

2026年 下半年環球 投資展望

稀缺與豐裕的市場角力

BlackRock
貝萊德

貝萊德智庫

資本存在風險。投資價值可能升跌。僅在美國、加拿大、拉丁美洲、個別歐洲國家（詳見完整免責聲明）、以色列、南非、香港、新加坡及澳洲公開派發，在其他獲准國家則僅供機構投資者、專業投資者及合資格投資者及客戶使用。

MKTG0726-5754521-EXP0727-1/19



Ben Powell

亞太區及中東首席投資策略師
貝萊德智庫



亞太區正處於人工智能供應瓶頸的核心位置，塑造了《環球投資展望》的觀點：晶片、記憶體、電力、數據中心及電網基礎設施。台灣及韓國是人工智能硬件的支柱，日本及中國在實體人工智能方面相當重要，澳洲與天然資源息息相關，東盟則正在吸引數據中心及電子產品的投資。然而，稀缺並不必然等同於區內股市的全面機遇。廣泛指數往往同時包含強勢主題與集中度、估值及地緣政治風險。因此，我們更傾向超越地域標籤，聚焦人工智能瓶頸、關鍵受益環節，以及在政策與貨幣走勢分化下具韌性的收益來源。

亞太區正處於人工智能供應瓶頸的核心位置。台灣的晶圓代工、先進封裝及伺服器生態系統，以及韓國在高頻寬記憶體(HBM)領域的領先優勢，均是推動全球人工智能發展不可或缺的關鍵環節。鑑於台灣及韓國等人工智能相關市場已累積顯著升幅，我們將新興市場觀點下調至中性，反映我們正重新調整人工智能主題的投資部署。雖然台灣晶片與韓國記憶體仍是供應鏈核心，但我們正逐步將投資焦點由最受追捧的硬件板塊，擴展至更具選擇性的瓶頸及受惠環節，包括實體人工智能(Physical AI)。我們亦持續關注近期盈利預期持續上調的趨勢能否維持。

與此同時，人工智能投資機遇正由核心晶片價值鏈向外延伸。東盟市場的受惠方向更偏向基建層面，包括數據中心、電力供應、土地、冷卻系統及電子製造等領域。現階段判斷哪個國家將成為實體人工智能的最終贏家仍言之尚早，但亞太區已提供兩條清晰的參與路徑。日本憑藉機械人、感測器、工廠自動化、半導體設備及精密機床等領域的優勢，在實體人工智能發展中佔據有利位置；中國則受惠於龐大的製造基礎及完善供應鏈體系。然而，產業領先優勢能否最終轉化為可持續的股東回報，仍有待觀察。

相較一般組裝商或系統整合商，我們更看好具備定價能力、技術壁壘、客戶基礎多元化或具出口優勢的關鍵供應商，認為其風險回報前景更具吸引力。

我們選擇性看好新興市場本幣債，主要基於部分亞洲市場的收益水平、匯率估值及基本面因素相互配合。亞洲各地的政策路徑及貨幣走勢正日益分化，而通脹壓力亦從不同起點逐步升溫。日本隨着通脹重現及經濟逐步正常化，正邁向貨幣政策正常化；中國則維持寬鬆取向。印度的利率及匯率前景仍與能源價格及外部收支狀況密切相關；印尼持續透過政策工具支持本幣表現，而泰國及菲律賓等對能源較敏感的經濟體則面臨不同程度的通脹壓力。

在此背景下，本地利率及貨幣的選擇尤為重要。投資者不應只着眼於收益率水平，而應評估其是否足以補償存續期及匯率風險。我們對將亞洲長年期政府債券視為傳統防守性配置持審慎態度。在供應因素主導的宏觀環境下，長債作為投資組合分散風險工具的效用已不如以往，相關存續期風險敞口宜審慎管理。

考慮到進一步加息風險、投資者對持有長年期國債要求更高風險補償，以及發債規模持續增加，我們維持減持日本政府債券。對於中國政府債券，我們維持中性立場，並非明確看好，但相對已發展市場而言，可視為較具穩定性的債券配置。原因在於中國的宏觀經濟周期與其他主要經濟體不同，既未經歷通脹衝擊，國內金融環境亦相對受控。信貸市場方面，在息差偏窄的環境下，個別證券篩選的重要性較廣泛承擔息差風險更為突出。

亞太區的投資環境正好說明，地域標籤往往掩蓋的比揭示的更多。同一地區涵蓋截然不同的投資機遇：台灣及韓國受惠於人工智能硬件供應鏈；日本聚焦自動化及企業改革；中國兼具實體人工智能發展規模及深厚製造基礎；東盟受惠於數據中心建設、電子製造及供應鏈多元化；印度則由數碼基礎設施發展及本土資本形成所推動；澳洲則受惠於資源、能源及關鍵礦產需求。這些投資主題背後的盈利驅動因素、政策環境、估值風險，以及投資落實方式均不盡相同。

這對於投資部署有何啟示？我們認為，關鍵在於先選擇希望參與的投資主題，再決定採用何種投資工具。就人工智能而言，我們看好市場預期尚未過度反映、盈利及利潤率具韌性的硬件供應鏈，以及自動化、機械人及工業科技領域中的實體人工智能受惠環節。至於基礎設施，投資機遇或更集中於供應瓶頸本身，包括數據中心、電力、電網、冷卻系統、物流、資源及數碼基礎設施。

收益方面，我們上調對新興市場當地貨幣債券的觀點，並支持選擇性配置於收益水平、匯率估值及本地基本面因素相互配合的亞太市場。與此同時，信貸息差偏窄意味投資者應審慎看待廣泛承擔信貸貝塔風險。另一方面，受惠於企業改革及資本紀律持續改善的企業，則可提供另一個具針對性的回報來源，即使在日本及韓國等我們對整體市場維持中性看法的市場亦然。

總括而言，亞太區的投資理據並非始於地域標籤，而是始於投資主題本身——能夠轉化為盈利的供應瓶頸、足以補償風險的收益來源，以及由資本紀律支持的企業改革故事。

簡介

貝萊德的資深基金經理及投資主管每年兩度聚首兩天，探討環球經濟及市場前景，以及其對投資組合的影響。《2026年下半年環球投資展望》以「稀缺與豐裕的市場角力」為主題，記錄了我們在6月2至3日論壇上的討論。當前環境由稀缺主導：勞動力、能源及財政空間均受到制約。關鍵問題在於，人工智能創新能否推動美國經濟增長突破每年2%的長期趨勢，開創豐裕的發展階段？這種角力體現在多項宏觀判斷之中，其可能導向截然不同的結果，並促使投資者重新審視投資組合配置。

作者簡介



Jean Boivin
貝萊德智庫主管



Ed Fishwick
貝萊德風險及定量分析研究主管



Wei Li
環球首席投資策略師-貝萊德智庫



Vivek Paul
環球投資組合研究主管-貝萊德智庫



Rick Rieder
貝萊德環球固定收益首席投資官



Raffaele Savi
貝萊德環球系統化投資主管

執行領導



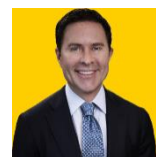
Rob Kapito
貝萊德總裁



Rich Kushel
貝萊德投資組合管理團隊主管



Raj Rao
創始合夥人、總裁兼營運總監，Global Infrastructure Partners，貝萊德旗下公司



Scot French
創始合夥人兼聯席總裁，HPS，貝萊德旗下公司

目錄

簡介 2

摘要 3

市場簡述 4-7

跨越當前稀缺，會否迎來豐裕新階段？ 4

無法迴避的重大宏觀判斷 5

多重分化的結果 6

重新審視投資組合配置 7

8-10

主題 8

人工智能面臨資源稀缺 9

持久收益 10

超越傳統配置框架 11-14

論壇焦點 11

信貸市場：債務背後的支持因素 12

地緣政治與能源稀缺 13

從科幻小說走向科學現實 14

美國以外市場 15-16

投資觀點 15

主要觀點 16

資產類別部署

我們正處於由資源稀缺主導的市場格局。隨着多項大趨勢持續深化，勞動力、能源、基礎設施、資本及原材料均承受愈來愈大的壓力。這些供應端掣肘正在影響經濟增長、通脹走勢及市場定價。人工智能透過加快創新本身，提升經濟增長出現持久突破的可能性。然而，即使最終能邁向更充裕的新階段，過程亦須先穿越稀缺周期。類似張力亦正在其他投資主題中浮現，並重塑投資組合配置。

稀缺格局體現在資源限制、勞工市場緊張及通脹持續等現象，其中一個主要特徵是利率面臨上行壓力。稀缺透過通脹及資本競爭推高利率，而要邁向由經濟增長突破帶來的豐裕階段，首先需要大規模建設人工智能建設，形成相同的上行壓力。

在新格局下，投資者需作出重大宏觀判斷。我們聚焦六大關鍵判斷：人工智能帶動的增長、人工智能成本、利率、債務、地緣政治咽喉點，以及美國領先地位。每項判斷均包含互相競逐的市場敘事，彼此亦緊密相連。投資者應清楚了解其投資組合隱含的宏觀判斷，審慎調整配置規模，並考慮透過合適策略減低不必要的宏觀風險。

投資者的重大宏觀判斷可能帶來多重分化結果：多種可能路徑，對應截然不同的宏觀及市場影響。稀缺格局與豐裕格局大相逕庭。多重分化結果令不確定性不只是圍繞單一基本情境，而是橫跨多個互不相容的市場格局。市場難以為此定價，其可能先反映某一特定情境，然後在市場跡象開始指向其他情境時迅速調整。

新格局令投資者失去長期宏觀基本觀點，削弱靜態投資組合的作用，傳統分散投資亦更難實現；而隨着大趨勢廣泛影響各資產類別，市場集中度亦有所增加。市場對整體投資組合配置策略的興趣急增，反映了上述壓力正在加劇。

我們的第一個主題是**人工智能面臨資源稀缺**。人工智能建設正加速，令掣肘提早浮現。三大問題尚未解決：人工智能是否正在形成泡沫？成本將有多高？經濟價值將流向哪些領域？我們維持增持美國股票的觀點，並聚焦電力、電網、記憶體、晶片及數據中心等瓶頸的投資機遇，藉此參與人工智能增長，同時避免判斷最終的獲勝模型。實體人工智能，包括機械人、自動化系統及製造業，將是下一個前沿領域。

我們的第二個主題是**持久收益**。隨著收益率上升，收益重新成為投資組合的穩定支柱，但收益來源同樣關鍵。相對於持有存續期長、對利率變動敏感的長期債券，我們更傾向於透過短期債券獲取收益，尤其是歐元區政府債券。我們看好具清晰現金流、貸款人保障及回收價值的公開及私募信貸。

我們的第三個主題是**超越傳統配置框架**。在新格局下，傳統資產類別分類不再是理想的配置起點。以基礎設施為例，人工智能需求、能源安全及碎片化格局帶來的投資機遇遍及各個市場及資產類別。投資者應先確認可投資範圍，再選擇希望參與的主題及風險，最後挑選合適工具實踐投資觀點。新格局令宏觀結果再次變得重要，並為主動投資創造更大空間。對沖基金及私募市場有助實踐這些觀點。

跨越當前稀缺，會否迎來豐裕新階段？

我們一直認為，當前環境由供應因素主導：在這格局下，勞動力、能源、資本、基礎設施及原材料等產能限制成為影響增長、通脹及市場定價的因素。這觀點在2021年僅屬推測，如今已成為現實。通脹持續高企，長期收益率重新定價至較高水平，而多股大趨勢正引領並加快這場轉型。

我們認為，在新格局下，稀缺與豐裕之間的角力逐漸顯現。當前的基本格局是資源稀缺。新冠疫情、烏克蘭戰爭及中東衝突令供應鏈的脆弱性浮現。各國政府及企業均在能源、國防及科技領域優先考慮安全、韌性及自主。見第12頁。追求這種韌性需付出代價：產能重複及供應鏈重組均推高生產成本。

與此同時，對人工智能的需求正在急增，但產能卻無法跟上。大規模人工智能建設需要電力、數據中心、晶片、記憶體、熟練勞工、資本及關鍵原材料。

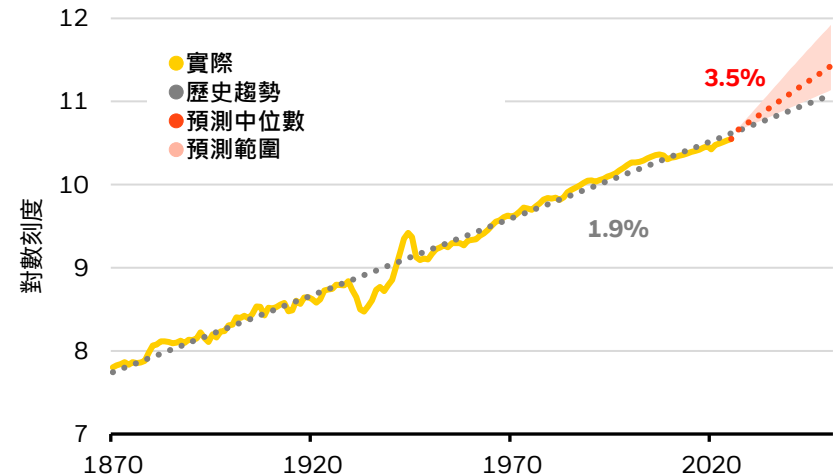
人工智能亦帶來豐裕前景。即使人類在過去150多年不懈創新，美國仍維持約2%的長期增長趨勢，而人工智能卻有望帶來突破。見圖表。無論是電氣化或互聯網，均無法從根本上提振美國增長趨勢，而人工智能卻有望打破這一局面。

人工智能令市場憧憬豐裕未來，因為其能夠加速創新進程。人工智能可自行生成、測試及改進創新意念，形成自我強化的學習循環。樂觀看法認為，這特點有助加快科學發現、推動醫療突破，並促進機械人的普及，從而改變日常生活，最終推動全球經濟增長突破歷史趨勢。

對投資而言，問題在於人工智能擴大產能的速度，是否足以抵銷追求韌性及人工智能建設共同造成的資源稀缺？其中一條路徑邁向豐裕發展，另一條則面臨長期稀缺。這是投資者當前需要應對的六大宏觀判斷中最重要的一項。

增長突破在望？

美國實際人均國內生產總值（1870年至2050年）



圖表要點：市場對人工智能帶來增長突破的憧憬升溫，並認為人工智能將加快創新進程，帶動美國經濟增長首次突破每年1.9%的長期趨勢。

前瞻性估計可能不會實現。資料來源：貝萊德智庫及Macrohistory Database，2026年6月。註：歷史數據由Oscar Jordà、Moritz Schularick及Alan M. Taylor（2017）編制。預測範圍涵蓋經濟學家、政策機構及研究對人工智能對國內生產總值、生產力及全要素生產率（TFP）增長的影響的估算，不包括行政總裁估算及定性評估。各項估算均以1.9%為共同基準，統一轉化為隱含年度實際國內生產總值增長率；所有國內生產總值路徑均按2026年=100作指數化處理。灰色虛線顯示每年1.9%的歷史增長趨勢。橙色虛線顯示人工智能相關增長結果的預測中位數，陰影區則顯示外部估算範圍。預測期由2026年開始。實際人均國內生產總值以對數尺度顯示。

當前現實是資源稀缺：電力、勞動力、資本及關鍵原材料均受到限制。增長有望帶來豐裕未來：人工智能推動創新進程加速發展。

無法迴避的重大宏觀判斷

人工智能稀缺與豐裕之間的角力是投資者需作出的重大宏觀判斷之一。此外，我們認為至少還有五項重大宏觀判斷已反映在基準指數、信貸風險及地區配置之中。這些宏觀判斷息息相關，並建基於互相競爭、不可能同時成立的敘事。

第二項判斷與第一項相關：人工智能的成本。一種敘事認為，隨著代幣價格下降及競爭加劇，人工智能成本將降低至足以迅速普及的水平。另一種敘事則認為，鑑於生產成本飆升、供應商定價能力增強，加上任務更趨複雜，人工智能的成本可能上升。

第三項判斷是利率走勢。部分觀點認為，人工智能帶來的生產力提升將抑制通脹，導致利率下降。另一種觀點則認為，供應限制及資本競爭將推動利率上升。聯儲局取消前瞻性指引的舉動進一步突顯利率走勢屬關鍵判斷。

第四項重大判斷是債務。經濟增長的突破或有助市場吸納大量新債發行，以及應付不斷攀升的債務負擔。

另一種情況則是經濟增長維持在歷史趨勢水平附近，並未實現突破。這將導致投資者對持有長期債券所承擔的風險要求更高補償，從而對高槓桿企業及債務高企的政府構成壓力。

第五項判斷是地緣政治咽喉點。市場可能繼續將中東戰爭等衝擊視為短期事件。相反敘事則認為，一旦霍爾木茲海峽等關鍵咽喉點被封鎖，可能引發歷史性的供應衝擊。

第六項判斷是美國市場領先地位。憑藉資本市場深度、能源自主性、美元儲備貨幣地位、穩健制度以及人工智能主導優勢，美國市場有望保持領先。另一種觀點則認為其他國家將逐步削弱美國優勢。

投資者應如何部署？他們應清楚了解其投資組合隱含的宏觀判斷，審慎調整配置規模，並考慮透過合適策略減低不必要的宏觀風險。

哪種敘事更為可信？

重大宏觀判斷背後的不同敘事

豐裕敘事

增長突破

低成本人工智能
推動普及化

生產力提升

增長令債務受控

衝擊屬暫時性

美國保持領先地位



增長

人工智能成本

利率

債務

地緣政治咽喉點

美國與其他地區的角力



稀缺敘事

增長受限

人工智能成本過高

資本競爭

高利率引發債務壓力

擊造成持久性損害

其他地區取得領先

圖表要點：主要投資判斷建基於互相競爭、不可能同時成立的敘事。投資組合配置的關鍵在於識別哪些判斷已反映在市場定價之中，並審慎調整配置規模。

僅供說明。資料來源：貝萊德智庫，2026年6月。

投資者需充分了解投資組合已反映的宏觀判斷，並審慎調整配置規模。我們傾向採用市場中性策略，以抵銷不必要的宏觀風險。

多重分化的結果

各種重大宏觀判斷帶來多重分化的結果，多種可能路徑，對應截然不同的市場環境，導致不確定性不只是圍繞單一基本情境，而是橫跨多個互不相容的市場格局。

在豐裕格局中，人工智能推動生產力提升，美國增長從根本上超越1.9%的歷史趨勢，而科學、醫療保健及工業突破足以抵銷建設成本。在稀缺格局中，增長在趨勢水平停滯不前，人工智能建設持續爭奪資源，債務可持續性的壓力迫在眉睫。

市場難以為多重分化的結果定價，意味著短期市場表現無法印證某種特定情境發生的可能性正在增加，其可能僅反映投資者仍樂於接受主流敘事。隨著印證另一情境的跡象累積，市況可能突然轉變。投資者需要持續追蹤其他潛在情境，並因應相關跡象的變化調整投資組合。

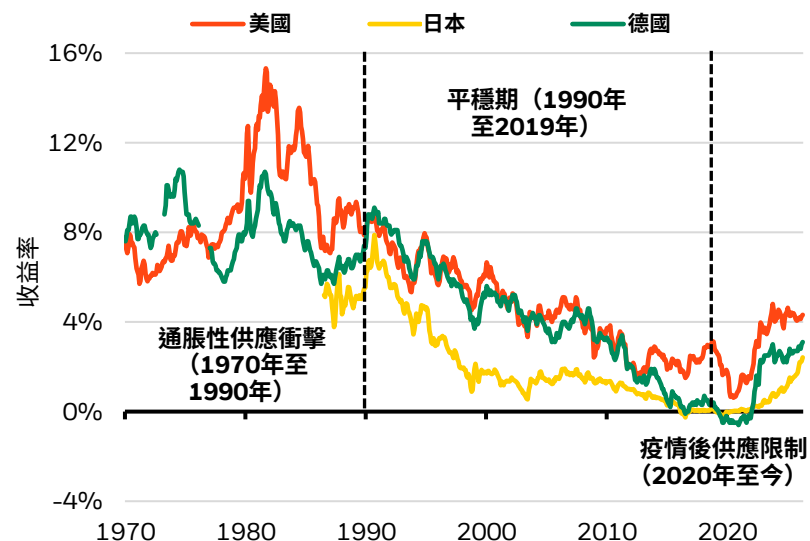
其中一個關鍵例子是稀缺與豐裕的市場角力如何在利率上顯現——即我們的第三項宏觀判斷。一種觀點認為，豐裕環境將導致通脹下降，從而推低利率。另一種觀點則認為，人工智能建設會加劇對資本及稀缺資源的競爭，帶動利率上升。兩種對立觀點分別對應長期收益率約3%或5%的市場環境——對投資組合而言，兩者之間差距極大。

目前而言，資源限制及資本需求仍佔主導。人工智能提升生產力之前，需要先進行龐大投資。因此，即使人工智能最終帶來豐裕環境，利率仍將面臨上行壓力。這亦是我們認為利率將長期高企的原因。

如圖所示，受供應限制影響，環球債券收益率自疫情以來已重新定價至較高水平。在需求衝擊佔主導及通脹持續低企的環境下，長期債券往往在股票拋售時提供緩衝；但受供應衝擊影響，相關作用已經減弱。如今，股票與債券價格往往朝同一方向變動。

環球債券重新定價

部分10年期政府債券收益率（1970年至2026年）



圖表要點：隨著疫情後的供應限制取代平穩期通脹放緩的全球化格局，全球收益率重新調整至較高水平。

所示數據與過往表現相關。過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。資料來源：貝萊德智庫，數據來自Haver Analytics，2026年6月。註：經濟格局標籤及時期的定義僅供說明，並反映貝萊德智庫對主導市場的宏觀經濟環境的描述。

「多重分化」的結果意味著投資組合面臨多個截然不同的情境，而不僅圍繞單一基本觀點而波動。一旦市場跡象開始指向另一情境，市場就可能急劇調整，構成相關風險。

重新審視投資組合配置

全新的市場動態正挑戰傳統投資組合配置方法。首先，受重大宏觀判斷及多重分化的結果影響，投資組合已不再依循單一長期基本觀點。投資者需要持續重新評估配置比重，不能依賴靜態配置。其次，由於持續供應限制推高通脹壓力，加上債券已無法抵銷股票拋售的影響，分散投資變得更難實現。

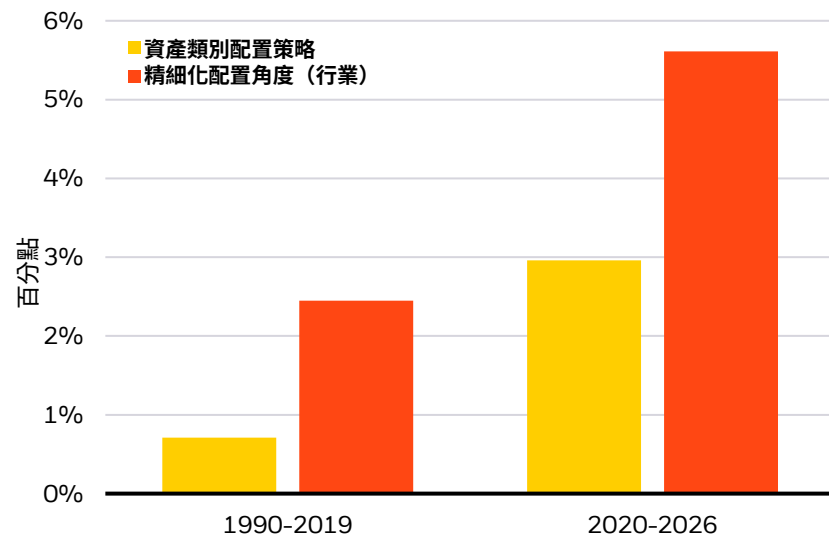
第三，多股大趨勢正改變資產類別的構成，導致市場集中度上升。自ChatGPT於2022年推出以來，科技行業在MSCI美國指數及MSCI新興市場指數的份額已經倍增。如圖所示，投資分析的相關重點日益深入至資產類別以下的更精細層面。相比單純增加整體股票配置，透過精細化行業配置角度表達經濟增長觀點將提升潛在回報，而在新格局下，這種優勢更為突出。

市場對整體投資組合配置策略的興趣急增，反映了上述壓力正在加劇。靜態資產類別配置角度無法全面捕捉個別證券、主題及風險之間的互動，亦難以配合迅速演變的金融架構。代幣化及其他全新市場結構帶來無法按傳統投資組合類別明確歸類的投資配置，涵蓋運算需求以至選舉等二元事件。

投資者思考時不應再受傳統資產類別框架限制。對不少投資組合而言，先廣泛分散配置於整個可投資範圍，是自然的起點。在此基礎上，投資者可針對傳統資產類別中的主題與風險作出審慎配置，以表達投資觀點。最後，投資者可透過主動策略、廣泛市場指數或細分指數、公開或私募市場、債務、股票或其他投資結構，選取投資工具落實相關觀點。我們在第10頁將這種超越資產類別框架限制的投資方法應用於基礎設施。

透過精細化策略提升回報潛力

將經濟增長敞口提高20%後相對於60/40投資組合的額外回報



圖表要點：隨着市場日益由大趨勢主導及更趨集中，投資者可採用精細化配置策略，提升回報潛力。

不代表實際投資組合，亦不構成投資建議。所示數據與模擬表現相關。指數回報並不反映管理費、交易成本或費用。投資者不能直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2026年6月。註：圖表顯示將假設性60/40投資組合的經濟增長敞口提高20%帶來的假設年化回報升幅。提高敞口的方式包括將美國股票配置比重上調20%；或以完美預測能力配置於不同行業。使用的代表指數：MSCI美國指數代表美國股票；彭博美國國債指數代表美國債券；標普500資訊科技、非必需消費品、通訊服務、原材料、金融、醫療保健、必需消費品、公用事業、工業及能源指數代表各行業。此分析乃基於事後數據得出。

我們認為，未來投資組合應先確認可投資範圍，再識別希望參與的主題及風險，最後選擇合適工具實踐投資觀點。

人工智能面臨資源稀缺

人工智能建設正加速推進，令三個尚未解決的問題成為焦點。首先，人工智能是否正形成泡沫？升勢異常強勁，令市場容錯空間收窄，盈利及利潤率能否兌現，對美股表現至關重要。其次，人工智能成本將有多高？模型成本有望下降，普及速度亦可能加快，但現時運算能力仍不足以滿足需求。第三，人工智能創造的經濟價值將流向何處？模型開發商、雲端服務及晶片供應商、電力及數據中心擁有人，均可能分得部分價值。人工智能亦可能在科技行業以外開拓收入來源，但目前仍難以判斷相關收入最終由誰捕捉。

上述問題的答案，很大程度取決於左右人工智能成本、普及程度及價值捕捉能力的各項限制因素。

實體限制正帶來部分最清晰的投資機遇。電力仍是西方市場的關鍵限制因素。相反，中國擁有廉價電力，並掌握關鍵原材料的供應。隨着實體人工智能的重要性上升，這將成為一大優勢。見第13頁。政治風險對於回報的影響日增。

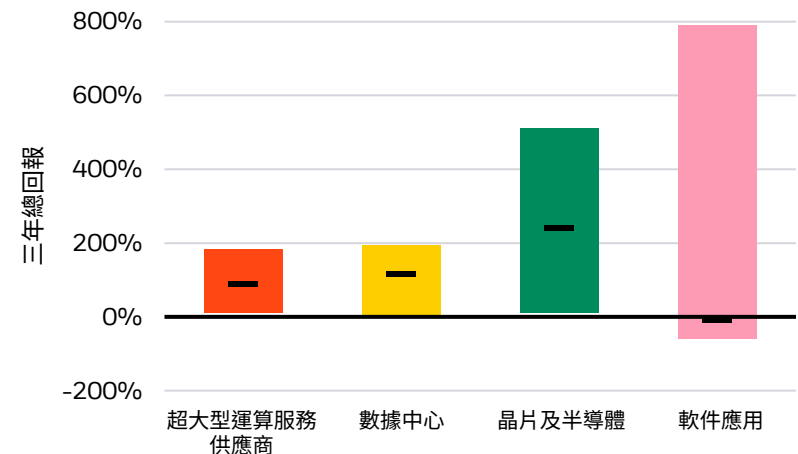
出口管制、模型存取限制及審批限制可能拖慢人工智能普及速度，並改變經濟價值的流向。與其他地緣政治碎片化的例子一樣，相關因素可能迫使不同地區重複建設人工智能系統，令運算能力及數據中心需要更多投資。

上述問題的不同答案可能在增長、通脹及市場方面帶來截然不同的結果。我們並不知道答案，但這些問題正影響我們如何實踐投資觀點。

我們尋求透過增持美國科技股，廣泛參與人工智能主題。即使最終贏家尚未明朗，我們預期不少受惠者仍將來自美國市場。其次，我們轉為採取主動投資，因為及早就這些未解問題作出判斷，有助識別最終贏家與輸家。人工智能價值鏈各環節的回報已呈分化走勢。見圖表。部分投資機會亦存在於美國以外市場，包括新興市場及小型股。第三，我們聚焦人工智能資源瓶頸所帶來的投資主題。即使毋須判斷哪種人工智能模型最終勝出，仍可確定人工智能發展依賴電力、記憶體、晶片及數據中心基礎設施。

人工智能價值鏈的表現分化

人工智能價值鏈各層面的總回報範圍及平均值（2023年至2026年）



圖表要點：人工智能價值鏈的投資回報分化擴大，因此精挑細選至關重要。軟件應用的回報差異最為顯著，相反，超大型運算服務供應商及晶片／半導體生產商至今普遍受惠於市場熱潮。

所示數據與過往表現相關。過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。資料來源：貝萊德智庫，數據來自彭博，2026年6月。註：長條顯示各人工智能價值鏈層級的最高與最低三年總回報範圍，黑色標記則顯示平均回報。超大型運算服務供應商以亞馬遜、Alphabet、Meta及微軟代表。數據中心包括數據中心營運商、房地產投資信託基金及相關服務供應商。晶片及半導體僅包括半導體公司，不包括設備製造商及設計軟件公司。軟件應用包括企業人工智能軟件及人工智能生產力公司。

投資影響

- 我們透過美國股票、主動投資及瓶頸投資機遇，表達我們對人工智能的觀點。投資者亦可透過基礎設施把握人工智能需求機遇，而無需判斷哪個模型最終勝出。

持久收益

隨著全球收益率重新定價並企於較高水平，收益投資機會再次浮現。關鍵在於投資者如何賺取收益：選擇什麼年期、向哪些借款人借貸，以及在什麼情況下接受流動性不足（即出售能力有限）的資產。相對於持有存續期長、對利率變動敏感的長期債券，我們更傾向於透過短期債券獲取收益。

我們認為，利率維持較高水平，將是新市場格局的鮮明特徵。資源稀缺導致長期及短期通脹壓力持續高企。市場在年初的減息預期亦有所降溫。勞工市場緊張，加上稀缺資源需求龐大，導致通脹壓力將持續存在，令聯儲局在短期內減息的可能性下降。

長期債券面臨額外挑戰。債券供應龐大，加上債務負擔上升，意味投資者或要求更高的期限溢價，即持有長期債券所需的額外回報。即使股市因消費動能或泡沫風險憂慮而下跌，長期債券仍有可能上升。

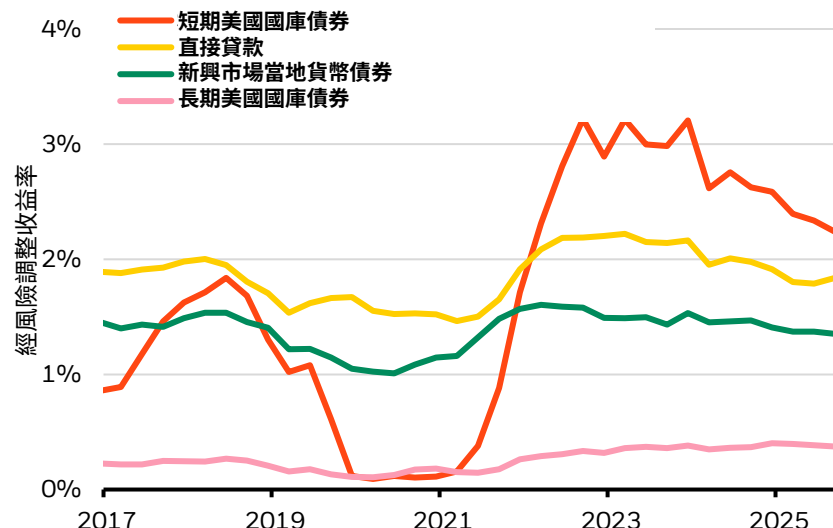
然而，在供應衝擊推高通脹的環境下，長期債券已難以如過往般發揮穩定投資組合的作用。因此，投資者需審慎衡量長期債券配置，不應將其視為預設對沖工具。

上述因素為短期及中期美國國庫債券創造投資機會。如圖所示，相關債券的收益率相對波幅具吸引力。投資者無需配置過長年期債券，亦可獲取穩健收益。我們亦看好新興市場當地貨幣債券、歐元區短期債券、按揭抵押證券、信貸評級較高的高收益債券，以及運用衍生工具賺取溢價並管理風險的投資策略。

我們聚焦於公開及私募市場信貸，尤其是收益由清晰現金流、貸款人保障及回收價值支持的領域。見第11頁。基礎設施亦可作為收益投資工具，因其提供受監管或合約約束的現金流，且回報往往與通脹掛鉤。見第10頁。我們關注現金流前景、通脹掛鉤特性及收益率是否足以彌補利率敏感度帶來的風險。

審慎挑選收益來源

部分固定收益產品的經風險調整收益率（2004年至2026年）



圖表要點：相對於長期美國國庫債券，短期美國國庫債券、私募信貸及新興市場當地貨幣債券能夠以相同波幅提供較高收益，是我們尋求持久收益的領域。

所示數據與過往表現相關。過往表現並非未來業績的可靠指標。指數表現並不反映任何管理費、交易成本或費用。指數未經管理，投資者無法直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2026年6月。註：每單位波幅收益率的計算方法：收益率除以全樣本年化標準差；公開市場債券按月度總回報標準差計算，私募信貸則按季度總回報標準差計算。使用的代表指數：彭博1至3年期美國國債指數代表短期美國國庫債券；彭博10年期以上不可贖回美國國債指數代表長期美國國庫債券；摩根大通新興市場政府債券多元指數代表新興市場當地貨幣債券；林肯高級債務指數代表直接借貸（高級企業貸款）。

投資影響

- 我們在短期債券、精選信貸及新興市場當地貨幣債券中尋求持久收益。
- 鑑於通脹持續及期限溢價上升，我們避免持有長期政府債券。

超越傳統配置框架

面對稀缺主導的市場格局，投資者需要超越傳統配置框架，方能獲得所需投資配置。基礎設施正是明顯例子，其位處人工智能需求、能源限制與通脹掛鉤現金流的交匯點。人工智能正推高數據中心、電力及電網需求；地緣政治碎片化提升港口等本土產能的價值；能源轉型亦依賴新的發電、儲能及網絡設施。基礎設施配置同時涵蓋稀缺產能、通脹掛鉤收益，以及多項大趨勢帶來的投資主題。

問題在於這些主題配置難以按傳統投資組合類別清晰歸類。同一主題既可橫跨公開及私募市場，亦可涵蓋債務及股票。一旦分析重點轉為投資主題，選擇投資工具便成為投資決策的一環，而不再是限制因素。公開市場可提供流動性，私募市場可提供參與機會及控制權，信貸則可提供與電力、電網、交通運輸及公用事業等必要資產掛鉤的收益。

圖表顯示，隱含及明確基礎設施配置在投資組合的分佈。對流動性不足承受能力較高的投資者可提高整體配置比重。選擇配置比重僅為投資決策的第一步。新格局為超額回報創造更大空間，因為投資者需要對互相競爭的宏觀及大趨勢結果作出審慎判斷。隨着回報分化擴大，投資者亦有更多機會透過主動投資表達相關觀點。

價值捕捉及實踐方式是基礎設施投資的關鍵。我們聚焦合約質素、監管狀況、融資條款及交易對手實力，以及相關資產能否捕捉持久現金流。

“

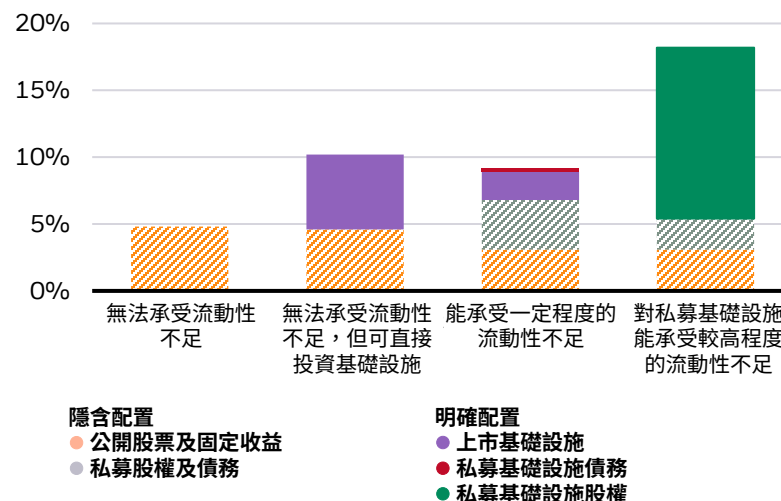
透過基礎設施，投資者可參與人工智能需求機遇，而無需判斷科技行業的最終贏家。”



Will Brilliant
合夥人，Global Infrastructure Partners，貝萊德旗下公司

增加基礎設施配置

假設性投資組合的基礎設施配置



圖表要點：對流動性不足承受能力較高的投資者可透過私募市場增加基礎設施配置，而其他投資者則可透過公開市場股票及債券以及間接持倉來參與加基礎設施投資主題。

僅供說明。本資料不擬作為投資任何特定資產類別或策略的建議，或作為未來表現的承諾甚至估計。資料來源：貝萊德智庫、Preqin、彭博。2026年1月。註：圖表顯示，在不同情境下，投資組合對可基礎設施的建議配置比重，其中兩個主要變數為：(1)對流動性不足的整體承受程度以及對私募資產的偏好；以及(2)投資者是否願意在主要資產類別的隱含敞口以外主動增加基礎設施配置。

投資影響

- 我們不受資產類別的框架限制，並聚焦基礎設施等主題配置。
- 我們透過對沖基金及私募市場，表達對宏觀環境及大趨勢的觀點。

信貸市場：債務背後的支持因素

信貸是「超越資產類別框架限制」主題的另一例證。公開市場債券、槓桿貸款、直接貸款、資產抵押債券或基礎設施融資均可為類似的相關資產或風險提供資金。雖然資產類別的分類會影響流動性、報告要求及法律權利，但信貸評估的標準卻並無不同：經常性現金流、到期結構、抵押品、貸款文件、債權人保障及回收價值。

信貸市場幾乎沒有系統性斷裂跡象。違約情況受控，回收價值亦仍然理想。收益率水平提供穩健收益，但由於息差偏窄，一旦現金流轉弱、再融資窗口收窄或流動性枯竭，容錯空間將極為有限。即使風險暗中累積，息差及指數等廣泛信貸數據仍能保持平穩。壓力可能在違約率上升前浮現，例如借款人等待私募股權退出，以及保險公司因應評級下調作出反應。市場對流動性錯置及情緒轉弱的觀點已在行業層面限制半流動性基金的資本供應，儘管各基金的影響不一。

投資者不應受公開市場債券、貸款或直接貸款等分類限制，並聚焦債務背後的支持因素：現金流、抵押品、債權人保障、回收價值、到期安排及流動性。

圖表顯示為何這一點在當前至關重要。自ChatGPT推出以來，數據中心私募基礎設施交易激增。科技公司債券、數據中心貸款及基礎設施融資可處於投資組合的不同部分，但均依賴類似的需求、電力供應、使用率、抵押品價值及再融資假設。我們看好收益由基本因素支持的信貸，以及回報足以補償投資者承擔的流動性及回收風險的信貸。

“

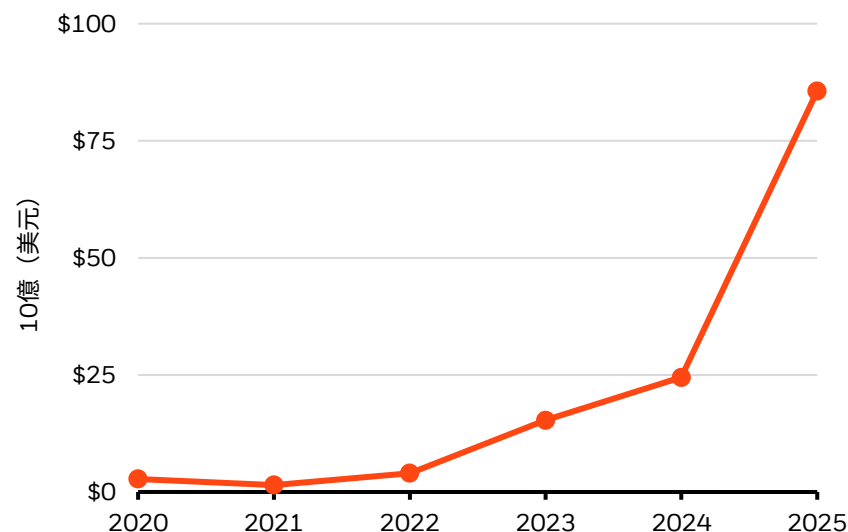
相對於資產類別的分類，其相關經濟風險變得更为重要。”



Jeffrey Cucunato
貝萊德多元策略債務解決方案

數據中心熱潮

環球私募基礎設施數據中心交易（2020年至2025年）



圖表要點：自ChatGPT推出以來，數據中心私募基礎設施交易顯著增長，融資來源涵蓋不同結構及市場，反映分析人工智能相關信貸時，應根據相關資產、現金流、償還來源及流動性進行劃分。

資料來源：貝萊德智庫、Preqin，數據來自Preqin《焦點行業：數據中心》，數據截至2026年2月。註：數值以已披露交易金額為基礎，不包括Preqin Pro並未記錄交易金額的交易。

投資影響

- 投資者不應受信貸分類限制，並聚焦相關現金流、抵押品及借款人保障。
- 我們看好收益足以補償再融資、流動性及回收風險的信貸。

地緣政治與能源稀缺

地緣政治碎片化加劇，正推高各經濟體取得經濟增長所需戰略資源的成本。戰略競爭、衝突及自給自足的舉措突顯了供應風險；與此同時，人工智能推高電力需求，而電力系統本已捉襟見肘。這些因素亦推動國防開支創下新高。市場看好供應安全及基礎設施主題，但投資機遇仍視乎地區、能源類型及瓶頸所在。

隨着供應鏈成為提升國家實力的工具，許多政府及企業優先考慮增強韌性。中美競爭處於核心位置，競爭領域橫跨貿易、科技、能源及國防，雙方均尋求加強控制關鍵資源。新冠疫情暴露了長距離、複雜且分散的供應鏈的脆弱性，而烏克蘭及中東戰爭則令脆弱性更為明顯，提高了供應安全的價值。能源最能體現供應安全及韌性投資主題。

隨著戰略競爭升溫，各國爭相確保目前的燃料供應，同時因應未來發展建設電力系統。相關投資機遇遠不止於石油及天然氣，其涵蓋燃料、關鍵原材料、電力設備以至儲能領域，並日益反映在市場定價中。舉例而言，如圖所示，受惠於電力需求上升的企業在過去一年表現領先。

投資的重點並非廣泛配置能源行業，而是在公開市場及私募市場中，把握與供應安全、基礎設施及電力系統瓶頸相關的投資機遇。為了反映此趨勢，我們將相關大趨勢調整為「能源轉型與韌性」。

“

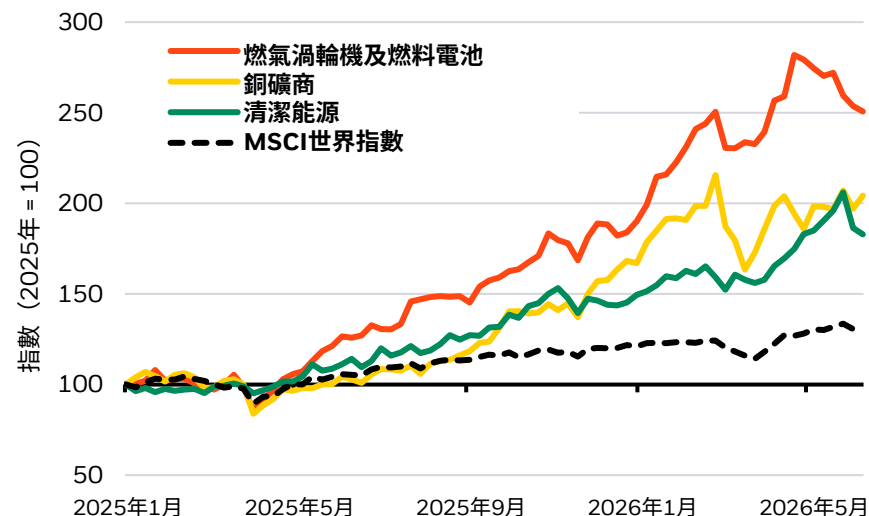
市場已步入由保護主義及重組貿易關係所主導的全新時代。”



Tom Donilon
貝萊德副主席

對供應安全的需求帶動回報

部分股票行業與MSCI世界指數的表現比較（2025年至2026年）



圖表要點：地緣政治分化及人工智能需求引發全球尋求更具韌性的能源及電力供應，利好電氣化供應鏈的企業。

過往表現並非未來業績的保證。指數表現並不反映任何管理費、交易成本或費用。指數未經管理，投資者無法直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫，數據來自彭博，2026年6月。註：燃氣渦輪機及燃料電池：三菱重工、GE Vernova及西門子能源；銅礦商：斯托克全球銅礦商指數；清潔能源：iShares全球清潔能源ETF；不經霍爾木茲海峽的液化天然氣出口商：Cheniere Energy、Woodside Energy、Venture Global及Santos。自訂指數為等權重指數，並以2025年1月1日為100重新調整基值。

投資影響

- 與供應安全及電力系統靈活性相關的資產因稀缺加劇而受惠。
- 相關資產包括電力設備、關鍵原材料、電網、儲能及電池。

從科幻小說走向科學現實

科幻小說的情節正在市場上逐步演變為科學現實。復活已滅絕動物、無人機派送、可重複使用火箭及大腦科學已由想像階段邁向實驗室與資本市場。人工智能亦正在跨越數碼世界，並涉足藥物發現、生物學以至機械人領域，令未來彷彿越來越近。

一項科技即使真實存在，但若時機、成本、安全性、監管或價值累積無法配合，投資者亦可能感到失望。投資的任務在於將科學上的可能性與可投資的現實區分出來。我們關注可衡量指標，並透過風險投資、ETF資金流及IPO計劃等訊號來判斷方向。

如圖所示，實體人工智能吸引得最多資金的科技之一。我們將實體人工智能視為人工智能的下一個前沿領域，其代表著人工智能由處理文字、程式碼及圖像的模型，邁向能在實體世界中感知、決策及採取行動的系統。相關例子包括機械人、自動化、無人機及自動駕駛汽車，其輸入由語言轉向3D感測器數據，輸出則包括動作及影片。

這一轉變創造了不同的賦能層面：硬件、測試及安全驗證、電力及資本。

太空及量子領域前景可期。可重複使用火箭、衛星連接、軌道服務及地理空間分析正逐步成為科學現實。太空採礦、軌道數據中心及商業量子應用則需要更清晰的發展指標。

前沿技術最終可能帶來龐大投資機遇。我們認為，目前最具投資價值的領域集中於促進人工智能部署及消除價格限制的基礎配套，相關公司的定價尚未脫離電力、運算及感測基礎設施等基本因素。

“

這正是科學界給予華爾街的啟示。”

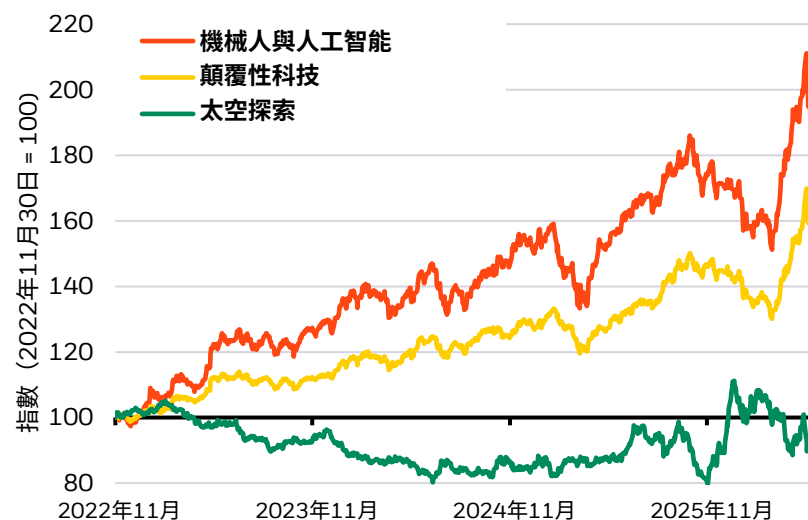


Simona Paravani-Mellinghoff

貝萊德多元資產策略及解決方案團隊解決方案環球首席投資官

未來科技逐漸成為投資機遇

相對於MSCI世界指數比較的表現（2022年至2026年）



圖表要點：科學進步未必即時轉化為投資回報。公開市場偏好部分前沿科技多於其他科技，突顯了選擇時機、執行及價值捕捉的重要性。

反映任何管理費、交易成本或費用。指數未經管理，投資者無法直接投資於指數。資料來源：貝萊德智庫，數據來自LSEG Datastream，2026年6月。註：MSCI所有國家世界機械人與人工智能指數、MSCI所有國家世界顛覆性科技指數及MSCI所有國家世界太空探索指數（截至刊發時並未包括SpaceX）相對於MSCI世界指數的表現。指數以2022年11月30日為100重新調整基值。數值高於100表示表現領先。

投資影響

- 我們將實體人工智能視為人工智能的下一個前沿領域，相關機遇集中在賦能層面。
- 我們看好定價尚未脫離基本因素的基礎配套領域，包括感測器。

美國以外市場

美國在人工智能、資本市場及企業盈利能力方面佔主導地位，掩蓋了在其他市場的大趨勢價值鏈進行分散配置的真正機遇。

首先，人工智能在美國以外市場的主導程度較低，帶來更多元化的回報推動因素。歐洲正是例子之一。見圖表。然而，超額回報來源更廣不代表回報更高——廣泛配置的潛在回報可能低於顛覆性人工智能力量帶動的回報。其次，投資主題及供應鏈跨越國界，韓國等市場成為人工智能大趨勢的代表市場正是例證。

當多個市場與同一價值鏈掛鉤時，分散配置於不同地區未必能降低集中風險。投資者應留意國家／地區層面的集中風險。例如，台灣及韓國股市均是投資晶片價值鏈的途徑，其相對於國內生產總值規模龐大，並高度集中於少數人工智能相關企業。

鑑於存在集中風險及表現強勁，我們將廣泛新興市場股票的觀點下調至中性，但仍看好拉丁美洲市場。我們看好日本實體人工智能及人工智能瓶頸領域的投資機遇。我們對歐洲股票維持中性觀點，並聚焦金融、基礎設施、工業及原材料行業。

我們對中國股票亦維持中性觀點，並聚焦實體人工智能領域。中國低成本的開源人工智能技術有望在海外市場加快普及。然而，這並不代表中國人工智能供應商必然具吸引力。人工智能成本下降可能代表利潤下降。投資者亦需應對政策不確定性、地緣政治緊張局勢及貿易限制。

“

環球投資組合本身並未超配美國市場，其超配的是人工智能主題。”

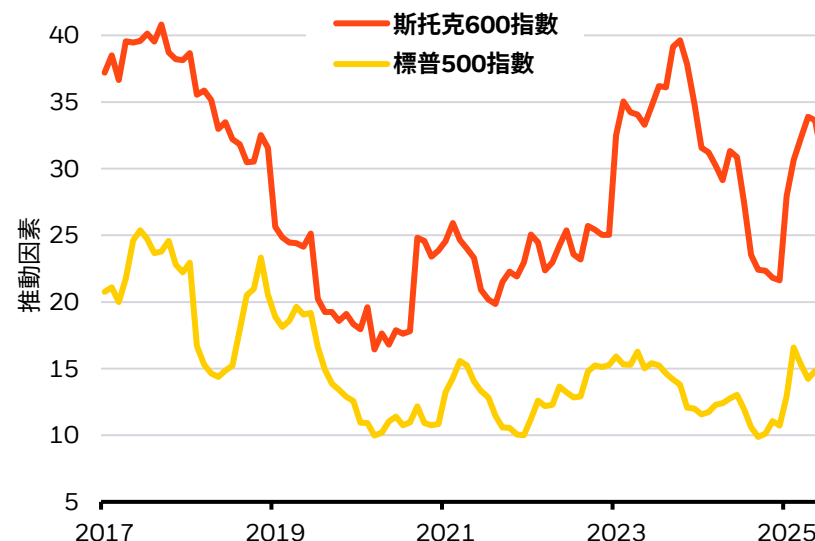


Helen Jewell

貝萊德基本股票團隊國際首席投資官

歐洲：投資機遇更廣泛，但規模較小

歐洲與美國超額回報的獨立推動因素（2017年至2026年）



圖表要點：相對於美國股票，歐洲個股回報受更廣泛的回報推動因素影響，涵蓋能源、國防以至地緣政治，為主動型投資者帶來更廣泛、規模較小的投資機遇。

所示數據與過往表現相關。過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。指數表現並不反映任何管理費、交易成本或費用。指數未經管理，投資者無法直接投資於指數。註：廣度指影響股票回報的獨立推動因素數目。我們採用主成分分析法（PCA），按股票相對於其指數的滾動超額回報進行估算。資料來源：貝萊德智庫，數據來自彭博，2026年6月。

投資影響

- 投資主題日益跨越地域及市場界限。
- 美國以外市場的集中度往往較低，能提供更廣泛但規模較小的超額回報投資機遇。

主要投資觀點

我們在數年前提出大趨勢框架；自此以來，大趨勢的交錯衝擊如何塑造我們幾乎所有的投資觀點，並開啟超額回報的機會，已日漸清晰。它們橫跨資產類別的界線，促使我們重新思考投資組合的建構。投資者需要審慎思考所持有的經濟或主題投資的風險敞口、持有這些風險敞口所採用的投資工具，以及投資期限。



由推動因素轉化為投資組合配置

我們確信度最高的投資觀點，2026年6月

驅動因素	我們的觀點	投資組合配置
經濟增長及人工智能稀缺性	人工智能建設正在加速，相關瓶頸日益浮現。	增持美股；聚焦人工智能瓶頸領域的機會，包括電力、晶片及數據中心。
存續期及多元化	長期債券對利率較為敏感，作為分散投資工具的可靠性下降。	相較長期債券，我們更偏好具收益潛力的短期及中期政府債券。
息差及流動性	在息差偏窄、基本因素分化的環境下，審慎篩選信貸尤為重要。	具備清晰現金流、完善債權人保障及明確回收價值的信貸；以及評級較高的高收益債券。
通脹及稀缺性	資源稀缺、供應安全及電力需求，均可能帶來通脹風險。	基礎設施、能源瓶頸、新興市場當地貨幣債券，以及與實物資產相關的風險敞口。
超額回報機會	宏觀結果在新格局下再次變得重要。	宏觀對沖基金、風險投資、市場中性策略，以及精選私人信貸及非美國超額回報機會。

註：上述觀點從美元角度作出，2026年6月。本資料僅為於特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或對未來業績的保證。不應將本資料作為任何特定基金、策略或證券的研究或投資建議而加以倚賴。

對資產類別的影響

未來6至12個月的戰術配置觀點（2026年6月）

本頁透過資產類別配置角度，反映上一頁主要投資觀點的實踐方式。							
減持		中性		增持		● 先前觀點	
股票		戰術性觀點		觀點			
美國				我們持增持觀點。人工智能建設及宏觀利好因素支持企業盈利，抵銷利率上升預期帶來的影響。			
歐洲				我們持中性觀點。歐洲股市若要跑贏其他市場，仍需更多有利企業發展的政策，以及更深化的資本市場。我們看好金融、基礎設施及工業股。			
英國				我們持中性觀點。英國估值仍較美國吸引，但短期內缺乏觸發市場轉變的催化因素。			
日本				我們持中性觀點。穩健的企業資產負債表及公司治理改革繼續提供支持。我們偏好與實體人工智能及相關建設瓶頸相關的投資機會。			
新興市場				我們持中性觀點。我們認為，人工智能建設帶動的基礎設施需求蘊含投資機會，尤其是在拉丁美洲。			
中國				我們持中性觀點。我們認為實體人工智能具投資機會。低成本開源人工智能或有助推動技術普及，但未必轉化為人工智能供應商的盈利能力。			

過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。無法直接投資於指數。附註：上述觀點從美元角度作出。本資料僅為於特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或對未來業績的保證。不應將本資料作為任何特定基金、策略或證券的研究或投資建議而加以倚賴。

固定收益	戰術性觀點	觀點
短期美國國庫債券		我們持中性觀點。鑑於經風險調整後的收益具吸引力，我們偏好短期及中期美國國庫債券。
長期美國國庫債券		我們持減持觀點。在通脹持續及政府債務龐大的背景下，投資者或要求更高補償，才願意持有長期美國債券。此外，在新市場格局下，長期債券作為投資組合分散工具的可靠性已較以往下降。
環球通脹掛鉤債券		我們持中性觀點。我們認為通脹將穩定在高於疫情前的水平，但由於經濟增長可能放緩，短期內市場可能不會考慮這一情況。
歐洲政府債券		我們對短期及中期政府債券持增持觀點。市場預期央行將在未來數年維持約3%的限制性政策利率，但我們認為相關預期反應過度。
英國國債		我們持中性觀點。鑑於政策不確定性、長期債券佔市場的比重增加，以及買方對價格變得更加敏感，我們預期英國國債將反覆波動。
日本政府債券		我們持減持觀點。加息、環球期限溢價上升以及大量發債料將進一步推高收益率。
中國政府債券		我們持中性觀點。中國債券兼具穩定性及分散配置優勢，但已發展市場收益率較高。投資者情緒轉向股票，限制了其上行空間。
美國機構按揭抵押證券		我們持增持觀點。機構按揭抵押證券的收益高於風險相若的國庫債券，並可在財政及通脹壓力下發揮更大的分散風險作用。
短期投資級別債券		我們持中性觀點。企業基本面穩健令息差維持在低水平，但若發行量增加或風險偏好轉變，息差可能擴闊。
長期投資級別債券		我們持減持觀點。我們偏好利率風險較低的短期債券多於長期債券。
環球高收益債券		我們持中性觀點。高收益債券提供較具吸引力的收益。我們偏好評級較高的美國及歐洲高收益債券多於投資級別債券，並預期其回報具上行空間。
亞洲信貸		我們持中性觀點。亞洲信貸的整體收益率吸引，基本因素穩健，但息差偏窄。
新興市場硬貨幣債券		我們持中性觀點。基本因素已有改善，但我們認為新興市場當地貨幣債券的風險回報狀況更具吸引力。
新興市場當地貨幣債券		我們持增持觀點。我們看好其收益率與波動率相比所展現的優勢，且其基本面正在改善。

貝萊德智庫

貝萊德智庫（BII）利用貝萊德的專業知識，提供有關全球經濟，市場，地緣政治和長期資產分配的見解，幫助我們的客戶和投資組合經理人駕馭金融市場。貝萊德智庫以專有的研究為基礎提供戰略和戰術市場觀點，出版物和數位工具等。

一般披露：本文件不應賴以作為預測、研究或投資建議，亦並非買賣任何證券或採取任何投資策略的建議、要約或要約邀請。本文所載意見截至2026年6月，其後可能作出變更。本文件所載資料及意見取自貝萊德認為可靠的專屬和非專屬來源，並不一定涵蓋所有資料，且無法保證其準確性。因此，概不對其準確性或可靠性作出保證，而貝萊德及其主管、僱員或代理商概不對任何其他形式的錯誤及遺漏所引致的責任負責（包括因疏忽而對任何人士負責）。本文件可能含有非僅基於過往資料而提供的「前瞻性」資料。有關資料可能涵蓋（其中包括）預計及預測。並不保證任何所作預測將會實現。讀者須自行決定是否倚賴本文件所提供的資料。

在香港，資料由貝萊德資產管理北亞有限公司刊發。只限作參考或教育用途且並未被香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件提供的資料並不構成稅務或法律建議。投資者應就自身稅務狀況向稅務專家諮詢具體資料。投資涉及風險，包括可能損失本金。國際投資涉及的相關風險包括外幣、流動性不足、政府監管較為寬鬆及因不利的政治、經濟或其他事態發展而導致重大波動等風險。於新興／發展中市場或規模較小的資本市場進行投資，所涉及的此類風險往往較高。

© 2026 BlackRock, Inc. 版權所有。BLACKROCK為BlackRock, Inc. 或其附屬公司在美國及其他地方的註冊商標。所有其他商標均屬各自擁有人所有。