

# 2025年 環球投資展望

引領轉型

**BlackRock**  
貝萊德

貝萊德智庫

## 簡介

貝萊德的資深基金經理及投資主管每年兩度聚首兩天，探討經濟及市場前景，以及其對投資組合的影響。《環球投資展望》正是相關辯論與討論的成果。

這場辯論為我們的宏觀框架提供方向：我們更加確信當前的環境極不尋常，並非典型的經濟週期——世界正經歷由結構性趨勢主導的經濟轉型。我們採用此觀點來評估當前投資機會與風險，並構思出這次展望的主題。

我們的三大主題圍繞著三個互相關連的理念。首先，包括私募市場在內的資本市場在推動未來轉型方面發揮著關鍵作用。其次，面對這種不尋常的轉型環境，投資的本質需要重新審視。隨著人工智能主題擴大範圍並支持美國企業的實力，我們繼續採取承險立場。

## 作者



**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



**Rick Rieder**  
貝萊德基本因素定息  
投資主管



**Ed Fishwick**  
貝萊德風險及定量分析  
主管



**Vivek Paul**  
環球投資組合研究主管—  
貝萊德智庫



**Raffaele Savi**  
貝萊德環球系統化投資  
主管

## 執行領導



**Robert Kapito**  
貝萊德總裁



**Philipp Hildebrand**  
貝萊德副主席



**Rich Kushel**  
貝萊德投資組合管理團隊  
主管

## 目錄

簡介	2
摘要	3
投資環境	4-6
了解趨勢	4
制衡與(不)平衡	5
2024年對2025年的啟示	6
情景推演	7
主題	8-10
為未來融資	8
重新審視投資	9
保持承險立場	10
市場焦點	11-14
追蹤人工智能發展	11
著眼長線基建投資	12
碎片化日益加劇	13
尋找新的分散投資工具	14
主要觀點	15
細分資產觀點	16

自2020年以來，我們一直主張經濟週期的框架已不合時宜。隨著人工智能崛起及其他結構性趨勢重塑經濟，歷史趨勢瞬即徹底瓦解。長期資產對於短期消息持續反應過度，顯示當前的環境極不尋常。我們繼續採取承險策略，尋找經濟轉型的受惠領域，並隨著人工智能主題擴大範圍，進一步增持美國股票。我們更加確信通脹及利率將保持在疫情前水平以上。

結構性趨勢（只供英文）正在重塑各經濟體及其長期軌跡——短期經濟波動不再是導致經濟擴張或衰退的原因。2024年的發展鞏固了我們並非處於經濟週期的觀點：人工智能持續主導市場走勢，通脹下降但增長未有放緩，典型的衰退信號失效。市場仍然以經濟週期而非轉型的角度來解讀新數據，導致波動大幅加劇，各種觀點亦反覆改變。

踏入2025年，一些國家迎來新的領袖，其肩負著政治及經濟改革的使命。因此，決策官員的措施或會增加波動性，而非穩定性。金融市場可能努力遏止任何極端政策，例如財政政策。然而，我們認為，當股市上升時，其制衡力量將會減弱，增加了風險胃納引發泡沫的風險。

我們認為，這種從根本上不同的形勢顛覆了投資的本質。投資者可以透過捕捉實體經濟即將出現的轉型浪潮來發掘機會，其中，人工智能及低碳轉型所需的投資可能相當於工業革命。因此，我們的第一個主題是為未來融資。隨著這些結構性趨勢推動廣泛的基建發展，資本市場將發揮關鍵作用。

由於結構性趨勢重塑整個經濟，我們認為投資者應該更專注於主題投資，並減少依賴廣泛資產類別配置。換言之，衡量回報的分析單位正在改變，帶出了我們的第二個主題——*重新審視投資*。我們由此得出一個重要結論：由於缺乏穩定的長期趨勢以及市場前景不斷變化，投資者可能需要重新思考何為中性資產配置，並且更側重戰術配置觀點，因為最終回歸歷史趨勢的假設已不再可靠。我們認為，提高投資組合靈活性及並採取更細緻的觀點均至關重要。

我們將會如何應對？我們會*保持承險立場*，這是我們第三個主題。我們認為，憑藉更強勁的經濟增長以及更有效把握結構性趨勢的能力，美國仍將在成熟市場中脫穎而出。我們進一步增持美國股票，並認為人工智能主題正在擴大範圍。我們認為，美國股票不會單單因為估值過高而在短期內觸發重新評估，但如果市場變得過度亢奮，我們已準備好進行調整。我們在戰術及策略配置的層面上均減持長期美國國庫債券，並認為長期債券收益率急升將對我們的樂觀看法構成風險。我們認為私募市場是針對結構性趨勢進行配置的重要途徑，並在策略配置的層面上調對基建股票的觀點。

# 了解趨勢

數十年來，各經濟體一直遵循穩定的長期趨勢。投資者可以專注應對趨勢當中的各種短暫偏差。經濟增長最終將回歸其趨勢水平。這一直是構建投資組合的基本原則。

然而，我們認為當前環境已截然不同。各經濟體正經歷一場可能持續改變長期趨勢的轉型，引起多種完全不同的潛在結果。見圖表。推動經濟增長的因素可能會顯著不同。

原因何在？結構性趨勢可能從根本上重塑經濟。以人工智能為例：其不僅可以提高特定工作的效率，最終更可能促進產生新構思及新發現的過程，對經濟增長及經濟結構產生深遠影響。這場經濟轉型的廣度及影響可能超越工業革命。

同樣，地緣政治碎片化加劇正在顛覆現有的貿易往來及供應鏈。新的貿易集團及保護主義政策可能會重組經濟的運作方式，並可能降低貿易效率。

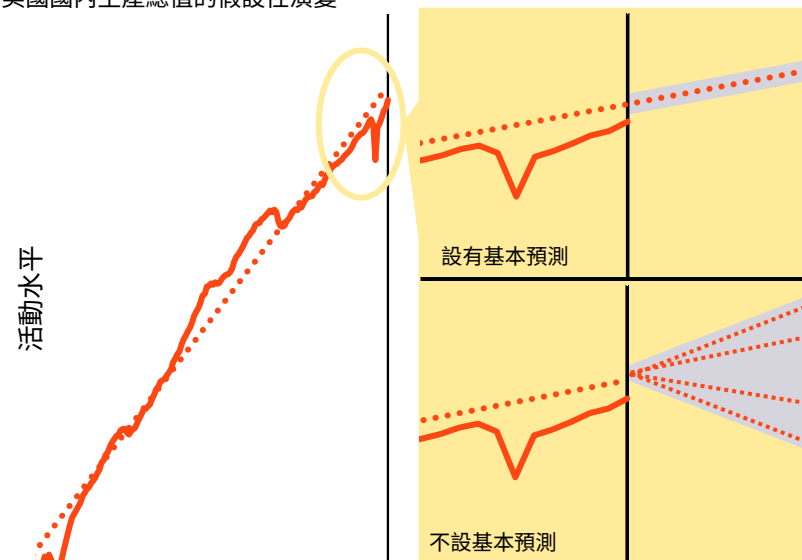
與人工智能及地緣政治碎片化等結構性趨勢密不可分的能源轉型亦正在推動重大創新及投資，而金融數碼化則改變家庭與企業管理現金、借貸、交易及投資的方式。

人口老化（只供英文）限制了勞動力供應。除非人工智能帶動生產力提升，否則各經濟體的生產及增長能力可能因此受到限制。移民的增加緩解了一些國家的相關影響，但這可能只是短暫現象——尤其是在美國。

因此，我們認為最新數據與經濟週期無關，其反映的是趨勢的變化方向。意外情況可能反映了永久性的趨勢變化，以及全新的經濟軌跡。見圖表。

## 趨勢持續改變

美國國內生產總值的假設性演變



**圖表要點：**結構性趨勢正在重塑全球經濟，並引起廣泛的潛在結果。這種現象有別於疫情前的時代，當時我們僅觀察到圍繞一個穩定主要趨勢的細微偏差。

**僅供說明。**資料來源：貝萊德智庫，2024年12月。註：圖表顯示了經濟產值的潛在演變方式——左方及右上方圖表假設經濟增長圍繞著單一的主要趨勢發展，右下方圖表假設經濟增長並不圍繞著單一的主要趨勢發展，而是可能出現各種不同趨勢。

**人工智能崛起、地緣政治碎片化及人口老化的社會等結構性趨勢正在改變各經濟體。我們認為這些趨勢正在重塑長期經濟趨勢。**

# 制衡與(不)平衡

2024年是重要的選舉年，為現屆政府帶來重重挑戰。選民表達了不滿，尤其是對於疫情後生活成本上升，以及移民與邊境安全等議題。多國已出現政府更替或執政黨支持率下降的現象。對政治及經濟改革的渴望可能在2025年繼續成為推動因素。

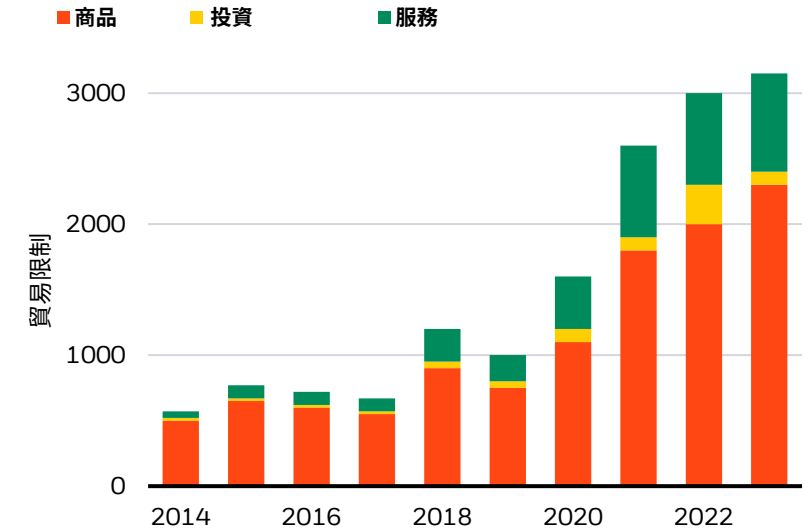
許多成熟經濟體的領袖均受制於通脹、政治支持率低以及美國以外地區經濟增長乏力的因素。我們預計各國將聚焦於國家經濟及安全的優先事項，並可能因此忽略其他領域。由於權力交接日趨頻繁，迫使政府加快實施議程，各國可能推出更多短視政策。換言之，在世界變得更為脆弱及美中戰略競爭加劇之際，政策制定本身亦成為引起動盪的來源。

美國就是一個典型例子。候任總統特朗普向選民承諾大幅改革政策。共和黨同時掌控國會及總統職位，意味著他更容易推行多項議程。市場將他建議的部分政策，例如減稅、放寬監制及支持傳統能源，視為短期利好因素；但對其他政策，包括限制移民及廣泛徵收關稅，則持較負面的看法——這些政策一旦落實，可能加劇地緣政治碎片化及推高通脹。見圖表。

隨著政府對財政框架及通脹目標等宏觀穩定政策的關注減弱，金融市場將更頻繁地維持紀律。例如，債券收益率上升可能會抑制寬鬆的財政政策，而風險資產的拋售則可能迫使當局徹底改變被視為損害經濟增長的政策。然而，我們認為這可能會導致風險資產迅速上升。例如，對放寬金融監管的憧憬正在激發市場的投資衝動。目前這是利好消息，但隨後可能會造成市場泡沫風險。

## 保護主義擴大

貿易限制（2014年至2023年）



**圖表要點：**近年來，隨著第二次世界大戰後的全球化逐漸被給日益高漲的保護主義取代，全球各地的貿易限制大幅增加。

資料來源：貝萊德智庫、國際貨幣基金組織、globaltradealert.org（或來自globaltradealert.org的數據），2024年12月。註：圖表顯示了全球各國採取的單邊非自由化貿易干預措施（根據globaltradealert.org的分類）的數量。

**我們認為宏觀政策正成為潛在的動盪來源，可能導致市場更頻繁地維持紀律。**

# 2024年對2025年的啟示

回顧2024年便會明白，為何在結構性力量影響下，試圖以典型經濟週期來解讀最新美國數據可能引起誤判。

假如這是一個典型週期，隨著金融環境收緊導致通脹回落，美國經濟增長應有所放緩，但事實並非如此。通脹的確已經回落，但經濟增長未有放緩。事實上，金融環境自2022年年底以來已經放寬—遠早於聯儲局開始下調政策利率的時間—美國股市因而飆升。

究竟通脹降溫的原因何在？我們認為，其他更大的力量發揮了作用：疫情後商品及勞動力市場正常化，以及移民意外增加。移民對勞動力的刺激作用亦解釋了美國失業率短暫上升的原因。然而，市場最初卻將此現象錯誤解讀成經濟增長放緩（只供英文）的典型指標。

我們認為這寶貴教訓值得在2025年借鑑，因為市場仍然容易重蹈覆轍。

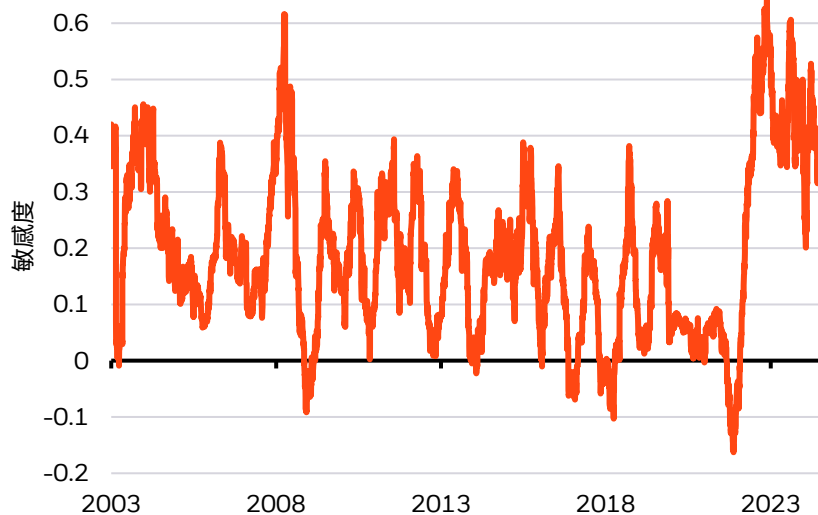
市場對意外經濟數據的敏感度亦高於以往，甚至連長期資產亦出現過度反應。見圖表。這情況加劇市場波動。

這種現象對2025年有何啟示？我們預計，由於地緣政治碎片化加劇，加上人工智能進程及低碳轉型產生龐大支出，美國將持續面臨通脹壓力。我們亦認為，隨著移民減少，勞動力老化的影響可能浮現，導致工資增長過高，令通脹無法回落至聯儲局的2%目標。

我們認為聯儲局並未啟動典型的減息週期，並預計聯儲局將在2025年進一步減息，經濟增長將稍為降溫，但由於通脹仍高於目標，聯儲局無法將利率下調至4%以下，導致利率遠高於疫情前的水平。即使預算赤字持續存在、通脹高企及債市波動加劇，投資者對持有長期政府債券的風險要求的回報仍然不高。我們認為這種情況將會改變，長期美國國庫債券收益率將會上升。

## 對意外經濟數據的反應敏感

美國10年期國庫債券收益率對意外經濟數據的敏感度（2003年至2024年）



**圖表要點：**我們發現市場對經濟數據意外的敏感度提高。我們認為，這反映投資者在解讀新資訊時，仍採用典型經濟週期的角度，而忽略了轉型趨勢正在重塑經濟的背景。

**過往表現並非未來業績的保證。**資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2024年12月。註：線條顯示美國10年期國庫債券收益率對經濟意外的敏感度，運用了迴歸分析來估計美國10年期國庫債券收益率與花旗經濟意外指數在連續六個月期間的關係。此分析僅僅是對10年期國庫債券收益率與經濟意外之間的關係的估計。

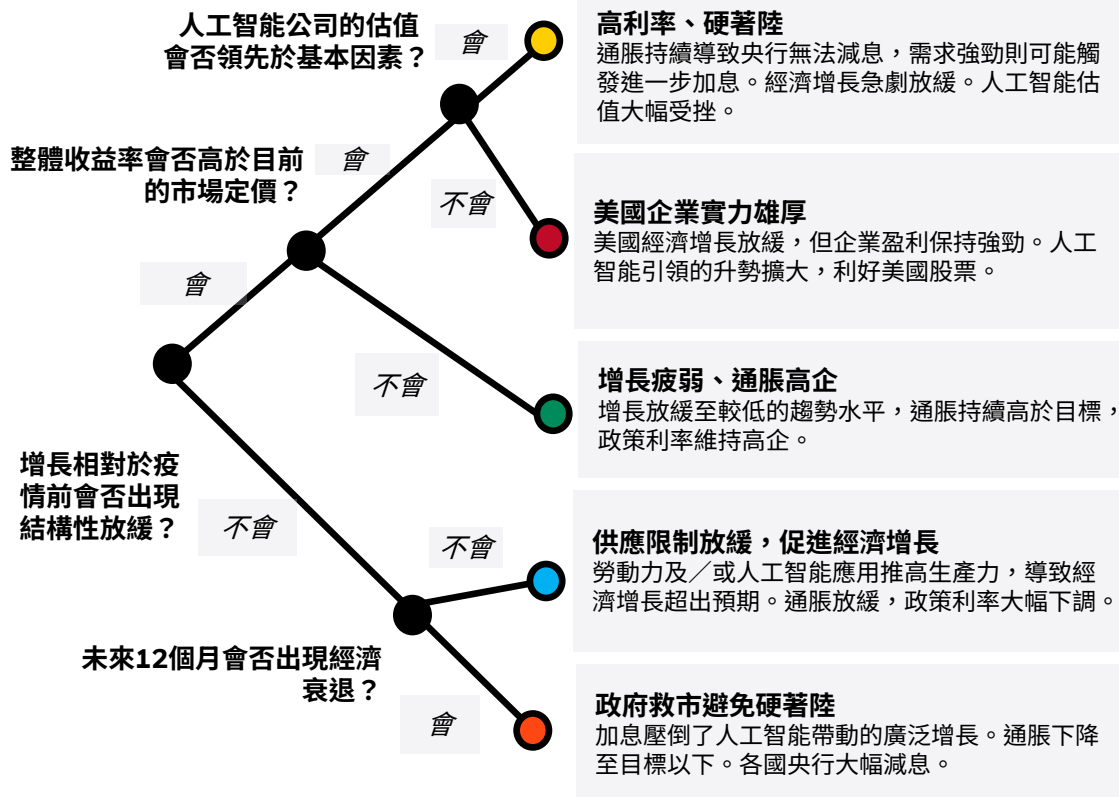
**我們認為這並非經濟週期，而是一系列結構性轉變。以此角度解讀最新數據將在2025年再次成為關鍵。**

# 短期情景的推演

2024年下半年，隨著市場定價迅速反映不同情景，市場出現了劇烈波動。由於投資者採納類似於我們在年中展望提出的**增長集中於人工智能領域**情景的觀點，股市在大型科技股帶動下創出歷史新高。隨後，**政府救市避免硬著陸**的情景主導了市場，在此情景下，定價已反映聯儲局大幅減息的預期。這印證了典型的經濟週期角度並不適用於分析最新資訊。我們不認同市場對聯儲局大幅加息的預期，因為這假設了當局沿用過往的方式應對經濟低迷，但市場卻同時認為政策利率在當前環境下將長期高企。我們認為這反映投資者正努力了解轉型趨勢。

我們與貝萊德各團隊的基金經理合作，根據我們的經驗來推演2025年的情景。新的情景為**美國企業實力雄厚**及**供應限制放緩**。詳見我們的情景圖。新的情景顯示美國企業的雄厚實力已超越人工智能主題。

我們認為，即使經濟稍為放緩，隨著盈利增長的範圍擴大（只供英文），**美國企業實力雄厚**的情景最有可能在未來6至12個月實現。這突顯了即使利率維持高企，企業盈利仍保持強韌。



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12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。

# 為未來融資

我們已經闡述當前的投資環境正處於其中一個重大轉型，而這次轉型亦導致市場在執行紀律方面肩負更大責任。資本市場因此成為這次轉型的核心。

隨著轉型展開，市場將需要大量資金，而相關投資目前正在進行。主要科技公司的研發支出開始趕上（只供英文）美國政府，但其範圍不限於人工智能的崛起以及其通過數據中心的進程。貝萊德智庫的轉型情景顯示，未來十年間每年需投資3.5萬億美元，以應對與日俱增的能源需求（例如太陽能發電場、電網、石油及天然氣），但各國政府資助這類投資及基建升級的能力有限。

我們預計資本市場（包括新興市場的資本市場）將持續深化，以引領資金流向新的投資機會及回報來源。

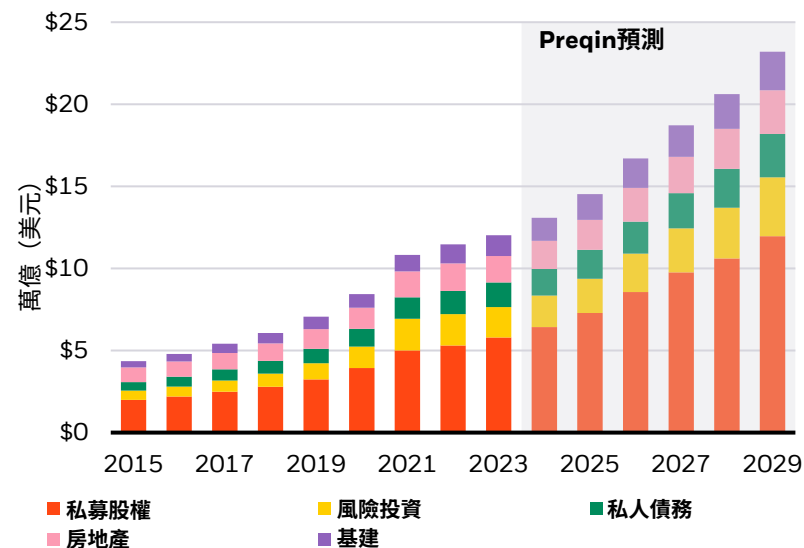
公開市場至今已經受惠，並匯聚了多間透過捕捉人工智能等新收入來源而從轉型中獲利的公司。

我們亦預計私募市場將發揮關鍵作用，使投資組合能獲得參與轉型的獨特機會，因為公開市場只能為轉型提供部分資金。例如，私募市場能夠提供投資於推動人工智能普及的早期增長型公司及重要基建項目的機會。我們認為，非銀行借貸機構為此類大型項目提供的資金將持續增加，從而塑造為未來融資（只供英文）這股結構性趨勢。這說明了為何Preqin的數據顯示，到2029年，私募市場的資產管理規模預計將較2023年增長約一倍。見圖表。

我們認為，這顯示了金融市場本身正迅速改變及創新，過往由銀行等單一機構統籌的金融活動已被分拆。

## 持續增長

私募市場資產管理規模（2015年至2029年）



**圖表要點：**私人資產在金融市場的比例不斷增加。我們預計私募市場將在未來的轉型發揮關鍵作用，而僅依賴公開市場將難以完全把握不斷擴大的投資機會。

**前瞻性估計可能不會實現。**資料來源：貝萊德智庫，2024年12月。註：圖表顯示了私募市場基金的總資產管理規模，當中包含Preqin在「2029年另類資產的未來」報告中自2024年起的預測數據。

## 投資影響

- 隨著轉型展開，市場將需要大量資金，而相關投資目前正在進行。
- 我們認為，私募市場將發揮關鍵作用，為轉型浪潮提供資金。



# 重新審視投資

這場轉型促使我們思考如何構建投資組合。瞬息萬變的市場前景要求投資組合不斷調整，並挑戰了許多長期秉持的投資原則，包括中性「基準」投資組合的概念，例如傳統的60/40投資組合。

我們認為投資者應擴大投資範圍。如前頁所述，投資範圍可涵蓋私募市場，尤其是私募信貸及基建。我們認為投資者應減少依賴廣泛資產類別配置，並積極尋找由人工智能崛起等推動經濟及行業轉型的結構性轉變所塑造的主題投資機會。見第10頁。

因此，更細分的配置觀點至關重要，例如在歐洲等市場從公司層面而非地區層面進行投資。由於這場轉型可能會改變經濟結構及徹底重組多個行業，這一方針變得尤其重要。

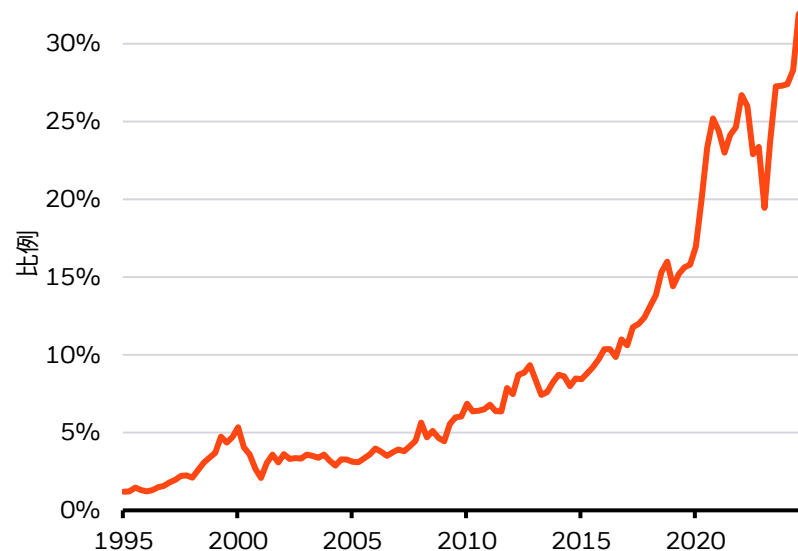
金融市場本身亦正在經歷重塑，因為部分行業迅速增長而其他行業衰落，導致基準指數的組成有所改變。標普500指數與五年前相比截然不同，集中度大幅提高。見圖表。

傳統投資組合構建的另一個變化在於我們認為現在應更加重視戰術配置觀點。過往，當回報圍繞著穩定的長期趨勢波動時，將投資組合的大部分風險預算分配至長期配置以減低波動的做法合理。然而，現在沒有單一投資組合能夠在所有情景中長期奏效，因此投資者需要採取靈活的投資方針。我們認為，主動型策略及投資專業知識在這環境下能夠發揮優勢。

更廣泛而言，要促成這些改變，現今的金融管道可能需要重新設計。隨著創新工具日益普及，部分變化已開始實現。

## 比例不斷增加

「七大科技巨頭」市值佔標普500指數的比例（1995年至2024年）



**圖表要點：**由大型科技股組成的「七大科技巨頭」目前主導了標普500指數，幾乎佔該指數市值的三分之一。這反映了經濟及市場在這種環境下的變化速度。

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。指數未經管理，表現不計入費用。資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2024年12月。註：圖表顯示「七大科技巨頭」股票（亞馬遜、蘋果、Google、Meta、微軟、英偉達及特斯拉）的綜合市值佔標普500指數總市值的比例。圖表計算了各股票自上市以來的市值總和，包括亞馬遜（自1997年起）、英偉達（自1999年起）、Google（自2004年起）、特斯拉（自2010年起）及Meta（自2012年起）。

## 投資影響

- 我們認為投資者應該更加重視主題投資，並減少依賴廣泛資產類別配置。
- 波幅加劇意味著投資者需要更靈活配置投資組合。

# 保持承險立場

我們將會如何應對？我們保持承險立場，主要原因是我們對美國企業的實力及出色表現抱有信心。美國股市持續跑贏全球股市。見圖表。我們認為這種情況可能延續下去。原因在於美國更加受惠於結構性趨勢，推動企業盈利上升，並受到利好的增長前景以及潛在減稅及放寬監管政策所支持。

美國股市的部分估值指標——無論是市盈率或股票風險溢價——相對於歷史水平似乎過高。然而，估值指標可能無法全面反映實況。股市行業組成的變化反映了轉型正在產生影響。因此，將今天的指數與過去的相比，就如同將蘋果與橙比較。此外，估值對於長期回報的重要性往往大於短期回報。

我們認為人工智能的結構性趨勢將更加利好美國股票，因此我們繼續增持美國股票，尤其是相對於歐洲股票及其他國際市場股票。

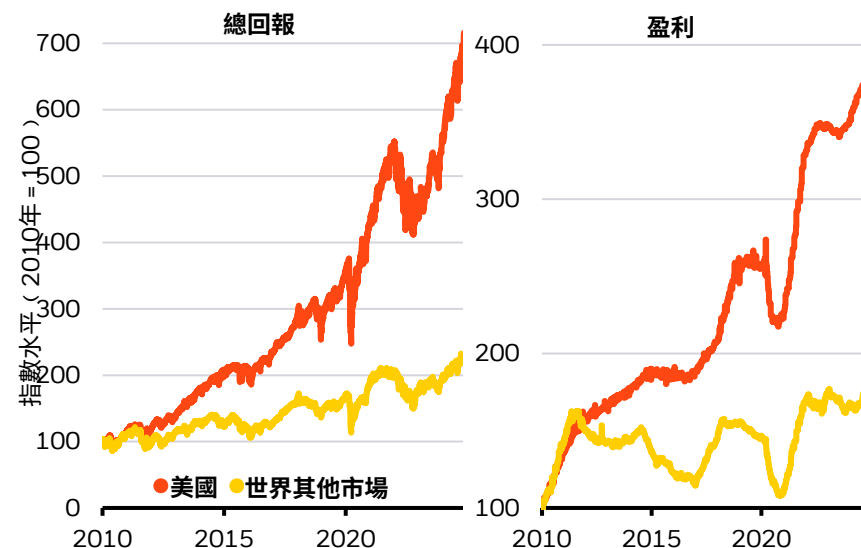
我們認為，美國的出色表現不會延伸至國庫債券。美國預算赤字可能不斷增加，並加劇持續的財政壓力，因此我們看好其他成熟市場政府債券。我們亦看好企業債券多於長期國庫債券，因為企業的資產負債表相對健康，企業債券能夠提供優質收益。

由於企業改革及溫和通脹的回歸帶動企業定價能力提升及盈利增長，日本在全球市場中表現突出。結構性挑戰導致我們減持歐洲股票。然而，我們在行業或公司層面發現投資機會。長遠而言，我們認為印度等部分新興市場具備優勢，能夠把握結構性趨勢並應對中美競爭。中國的財政政策正在轉向支持性，但我們因關稅的威脅而保持審慎。

結論：我們目前採取承險觀點，但亦會保持靈活，並在長期債券收益率急升或貿易保護主義升級等關鍵指標出現時調整觀點。

## 差異擴大

美國股市表現與世界其他市場的比較（2010年至2024年）



**圖表要點：**受強勁企業盈利帶動，美國股市的表現領先世界其他地區。我們發現，隨著結構性趨勢重塑經濟及行業並創造投資機會，市場之間的差異正在擴大。

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。指數未經管理，表現不計入費用。資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream。圖表顯示美國股市與世界其他市場的指數化表現的比較。使用的代表指數：MSCI美國指數、MSCI所有國家世界（美國除外）指數。

## 投資影響

- 我們更加確信美國股市將跑贏其他國際股市。
- 我們意識到美國股市的估值較高，但認為估值在短期內不會主導市場走勢。

# 追蹤人工智能發展

人工智能的龐大潛力正在推動一波創新及投資浪潮，其迅速發展帶來重大投資機會，但最終的轉型路徑有待確定。我們的三階段框架（[只供英文](#)）— 建設、應用及轉型 — 幫助我們追蹤人工智能的進程，並在過程中調整投資組合。

我們仍處於人工智能的建設階段，這個階段是廣泛基建蓬勃發展的支柱，涉及對數據中心、晶片及電力系統的巨額投資，以滿足對規模及複雜性呈指數式增長的人工智能模型的需求。見圖表。我們估計（[只供英文](#)），到2030年，人工智能基建支出可能超過7,000億美元，相當於美國國內生產總值的2%。我們認為，如此龐大的投資賦予資本市場關鍵角色，亦為投資者帶來機會。然而，這種增長亦帶來挑戰，例如能源網絡的壓力。效率的提升可能在日後抵消能源需求最初激增的部分影響。

有關人工智能投資過度的質疑有其理據。然而，我們認為，由於人工智能具備在整個經濟釋放新收入來源的潛力，因此應從整體角度評估其投資規模。大型科技股目前似乎並未過度擴張。我們認為，市場集中度的提升如果由轉型帶動，則其不代表市場變得脆弱。隨著人工智能的應用範圍擴大，應用程式開發者可能推動下一波增長。未來的贏家可能會出現在意想不到的領域：一個行業的生產力提高可能促進其他行業的價值創造。新興收入來源以及跨行業影響等市場指標值得關注。

我們認為私募市場為投資者提供機會，捕捉尚未上市的未來贏家。

“

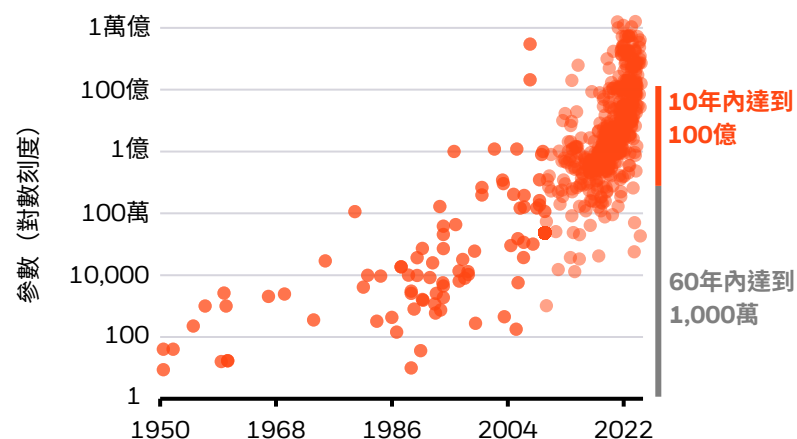
人工智能有潛力成為超越搜尋器及雲端服務的收入來源。



**Raffaele Savi**  
貝萊德環球系統分析  
投資主管

## 指數式增長

知名人工智能系統的參數（1950年至2024年）



**圖表要點：**人工智能模型呈指數式增長，由1950年代的10個參數增加至目前的1萬億個參數，推動其能力大幅提升。然而，進一步擴大規模亦帶來挑戰。

資料來源：貝萊德智庫，數據來自Epoch，經由Our World in data處理，2024年10月。註：圖表顯示知名人工智能系統的參數增長。參數可以理解為模型在學習設定以了解歷史數據時所調整的旋鈕數量。每一點代表Epoch數據庫中涵蓋的一個人工智能系統。資料擷取自<https://ourworldindata.org/grapher/exponential-growth-of-parameters-in-notable-ai-systems>，並基於Epoch AI的研究論文《機器學習的參數、運算及數據趨勢》。網上發佈於epochai.org，網址為：<https://epochai.org/data/epochdb/visualization>。

## 投資影響

- 人工智能主題已經由我們原本的「增長集中於人工智能領域」情景擴展至更廣泛的範圍。
- 我們認為私募市場至關重要，不僅為基建提供資金，還帶來捕捉潛在未來人工智能贏家的機會。

# 著眼長線基建投資

基建處於人工智能及其他結構性趨勢之間的交匯點。人工智能的發展正產生對數據中心龐大且迫切的需求。隨著各國及科技公司爭相減排，對新建綠色基建（只供英文）的需求正在急升。成熟市場人口老化、新興市場城市化進程加快以及全球供應鏈重組亦正在重塑基建需求。

私募市場可以成為涉足這種不斷增長的需求的途徑，儘管私募市場複雜，並不適合所有投資者。由於公共債務水平高，私募市場有助收窄龐大資金需求與政府單獨負擔能力之間的差距。隨著銀行收緊借貸，我們認為企業可能轉向資本市場、私募借貸及其他非傳統信貸來源。私募市場對利率上升反應的差異塑造了我們五年或以上的策略性配置觀點。

在類似股票的增長型私募市場中，私募股權及房地產的估值在融資成本持續下降數十年後見頂。見圖表。因此，我們相對偏好基建股，例如機場及數據中心的股份，因為基建股估值過高的跡象較少。

基建投資的現金流通常與通脹掛鉤，能夠為投資組合帶來緩衝，以對抗我們預計較高的中期通脹。基建投資對較高利率的敏感度亦可能較低。

“

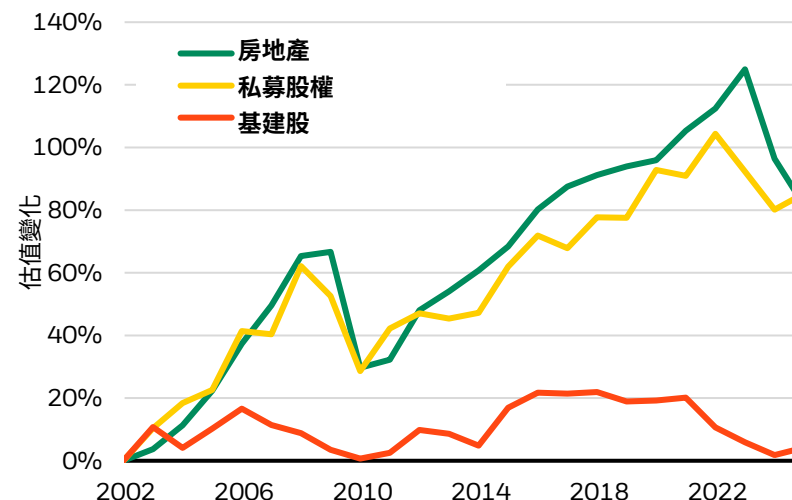
**基建提供長期現金流，這些現金流在通脹持續時有望受惠。**



**Raj Rao**  
創始合夥人、總裁兼營運總監，Global Infrastructure Partners，貝萊德旗下公司

## 基建脫穎而出

私募市場估值變化（2001年至2024年）



**圖表要點：**在類似股票的增長型私募市場中，私募股權及房地產的估值在融資成本持續下降數十年後見頂。基建股估值過高的跡象較少。

**過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。**資料來源：貝萊德智庫，2024年12月，數據來自美國全國房地產投資受託人委員會、北方高等商學院以及槓桿評論及數據。註：圖表顯示基建股、私募股權及房地產的標準估值指標的累計變化。基建股及私募股權的估值以企業價值/EBITDA表示，房地產估值則以市場價值/淨營運收入表示。

## 投資影響

- 從五年或以上的策略性觀點而言，我們看好基建股，並認為其有望受惠於大趨勢。
- 私募市場有助收窄所需基建與政府及銀行單獨融資能力之間的差距。

# 碎片化日益加劇

全球緊張局勢（只供英文）升溫導致供應鏈加速重組（見圖表），並促成了地緣政治及經濟集團互相競爭的趨勢。特朗普再度執政可能鞏固這些趨勢。我們認為這些趨勢將在科技、能源及金融市場上出現。

由於關稅以及聚焦於戰略行業脫鉤的政策（尤其是針對半導體等先進科技的政策）加快推行，預計中美競爭將在2025年加劇。發展人工智能的競賽的競爭優勢亦將取決於電網及數據中心等基建的建設速度。

能源已成為這場競賽的關鍵領域。中國廉價的低碳技術，尤其是電動車、太陽能及電池，正在對其他主要經濟體的企業構成壓力，引發保護主義的應對措施。歐洲汽車製造商正面臨壓力，而歐盟當局則努力協調應對方案。

這些發展形勢將加劇爭奪資源的競賽。新興市場是銅及其他低碳轉型所需商品的主要供應地，亦是日益增長的出口市場。這突顯了其潛在影響力，而多個主要新興市場亦同時與多個互相競爭的貿易集團結盟。

儲備貨幣亦反映了全球化重組的趨勢。隨著世界分裂成互相競爭的集團，美國及西方政府主要通過制裁及其他限制措施作為應對政策，部分國家正在將儲備由美元轉向黃金及其他資產，並逐步以非美元貨幣進行貿易融資。

“

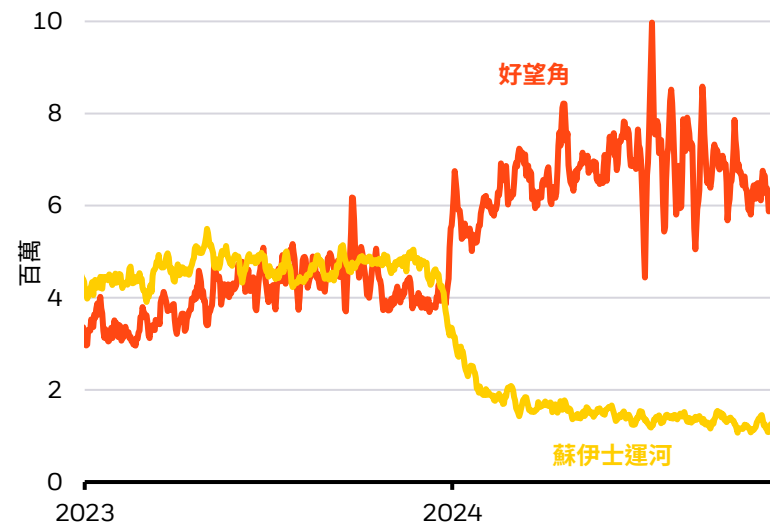
地緣政治風險結構性上升，一系列衝擊正在威脅全球經濟。



**Tom Donilon**  
貝萊德智庫主席

## 改變貿易路線

每日過境貿易量（以公噸計，2023年至2024年）



**圖表要點：**中東不斷加劇的地緣政治衝突正改變貿易航運路線，以避免通過蘇伊士運河——這只是現今地緣政治風險加劇如何重塑經濟活動的例子之一。

資料來源：貝萊德智庫、國際貨幣基金組織，數據來自聯合國全球平台及PortWatch，2024年12月。註：圖表顯示蘇伊士運河及好望角這兩大全球航運咽喉點的每日過境貿易量（以公噸計）的七天移動平均值。

### 投資影響

- 我們認為，特朗普再度執政可能加劇地緣政治碎片化及經濟競爭。
- 能源及低碳技術現已成為這場競賽的關鍵領域，重塑全球多間企業。

# 尋找新的分散投資工具

股票與債券回報之間不穩定的相關性已成為新格局的標誌，並導致政府債券緩衝股票拋售的可靠性減弱。我們認為傳統的黃金及新興的比特幣等其他分散投資工具均有潛力填補相關空缺。尋找其他工具的重點並不在於取代長期債券以分散風險，而是在於發掘全新且獨特的風險與回報來源。

比特幣作為全新分散投資工具的潛力源於其獨特的價值推動因素：當比特幣的預定供應量面對不斷增長的需求時，其價值有可能隨著時間而上升，而其需求源於投資者相信比特幣有潛力獲廣泛採用為支付技術。例如：比特幣價格在美國大選後急升至歷史新高，反映投資者認為候任總統特朗普過去對比特幣及其他加密貨幣的支持提供了比特幣應用範圍擴大的機會。長遠而言，這些獨特的推動因素將導致比特幣與股票及其他風險資產的相關性下降。

根據有限的歷史數據，比特幣與股票回報之間的相關性通常較低，雖然間中會急劇上升。見圖表。如果比特幣獲廣泛採用，其風險與回報狀況將會改變，屆時，比特幣可能像黃金一樣，更適合作為針對特定風險的策略性對沖工具。

隨著投資者希望加強投資組合應對通脹上升的能力，加上部分央行尋求主要儲備貨幣的替代資產，黃金價格大幅上升。我們認為，關鍵在於密切關注這些替代資產相對於傳統資產類別的表現變化，並靈活地加以運用。

“

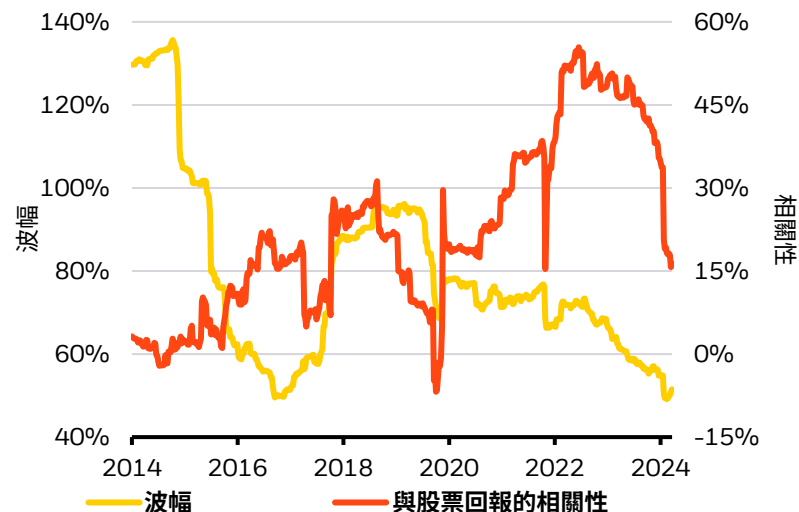
比特幣兼具保值及支付系統的作用，因為成為潛在的分散投資工具。



**Samara Cohen**  
貝萊德ETF及指數投資總監

## 高波幅及低相關性

比特幣波幅及其與全球股市的相關性（2014年至2024年）



**圖表要點：**即使間中會急劇上升，比特幣與全球股票的相關性仍然有限。考慮到其獨特的價值推動因素，我們認為從本質上看，比特幣長遠而言不應與主要風險資產相關。

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。指數未經管理，表現不計入費用。資料來源：貝萊德智庫，數據來自彭博，2024年12月。註：所示波幅為每週回報的兩年滾動波幅。相關性乃根據比特幣對比代表全球股票的彭博成熟市場大中型股指數的兩年滾動回報計算。

### 投資影響

- 我們認為比特幣等資產有潛力提供獨特的風險與回報來源。
- 由於債券等傳統分散投資工具不再如以往般奏效，投資者更加需要靈活調整投資組合。

# 保持靈活

我們的情景框架幫助我們確立戰術性配置觀點。我們已在2024年進行調整，將「增長集中於人工智能領域」情景調整為「美國企業實力雄厚」情景。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。

隨著人工智能主題在公用事業等各個行業創造機會，美國股票的回報範圍在2024年擴大，因此我們上調對美國股票的增持比重。由於企業改革及溫和通脹的回歸帶動工資增長、企業定價能力提升及盈利增長，我們繼續增持日本股票。新興市場方面，我們看好印度及沙特阿拉伯等處於結構性趨勢的交匯點的國家。策略性配置方面，我們看好科技及醫療保健等行業。

戰術性配置方面，我們仍然偏好短期信貸的優質收益。鑑於經濟疲弱，我們認為英國央行的減息幅度將超過市場定價，因此我們看好長期英國國債。

由於相對估值具有吸引力，且順應大趨勢，我們維持對基建股的長期偏好。收益方面，由於私募信貸的收益率更加吸引，我們的偏好直接貸款。

## 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12月）

戰術性觀點	原因
美國股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們認為，人工智能進程及採用在各行業創造機會。我們積極發掘科技股以外的受惠股。由於經濟增長強勁、盈利增長範圍廣泛，加上偏好優質股的策略，我們對美股的信心以及相對於其他地區增持美股的觀點更加鞏固。我們認為大型科技公司的估值受到強勁盈利支持，而其他行業的估值則較為合理。</li> </ul>
日本股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>日本經濟前景變得更为明朗，加上當地推行企業改革，帶動盈利及股東回報改善。然而，日圓升值可能拖累盈利，形成風險。</li> </ul>
精選債券	<ul style="list-style-type: none"> <li>由於美國持續錄得赤字及通脹高企，我們更為看好其他市場的債券，尤其是歐洲。我們減持長期美國國庫債券，轉而看好英國國債。相對於美國，我們亦看好歐洲投資級別及高收益債券，因為其估值更加便宜。</li> </ul>

策略性觀點	原因
基礎設施股票及私募信貸	<ul style="list-style-type: none"> <li>由於基礎設施股票的相對估值吸引，且受惠於大趨勢，蘊藏投資機遇。我們認為，隨著銀行縮減放貸規模，加上回報吸引，私募信貸在貸款市場的份額將會增加。</li> </ul>
債券細分觀點	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們偏好短期及中期投資級別債券，因為其收益率與長期債券相似，但利率風險較低。整體而言，我們亦看好美國及歐元區短期政府債券以及英國國債。</li> </ul>
股票細分觀點	<ul style="list-style-type: none"> <li>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匯之處，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亮麗。</li> </ul>

附註：上述觀點從美元角度作出，2024年12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。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。

## 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12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，或締造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配置，但卻為獲取超額回報創造更大空間。

減持 中性 增持 ● 先前觀點

股票 觀點 評論

美國		由於人工智能主題及盈利增長的範圍擴大，我們增持美國股票。科技公司的盈利符合預期，為人工智能受惠股的估值帶來支持。強勁增長及聯儲局減息利好市場情緒。風險包括長期收益率急升或貿易保護主義升級。
歐洲		我們減持歐洲股票。股票估值合理。經濟增長回升及歐洲央行減息利好企業盈利微升。然而，政局不明朗或令投資者保持謹慎。
英國		我們對英國股票持中性觀點。政局穩定可望改善投資氣氛。然而，企業稅務負擔增加可能在短期內打擊利潤率。
日本		我們增持日本股票。日本經濟前景變得更加明朗，加上當地推行企業改革，帶動盈利及股東回報改善。然而，日圓升值拖累盈利，形成風險。
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		我們適度增持中國股票。中國的財政刺激措施尚不足以解決拖累經濟增長的問題，但我們認為中國股票的估值較已發展市場的股票更具吸引力。我們隨時準備轉變投資策略。鑒於中國面臨結構性挑戰，長遠而言，我們對中國股市投資持謹慎態度。

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。附註：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，並非對未來事件的預測或對未來業績的保證。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。

債券	戰術性觀點	評論
短期美國國庫債券		我們對短期美國國庫債券持中性觀點。市場預期聯儲局減息次數減少，其政策利率預期目前與我們的觀點大致相同。
長期美國國庫債券		我們減持長期美國國庫債券。預算赤字持續及地緣政治碎片化可能會在短期內推高期限溢價。我們偏好不易受到要求更高期限溢價的投資者影響的中期債券。
環球通脹掛鈎債券		我們對環球通脹掛鈎債券持中性觀點。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		我們對歐元區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年期收益率已由高位回落。政局不明朗繼續對財政可持續性構成風險。
英國國債		我們增持英國國債。英國國債收益率具有投資吸引力。我們認為，鑒於經濟疲軟，英國央行的減息幅度將大於市場預期。
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		觀點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。