

2024年 下半年 環球投資展望

轉型浪潮

BlackRock.
貝萊德

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



Vivek Paul
環球投資組合研究主管—貝萊德智庫



Christopher Kaminker
可持續投資研究與分析主管—貝萊德智庫

目錄

摘要	2	市場焦點	8-14
簡介	3-4	人工智能建設	8-9
轉型在即？	3	全球選舉	10
衡量各種情景的影響	4	基建	11
		人口結構	12
		日本	13
主題	5-7		
重視實體經濟	5	準備應對市場轉變	14
適度提升風險偏好	6	觀點概要	15
發掘下一波機遇	7		

由於人工智能投資有潛力激增、低碳轉型及全球供應鏈重組，世界可能正經歷相當於工業革命的轉型。然而，這輪轉型的投資速度、規模及影響充滿變數，並且發生在不尋常的疫後經濟環境：通脹高企、利率上升、增長低於趨勢以及巨額公共債務。我們認為，在承擔風險時順應轉型趨勢並隨著前景變化而調整將是關鍵所在。

受到勞動年齡人口縮減等供應限制主導，宏觀及市場波幅加劇的新格局已經確立。結果是與疫情前相比，通脹及利率上升，經濟增長疲弱，而公共債務亦居高不下。

然而，目前的投資機會不僅受到宏觀環境影響。我們認為由五大結構性趨勢推動的轉型浪潮即將來臨。我們發現其中三股趨勢刺激了主要資本支出：發展人工智能的競賽、低碳轉型以及供應鏈重組。相關投資的速度、規模及影響充滿變數，但我們認為其或會像過往的科技革命一樣改變各經濟體及市場。我們與貝萊德的基金經理合作，制定了五種截然不同的情景，來評估可能迅速改變的短期前景。

疫情爆發前，低通脹使各國央行能夠大幅減息，並購買大量資產以刺激經濟。這提振了金融經濟，並推動債券及股票上升。實體經濟在新格局下變得更加重要。我們的第一個主題是**重視實體經濟**。我們認為實體經濟蘊含最大的投資機會，因為投資流入基建、能源系統及科技領域，以及推動這些領域發展的人才。

我們認為公司可能需要徹底改變商業模式並進行投資以保持競爭力。對投資者而言，這意味著公司的基本因素變得更加重要。我們認為，贏家與輸家之間或會出現前所未有的差距。

市場分散度創造了投資機會，因此我們第二個主題是**適度提升風險偏好**。應對充滿變數的前景的方法不僅是減低風險。我們發掘能夠在不同情景表現出色的投資，並側重當前最有可能發生的情景。我們認為，最有可能發生的情景是增長集中於人工智能領域，少數人工智能贏家將繼續推動股市上升。

隨著轉型展開，我們時刻準備就緒，以應對另一種情景有可能突然發生的情況。因此我們的第三個主題是**發掘下一波機遇**。其重點在於保持靈活，隨時準備大幅調整資產配置，以應對截然不同的結果及投資機會。

投資影響：我們在未來6至12個月繼續增持美國股票及人工智能主題。我們增持日本股票，這是我們確信度最高的投資觀點之一。我們偏好短期債券及信貸的收益。此外，我們認為私募市場是捕捉早期贏家及涉足未來投資熱潮所需基建的途徑。

轉型在即？

我們認為世界可能正在經歷規模之大史上罕見的轉型浪潮。結構性趨勢正推動這輪轉型，並開始向實體經濟的基建、能源系統、先進科技及人才釋放巨額投資。我們認為，相關投資金額可與過往的科技革命相提並論，重塑各個市場及經濟體。見圖表。然而，這些投資的速度與規模以及其對整體經濟生產力的潛在影響充滿變數。

以人工智能為例。擴大人工智能能力的競賽已導致資本支出大量增加。各種估計顯示，未來數年人工智能數據中心的投資每年將增加60%至100%。然而，即使在人工智能建設的首個階段，亦難以肯定確切的投資金額，因為其將取決於任何資源限制——例如不斷增長的能源需求（包括電動化的需求）導致滿足人工智能的能源需求存在困難。運算及能源領域的創新能夠緩和這些限制。

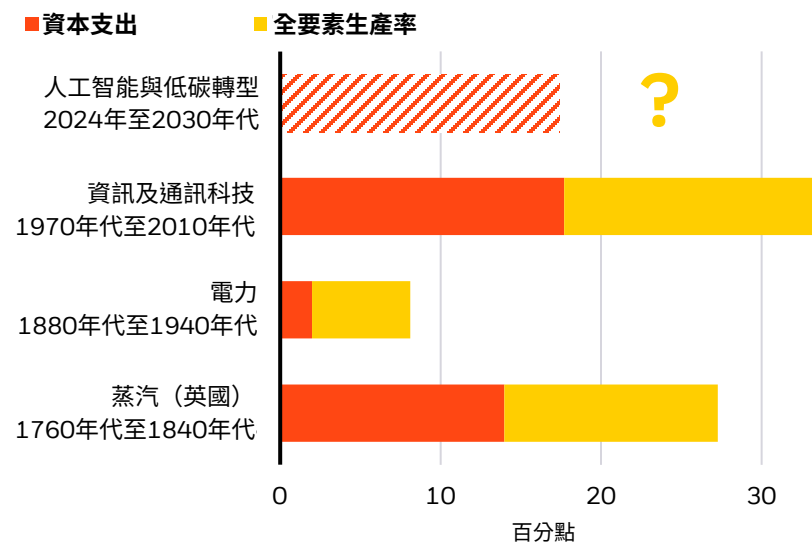
我們認為第二階段的投資將擴大至尋求運用人工智能的公司，投資金額將取決於人工智能的建設及普及。所有發展均有可能推動生產力在第三階段全面提升。見第8至9頁。

低碳轉型亦刺激了大量投資。貝萊德智庫的淨零轉型模擬情景估計，能源系統投資將在十年內達到每年3.5萬億美元。地緣政治加劇分化亦意味著投資增加：各國正優先考慮國家安全而非經濟效率。重組供應鏈亦需要投資。

未來投資的速度及規模充滿變數，加上不尋常的經濟環境受制於各種供應限制，投資者難以準確判斷世界的長期走向。然而，我們認為這種轉型將隨著不同階段演變，例如首先是人工智能建設的發展，然後是其廣泛普及。循序漸進的過程能夠提供方向，有助我們持續調整資產配置。

巨額資本支出即將到來

對國內生產總值的總累計貢獻



圖表要點：人工智能與低碳轉型可能會刺激規模空前龐大的資本支出，而且所需時間較之前的科技革命大幅縮短。

前瞻性估計可能不會實現。資料來源：貝萊德智庫，2024年1月，數據來自Crafts (2021年)。註：圖表顯示過往美國科技（「蒸汽」除外）在所示期間對國內生產總值的累計貢獻。資訊及通訊科技、電力及蒸汽的估計來自Crafts (2021年)的歷史經濟文獻。人工智能及轉型所需支出為貝萊德智庫的估計，根據對數據中心投資需求的外部研究及貝萊德智庫的淨零轉型模擬情景（僅供專業投資者使用）而作出。其他科技革命歷時數十年，因此我們對人工智能及轉型相關支出的估計建基於假設其歷時較短的樂觀情景。

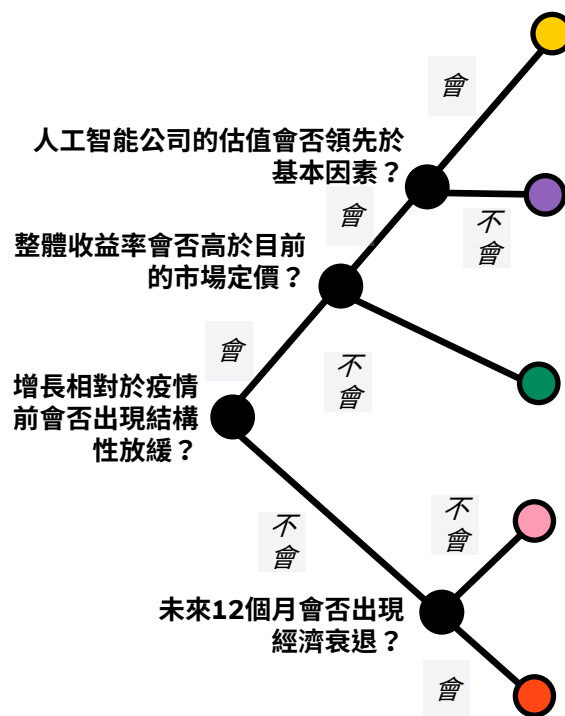
我們認為能夠改變各個經濟體及市場的投資熱潮可能即將來臨。然而，投資的速度、規模及影響並不明確。

衡量短期情景的影響

我們運用不同情景來幫助識別經濟體及市場在未來6至12個月的走向。這些情景有助因應截然不同的世界環境設下參數，雖然其無法涵蓋此期限以外的多個潛在結果。

我們與貝萊德各團隊的基金經理合作，就短期展望制定了五個不同情景。我們認為在兩種情景下股市將表現理想：一種是儘管宏觀環境嚴峻，但人工智能領域的少數公司仍能制勝，另一種是人工智能帶動的增長領域擴大，導致生產力提高及大幅減息。兩種經濟硬著陸情景的差異則在於各國央行能否透過減息來救市。第五種情景是增長疲弱及通脹持續，通脹最終高居不下，導致央行政策利率維持高企。右方箭頭顯示各個情景的假設市場影響可能存在的巨大差異。

我們認為，最有可能發生的情況是**增長集中於人工智能領域**，反映我們認為人工智能公司的估值建基於穩健盈利。然而，我們準備隨時調整部署——我們的方法提供了路線圖，以判斷另一種情景何時更有可能發生。我們認為，洞悉這些情景何時轉變的專業知識能幫助投資者實現可觀回報。



高利率、硬著陸 通脹持續導致央行無法減息，需求強勁則可能觸發進一步加息。經濟增長急劇放緩。人工智能估值大幅受挫。
增長集中於人工智能領域 人工智能驅動的增長不足以抵消其他結構性拖累因素。通脹壓力持續存在，政策利率長期高企。
增長疲弱、通脹高企 增長放緩至較低的趨勢水平，通脹持續高於目標，政策利率維持高企。
生產力廣泛提升（人工智能及資本支出激增） 人工智能推動多個領域增長，提高潛在產出。通脹溫和，政策利率大幅下調。
政府救市避免硬著陸 加息壓倒了人工智能帶動的廣泛增長。通脹下降至目標以下。各國央行大幅減息。

美國回報	
股票	債券
↓↓↓	↓↓↓
↑↑↑	↓
↓	↓
↑↑↑	↑↑↑
↓↓↓	↑↑↑

本資料所載意見可因應市場或經濟情況的轉變而隨時變更。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。資料來源：貝萊德智庫，2024年7月。註：我們提出的五個情景可以表示為不同路徑上的節點。以美國股票及國庫債券為例，箭頭反映了我們在各情景下對兩者的預期回報。兩個箭頭表示這種情景下的預期變動會較一個箭頭更大。我們僅顯示美國股票及國庫債券的情況，但已對多個資產類別進行相關分析。僅供說明用途。

重視實體經濟

我們認為大部分潛在巨額投資將流向經濟的基建及群眾。例如推動人工智能發展的新建數據中心、電腦晶片、太陽能發電場、超級電池、工廠、物流中心，以及人口增長國家的道路、橋樑、學校及醫院。新一輪實體經濟投資浪潮正在改變各個經濟體及市場。我們認為，在這環境下，公司的基本因素將變得更加重要。

這與2020年前由金融經濟主導的環境截然不同。全球產能穩定擴張及勞動力不斷增長抑制了宏觀波動：每當經濟增長放緩，央行便可出手救市，無需憂慮通脹激增。這種穩定性減少了不確定性，使央行能夠提前充分表明意圖。如此有利的環境提振了大部分公司的表現，使得企業及股票投資者出現分歧的空間很小。我們認為那個時代已成過去。

隨著實體經濟取代金融經濟，我們認為投資者應積極部署，以應對史上罕見的轉型浪潮。

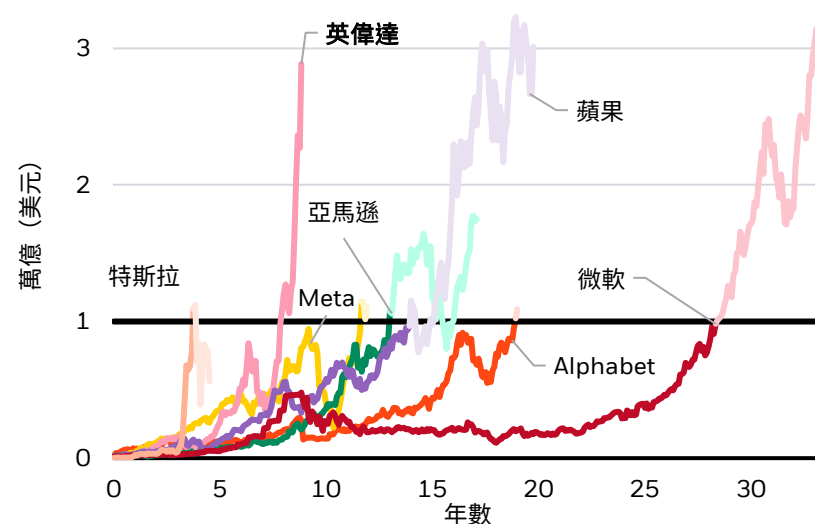
我們認為，透過創新及調整部署以充分利用這次轉型的公司將迎來廣泛機遇。例如，這包括發展駕馭人工智能的能力。投資者要找出贏家，需要深入了解正在發展的技術、技術的應用範圍，以及其潛在引起的革新。

我們發現上述情況正在發生，一些企業憑藉其主導地位，透過實體經濟獲得強勁的現金流。英偉達的價格急升顯示贏家能夠迅速冒起並獲得回報。

我們認為，落後的公司在這環境中可能陷入困境，部分原因是當經濟增長放緩時，央行將無法輕易透過減息來應對。我們不會回到廉價資本充裕的時代。

英偉達與人工智能熱潮

由100億美元市值上升至目前市值所需的年數



圖表要點：英偉達急升反映了人工智能崛起將引起的巨額投資預期。

本資料不擬作為投資任何特定資產類別或策略的建議，或作為未來表現的承諾甚至估計。過往表現並非未來業績的可靠指標。資料來源：貝萊德智庫，數據來自彭博，2024年7月。註：圖表顯示「七大科技巨頭」股票由100億美元市值上升至目前市值所需的時間。

投資影響

- 我們看好受惠於投資熱潮的基建及工業公司。
- 政策利率長期高企使我們看好優質債券及股票。

適度提升風險偏好

這輪轉型可能會循幾條截然不同的路徑發生：例如，其可能導致生產力廣泛大幅提升，或人工智能贏家估值過高。投資者或會傾向採取觀望態度，靜候形勢變得明朗——尤其是考慮到持有現金的回報具吸引力。然而，我們相信在這種環境下適度提升風險偏好將帶來更大回報。我們認為，不論這輪轉型最終的長期走向如何，市場在未來6至12個月均可能繼續獎勵被視為人工智能領域贏家的公司。

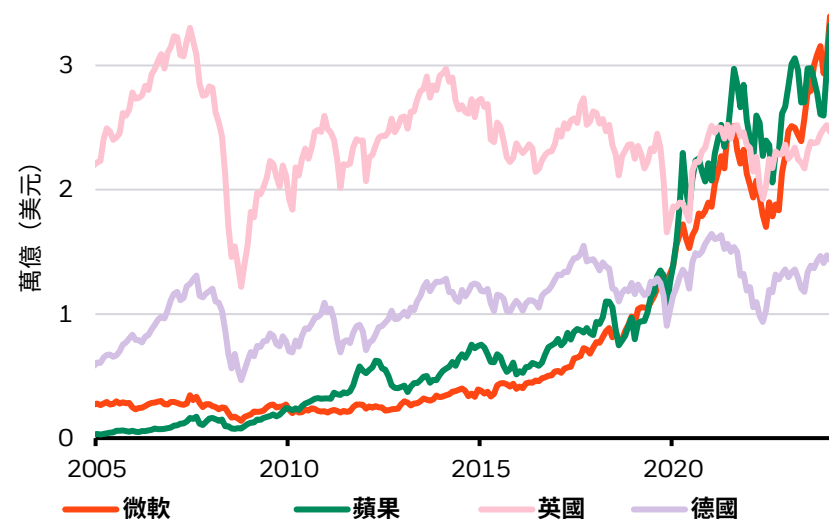
我們認為投資者現在應更加審慎承擔風險，並顧及各個層面。首先，投資者要考慮投資期限。我們對短期投資的信心最大。我們認為大力投資於人工智能建設的大型科技公司、晶片生產商以及提供能源及公用事業等關鍵資源的公司將繼續表現出色。因此，我們認為最有可能發生的情景是增長集中於人工智能領域。見第8至9頁。除了科技之外，我們亦看好勢將在短期內受惠的行業，例如工業及原材料。

其次，投資者要審慎選擇風險持倉的類型。今年，美國股市的升幅由少數徹底主導市場的公司帶動。我們不認為股票表現集中是個問題，因為超大型股的盈利符合預期。然而，我們積極選擇在人工智能公司配置高於基準指數的權重。美國兩間大型科技公司的市值分別超越整個英國或德國的基準股票指數。見圖表。

第三，投資者要在公開及私募市場之間精挑細選不同的回報來源。我們認為主動型策略及私募市場現在均發揮更大作用，並將私募市場視為參與公司早期發展的途徑，這些公司有望在潛在的迅速轉型中脫穎而出。我們亦認為私募市場的投資機會較公開市場更加廣泛，尤其是巨額債務目前限制了政府投資基建的能力。不過，私募市場複雜，並不適合所有投資者。

市值超過國家股票市場的公司

部分美國公司及股票指數的市值（2005年至2024年）



圖表要點：一些美國公司股票的值已超過了一些國家的整個基準指數，反映了它們能徹底主導廣泛指數持倉，因此投資者在承擔風險時必須深思熟慮。

本資料不擬作為投資任何特定資產類別或策略的建議，或作為未來表現的承諾甚至估計。無法直接投資於指數。指數表現不計入費用。資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2024年7月。註：圖表顯示蘋果、微軟以及英國及德國股市的市值。用作代表英國及德國股市的指數：MSCI英國指數及MSCI德國指數。

投資影響

- 我們傾向於在人工智能主題配置高於基準指數的權重。我們亦看好科技、工業、能源及原材料等行業。
- 目前的環境利好私募市場及混合不同回報來源的策略。

發掘下一波機遇

我們身處的世界可能會出現多種截然不同或「多重分化」的結果。這意味著我們不能僅僅圍繞一個主要結果的細微偏差來審視前景。我們需要以全新角度來了解轉型浪潮能夠如何重塑未來的經濟及資產回報。

概率分佈的概念有助我們思考這個問題。由於過往只有一個主要基本情景，單一分佈足以描述各個潛在結果。我們認為，透過幾乎各不重疊的多重分佈了解世界能夠更準確描述未來轉型浪潮的潛在規模。我們展示了兩組美國國內生產總值走勢以及其相關分佈來說明這點。見圖表。增長趨勢的分歧僅為經濟以截然不同的方式重組的例子之一。一場可能與過往的科技革命相提並論的轉型或會徹底改變多個行業。

這可能意味未來的世界與全球金融危機後十年由低增長、低通脹環境主導的世界完全不同。面對如此深遠的變化，投資者可能需要為資產配置重新制訂理想的長期策略。

這對於實際操作有何啟示？投資者應主動探索蘊藏下一波投資機會的領域，並準備好徹底調整投資組合配置以把握相關機會。此舉不僅關乎未來六個月或一年的走勢，其重點在於投資者需要意識到世界在未來可能出現各種完全不同的狀態。我們在下一頁中列出了人工智能演變的三個階段，以幫助追蹤全球轉型的路徑。

“

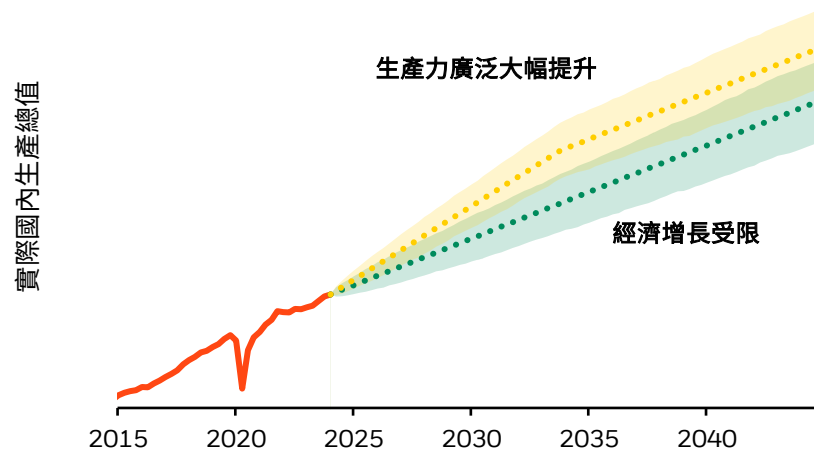
我們認為，面對完全不同的世界狀態，採取主動型投資方針至關重要。



Helen Jewell
貝萊德基本股票團隊新興歐洲、中東和非洲投資總監

截然不同的結果

美國國內生產總值兩種不同結果示意圖



圖表要點：目前進行投資時需考慮到未來世界局面可能截然不同，並出現完全不同的結果，不應僅考慮單一主要結果的細微偏差。

僅供說明用途。前瞻性估計可能不會實現。資料來源：貝萊德智庫，2024年7月。註：圖表顯示美國國內生產總值在不同情景下的走勢的示意圖，一種情景是在勞動力老化的限制下，經濟增長較疫情前低；另一種情景是人工智能帶動生產力大幅提升，在未來十年推動經濟增長，隨後增長率回落至低於疫情前的水平。我們展示了與這些示意結果相差一個標準差的範圍。

投資影響

- 廣泛的潛在結果意味著有需要隨時準備徹底調整投資組合配置，以捕捉深遠變化帶來的機遇。
- 投資者可能需要為資產配置重新制訂理想的長期策略。

人工智能目前迅速發展……

人工智能的迅速發展目前主要在美國發生，並在今年推動標普500指數上升。我們認為人工智能是這輪轉型的核心，並有可能成為即將來臨的投資浪潮的主要部分。我們認為人工智能在大部分情況下能夠繼續帶動回報，而科技泡沫亦未有出現：當前估值得到盈利及基本因素支持。例如，英偉達的遠期盈利至今與其股價飆升的步伐一致。我們認為關鍵在於了解人工智能未來將如何發展，我們將其發展劃分為三個不同階段。

1 人工智能建設

人工智能依賴龐大的運算能力，因此一些大型科技公司正爭相投資數據中心以獲得這種能力。我們正處於這個階段的開端。早期贏家已經冒起，包括科技公司、晶片生產商以及提供能源、公用事業、原材料及房地產等關鍵資源的公司。然而，發展人工智能建設面對挑戰，尤其是電網能否及時擴展。

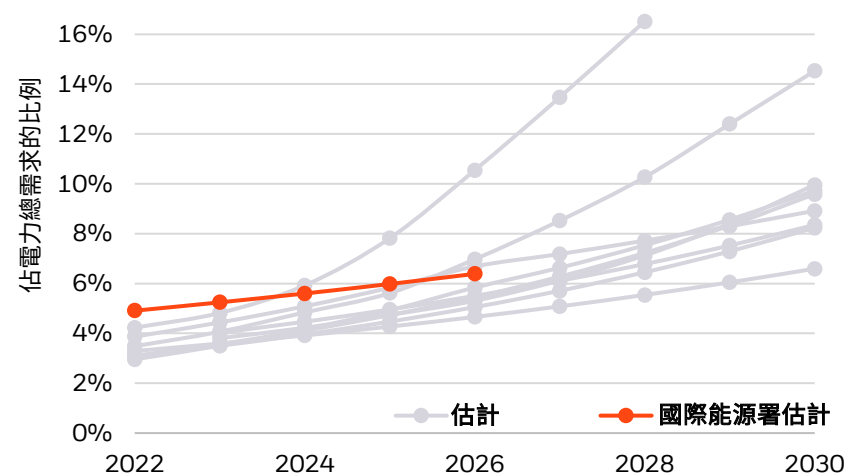
即使能源效率進一步提高，預計人工智能的電力需求仍將在未來數年增長。見圖表。政策及監管亦可能限制人工智能的發展。例如，若數據中心的增長推高了當地的能源價格，決策官員可能會介入，而針對人工智能使用的規則亦可能影響其普及情況。隨著對銅、鋁及鋰等金屬與礦物的需求增長，供應瓶頸亦可能減慢人工智能建設進度——相關金屬與礦物是推動低碳轉型的資源，其本身的需求量便很高。

2 人工智能投資範圍擴大

投資範圍在這個階段擴大至尋求運用人工智能的公司。我們已發現一些相關跡象，尤其是在醫療保健行業。該行業與金融及通訊服務等其他行業均可能受惠，從而有望促進經濟增長。然而，第一及第二階段均可能引發通脹：在供應方或生產力出現任何效益之前，發展人工智能及更換設備將創造額外需求。我們認為市場或各國央行尚未意識到這一點。

龐大的能源及投資需求

數據中心電力需求佔美國總需求的比例（2022年至2030年）



圖表重點：支援大型語言模型等人工智能應用的數據中心的電力需求將會增長，但增長速度充滿變數。滿足這些需求可能需要對電網及可再生能源進行巨額投資。

前瞻性估計可能不會實現。資料來源：貝萊德智庫、國際能源署、高盛、貝萊德全球指數基金、美國銀行、施耐德、Semianalytics、Bernstein、麥肯錫、波士頓諮詢公司及貝萊德基本股票團隊，2024年5月。註：圖表顯示2022年數據中心電力需求佔美國電力總需求的比例。數據中心電力需求包括傳統數據中心及人工智能運算/專用人工智能數據中心的電力需求，不包括加密貨幣及資料傳輸網絡的能耗。

投資影響

- 由於對能源及商品的需求激增，發展人工智能最初可能會引發通脹。
- 早期的贏家可能包括大型科技公司、晶片製造商以及能源及公用事業公司，隨後人工智能的效益將擴展至其他行業。

.....可能在未來提高生產力

3 生產力大幅提升

這個階段充滿變數，人工智能可以使經濟體能夠以同等資本、勞動力及能源生產更多產品，因為人工智能推動的創新有可能抵消其電力需求。科技創新過去亦曾促進生產力提升。圖表顯示，電腦的廣泛普及使每小時平均產出在過去十年持續提高超過1個百分點。我們認為，人工智能最終能夠促進經濟加快增長，並緩解通脹壓力。

人工智能帶來生產力增長幅度及範圍是未知之數。資本有可能在人工智能競賽中錯誤配置。人工智能對美國年度經濟增長的提升作用估計介乎0.1至1.5個百分點。我們認為此範圍的低端更符合現實，其作用將視乎於行業的採用方式及節省的成本。然而，這些增長要待人工智能能力充分發揮後才會實現。這可能需要數年時間，隨後將出現典型的滯後。蒸汽引擎花了近一個世紀才能夠提高生產力。

1970至80年代的電腦及科技革命亦花了數十年才帶來成果。雖然此階段並非沒有可能在一年內展開，但我們認為其有更大機會在數年後展開。

這個階段的潛在贏家不像前兩個階段般明確，其可能集中在擁有關鍵技術的小部分公司，亦可能涉及社會的若干部分：例如，如果人工智能提高了工人的生產力，工資可能會上升，經濟的各個層面均會廣泛受益。無論如何，人工智能可能促使勞動力在各個行業之間大規模重新分配。即使存在這種變數，未來實現巨大回報的潛力仍然為目前投資人工智能以及我們增持人工智能主題提供依據。

“

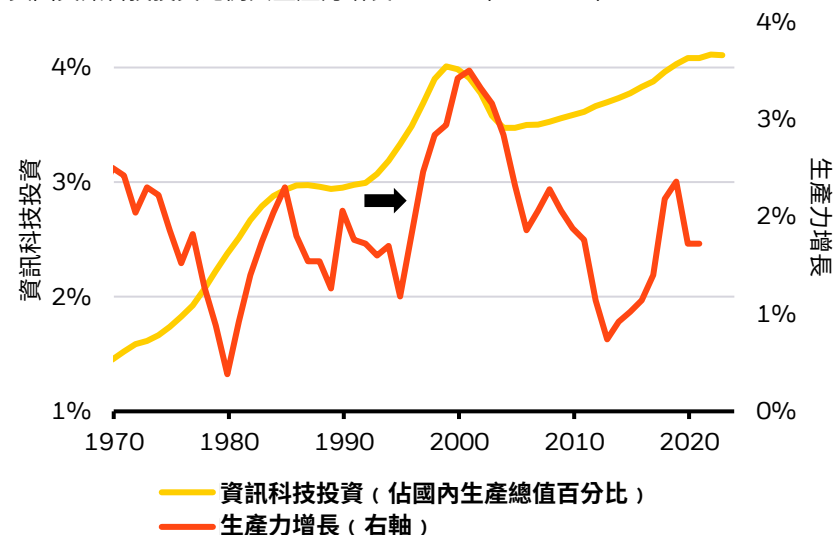
人工智能最終可能廣泛提升生產力，但其發展路徑充滿變數。



Simona Paravani-Mellinghoff
貝萊德多元策略及解決方案
聯席主管

回報實現需時

美國資訊科技投資比例與生產力增長（1970年至2024年）



圖表要點：對資訊科技的投資在1970年代及其後不斷增加，為美國的生產力帶來顯著提升，但這種提升存在滯後性。

資料來源：貝萊德智庫、美國經濟分析局，數據來自Haver Analytics，2024年7月。註：圖表顯示美國過往的生產力增長率以及資訊科技處理設備及軟件投資佔名義國內生產總值的比例。

投資影響

- 第三階段的不確定性極高，但任何由人工智能主導生產力提升均可能引發通縮並促進增長。
- 未來實現龐大回報的潛力凸顯了現在進行投資的重要性。

選舉帶來細分觀點

隨著佔全球超過一半人口的國家將在今年進行大選，生活成本飆升等經濟問題成為選民的焦點。然而創紀錄或巨額政府債務限制了各國領袖解決這些問題的能力。見圖表。

美國總統大選的候選人或主要政黨均沒有將債務及赤字作為關鍵競選議題，亦沒有避免提出更多支出龐大的計劃。長期的預算赤字加劇了持續通脹壓力，並鞏固我們認為聯儲局將長期維持較高利率的觀點。因此，我們認為投資者將要求更高回報，以彌補持有長期美國債券的風險，這亦是我們看好短期債券的原因。

我們認為，法國在議會選舉後出現的空前政治僵局及疲弱的財政前景將令投資者更為審慎。這與英國大選後公認的政治穩定性形成鮮明對比。

全球選舉加劇了地緣政治波動，使現任政府面臨重大挑戰。我們發現地緣政治走向分裂的結構性轉變，美國及歐盟與中國持續競爭以及對先進技術及電動車等領域採取保護主義措施加劇了這一轉變。

全球供應鏈正在重組以應對此結構性轉變，這將帶來新的基建需求。見下一頁。作為經濟及地緣政治集團之間的中間貿易夥伴，印度及墨西哥等國家將長期受惠。這是我們在國家偏好方面採用細分觀點的原因之一。

“

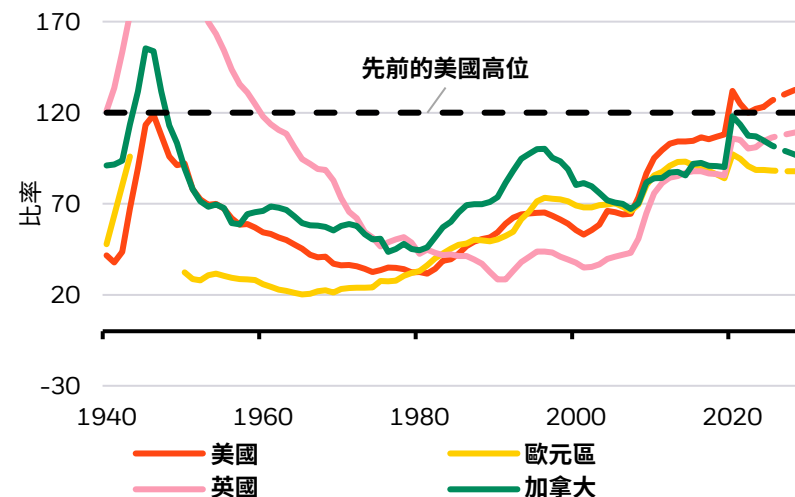
事實證明，全球化具有韌性，但其成本亦更為高昂。



Tom Donilon
貝萊德智庫主席

債務持續高企

政府債務佔國內生產總值比率（1940年至2024年）



圖表要點：我們認為巨額赤字將加劇通脹持續及利率長期高企的情況。一些國家的債務水平接近或超過第二次世界大戰時期的高位。

前瞻性估計可能不會實現。資料來源：貝萊德智庫、國際貨幣基金組織及 Macrohistory (Jorda等, 2017年)，數據來自HaverAnalytics, 2024年6月。註：圖表顯示政府債務佔國內生產總值比例的歷史及估計水平。

投資影響

- 鑑於政策利率長期高企及財政赤字規模龐大，我們在策略性配置方面看好通脹掛鉤債券。
- 長遠而言，墨西哥及印度等國家應從供應鏈重組受惠。

基建機遇

基建處於推動轉型浪潮的結構性趨勢之間的交匯點。人工智能是各國間經濟競賽的關鍵領域，而對數據中心的投資亦開始影響低碳轉型。對於在人工智能建設上投資最多的公司而言，其對可再生能源的需求可能會增加，以實現其淨零排放目標。

如前文所述，人工智能的能源需求或會導致預期的巨額投資進一步增加。基建投資是低碳轉型的關鍵資金來源：到2040年代，我們預計低碳投資佔能源支出的比例將由目前的64%上升至80%。

我們認為地緣政治分裂強化了能源務實政策，因為各國尋求在能源轉型與能源安全及可負擔性之間取得平衡。供應鏈的重組正在推動全球基建需求，我們看好將從中受惠的新興市場。

人口結構的差異正在各個市場重塑投資需求。一般而言，人口增長越快，資本投資增長便越快，以支持不斷增加的人口。見圖表。成熟市場將需要透過投資來適應人口老化的趨勢。見下一頁。

鑑於多個國家的債務高企，全球所需的基建投資總額與政府能夠支出的金額之間存在巨大差距。我們認為私募市場能夠收窄這一差距，儘管私募市場複雜，並不適合所有投資者。

“

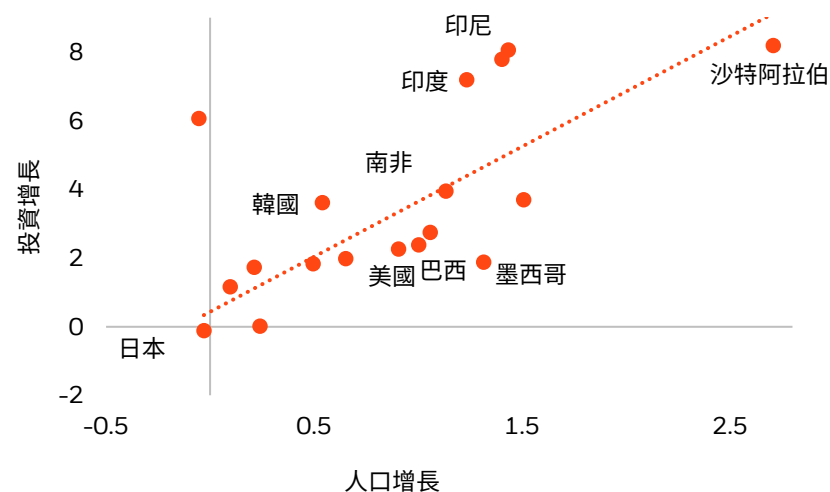
我們認為人工智能建設將推動對可再生能源的需求。



David Giordano
貝萊德氣候基建環球主管

投資與人口結構的關聯

G20人口與投資增長（2000年至2019年）



圖表要點：我們發現，人口增長越快，資本投資增長便越快。當投資未能跟上增長步伐時，機會就會出現。

資料來源：貝萊德智庫、世界銀行發展指標、聯合國，數據來自Haver，2024年3月。註：圖表顯示2000年至2019年間平均人口增長與平均實際投資增長之間的關係，以國內生產總值的固定資本形成總額衡量。圖表包含的數據截至2019年，以避免疫情導致數據失真。

投資影響

- 我們認為私募市場能夠收窄基建投資需求與政府支出之間的差距。
- 策略性配置方面，我們看好基建股多於其他私募增長型資產。

人口結構目前相當重要

人口趨勢往往被視為長期因素，不會影響當前回報。我們不同意這個觀點。隨著預期壽命延長及出生率下降，多個成熟市場及中國的適齡工作人口（通常定義為15至64歲的人口）正在萎縮。這意味著這些經濟體將無法維持過去的生產能力及增長速度。

這些發展正在影響勞動市場及行業層面的需求。人口老化可能引發通脹：退休人士不再產生經濟產值，但通常不會減少開支。各國政府的醫療保健支出可能增加。我們認為這是央行可能需要維持較高政策利率的另一原因。

各國政府可透過投資於自動化及人工智能來盡量提高勞動力及／或生產力，以應對人口老化。這些策略能夠彌補部分產值，但似乎不足以解決問題。我們更擅長應人口老化的國家發現投資機會。

相比之下，多個新興市場的適齡工作人口仍在增加。我們認為，能夠透過提高勞動參與度及投資基建等措施以充分發揮人口優勢的國家將出現投資機會。印度、墨西哥及沙特阿拉伯等投資需求較高的國家或會帶來更高回報。

我們認為投資者需要評估各國之間哪些市場的定價已反映上述因素。研究發現，市場定價對於意料之內的人口結構變化的影響反應緩慢。見圖表。美國及歐洲似乎出現如此情況，就像過往的日本一樣，因此我們看好美國及歐洲的醫療保健行業。

“

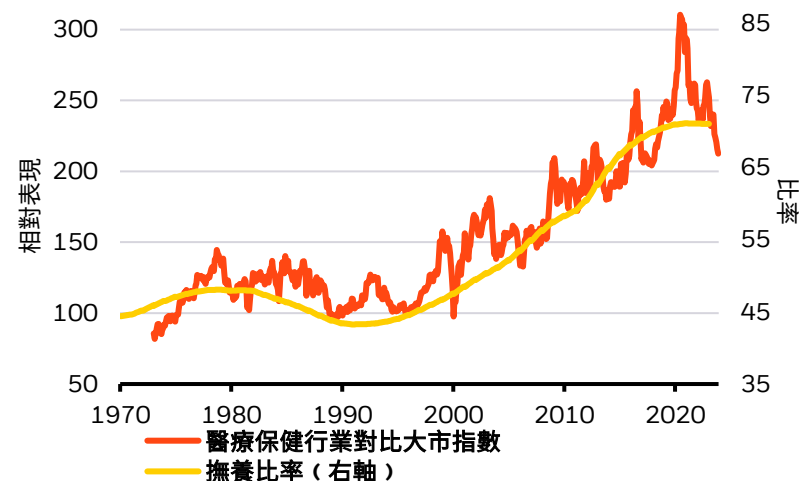
人口老化支持我們看好醫療保健行業的前景。



Carrie King
貝萊德基本股票團隊美國及成熟市場投資總監

市場定價對於人口老化反應緩慢

日本醫療保健行業的領先表現與撫養比率的比較（1970年至2024年）



圖表要點：日本退休人士的增長早在多年前便有詳細記錄。然而，日本醫療保健股的價值隨著退休人口出現實際增長才開始跑贏大市。

過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。指數未經管理，且不計入費用。無法直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫、聯合國、路透社，數據來自LSEG Datastream，2024年3月。註：橙色線顯示日本醫療保健股票行業的表現對比總體市場指數的比率，以1990年為基準。我們使用Datastream構建的總市場指數。

投資影響

- 人口老化改變了需求模式，為醫療保健等行業創造機會。
- 我們看好印度及沙特阿拉伯等受惠於年輕人口及基建投資的國家。

為何我們看好日本

日本是最先面對人口老化問題的主要經濟體。然而，鑑於日本經濟復甦及久違的通脹重臨，日本股市成為我們在戰術性及策略性觀點上確信度最高的市場之一。

短期而言，正面的宏觀環境及不斷改善的企業基本因素——包括旨在提高盈利能力的持續改革——促使我們進一步增持日本股票。同時，日本央行在近二十年來首次上調政策利率，意味著當局在推動政策正常化時保持耐性。

日本的宏觀前景穩定，其溫和通脹推動工資增長及企業定價能力增強，鞏固了我們在五年或以上的策略性觀點上對日本股票回報的樂觀展望。我們認為，這意味著日本股票在五年或以上期限的配置比重應高於基準指數。

從策略性觀點而言，我們對日本股票的配置比重高於基準指數（即增持立場），並偏好非對沖持倉多於貨幣對沖持倉。見右方圖表。我們認為，由於通脹重臨及工資上漲給予企業更大的定價能力，企業盈利將在中期內改善。我們正在關注日本改革免稅投資工具後，會否出現家庭資金結構性流入當地股市的跡象。

最後，我們認為結構性趨勢在日本創造了具吸引力的行業投資機會（例如醫療保健行業），並利好更加主動的投資策略。

“

日本經濟復甦根深蒂固，創造長期投資機會。

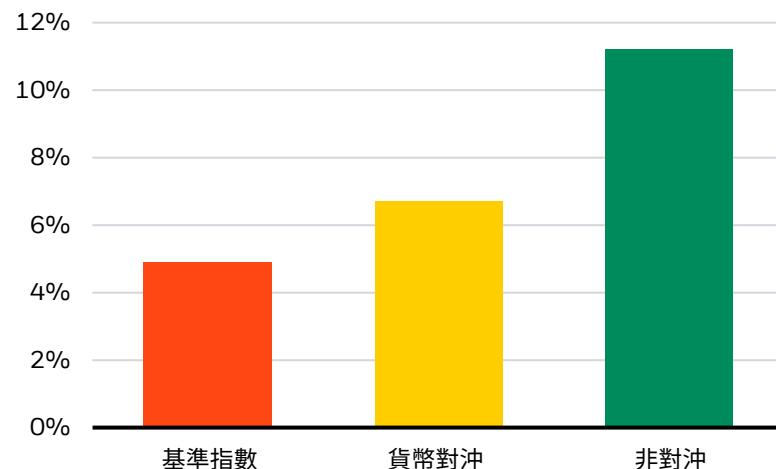


Yuichi Chiguchi

貝萊德日本投資總監兼日本多元資產策略及解決方案主管

看好日本的長期表現

日本股票的假設策略性配置



圖表要點：我們偏好在長期投資組合中對日本股票進行高於基準指數的配置，因為良好的宏觀環境利好日本企業的利潤前景。

本資料不擬作為投資任何特定資產類別或策略的建議，或作為未來表現的承諾甚至估計。資料來源：貝萊德智庫，2024年6月。註：圖表以貨幣對沖及非對沖為基礎，顯示我們的假設性日本股票配置在10年長期策略性投資組合中相對於其在各自基準指數的權重之百分比。我們使用MSCI所有國家世界指數代表股票。指數未經管理，無法直接投資於指數。

投資影響

- 我們從戰術性及策略性層面上均看好日本股票，這是我們確信度最高的投資觀點之一。
- 我們認為醫療保健等行業能夠因人口老化而受惠。

準備應對市場轉變

我們的情景框架幫助我們確立戰術性配置觀點。然而，如果另一種情景更有可能發生，我們亦能夠迅速改變立場。因此，我們未來可能需要以不同的方式考慮策略性資產配置——根據我們長期以來的觀點，投資者應採用靈活的策略性觀點來應對全新環境。我們認為，投資者在確立策略性觀點時，已不再可能依賴對未來世界形勢的單一中心觀點，並僅僅作出細微調整。

我們已發現人工智能主題在今年上半年推動更廣泛的股票回報，因此我們維持增持觀點。除了美國之外，我們亦看好印度及沙特阿拉伯等新興市場國家，兩者有望受惠於結構性趨勢。我們在戰術性及策略性觀點上均看好日本股票，並建議進行高於基準指數的策略性配置。

同樣，從戰術性及策略性觀點而言，我們仍然偏好透過短期政府債券及信貸賺取優質收益。由於通脹持續，我們在策略性觀點上看好通脹掛鉤債券多於名義長期債券。

即使息差收窄，我們仍維持對私募信貸的長期偏好，並作出審慎的違約假設。這是因為我們認為私募信貸在貸款市場上正逐漸發揮更大作用。

主要觀點

我們確信度最高的戰術性（6至12個月）及策略性（長期）觀點（2024年7月）

戰術性觀點	原因
人工智能及美國股票	<ul style="list-style-type: none"> 我們確信人工智能在大多數情況能持續推動回報。我們認為人工智能的建設及應用正在各個行業創造機會。人工智能主題帶動美國股市上升及企業錄得穩健盈利，驅使我們增持整體美國股票。
日本股票	<ul style="list-style-type: none"> 這是我們確信度最高的股票觀點。通脹回復溫和、有利股東的企業改革以及日本央行審慎推動政策正常化而非收緊政策均帶來支持。
定息債券	<ul style="list-style-type: none"> 在利率上升的環境下，債券提供的收益緩衝全面增加。我們偏好短期債券及信貸的優質收益。我們對長期美國國庫債券持中性觀點。

策略性觀點	原因
私募信貸	<ul style="list-style-type: none"> 我們認為，隨著銀行縮減放貸規模，私募信貸在貸款市場的份額將會增加，相對於公開市場信貸風險，其回報頗具吸引力。
債券細分觀點	<ul style="list-style-type: none"> 從策略性觀點而言，鑑於通脹接近3%，我們偏好通脹掛鉤債券。我們亦偏好短期政府債券，而英國長期債券較為出眾。
股票細分觀點	<ul style="list-style-type: none"> 我們偏好新興市場多於成熟市場，但對兩者均會精挑細選。印度及沙特阿拉伯等新興市場處於結構性趨勢的交錯之處，帶來投資機會。成熟市場方面，我們看好日本，當地通脹重臨及企業改革令前景變得光明。


註：上述觀點從美元角度作出，2024年7月。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。讀者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。


戰術性細分資產觀點


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（2024年7月）


我們首先根據宏觀展望以及定價已反映的因素來決定資產配置的方向。以下圖表反映了配置方向，重要的是，圖表並未反映獲取超額回報的機會，即產生高於基準回報的潛力。我們認為，此環境不利於對廣泛資產類別進行靜態投資，但卻為獲取超額回報創造更大空間。


股票 戰術性觀點 觀點


美國  我們基於對人工智能主題的樂觀立場而增持美國股票。隨著科技公司不斷超越高收益預期，受惠於人工智能的企業的估值得到支持。我們認為樂觀情緒可能進一步擴大。通脹下降正在減輕企業利潤率的壓力。

歐洲  我們減持歐洲股票。估值似乎更具吸引力。經濟增長回升及歐洲央行減息利好企業盈利持續復甦。

英國  我們增持英國股票。政局穩定及增長好轉均可望改善投資氣氛，帶動低於其他成熟市場的英國股市估值上升。

日本  我們增持日本股票。溫和通脹及有利股東的改革是利好因素。我們認為日本央行正推動政策正常化，而非大幅收緊政策。日圓疲弱拖累了國際投資者的回報。

新興市場  我們對新興市場股票持中性觀點。增長及盈利前景好壞參半。我們認為印度及台灣的估值偏高。

中國  我們對中國股票持中性觀點。即使有適度的政策支持，我們亦認為消費支出疲弱構成風險。人口老化及地緣政治風險是結構性挑戰。

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。關於超額回報的陳述並未計入費用。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，並非對未來業績的預測或保證。不應將本資料作為任何特定基金、策略或證券的投資建議而加以倚賴。


債券


戰術性觀點


觀點


短期美國國庫債券  我們增持美國短期國庫債券。由於利率長期高企，我們較看好短期政府債券的收益潛力。


長期美國國庫債券  我們對長期美國國庫債券持中性觀點。市場已下調對聯儲局減息的預期，期限溢價接近零。我們認為，收益率將繼續跟隨新的經濟數據雙向波動。


環球通脹掛鉤債券  我們對環球通脹掛鉤債券持中性觀點。我們認為中期通脹將會上升，但通脹及增長放緩在短期內可能更為關鍵。


歐洲政府債券  我們對歐洲政府債券持中性觀點。市場定價反映政策利率符合我們的預期，10年期收益率已從高位回落。政局發展仍然對財政可持續性構成風險。


英國國債  我們對英國國債持中性觀點。英國國債收益率已經收緊至接近美國國庫債券，未來收益率的市場定價與我們的觀點一致。


日本政府債券  我們減持日本政府債券。日本股票的回報似乎更為吸引。我們認為日本政府債券回報的吸引力最低。


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。


美國機構按揭抵押證券  我們對美國機構按揭抵押證券持中性觀點。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，並看好機構按揭抵押證券多於投資級別債券。


短期投資級別債券  我們增持短期投資級別債券。短期債券彌補利率風險的作用較佳。我們看好歐洲多於美國。

長期投資級別債券  我們減持長期投資級別債券。鑑於息差狹窄，因此從整體投資組合的角度來看，我們偏好對股票採取承險立場。我們看好歐洲多於美國。

環球高收益債券  我們對環球高收益債券持中性觀點。息差偏緊，但其總收益較投資級別債券吸引。我們看好歐洲。

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債券持中性觀點。受惠於其質素、收益率吸引及新興市場央行減息，這資產類別表現出色。我們認為有關央行或在不久後暫停減息。

新興市場當地貨幣債券  我們對新興市場當地貨幣債券持中性觀點。其收益率已接近美國國庫債券收益率，新興市場央行在大幅下調政策利率後似乎變得更加審慎。

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2024年7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。

© 2024 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。

BlackRock
貝萊德