

2023年下半年 全球投资展望

新格局下的新机遇
宏观暨全面投资观点

贝莱德智库
BlackRock

**Philipp Hildebrand**

贝莱德副主席

**Jean Boivin**

贝莱德智库主管

**Wei Li**

全球首席投资策略师—贝莱德智库

**Alex Brazier**

贝莱德智库副主管

**Christopher Kaminker**

可持续发展投资研究及分析主管—贝莱德智库

**Vivek Paul**

投资组合研究主管—贝莱德智库

目录

概要	2	五大结构性趋势	9-13
新格局最新情况	3	AI：人工智能	9
		地缘格局分化	10
三大投资主题	4-6	低碳转型	11
紧缩下保持审慎	4	人口老龄化	12
发掘新机遇	5	金融体系的未来格局	13
把握结构性趋势	6		
		观点概要	14-15
投资观点	7-8		
战术性	7		
战略性	8		

我们身处的新宏观格局给予投资者众多不同的机遇。持续的供应限制迫使主要央行收紧政策，导致宏观及市场波动性加剧。我们通过细分资产类别及把握结构性趋势以发掘机遇：人工智能崛起及全球化重构等结构性转变有望驱动当前及未来的回报。

我们认为当前经济环境下的投资机遇有别于以往。因此，我们更新了投资主题，首先是**紧缩下保持审慎**。市场观点已转变，我们认为在全球环境由供应限制（尤其是美国劳动力短缺）主导的情况下，央行不会迅速放宽政策。我们认为央行将不得不保持紧缩政策，以应对通胀压力。这形势不利于资产类别范围内广泛的回报，标志着过去40年经济增长及通胀稳定的时期（“大缓和时期”）已告一段落。

但我们正在**发掘新机遇**（第二个主题）。波动性加剧导致股票相对于大盘的表现更为参差。如要从中获利，必须更灵活调整资产配置，并着眼于战术性、投资期短于6至12月的机遇。为了更细致地把握投资机遇，我们的投资组合侧重于资产价格已充分反映我们宏观观点的领域。

由此带出我们的第三个主题：**把握结构性趋势**。我们认为这些结构性变化有望带动各经济体及行业的盈利能力发生显著转变。大趋势并非遥不可及，相反地，它们正在发挥影响力。关键在于识别能强力推动这些大趋势的催化因素和潜在受益领域，以及目前价格是否已反映上述所有因素。

这些结构性趋势包括人工智能等数字化创新、地缘政治格局导致的全球化重构、向低碳经济转型、人口老龄化以及迅速演变的金融体系。我们认为要寻找有望受益于大趋势的行业及企业，关键在于细分投资观点。

我们调整了投资对策，将我们的核心宏观观点与细分领域机遇、大趋势相关投资板块相结合。主要经济体增长放缓及通胀挥之不去，使我们更侧重投资新兴市场及固定收益。

虽然我们已略微低配发达市场股票，但截至目前其（尤其是美国股票）仍占我们投资组合的最大比重。我们超配人工智能这一大趋势。我们注重质量，并已识别出人工智能的受益领域。我们细分投资观点，以拓展投资组合广度：发达市场股票方面，我们看好日本股票。我们侧重新兴市场股票及新兴市场本币债券。固定收益方面，我们侧重短期美国国债、美国抵押担保证券及高等级信用债。

5年或更长期战略性观点方面，由于传统银行业受压及信贷环境收紧，我们认为私募信用债是有所受益的领域之一。

新格局正发挥影响力

过去6个月进一步印证我们处于宏观经济及市场波动性加剧的新格局之中。概括而言，这格局是一系列供应限制因素共同作用的结果：表明发达市场已无法在不引起通胀上升的情况下达到以往的产量。我们认为前景由大趋势所塑造，因此供应限制会成为长期特征。

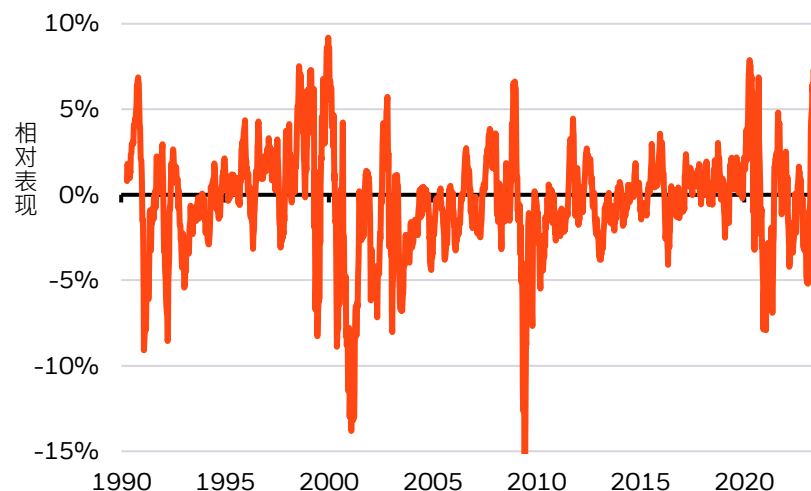
地缘格局分化及全球供应链重新整合势必推高生产成本。按净额计算，我们认为**向低碳经济转型**的政府政策会在未来10年推高能源成本。**人口老龄化**意味着超过退休年龄的人口比例不断上升，导致劳动力短缺。这是目前推升美国通胀的主要限制因素，因劳动市场吃紧导致工资持续上涨。**人工智能**兴起可提高生产力，或有助于抵消部分供应限制。然而，其影响可能要数十年（而非短短几年）才能显现。

在新格局下，央行面临更大挑战，因其缺乏解决供应限制的工具，且须在经济增长与通胀之间做出更艰难的取舍。央行倾向于控制通胀，并以数十年来最快的速度加息。尽管从一些指标来看，欧洲及美国已陷入经济衰退，但通胀依然挥之不去，这反映新格局正发挥影响力。

但年内股票在科技股带动下反弹，升幅掩盖了严重分化的个股表现，许多股票落后于大盘指数（如图所示）。这也说明在新格局下，投资组合更细分资产配置的回报高于依赖广泛选持不同资产类别的回报。这意味着，首先要选择价格能更合理反映宏观前景的市场行业。其次，如同科技及人工智能行业的情况，应寻找机遇利用大趋势，这些趋势不仅塑造宏观前景，也将带动全球各行业及企业的发展走向并为其赋能。

股市走势异常

标普市值加权及等权重指数的相对表现（1990年至2023年）



图表要点：标普500指数升幅越来越集中于少数科技股，已超越21世纪初科技股热潮水平。我们认为股市走势异常表明即使宏观环境不利，人工智能等大趋势仍可成为驱动回报的重要因素。

过往表现并非目前或未来业绩的可靠指标，且指数回报不计入费用。无法直接投资指数。数据源：贝莱德智库，数据来自Refinitiv Datastream，2023年6月。注：图表显示自1990年以来按滚动基准计，标普500综合指数（表现取决于标的股票市值加权）与标普500等权重指数（各标的股票表现的权重相等）连续3个月价格指数变动的差异。

与过去相比，由持续供应限制主导的新格局可给予众多不同的投资机遇。

紧缩下保持审慎

全球已步入一个新的格局：宏观环境已从主要受需求冲击影响变为受供应链限制影响。正如前页所述，这些限制将加剧通胀压力。

造成的影响有两方面。首先，欧美各国央行可能不得不系统性地保持紧缩政策，以应对价格上涨的压力。这与过去30年形成鲜明对比，当时的普遍性通缩促使欧美各国央行保持宽松的货币政策，会在因加息导致金融危机（比如今年早些时候美国某些区域性银行倒闭）或经济活动疲软的情况下出手救市，并通过降息刺激经济活动（如图所示）。

但如今情况则有所不同，与疫情前普遍低利率的环境相比有天壤之别。主要经济体的政策利率将在更长时间内保持较高水平。

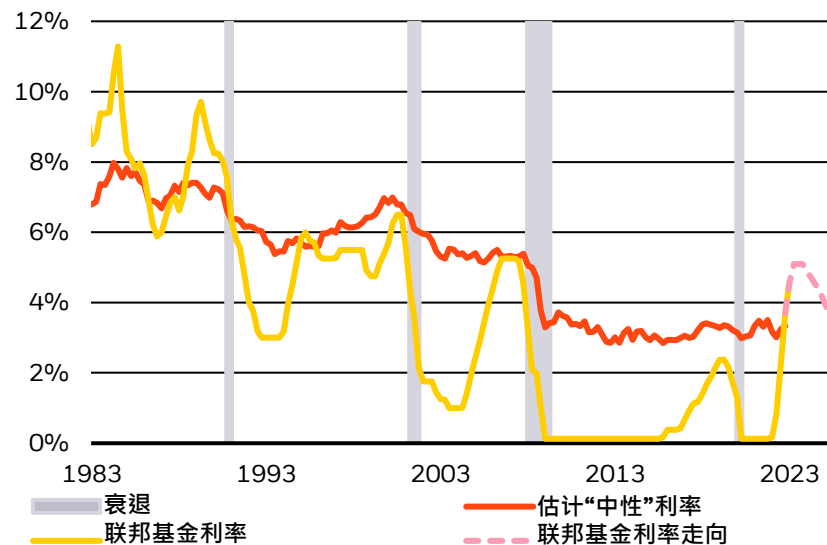
从投资的角度如何解读？收益回归，因此我们超配短期美国国债。

其次是投资者所依赖的经济关系在新格局下可能瓦解。由于人口老龄化，几大主要经济体的劳动力供给减少，意味着低失业率不再是经济周期性稳健的标志。因为担心雇佣难度增加，劳动力普遍短缺可能会使企业在销售额下降的情况下，也要留住员工。这使得美国 and 欧洲很有可能出现“充分就业式衰退”。企业留住雇员对企业利润率造成的损失可能会比过去更大，这对发达市场股票的前景不利。

结论：新格局孕育着重要的投资机遇，关键是要在不同资产类别的细分领域挖掘机遇，而不再依赖于宏观环境。

在限制性区间徘徊

美联储政策利率及预测对比中性利率估计（1983年至2025年）



图表要点：自20世纪90年代初以来，美联储一直保持宽松的货币政策。近期迅速加息已将政策利率推入限制性区间。我们认为美联储下调政策利率的计划可能不切实际。

前瞻预测未必会实现。数据源：贝莱德智库、纽约联储银行、美国劳工统计局，数据来自Haver Analytics，2023年5月。注：图表显示联邦基金利率、对联邦基金利率走向的估计以及对名义“中性”利率的估计。名义中性利率是对既不会刺激也不会抑制经济增长的央行利率的假设性估计。中性利率估计来自Holston Laubach Williams (2017年) 对（实际）中性利率的估计，加上D'Amico、Kim和Wei (2018年) 模型对预期通胀的估计。

我们认为，持续的通胀压力意味着欧美各国央行可能不得不长期保持紧缩政策。这与疫情前的普遍低利率环境相比有着天壤之别。

发掘新机遇

新格局下宏观环境波动加剧导致市场波动加剧，我们认为这种形势对通过广泛持有各资产类别的投资方式不利，但也创造了其他投资机遇，可通过关注在细分领域的机会而获取投资回报。

我们的方式将细分领域与宏观资产类别观点相结合。我们认为，在新格局各种错综复杂因素的影响下，各资产类别之间的离散度（价格偏离指数的程度）将加大，而细分领域回报则会更加丰厚。

右图显示，随着新格局的形成，美国股票指数的离散度有所扩大。我们认为，通过配置相关性较小的资产为构建投资组合提供了广度。

同时这意味着通过优选持仓、发挥专业知识和投资技巧对实现高于基准回报来说十分重要。我们认为在短期内，寻找价格已反映宏观前景的证券资产有望带来机遇。

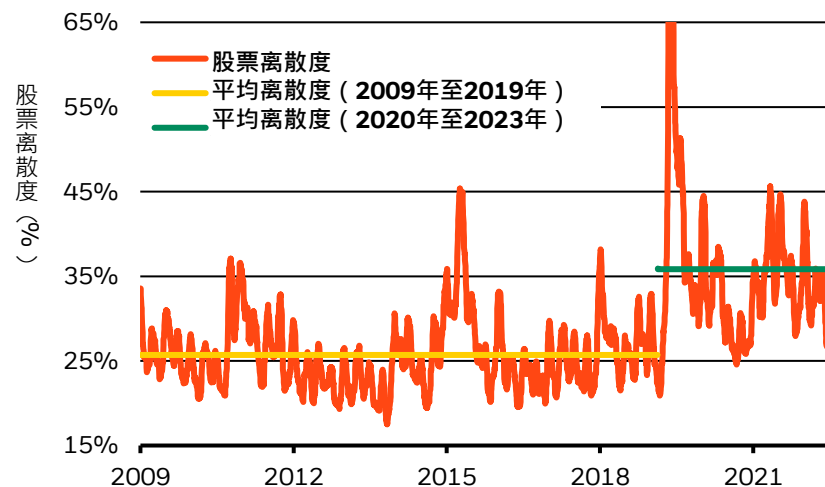
潜在市场错误定价也可能带来更多相对价值机会。例如，我们认为由于欧洲央行加息幅度扩大，目前定价所反映的欧元区未来通胀高于美国未来通胀的情况不太可能出现。

我们认识到，在新格局下，市场看法转变的速度可能更快。因此，我们致力于了解市场定价如何变化，并及时把握错价机遇（见第14页）。

想要在新格局中提升潜在回报，战术方面应在比6至12个月更短的投资期限内寻找机遇。

离散度扩大

个股回报范围与罗素1000指数比较（2009年至2023年）



图表要点：罗素1000指数疫情后表现离散度远大于疫情前。我们认为这有助于创造投资机遇。

过往表现并非目前或未来业绩的可靠指标，且指数回报不计入费用。无法直接投资指数。数据源：贝莱德智库，数据来自Refinitiv，2023年6月。注：图表显示基于21天平均变动（深橙线）的罗素1000股票回报的离散度、全球金融危机爆发后2009年7月至2019年年末的平均离散度（黄线）及2020年至2023年6月的平均离散度（绿线）。

我们认为，不能再通过广泛持有各资产类别的投资方式提升投资回报了，投资者要更加关注细分领域下的投资机会。

把握结构性趋势

我们认为新宏观格局和资产回报由结构性趋势主导，发掘投资机遇的关键在于了解这些趋势背后的推动因素及其相互作用。其次，我们致力于寻找有望从中受益的行业和公司，并追踪市场价格是否已反映这些因素。

ChatGPT和其他消费类工具的出现推动了**人工智能(AI)**的发展。我们认为，由于AI应用可能引起整个行业剧变，市场仍在评估其潜在影响。这种影响不仅局限于行业板块，数字化程度加深也使网络安全风险增加。

我们认为，**地缘政治分化**也将使全球供应链重新整合。为加强与盟国之间的生产贸易往来，多国政府正在将产业回迁。这可能会打破持续了几十年的全球化进程。

由于政策、科技创新以及消费者和投资者偏好转变，经济体在**低碳转型**中的脱碳速度各不相同。市场定价全面反映转型影响的速度历来具滞后性。我们认为转型期资本大规模重新配置可带来机遇。

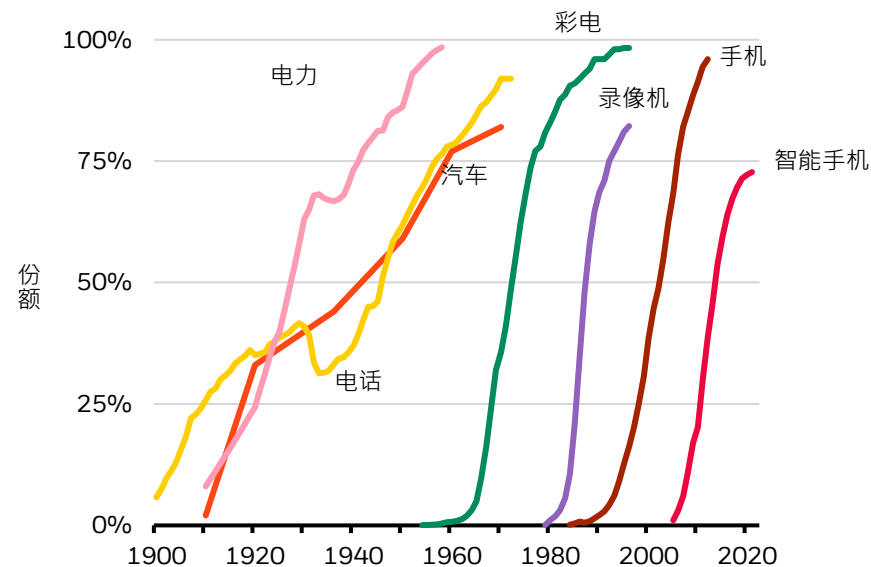
我们认为，发达经济体的人口老龄化和劳动力缩减是新格局的一大结构性推动因素。

金融体系已发生深刻变化。利率上升正在加速银行和信贷机构的角色转变，并塑造着**金融体系的未来格局**。

科技创新为这些结构性趋势奠定基础，并成为连接部分趋势的纽带。从过往情况来看，新科技能够迅速获得应用并推动经济体转型（如图所示）。从应用率可推断，市场情绪有时格外高涨。这些结构性趋势会对公募和私募市场，以及不同资产类别和地区发挥影响。

迅速转型

美国科技应用率（1901年至2021年）



图表要点：科技迅速应用会推动转型。市场可能低估转型的速度，这将创造投资机遇。相反，市场对转型潜力的热情高涨也可能导致价格短暂飙升。

数据源：贝莱德智库，数据截至2021年，来自美国联邦通信委员会、美国人口普查局、世界银行及Statista，2023年6月。注：图表显示按家庭拥有量统计的各类科技创新产品的应用率，不包括按美国个人拥有量统计的手机和智能手机数据。

结构性趋势正在塑造宏观格局和投资机遇。把握结构性趋势需要持续评估市场定价所反映的转型程度。

调整我们的对策

拓宽我们的战术性资产配置方法

我们认为在新格局下，广泛配置的静态投资解决方案不利于回报。我们认为应细分观点并灵活调整配置。因此，我们扩展投资对策，根据价格所反映的情况拓宽可把握的机遇范围。



本资料仅用于特定时间对市场环境的评估，并非对未来事件的预测或对未来业绩的保证。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的研究或投资建议而加以倚赖。数据源：贝莱德智库，2023年6月。

灵活动态配置

我们认为在新格局下要取得领先于大盘的回报，须构建保持动态灵活配置的战略性投资组合。平稳期内通胀及经济增长稳定，可运用一劳永逸的静态方法配置上市股票及债券，其后无需再做出调整。但目前面临波动性加剧及货币政策收紧的市场环境，静态配置已不合时宜。

在新环境下，我们认为债券分散股票抛售风险的作用低于以往。相反地，目前固定收益资产的收益潜力可观：在央行加息后短期债券收益率飙升，凸显投资组合实际收益跑赢通胀的重要性。

在新格局下波动性加剧对市场造成冲击，我们认为维持静态配置的战略性观点可能会错失随之产生的机遇。因此，我们更频繁地调整不同资产的战略配置比重（如图所示）。

例如，由于央行应对疫情的措施导致收益率大幅下跌，我们在2020年对政府债券的配置比重由最大程度超配调整为最大程度低配。此后基于通胀风险，我们一直维持低配。

过去一年我们下调对全球投资级信用债的观点至中性，因银行业风波导致信贷环境收紧。我们对私募信用债的观点上调至超配。我们认为私募信用债可填补银行限制借贷留下的缺口（见第13页）。

发达国家股票累计回报高于债券，因此我们在战略上继续超配。

“

越来越多客户采用更灵活的动态资产配置方法。”

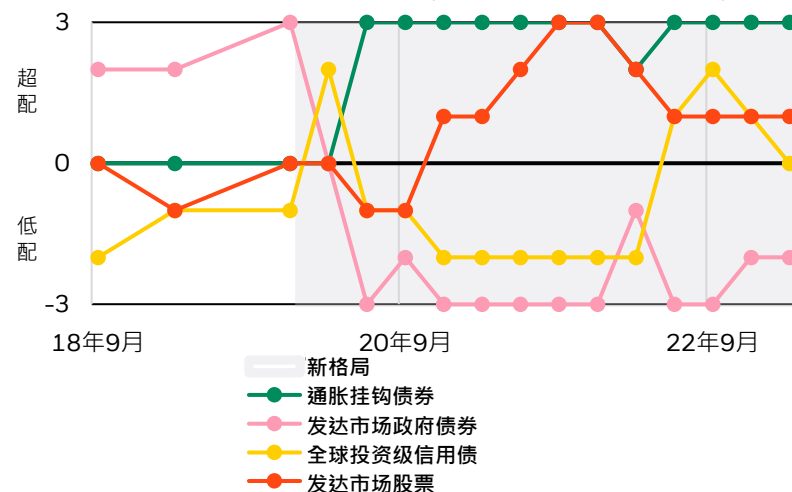


Ursula Marchioni

贝莱德欧洲、中东及非洲市场与投资组合解决方案主管

保持灵活配置

我们对部分资产类别的战略性配置比重（2018年9月至2023年3月）



图表要点：应更频繁地调整战略性观点以反映波动性加剧的新格局。以往投资者可采用“一劳永逸”的战略性配置，但我们认为目前采用静态配置方法可能错失潜在机遇。

本资料并非投资于任何特定资产类别或策略的建议，也并非对未来业绩的承诺或估计。数据源：贝莱德智库，数据截至2023年3月31日。注：图表显示我们对部分资产类别的战略性观点如何随着时间变化。所示配置为假设性配置，可能因司法管辖区而异，并不代表真实的投资组合。仅供参考，不构成投资建议。代表指数：彭博巴克莱美国政府通胀挂钩债券指数、MSCI世界指数（美元）、彭博巴克莱全球信用债指数、彭博巴克莱美国信用债指数、彭博巴克莱全球综合国债指数。由于缺乏足够的历史数据，我们使用贝莱德的代表数据代表私募市场资产。代表数据指我们认为能够代表特定资产类别经济敏感性的风险因素敞口组合。

我们认为战略性投资组合须更灵活调整配置，才能把握波动性加剧带来的机遇获取回报。静态配置方式将可能错失机遇。

AI: 人工智能

人工智能以及对现有行业及经济体的数字化创新正成为主流。计算能力及数据迅速增长带动人工智能崛起。机器学习领域的进步使新的人工智能工具成为焦点。这些工具能完成人类的部分工作并分析大量数据，其影响深远并掀起市场热潮。企业日益重视人工智能，并渴求具备机器学习及人工智能专业知识的高技能人才（如图所示）。

目前自动化工作范围日益广泛，意味着应用创新科技能提高生产力。白领工作被自动化取代的风险较以往更高，因此而节省的成本可提高利润率，人工成本偏高或工作大部分可自动化的企业最为受益，但假如不主动拥抱此趋势，也可能落后大势。

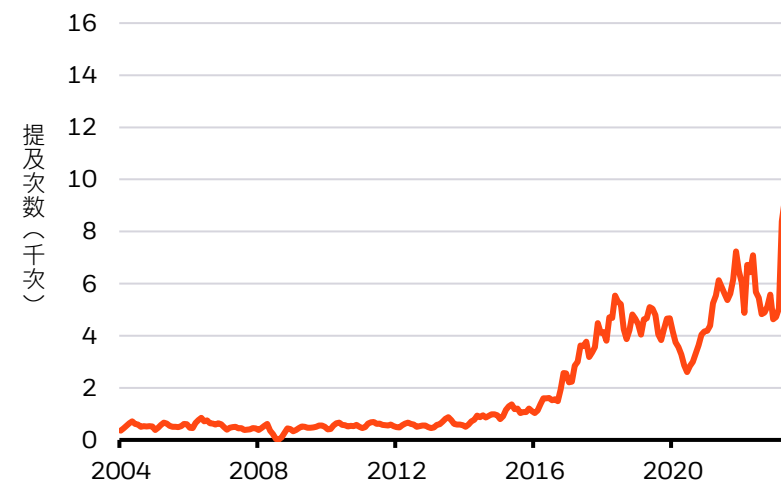
半导体是人工智能工具及模型的关键组成部分，市场对人工智能潜力满怀憧憬，引发行业升势。再加上美国等国家实行促进国内生产的优惠措施，更多资金可能流入半导体产业。

我们认为数据对人工智能及潜在受益领域的重要性被低估。掌握大量专有数据的企业能更快速、更易利用大量数据建立创新模型。全新的人工智能工具可分析及释放部分企业拥有的宝贵数据库的价值。

今年市场着手分析由人工智能带动的革新有哪些影响。我们率先提出将人工智能视为一大趋势的观点，并认为细分资产配置是体现这观点的关键方法：这些大趋势横跨不同行业及地区，难以通过传统投资组合的仓位进行布局。

人工智能成热门词汇

企业业绩电话会议提及人工智能的次数（2004年至2023年）



图表要点：人工智能已成热门词汇。企业电话会议提及人工智能的次数在**2023年**激增。**ChatGPT**及其它大型语言模型的普及，带动企业及投资者对人工智能潜力满怀憧憬。

数据源：贝莱德智库，数据来自彭博，2023年6月。注：图表显示连续3个月，上市企业业绩报告或与分析员进行的业绩电话会议提及“人工智能”的总次数。

人工智能带动生产力提高，进而推升利润率，对人工成本偏高或大部分工作可自动化的企业来说尤其如此。

地缘格局分化

我们认为俄乌事件及中美关系紧张开启了全球分化、国防及经济集团相互竞争的新时代，与冷战后的全球化及地缘政治稳定时期截然不同。比起效率，当今世界更注重国家安全及韧性。假如科技未能大幅提高生产力，可能导致经济增长放缓及通胀上升。

行业及保护主义政策也可能促进对基础设施及机器人的投资。

随着竞争集团更加巩固，与多方结盟的国家实力及影响力将增强。波斯湾产油国、印度、巴西、越南及墨西哥等国家拥有宝贵资源及原材料供应链。

我们认为这些国家会基于国家利益而结盟，进一步重整供应链及行业政策，但也可能使陆地、太空或网络发生地缘政治摩擦的风险，并推动国防、航天及网络安全行业发展。

科技、清洁能源、基础设施及国防等领域投资飙升有望创造机遇，但长期而言，经济成本可能上升，尤其是在新兴市场。

我们认为经济增长的波动性会加剧，且更易遭受冲击。投资者在针对可从这些趋势受益的主题进行部署时须更加审慎。

“

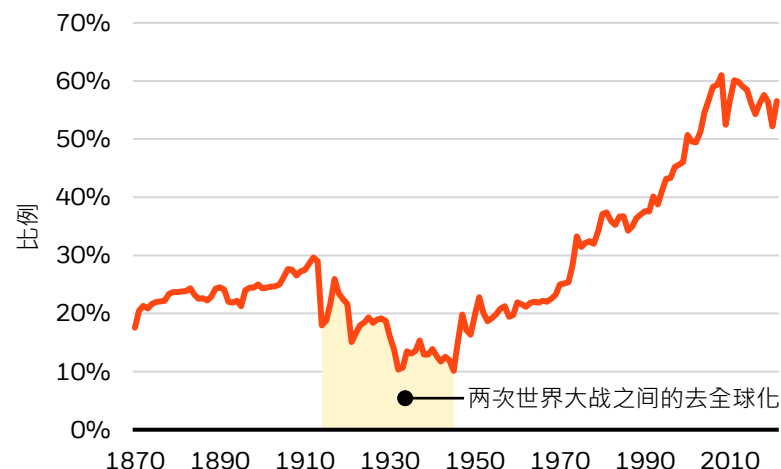
比起效率，当今世界更注重国家安全及韧性。”



Tom Donilon
贝莱德智库主席

全球化重构

全球贸易占国内生产总值比例（1870年至2021年）



图表要点：全球化导致国家之间的贸易活动激增，尤其是在第二次世界大战后的时期。然而，自全球金融危机爆发以来，在全球分化的环境下，贸易在全球国内生产总值占比攀升的情况已趋于平缓。

数据源：贝莱德智库、Klasing and Milionis (2014)、宾夕法尼亚大学世界表格、世界银行，2023年6月。注：图表显示全球出口加进口的总额除以全球国内生产总值得出的数据。黄色阴影区域表示一战与二战之间贸易一体化程度大幅下降的时期。

我们认为，西方在科技及能源等部分领域追求更大程度的自给自足，有望带来投资机遇。

低碳转型

我们已构建贝莱德智库转型情况分析模型，从而根据我们目前了解的信息及预期，代表客户评估低碳转型最有可能如何落实及其对投资组合的潜在影响。我们计划用与追踪其他大趋势相似的方法追踪转型的进程。

我们认为由于能源系统重新整合，向脱碳经济转型会涉及资金的大规模重新配置。这些转变是政策、科技、消费者及投资者偏好所造成的促进与阻碍经济因素此消彼长的结果，而低碳科技的应用方式及时间也取决于这些因素。

我们预期当低碳科技的相对成本低于现有来源且应用壁垒较小时，就会出现拐点。我们认为拐点在不同地区及行业出现的时间亦不同，这会导致转型进展不均衡且速度有别。

我们认为发达市场转型速度比新兴市场快，因资金成本较低、易于脱碳的行业比例较大以及能源总需求更稳定。

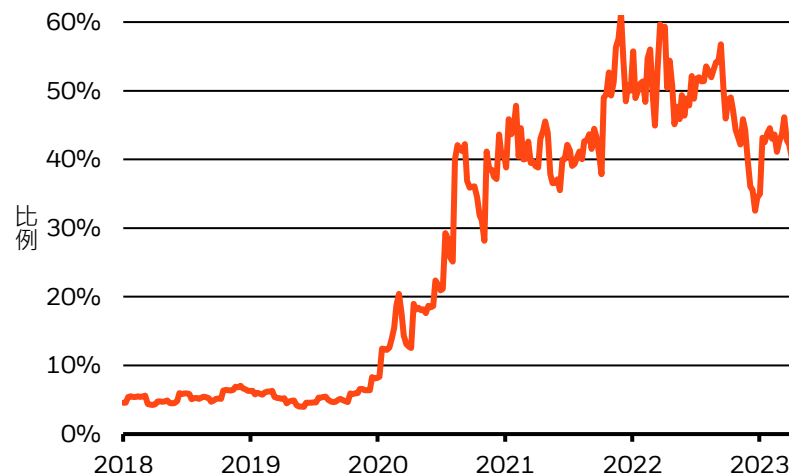
我们认为这会对经济及投资造成影响。我们预期随着能源价格上升及资本支出增加，未来数年会出现通胀压力，但由于低碳科技成本下降，影响可能逐渐减退。我们认为对增长的负面影响主要来自实际的气候损害，并预计增强对气候损害的抵抗力或成为重要投资主题。

对投资组合的影响不仅取决于上述转变的时间及规模，同时取决于市场价格作出反映的时间，例如电动汽车行业（如图所示）。我们认为整个高碳及低碳能源系统存在机遇，可早于市场追上转变趋势。

贝莱德智库转型情况分析模型为投资者提供指引，有助应对转型的风险及机遇，我们的客户可选择是否在投资过程中加以采用。我们明白投资者对于转型的看法可能各有不同。

定价反映结构性转变的影响

电动汽车企业市值比例（2018年至2023年）



图表要点：根据国际能源署的最新估计，虽然电动汽车企业在汽车总销量中所占比例不断增长，但估值在去年飙升后回落。

本资料并非投资于任何特定资产类别或策略的建议。数据源：贝莱德智库，数据来自Refinitiv Datastream、MSCI及国际能源署，2023年7月。注：图表显示MSCI所有国家世界汽车指数中纯电动汽车企业（即仅生产电动汽车的企业）的合计市值权重。

要对充满不确定性的转型形成观点，必须对未来数十年的政策、科技、消费者及投资者偏好的变化作出重大假设。

人口老龄化

许多发达市场（包括欧元区）及中国在未来数年会面对劳动适龄人口下降问题（如图所示）。全球劳动力增速较第二次世界大战以来有所放缓。劳动力供给减少限制了经济产量及增长，非劳动人口不断增加，供养非劳动人口的劳动力却不断减少，进而影响政府支出及债务；由于养老金及健康医疗等退休相关福利支出增加，来自所得税的人均收入下降。在利率上升已加重债务负担的情况下，可能导致政府借款增加。

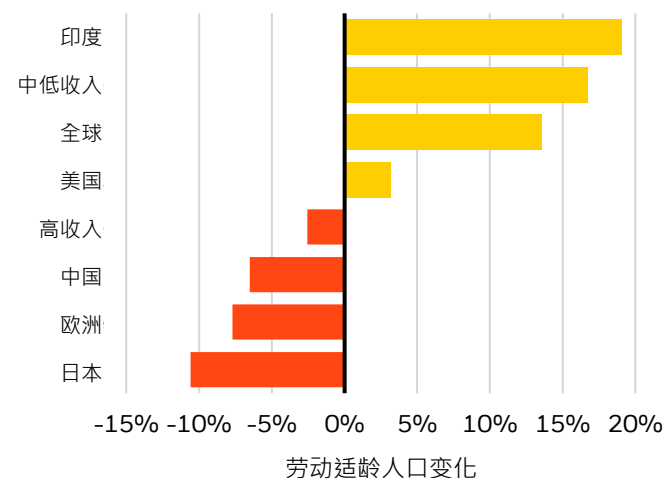
我们认为人口老龄化也可能导致通胀，这并非由于老年人消费减少，而是需求结构发生变化，比如健康医疗需求增加。因此，整体支出不会随产能下降而自动减少。人口老龄化是促成新格局出现的原因之一，并使央行作出政策取舍时面临困难挑战。

日本可作为典型案例研究：自1994年以来，该国劳动适龄人口持续减少。日本通胀并没有上升，是由于20世纪90年代初资产价格泡沫破裂使经济活动遭受打击。然而，日本的案例显示了对经济增长的影响：自1990年以来，政府数据显示由于劳动适龄人口见顶并开始萎缩，日本工时下降。日本通过增加女性在劳动力中的比例抵消劳动适龄人口下降的部分影响。其它发达市场可能难以仿效，因女性参与率已较高。其它选项：增加移民或提高退休年龄，均牵涉不同政治考量因素。也许在人工智能的协助下，生产力提高可抵消部分影响。

人口老龄化已成为制约美国劳动力供给的限制因素。我们认为健康医疗、房地产、休闲以及为老年人提供产品及服务的企业存在机遇。投资者也可从不同国家及企业的差异化应对措施中发掘机遇。

人口老龄化主要是发达市场面对的困境

劳动适龄人口推算变化（2020年至2035年）



图表要点：人口老龄化对发达市场带来的挑战普遍大于新兴市场。未来数年高收入经济体的劳动适龄人口势必下降，而低收入经济体的劳动适龄人口则有望攀升。

前瞻预测未必会实现。数据源：贝莱德智库，数据来自联合国，2023年6月。注：图表显示根据涵盖237个国家或地区的联合国数据，2035年至2050年间部分国家及地区20至64岁人口的百分比变化。低、中、高收入分组基于使用国民收入总值的世界银行分类。

人口老龄化导致收入减少，对消费者支出及公共财政构成冲击。

金融体系的未来格局

自2008年全球金融危机以来，金融业经历着结构性转变浪潮，在新法规、科技及竞争对手的影响下，银行逐渐丧失主导地位。我们认为今年的银行业风波是催化剂，有望为非银行信贷机构创造机遇。

这场风波使无保障存款（尤其是美国区域性银行的存款）风险成为焦点，并加速了银行存款向货币市场共同基金转移的进程。在15个月内，约1万亿美元资金从美国银行存款账户流出，占存款总额的6%（如图所示）。原因是在美联储迅速加息期间，货币市场基金更快速地提供更高利率。监管变化使这些基金能与银行进行竞争。数字化支付意味着现金可在瞬间转移。金融渠道变化表明基金不再将收回的现金转为存款。由此产生的部分主要变化包括：小型银行合并增加、银行限制贷款，以及用于填补缺口的非银行贷款及私募信用债需求增加。

这为私募市场提供了机遇，包括直接贷款或非银行信贷机构与借款人直接磋商的融资。我们预期更多借款人会转向私募信用债，因私募信用债定价更优、私募信贷机构违约风险低且可长期合作。整体而言，私募市场非常复杂，风险及波动性偏高，并不适合所有投资者。资产配置也需要一定时间。因此，我们认为近期私募信用债重新定价是我们灵活调整战略性配置的机遇。

长远而言，我们认为现有银行面临风险。我们认为监管、集中度提高、存款竞争及支付去中介化均可能重塑银行及金融业的未来。

“

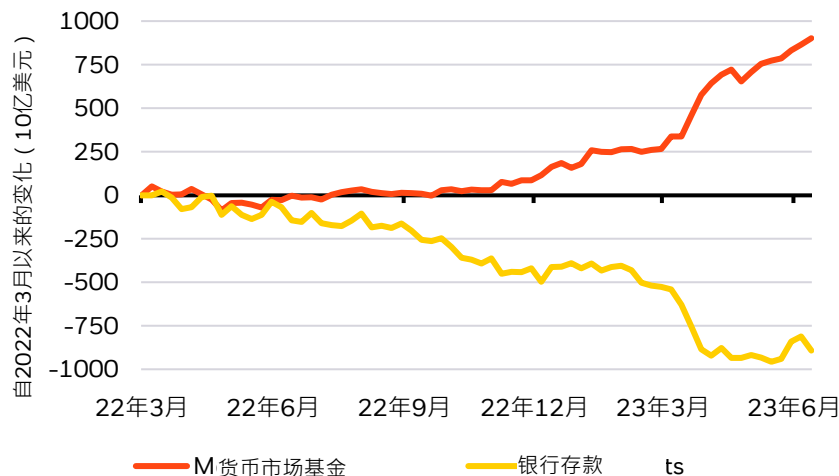
私募信用债可提供更多在资本结构内属于优先级的选择。”



Amanda Lynam
贝莱德另类资产宏观信贷研究主管

追求收益

美国货币市场基金及银行存款变化（2022年3月至2023年）



图表要点：年内较早时候的银行业风波引起投资者忧虑，从银行提取了数十亿美元存款。美国货币市场基金是受益者之一。由于利率上升，这类基金被视为重要的另类资产选择。

数据源：贝莱德智库、美国投资公司协会及美联储，数据来自Refinitiv Datastream，2023年6月。注：橙线表示美国货币市场基金总额。黄线表示美国国内商业银行存款。

我们认为金融体系正在加速转变：银行在金融服务领域面对日益激烈的竞争，非银行信贷机构的市场份额上升。

投资对策

市场形势迅速变化凸显投资年期的关键性。我们的战术性和战略性观点分别着眼于把握短期和长期机遇。

















以股票为例。我们在战术上适度低配发达市场股票的依据是，市场价格尚未反映明年预期增长放缓的影响。相比之下，我们更看好新兴市场股票，发达市场方面，我们倾向选择优质股票。在战略配置上，我们超配发达市场股票，因长线投资者不必在意一定程度的短期损失。

政府债券方面，不论是战术性或战略性配置，收益回报都是核心目标。由于政策利率将在更长时间内处于高位，基金在战术和战略层面上均应投资短期政府债券。由于预期投资者会要求更高的期限溢价，我们在两个层面上均低配名义长期政府债券。在战术配置上，我们对欧元区 and 英国长期债券的观点转为中性，因这些债券的定价更充分地反映我们的观点。在战略配置上，由于通胀持续高企，我们最大限度超配通胀挂钩债券，但考虑到当前市场定价，我们对欧元区债券的战术性观点下调为中性。

信用债方面，我们对投资级信用债持中性观点，但认为不论从战术或战略配置角度，信用债都可作为投资组合的重要收益来源。在战略配置上，我们将私募市场收益上调为超配。我们认为，对于长线投资者来说，私募信用债可提供机遇，因私人信贷机构填补了银行收紧借贷留下的缺口。虽然我们低配成长型私募市场，但我们认为基础设施股权等是其中较具潜力的领域。

战略性与战术性观点比较

对广泛资产类别的战略性（长期）及战术性（6至12个月）观点（2022年6月）

资产		战略性观点	战术性观点
股票	发达市场	 +1	 -1
	新兴市场	 中性	 +1
发达市场政府债券	政府债券	 -2	 -1
	通胀挂钩债券	 +3	 中性
信用债及新兴市场债券	投资级别债	 中性	 中性
	高收益债券	 中性	 -1
	新兴市场债券	 中性	 +1
私募市场	信用债	 +1	-
	股权	 -1	-

低配

中性

超配

● 早前观点

注：上述观点从美元角度作出，2023年6月。本数据仅为于特定时间对市场环境的评估，并非对未来事件的预测或对未来业绩的保证。不应将本资料作为任何特定基金、策略或证券的研究或投资建议而加以倚赖。

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（请参阅重要披露）

细分资产观点

依据置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（2022年6月）

股票	观点	投资评论	债券	观点	投资评论
发达市场			短期美国国债		
美国		货币政策的持续从紧或给经济增长带来压力，尽管短期美股表现相对强劲，但一些潜在不利因素依然值得投资者谨慎应对。			我们对短期美国国债持乐观态度。我们看好短期政府债券的收益潜力，因利率将于更长时间内保持在较高水平。
欧洲		通胀的持续导致欧洲国家的央行货币政策延续紧缩，且这一趋势短期内难以转向，欧洲经济下行对股市压力或逐渐凸显。	长期美国国债		我们对长期美国国债持谨慎态度。我们认为长期收益率将进一步上升，因投资者要求更高的期限溢价。
英国		我们对英国股票持谨慎态度。英国央行正大幅加息以应对挥之不去的通胀。股价反映经济下行风险增加，但我们会待政策明朗后再作部署。	美国通胀挂钩债券		我们对美国通胀挂钩债券持乐观态度，并看好美国多于欧元区。我们认为市场定价低估了通胀持续高企的程度。
日本		我们对日本股票持中性观点。日本央行仍维持宽松政策，回馈股东的改革正在推进，且负实际利率可支撑股价。	欧元区通胀挂钩债券		我们看好美国多于欧元区。尽管欧洲央行已表示将进一步加息，市场仍预期欧元区通胀会高于美国。
亚洲（日本除外）		亚太经济的持续复苏或需要更强的动力，更多依靠货币政策推动估值。	欧洲政府债券		我们对欧元区政府债券持中性观点。市场定价更充分反映利率将于更长时间内维持在较高水平。由于金融环境收紧，我们认为周边国家债券息差可能扩阔。
发达市场新趋势主题		“人口老龄化”“突破性技术”带来的投资趋势，值得投资者高度关注，这些趋势的影响力也正在跨越国界和地区限制，加快转化为盈利的速度	英国国债		我们对英国国债持中性观点。我们认为英国国债收益率更符合我们对宏观前景及英国央行政策的预期。
新兴市场		我们对新兴市场股票持乐观态度。我们认为新兴市场的相对增长趋势较发达市场亮眼，估值仍具吸引力，且新兴市场加息周期即将见顶。	日本政府债券		我们对日本政府债券持谨慎态度。由于日本央行降低超宽松政策水平，我们认为债券收益率可能上升。
中国		中国较低的通胀为更多政策宽松创造了空间。且目前估值水平依然比较低，更多的政策支持值得期待。	中国政府债券		我们对中国政府债券持中性观点。政策放宽利好债券，但我们认为发达市场短期债券的收益率更具吸引力。
			全球投资级债券		由于信贷及金融环境收紧，我们对全球投资级别债券维持中性观点。我们看好欧洲信贷多于美国信贷，因其估值更具吸引力。
			美国住房抵押贷款债券		我们对美国住房抵押贷款债券持乐观态度。我们认为住房抵押贷款债券是多元化债券配置中的优质持仓。
			全球高收益债券		我们对全球高收益债券持谨慎态度。息差不足以完全弥补我们预期的增长放缓及信贷紧缩的影响。
			亚洲信用债		我们对亚洲信用债持中性观点。我们认为估值不足以让我们上调观点。
			新兴市场硬通货债券		我们对新兴市场硬通货债券持中性观点。虽然其基本因素较佳且估值不高，但美国债券收益率上升的风险抵消了这些利好影响。
			新兴市场本币债券		我们对新兴市场本币债券持乐观态度。相较发达市场央行，新兴市场央行降息的可能性更大。
<div> <div>低配</div> <div>中性</div> <div>超配</div> <div>● 早前观点</div> </div>					

过往表现并非目前或未来业绩的可靠指标。无法直接投资于指数。附注：上述观点从美元角度作出。本数据仅为于特定时间对市场环境的评估，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（请参阅重要披露）

重要披露

本文仅向合格境内机构投资者及专业机构投资者派发，任何其他人士不应依赖本文。本文件不得向中华人民共和国(“中国”，就本文件而言，不适用于香港、澳门和台湾)境内的公众提供。资料来源：贝莱德。投资涉及风险，过往业绩不一定是未来业绩的指引。任何预测并不能保证。读者应自行选择是否依赖本文提供的数据及信息。投资海外市场涉及的风险包括外汇风险、流通性有限、政府减少规管，以及市场受不利的政经及其他发展影响而大幅波动。债券投资涉及利率及信贷这两大风险。一般而言，债券的市值将随着利率上升而相应下跌。信贷风险是指债券发行商可能无法奉还本金和利息。投资者可能无法取回原本投资金额。投资价值亦可能受到汇率影响。本文不应被依赖视作预测、研究或投资建议，亦非对任何证券买卖或任何投资策略作出的建议、要约或招揽。本文乃应阁下要求提供，仅作参考数据和教育用途，在招揽或向任何人士分发属违法的任何司法管辖区，本文件并不构成与任何证券或基金有关的招揽。此外，亦不构成与本文件收件人签订投资协议的要约，或透过提出签订投资协议的要约，邀请收件人作出响应。本文件可能含有“前瞻性”信息。这些信息可能包括预测、预报、收益或回报预估及可能的投资组合构成。此外，本文可能包括其他投资工具之若干过往表现数据，该等表现数据仅作为举例用途。概无声明表示任何投资工具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、计算或呈列前瞻性数据或往绩数据时所作的各项假设。若拟备本文件期间所作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。本文件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。本文所载属于2023年7月之意见，并可随时因随后情况变化而更改。本文所载之数据及意见，均来自贝莱德视为可靠之专有及非专有的来源，并不一定巨细无遗及保证准确。指数表现数字仅供参考之用。投资者无法直接投资于指数。概不保证所作的任何预测将会实现。有关观点不一定反映贝莱德集团旗下任何公司的全部或部分意见，且不保证其准确性。本文件属高度机密，不得复制或分发予收件人以外的其他人士。贝莱德是 BlackRock, Inc 的注册商标。所有其他商标均为其各自拥有人的财产。



丽晶财经

一站式投研资源服务平台