

2023年 下半年 投資展望

新格局下的新機遇
宏觀及整體投資組合觀點

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

可持續發展投資研究及分析主管—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	大趨勢	9-13
新格局最新情況	3	數碼革新	9
		地緣政治	10
主題	4-6	向低碳轉型	11
維持緊縮政策	4	人口老化	12
發掘新機遇	5	金融業的未來	13
駕馭大趨勢	6		
		觀點概要	14-15
投資觀點	7-8		
戰術性	7		
策略性	8		

新宏觀格局為我們帶來不同但同時亦不少的投資機遇。持續的供應限制迫使主要央行收緊政策，導致宏觀及市場波動性加劇。我們透過細分資產類別及駕馭大趨勢以捕捉機遇：人工智能崛起及全球化重塑等結構性轉變有望驅動當前及未來的回報。

我們認為目前經濟環境下的投資機遇與過往有別。因此，我們更新了投資主題，首先是**保持緊縮政策**。市場觀點已轉變，並認為在全球環境由供應限制（尤其是美國勞動力短缺）主導的情況下，央行不會迅速放寬政策。我們認為央行將被迫維持緊縮政策，以應對通脹壓力。這形勢不利於廣泛資產類別的回報，亦標誌著過去40年經濟增長及通脹穩定的時期（「平穩期」）已告一段落。

但我們的第二個主題正是**發掘新機遇**。波動性加劇導致證券相較大市表現的分歧擴大。若希望從中獲利，須更細分資產配置，並著眼於較我們戰術投資期(6至12月)為短的機遇。我們的投資組合側重價格已反映我們宏觀觀點的領域，以更精準地把握投資機遇。

由此引出我們的第三個主題：**駕馭大趨勢**。我們定義為有望顛覆各經濟體及行業的盈利能力的結構性變革。大趨勢並不是在遙遠將來，而是在目前正發揮影響。關鍵在於識別能推動這些大趨勢的催化因素及潛在受惠領域，以及目前價格是否已反映上述所有情況。

大趨勢包括人工智能等數碼革新、地緣政治導致的全球化重塑、向低碳經濟轉型、人口老化以及迅速演變的金融體系。我們認為物色有望受惠於大趨勢的行業及企業的關鍵在於更細緻的投資觀點。

我們調整了投資對策，將我們的核心宏觀觀點與細分領域機遇、大趨勢相關投資板塊相結合。主要經濟體增長放緩及通脹持續高企，令我們更側重投資於新興市場及定息收益。

雖然我們已略微減持成熟市場股票，但截至目前其（尤其是美國股票）仍佔我們投資組合的最大比重。我們增持人工智能這一大趨勢。我們注重質素，並已識別出人工智能的受惠領域。我們細分投資觀點，以增加投資組合廣度：成熟市場股票方面，我們看好日本股票。我們側重新興市場股票及新興市場當地貨幣債券。定息收益方面，我們側重短期美國國庫債券、美國按揭抵押證券及高級別信貸。

5年或更長期策略性觀點方面，由於傳統銀行業受壓及信貸環境收緊，我們認為私募信貸是有可能受惠的領域之一。

新格局正發揮影響

過去6個月進一步印證我們處於宏觀經濟及市場波動性加劇的新格局中。總括而言，這是由一系列供應限制因素共同作用的結果：表明成熟市場已無法在不引起通脹上升的情況下達到以往的產量。我們認為前景由大趨勢所塑造，因此供應限制會成為長期特徵。

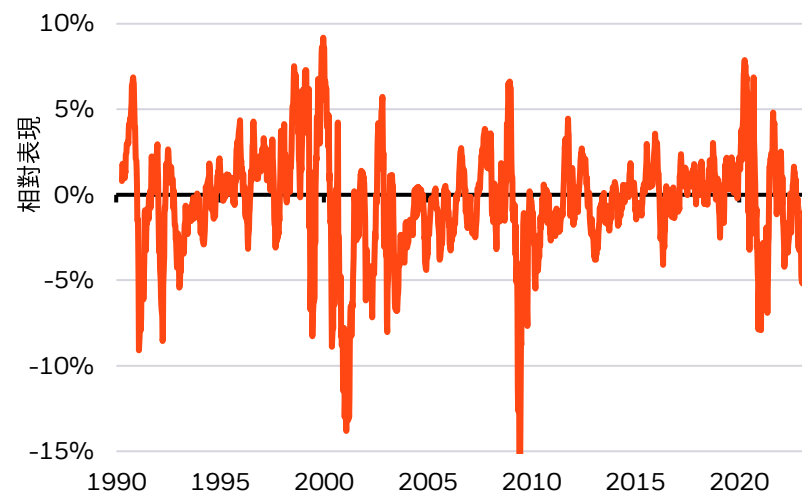
地緣政治分化及全球供應鏈重塑將推高生產成本。按淨額計算，我們認為**向低碳經濟轉型**的政府政策會在未來10年推高能源成本。**人口老化**意味著超過退休年齡的人口比例不斷上升，導致勞動力短缺。這是目前推升美國通脹的主要限制因素，因勞動市場緊絀將導致工資持續上漲。**人工智能**興起可提高生產力，可能有助抵銷部分供應限制。然而，影響可能需要數十年（而非短短數年）方會顯現。

在新格局下，央行的決策更加困難，因其缺乏解決供應限制的工具，且須在經濟增長與通脹之間作出更艱難的取捨。央行傾向於遏制通脹，並以數十年來最快的速度加息。儘管按部分指標衡量，歐洲及美國已陷入經濟衰退，但通脹依然揮之不去，這反映新格局正發揮影響。

但年內股票在科技股帶動下反彈，升幅掩蓋了分歧顯著的個股表現，許多股票跑輸大市指數（如圖所示）。這也說明在新格局下，相對依賴廣泛資產類別的回報，在投資組合內更細分的資產配置更為重要。這亦意味著首先應選擇價格能更充分反映宏觀前景的市場領域。其次，如同科技及人工智能領域的例子，應駕馭大趨勢並物色當中機遇，這些趨勢不僅塑造宏觀前景，亦將顛覆及驅動全球各行業及企業。

股市走勢異常

標普市值加權及等權重指數的相對表現（1990年至2023年）



圖表要點：標普500指數升幅日益集中於少數科技股，已超越21世紀初科技股熱潮水平。我們認為股市走勢異常表明即使宏觀環境不利，人工智能等大趨勢仍可成為驅動回報的重要因素。

過往表現並非目前或未來業績的可靠指標，且指數回報不計入費用。無法直接投資指數。資料來源：貝萊德智庫，數據來自Refinitiv Datastream，2023年6月。註：圖表顯示自1990年以來按滾動基準計，標普500綜合指數（表現取決於標的股票市值加權）與標普500等權重指數（各標的股票表現的權重相等）連續3個月價格指數變動的差異。

相較過往，由持續供應限制主導的新格局可提供不同但同時亦不少的投資機遇。

維持緊縮政策

經濟格局已從需求衝擊主導宏觀環境轉變為由供應限制因素主導。正如早前所討論，這些限制將令揮之不去的通脹壓力加劇。

這造成了兩方面影響。首先，央行可能必須系統性地維持緊縮政策，以應對價格上漲的壓力。此舉與過往30年形成鮮明對比，當時廣泛通縮促使央行維持寬鬆的貨幣政策。在加息導致金融危機（如今年較早時候美國某些區域性銀行倒閉）或經濟活動疲弱的情況下，央行會迅速出手救市，透過減息刺激經濟活動（如圖所示）。

目前情況則已經完全不同，相較疫情前普遍低利率的環境存在天壤之別。主要經濟體的政策利率維持在較高水平的時間將延長。

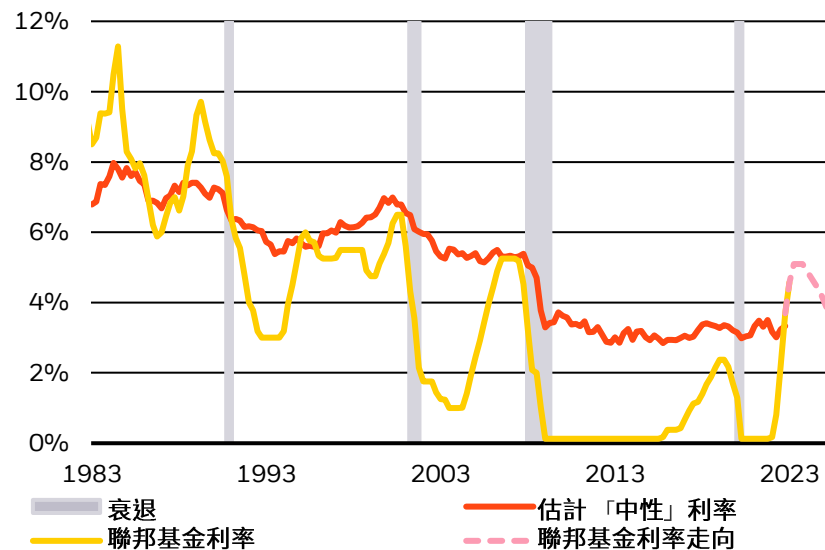
這對投資有何影響？收益重現，促使我們增持短期美國國庫債券。

第二個影響是投資者所依賴的經濟關係在新格局下或會瓦解。由於人口老化，主要經濟體的勞動力供應減少，意味著低失業率不再是經濟週期性穩健的標誌。勞動力普遍短缺或會促使企業在銷售額下降的情況下，亦要留住員工，因為擔心難以填補空缺。這令美國和歐洲極有可能出現「充分就業式衰退」。企業挽留僱員對企業利潤率造成的損失或會較過往為高，這不利於成熟市場股票的前景。

結論：新格局蘊藏龐大投資機遇，關鍵是須在不同資產類別的細分領域發掘機遇，而不再依賴於宏觀環境。

在限制性區間徘徊

聯儲局政策利率及預測對比中性利率估計（1983年至2025年）



圖表要點：自20世紀90年代初以來，聯儲局一直維持寬鬆的貨幣政策。近期快速加息已將政策利率推入限制性區間。我們認為聯儲局下調政策利率的計劃可能脫離實際。

前瞻預測未必會實現。資料來源：貝萊德智庫、紐約聯儲銀行、美國勞工統計局，資料來自Haver Analytics，2023年5月。註：圖表顯示聯邦基金利率、對聯邦基金利率走向的估計以及對名義「中性」利率的估計。名義中性利率是對既不會刺激也不會抑制經濟增長的央行利率假設性估計。中性利率估計來自Holston Laubach Williams (2017年) 對（實際）中性利率的估計，加上D'Amico、Kim和Wei (2018年) 模型對預期通脹的估計。

我們認為，揮之不去的通脹壓力意味著央行可能須長期維持緊縮政策。這相較疫情前的普遍低利率環境存在天壤之別。

發掘新機遇

在新格局下宏觀波動性上升導致市場波幅加劇，我們認為這形勢不利於廣泛選持不同資產類別，但也創造了其他機遇，並可透過更細分的觀點及配置獲取回報。

我們發掘此類機遇的方法是，將細分領域觀點與宏觀資產類別觀點相結合。我們認為在新格局多種複雜因素的影響下，各資產類別內部和之間的離散度（價格偏離指數的程度）將擴大，而細分領域回報則會更豐厚。

右圖顯示，隨著新格局形成，美國股票指數的離散度有所擴大。我們認為這提供了更多途徑，可透過選持無相關性倉位來擴大投資組合的「廣度」。

同時這意味著證券挑選、掌握專業知識和技巧對實現高於基準的回報更加重要。我們認為在短期內，物色價格已反映宏觀前景的證券可帶來機遇。

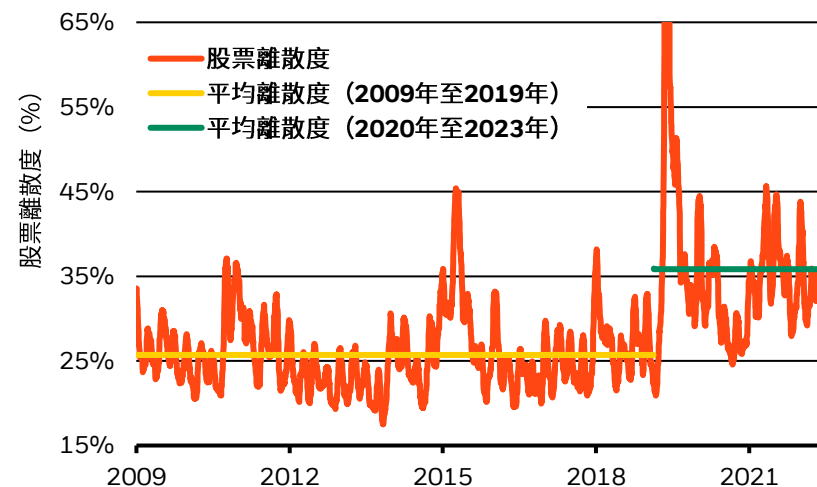
潛在市場錯價亦可能帶來更多相對價值機遇。例如，我們認為由於歐洲央行加息幅度擴大，目前定價所反映的歐元區未來通脹較美國未來通脹為高的情況不太可能出現。

我們發現在新格局下，市場看法轉變的速度或會更快。因此，我們致力於了解市場定價如何變化，並及時把握錯價機遇（見第14頁）。

想在新格局中提升潛在回報，應著眼於較我們戰術投資期(6至12月)為短的機遇。

離散度擴大

個股回報範圍與羅素1000指數比較（2009年至2023年）



圖表要點：羅素1000指數疫情後表現離散度遠較疫情前為高。我們認為這有助創造投資機遇。

過往表現並非目前或未來業績的可靠指標，且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，資料來自Refinitiv，2023年6月。註：圖表顯示基於21天平均變動（深橙色線）的羅素1000股票回報的離散度、全球金融危機爆發後2009年7月至2019年年末的平均離散度（黃色線）及2020年至2023年6月的平均離散度（綠色線）。

我們認為，廣泛選持不同資產類別的回報將較以往為低。投資者應在更細分領域發掘機遇。

駕馭大趨勢

我們認為結構性大趨勢將主導新宏觀格局和資產回報。發掘投資機遇的關鍵在於了解這些趨勢背後的推動因素及其相互作用。其次，我們致力於物色有望從中受惠的行業和公司，並追蹤市場價格是否已反映這因素。

ChatGPT和其他為消費者提供便利的工具面世推動了人工智能(AI)的發展。我們認為，由於AI應用或會顛覆整個行業，市場仍在評估其潛在影響。這種影響不僅局限於行業板塊。邁向數碼化亦令網絡保安風險全面上升。

我們認為，如同中美策略競爭一樣，地緣政治分化亦將令全球供應鏈重整。多國政府正將產業遷回至本國，並加強與盟國之間的生產貿易聯繫。這或會令持續數十年的全球化進程中斷。

由於各地政策、科技創新以及消費者和投資者偏好轉變程度不同，經濟體在**低碳轉型**中的脫碳速度不一。市場定價全面反映轉型影響的時間向來滯後。我們認為在轉型下資本大規模重新配置可帶來機遇。

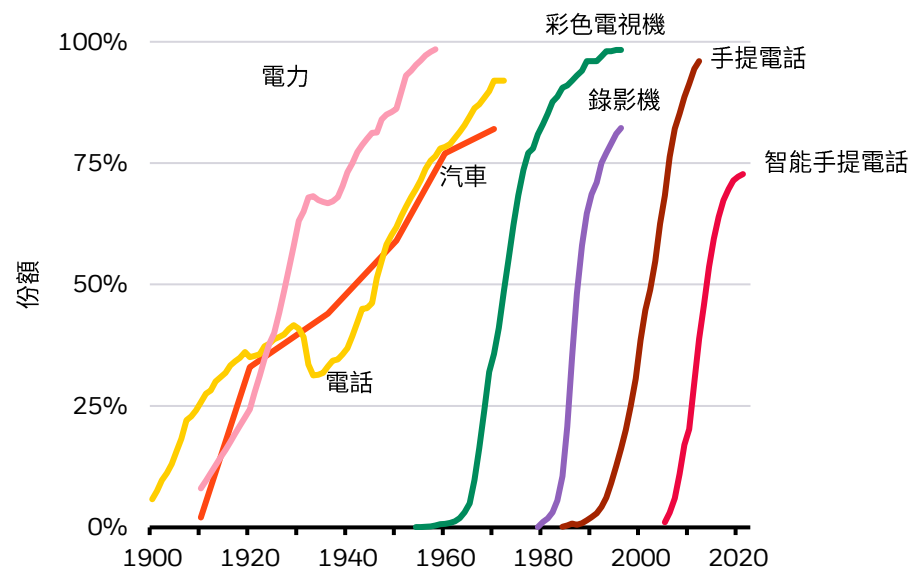
我們認為，成熟經濟體的人口老化和勞動力縮減是新格局的一大結構性推動因素。

金融體系已發生龐大變化。利率上升正在加速銀行和信貸機構的角色轉變，並塑造著**金融市場的未來**。

科技創新為這些大趨勢奠定基礎，並成為部分大趨勢當中的聯繫。從過往情況來看，新科技的應用可以非常迅速並推動經濟體轉型（如圖所示）。從應用率可推斷，市場情緒有時格外亢奮。這些大趨勢會對公募和私募市場，以及不同資產類別和地區發揮影響。

迅速轉型

美國科技應用率（1901年至2021年）



圖表要點：科技迅速應用會推動轉型。市場可能低估轉型的速度，這將創造投資機遇。相反，市場對轉型潛力亢奮亦可能導致價格短暫飆升。

資料來源：貝萊德智庫，資料截至2021年，來自美國聯邦傳播委員會、美國人口普查局、世界銀行及Statista，2023年6月。註：圖表顯示按家庭擁有量統計的各類科技創新產品的應用率，不包括按美國個人擁有量統計的手提電話和智慧手提電話資料。

大趨勢正在塑造宏觀格局和投資機遇。要駕馭大趨勢須不斷評估市場定價所反映轉型的程度。

調整我們的對策

拓闊我們的戰術性資產配置方法

我們認為在新格局下，廣泛配置的靜態投資解決方案的回報較以往為低。我們認為應細分觀點並靈活調整配置。我們擴展投資對策，根據價格所反映的情況拓闊可把握的機遇範圍。



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。資料來源：貝萊德智庫，2023年6月。

靈活動態配置

我們認為在新格局下須構建維持動態及靈活的策略性投資組合，方可取得領先於大市的回報。平穩期內通脹及經濟增長穩定，運用的靜態方法配置上市股票及債券便可一勞永逸。但目前的形勢是波動性加劇及貨幣政策收緊，靜態配置已不適合。

在新環境下，我們認為債券分散股票大幅下跌風險的作用較以往為低。相反，目前定息收益資產的收益潛力可觀：在央行加息後短期債券收益率飆升，凸顯投資組合實際收益跑贏通脹的重要性。

在新格局下波動性加劇對市場造成衝擊，我們認為維持靜態配置的策略性觀點可能會錯失隨之產生的機遇。因此，我們更頻繁地調整不同資產的策略配置比重（如圖所示）。

例如，由於央行應對疫情的措施導致收益率大幅下跌，我們在2020年對政府債券的配置比重由最大程度增持調整為最大程度減持。此後基於通脹風險，我們一直維持減持。

過去一年我們下調對全球投資級別債券的觀點至中性，因銀行業風波導致信貸環境收緊。我們對私募信貸的觀點上調至增持。我們認為私募信貸可填補銀行限制借貸留下的缺口（見第13頁）。

成熟市場股票累計回報較債券為高，因此我們在策略上繼續增持。

“
越來越多客戶採用更靈活的動態資產配置方法。

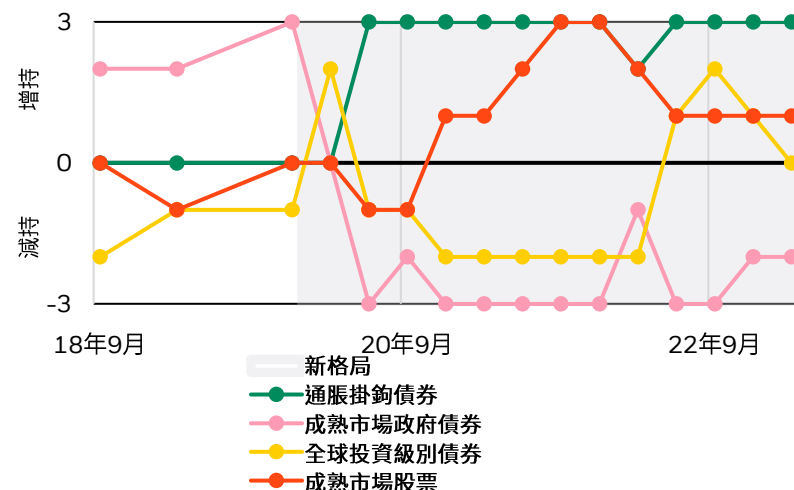


Ursula Marchioni

貝萊德歐洲、中東及非洲市場與投資組合解決方案主管

維持靈活配置

我們對部分資產類別的策略性配置比重（2018年9月至2023年3月）



圖表要點：應更頻繁地調整策略性觀點以反映波動性加劇的新格局。過往投資者可採用「一勞永逸」的策略性配置，但我們認為目前採用靜態配置方法可能錯失潛在機遇。

本資料並非投資於任何特定資產類別或策略的建議，也並非對未來業績的承諾或估計。資料來源：貝萊德智庫，數據截至2023年3月31日。註：圖表顯示我們對部分資產類別的策略性觀點如何隨著時間變化。所示配置為假設性配置，可能因司法權區而異，並不代表真實的投資組合。僅供參考，不構成投資建議。代表指數：彭博巴克萊美國政府通脹掛鉤債券指數、MSCI世界指數（美元）、彭博巴克萊全球信貸指數、彭博巴克萊美國信貸指數、彭博巴克萊全球綜合國債指數。由於缺乏足夠的數據，我們使用貝萊德的代表數據代表私募市場資產。代表數據指我們認為能夠代表特定資產類別經濟敏感性的風險因素倉位組合。

我們認為策略性投資組合須更靈活調整配置，方能把握波動性加劇帶來的機遇賺取回報。靜態配置方法可能錯失機遇。

數碼革新及人工智能

人工智能以及對現有行業及經濟體的數碼革新正成為主流。運算力及數據爆發式增長帶動人工智能崛起。機器學習升級令新的人工智能工具成為焦點。這些工具能完成人類的部分工作並分析大量數據，影響深遠並掀起市場熱潮。企業日益重視人工智能，並渴求具備機器學習及人工智能專業知識的高技能人才（如圖所示）。

目前自動化工作範圍日益廣泛，意味著應用創新科技有助提高生產力。白領工作被自動化取代的風險較以往更高，因此而節省的成本可提升利潤率，人工成本偏高或工作大部分可自動化的企業最為受惠，但若不跟上這趨勢將可能落伍。

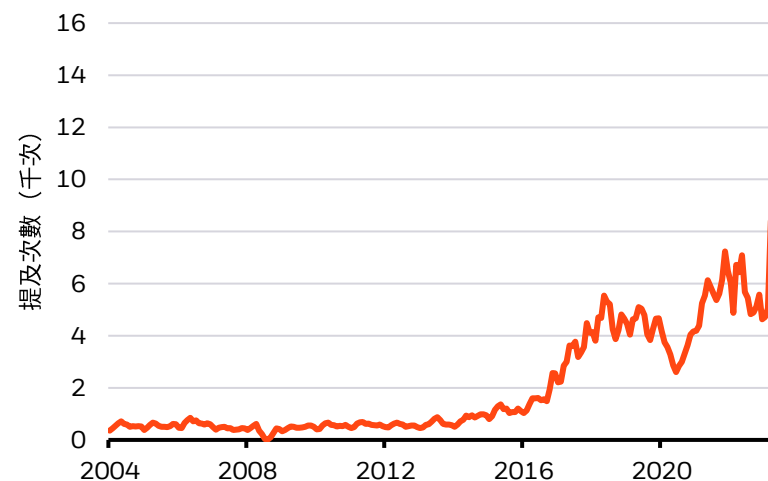
半導體是人工智能工具及模型的關鍵組成部分，市場對人工智能潛力滿懷憧憬，引發行業升浪。再加上美國等國家實行促進國內生產的優惠措施，更多資金可能流入半導體產業。

我們認為數據對人工智能及潛在受惠領域的重要性被低估。掌握大量專有數據的企業能更快速、更易利用大量數據建立創新模型。全新的人工智能工具可分析及釋放部分企業寶貴數據庫的價值。

今年市場著手分析由人工智能帶動的革新有哪些影響。我們率先提出將人工智能視為一大趨勢的觀點，並認為細分資產配置是當中的關鍵：這些大趨勢橫跨不同行業及地區，難以透過傳統投資組合進行佈局。

人工智能成熱門詞彙

企業業績電話會議提及人工智能的次數（2004年至2023年）



圖表要點：人工智能已成熱門詞彙。企業電話會議提及人工智能的次數在2023年飆升。ChatGPT及其他大型語言模型普及，帶動企業及投資者對人工智能潛力滿懷憧憬。

資料來源：貝萊德智庫，數據來自彭博，2023年6月。註：圖表顯示連續3個月，上市企業業績報告或與分析師進行的業績電話會議提及「人工智能」的總次數。

人工智能帶動生產力提高，進而推升利潤率，對人工成本偏高或大部分工作可自動化的企業而言尤其如是。

全球分化

我們認為俄烏衝突及中美關係緊張開啓了全球分化、國防及經濟集團相互競爭的新時代，與冷戰後的全球化及地緣政治穩定時期截然不同。相較效率，當今世界更注重國家安全及韌性。若科技未能大幅提升生產力，可能導致經濟增長放緩及通脹上升。

行業及保護主義政策也可能促進基建及機械人投資。

隨著競爭集團日益鞏固，與多方結盟的國家實力及影響力將增強。波斯灣產油國、印度、巴西、越南及墨西哥等國家擁有寶貴資源及原物料供應鏈。

我們認為這些國家會基於國家利益而結盟，進一步重塑供應鏈及行業政策，但亦可能在陸地、太空或網絡引發地緣政治衝突的風險，並推動國防、航天及網絡保安行業發展。

科技、潔淨能源、基建及國防等領域投資飆升有望創造機遇，但長期而言經濟成本可能上升，尤其是在新興市場。

我們認為經濟增長的波動性會加劇，且更易遭受衝擊。投資者在對可從這些趨勢受惠的主題進行部署時須更加審慎。

“

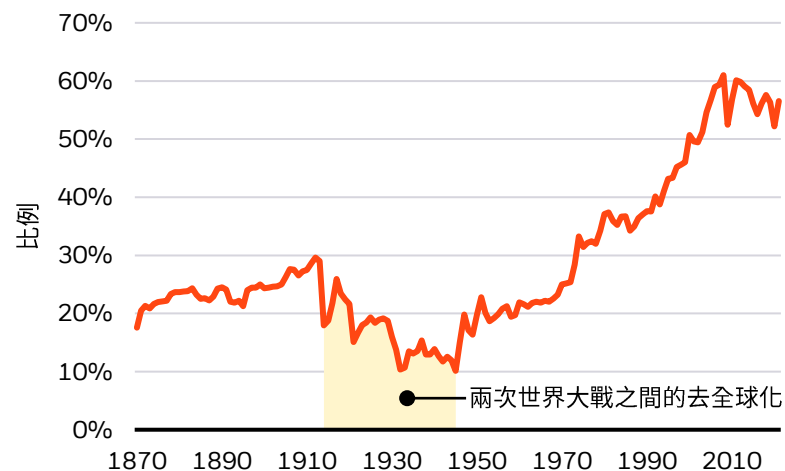
相較效率，當今世界更注重國家安全及韌性。



Tom Donilon
貝萊德智庫主席

全球化重塑

全球貿易佔國內生產總值比例（1870年至2021年）



圖表要點：全球化導致國家之間的貿易活動飆升，尤其是在第二次世界大戰後的時期。然而，自全球金融危機爆發以來，在全球分化的環境下，貿易在全球國內生產總值佔比攀升的情況已趨於平緩。

資料來源：貝萊德智庫、Klasing and Milionis (2014)、賓夕法尼亞大學世界表格、世界銀行，2023年6月。註：圖表顯示全球出口加入口的總額除以全球國內生產總值得出的數據。黃色陰影區域表示一戰與二戰之間貿易一體化程度大幅下降的時期。

我們認為，西方在科技及能源等部分領域追求更大程度的自給自足，可帶來投資機遇。

追蹤向低碳轉型進程

我們已構建貝萊德智庫轉型情況分析模型 (BlackRock Investment Institute Transition Scenario)，從而根據我們目前了解的資訊及預期，代表客戶評估向低碳轉型最有可能如何推進及對投資組合的潛在影響。我們計劃用與監察其他大趨勢相似的方法追蹤轉型的進程。

我們認為由於能源系統重新整合，向脫碳經濟轉型會涉及資金的大規模重新配置。由政策、科技、消費者及投資者偏好驅動的促進及阻礙經濟因素此消彼長，並帶來這些轉變，而低碳科技的應用方式及時間亦取決於這些因素。

我們預期當低碳科技的相對成本低於現有來源且應用障礙較小時，就會出現轉捩點。我們認為轉捩點在不同地區及行業出現的時間不同，這會導致轉型進展不均衡且速度各異。

我們認為成熟市場轉型速度較新興市場為快，因資金成本較低、易脫碳的行業比例較大以及能源總需求更穩定。

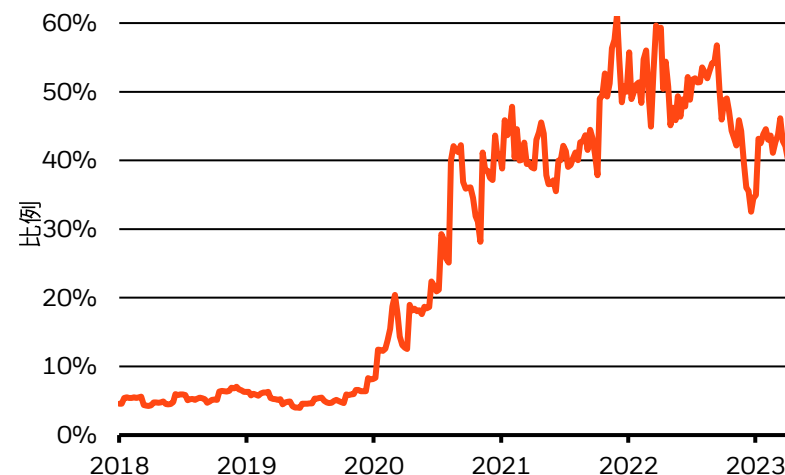
我們認為這會對經濟及投資造成影響。我們預期隨著能源價格上升及資本支出增加，未來數年會出現通脹壓力，但由於低碳科技成本下降，影響可能逐漸減退。我們認為對經濟增長的影響以實體氣候損害為主，預期這將令防禦氣候損害成為主要投資主題。

對投資組合的影響不僅取決於上述轉變的時間及規模，同時取決於市場價格作出反映的時間，例如電動汽車行業（如圖所示）。我們認為整個高碳及低碳能源系統早於市場適應轉變趨勢亦會帶來機遇。

貝萊德智庫轉型情況分析模型為投資者提供指引，有助應對轉型的風險及機遇，我們的客戶可選擇是否在投資過程中加以採用。我們明白投資者對轉型的觀點可能各有不同。

定價反映結構性轉變的影響

電動汽車企業市值比例（2018年至2023年）



圖表要點：根據國際能源署的最新估計，雖然電動汽車企業在汽車總銷量中所佔比例不斷增長，但估值在去年飆升後回落。

本資料並非投資於任何特定資產類別或策略的建議。資料來源：貝萊德智庫，數據來自Refinitiv Datastream、MSCI及國際能源署，2023年7月。註：圖表顯示MSCI所有國家世界汽車指數中純電動汽車企業（即僅生產電動汽車的企業）的合計市值權重。

要對存在高度不確定性的轉型形成觀點，必須對未來數十年的政策、科技、消費者及投資者偏好的變化作出重大假設。

人口老化

許多成熟市場（包括歐元區）及中國在未來數年會面對勞動年齡人口下降問題（如圖所示）。全球勞動力增速較第二次世界大戰以來有所放緩。勞動力供應減少限制了經濟產量及增長，非勞動人口不斷增加，供養非勞動人口的勞動力卻不斷減少，進而影響政府支出及債務：由於養老金及醫療保健等退休相關福利支出增加，來自所得稅的人均收入下降。在利率上升已加重債務負擔的情況下，可能導致政府借款增加。

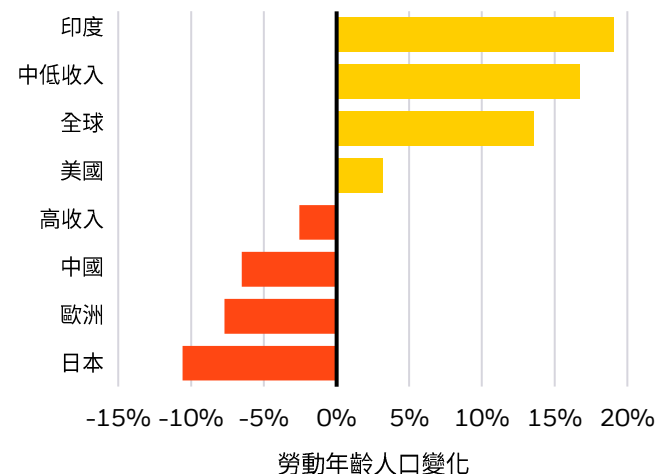
我們認為人口老化也可能導致通脹，這並非由於長者消費減少，而是需求結構發生變化，例如醫療保健需求增加。因此，整體支出不會隨產能下降而自動減少。人口老化是促成新格局出現的原因之一，並令央行作出政策選擇的難度增加。

日本可作為典型案例研究：自1994年以來，該國勞動年齡人口持續減少。日本通脹並無上升，是由於20世紀90年代初資產價格泡沫破裂令經濟活動遭受打擊。但日本的例子反映對經濟增長的影響：自1990年以來，政府數據顯示由於勞動年齡人口見頂並開始減少，日本工時下降。日本透過增加女性在勞動力中的比例抵銷勞動年齡人口下降的部分影響。其他成熟市場可能難以仿效，因女性參與率已較高。其他選項：增加移民或提高退休年齡，均牽涉不同政治考量因素。也許在人工智能的協助下，生產力提高可抵銷部分影響。

人口老化已成為限制美國勞動力供應的主因。我們認為醫療保健、房地產、休閒以及為長者提供產品及服務的企業存在機遇。投資者亦可從國家及企業間的不同應對措施中發掘機遇。

人口老化主要是成熟市場面對的困境

勞動年齡人口推算變化（2020年至2035年）



圖表要點：人口老化對成熟市場帶來的挑戰普遍大於新興市場。未來數年高收入經濟體的勞動年齡人口勢必下降，而低收入經濟體的勞動年齡人口則有望攀升。

前瞻預測未必會實現。資料來源：貝萊德智庫，數據來自聯合國，2023年6月。註：圖表顯示根據涵蓋237個國家或地區的聯合國數據，2035年至2050年間部分國家及地區20至64歲人口的百分比變化。低、中、高收入分組基於使用國民收入總值的世界銀行分類。

人口老化導致收入減少，會對消費者支出及公共財政構成影響。

金融業的未來

自2008年全球金融危機以來，金融業經歷著結構性轉變浪潮，在新法規、科技及競爭對手的影響下，銀行逐漸喪失主導地位。我們認為今年的銀行業風波是驅動因素，可望為非銀行信貸機構創造機遇。

這場風波令無保障存款（尤其是美國區域性銀行的存款）風險成為焦點，並加速銀行存款向貨幣市場互惠基金轉移的進程。在15個月內，約1萬億美元資金從美國銀行存款賬戶流出，佔存款總額的6%（如圖所示）。原因是在聯儲局迅速加息期間，貨幣市場基金更快地提供更高利率。監管變化令這些基金能與銀行進行競爭。數碼化支付意味著現金可在瞬間轉移。金融渠道變化意味基金不再將收回的現金轉為存款。由此產生的部分主要變化包括：小型銀行合併增加、銀行限制貸款，以及用於填補缺口的非銀行貸款及私募信貸需求增加。

這為私募市場提供了機遇，包括直接貸款或非銀行信貸機構與借款人直接磋商的融資。我們預期更多借款人會轉向私募信貸，因私募信貸定價更佳、私募信貸機構違約風險低且可長期合作。整體而言，私募市場非常複雜，風險及波動性偏高，並不適合所有投資者。資產配置也需要一定時間。因此，我們認為近期私募信貸重新定價是我們靈活調整策略性配置的機遇。

長遠而言，我們認為現有銀行面臨風險。我們認為監管、集中度提高、存款競爭及免中間商支付均可能重塑銀行及金融業的未來。

“

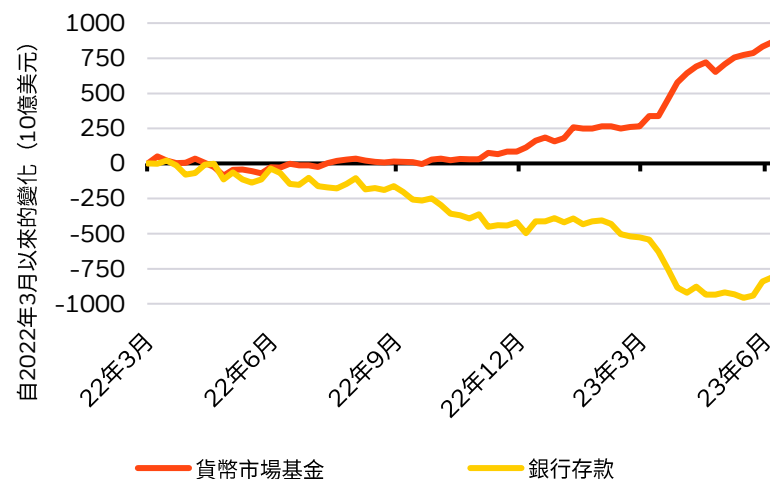
「**私募信貸可提供更多在資本結構內優先受償的投資選擇。**」



Amanda Lynam
貝萊德另類資產宏觀信貸研究主管

追求收益

美國貨幣市場基金及銀行存款變化（2022年3月至2023年）



圖表要點：年內較早時候的銀行業風波引起投資者憂慮，令他們從銀行提取了成千上萬億美元存款。美國貨幣市場基金是受害者之一。由於利率上升，這類基金被視為重要的另類資產選擇。

資料來源：貝萊德智庫、美國投資公司協會及聯儲局，數據來自Refinitiv Datastream，2023年6月。註：橙線表示美國貨幣市場基金總額。黃線表示美國國內商業銀行存款。

我們認為金融體系正在加速轉變：銀行在金融服務領域面對日益激烈的競爭，非銀行信貸機構的市場份額上升。

採用的對策

市場形勢迅速變化突顯投資年期是關鍵。我們的戰術性和策略性觀點分別著眼於捕捉短期和長期機遇。

以股票為例。我們認為市場價格尚未反映明年預期增長放緩的影響，因此在戰術上適度減持成熟市場股票。相比之下，我們更看好新興市場股票，成熟市場方面，我們傾向選持優質股票。在策略配置上，我們增持成熟市場股票，因長線投資者不必在意一定程度的短期損失。

政府債券方面，不論是戰術性或策略性配置，收益回報均為核心目標。由於政策利率將在更長時間內保持在高位，我們在戰術及策略層面均看好短期政府債券。由於預期投資者會要求更高的期限溢價，我們在兩個層面均減持名義長期政府債券。在戰術配置上，我們對歐元區和英國長期債券的觀點轉為中性，因這些債券的定價更充分地反映我們的觀點。在策略配置上，由於通脹持續高企，我們最大限度增持通脹掛鉤債券，但考慮到當前市場定價，我們對歐元區債券的戰術性觀點下調為中性。

信貸方面，我們對投資級別債券持中性觀點，但認為不論從戰術或策略配置角度，信貸都可作為投資組合的重要收益來源。在策略配置上，我們將私募市場收益上調為增持。我們認為，對於長線投資者而言，**私募信貸**可提供機遇，因私人信貸機構能填補銀行收緊借貸留下的缺口。雖然我們減持增長型私募市場，但我們認為基建股權等是其中較具潛力的領域。

策略性觀點 vs. 戰術性觀點

對廣泛資產類別的策略性（長期）及戰術性（6至12個月）觀點（2023年6月）

資產	策略性	戰術性
股票	成熟市場 	
	新興市場 	
成熟市場政府債券	名義 	
	通脹掛鉤 	
公募信貸及新興市場債券	投資級別 	
	高收益 	
私募市場	新興市場債券 	
	收益型 	-
	增長型 	-

減持

中性

增持

● 先前觀點

註：上述觀點從美元角度作出，2023年6月。本數據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6月）

股票	觀點	評論	債券	觀點	評論
成熟市場			短期美國國庫債券		我們增持美國短期國庫債券。由於市場對聯儲局加息預期可能迅速升溫，我們較看好極短期政府債券的收益潛力。
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。我們認為盈利預期尚未反映我們預計的宏觀經濟損害。我們發現近期動能仍然強勁。	長期美國國庫債券		我們減持長期美國國庫債券。我們認為隨著投資者要求的期限溢價增加，長期政府債券收益率將進一步趨升。
歐洲		我們減持歐洲股票。歐洲央行在經濟放緩的情況下仍持續收緊政策，能源價格降低對經濟增長的支撐作用正在減弱。	美國通脹掛鉤債券		我們增持美國通脹掛鉤債券並看好美國多於歐元區。我們認為市場定價低估了通脹持續高企的程度。
英國		我們減持英國股票。英國央行正大幅加息以應對揮之不去的通脹。股價反映經濟下行風險增加，但我們會待政策明朗後再作部署。	歐元區通脹掛鉤債券		我們看好美國多於歐元區。儘管歐洲央行已表示將進一步加息，市場仍預期歐元區通脹會高於美國。
日本		我們對日本股票持中性觀點。日本央行仍維持寬鬆政策，回饋股東的改革正在推進，且真實利率可支撐股價。	歐洲政府債券		我們對歐元區政府債券持中性觀點。市場定價更充分反映利率將於更長時間內維持在較高水平。由於金融環境收緊，我們認為周邊國家債券息差可能擴闊。
太平洋（除日本外）		我們對太平洋（除日本外）股票持中性觀點。中國經濟重啟動力減弱，估值吸引力不足以令我們將觀點上調為增持。	英國國債		我們對英國國債持中性觀點。我們認為英國國債收益率更符合我們對宏觀前景及英國央行政策的預期。
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多國家、多行業投資週期，其有助推動收入及利潤率增長。	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。
新興市場			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率更具吸引力。
中國		我們增持新興市場股票。我們認為新興市場的相對增長趨勢較成熟市場亮麗，估值仍具吸引力，且新興市場加息週期即將見頂。	環球投資級別債券		由於信貸及金融環境收緊，我們對環球投資級別債券維持中性觀點。我們看好歐洲信貸多於美國信貸，因其估值更吸引。
			美國機構按揭抵押證券		我們增持美國機構按揭證券。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。
			環球高收益債券		我們減持環球高收益債券。息差不足以完全彌補我們預期的增長放緩及信貸緊縮的影響。
			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		我們對新興市場硬貨幣持中性觀點。雖然其基本因素較佳且估值不高，但美國債券收益率上升的風險抵消了這些利好影響。
			新興市場當地貨幣債券		我們增持新興市場當地貨幣債券。相較成熟市場央行，新興市場央行減息的可能性更大。

減持

中性

增持

● 先前觀點

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6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。