

BlackRock
贝莱德

2024年中 全球投资展望

转型的浪潮席卷而来

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。



Philipp Hildebrand
副主席 – 贝莱德



Jean Boivin
主管 – 贝莱德智库



Wei Li
环球首席投资策略师 – 贝莱德智库



Vivek Paul
投资组合研究全球主管 – 贝莱德智库



Christopher Kaminker
可持续投资研究与分析主管 – 贝莱德智库

目录

概要	2	焦点	8-14
简介	3-4	人工智能建设	8-9
转型在即?	3	全球选举	10
权衡情景	4	基础设施	11
		人口结构	12
		日本	13
主题			
回归实体经济	5-7	随时准备调整策略	14
倾向于承担风险	5	观点概要	15
抓住下一波浪潮	6		
	7		

由于人工智能(AI)、低碳转型和全球供应链重新布局方面的投资可能大幅增加，全球即将迎来一场堪比工业革命的转型。然而，这些投资无论是速度、规模还是影响都存在一定的高度不确定性，主要是因为疫情后经济环境与疫情前有较大区别：通胀居高不下、利率上升、经济增长出现疲弱趋势和政府债务水平较高。我们鼓励投资者积极投身经济转型，同时也建议投资者根据实际情况对投资组合进行灵活调整，这是未来投资的关键所在。

受劳动适龄人口减少等供应限制问题的影响，宏观经济和市场波动加剧的新格局已经确立。这导致的结果是——通胀和利率因经济增长放缓（相对于疫情前而言）而上升，公共债务水平也处于高位。

但就目前而言，如果一味考虑宏观环境，有可能会错失很多投资良机。在五大颠覆性趋势（或结构性转变）的驱动下，我们即将迎来转型浪潮。我们认为其中三个趋势会刺激大量资本支出，包括竞逐人工智能赛道、低碳转型和供应链重新布局。虽然这些投资无论是速度、规模还是影响力都存在高度不确定性，但我们认为这可能会改变目前的经济和市场格局，正如之前的技术革命一样。由于意识到投资形势瞬息多变，我们与贝莱德的投资组合经理携手合作，设计了五种截然不同的情景来评估近期投资前景。

在疫情之前，由于通胀水平较低，各央行可以通过大幅下调利率和大规模购买资产来提振经济。这有助于推动风险资产价格的上行。在新的格局下，实体经济更为重要。我们的第一个主题是关注实体产业。我们认为，随着投资流入基础设施、能源系统和科技领域以及推动这些领域发展的人才，实体经济将呈现最大的投资机会。

我们认为企业可能需要改进商业模式，并且进行投资以保持竞争力。对投资者而言，这意味着公司基本面将更加重要。我们认为赢家和输家之间的差距可能比以往任何时候都要大。

正是这种差距造就了投资机会，也是我们设定第二个主题为*加码风险偏好*的原因。面对高度不确定的前景，不只有降低风险这一种应对方式。我们寻找在不同情景下都能表现良好的投资，并倾向于目前最有可能表现出色投资。我们专注的情景是会集中出现一批人工智能赢家，由少数几只表现领先的人工智能股继续推动股价上涨。

随着转型逐步展开，很有可能会突然出现另一种情景，对此我们也已经做好准备，可以随时调整策略。因此，我们的第三个主题是*发掘下一个风口*。这是为了在投资结果（和投资机会）与预期相差甚远时还保有灵活性，可以随时大幅调整资产配置。

投资启示：我们在6至12个月的配置层面继续超配美国股票和人工智能主题。我们对日本股票的超配是我们确信度最高的观点之一。我们看好短期债券和信贷的收益。我们将私募市场视为寻觅优质明星初创企业以及未来参与基础设施建设投资——这一潜在投资热潮的重要渠道。

经济增长转型在即

我们认为全球经济即将迎来史上罕见的大规模转型浪潮。颠覆性趋势正在推动这一波转型，并开始吸引大量投资涌入实体经济，包括基础设施、能源系统、先进技术和人才。我们认为投资规模或与之前的技术革命相当，可望重塑目前的市场和经济格局。请参见右图。但这些投资无论是速度、规模，还是其对整体经济生产力的潜在影响，都存在一定的高度不确定性。

就人工智能而言，拓展人工智能能力的竞争正在刺激大量资本支出。据一系列估计表明，未来数年在人工智能数据中心方面的投资每年将增长60%至100%。然而，即使在人工智能建设的初始阶段，也很难确定确切的投资金额。这将取决于资源方面的限制。举例说明，其他领域的能源需求已经不断增长（包括电气化方面），因此很难以满足人工智能领域的需求。计算和能源方面的创新有助于缓和这些限制。

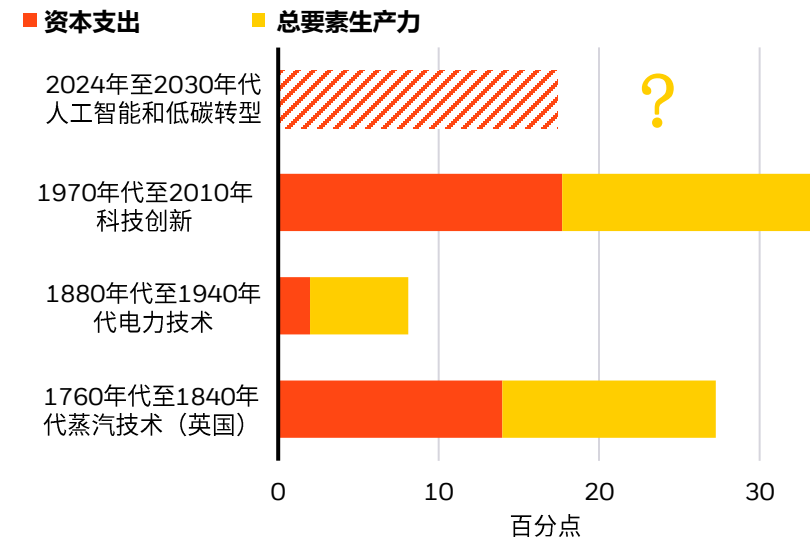
在第二阶段，我们认为投资的范围将扩大到寻求利用人工智能的公司，而这方面的投资金额则取决于人工智能的建设和采用情况。所有这一切均有望推动第三阶段的发展，即整体生产力增长。请参见第8至9页。

低碳转型也在刺激大量投资。贝莱德智库净零转型模拟情景(Transition Scenario)估计，十年内能源系统投资将达到每年3.5万亿美元。地缘政治分化加剧也在影响投资：各国将国家安全置于经济效率之上。重新布局供应链也需要针对投资。

由于未来投资的速度和规模存在不确定性，加上供应限制导致经济环境异常，长远来看难以准确判断全球经济增长的具体走向。但我们认为此次转型会经历不同的阶段，例如首先是人工智能建设飞速发展并在随后得到广泛应用。这一发展提供了方向指引，让我们能够在转型的过程中不断调整资产配置。

即将迎来超大规模资本支出

对国内生产总值的累计总贡献



图表结论：人工智能和低碳转型可望刺激历史上规模巨大的资本支出，而且时间上比以往的技术革命要短得多。

前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库，2024年6月；以及来自Crafts(2021)的数据。注：上图呈列的是所示期间美国之前的技术（“蒸汽技术”除外）对国内生产总值的累计贡献。对信息和通信技术、电力技术和蒸汽技术的估计来自Crafts(2021)所载的历史经济文献。人工智能和低碳转型所需的资本支出是贝莱德智库基于有关数据中心投资需求的外部研究和贝莱德智库净零转型模拟情景（供专业投资者使用，可点击[此处](#)）估算得出。由于其他技术革命进行了数十年，因此我们对人工智能和转型相关资本支出的估计在短时期内是乐观的。

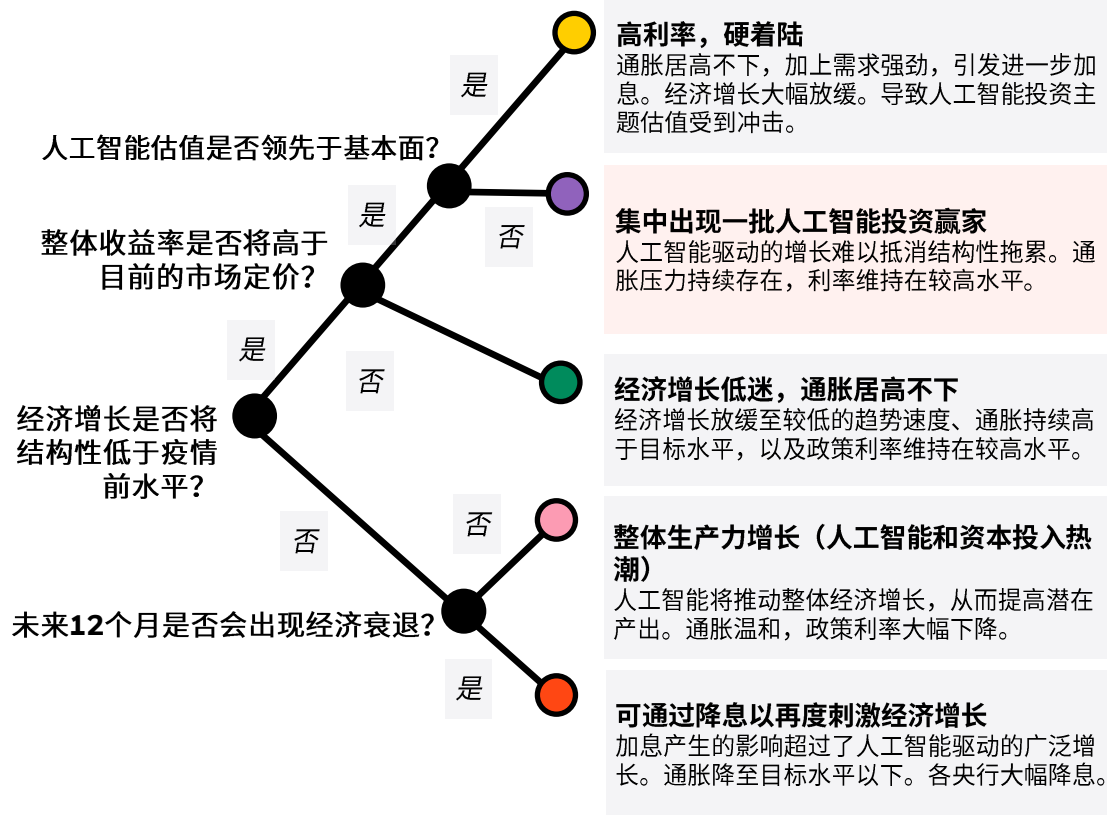
我们预计未来可能出现投资热潮，并最终改变目前的经济和市场格局。但这些投资无论是速度、规模还是影响都存在不确定性。

短期宏观趋势分析

我们设想不同的情景来判断经济和市场未来6至12个月的发展方向。即使无法反映该时间段以外的许多可能的结果，但这些情景可以帮助我们了解是什么因素推动全球经济出现截然不同的发展态势。

贝莱德智库成员和贝莱德的投资经理们，针对近期前景设定了五种不同的情景（请参见右图）。我们认为在以下两种情景下股票可望表现良好：一种是即使在艰难的宏观环境下，也集中出现了一批人工智能赢家；另一种是人工智能推动整体经济增长，从而促进生产力提升和大幅降息。另外有两种是经济硬着陆情景，不同之处在于各央行能否通过降息来拯救经济。第五种情景是经济增长低迷且通胀居高不下，而由于通胀居高不下，央行将政策利率维持在较高水平。右侧的箭头则表示在这些情景下假设市场影响会存在怎样的显著差异。

在以上诸多场景中我们倾向于集中出现一批人工智能赢家的情景，原因是我们认为人工智能的估值动力主要基于稳健的盈利。但我们已经准备好随时调整策略，并且我们的方法能够指引我们判断另一种情景在什么时候更有可能发生。我们认为，具备辨别这些情景转变的专业知识，或许有助于投资者获得可观的回报。



所示观点可能随时因市场或经济状况变动而改变。本材料仅为对特定时间的市场环境的评估，并非对未来事件的预测或对未来业绩的保证。资料来源：贝莱德智库，2024年7月。注：我们所设定的五种情景对应以上思维导图不同路径的节点。箭头表示在每种情景下我们对美国股票和美国国债回报的预期，仅作为两个示例。两个箭头表示在对应情景下预期波动的幅度比单个箭头更大。虽然我们仅呈列美国股票和美国国债的表现，但也对其他多个资产类别进行了类似的分析。仅供说明。

关注实体产业

我们认为可能会有大量投资流入实体经济的不同行业和人才领域。例如为人工智能模型、计算机芯片、太阳能发电场、超级电池、工厂、物流中心、乃至人口不断增长的国家的道路、桥梁、学校和医院提供支持的新数据中心。对实体经济的新一轮投资浪潮迎面而来，正在改变目前的经济和市场格局。我们认为在此环境下，公司的基本面将更加重要。

这与2020年之前金融经济占主导的局面相比发生了巨大的变化。稳步扩大的全球产能和不断增长的劳动力使宏观经济波动便于控制：无论何时经济增长出现问题，央行都可以出手干预，而不必担心通胀加剧。这种稳定性降低了不确定性，也能让央行提前释放政策意图。这样有利的环境提振了大多数公司，几乎没有给企业和选股者留下差异化的空间。我们认为金融经济占主导的时代已经结束。

我们认为，随着实体经济取代金融经济，投资者应该积极准备迎接这难得一遇的转型浪潮。

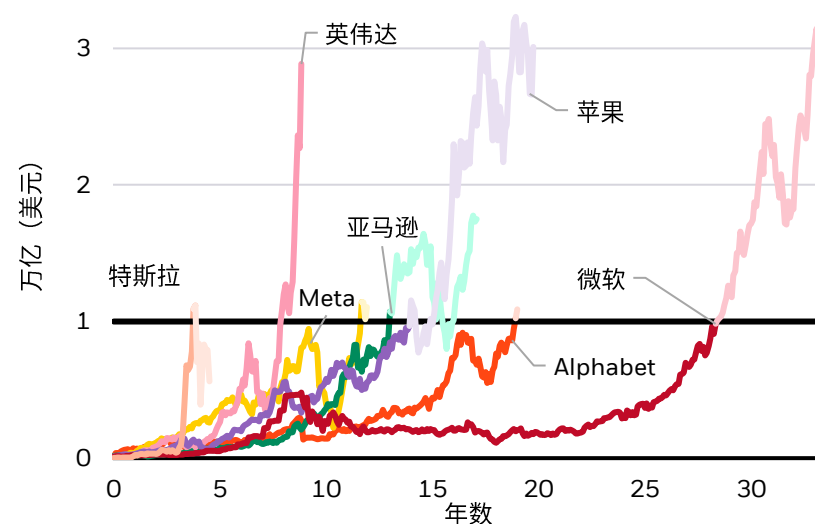
我们看到那些积极创新并随时准备好借力此次转型的公司涌现大量机会。其中包括建设利用人工智能的能力。要找到其中的赢家，需要深入了解正在开发的技术、应用及其可能带来的颠覆性影响。

这些公司也因此取得成功，凭借主导地位在实体经济中积累了大量现金流。从英伟达的股价飙升可以看出人工智能赢家能以多快的速度崛起并斩获回报。

我们认为，跟不上步伐的公司在这种环境下最终可能举步维艰，部分由于如果增长放缓，央行将难以通过降息加以应对。资本廉价且充足的时代已经过去。

英伟达与人工智能热潮

从100亿美元市值发展到当前市值所经历的年数



图表结论：英伟达股价飙升反映人工智能兴起带来了巨大的投资预期。

本资料不作为投资任何特定资产类别或策略的建议，也并非对未来表现的承诺或估计。过往表现并非未来业绩的可靠指示。资料来源：贝莱德智库，数据来自彭博，2024年7月。注：上图呈列的是“七大科技巨头”的股票从100亿美元市值发展到当前市值所经历的时间。

投资启示

- 我们看好受益于投资热潮的基础设施和工业公司。
- 政策利率将在较长时间内保持高位，促使我们偏好优质的固定收益资产和股票。

加码风险偏好

此次转型最终可能会出现几种不同的结果：例如促进整体生产力大幅提升，或导致人工智能赢家的估值过高。投资者可能希望先在场外观望，等待局势明朗后再决定投资方向，特别是考虑到持有现金的回报具吸引力。但我们认为在当前这种较为波动的环境下就开始投资将带来更高回报。我们认为，无论转型的长期走向如何，市场在未来6到12个月可能会继续看好人工智能赢家。

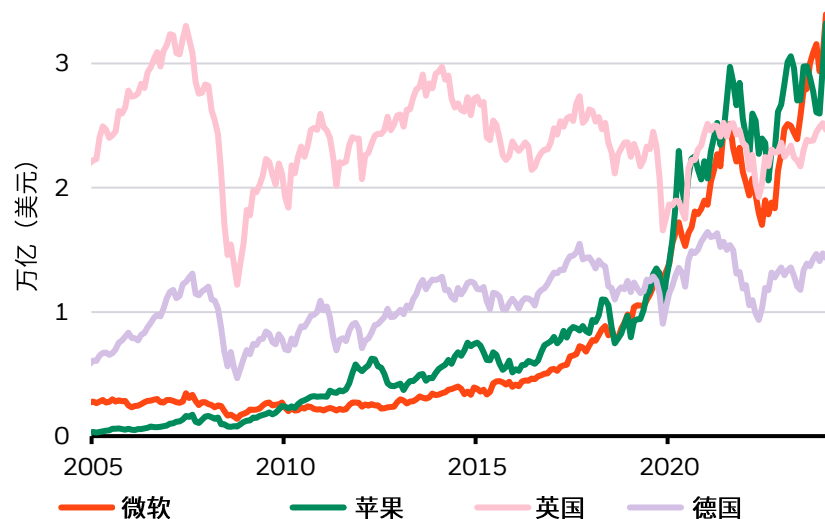
我们认为，目前投资者应从多个维度出发，较为审慎地去承担风险。首先，要考虑投资期限。我们对近期前景充满信心。我们认为，大力投资人工智能建设的大型科技公司、芯片生产商以及提供能源和公用事业等关键投入的公司将继续取得良好表现。这就是我们倾向于集中出现一批人工智能赢家情景的原因。请参见第8-9页。除科技板块外，我们还看好工业和原材料等将在短期内受益的板块。

其次，审慎选择风险类型。今年几家“赢家通吃”公司拉动美国股市上涨。我们不认为股票的表现集中是个问题，因为大型公司已经实现了盈利预期。不过，与基准指数权重相比，我们主动选择增加对人工智能板块的超配。美国两大科技巨头的市值均超过英国或德国的全国基准股指。请参见右图。

第三，审慎考虑混合公共和私募市场的不同回报来源。我们认为主动型策略和私募市场目前都发挥更重要的作用，并且通过私募市场投资早期便有望从潜在快速转型中受益的公司。我们还认为相比公共市场私募市场提供的机会更广泛，尤其是考虑到当前债务过高限制了政府投资基础设施的能力。然而，私募市场相对复杂，并不适合所有投资者。

市值高于一国股市的公司

2005-2024年部分美国公司和股指的市值



图表结论：一些美国公司的股票价值现已超过一些国家的全国基准指数，因此在股票指数权重中占据地位。正因如此，投资者在承担风险时必须保持审慎。

本资料不作为投资任何特定资产类别或策略的建议，也并非对未来表现的承诺或估计。无法直接投资于指数。指数表现不涉及费用。资料来源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年7月。注：上图呈列的是苹果、微软以及英国和德国股市的市值。用于代表英国和德国股市的指数：MSCI英国指数和MSCI德国指数。

投资启示

- 我们倾向于以高于基准水平的权重配置人工智能主题。我们还看好科技、工业、能源和原材料等板块。
- 目前的环境利好私募市场，因此可以考虑混合回报来源。

发掘下一个风口

目前出现多种截然不同的或“多分支”的经济发展结果是有可能的。因此在预测经济前景时，我们不能再武断地认为只会出现与一个中心结果存在轻微偏差的情况。我们需要以全新的方式看待转型浪潮如何重塑未来的经济和资产回报。

分布分析是一种值得考虑的方法。如果基本预测围绕某个中心结果，那么在过去使用单一分布便足以描述潜在的结果。我们认为，运用几乎不重叠的多个分布预测世界发展，能更好地展现未来转型浪潮的潜在规模。作为说明，我们列示出美国国内生产总值两种截然不同的发展状况及其周围的分布。请参见右图。增长图景不同，只能说明经济的重组方式不同。此次转型可能与之前的技术革命相当，也许会让所有行业焕然一新。

届时会迎来一个全新的世界，与全球金融危机后十年里由低增长、低通胀占主导的环境截然不同。面对如此巨变，我们有必要重新考虑长期资产配置的支撑点。

在实际投资中应该怎么做？投资者应该寻找下一波投资机会的来源，并做足准备灵活调整投资组合配置以把握机会。这不仅关乎未来六个月或一年的部署，而且关乎认识到世界未来不同发展态势的可能性。我们在下一页列出人工智能发展的三个阶段，以帮助追踪全球转型的路径。

“

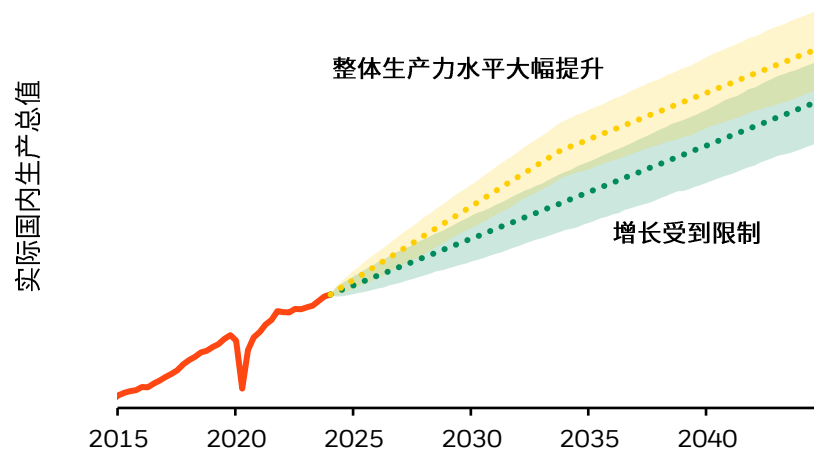
我们认为，面对世界截然不同的发展态势，采取主动型投资方法才是关键所在。”



Helen Jewell
基本面股票欧非中东地区首席投资官 - 贝莱德

截然不同的结果

美国两种不同国内生产总值结果的程式化视图



图表结论：如今，投资需要思考未来的世界会发生怎样翻天覆地的变化，从而产生截然不同的结果，而不是只考虑与一个中心结果存在轻微偏差的情况。

仅供说明。前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库，2024年7月。注：上图呈列的是美国国内生产总值在两种情景下的表现的程式化视图，一种是受劳动力老龄化的限制，经济增长低于疫情前的水平，而另一种是在未来十年，人工智能推动生产力大幅提升，从而拉动经济增长，随后增速降至低于疫情前的水平。我们展示了围绕这些程式化结果的标准偏差带。

投资启示

- 未来经济发展可能出现各种各样的结果，因此要随时准备好调整投资组合配置，抓住巨变带来的机会。
- 投资者可能要重新考虑长期资产配置的支撑点。

人工智能的建设正在加速

目前人工智能的主场基本上仍然是在美国，这股颠覆性趋势在今年推动着标普500指数上涨。我们认为人工智能是转型的核心，并可能在即将到来的投资浪潮中占据很大一部分。我们认为人工智能可望继续推动大多数投资的回报。我们并没有看到科技泡沫：盈利和基本面都支撑着当前的估值。举一个典型的例子：英伟达的预期盈利与其飙升的股价保持同步。我们认为了解人工智能未来如何发展将是关键所在。我们认为存在三个不同的阶段。

1 人工智能建设

人工智能依赖于巨大的计算能力，因此一些大型科技公司正竞相投资数据中心以确保这种能力。我们正处于这个阶段的开端。早期的赢家已经出现，包括科技公司、芯片生产商以及提供能源、公用事业、原材料和房地产等关键投入的公司。然而，人工智能的建设面临着挑战，尤其是能源网络的发展能否跟上其建设步伐。

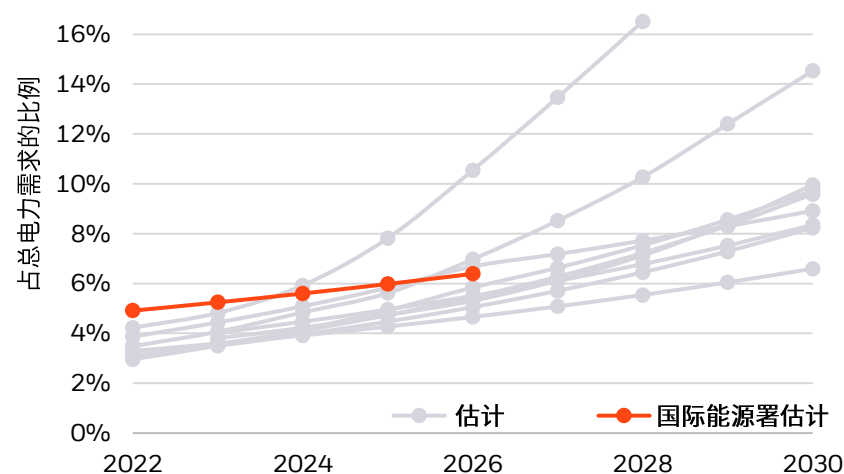
人工智能的电力需求预计将在未来几年增长，即使能源效率进一步提高。请参见右图。政策和监管也可能对人工智能的发展产生负面作用。例如，如果数据中心的快速增长推高了当地能源价格，政策制定者可能会介入。人工智能的使用规则可能会影响人工智能的采用。随着铜、铝和锂等金属和矿物的需求增长，供应瓶颈也可能减缓人工智能的进展。作为低碳转型的投入，这些金属和矿物的需求本就很高。

2 人工智能投资范围扩大

在这方面，我们认为投资的范围正扩大到寻求利用人工智能的公司。我们已经物色到其中的一些公司，尤其是在健康医疗领域。健康医疗以及金融和通信服务等其他行业可能受益，或会促进经济增长。然而，第一阶段和第二阶段都有可能带来通胀：在任何供给侧或生产力效益出现之前，建设人工智能和重新装备会产生额外的需求。我们认为市场或央行仍未将这一点纳入考量。

巨大的能源和投资需求

2022-2030年数据中心电力需求占美国总需求的比例



图表结论：为大型语言模型等人工智能应用提供支持的数据中心的电力需求将增长，但速度尚不确定。满足这些需求可能需要对电网和可再生能源进行大规模投资。

前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库、国际能源署、高盛、BGIF、美国银行、施耐德、Semianalytics、伯恩斯坦研究所(Bernstein)、麦肯锡、波士顿咨询集团和贝莱德基本面股票团队，2024年5月。注：上图呈列的是2022年数据中心电力需求占美国总电力需求的比例。数据中心电力需求包括传统数据中心和人工智能计算/专用人工智能数据中心的电力需求，不包括加密货币和数据传输网络的电力消耗。

投资启示

- 人工智能发展的建设对能源和商品的需求激增，最初可能会引发通胀。
- 早期的赢家可能包括大型科技公司、芯片制造商以及能源和公用事业公司，随后再扩大到其他行业。

生产力或因此得到提高

3 生产力大幅提升

在这个充满不确定性的阶段，人工智能可赋能各经济体以同样数量的资本、劳动力和能源得到更多的产出，因为人工智能驱动的创新有望抵消人工智能的电力需求。之前的技术创新就是如此。右图显示，近十年来，计算机的广泛采用将每小时的平均产出提高了1%以上。我们认为，人工智能最终可以帮助经济更快地增长，缓解通胀压力。

人工智能驱动的生产力增长的规模和范围尚不确定。在人工智能竞赛中，资本可能会被错误分配。据估计，人工智能可望将美国经济年增长率提高0.1%至1.5%。我们认为该区间低位的增长更切合实际——这将取决于行业采用率和成本节约程度。但只有在人工智能的能力得到充分部署后，才能取得这些成果。由于典型的滞后性，这可能需要数年时间。蒸汽机用了将近一个世纪的时间才提高了生产力。

20世纪70-80年代的计算机和技术革命也在数十年后才达到预期结果。在一年内实现回报并非不可能，但我们认为在几年后取得预期成果的可能性更大。

这一阶段的潜在赢家不如前两个阶段明确。可能只是拥有关键技术的一小部分公司。或者社会的某些部分：例如，如果人工智能提高了工作者的生产力，工资可能会上涨，从而惠及整体经济。无论如何，人工智能很可能会刺激各行业对劳动力进行重新分配。即使存在这种不确定性，未来潜在的丰厚回报也为现在进行投资和我们的人工智能的超配提供理据支持。

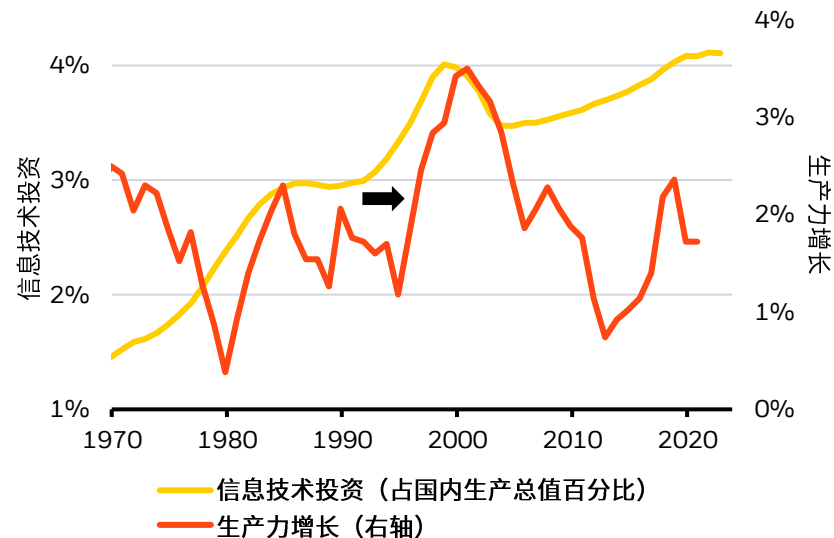
“人工智能最终可能会推动整体生产力增长，但道路尚不明确。”



Simona Paravani-Mellinghoff
多资产策略与解决方案联席
主管 - 贝莱德

回报具有滞后性

1970-2024年美国信息技术投资率和生产力增长



图表结论：20世纪70年代及以后，信息技术投资的增加大大提高了美国的生产力，但有一定的滞后性。

资料来源：贝莱德智库、美国经济分析局，数据来自Haver Analytics，2024年7月。注：上图呈列的是美国的历史生产力增长，以及信息技术处理设备和软件投资占名义国内生产总值的比例。

投资启示

- 第三阶段充满不确定性，但人工智能带来的任何生产力增长都可能引发通缩以及促进经济增长。
- 鉴于未来的潜在回报丰厚，现在就应该开始部署投资。

在选举环境下细化资产配置观点

今年很多国家（涉及占全球一半以上人口）举行选举，选民们将注意力集中在经济问题上，包括生活成本的飙升。然而，创纪录或高企的政府债务水平限制了领导人解决问题的能力。请参见右图。

在美国总统大选中，候选人和主要政党都没有将债务和赤字作为竞选的关键议题，也没有回避提倡更大规模的支出。这些持续的预算赤字加剧了持续的通胀压力，我们认为美联储将在较长时间内保持较高利率。这就是我们认为投资者要求更多风险补偿才愿意持有长期美国债券的原因，也是我们青睐短期债券的原因。

我们认为，法国议会选举后前所未有的政治僵局和疲弱的财政前景将促使投资者更审慎地对待法国资产。这与英国大选后市场认为政策保持稳定形成了鲜明对比。

我们认为全球选举加剧了地缘政治动荡。对于候选人、选民和投资者而言，这是一个充满挑战的时刻。目前出现了地缘政治分化的结构性转变，而美国和欧盟与中国的持续竞争以及在先进技术和电动汽车等领域的保护主义措施更是起到推波助澜的作用。

为了应对这种局面，全球供应链正在重新布局，这将需要新的基础设施。请参见下一页。印度和墨西哥等国家作为经济和地缘政治集团之间的中间贸易伙伴，从长远而言有望从中受益。这就是我们对所看好的国家进行细化配置的原因之一。

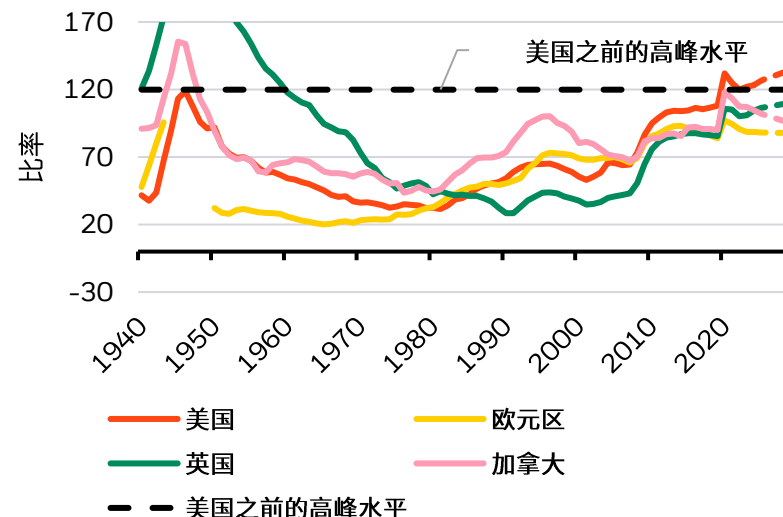
“全球化的表现稳健，但成本也更高。”



Tom Donilon
贝莱德智库主席

债务水平持续处于高位

1940-2024年政府债务与国内生产总值的比率



图表结论：我们认为，巨额赤字会加剧持续的通胀，并且利率将在较长时间内保持较高水平。一些国家的债务水平接近或超过了二战期间的最高水平。

前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库、国际货币基金组织和Macrohistory (Jorda等人创建的数据库, 2017年)，数据来自Haver Analytics, 2024年6月。注：上图所列的是政府债务占国内生产总值比重的历史和估计水平。

投资启示

- 我们转向超配英国股票。英国的政治局势可能相对稳定，并且估值具吸引力，有望吸引外国投资者。
- 我们在战略配置层面看好通胀挂钩债券，部分由于债务水平高企。

基础设施领域的投资机会

基础设施处于推动转型浪潮的颠覆性趋势的交汇点。人工智能是各国经济竞争的一个关键要素，而对数据中心的投资也开始影响低碳转型。在人工智能建设上投入最多的公司的净零排放目标可能会推高对可再生能源的需求。

如前所述，人工智能领域的能源需求可能会扩大预期的巨额投资。基础设施投资是为低碳转型提供资金的关键：我们估计，到21世纪40年代，低碳投资将高达能源支出的80%，高于目前的64%。

随着各国寻求在转型与能源安全和负担能力之间取得平衡，我们认为地缘政治分化强化了能源实用主义。供应链的重新布局正推动全球各地的基础设施需求，我们看好有望从中受益的新兴市场。

在各个市场中，人口结构差异正在塑造投资需求。一般而言，人口增长越快，支持人口增长的资本投资增长也就越快。请参见右图。发达市场将需要投资以适应人口老龄化。请参见下一页。

鉴于很多国家的债务水平高企，全球所需的基础设施投资总额与政府可支出的金额之间存在巨大差距。我们认为私募市场能够填补这一缺口——尽管私募市场相对复杂，并不适合所有投资者。

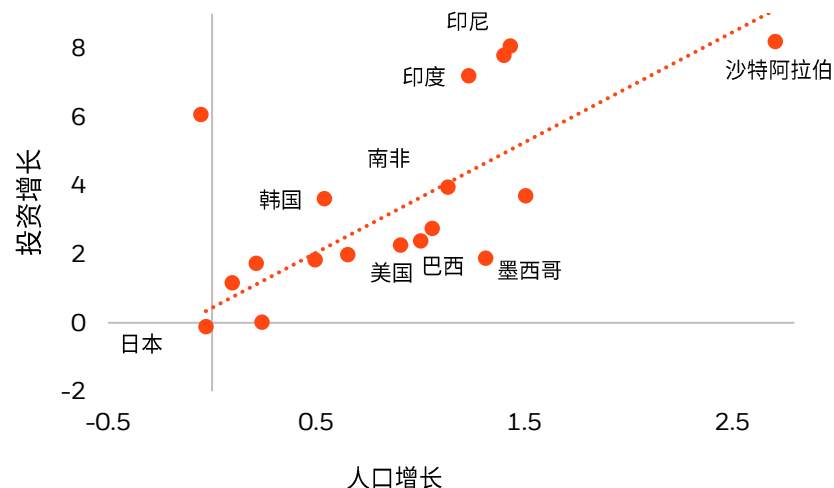
“我们认为人工智能的建设正推动对可再生能源的需求。”



David Giordano
气候基础设施全球主管
- 贝莱德

投资与人口结构的关系

2000-2019年二十国集团的人口与投资增长



图表结论：我们发现，人口增长越快，资本投资增长也就越快。投资跟不上人口增长的地方就会出现机会。

资料来源：贝莱德智库、世界银行发展指标、联合国，数据来自Haver，2024年3月。注：上图呈列的是2000年至2019年期间平均人口增长与平均实际投资增长之间的关系，以国内生产总值的固定资本形成总额衡量。为避免疫情因素导致数据失真，该图包括截至2019年的数据。

投资启示

- 我们认为私募市场正在填补基础设施投资需求和政府可支出金额之间的缺口。
- 在战略配置层面，相比其他私募增长型资产我们更看好基础设施投资。

目前人口结构趋势至关重要

人口结构趋势往往被视为长期趋势，因此不会影响目前的投资回报。我们并不同意这一观点。许多发达市场和中国的预期寿命延长和出生率下降，这意味着劳动适龄人口（通常指15-64岁的人口）正在缩减。如此一来，这些经济体将无法像过去那样大量生产和高速增长。

这些发展正在影响劳动力市场和行业层面的需求。人口老龄化可能会引发通胀：退休人员不再创造经济产出，但通常不会减少支出。政府可能还需要在健康医疗和养老福利。我们认为这是央行可能不得不维持较高政策利率的另一个原因。

对此，政府可以通过投资自动化和人工智能来提高劳动力效率和/或生产力。这些策略可以提供一些缓冲，但可能还不够。我们在能更好适应人口老龄化的国家中看到了机会。

相比之下，许多新兴市场的劳动年龄人口仍在增长。我们在最能发挥人口结构优势（例如通过提高劳动力参与率和投资基础设施）的国家中看到了机会。印度、墨西哥和沙特阿拉伯等投资需求较高的国家有望提供更高的回报。

无论在哪个国家，投资者都需要评估市场已经消化了哪些因素。研究发现，即使是可预测的人口结构转变，市场定价对其影响的反应也可能较慢。请参见右图。美国和欧洲的情况似乎就是如此，就像之前的日本一样，这也是我们看好这两个市场的健康医疗板块的原因。

“

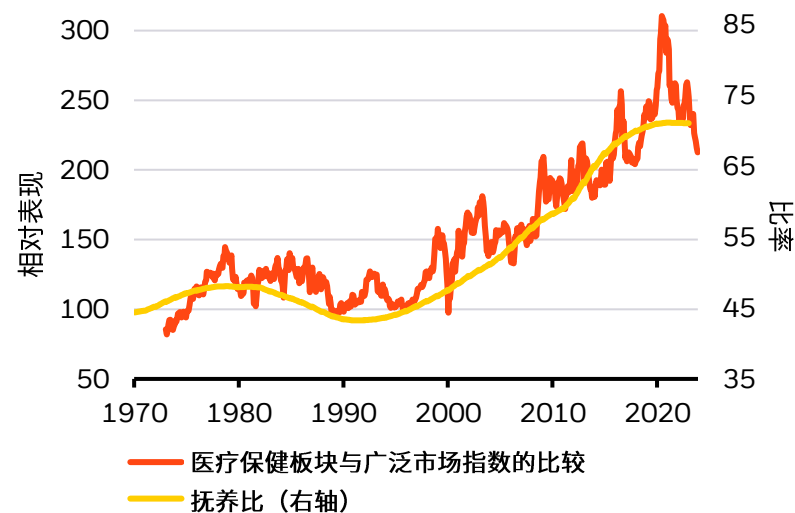
人口老龄化为我们看好医疗保健板块的前景提供支持。”



Carrie King
美国及发达市场基本面股票首席投资官 - 贝莱德

市场定价对人口老龄化的反应迟缓

1970-2024年日本医疗保健板块的出色表现与抚养比的比较



图表结论：日本退休人员的增长早在几年前就有充分的记录。但日本医疗保健股相对于整体市场的价值只在退休人口增长成为现实之后才开始上升。

过往表现并非当前或未来业绩的可靠指示。指数不受管理，并不涉及费用。无法直接投资于指数。资料来源：贝莱德智库，联合国及路透社，数据来自LSEG Datastream，2024年3月。注：橙色线表示日本的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。

投资启示

- 人口老龄化的带来的核心需求转变为健康医疗等板块创造了机会。
- 我们看好印度和沙特阿拉伯等受益于年轻人口和基础设施投资的国家。

我们为何看好日本

日本的人口老龄化最严重的主要经济体之一。但由于经济复苏以及长期的无通胀局面结束，无论从战术配置还是战略配置层面看，日本股市都是我们确信度最高的市场之一。

就短期而言，日本良好的宏观经济环境和不断改善的企业基本面（包括正在进行的提高盈利能力的改革）促使我们进一步超配日本股票。与此同时，继近20年来首次上调政策利率后，日本央行耐心地推动政策正常化。

日本的宏观经济前景稳定，温和的通胀推高了工资水平和企业定价权，也为我们五年甚至更长时间的战略配置层面看好股票回报前景提供进一步支持。因此，我们认为在五年甚至更长时间的投资期限内，对日本股票的配置应高于基准指数的权重水平。

我们在战略配置层面以高于基准的水平配置（或超配）日本股票，并且相比货币对冲类别更倾向于非对冲类别。请参见右图。我们认为，随着通胀回归和工人工资上涨赋予企业更大的定价权，中期内企业盈利将会迎来改善。继日本对免税投资工具进行全面改革后，我们正在观察家庭储蓄是否出现结构性流入当地股市的迹象。

最后，我们认为颠覆性趋势在日本创造了具吸引力的行业机会（例如在医疗保健行业），并倾向于采取更加主动的投资方法。

“

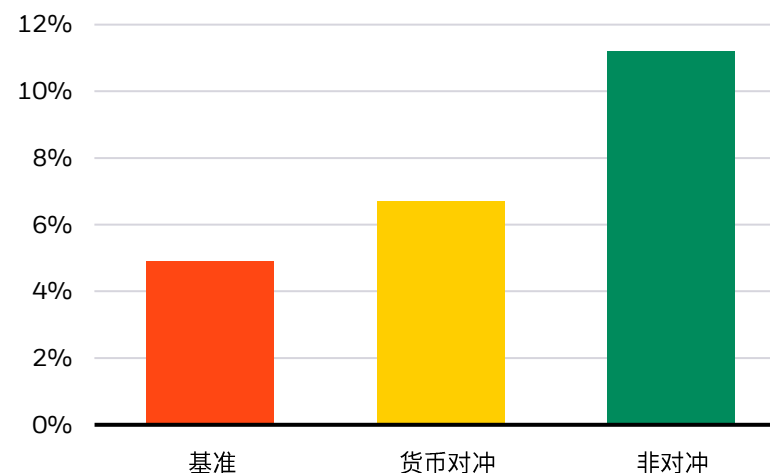
日本经济迎来强劲复苏，从而创造了长线投资机会。”



Yuichi Chiguchi
日本首席投资策略师兼日本多元资产及解决方案主管 - 贝莱德

在长期投资组合中超配日本股票

对日本股票的假设性策略配置



图表结论：由于良好的宏观经济环境促使企业的利润前景不断改善，我们倾向于在长期投资组合中以高于基准的水平配置日本股票。

本资料不作为投资任何特定资产类别或策略的建议，也并非对未来表现的承诺或估计。资料来源：贝莱德智库，2024年6月。注：上图呈列的是我们对日本货币对冲和非对冲股票的假设性配置，我们假设在投资期限长达10年的战略性投资组合中配置这些股票，并将其占整体股票的百分比与其在各自基准中的权重相比较。我们使用MSCI所有国家世界指数代表股票。指数不受管理。无法直接投资于指数。

投资启示

- 无论是在战术配置还是战略配置层面，我们都将日本股票视为确信度最高的投资之一。
- 我们认为健康医疗等行业可望从人口老龄化中受益。

根据市场变化 灵活调整策略

我们的情景框架帮助我们建立了战术配置层面的观点。但如果另一种情景更有可能发生，我们也可以迅速改变立场。这就是为什么我们未来可能需要考虑以不同的方式进行战略资产配置的原因之一，同时也是基于我们长期以来的观点，即在这个新格局下战略性观点应保有灵活性。我们认为战略性观点不能再建立在认为世界未来发展态势只会与一个中心结果存在轻微偏差的观点之上。

人工智能主题在今年上半年推动了更广泛的股票回报，因此我们维持超配。在美国以外，我们看好印度和沙特阿拉伯等新兴市场国家，这些国家可望从颠覆性趋势中受益。无论短期还是长期，我们都看好日本股票，并建议战略性配置的权重高于基准指数的权重。

此外，我们仍然看好短期政府债券和信贷在战术配置和战略配置层面的优质收益。由于通胀居高不下，在战略配置层面相比名义长期债券我们更倾向于通胀挂钩债券。

即使利差收窄，但从长远来看我们继续看好私募信贷，并且整体信贷领域扮演越来越重要的角色。

主要观点

我们在战术配置（6-12个月）和战略配置（长期）层面的最高确信度观点，截至2024年7月

战术性观点	理由
人工智能和美国股票	<ul style="list-style-type: none"> 我们坚信人工智能可在大多数情况下持续推动回报。我们认为人工智能的发展和采用为各行各业创造了机会。人工智能主题推动了美国股票上涨和稳健的企业盈利，我们也因此整体超配美国股票。
日本股票	<ul style="list-style-type: none"> 这是我们确信度最高的股票观点，原因是通胀温和回归，企业改革有利于股东，以及日本央行谨慎地推进政策正常化，而不是收紧政策。
固定收益资产的收益	<ul style="list-style-type: none"> 在利率较高的环境下，债券提供的收益缓冲全面增加。我们看好短期债券和信贷的优质收益。我们对美国长期国债持中性观点。

战略性观点	理由
私募信贷	<ul style="list-style-type: none"> 我们认为，随着银行在发放贷款方面趋于谨慎，私募信贷将获得更多借款人的青睐，并且回报较公共信贷更具吸引力。
细化固定收益资产配置观点	<ul style="list-style-type: none"> 我们在战略配置层面更倾向于通胀挂钩债券，因为我们认为通胀将接近3%。我们也看好短期政府债券，而在长期债券中，英国金边债券的表现优异。
细化股票配置观点	<ul style="list-style-type: none"> 相比发达市场股票，我们更看好新兴市场股票，但对这两者都保持选择性。在多个颠覆性趋势的交汇下，印度和沙特阿拉伯等新兴市场提供了机会。对于发达市场，我们看好日本股票，因通胀回归和企业改革令企业前景不断改善。

注：上述观点从美元角度做出，2024年7月。本材料仅为对特定时间的市场环境的评估，并非对未来事件的预测或对未来业绩的保证。读者不应将本资料作为对任何特定基金、策略或证券的研究或投资建议而加以依赖。

战术性细分资产观点

依据确信度列出对部分资产（相比广泛全球资产类别）的6至12月战术配置观点（2024年7月）

我们依据宏观前景以及价格因子来决定资产配置。下表反映上述取向。而重要的是，其并未考虑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，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更大空间。

股票 观点 评论

美国		鉴于我们对人工智能主题的积极看法，我们持超配观点。科技公司的盈利不断超出高预期，提振了人工智能受益者的估值。我们认为乐观情绪有望扩大范围。通胀不断下降正在缓解企业利润率的压力。
欧洲		我们持低配观点。估值看起来更有吸引力。经济增长回升和欧洲央行降息为盈利持续复苏提供支持。
英国		我们持超配观点。政治稳定和经济增长回升有望改善投资者情绪，从而提振英国股市相对于其他发达市场股市的低估值。
日本		我们持超配观点。温和的通胀及利好股东的改革带来支持。我们认为日本央行在推进政策正常化，而不是大幅收紧政策。日元疲弱拖累了国际投资者的回报。
新兴市场		我们持中性观点。增长和盈利前景喜忧参半。我们认为印度和台湾的估值较高。
中国		我们持中性观点。尽管有适度的政策支持，但我们认为消费支出疲弱会带来风险。人口老龄化和地缘政治风险构成结构性挑战。

低配

中性

超配

● 早期观点

固定收益资产

观点

评论

美国短期国债		我们持超配观点。由于利率将在较长时间内保持较高水平，我们看好短期政府债券的收益。
美国长期国债		我们持中性观点。市场已降低对美联储降息的预期，期限溢价接近于零。我们认为，随着新的经济数据公布，收益率将继续双向波动。
全球通胀挂钩债券		我们持中性观点。我们预计中期通胀会上升，但通胀降温和经济增长可能在近期更为重要。
欧元区政府债券		我们持中性观点。市场定价反映政策利率与我们的预期一致，10年期收益率已从高位回落。政治局势仍是财政可持续性面临的风险。
英国金边债券		我们持中性观点。金边债券的收益率降至接近美国国债收益率的水平，并且市场定价反映的未来收益率与我们的观点一致。
日本政府债券		我们持低配观点。股票的回报对我们来说更具吸引力。我们认为日本政府债券的回报吸引力不足。
中国政府债券		我们持中性观点。债券受到较宽松政策的支持。但我们发现发达市场的短期债券收益率更具吸引力。
美国机构按揭抵押证券		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，相比投资级别信贷我们更看好该资产类别。
短期投资级别信贷		我们持超配观点。我们侧重于短期优质信贷，因其为投资组合带来收益。
长期投资级别信贷		我们持低配观点。我们认为，利差收窄无法弥补加息对企业资产负债表预期冲击。相比美国信贷我们更看好欧洲信贷。
全球高收益信贷		我们持中性观点。虽然利差收窄，但高收益信贷的总收益令其较投资级别信贷更具吸引力。我们看好欧洲信贷。
亚洲信贷		我们持中性观点。我们认为亚洲信贷的估值吸引力不足以对其持较乐观的态度。
新兴市场硬通货债券		我们持中性观点。得益于其质素、具吸引力的收益率以及新兴市场央行降息，该资产类别表现良好。我们认为新兴市场可能很快暂停降息。
新兴市场本币债券		我们持中性观点。收益率已降至更接近美国国债收益率的水平，并且新兴市场央行在大幅下调政策利率后似乎变得更加谨慎。

过往表现并非当前或未来业绩的可靠指示。无法直接投资于指数。有关超额收益的说明并未考虑费用。注：上述观点从美元角度做出。本材料仅为对特定时间的市场环境的评估，并非对未来业绩的预测或保证。不应将本资料作为对任何特定基金、策略或证券的投资建议而加以依赖。

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。

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。

重要披露

本文件仅作教育用途，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。文件内所述观点可予以更改。对特定证券，资产类别和金融市场的提及仅用于说明目的，并不意在也不应解释为建议。是否依赖本文件所载的信息由阁下自行决定。本文件的编写并未考虑任何投资者的具体目标，财务状况或需求。

本文件可能含有非仅基于过往资讯而提供之「前瞻性」资讯。有关资讯可能涵盖（其中包括）预计、预测、收益或回报估计。概无声明表示任何贝莱德基金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、计算或呈列前瞻性资料或往绩资料时所作的各项假设。若拟备本文件期间所做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。过往业绩并不代表现在或将来的表现，不应成为选择产品或策略的唯一考虑因素。

本文件所载之讯息及意见取自贝莱德认为可靠的专属和非专属来源，并不一定涵盖所有资料，且无法保证其准确性。

在中国，本文件不得分发给居住于中华人民共和国（“中国”，就本文件而言，不适用于香港、澳门和台湾）的人士或在中国注册的实体，除非该人士或实体已从有关政府机关处获得所有参与任何投资、接受任何投资咨询或投资管理服务所需的相关的审批。本文件属高度机密，未经贝莱德的事先书面批准前，不得复制、向任何其他个人或实体揭露或以任何形式提供给任何其他个人或实体（受保密义务约束的专业顾问除外）。本文件并不构成在任何司法管辖区向任何人出售证券的要约或购买证券的要约邀请。所载信息并不构成提供或赖以作为金融、税务、法律或会计建议，阁下应该就此类问题咨询阁下的顾问。

所载信息并不构成提供或赖以作为金融、税务、法律或会计建议，阁下应该就此类问题咨询阁下的顾问。贝莱德不保证任何特定投资的适用性或潜在价值。投资涉及风险，包括损失本金。国际投资涉及风险，包括与外币有关的风险，流动性有限，政府监管较少，以及由于政治，经济或其他不利因素的不利影响而导致的大幅波动。对新兴市场或发展中市场或较小资本市场的投资往往会增加这些风险。

本文件属高度机密，不得复制或分发给收件人以外的其他人士。

未经贝莱德的事先书面批准前，任何人士不得以任何形式或以任何方法（电子、机械、录制等其他方法）复制、于检索系统储存、传送或分发本文件的任何部份。

©2024 BlackRock, Inc. 或其附属公司版权所有。BLACKROCK乃BlackRock, Inc., 或其附属公司的注册商标。任何其他商标归属于其各自的所有人。