

投資研究智庫



全球化的 順境告終

本文的內容僅供具備金融市場知識的受眾閱讀。

目錄

重點摘要	1
1. 「多極化」秩序重現	4
單極秩序終結	4
核武制約	7
中型強國崛起	9
2. 大宗商品供應從充裕走向緊絀	10
1980年代至2000年代：充裕時期	11
2000年代初至2010年代：中國需求衝擊	12
2010年代初至2020年代：頁岩油與閒置產能	12
2020年代：供應樽頸重現	13
3. 不滿情緒升溫	17
重建國家效能	18
生活水平受壓	19
「新鍍金時代」	21
人口結構轉變	21
移民衝擊	23
演算法公民廣場	24
4. 第四次系統性危機：「全球一體化危機」	27
1910年代：民意代表危機	28
1930年代：資本主義危機	28
1970年代：工業社會危機	28
2020年代：全球一體化危機	29
對資產配置者的啟示	30
總結	33



重點摘要

| 全球化不再處於簡易模式

建立於單極地緣政治、廉價能源和政治共識之上的全球一體化模式開始動搖。

| 「多極化」、供應樽頸和不滿情緒支配環境

2020年代的三大驅動因素：核力量制約下的多極地緣政治；商品供應由充裕轉為緊拙；公眾不滿情緒加深。

| 我們處於「全球一體化危機」之中

這是自1900年以來的第四次系統性危機。

| 投資組合因循守舊

基於穩定相關性的分散投資策略(尤其是股債相關性)已不再可靠；通脹出現更多間歇性波動；不同國家及行業的政治結果與經濟表現出現更大分歧。

| 投資組合需要改變

投資組合必須準備好面對更高的市場波動性、肥尾效應及更分化的表現分歧，而非聚焦於一個溫和的宏觀基準預測情境。



引言

我們在2020年發表《邁向2030之路》主題框架時，曾經指出市場和地緣政治將受到五股力量影響：中國崛起、債務、人口結構、氣候變化和科技顛覆。這個觀點大致上仍然適用。然而，往後的局勢演變，使我們需要調整這個研究框架的焦點，而這對市場亦產生深遠影響。

我們過往對中國的研究主要聚焦於其國內轉型，包括：經濟動力由固定資產投資轉至消費、透過「一帶一路」等倡議對外展現影響力、中國行業邁向價值鏈上游，以及美國如何應對中國崛起。

這個框架看來並不完整，原因有三：

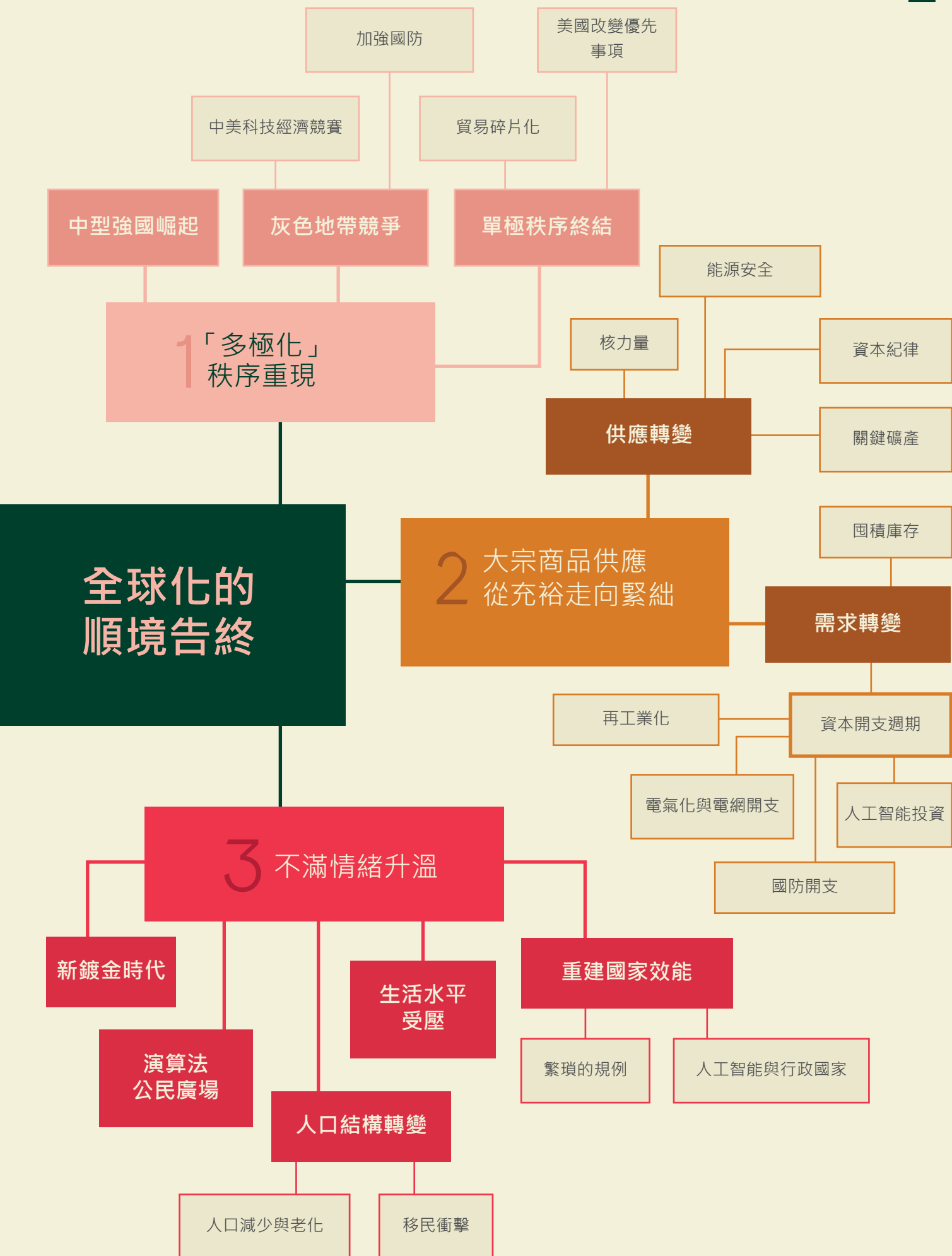
1 首先，我們不能再簡單地把美國的政策理解為對中國崛起的反應；它本身已成為國際舞台的主要影響力。

2 其次，該框架低估了中型強國的崛起，包括波斯灣地區、印度和東亞。

3 最後，國際體系本身正在改變，名義上建立於規則之上的戰後世界秩序，正在演變成一個更趨碎片化、競爭激烈和高度政治化的環境。

因此，本研究將「中國崛起」主題更改為「全球化的順境告終」。我們聚焦於三項預計將會主導2020年代國際關係及資產市場的改變：「多極化」秩序重現、商品供應樽頸、以及公眾不滿情緒升溫。

與我們《邁向2030之路》的研究相同，下頁載有一幅主題關係圖，顯示我們識別的核心力量與其相關驅動因素和投資影響的關連。





1 「多極化」 秩序重現

單極秩序終結

我們很容易將2026年初美國干預委內瑞拉的行動，以及對格陵蘭、古巴或近期對伊朗的言行，視為美國重新展現國力的證據。對部分觀察者來說，這些在西半球的行動似乎沿襲美國對策略性外圍地區施加脅迫的傳統，令人聯想起在美國「後花園」推行的「炮艦外交」。1989年美國入侵巴拿馬並拘捕諾列加將軍(General Manuel Noriega)，便是經常被引用的例子。其他歷史參照包括1983年的格林納達(Grenada)、1960年代的多明尼加共和國，以及20世紀初美國佔領加勒比海盆地。



然而，這些類比未必恰當。在2025年11月《國家安全戰略》提出的「特朗普推論」(Trump corollary)中，僅隱約可見「門羅主義」(Monroe Doctrine，一項主張美國在西半球擁有主導地位的長期外交原則)的影子，而「特朗普推論」本身是刻意援引老羅斯福(Theodore Roosevelt)在20世紀初的主張：美國有權干預政局長期動盪的拉丁美洲國家。



事實上，美國在20世紀初干預加勒比海盆地的大部分行動，與委內瑞拉那種臨時而目標單一的武力展示迥異。當年的干預行動通常旨在防止外來勢力(多為歐洲國家)介入、追收債務，以及為飽受政變與內戰蹂躪的國家帶來穩定，並以持續進行國家建設及金融控制為前提。在老羅斯福時期擔任美國國策主要智囊之一的魯特(Elihu Root)，亦是美國國際法學會的創辦人兼首任會長；由此可見，當時的干預行動帶有濃厚的法律色彩¹。相比之下，特朗普總統的理據則較為狹隘，僅以國內法律及資源開採為基礎。

縱觀美國歷史，最耐人尋味的事實不在於華府頻頻干預，而在於其屢屢選擇按兵不動。展望2020及2030年代的投資環境時，切忌流於表面或單一線性的比較。

以此觀之，委內瑞拉、伊朗及格陵蘭等事件，與其說是美國霸權再起的跡象，倒不如說是其國力受限的證據。2025年11月發表的《美國國家安全戰略》，讀來不像是重振霸權的藍圖，反而是一份陳述實力界限的聲明。這份戰略摒棄了無止境的全球承諾，將焦點放在西半球，更敦促盟友承擔更多責任。亞洲的戰略重心轉向兼顧威懾力與經濟上的「互惠公平」；在歐洲則強調責任分擔。20世紀中葉的英國可能是較適合的類比：由於維持全球霸權的成本已超越其利益，因此英國逐步退出各項全球承諾。

這種地緣政治破裂的趨勢已經根深蒂固，而且無可避免。這不僅關乎中國崛起或俄羅斯的滋擾日益頻繁，而是冷戰之後那種「美國領導地位不容挑戰」的假設，如今已不再成立。這項假設原本就帶有時效，只是美國在冷戰後數十年一直維持異常牢固的主導權，才使其看似是理所當然的「新常態」。

正如Helen Thompson指出，全球局勢早於2005年起，已逐步陷入結構性失序²。2020年代接踵而至的衝擊(全球疫情、俄羅斯入侵烏克蘭、特朗普任內保護主義再次抬頭，以及地區局勢升溫)並非觸發的原因，而是將潛藏已久的失序表露無遺。供應鏈、能源市場、糧食體系及安全機制，均面對一連串嚴峻考驗。

1. 美國對「西半球」有何策略？
2. 為何2005年是21世紀的重要轉捩點。



然而，失序並不代表雜亂無章，箇中的核心主軸是：單極國際秩序正在瓦解。隨著相對勢力趨向分散，維持全球霸權所需的成本日益沉重，其策略上的必要性卻反而減弱。在1990年代被視為道德使命的行動，如今看來愈發像是奢侈的戰略。在核武時代，大國誤判形勢的代價極其高昂，以致競爭模式已由直接對峙，轉向調整優先事項及間接博弈。

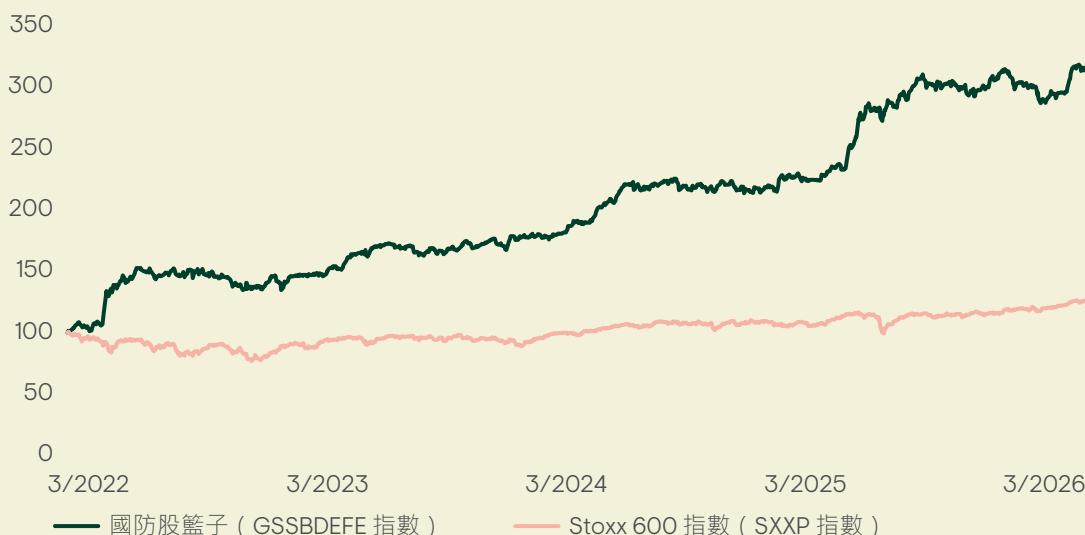
我們預計，這種走向「多極化」、中型強國崛起，以及美國在核武限制下調整優先事項的趨勢，將在2020至2030年代持續。

對這個變局的認知已不再局限於學術討論層面。正如加拿大總理卡尼 (Mark Carney) 於2026年達沃斯論壇指出，「以規則為本的國際秩序」雖帶來穩定，但並非一視同仁地執行，支撐該秩序的交換條件亦已不再有效³。

箇中後果顯而易見，隨著美國的承諾日益取決於特定條件，歐洲各國政府不得不重整軍備，並重新審視將「美國核保護傘」⁴ 安全保障視作理所當然的長期假設。

這種轉變不僅限於政治層面。自2022年起，歐洲國防股的表現顯著優於整體歐洲股市，反映市場持續調整地緣政治風險的定價。

圖1：歐洲國防股籃子與Stoxx 600指數的比較



資料來源：彭博，截至2026年1月31日。歐洲國防股籃子基於高盛歐盟國防股籃子指數。

3. 「原則與務實：加拿大的路向」，加拿大總理卡尼於世界經濟論壇年會致辭。

4. Tom Sauer (2022)·《歐洲核保護傘》·Springer。



核武制約與灰色地帶競爭

這項推論可進一步引申，在核武威懾的背景下，擁有全球權力的成本效益出現了截然不同的變化。過往，若國家過度擴張，可能換來國恥、破產或戰敗的結果；但在核武時代，大國之間若有誤判，則恐招致人類文明浩劫。因此，國與國之間從直接對抗演變成「灰色地帶」角力，例如網絡犯罪、滲透破壞、脅迫性貿易政策及代理人戰爭。

市場正逐步反映這個轉變。儘管經歷了「軟件即服務末日」(Saasocalypse)，美銀美林網絡安全股籃子從2020年起的表現，仍然領先標準普爾500指數接近30個百分點。

圖2：網絡安全股與標準普爾500指數的比較(升值百分比)



資料來源：彭博、美國銀行、晉達，截至2026年1月31日。

若從地理佈局觀察，委內瑞拉一直是向美國施加「灰色地帶」壓力的主要國家。要理解本屆美國政府的政策重點，便要把委內瑞拉視為廣泛地緣政治格局的一環，我們不應把移民湧入、洗黑錢活動、委內瑞拉的情報活動、中國收購港口、伊朗的影響力滲透及海上交通封鎖等視作單一問題，而是同一個綜合問題的各種面貌⁵。由此觀之，儘管美國戰爭部政策副部長科爾比(Elbridge Colby)經常聚焦於印太地區，但他仍會支持干預委內瑞拉的行動。

5. 美國哥倫比亞廣播公司新聞，2026年1月。魯比奧：「我們不會容許西半球出現像委內瑞拉這樣的國家...讓其淪為真主黨、伊朗及全球各種惡勢力的集中地。」



在這種環境中，判斷事情的緩急輕重變得至關重要。昔日被貼上「孤立主義」標籤的策略，如今則成為「受制約而選擇性行動」。中美兩國在半導體與人工智能領域的角力，需要持續投入資金與技術實力，並輔以清晰的策略與針對性的政策。

除了單一國家的衝突引爆點外，競爭結構本身亦涉及經濟與技術層面。自2014年起，中國已先後推出三期國家級基金，總額約1,000億美元，並提供其他額外的間接補貼⁶。

市場走勢亦印證這股動態：自2020年以來，獲國家支持的中國半導體企業的回報是恒生中國企業指數約兩倍，反映戰略技術背後獲得龐大的政策支持。

圖3：中國半導體股與恒生指數的表現比較



資料來源：彭博、美國銀行、晉達，截至2026年1月31日。

正如Hugh White指出，面對實力相當的核武對手時，「勝利」不再是指佔據領土與重建政權，而是在持續的戰略壓力下保存自主能力。

6. 國家集成電路產業投資基金(俗稱「國家大基金」)共有三期。第一期(2014年):約1,387億元人民幣(約190億美元);第二期(2019年):約2,040億元人民幣(約280億至290億美元);第三期(2024年):3,440億元人民幣(約470億至480億美元)。



中型強國崛起

由於具影響力的中型強國相繼出現，對美國而言，採取戰略收縮 (Retrenchment) 政策亦屬明智之舉。美國現已意識到，儘管歐亞大陸日益失序，但這種亂局反而令具威脅性的單一霸權難以坐大。在波斯灣地區、東亞及其他地區，中型強國的實力與日俱增，使單一國家難以在區內稱霸。正如加拿大總理卡尼在達沃斯論壇致辭時指出，中型強國「並非無能為力，它們擁有建立新秩序的能力……」。《經濟學人》曾列舉25個在中美之間尋求「交易型關係」的國家，當中包括墨西哥、阿聯酋及孟加拉。

美國國內有意見認為，與這些國家緊密結盟有利可圖。美國前國家安全委員會高層官員杜如松 (Rush Doshi) 將「盟友規模」視為美國的核心優勢：中國主要依靠自身實力，以及在有限程度上依賴俄羅斯；相反，除了伊朗衝突等少數例外情況，美國能夠動員更廣大和具實力的夥伴網絡⁷。然而，在中國政府看來，這只是美方一廂情願。中國一直投放巨資深耕與中型強國的關係，包括利用金磚國家 (BRICS) 論壇、與波斯灣國家達成協議，以及簽署東盟 (ASEAN) 貿易協議；目前與中國有貿易往來的國家數量已超越美國⁸。

此外，美國亦面對日趨嚴重的誠信危機。美國擁有核武的競爭對手反而更注重其鄰國的利益，相比美國這個遠在一方的「保證人」更顯說服力。伊朗戰爭似乎與這個觀點相悖，但其實反映了美方只願為這場遠方的衝突作短期作戰準備，而無意參與長期戰爭。烏克蘭戰爭更是明證，儘管在拜登任內，歐美將這場衝突定性為涉及根本利益，卻不斷釋放「力量有限」的訊息，最明顯莫過於拒絕直接參戰或升級至核武威脅。若美方在烏克蘭問題上尚且不願越過底線，便難以說服外界相信美國將在台灣問題上採取不同立場。相比之下，俄羅斯不惜對烏克蘭開戰，而擁有核武的中國亦早已明確表示台灣是其外交政策的核心。

美國採取戰略收縮方針，並不代表全球將重回簡單的「勢力範圍」 (Spheres of Influence) 格局。歐洲與印太仍然是競爭激烈的地區，而在技術與實力趨向均等的當前環境中，向他國順從妥協的情況 (即建立穩定勢力範圍的前提) 已越來越罕見。過去20年接踵而至的衝擊，反映美國霸主地位不容挑戰的單極時代告終，取而代之的是經過協商、執行不均的多極秩序。核風險令大國直接對抗的代價極其高昂，促使國與國轉向在灰色地帶競爭，提升了中型強國的地位，並迫使各國權衡優先事項，而非充當「全球裁判」的角色。

7. 中國被低估：為何美國需要「盟友規模」新戰略，抗衡北京的長期優勢。

8. 哪些市場的對華貿易額高於對美貿易額？



2 大宗商品供應 從充裕走向緊絀



2020年代可能出現的第二個變局，是迄今為止一直形塑全球經濟的能源及大宗商品格局正逐步出現瓦解。由1980年代初至2000年代初，石油及各類商品的供應大致充裕，而且價格低廉，即使面對重大地緣政治衝擊，價格亦未見持續飆升。全球經濟的運作建立在「彈性供應」的假設之上：當需求增加時，石油、金屬、化肥及糧食將以可承擔的成本增產和運往各地。



那個時代之所以重要，是因為它令全球化顯得順理成章：它不僅支持經濟增長、紓緩財富分配的壓力，更削弱了生產國的議價能力。此外，橫跨全球的長供應鏈因而變得合乎成本效益，降低了西方國家去工業化的政治成本，讓決策官員可將能源視作基本的日常設施，而非戰略制肘。

自此以後，商品市場在需求、供應、地緣政治及回饋機制的相互影響下，經歷了不同的時期。以下時間軸概述這段演進歷程：從供應充裕的時期，走向2020年代的樽頸。

1980年至 2000年代初：供應充裕 時期

實際價格下跌，閒置產能高企

需求

- 屬於週期性需求，集中於先進經濟體
- 經歷1970年代石油危機後，效率有所提升

地緣政治

- 比較穩定
- 冷戰後，美國在中東的影響力增加

供應

- 高彈性的供應
- 1970至80年代大量投資導致產能過剩
- 非石油輸出國組織的供應擴大

回饋機制

- 石油輸出國組織的價格防線瓦解
- 沙特阿拉伯爭奪市場份額，加劇價格下跌



2000年代至 2010年代初：中國需求衝擊

結構性需求遠超有限度的供應

需求

- 中國的固定資產投資飆升，帶動全球商品需求提前釋放

地緣政治

- 破壞局勢穩定
- 伊拉克戰爭
- 制裁伊朗
- 生產國的局勢動盪，推高風險溢價

供應

- 1990年代投資不足，導致供應缺乏彈性
- 閒置產能急降

回饋機制

- 能源價格高企，加劇通脹和波動
- 衝擊加劇

2010年代至 2020年代初：頁岩油 與閒置產能

彈性供應重現，價格升幅有限

需求

- 全球金融危機後增長疲弱
- 中國需求放緩

地緣政治

- 相關國家容忍制裁
- 中東衝擊對局勢穩定的影響較小

供應

- 美國頁岩油有助回復供應彈性
- 開採供應處於高位

回饋機制

- 頁岩油增加
- 價格疲弱
- 石油輸出國組織展開價格戰(2014-16)



2020年代起：供應再次陷入樽頸

供應限制變得政治化

需求

- 全球資本開支週期(能源轉型、國防、人工智能、基建)

地緣政治

- 武器化
- 出口管制
- 囤積庫存
- 制裁措施
- 產業政策

需求

- 受環境、社會及管治(ESG)限制
- 資本紀律
- 前置作業時間較長
- 加工環節出現樽頸

回饋機制

- 囤積儲備
- 禁令和避險導致市場進一步緊張

在2010年代的大部分時間，由於各個經濟體忙於修復金融危機後的財政狀況，經濟增長普遍乏力。CRB商品指數由2011年的高位回落至2015年低位，實質跌幅高達約40%，反映當時的需求普遍放緩。

圖4：實質CRB工業原材料價格指數(按美國消費物價指數調整)



資料來源：彭博；晉達的計算。

當前格局的特點不單在於市場供應趨緊，更在於供應政治化。能源與金屬已不再是中性的商品，而是重要的戰略原材料；這導致化石燃料與綠色轉型領域同時出現樽頸，兩者重疊並存，而非此消彼長。



在需求方面，全球已步入投資大週期。電氣化、國防、基建更新及人工智能數據中心，均屬於商品密集型產業。目前全球實質資本開支約25萬億美元，為滿足上述需求，每年有可能增長8%至12%⁹。

電動車的銅用量顯著高於傳統內燃機汽車¹⁰；數據中心令電力需求急升¹¹；而電網擴張在短期內亦令金屬與能源消耗有增無減。國防需求令形勢百上加斤：歐洲重整軍備推高金屬需求，而大部分新增軍事預算用於採購使用大量材料製作的裝備¹²。

在供應方面，投資環境出現轉變。新冠疫情不僅衝擊了需求，更重創生產商的資產負債表；正當需求復甦之際，企業的再投資能力已大不如前。總括而言，資本紀律、ESG限制、股東壓力以及漫長的開發週期，均局限了新供應。以銅礦為例，從開發到正式投產往往需時十多年¹³；而礦業公司對2011至2015年經濟低迷時期的虧損猶有餘悸，目前多以保障回報為先，而非盲目擴張¹⁴。樽頸不僅出現於開採領域：相較舊有的石油體系，加工和精煉供應鏈通常較狹窄和集中，因此其結構顯得脆弱。

稀土股表現不時領先大市，反映地緣政治與政策對戰略性商品的回報發揮愈來愈大的影響力。

圖5：稀土股相對於MSCI新興市場指數的表現(美元計)



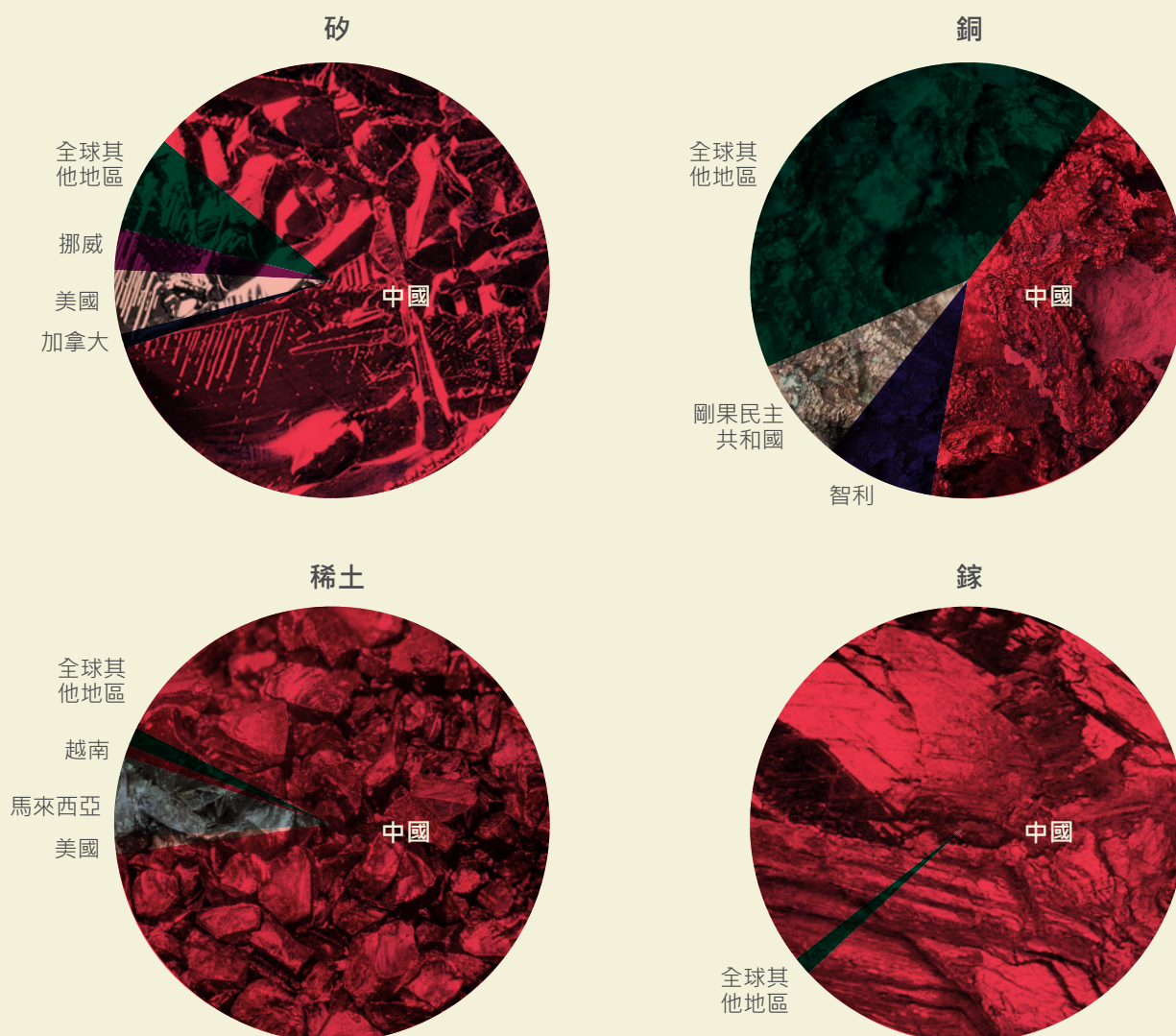
資料來源：彭博；晉達的計算。

9. 投資研究智庫，2024年4月。全新的資本開支超級週期：帶來強勁的轉型式增長。
 10. 國際銅業協會。銅材：汽車製造商的首選材料。2022年10月。
 11. 彭博，2024年6月。高盛，2025年8月。
 12. 《巴倫周刊》，2025年8月。銅市備受考驗，歐洲的國防開支可能提供支持。
 13. 納斯達克，Jeff Currie，2024年5月。人工智能、綠色能源和國防開支推動需求，銅價可望攀升50%。
 14. 波士頓諮詢公司(BCG)，2019年1月。重拾戰略。



地緣政治因素令上文討論的限制更趨嚴峻。自疫情以來，各國政府紛紛把保障供應安全視作首要任務，具體手段包括建立戰略儲備、推動「友岸外包」、實施出口管制及制定產業政策。俄羅斯入侵烏克蘭進一步加劇了這些壓力，既擾亂了糧食與能源市場，亦令依賴進口的經濟體出現政局動盪。對加工流程和材料的控制權如今已成為戰略籌碼，這從稀土供應可見一斑。

圖6：擴建數據中心所需的特定精煉關鍵礦產供應的產地集中程度，2024年



資料來源：國際能源總署，2025年。

當前的回饋機制使衝擊加劇而非減弱，供應緊絀促使各國囤積物資、實施出口限制及推動去風險化，進而導致供應更見趨緊。俄羅斯入侵烏克蘭後引發的全球小麥危機便是明證。能源市場亦出現同類動態：在一個供應本已受限的體系中，即使供應量只是輕微變動，或僅僅是制裁措施有望放寬，亦足以帶動邊際價格大幅波動。



新世界

科技競爭加劇了上述限制。人工智能、數據中心及先進運算並非不耗能的虛擬產業，而是能源與資源密集的系統；這推翻了「技術進步有助緩解物資限制」的假設。相反，產業競爭令電網、可靠基載電力及相關建設物資的需求增加。與此同時，綠色轉型使許多國家更加依賴中國。核能常被視為有助實現能源自給自足，但亦因為核燃料及濃縮產業鏈而帶來新的安全隱患。

當商品供應出現樽頸，各項原本彼此不相關的戰略抉擇，便會變得互相牽連。由於各國境況不同，導致各持己見，使盟友難以在最關鍵時刻進行協調。俄羅斯入侵烏克蘭後，德國、奧地利、匈牙利、斯洛伐克及捷克等最依賴俄國天然氣的國家，明顯較那些受輕微影響的國家有更大動機去遏止衝突升級。

貿易政策亦轉趨強硬，或至少變得更具討價還價的色彩。從2025年中國禁運稀土一事可見，物料供應不再是順理成章的市場結果。國家實施的制裁變得更有力亦更危險，除了能阻礙資金流動，更足以癱瘓實體經濟運作。地緣政治局勢之所以升溫，不僅因為各國領袖行事愈發魯莽，亦在於物資供應環境的容錯空間已經縮減。

雖然如此，競爭未必一定是負和博弈。供應樽頸事關重大，但亦增加了衝突升溫的成本，使各方有更大動機妥協及制定規則。2025年10月，美國總統特朗普與中國國家主席習近平在釜山達成的「晶片換稀土」共識便是一例。特朗普在2025年多次在關稅政策反覆不定（被戲稱為「TACO」《特朗普總是臨陣退縮》），可見他擔心物價上漲將削弱選民的購買力。另一個例子是2022年由美國牽頭發起的「礦產安全夥伴關係」（MSP），這項計劃集合了14個夥伴國及歐盟，旨在透過外交與資金協調，建立更具韌性的關鍵礦產供應鏈。

最後，2025年特朗普與沙特阿拉伯達成實質協議：以沙特增產石油，換取美國批准向其出售F-35戰機及大量Nvidia晶片，正好反映這種大型資源交易在中型強國和大國之間漸趨普遍。



3 不滿情緒升溫

公眾的不滿情緒是第三股左右2020年代政治格局的重要力量，這有助解釋為何特朗普在選戰中深具號召力，影響力長盛不衰。

綜觀美、英、法、德，甚至中國等主要經濟體，不少民眾對生活水平停滯、貧富懸殊加劇、人口結構驟變，以及充斥負面資訊的網絡環境感到沮喪。這些因素正推波助瀾，促成民粹主義與反體制情緒的浪潮，並導致政局動盪不穩，更未見平息跡象。

儘管美國和西歐的政治討論經常視之為本土現象，但這種趨勢其實更為普遍，類似的政治動態並不局限於已發展國家。以中國為例，「躺平」與「內捲」等概念反映民間多年來的惶恐不安。

政治學者認為，這股不滿情緒並非周期性現象，而是各種力量醞釀數十年後造成的結構性結果。我們將於下文逐一探討。



重建國家效能

全球許多國家的政府均需要改革，以提升運作效率。當前的環境錯綜複雜且瞬息萬變，政府往往難以有效制定及執行決策。當權者往往沒有足夠數據、工程、項目執行與技術判斷的專業知識，往往與權力核心脫節，激勵機制也未能有效配合。遊說團體與特定利益集團的影響力過大，削弱政府的執行力，大型項目經常開出空頭支票而最終貨不對辦，皆因坦誠溝通與執行能力並未獲得應有重視。

為此，不少國家致力提升國家效能，其中最受矚目的措施，莫過於特朗普政府上台時由馬斯克(Elon Musk)領導成立的「政府效率部」。這類嘗試並非沒有先例，亦不會後無來者，其旨在解決的深層問題至今依然存在。

我們在以下舉出一些政府面對的關鍵挑戰：

人工智能與行政國家

科技(特別是人工智能)有望協助政府以更低成本、更快速度，提供更多優質的服務。然而在現實中，公共部門的技術整合進度欠佳。美國財政部資訊總監Sam Corcos指出，美國國稅局的現代化資訊科技系統已超支約150億美元，「在1991年時，這項計劃還待五年就可完成，結果到現在還是要待五年。」他亦指出舊有軟件合約出現積弊已久的低效問題。一般意見認為政府的效率可能低於商界兩、三倍，但實際落差往往顯著更大，有時甚至耗費100倍以至1,000倍的時間，而且缺乏合理理據。

部分問題或許可以歸咎於體制。許多政府的資訊總監缺乏豐富的技術專業知識，部分原因是這個職位向來並無正式的技術準則或要求¹⁵。

繁瑣的規例

最近數十年，各類監管架構與規條架床疊屋，這並非有人刻意為之，而是社會架構在長期穩定的環境下，自然形成的必然結果。正如Mancur Olson指出，長期穩定的社會將催生「分配聯盟」(distributional coalitions)：即是擅長談判、遊說，並將決策程序化的利益集團。這導致規章重覆累贅，無法形成連貫的框架；政策重心隨之由「提升效能」轉向「調解訴求」¹⁶。

15. PodScripts，2025年10月。現代智慧。

16. 《邊際革命》，2021年12月。《興衰與再起》，Mancur Olson。



即使每項規章本身都有理可據，整個體制仍可能失效。當風險管理凌駕一切，便會形成一層又一層的審查與否決程序，以求在發生機率極低的失誤時免責。這樣反而累積成更大的風險：國家在採納新技術、重新分配資源或落實項目時舉步維艱。隨著執行力變得低下，公眾亦隨之失去信心，但無論是基建還是能源轉型等各項浩大工程，均需要爭取民眾信任。

雖然政客常把生產力掛在嘴邊，但現代監管體系的獎勵機制通常與之背道而馳。為了確保有效管治的「運作獨立性」，有時反而會助長了那些妨礙制度簡化的利益集團與流程，並在最關鍵的時候削弱了問責制度。

許多國家(特別是歐洲)的法律框架亦已成為局限國家效能的枷鎖。人權法、環境保護及司法覆核制度最初是為了解決過往的問題，如今卻形成新束縛。這些束縛削弱了民選公職人員的權力，並為反對改革人士提供多種透過法庭挑戰決策的途徑。此舉不僅拖延執行政策的進度，更有震懾作用：由於政策可能陷入長達多年的訴訟糾紛，政府或會對改革望而卻步，最終動搖公眾對民主決策的信心。

最佳例證有英國。興建高鐵期間，政府為保護蝙蝠而耗資1.21億英鎊建造一條隧道，由此可見當局生硬解讀歐盟的《2017年棲息地指令》(Habitats Regulations)¹⁷。同樣，英國有份參與的《奧爾胡斯公約》(Aarhus Convention)將環境訴訟案原告的法律費用上限設為約10,000英鎊，變相鼓勵民眾提出法律挑戰，導致房屋、基建及能源項目一再延誤。

生活水平受壓

民眾不滿的核心在於普羅大眾覺得經濟發展已經停滯，許多先進經濟體的實質工資在過去十多年幾乎毫無增長。以英國為例，實質工資自2008年環球金融危機後便停止上升，停滯期之長更是自維多利亞時代以來首見¹⁸。類似例子亦可見於其他地區。即使美國的生產力強勁增長，高薪階層收入急增，但實質週薪中位數在過去接近半世紀僅上升了15%¹⁹。

對於剛投身職場的年輕一代而言，在物質生活上超越父輩的期盼變得愈趨渺茫。收入停滯的背後，反映了財富分配正由勞方大幅傾斜至資方。

17. Sam Dumitriu，2025年3月。我們解決了蝙蝠隧道問題嗎。

18. 《倫敦政治經濟學院公共政策評論》，2024年3月。工資爭議：實質工資停滯、不平等與勞工市場制度。

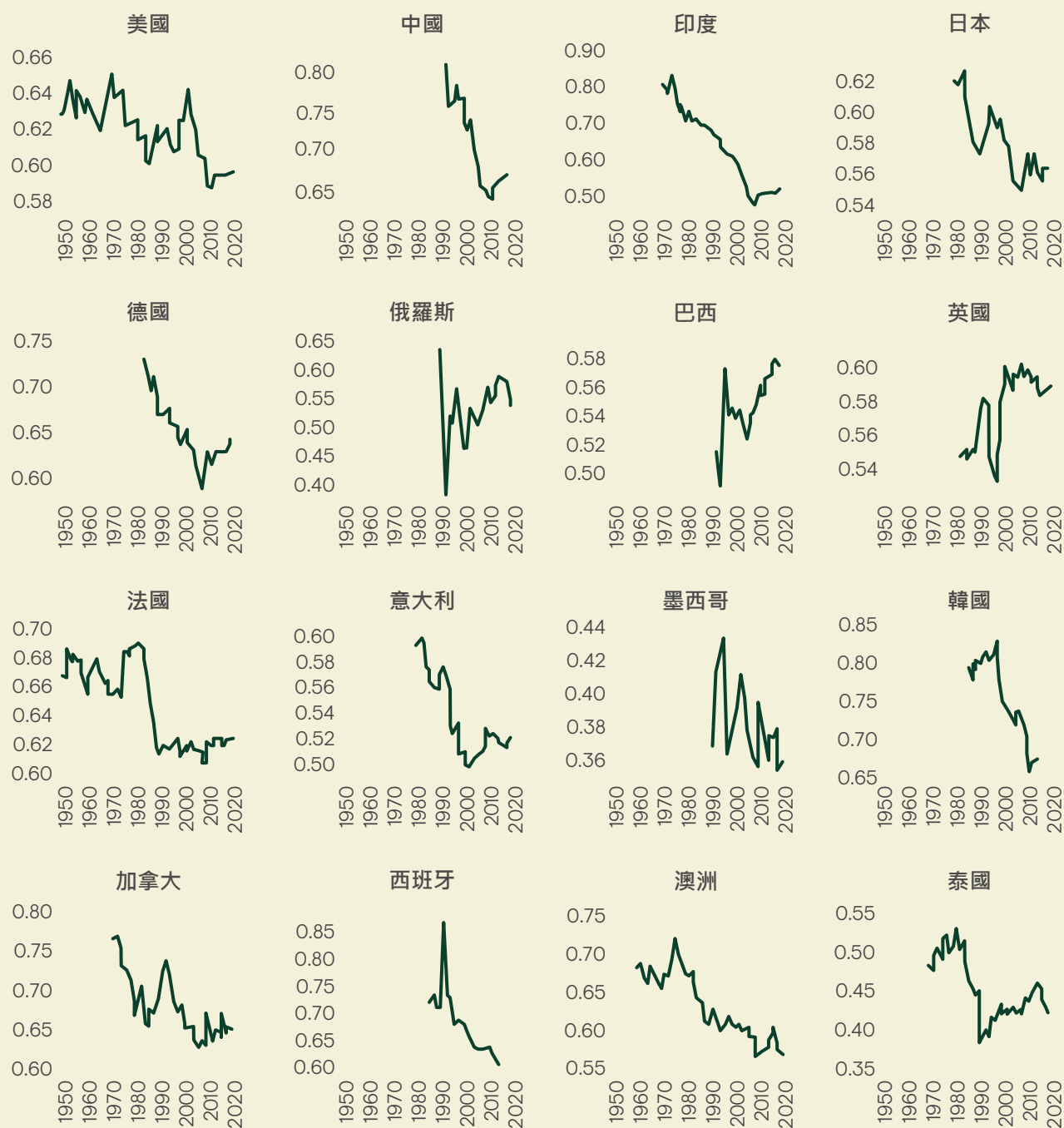
19. 聖路易斯聯邦銀行，2026年1月。全職就業：每周實質收入中位數；工資與薪金勞工；16歲及以上。



正如不少經濟學家指出，資本佔產出的比例上升，勞工比例則相應減少。此現象受全球化及資本主導的技術變革所推動，並隨著市場力量增強和工人議價能力轉弱而進一步加劇²⁰。

圖7：大多數經濟體的勞工收入比例均見下跌

各國勞工收入佔比的歷年變化，呈現廣泛而持久的下行趨勢



資料來源：Karabarbounis(2024年5月)。「勞工收入份額透視」。根據Penn World Tables(Feenstra et al., 2015)數據更新至2023年；由晉達更新。

20. 美國經濟學會，2024年。勞工比例綜覽。



「新鍍金時代」

基於上文討論的原因，收入差距與財富不均逐漸擴大，程度接近20世紀初的水平。即使是傳統上崇尚平等主義的社會，貧富差距亦見擴張：以瑞典為例，其收入差距自1990年代起便急劇上升²¹。綜觀全球，最富裕的1%人口取得不成比例的龐大收入增長，尤其是在疫情等時期，超級富豪的財富瘋狂飆升，進一步激化民憤。

Instagram效應

現時的不平等現象之所以特別具破壞力，關鍵在於其「可見度」。社交媒體與數碼新聞讓公眾每天耳濡目染富豪極盡奢華的生活，與個人的艱難處境形成強烈反差；同時，扁平化的通訊渠道放大了公眾對特權精英分子與腐敗的抨擊。因此，敵視「離地而自私的精英」已成為反覆出現的政治主題。

生活水平停滯、分配不公及無間斷的資訊衝擊，三者匯聚成為強大的影響力。不少選民深信體制遭到操控，因而愈發支持那些回應這股怨懟的政客。這種趨勢並不僅限於西方。伊朗曾於2014年封鎖名為richkidsoftehran(直譯作德黑蘭富二代)的Instagram帳戶；十年後，中國當局亦開始限制炫富的社交媒體帳戶²²。

人口結構轉變

人口結構急速改變是造成公眾不安的主要因素之一。人口減少與人口老化這兩個現象經常被混為一談，雖然兩者是截然不同的概念，但隨著生育率驟降而壽命延長，兩者日益同步而至。

這個改變趨勢現已席卷全球。生育率與死亡率雙雙由高轉低的趨勢不再局限於先進經濟體，而且轉變速度驚人。然而，正如Jesús Fernández-Villaverde指出，受「人口慣性」(population momentum)影響，儘管全球生育率在2023年前後已低於替代水平，但全球總人口仍可能持續增長至2050年代中期，其後才開始急跌²³。

21. 世界銀行集團，堅尼系數 - 瑞典。

22. 《經濟學人》，2024年6月。中國政府不希望民眾炫富。

23. 賓夕凡尼亞州大學市場研究倡議，2025年5月。未來人口結構。



死亡率下降的原因已眾所周知，生育率急跌的原因則較令人費解，即使在較貧窮國家亦然。女性接受教育、避孕措施、城市化及兒童死亡率下跌等常見解釋固然合理，但愈來愈多研究認為數碼科技亦是原因之一²⁴。智能電話與網絡取代了社交互動，改變了使用時間的方式，使兩性在偏好與行為上出現更大差異，並可能導致擇偶配對率下降，加劇個人以至社會的整體疏離感²⁵。

全球人口減少未必有弊無利。過往的人口遠少於現今，但仍然持續出現創新與增長；再者，現有資本將由較少人口共享，有助緩解房屋、基建、碳排放及天然資源的壓力。

然而，經濟挑戰依然嚴峻。國內生產總值增長是勞工生產力增長與勞動人口增長的總和；當後者轉為負數，即使生產力維持不變，整體增長亦會放緩。日本便是明證：自1990年代初起，當地整體國內生產總值增長遠遜於美國，但每名適齡工作人士的產出增長速度與美國旗鼓相當。雖然生活水平取決於人均產出，但政府撥款的退休金、醫療開支及償還債務均需依賴總產出，這是一個重要的分別。

**日本的整體國內生產總值
每年增長0.83%，而美國為2.58%。**

**但每個適齡工作人士(15歲至
64歲)的國內生產總值每年增
長1.39%，而美國為1.65%。**

這種矛盾不斷加深大眾不滿情緒。普羅大眾繼續埋頭苦幹，但在整體經濟放緩之際，人口老化卻推高了財政需求。移民政策帶來的緩解作用有限：若要維持穩定的撫養比率，將需要匪夷所思的大量移民遷入；而近期的研究指出，一旦把終身退休金與醫療開支計算在內，移民帶來的財政效益其實遠低於一般預期。

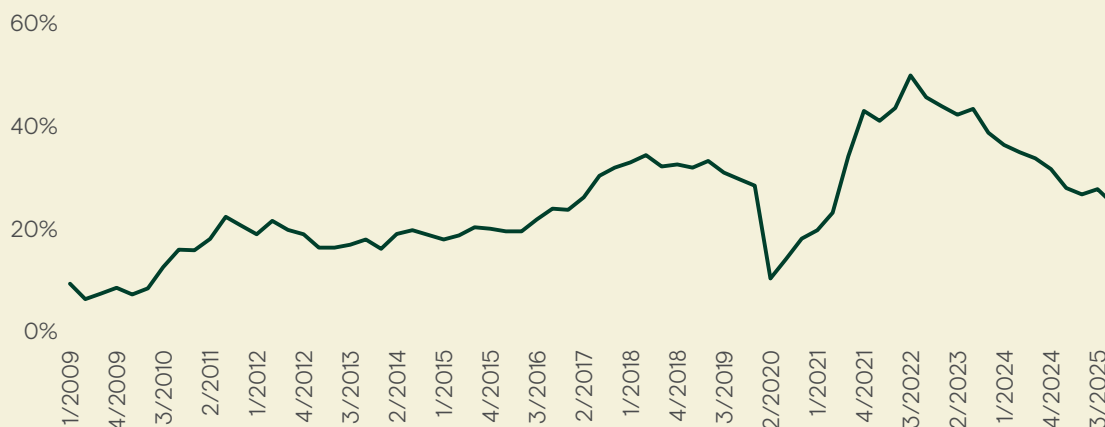
24. Arpit Gupta在X的發文，1月19日。

25. 美國國家經濟研究局，2025年6月。無後抑或少子？生育率低於更替水平下的無子女現象與遞進生育。



技術人才短缺的德國企業比例在2022年大幅飆升，即使近期稍為回落，但與歷史水平比較仍然高企，反映勞工已成為不利供應的持續因素。

圖8：對技術勞工短缺感到擔憂的公司比例



資料來源：ifo經濟研究所的商業調查(德國)。2009年至2025年。

移民衝擊

與此同時，許多國家出現大量移民湧入與族群結構急劇轉變的情況。商界一般支持引進移民，以緩和勞工減少導致人手短缺及工資上漲的問題，但這亦會觸發公眾對文化認同的焦慮。

過去20年，全球出現了多次歷史性的移民潮。歐盟版圖擴張及中東衝突將數以百萬計的勞工與難民帶到西歐；美國則迎來大量來自拉丁美洲與亞洲的移民。即使是人口組成原本相對單一的社會，亦迅速變得多元化。研究發現，真正令選民感到不安的並非移民的絕對數量，而是轉變的速度。以英國脫歐為例，最支持脫歐的地區通常是過去十年最多移民遷入的區域，而非那些建立已久的移民社區。²⁶美國的情況亦如出一轍：海外出生人口比例驟增的縣份，選民明顯傾向支持特朗普²⁷。

移民對經濟有利有弊。勞工人口擴大固然能提振產出，但對於通脹、公共財政及社會凝聚力的影響則意見不一。在人口老化的背景下，人口結構急劇改變可能引發文化失落感、加重財政負擔，並招致政治反撲，令普遍存在的怨氣更變本加厲。

26 & 27. Goodwin與Eatwell。



演算法公民廣場

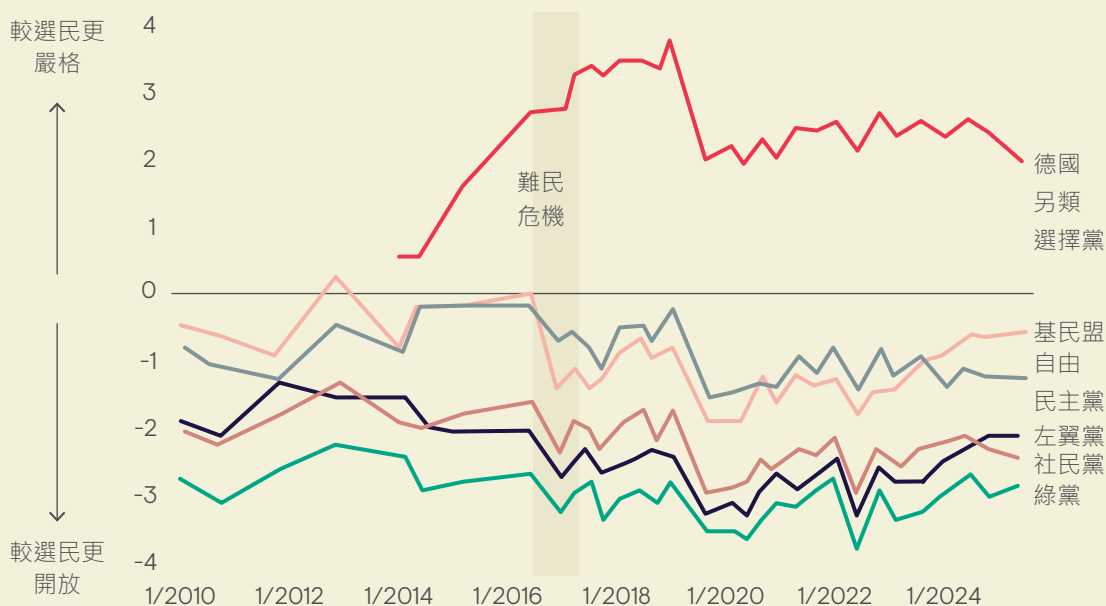
最後，作為主要的政治論述媒介，社交媒體及網上新聞已徹底改寫了政治運作模式。

繞過傳統傳媒把關人

數碼平台有助新觀點(包括民粹主義與反體制勢力)繞過傳統媒體，直接與大眾對話。這使部分獲得選民關注，但自覺被既有體制忽視的議題得以浮現。以德國為例，在德國另類選擇黨(AfD)崛起前，各大主要政黨對移民政策的立場，均比中間選民更趨向左翼²⁸。

圖9：德國對移民問題的立場分歧擴大

選民認為德國另類選擇黨較一般選民的立場更為嚴格，而其他政黨較為開放



資料來源：德國縱向選舉研究(GLES)。2023年。

負面情緒的優勢

同時，網絡平台亦重塑了輿論形成與發酵的方式。演算法推送的設計旨在提高觸及率，而非為了提供準確的資訊；而憤怒、恐懼及負面情緒是增加觸及率的主要動力。多項研究指出，比起正面的消息，觸發憤怒或公憤的內容傳播得更快更廣；其中一項研究更發現，用戶分享負面報道的機率，較分享正面報道高出接近一倍²⁹。在政治方面，抨擊敵對陣營或渲染威脅的帖文能夠獲得更多觸及，這正好說明為何煽動性言論一直俯拾皆是。

28. 歐洲經濟政策研究中心，2025年9月。與政治代表的分歧會否導致民粹主義？

29. Nature.com, 2024年9月。負面網上新聞於社交媒體的轉發率更高。



總括而言，數碼媒體雖然降低了門檻，有助一些新的聲音揭示被忽視的議題，但同時令公共論述傾向悲觀與兩極化，放大了原本已存在的物質與文化不滿。

綜合實質工資停滯、不平等加劇、人口結構變化及社交媒體等因素，不滿情緒與反建制投票傾向(常被冠以並不完全準確的「民粹主義」之名)似乎並非曇花一現的短暫現象，而是新的政治基本格局。政局動盪不穩已成常態，選民與傳統政黨的脫鉤漸見普遍。綜觀歐洲，從德國社民黨到法國社會黨，這些在戰後長期主導政壇的政黨均陷入歷史性低潮，而新興勢力已站穩陣腳。政局高度波動的時代恐怕將持續下去。

國內不滿情緒 如何影響國際關係？

大眾不滿情緒的影響並不局限於國內政治。當大部分選民感到憤怒或焦慮，這些壓力會經由多種途徑滲入外交政策：

1 全球多邊組織影響力倒退

民粹主義運動對多邊組織抱持懷疑態度，視之為束縛國家主權的「精英產物」。因此，聯合國、北約、世貿及歐盟等戰後成立的機構均面臨壓力。特朗普政府退出了《巴黎協定》及《跨太平洋夥伴關係協定》，而英國脫歐則削弱了歐盟的凝聚力。匈牙利與波蘭無視歐盟規範，則反映超國家管治體制備受廣泛質疑。結果，國際體系變得更加碎片化，以個別的協議取代體制化的合作。



2 經濟民族主義回歸

選民的不滿情緒促使政府背棄奉行數十載的自由貿易教條。美國總統特朗普向中國及傳統盟友加徵關稅，反映根深蒂固的反全球化情緒。歐洲方面，「戰略自主」支持度上升亦反映政府面對同類壓力，中國則早已致力實現這個目標。隨著保護主義抬頭，投資者面對的不確定性隨之增加，供應鏈受到擾亂，貿易報復的風險亦升溫。

3 人權保障體制面臨壓力

邊境問題與國際條約近年成為各方爭議的導火線，限制了政府的決策空間。歐盟致力推動成員國分擔接收難民的責任，卻因匈牙利與波蘭等地的反對而停滯不前。至於英美兩國，從遣送難民至盧旺達的計劃到旅遊禁令等移民政策，均引發了外交裂痕。某些國家視為行使主權之舉，其他國家卻視之為侵犯人權或背棄承諾。

4 武裝衝突風險

本土的不滿情緒亦可能令外交政策轉趨強硬。因此，台灣、北極及中東等潛在衝突地帶依然與市場息息相關。

總括而言，大眾的不滿不僅是內政問題，更成為地緣政治的制約因素，亦增加了全球碎片化、民族主義抬頭及交易主義的風險。



4

第四次系統性危機： 「全球一體化危機」

綜觀全局，「多極化」格局回歸、能源樽頸重現，加上大眾不滿日深，均預示我們正步入現代史上第四次系統性危機。基於我們2023年發表的研究成果，並借鑑哈佛歷史學家Charlie Maier的觀點，我們將此定性為「全球一體化危機」。

「系統性危機」並非單純指嚴重的經濟衰退或單一的政治衝擊，而是多個體制同時失靈的時期，由於經濟、政治、安全與社會秩序彼此緊密交織，在修補某個領域的問題時，往往會引致其他領域受壓。Maier指出現代史上曾經出現三個這類時期，而我們認為，2020年代是第四個時期：全球一體化危機。多極格局、能源衝擊與大眾不滿情緒的積聚令20世紀末建立的深度全球貿易、金融與合作模式承受沉重壓力。



1910 年代

民意代表危機

首場系統性危機出現於1910年代，本質上是一場政治危機。當時各國社會正苦於解決政治代表權的歸屬與執行方法，而對立的大國聯盟體系令國際局勢愈趨緊張。承襲自19世紀自由主義的議會體制，顯然再無法滿足日益高漲的政治參與訴求。當訴求無法獲得滿足，社會壓力便演變為革命與動盪，最終導致局勢失控，觸發了第一次世界大戰。

1930 年代

資本主義危機

1930年代的第二次危機，則是一場資本主義危機。第一次世界大戰後的環境嚴酷，各國試圖恢復戰前的經濟秩序，而就業市場崩潰與收入急降，引來強烈的政治反彈。為此，各國並非透過迅速調節市場來作出應對，而是推動深層的體制改革，包括增加國家干預、重整軍備，並逐步奠定戰後福利國家的基礎。在經歷經濟大蕭條和第二次世界大戰的創傷後，這些變革最終重塑了各國的政治經濟格局。

1970 年代

工業社會危機

第三次危機發生在1970年代，反映戰後工業模式瓦解。當時，無論是西方奉行以大規模生產為核心的「福特式」(Fordist) 資本主義，或者是與之相對的國家社會主義體制，均無法再維持穩定繁榮。通脹高企與失業上升同時出現，加上能源價格急升、政策失誤和社會衝突，均令局勢火上加油。這背後實則隱含更深層的結構轉型：經濟重心正轉移至服務業及資訊密集型生產。在體制應對方面，其中一項重要舉措是把貨幣政策與日常政治脫鉤；而蘇聯體制則因為改革乏力，最終走向崩潰。



2020 年代 | 全球一體化危機

當前的危機可視為三股力量相互交織的結果：多極化的地緣政治、能源與商品陷入樽頸，以及國內不滿甚深。

國際層面的影響

全球趨向「動盪失序」並非由偶發事件使然，而是由於「美國主導的單極體制是不可撼動」的前設已經瓦解。勢力正日趨分散，且在核武時代，大國博弈出錯的代價極為高昂，因此競爭對手盡量避免正面交鋒，轉而利用網絡行動、破壞活動、脅迫性貿易政策、代理人戰爭及制裁等「灰色地帶」手段進行較量。這促使各大國（尤其是美國）調整優先順序，轉而聚焦於最具戰略價值的領域，而非繼續充當「全球裁判」。同時，美國正重新關注西半球，皆因當地的移民壓力、有組織犯罪、境外勢力干預與戰略要衝，已呈現出愈趨緊密的聯動效應。

經濟層面的影響

曾經支持全球化順暢運作的基礎日益動搖。商品供應相對廉價和具彈性的時代正在落幕，由開採、加工、精煉、運輸、電網及關鍵礦產等樽頸接連引發衝擊的時代已至。淨零轉型、重整軍備、人工智能與數據中心建設，以及基建更新，均使能源與物料需求增加；與此同時，出口管制、囤積庫存、制裁措施及產業政策，均導致供應的靈活性降低，相關的回饋機制更往往令本已緊張的市場百上加斤。

國內的影響

政治壓力加劇令局勢更見緊張。不少選民感到生活水平停滯不前，貧富差距持續擴大及更加明顯，人口結構轉變令人不安，而網絡生活進一步放大了憤慨與悲觀情緒。這股不滿情緒正助長民粹主義、加劇政局波動，並引發對全球機構及自由貿易規則的質疑。因此，外交政策變得更具交易性質，經濟政策則與國家安全更緊密掛鉤。

總括而言，在這些力量交織之下，全球一體化已不再能順利深化發展。相反，它變得更趨政治化、碎片化且容易遭受衝擊；供應鏈、能源安全及國內穩定已被提升至更高的戰略層面，這亦意味著必須重新審視投資組合構建方式。



對資產配置者的啟示

在2020年代這場「全球一體化危機」之中，資產配置者面對一個更複雜的投資環境。過往，投資組合依循一個穩定的宏觀基準預測來優化配置，但這種思維正受到地緣政治碎片化所衝擊；取而代之，投資組合必須具備更強的韌性，方能應對這個動盪不安且「肥尾效應」（極端風險）頻發的世界。

首先必須考慮抗通脹保障，不能順其自然

地緣政治碎片化、資源樽頸及國際競爭加劇，令通脹不再平穩，轉而呈現偶發性的大起大落，這令以往針對通脹放緩環境而建構的投資組合顯得不合時宜。在這種環境下，股債相關性通常會轉為正值，從而拖累投資組合表現。

因此，資產配置者應該追求明確的抗通脹韌力。天然資源和基建類資產、通脹掛鈎債券及擁有實質定價能力的優質股票，均可發揮這類作用。入市時機至關重要。儘管股票最終會反映實質現金流，但在估值受壓的關鍵時刻，其表現依然可能欠佳，這從2022年各類資產顯著回落的情況可見一斑。同樣，雖然通脹掛鈎債券可以對沖通脹，但當存續期效應超過通脹補償時，仍可能錄得虧損。這帶來明確的啟示：鑑於股債正相關性可能飆升，投資於必須刻意採取抗通脹的策略。

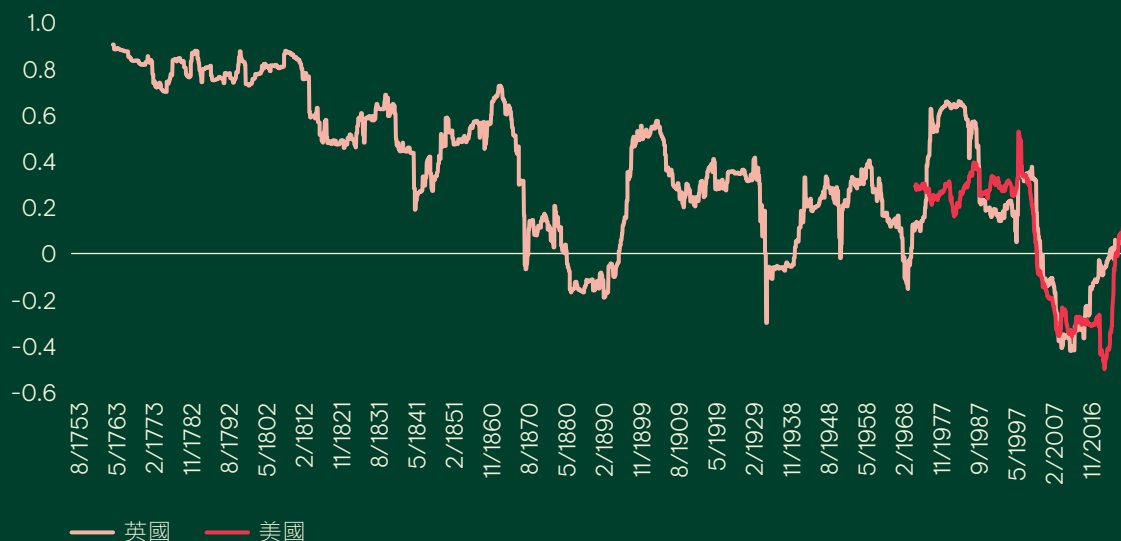
其次，主權債券存續期應用作戰術資產，而非結構性的分散風險工具

若我們身處供應持續面對衝擊的環境，債券大牛市或已劃上句號，而政府債券能夠發揮穩定回報作用的假設亦不再成立。這種作用過往建基於通脹平穩，以及央行能在增長乏力時大幅減息的條件。在大眾不滿深重、能源受限及大國博弈的當下，主權資產負債表正面臨多方壓力，包括國防、產業政策、公共投資及福利開支。因此，期限溢價可能隨著時間走高，在通脹波幅持續處於結構性高位的情況下，尤其如此。



圖10：股債相關性長期以來的變化

股債回報的10年滾動相關性。高於零時，兩者同步變動；低於零時，則分道揚鑣



過往表現並不能準確預測未來回報，可能錄得虧損。
資料來源：晉達、FRED、彭博，截至2026年1月。

即使短期通脹出乎意料下跌，但更深層的問題在於體制不穩：增長與通脹衝擊預期將交替出現，令資產相關性不再可靠。這種關係在1990年代末至2021年間尚能維持，但在2022年已宣告瓦解。實際操作時，不少策略資產配置可能承擔了過高的存續期風險。長存續資產應在估值具吸引力時才因時制宜地增持，而無須預設一個基準權重。若管理機制允許，將利率配置分散至不同市場，亦可減低對單一財政或貨幣體制的依賴。

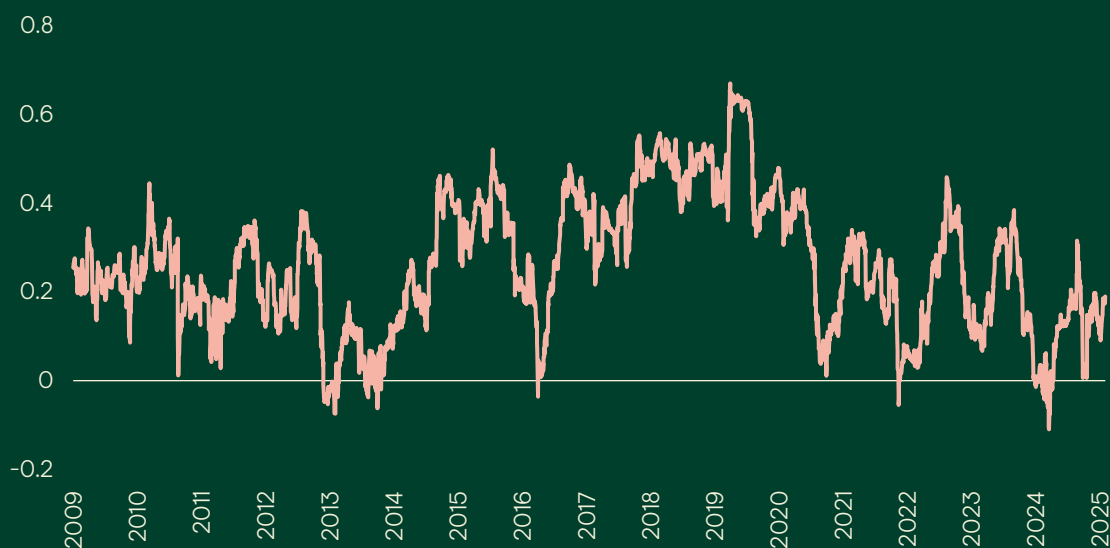
第三，在「多極化」的環境下，全球多元化投資策略更顯重要

美國資產已成為增長、質素、流動性、創新及地緣政治等多個範疇的標準答案，不少機構投資組合對當地市場的集中程度異常偏高。投資組合過度偏重美股、美元及少數龍頭企業，隨著2025年非美元資產表現大幅領先，這種高度集中的佈局已淪為一大弱點。

矛盾的是，在去全球化的格局下，投資者反而應追求更全面的環球佈局。在多極體系下，「資產同步聯動」的假設日益失勢，因為各國政治、政策選擇及供應鏈實際情況把現金流引導至不同方向。新冠疫情後美中兩國出現分歧（兩國在2025年各自處於不同的周期），正好說明了這一點。相對於名義上全球化、實則掛鉤於美股佔比偏高基準的投資組合，「真正全球多元化」策略在現今環境下更價值。



圖11：中美股市相關性的變化



資料來源：MSCI、彭博；晉達計算（MSCI美國和MSCI中國指數的90天滾動相關性）。

第四，主題式配置應聚焦於結構性利好因素，特別是全球資本開支週期

主題式投資經常被簡化為高增長科技股的代名詞，但事實不應如此。若配置得宜，這是一種結構性看好長期利好因素，以及看淡不利因素的策略。在2020年代，最具代表性的利好因素莫過於多管齊下的全球資本開支週期，涵蓋了電網與電力減碳、國防和重整軍備、製造業回流與「友岸外包」、數據中心與人工智能基建，以及關鍵材料的開採與加工能力。

這些利潤池與2010年代那種「輕資產、長時期」的全球化模式截然不同，並在進入週期後段之前，其佔基準的比重通常偏低。關鍵在於應該把主題式投資視作多年配置，審慎控制其規模，並嚴守估值紀律。然而，即使看準趨勢，但若買入價格過高，結果仍可能得不償失。隨著生產網絡重構，部分增長動力亦會來自在國家而非行業層面，令墨西哥、越南及部分東協國家受惠。

第五，流動性是一項戰略資產，而非殘餘資金

在政治衝擊頻繁的環境下，資產配置者更應重視流動性。這並不代表要放棄私募市場，畢竟私募市場在投資門檻及控制權方面仍具優勢；但這確實意味著應該務實看待私募資產的「非流動性」能夠（以及不能）分散哪些風險。不少隱含了股權與信貸風險的私募配置其實存在市場定價延後及費用高昂的問題，這會造成了分散風險的假象，實則並無從根本上改變相關風險因素。

在一個容易遭受衝擊、政治碎片化及負債沉重的市場下，流動性溢價可能瞬間出現或消逝。保持充足的流動資產，能讓投資組合在市場混亂時提供資本，而無須被迫拋售持倉。在這個機制下，流動性並非現金拖累，而是內含期權。



總結

順遂的全球化時代已經結束。地緣政治「多極化」、資源供應受限及各國本土政局動盪等多重因素交織下，原先認為全球一體化可望穩步深化，以及市場能夠自行良性調節的假設，如今已不復存在。

在核武制約下的多極格局中，競爭並無消失，而是轉向「灰色地帶」，迫使各國重新審視優先次序。商品供應樽頸不單推高物價，更令供應鏈政治化，使經濟與安全掛鉤。大眾的不滿情緒亦不再局限於國內，並且重塑貿易規則、盟友關係及政府干預的界限。這些力量環環相扣，並非孤立運作。

對投資者而言，與其視之為短暫的資產配置調整，不如視為「體系轉型」更為穩妥。2020年代與史上多次大型體系轉折期甚為相似，當時經濟、政治及安全秩序均同步重構。在這種環境下，穩定是苦心經營而來的成果，並非理所當然的現狀。

對於資產配置者來說，箇中啟示非常直接。過去那種依賴資產相關性穩定、通脹放緩利好因素，以及單一宏觀核心因素而建構的投資組合，其韌性已大不如前。不同國家、行業及資產類別的表現分歧將會持續擴大。通脹衝擊將呈周期性爆發，而非線性發展。因此，流動性、期權價值及分散投資於不同機制的配置將更具價值。

我們的任務並非成功預測每次衝擊，而是建構能夠吸收衝擊的投資組合。



重要資訊

本通訊僅供機構投資者及財務顧問使用，不得向公眾發佈，亦不得在發佈本文件即屬違反適用法例或規定的國家發佈。如閣下為散戶投資者，並在一般傳閱中收到此文件，請透過www.ninetyone.com/contactus與我們聯絡。

本文的資訊可能會討論一般的市場活動或行業趨勢，不擬作為預測、研究或投資建議的憑據。本文提供的經濟及市場觀點反映晉達截至所示日期的判斷，可能會隨時更改，恕不另行通知。概不保證所表達的觀點及意見正確無誤，可能未能反映整個晉達資產管理的觀點，按不同的投資目標可能會表達不同的觀點。儘管我們相信任何從外部來源獲取的資訊均屬可靠，但我們並未獨立核實，亦無法保證其準確性或完整性。晉達資產管理的內部數據可能未經審核。晉達資產管理未有提供法律或稅務建議。準投資者在作出與稅收相關的投資決定之前，應諮詢其稅務顧問。

本文任何內容均不應被視為訂立任何合約的要約、投資建議、任何形式的推薦、招攬客戶，或投資於任何特定基金、產品、投資工具或衍生工具的要約。投資附帶風險。過往表現並非未來表現的指標。任何投資於本文所述策略的決定，應在審閱銷售文件、進行投資者認為必要的調查，並諮詢其自身的法律、會計和稅務顧問後作出，以便對此類投資的適合性和後果作出獨立判斷。本文件不擬完整概述與此策略相關的所有風險。與此策略相關的風險說明可在發售或其他披露文件中找到。此類文件的副本可應要求免費提供。

在美國，本通訊僅供機構投資者、專業財務顧問及其合資格客戶閱讀，但不得向上述收件人以外的美國人士分發。在澳洲，本文件僅為一般資訊目的提供給批發客戶(如《2001年公司法》所定義)。在香港，本文件僅供其交付對象使用，不得複製或分發給任何其他人；本文件僅應交付給專業財務顧問及機構和專業投資者。本文件由晉達資產管理香港有限公司發行，並未經香港證券及期貨事務監察委員會(證監會)審核。本公司的網站未經證監會審核，可能包含不可向香港公眾銷售的非證監會認可基金的資料。在新加坡，本文件由Ninety One Singapore Pte Limited (公司註冊編號：201220398M)發行，僅供專業財務顧問及機構投資者使用。在印尼、泰國、菲律賓、汶萊、馬來西亞及越南，本文件僅以私人及保密方式提供給機構投資者。

在南非，晉達是獲授權的金融服務供應商。Ninety One Botswana Proprietary Limited (地址：Unit 5, Plot 64511, Fairgrounds, Gaborone, Botswana)由非銀行金融機構監管局監管。在納米比亞，Ninety One Namibia Asset Management (Pty) Ltd由納米比亞金融機構監管局監管。

除非另有授權，否則未經晉達資產管理事先書面同意，不得將本文件資料顯示、複製、傳送或以其他方式提供給任何第三方。© 2026 晉達資產管理。版權所有。由晉達資產管理發佈，2026年3月。

如要了解我們的投資策略詳情，本公司可應要求提供。

指數

指數僅作說明之用，為非管理式，且未考慮市況或與投資相關的成本。此外，基金經理的策略可能採用並非用於產生指數表現的投資技巧及工具。因此，基金經理與指數的表現並不能直接比較。

如適用，MSCI數據來自MSCI Inc.。MSCI對本文所載的任何MSCI數據不作任何明示或暗示的保證或陳述，亦不承擔任何責任。MSCI數據不得再分發或用作其他指數或任何證券或金融產品的基礎。本報告未經MSCI批准、認可、審閱或製作。任何MSCI數據均不擬構成投資建議或作出(或不作出)任何投資決定的建議，亦不得予以依賴。

如適用，富時數據來自富時國際有限公司(「FTSE」)© FTSE 2026。請注意，富時數據適用免責聲明，刊載於www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Wholly_Owned_Non-Partner.pdf



澳洲

Level 28 Suite 3, Chifley Tower
2 Chifley Square
Sydney, NSW 2000
電話：+61 2 9160 8400
australia@ninetyone.com

博茨瓦納

Plot 64289, First floor
Tlokweng Road, Fairgrounds
Gaborone
PO Box 49
Botswana
電話：+267 318 0112
botswanaclientservice@ninetyone.com

海峽群島

PO Box 250, St Peter Port
Guernsey, GY1 3QH
電話：+44 (0)1481 710 404
enquiries@ninetyone.com

德國

Bockenheimer Landstraße 23
60325 Frankfurt am Main
電話：+49 (0)69 7158 5900
deutschland@ninetyone.com

香港

太古廣場一座12樓1201-1206室
金鐘道88號
電話：+852 2861 6888
hongkong@ninetyone.com

盧森堡

2-4, Avenue Marie-Thérèse
L-2132 Luxembourg
電話：+352 28 12 77 20
enquiries@ninetyone.com

納米比亞

Am Weinberg Estate
Winterhoek Building
1st Floor, West Office
13 Jan Jonker Avenue
Windhoek
電話：+264 (61) 389 500
namibia@ninetyone.com

荷蘭

Johan de Wittlaan 7
2517 JR Den Haag
Netherlands
電話：+31 70 701 3652
enquiries@ninetyone.com

新加坡

138 Market Street
CapitaGreen #27-02
Singapore 048946
電話：+65 6653 5550
singapore@ninetyone.com

南非

36 Hans Strijdom Avenue
Foreshore, Cape Town 8001
電話：+27 (0)21 901 1000
enquiries@ninetyone.com

瑞典

Västra Trädgårdsgatan 15,
111 53 Stockholm
電話：+46 8 502 438 20
enquiries@ninetyone.com

瑞士

Dufourstrasse 49
8008 Zurich
Telephone: +41 44 262 00 44
enquiries@ninetyone.com

英國

55 Gresham Street
London, EC2V 7EL
電話：+44 (0)20 3938 1900
enquiries@ninetyone.com

美國

Park Avenue Tower, 65 East 55th Street
New York, 10022
美國免費電話：+1 800 434 5623
usa@ninetyone.com

—

www.ninetyone.com

電話內容將被錄音以作為培訓、監測、法例規定及確認投資者指示之用。
欲知詳情，請瀏覽www.ninetyone.com/contactus

