

# 2024下半年 全球投資展望

轉型的浪潮

**BlackRock**

貝萊德  
**Investment  
Institute**



**Philipp Hildebrand**

副主席 – 貝萊德



**Jean Boivin**

貝萊德智庫主管



**Wei Li**

全球首席投資策略師 – 貝萊德智庫



**Vivek Paul**

全球投資組合研究主管 – 貝萊德智庫



**Christopher Kaminker**

永續投資研究與分析主管 – 貝萊德智庫

## 目錄

摘要	2	焦點	8-14
引言	3-4	AI 建設	8-9
即將到來的轉變？	3	全球選舉	10
評估情境	4	基礎建設	11
		人口結構	12
		日本	13
主題	5-7		
回歸實體經濟	5	準備適應	14
適度提升風險偏好	6	觀點總結	15
掌握下一波浪潮	7		

全球可能正在經歷一場與工業革命相提並論的轉型——這要歸功於人工智慧 (AI)、低碳轉型和全球供應鏈重組帶來投資激增的現象。但這些投資的速度、規模和影響仍充滿高度不確定性。而這一切都發生在疫情後，異常的經濟背景環境下：頑固的通膨、更高的利率、更弱的成長趨勢和高公共債務水準。我們認為致勝的關鍵在於隨著市場前景調整曝險水準，並持續地參與趨勢轉型。

受供應端面臨的限制因素所影響，如勞動年齡人口減少等，新的市場環境與波動性已逐步確立。這將帶來什麼結果？相對於疫情爆發前的時期，我們正面臨更高的通膨和利率，以及更加疲弱的經濟成長——與公共債務水準增加等挑戰。

但現在投資潛力可能已經超越目前總體經濟背景下所面臨的挑戰。我們看到轉型的浪潮即將來臨，由五大趨勢或結構性轉變驅動。我們看到其中三個趨勢帶來重大資本支出：建立 AI 的競賽、低碳轉型和供應鏈重組。這些投資的規模、速度和影響具高度的不確定性，但我們認為這可能會像過去的科技革命一樣改變經濟和市場。我們與貝萊德的投資組合經理人一起設計了五個截然不同的情境來評估短期的市場前景，同時我們也認知到市場環境可能會迅速改變。

在疫情之前，低通膨使央行能夠大幅降息並大規模資產購買以支撐經濟。這促進金融經濟——並幫助推動債券和股票上漲。在這個新市場環境下，實體經濟更為重要。我們的第一個主題是“回歸實體經濟”。我們看到實體經濟中存在相當有潛力的機會，因為資金正流向基礎建設、能源系統和科技——以及推動趨勢發展的人才。

我們認為公司可能需要改造商業模式並進行投資以保持競爭力。對於投資人來說，這意味著公司的基本面將變得更加重要。我們認為，贏家和輸家之間的差距可能比以往任何時候都來得大。

這種差異創造了機會，這就是為什麼我們的第二個主題是“適度提升風險偏好”。應對高度不確定的前景並非僅僅是降低風險。我們尋找能在各種情境中表現良好的投資，並偏好眼前最有可能的情境發展。對我們來說，我們正處於聚焦在 AI 的市場情境中，其中少數 AI 贏家可以持續推動股市表現。

隨著轉型展開，我們隨時準備好在另一種情境變得更加有可能的狀況下進行調整，而這種轉變可能會突然發生。因此，我們的第三個主題是“掌握下一波浪潮”。這需要保持靈活，也就是在投資結果和機會可能大不相同的情況下，隨時準備好調整資產配置。

投資影響：以六到十二個月的視角來看，我們保持加碼美國股票和 AI 相關主題。我們對日本股票的加碼是我們最有信心的投資觀點之一。我們喜歡短天期債券和信用債所提供的高品質收益機會。挖掘早期贏家和為未來投資熱潮所需的基礎建設，我們認為私募市場會是一條途徑。

# 即將到來的轉變？

我們認為全球可能正在經歷歷史上罕見的轉型浪潮。大趨勢正在推動這項轉型，並開始釋放大量投資資金進入實體經濟：基礎建設、能源系統、高科技——以及人才。我們認為這次的投資規模可與過去的科技革命相提並論——將重塑市場和經濟發展。請參見圖表。然而，這些投資的速度和規模以及對全經濟生產力的潛在影響仍具高度不確定。

以 AI 為例。提升 AI 能力的競賽已經促使重大資本支出。一系列估計顯示，未來幾年 AI 數據中心的投資將每年成長 60-100%。然而，即使在 AI 建設的第一階段，也很難確定確切數量。因為，這將取決於資源限制——例如在已有成長需求的基礎上，需要滿足 AI 的能源需求所面臨的困難，如電氣化。然而，算力和能源方面的創新可能會緩解這些限制。

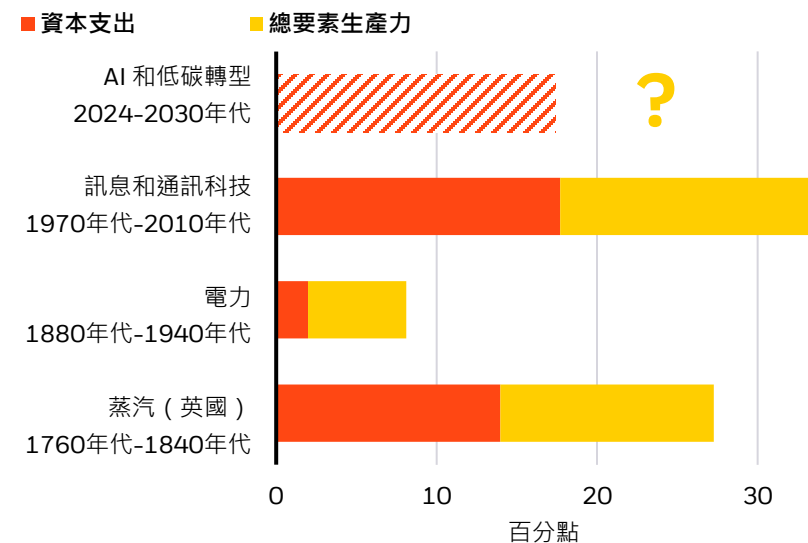
在第二階段，我們認為投資將擴展到尋求利用 AI 的公司——投資規模將取決於 AI 的建設和採用規模。這些可能都會帶來第三階段的廣泛性生產力成長。請參見第8-9頁。

低碳轉型也在促進大規模投資。我們的貝萊德智庫轉型情境估計，這十年間，能源系統投資將達到每年 3.5 兆美元。地緣政治分裂加劇也意味著各國優先考慮國家安全而非經濟效率，而重組供應鏈也需要不少投資布局。

即將到來的投資速度和規模仍具高度不確定性，加上供應端面臨限制的異常經濟背景，使得我們難以準確評估全球的長期走向。但我們認為轉型正在經歷不同階段的演變，如首先是 AI 建設，然後是廣泛的採用。這樣的進展可以提供我們決策方向，使我們在過程中調整資產配置。

## 大規模資本支出即將來臨

對 GDP 的總累計貢獻



**圖表重點：** AI 和低碳轉型可能會在比以往的科技革命以更短的時間，帶來史上規模最大的資本支出。

**前瞻性估計可能不會實現。** 資料來源：貝萊德智庫，2024年6月，數據來自 Crafts (2021)。註：圖表顯示了美國過去的科技（不包括“蒸汽”）在指定期間對 GDP 的累積貢獻。訊息和通訊科技、電力和蒸汽的估算來自 Crafts (2021) 中的歷史經濟文獻。人工智慧 (AI) 和轉型所需的支出是基於數據中心投資需求的外部研究和 BII 轉型情境（針對專業投資人）所做的 BII 估計。其他革命歷經數十年，因此我們對 AI 和轉型相關支出的估算是基於一個短期內的樂觀情境。

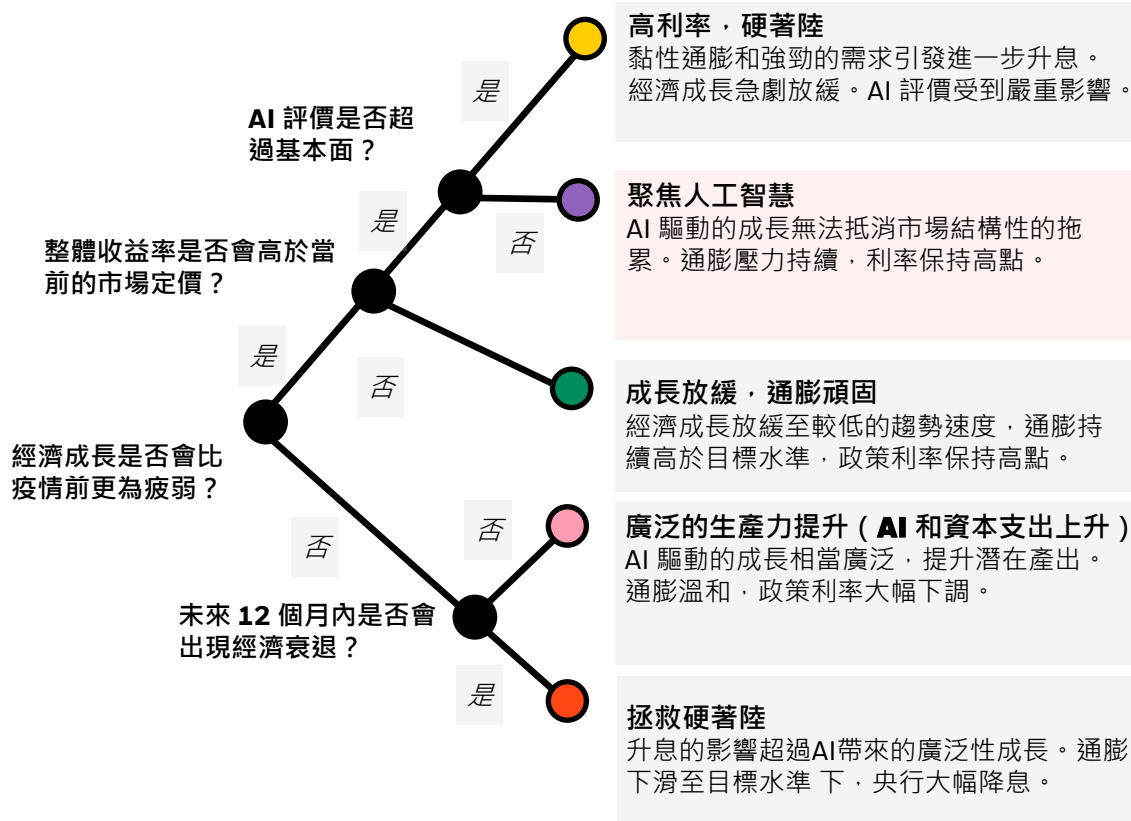
我們認為即將到來的投資熱潮可能會改變經濟和市場，但投資的速度、規模和影響仍充滿不確定性。

# 短期內投資人可能面對不同的市場情境

我們使用情境分析來幫助識別經濟和市場，在六到十二個月內的可能走向。這些情境有助於設定不同全球走勢的參數，即使它無法名列超出此範圍的所有潛在結果。

我們與貝萊德的投資組合經理人合作，制定了五個不同的短期情境。我們看到兩種情境中股票表現出色：一種是即使在艱難的總體經濟背景下，一小部分的 AI 贏家仍能領導市場上揚，另一種是 AI 所驅動的成長力變得更加廣泛，導致生產力提升和大幅降息。兩個經濟硬著陸的情境，背後的不同點在於央行是否能通過降息來挽救經濟。第五種情境是通膨頑固且壓制經濟成長，通膨持續高漲使央行的政策利率保持在較高的水準。右邊的箭頭說明，在假設的市場情境下，所帶來的差異程度。

我們傾向於“聚焦人工智慧”的市場情境，因為我們認為 AI 的評價建立在穩固的收益基礎上。然而，當我們評估發現另一種情境變得更有可能是，我們隨時準備好進行調整——我們的方法為我們提供了一個路線圖。我們認為，識別這些情境變化的專業知識可以幫助投資人實現超額報酬。



這些觀點可能會隨市場或經濟狀況的變化而隨時改變。此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。資料來源：貝萊德智庫，2024年7月。註：我們的五個情境可以表示為不同路徑上的節點。箭頭表示我們對每個情境中，美國股票和公債報酬的預期表現，並以兩個示例來進行說明。兩個箭頭表示在這個情境中預計會有更大的相對變動。我們僅顯示美國股票和公債，但我們對多個資產類別進行了此分析。僅供說明用途。

# 回歸實體經濟

我們看到大量的投資金額流入經濟體中。想像一下新的數據中心為 AI 模型、電腦晶片、太陽能發電廠、超級電池、工廠、物流中心提供動力，使人口成長的國家中所修建的道路、橋樑、學校和醫院等皆出現變化。這是一股新的投資浪潮，進入實體經濟，將改變經濟和市場。我們認為，這是一個公司基本面將更加重要的世界。

這與 2020 年之前由金融經濟主導的市場環境大大不同。當時穩步擴大的全球生產能力和不斷成長的勞動力遏止了總體經濟的波動；每當成長疲弱時，央行可以出手相救而不用擔心通膨激增。這種穩定度降低不少不確定性，使央行能夠提前充分表明意圖。這樣有利的背景支撐大多數公司的表現，讓企業和股票投資人找不到其中太大的差異空間。我們認為那個時代已經結束。

隨著實體經濟取代金融經濟，我們認為投資人應該積極應對這種罕見的轉型浪潮。

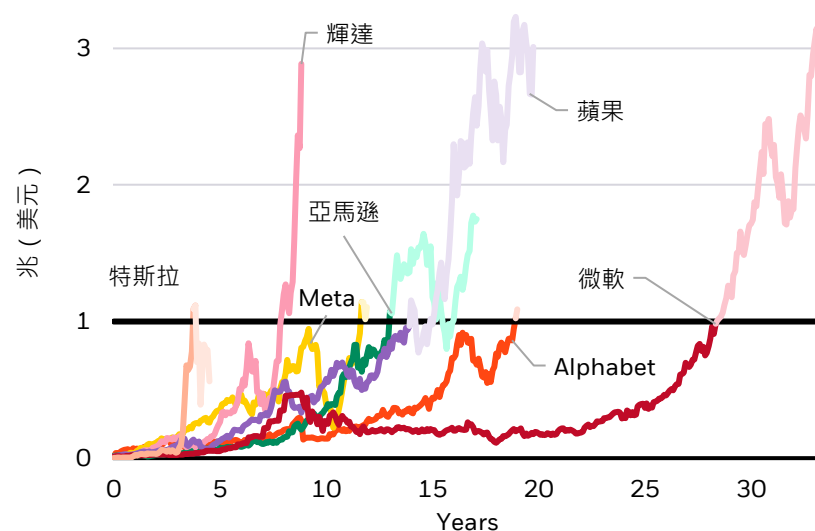
我們認為創新並為轉型做好準備的公司將有龐大的機會。例如，建立利用 AI 的能力。識別贏家需要對正在開發的科技、其應用及其潛在破壞有深刻的見解。

我們現在看到的是，那些憑藉其主導地位，從實體經濟中建立強勁現金流的公司正在脫穎而出。Nvidia 的股價飆升說明贏家如何快速出現並獲得青睞。

在我們看來，落後的公司可能會在這種環境中面臨多種挑戰——部分原因是因為央行無法輕易通過降低利率來應對成長疲弱的現象。我們無法回到過去資本廉價和充裕的時代。

## Nvidia 與 AI 的時刻

從 100 億美元成長到目前市值所花費的年數



圖表重點：Nvidia 的飆升反映 AI 崛起帶來的巨大投資預期。

此訊息並非推薦投資於任何特定資產類別或策略，也不是對未來表現的承諾或預測。過去的表现不能可靠地預示未來的結果。資料來源：貝萊德智庫，數據來自 Bloomberg，2024 年 7 月。註：圖表顯示了“七巨頭”股票市值從 100 億美元成長到當前市值所需的時間。本文所提及之有價證券僅供舉例說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議，亦不代表基金未來投資。投資人申購本基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。上述個股係本基金持股之一。

## 投資影響

- 我們看好受益於投資熱潮的基礎建設和工業公司。
- 持續性的高政策利率使我們偏好高品質的固定收益和股票資產。

# 適度提升風險偏好

轉型可能有多種不同路徑：例如，它可能導致廣泛性的生產力繁榮，或者 AI 贏家被高估。投資人可能會選擇觀望並等待明朗化——特別是在持有現金卻能獲得誘人報酬的情況下。然而，我們認為在這種環境下，適度提升風險偏好會帶來更大的報酬。我們認為未來六到十二個月內市場可能會持續獎勵被認為是 AI 贏家的公司——無論轉型的長期結果如何。

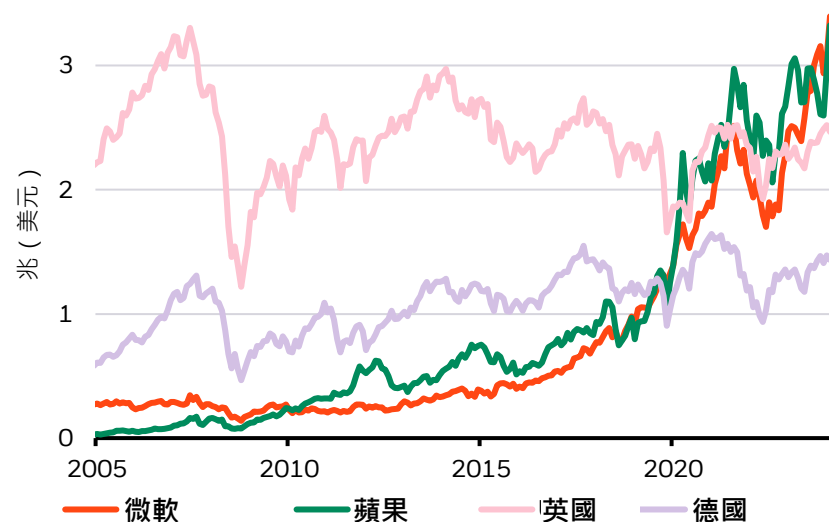
我們認為投資人現在應該更加謹慎地承擔風險，涵蓋多個方面。首先，考慮投資期間。我們對短期內的投資觀點最有信心。我們認為大力投資於 AI 建設的大型科技公司、晶片生產商和提供關鍵投入如能源和公用事業的公司可以持續表現良好。這就是為什麼我們傾向於聚焦在 AI 所帶來的機會。請參見第 8-9 頁。除了科技領域，我們還看好工業和原物料等產業，這些產業在近期也將受益不少。

其次，選擇曝險類型時要更加謹慎。今年，美國股票的成長由少數贏家所推動。我們不認為股票表現高度集中會存在潛在問題，因為超大型公司盈餘表現相當出色。然而，我們選擇額外加碼 AI 的布局，而非仰賴參考指標的權重。兩家美國大型科技公司的市值分別比整個英國或德國的股票指數市值還要高。請參見圖表。

第三，謹慎地在公開和私募市場之間混合不同的報酬來源。我們認為主動策略和私募市場現在扮演更重要的角色——在快速轉型的市場環境中，私募市場是發掘傑出企業的一種方式。我們還認為私募市場比公開市場有更廣泛的潛在機會。這在一個高債務水準限制政府投資基礎建設的市場環境而言特別重要。然而，私募市場相當複雜，並不適合所有投資人。

## 公司市值超過整體國家的股市規模

部分美國公司和股票指數的市值變化 · 2005-2024年



**圖表重點：**一些美國公司的市值現在超過部分國家的整體參考指標，顯示它們在廣泛的指數中所占據的主導地位。這說明投資人在承擔風險時必須謹慎小心。

此訊息並非推薦投資於任何特定資產類別或策略，也不是對未來表現的承諾或預測。投資人無法直接投資於指數。指數表現不考慮費用。資料來源：貝萊德智庫，數據來自 LSEG Datastream，2024年7月。註：圖表顯示Apple、Microsoft以及英國和德國股票市場的市值。用於英國和德國股票市場的代表指數為：MSCI UK 和 MSCI Germany。

## 投資影響

- 我們在 AI 主題上的配置比重，超過參考指標的比例。我們也看好科技、工業、能源和原物料等產業。
- 現在是一個有利於私募市場和獲取多元報酬來源的環境。

# 掌握下一波浪潮

我們處在一個多種截然不同的結果——或稱“多分叉”——都可能發生的世界。這意味著我們不能再依賴一個核心觀點和微小的差異來看待未來的前景發展。我們需要探索全新的方法來了解轉型浪潮將如何重塑未來的經濟和資產報酬。

“分布”是一種理解此概念的有用方法。在過去，一個核心情境，即單一分布就足以描述潛在結果。現在，我們認為最好通過多個分布來看待世界，這些分布之間幾乎沒有重疊。這種方法更能說明即將到來的轉型浪潮及其可能規模。我們用兩個美國 GDP 的不同結果及其各自的分布來說明這一點。請參見圖表以了解詳情。這些不同的成長情景只是經濟可能發生劇變的例子之一。類似過去科技革命轉型可能會徹底改變整個產業。

這可能會創造一個與全球金融危機後低成長、低通膨環境完全不同的世界。這樣的重大變化下，可能需要重新思考資產配置的長期錨定應該是什麼。

實際上，這意味著投資人需要找出下一波投資機會的來源，並準備好調整投資組合以抓住這些機會。這不僅僅是為了接下來的六個月或一年做計劃，而是要認識到未來可能有非常不同的情境。在下一頁，我們將概述 AI 發展的三個階段，以追蹤全球轉型的路徑。

“

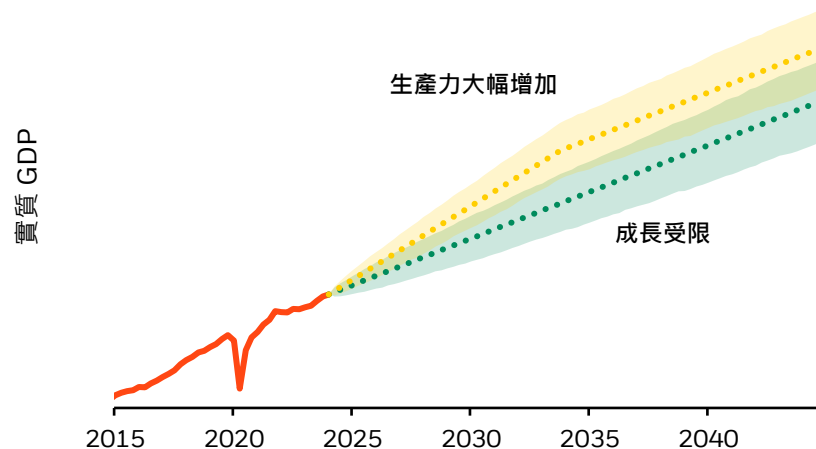
我們認為，面對截然不同的全球狀態，積極投資方式是其中關鍵。”



**Helen Jewell**  
EMEA 投資長，基本股票——貝萊德

## 截然不同的結果

美國 GDP 的兩種不同結果之示意圖



**圖表要點：**今天的投資需要考慮未來世界可能有完全不同的結果，而非僅僅圍繞中心結果進行思考。

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：圖表顯示了美國 GDP 在不同情境下的演變情況，其中一個情境是成長低於疫情前的水準，受限於勞動力老化；另一個情境是成長在未來十年由AI驅動的生產力提升推動，然後再降至疫情前的成長率以下。我們在這些情境結果周圍顯示了一個標準差的範圍。

## 投資影響

- 多種結果意味著投資人需要準備好全面調整投資組合配置，以抓住變化帶來的機會。
- 投資人可能需要重新思考資產配置的長期錨定應該是什麼。

# AI 正在迅速發展 ...

AI 巨頭——目前主要集中在美國——今年推動標普 500 指數表現。我們認為 AI 是轉型的核心，並可能成為未來投資浪潮的重要組成部分。我們相信 AI 可以在大多數情況下持續推動報酬。我們不認為這是一個科技泡沫：收益和基本面支持當前評價。舉例來說：Nvidia 的預期收益與其飆升的股價保持同步。我們認為了解 AI 從現在這裡如何發展將是致勝關鍵。我們看到三個明確的階段。

## 1 AI 基礎建設

AI 依賴於大量的計算能力，因此一些大型科技公司正在競相投資數據中心以確保這些能力。我們正處於這個時期的早期階段。早期的贏家已經出現，包括這些科技公司、晶片生產商和提供關鍵投入如能源、公用事業、原物料和房地產的公司。然而，建設面臨多樣挑戰，尤其是電網是否能夠快速成長。

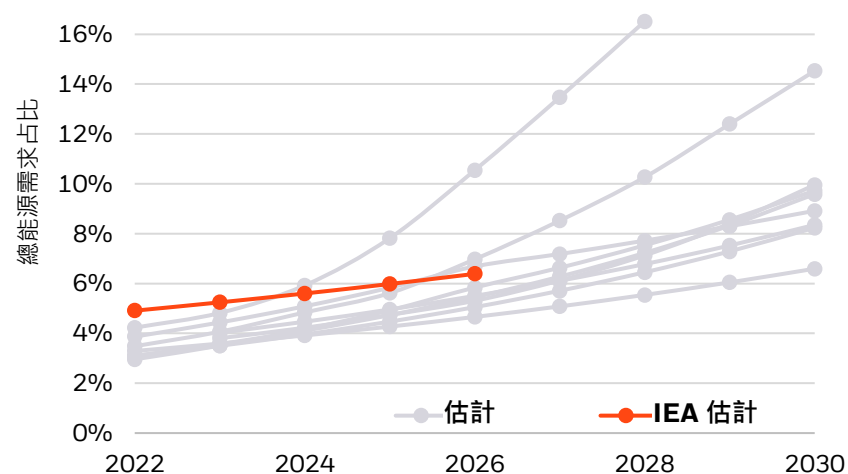
即使在進一步提高能源效率的情況下，AI 的能源需求預計在未來幾年仍將成長。請參見圖表。政策和法規也可能會對建設造成阻礙。例如，如果數據中心的成長推高當地的能源價格，政策制定者可能會介入。而關於 AI 使用的規則可能會影響其採用程度。隨著市場對銅、鋁和鋰等金屬和礦物的需求增加，假設供應遇到瓶頸也可能會放慢發展進程，這些金屬和礦物本來已經是低碳轉型的高需求投入資源。

## 2 AI 投資擴增

現在我們看到投資正在擴展到旨在利用 AI 的公司。我們已經在某些領域看到了這樣的情況，特別是在醫療保健領域。它和其他產業如金融和通訊服務也可能會受惠，可能提升經濟成長。然而，第一和第二階段都可能導致通膨：開發 AI 和重新佈局，會在任何供給端或生產率效益出現前就創造額外需求。我們認為市場或央行尚未認知到這項發展。

## 巨大的能源和投資需求

數據中心電力需求占美國總需求的比例，2022-2030年



**圖表重點：**支援 AI 應用（如大型語言模型）的數據中心的電力需求預計將增加，但路徑仍不確定。滿足這些需求可能需要對電網和可再生能源進行大量投資。

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 (IEA)、高盛、BGIF、美國銀行、施耐德、Semianalytics、伯恩斯坦、麥肯錫、波士頓諮詢公司和貝萊德基本股票團隊，2024年5月。註：圖表顯示了2022年數據中心的電力需求占美國總電力需求的比例。數據中心的電力需求包括傳統數據中心和人工智慧 (AI) 計算/專用AI數據中心的需求，不包括加密貨幣和數據傳輸網絡的消耗。本文所提及之有價證券僅供舉例說明之用，不代表任何金融商品之推介或建議，亦不代表基金未來投資。投資人申購基金係持有基金受益憑證，而非本文提及之投資資產或標的。上述個股係本基金持股之一。

## 投資影響

- AI 的建設最初可能會因能源和商品需求激增而引發通膨。
- 在效益擴展到其他產業之前，早期贏家可能包括大型科技公司、晶片製造商以及能源和公用事業公司。



# ...未來將提高生產力

## 3 生產力提升

在這個非常不確定的階段，AI 可能使經濟能夠以相同數量的資本、勞動力和能源帶來更多產出。AI 驅動的創新可能會平衡 AI 的能源需求。過去科技創新也帶來相同的現象。圖表顯示，廣泛的計算機應用使平均每小時產量成長超過 1 個百分點，持續近十年。我們認為，AI 最終可能有助於經濟加快成長並減輕通膨壓力。

AI 提升生產力的規模和範圍仍充滿不確定。在 AI 競賽中，資本可能會被錯誤配置。AI 對美國年度成長的正貢獻估計範圍從 0.1 到 1.5 個百分點。我們認為較低的估計值相對符合現況——這取決於各產業對 AI 採用率和成本節省程度。然而，這些潛在效益只能在 AI 功能完全部署後才有機會實現。這可能需要幾年時間，而且也可能出現延遲的狀況。例如，蒸汽機花了將近一個世紀才提高生產力。

而1970-80年代的電腦和科技革命也花了幾十年才見效。雖然這個階段可能在一年內開始，但我們認為更有可能需要幾年的時間。

這個階段的潛在贏家不像早期階段那樣明顯。它可能僅限於擁有關鍵技術的部分公司，或者是社會中的某些部分。例如，如果 AI 提高了工人的生產力，工資可能上漲，這將使整個經濟體受益。在任何情況下，AI 都可能促使各產業間的人員重新配置。儘管存在不確定性，但未來巨大報酬的潛力支持我們現在的投資決策和加碼 AI 的布局。

“

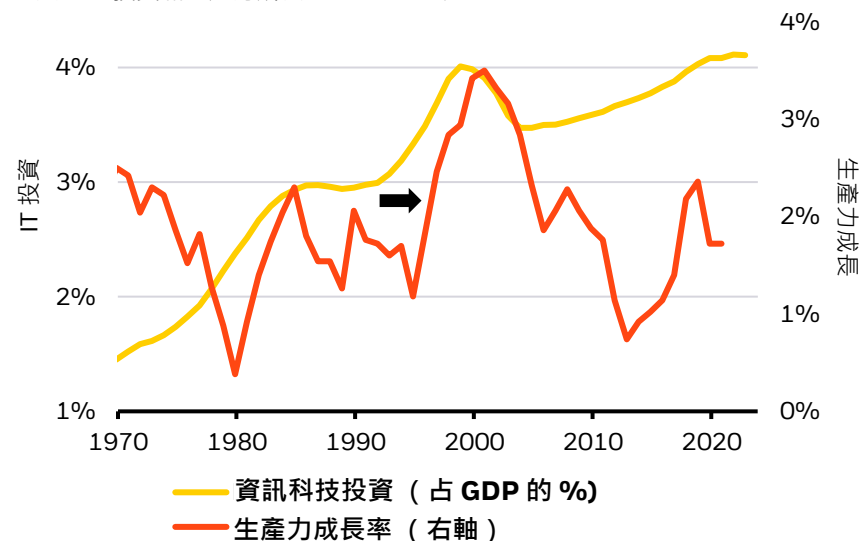
AI 最終可能提升整體生產力——但路徑仍充滿不確定性。”



**Simona Paravani-Mellinghoff**  
貝萊德多元資產策略與解決方案聯席主管

## 延遲一段時間，報酬才開始浮現

美國 IT 投資和生產力成長，1970-2024年



**圖表重點：**1970年代及其後的資訊科技投資增加，顯著提升美國的生產力，但這現象會延遲一段時間才會浮現。

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：圖表顯示美國過去的生產力之成長率和資訊科技處理設備及軟體投資占名目GDP的比重。

## 投資影響

- 第三階段充滿不確定性，但任何由 AI 提升的生產力，都可能帶來通縮效應並促進經濟成長。
- 未來巨大報酬的潛力說明現在進行投資的重要性。

# 選舉使投資人關注未來發展

今年，全球超過一半人口的國家將舉行選舉，選民主要關注經濟問題，包括生活成本上升的挑戰。然而，創紀錄的高政府債務水準限制領導人解決這些問題的能力。請參見圖表。

在美國總統選舉中，無論是候選人還是主要政黨，尚未將債務和赤字作為主要競選議題，或避免提倡更多的大規模支出。這些持續性的預算赤字加劇通膨壓力，我們認為聯準會將長時間保持在高利率。因此，我們認為長天期美國公債的投資人將要求更高的報酬，以補償其所面臨的風險，並更偏好短天期債券。

我們認為，法國在議會選舉後，前所未有的政治僵局和疲弱的財政前景將使投資人更加關注此議題未來的發展。這與英國選舉後的政策穩定性形成鮮明對比。

全球選舉提升地緣政治的波動性。這對現任者來說是一個充滿挑戰的時期。我們看到一種結構性轉變，朝向地緣政治碎片化，這種情況因與中國的持續性競爭，和在先進技術與電動車領域的保護主義而進一步加劇（在美國和歐盟都是如此）。

全球供應鏈正在重組，這將涉及新的基礎建設需求。請參見下一頁。印度和墨西哥等國家長期而言將因此受益不少，並扮演經濟和地緣政治集團之間的中間貿易夥伴。這就是為什麼我們需要對市場偏好進行深入分析的原因之一。

“

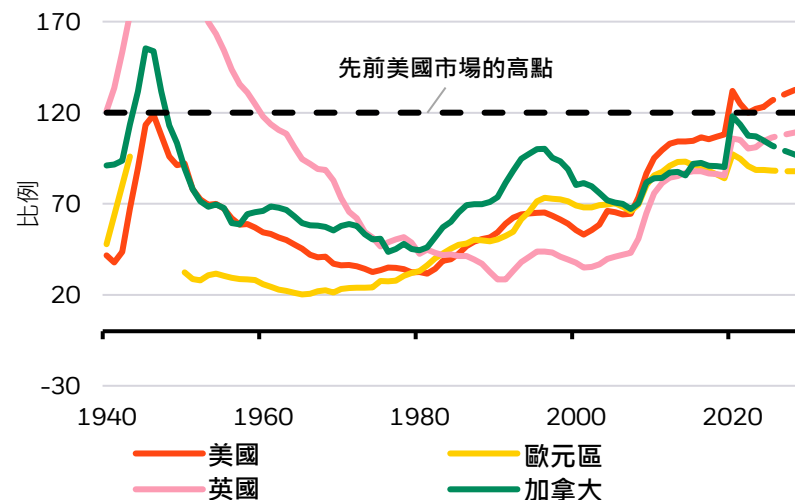
全球化的韌性已被證明——但成本也更加昂貴。”



**Tom Donilon**  
貝萊德智庫主席

## 持續高漲

政府債務占 GDP 比例，1940-2024年



**圖表重點：**我們認為，大規模赤字加劇持續性的通膨壓力和長時間高利率的現象。某些國家的債務水準接近或超過二戰時期的高峰。

前瞻性估計可能不會實現。資料來源：貝萊德智庫、國際貨幣基金組織和 Macrohistory (Jorda 等人, 2017年)，數據來自 Haver Analytics, 2024年6月。註：圖表顯示政府債務占 GDP 的歷史和估計水準。

## 投資影響

- 我們轉向加碼英國股票。政治相對穩定和具有吸引力的評價可能吸引外國投資人。
- 從策略角度來看，我們偏好通膨連結債券，其中部分的原因是考量高漲的債務水準。

# 基礎建設的機會

基礎建設位於推動轉型浪潮的主要力量交匯處。AI 是國家間經濟競爭的重要因素，而數據中心的投資也開始影響低碳轉型。大量投資 AI 設施的公司為了達到淨零碳排放目標，可能會提升對再生能源的需求。

如前所述，AI 對能源需求可能會放大先前已預期的大量投資。基礎建設的投資是資助低碳轉型的關鍵：到 2040 年代，我們估計低碳投資將占能源支出的 80%，而目前為 64%。

我們認為地緣政治分裂正在加強能源務實主義，因為各國試圖在轉型與能源安全和可負擔性之間取得平衡。供應鏈的重組正在全球推動基礎建設的需求，我們看好那些將因此受益的新興市場。

在各個市場中，人口差異正在塑造投資需求。通常，人口成長越快，資本投資的成長速度越快，以支持不斷成長的人口。請參見圖表。而已開發市場將需要投資以適應老化人口。請參見下一頁。

全球所需的基礎建設投資總額與各國政府因高債務水準而能支出的金額，兩者之間存在巨大差距。我們認為私募市場可以填補此差距，但私募市場相當複雜且不適合所有投資人。

“

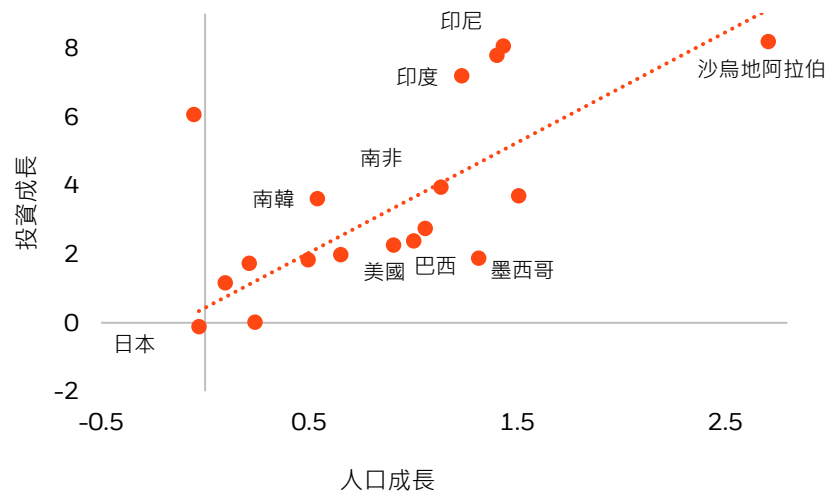
我們看到 AI 的建設推升可再生能源的需求。”



**David Giordano**  
貝萊德全球氣候基礎建設負責人

## 投資與人口的關聯

G20 國家的人口和投資成長，2000-2019 年



**圖表重點：**我們發現，當人口成長越快，資本投資的成長速度也越快。當投資未能跟上成長時，機會就會出現。

資料來源：貝萊德智庫，全球銀行發展指標，聯合國，數據來自 Haver，2024年3月。註：圖表顯示 2000 年至 2019 年間，平均人口成長和平均實際投資成長之間的關係，實際投資成長由 GDP 中的固定資本形成總值組成。圖表包括 2019 年前的數據，以避免疫情對數據的扭曲。

## 投資影響

- 我們認為私募市場正在填補基礎建設的投資需求，與政府能夠支出的金額，兩者之間的差距。
- 從策略角度來看，我們更偏好基礎建設的股權資產，而非其他成長型私募資產。

# 人口結構現在相當重要

通常人口趨勢被視為長期影響，現在並不會影響投資報酬，但我們不同意這項觀點。隨著壽命延長和出生率下降，許多已開發國家和中國的勞動年齡人口（通常定義為 15-64 歲）正在減少。這意味著這些經濟體的生產和成長速度將不及以往。

這些變化目前就已經影響著勞動市場和產業需求。老齡化可能會帶來通膨壓力：退休人員停止經濟產出，但通常不會減少支出。政府可能會在醫療保健方面投入更多。我們認為這是央行可能需要保持較高政策利率的另一個原因。

政府可以通過投資自動化和 AI 來增加勞動力和/或提高生產力來應對這項挑戰。這些策略可以抵消部份影響，但可能不足以完全解決問題。我們在那些更能適應老齡化的國家看到潛在投資機會。

相比之下，許多新興市場的勞動年齡人口仍在成長。那些能夠利用其人口優勢的國家具有潛在投資機會，例如提高勞動參與率和投資基礎建設。投資需求較高的國家如印度、墨西哥和沙烏地阿拉伯可能提供更高的報酬。

我們認為投資人需要評估市場是否已經反映這些變化。研究發現，即使是可預測的人口變化，市場可能需要時間慢慢反映這項趨勢。請參見圖表。美國和歐洲的情況看起來與日本之前的狀況相似——這就是為什麼我們看好這兩個地區的醫療保健產業。

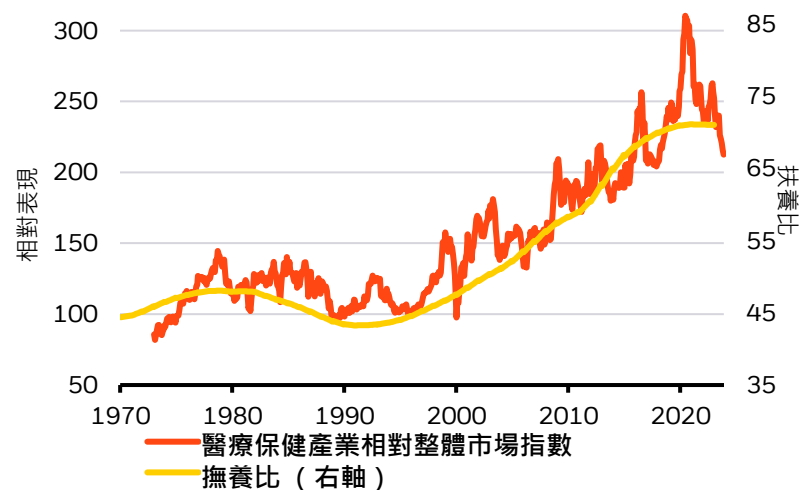
“老齡化人口支持我們對醫療保健產業的樂觀看法。”



**Carrie King**  
貝萊德美國和已開發市場基本股票團隊投資長

## 緩慢反應老齡化的狀況

日本醫療保健產業與扶養比，1970-2024年



**圖表重點：**日本退休人口增加的議題在多年前已被市場充分討論。然而，只有當退休人口實際上升時，日本醫療保健產業的股價表現才相對領先大盤。

過去的表现不能可靠地預示當前或未來的結果。指數未經管理且不考慮費用。投資人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：橘色線顯示了日本醫療保健股票產業相對於整體市場指數的表現，以1990年為基準。我們使用由Datastream構建的總市場指數。

## 投資影響

- 老齡化的不同需求模式在醫療保健等產業創造潛在機會。
- 我們看好印度和沙烏地阿拉伯等國家受益於年輕人口和基礎建設投資。

# 為什麼我們看好日本

日本是面臨人口老齡化挑戰的主要經濟體之一。然而，其經濟復甦和久違的通膨回歸，使其股市在短天期和長期視角上都成為我們最有信心的選擇之一。

短天期內，良好的總體經濟背景和企業基本面改善——包括持續的改革以提高盈餘能力——促使我們進一步加碼日本股票。與此同時，日本銀行在近二十年來首次提高政策利率後，對政策正常化保持耐心態度。

以五年或更長策略視角來看，日本穩定的總體經濟前景——溫和的通膨推動工資上漲和企業定價能力——也強化我們對日本股票報酬的樂觀預期。在我們看來，這意味著在五年或更長的時間內，日本股票應該獲得比參考指標更高的配置比重。

在我們的策略觀點中，我們對日本股票持有的比重超過參考指標，偏好以不避險的方式進行投資。請參見右側圖表。我們預計中期內，企業盈餘將會改善，因為通膨回歸和工資上漲給企業帶來更高的定價能力。我們正觀察日本進行免稅投資工具改革後，日本家庭對當地股票的結構性資金流入跡象。

最後，我們看到大趨勢在日本創造了引人注目的產業機會，例如在醫療保健領域，此外我們也支持採取更積極的投資方法。

“

“日本的經濟復甦有著堅強的基礎，因此創造長期的投資機會。”

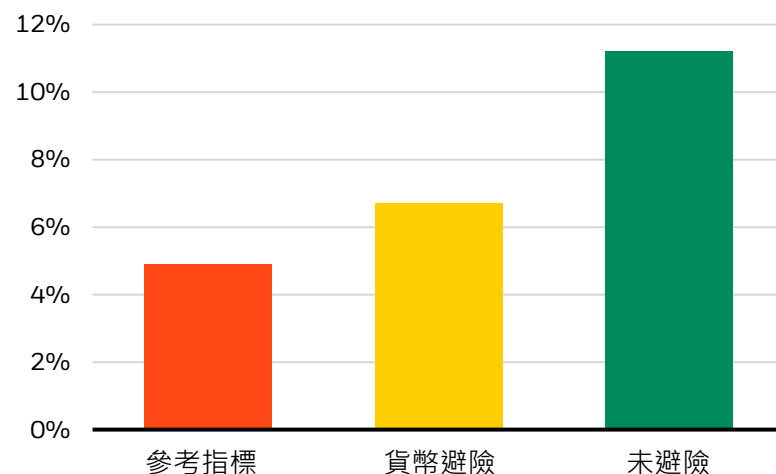


**Yuichi Chiguchi**

貝萊德日本首席投資策略師兼日本多元資產策略與解決方案負責人

## 長期投資日本

假設性的日本股票策略配置



**圖表重點：**在長期投資組合中，我們對日本股票的配置比重高於參考指標，主要考量出色的總體經濟背景改善企業的獲利前景。

此訊息並非推薦投資於任何特定資產類別或策略，也不是對未來表現的承諾或預測。資料來源：貝萊德智庫，2024年6月。註：圖表顯示，在長期投資組合中，我們假設日本股票的配置比例與相應參考指標的權重相比，投資期限為10年，分為貨幣避險和未避險的情境。我們使用MSCIACWI指數代表股票，指數未經管理。投資人無法直接投資於指數。

## 投資影響

- 從短天期和長天期視角上來看，我們都看好日本股票，這是我們最有信心的投資觀點之一。
- 我們認為醫療保健等產業可以受益於人口老齡化的發展。

# 準備適應

我們的情景框架有助於鞏固我們在戰術層面的觀點。然而，如果另一種情境顯得更有可能發生，我們會迅速改變立場。這就是為什麼未來我們可能需要以不同方式考慮策略資產配置，基於我們長期以來的觀點，在這個新市場環境中，策略投資觀點應該是動態的模式。我們認為，僅基於對未來世界狀態的核心觀點，加上些許的偏差來制定策略觀點已經不再可行。

在今年上半年，AI 主題推升整體股市報酬，我們持續保持加碼態度。在美國之外，我們看好印度和沙烏地阿拉伯等新興市場國家，因為它們有望受益於全球重大的發展趨勢。我們也看好日本股票的長期和短期走勢，以策略配置來看，我們建議配置超過參考指標的比重。

從戰術和策略層面來看，我們仍然偏好短天期政府債券和信用債提供的高品質收益機會。由於通膨持續高漲，從策略層面上來看，我們偏好通膨連結債券而非名目長天期債券。

我們維持長期看好私募信用債的看法，儘管利差縮窄且我們對違約的假設持謹慎態度。為什麼？因為我們看到私募信貸在貸款市場中，扮演的角色越來越重要。

## 我們的主要觀點

我們在戰術（6-12 個月）和策略（長天期）投資期間下，最高信心的觀點，2024 年 7 月

戰術性觀點	原因
人工智慧與美國股市	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們堅信 AI 在大多數情境中能夠持續推升報酬。我們看到 AI 相關的建設和應用將在各個產業創造機會。AI 主題推升美國股票上漲和並帶來穩健的企業盈餘，因此我們整體上加碼美國股票。</li> </ul>
日本股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>這是我們最有信心的股票觀點，其中主要考量溫和通膨的回歸、對股東友好的企業改革以及日本銀行謹慎地正常化其貨幣政策而非採取緊縮貨幣政策。</li> </ul>
固定收益資產所提供的收益機會	<ul style="list-style-type: none"> <li>在高利率環境下，債券提供的收益緩衝能力普遍提升。我們偏好短天期債券和信用債提供的優質收益機會，並對長天期美國公債持中立態度。</li> </ul>
策略性觀點	原因
私募信用債	<ul style="list-style-type: none"> <li>隨著銀行退出該市場，私募信用債將獲得更高的貸款市場份額，並且相較於公開市場交易的信用債風險，報酬更具吸引力。</li> </ul>
固定收益資產	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們偏好通膨連結債券，因為我們預估通膨在策略投資的時間範圍內將接近 3%。我們也看好短天期政府債券，另外英國在長天期債券中最具潛在機會。</li> </ul>
股票	<ul style="list-style-type: none"> <li>我們認為新興市場優於已開發市場，但在兩者中都抱持謹慎選擇的態度。處於大趨勢交匯處的新興市場，如印度和沙烏地阿拉伯，提供不少潛在投資機會。在已開發市場中，我們看好日本，因為通膨回歸和企業改革改善我們對該市場未來的發展看法。</li> </ul>

註：這些觀點基於2024年7月的美元視角。此原物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。讀者不應將此訊息作為任何特定基金、策略或證券的研究或投資建議。

# 戰術性分析

對選定資產的六到十二個月戰術觀點與廣泛全球資產類別的信心程度比較，2024年7月

我們的方法是根據總體經濟展望和資產價格來確定資產配置。下表反映我們的看法，重要的是此表並不考慮alpha（超額報酬）的潛在機會，或帶來超過參考指標報酬的潛力。我們認為在新市場環境中，不適合對資產類別進行靜態配置，但這為潛在的alpha創造了更多可能性。

## 股票

## 看法

## 評論

美國



我們抱持加碼態度，因為我們對AI主題持積極看法。隨著科技公司不斷超越高盈餘預期，AI受益者的評價得到市場支持。我們認為樂觀情緒可以擴散下去。通膨下降正在減輕企業利潤率面臨的壓力。

歐洲



我們持減碼觀點。評價看起來更具有吸引力。經濟成長回升和歐洲央行降息支持持續性的盈餘復甦。

英國



我們持中立態度。相較於其他已開發市場，較低的評價反映出結構性拖累的現象。如果最近的選舉帶來政治穩定，市場情緒可能會改善。

日本



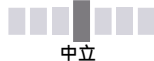
我們抱持加碼態度。溫和的通膨和對股東友好的改革是積極因素。我們認為日本銀行正在朝政策正常化努力，而非積極採取緊縮貨幣政策。對國際投資人來說，日元走弱對報酬構成潛在壓力。

新興市場



我們持中立態度。成長和盈餘前景好壞參半。我們認為印度和台灣的評價偏高。

中國



我們持中立態度。我們認為即使有謹慎的政策支持，疲弱的消費支出也帶來潛在風險。人口老齡化和地緣政治風險是結構性的挑戰。

減碼

中立

加碼

● 先前的觀點

過去的表现不能可靠地预示当前或未来的结果。投资人无法直接投资于指数。注：这些观点基于美元视角。此资料仅代表对特定时间市场环境的评估，不应被视为对未来结果的预测或保证。读者不应将此讯息作为任何特定基金、策略或证券的投资建议。

## 固定收益

## 看法

## 評論

短天期美國公債



我們抱持加碼態度。我們偏好短天期政府債券作為收益來源，因為利率會在處於高水位更長一段時間。

長天期美國公債



我們持中立態度。市場已經降低了對聯準會的降息預期，期限溢價接近零。我們認為殖利率會隨著新的經濟數據而持續波動。

全球通膨連結債券



我們持中立態度。我們預計中期通膨會走高，但近期通膨和經濟成長降溫可能更為重要。

歐元區政府公債



我們持中立態度。市場定價反映了與我們預期一致的政策利率，10年期殖利率已經從高點回落。政治風險仍然影響財政可持續性。

英國公債



我們持中立態度。英國公債的殖利率率已與美國公債相近，市場對未來殖利率的預期與我們一致。

日本公債



我們持減碼態度。股票報酬對我們而言更具吸引力。日本公債的報酬偏低較不具吸引力。

中國公債



我們持中立態度。債券受到寬鬆政策支持，然而我們發現短天期已開發市場票據的殖利率更具吸引力。

美國機構MBS



我們持中立態度。我們認為機構抵押貸款證券(MBS)是多元化債券配置中的高品質選擇，比投資等級債更有潛力。

短天期投資等級信用債



我們抱持加碼態度。我們將短天期、高品質的信用債分出來獨立看待，因為該資產在投資組合中能夠提供具吸引力的收益。

長天期投資等級信用債



我們抱持加碼態度。我們將短天期、高品質的信用債分出來獨立看待，因為該資產在投資組合中能夠提供具吸引力的收益。

全球非投資等級債



我們持中立態度。利差較窄，但總收益使其比投資級別更具吸引力，其中我們相對偏好歐洲市場。

亞洲信用債



我們持中立態度。我們認為評價不夠吸引人，因次態度相對保守。

新興市場強勢貨幣債



我們持中立態度。此資產類別表現不錯，因其高品質、具吸引人的殖利率以及新興市場央行採取降息措施。我們認為這些降息步伐可能很快會暫停。

新興市場當地貨幣債



我們持中立態度。殖利率已接近美國公債殖利率，新興市場央行在大幅降息後顯得更加謹慎。

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**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**。

© **2024 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