

2024年 環球投資展望

主動掌握方向：
發揮資金的力量

BlackRock

貝萊德智庫





Philipp Hildebrand
貝萊德副主席



Jean Boivin
貝萊德智庫主管



Wei Li
環球首席投資策略師-貝萊德智庫



Alex Brazier
貝萊德智庫副主管



Christopher Kaminker
可持續投資研究與分析主管-貝萊德智庫



Vivek Paul
投資組合研究主管-貝萊德智庫

目錄

概要	2	結構性趨勢	8-10
市場簡述	3-4	數碼創新	8
了解宏觀環境至關重要	3	低碳轉型	9
結構性轉變	4	地緣格局分化	10
主題	5-7	市場焦點 -	11
管理宏觀風險	5	全球多元化	12
主導投資組合成果	6	市場焦點 -	12
駕馭結構性趨勢	7	實物資產	13
		戰術性對策	14-15
		觀點概要	

宏觀及市場波動加劇的新格局導致不確定性增加及回報差異擴大，因此我們認為主動的投資組合管理方針將帶來更大回報。相對在增長及通脹均持續穩定、「一勞永逸」靜態資產配置策略相當奏效的平穩期，這形成強烈對比。但那段時期已經結束。我們認為，投資者現在應主動掌握投資方向，捕捉新格局下的市場機遇。

利率上升及波動加劇塑造了全新市場格局，相較全球金融危機後的十年變化巨大。不斷擴大的產能使央行能夠透過寬鬆貨幣政策穩定經濟並支撐增長，有助遏抑宏觀及市場波動，推動股市及債市上升。投資者過往可依賴靜態、廣泛的資產類別配置來獲得回報，對於宏觀前景的獨特分析觀點帶來的優勢卻微不足道。

今天的情況恰恰相反。生產限制隨處可見。各國央行因對抗通脹而需要面對艱難取捨，且無法如過往般應對增長放緩，導致結果的差異擴大，加劇了央行及投資者面對的不確定性。

我們認為，投資者很容易採取典型的經濟週期觀點來解釋當前環境下的新格局，即市場在軟著陸的憧憬與對經濟衰退的憂慮之間搖擺不定。但往往錯過重點：疫情後的經濟正回復正常，並由勞動力萎縮、地緣政治分化及低碳轉型這些結構性因素主導。我們認為，週期性看法與結構性現實因此脫節，導致波動進一步加劇。

美國經濟表面上強勁增長，實際上卻反映其經濟仍未完全擺脫疫情衝擊造成的深淵，並且呈弱增長趨勢。我們認為關鍵是此環境意味著利率將持續上升，金融環境將持續收緊。金融市場仍在適應這個新格局，因此了解宏觀環境對於我們第一個主題「管理宏觀風險」至關重要。

我們認為宏觀分析觀點將在新格局下帶來回報。正如我們在第二個主題「主導投資組合成果」中闡述，波動加劇及回報差異擴大為發揮投資專業知識創造空間，包括採取靈活動態的指數化及超額回報策略，同時尋找精選的價格錯置機遇。

駕馭結構性趨勢能夠推動投資組合成果，這是我們的第三個主題。我們認為五種結構性力量正在推高現在及未來的回報，並已成為投資組合的重要部分。

2024年重點：投資者需要對投資組合採取更主動的方針，因目前不宜讓投資自行運作，而是應該加強對投資的掌控。我們認為審慎承擔投資組合風險相當重要，並預期在明年進一步承險。

了解宏觀環境至關重要

2023年，市場多次重新燃起對美國經濟軟著陸的希望，即經濟避免陷入衰退，同時通脹回落至聯儲局的2%目標。究竟有何因素激發了這些希望？

相較其他主要經濟體，美國經濟在2023年第三季按年強勁增長4.9%，核心通脹率已大幅回落，而且自2022年1月以來創造了近700萬個新增職位，相對於一般經濟擴張時期，職位增長的速度驚人。見右上方圖表。

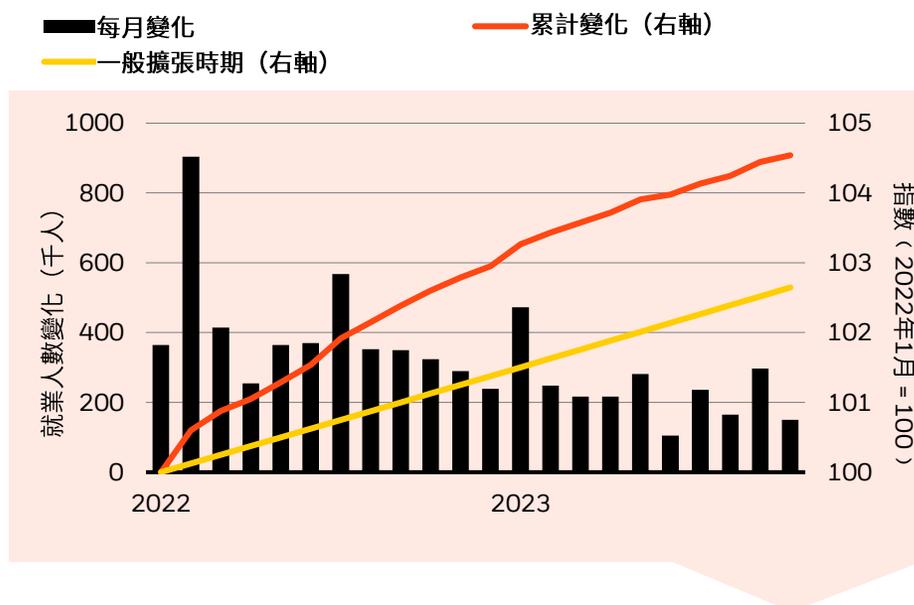
但從宏觀角度來看（右下方圖表），經濟只是剛剛開始擺脫疫情造成的困境：

- 約2,200萬個職位在疫情爆發時流失。此後大幅增加的職位數量在很大程度上只彌補了流失的職位，就業水平遠低於我們在疫情前的預期走勢。
- 整體經濟活動方面，自疫情爆發以來，美國經濟的年均增長不到1.8%，遠低於在疫情前的預期趨勢以及市場及聯儲局的預期，並不令人振奮。
- 結果是即使經濟增長放緩，失業率仍處於歷史低位，通脹依然上升。

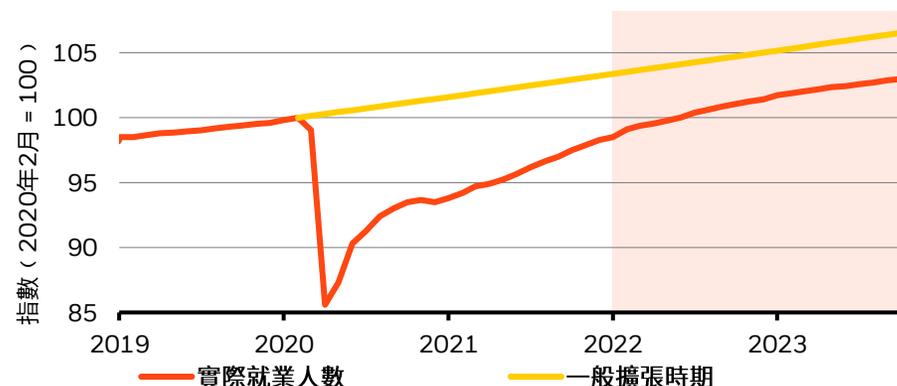
結論：環境已發生結構性變化，經濟正處於增長放緩的趨勢，並且面對更高的通脹及利率，債務水平亦顯著上升。這對投資者有何影響？我們認為關鍵在於聚焦經濟及市場如何適應新格局，而採用典型的週期性對策可能會導致判斷錯誤。

就業強勁增長...

2022年至2023年及2019年至2023年美國就業人數變化與一般擴張時期的比較



...但仍未完全擺脫疫情造成的深淵



資料來源：貝萊德智庫、美國勞工統計局，數據來自Haver Analytics，2023年12月。註：圖表顯示美國非農業就業人數。橙色線顯示以兩個不同開始日期為基準的非農業就業總人數的實際水平。兩張圖表假設了美國經濟以1945年後擴張期間的平均速度增長，黃色線顯示在此假設下的就業人數。

結構性轉變

市場一直在經濟軟著陸的憧憬與對利率上升最終導致經濟衰退的憂慮之間搖擺不定，加劇了市場波動（見圖表）。

我們認為美國經濟一直在應對兩股重大衝擊。首先是疫情的衝擊。過去兩年，大部分新增職位均是在封鎖措施結束後隨著經濟活動重啟而創造出來。

消費支出轉變導致人們渴求的產品與經濟能夠生產的產品之間出現錯配，從而推高通脹。這種錯配情況正在緩和，通脹亦隨之下降。

隨著疫情衝擊的影響減弱，第二個更偏向結構性的影響變得日益明顯：由於美國步入退休年齡的人口比例不斷增加，勞動力已出現短缺。

這就是美國經濟的平均增長遠低於疫情前水平，但失業率卻處於歷史低位的原因。見第3頁。

歐洲及中國的勞動力增長亦有所放緩，我們認為這是數個長期生產限制之一，並會導致多個經濟體無法以疫情前的速度增長而不引起新一輪通脹。

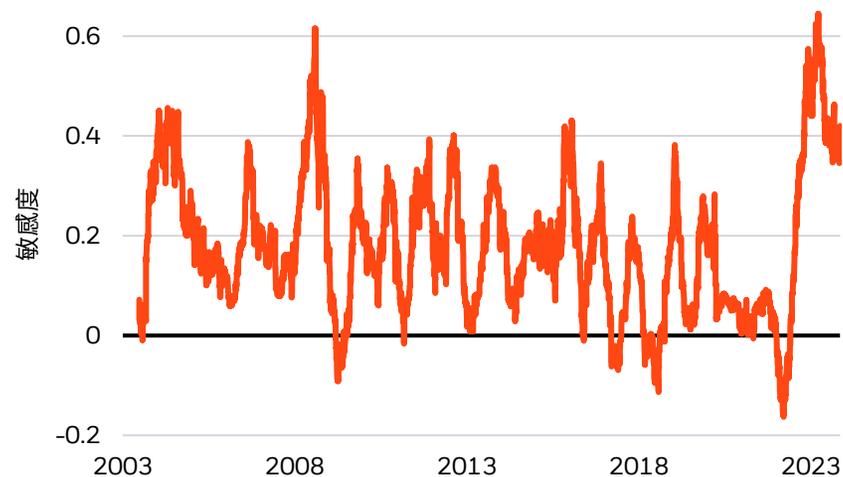
我們認為，在全球分化的環境下，不斷上升的生產成本長遠而言亦會推高主要經濟體的通脹，而隨著能源系統重新整合，向低碳經濟轉型的趨勢正在造成價格壓力。

這意味著各國央行面對艱難取舍。央行需要維持緊縮政策，方能夠阻止通脹再次飆升。我們認為政策利率將在遠高於疫情前的正常水平靠穩。最終，由於政府支出龐大，加上債務負擔沉重，央行將會與高通脹共存。

結論：這是一個增長放緩、通脹上升、利率上升及波動加劇的經濟格局。

短期意外引發收益率波動

美國10年期國庫債券收益率對經濟意外事件的敏感度（2003年至2023年）



圖表要點：意外的經濟數據正推動美國10年期國庫債券收益率出現過去20年來最劇烈的持續波動。我們認為這反映投資者在分析經濟時仍試圖採用典型商業週期的觀點，導致不確定性增加。

資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2023年12月。註：圖表顯示美國10年期國庫債券收益率對經濟意外的敏感度，計算方法是使用迴歸分析來估計美國10年期國庫債券收益率與花旗經濟意外指數在連續六個月期間的關係。敏感度是指相對於經濟意外指數本身的變化幅度，美國10年期國庫債券收益率波動與花旗經濟意外指數波動之間的密切程度。此分析僅僅是對10年期國庫債券收益率與經濟意外之間的關係的估計。過往表現並不保證未來表現。

我們認為央行需要繼續透過較高的政策利率來遏抑經濟活動，方能夠阻止通脹再次飆升。

管理宏觀風險

市場格局的轉變並不在於經濟衰退會否發生，因此，我們認為投資者等待宏觀環境改善並無意義。投資者應著眼於防控宏觀風險，而如果信心充足，便應審慎考慮承擔哪種風險。

有別於波動較小的平穩期，我們認為現在有更大空間跑贏大市。生產限制隨處可見。各國央行因對抗通脹而需要面對艱難取舍，且無法如過往般應對增長放緩，我們認為這將導致投資觀點的差異擴大。

例如，倫交所集團的數據顯示，分析師如今對未來標普500指數股票盈利的預測較疫情前更加分散。見圖表。他們更難解讀盈利前景，因此宏觀分析有望帶來更大回報。

但我們認為投資者在新格局下需要對宏觀風險保持警惕。

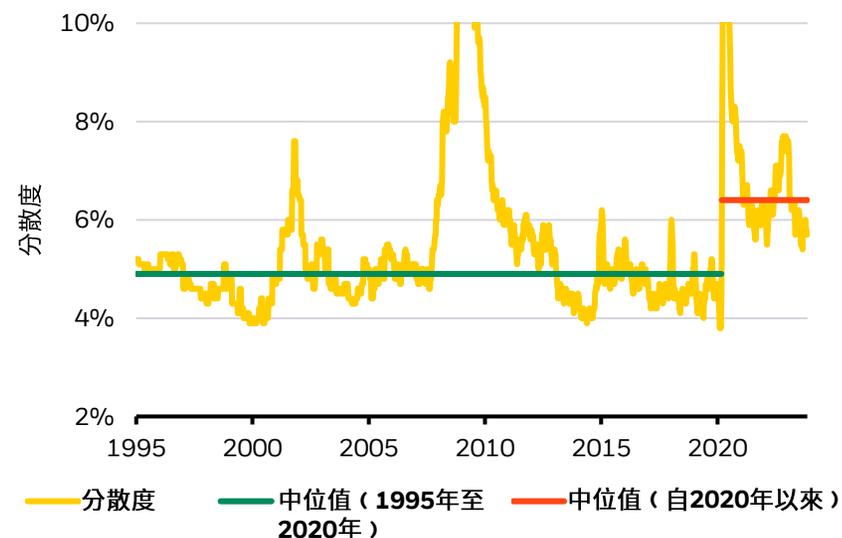
首先，市場正逐漸適應更高的結構性通脹及政策利率，但適應的步伐有別。例如，美國10年期國庫債券收益率飆升至約5%的16年高位，但大部分成熟市場股票的收益率並未顯著上升。我們認為，這種調整較會否出現技術性衰退更加重要，因此我們對廣泛資產類別配置保持審慎。

第二，結構性增長放緩及利率上升對美國政府不斷增加的債務構成挑戰。如果收益率上升令借貸成本維持在接近5%的水平，則政府支付的利息在數年內可能會超越聯邦醫療保險（Medicare）的支出。隨著央行在對抗通脹上轉趨溫和，這增加了通脹高企的長期風險。

我們亦認為期限溢價，即投資者對承擔持有長期債券的風險所要求的補償將會上升，加上預期收益率的波動性將會加劇，因此我們在戰術上保持中性，並在策略上減持長期美國國庫債券。我們最大的策略性增持倉是通脹掛鉤債券。

適應新格局

美國股票分析師的盈利估計分散度（1995年至2023年）



圖表要點：除了重大衝擊外，分析師在平穩期對企業預期盈利的看法更加一致。現在他們的看法更加分散，反映通脹及利率上升的環境令前景變得更難預測。

資料來源：貝萊德智庫、LSEG Datastream，2023年12月。註：圖表顯示分析師對標普指數企業的盈利估計的總標準差。綠色線顯示1995年至2020年1月的中位值，橙色線顯示自2020年2月以來的中位值。

宏觀經濟前景變得更不明朗。承擔宏觀風險可帶來損失，亦可帶來回報，因此我們認為投資者應審慎考慮承擔哪種風險。

主導投資組合成果

由於波動加劇及分散度擴大，我們認為投資者在管理投資組合時需要更加主動。

政策利率結構性上升最終將導致所有資產的回報增加，但我們認為並非所有資產的估值均已出現調整。此外，對廣泛資產類別進行靜態配置不太可能帶來與平穩期的股票及債券牛市相若的經風險調整回報。

我們認為超額回報（即高於基準的回報）在新格局中將發揮更大作用，而當現金提供吸引回報時，我們必須採取更靈活的投資組合配置方針。

假如投資者能完美預見未來，並能夠準確預測美國股市回報，那麼自2020年以來，更頻繁地運用這種假設的能力所帶來的回報（見圖表的右方長條）將較四年前大幅增加（左方長條）。結論是自2020年以來，運用良好分析能力並及時採取行動所產生的回報較採取買入並持有策略更高。

在新格局下，投資者亦可透過更細分的投資組合配置致勝。例如，倫交所集團的數據顯示，自2023年7月中以來，短期國庫債券的回報已超越長期債券，因為投資者開始對承擔長期利率風險要求更多補償。最後，回報的分散度亦在新格局下擴大，我們認為這意味著仔細篩選的方針或會發揮更大作用。我們發現有大量工具及策略有助實現領先靜態投資組合的表現，投資者構建核心配置時可混合不同指數、實踐超額回報投資理念及對沖風險。

結論：在新格局下，投資專業知識可能會為投資組合帶來優勢。

“

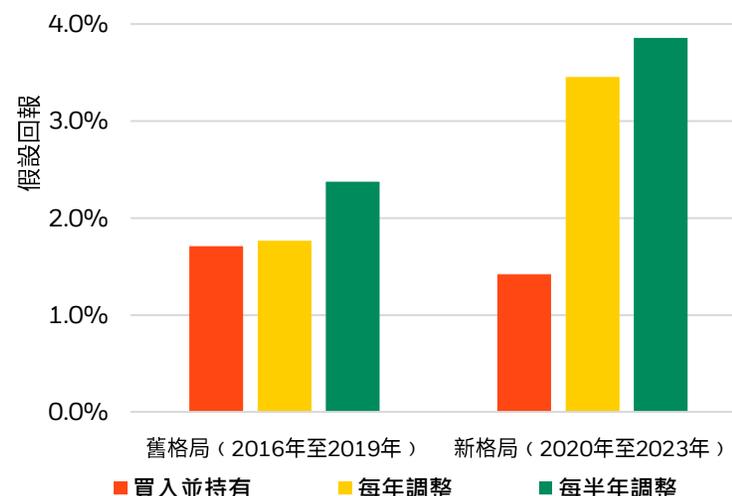
結構性趨勢及宏觀環境是尋找超額回報的靈感來源而不是限制。」



Raffaele Savi
貝萊德系統分析全球主管

動態配置更加重要

調整配置對美國股票回報的假設影響



圖表要點：有別於疫情之前，更靈活的投資方針在新格局下的表現可能大幅跑贏買入並持有策略。

過往表現並非未來業績的可靠指標。指數回報不計入費用。無法直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫、MSCI，數據來自彭博，2023年12月。註：圖表顯示美國股票（以MSCI美國指數為基礎）在新舊格局下三種情況的每月回報：保持持倉不變（買入並持有）、每年調整及每半年調整。調整是指按照MSCI美國指數成分股票行業回報的完美預測，優化投資組合配置，以取得最佳回報、多元化程度及風險水平。此分析使用了歷史回報，並且以事後分析的角度進行。未來回報或有所不同，這些結果可能不適用於其他資產類別。分析沒有考慮可能降低回報的潛在交易成本，亦不代表實際投資組合，僅供說明。

我們認為主動的投資組合配置方針將在新格局下帶來回報，「一勞永逸」的投資策略將不會如過往般奏效。

駕馭結構性趨勢

我們認為，主導投資組合的另一途徑是駕馭結構性趨勢，並考慮傳統資產類別以外的投資組合配置選項。這些趨勢本來就是推動企業利潤的因素，因此有望提供與宏觀經濟週期無關的潛在機遇。

結構性趨勢目前正在重塑市場。以數碼革新及人工智能為例，右圖顯示今年美國科技股相對於大市的領先表現。我們認為這反映了市場迅速接受市場前景已發生根本性轉變的觀點。

我們認為贏家及輸家均能夠擴大人工智能科技堆疊 (tech stack)。當我們將這個結構性趨勢整合至戰術性觀點時，即使宏觀環境並不樂觀，我們對成熟市場股票的取向亦可能更加偏向中性。見第8及第14頁。

這只是我們認為駕馭結構性趨勢將有助投資者跑贏簡單靜態配置的原因之一。

結構性趨勢的深遠影響令新的投資機會冒起，市場定價可能需要較長時間方能反映這些長期趨勢的影響。

銀行面對的資本壓力正為私募信貸及非銀行金融機構帶來機會，填補貸款市場的缺口 – 亦是未來金融的一環。私募信貸可能是流動性較低的資產類別，不適合所有投資者。

主要經濟體人口老化將限制各國的生產及增長能力，影響程度將視乎這些國家如何應對。

我們認為，適應氣候變化的能力正逐漸成為新的投資主題。隨著氣候變化損害日益嚴重，我們發現對幫助經濟體預防、適應及抵禦氣候災害，以及在損害發生後重建的解決方案的需求有所增加。見第9頁。

我們認為地緣政治分化正推動科技、能源及國防等戰略性行業的投資大幅上升。見第10頁。

結構性趨勢正發揮作用

2023年年初至今標普科技行業與標普500指數表現的比較



圖表要點：投資者對人工智能及數碼科技的熱情抵銷了收益率上升的負面影響，推動美國科技股在2023年大幅跑贏大市。

過往表現並非未來業績的可靠指標。指數回報不計入費用。無法直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2023年12月。圖表顯示標普500科技行業（橙色線）及標普500指數（黃色線）以美元計的年初至今總回報。

結構性趨勢是新格局的關鍵推動因素，影響著長期經濟增長及通脹前景，並改變企業的盈利能力，我們視之為現在及未來的長期回報來源。

人工智能：智能革命

運算硬件的進步及深度學習的創新推動人工智能科技在2022年年底出現轉捩點。我們認為，隨著創新科技不斷積累及發展，未來的進步可能會呈指數級增長。

然而，追蹤各地區及行業的投資機遇將面對很高的不確定性。科技「堆疊」(technology “stack”)，即互相疊加及推動進一步創新的多個科技分層，或許能夠提供有助評估投資機會的路線圖。見圖表。

底層 (示意圖的橙色部分) 涵蓋雲端基建及晶片，即科技堆疊的基礎部分。第二層 (黃色部分) 涵蓋模型、數據及數據基建。最後一層 (白色部分) 由運用創新科技的應用程式組成。我們認為相關科技正處於第一層及第二層之間，未來可能邁向最後一層，由數間大型科技公司引領的整個科技行業的業務重心將轉向人工智能。

我們認為這意味著人工智能革命即將發生，其影響可能超出近期對生產力提高的關注。我們早前的研究顯示，人工智能專利的增加與整體盈利增長之間或存在正相關性。我們亦發現投資者對這些專利賦予越來越大的經濟價值，但並非所有專利均能夠為企業帶來盈利，其未來價值相當不確定。

我們的6至12個月投資觀點是增持成熟市場股票的人工智能主題。我們認為科技行業的盈利將保持穩健，並預計其將成為2024年美國企業整體利潤增長的主要動力來源。

“

人工智能對於盈利增長及生產力均為重大利好因素。」



Simona Paravani-Mellinghoff
貝萊德多元資產策略及解決方案全球投資總監

人工智能科技堆疊

貝萊德對於發展人工智能應用程式所需科技的觀點 (2023年12月)



圖表要點：隨著科技發展，我們發現投資機會向上層堆疊移動，由硬件製造商移動至數碼及數據基建分層，最終到達應用程式的分層。

資料來源：貝萊德智庫，2023年12月。註：示意圖顯示我們認為發展人工智能應用程式的所需科技。隨著多項科技互相「堆疊」，每個分層均以下一層為基礎構建，實現進一步創新。示意圖僅供說明，以作為根據我們目前所知資訊的指引。隨著人工智能生態系統的發展，部分分類可能會被更新的分類取代。提及的證券僅供說明用途，不應被解釋為投資意見或買賣建議。

我們認為，建設最先進智能機器的全面競賽如同一場革命，能夠與過往的工業革命及資訊革命相提並論。

投資於氣候適應力

低碳轉型是市場上正在發揮作用的五大結構性趨勢之一。我們已推出貝萊德智庫轉型情況分析模型，協助投資者應對低碳轉型的風險及捕捉相關機遇，並重點關注能源轉型。此舉不僅為了識別可再生能源領域的機會；傳統能源公司亦可實現領先表現，尤其是在供求錯配的環境。

市場往往聚焦於能源轉型，但我們發現一個相關主題正在成為重要的投資議題：氣候適應力，即預防、適應及抵禦氣候災害，以及在氣候相關損害發生後重建的能力，例如透過早期監測系統來預測水災，使用空調系統應對熱浪，或改造建築物以更有效地抵禦極端天氣。隨著氣候損害在未來數年日益加劇，我們需要大量投資來加強社會適應氣候變化的能力。

氣候變化將帶來多大損失？我們難以量化來其對人類健康及福祉的影響。如圖所示，能夠量化的經濟損失正迅速增長，對增強氣候適應力的產品及服務的需求亦日益增加。市場可能低估了這趨勢逐漸成為主流投資主題的潛力。

在最近的一篇文章中，我們將此主題分為三個子主題：評估及量化風險、管理風險及重建實體基建。此分類有助我們建立用於識別蘊藏在工業及科技等行業以及不同資產類別的投資機遇。

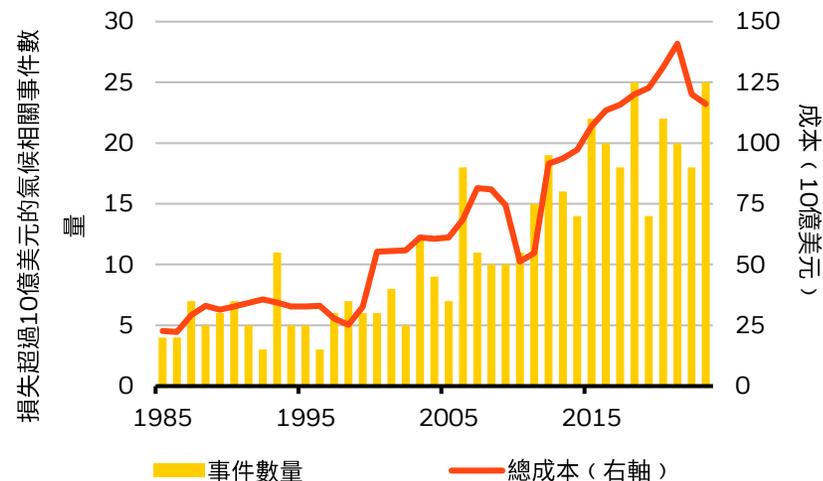
“我們在對抗水災、火災及旱災的氣候適應力解決方案發現投資機會。”



Olivia Markham
貝萊德基本股票主題與行業基金經理

實際物理損失不斷增加

經通脹調整損失達10億美元的美國氣候相關事件（1985年至2023年）



圖表要點：在過去約三十年間，損失總額超過10億美元的氣候相關事件數量穩步增加。踏入2023年僅僅九個月，美國此類事件的數量便創下新高。

資料來源：美國國家海洋及大氣管理局國家環境資訊中心《損失超過十億美元的天氣及氣候災害》（2023年），2023年12月。註：條柱（黃色）顯示損失超過10億美元的氣候相關事件數量。數據包括旱災、水災、強烈風暴、颶風、野火、冬季風暴及嚴寒。橙色線顯示十年移動平均總成本。數據按照2022年美元的通脹進行調整。所有金額均以美元顯示。

我們認為，市場可能低估了氣候適應力逐漸成為主流投資主題的前景。

全球分化加劇

我們認為，接連的危機加速了全球分化以及地緣政治及經濟集團互相競爭的趨勢，貝萊德地緣政治風險指標亦有所上升（見圖表），反映市場較過往更加關注此現象。

那麼，投資者應否採取防守型部署，僅進行國內投資？我們並不同意，因為雖然著重韌性多於經濟效率的新理念或會增加成本，但亦帶來投資機遇。我們認為，越南及墨西哥等國家能受惠於供應鏈多元化的趨勢，海灣國家、印度及巴西亦蘊藏投資機會。這些國家正在與多個集團建立聯繫，並擁有寶貴資源及原材料供應鏈。

面對競爭加劇的世界，我們預期科技、能源、國防及基建等戰略行業的投資將會激增，而在管理及降低網路安全風險方面擁有專業知識的公司亦存在投資機會。

中東戰爭、俄羅斯與烏克蘭的持續衝突，以及中美之間的結構性競爭均意味著地緣政治風險增加。聯合國的資料顯示，全球動盪事情的數量上升至數十年高位。此外，2024年將是史上規模最大的選舉年，全球逾半人口將參與投票。我們認為美國及台灣大選尤其重要。

我們認為，駕馭新的世界秩序未必需要迴避風險或為特定事件作好部署，相反，重點在於構建旨在把握機會，同時減低風險的整體投資組合策略。

“

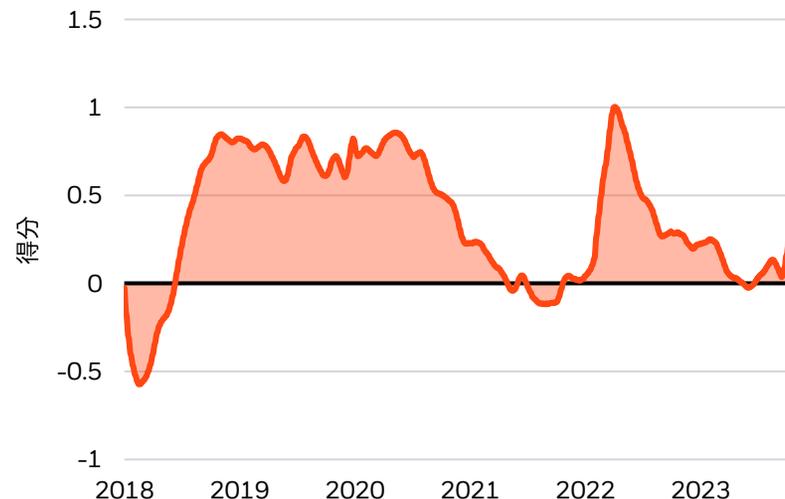
接二連三的衝擊正導致世界秩序出現長期結構性變化。」



Tom Donilon
貝萊德智庫主席

關注不斷增加

貝萊德地緣政治風險評估工具（2018年至2023年）



圖表要點：貝萊德地緣政治風險指標顯示，市場對地緣政治的關注在今年創下新高。

資料來源：貝萊德智庫。2023年12月。註：貝萊德地緣政治風險指標追蹤與特定地緣政治風險相關的字詞在經紀人報告（透過倫交所集團）及金融新聞消息（道瓊斯全球通訊社）出現的相對頻率。我們根據文章文字反映的正面或負面情緒進行調整並評分。得分反映相比過去5年市場對各風險的關注度。我們希望衡量市場而非大眾對特定風險的關注度，因此與其他媒體來源相比，我們給予經紀人報告的權重較高。

地緣政治分界所帶來的經濟聯繫重塑進程將會加快。我們專注於由此創造的投資機會。

放眼環球市場

我們發現環球市場回報的差異擴大，為把目光投向國外市場的投資者創造機會。我們針對各地區及國家進行仔細篩選，評估它們的估值、盈利前景及目前定價。

以日本為例，我們認為2023年對於日本相當關鍵。我們在今年兩度上調對日本觀點，因為其估值吸引、公司盈利錄得增長，旨在促進股東的企業改革亦逐漸奏效。日本繼續是我們最看好的成熟市場股市。投資者正迅速把握投資日本的機會，某程度上是日本股市在今年急升的原因。

除了表面的升勢，日本市場亦正發生更加微妙的變化。圖表顯示市帳率偏低的公司在今年表現出色，反映投資者預期這些公司將採取更多提升價值的措施。我們仍然認為日本市場的整體估值吸引。其中一個風險是貨幣政策可能收緊，因此我們傾向承擔股票風險而不進行貨幣對沖。

我們整體上繼續看好新興市場資產多於成熟市場資產。新興市場的表現與全球經濟增長息息相關，因此仔細篩選相當重要。

結構性趨勢可能提供豐富的新興市場投資機會。印度的數碼支付系統預示其金融業將迎來理想前景。我們認為，隨著銀行調整借貸模式，此發展可能為信貸大幅增長奠下基礎。低碳轉型為拉丁美洲帶來重要機遇，尤其是對於在銅及鋁等關鍵資源擁有大量儲備的國家。美國公司將營運及生產基地轉移至更接近本土的地方，墨西哥等國家或因此受惠。

“

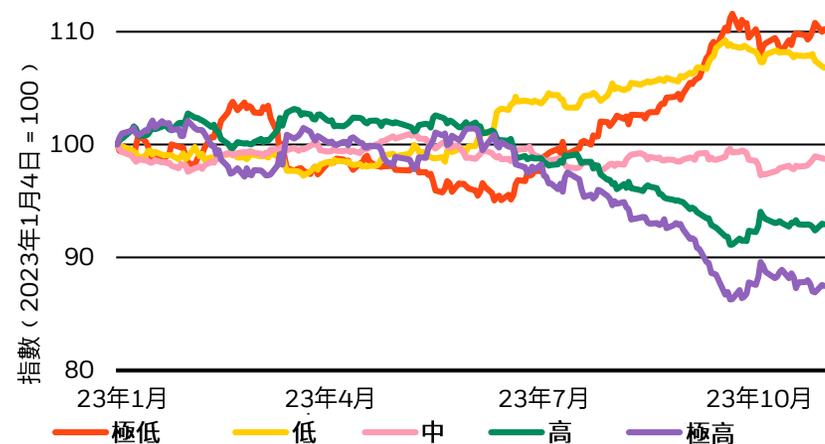
日本及印度是受惠於全球分化的市場。」



Belinda Boa
貝萊德基本因素股票新興市場投資總監

改革逐漸奏效

日本：按市帳率劃分的股票相對表現（2023年）



圖表重點：市帳率較低的日本公司的股票表現領先，因為投資者預期這些公司將採取更積極的措施提升股東價值。

過往表現並非未來業績的保證。資料來源：貝萊德智庫，數據來自QUICK及大和證券。2023年12月。註：圖表顯示東證股價指數成分股年初至今的基準重置後表現，並按市帳率將成分股分為五個組別，分類過程為按市帳率升序排列成分股，然後將其分為五個市值加權組別，確保每個組別代表相同的總市值部分。例如，「極低」的組別包含市帳率最低的成分股。這些組別每月調整一次。

針對不同地域仔細篩選是我們在新格局下的對策能實現高於基準回報的重要一環。

實物資產的投資機會

我們認為通脹將結構性上升，因此房地產及基建等實物資產將在策略性投資組合發揮關鍵作用，原因是部分實物資產的價值或產生的現金流與通脹相關的指標掛鉤，例如房地產價格或租金收入。

然而，宏觀環境至關重要。過往利好回報的低利率已經消失，取而代之的是融資成本結構性上升。問題在於目前定價在多大程度上反映以上因素。我們曾預期，私募市場核心實物資產的估值將因應更高的利率及收益率進行調整，因此我們在2022年6月對私募實物資產轉持審慎觀點。

估值已經出現調整，但我們認為尚有進一步調整空間。資本化率（即房產收入與價格的比率）是衡量房地產估值的常用參考指標，而隨著利率及收益率急升，我們預計私募及公募房地產的資本化率均會上升。

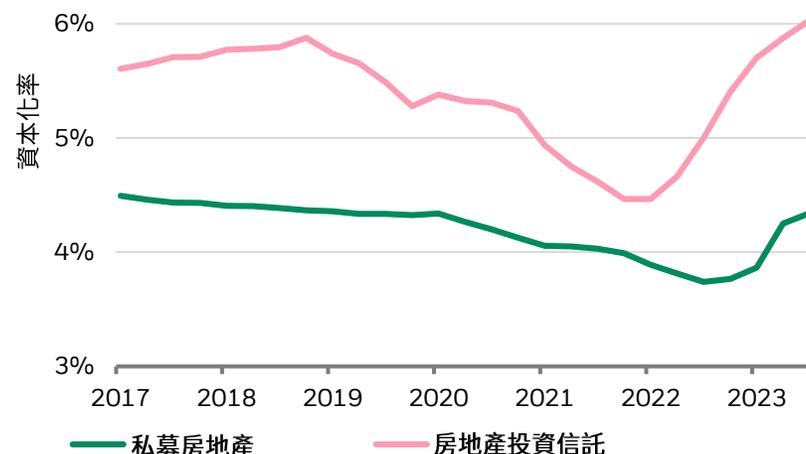
然而，實際情況是私募實物資產的資本化率變幅小於在公開市場交易的房地產投資信託。見圖表。這表示公開市場在這種情況下能更準確反映新的環境。

由於地區、行業及策略類別各異，整體資本化率未能充分反映實際情況，標的資產的性質不同是私募及公募資產的資本化率存在差異的原因之一。相對核心實物資產基金，美國房地產投資信託投資於更廣泛物業，包括數據中心及醫療保健等，意味著在經濟活動放緩的環境下，部分房地產投資信託的抗禦力或較優勝。這凸顯出在通脹時期，購買實物資產時需要進行深入研究。

結論：部分公募實物資產的價格調整幅度高於私募資產。我們認為，把握投資機會的關鍵在於仔細篩選、了解定價已反映的因素以及在各實物資產之間靈活切換。

私募市場落後於公開市場

房地產資本化率（2017年至2023年）



圖表要點：房地產投資信託的估值對利率上升的反應較私募房地產更快，變幅更大，因此我們認為公開上市的房地產投資信託較私募房地產更加吸引。

資料來源：貝萊德智庫，數據來自美國全國房地產投資受託人委員會，2023年12月。註：圖表顯示歷史資本化率（綠色實線）。過往表現並非未來業績的保證。

房地產估值已因應新市場格局有不同調整。我們認為結構性通脹將在策略性組合配置中較長期利好實物資產。

觀點剖析

闡述我們的戰術性資產配置方針

我們認為在新格局下，廣泛配置的靜態投資解決方案不利回報。我們認為配置資產時應仔細篩選及採取細分觀點。我們已進一步擴展投資對策，以捕捉超額回報。

廣泛資產配置

我們首先根據對6至12個月戰術性宏觀前景的評估以及價格所反映的情況確定資產配置，其後透過廣泛資產配置來執行我們的投資組合觀點。

我們已處於宏觀風險及市場波動較高的新格局。我們認為，即使央行放寬政策並刺激股市及債市雙雙上升時，廣泛資產配置策略將不會帶來與過往相同的回報。

影響

- 我們繼續減持成熟市場股票
- 我們繼續增持短期債券
- 我們繼續減持高評級信貸

超額回報觀點及細分觀點

然後，我們評估宏觀配置以外的持倉，我們稱之為「宏觀中性持倉」。這些持倉反映我們對各行業及國家的超額回報觀點及細分觀點。

我們發現獲取潛在回報的超額回報投資機會，而廣泛資產類別或宏觀回報則不太吸引。我們認為，面對不明朗的新格局，對宏觀環境的分析能力有望帶來回報。我們亦收窄看好的地區、領域及行業的機會範圍，以獲取高於基準的回報。

影響

- 我們認為成熟市場及新興市場股票有望帶來超額回報
- 細分觀點方面，我們看好科技及金融等行業。

駕馭結構性趨勢

我們會考慮這些改變宏觀環境的結構性趨勢的影響。我們相信多股結構性趨勢已開始推動回報及企業利潤，且不受限於資產類別。

影響

- 我們繼續增持成熟市場人工智能主題

本資料僅為於特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或對未來業績的保證。讀者不應將本資料作為任何特定基金、策略或證券的研究或投資建議而加以倚賴。關於超額回報的陳述並未計入費用。資料來源：貝萊德智庫，2023年12月。

靈活動態配置

我們的核心信念是投資者在新格局下更靈活地配置投資組合，「一勞永逸」的資產配置方法無法像過往般發揮作用。

我們已更新對戰術性觀點及策略性觀點的表達方式，以聚焦我們在兩個投資年期內確信度最高的觀點，同時強調保持靈活及細分資產的重要性。我們亦詳細分析在資產類別層面建立宏觀觀點的方法，以納入我們對廣泛資產配置以外的潛在回報機遇的投資觀點。

戰術性配置方面，我們的整體宏觀觀點仍然是減持成熟市場股票，因為我們預期持續通脹將導致成熟市場經濟增長將停滯不前，促使央行長期保持較高的政策利率。然而，我們在成熟市場股票中發現較佳超額回報投資機會。考慮人工智能主題及超額回報後，我們對美國股票的整體觀點更偏向中性。見右方例子。如第11頁所述，我們繼續看好日本。我們亦繼續看好成熟市場股票的人工智能主題。

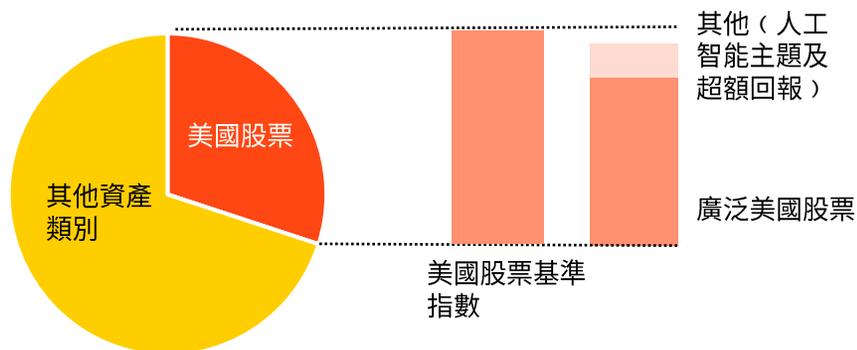
策略配置方面，我們更偏好收益資產。對通脹的觀點令我們最大限度增持通脹掛鉤債券。我們仍然看好私募市場的收益機會。成熟市場政府債券方面，我們繼續偏好短期及中期債券。

主要觀點

我們確信度最高的戰術性（6至12個月）及策略性（長期）觀點（2023年12月）

戰術性觀點	原因
成熟市場股票	<ul style="list-style-type: none"> 我們根據宏觀觀點繼續減持成熟市場股票，但人工智能主題及超額回報潛力使我們更偏向中性觀點。見下圖。
定息收益	<ul style="list-style-type: none"> 在利率上升的環境下，債券提供的收益緩衝全面增加。我們看好短期債券，而由於未來存在雙向風險，我們對長期美國國庫債券持中性觀點。
地域細分觀點	<ul style="list-style-type: none"> 我們傾向按地域進行更細分的配置（見第11頁），並看好成熟市場的日本股票。新興市場方面，我們看好印度及墨西哥，因兩者受惠於結構性趨勢，儘管其相對估值似乎偏高。
策略性觀點	原因
私募信貸	<ul style="list-style-type: none"> 我們認為，隨著銀行退出，私募信貸在貸款市場的份額將會增加，相對於信貸風險，其回報頗具吸引力。
通脹掛鉤債券	<ul style="list-style-type: none"> 在新格局下，我們認為通脹將維持在接近3%的水平而非政策目標，這是我們最堅定的策略性觀點之一。
短期及中期債券	<ul style="list-style-type: none"> 我們在整體上看好短期債券多於長期債券，因為通脹更不確定及波動、債券市場波幅加劇，投資者需求亦有所減弱。

增持結構性趨勢對美國股票整體觀點的影響分析



我們減持廣泛美國股票。但人工智能主題令我們的觀點接近中性。

註：上述觀點從美元角度作出，2023年12月。本資料僅為於特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或對未來業績的保證。不應將本資料作為任何特定基金、策略或證券的研究或投資建議而加以倚賴。

細分資產觀點

依據確信度載列對部分資產（相較廣泛環球資產）未來6至12個月的戰術配置觀點（2023年12月）

我們首先根據宏觀展望以及定價已反映的因素來決定資產配置的方向，並反映於以下圖表。接下來是獲取超額回報的機會，即產生高於基準回報的潛力。我們認為，新格局不利於對廣泛資產類別進行靜態投資，但卻為獲取超額回報創造更大空間。例如，要在效率極佳的成熟市場股市締造超額回報從歷史上機會較低，但我們認為，隨著波動加劇、宏觀不確定性增加及回報差異擴大，這種情況已經改變。獨到投資觀點及技巧將在新格局下將帶來回報。

股票	戰術性觀點	觀點
美國		我們在整體上減持美國股票，但其仍是投資組合配置比重最高的資產類別。對減息及軟著陸的憧憬帶動股市上升。我們認為這些憧憬有可能落空。
歐洲		我們減持歐洲股票。歐洲央行在經濟放緩的情況下仍會收緊政策，估值具有吸引力，但我們並未發現改善市場情緒的催化因素。
英國		我們對英國股票持中性觀點。我們認為具吸引力的估值較充分地反映了增長前景疲弱以及英國央行大幅加息以對抗高企通脹的影響。
日本		我們增持日本股票。我們認為更強勁的增長有助盈利跑贏預期。股票回購及其他回饋股東的行動是利好因素。潛在的政策緊縮是短期風險。
成熟市場人工智能大趨勢		我們增持成熟市場人工智能大趨勢。我們正步入以人工智能為中心的跨國家及跨行業投資週期，料將有助推動收入及利潤率增長。
新興市場		我們對新興市場股票持中性觀點。我們認為增長趨勢漸弱，中國採取的刺激政策亦有限。我們看好新興市場債券多於股票。
中國		我們對中國股票持中性觀點。適度的刺激政策可能有助穩定經濟活動，並且估值已下降。但人口老化及地緣政治風險等結構性挑戰依然存在。

減持 中性 增持 ● 先前觀點

定息收益	戰術性觀點	觀點
短期美國國庫債券		我們增持美國短期國庫債券。由於利率長期高企，我們較看好短期政府債券的收益潛力。
長期美國國庫債券		我們對長期美國國庫債券持中性觀點。預期政策利率推動的收益率升勢可能已經見頂，我們認為長期收益率有大致相同機會上升或下降。
美國通脹掛鈎債券		我們對美國通脹掛鈎債券持中性觀點。我們認為中期通脹將會上升，但通脹及增長放緩在短期內可能更為關鍵。
歐元區通脹掛鈎債券		我們減持歐元區通脹掛鈎債券。我們看好美國多於歐元區。我們認為市場高估了歐元區通脹相對於美國的持續性。
歐洲政府債券		我們對歐洲政府債券持中性觀點。市場定價反映政策利率符合我們的預期，10年期收益率已從高位回落。周邊國家債券息差擴闊仍構成風險。
英國國債		我們對英國國債持中性觀點。英國國債相對於美國國庫債券的息差收窄。市場價格反映英國央行的政策利率更接近我們的預期。
日本政府債券		我們減持日本政府債券。由於日本央行降低超寬鬆政策水平，我們認為債券收益率可能上升。
中國政府債券		我們對中國政府債券持中性觀點。政策放寬利好債券。但我們認為短期成熟市場債券的收益更具吸引力。
環球投資級別債券		我們減持環球投資級別債券。我們認為，偏緊的息差無法彌補加息對企業資產負債表造成的預期打擊。我們看好歐洲多於美國。
美國機構按揭抵押證券		我們增持美國機構按揭抵押證券。我們認為機構按揭抵押證券是多元化債券配置中的優質持倉，並看好機構按揭抵押證券多於投資級別債券。
環球高收益債券		我們對環球高收益債券持中性觀點。息差偏緊，但我們看好其較高的總收益率及在短期上升潛力。我們看好歐洲。
亞洲信貸		我們對亞洲信貸持中性觀點。我們認為估值不足以令我們上調觀點。
新興市場硬貨幣債券		我們增持新興市場硬貨幣債券。由於收益率上升，我們看好新興市場硬貨幣債券。隨著新興市場央行開始降低政策利率，硬貨幣債券亦可緩衝當地貨幣貶值的影響。
新興市場當地貨幣債券		我們對新興市場當地貨幣債券持中性觀點。其收益率已接近美國國庫債券收益率。央行減息或會打擊新興市場貨幣，拖累潛在回報。

過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。無法直接投資於指數。附註：上述觀點從美元角度作出。本資料僅為於特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或對未來業績的保證。不應將本資料作為任何特定基金、策略或證券的研究或投資建議而加以倚賴。

貝萊德智庫

貝萊德智庫 (BII) 利用貝萊德的專業知識，提供有關全球經濟，市場，地緣政治和長期資產分配的見解，幫助我們的客戶和投資組合經理人駕馭金融市場。貝萊德智庫以專有的研究為基礎提供戰略和戰術市場觀點，出版物和數位工具等。

一般披露：本文件不應賴以作為預測、研究或投資建議，亦並非買賣任何證券或採取任何投資策略的建議、要約或要約邀請。本文所載意見截至2023年11月，其後可能作出變更。本文件所載資料及意見取自貝萊德認為可靠的專屬和非專屬來源，並不一定涵蓋所有資料，且無法保證其準確性。因此，概不對其準確性或可靠性作出保證，而貝萊德及其主管、僱員或代理商概不對任何其他形式的錯誤及遺漏所引致的責任負責（包括因疏忽而對任何人士負責）。本文件可能含有非僅基於過往資料而提供的「前瞻性」資料。有關資料可能涵蓋（其中包括）預計及預測。並不保證任何所作預測將會實現。讀者須自行決定是否倚賴本文件所提供的資料。

在香港，資料由貝萊德資產管理北亞有限公司刊發。只限作參考或教育用途且並未被香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件提供的資料並不構成稅務或法律建議。投資者應就自身稅務狀況向稅務專家諮詢具體資料。投資涉及風險，包括可能損失本金。國際投資涉及的相關風險包括外幣、流動性不足、政府監管較為寬鬆及因不利的政治、經濟或其他事態發展而導致重大波動等風險。於新興／發展中市場或規模較小的資本市場進行投資，所涉及的此類風險往往較高。

© 2023 BlackRock, Inc. 版權所有。BLACKROCK為BlackRock, Inc. 或其附屬公司在美國及其他地方的註冊商標。所有其他商標均屬各自擁有人所有。