

自1980年以来，低通胀、央行独立、全球化浪潮、低波动率、更长周期和更高的GDP利润份额驱动的“现代周期”带来了投资界的“黄金年代”。展望未来，高盛投资组合策略分析师 Peter Oppenheimer 认为，投资环境正在迎来一场新的“范式转换”——“现代周期”已成往昔，“后现代周期”正在开启。

在5月9日刊发的研报中，Oppenheimer 提出了“后现代周期”这一概念。他认为，在“后现代周期”中，通胀风险将大于通缩，且伴随着经济区域化、劳动力、商品价格上涨。同时，政府也会变得“更大、更积极”。在此期间，由于较高的利率将导致估值对收益的贡献减小，股市的总体回报率将下降。

这一背景下，Oppenheimer 团队预计，未来股市“长牛”走势难以复现，取而代之的是一个更加“宽且平”的市场环境（交易范围更广但回报率更低）。同时，市场将更关注 α 因子而非 β 因子。该团队建议，投资者也应更关注利润而非营收增长，因为在更高名义GDP的环境中营收增长是“不稀缺的”。

进一步，该团队指出，“后现代周期”的投资风格与机会将发生明显改变：从“增长与价值”二元驱动转向围绕经典周期要素（更高的通胀与政府支出）、ESG、脱碳等领域的“特殊机会”以及 α 机会。

特别的，以下两类公司值得投资者重点关注：

- 适应者：可以适时调整商业模式的企业；
- 推动者和创新者：通过为稀缺能源、劳动力提供解决方案来提高生产力的企业；
- 利润优先：高/稳定利润的企业是资本支出增加趋势中的受益者。

Exhibit 2: Themes in the Post Modern Cycle

Themes	Focus on	US	Europe	Asia	Global
Inflation	Real assets, Commodities, and Dividend compounders	Reflation GSKUREFL Dividend Growth G5THDNG	Dualized Yield G5SDIVY Dividend Growth G5TDNG	Commodity Cyclicals G5DMSCC	
Regionalization	Rising	Onshore vs. Offshore G5XUSOFF vs. G5XUSOFFS		Domestic Consumption G5ZDMOC	Enablers, Adaptors, Innovators
Scarce & Expensive Inputs	Margins	High & Stable Margins G5CSHDM	High & Stable Margins G5TMARG	Stagflation winners G5ZTFW	High & Stable Margins G5WDMARG
	CAPEX	High Growth Investment ratio G5THGIR Capex Cycle G5HCAPX	Capex Beneficiaries G5TCAPX	High R&D and Capex G5ZCAPX	Capex Beneficiaries
	Labour	Low Labor cost G5HLLAB	Low labor cost		Enablers, Innovators
Low capex to more spending and larger governments	Fiscal Infrastructure	Infrastructure G5XINF5	Fiscal Infrastructure G5TFIDC	China 'New Infra' G5SRINF	
	Defense		Defense G5ARMFF		
Margins scarcity	CAPEX	High Growth investment ratio G5THGIR Capex Cycle G5HCAPX	Capex Beneficiaries G5TCAPX	High R&D and Capex G5ZCAPX	Capex Beneficiaries
	ESG	US Renewables G5AURNEW	Renewable Energy G5SRNEW	Environment & Renewable G5SEVMT	Renewable Energy G5WRNEW
Margins scarcity	Margins	High & Stable Margins G5CEHDM	High & Stable Margins G5TMARG		High & Stable Margins G5WDMARG

具体分析如下：(from Research)

1. 从通缩转向通胀

对于此投资主题，Peter Oppenheimer 团队建议

投资者应增加资产多样化和更多的实物资产敞口(即大宗商品、房地产、基础设施)和股息复利。

该团队分析称，从1980年代到本世纪末以及科技泡沫破灭，股市表现强劲。在此期间，年化回报超过10%，随着利率下降和估值扩大，估值扩张占回报的一半以上。同时，即便受到金融危机的创伤，但股市仍能由越来越低的利率支撑走出“长牛”——过去19年间有17年标普500收益率为正。不过，疫情后这一切发生了剧烈改变。Oppenheimer 认为，需求端，事实证明疫情间需求下降只是因为需求出现了“延迟”而非减少。供给端，疫情冲击着供应链，而俄乌冲突令尚未恢复的供应链“雪上加霜”。因此，供给冲击更具有通胀性。

这一背景下，通胀预期的转变以及名义和实际利率的走高趋势可能会进一步改变投资格局，导致市场环境变得“更宽、更平坦”的市场环境（交易范围更广但回报率更低）

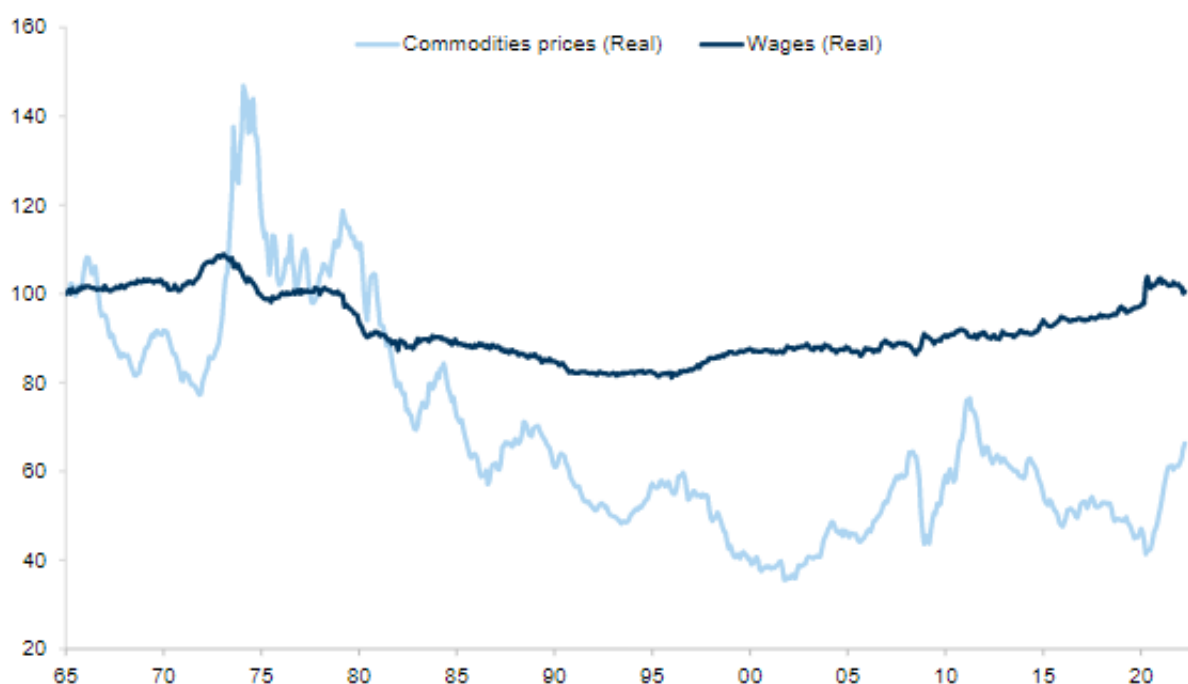
。这一背景下，投资者的注意力应减少对收入增长的关注（名义GDP更高的环境中营收增长是“不稀缺的”），而更多地关注股息和利润率的可持续性。

这一背景下，通过复盘历史上类似时期的投资结果，Peter Oppenheimer

认为，这一主题下投资者应该：

- 1、增加地区、要素和行业的多样化投资；
- 2、增加对实际资产的投资；
- 3、增加对“股息复利公司”的投资，这些公司可以获得稳定和可持续的实际收入流。

Exhibit 21: Abundance of labour and commodities have contributed to the disinflationary environment
CRB Spot Commodity Price Index and US Avg Weekly Earnings: Prod & Nonsupervisory (Total Private Industries).
Deflated by US CPI



不过，疫情后劳动力市场也发生了剧变。该团队认为，逆全球化带来的更加“本地化”的产业链带来了更加紧缩的劳动力市场。数据显示，在多年招聘职位下降的去世后，招聘职位自疫情来出现了显著的上升，在失业率已经达到了创纪录的低点的同时，许多国家的工资水平正在上升。



这一背景下，投资者应关注能够为公司节省资金的“创新者”和“颠覆者”，特别是在提高能源效率和劳动力替代相关领域，如电储、碳储存、模块化核电、机器学习、机器人和AI等。

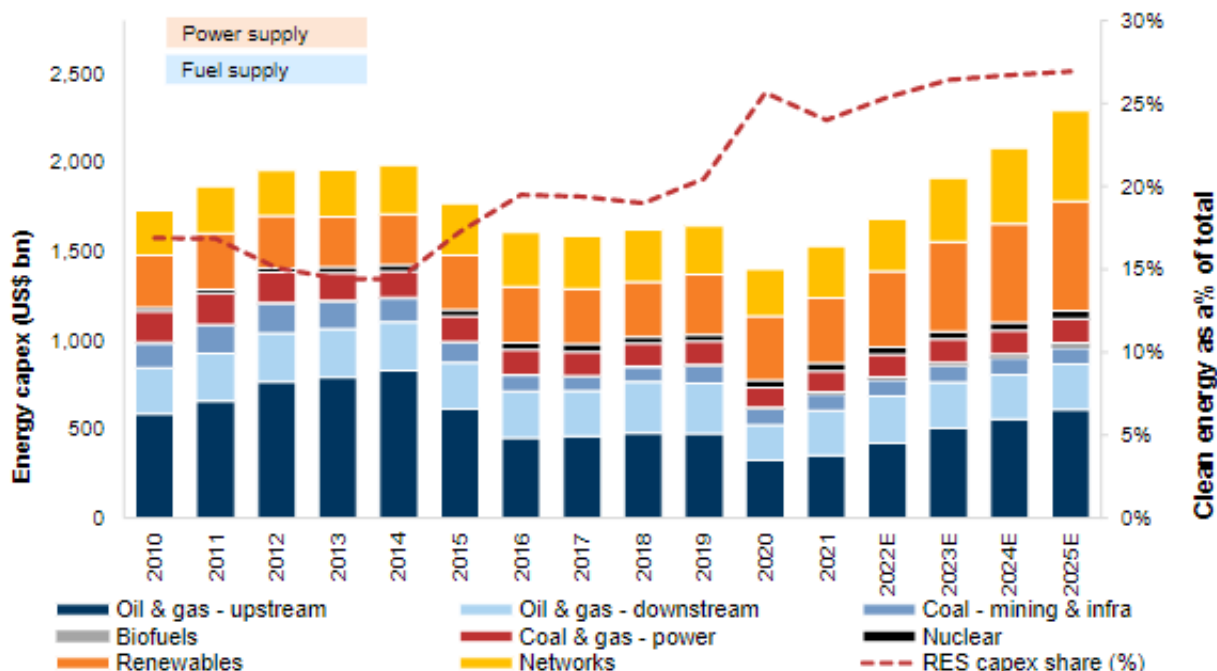
政府从低资本支出转向更多资本支出、“更大”的政府

对于此投资主题，Peter Oppenheimer 团队建议投资者应多关注财政支出、国防、资本支出受益者、去碳化风险敞口。

该团队分析称，疫情以来，政府支出出现了历史性增长。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，2020年全球债务总量已增至226万亿元，同时全球债务占GDP比重已增至256%。

Exhibit 31: Primary energy capex fell 35% over the past decade, but our Equity Analysts expect it to grow 60% by 2025

Energy supply capex split by fuel and power supply source (US\$bn - LHS), and clean energy (renewables, biofuels) as a % of total (% - RHS)



Source: IEA WEI (historicals), Goldman Sachs Global Investment Research

“增长稀缺” 转向 “利润稀缺” ；

对于此投资主题，Peter Oppenheimer 团队建议投资者应更多关注具备高且稳定利润的公司，以及增速稳定的公司。

该团队表示：

我们正在从专注于收入增长的十年过渡到投资者将越来越关注利润率的周期。

该团队分析称，在金融危机后通缩主导的周期中，总需求疲软，通胀下降拉低了名义GDP和平均收入增长。因此，彼时收入增长的稀缺性使其更有价值，随着利率下降，这一点进一步增强，推高了长期资产的相对价值。

不过，在当前环境下，通胀较高，名义GDP较高，而收入增长不那么稀缺。相反，

较高的通胀环境下高利润以及低利润波动的公司将更受市场欢迎，数据也能证实这一点。如下图所示，如今欧洲市场上高营收增长和高利润公司之间的估值差距已经开始缩小。