

KKR

洞察

14.3

全球宏
观趋势
2024年6月



机会来敲门

《2024年中展望》执行摘要

目录

3 简介

11 哪些预测正在发生变化或者已得到验证？

14 我们与共识预测存在分歧的六个方面

17 资产配置与关键主题

- 17 首选与次选投资建议
- 23 在股市买入（卖出）复杂（简单）标的
- 24 基于抵押的现金流
- 25 劳动生产率
- 26 安全至上
- 26 亚洲内部联动
- 27 人工智能与能源供应的交集区间
- 28 人口结构对退休保障构成的挑战

30 经济预测

- 30 中国GDP与通胀

本文为我们《2024年中展望》的执行摘要，详情请访问www.KKR.com，或[点击此处](#)。如您对本文内容感兴趣，我们鼓励您与KKR客户经理联系以获得更多信息。



Henry H. McVey

全球宏观与资产配置团队
主管兼KKR资产负债表
团队首席投资官
henry.mcvey@kk.com

David McNellis

david.mcnellis@kk.com

Frances Lim (林明莲)

frances.lim@kk.com

Aidan Corcoran

aidan.corcoran@kk.com

Changchun Hua (花长春)

changchun.hua@kk.com

Paula Campbell Roberts

paula.campbellroberts@kk.com

Racim Allouani

racim.allouani@kk.com

Kristopher Novell

kristopher.novell@kk.com

Brian Leung

brian.leung@kk.com

Rebecca Ramsey

rebecca.ramsey@kk.com

Tony Buckley

tony.buckley@kk.com

Bola Okunade

bola.okunade@kk.com

Rachel Li

rachel.li@kk.com

Thibaud Monmirel

thibaud.monmirel@kk.com

Yifan Zhao

yifan.zhao@kk.com

Ezra Max

ezra.max@kk.com

Miguel Montoya

miguel.montoya@kk.com

Asim Ali

asim.ali@kk.com

Patrick Holt

patrick.holt@kk.com

Patrycja Koszykowska

patrycja.koszykowska@kk.com

Koontze Jang

koontze.jang@kk.com

Allen Liu (刘星辰)

allen.liu@kk.com

机会来敲门

2024年中展望

当前全球政治不确定性加剧、地缘政治紧张局势升级、大宗商品价格动荡不定，尽管如此，在全球宏观层面，我们仍然看到了一些极具吸引力的投资机会。人工智能的电力需求加速增加、全球供应链重新布局、劳动生产率的提高以及退休保障等问题都代表着重要的宏观经济主题，而这背后都蕴藏着投资潜力。由于股票和信贷的净发行量依旧远低于趋势水平，我们继续对技术面保持乐观。然而，在宏观和资产配置领域，情况绝非一成不变，而我们的“变局”理论也要求采用不同的投资组合管理策略。为巩固这一观点，我们开展了进一步的分析工作，以着重说明在投资组合中加入更多非传统资产所带来的价值。事实表明，与过去不同的是，推动投资组合当前波动性的要素是股债相关性，而非单一资产的波动情况。值得注意的是，现今绝大多数首席投资官(CIO)缺乏在这类市场环境下投资的相关经验。至于应当侧重的领域，我们则认为，私募股权有望在今年取得强劲表现，尤其值得关注的是与通过运营优化和/或企业剥离创造价值相关的机会。此外，我们依然非常看好实物资产的诸多领域，包括房地产信贷、基础设施以及资产支持融资。最后，我们认为机会型信贷和资本解决方案领域也存在巨大潜力。在风险方面，我们认为，高利率情景比低利率和低收益情景更具挑战性，在劳动生产率下降的情况下尤其如此。此外，我们也在密切关注就业趋势。我们的基本结论是，“机会来敲门了”。我们认为当前经济周期仍大有可为，这一大环境或将利好长期投资者，尤其是持有闲置资金、能够应对“变局”中无可避免的周期性市场错位的那部分人。

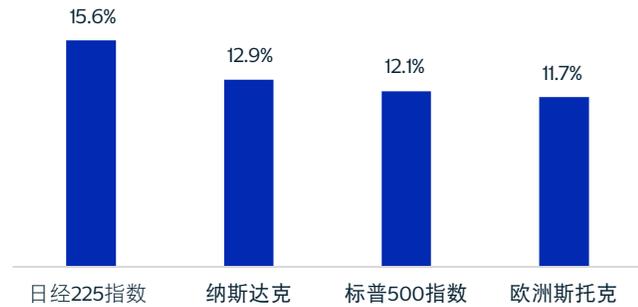
当机会来敲门时，悲观者却在抱怨敲门的噪音。

——奥斯卡·王尔德(Oscar Wilde)，爱尔兰诗人、剧作家

我们经常被问及，是否依然认为全球资产配置者在投资机会部署方面应保持“杯子半满”的乐观态度——尤其是在复杂程度上升、通胀黏性不减以及利率长期高企的市场环境下，随着进入2024年下半年的时候，我们收到的此类问题尤其多。（参阅《2024年展望：“杯子半满”》）。鉴于美国即将迎来前景不明的大选，加之全球各地亦有多场重要选举在相继展开，我们确实需要考虑许多因素。从较为谨慎的立场看，2023年12月下旬，我们提出投资者或将因对市场看法过于悲观而后悔这一观点，自那之后，股市大幅上涨，信贷利差也显著收窄。事实上，KKR专有市场隐含违约模型表明，目前高收益债券利差所反映的违约率约为2%，相比之下，今年年初时约为3%，而历史平均水平则为5.7%。

图表1: 经受重大波动之后，股市带来“杯子半满”回报，并在2024年上半年进一步走高…

各地区股票的年初至今表现

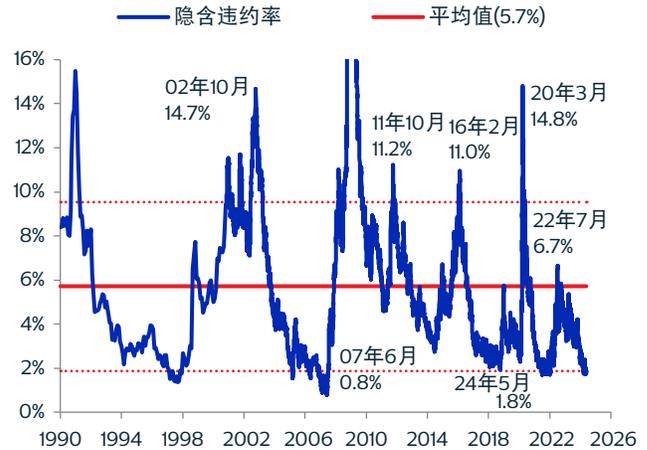


数据截至2024年6月7日。资料来源：彭博。

事实表明，与过去不同的是，推动投资组合当前波动性的要素是股债相关性，而非单一资产的波动情况。

图表2: 与此同时，对于信贷领域（尤其是高收益部分）的前景，投资者的态度也更加趋于乐观

美国高收益债券隐含违约率，%



数据截至2024年5月24日。资料来源：彭博。

图表3: 得益于“紧缩措施减少，宽松政策会增多”的观点，风险资产反应向好

共识预测：全球央行加息百分比



加息定义为：过去三个月内的利率上升。数据代表美国、日本、中国内地、澳大利亚、加拿大、欧盟、新西兰、挪威、瑞典、英国、瑞士、印度、印尼、韩国、菲律宾、中国台湾、泰国、越南、巴西、智利、南非、土耳其、以色列、捷克、匈牙利、波兰。数据截至2024年5月31日。资料来源：彭博；KKR全球宏观与资产配置分析。

图表4：总体而言，我们的模型依然偏好信贷，但程度有限

相对价值：股票与信贷，股票内部回报率与高收益债券最差收益率



数据截至2024年5月24日。资料来源：彭博。

不过，对于长期投资者而言，或许更需要注意的是，众多政治和社会因素的交叉影响正在日益干扰市场。不出意料的是，社交媒体对政治进程的介入造成了更多的分歧。这种干扰与后工业革命时期相类似，当时的技术变革曾一度触发了社会和经济的动荡期。如同我们的同事 Ken Mehlman 所述，就像1440年左右，印刷机的发明引发了长达数年的政治、宗教、社会和科学动荡，互联网和社交媒体意味着“古腾堡2.0”时代的到来，它已经造成（且预计将带来更多）类似的动荡。

与此同时，围绕移民与不平等的复杂议题也在西方国家引发了一系列剑拔弩张的争议，而这种争议似乎在不断扩大左右两派之间的分歧。有关这方面的完整讨论，请参阅原英文报告的第四节第3个问题。然而，面对即将来临的美国大选，我们更加坚信，考虑到关税方面的威胁以及对安全支出的需求，特朗普或拜登政府的政策都会倾向于维持通胀（从而令分歧加剧），这将导致比以往更大规模的赤字逐渐“常态化”。最后，近几个季度以来，全球大国之间的竞争变得尤为激烈。因此，投资者应当预见，未来数年内，几乎在任何情景下，贸易和资本流动领域都将面临更多的障碍因素。我们集体认知的关键在于，在新冠疫情以及俄乌冲突之后，对“本土经济”的关注度增强已成为一种全球现象；而无论选举结果如何，这一现象在大多数国家和地区都可能会延续下去。

图表5：经历两年的周期后段和收缩阶段之后，我们的专有KKR周期性指标即将进入周期早段

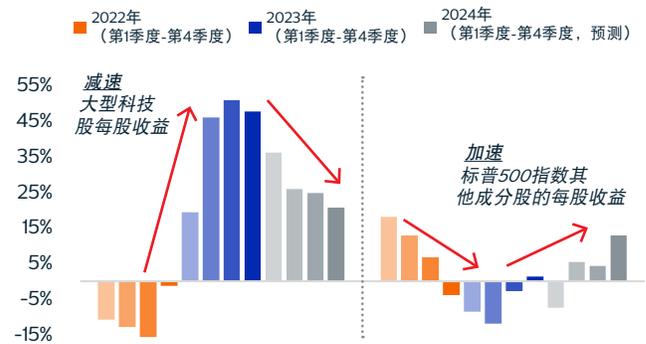
KKR周期性指标（1990年至今，Z分数）



数据截至2024年4月30日。资料来源：彭博；KKR全球宏观与资产配置分析。

图表6：我们认为，在接下来的几个季度，企业盈利增长将不再仅限于大盘科技股，而是在更多领域实现均衡增长，这得益于这些领域的积极运营杠杆效应和利润率增长

标普500指数每股收益增长细分



数据截至2024年4月30日。资料来源：彭博；KKR全球宏观与资产配置分析。

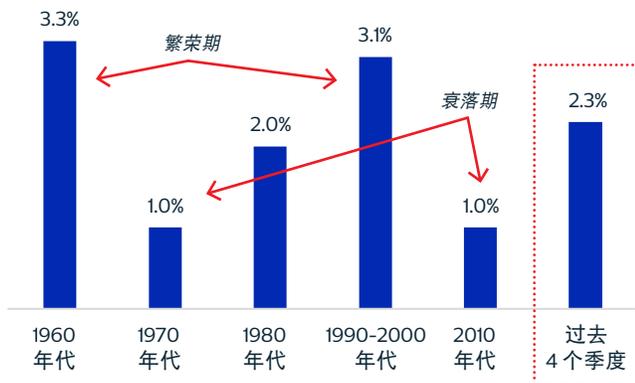
图7：股票市场的长期优异表现往往得益于劳动生产率的提高和/或央行的干预措施…

劳动生产率与股票市场		劳动生产率, 季度环比(%) 年度调整	500指数平均 年回报率	美国平均预算赤字 占名义GDP的百 分比	美联储平均资产负 债占名义GDP的 百分比
劳动生产率 高速增长 时期	1960年代	3.3%	8.4%	-1.0%	5.4%
	1990年代至 2000年代	3.1%	8.8%	-0.8%	6.0%
劳动生产率 低速增长 时期	1970年代	1.0%	-0.9%	-2.3%	6.4%
	2010年代	1.0%	11.8%	-4.8%	20.9%
所有时期	1958-2018	2.1%	7.20%	-2.6%	8.3%
当前	22年第4季 度至24年第1 季度	2.2%	8.5%	-5.7%	29.8%

注：1960年代和1990年代至2000年代初为劳动生产率高速增长（>3%）时期，其中具体指的是1958年至1968年，以及1995年至2005年这两个时间段。1970年代和2010年代为劳动生产率低速增长（<1.0%）时期，具体指的是1973年至1979年，以及2010年至2019年这两个时间段。数据截至2024年4月30日。资料来源：彭博；KKR全球宏观与资产配置分析。

图8：…展望未来，我们的观点是，劳动生产率有望再次加速增长，这将对资本市场极为有利

美国年度劳动生产率增长情况，%



注：1960年代指1958年至1968年；1990年代至2000年代指1995年至2005年；1970年代指1973年至1979年；2010年代指2010年至2019年；1980年代指1980年至1988年。数据截至2024年3月31日。资料来源：彭博、旧金山联邦储备银行。

从积极的一面来看，正如我们的模型长期以来所预测的那样，在名义GDP增长幅度较高的环境下，企业增长和盈利表现都好于共识预测。确实，与疫后时期不同的是，美国消费者目前并未推动大规模需求增长，但失业率却依然维持在低位（图10），库存水平得到妥善控

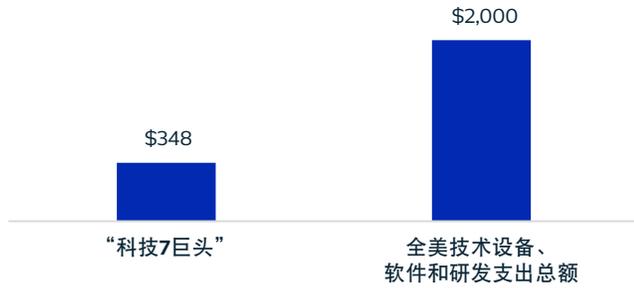
制，住房市场活动企稳。此外，我们还观察到由科技行业主导的庞大资本支出周期（图9）。我们认为，与1990年代的互联网热潮（以及随后持续至2000年的经济稳健增长期）类似，人工智能的繁荣也将推动资本支出在一段时期内持续高涨，之后才会真正反映在企业盈利结果中。不过，我们的潜台词是近期劳动生产率的持续激增实际上先于人工智能规模化效益的实现，这进一步印证了我们的观点，即企业部门可能迎来更持久的盈利复苏。但值得注意的是，与20多年前的互联网泡沫不同，本轮周期中在该领域投入资金的公司拥有稳健的资产负债表、更低的资本成本以及更为集中的市场优势。

展望未来，我们还希望传达另一个积极信号：企业盈利增长开始不再仅限于科技板块。这一点可参见图6。我们认为，这种拓展应当在流动性股票市场中形成更加均衡的投资氛围。此外，技术面依然极具吸引力，净股票和企业债的发行量均较低（图11），这通常预示着良好的回报（图12），在私募股权领域则尤其如此。

我们认为，与1990年代的互联网热潮（以及随后持续至2000年的经济稳健增长期）类似，人工智能的繁荣也将推动资本支出在一段时期内持续高涨，之后才会真正反映在企业盈利结果中。

图9: “美股7巨头”将其61%的营运自由现金流重新投入资本支出和研发。此外，他们目前在全美总资本支出的占比接近20%

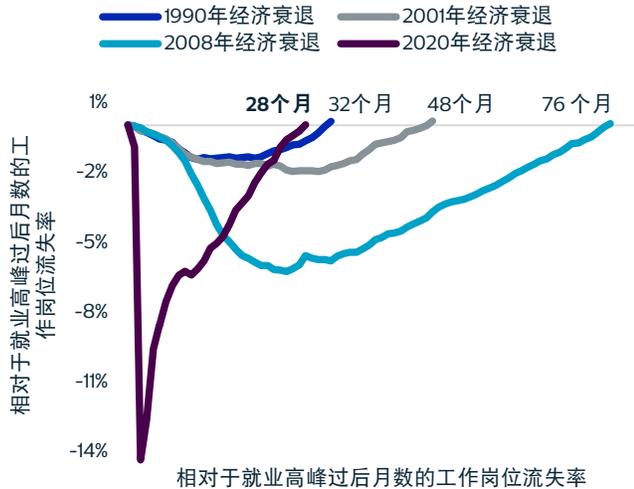
2024年“科技7巨头”资本支出与全美科技设备、软件和研发支出总额对比 (单位: 十亿美元)



数据截至2024年5月20日。资料来源: 高盛。

图10: 我们认为，当前就业环境更类似于1990年代，而非全球金融危机过后的那段时期

美国过往工作岗位流失与恢复轨迹



数据截至2023年12月31日。资料来源: 美国劳工统计局、Haver Analytics。

与此同时，我们认为许多投资者的配置权重实际上仍然低于其目标水平，包括在大多数央行已完成加息时持有过多现金（图3）。我们在家族办公室（参阅《Loud and Clear》）和保险（参阅《No Turning Back》）领域的专有调研工作佐证了这一观点，同时，个人投资者市场中的货币市场/现金余额也远高于趋势水平。

图11: 我们的流动性指标仍在从接近低谷的水平逐渐恢复

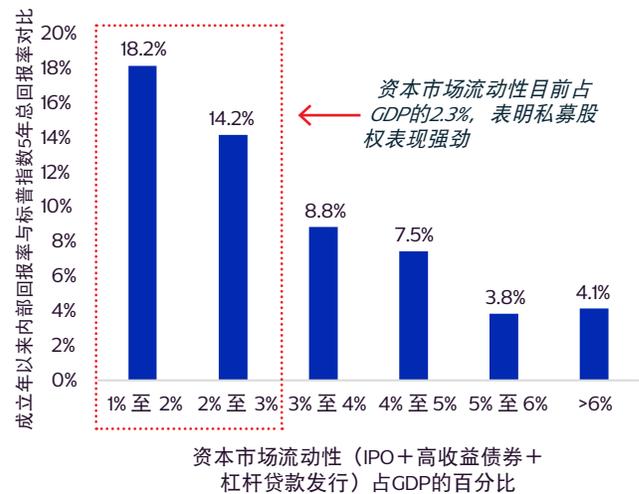
过去12个月资本市场流动性占GDP的百分比 (IPO、高收益债券、杠杆贷款发行)



数据截至2024年3月31日。资料来源: Preqin; 美国银行; 彭博; KKR 全球宏观与资产配置分析。

图12: 在流动性较低的环境下，私募股权的表现往往能超越公开市场

私募股权于1997到2023年在不同流动性时期的优异表现



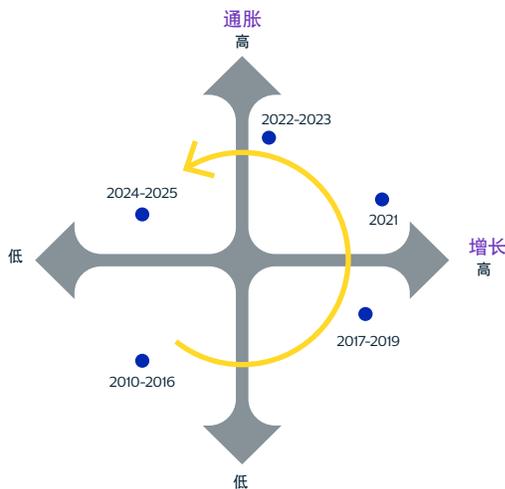
Preqin私募股权回报数据以1997年至2019年的5年远期回报率为基础。数据截至2023年12月31日。资料来源: Preqin; 美国银行; 彭博; KKR 全球宏观与资产配置分析。

但在这种独特的宏观经济背景下，我们依旧认为，身为投资者，我们正在经历一场变局。我们最初的理论依然依托四大支柱：财政刺激措施持续、地缘政治局势升级、混乱复杂的能源转型以及黏性更高的薪资水平

（主要因熟练工人短缺所导致）。如若我们的预测准确无误，那么全球资产配置者和宏观投资者需要从不同的视角来审视他们的投资组合。具体而言，我们认为有必要进一步加强资产类别多元化，同时降低对全球主权债券的依赖程度，尤其是考虑到股债相关性已经明显转为正值（图表14）。

图表13：虽然通胀应会继续下降，但我们认为不会回落至以往水平；因此，我们仍然坚持“变局”理论

低速增长期、低速增长期及通胀期



数据截至2024年6月14日。资料来源：KKR全球宏观与资产配置分析。

那么，如果展望今年下半年以及2025年乃至更远的将来，我们的立场将会如何？

最重要的是，我们会持续秉持乐观的看法，原因如下：

1. 我们认为，美国的劳动生产率水平已获得结构性提升，我们相信，这一背景将利好全球资本市场。我们未曾亲身经历过1960年代，但我们认为，1990年代科技投资浪潮过后的劳动生产率激增现象或许可作为合适的参照。重要的是，这种生产率的提升至少会在一定程度上缓解我们对于近期赤字扩大的担忧。如后文第二节所详述，我们也将美国GDP的长期增长率预测从1.5%上调至2%，以此传达我们认为值得投资者关注的结构性增长改善信号。

2. 我们认为，从历史角度来看，各国央行（尤其是日本央行和美联储）所采取政策的限制性并不严苛。一方面，与历史水平相比，美联储及其他央行的资产负债表依然处于极其稳健的状态（图表15）。如果我们的预测准确，即美国实际利率将在未来几个季度达到2%的峰值，并在一段时间之后降至1%以下（注：我们预测2024年美联储将降息3次，2025年再降息6次），那么按历史标准来看，美联储的本轮紧缩周期将较为温和。这一点可以从图表16中看出，该图表显示，如果我们的预测准确无误，那么在本轮周期中，联邦基金实际利率处于极度限制性区间（即等于或高于潜在GDP增长水平）的时间不会太长。

图表14：尽管通胀在周期性基础上呈下降趋势，但股债之间新近形成的正向关联依然显著

美国股债相关性与美国CPI, %



数据截至2024年3月31日。资料来源：彭博；KKR全球宏观、资产负债表和风险分析。

图表15: 尽管前端出现空前紧缩趋势，央行资产负债表依然维持充裕的资产

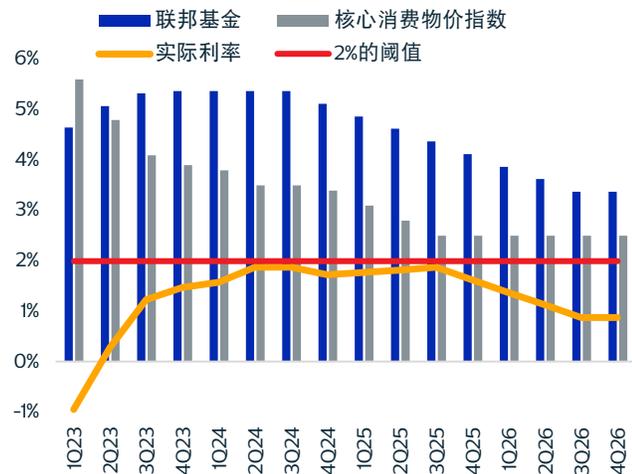
G4央行资产负债表占GDP的百分比，美元加权



G4 = 美联储、欧洲央行、英国央行及日本央行。数据截至2023年9月30日。资料来源: Haver Analytics; 各国央行和统计机构; KKR全球宏观与资产配置分析。

图表16: 我们认为，美联储会在本轮周期内将实际利率调整至2%，但不会超过这一水平

全球宏观与资产配置团队基准情形: 实际利率



数据截至2024年6月12日。资料来源: 彭博; KKR全球宏观与资产配置分析。

图表17: 目前，美国每年的偿债负担支出已超过国防或医疗保险支出，也超过美国退伍军人、教育和交通运输方面的支出总和

总支出, 十亿美元



数据截至2024年4月30日。资料来源: 美国国会预算办公室(CBO)。

传统宏观关系的作用已不同以往

1	日本正在经历通货膨胀，而中国则面临着通缩压力。
2	美国国债和日元已不再是首选的“避险”资产。事实上，在充满不确定性的期间，它们推动了资本市场的大部分波动。
3	本轮周期中，欧洲的增长动力源自外围而非核心经济体。
4	这是利率放宽周期首次在欧洲（而非美国）率先开启。
5	虽然收益率曲线倒挂且储蓄率较低，但实际上，我们还是上调了对美国GDP增长的长期预测。在过去，这两个宏观变量属于经济衰退的信号。
6	在本轮周期中，杠杆率水平最高的主体是政府，而非消费者或企业。

与此同时，我们认为许多投资者的配置权重实际上仍然低于其目标水平，包括在大多数央行已完成加息时持有过多现金。

3. 第三，我们认为在本轮周期中，就业市场的表现会更为强健。我们的一部分乐观情绪实际上受到人口统计学因素的驱动，尤其是考虑到自新冠疫情爆发以来，我们观察到55岁以上职工退出劳动力市场的趋势。尽管我们确实预见美国的移民会给某些行业带来更多的闲置劳动力，但我们认为这对经济增长是一种利好发展，因为劳动力供给过剩导致的失业与过度招聘和裁员的“典型”周期性动态给人的感受截然不同。

图表18：美国得以通过人口增长扩充劳动力；相比之下，欧洲和日本则通过提高劳动参与率抵消人口老龄化的影响。展望未来，我们认为，人口老龄化将促使我们重新考虑劳动参与率和移民政策

对劳动力增长的贡献，单位：百万

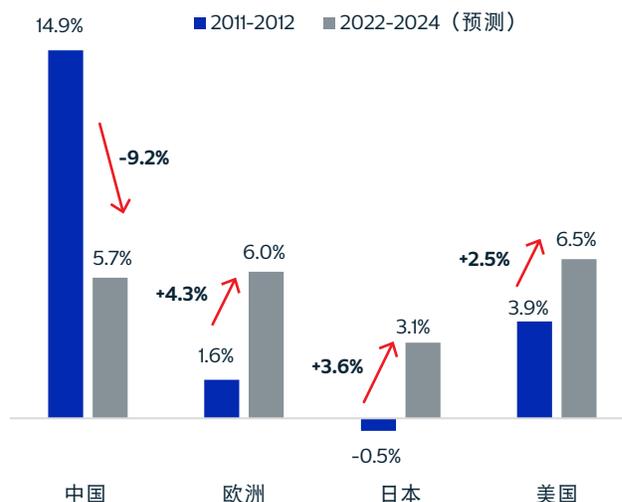
	美国	欧洲	日本
2010年第1季度劳动力	153.7	159.8	65.7
人口结构变动	11.3	-3.0	-3.4
劳动参与人口变动	2.7	14.8	7.0
黄金年龄男性劳动参与人口变动	-0.3	0.1	0.0
黄金年龄女性劳动参与人口变动	1.3	3.0	2.7
55-64岁劳动参与人口变动	0.5	9.6	2.0
65岁以上劳动参与人口变动	1.2	2.2	2.3
2023年第4季度劳动力	167.8	171.5	69.4

欧洲数据基于欧盟成员国中的“欧元区19国”子集数据。最新可用数据截至2023年12月31日。资料来源：美国劳工统计局、欧盟统计局、日本统计局。

4. 最后，我们坚信，经济不会出现硬着陆的情况，这不仅与我们的“变局”理论一致，更是因为我们目前正处于名义GDP较高的环境。全球经济中最具周期性的领域已经在2022-2023年触底，并且现在正从低于趋势的水平开始回暖。我们愈发乐观地相信，周期性薪资水平动态以及与技术 and 自动化相关的结构性因素有望推动全球名义GDP实现更高和更快的增长。

图表19：本轮周期中，除中国外的大多数经济体的名义GDP均有所增长

年度名义GDP增长率，%

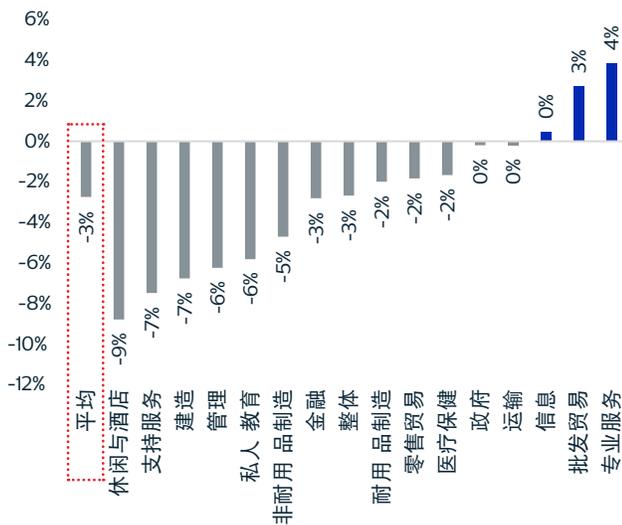


2024年数据为KKR全球宏观与资产配置团队的预估数据。数据截至2024年5月31日。资料来源：中国国家统计局；欧盟统计局；日本内閣府；美国经济分析局；KKR全球宏观与资产配置分析。

但在这种独特的宏观经济背景下，我们依旧认为，身为投资者，我们正在经历一场变局。我们最初的理论依然依托四大支柱：财政刺激措施持续、地缘政治局势升级、混乱复杂的能源转型以及黏性更高的薪资水平（主要因熟练工人短缺所导致）。

图表20：因疫情而产生的主要服务业积压需求持续推动美国就业增长超越平均水平

当前就业情况（截至24年5月）与新冠疫情之前的趋势对比



疫情之前的趋势基于对2014年至2019年数据进行的线性外推。数据截至2024年5月31日。资料来源：美国经济事务局；Haver Analytics；KKR全球宏观与资产配置分析。

如我们的同事Ken Mehlman所述，就像1440年左右，印刷机的发明引发了长达数年的政治、宗教、社会和科学动荡，互联网和社交媒体意味着“古腾堡2.0”时代的到来，它已经造成（且预计将带来更多）类似的动荡。

然而，尽管我们的长期观点基本保持不变，但我们仍在不断完善和发展自身的信念。为此，我们想阐明自去年12月以来发生的变化，以及我们认为有必要在投资组合中增加更多“压舱石”的原因，尤其是在本轮非同步性周期中，某些行业的下滑速度更快并且通胀黏性不减，而市场却反映出乐观情绪。在“变局”理论框架的后续章节中，我们将说明以下几点：

自我们的2024年展望报告发布以来，哪些预测正在发生变化或者已得到验证？

1

非相关性资产的重要性日益增加

在对家族办公室和保险领域开展两次大规模的深度调研之后，我们对持有更多非相关性资产这一观点更加成竹在胸。我们的关键考量是，在预期回报的有效边界已较为平缓的当下，多元化投资的重要性日益增加。因此，CIO需要在其投资组合中进一步引入多元化投资工具，以免遭受剧烈冲击，尤其是在短期业绩表现可能极不稳定的情况下。这一点可参见图表27。倘若我们的观点准确无误，那么对于资产配置者而言——尤其是那些已经涉足长期债券和/或风险资本股权领域或者不相信线性部署的CIO，我们的洞见将具有重大意义。

2

投资组合波动性的加剧是由于股债相关性的变化所致，并非源于单一资产波动性的上升

此外，还有另一个重要的影响因素需要纳入考量。具体而言，鉴于近期利率频繁变动、政府债券在投资组合中的属性转变，以及市场参与者对集中型交易所交易基金(ETF)的利用程度上升（如，目前高收益市场中40%可提供每日流动性），我们追踪的大多数基准的波动性都在急剧攀升，这增加了在不利时机调整投资组合配置的风险。Racim Allouani和Rachel Li的部分杰出研究成果表明，当前投资组合波动性的加剧更多是由股债相关性驱动，而非单一资产波动性激增所致（后者适用于新冠疫情爆发之前的情况）。这一新的现实状况意义重大，因为它对典型60/40股债投资组合构成了额外风险；这也印证了我们的观点，即在投资组合构建方面，我们确实处于“变局”之际。

3

我们更加关注劳动生产率（尤其是美国方面）的积极发展路径

鉴于政府赤字扩大以及随之而来的债务负担加重，我们目前极其关注唯一能够有效遏制滞胀的催化剂因素，即劳动生产率。正如我们在图7中详细说明的，股市表现最佳的数十年往往与劳动生产率强劲增长的时期相关。我们认为，在薪资黏性增强的当前背景下，强劲的劳动生产率将是维持企业利润空间的必要条件。如果劳动生产率下滑，我们可能会对风险资产采取更加防御性的立场，这是我们在2024年宏观经济思考中新增的现实考量。

4

能源供需失衡问题愈发突出

能源供需失衡问题似乎比我们先前的乐观预期更为严重。随着电动汽车和热泵的电气化趋势以及数据中心、半导体制造厂、电动汽车电池厂和钢厂等能源密集型用户的爆炸式增长，能源需求再度攀升。例如，在美国，整体电力需求预计将以每年2.4%的速度增长，相比之下，过去几年的增幅接近于零。我们认为，多达三分之一的增长可能源自数据中心，未来几年内，数据中心可能会占整体电力需求的7%-10%，而在2023年末，这一比例大约为2%-3%。虽然电力需求正在不断增长，但我们的研究显示，大多数发达市场经济体并不具备满足这些需求的基础设施。此外，许多电力需求所在地并非当前电力供应区域。我们认为当前的电力供应布局（尤其是基础设施方面）为投资者带来重大机遇。

5

各行业和地区的盈利增长范围不断扩大

正如图表76所示，我们已将2024年和2025年标普500指数每股收益预测分别上调至250美元和270美元。我们的数据发生变动的原因在于，在未来几个季度中，企业盈利增长将不再局限于大盘科技股公司。我们认为，这种转变将为股市带来更加均衡的表现，因此，我们将2024年的目标预测从之前的5,400点上调至5,700点，这比“自上而下”的共识预测5,172点大约高出10%。我们对2025年的目标预测为6,130点，这意味着较当前约5,414点的水平有13%左右的上涨空间。另一方面，我们认为欧洲经济正在筑底，而此时绝大多数投资者对该地区的配置权重偏低。旅游业强劲发展、市场情绪回暖以及实际薪资水平最终上涨，将在接下来几个季度提振消费者信心。在经济增长向好的整体背景下，服务业经济也在加速发展。此外，量化宽松政策的结束让金融服务行业重焕生机，并产生了强劲的回报。我们预计，随着估值趋于正常化，这一趋势将得以延续。

6

选举动荡导致赤字更为持久，进一步强化我们的“变局”理论

无论选举结果如何，2024年的美国大选都可能会进一步强化我们的“变局”理论。虽然考虑到2017年实施的部分减税措施到期或征收关税的影响，拜登或特朗普执政期间的实际财政政策不太可能大幅放宽，但我们仍然认为，无论哪个政府执政，赤字规模都将稳定维持在历史最高水平。因此，我们认为国债期限溢价也将企稳于较高水平——这将使得债券难以重现过往周期中的强势反弹。话虽如此，倘若特朗普再次当选总统，在他的第二个任期内，若干政策提议可能会推高通胀，包括向家庭发放经济刺激支票、驱逐无证移民（这会加剧劳动力短缺）、切断伊朗和委内瑞拉的石油供应，以及可能敦促美联储采取更温和政策的压力。

7

劳动力供需失衡问题可能会催生出重新培训劳工的空前需求

我们认为，在移民人数空前激增之际，美国劳动力市场将有约400万新增潜在劳工流入，而目前正处于这一变动的初期阶段。然而，我们最理想的猜测是，由于正规技能培训有限，这些劳工中的大部分人只能争取到美国810万个空缺职位中的一小部分（可能约200万个）。因此，我们认为劳工重新培训的机会可能比以往任何时候都更为广阔，其中的部分原因在于，劳动力市场的巨大压力要求将低技能行业（我们预计这些行业会出现劳动力过剩）的失业工人转移到因新冠疫情退休潮所空出的高技能岗位。

所以，虽然我们确实相信机会的存在，也秉持着“杯子半满”的乐观心态，但我们也必须承认，在息差已然十分狭窄之际，我们即将迎来波动不定的2024年下半年。但可以肯定的是，我们并没有像2022年那样暗示更为持久的看跌态度（参阅[《Walk, Don't Run》](#)）。相反，如果我们可以借鉴[《Outlook for 2023: Keep It Simple》](#)中的观点，那么目前不宜在杠杆或流动性策略上过度扩张。我们认为，当前的环境更贴近于奥斯卡·王尔德的名言：“当机会来敲门时，悲观者却在抱怨敲门的噪音（A pessimist complains about the noise when opportunity knocks）。”换句话说，如果机会来敲门的形式恰好是与选举不确定性相关的资本市场回撤，那么你应该确保投资组合已经调整到位，准备随时“应门”。当前的许多宏观经济不利因素可以通过深思熟虑的资产配置和有针对性的主题投资策略予以化解，在这种情况下，我们尤其不要只做个“悲观主义者”。

我们与共识预测存在分歧的六个方面

#1: 纵使波折不断，经济仍在加速增长

对于所有地区，我们再次表现出比共识预测更为乐观的增长预期。美国方面，鉴于对就业增长和劳动生产率增强的假设，我们将2024年的增长率预测上调至2.5%，比共识预测高出10个基点，并将2025年的增长率预测调整至2.0%，超出共识预测20个基点。更值得注意的是，我们将美国结构性GDP增长率的长期预测从先前的1.5%上调至2%。欧洲方面，鉴于经济增长动能转好，其增长数据超出预期的程度不再落后于美国。我们将2024年的GDP增长率预测从0.5%上调至0.8%，而共识预测为0.7%。对于2025年，我们的增长率预测为1.4%，与共识预测一致。我们认为，中国经济增长正在筑底，尽管国内需求仍然低落。我们对2024年的增长率预测为4.9%，相比之下，年初时为4.7%，共识预测为4.9%；而对于2025年，我们的增长率预测为4.6%，超出共识预测10个基点。日本方面，我们预测2024年的GDP增长率为0.6%，2025年为1.2%，分别比共识预测高出20和10个基点。

#4: 利润率上升，推动每股收益改善

我们相信，本轮周期还有进一步的发展空间，利润率扩张（而非倍数重估）将成为下一轮复苏的推动力。我们对2024年标普500指数的价格目标预测为5,700点，相较于“自上而下”的共识预测5,172点，依然高出10%。对于2025年，我们的目标预测为6,130点，这意味着较当前约5,414点的水平有13%左右的上涨空间。对于2024年和2025年的每股收益，我们的目标预测分别为250美元和270美元，而自上而下的共识预测分别为240美元和253美元。我们将实际GDP增长和单位劳动力成本与营业利润率挂钩的分析框架表明，只要劳动生产率保持积极态势，今年和明年将出现20-30个基点的利润率扩张。

#2: 对于本轮周期，我们并未担心美国储蓄率下降预示着消费者过度支出

虽然我们确实认为，美国消费者支出在接下来几个季度将有所放缓，但我们预计，不会出现以往经济衰退前所常见的那种失衡现象。具体而言，虽然当前的储蓄率处于全球金融危机以来的最低水平（目前约为4%，而2005-2006年则为2%至3%），但我们认为，这种简单的比较并未考虑到过去二十年来美国65岁以上人口比例的增长（目前为17%，而全球金融危机之前约为12%）。当家庭成员退休后，个人储蓄率往往会急剧转为负值，这表明人口老龄化可能是导致储蓄下降的部分原因。事实上，我们估算，“中性水平”储蓄率实际上已从2000年代中期的9%-10%降至5.6%左右，这意味着当前的储蓄率仅比“正常水平”低100-200个基点，而全球金融危机之前的储蓄率实际上比“正常水平”低700-800个基点。因此，虽然我们确实预计储蓄率会有一定收缩，但家庭不会经历类似于过往经济衰退前的过度支出。

#5: 油价——80美元将取代60美元成为新常态

我们预计，随着全球需求放缓以及全球供应改善，2024年的油价将会稳定在每桶70至80美元中位数区间。但是从长远来看，我们仍然认为“80美元将取代60美元，成为新常态”。因此，我们对油价的长期预测仍远高于期货价格，后者在2025年及之后将继续下滑至60到70美元的中位数区间。

#3: 各地区利率差异扩大。美国短期降息无碍较高的长期利率

我们对今年美国利率的预测高于共识预测，这与我们认为利率将长期高企的观点一致。我们预计美联储今年将降息3次，然后在2025年进一步降息6次。短期美国长期利率可能超调至3.75%，但我们对美国10年期国债的收益率4%的预测不变。就这一点而言，我们的预测更倾向于鹰派。欧洲方面，我们预测德国国债收益率在2024年底将达到2.6%（超出共识预测2.2%），并在2025年底升至2.8%（同样超出共识预测2.2%）。我们认为，持续高企的通胀波动率意味着期限溢价将回归50个基点的长期平均水平，从而使得长期德国国债收益率目标达到约3.0%。相比之下，中国方面，我们对2024年和2025年的10年期国债收益率预测（分别为2.2%和2.0%）实际上均低于共识预测（分别为2.4%和2.4%）。基于这一市场背景，我们认为外汇波动率将继续保持高位，并且将与政府债券收益率一同成为反映市场动态的重要信息参考。

#6: 我们可能在哪些方面判断失误？

我们的基本观点是，若利率升高而非降低，经济和市场将面临不对称风险。我们仍然认为，从某种角度而言，6%的短期利率是一个临界点，因为这一水平限制了大多数杠杆实体的经营现金流，同时也促使更多存款从传统金融中介机构外流。此外，由于政策制定者在本轮周期内并未从市场上大量削减刺激措施，我们依然需要提醒，货币市场可能成为投资者在投资组合中需要考虑的意外压力来源。最后，我们认为，失业率的急剧上升（这并非我们的基准情形预测，因为我们认为失业率在本轮周期将保持在较低水平）可能会给市场带来冲击，让我们的观点有所动摇。

从宏观和资产配置的角度来看，这一切意味着什么？

在1975年由Steven Spielberg执导的经典电影《大白鲨》中，Roy Scheider饰演的Brody警长在意识到鲨鱼的巨大体型和力量之后，对Robert Shaw饰演的Quint船长说：“你需要一艘更大的船。”Brody的重要领悟在于，对于这条鲨鱼，传统捕鲨技术不再有效，因此需要采取另一种方式。与Brody警长一样，我们在当前宏观环境下也这样看待资产和证券选择：我们有必要采用另一种策略。自从新冠疫情爆发以来，这一观点一直是我们现已稳固确立的“变局”理论的核心支柱。

展望未来，我们对这一框架仍然抱有高度的信心，除此之外，我们现在认为，我们先前研究工作的长期影响可能比我们原先理解的程度更加深远。我们并非轻率发表这类评论，正因如此，我们认为投资组合经理和CIO需要考虑几个关键的行动要点。具体如下：

1. 首先，我们仍然认为，已经发生的“变局”（[图表13和14](#)）要求构建不同类型的投资组合，这包括增持基于抵押的现金流、提高前期收益率，并加强与我们所处的名义GDP高企的环境的关联（[图表19](#)）。重要的是，这也意味着，政府债券等避险资产以及日元等传统货币对冲工具在本轮周期中可能不会像以往那样奏

效。积极的一面是，尽管KKR所投资公司的首席执行官仍然认为，在本轮周期中，常规薪资（我们将其视为衡量服务业通胀黏性的指标）和通胀水平会比以往更高，但我们自己的内部研究工作显示，薪资正在从峰值水平回落。

2. 其次，鉴于预期回报率相较于过去更趋平淡，我们现在认为有必要更加注重投资多元化。正如我们在[图表21](#)中提供的详细数据所示，我们预测的各资产类别的五年期远期中位数回报率，比我们过去五年所观察到的数值低80个基点。然而，在本轮周期中，我们也在更广泛的资产类别中观察到更多的制胜途径。这一观点直接与新冠疫情之前的策略形成直接冲突，当时将资产集中于长期股票（如风险投资）和固定收益（如长期投资级债务）产品，往往能够轻松超越构建更多元化的投资组合的优势。如果我们的分析无误，那么正如我们通过[保险领域专有调研](#)所得到的启示，CIO应该扩大投资范围，持有更多与传统资产相关性较低的非传统资产。此外，资产配置者很可能需要更加善于捕捉机会，以便在某些资产类别、地区和/或行业周期性地失去市场青睐时，把握机会部署投资。

图表21：鉴于回报率较为平淡，我们认为更多元化的投资组合在未来的表现更佳

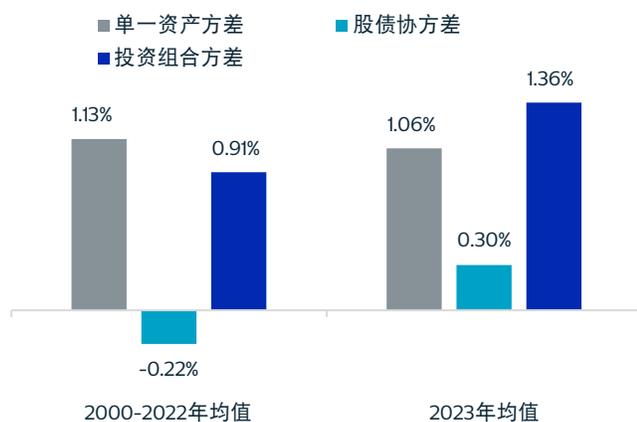
私募市场预期回报率，%



数据截至2024年4月30日。资料来源：彭博；美国银行；康桥汇世集团；Green Street；KKR全球宏观与资产配置分析。

图表22: 近期投资组合波动性的加剧更多是由股债相关性驱动, 而非单一资产波动性所致。这一背景意味着, CIO需要寻找更多能够降低投资组合整体方差的资产

60/40股债投资组合方差拆解分析 - 滚动3年期



数据截至2023年12月5日。资料来源: 彭博; 美国银行; 康桥汇世集团; Green Street; KKR全球宏观与资产配置分析。

3. 第三, 在我们新的框架体系中, 我们预计股票和债券资产之间基本面关系的波动性将会加剧, 而它们之间的相关性早已变得更为紧密。因此, 与过去相比, 传统基准可能会呈现更多的波动。具有反讽意味的是, 我们的同事Chris Sheldon将全球资本市场的现状比作“自讨苦吃”, 因为固定收益市场很大一部分如今实质上都属于与股票挂钩并提供每日流动性的信贷工具, 而投资者对更高流动性的渴望会加剧市场波动。我们可以从图表22观察到, 股债协方差的增加会导致投资组合整体方差上升。值得注意的是, 这一结果发生在单一资产方差实际上有所下降的情况下。我们的基本结论是, 资产配置者应当考虑转移至那些有助于抵消日益增强的股债相关性的资产。与董事会及最终利益相关者加强沟通的重要性也愈发显著。否则, 他们会面临更高的风险, 即董事会可能在极其不利的时间点, 鼓励CIO及其团队缩减特定单一资产类别的配置, 这最终可能导致在投资界已经开始预期未来回报下降的情况下, 进一步削弱累积的投资表现。

我们的基本结论是, 资产配置者应当考虑转移至那些有助于抵消日益增强的股债相关性的资产。与董事会及最终利益相关者加强沟通的重要性也愈发显著。否则, 他们会面临更高的风险, 即董事会可能在极其不利的时间点, 鼓励CIO及其团队缩减特定单一资产类别的配置, 这最终可能导致在投资界已经开始预期未来回报下降的情况下, 进一步削弱累积的投资表现。

第一节

资产配置与关键主题

首选与次选投资建议

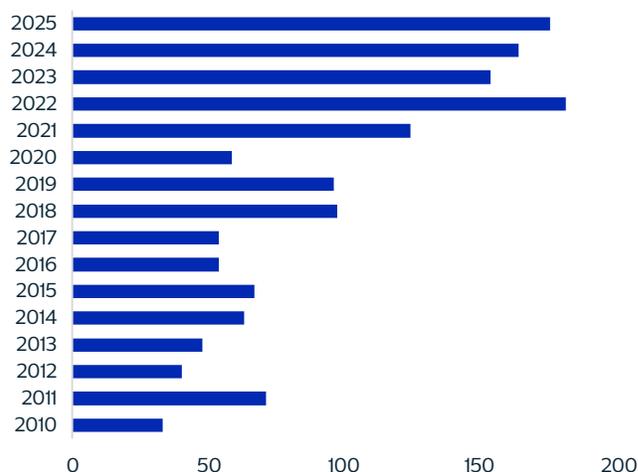
针对当前宏观经济形势，我们提供了最新的首选与次选投资建议，以供投资者参考：

▲ 上市公司自主回购（新增）

我们观察到，越来越多上市公司实质上正在通过优化资本配置（包括激进的股票回购计划）实现自我私有化。我们认为，住宅建筑行业就是一个明显的示例。在美国家居装修行业以及工业和能源行业的部分领域，我们也观察到了这种企业变革行为。在我们看来，该领域的许多高管正在弱化其业务中的周期性要素，以此创建更具可持续性且盈利和回报可预见性更高的公司。因此，我们认为，稳健的回购活动，加之较低的资本成本，可能会推动其中许多公司的估值大幅超越目前的共识预测。

图表23：欧洲企业历来倾向于股息分配而较少回购股票，但这一情况正在改变

欧洲斯托克600指数回购总额与高盛预测（不含金融股，单位：十亿欧元）

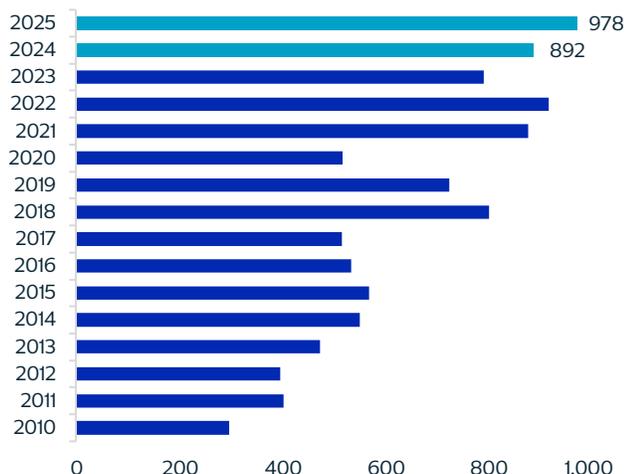


数据截至2024年4月24日。资料来源：高盛。

我们认为，由于通胀降温将使得美联储更有信心采取降息措施并放宽金融环境，整体收益率可能已接近峰值水平。

图表24：美股的回购受稳健的盈利增长和科技股所推动，导致供应严重不足

标普500指数成分股年度回购总额（单位：十亿美元）



数据截至2024年3月31日。资料来源：标普；Haver Analytics；KKR全球宏观与资产配置分析。

▲ CLO债务（新增）

我们认为，由于通胀降温将使得美联储更有信心采取降息措施并放宽金融环境，整体收益率可能已接近峰值水平。虽然我们依然看好贷款市场，但更倾向于通过高质量的抵押贷款债券(CLO)部分来实践这一理念，因为在特殊风险（尤其是再融资方面）上升的环境中，多元化投资的优势和信用增强的意义更加重大。我们也认为，CLO契合我们认为利率将在较长时间高于疫前水平的这一理论。

▲ 生物科技（新增）

我们认为，若与股票市场其他部分的表现相比，那么生物科技股近期的回撤可能受到过度放大。以纳斯达克生物科技指数为例，该指数较2021年的峰值下跌大约19%，而同期标普500指数实际上涨约19%。尽管如此，我们仍然认为，生物科技依然是市场上最引人注目的长期增长板块之一，支撑这一观点的因素包括人口老龄化、科技投入力度增加，以及近年来许多实力较弱的初创企业难以筹集资本或进行首次公开募股的事实。我们的基本结论是，我们越来越看好该领域——尤其在考虑到按市净率计算的估值目前徘徊在自全球金融危机以来的最低水平附近的情况下。

▲ 美元新兴市场企业债（新增）

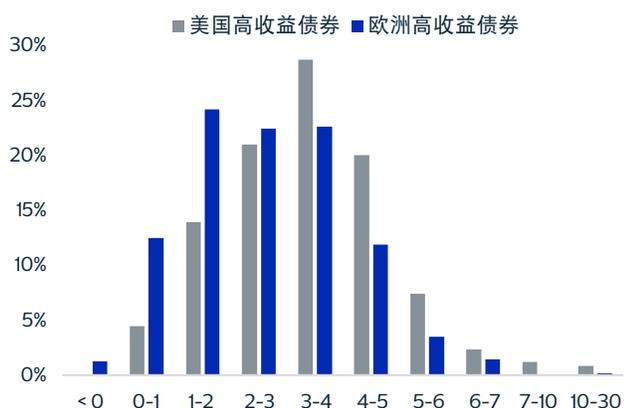
尽管我们对新兴市场的增长轨迹保持乐观态度，但仍然认为，新兴市场公开股市可能并非把握这一主题趋势的最佳途径，因为这类市场通常偏重于那些不会优先向股东提供利润回报的政府参股企业。对比之下，我们看好在私募市场中与本土合作伙伴共同努力以适应关键增长主题的机会，以及公共债务市场中的机会（特别值得注意的是，新兴市场债务违约率通常低于美国企业债）。目前，我们尤其青睐新兴市场债务中针对同一批拖累新兴市场指数回报的部分准政府企业进行放贷的相对价值机遇，因为这些企业相比一般企业享有更多的保障，同时能够提供相对于其固有风险的超额利差。

▲ 短期欧洲信贷（新增）

欧洲高收益债券不仅在利差基础上比美国高收益债券更具价格优势，并且我们认为，历史水平也表明，与美国市场相比，欧洲优质优先担保资产有更多的利差收紧机会。至关重要的是，欧洲高收益债券的到期年限通常较短，在此背景下，我们预计到2026年底，35%-40%的欧洲高收益债券将面临到期。若一并考虑欧洲央行的降息措施，那么这一现实能为仍具凸性特征的债券提供近期套利机会。此外，我们认为，欧洲的许多债券仍存在引人注目的凸性特征，对那些试图借助未来降息机会来解决现有短期债务问题的发行人则更是如此。

图表25：2026年底，35%-40%的欧元高收益债券预计面临到期。我们认为其中存在大量再融资机会

欧洲与美国高收益债券到期年限对比 (单位: 年)



数据截至2024年4月30日。资料来源：彭博。

▲ 日本（重申）

我们对日本的投资环境依然持乐观态度，坚信日本经济正处于复苏进程中。我们预计，未来几年，日本经济将从疫后由积压需求推动的复苏阶段，过渡到由实际收入增长推动的下一阶段。资本支出水平依然较高，这一点对于通过提高劳动生产率来抵消工资、食品和油价的上涨至关重要。我们感到宽慰的是，在日本首相岸田文雄的领导下，企业改革（尤其是上市公司改革）持续获得更多增长动能。此外，我们依然看好企业剥离项目中的机会以及上市公司直接私有化交易中的巨大价值，因为我们相信，运营价值创造方面的机遇极为可观。尽管如此，我们确实预计日元将在较长时间内保持疲软态势，波动幅度较大，并且很可能只有在美联储启动其宽松政策后才会走强。在此背景之下，我们认为，采用合理的对冲策略和投资组合构建方式将越来越重要。

▲ 365天借贷，含基金融资（重申）

如果我们的判断准确，即美联储的降息步伐将比市场预期的更为温和，那么收益率曲线前端提供的利差将成为2024年投资表现的关键驱动力。我们尤为关注定期认购额度，因为在地区性银行缩减新放贷款的领域，它能够提供更接触优质交易对手从而获得高于市场的回报的机会。目前，期限低于365天的子级信贷额度通常可提供SOFR加200至250个基点的收益率；我们认为，作为一种低违约风险的现金增值替代方案，这可能颇具吸引力。值得强调的是，在从周期性风险角度进行筛选的过程中，这类机会显得尤为优越，因为银行正在逐步重返该市场，这可能会在未来几个季度导致市场定价趋紧。

▲ 美国杠杆贷款再融资浪潮（新增）

我们认为美国杠杆贷款的再融资浪潮将会延续，从而推动即将到期的折价杠杆贷款获得更高的总体回报，这一点与我们在讨论欧洲高收益债券时的观点类似。总体而言，从年初到5月份，美国杠杆贷款发行总额达到5,500亿美元，其中1,980亿美元(36%)完全由再融资活动所推动。随着风险资产的利差持续收窄，我们预计这一主题趋势将在未来几个季度得以延续。正如我们的同事Chris Sheldon在近期的信贷通函中所暗示的那样，发起人和发行人正着眼于对现有债务进行重新定价和再融资，这将持续对该资产类别产生利好，并且有望在缺少新的并购活动的情况下推动利差进一步压缩。

图表26: 我们相信，在特定情况下，再保险资本解决方案能够带来显著的多元化效应、降低波动性并提升业绩表现…

资产	模型投资组合 (权重或比率)	另类投资1	另类投资2	另类投资3	另类投资4
股票	60%	60%	55%	55%	50%
债券	40%	35%	40%	35%	30%
保险资产	0%	5%	5%	10%	20%
年化回报率	5.4%	6.3%	5.8%	6.6%	7.9%
波动率	13.2%	12.9%	12.3%	12.0%	10.8%
回报风险比	0.41x	0.48x	0.47x	0.55x	0.73x
基点差异					
	模型投资组合 (权重或比率)	另类投资1	另类投资2	另类投资3	另类投资4
年化回报率	5.4%	+90	+39	+129	+257
波动率	13.2%	-27	-92	-120	-239
回报风险比	0.41x	+0.08x	+0.06x	+0.15x	+0.33x

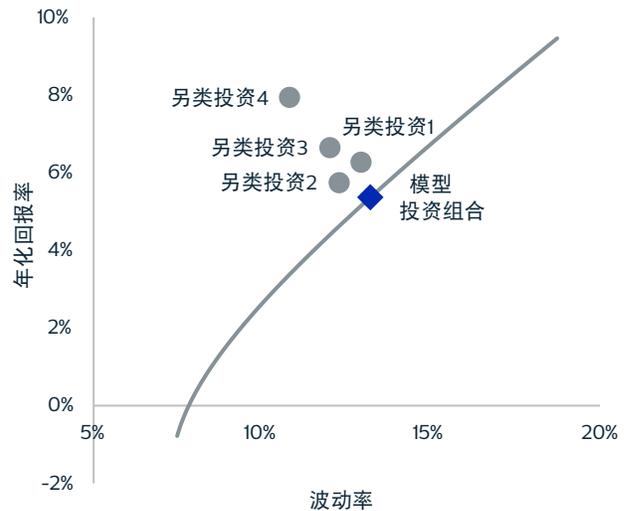
股票：MSCI全球总回报指数（美元）；债券：彭博全球综合总回报指数；另类投资组合：再保险交易。数据涵盖2018年1季度至2024年1季度。资料来源：KKR全球宏观、资产负债表和风险分析。

▲ 再保险资本解决方案 (新增)

我们在近期的调研工作中反复听到的一个声音是，投资者（尤其是家族办公室/高净值投资者）越来越渴望持有期限更长、以复利增长为导向并具备税收优化属性的投资资产。值得注意的是，我们相信，参与再保险交易（或我们所称的保险资产类别）可以有效补充收益导向型资产类别，如私募信贷和/或资产融资。同时，这一资产类别具有高资本回报率属性，允许资产配置者在投资组合中采用“进取型”策略。保险资产类别的市场潜力相当可观，我们观察到，越来越多的保险公司正在寻找合作伙伴来为大宗交易进行再保险，或者已实际退出某些业务线。如果我们的“更大船只”理论成立，那么除了稳定的回报和坚挺的收益率特征之外，该资产类别与其他更传统的固定收益产品的低相关性也极具吸引力。

图表27: 这与我们对于投资组合构建的多元化论点一致

各种再保险交易组合与传统60/40股债组合的波动率及年化回报率对比



股票：MSCI全球总回报指数（美元）；债券：彭博全球综合总回报指数；另类投资组合：再保险交易。数据涵盖2018年1季度至2024年1季度。资料来源：KKR全球宏观、资产负债表和风险分析。

▲ 远期油价（重申）

我们预计，随着全球需求放缓以及全球供应改善，明年油价将适度调整至每桶70至80美元中位数区间。从长远来看，我们仍然认为“80美元将取代60美元成为新常态”。页岩油仍然是全球长期供应增长的主要来源，除非价格稳定在每桶80美元上下，否则生产商会持续展现出不愿扩大供应的趋势。该预测仍然远高于期货价格，后者在2025年及之后将继续下滑至60到70美元区间。

图表28：如果我们的判断正确，即页岩油生产商目前着重于创造可观的自由现金流和股本回报率，那么我们认为，若要实现该等目标，油价长期价格水平需要达到大约80美元

石油勘探与生产企业股本回报率中位数与西德克萨斯中质(WTI)原油价格均值对比



*COP、EOG、PXD、OXY、FANG、APA、PDCE、MGY、MUR、DEN、CIVI、CRC、SM、CDEV、TALO中位数。数据截至2023年12月31日。资料来源：彭博。

▲ 机会型信贷（重申）

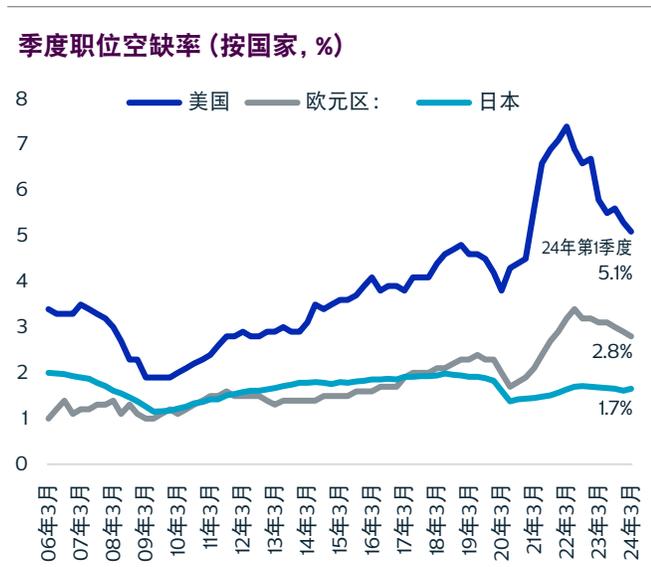
这一“精选推荐”涉及多条线索。首先，我们认为机会型流动性信贷工具中存在着巨大价值，这些工具能够在高收益债券、杠杆贷款和结构化信贷之间以及各个行业和主题之间灵活“切换”配置，尤其是在利差和无风险利率的重新定价创造出精选相对价值机遇时。此外，我们也认为，信贷资产类别的内部离差扩大（通常由无差别化的ETF买入和/或卖出行为推动），正催生出前所未有的大量投资机遇。与此同时，我们观察到，在我们称

之为“资本解决方案信贷”的领域中，存在部分极具吸引力的相对估值，可用于资助收购和/或国内回流计划等重大资本支出。特别而言，我们确实感觉到有效边界上存在一个上行“拐点”，这使得可转换债券和优先证券等产品的投资者能够在一定程度上享受参与股票上行的机会，同时也能以有限的额外成本保留一定的下行保护。最后，亚洲信贷依然是投资者兴趣日渐增长的领域所在，因为该市场尚处于起步阶段，面临来自传统参与者的竞争较少。

▲ 劳工再培训（新增）

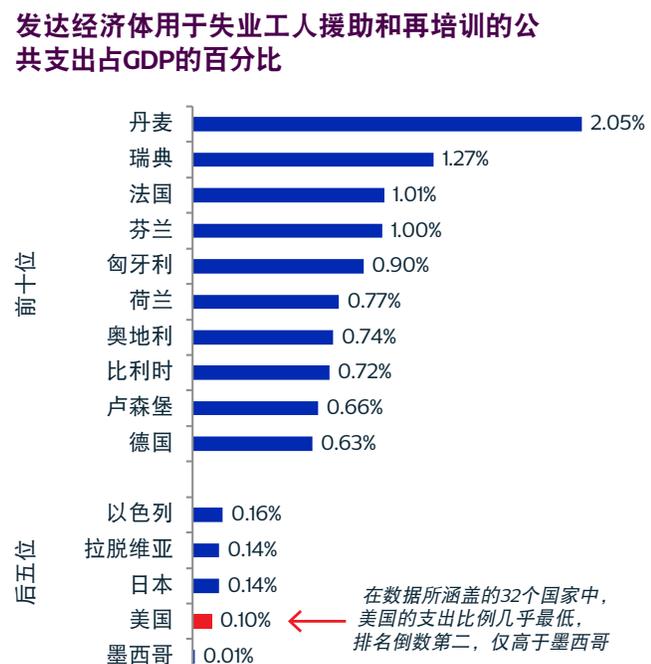
美国国会预算办公室(CBO)的最新数据显示，2023年至2027年期间，美国的移民总人数可能比先前预期高出大约550万人（相当于美国国会预算办公室此前基于当时移民人数预测所做假设的两倍以上）。鉴于美国目前约有810万个空缺岗位，这应该有助于缓解劳动力短缺问题，但不利消息是，大部分新增的劳动力只能胜任其中大约200万个空缺岗位。因此，我们认为，在提升劳工培训质量方面进行投资是一次具有经济意义的重大机遇，这有助于许多劳工进入制造业、物流业、护理业等领域的高技能工作岗位，以填补因婴儿潮一代退休或需求增加而产生的职位空缺。鉴于这一背景，我们可能需要重新考虑应对策略。我们认为存在机遇的方面可能包括：1) 将工作要求从“文凭优先模式”转变为“技能优先模式”。重要的是，我们相信这将优化教育和培训领域的投资回报率(ROI)，同时也会培养出更多具备就业能力的人才；2) 依靠证书来证明个人在特定需求和就业相关领域接受过培训；3) 通过“技能优先模式”让员工和雇主了解技能的关联性，从而促进那些工作内容与所需技能有所交集甚至完全一致的现有员工进行技能升级；以及4) 扩展提供在线认证和个性化辅导的融合平台模型。

图表29：美国员工流动率远高于其他发达国家



数据截至2024年3月31日。资料来源：美国劳工统计局、欧盟统计局、日本央行、Haver Analytics。

图表30：在经合组织所研究的32个国家中，美国在员工再培训方面的支出比例排名为31



数据截至2022年12月31日。资料来源：美国商务部。

▲ 多户住宅房地产 (新增)

一段时间以来，我们一直主张超配房地产信贷。如今，我们认为，股权方面也同样存在可观价值。我们思考的关键点在于：美国的租赁空置率正处于约40年来的最低水平（疫情期间除外），而考虑到建筑开工量的回落，按现行趋势预测的家庭组建速度可能会超出可交付租赁房源的增长速度。重要的是，我们认为近期美国移民数量的暴涨更会加剧这种供需失衡问题，因为未来三年内，新来移民会导致新建家庭数量翻倍。最后一点，我们认为市场技术面同样也呈现更加乐观的态势，包括有迹象表明资本化率现已开始触顶（因为买卖双方交易增多），并且房地产借贷（包括商业抵押支持证券(CMBS)市场）利差正在收紧。因此，虽然我们尚未准备好在房地产配置方面“全速推进”，但我们认为在具有战略意义的地理区域持有部分现有多户住宅可能会非常有利，而在置换成本接近或高于资产价值的情况下则更是如此。

▼ 面对市场情绪高涨，淡化美联储降息预期 (重申)

如果我们的判断准确，即我们正处于名义GDP和劳动生产率水平不断上升的环境中，那么联邦基金中性利率在本轮周期可能会保持较高水平。因此，我们并不赞同今年降息两次左右的共识预测。相反，我们坚持认为，通胀虽然正在趋于温和，但不会回到美联储2%的目标区间。因此，我们将把握鸽派情绪高涨时机，对冲利率风险（正如2023年银行危机期间为投资者提供的机会）。

▼ 低成本非必需消费 (重申)

正如我们此前撰文所述，在本轮周期中，年轻和低收入美国消费者受通胀的影响最为严重，这对他们的可支配收入支出构成了压力。更何况，当前许多通胀压力集中在食品、住房等“刚需”类别中，这挤占了原本可用于外出就餐或娱乐用品等“锦上添花”预算项目上的非必需消费支出的钱包份额。最后，我们认为，鉴于移民人数暴涨会导致对就业机会和低价住宅的争夺愈发激烈，低收入群体的需求构成可能会减少休闲快餐等类别的支出。在此背景下，尽管整体消费数据已基本从2022年的通胀冲击中有所恢复，但我们对上述群体的非必需消费支出前景仍持保守态度。

▼ 外汇风险 (新增)

我们认为，世界主要经济体在通胀和增长方面的步调不一会加剧利率和货币的波动性，而在各国需要于债券收益率上升对预算的长期影响与货币贬值对贸易收支平衡的影响之间做出权衡考量的情况下则更是如此。为了理解这一点，我们可以看看近年来美国和日本的不同经历：美国债券价格已经相当实惠，但美元却大幅上涨。日本债券价格依然昂贵，这应该有助于缓解政府赤字，但日元却处于30年来的最低水平。地缘政治因素（包括外汇储备平衡和外汇干预）的交错影响也需要纳入考量。我们的结论是：目前，对大多数投资者而言，押注于货币回报的风险回报比可能并不理想，这就是为什么在大多数情况下，我们更看好美元投资者利用外汇对冲来获益，而不是去追求潜在的货币升值。

关键主题

我们还认为，在当前充满不确定性的环境下，侧重于那些能够与之形成反衬的主题极为关键。为此，我们对以下投资趋势倍感兴趣：

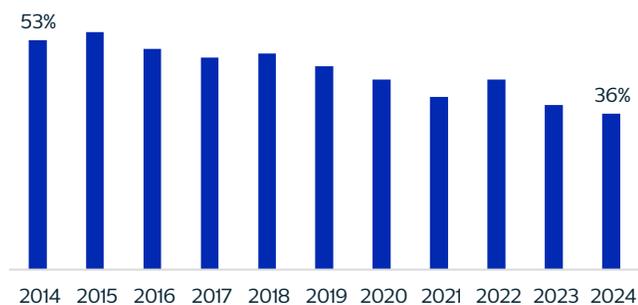
1

在股市买入（卖出）复杂（简单）标的

虽然我们仍然偏好信贷市场的简单标的，但也注意到与股市复杂标的相关的可观机会。我们相信，除了上市公司直接私有化交易之外，为了在分化的市场中寻找被低估和未被充分认可的公司，关注企业剥离计划是最具吸引力的方式之一——这些市场似乎往往不惜一切代价来避免复杂标的而追求简单交易项目。尤其是我们仍然相信，在当前市场环境下，收购私募股权、基础设施和能源领域优质剥离项目的机会依然十分可观。在我们看来，以美国和日本等大型市场为例，我们可以合理预期，其在接下来12至24个月内的企业剥离交易量预计占总交易量的三分之一或更多。至关重要的是，这类交易的价格往往比常规的私对私交易更具吸引力，而且运营面的上行空间也通常比一般的私募股权交易更为显著。

图表31：工业部门分化程度愈发严重

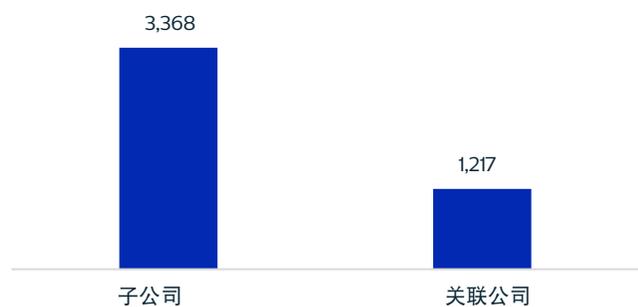
前10大工业企业占标普工业指数的百分比（按市值）



数据截至2024年5月31日。资料来源：FactSet慧基、Melius Research。

图表32：日本企业剥离领域的撤资现象预计会持续上演

日本五大精选企业集团的子公司和关联公司数量



子公司指纳入合并财务报表范围的附属公司。关联公司指未纳入合并范围的附属公司。数据截至2022年3月31日。资料来源：公司披露信息；KKR全球宏观与资产配置分析。

试想一下，人工智能领域的电力需求增长预计相当于在电网中接入2,400万户住房（约占住房存量总额的16%）。

2

基于抵押的现金流

我们的研究持续表明，在投资组合对抵御通胀的需求依然高企的时候，许多个人和机构投资者仍然低配实物资产（尤其是基础设施和能源领域）。此外，如果我们对人工智能电力需求的预测准确，那么我们相信，旨在持有更具增长潜力的基础设施资产（尤其是与数据中心、物流等领域相关的资产）的机会将极具吸引力。试想一下，人工智能领域的电力需求增长预计相当于在电网中接入2,400万户住房（约占住房存量总额的16%）。最后一点，正如我们在下文中将展示的，利用实物资产（尤其是基础设施、房地产信贷、基于资产的融资以及特定大宗商品投资）来提升投资组合多元化程度所带来的优势，正好高度契合我们当前关于需要在投资组合中增加多元化工具的宏观观点。这一点在图表33和图表34中分别得以体现。

图表33：我们认为，更多CIO可能有必要关注非传统资产类别（尤其是基础设施）的多元化优势

资产类别相关性（按季衡量，采用2012至2023年的历史12个月总回报）									
	投资级债券	住宅抵押支持证券	商业抵押支持证券	上市股票	结构化信贷	私募股权	私募信贷	房地产股权	基建债券
投资级债券	100%								
住宅抵押支持证券	92%	100%							
商业抵押支持证券	96%	91%	100%						
上市股票	50%	28%	44%	100%					
结构化信贷	35%	6%	34%	70%	100%				
私募股权	29%	12%	28%	84%	49%	100%			
私募信贷	7%	-17%	5%	78%	75%	76%	100%		
房地产股权	-20%	-19%	-17%	33%	12%	52%	55%	100%	
基建债券	-3%	-19%	-6%	46%	21%	63%	55%	54%	100%

数据截至2023年9月30日。资料来源：康桥汇世集团；摩根大通；彭博；KKR全球宏观与资产配置分析。

同时，在信贷领域，我们看好房地产信贷和资产融资，这也是我们对“变局”理论的实践体现。即使通胀正在降温，且美联储可能即将采取宽松政策，但我们仍然认为利率长期高企的局面将持续存在。因此，我们认为，用于为房屋、飞机、可再生能源资产和仓库等实物资产进行融资的结构性产品有望获得评级上调机会。重要的是，由于该产品通常由硬资产支撑，而硬资产往往会随着消费价格上涨而增值，因此它们也具有一定程度的通胀联动性；此外，该产品通常具有浮动息票，这可能会在利率较高时期使贷方受益。

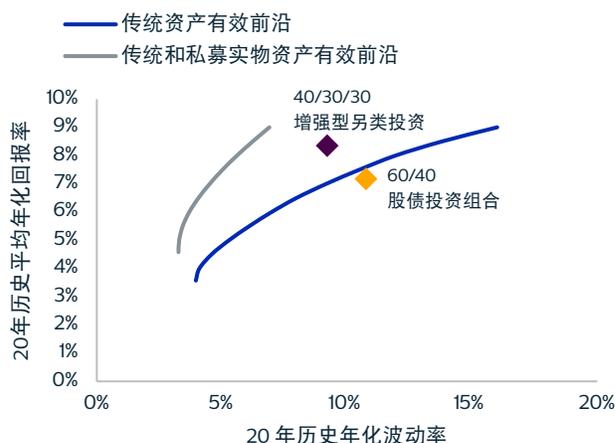
3

劳动生产率

我们仍然相信，企业需要重视自动化和劳动生产率，以此来弥补某些情况下的技能不匹配和劳动力短缺问题。在我们看来，许多最具影响力的技术趋势，包括新冠疫情之前就已经存在的自动化和数字化趋势，现下都在加速发展，而经济中的工业部门则更为显著。我们认为，近期劳动生产率的增长并非异常现象，而是与自2014年左右开始的资本投资回暖密切相关。至今，最尖端的技术尝试主要集中于制造业，在美国，制造业占总就业人数的比例不到10%，但几乎囊括了所有机器人安装量的90%。然而，由于人口老龄化使得服务行业的初级岗位越来越难以填补，这一局面正在发生改变。我们相信，随着零售、休闲和酒店以及医疗保健等领域的自动化程度提高，这种变化趋势将会加速。此外，我们也非常看好劳工再培训领域的趋势。我们相信，利用数据和教育技术来提高学生/劳工的技能，使之更好地满足企业对劳动力的需求，将成为一个重要主题。在我们看来，自动化和劳动生产率无疑已成为本轮周期中引人瞩目的超级主题之一。在我们交易团队自疫情以来的私募股权投资活动中，这两大主题有时占据了大约20%-25%。

图表34：“变局”：我们认为，资产配置有必要偏向于与名义GDP挂钩的投资项目

实物资产与60/40股债投资组合20年平均年回报率和波动率

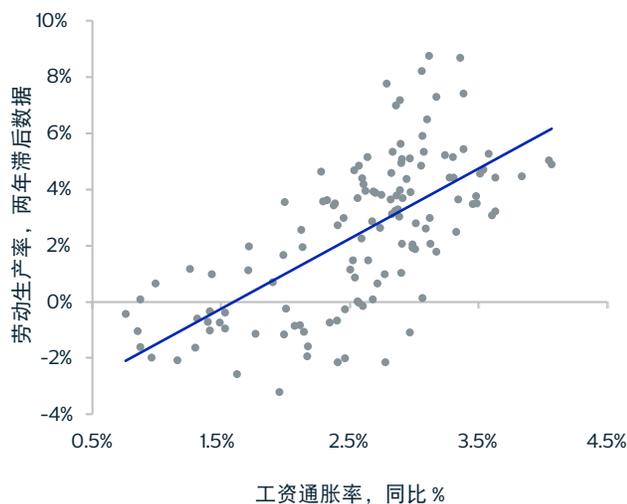


有效边界根据截至2023年3月过去20年的每季总回报计算得出。在构建传统资产有效边界时，我们分别采用MSCI世界指数代表全球股票、彭博全球综合政府债券指数代表全球政府债券、安硕TIPS债券ETF代表通胀保护证券(TIPS)，以及彭博全球综合企业指数和彭博全球高收益指数代表投资级和高收益企业债券。传统和私募实物资产的有效边界除了采用前述所有指数外，还采用了MSCI美国REIT指数代表全球房地产投资信托、标普高盛现货指数代表大宗商品、Burgiss全球基础设施指数代表全球私募基础设施、Burgiss全球房地产指数代表私募房地产以及Gillberto Levy商业抵押贷款指数代表私募房地产债务。数据截至2023年3月31日。资料来源：彭博；Burgiss；Gillbert Levy；KKR全球宏观、资产负债表和风险分析。

此外，我们也非常看好劳工再培训领域的趋势。我们相信，利用数据和教育技术来提高学生/劳工的技能，使之更好地满足企业对劳动力的需求，将成为一个重要主题。

图表35：总体而言，工资的上漲应在一段时间之后引领劳动生产率增长（尤其是技术型岗位）

美国制造业工资通胀与劳动生产率，%



数据截至2024年4月30日。资料来源：美国经济分析局；美国劳工统计局；KKR全球宏观与资产配置分析。

4

安全至上

我们对这一主题依然极为看好。在全球地缘政治紧张局势升级、网络攻击频发以及全球供应链不断转变的背景下，全球各公司的首席执行官纷纷表示，他们希望确保其公司在能源、数据、物流和制药等关键投入方面具备韧性。具体来说，我们认为，金融服务行业的监管机构和高管强烈感受到，网络安全防护方面的支出应该获得实质性的增长，在2023年国债市场遭受黑客攻击之后尤其如此。这一主题也牵涉全球气温上升。企业必须保证存储、电力和运输的安全性，而随着美国《通胀削减法案》(IRA)等政府支出计划/税收激励措施的出台，更多的政府支持将投向气候与供应链的交集领域。此外，我们亦认为，国防工业将继续该主题中获益匪浅。

5

亚洲内部联动

自新冠疫情爆发以来，我们曾多次到访亚洲，确信当地正在发生有意义的变革：亚洲正在形成以自身为核心的格局，亚洲内部的贸易活动日益增加，而不再仅仅局限于与西方发达市场进行交易。如今，亚洲地区内部合作伙伴之间的贸易已超出与西方市场所开展贸易的比重，从1990年的46%大幅攀升至2021的58%。我们相信，这一市场比重可能会进一步增加，尤其是考虑到2021年欧洲内部贸易占比已达到69%。综合来看，我们预计在未来五到七年内，亚洲内部贸易的比重可能会达到65%至70%。

我们集中关注的重点领域包括交通运输资产、海底电缆、安全、数据/数据中心和能源传输。值得注意的是，在这种格局的形成过程中，本地银行正在逐渐扩大其在本土市场的份额。在全球金融危机爆发之前，西方金融公司占亚洲地区海外借贷业务的三分之二。相比之下，如今以中国、日本和新加坡实体为首的亚洲本土银行占据了半数以上的份额。

此外，我们还观察到，该地区越来越多的国家正在融入亚洲的全球增长推动力并从中稳固获益。Frances Lim认为，印度以及东南亚地区尤其有望受益于持续的变革。除了这些国家的有利的人口结构以外，越来越多的跨国公司开始在中国以外的市场扩展业务，这也是一个重要的影响因素。供应链韧性的增强为该地区带来了数据中心、物流以及低成本制造方面的机遇。

6

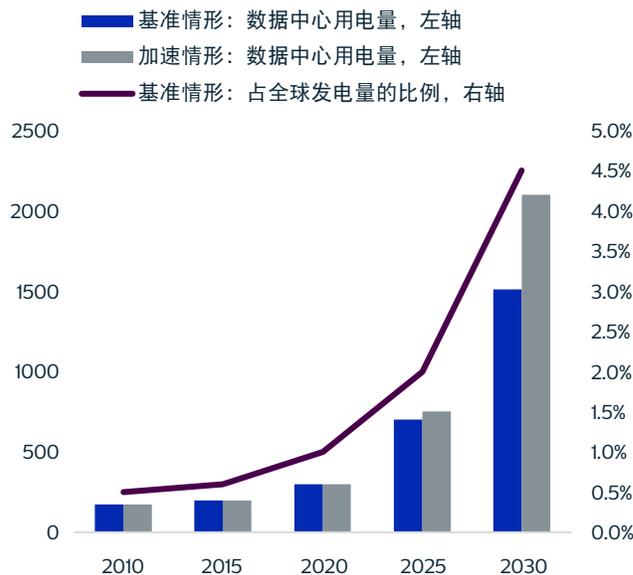
人工智能与能源供应的交集区间

近几个月来，我们投入了大量时间与公司内外利益相关者进行了交流，深入探讨电力供应能力是否能够承载我们目前所观察到的所有看涨需求情绪。我们的结论是，制约因素在于供给侧而非需求侧，而这种供需失衡问题将成为未来几年北美、欧洲和亚洲市场最受瞩目的主题之一。就整体情况而言，我们最合理的预测是，美国的电力需求在未来五年将以复合年增长率2.0%-2.5%的速度增长，相较之下，过去五年这一数值为零。随着这种增长势头的加速，预计到2029年，数据中心将占能源需求总量的7%至10%，相比之下，目前这一比例仅为2%到3%。倘若我们的预测准确，那么天然气、可再生能源、电力输送以及其他形式的基础设施将需要数十亿美元的资金投入。根据我们的研究理论，我们预计能源效率（包括冷却工序）将成为一个重要的增长领域。为了深入研究这一主题，我们最近在6月初到访了西班牙，此次旅程不仅巩固了我们认为需求侧正在日益增长的这一观点，也让我们确信，为了化解欧洲生产领域正在浮现的瓶颈问题，需要更多的可再生能源供应及额外的电网升级。

就整体情况而言，我们最合理的预测是，美国的电力需求在未来五年将以复合年增长率2.0%-2.5%的速度增长。

图表36：到2030年，数据中心用电量可能占全球能源发电量的4.5%

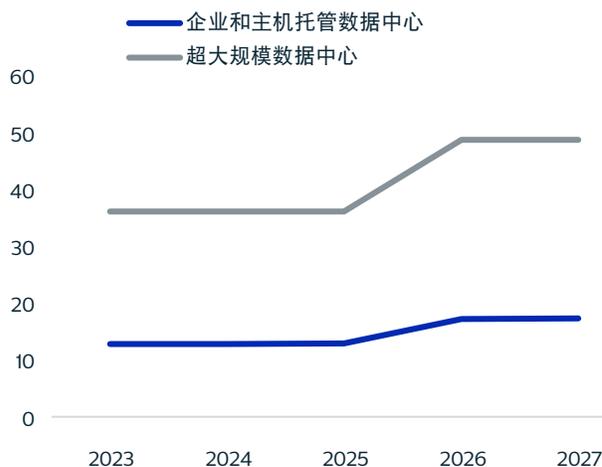
全球数据中心每年用电量，太瓦时



数据截至2024年3月31日。资料来源：SemiAnalysis。

图表37：作为市场中规模最大且增长最快的领域，超大规模云服务商需要更多的能源、机架和冷却系统

机架密度，千瓦/机架



数据截至2024年3月31日。资料来源：仲量联行。

7

人口结构对退休保障构成的挑战

尽管我们相信，劳动生产率正处于上行周期的初期阶段，但我们依然担心劳动生产率的增长可能不足以抵消全球劳动力结构快速老龄化的负面影响。让我们来回顾一下，抚养比，即65岁以上人口相对于劳动年龄人口的比例，从1990年的18%上升到了2020年的30%，并且预计到本十年末期将上升至37%。换言之，世界许多地区的劳动年龄人口正在触顶，而他们需要供养的老龄人口的基数却在迅速增长。这意味着必须加大力度提高生育率。此外，充满挑战的人口结构形势也会进一步驱使成熟市场的政府和企业鼓励更多的国内储蓄，比如推行年金和其他延税储蓄工具。相比之下，在印度等新兴市场，我们预计政府将推出新的计划，促进个人将资产配置从黄金和房地产转向更传统的资本市场储蓄工具。

图表38：理财与退休储蓄目前明显偏重于高龄人口。我们认为，此类失衡现象会促使政府更加关注退休保障问题

各年龄组家庭资产情况（按万亿美元以及占总资产的百分比计）

年龄	资产，万亿美元		占总资产的百分比	
	2023	2001	2023	2001
55岁及以上	\$114	\$26	69%	51%
40-54岁	\$37	\$19	22%	37%
40岁以下	\$15	\$6	9%	12%

数据截至2023年12月31日。资料来源：美联储。

我们认为，与此同时，现有的储蓄体系需要进行重新布局或重组。首先，不妨思考一下，在美国和其他经济体中，近几年经历的大规模退休潮都与老年工作者因房价上涨（尤其是在新冠疫情之后）而获得的财务安全感密切相关。然而，高涨的房价，加上发达市场的结构性住房短缺，意味着工人今后越来越有必要寻找积累财富的替代途径。综合来看，以美国为例，55岁以上年龄群体在整体资产中所拥有的比例已从2001年的51%增长到2023年的69%，其中部分原因在于同期房地产资产价格增长了四倍。这一点可参见图表38。

我们认为，房产持有者目前有必要分散其资产配置，以构建更加均衡的退休金计划。与此同时，许多未持有房

产者不得不将更多现有收入用于支付房租，由于他们没有从房屋资产价格升值中受益，因此需要寻找创造“补偿性储蓄”的途径。在我们看来，若不借助更多的专业建议和政府激励措施，这两项任务（即房产持有者的资产分散配置以及未持有房产者急需的补偿性储蓄）都难以轻易完成。

关于退休保障的最后一点是，我们认为国家安全和经济安全之间的界限将会逐渐模糊。简单来说，我们预计会有更多的政界人士鼓励公民在国内进行储蓄。的确，以马克龙总统最近的发言为例，他指出欧洲面临的一大挑战在于缺乏统一的金融系统，以确保将储蓄用于为欧洲大陆的创新和私募投资项目提供资金。相反，他提到了一项估计数据，即有3,000亿欧元流入了美国国债市场，他认为，这推动了美国而非欧洲的经济增长。坦率地说，这种直言不讳的观点并非完全出乎我们的预料，因为在某种程度上，许多政治领导人都希望降低资本成本并减少对海外资金流的依赖，而那些以巨额赤字运作的国家则更是如此。因此，我们发现延纳储蓄账户的显著增长，这种增长加之各国所面临的人口结构不利因素，有助于缓解因巨额赤字运作和/或依赖他国为其增长提供资金而引发的部分担忧。

总括而言，我们向CIO传达的信息是，我们已开启“变局”理论的新篇章。更为平缓的预期回报率使得CIO有机会利用其风险预算来提升资产多样性，尤其针对那些相互关联程度较低且能够在市场波动期间发挥更多平衡作用的资产。除了预期回报降低之外，另一项变化是，如今市场的波动性是由股债相关性而非单一资产波动性驱动。针对这一“变局”，我们依然主张采取新的资产配置策略。

风险方面，我们仍然认为，相较于收入放缓情况下的较低利率，更高的利率（尤其是在劳动生产率下降的情况下）将构成更大的风险。有鉴于此，我们仍然重视在投资组合中持有部分浮息债务，同时增加与名义GDP挂钩的资产比重。

总的来说，我们要传达的信息是，尽管我们的社会、市场和经济面临着各种潜在阻力因素，但现在绝非沉溺于悲观情绪的时刻，尤其是当机会来敲门时。我们仍然观察到一些极具吸引力（特别是对于长期资本配置者而言）的机会，因此，我们将把握任何市场错位契机，增加对“安全至上”、“基于抵押的现金流”、“劳动生产率”以及“亚洲内部贸易”等长期结构性主题的投资敞口。

不过，或许更为关键的是，我们观察到美国的劳动生产率正在逐步上升，这是一个比我们先前预期更为乐观的结构性利好因素——我们认为投资者应当重点关注这一方面。

第二节

经济预测

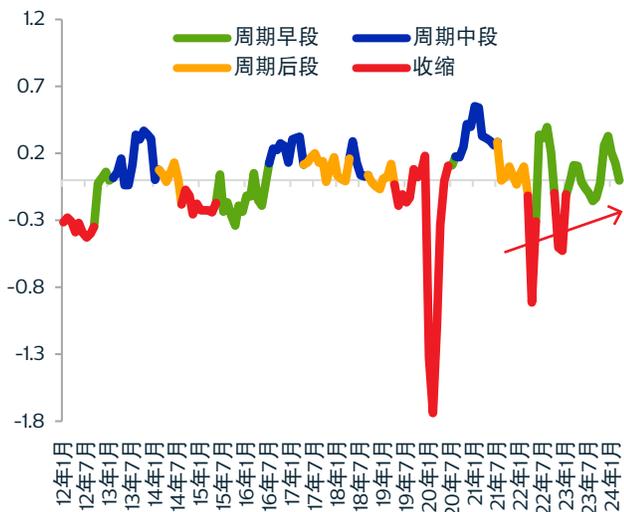
中国GDP

预测：我们已将2024年中国实际GDP增长预测上调30个基点，从之前的4.7%调整到5.0%。我们的2024年最新预测值与共识预测的4.9%有所差异。对于2025年，我们将GDP增长预测上调10个基点至4.6%，而目前的共识预测为4.5%。

评述：我们之所以向上修正经济增长预测，主要原因在于我们观察到中国经济的筑底现象，以及近期由区域内贸易和服务行业的温和复苏助推的增长动能。此外，中国政府也在加速放宽房地产政策，这可能有助于在2024年下半年稳定市场情绪。

图表39：中国的周期性增长动能似乎正在筑底

中国经济周期性指标



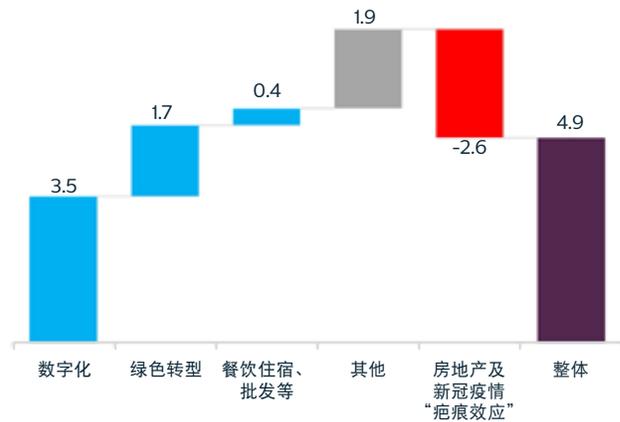
数据截至2024年5月10日。资料来源：中国国家统计局；Haver Analytics；KKR全球宏观与资产配置分析。

在思考中国的经济增长时，有几个因素必须予以考量。具体如下：

要点1：我们相信，从周期性角度来看，中国经济的状况正逐渐向好。与我们在欧洲看到的情况类似，同比数据的确有所好转，而现下全球复苏进程的非同步性似乎也呈现出稍许趋于一致的迹象。在我们最近一次访问北京期间，我们听闻了这方面的改善，并了解到中国出口商订单量的增长情况。

图表40：鉴于政策加速放宽，我们将2024年中国GDP增长预测从4.7%上调至5.0%

中国GDP细分：2024



数据截至2024年5月10日。资料来源：中国国家统计局；Haver Analytics；KKR全球宏观与资产配置分析。

我们相信，从周期性角度来看，中国经济的状况正逐渐向好。

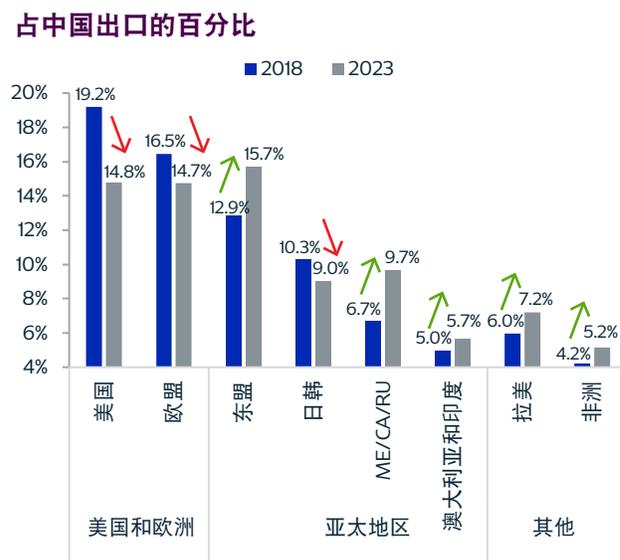
在我们看来，真正值得关注的结构性变化仍然是亚洲区内贸易的加速发展。总体而言，随着区内贸易不断增长，亚洲正在逐步形成以自身为中心的经济格局——1990年，亚洲贸易只有46%发生在亚洲境内，而2021年，这一数字已达到58%。

在这场区域性变革中，中国出口正从传统市场（如美国和欧盟）延伸至新兴市场 and 欠发达市场，以此实现多元化发展。若考虑过去五年的数据，我们会发现，中国对美国和欧盟的出口占其出口总量的比重下降了6.1%，而这一跌幅被东盟、中东和中亚地区内部贸易的一部分显著增长所抵消。

要点2: 中国政府正加速减少房屋存量，力求维护市场稳定。事实上，中国人民银行最近将首套住房购买者的首付款比例下调至15%的历史最低水平，取消了抵押贷款利率下限，并设立了3,000亿人民币的保障住房融资再贷款机制。尽管单凭这些措施并不能完全解决问题（正如我们的预测显示，房市调整可能才完成一半——更多详情请参阅[亚洲出访观察](#)），但它们应该能缓解因负财富效应和信心减弱所带来的恶性循环。市场预期，中国政府将在政策议程中将经济增长列为优先事项，并推出更多的刺激措施来支撑经济。

此外，中国也高度重视“产业升级”，特别是因为这密切相关中国的工业布局：提升质量、降低排放以及采用更先进的技术。除此之外，消费反弹也是支撑这一理论的重要因素。

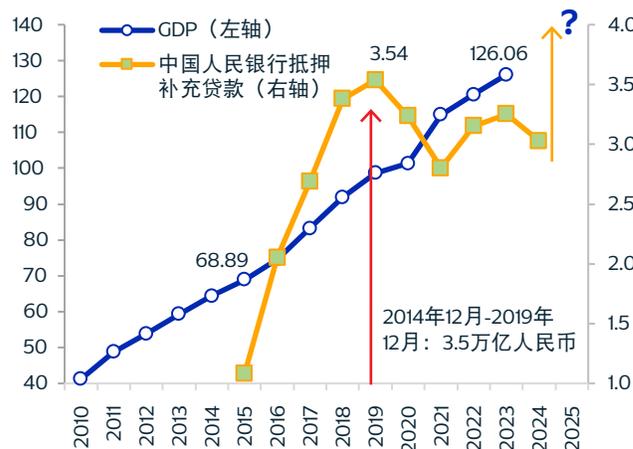
图表41: 在区域贸易活动日益增长的背景下，中国出口正从传统市场延伸至新兴市场 and 欠发达市场，以此实现出口目标市场的多元化



注：ME/CA/RU代表中东、中亚与俄罗斯。数据截至2023年12月31日。资料来源：万得；KKR全球宏观与资产配置分析。

图表42: 我们认为，2024-2026年期间，中国将出现更多的质押补充贷款来促进经济增长

中国GDP和中国人民银行抵押补充贷款
(单位：万亿人民币)



数据截至2023年12月31日。资料来源：万得；KKR全球宏观与资产配置分析。

要点3: 从推动因素来看，绿色经济的转型趋势依然强劲。虽然在中国GDP中的占比仅为10%，但我们估计该领域的年同比增长率可达20%左右。绿色经济重点关注三个方面，包括：1) 制造业碳足迹的减少；2) 货物运输效率的提升；以及3) 电力，其中2023年的可再生能源装机容量达到14.5亿千瓦，占总装机容量的50%以上。

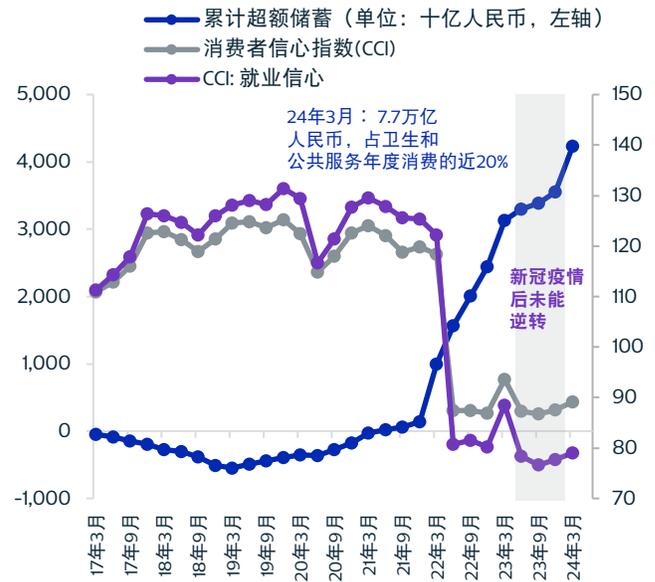
此外，中国也高度重视“产业升级”，特别是因为这密切相关中国的工业布局：提升质量、降低排放以及采用更先进的技术。除此之外，消费反弹也是支撑这一理论的重要因素。然而，储蓄仍在不断上升，这反映出对经济信心的实质性提升仍有必要。受新冠疫情“疤痕”效应、青年失业率激增以及住房危机的影响，消费者信心一度下滑，截至2024年第1季度，超额储蓄飙升至全年消费总额的20%。话虽如此，尽管中国的炫耀性消费有所下降，但购买基本商品和服务以及适度提升生活水平的活动（尤其是在中高收入人群中）仍然保持强劲。事实上，这种经济发展势头与我们在我们所投资的中国公司中看到的情况一致，其中大部分企业都专注于消费和服务领域。

基本结论: 政府的刺激措施正在推动周期性增长动能，我们期待这种支持力度不会过于微弱，以至于无法持续推动经济复苏。下行风险包括美国和其他贸易伙伴可能对中国产品施加的关税和其他贸易壁垒。

从推动因素来看，绿色经济的转型趋势依然强劲。虽然在中国GDP中的占比仅为10%，但我们估计该领域的年同比增长率可达20%左右。

图表43: 就业和消费信心低迷导致超额储蓄增加

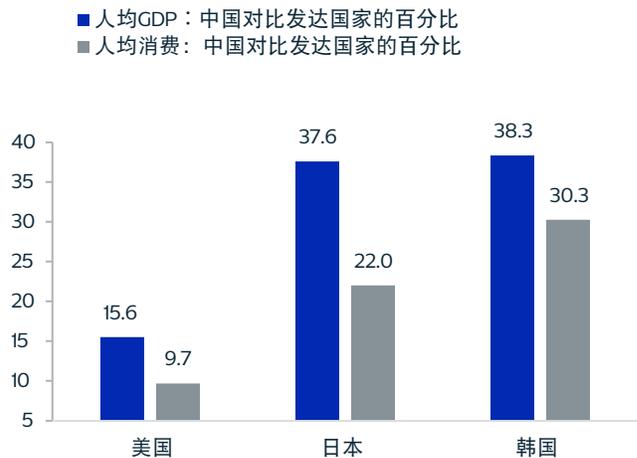
中国：累计超额储蓄与消费者信心对比



数据截至2024年5月10日。资料来源：中国国家统计局；Haver Analytics；KKR全球宏观与资产配置分析。

图表44: 即便维持现有收入水平，中国消费市场仍有巨大增长潜力

人均GDP和人均消费：中国对比美国、日本和韩国的百分比



数据截至2024年5月10日。资料来源：中国国家统计局；Haver Analytics；KKR全球宏观与资产配置分析。

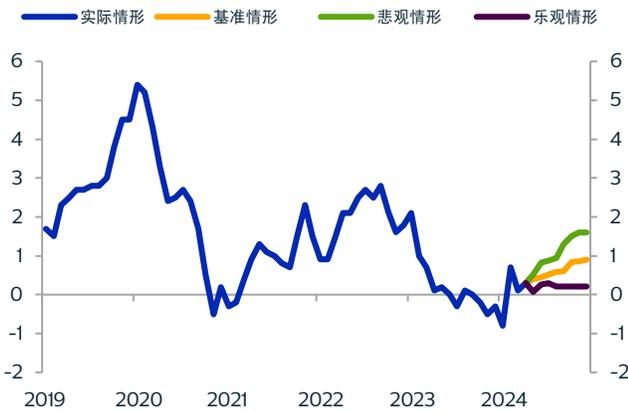
中国通胀

预测：近期的通缩压力比我们预期的更为严重，因此，我们将2024年中国消费物价指数(CPI)预测下调10个基点至0.6%，而共识预测为0.7%；对于2025年，我们将预测下调30个基点至1.3%，而共识预测为1.5%。

评述：当前风险在于，由于住房相关行业以及新兴行业（如电动汽车、化工材料、太阳能等）的产能较大并存在内卷式恶性竞争，中国经济可能会陷入通缩的风险。汽车制造商仍在持续降低售价，因为该行业的产能利用率已下降到65%，创下历史第二低位（仅高于2020年新冠疫情期间）。遗憾的是，我们认为这类通缩压力可能会持续数年之久。

图表45：中国通缩压力持续存在

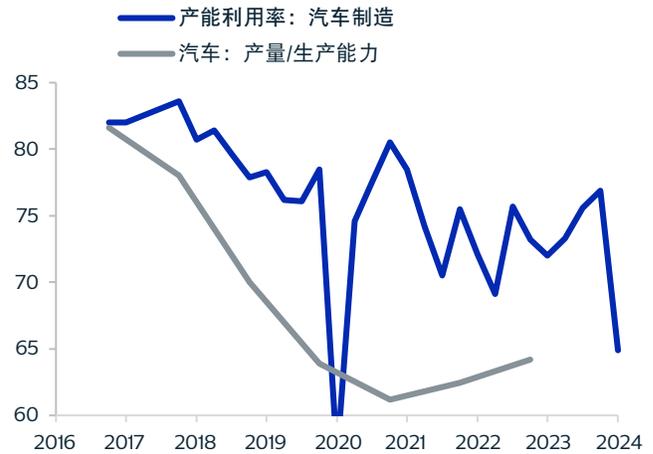
中国CPI预测，%



数据截至2024年3月31日。资料来源：中国国家统计局；中国汽车流通协会；万得；KKR全球宏观与资产配置分析。

图表46：中国汽车产能利用率呈下降趋势

中国汽车产能利用率 %



数据截至2024年3月31日。资料来源：中国国家统计局；中国汽车流通协会；万得；KKR全球宏观与资产配置分析。

话虽如此，尽管中国的炫耀性消费有所下降，但购买基本商品和服务以及适度提升生活水平的活动（尤其是在中高收入人群中）仍然保持强劲。事实上，这种经济发展势头与我们在我们所投资的中国公司中看到的情况一致，其中大部分企业都专注于消费和服务领域。

重要信息

文中提及的“我们”、“我方”和“我们的”意指McVey先生和/或KKR的全球宏观和资产配置团队（视语境而定），而非KKR。文中所表达的观点反映了McVey先生截至本文稿撰写之日的现时观点，McVey先生或KKR均不承诺向您通知文中所表达观点的任何变化。有关金融市场趋势的意见或陈述基于当前市场情况而作出，如有更改，恕不另行通知。文中提及的目标投资组合和该等投资组合的配置是指假定的资产配置，而非实际的投资组合。文中所表达的观点以及对任何目标投资组合或配置的讨论可能不会反映在KKR提供或投资的策略和产品（包括McVey先生向KKR或代表KKR提供投资建议的策略和产品）中。不应假定McVey先生已作出或将于未来作出与文中所述观点一致的投资建议，或在管理客户或专有账户时使用文中所述的任何或所有技术或分析方法。此外，McVey先生所提出的投资建议，以及KKR及其附属公司持有的头寸（多头或空头）或从事的证券交易可能与本文所表达的信息和观点不一致。

本刊物所表达的观点为Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.（连同其附属公司，统称“KKR”）的Henry H. McVey的个人观点，并不一定反映KKR本身或KKR任何投资专业人士的观点。本文稿并非研究性文件，也不应被视为研究性文件。本文稿不代表对文中可能描述或提及的任何金融工具、发行人、证券或板块的估值判断，也不代表KKR的正式或官方观点。本文稿无意也未具体关联KKR提供的任何投资策略或产品。本文稿的目的仅在于提供一个框架，以协助投资者自行展开分析，并就文中所讨论的主题形成自己的观点。

本刊物仅作参考之用。文中所载信息仅反映截至所示日期的最新情况，可能因之后的市场事件或其他原因而发生变化。文中所提供的图表仅用于说明目的。本文稿中的信息是由内部编写所得，或从被认为可靠的信息渠道获得；然而，KKR或McVey先生均不保证此类信息的准确性、充分性或完整性。文中任何内容均不构成投资、法律、税务或其他建议，也不能作为做出投资或其他决定的依据。

概不保证投资策略会取得成功。市场历史趋势并非未来实际市场行为或任何特定投资未来表现的可靠指标，可能与之存在重大差异，因此不应依赖市场历史趋势进行投资。文中所载目标配置可能会发生改变。概不保证目标配置必然实现，且实际配置可能与文中所示情况存在显著差异。本刊物不应被视为当前或过去的建议，也不应被视为购买或出售任何证券或采取任何投资策略的要约招揽。

本刊物所载信息可能包含与未来事件、目标、文中所述战略的展望或期望有关的预判或其他前瞻性陈述，并且仅反映截至所示日期的最新情况。概不保证此类事件或目标必然实现，并且实际情况可能与文中所述存在显著差异。本文稿中的信息（包括关于金融市场趋势的陈述）均基于当前市场条件，而市场条件会发生波动，并可能因之后的市场事件或其他原因发生变化。所引用指数的表现均以总回报为基础计算，并考虑股息再投资因素。该等指数不涉及任何开支、费用或收费，且不受管理，不应被视为投资。

文中所讨论的投资策略和主题可能不适合某些投资者，具体取决于投资者的投资目标和财务状况。请注意，货币汇率的变化可能会对投资的价值、价格或收益产生不利影响。

KKR公司及McVey先生均无义务或未承诺对前瞻性陈述进行更新。KKR、McVey先生或任何其他人士或其代表对本刊物所载信息的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的陈述或保证，亦不对该等信息承担任何责任或义务。接收方接收本文稿，即表示承认其理解并接受上述声明。

本文稿中源自MSCI的信息属于MSCI Inc. (MSCI)的专有财产。MSCI未对文中所载的任何MSCI数据作出任何明示或暗示的保证或陈述，也不承担与此相关的任何责任。文中所载MSCI数据不得用于进一步分发，或用作其他指数或任何证券或金融产品的基础。本报告未经MSCI批准、审查或编制。

KKR

Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.
30 Hudson Yards
New York, New York 10001
+1 (212) 750.8300
www.kkr.com