

2024 年 展望

KKR 全球宏观趋势 | 2023 年 12 月



Henry H. McVey

全球宏观与资产配置主管

henry.mcvey@kk.com

本文件是一份完整报告的
执行摘要。可通过以下链接
在 [KKR.com](https://www.kkr.com) 中查看完整
报告。也可联系客户关系
经理获得更多信息。



[点击这里下载
我们完整版
洞察报告](#)

“杯子半满” (Glass Half Full)

我们 2023 年的展望以这样的方式开篇：“尽管当今全球资本市场存在诸多不确定性，但我们以建设性的态度看待 2023 年，觉得不乏结构性机会，尤其看好信贷相关领域。”时间快进 12 个月到此刻，正如下文所述，我们继续保持着这种态度，并建议投资者同样以“杯子半满”的眼光来看待投资，也就是说大家应该以更积极乐观的态度看待市场的未来。

对于希望今年在资本市场“撸起袖子加油干”的投资者，我们希望再次重申一点：宏观经济的不确定性促使投资者不得不在资产、区域内进行分散，也难有明确的方向。若能恰当驾驭这一局势，则会为长期投资者创造巨大价值（图 11）。

不过有一点至关重要：目前市场上很多投资者都陷入了一个思维定式，认为标普 500 指数整体估值过高，而美国经济即将见顶并朝着硬着陆方向发展，这一观点导致很多投资者停滞不前，因为他们认为除了现金，市场中几乎没有任何有价值的投资目标（所以尽管风险资产今年表现强劲，但货币市场账户中的资产仍然达到创纪录的 5.6 万亿美元）。

但我们却选择了不一样的投资策略，尤其是 KKR 的核心投资业务。首先，除了标普 500 指数的“7 巨头或 12 巨头”（取决于您的投资偏好），我们在权益市场中看到了一些极具潜力的“明日之星”，尤其是那些有融资发展需求或进行业务再定位的公司。与这一理念一致，我们看到了将企业从公开市场上私有化、剥离分拆的重大机遇，这在过去的 4-7 年中是不存在的。与此同时，流动性信贷的定价仍然偏低（特别是相对于养老金和保险负债）；我们参与的基础设施行业投资中，许多领域都在全球范围内处于长期牛市。最后，面对持续出现的周期性错配及不断增加的再融资需求，我们发现，在基于资产的金融和机会信贷方面，仍然存在大量资本解决方案的机会。这些机会不仅可以带来丰厚的票息回报，而且可能还有权益性质上涨空间。

从 KKR 的投资视角来看，我们坚信，近年来出现的全球巨大趋势和主题背后，定然存在很多投资机会，从而能使全球资产配置型投资者保持“杯子半满”的乐观心态。重要的是，我们强调的许多投资机会也可以作为引人注目的投资对冲和/或抵消当今全球经济中的一些弊病（图 1）。因此，温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）一句名言很适合作为我们在 2024 年的座右铭：“悲观者在机会中看到困难；乐观者在困难中辨识机遇”。

图 1：我们一方面要充分估计全球宏观方面的阻力，但另一方面在各地的调研也持续帮助我们发现一些有力的“杯子半满”投资主题

宏观经济的逆风与顺风

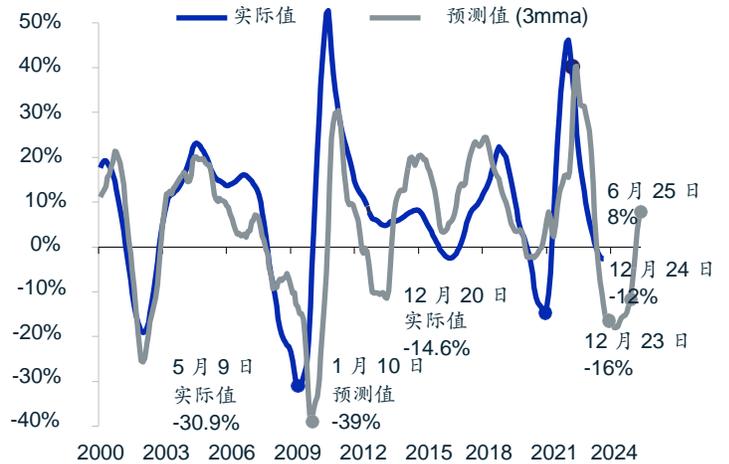


数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：KKR 全球宏观和资产配置分析。

近年来出现的全球巨大趋势和主题背后，定然存在着很多投资机会，从而能使全球资产配置型投资者保持“杯子半满”的乐观心态。

图 2：我们的盈利领先指标现已触底，显示企业盈利将会回升

标普 500 每股收益增长：12 个月领先指标

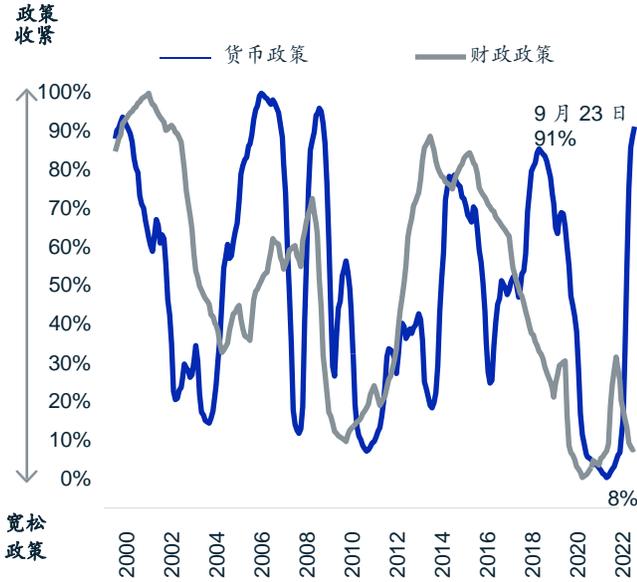


上图所示的盈利增长领先指标 (EGLI) 是标普 500 指数每股收益的七个重要领先指标的综合统计合成指标。这个模型是 Henry McVey 与团队在 2006 年初开发的成果。数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：彭博社、KKR 全球宏观和资产配置分析。

回顾过去的 12 个月，毫无疑问 2023 年如同坐过山车一般，更是见证了强劲的财政刺激和极端的货币紧缩政策并存的复杂局面（图 3）。宏观对冲基金经理 Scott Bessent 曾将这一局面比喻为：一名赛车手一脚踩着油门（即财政政策）的同时，另一只脚还踩着刹车（即货币政策）。在两重矛盾力量的夹击下，多家知名银行在 2023 年春季相继破产，引发市场对通货紧缩和去杠杆化周期的担忧。但事实证明，此次宏观冲击并未如投资者所担心的那样，成为经济崩盘的导火索。尽管存在俄乌战争和中东紧张局势加剧的持续影响，全球经济还是顶住了压力，到秋季 GDP 增长表现超预期，并且长期利率飙升。随着进入年底，市场趋势迅速反转，押注美联储将采取一系列激进的降息举措，从而导致债券收益率大幅走低。

图 3：经济刺激困局：如今的财政刺激是踩油门，而货币政策却在踩刹车

财政和货币政策力度在历史区间中的百分位水平



货币紧缩程度，衡量的是实际联邦基金与潜在 GDP 增长之间的差异。财政紧缩衡量的是，预算赤字与美国产出缺口 GDP 占比之间的差异。数据截至 2023 年 9 月 30 日。资料来源：彭博社、KKR 全球宏观和资产配置分析。

图 4：资本市场困局：除政府债券外，市场净发行量大幅收缩

滚动12个月资本市场流动性占 GDP 的百分比

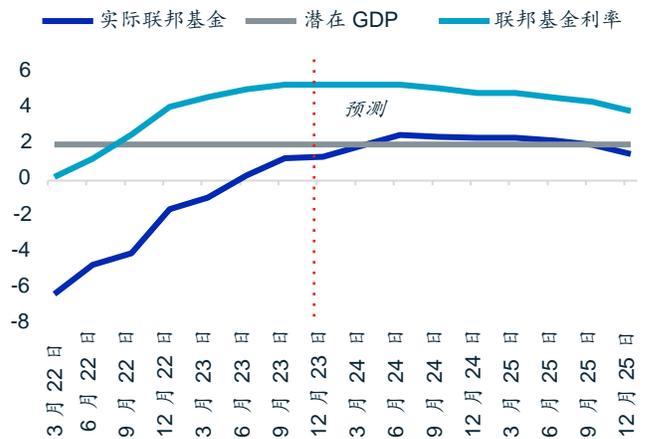


数据截至 2023 年 10 月 31 日。资料来源：彭博社。

尽管经济和市场起起落落，KKR 始终遵循我们在《变局》（Regime Change）手册中的洞见（见[变局：提升传统产品组合](#)）。简单概括该文论证所着眼的四大支柱：粘性劳动力成本、地缘政治加剧、混乱的能源转型和财政动力过热。这些因素都表明在本轮经济周期会出现“更高静息心率（higher resting heart rate）”的状况。我们认为，面对这样的大环境，投资者的资产配置也应相应地进行大幅度调整，增持与名义 GDP 更为挂钩的资产，而非负债过高的金融资产。比如我们正在减仓的低通胀、低增长地区的政府债券。

图 5：尽管通胀较低，实际利率将在 2024 年收紧。面对这样的大环境，美联储可能会放松货币政策（但幅度可能不如市场目前的预期）

GMAA 预测：实际利率与潜在 GDP，%

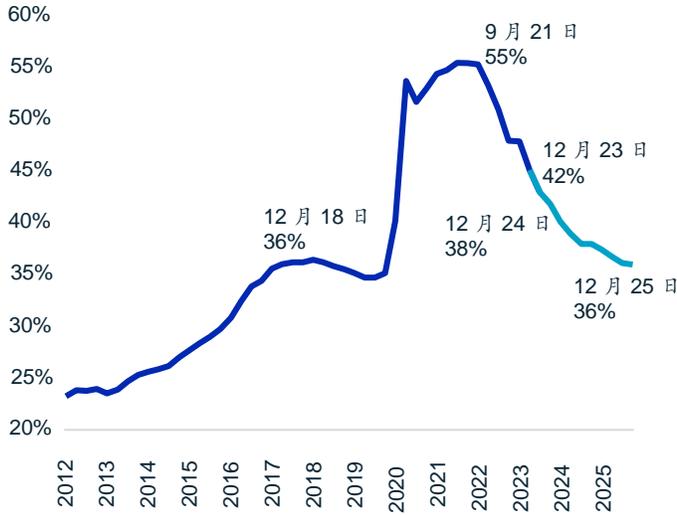


数据截至 2023 年 11 月 15 日。资料来源：彭博社、KKR 全球宏观和资产配置分析。

我们认为，权益市场目前不乏一些极具潜力的“明日之星”，尤其是那些有融资发展需求或进行业务再定位的公司。

图 6: 尽管央行本轮货币紧缩政策力度空前，但其资产负债表在相当长的时间内仍能保持资产端充裕度

G4 央行资产负债表的 GDP 占比（加权美元）

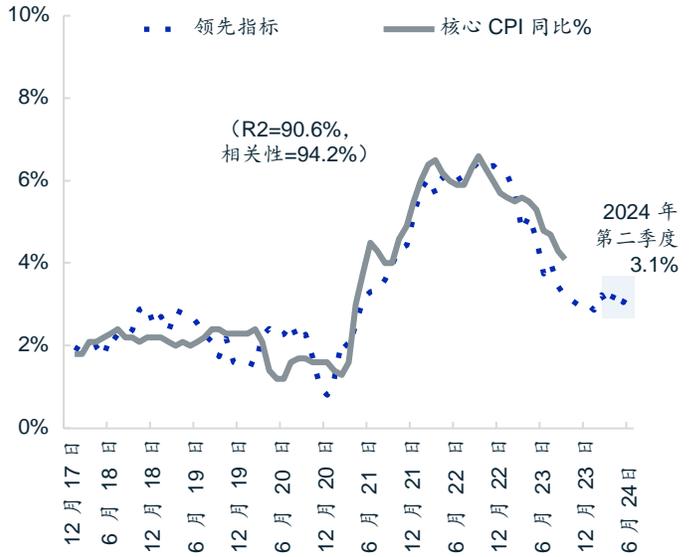


G4 是美联储、欧洲央行、英国央行和日本央行的代称。数据截至 2023 年 9 月 30 日。资料来源：Haver Analytics，各国央行和统计机构，KKR 全球宏观和资产配置分析。

我们在“变局”中给出的资产配置策略，包括缩短久期、持有抵押资产和加大对上层资本结构的投资，目前为止该策略表现可圈可点。该策略实际很大程度上是存在利好的单向交易。但展望 2024 年，投资者在买入决策方面须知：明年的局势将发生转变，原因有二。首先，KKR 对经济增长的预期高于目前市场共识（欧洲除外），而对通胀的预期则低于市场共识（日本除外）。而且，变化的幅度也很重要。我们的模型显示，至少 2024 年前六个月，同比通胀率会保持较低水平（图 7）。此外，我们认为 2024 年的名义增长可能会放缓（我们的基础预测显示，下半年可能会出现温和衰退），商品通胀率可能为负，如图 8 所示。同时，失业率预计将会上升，而随着美联储最终降低了短期利率，长期利率应该会进一步小幅上涨。简而言之，从战术角度来看，2024 年上半年固定收益工具或将继续受益于反通货膨胀信号，从而可能对美国的短期投资者产生较大吸引力。

图 7: 我们的 CPI 模型预测通胀将于 2024 年中左右开始趋于平缓

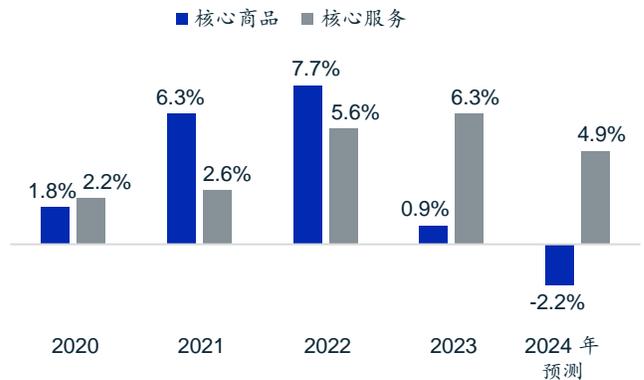
核心 CPI 领先指标，%



模型按月计算，可以更好地反映最新 CPI 通胀趋势。数据截至 2023 年 11 月 30 日。信息来源：彭博社、KKR 全球宏观和资产配置分析。

图 8: 2024 年核心商品将出现通缩，核心服务将开始走出困境

核心商品和服务通胀，2020-2024 年



数据截至 2023 年 12 月 12 日。资料来源：彭博社、KKR 全球宏观和资产配置分析。

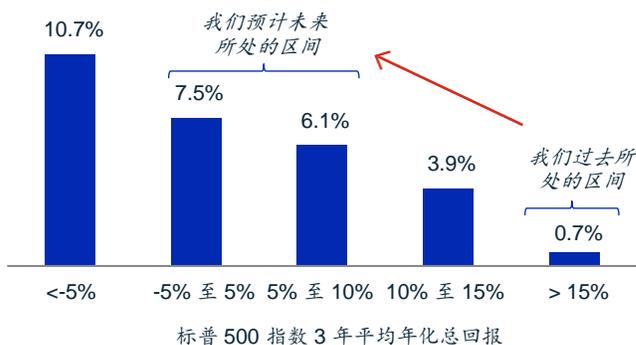
但我们认为，上述通胀趋势是暂时的，周期性与长期性趋势不能混为一谈。对于长期投资者而言，我们仍然认为本轮通胀“更高静息心率”。供给侧因素推动我们的“变局”理论，因而采取差异化宏观和资产配置策略，包括超配基于抵押品的现金流头寸，例如基础设施、能源、资产融资和房地产信贷。

此外，对于传统股债六四组合中的股权部分，我们认为，由于总体预期回报率普遍下降，控股私募股权投资可能会发挥更大、更重要的作用，有助于产生更高回报（见第四部分，我们在该部分讨论了预期回报以及 [变局：私募股权在“传统”投资组合中的作用](#)）。我们分析的关键点在于：尽管资本成本较高，但如果我们的宏观经济预测正确，持有运营尚有改善空间的控股股权头寸，有望大幅提高跑赢被动指数的超额表现。实际上，我们的判断也得到了历史数据的印证；正如图 9 所示，当公开市场的回报恢复到较温和的水平时，非流动性溢价的价值就会增加。现在不应看空私募股权，我们其实早在 2021 年底和 2022 年初就认为，面对历史新低的利率水平，追求增长的私募股权投资者的资本部署，远超趋势显示的范畴（在许多情况下还未进行对冲）。

此外，对于传统股债六四组合资产配置方法中的股权部分，我们认为，由于总体预期回报率普遍下降，控股私募股权投资可能会发挥更大、更重要的作用，有助于产生更高回报。

图 9：公开股票市场波动性最高时，私募股权的超额回报最大。我们认为，私募股权之所以能够在较困难的市场中表现不俗，不仅得益于企业运营的改善，也得益于此时更加便宜的入场价格。

不同公开市场回报下，美国私募股权相比标普 500 指数的 3 年平均年化超额总回报



数据截至 2022 年 11 月 30 日。资料来源：Cambridge Associates、Pitchbook、KKR 全球宏观和资产配置分析。

图 10：私募股权的资金部署时机很重要。我们认为，2022 年下半年的确需保持谨慎，但 2024 年不可同日而语

美国收购交易数据（单位十亿美元和交易数量）

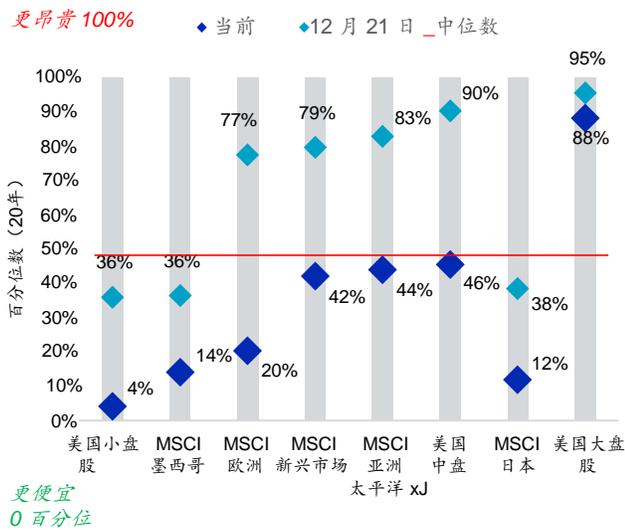


注：私人信贷以 Cliffwater 直接贷款指数为代表高收益债券以 ICE 美国银行美国高收益债券指数为代表。高级银行贷款以 S&P/LSTA 杠杆贷款指数代表。美国国债以 ICE BofAML 10 年期国债代表美国国债指数、CLO AAA、CLO BBB、CLO BB 参考的是帕尔默平方指数。数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：彭博社，Cliffwater，Cambridge Associates

最后一点，我们非常看好信贷市场中的灵活资本（flexible capital）。目前的收益率水平从绝对值来看较为可观，在大规模、高流动性的市场上发行的债券，比如高收益债券，相对来说信用质量更高，周期性错配带来大量买卖各种信贷产品的机会。此外，随着经济增长放缓，市场趋于在资产类别内部和资产类别之间的投资更加分散化，相比过去量化宽松“人为压制”利率的机制，现在的状况对更有利于更加灵活的资本。

图 11：除了大盘成长股，分散化和绝对估值在全球股票市场的很多投资种类仍然具有吸引力

跨资产估值百分位数，相比 20 年平均，%

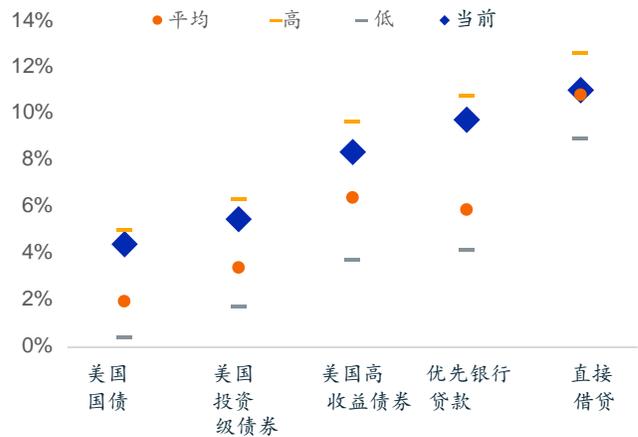


注：股票指数为 NTM P/E。数据截至 2023 年 11 月 30 日。来源：彭博社，Haver Analytics，S&P，MSCI，KKR 全球宏观和资产配置分析。

我们还需谨记：尽管近期债券上涨，但股票与债券的相关性仍然很高。

图 12：如今，对于追求总体回报的投资者而言，信贷市场的多个种类均极具吸引力

过去 10 年到期收益率



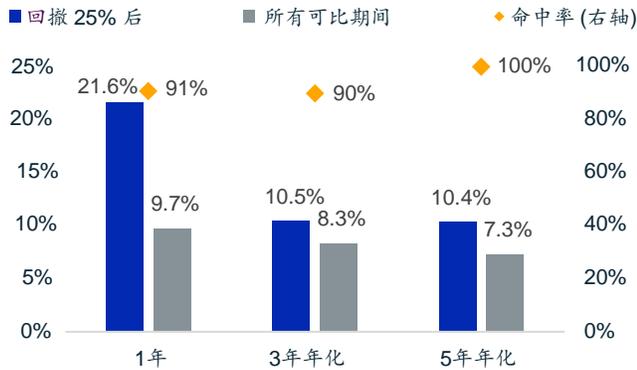
注：私人信贷以 Cliffwater 直接贷款指数为代表高收益债券以 ICE 美国银行美国高收益债券指数为代表。高级银行贷款以 S&P/LSTA 杠杆贷款指数代表。美国国债以 ICE BofAML 10 年期国债代表美国国债指数、CLO AAA、CLO BBB、CLO BB 参考的是帕尔默平方指数。数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：彭博社，Cliffwater，Cambridge Associates。

相比之下，我们对“无风险”政府债券在多元化投资组合中的压舱石作用保持长期谨慎的态度。如果我们的判断无误，那么股债六四组合的那“40%”中，可能政府债务头寸占比过大。

因此我们认为，采用这一配置计划的投资者可能希望抓住基于目前水平上的任何周期性反弹机会进行减仓。政府实际上已债台高筑，目前的负债远超过企业和个人。此外，政府巨额赤字、美联储及其背后系统中的大部分银行都尚有数万亿浮亏的美元债券，但仍有大量政府债券涌入市场。因此，我们认为，如果债券价格的上涨幅度确实超出我们的预期，这些相关各方很自然就会成为卖家。我们还需谨记，尽管近期债券上涨，但股票与债券的相关性仍然很高。这也验证了我们的看法，在我们所构想的优化策略中，债券并不能作为投资组合的压舱石。

图 13: 自 2022 年 10 月的低点以来, 本轮牛市复苏开始至今仅过去了 14 个月。我们相信守得云开见月明

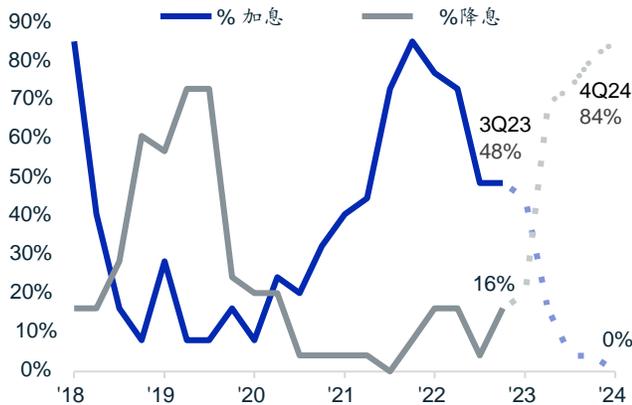
图 13: 市场回撤超 25% 后的标普 500 指数价格回报中位数 (基于 1940 年以来的回撤)



数据截至 2023 年 10 月 31 日。资料来源: 彭博社。

图 14: 央行紧缩政策问题将不会延续到 2024 年

市场共识: 加息/降息的央行百分比



加息/降息的定义为: 过去三个月内的利率变化。数据来自: 美国、日本、中国、澳大利亚、加拿大、新西兰、挪威、瑞典、英国、日本、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 2023 年 11 月 4 日。资料来源: 彭博社, KKR 全球宏观和资产配置分析。

对未来的思考和对策: 我们核心观点是, 尽管市场面临诸多挑战, 但在思考 2024 年全球宏观局势和资产配置偏好时, 我们仍采取“杯子半满”的态度看待投资风险。因此, 尽管当前大多乐观情绪已体现在价格上, 我们仍然对以下有利因素保持密切关注:

1

我们仍然认为, 股票市场熊市其实已于 2022 年 10 月结束。尽管还有很多其他考量因素, 但通常而言, 标普 500 指数下跌 25% 后, 回报率往往会高于历史平均水平, 见图 13。这一次, 历史依旧印证了我们的判断, 但有所不同的是: 央行的资产负债表仍接近历史最高水平, 保有在困难时期维护金融稳定的重要作用。因此, 尽管世界许多地区的货币供应量出现负增长, 但系统内的货币数量依旧庞大。我们认为, 这一利好因素为资产价格提供了支撑, 但目前在很大程度上仍被市场参与者低估。从图 6 不难看出, 相对之前的周期, 央行目前仍存在相当大的缓冲空间。

2

如下文详述, 尽管我们预测 2024 年的名义 GDP 将大幅放缓, 但我们认为该周期的盈利情况已在 2023 年二季度见底。详情请参见后文的问题章节, 我们的研究表明, 随着名义 GDP 降温, 每股收益可能会增加。同样, 我们的 KKR 周期指标 (见图 30) 表明, 尽管前路并非坦途, 但接下来市场将从收缩转向早期周期复苏, 而我们对此持积极态度。

3

除了政府债券外, 新发行产品数量也接近历史低位。因此部分信贷和股票的技术标仍然很具吸引力。诚然, 我们虽担心某些再融资交易的情况, 但消费者端债务已偿清 (尤其是拥有抵押贷款的优质消费者), 而私人信贷已成为许多企业借款人更可行的解决方案。也许最重要的一点是: 大部分企业债务的到期日都已推迟到 2025 年至 2026 年, 而且近期到期的债务信用等级大多较高 (例如在投资级债券范畴之外, 近期到期债券体量最大的市场是欧洲的高收益债券 HY, 发行主体的信用评级以高级 BB 为主)。

4

我们还认为各国央行的紧缩性政策阶段已接近尾声。同样的，我们认为债券的价格已在近期触底。2024 年的反通胀信号对我们的指导只是暂时性的，但我们认为债券的反弹幅度不会像过往周期那样大。

5

最后，我们在本轮周期中所采取的“杯子半满”投资方法，同样也适用于我们的主题投资领域（重要的是，我们认为这些主题在通胀放缓或通货再膨胀的环境中会取得不俗表现）。尽管地缘政治和宏观经济的负面影响日益严峻，让不少投资者忧心忡忡，但“危”中有“机”，当下全球经济所面临的挑战恰恰蕴含着巨大的投资机会。如图 1 不完全列举，我们认为这是一些大有可为的重要投资领域，这些领域需要数十亿美元的资本投资，以此应对过去十年中未曾见过的宏观经济和地缘政治新阻力。

最后，我们在本轮周期中所采取的“杯子半满”投资方法，同样也适用于我们的主题投资领域（重要的是，我们认为这些主题在通胀放缓或通货再膨胀的环境中会取得不俗表现）。尽管地缘政治和宏观经济的负面影响日益严峻，让不少投资者忧心忡忡，但“危”中有“机”，当下全球经济所面临的挑战恰恰蕴含着巨大的投资机会。

KKR有别于市场观点的独到见解

经济增长	除欧洲外，我们对各地区 2024 年 GDP 增长的预期均高于市场共识。我们考量的关键是：财政支出将更具韧性，并且乘数效应将超过市场共识水平。此外，由于劳动力短缺和持续的固定投资，许多发达市场在本轮周期的失业率会更低。最后一点，在美国等市场中一些经济衰退的传统驱动因素（比如资本支出、房地产活动和库存），在今年触底后正在持续恢复。
通胀	除日本外，我们对世界各国 2024 年通胀预期低于市场共识。这一观点也体现了我们近期对欧洲、美国和中国的通胀预期的重要调整。
利率	由于我们坚持本轮周期的通胀“更高静息心率”看法，因此我们保持长期利率基本上仍倾向于长期走高的预期。例如：我们对美国 2024 年的 10 年利率预测为 4%，高于目前 3.75% 的市场共识预期。与此同时，我们预计美联储将在 2024 年降息 3 次，而市场共识预期为 4 次。我们认为欧洲 2024 年和 2025 年的利率分别为 2.6% 和 2.8%，市场共识预期分别为 2.3% 和 2.25%。
每股收益/ 利润率	盈利衰退的阶段已经过去，净利润率已连续五个季度下降。事实上，去除能源行业后，每股收益在 2023 年第二季度已恢复增长。我们的盈利增长领先指标在 2023 年触底后走高，也佐证了这一观点。话虽如此我们并不如市场共识乐观。具体而言，我们预计 2024 年每股收益同比增长 6%（235 美元每股），而自下而上的共识预期则更为乐观预计同比增长 11%（246 美元每股）。
石油	面对全球需求放缓和供应改善的大环境，我们预计，2024 年油价将稳定在 70 到 80 美元之间。但从长远来看，我们依旧认为“如今的 80 美元等同于疫情前的 60 美元”。因此，我们对石油价格的长期预测仍远高于期货价格，我们预计后者的价格将在 2025 年及以后跌至 60 至 70 美元。
美元	基于我们对美联储降息次数的预期低于市场共识，我们认为美元短期内的区间波动将增大。此后，尽管存在长期阻力，但我们预计随着经济增长、通胀和利率在较长时间内保持走高，美元只会小幅贬值。

但从长远来看，我们也认为本轮周期与以往不同。为了更好地阐释这一观点，下表罗列了我们认为可能将在未来将普遍存在、且不同于历史宏观经济的八个要点。

这个周期有何不同

<p>1. 亚洲</p> <p>日本在经历通胀，中国则在通缩边缘</p>	<p>2. 欧洲</p> <p>欧洲边缘国家的表现（包括曾经饱受诟病的希腊）优于德国等传统经济强国</p>	<p>3. 杠杆</p> <p>在本轮周期中，杠杆率过高的是政府而非消费者</p>	<p>4. 实际利率</p> <p>随着通胀放缓，实际利率（联邦基金利率 - 核心消费者物价指数）仍在上升</p>
<p>5. 通胀</p> <p>短期内需求降温，但住房、劳动力、供应链和大宗商品的供应限制，意味着本轮周期的通胀将具有“更高静息心率”的特点</p>	<p>6. 经济增长</p> <p>2024 年名义 GDP 将大幅放缓，但盈利增长可能重新加速。</p>	<p>7. 避险产品</p> <p>美元、日元和美国国债等传统避险资产，在投资者寻求避险的时期并未持续上涨</p>	<p>8. 萧条程度较轻</p> <p>房市正在触底，并无过剩库存，所以本轮经济周期的“萧条幅度较轻”。与此同时，尽管央行推出了空前的紧缩政策，但资产负债表仍富有余力应对金融压力</p>

图 15: 基于历史经验, 我们仍然认为美国 10 年期国债收益率已于 10 月见顶

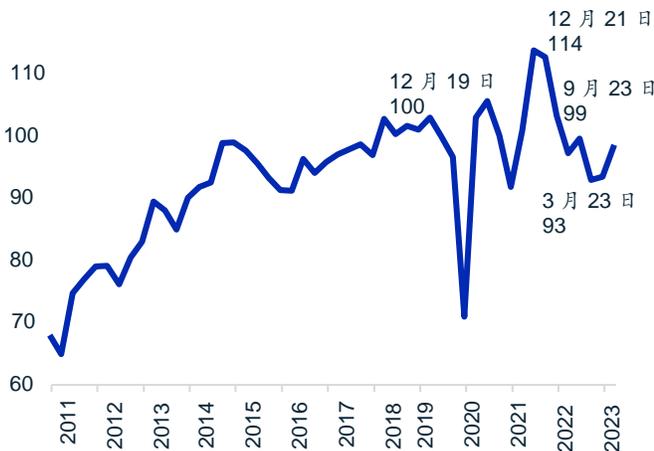
在此前收益率曲线倒挂的紧缩周期中, 10 年期国债收益率与联邦基金利率有多接近?



数据截至 2023 年 10 月 31 日。资料来源: 彭博社、KKR 全球宏观和资产配置分析。

图 16: 经济衰退通常都是由于住房和库存过剩所导致。但本轮周期似乎并不存在这样的问题

美国实际施工 + 库存投资 (4Q19=100)



数据截至 2023 年 9 月 30 日。资料来源: 美国经济分析局, Haver Analytics, KKR 全球宏观和资产配置分析。

尽管我们对 2024 年持“杯子半满”的乐观心态, 但不代表我们忽视了未来的挑战。遥想当年我在华尔街找到第一份工作时, 银行体系仍未从 20 世纪 90 年代储蓄和贷款危机中完全恢复, 而当前的宏观经济大环境, 比过去几十年都要更为复杂。

这里要解释清楚的一点是: 虽然我们认为不会发生经济硬着陆, 但目前的环境也并不符合某些过于乐观的“软着陆”预期。我们认为, 如果金融压力能像在去年 11 月份那样迅速缓解, 各国央行将保持耐心。与此同时, 我们对增长的乐观情绪目前要越来越多地体现在价格上, 意味着, 我们在过去几个月中所强调的、某些具有吸引力的低价投资目标, 已经不复存在。

所以投资者务必保持冷静: 耐心的长期投资是战胜市场波动的不二法宝。此外, 要抑制住扩张资本结构的诱惑。比如, 我们看来, 现在不适合做多僵尸公司股权, 不适合在收购融资中加杠杆, 或过度拉长长期。我们仍然建议配置型投资者“保持简单”, 这也是我们在 2023 年展望中强调的重要理念。就我们担心的问题, 即从全球“杯子半空 (glass half empty)”的角度而言, 我们认为再融资风险——特别是遭受重创的房地产资产和信贷领域某些部分, 将体现为利率上升, 对重新分配给投资者的现金流产生直接影响。

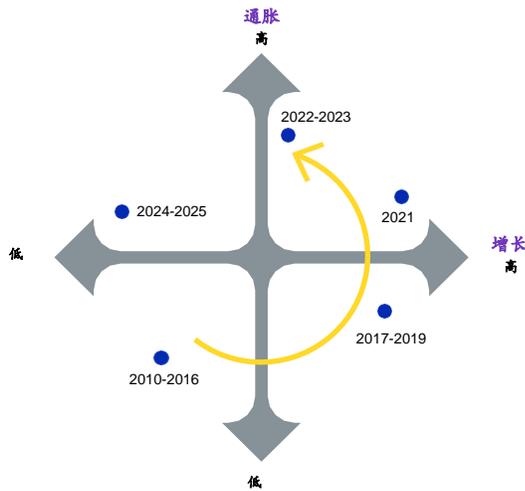
其次, 地缘政治仍然可能会带来越来越难以预测的影响, 或对增长和/或市场不利。尤其 2024 年还时值重要的选举年, 历史表明, 这可能会导致政治失灵等诸多问题。此外我们仍然认为, 劳动力成本——无论是工资上涨还是业务中断——会对盈利能力产生较大的影响, 超出部分投资者可以承受的程度。简言之, 我们需要提高生产效率, 以抵消未来涨工资趋势带来的影响。否则, 央行可能无法像许多投资者希望的那样, 突然放松货币政策。

最后一点, 正如我们之前对本轮周期不同之处的阐述, 我们面对的市场不能只依赖模型来进行判断。作为投资者, 我们必须以更积极的态度走出去, 拜访客户、高管和同行, 构建更密切的关系。比如: 如果仅依赖美国供应管理学会 (ISM) 的指数判断趋势 (这些指数通常是标普 500 指数走向的理想指标), 那么投资者在 2023 年就可能会变得过于悲观。如此便有可能错过了未来增长的一大重要驱动力——人工智能这一技术大趋势。他们也可能没有注意到, 财政刺激对系统产生的乘数效应。

因此在这种背景下，我们仍强烈认为，历史只能起到指导作用。当下并非一个典型的周期，需要配置型投资者需要采取更“实际”和更具创造性的投资方法，尤其是希望通过区域倾斜和/或在整个资本结构中寻找相对价值的投资者。

图 17: 虽然 2024 年会提供一个较低通胀的环境，但我们认为变局已然发生

低增长和高增长以及通胀机制



数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：KKR 全球宏观和资产配置分析。

此外我们仍然认为，劳动力成本——无论是工资上涨还是业务中断的情况，均会对盈利能力产生较大的影响，超出部分投资者可以承受的程度。简言之，我们需要提高生产效率，以抵消未来工资上涨趋势带来的影响。

图 18: 尽管通胀进入了周期性下降通道，但股票与债券之间“新型”正相关性仍然强劲

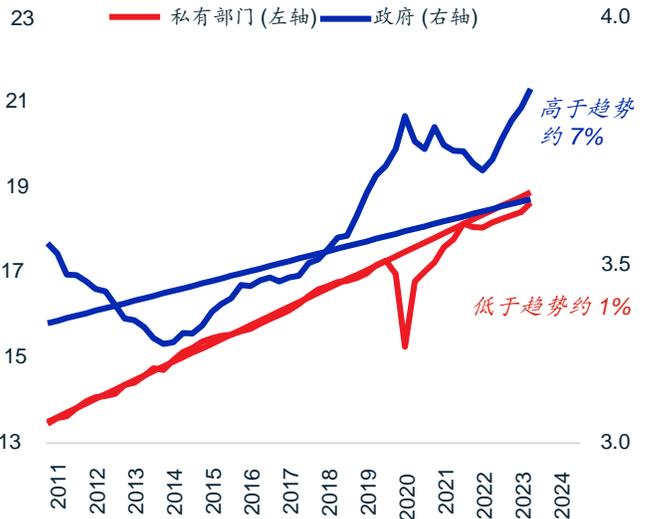
美国股债相关性与美国 CPI, %



注：股票为标普 500 指数，债券为 10 年期国债收益率。数据截至 2023 年 9 月 30 日。资料来源：KKR 全球宏观和资产配置分析。

图 19: 相比之前的周期，财政刺激力度保持强劲，为经济增长提供重要的缓冲

实际 GDP 与 2011-2019 年趋势相比, 万亿美元



数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：经济分析局，KKR 全球宏观和资产配置分析。

图 20：除中国之外，还有大多数经济体本轮周期的名义 GDP 均有所上升



2023 年和 2024 年数据为 KKR GMAA 预测。数据截至 2023 年 10 月 31 日。资料来源：中国国家统计局、欧盟统计局、日本内阁府、经济分析局、KKR 全球宏观与资产配置分析。

如果仅依赖美国供应管理学会 (ISM) 的指数判断趋势（这些指数通常是标普 500 指数走向的理想指标），那么投资者在 2023 年就可能变得过于悲观。如此便有可能错过了未来增长的一大重要驱动力——人工智能这一技术大趋势。他们也可能没有注意到，财政刺激对系统产生的乘数效应。

中国 GDP

预测：正如后文所述，总体而言，我们对中国经济增长的看法比市场共识更乐观，对通胀的预期更温和。具体来说，我们预计 2024 年中国实际 GDP 增长率为 4.7%，略高于市场共识预期的 4.5%。我们的基本情况假设中，这一结果的概率为 60%。我们对 2024 年实际 GDP 增长的乐观预测为 5.2%（分配概率为 20%）；悲观预测为 4.2%（分配概率为 20%）。对于 2025 年，我们预计增长率将小幅降至 4.5%，比 4.4% 的市场共识预期高 10 个基点。

观点：短期来看，在财政和货币政策的支持下，中国经济将继续处于缓慢复苏阶段。总而言之，预计 2024 年政府政策总体可为 GDP 增加 60 个基点。虽然我们认为增长可能已经触底，但经济中的许多传统领域可能会持续面对一些挑战。占经济近两成的房地产行业将继续面临下行风险，包括房屋数量过多和开发商过多的问题。政府对此具有清晰的认知，为应对该挑战，房地产政策正转向更为宽松，比如近期降低了首套房首付比例，并向开发商提供更多银行信贷支持等。

KKR就中国 GDP 展望的主要观点

增长：尽管 2024 年和 2025 年的增长率可能仅为 4.5-4.7%，但中国的经济增长仍将领先大多数发达国家。随着中国经济重心逐渐从房地产转向工业自动化、脱碳和消费升级，我们的同事花长春和 Frances Lim 对中国的看法比市场共识更乐观。

经济转型：政府着眼于通过工业数字化和能源转型推动中国迈入新阶段，国内一些低成本制造业正逐渐向亚洲其他国家转移。目前，中国在工业机器人装机量方面领先全球近八倍，预计未来还将进一步提高。

住房：住房供过于求的现象仍是该行业发展的一个主要阻力。我们预计目前的住房库存总量高达 500-5000 万套，仍然保持高位。此外，房地产开发行业急需整合，表明住宅市场的复苏可能还需要较长的时间。

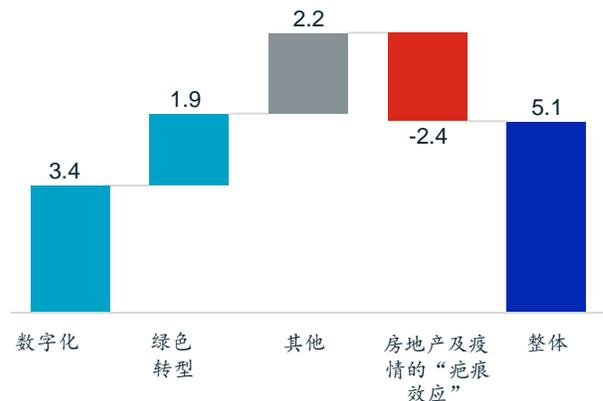
消费者行为：新冠疫情对经济的影响持续至今；与此同时，房地产市场低迷也抑制了经济增长，影响消费者行为，家庭存款仍远高于趋势水平，超额储蓄位于十年高位。

存在限制，但国产替代正在路上：随着政府决定拥抱工业数字化和能源转型，中国的国产替代能力正在提升。中国现在的半导体产量可以满足本国 40% 的需求，到 2024 年，晶圆厂的产能安装量将超过中国台湾和北美地区的总和。展望未来，中国的经济发展将更多地“求诸于己”。

从长远来看，我们认为中国经济中有些真正重要的转变，值得投资者关注。可详见我们最近发表的[出访观察—亚洲](#)。我们认为，全球投资者可能并未真正意识到，中国经济正在发生实质性巨变。事实上，在新冠疫情之前，中国的企业家就已经开始利用技术改善消费者体验（包括在线购物、社交媒体和消费升级），造就巨量市值。相比之下，如今中国经济将工业数字化和能源转型作为增长的新动力。这两个行业的年增长率均高达 40%，分别占中国经济的 10% 左右。还有一点很重要，中国在这两个领域都具有成本和资源的竞争优势，我们认为中国将致力于强化其竞争优势，尤其是在电动汽车领域。我们对此的基本看法是：随着时间的推移，投资者会逐渐将目光从住房和出口转移到这些新兴的驱动力上。这两个行业在绝对价值方面已达到峰值，成为中国未来增长的重要基础。

图 59：新经济：中国的绿色和数字经济发展，将很快完全抵消固定投资放缓的影响，包括饱和的房地产市场

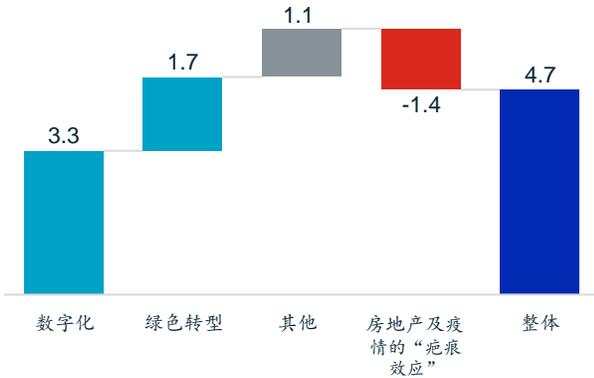
中国 GDP 细分：2023



注：“绿色转型”的分析，源自北京金融与可持续发展学院的绿色金融与转型投资研究，由彭博新能源财经 (BNEF) 报道。“数字经济”附加值的估计，源自中国信息通信研究院的报道，包括信息产业的附加值，以及信息产业为其他行业带来的附加值。房地产对经济的拖累为 KKR GMAA 团队使用 IO 表进行的估算，包括房地产行业本身以及该行业对上下游的影响。数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：北京金融与可持续发展学院，中国国家统计局，BNEF，CAICT，KKR 全球宏观与资产配置分析。

图 60: 中国新经济增长持续走强。我们相信，政策宽松将有助于缓解房地产和负财富效应所带来的拖累

中国 GDP 细分：2024



注：“绿色转型”的分析，源自北京金融与可持续发展学院的绿色金融与转型投资研究，由彭博新能源财经 (BNEF) 报道“数字经济”附加值的信 息，源自中国信息通信研究院的报道，包括信息产业的附加值，以及信息产业为其他行业带来的附加值。房地产行业对经济的拖累为 KKR GMAA 团队使用 IO 表进行的估算，包括房地产行业本身以及该行业对上下游的影响。数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：北京绿色金融与可持续发展学院。中国国家统计局，BNEF，CAICT，KKR 全球宏观和资产配置分析。

中国通胀

预测：关于通胀，我们预计 2024 年通胀率将达到 1.4%，高于 2023 年 0.2% 的通胀，低于市场共识预期 1.7%。我们对 2025 年的基本预测是：通胀率将达到 1.8%，略低于 1.9% 的市场共识。

观点：2023 年进入尾声之际，中国仍存在通缩压力，反映了房地产市场调整/疫情影响造成的需求疲软、供应失衡的局面。但展望未来，随着供给侧影响日益走弱（因而对石油和食品价格带来上行风险），加之政策宽松效应显现，中国的通胀可能会一定程度回归正常。

图 61: 亚洲许多地区的通胀都已接近目标位，但中国仍处于近似通缩的水平

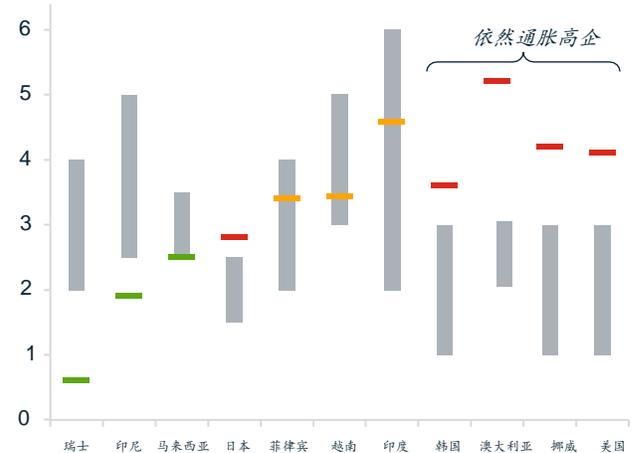
核心 CPI 同比，%



数据截至 2023 年 11 月 30 日。加权名义 GDP。资料来源：国家统计局，各国央行，Haver Analytics，KKR 全球宏观和资产配置分析。

图 62: 亚洲的通胀水平，仍处于目标区间内或尚未达到目标。因此亚洲各国央行无需对抗通胀

当前核心 CPI vs 目标区间（阴影部分 = 如果该国没有 CPI 目标或目标区间，则使用估算区间）



数据截至 2023 年 11 月 30 日。资料来源：彭博社，KKR 全球宏观和资产配置分析。

Important Information

References to “we”, “us,” and “our” refer to Mr. McVey and/or KKR’s Global Macro and Asset Allocation team, as context requires, and not of KKR. The views expressed reflect the current views of Mr. McVey as of the date hereof and neither Mr. McVey nor KKR undertakes to advise you of any changes in the views expressed herein. Opinions or statements regarding financial market trends are based on current market conditions and are subject to change without notice. References to a target portfolio and allocations of such a portfolio refer to a hypothetical allocation of assets and not an actual portfolio. The views expressed herein and discussion of any target portfolio or allocations may not be reflected in the strategies and products that KKR offers or invests, including strategies and products to which Mr. McVey provides investment advice to or on behalf of KKR. It should not be assumed that Mr. McVey has made or will make investment recommendations in the future that are consistent with the views expressed herein, or use any or all of the techniques or methods of analysis described herein in managing client or proprietary accounts. Further, Mr. McVey may make investment recommendations and KKR and its affiliates may have positions (long or short) or engage in securities transactions that are not consistent with the information and views expressed in this document.

The views expressed in this publication are the personal views of Henry H. McVey of Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (together with its affiliates, “KKR”) and do not necessarily reflect the views of KKR itself or any investment professional at KKR. This document is not research and should not be treated as research. This document does not represent valuation judgments with respect to any financial instrument, issuer, security or sector that may be described or referenced herein and does not represent a formal or official view of KKR. This document is not intended to, and does not, relate specifically to any investment strategy or product that KKR offers. It is being provided merely to provide a framework to assist in the implementation of an investor’s own analysis and an investor’s own views on the topic discussed herein.

This publication has been prepared solely for informational purposes. The information contained herein is only as current as of the date indicated, and may be superseded by subsequent market events or for other reasons. Charts and graphs provided herein are for illustrative purposes only. The information in this document has been developed internally and/or obtained from sources believed to be reliable; however, neither KKR nor Mr. McVey guarantees the accuracy, adequacy or completeness of such information. Nothing contained herein constitutes investment, legal, tax or other advice nor is it to be relied on in making an investment or other decision.

There can be no assurance that an investment strategy will be successful. Historic market trends are not reliable indicators of actual future market behavior or future performance of any particular investment which may differ materially, and should not be relied upon as such. Target allocations contained herein are subject to change. There is no assurance that the target allocations will be achieved, and actual allocations may be significantly different than that shown here. This publication should not be viewed as a current or past recommendation or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy.

The information in this publication may contain projections or other forward-looking statements regarding future events, targets, forecasts or expectations regarding the strategies described herein, and is only current as of the date indicated. There is no assurance that such events or targets will be achieved, and may be significantly different from that shown here. The information in this document, including statements concerning financial market trends, is based on current market conditions, which will fluctuate and may be superseded by subsequent market events or for other reasons. Performance of all cited indices is calculated on a total return basis with dividends reinvested. The indices do not include any expenses, fees or charges and are unmanaged and should not be considered investments.

The investment strategy and themes discussed herein may be unsuitable for investors depending on their specific investment objectives and financial situation. Please note that changes in the rate of exchange of a currency may affect the value, price or income of an investment adversely.

Neither KKR nor Mr. McVey assumes any duty to, nor undertakes to update forward looking statements. No representation or warranty, express or implied, is made or given by or on behalf of KKR, Mr. McVey or any other person as to the accuracy and completeness or fairness of the information contained in this publication and no responsibility or liability is accepted for any such information. By accepting this document, the recipient acknowledges its understanding and acceptance of the foregoing statement.

The MSCI sourced information in this document is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). MSCI makes no express or implied warranties or representations and shall have no liability whatsoever with respect to any MSCI data contained herein. The MSCI data may not be further redistributed or used as a basis for other indices or any securities or financial products. This report is not approved, reviewed or produced by MSCI.

KKR

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