

# 2025年全球 投资展望

关注“转型机会”

**BlackRock**  
贝莱德

贝莱德智库

## 引言

贝莱德的投研团队每年都会举行两次为期两天的会议，以讨论经济和市场的的前景及其对投资组合的影响。每次会议讨论和辩论的压轴议题都是《全球投资展望》。

藉由讨论，我们可以深度掌握宏观脉络，并且更加确信目前的环境非比寻常。这并非典型的经济周期，在颠覆性趋势的驱动下，全球正在进行一场前所未有的经济转型。我们基于这一视角来评估目前逐步展现的投资机会和所面临的风险，并勾勒出这一前景下的各种投资主题。

我们围绕三个相互关联的观点制定了三个重点主题。首先，资本市场（包括私募市场）将在未来经济转型中发挥关键作用。其次，在这个不寻常的转型环境下，我们有必要重塑投资思维。最后，由于人工智能热潮升温，并为美国企业盈利增长势头提供支持，我们维持对于风险的偏好。

## 作者



**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



**Rick Rieder**  
基本面固定收益主管 –  
贝莱德



**Ed Fishwick**  
风险及定量分析主管 –  
贝莱德



**Vivek Paul**  
投资组合研究全球主管 –  
贝莱德智库



**Raffaele Savi**  
系统化投资全球主管 –  
贝莱德

## 执行发起人



**Robert Kapito**  
总裁 – 贝莱德



**Philipp Hildebrand**  
副主席 – 贝莱德



**Rich Kushel**  
主管 – 贝莱德投资组合  
管理团队

## 目录

引言	2
概要	3
<b>投资环境</b>	<b>4-6</b>
浅析经济发展趋势	4
宏观政策的制衡与失衡	5
2024年对2025年有何启示	6
<b>短期宏观趋势分析</b>	<b>7</b>
<b>主题</b>	<b>8-10</b>
巨量融资构筑未来	8
重塑投资思维	9
继续拥抱风险	10
<b>焦点</b>	<b>11-14</b>
追踪人工智能的演变	11
基础设施领域的长线机会	12
地缘政治分化加剧	13
需要新的多元化资产	14
<b>主要观点</b>	<b>15</b>
细化配置观点	16

自2020年以来我们一直强调一个概念，即非典型的经济周期。随着人工智能崛起等颠覆性趋势促进经济转型，历史性趋势或将难以持续。长期资产对短期消息持续反应过激，可见目前环境多么不同寻常。我们在物色转型受益者的同时保持风险偏好，并随着人工智能热潮升温进一步超配美国股票。我们更加确信通胀和利率将持续高于疫情前水平。

颠覆性趋势正在重塑全球经济及其长期轨迹，而非仅仅是影响经济扩张或衰退的短期波动因素。2024年的发展进一步支持了我们的观点，即目前并非典型的经济周期：人工智能已成为主要的市场驱动因素，尽管典型的经济衰退信号持续“亮红灯”“且通胀持续下降，但经济增长却未放缓。市场坚持从经济周期（而非经济在转型）的视角解读新发布的数据，引发波动大幅上升，投资者论调接连转变。

随着2025年的到来，很多国家产生了新的领导人，他们肩负政治和经济变革的使命。这些政策制定者推出的措施未必能稳定市场，反而可能加剧波动。如果出现任何极端政策（如财政政策方面），可能会令金融市场举步维艰。但我们认为面对宏观政策制定者会放宽经济和货币环境，从而有望推动风险偏好升温。

在我们看来，这种截然不同的格局颠覆了投资的本质。鉴于人工智能和低碳转型需要的投资或将与工业革命时期相当，我们认为投资者可以充分把握转型浪潮中实体经济回归带来的投资和回报机会。有见及此，我们的第一个主题是 *巨量融资构筑未来*。我们认为，随着这些颠覆性趋势推动大范围的基础设施建设，资本市场将发挥至关重要的作用。

我们认为，随着颠覆性趋势重塑整体经济，投资者应更多地专注于这些趋势，而不是广泛的资产类别。换言之，影响投资回报的因素正在发生变化，因此需要 *重塑投资思维* – 我们的第二个主题。我们得出一个重要结论，即鉴于稳定的长期趋势不复存在和前景瞬息多变，投资者难以指望经济最终会回归历史性趋势，因此可能需要重新考虑什么是中性资产配置，并且更加侧重于战术配置观点。此外，我们认为对投资组合进行动态配置以及细化配置观点同样关键。

那么我们的立场如何？我们将 *继续保持风险偏好* – 第三个主题。我们认为美国股票将继续跑赢其他发达市场，因其经济增长更为强劲，利用颠覆性趋势的能力也更胜一筹。我们增加对美国股票的超配，并认为人工智能热潮正在升温。我们认为单估值高企这一点，并不会在近期引发美股价值重估。但我们随时准备在市场过于狂热时进行调整。我们在战术和战略配置层面都低配美国长期国债，原因是我们认为长期债券收益率的任何飙升都可能带来不利影响。我们将私募市场作为把握颠覆性趋势的重要途径，并在战略配置层面加大对基础设施股的投资。

# 浅析经济发展趋势

数十年来，经济发展往往遵循稳定的长期趋势。投资者几乎可以完全专注于应对围绕这些趋势的任何暂时性偏差带来的短期波动。因为历史数据和投资经验显示，经济增长最终将回归其趋势轨迹。而这一直是投资组合构建秉承的基本原则。

我们认为目前的环境已大不相同。全球经济正在经历一场可能持续改变长期趋势的转型，因此可能产生各种截然不同的发展结果。请参见右图。推动经济增长的因素明显发生了变化。

颠覆性趋势可望从根本上重塑经济。以人工智能为例，它不仅能提高特定工作的效率，最终还能加速新理念和新发现的产生，极大地促进经济增长并改变经济构成。此次转型的范围和影响甚至可能超过工业革命。

同样，不断加剧的地缘政治分化正在颠覆既有贸易流和供应链。新的贸易集团和保护主义政策可能会彻底改变经济的运行方式，从而降低贸易效率。

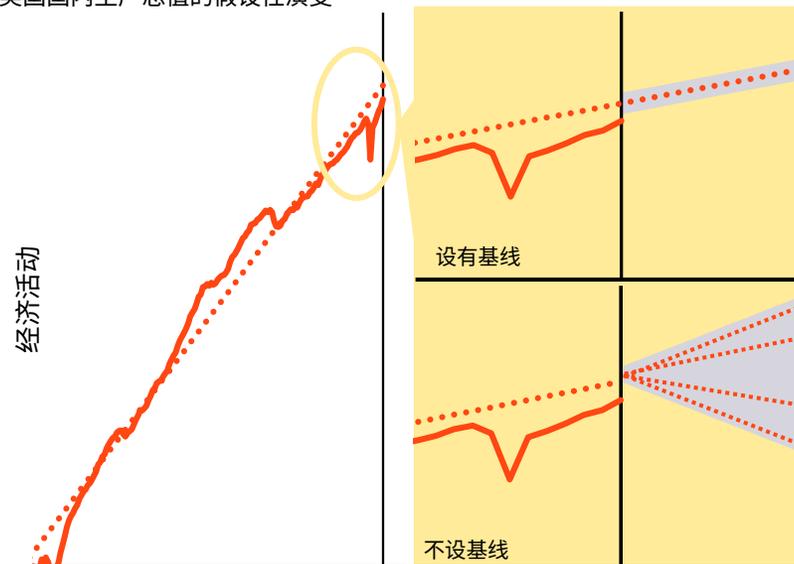
能源转型与人工智能和地缘政治分化等颠覆性趋势相互交织，也在刺激重大创新和投资。此外，货币的数字化正在重塑家庭和企业管理现金、借贷、交易和投资的方式。

人口老龄化则限制了劳动力供应。除非人工智能促进生产力提高，否则这可能会限制经济的生产和增长。一些国家移民人数增加抵消了当中部分影响，但这可能只是暂时的，尤其是在美国。

有见及此，我们认为新发布的数据与经济周期无关，而是显示了经济趋势如何演变。有关数据的意外表现表明，经济趋势将发生永久性变化，并最终呈现全新的经济轨迹。请参见右图。

## 经济趋势瞬息万变

美国国内生产总值的假设性演变



图表结论：颠覆性趋势正在重塑全球经济，因此可能出现一系列不同的发展结果。这与疫情之前的时代不同，当时只是会出现围绕某个稳定中心趋势的微小偏差。

仅供说明。资料来源：贝莱德智库，2024年12月。注：这些图表呈列了美国经济产出的演变过程，左图及右上图假设经济增长会朝某个单一的中心趋势靠拢，右下图则假设经济增长不会沿着某个中心趋势发展，而是可能出现很多不同的趋势。

**人工智能崛起、地缘政治分化和人口老龄化等颠覆性趋势正在重塑经济。我们认为长期经济趋势将因此而改变。**

# 宏观政策的制衡与失衡

2024年是一个重要的选举年，对于候选人、选民和投资者而言充满挑战。选民们表达了自身的不满，尤其是对疫后生活成本上升，以及移民和边境安全等问题。一些国家要么遭遇政府更迭，要么执政党的支持率下降。对政治和经济变革的憧憬将继续成为2025年的驱动力。

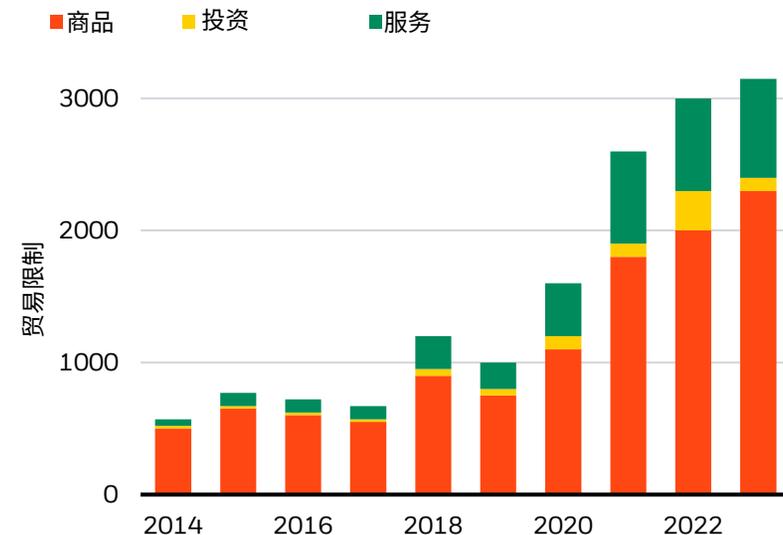
发达经济体的很多领导人都受到通胀、低政治支持率以及经济增长乏力（美国以外）的制约。我们认为，一个国家将重点集中在国家经济和安全优先事项上，可能会损害其他国家的利益。此外，随着频繁的权力更替迫使政府迅速实施政策议程，可能导致更多急功近利的政绩工程。换言之，在目前已然相当脆弱并且中美战略竞争加剧的环境下，政策制定本身可能会成为国际关系系统性破坏的源头。

最典型的例子就是美国。当选总统唐纳德·特朗普向选民承诺了重大的政策变革。共和党对国会和政府的控制意味着他有更大的能力实施其大部分议程。市场认为他提出的一些政策在短期内是有利的，例如减税、放松管制和支持传统能源。但限制移民人数和广泛征收关税等措施则不然，如果这些措施实施，可能会加剧地缘政治分化和通胀。请参见右图。

政府对宏观稳定政策（如财政框架和通胀目标）的重视程度降低，将导致更多金融市场自发执行纪律的情况。例如，债券收益率上升可能会令宽松的财政政策放缓。风险资产下跌可能会促使不利于经济增长的政策发生调整。但我们认为目前的情形可能会推动风险资产上涨。例如，对放松金融监管的预期正推动风险情绪升温。目前看来是有利的，但随后可能会引致市场泡沫。

## 保护主义日益抬头

2014-2023年贸易限制



图表结论：随着二战后全球化让位于日益抬头的保护主义，近年来全球范围内的贸易限制激增。

资料来源：贝莱德智库、国际货币基金组织(IMF)、globaltradealert.org（或数据来自globaltradealert.org），2024年12月。注：上图呈列的是世界各国采取的单边非自由化贸易干预措施（按globaltraderaler.org的分类）的数量。

**我们认为宏观政策正成为潜在的干扰因素。这可能会导致更多市场自发执行纪律的情况。**

# 2024年对2025年有何启示

只需回顾2024年，就会明白为什么在结构性趋势发生作用时，试图从传统的经济周期视角的经济周期视角来解读美国新发布的数据可能会产生误导。

如果这是一个传统的经济周期的经济周期，那么随着金融条件趋紧压低通胀，美国的经济增长应该会放缓。但事实并非如此。通胀已经下降，经济增长却未见放缓。实际上，自2022年底以来，远在美联储开始降息之前，美国股市的飙升的速度优先于金融条件的放松。

那么为什么通胀会降温？我们认为这是受到其他更大的趋势的影响：疫后商品和劳动力市场恢复正常，以及移民人数意外增加。移民对劳动力的提振也解释了美国失业率的短暂上升。这一变化也使得“失业率”短暂上升这一指标不再是经济增长乏力的代名词。

我们认为市场依然容易犯同样错误，即未能充分理解新环境下经典经济数据的波动，有必要把这一经验带到2025年。

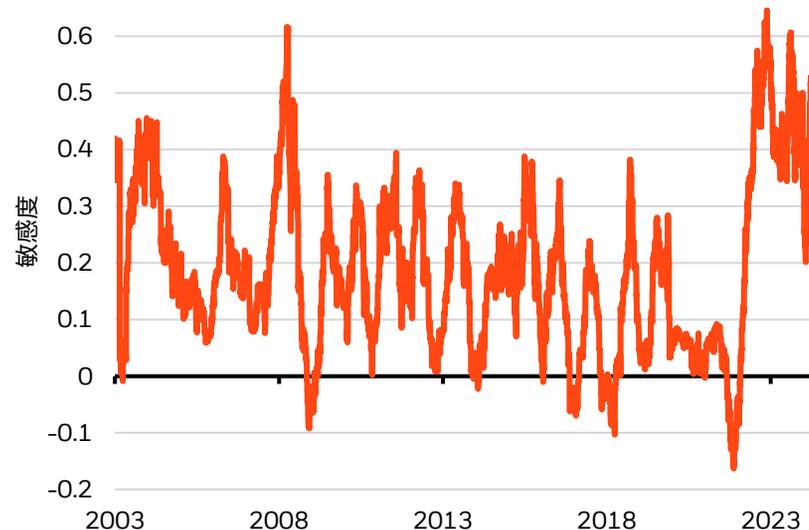
如果经济数据表现超出预料，市场的反应也比以往更加敏感，就连长期资产也不例外。请参见右图。这加剧了市场波动。

那么，这对2025年来说意味着什么？鉴于地缘政治分化加剧，加上人工智能建设和低碳转型需要巨额投资，我们认为美国的通胀压力将持续存在。此外，随着移民潮放缓，劳动力老龄化可能会开始产生不利影响，导致工资增长过高，以至于通胀无法回落至美联储2%的目标水平。

我们认为美联储并没有启动典型的降息周期。我们预计美联储将在2025年进一步降息，并且经济增长会略微降温。但由于通胀仍高于目标水平，美联储没有空间将利率下调至4%以下的区间，利率最终将远高于疫情前水平。尽管预算赤字持续存在，通胀居高不下，债市波动加剧，但投资者并未对持有长期政府债券要求太多风险补偿。我们认为这种情况将会改变，美国长期国债收益率将会上升。

## 对经济意外走向的敏感度

2003-2024年美国10年期国债收益率对经济意外走向的敏感度



**图表结论：**市场对经济数据的意外表现更加敏感。我们认为这反映了投资者通过典型的商业周期视角来解读新资讯，而非立足于正在重塑经济的转型大潮。

**过往表现并不保证未来业绩。**资料来源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年12月。注：上图的线条显示美国10年期国债收益率对经济意外走向的敏感度，使用回归分析来估计美国10年期国债收益率与花旗经济意外指数在六个月滚动窗口期间的关系。这仅是对美国10年期国债收益率与经济意外走向之间关系的估计。

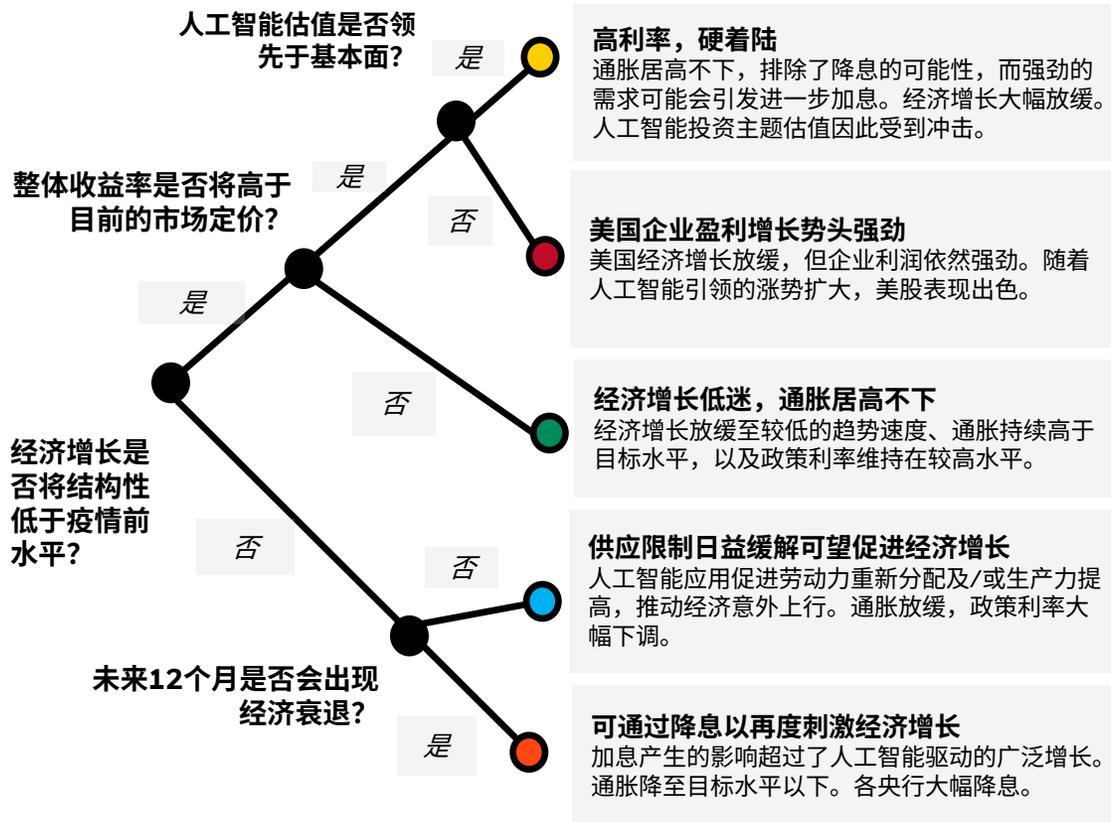
**我们认为目前并不处于传统的经济周期，而是一系列结构性转变在起作用。在2025年，以”新视角“解读解读新发布的数据依然是关键所在。**

# 短期宏观趋势分析

2024年下半年市场出现剧烈波动，原因是市场风向急速转变以消化不同的经济情景。随着投资者欣然接受我们《年中投资展望》所载可能会集中出现一批人工智能赢家的类似观点，巨型科技股带动股市创下历史新高。随后这种预期让位于可通过降息以再度刺激经济增长的情景，即市场预期美联储将大幅降息。这证实了不能通过典型经济周期视角来解读新发布的资讯。我们倾向于认为美联储不会像过去应对经济衰退那样大幅降息。并且市场目前认为，在这种环境下，政策利率将在较长时间内保持较高水平。我们认为这反映出投资者正在努力了解这一趋势。

鉴于我们所了解的这些情况，我们携手贝莱德基金经理对2025年的经济趋势进行新的分析，并提出两个新的情景，即美国企业盈利增长势头强劲和供应限制日益缓解。请参见右侧情景图。从图中可见，我们将人工智能主题情景，更新为美国企业盈利增长势头强劲的情景。

我们认为，即使经济略微放缓，随着盈利涨势扩大，美国企业盈利增长势头强劲仍是未来6至12个月最有可能出现的情景。这突显出即使利率保持在较高水平，企业盈利仍具有韧性。



美国资产回报	
股票	债券
↓↓↓	↓↓↓
↑↑	↓
↓	↓
↑↑	↑↑
↓↓↓	↑↑

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12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。

# 巨量融资构筑未来

我们已经阐述了目前的投资环境是如何发生重大转变的，以及如何让市场承担更大的纪律执行责任。资本市场也因此成为此次转型建设的核心。

转型对大量资金的需求推动了一波又一波的投资。大型科技公司开始在研发支出方面与美国政府展开竞争。但这不仅涉及人工智能的崛起及其通过数据中心的部署。根据贝莱德智库的转型模拟情景(Transition Scenario)，为了满足日益增长的能源需求（如太阳能发电场、电网、石油和天然气），这十年内每年产生3.5万亿美元的投资。而美国政府对这类投资和基础设施升级的支持能力有限。

我们认为资本市场正在发生深化改革（包括在新兴市场），以协助引导资金投入新的机会和回报来源。

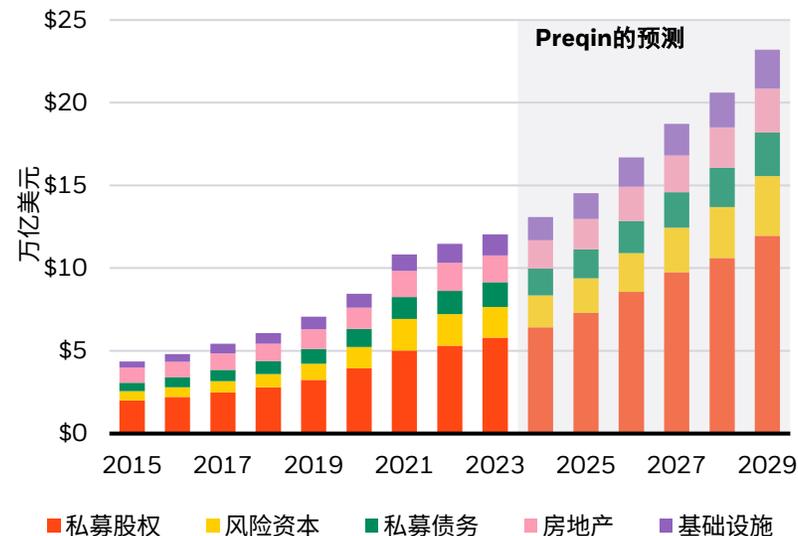
公共市场到目前为止获益颇丰。众多企业从转型中获得了新的收入来源，尤其是在人工智能领域。

此外，由于公共市场只能为其中的部分企业提供资金，私募市场也发挥了关键作用，让投资组合能够在本次转型中获得独特的机会。例如，私募市场可以让投资者接触到推动人工智能应用的早期增长型公司，以及关键的基础设施项目。我们认为，未来的融资体系这一颠覆性趋势将由逐步为此类大型项目提供资金的非银行贷款机构主动。这就解释了Preqin的预测数据，即到2029年私募市场的资产管理规模预计将比2023年增加一倍左右。请参见右图。

由此可见，随着之前捆绑在银行等单一机构中的融资活动被拆分，金融行业本身正在迅速发展和创新。

## 私募资产规模呈上升趋势

2015-2029年私募市场资产管理规模



**图表结论：** 私募资产在金融场所占比重越来越大。我们认为私募市场目前在这场转型大潮中发挥关键作用 – 只投资公共市场不能完全把握住不断扩大的机会。

前瞻性估计可能不会实现。资料来源：贝莱德智库及Preqin，2024年12月。注：上图呈列的是Preqin的《另类投资展望2029》(Future of Alternatives 2029)报告中预测的2024年之后私募市场基金的总资产管理规模。

### 投资启示

- 转型对大量资金的需求推动了一波又一波的投资。
- 我们认为私募市场将在这场转型大潮中发挥至关重要的融资作用。

# 重塑投资思维

此次转型带来许多有关如何构建投资组合的问题。由于市场前景瞬息万变，需要不断对投资组合配置作出相应调整。这就引发对各种“长期持有”投资原则的质疑，包括相对“基准”对投资组合配置持中性观点的理念，例如传统的60/40股债投资组合。

我们认为投资者应该扩大投资范围。如前文所述，可扩大至私募市场，特别是私募信用债和基础设施股。同时，我们认为投资者应该减少对广泛资产类别的依赖，转而专注于重塑经济和行业格局的结构性转变（例如人工智能兴起），从中物色主题投资机会。请参见第10页。

有鉴于此，我们认为细分配置观点至关重要，例如在欧洲等地投资，应从公司层面考虑，而不是地区层面。尤其是考虑到转型可能会使经济结构发生改变，从而需要对整个行业进行重新布局。

此外，金融市场本身也在重塑，有些领域发展迅速，另外一些则面临倒退。这导致基准指数的组成发生改变。如今的标普500指数成分股与五年前大不相同，其集中度要高得多。请参见右图。

传统的投资组合构建是否还有其他变化？我们认为目前应更侧重于战术配置观点。以往回报会围绕稳定的长期趋势波动，因此投资者会将投资组合大部分的风险预算用于长期配置以抵销这些波动。但在目前的环境下，长期来看这样的投资组合无法适用所有情景。总而言之，投资者将需要采取动态的投资方式。我们认为主动管理和投资专业知识可以在这种环境下提供优势。

更广泛而言，如今的融资渠道和矩阵可能重新设计才能跟上需求。部分领域已经在换代升级，一些具创新性的新型融资工具日益普及。

## 科技股在指数中的比重不断上升

1995-2024年“科技七巨头”市值在标普500指数中的比重



**图表结论：**以巨型科技股为主的“科技七巨头”目前在标普500指数中占据主要地位，占该指数市值近三分之一。这表明在目前的环境下经济和市场会迅速转变。

过往表现并非未来业绩的可靠指示。无法投资于指数。指数不受管理且并不涉及费用。资料来源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream，2024年12月。注：上图呈列的是“科技七巨头”（即亚马逊、苹果、谷歌、Meta、微软、英伟达和特斯拉）股票的总市值占标普500指数总市值的比例。图表所示的是每只股票上市至今的市值总和，其中亚马逊自1997年上市、英伟达自1999年上市、谷歌自2004年上市、特斯拉自2010年上市，以及Meta自2012年上市。

### 投资启示

- 我们认为投资者应更多地专注于投资主题，而不是广泛的资产类别。
- 鉴于市场波动加剧，投资者需更灵活地配置投资组合。

# 继续拥抱风险

那么我们的立场如何？我们选择继续保持风险偏好，原因是我们对美国企业的实力和出色表现抱有信心。美国股市持续跑赢全球其他股市。请参见右图。我们认为这种势头可望持续下去。原因何在？美国更有望从颠覆性趋势中受益，从而推动企业盈利。经济增长前景利好，加上可能实施减税政策和放松监管力度，可为此提供支持。

一些美国股票估值指标（无论是市盈率还是股票风险溢价）似乎相对于历史水平偏高。但这些指标未必能充分反映市场走势。股市的行业构成不断变化，表明转型正如火如荼地进行。因此，将指数目前的表现与历史表现进行比较，就像苹果与橙的比较一样，没有可比性。此外，估值对长期回报的影响往往比对短期回报更大。

我们认为人工智能颠覆性趋势将更有利于美国股市，因此我们继续超配美国股票，尤其是相对于其他国际股票（如欧洲股票）而言。

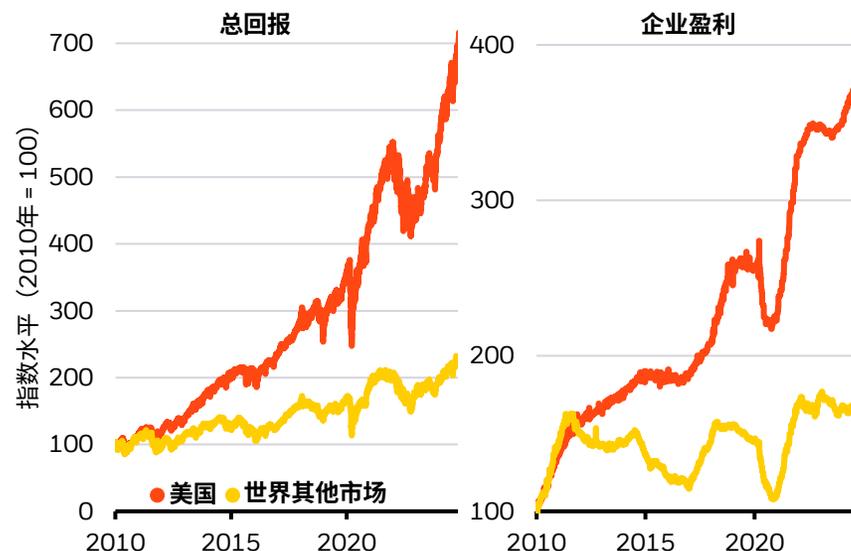
我们认为美股的出色表现并未扩大到美国国债市场。美国的预算赤字可能会继续增长，导致财政压力持续加剧，因此我们看好其他发达市场的政府债券。此外，相比美国长期国债我们更倾向于企业债券，原因是企业资产状况相对稳健，企业债券可提供优质的收益。

纵观全球其他地区，日本股票表现出色，原因是日本实施企业改革，加上温和通胀回归，提升了企业的定价权和盈利增长。由于欧洲仍面临结构性挑战，我们继续对欧洲股市保持谨慎。但我们在行业或公司层面物色到投资机会。从长远来看，我们认为包括印度在内的一些新兴市场有望充分把握颠覆性趋势和应对中美竞争。中国方面，中国政策部门正在研究和推出正逐步推出财政支持政策，但由于仍面临关税威胁，我们继续对中国股票持谨慎态度。

总而言之，目前我们维持对于风险的偏好，但保持灵活性。我们密切关注长期债券收益率飙升或贸易保护主义升温等关键信号以便随时调整观点。

## 股市表现差异加剧

2010-2024年美国股市与世界其他股市的表现比较



**图表结论：**在企业盈利表现强劲的推动下，美国股市跑赢世界其他股市。随着颠覆性趋势重塑经济和行业格局，同时也创造了不少投资机会，各市场之间的表现差异逐步扩大。

过往表现并非未来业绩的可靠指示。无法直接投资于指数。指数不受管理且表现不涉及费用。资料来源：贝莱德智库，数据来自LSEG Datastream。上图呈列的是美国股指与世界其他股指的表现比较。所采用的指数指标为：MSCI美国指数、MSCI所有国家世界（美国除外）指数。

### 投资启示

- 我们更加确信美国股市将跑赢世界其他股市。
- 我们认为美国股市的估值偏高，但短期内不会成为市场的驱动因素。

# 追踪人工智能的演变

人工智能的巨大前景正在推动一波创新和投资浪潮。尽管最终转型的轨迹上不确定，但其快速发展给全球经济带来了重大机遇。我们将人工智能的发展分为三个核心阶段，即建设、应用和转型，并利用这个框架来追踪人工智能的演变，同时随时根据情况调整投资组合。

我们仍处于人工智能的初级建设阶段 – 刺激了大量基础设施的建设。这个阶段涉及对数据中心、芯片和电力系统的大量投资，以期满足规模和复杂性呈指数级增长的人工智能模型的需求。请参见右图。我们估计，到2030年，这方面基础设施的支出可能高达7,000亿美元，相当于美国国内生产总值的2%。我们认为，如此大规模的投资彰显了资本市场的重要作用，也为投资者创造了机会。但这种增长也带来了挑战，例如能源电网不堪重负。一旦能源效率提高，可望抵销最初能源需求最初飙升的部分影响。

围绕人工智能投资过度的质疑声无可厚非。但我们认为应该从总体上进行评估，因为人工智能有望为整体经济解锁新的收入来源。目前看来大型科技公司并没有过度投资。我们认为，如果市场集中度是由转型驱动，那么说明市场并不脆弱。随着人工智能应用的普及，应用程序开发人员或将推动下一波增长。未来的赢家可能会出现意想不到的领域：一个行业生产力的提高可能会推动其他领域的价值创造。值得关注的信号包括新兴的收入流和跨行业的影响。

我们认为如果要在这些未来赢家上市之前进行投资，可以在私募市场寻找投资机会。

“

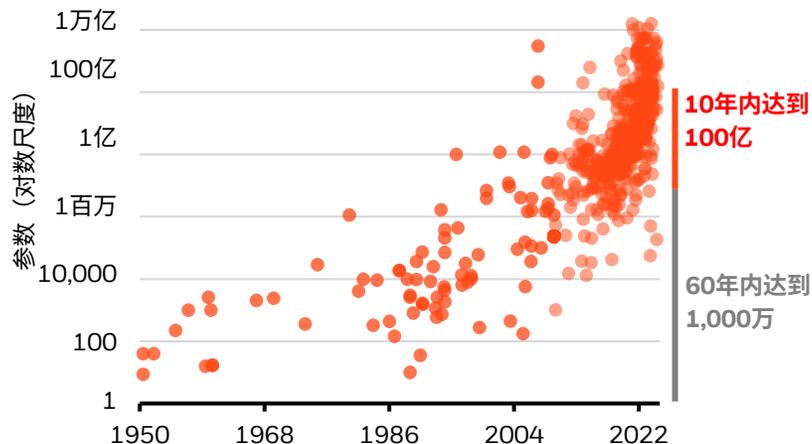
人工智能可望成为比搜索和云更大的收入来源。”



**Raffaele Savi**  
系统化投资全球主管 – 贝莱德

## 人工智能模型呈指数级增长

1950-2024年著名人工智能系统的参数



**图表结论：**从20世纪50年代的10个参数到如今的1万亿，人工智能模型经历了指数级增长，运算能力实现了飞跃性的提升。但规模的进一步扩大也伴随着各种挑战。

资料来源：贝莱德智库，数据来自Epoch，经过OurWorld in Data处理，2024年10月。注：上图呈列的是著名人工智能系统参数的增加。参数可以看作是随着模型学习设置以理解历史数据中的模式而调整的刻度盘。每个点代表Epoch数据库中的一个人工智能系统。数据来自<https://ourworldindata.org/grapher/exponential-growth-of-parameters-in-notable-ai-systems>并基于Epoch AI的《机器学习中的参数、计算和数据趋势》。该文章在epochai.org上发表，网址为<https://epochai.org/data/epochdb/visualization>。

### 投资启示

- 人工智能主题已从我们最初的集中出现一批人工智能赢家的情景扩展开来。
- 我们认为私募市场是关键 – 不仅在为基础设施建设提供资金方面，而且在发掘未来潜在人工智能赢家方面。

# 基础设施领域的长线机会

基础设施行业处于人工智能等颠覆性趋势的交汇点。人工智能的建设正对数据中心产生巨大而迫切的需求。随着各国和科技公司竞相减排，对新建绿色基础设施的需求正在飙升。发达市场人口老龄化、新兴市场城市化进程加快以及全球供应链重构也在影响基础设施需求。

私募市场可望成为把握这波不断增长的需求的关键渠道。但私募市场较为复杂，并不适合所有投资者。私募市场可以帮助弥合巨大的资金需求与政府在高公共债务水平下可支出金额之间的缺口。随着银行限制贷款的发放，我们认为企业可能会转向资本市场、私募贷款和其他非传统信贷来源。不同私募市场对利率上升的反应不一，这也启发了我们在五年甚至更长时间战略配置层面的投资观点。

而在股权类增长型私募市场中，私募股权和房地产股的估值在经历数十年融资成本下降后已经见顶。请参见右图。有见及此，我们相对偏好运输枢纽和数据中心等基础设施类股票，因我们认为其估值偏高的情况已逐步改善。

基础设施投资的现金流往往与通胀挂钩，有助于在预期中期通胀加剧的情况下，缓冲投资组合面临的风险。并且这些投资对高利率不那么敏感。

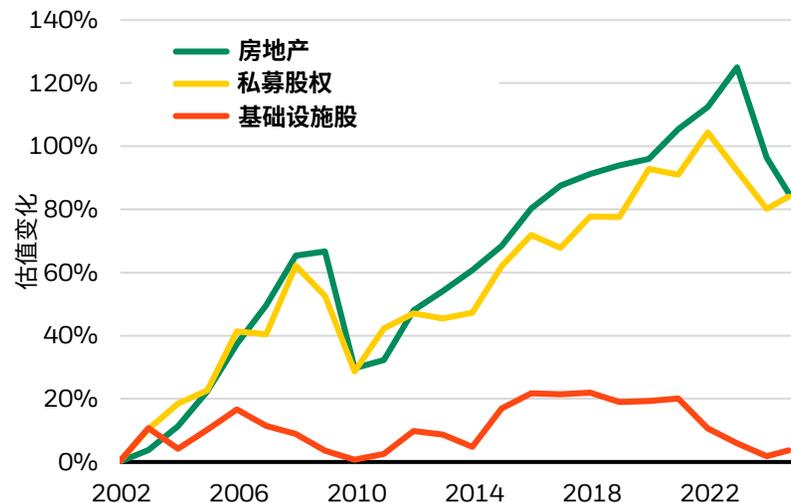
“**基础设施资产拥有长期稳定的现金流，可望在通胀持续的情况下受益。**”



**Raj Rao**  
贝莱德旗下Global Infrastructure Partners的创始合伙人、总裁兼首席运营官

## 基础设施股表现出色

2001-2024年私募市场估值的变化



**图表结论：**在股权类增长型私募市场中，私募股权和房地产股的估值在经历数十年融资成本下降后已经见顶。我们认为基础设施股估值偏高的情况已逐步改善。

过往表现并非当前或未来业绩的可靠指示。资料来源：贝莱德智库，2024年12月，数据来自美国房地产投资信托委员会(NCREIF)、法国北方高等商学院(EDHEC)和标普杠杆评论与数据(LCD)。注：上图呈列的是基础设施股、私募股权和房地产股标准估值指标的累积变化。基础设施股和私募股权估值以企业价值与息税折旧摊销前利润(EBITDA)比率表示，房地产股估值以市值与净营业收入比率表示。

### 投资启示

- 我们在五年甚至更长时间的战略配置层面看好有望受益于颠覆性趋势的基础设施股。
- 私募市场可以帮助填补基础设施投资需求与政府可支出金额和传统金融机构可提供融资之间的缺口。

# 地缘政治分化加剧

全球紧张局势的升级正在加速供应链的重构（见图表），以及相互竞争的地缘政治和经济集团的形成。第二届特朗普政府的政策可能会加剧这些趋势。科技、能源和金融市场的走向都反映了这一点。

由于美国的关税和政策重点是让其战略性行业（尤其是半导体等先进技术）与中国脱钩，中美竞争的紧张局势将在2025年升温。在人工智能建设的角逐中，任何竞争优势都将取决于电网和数据中心等基础设施的建设速度。

能源已成为关键所在。中国廉价的低碳技术，尤其是电动汽车、太阳能和电池，给其他主要经济体的企业带来压力，从而引发了贸易保护主义反应。欧洲汽车制造商面临压力，欧盟试图协调应对措施。

这些动态将加剧资源方面的竞争。新兴市场是铜等低碳转型所需商品的主要供应来源，也是出口不断增长的市场。这凸显了它们的潜在影响力，很多主要新兴市场在相互竞争的贸易集团中结成了多边联盟。

全球化的重新布局也体现在储备货币上。随着世界分裂为相互竞争的集团，以及美国和西方政府依靠制裁和其他限制措施作为政策回应，一些国家正在将其外汇储备从美元转移到黄金和其他资产，同时越来越多地以非美元货币进行贸易融资和交易。

“

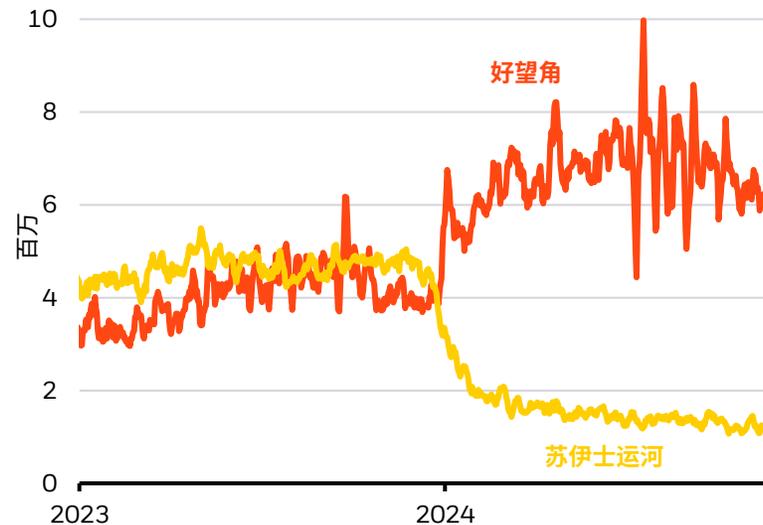
地缘政治风险结构性上升，一系列冲击笼罩着全球经济。”



**Tom Donilon**  
主席 - 贝莱德智库

## 贸易路线重新规划

2023-2024年每日贸易过境量（公吨）



**图表结论：**中东日益升级的地缘政治冲突导致经过苏伊士运河的贸易船只改道好望角 - 这只是目前地缘政治风险加剧如何重塑经济活动的一个例子。

资料来源：贝莱德智库、国际货币基金组织，数据来自联合国全球平台(UN Global Platform)和PortWatch，2024年12月。注：上图呈列的是通过全球两个航运枢纽要道苏伊士运河和好望角的每日过境贸易量的七天移动平均值（以公吨为单位）

### 投资启示

- 我们认为，第二届特朗普政府的政策可能会加剧地缘政治分化和经济竞争。
- 能源和低碳技术是经济竞争的关键所在，并且正在撼动全球的企业。

# 需要新的多元化资产

股票与债券回报的相关性不稳定，重新定义了投资格局，政府债券对冲股市下跌的作用因此减弱。我们看到了其他多元化资产的潜力，例如黄金等传统资产和比特币等新兴资产。这并非要取代长期债券以实现多元化，而是要寻找新的、独特的风险和回报来源。

比特币之所以被视为新的多元化资产，源于其独特的价值驱动因素，即当其预先确定的供应满足不断增长的需求时，比特币有望随时间推移升值；此外，比特币的需求是基于投资者相信该货币有望作为一种支付技术被更广泛采用。最典型的例子是美国大选后比特币飙升至历史新高，原因是鉴于当选总统特朗普以往对比特币和其他加密货币的支持，投资者认为比特币被广泛采用的可能性上升。从长远来看，这些独特的驱动因素应会降低比特币与股票和其他风险资产的相关性。

在比特币的短暂历史中，其与股票回报之间的相关性通常很低 — 尽管偶尔会飙升。请参见右图。如果被广泛采用，它的风险和回报状况将发生变化。就此而言，它可能更适合作为针对特定风险的战术性对冲，正如黄金一样。

黄金大幅上升，原因是投资者希望藉此强化投资组合以抵御更高的通胀，以及一些央行将其作为主要储备货币的替代品。我们认为关键在于密切关注这些另类资产与传统资产类别的表现相关性，再灵活利用这些资产。

“

比特币的保值和支付功能令其成为一种潜在的多元化工具。”



**Samara Cohen**  
交易所交易基金(ETF)和指数投资首席投资官 — 贝莱德

## 相关性不稳定甚至不相关

2014-2024年比特币的波动性及其与全球股市的相关性



**图表结论：** 尽管偶尔会飙升，但比特币与全球股市的相关性有限。鉴于其独特的价值驱动因素，我们认为长期而言比特币的表现并不与主要风险资产挂钩。

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。指数不受管理且表现不涉及费用。资料来源：贝莱德智库，数据来自彭博，2024年12月。注：就波动性而言，我们呈列了比特币每周回报的两年滚动波动率。所示相关性也是比特币回报与全球股市（由彭博发达市场大中型股指数(Bloomberg Developed Markets Large and Mid Cap Index)代表）在两年滚动窗口期间的相关性。

### 投资启示

- 我们认为比特币等资产可望提供独特的风险和回报来源。
- 由于债券等传统多元化资产的对冲作用减弱，投资者更应该动态管理投资组合。

# 保持动态配置

我们基于前述经济预测情景框架建立了战术配置层面的观点。我们将2024年的重点情景从集中出现一批人工智能赢家更新为美国企业盈利增长势头强劲。但如果另一种不同的情景发生的可能性增加，我们也会迅速调整立场。

2024年，随着人工智能主题在公用事业等行业创造了机会，美国股票的升势扩大。因此我们增加对美股的超配。鉴于正在进行的企业改革以及温和通胀回归推动工资增长、企业定价权和盈利提升，我们继续在战术和战略配置层面超配日本股票。对于新兴市场，我们看好印度和沙特阿拉伯等受益于多个颠覆性趋势和其后续影响的国家。在战略配置层面，我们看好科技和健康医疗等行业。

在战术配置层面，我们依然看好短期信用债的优质收益和短期政府债券。我们看好英国的长期政府债券。鉴于经济低迷，我们认为英格兰银行的降息幅度将超过市场预期。

在私募市场，由于相对估值具吸引力和颠覆性趋势的推动，我们坚持对基础设施股的长期偏好。在收益型资产方面，我们倾向于直接贷款，因私募信用债的收益率更具吸引力。

## 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12月

战术性观点	理由
美国股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们认为人工智能的建设和应用为各行各业创造了机会。我们在寻找科技行业以外的受益者。强劲的经济增长、广泛的盈利增长和对优质资产的偏好，为我们对美国（而非其他地区）股票的信心和超配提供了支持。我们认为大型科技公司的估值受到强劲盈利的支撑，而其他行业的估值则相对较低。</li> </ul>
日本股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本更为明朗的经济前景和企业改革在持续推动企业盈利和股东回报提升。但日元升值对企业盈利的潜在拖累构成风险。</li> </ul>
有选择性地配置固定收益资产	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国持续的赤字和居高不下的通胀令我们更加看好其他地区（尤其是欧洲）的固定收益资产。我们低配美国长期国债，转而看好英国国债。此外，相比美国信用债，我们更青睐估值较低的欧洲信用债，包括投资级别债券和高收益债券。</li> </ul>

战略性观点	理由
基础设施股和私募信用债	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于相对估值具吸引力和颠覆性趋势的推动，我们认为基础设施股存在机会。我们认为，随着银行在融资和贷款方面趋于谨慎，加上回报具吸引力，私募信用债将获得更多借款人的青睐。</li> </ul>
细化固定收益资产配置观点	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们倾向于收益率与长期信用债相似但利率风险更低的中短期投资级别信用债。我们还看好美国和欧元区的短期政府债券以及整体英国国债。</li> </ul>
细化股票配置观点	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。由于受益于多个颠覆性趋势交汇，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，因其通胀回归和企业改革使得经济前景更加明朗。</li> </ul>

注：上述观点从美元角度做出，2024年12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。

## 战术配置细分观点

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12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，但却为获取潜在超额收益创造更大空间。

保持谨慎

中性

保持乐观

● 先前观点

### 股票

### 观点

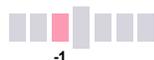
### 评论

美国



鉴于人工智能主题和盈利增长趋势扩大，我们对美股保持积极观点。科技公司的盈利表现强劲，提振了人工智能受益者的估值。强劲的经济增长和美联储降息为市场情绪提供支持。美股面临的任何长期国债收益率飙升或贸易保护主义升级带来的冲击。

欧洲



我们持谨慎观点。目前估值合理。经济增长回升和欧洲央行降息，可为企业盈利温和复苏提供支持。但政治的不确定性可能会令投资者对欧洲股票持谨慎态度。

英国



我们持中性观点。政局稳定可能会改善投资者情绪。但企业税负的增加可能会在短期内损害利润率。

日本



我们持谨慎乐观观点。日本更为明朗的经济前景和企业改革在推动企业盈利和股东回报提升。但日元升值拖累企业盈利构成风险。

新兴市场



我们持中性观点。经济增长和企业盈利前景喜忧参半。我们认为印度和中国台湾市场股票的估值较高。

中国



我们持适度超配观点。我们期待更强有力的财政刺激政策以解决拖累经济增长的问题，但我们认为中国股票的估值相对于发达市场具有吸引力。我们随时准备好调整观点。鉴于中国面临结构性挑战，因此在一定时间内我们对中国股票持谨慎态度。

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。

文件仅供派发予合格境内机构投资者、专业投资者使用，不得公开派发。

### 固定收益资产

### 观点

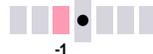
### 评论

美国短期国债



我们持中性观点。市场目前预计美联储的降息次数会减少，这与我们的观点大致一致。

美国长期国债



我们持低配观点。持续的预算赤字和地缘政治分化可能在短期内推高期限溢价。我们倾向于不易受投资者要求更多期限溢价影响的中期债券。

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。市场定价反映的政策利率与我们的预期一致，10年期收益率已从高位回落。政治不确定性仍是财政可持续性面临的风险。

英国国债



我们持超配观点。英国国债的收益率具吸引力，并且我们认为鉴于经济表现疲弱，英格兰银行的降息幅度将超过市场预期。

日本政府债券



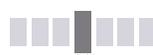
我们持低配观点。日本股票回报对我们来说更具吸引力。我们认为日本政府债券的回报吸引力不足。

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，相比投资级债券我们更看好该资产类别。

短期投资级别信用债



我们持超配观点。短期债券能更好地补偿利率风险。相比美国债券我们更看好欧洲债券。

长期投资级别信用债



我们持低配观点。目前利差收窄，因此从整个投资组合的角度来看，我们倾向于配置股票。相比美国债券我们更看好欧洲债券。

全球高收益债券



我们持中性观点。虽然利差收窄，但高收益债券的总收益令其较投资级债券更具吸引力。我们看好欧洲债券。

亚洲信用债



我们持中性观点。我们认为亚洲信用债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。得益于其质量、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。

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。

贝莱德智库（BII）利用贝莱德的专业知识，提供有关全球经济，市场，地缘政治和长期资产分配的见解，帮助我们的客户和投资组合 经理人驾驭金融市场。贝莱德智库以专有的研究为基础提供战略和战术市场观点，出版物和数字工具等。

## **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做的各项假设。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。