2024 年
全球投資展望

找對投資方向：
創造資金效益

BlackRock.

BlackRock
Investment
Institute

MKTGM1223A/S-3298435-1/16

Philipp Hildebrand
副主席—貝萊德

Jean Boivin
貝萊德智庫負責人

Wei Li
全球首席投資策略師
貝萊德智庫

Alex Brazier
貝萊德智庫副主管

Christopher Kaminker
永續投資研究與分析主管
貝萊德智庫

Vivek Paul
投資組合研究全球主管
貝萊德智庫

內容

摘要 2

市場背景 3-4
了解現實背後的真實 3
結構性轉變 4

主題 5-7
管控總體經濟風險 5
主動靈活布局投資組合 6
掌握大趨勢 7

大趨勢 8-10
數位衝擊 8
低碳轉型 9
支離破碎的世界 10

焦點— 全球多元化 11
焦點— 實體資產 12

戰術投資觀點 13
整體總結 14-15

總體經濟和市場波動加劇的新市場環境導致報酬的不確定性和離散度提高。我們相信主動管理投資組合的方法將帶來更大的報酬機會。與先前一次到位的資產配置相比，這是一個巨大的變化，而先前的方式在大穩定時期：經濟長期穩定成長和通膨低迷的時期，效果非常出色。但那個時代已經結束。我們相信現在是找對投資方向—把握新常態所提供的機會。

更高的利率和更大的波動性建構了眼前的新市場格局，與全球金融危機後的十年形成鮮明對比。不斷擴大的生產力讓中央銀行能夠通過寬鬆的貨幣政策穩定經濟並支撐經濟成長。這有助於降低總體經濟和市場波動性，並推升股票和債券市場的牛市表現。投資人可以依靠靜態、廣泛的資產類別配置來獲取報酬，但從總體經濟的差異來獲得報酬上的優勢幾乎微乎其微。

如今，我們認為情況正好相反。供應限制隨處可見。中央銀行在打擊通膨上面臨更艱難的抉擇——無法用過去的方式應對經濟成長放緩的現象。這導致更多可能的結果，並為中央銀行和投資人帶來更大的不確定性。

我們認為人們很容易透過對當前的環境，採取經典的商業週期觀點來解釋新市場環境，因此市場常在軟著陸的希望和衰退的恐懼間擺盪。但忽略了一點：經濟正從疫情中邁向正常化，並受到勞動市場萎縮、地緣政治的碎片化和低碳轉型等結構性驅動因素影響。我們認為週期性的狀態與結構性的問題，兩者逐漸脫節的現象正進一步提升市場波動性。

美國看似強勁的經濟成長狀況，實際上只是反映美國經濟正從疫情衝擊的深淵中逐漸恢復正常，並走上疲弱的成長道路。我們認為最重要的是，目前的環境意謂著利率將持續走高且金融環境逐漸緊縮。金融市場仍在適應這個新環境，這就是為什麼管控總體經濟風險（我們的第一個主題）相當重要。

我們認為掌握總體經濟的洞察力將在新市場環境中獲得報酬。報酬的波動性和離散度提升為投資專家帶來潛在機會，正如我們第二主題所述—主動靈活布局投資組合。這包含在被動式指數投資和尋求超額報酬的策略上保持靈活，同時精挑細選地找出被錯誤定價的機會。

掌握大趨勢—我們的第三個主題，是提升投資組合報酬的另一種方法。五種結構性力量正在推動現在和未來的報酬。我們認為它們已成為建構投資組合的重要模組。

我們對 2024 年的整體看法：投資人需要對他們的投資組合採取更主動的態度。不是像打開「投資自動駕駛」一樣毫無動作；而是應該積極應對。謹慎承擔投資組合風險非常重要，我們預計明年將面臨更多挑戰。

MKTGM1223A/S-3298435-2/16

了解現實背後的真實

2023年，市場多次重新燃起美國經濟能夠軟著陸的希望，即通膨率回到聯準會2%的目標而不陷入衰退。然而是什麼原因引發市場的期待？

與其他主要經濟體相比，美國 2023 年第三季的年成長率出現強勁的數字 4.9%。核心通膨率大幅下降。自 2022 年 1 月以來，已經創造了將近 700 萬個就業新機會—與典型的經濟擴張期間相比，成長速度相當驚人。請參閱右上角的圖表。

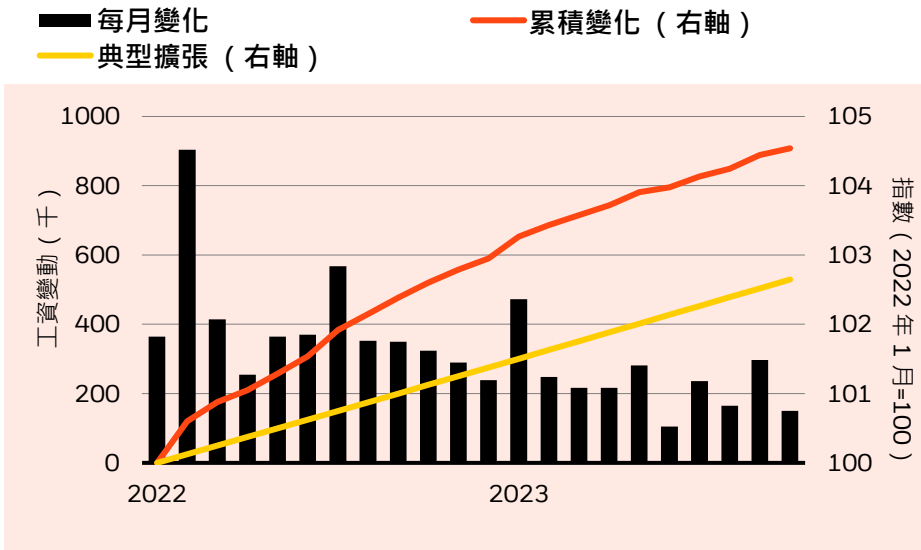
不過當我們觀察長期以來的變化（右下圖）：經濟剛擺脫疫情帶來的挑戰。

- 疫情爆發時，約 2,200 萬個工作機會流失。此後強勁的就業成長很大程度上是因為先前失去的就業機會正逐漸恢復正常，就業水準還遠低於疫情爆發前的預期水準。
- 綜觀更全面的經濟活動，自疫情爆發以來，美國經濟平均每年成長不到 1.8%。這遠低於我們在疫情前的預估趨勢，也遠低於市場共識和聯準會的預期。因此這樣的狀態並不令人感到振奮。
- 這導致經濟成長更加疲弱，失業率處於歷史低位但通膨卻出現高漲的現象。

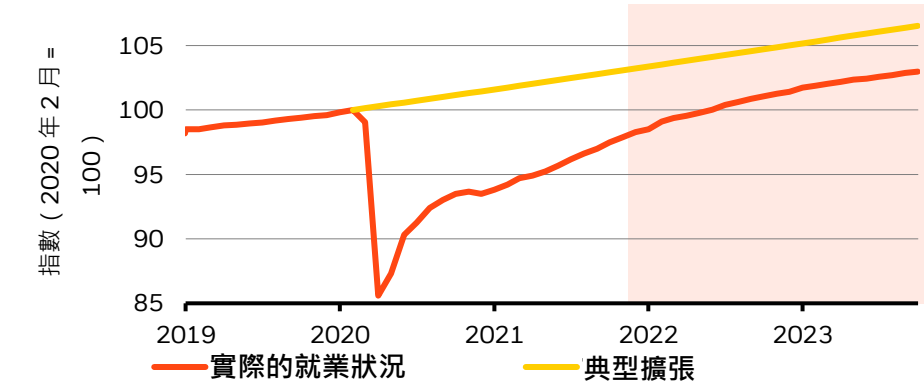
整體而言：採用典型的週期性策略可能會被誤導，有些事情發生變化是由於結構性的調整。我們正走在一條相對疲弱的經濟成長道路上，並伴隨著高通膨、高利率和高債務水準。投資人將面臨什麼樣的結果？我們認為其中的關鍵在於：了解經濟和市場如何適應新市場環境。

就業成長強勁...

2022-2023 年與 2019-2023 年美國薪資變化與典型週期擴張



.....但仍在從疫情的深淵中逐漸恢復正常



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。橘色線顯示兩個不同時期的非農業就業人口總數：在上圖中，2022 年 1 月=100，在下圖中，2020 年 2 月=100。兩張圖表中的黃線顯示假設的就業情況並假設經濟繼續以 1945 年後，美國經濟擴張期間觀察到的平均速度成長。上圖中的黑條顯示自 2022 年 1 月以來實際每月的薪資成長（以百萬計）。

MKTGM1223A/S-3298435-3/16

結構性轉變

市場一直在預期「經濟軟著陸」和「擔憂高利率最終將導致經濟衰退」，兩者之間搖擺不定。正如圖表所示

我們認為美國經濟已經歷兩次重大衝擊。首先是疫情大爆發時期。因此過去兩年，大部分新增的就業機會都是經濟重啟後帶來的現象。

消費者支出的轉變造成需求與供給出現不匹配的現象，推升通膨走勢。但這種不匹配正在逐步緩解，通膨率也持續下滑。

隨著疫情帶來的衝擊漸漸消退，第二個更具結構性的影響則變得顯著：越來越多美國人口進入退休年齡，勞工短缺的現象也逐漸浮現。

這就是為什麼儘管美國的平均成長率遠低於新冠疫情爆發前的水準，失業率還是處於歷史低點。請參閱第 3 頁。

歐洲和中國的勞動力成長也更加緩慢，我們認為這是長期限制生產力的因素之一，在通膨不上揚的前提下，許多經濟體將難以重新回到疫情前的成長速度。

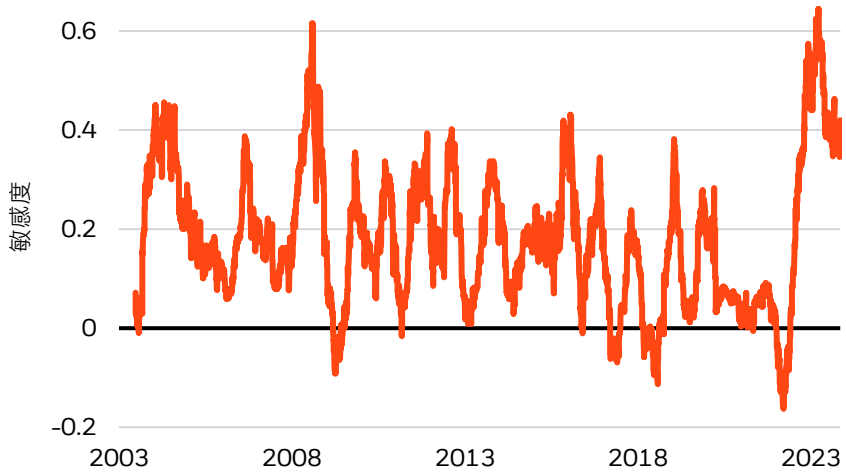
我們認為從長遠來看，分裂的世界將不斷推升生產成本也將推高主要經濟體的通膨走勢。隨著能源系統重新布局，朝向低碳經濟轉型正逐漸帶來價格壓力。

於是央行面臨艱難的權衡取捨問題。如果他們想抑制通膨再度上揚，就需要維持政策緊縮的措施。我們認為政策利率將遠高於疫情前的正常水準。最終，我們看到各國央行在政府支出和債務負擔沉重的情況下，持續承受更高的通膨環境。

整體而言：這是一個成長放緩、通膨上升、利率上揚以及波動加大的市場環境。

近期意料外的市場狀況，導致殖利率出現波動走勢

美國 10 年期公債殖利率對經濟意外的敏感性， 2003-2023 年



圖表摘要：意外的經濟數據導致美國 10 年期公債殖利率出現過去 20 年來最劇烈且持續的波動走勢。我們認為這反映出投資人仍試圖以典型的商業週期視角來看待經濟發展，提升更大的不確定性。

資料來源：貝萊德智庫，數據來自 LSEG Datastream，2023 年 12 月。 註：此圖表顯示美國 10 年期公債殖利率對經濟意外的敏感度。這是透過迴歸分析來估計美國 10 年期公債殖利率與花旗經濟意外指數 （Citi Economics Surprise Index）在六個月滾動窗口的關係來計算得出。 敏感度指的是美國10年期公債殖利率的變動與花旗經濟意外指數的波動兩者之間的相關程度，相對於意外指數本身的變化幅度。這分析僅是針對10年期公債殖利率與經濟意外之間的估計值。過去的表現並不保證未來的結果。

如果央行想要抑制通膨再度上揚，就需要繼續採取更高的政策利率來限縮經濟活動。

MKTGM1223A/S-3298435-4/16

管控總體經濟風險

我們正面臨市場環境的變化，而非經濟衰退，因此我們認為投資人等待總體經濟環境改善毫無意義。投資人應該尋求應對總體經濟的投資布局，或者如果他們有堅定的信心，就應該審慎選擇他們所能承擔風險的投資配置。

與波動度較小的大穩定時期相比，我們認為現在領先大盤的機會更高。供應限制無所不在。各國央行在對抗通膨上面臨更嚴峻的權衡挑戰，無法採用過往的方式應對經濟成長放緩的挑戰。我們認為這會導致更加多樣和分歧的觀點。

舉例來說，根據倫敦證券交易所的數據，分析師現在對未來標普 500 指數的企業獲利預期看法比疫情爆發前更加分歧。請參見圖表。解讀企業未來的獲利前景難度更高，因此掌握總體經濟的變動，將有機會獲得更高的報酬。

儘管如此，我們還是認為投資人需要警惕新市場環境下總體經濟可能面臨的風險。

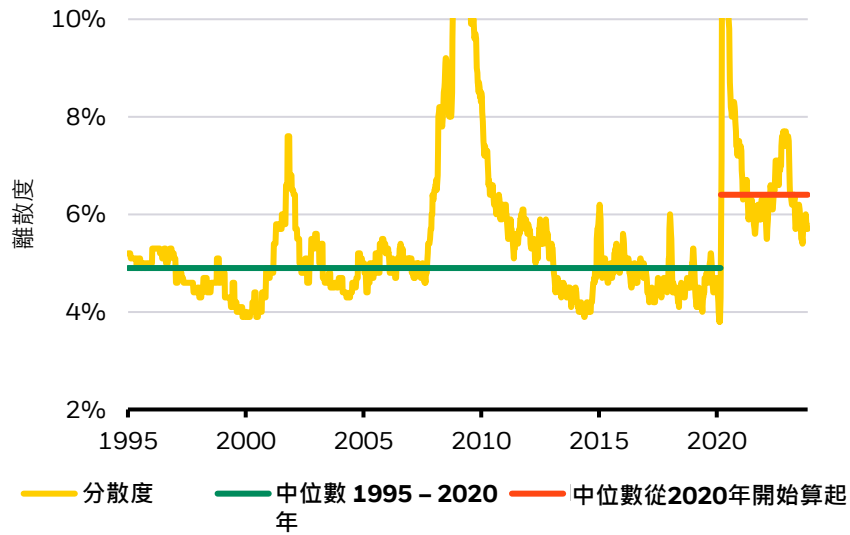
首先，市場正緩慢適應結構性較高的通膨和政策利率，但表現並不平均。例如，美國 10 年期公債殖利率飆升至 5% 左右，來到 16 年來的高點。但大多數已開發市場股票的殖利率並未上揚太多。我們認為這種判斷比發生技術性衰退更重要，並使我們對廣泛的投資標的保持謹慎態度。

其次，結構性成長放緩和利率上升對美國政府的債務支出也帶來挑戰。如果較高利率的借貸成本維持在 5% 左右，幾年後政府在支付利息上的水準可能會超過醫療保險。隨著央行應對通膨的態度減弱，這將增加通膨上升的長期風險。

我們也看到期限貼水或長天期債券投資人要求的補償上升。再加上我們預期殖利率波動加大，使我們在戰術上保持中立態度，在策略上減碼長天期美國公債。但通膨連結債券仍是我們策略性加碼最大的資產。

適應新市場環境

美國股票分析師對企業獲利預測的離散度， 1995-2023 年



圖表要點： 在大穩定時期，分析師對企業獲利預期的看法，除了重大衝擊期間之外都相對一致。現在它們的看法卻呈現更加分散的狀況，這說明通膨和利率上升的環境使得市場前景變得更加難以解讀。

資料來源：貝萊德智庫，LSEG Datastream，2023 年 12 月。註：此圖表顯示標準普爾的分析師預測企業獲利的整體標準差。綠線顯示1995年至2020年1月的中位數，橘色線顯示自2020年2月以來的中位數

總體經濟前景更加不確定。總體經濟的投資選擇可能會帶來風險與報酬，因此我們認為投資人應該慎重選擇他們所能承擔的投資配置。

MKTGM1223A/S-3298435-5/16

主動靈活布局投資組合

我們認為波動性和離散度加劇需要採取主動的方法來管理投資組合。

結構性較高的政策利率最終應該意謂著所有資產均有更高的報酬。但我們認為並非所有資產評價都發生變化，而且對廣泛資產類別而言，靜態的投資方式不太可能為股票和債券帶來如同先前大穩定時期，牛市般的風險調整後報酬。

我們認為**alpha**（即超額報酬）在新市場環境中將發揮更大的作用，我們也相信當現金提供有吸引力的報酬時，就需要採取更為動態的方式建構投資組合。

如果您能夠完美地準確預測美國股市的報酬會如何，自 2020 年以來，更頻繁地運用這種假設能力所獲得的報酬（參見圖表中的右側長條圖）比四年前的左側長條圖高上許多。這代表著什麼結果？自 2020 年以來，具良好的洞察並及時採取行動，比起買入並持有的投資策略，帶來更高的報酬。

投資人還可以透過審慎布局投資組合的配置，在新市場環境下蓬勃發展並抓住機會。例如，根據倫敦證券交易所的數據，自 2023 年 7 月中旬以來，短天期公債的報酬已經超過長天期債券，因為長天期債券的投資人開始要求獲得相對應的風險補償。最後，在新市場環境下的報酬離散度加大。我們認為這表示個股選擇可能更具影響力。我們看到大量的工具和策略可以幫助投資人超越靜態投資策略的報酬。投資人可以採用不同指數來建立核心配置、實現超額報酬的理念並達到避險作用。

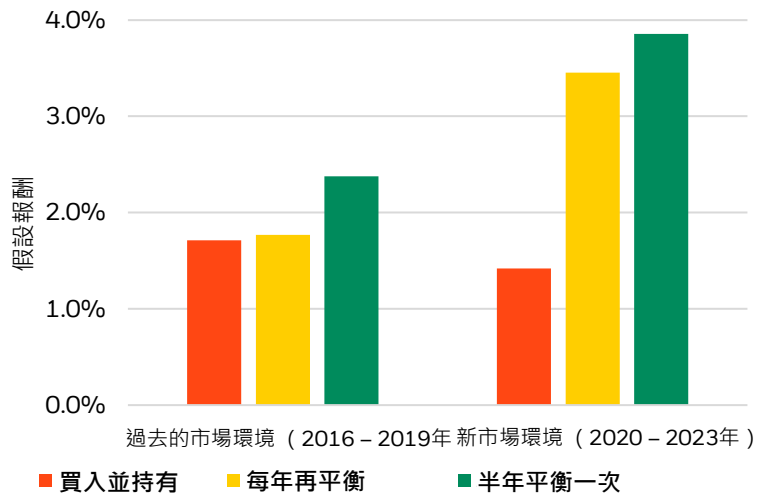
整體而言：市場環境下，具備專業的投資知識可能會為投資組合帶來優勢。

> “大趨勢和總體經濟：在尋找超額報酬的過程中，需要多方挖掘和觀察，而非侷限於眼前的挑戰。”

Raffaele Savi
貝萊德系統化全球主管

更加動態調整

投資組合再平衡對投資美國股市的影響



圖表要點：在新市場環境下採取更具動態的投資方法，所獲得的報酬可能會比疫情前採取買入並持有的策略還要高。

過去的表現並不是未來表現的可靠指標。指數報酬不考慮費用。投資人不能直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫、摩根士丹利資本國際(MSCI)，數據來自彭博社，2023 年 12 月。註：此圖表顯示新舊市場環境裡，三種情況下的美國股票月報酬率（根據MSCI 美國指數）：維持持股不變（買進持有）、年度再平衡及半年度再平衡。重新平衡為了優化投資組合的報酬、多元化和風險，為了追求 MSCI 美國指數報酬最大化。該分析使用歷史報酬並且是根據事後的數據進行分析。未來的報酬可能會有所不同，而這些報酬結果可能與其他資產類別不同。該數據並未考量可能減損報酬的潛在交易成本。該數據並非實質的投資組合，僅供說明之用。

我們相信，主動式投資會在新市場環境取得更佳的表現。一次到位的策略則不如過去那樣發揮作用。

MKTGM1223A/S-3298435-6/16

掌握大趨勢

我們認為掌握大趨勢是以超越過去傳統資產類別，建構投資組合的另一種方式。大趨勢會影響企業獲利的表現，因此提供的潛在機會與總體經濟週期無關。

這些力量已經重塑市場。以數位衝擊和人工智慧為例。右圖顯示今年以來美國科技股相對於大盤的表現。我們認為這反映市場接受前景出現轉變的速度。

不論贏家和輸家都可能受到人工智慧科技帶來的影響。當我們將這項大趨勢納入我們的戰術觀點時，儘管總體經濟環境不樂觀，但我們對已開發市場股票的整體立場也趨向中立的看法。請參閱第 8 和 14 頁。

只因我們認為掌握大趨勢將使投資人的報酬有機會優於過往簡單且不變的配置方法。

大趨勢的深遠影響正在催生新的投資機會，而市場應對這些長期力量所帶來的影響，速度可能會相當緩慢。

銀行面臨的資本壓力正由私募信貸和非銀行機構填補貸款空缺。私募信貸並非具有流動性資產類別，不見得適合所有投資人。鑑於我們處於結構性高利率的環境，我們將採取選擇性的方法。

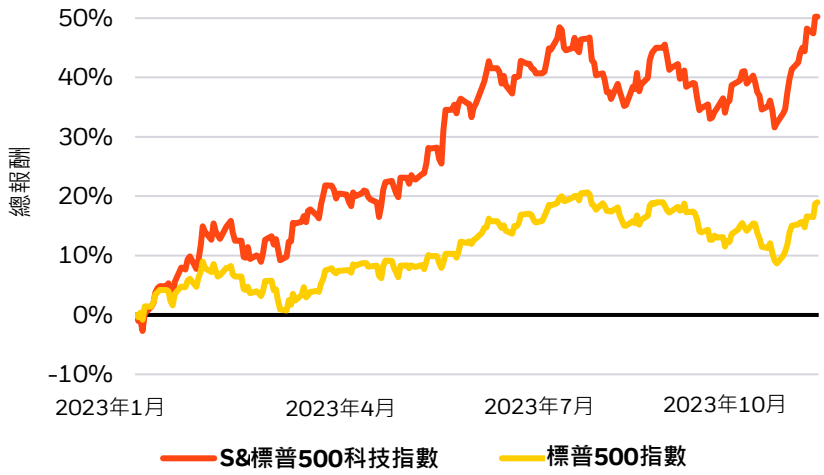
主要經濟體面臨人口老化的問題，將限制各國的生產和成長能力，這也取決於它們如何適應和應對未來的挑戰。

我們認為氣候適應力正成為一個新的投資主題。隨著氣候帶來的衝擊進一步加劇，我們看到以幫助經濟體做好準備、適應和抵禦氣候災害和災後重建的解決方案需求不斷增加。請參閱第 9 頁。

地緣政治碎片化推升科技、能源和國防等策略領域的投資金額大幅增加。請參閱第 10 頁。

大趨勢正在我們眼前上演

標普科技類股與標普 500 指數，2023 年初至今的表現



圖表摘要：投資人對人工智慧和數位科技的熱情抵消殖利率上升帶來的衝擊。這使美國科技股在 2023 年的表現超越大盤。

過去的表現並不是未來結果的可靠指標。指數報酬不考慮費用。投資人不能直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫，數據來自 LSEG Datastream，2023 年12 月。註：該圖顯示了標普500 科技產業（橘色線）和標普500 指數（黃線）以美元計算，年初至今的總報酬率。

大趨勢是新市場環境下的關鍵驅動力，影響長期經濟成長和通膨前景並使獲利能力出現變化。我們將大趨勢視為影響現在和未來報酬的關鍵。

MKTGM1223A/S-3298435-7/16

AI：人工智慧革命

運算硬體和深度學習創新的進步，使得人工智慧在 2022 年底出現轉折點。我們認為，創新將開始像滾雪球般呈指數型成長。

然而，追蹤跨地區和跨產業的投資機會都具有相當高的不確定性。科技「堆疊」：相互建構、能夠實現進一步創新的科技層，可能提供一條幫助評估投資機會的路徑。參見圖表。

底層（示意圖中的橘色）包含雲端基礎設施和晶片——基礎層。第二層（黃色）涵蓋模型、資料和資料基礎設施。最後一層（白色）包括創新的應用程式。我們目前處於第一層（橘色）和第二層（黃色）之間，接下來可能是最後一層（白色）。我們看到整個科技產業將由少數大型科技公司所領導，其業務重點將轉向人工智慧。

這顯示我們正處於這場智慧革命的浪頭上，所帶來的衝擊可能已經超出過去人們關注其對生產力的影響。我們之前的研究發現，人工智慧的專利數量提升與整體的獲利成長率兩者之間存在潛在的正相關。我們還發現投資人將經濟價值不斷上升歸因於這些專利。然而，並非所有專利都會使企業獲利，未來價值具有高度的不確定性。

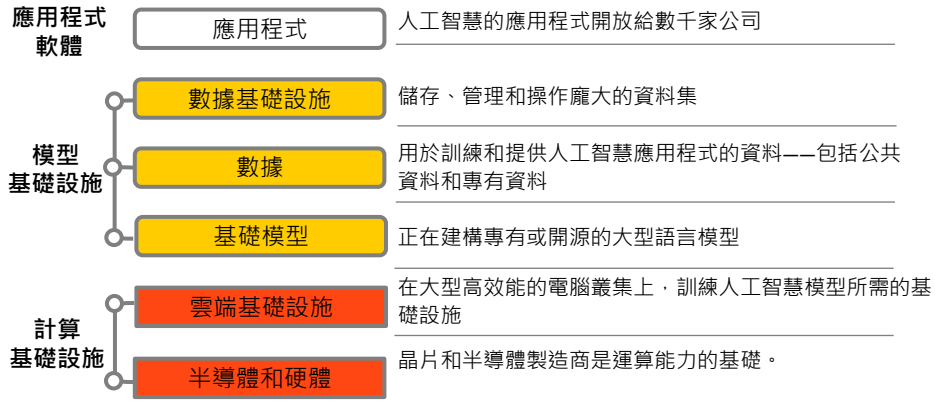
從 6 到 12 個月的角度來看，我們加碼已開發市場的人工智慧類股。我們認為科技業的獲利將可能持續反彈，預計它將成為 2024 年美國企業整體獲利成長的主要推動力。

> “人工智慧對於企業的獲利成長和生產力來說都是一項重要的因素。”

Simona Paravani-Mellinghoff
全球投資長，貝萊德多元資產策略與解決方案團隊

人工智慧的科技堆疊

貝萊德對人工智慧應用程式所需的科技的看法，2023 年 12 月



圖表要點：隨著科技的發展，我們看到投資機會不斷浮現，從硬體製造商到數位和數據基礎設施，到最終的應用程式。

資料來源：貝萊德智庫，2023 年 12 月。註：示意圖顯示我們認為開發人工智慧應用所需的科技（跨硬體和軟體）。隨著科技相互「堆疊」在一起，每一層都建立在前一層的基礎上，從而實現進一步的創新。此示意圖僅用於說明目的，旨在作為我們目前所知的指南。隨著人工智慧生態系統的發展，某些類別可能會被更新的類別所取代。對證券的引用僅供說明之用，不應被解釋為投資建議或買入或賣出的建議。

我們認為這場打造聰明機器的競賽，就像發起一場革命，如同過去的工業和資訊革命一樣。

MKTGM1223A/S-3298435-8/16

投資氣候適應力

低碳轉型是現在市場上正發揮影響力的五大趨勢之一。我們推出貝萊德智庫氣候轉型情境分析，來幫助投資人應對風險和抓住機會，並專注於能源轉型。這不僅僅是為了辨別再生能源的機會；傳統能源公司也可以領先參考指標，尤其是在供需不匹配的情況下。

能源轉型往往會成為市場頭條新聞，但我們看到一個相關主題的重要性劇增：氣候適應力。這是準備、適應和抵禦氣候災害以及衝擊後的重建能力。使用早期的監測系統來預測洪水，使用空調來應對熱浪，或改造建築物為了更能抵禦極端氣候的影響。隨著未來幾年，氣候帶來的衝擊持續擴大，我們需要大量的投資來增強社會的抵禦能力。

這些損失到底有多大？我們很難用數字來說明對這項衝擊對人類健康和福祉的影響。如圖所示，可量化的經濟損失正在快速成長。我們已經看到市場對提升氣候適應力的產品和服務需求不斷增加。市場可能低估隨著時間的推移，氣候適應力將成為主流投資議題的可能性。

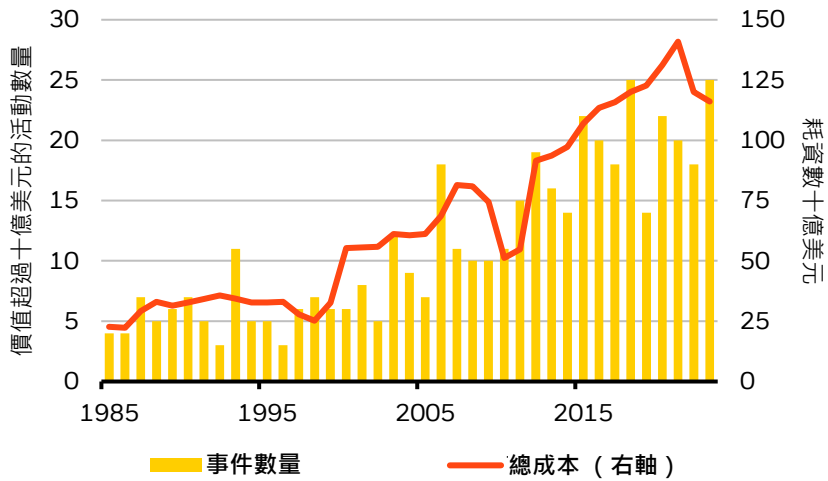
在最近的一篇論文中，我們將投資主題分為三個次主題：評估和量化風險、管理風險和重建有形基礎設施。這有助於我們建立一個框架來辨識跨產業的機會，例如工業和科技，以及資產類別。

> “我們認為防洪、防火和抵禦乾旱等適應氣候的解決方案具潛在投資機會。”

Olivia Markham
投資組合經理人
貝萊德基礎股票團隊
主題式與產業投資

實質衝擊不斷增加

美國損失超過十億美元的氣候事件（經通膨調整）， 1985-2023年



*圖表摘要：在過去大約三十年裡，損失總額超過**10** 億美元與氣候相關的事件數量逐步增加。進入**2023** 年，僅僅九個月之內，與氣候相關的事件數量在美國就創下紀錄。*

資料來源：貝萊德智庫、NOAA 國家環境資訊中心(NCEI) 數十億美元的天氣和氣候災難（2023 年），2023 年 11 月。註：長條圖（黃色長條圖）顯示損失超過 10 億美元的氣候事件數量。這些數據包括乾旱、洪水、嚴重的風暴、熱帶氣旋、野火、冬季風暴和冰雪。線圖（橘色）顯示的十年的平均總成本。該數據根據 2022 年的通膨進行調整。所有貨幣數字均以美元為單位。

市場可能低估氣候適應力成為主流投資議題的可能性。

MKTGM1223A/S-3298435-9/16

碎片化加深

我們認為一連串的危機加速全球分裂以及相互競爭的地緣政治和經濟集團的崛起。我們的貝萊德地緣政治風險指標近期有所上升（請詳見圖表），顯示市場比以往更加關注這項議題。

投資人是否應該靜觀其變，並將投資留在國內？我們不這麼認為。經濟效率的新口號可能會增加機會成本，但也帶來潛在機會。我們認為越南和墨西哥等國家可以從供應鏈多元化中受益，其中海灣國家 、印度和巴西具潛在機會。他們正在尋求與多個集團相互合作的機會，並擁有寶貴的資源和供應鏈。

在這個競爭更加激烈的世界中，我們預期科技、能源、國防和基礎設施等策略領域的投資將會大幅增加。我們也看到具管理和降低網路安全風險等專業知識的公司具潛在投資機會。

中東戰爭、俄羅斯和烏克蘭持續面臨衝突和中美結構性競爭使地緣政治風險上升。據聯合國稱，全球動盪局勢的數量達到近幾十年來最高的水準。 2024 年將成為史上規模最大的選舉年，全球一半以上人口將參與投票。我們認為美國和台灣的選舉尤其重要。

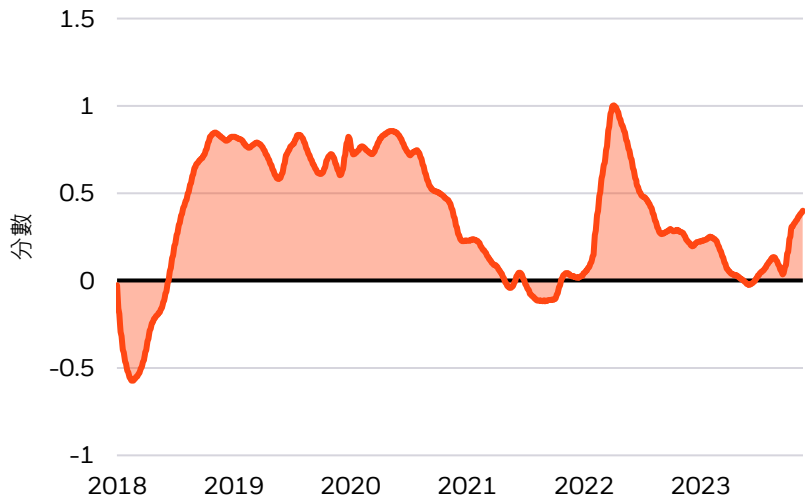
我們認為駕馭這個新世界秩序，不一定是為了規避風險或針對特定事件抱持特定看法，而是為了抓住機會和降低整體投資組合的風險。

> “反覆的政經衝擊正使全球秩序出現長期結構性變化。”

Tom Donilon
貝萊德智庫主席

關注度提升

貝萊德地緣政治風險儀表板，2018-2023



圖表要點： 根據我們的貝萊德地緣政治風險指標，市場對地緣政治的關注度來到今年以來最高的水準。

資料來源：貝萊德智庫。 2023年12月。貝萊德地緣政治風險指標(BGRI)追蹤與特定地緣政治風險相關的券商報告（透過LSEG）和金融新聞報道（道瓊新聞）的相對頻率。我們根據文章文本中的情緒是正面還是負面進行調整與分配分數。此分數反映市場對每種風險與過去5年歷史的關注程度。與其他媒體來源相比，我們給券商報告較高的權重，因為我們想要衡量市場對任何特定風險的關注度，而不是公眾的看法。

地緣政治將加速經濟重新布局。我們專注其中的潛在投資機會。

MKTGM1223A/S-3298435-10/16

其他市場的機會

我們看到全球市場的報酬離散度越來越高，這為目光轉向外國市場的投資人創造潛在機會。我們在不同地區和國家進行選擇性評估，其中評價、獲利前景以及價格是我們考量的關鍵。

以日本為例。我們認為 2023 是關鍵的一年。由於投資評價相當具有吸引力、加上獲利成長空間以及提升股東權益的企業改革，使我們今年兩次上調日本股票的投資觀點。這仍然是我們在已開發市場股票中最有信心的資產類別。投資人正緊抓潛在機會，這在一定程度上解釋今年日本股市大漲的原因。

這背後還有一個更微妙的發展正慢慢顯現。該圖表顯示，今年股價淨值比處於低點的公司表現相對出色，反映出投資人相對看好這類公司帶來的潛在機會。我們仍然認為整體評價具有吸引力。其中一個潛在風險是貨幣政策可能出現緊縮的現象，這也是我們為何願意在沒有貨幣避險的情況下，承擔股票的風險。

與已開發市場相比，我們相對看好整體新興市場資產。新興市場與全球成長並非完全脫節，因此我們認為審慎挑選相當重要。

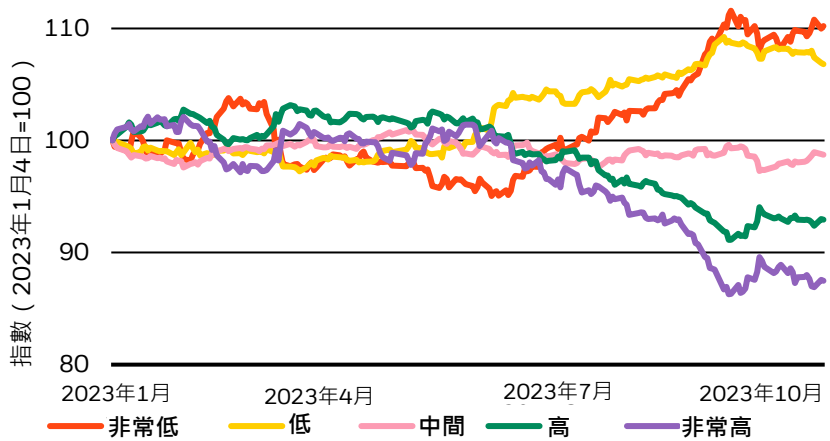
大趨勢可能會對新興市場股票帶來豐富的潛在機會。印度的數位支付系統預示著該國金融業的未來。我們相信隨著銀行調整貸款，可能為繁榮的信貸市場提供潛在機會。我們認為低碳轉型為拉美地區帶來相當重要的機遇，特別是那些擁有大量銅、鋰等關鍵金屬的國家。美國公司將營運和生產地點遷至離本土更近的地方可能會使墨西哥等國家受益不少。

> “日本和印度是全球分裂下受益者之一。”

Belinda Boa
新興市場投資長
貝萊德基本面股票團隊

改革逐漸發酵

日本：以股價淨值比計算的相對表現，2023 年



圖表摘要：股價淨值比較低的日本公司股票表現優於大盤，因為投資人預期這些公司將加速採取措施提升股東權益。

過去的表現並不能保證將來的結果。資料來源：貝萊德智庫，數據來自 QUICK 和 Daiwa。 2023 年 12 月。註：此圖表顯示 TOPIX 指數成分股今年以來的表現（重新計算基準），根據股價淨值比 (P/B) 分為五個類別。其中按股價淨值比升序排列成分股，然後將它們分為五個市值加權的組別，並確保每個組別佔市場總市值的比例相同。例如，「非常低」為股價淨值比最低的成分股。每月重新平衡一次。

審慎選擇不同地域的潛在機會是我們投資策略中相當重要的一個層面，目標是在新市場環境下實現高於參考指標的報酬。

MKTGM1223A/S-3298435-11/16

實體資產的機會

我們認為通膨將結構性走高，因此房地產和基礎設施等實體資產將在策略投資組合中發揮關鍵作用。為什麼？一些實體資產的價值或現金流與通膨相關的指標有關—例如房地產價格或租金收入。

但總體經濟因素也相當重要。從結構面看，低利率—過去有利於報酬表現—已經轉為更高的融資成本。現在的問題是：目前的價格是多少？我們曾預期私募市場的核心實體資產的評價，將根據不斷上升的利率和殖利率進行調整，這使我們在 2022 年 6 月對私募實體資產轉為更加謹慎的態度。

評價已出現不小調整—但我們認為未來還有更多調整空間。資本化（上限）率—房產收入與其價格的比率—是房地產常用的參考評價指標。隨著利率和殖利率飆升，我們預計私募和公共房地產的資本化率都會上升。

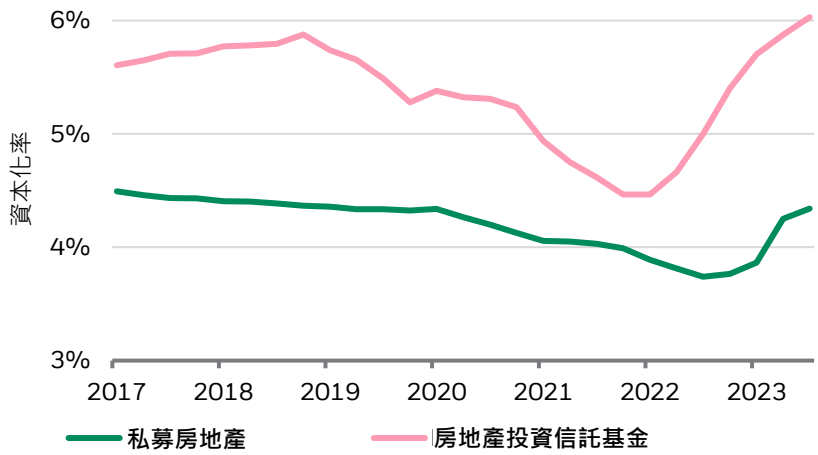
真實的情況是，私募房地產的資本化率變動幅度小於公開交易的房地產投資信託基金（REITS）。請參見圖表。這說明，在這種情況下，公開市場資產反映新市場環境的程度。

整體而言，資本化率非唯一的關注焦點。基礎資產的性質是私募和公共資本化率出現差異的原因之一。房地產投資信託基金投資於各種財產，包括資料中心和醫療保健等產業。這意味著特定的房地產投資信託基金可能比私募房地產更能適應經濟活動放緩的情況。這說明為什麼在通膨時期，購買實體資產的簡單口號很重要。

整體而言：一些公共實體資產的價格調整幅度高於一些私募資產。我們認為，抓住出現的機會的關鍵是審慎選擇、了解價格以及在實體資產之間靈活轉換。

私募資產落後於公共資產

房地產資本化率，2017-2023年



圖表摘要：房地產投資信託基金（REIT）評價對利率上升的反應比私募房地產更快、更廣。我們認為這使得公開上市的房地產投資信託基金相對於私募房地產更具吸引力。

資料來源：貝萊德智庫，數據來自 NCREIF， 2023 年12 月。註：圖表顯示歷史資本化率（綠色實線）。過去的表現並不能保證將來的結果。

公開交易的房地產已適應不斷上升的利率環境。我們認為這使房地產投資信託基金目前比私募實體資產更具吸引力。

MKTGM1223A/S-3298435-12/16

剖析我們的投資觀點

解釋我們的戰術資產配置方法

我們認為在這個新市場環境下，廣泛而靜態的投資解決方案無法像過去一樣一帆風順。我們認為現在需要審慎挑選與分析。我們進一步擴展我們的投資策略，將 Alpha（超額報酬）納入其中。

廣泛的資產配置

我們首先根據 6 至 12 個月的總體經濟前景來評估投資組合的戰術配置，並考慮價格因素所帶來的影響。然後我們在廣泛的資產類別中，呈現我們的投資組合觀點。

我們正處於總體經濟和市場波動更大的新市場環境中。我們認為當央行放寬政策並刺激股票和債券出現牛市表現時，廣泛的資產類別將不會出現跟以往相同的報酬。

影響

- 我們維持減碼已開發市場股票的立場
- 我們繼續加碼短天期債券
- 我們維持減碼高評等信用債

發掘 Alpha 和審慎分析

然後，我們評估總體經濟配置之外的潛在風險—我們稱之為中和總體經濟風險的投資部位。這包括發掘產業和國家的 Alpha 並進行審慎分析。

我們看到潛在報酬的 Alpha 機會，而廣泛的資產類別或總體經濟報酬的吸引力則相對較低。審慎分析總體經濟環境，在不確定的新市場環境中有望帶來報酬機會。我們也縮小區域、產業，以及產業偏好與機會的範圍，旨在追求高於參考指標的報酬。

影響

- 我們認為已開發市場和新興市場的股票具有潛在的 Alpha 報酬機會
- 以更深入的角度來看，我們偏好科技和金融等產業

掌握大趨勢

我們考量大趨勢帶來的影響—超越總體經濟背景下的強大結構性力量。我們相信許多大趨勢已經開始推動報酬和企業的獲利表現—而且所帶來的影響已經超越多種資產類別。

影響

- 我們維持加碼已開發市場中的人工智慧類股

本資料代表對特定時間市場環境的評估，並非對未來事件的預測或對未來結果的保證。讀者不應依賴此資訊作為任何基金、策略或證券的研究或投資建議。 Alpha 表現不考慮費用。資料來源：貝萊德智庫，2023 年 12 月。

動態靈活

我們的核心信念認為，在新市場環境下，投資人需要對投資組合保有彈性。過去靜態的資產配置方法無法像以前一樣發揮作用。

我們更新戰術和策略觀點的呈現方式並聚焦在這兩個投資面向中，我們最有信心的觀點上，強調保持靈活性和審慎分析。我們還詳細分析該如何在資產類別的層面上建立總體經濟觀點，為了在廣泛的風險之外，看到潛在報酬機會。

從戰術角度來看，我們的整體總體經濟觀點將繼續減碼已開發市場股票，因為我們預期經濟成長將因持續性通膨而停滯不前，這將促使央行在更長時間內維持較高的政策利率。但我們在已開發市場股票中發現超額報酬機會。當結合人工智慧主題和alpha時，我們對美國股市的整體看法偏向中立。請參閱右側的範例。如第 11 頁所述，我們看好日本股市。我們也繼續看好已開發市場股票中的人工智慧相關類股。

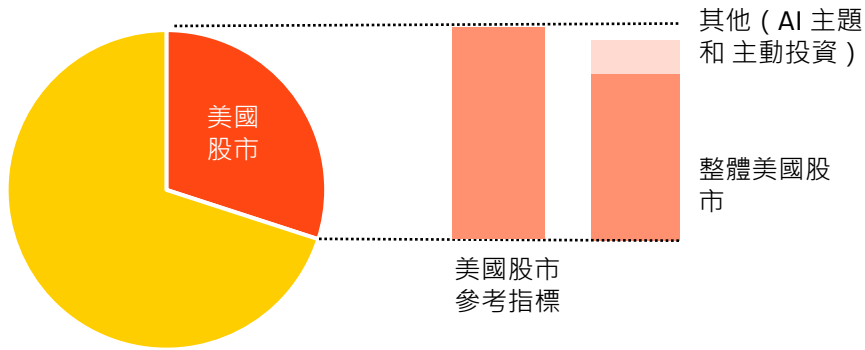
從策略上來看，收益機會將是值得關注的事。我們維持大幅加碼通膨連結債的看法。我們仍然看好私募市場所提供的收益機會。在已開發市場政府債券中，我們偏好中短天期的債券。

整體觀點

策略性（長期）及戰術性（6至12個月）觀點中，最具有信心的投資看法（2023年12月）

戰術性觀點	原因
已開發市場股票	• 我們的總體經濟觀點使我們保持減碼的看法，但我們認為人工智慧類股的投資主題為我們帶來超額報酬的潛力，因此整體上使我們對股票呈現相對接近中立的看法。
固定收益資產	• 在高利率環境下，債券提供的收益緩衝能力全面提升。我們偏好短天期債券，現在則對長天期美國公債持中立態度，因為我們認為出現雙向波動的機率相當。
不同市場的看法	• 我們傾向於按地理位置來審慎分析潛在的機會，就像已開發市場中的日本股票一樣。在新興市場中，我們認為印度和墨西哥是大趨勢下的受益者，儘管評價相對較高。
策略性觀點	**原因**
私募信用債	• 我們認為隨著銀行提供資金的態度相對緊縮，私募信貸將獲得一定的市占率 。考量信用風險，私募信貸提估的報酬頗具吸引力。
通膨連結債券	• 我們認為新市場環境下，通膨率將維持在 3% 的水準，高於政策目標 ，從策略面來看，這是我們最有信心的資產之一。
中短天期債券	• 整體而言，我們更喜歡短天期債券而非長天期債券。主要考量不確定和波動的通膨走勢、債券市場波動加劇以及投資人需求疲弱。

深入探討將大趨勢納入美國整體股市的加碼觀點



我們減碼美國股市，但我們對人工智慧的看法使我們對美股整體的看法偏向中立。

以上看法截至 2023 年 12 月，並可能因市場或經濟狀況的變化而隨時發生變化。策略**性觀點**是指 5 年及以上**期間的**長天期觀點，戰術**性觀點**是指 12 個月或更短時間範圍內的資產觀點。

MKTGM1223A/S-3298435-14/16

細分個別資產的觀點

依據確信度來說明特定資產相較廣泛的全球資產，在未來6至12個月的戰術配置觀點，2023年12月

我們根據總體經濟前景以及價格因素來確定資產配置。下表反映了我們的投資觀點。我們要追求 alpha – 打敗大盤報酬的投資機會。我們認為新市場環境下，不利於靜態投資於廣泛的資產類別，但它正為 alpha 創造更多潛在機會。例如，從過去歷史上來看，在高市場效率的已開發市場中，股票市場所提供的的 alpha 機會一直相當很低，但我們認為由於波動加大、總體經濟不確定性和報酬離散度提升，上述情況已經不再存在。我們認為在新市場環境中，洞察力和技能將是戰勝市場的關鍵。

股票	看法	評論
美國	-1	整體資產我們抱持減碼態度，但美股仍然是我們投資組合中配置比重最高的資產。市場預期降息和軟著陸推升股市上漲，但我們認為這項預期充滿挑戰與風險。
歐洲	-1	我們抱持減碼態度。歐洲央行在經濟放緩的情況下維持緊縮政策。評價具有吸引力，但我們尚未看到改善市場情緒的催化劑。
英國	中立	我們持中立看法。我們發現該資產具有吸引力的評價，已大致反應疲弱的經濟成長前景以及英國央行為應對黏性通膨而大幅升息的情況。
日本	+1	我們持加碼態度。我們看到更為強勁的經濟成長有助企業獲利超出市場預期。股票回購和其他有利於股東的改革也帶來正面的支持。潛在的政策緊縮態度是近期面臨的潛在風險。
已開發市場的人工智慧 (大趨勢)	+1	我們持加碼態度。多個國家和產業正以人工智慧為核心展開新一輪的投資週期，這將支持未來的企業營收和利潤率。
新興市場	中立	我們持中立看法。我們認為經濟成長動能偏弱，加上中國的刺激政策也有限。與股票相比，我們更喜歡新興市場債的潛在機會。
中國	中立	我們持中立看法。適度的政策刺激可能有助於穩定經濟活動，評價也有所下降。人口老化、地緣政治風險等結構性挑戰依然存在。

固定收入	看法	評論
短天期美國公債	+1	我們持加碼態度。我們偏好短天期政府債券所提供的收益機會，因為利率將長時間保持在高點。
長天期美國公債	中立	我們持中立看法。預期政策推升殖利率並已經來到高點。現在我們認為長天期債券殖利率出現雙向波動的機率相當。
美國通膨連結債券	中立 ●	我們持中立看法。我們預期中期通膨將上升，但短期內通膨和成長降溫可能值得關注。
歐元區通膨連結債券	-1	我們抱持減碼態度。與歐元區相比，我們更喜歡美國通連結債券。 我們認為市場高估歐元區持續通膨的狀況優於美國。
歐元區政府債券	中立 ●	我們持中立看法。市場定價反映的政策利率符合我們的預期，10 年期公債殖利率已脫離高點。週遭國家的債券利差存在擴大的風險。
英國公債	中立 ●	我們持中立看法。相對於美國公債，英國公債殖利率偏低。市場對英國央行政策利率的定價更接近我們的預期。
日本政府債券	-1	我們抱持減碼態度。我們認為日本央行逐步結束其超寬鬆政策會對殖利率帶來上行風險。
中國政府債券	中立	我們持中立看法。債券受到寬鬆政策支持，短天期已開發市場政府債的殖利率更具吸引力。
全球投資等級信用債	-1 ●	我們抱持減碼態度。我們認為利差收斂並不能彌補升息對企業資產負債表造成的打擊。我們認為歐洲全球投資等級信用債優於美國。
美國機構MBS	+1	我們持加碼態度。我們認為機構 MBS 是債券中多元化配置的高品質標的，並認為該資產優於投資等級債。
全球非投資等級債	中立 ●	我們持中立看法。利差低，但我們偏好該資產提供的高殖利率和近期反彈的可能性。我們認為全球非投資等級債優於美國。
亞洲信用債	中立	我們持中立看法。我們認為目前的評價水準不具吸引力。
新興市場強勢貨幣債	+1	我們持加碼態度。由於殖利率高，因此我們看好新興市場強勢貨幣債。隨著新興市場央行開始降低政策利率，當地匯率走弱也帶來一定的緩衝。
新興市場當地貨幣債	中立	我們持中立看法。目前殖利率已接近美國公債殖利率。此外，央行降息可能會對新興市場的匯率帶來下行壓力，拖累潛在報酬。

減碼 | 中立 | 加碼 ●上一視圖

過去的表現並不是當前或未來結果的可靠指標。投資人不能直接投資於指數。 註：以上觀點是以美元的角度進行分析。本資料為特定時間下，對市場環境的評估，並非對未來事件做出預測或對未來的結果提出保證。讀者不應依賴此訊息作為任何基金、策略或證券的研究或投資建議。

MKTGM1223A/S-3298435-15/16

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。

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12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

BlackRock.