

# 投資展望

貝萊德投資團隊觀點

2023 年中

**BlackRock**

# 您好



**Rich Kushel**  
投資組合團隊主管

我們非常榮幸地推出首份《貝萊德投資團隊觀點》，這是一份總結貝萊德資深投資專家的年中市場分析，其中涵蓋多個資產類別。

在貝萊德，我們致力於將全球資源、各地的資訊和專業知識相結合。從制高點來看，我們挑選出與客戶的市場、投資、產業和營運相關的市場見解。

這份新報告包含我們相當重要的年中投資觀點，並回顧今年以來動蕩的市場環境，同時提出我們對未來的看法。



**Mark Wiedman**  
全球客戶業務主管

我們預計在今年接下來的時間裡，全球市場將持續波動，這主要是受到全球主要央行的政策充滿不確定性，以及全球經濟嚴重分歧所造成。這些因素與過去「大穩定」時代明顯有很大的落差，投資人需要採取動態方法，以創新方式追求報酬，並且有效率地進行風險管理。

我們還選出將長期塑造全球投資布局的新興大趨勢，包括地緣政治碎片化、全球邁向低碳經濟轉型、人口老化以及數位帶來的破壞力，如人工智慧 (AI)。

誠摯希望這份報告能為您的投資策略提供有用的訊息。

**Rich Kushel 與 Mark Wiedman**

## 主要觀點

### 投資組合 觀點

我們的經理人共同提出三項投資組合觀點；

1. 抱持謹慎樂觀態度，降低定向配置水準
2. 在廣泛且分歧的市場中尋找超額報酬機會
3. 在所有資產類別中偏好高品質標的

### 固定收益

已開發市場提供的政府債券殖利率和安全性非常具有吸引力，另外巴西和墨西哥等新興市場也提供出色的利差機會。

### 股票

醫療保健產業等防禦型企業即使在經濟放緩的情況下也能獲得一定的現金收入，此外具創新性和週期性的公司也具潛在機會。

# Belinda Boa: 股票

## 投資觀點

- 儘管與已開發市場相比，新興市場過去表現相對遜色，但該市場與已開發市場的相關性低，有助帶來潛在超額報酬。
- 企業獲利具高成長潛力、股票報酬波動性以及再全球化帶來的結構性轉變都為主動式投資人帶來機會。
- 中國的成長故事已經發生改變，同時面臨著人口和政治阻力、傳統動能放緩以及外國投資人的需求降溫。



**Belinda Boa**  
新興市場首席投資總監

## 新興市場的機會

過去十年，全球新興市場的表現落後於已開發市場，主要是由俄烏衝突、中國疫情封鎖以及地緣政治緊張局勢等因素造成，其中的關鍵因素之一是兩者之間的成長差異擴大。儘管如此，新興市場與已開發市場的相關性低，也有助提供超額報酬機會。<sup>1</sup>

新興市場對疫情的應對措施不同，且一開始的降息速度較為溫和且控制資產負債表的擴張程度。隨著 2021 年初通膨開始上升，新興市場央行迅速採取行動，因此許多國家的實質利率皆處於正值<sup>2</sup>。已開發市場的政策反應與新興市場不同，先前的措施也為亞洲經濟成長反彈奠定基礎，預計亞洲的經濟成長將超過已開發市場。在國內需求的推動下，亞洲與已開發市場之間的成長差距將擴大，因此推升新興市場的獲利成長潛力。預計到 2025 年，新興市場的獲利將比 2022 年的水準成長 61%<sup>3</sup>。

在年中展望中，貝萊德智庫討論推動目前和長期報酬的大趨勢。我們認為結構性轉變可能會在未來帶來超額報酬的機會。繼俄烏衝突引發供應鏈去風險和脫鉤化 (decoupling) 後，我們看到再次全球化出現的速度比原先預期來得早，這可能會影響供應鏈重新布局，而新興市場將成為其中的受益者。「天然資源民族主義」(Resource nationalism) 即與再生能源和轉型相關的大宗商品成為執政者的關注焦點，可能會使智利和印尼等天然資源國家向價值鏈上游移動，而韓國和印度等國家現在則正在努力在中國以外的市場多元分散其供應鏈。

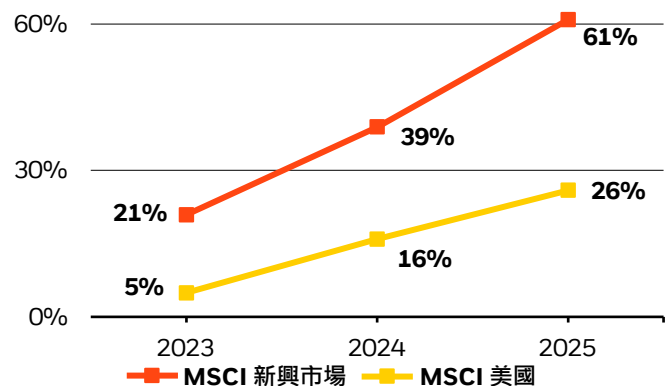
不可否認，中國曾經充滿希望的成長故事已經發生變化，過去的動能正在放緩且與美國的政治關係逐漸脫鉤。

美國和歐洲對中國的投資需求已經降溫，人口不利的因素和對日益關注國內安全的狀態皆對貿易和成長帶來負面影響。儘管存在這些挑戰，我們仍不能忽視中國市場的潛在機會，因為中國經濟與全球脫鉤真的很難完全實現。

全球市場仍持續快速成長。當經濟達到一定規模時，儘管過去新興市場表現不佳，但該市場的未來仍為投資人提供潛在投資機會。新興市場的週期性和供應鏈重新布局，加上該市場與已開發市場的相關性低，有助帶來超額報酬的機會。

## 新興市場與美國盈餘成長之比較

與 2022 年相比，預估每股盈餘 (EPS) 的變化百分比



資料來源：Refinitiv Datastream、MSCI，截至 2023 年 5 月。指數不受管理，上圖假設的指數表現僅供說明使用。投資人不能直接投資於指數。無法保證任何預測都會實現。

1. Refinitiv Datastream、國際貨幣基金組織世界經濟展望、貝萊德智庫，截至 2023 年 6 月。  
2. Refinitiv Datastream，截至 2023 年 6 月。  
3. Refinitiv Datastream、MSCI，截至 2023 年 5 月。

# Rick Rieder: 固定收益

## 投資觀點

- 當地區性銀行和 1 個月到期的 UST 票據投資人皆擔憂無法拿回本金時，是一個相當罕見的情況，但今年 5 月份就面臨這樣的市場氛圍，當時整個資本體系的投資人重新認知到投資的基本規則。
- 隨著債務上限的爭論獲得解決，公債投資人先前最擔憂的時刻已經緩解，但對運用槓桿來做日常營運的產業而言，融資環境仍處於相當緊縮的狀態。
- 隨著我們進入貨幣緊縮週期的後期，聯準會從系統中抽走流動性，市場可能會持續波動，但也存在潛在投資機會。



**Rick Rieder**

全球固定收益投資長及  
全球資產配置團隊主管

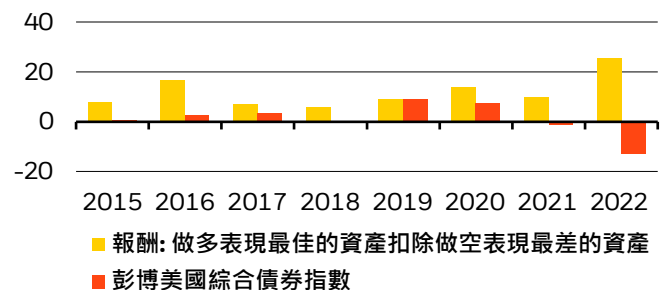
## 獲得報酬

央行採取 1980 年以來最激進的升息步伐，擺脫過去十年來極低的利率環境，這也暴露出從 2008 年金融危機以來到 2022 年疫情期間的降息政策結束，這段時間根深蒂固且扭曲的貨幣刺激措施。<sup>1</sup> 我們不應將低利率時期所建立的槓桿水準，誤認為是整體經濟健康的指標。金融產業的槓桿率相當高，但私營產業（家庭和企業）的槓桿率卻很低。<sup>2</sup> 失業率接近歷史新低，使得領取最低工資的工人，所領取的工資水準成長速度相當快。<sup>3</sup> 強勁的經濟環境卻需要寬鬆的融資環境獲得資金，使得聯準會不得不採取寬鬆貨幣政策給予適當支持。

抑制經濟衰退的結構性力量並非只有勞動市場。政府支出也在下滑的趨勢中，因此很難想像未來經濟會出現大幅萎縮。未來四年將有超過 3000 億美元\*的支出專門應用在基礎建設的投資上，這是一個具有高經濟乘數的領域，因為基礎建設可以提高整體經濟生產力。<sup>4</sup> 此外，受科技革命的帶動下，我們正處於生產力的長天期上升週期當中。如今，在提高生產力的研發投資方面，私營產業超過了政府。儘管在不確定的經濟環境下，預計企業 2023 年的現金支出將低於 2022 年，但這並未壓抑資本支出，預計將成長 5%，或甚至是研發支出的兩倍。雖然目前是私營產業主導研發支出（去年僅五大科技公司就投資 2000 億美元，與政府一樣多）<sup>5</sup>，但與中國的科技競賽是否會刺激政府提升研發的投資金額來到週期性高點，就跟民間也在加速投資一樣？

全球主要固定收益資產的殖利率水準在過去 18 個月中增加了一倍之多，反映了這些前所未有的結構性力量。<sup>6</sup> 此外，殖利率的離散程度通常跟著資產類別內和資產類別之間的報酬離散度。（請參考圖表）。我們看好已開發市場的政府債券所提供的殖利率和安全性，以及巴西和墨西哥等新興市場所提供的利差機會，及其貨幣提供相對安全的潛在收益可能。

## 資產類別的報酬離散程度加大



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 22 日的數據（主要固定收益資產類別的報酬）。

1. 聯準會和彭博，數據截至 2023 年 5 月 26 日。

2. 聯準會和彭博，數據截至 2022 年 12 月 31 日。

3. 美國勞工統計局，數據截至 2023 年 4 月 30 日；國家經濟研究局，截至 2023 年 3 月 31 日的數據；《金融時報》，截至 2023 年 4 月 30 日的數據。

4. 國會預算辦公室，數據截至 2023 年 5 月 12 日。

5. 高盛，數據截至 2023 年 5 月 9 日；經濟分析局，數據截至 2023 年 3 月 31 日。五大科技公司是谷歌、亞馬遜、蘋果、Meta 和微軟。

6. 彭博，數據截至 2023 年 5 月 22 日。

過去的表現無法預測未來的結果。指數不受管理，指數的表現僅供說明使用。投資人不能直接投資於指數。

# Pierre Sarrau: 多元資產策略

## 投資觀點

- 今年的市場狀況要求投資人在投資組合布局上要更加仔細，並抱持更加聚焦的投資觀點。
- 作為全球投資人，我們可以受惠於全球不同地區、不同的貨幣政策週期所帶來的多元分散效果。
- 通過駕馭短期的市場波動，同時布局長天期的投資主題，我們幫助客戶實現投資目標。



**Pierre Sarrau**

多元資產策略與解決方案團隊的共同主管和投資長

## 在多變的一年中尋找潛在投資機會

很少投資人喜歡2022年的市場環境，但2023年的總體經濟背景也充滿不少挑戰。去年，投資人適應由通膨所驅動的市場環境並告別零利率政策。今年，市場狀況快速逆轉要求投資人在投資組合布局上要更加細微且聚焦。

我們認為要駕馭新投資環境的關鍵在於更加敏捷、及時和細微的分析。以歐洲為例：進入2023年，許多人看好暖冬和中國重新開放帶來的正面影響。但現在看來，通膨加劇可能會導致歐洲央行比聯準會保持更加強硬的升息態度，因此我們對歐洲股票、債券和貨幣的布局更加靈活和動態。

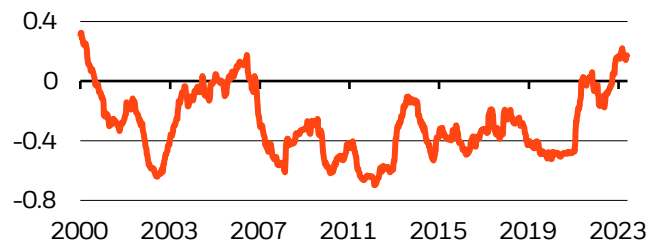
以短期的角度來看，我們的戰術性投資組合策略則適時展現其能力。在矽谷銀行倒閉後，我們的部分團隊開始投資日本股票，因為我們當時認為日本可以免受於整體系統性問題。我們最近獲利了結這個部位，並準備抓住其他潛在機會。

在美國市場方面，最引人注目的是經濟相當具有韌性。薪資數據連續14個月意外上漲，這說明經濟學家的預期與消費者的實際狀況有大幅落差<sup>1</sup>。儘管如此，信貸條件緊縮仍促使我們部分的投資組合追求高品質、獲利和具有更加健康資產負債表的投資標的，這也凸顯洞察力和審慎仔細觀察的必要性。

整體而言，股債相關性低於2022年的水準，但通膨改變過去貨幣政策的動態狀況，因此股債相關性仍高於過去十年的平均水準<sup>2</sup>。儘管部分市場的通膨已開始放緩，但其他地方的通膨率仍遠高於央行設定的目標水準。作為全球投資人，我們可以抓住全球不同地區處於不同貨幣政策週期的市場所帶來的潛在機會。我們偏好多元分散各資產類別，如黃金和另類資產。

雖然我們認為持續處於不確定性的環境將會帶來一些挑戰，但同時也創造一些潛在投資機會。作為投資合作夥伴，我們通過掌握短期的潛在機會，同時為大趨勢做布局，來幫助客戶實現投資目標。無論是朝向低碳轉型、全球經濟重新布局、已開發國家人口老齡化等影響，還是人工智慧和科技創新，皆帶來多元散和潛在報酬的機會。

## 股票和債券的相關性



資料來源：Refinitiv Datastream，圖表由貝萊德智庫所提供，2023年6月2日。註：該線條顯示美國10年期公債報酬率與標準普爾500指數之間的相關性。過去表現並不代表未來的結果。指數不受管理，指數表現僅供說明使用。投資人不能直接投資於指數。

1. 貝萊德，數據來自美國勞工服務局(BLS)，截至2023年5月31日。

2. 貝萊德，數據來自彭博社，截至2023年5月31日。

# Raffaele Savi:系統化投資

## 投資觀點

- 持續性的通膨環境和經濟成長放緩所帶來的不利因素讓投資人明顯感到十分悲觀，但今年以來市場仍在上漲。我們用兩個層面來探討未來可能的發展方向。
- 股票和固定收益市場所隱含的衰退機率差距是 50 年來最大的水準。經濟衰退可能無法避免，但資本市場似乎尚未反映這一點。
- 我們難以預測經濟衰退何時會到來，但無論經濟衰退是否即將到來，我們仍可透過消費者的狀況來第一手了解市場的最新動態。



**Raffaele Savi**  
貝萊德系統化投資全球主管

## 解讀市場脫節的狀況

儘管今年以來主要股票和固定收益指數表現上漲，但銀行倒閉、持續性通膨和擔憂經濟衰退即將到來皆讓投資人感到不安。疫情結束後，從線上回到實體互動的方式以前所未見的規模正在轉變當中，疫情推升的成長正在放緩，經濟也逐步正常化。對於系統性投資人而言，我們以數據作為投資決策的核心，其中數據顯示市場似乎相當健康，這與我們預期經濟即將進入衰退的狀況大不相同。有趣的是，投資人的不確定性程度是導致已反映經濟衰退可能性的固定收益和股票價格，兩者嚴重脫節的關鍵。

右圖顯示目前股票和債券投資人之間出現脫節的程度，即債券市場的衰退可能性比股票市場所預期的高上許多。從歷史水準來看，當債券所隱含的衰退機率超過股票目前的規模時，債券市場在預測明年經濟衰退的準確度往往比較高（請參考右圖）。

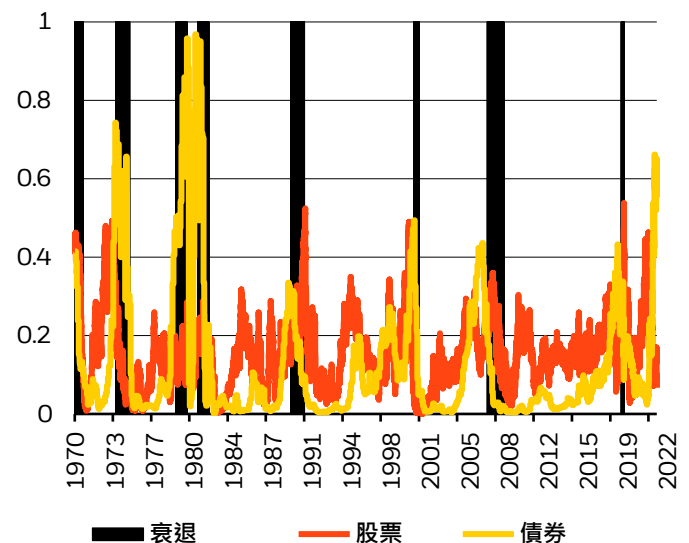
如果以史為鑑，投資人可能會選擇站在債券市場那一邊。然而，目前的情況存在一些細微的差別，使得情況有點不太明確。固定收益市場的共識認為經濟衰退即將到來，而且這種觀點已經存在一段時間，但股市今年以來卻持續表現良好。這是否代表我們仍有一絲機會避開經濟衰退？

我們認為在健康的家庭資產負債表和強勁的勞動市場支持下，消費者扭轉近期支出活動下降的趨勢是避免 2023 年經濟衰退的關鍵。

考量不斷變化的經濟市場環境，我們的投資組合布局已降低風險部位。我們在不同的股票中看到一些投資機會，尤其是高品質和大型股。從上而下我們匯總另類數據已為我們帶來相當有價值的資訊與觀點，並持續幫助我們駕馭眼前不確定的市場。

## 分歧的訊號：股票市場與債券市場

隱含衰退機率（未來 12 個月）



圖表來源：Bloomberg、BlackRock Systematic，截至 2023 年 3 月。股票衰退的機率是考量風格因子、產業、SPX 報酬率、SPX 本益比和 SPX 波動率的 6 個月和 12 個月百分比變化。債券衰退機率的考量因素是 3m-10y 的殖利率曲線。以上顯示的數字與過去表現有關。過去的表现並不是目前或未來結果的可靠指標。指數不受管理，投資人不能直接投資於指數。

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去資料而提供的「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。

貝萊德證券投資信託股份有限公司獨立經營管理。台北市信義區松仁路100號28樓，電話:0223261600。

© 2023 BlackRock, Inc. 或其附屬公司版權所有。BlackRock®乃 BlackRock, Inc., 或其附屬公司的註冊商標。任何其他商標歸屬其各自的商標權人