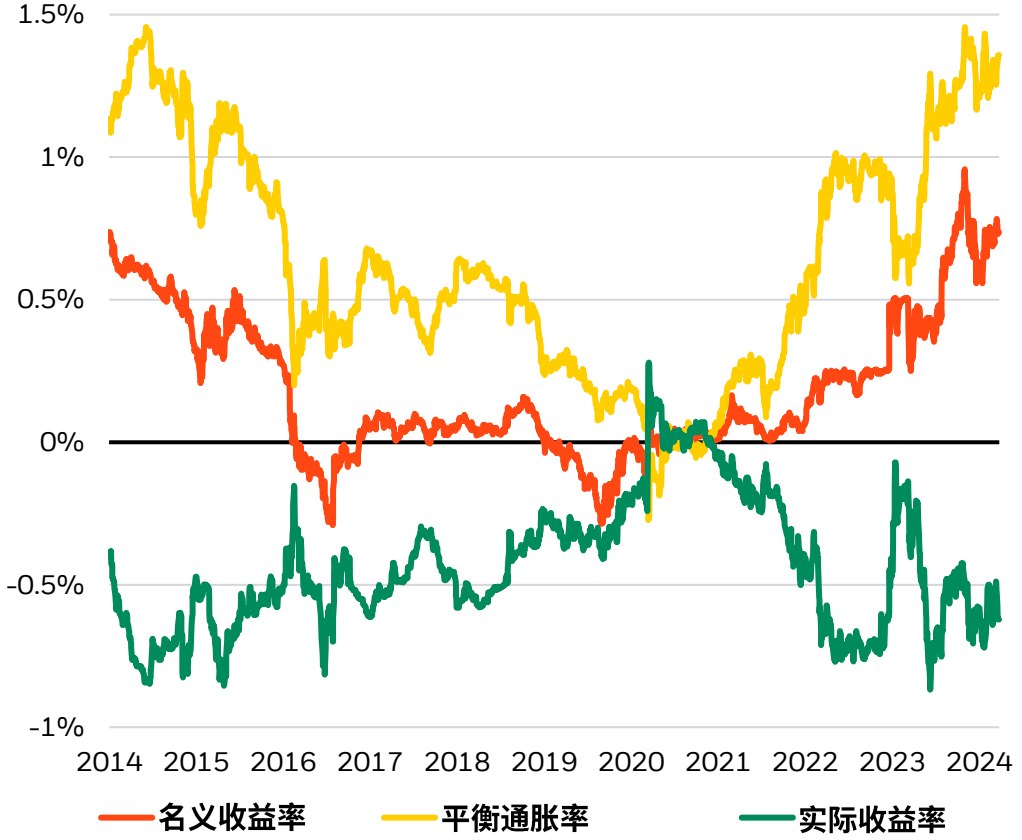
经过长达几十年的缓慢进展后，工资的回升和温和的通胀促使日本央行谨慎地改变政策。我们认为日本央行的货币政策将保持宽松，使实际收益率保持在负值，从而对风险资产价格形成支持。

工资年增长率（2017年至2024年）



数据源：贝莱德智库，数据来自Haver，2024年3月。注：图表显示名义收入和实际收入（计算通胀后的收入水平）的年增长率。

日本10年期收益率细分（2014年至2024年）



过往表现并不保证未来表现。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示日本10年期国债收益率的细分情况

主要观点

对广泛资产类别的战略性（长期）及战术性（6至12个月）观点（2024年3月）

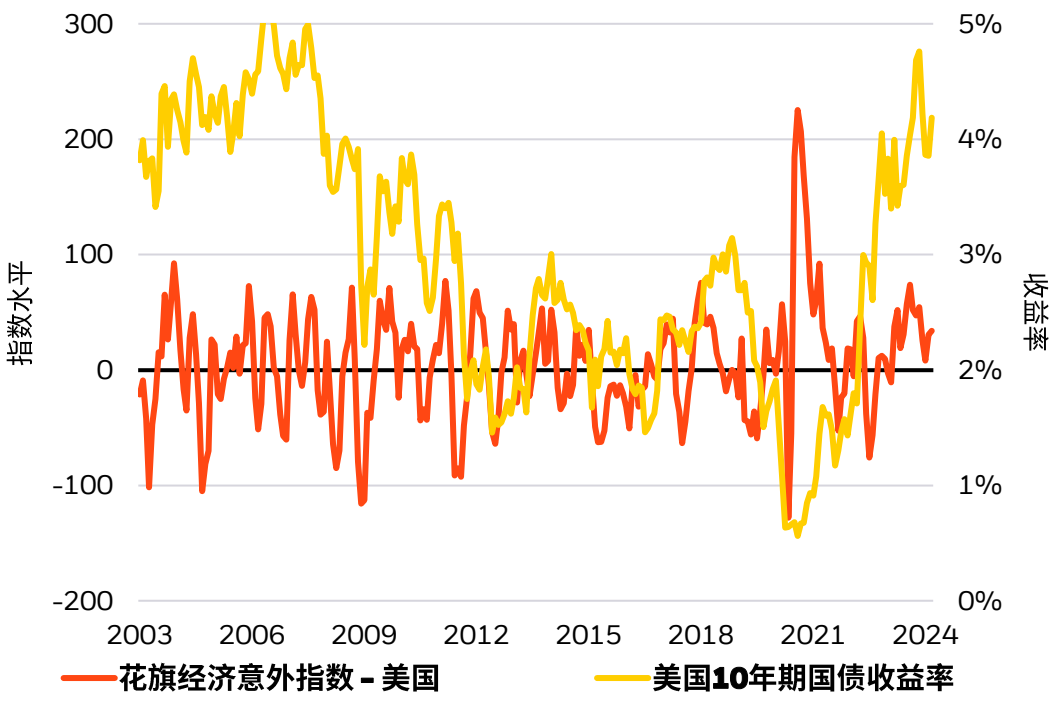
战术性观点	看法
美国和日本：两大超配市场	• 我们看好日本股票，因日本通胀温和回暖，盈利增长强劲，企业改革也有助于提升股东回报。我们对美国股票持超配观点，因我们看好人工智能主题以及其产生超额回报的潜力。
固定收益资产	• 在利率仍然维持较高水准的环境下，债券提供的收益缓冲功能全面增加。我们看好短期债券，而由于未来存在双向风险，我们对长期美国国债持中性观点。
地域细分观点	• 我们倾向根据地域进行更细分的配置。新兴市场方面，我们看好印度和墨西哥，因两者有可能受益于结构性趋势，尽管其相对估值已经有所上升。
战略性观点	**看法**
私募信贷债	• 我们认为，传统银行逐渐撤出私募信贷市场，私募信用债在贷款市场的占比有望提升，相对于信贷风险，其回报颇有吸引力。
通胀挂钩债券	• 从战略性观点来看，结构性供应制约因素持续存在，因此我们认为通胀将维持在2.5%至3%左右。
短期和中期债券	• 我们在整体上看好短期债券多于长期债券，因为通胀更不确定及波动、债券市场波幅加剧，投资者需求亦有所减弱。

注：上述观点从美元角度作出，2024年3月。本资料仅为于特定时间对市场环境的评估，并非对未来事件的预测或对未来业绩的保证。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的研究或投资建议而加以倚赖。

宏观不确定因素仍在驱动市场剧烈波动

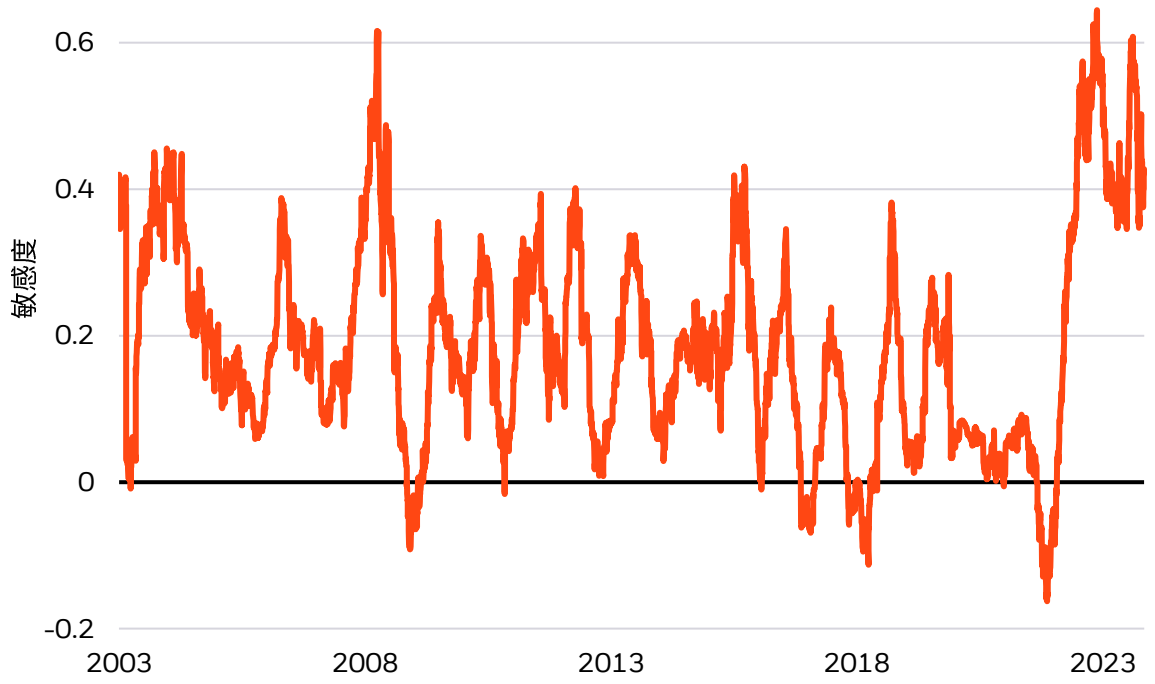
美国经济对于美国10年期国债收益率的敏感度正处于全球金融危机后的最高点。我们认为这是宏观不确定因素仍在主导市场走向的重要迹象。

美国经济意外指数与10年期收益率的比较



过往表现并不保证未来表现。指数回报不涉及费用。无法直接投资指数。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示美国的花旗经济意外指数与美国10年期国债收益率。花旗经济意外指数代表官方经济结果与预测之间的差异的总和。

美国10年期国债收益率对经济意外的敏感度

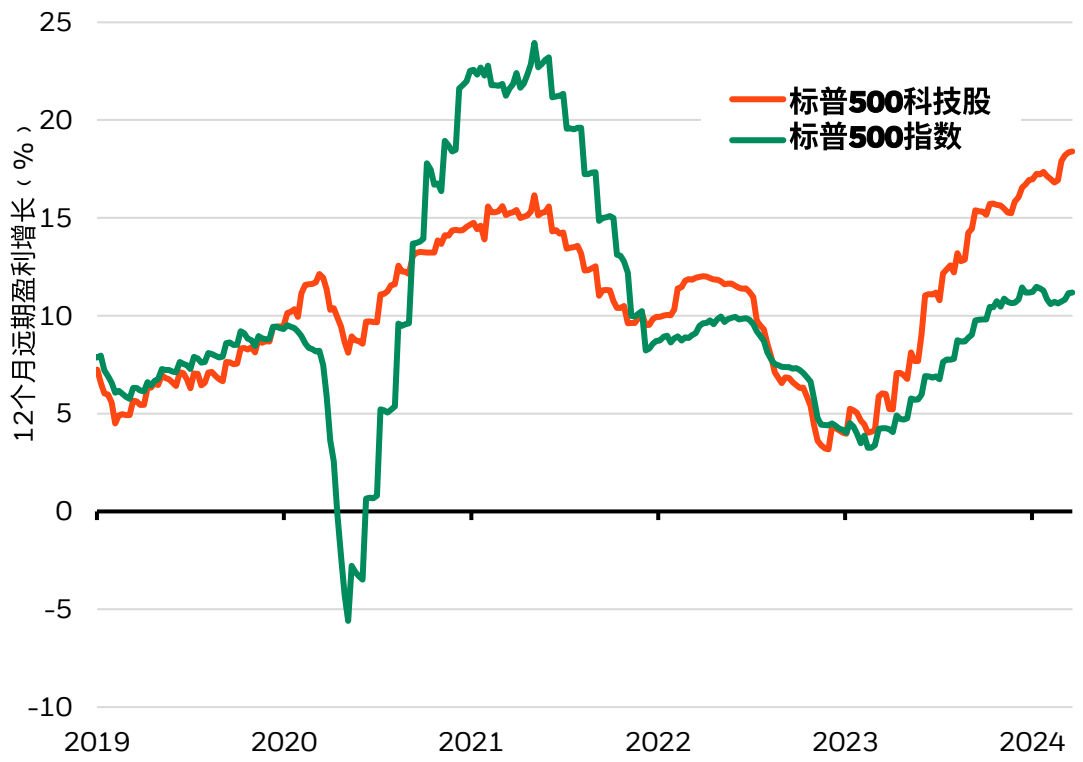


数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示美国10年期国债收益率对经济意外的敏感度，计算方法是使用回归分析来估计美国10年期国债收益率与花旗经济意外指数在连续六个月期间的关系。敏感度的衡量指标是相对于经济意外指数本身的变化幅度，美国10年期国债收益率波动与花旗经济意外指数波动之间的密切程度。此分析仅仅是对10年期国债收益率与经济意外之间的关系的估计。过往表现并不保证未来表现。

我们继续超配美国股票，并看好人工智能

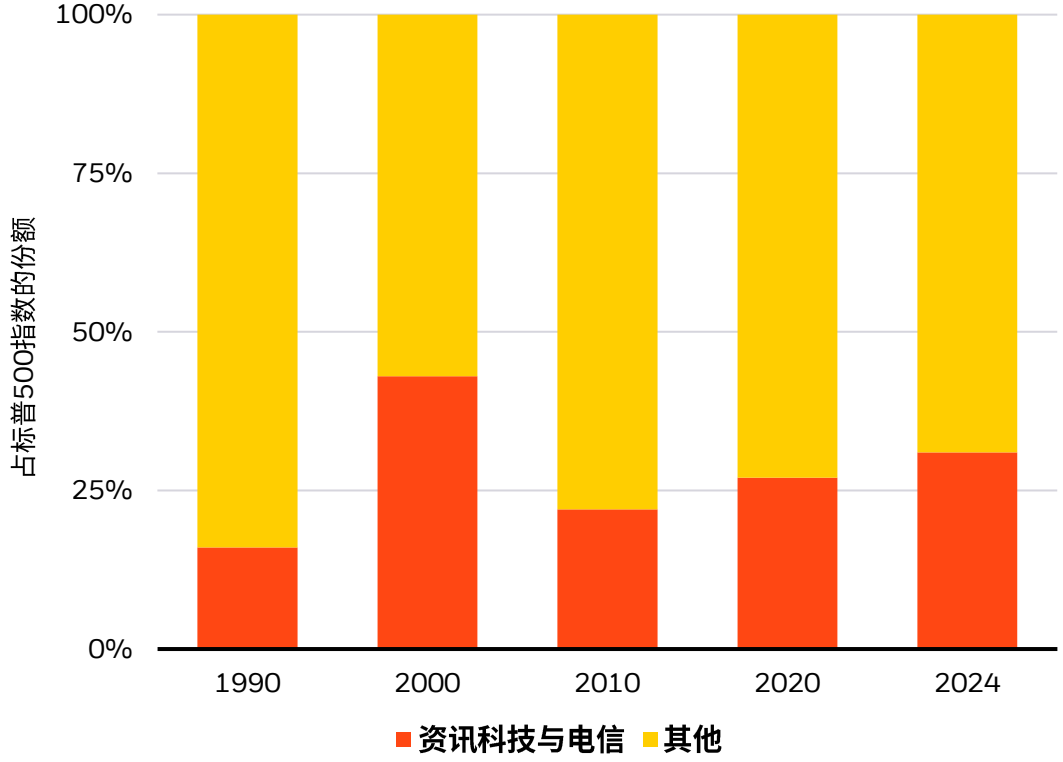
标普500指数中，盈利质量较高和与人工智能相关的公司（尤其是科技和电信公司）的影响力日益增加，帮助股票克服利率上行带来的的拖累。

标普500指数的远期盈利预期（2019年至2024年）



前瞻性估计可能不会实现。指数回报不涉及费用。无法直接投资指数。过往表现并不保证未来表现。
数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示整体标普500指数和标普500资讯科技股的12个月远期盈利预期。

标普500指数板块构成（1990年3月至2024年）

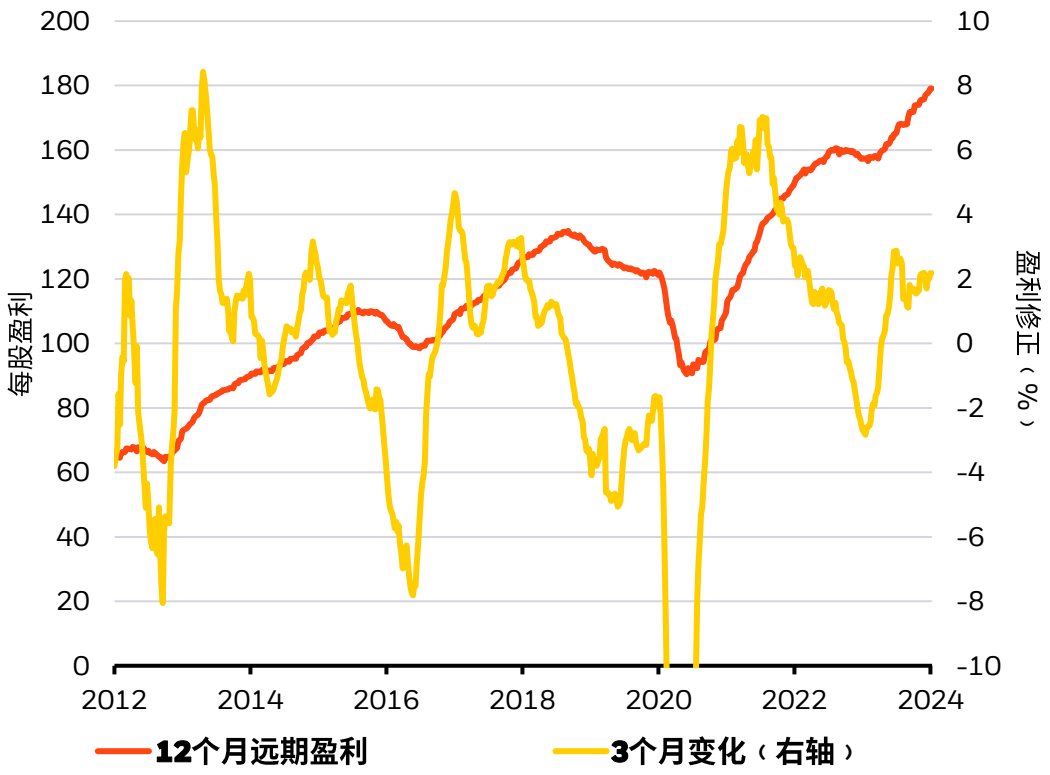


指数回报不涉及费用。无法直接投资指数。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示了每年3月底，标普500指数资讯科技与电信板块的市值相对于标普500指数整体市值的份额。

我们增加对日本股票的超配

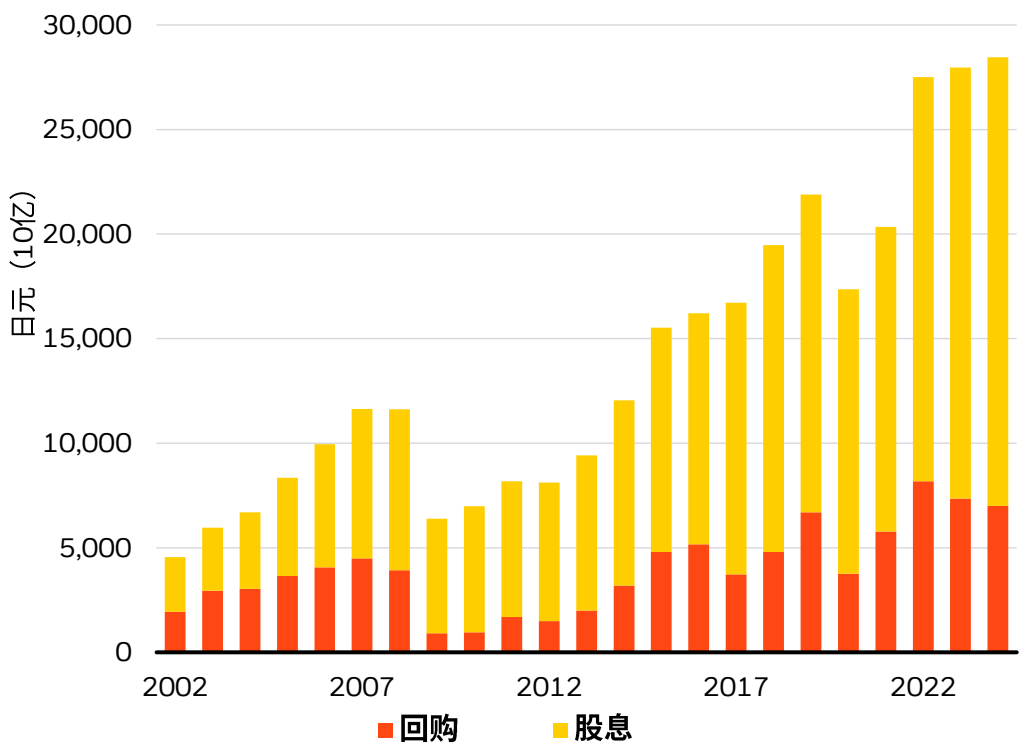
日本公司稳健的企业盈利和积极提升股东回报正在发挥作用。我们延续对日本的超配，因我们认为日本央行的政策立场有利于当地市场。

东证股价指数的盈利估计和修正（2012年至2024年）



指数回报不涉及费用。无法直接投资指数。前瞻性估计可能不会实现。数据源：贝莱德智库，数据来自Haver Analytics，2024年3月。注：图表显示东证股价指数的12个月远期盈利预测以及这些盈利预测的三个月变化。

股息与回购（2002年至2024年）

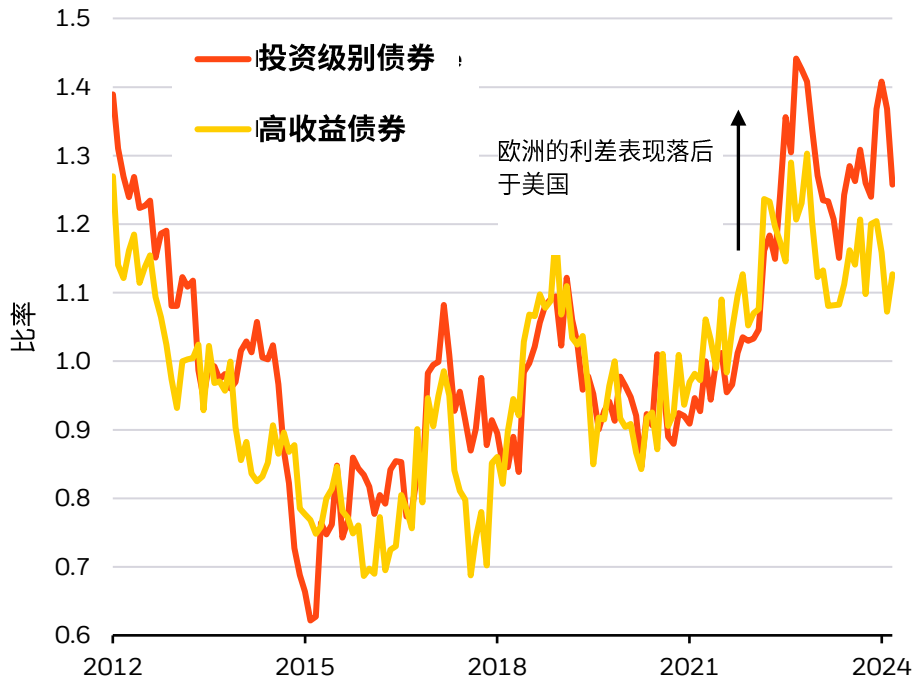


数据源：贝莱德智库、Nikkei NEEDS、彭博、AlphaSense、摩根士丹利，2024年3月。注：图表显示日本公司以日元进行的回购和股息支付的金额。

我们严谨挑选固定收益资产

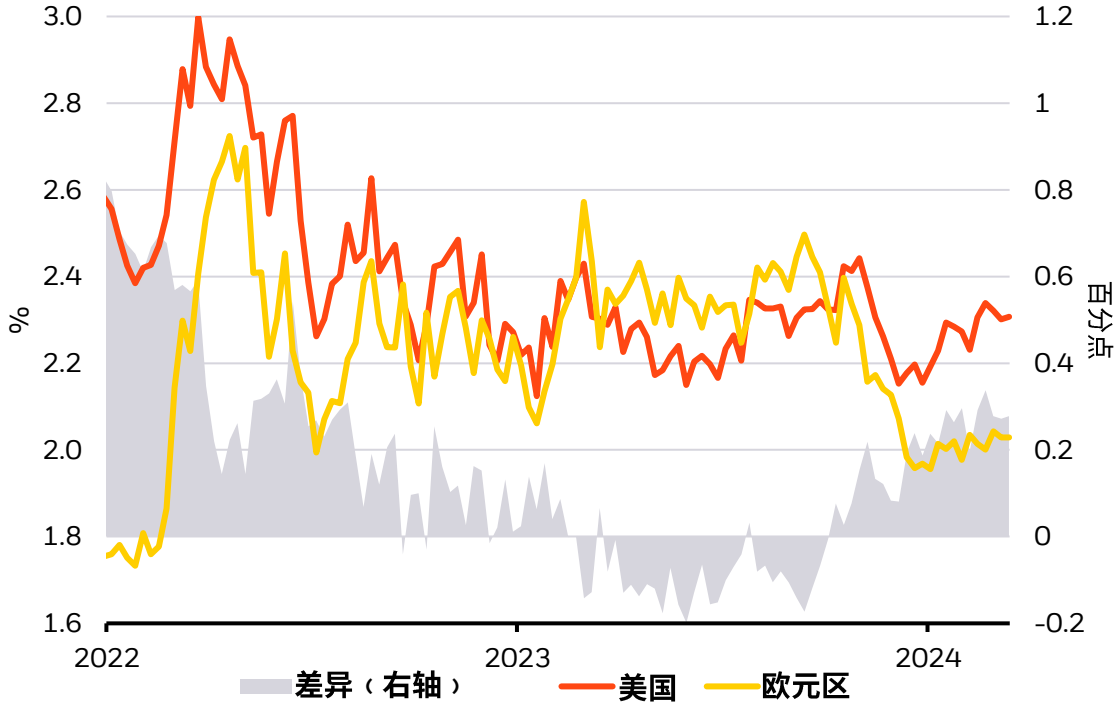
我们对投资级别信用债持相对谨慎的观点，并且倾向于通过股票投资以获得风险回报，因到期期限会对利差构成风险。由于平衡通胀率已重新定价并更接近我们的观点，因此我们对欧洲通胀挂钩债券不再持有低配观点。

欧洲债券与美国同类债券的利差比较（2012年至2024年）



过往表现并不保证未来表现。无法直接投资指数。指数回报不涉及费用。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Refinitiv，2024年3月。注：图表显示欧洲信用债利差相对于美国信用债利差的比率。橙色线显示欧洲投资级别信用利差相对于美国投资级别信用利差的比率。黄色线显示欧洲高收益信用债利差相对于美国高收益信用债利差的比率。黑色箭头代表这个比率上升，意味着欧洲信用债利差相对于美国信用债利差表现不佳。使用下彭博指数作代表指数：美国投资级别公司债券指数、美国高收益公司债券指数、欧洲综合公司债券美元指数和泛欧高收益债券美元指数

美国和欧元区的10年平衡通胀率

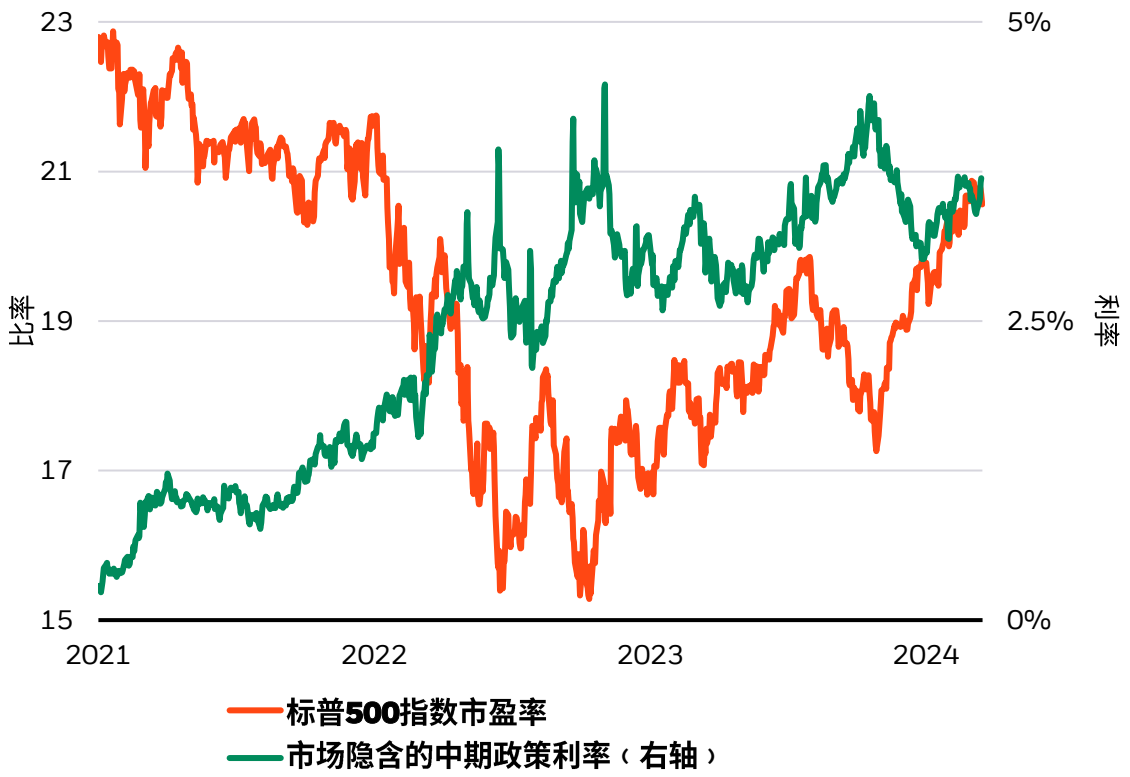


数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示了美国和欧元区的10年平衡通胀率，即名义国债收益率与实际国债收益率之间的差异。

市场指标：盈利增长放缓，利率保持较高水平

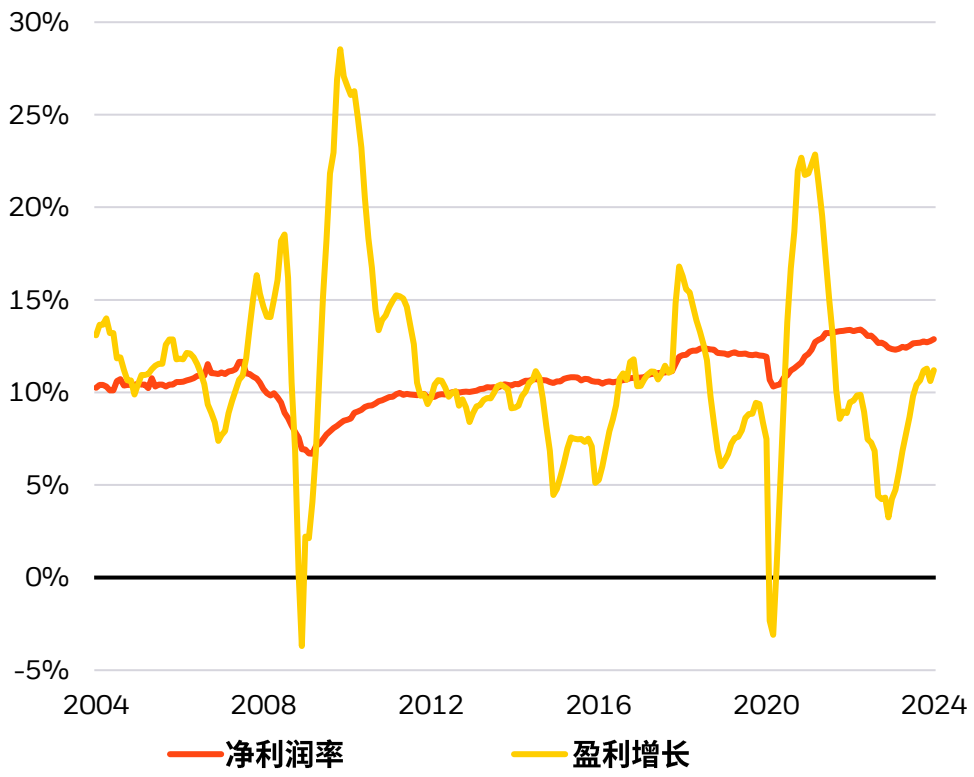
即便市场定价对降息的预期降温，强劲的盈利增长使市场情绪保持乐观。如果盈利增长放缓，或市场进一步调整以适应利率维持高位的长期结构性环境，导致风险资产可能会在未来面临挑战。

标普500指数估值与利率预期



前瞻性估计可能不会实现。指数回报不涉及费用。无法直接投资指数。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示标普500指数的未来市盈率以及市场基于担保隔夜融资利率期货对3年后的联邦基金利率的定价。

标普500指数的12个月远期盈利预期（2004年至2024年）

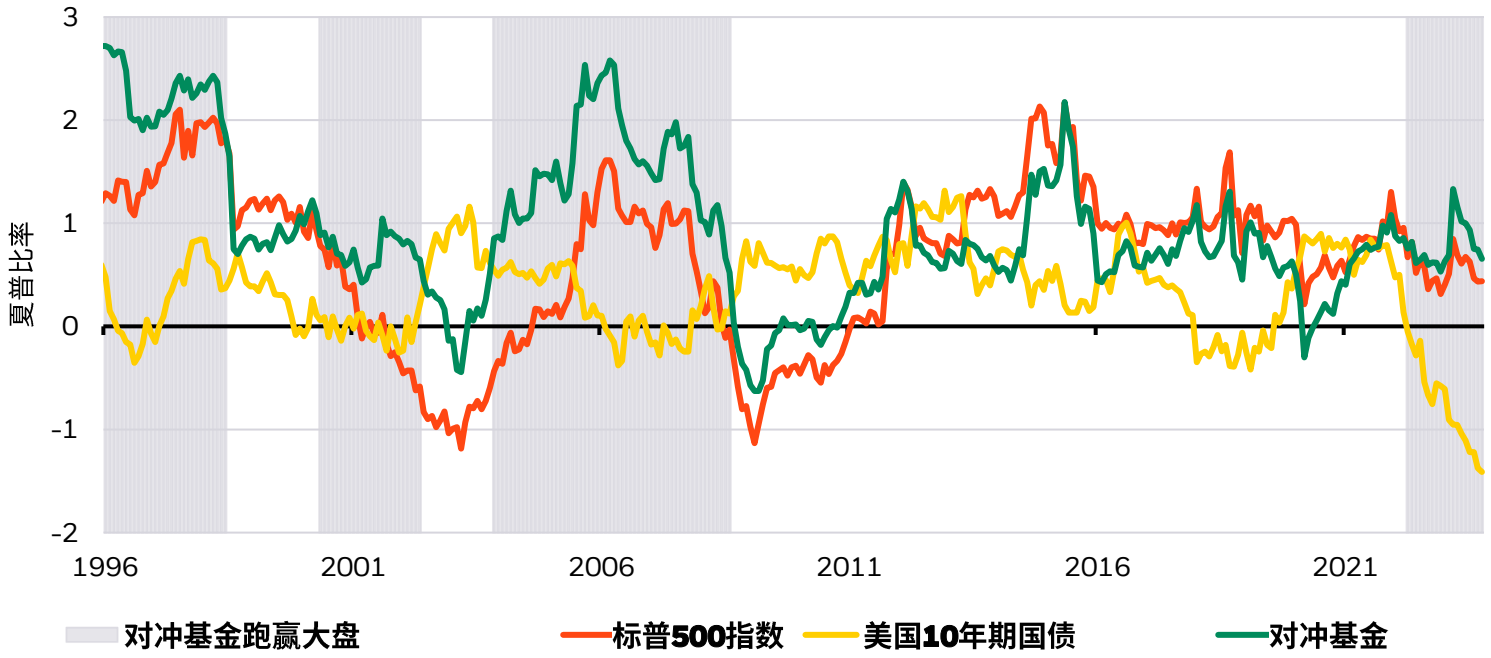


前瞻性估计可能不会实现。指数回报不涉及费用。无法直接投资指数。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：图表显示标普500指数的12个月远期盈利增长和净利润率的估计数字。

主动型策略可能受益于离散度增加

宏观波动性加剧导致资产类别之间和内部的离散度增加。我们认为这种环境更适合投资于能够实现超额回报的主动型策略，例如对冲基金策略。

股票、债券和对冲基金的夏普比率

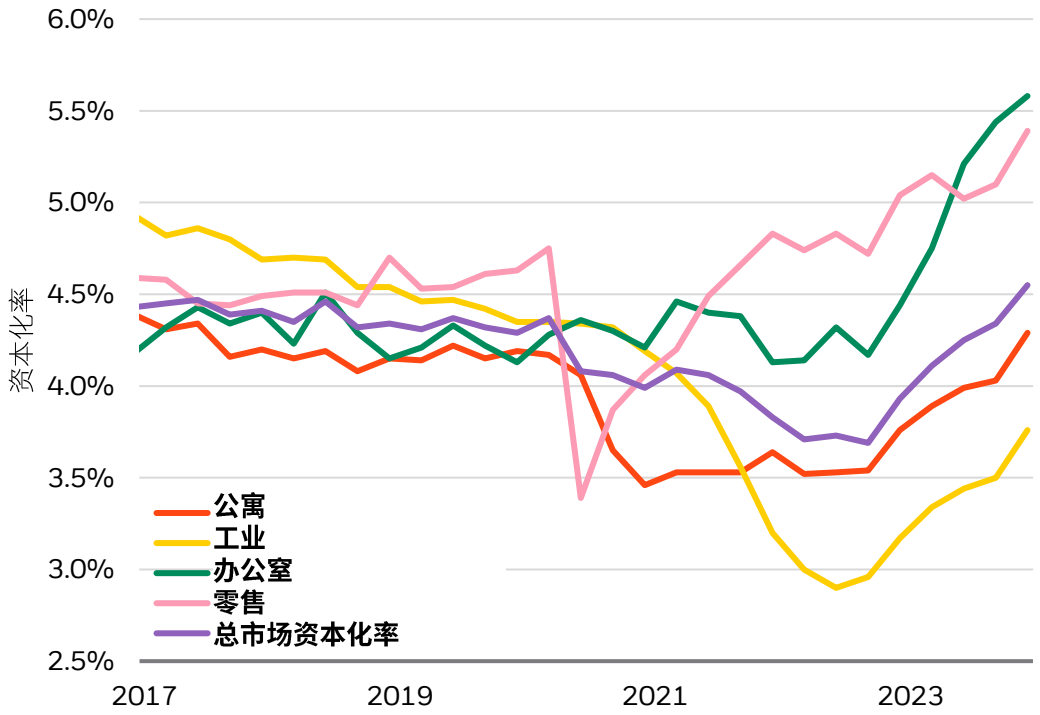


过往表现并非未来业绩的可靠指标。指数回报不涉及费用。无法直接投资指数。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的研究或投资建议而加以倚赖。数据源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2023年12月。注：图表显示标普500指数、美国10年期国债和对冲基金的夏普比率。对冲基金的代表指数是是HFRI加权指数。夏普比率衡量了资产的风险调整后回报，计算方法是将资产的超额回报（通常是超过现金的回报）除以代表其风险的标准差。

私募实物资产的重新定价滞后于公开市场的调整

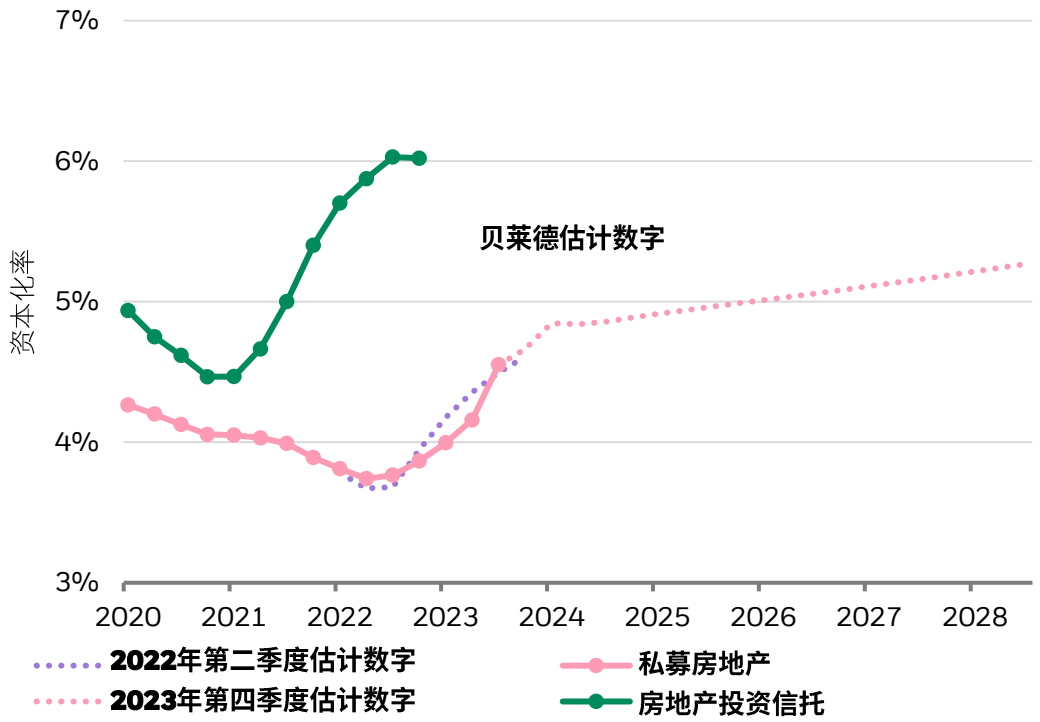
房地产投资信托（REIT）的估值跌幅比私募核心房地产的价格跌幅更大。我们相信， 由于底层普遍投资于周期性较小的板块，房地产投资信托对于潜在经济放缓的韧性将会更强。

房地产板块资本化率



数据源：贝莱德智库，2024年2月，数据来自美国全国房地产投资受托人委员会。注：图表显示所有房地产和公寓、工业、办公室和零售这些核心板块的资本化率。

美国房地产资本化率（2017年至2023年）

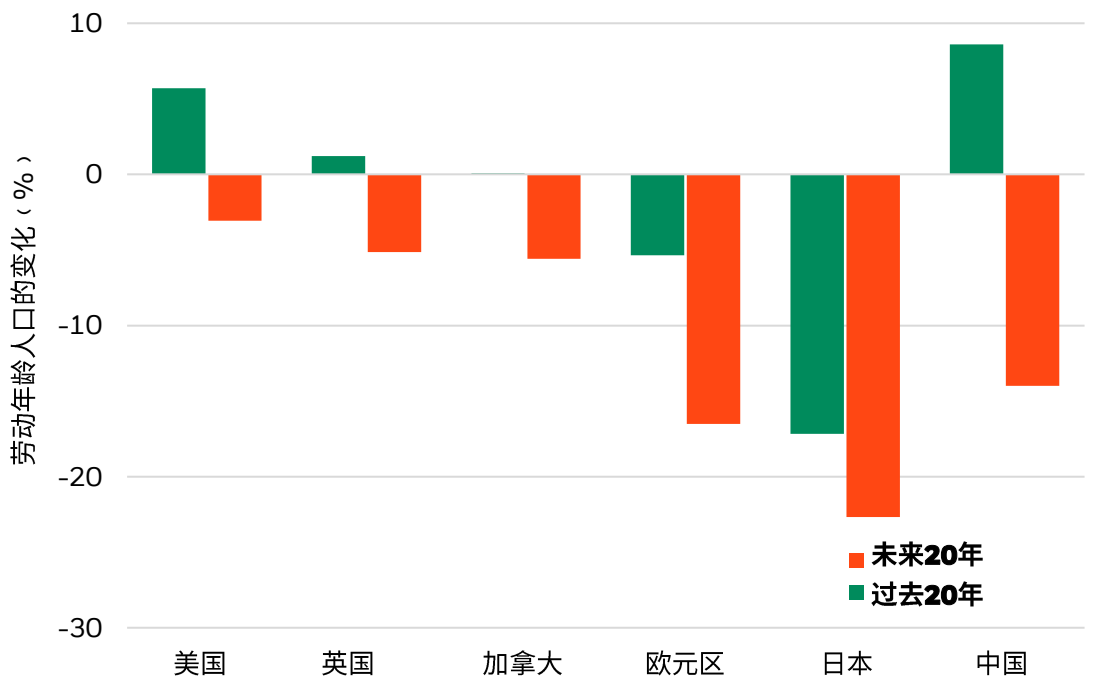


前瞻性估计可能不会实现。数据源：贝莱德智库，数据来自美国全国房地产投资受托人委员会，2023年8月。注：图表显示私募房地产和房地产投资信托（REIT）的资本化率。我们对资本化率的估计基于我们对10年期实际国债收益率、投资级别信用利差和房地产溢价（投资者对于投资房地产要求需的额外补偿）之间的历史关系的分析。此分析仅是对关系的估计，未必完全反映这些因素之间的真实关系。

市场定价对预期已久的人口结构变化反应迟缓

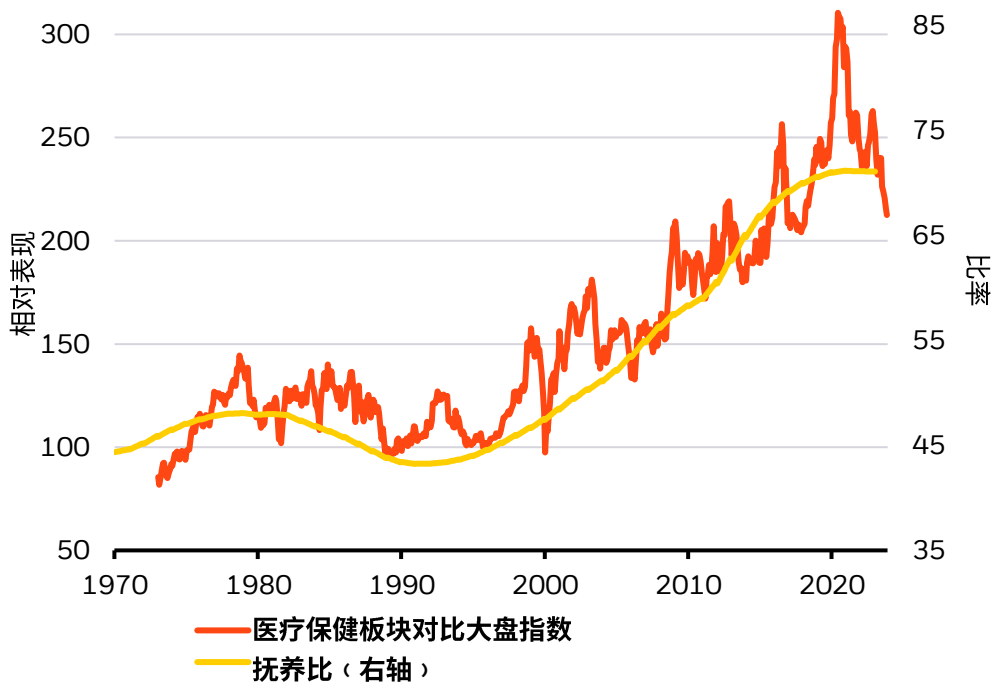
未来几十年，几个主要经济体的劳动年龄人口将会缩减，人口结构变化或经历新一轮调整。但是我们认为人口老化不一定对股市造成负面影响。

国内劳动年龄人口的变化



前瞻性估计可能不会实现。数据源：贝莱德智库、联合国，数据来自Haver Analytics，2024年3月。注：图表显示国内劳动年龄人口的百分比变化，经济文献将劳动年龄人口定义为15至64岁的人口。国内劳动年龄人口的计算是通过将联合国包含移民的人口预测数字减去联合国的移民预测数字而得出，并假设移民不会影响总体年龄结构。“未来20年”指的是2024年至2044年，“过去20年”指的是2003年至2023年。

日本医疗保健板块表现与抚养比的比较

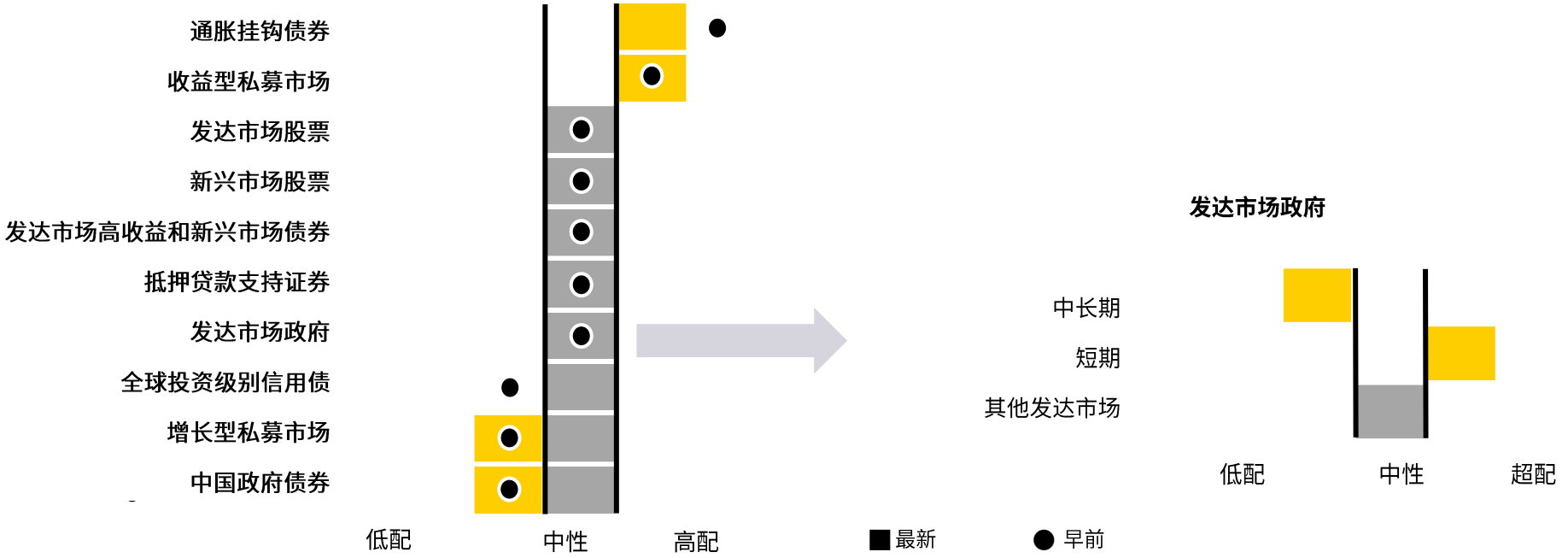


过往表现并非目前或未来业绩的可靠指标。指数未经管理，且不涉及费用。无法直接投资指数。数据源：贝莱德智库、联合国、路透社，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：红色线显示日本医疗保健股票板块的表现对比总体市场指数的比率，以1990年为基准。我们使用Datastream提供的总市场指数。

我们的最新战略性观点

我们减少对通胀挂钩债券的偏好，但我们预计通胀最终将在高于市场预期的水平稳定下来，因此保持超配立场。利率长期处于高位使估值受到拖累，因此我们维持对股票的选择性偏好的观点。

假设美元10年期战略性观点与均衡配置的比较（2024年2月）



本资料不拟作为投资任何特定资产类别或策略的建议，或作为未来表现的承诺甚至估计。数据源：贝莱德智库。数据截至2023年12月29日。注：图表显示我们以不受约束的美元角度对长期均衡配置的10年期资产观点。全球政府债券和新兴市场股票配置分别由不同的中国资产组成。收益型私募市场由基础设施债券、直接贷款、房地产夹层债券和美国核心房地产组成。增长型私募市场由环球私募股权并购和基础设施股票组成。显示的配置为假设配置，并不代表真实投资组合，仅供参考，并不构成投资建议。代表指数：通胀挂钩债券指数以彭博美国政府通胀挂钩债券指数代表；发达市场股票以MSCI世界美元指数代表；新兴市场股票以MSCI新兴市场指数代表。发达市场高收益和新兴市场债券以由彭博美国高收益指数、彭博欧洲高收益指数和摩根大通新兴市场政府债券环球多元指数组成的指数代表；抵押贷款支持证券以彭博美国抵押贷款支持证券指数代表；发达市场政府债券以由彭博1至10年期国债指数、彭博美国长期国债指数、彭博1至15年期欧元国债指数、彭博15年期以上欧元综合国债指数、彭博1至10年期英镑综合英国国债指数、彭博10年期以上英镑综合英国国债指数和彭博亚太区日本国债指数组成的指数代表。“其他发达市场”的组成包括英国和日本政府债券指数，全球投资级别信用债以由彭博美国信贷指数、彭博欧洲企业信贷指数和彭博英国企业信贷指数组成的指数代表；中国政府债券由彭博中国国债及政策性银行债总回报指数代表。由于缺乏足够的数据，我们使用贝莱德的替代数据来代表增长和收益私募市场的资产。替代资产指我们认为所涉各项风险因素可代表特定资产类别受经济影响程度的资产。不同司法管辖区的假设投资组合可能各有不同，仅供参考，并不构成投资建议。

战术性细分资产观点：股票

依据确信度对部分资产（相较广泛全球资产）未来6至12个月的战术配置观点（2024年3月）

我们的方法是基于宏观前景以及价格因子确定资产配置的方向，详见下表。此外，我们的方法排除了获取超额收益的机会，即产生高于基准回报的潜力。我们认为，当前全球宏观波动加剧的新格局不利于对广泛资产类别进行静态投资，但却为获取超额收益创造了更大空间。

股票		观点	评论
发达市场			
美国	基准指数	中性	该项资产在我们的投资组合中规模占比最大，但我们持中性观点。通胀下降和美联储即将降息可望支撑美股涨势。我们准备随时在市场论调发生变化时调整策略。
	整体情况	+1	我们看好以美国市场为主的人工智能主题相关机会，因此整体上超配美国股票。我们认为，由于企业盈利涨势强劲，受益于人工智能的企业仍会继续上涨。
欧洲		-1	我们对欧洲股票持相对谨慎观点。欧洲央行在经济放缓的情况下维持紧缩政策。欧洲股票的估值具备吸引力，但我们尚未看到明显改善市场情绪的催化剂。
英国		中性	我们对英国股票持中性观点，因为我们认为，具备吸引力的估值已充分反映了英国经济疲弱的前景，以及英国央行大幅加息以应对高企通胀的影响。
日本		+2	我们持超配观点。温和的通胀、强劲的盈利增长，以及利好股东的改革均利好日本股市。我们认为，日本央行的政策转变是转向正常化，而并非紧缩。
新兴市场		中性	我们对新兴市场股票持中性观点，并认为新兴市场经济增长动能偏弱。与股票相比，我们更看好新兴市场债券的潜在机会。
中国		中性	我们对中国股票持中性观点，因中国经济增长放缓，刺激政策效果尚未反映，但经济活动较稳定，并且估值已处于相对低位。

低配 | 中性 | 超配 | ● 早前观点

历史表现并非目前或未来业绩的可靠指标。无法直接投资指数。注：上述观点从美元角度作出。本资料仅为于特定时间对市场环境的评估，并非对未来业绩的预测或保证。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的投资建议而加以依赖。

战术性细分资产观点：固定收益

依据确信度对部分资产（相较广泛全球资产）未来6至12个月的战术配置观点（2024年3月）

固定收益	观点	评论
短期美国国债	+1	我们对短期美国国债持超配观点。因利率将在更长时间内保持较高水平，我们相对更看好短期政府债券的收益潜力。
长期美国国债	中性	我们对长期美国国债持中性观点。预期政策利率推升收益率上行已到高位。我们认为，目前长期债券收益率出现双向波动的机率相当。
美国通胀挂钩债券	中性	我们对美国通胀挂钩债券持中性观点。我们预计，中期通胀将上行，但短期通胀和增长降温可能值得关注。
欧元区通胀挂钩债券	中性	我们持中性观点。市场对欧元区通胀持续的预期已经降温。
欧元区政府债券	中性	我们对欧元区政府债券持中性观点。市场定价反映的政策利率符合我们的预期，10 年期国债利率已脱离高位。周围国家的债券利差存在扩大的风险。
英国国债	中性	我们对英国国债持中性观点。相较于美国国债，英国国债利率偏低。市场对英国央行政策利率的定价更接近我们的预期。
日本政府债券	-2	我们持低配观点。我们认为，日本股票的回报更具吸引力，而日本政府债券回报的吸引力不足，因此将其作为融资来源。
中国政府债券	中性	我们对中国政府债券持中性观点。债券受到宽松政策支持，短期发达市场政府债券收益率具相对吸引力。
全球投资级别债券	-1	我们对全球投资级别债券持低配观点。我们认为利差收窄并不能弥补加息对企业资产负债表造成的影响。我们认为欧洲全球投资级别信债券优于美国。
美国机构按揭抵押证券	中性	我们持中性观点。我们认为机构按揭抵押证券在多元化债券配置中属于优质投资，相较于投资级别债券，我们更看好该资产类别。
全球高收益债券	中性	我们对全球高收益债券持中性观点。利差低，但我们偏好该资产提供的高收益率和近期反弹的可能性。我们认为全球高收益债券优于美国。
亚洲信用债	中性	我们对亚洲信用债持中性观点，并认为目前的估值水平不具吸引力。
新兴市场硬通货债券	+1	我们对新兴市场硬通货债券持超配观点。由于收益率高，我们看好新兴市场硬通货债券。随着新兴市场央行开始降低政策利率，硬通货为当地汇率走弱也带来一定的缓冲。
新兴市场本币债券	中性	我们对新兴市场本币债券持中性观点。目前利率已接近美国国债收益率。此外，发达市场央行降息可能会对新兴市场的汇率带来下行压力，拖累潜在回报。

低配 | 中性 | 超配 | ● 早前观点

历史表现并非目前或未来业绩的可靠指标。无法直接投资指数。注：上述观点从美元角度作出。本资料仅为于特定时间对市场环境的评估，并非对未来业绩的预测或保证。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的投资建议而加以依赖。

重要披露

本文仅向合格境内机构投资者及专业机构投资者派发，任何其他人士不应依赖本文。本文件不得向中华人民共和国(“中国”，就本文件而言，不适用于香港、澳门和台湾)境内的公众提供。资料来源：贝莱德。投资涉及风险，过往业绩不一定是未来业绩的指引。任何预测并不能保证。读者应自行选择是否依赖本文提供的数据及信息。投资海外市场涉及的风险包括外汇风险、流通性有限、政府减少规管，以及市场受不利的政经及其他发展影响而大幅波动。债券投资涉及利率及信贷这两大风险。一般而言，债券的市值将随着利率上升而相应下跌。信贷风险是指债券发行商可能无法奉还本金和利息。投资者可能无法取回原本投资金额。投资价值亦可能受到汇率影响。本文不应被依赖视作预测、研究或投资建议，亦非对任何证券买卖或任何投资策略作出的建议、要约或招揽。本文乃应阁下要求提供，仅作参考数据和教育用途，在招揽或向任何人士分发属违法的任何司法管辖区，本文件并不构成与任何证券或基金有关的招揽。此外，亦不构成与本文件收件人签订投资协议的要约，或透过提出签订投资协议的要约，邀请收件人作出响应。本文件可能含有 “前瞻性” 信息。这些信息可能包括预测、预报、收益或回报预估及可能的投资组合构成。此外，本文可能包括其他投资工具之若干过往表现数据，该等表现数据仅作为举例用途。概无声明表示任何投资工具将会取得所示的表现，或已考虑或列出拟备本文件期间就取得、计算或呈列前瞻性数据或往绩数据时所作的各项假设。若拟备本文件期间所作的假设出现任何转变，可能会对作为举例用途的所示投资回报构成重大的影响。本文件并不构成对未来事件的预估、研究或投资建议、也不应该被视为购买、出售任何证券或采用任何投资策略的建议。本文所载属于2023年12月之意见，并可随时因随后情况变化而更改。本文所载之数据及意见，均来自贝莱德视为可靠之专有及非专有的来源，并不一定巨细无遗及保证准确。指数表现数字仅供参考之用。投资者无法直接投资于指数。概不保证所作的任何预测将会实现。有关观点不一定反映贝莱德集团旗下任何公司的全部或部分意见，且不保证其准确性。本文件属高度机密，不得复制或分发予收件人以外的其他人士。贝莱德是 BlackRock, Inc 的注册商标。所有其他商标均为其各自拥有人的财产。

BlackRock®
贝莱德