



高沛樂
亞洲區多元資產執行總監，
客戶投資組合管理主管



Christopher Walsh, CFA
多元資產高級投資組合經理

全球供應鏈正因去全球化、地緣政治以及能源與科技安全的競賽而重塑，焦點從「低成本、追求效率」轉向「區域化、強韌韌性」。在這種成本上升、持續通脹壓力及供給受限的環境下，實體資產在協助投資人應對不確定性並掌握長期結構性趨勢方面，扮演越來越重要的角色。

實體資產復興：在去全球化世界中確保電力、物資與能源供應

摘要：

- 全球供應鏈正由「低成本、追求效率」轉向「區域化、強韌韌性」，或在結構上推高成本並加劇通脹壓力。
- 去全球化、能源安全憂慮及人工智能（人工智能）建設潮，正推動對能源、金屬、基建及物流等實體資產的需求上升。
- 在局勢複雜、不確定性加劇且供應限制持續的環境下，實體資產或可提供分散效益，並具一定抗通脹潛力。

傳統以低成本為核心、深度全球化的供應鏈模式，正逐步轉向成本較高、區域化且更具韌性的近岸外移（nearshoring）。

我們認為，全球供應鏈出現結構性轉變的可能性正在上升。這些轉變早已在去全球化、減碳趨勢及人口結構變化等因素下逐步醞釀，而關稅政策、全球人工智能科技競賽，以及持續的地緣政治緊張局勢進一步加速了這一進程，並令國際關係（包括長期盟友之間）更見緊張。

經濟民族主義的抬頭及由此引發的貿易碎片化，正重塑全球貿易流向。各國逐步淡出高度一體化的全球供應鏈、重新設置貿易壁壘，令貨物與服務的跨境流動摩擦上升，或對價格構成上行壓力。

政策不確定性持續，以及跨境投資限制增加，可能要求更靈活的風險管理，並提升監管層面的分散需求。隨著供應鏈更趨區域化，戰略金屬、能源、物流、工業房地產及基建的需求或會上升 – 在岸化

（onshoring）及近岸外移亦將由「改善成本」逐步演變為「營運必需」。由食品與能源，以至支援人工智能發展的半導體及相關勞動力等關鍵貨品與服務，均可能重塑供求格局。在此環境下，通脹壓力及政策導致的市場錯配或會持續，較有利能源相關、具通脹保護特性的資產、基礎金屬與礦產原材料及大宗商品，以及房地產投資信託基金（REITs）等資產。

實體資產復興

市場對供應鏈韌性的關注並非新事。英國脫歐、新冠疫情，以及近期中東局勢等事件，均暴露出全球供應鏈的脆弱性；但在當前環境下，「韌性」的重要性更為突出。

在關稅不確定性持續之下，政府與企業更重視供應安全，近岸外移與回流生產（reshoring）再度升溫。我們亦看到更廣泛的「資源民族主義」趨勢，包括提升本土產能、策略性儲備關鍵物資、重建工業能力，以

及重新聚焦能源自主。這些變化更像是結構性成本轉移，而非短暫或周期性調整。

多項長期通脹推動因素 – 例如能源轉型、國防開支、供應鏈重整及人口結構變化 – 預期仍將持續，為實體資產作為潛在抗通脹工具提供支持。

地緣政治緊張與政策不確定性正影響實質資本支出

影響不限於貿易層面。全球安全風險上升，推動國防開支及相關基建需求增加；同時，數據主權成為策略重點，支持數據中心、光纖網絡及數碼連接等需求。

俄烏衝突令能源安全議題更受關注，尤其在歐洲。提升能源自主的努力將預期持續推動電網現代化、可再生能源投資，以及降低對進口能源的依賴，但結果可能會因市場狀況而異。與此同時，企業持續回流生產、擴充本土產能並投資物流與基建，我們預期對實體資產的需求亦可能進一步上升。

由效率走向韌性：一個結構性轉變

過去全球貿易有助降低成本並改善對貨品與服務的可及性，惟相關效益分配並不平均。地緣政治碎片化加劇，意味未來更偏向本地及區域供應鏈，抗震能力或更強，但成本亦更高。

透過運用本地專業，並於不同地區與行業之間分散配置，實體資產投資在不確定環境下仍具可行性。從投資組合角度而言，與本地需求強勁、監管環境較穩定相關的資產，或更具優勢。

實體資產在估值層面或仍具吸引力，可提供分散效益，並有望在多項長期結構性增長主題中扮演重要角色，儘管這些結果會受到市場風險的影響。短期而言，在地緣政治帶動能源價格波動的情況下，實體資產亦可能有助投資組合應對類滯脹風險。

金屬供應在近期衝突前已出現約束，而國防、能源安全及基建投資等長期需求因素或正在增強。農產品及

化肥市場亦出現價格上行壓力，反映供應受阻及地緣政治不確定性。

資源稀缺、電氣化與工業重建推升複雜性及結構性通脹

當各經濟體同時面對資源稀缺、電氣化推進及工業重建，市場複雜性正持續上升。鑑於實體資產有可能解決供需失衡問題，因此值得考慮將其納入長期投資組合，但應仔細評估其特定適用性和風險。一旦供應不足，價格波動便可能加劇 – 近期在能源、液化天然氣 (LNG)、原油及化肥等市場已可見一斑。

中東近期衝突擾亂多條全球重要且高流量的航運路線。即使地緣政治緊張緩和，要迅速回到衝突前的貿易狀態亦不容易。保險成本上升、安全顧慮加劇，以及由「效率」轉向「冗餘」的安排，正推高運輸與物流成本的結構性水平，或抬升多個實體資產市場的長期價格底線。

為何多年通脹趨勢可能持續：

- 地緣政治碎片化持續，關稅及監管摩擦或長期存在
- 氣候與天氣波動加劇，導致反覆出現實體供應中斷
- 製造業結構性重整：在岸化、產能重複與冗餘配置
- 供應商倒閉及網絡風險上升，推高風險管理成本
- 運費維持高企，航運瓶頸反覆出現
- 由效率轉向韌性，本質上成本更高
- 人工智能建設潮推升對電力、原材料與基建的需求

實體資產的多元化配置

我們認為，多元化的實體資產策略或能在未來十年佔據有利位置：一方面受惠於結構性需求，另一方面供應約束仍然存在。相關配置可涵蓋六大範疇：

金屬與礦業： 供應結構性短缺，加上大宗商品與金屬的戰略重要性提升，或推動貴金屬價格上行。財政壓力亦可能提升投資者對實物資產作為「避險資產」的興趣。

能源： 各國日益重視供應韌性，優先於最低成本採購。人工智能、數據中心、電氣化及電動車普及推動長期用電需求；同時，傳統能源（如化石燃料、油氣）投資不足及地緣政治風險持續，或令價格波動延續。另一方面，可再生能源、電網、儲能及核能亦正因能源轉型而吸引大量資本投入。

基建： 基建投資範疇已由道路、港口及隧道等傳統項目，延伸至數碼基建，包括數據中心、光纖網絡及流動通訊連接，以支援雲端運算及人工智能發展。

數據中心面對數據需求急升，帶動顯著資本開支；營運商亦需在供應更趨緊張的市場中確保穩定電力，同時回應社會對本地電網負荷及水資源使用的關注。

同時，光纖網絡正推動新一輪建設，並常與超大規模雲端服務供應商（hyperscalers）合作，以提供高速、低時延連接，連通主要數據樞紐，並支援雲端運算及人工智能推理需求上升。

用電需求增長為上述趨勢提供支撐。在市場多年偏重可再生能源後，人工智能經濟擴張帶來的龐大用電需求，正重新提升市場對傳統電源（包括燃氣發電）的關注，近期香港亦可見相關併購活動增加。

房地產投資信託基金（REITs）： 儘管部分傳統房地產板塊仍受壓，不同行業之間的表現分化正在擴大。數據中心 REITs、醫療房地產及其他專門資產，或可受惠於人工智能需求及人口老化等趨勢。

美國國庫抗通脹債券（TIPS）： 若通脹維持偏高或波動，TIPS 或可提供較直接的通脹緩衝，並在實體資產

配置中擔當穩定角色，尤其當實質收益率見頂回落或下行時。

短期信貸： 短期信貸工具一般利率敏感度較低、息票率較長年期債券為高。部分具浮息結構的工具在通脹持續或

「高息維持更久」環境下或更具優勢，可在通脹或利率不確定時提供較防守的固定收益配置。

實體資產的長線投資理據

或可對沖結構性通脹

當通脹由供應因素驅動或更具持續性，實體資產或有助維持購買力。

緩衝地緣政治與經濟碎片化風險

去全球化及供應不穩，或提升具形資產的戰略價值。

投資不足造成多年的供應缺口

礦業、能源、公用事業及基建多年資本開支不足，現正與需求上升「正面碰撞」。

人工智能與能源轉型超級周期帶來長期順風

人工智能工作負載、電氣化、電動車普及及可再生能源建設，均需要大量原材料、能源與基建。

分散風險

實體資產過往與傳統股票及債券的相關性相對較低（見圖表 1）。

收益來源

基建、REITs、TIPS 及短期信貸或可提供較穩定、並在部分情況下與通脹掛鈎的收益來源。

圖表 1：實體資產與傳統環球股票及債券的相關性（2011 年 2 月至 2026 年 2 月）

	能源	金屬與採礦	美國房地產投資 信託基金(REITs)	非美國房地產 投資信託基金	基礎設施	美國國庫抗通 脹債券 (TIPS)	大宗商品	短期信貸	環球股票	環球債券	美國消費者物 價指數
能源	1.00										
金屬與採礦	0.52	1.00									
美國房地產投資信託 基金(REITs)	0.46	0.42	1.00								
非美國房地產投資信託 基金	0.51	0.41	0.80	1.00							
基礎設施	0.70	0.61	0.78	0.81	1.00						
美國國庫抗通脹債券 (TIPS)	0.36	0.49	0.56	0.52	0.57	1.00					
大宗商品	0.67	0.58	0.32	0.33	0.51	0.44	1.00				
短期信貸	0.27	0.46	0.62	0.62	0.63	0.74	0.22	1.00			
環球股票	0.67	0.55	0.74	0.74	0.82	0.51	0.46	0.55	1.00		
環球債券	0.16	0.54	0.57	0.49	0.58	0.69	0.21	0.79	0.48	1.00	
美國消費者物價指數	0.18	0.05	-0.03	-0.03	0.03	0.00	0.25	-0.19	0.03	-0.15	1.00

資料來源：彭博社，2011 年 2 月至 2026 年 2 月的月度回報（指數）/數據（美國消費者物價指數）。代表性指數的回報（以美元計）：能源：MSCI 世界能源部門指數；金屬與礦業：S&P/TSX 全球礦產指數；美國 REITs：標普美國全房地產投資信託股票指數；非美國全房地產投資信託：標普已開發出非美國全房地產投資信託股票美元指數；基礎建設：標普全球基礎建設指數；TIPS：彭博美國國庫抗通脹債券 1-5 年期指數；大宗商品：大宗彭博商品指數；短期信貸：Markit iBoxx 美元流動性投資等級 0-5 指數；環球股票：MSCI 世界指數；環球債券：彭博環球綜合債券指數；美國 CPI：美國消費者物價指數（CPI）與城市消費者較去年同期減少食品與能源（非季節調整）。

相關性顯示兩個變數之間關係的強度與方向。它以相關係數數值表示，範圍範圍為 -1 到 1。正相關數（大於 0 但小於 1）表示兩個變數朝相同方向移動，但幅度不一定相同。負相關數（小於 0 但大於 -1）表示變數朝相反方向移動，且變化程度亦各異。當兩個資產的正相關性低或負相關時，它們往往會獨立移動或朝相反方向移動。將具備這些相關特徵的資產納入投資組合，可能帶來潛在的多元化效益。

過去的表現不保證未來結果。分散投資或資產配置並不保證獲利，也無法在任何市場中防止損失風險。

TIPS 指的是美國財政部發行的國庫抗通脹債券；REITs 指的是房地產投資信託（Real Estate Investment Trust）。美國 CPI 指的是美國消費者物價指數。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本資料只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本資料的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本資料的訊息及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關訊息及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的訊息，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本資料所載訊息行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本資料的部份訊息可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本資料所載的情況存在重大差異。本資料載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本資料的訊息僅供參考，並不構成代

表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本資料的訊息不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本資料所載的所有訊息概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細訊息，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本資料全部或任何部分內容。

本資料由宏利投資管理(香港)有限公司刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此資料。