

高級基金經理梁達鋒（特許金融分析師）

2026年3月

全球上市基建在過去二十多年，持續錄得每年約 3% 至 4%<sup>1</sup> 的股息率。<sup>2</sup>

由於該類資產擁有穩健需求、定價能力，而且在派息率持續上升的帶動下，預期其股息將每年增加 5% 至 6%<sup>3</sup>。

在沉寂一段時間後，股份回購再次成為進取型企業董事會的焦點，並將在提升股東回報方面扮演重要角色。

### GLI 的股息殖利率無論從絕對值或相對於歷史水準來看都比較穩健

在過去的二十多年，全球上市基建資產類別的股息率一直穩定維持於 3% 至 4%<sup>1</sup>。隨著近年估值倍數的回落，該類資產的股息率逐漸升至這個範圍的上游。

基建設施擁有穩定需求，其完善的業務模式能夠產生現金流，而且派息率<sup>4</sup>合理，有助該類資產持續帶來回報。美國及英國料於 2026 年將進一步減息，未來應為全球上市基建的股息率增添吸引力。

全球上市基建股息率



— 富時全球核心基建 50/50 指數。  
數據截至 2025 年 12 月 31 日。

### 巨大的股息增長空間（並非固定票息）

全球上市基建資產的整體股息率固然吸引，但更值得關注的是，有別於債券只能賺取固定票息，該類資產的股息具備能隨時間增加的潛力。有關股息增長來自多個層面，例如自然盈利增長（包括通脹掛鉤機制）、派息率增加，以及企業派發特別股息的可能性。

#### 自然盈利增長

首源投資全球上市基建團隊對「基建設施」的定義包括可持續增長及定價能力、嚴格的准入門檻及可預測現金流。全球上市基建

<sup>1</sup> 富時全球核心基礎設施 50/50 指數。過往表現並不代表未來表現。

<sup>2</sup> 彭博，截至 2026 年 2 月 28 日。

<sup>3</sup> 全球上市基建投資範疇的簡單平均值（2026 年至 2027 年）、彭博

<sup>4</sup> 企業以股息方式派發予股東的盈利比例

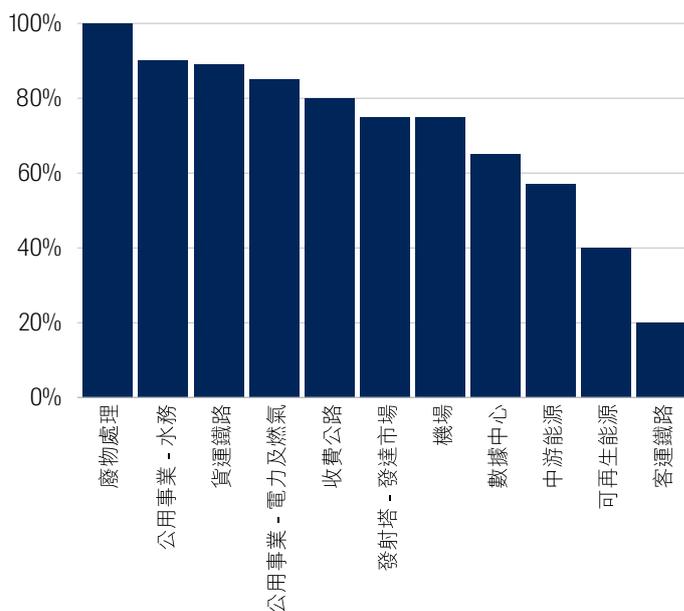
能夠持續穩定地增加盈利，而且對整體經濟週期的敏感度低於一般股票，這些主要特徵亦是我們認為該類資產吸引的最大原因。

基建服務的需求增長背後源自多個範疇，包括電氣化及減碳轉型推動電力網絡升級、人工智能訓練及推論帶動電力需求的指數級增長、可支配收入提升及消費喜好變化導致航空旅遊更受歡迎，以及流動數據需求增加等。

不少基建資產已經透過法規、特許經營協議或合約安排，建立了明確的通脹掛鉤機制。至於未有與通脹明確掛鉤的其他資產，亦具備足夠的定價能力，因此可以賺取相若（甚至或更高）的收入。上述情況反映了基建資產的穩固戰略地位，並對競爭構成限制。

根據我們的估計，我們投資的超過 70% 資產能夠將通脹轉嫁至最終客戶。

按行業劃分的抗通脹能力



資料來源：首源投資  
截至 2026 年 1 月 31 日

基建資產受惠於業務量及定價推動因素，加上基建企業作為「不可或缺、難以複製」的業務模式，意味著他們通常可以將收入增長轉化為盈利及現金流增長，最終推動股息上升。受規管公用企業及個別收費公路公司正好能夠說明這個現象，該類公司擁有可見且具韌性的盈利增長，同時亦有逐步增加股息的規劃。以英國受規管公用行業為例，他們的目標是每年按通脹水平提高股息。因此，對於不少公用企業來說，股息於整體潛在回報中佔據重要位置。

總括而言，在未來兩年，我們預期全球上市基建的股息年化增長率約為 5% 至 6%<sup>3</sup>。

### 英國受規管水務及污水處理公司制定了與通脹掛鈎的股息政策



資料來源：首源投資

### 派息率增加

企業管治的改善，以及愈來愈重視股東價值，一直推動派息率逐步上升。日本及中國股市近年亦開始採納這類做法的市場。有鑑於此，近年多間日本客運鐵路營運商上調派息率，例如東日本旅客鐵路將派息率從 2025 財年的 30% 增加至 2028 財年的 40%，同時中國最大上市發射塔公司的派息率亦從 2022 年的 72% 上升至 2024 年的 76%<sup>5</sup>。展望未來，我們預期 Japan Airport Terminal 及北京機場也會改善其股東回報政策。

隨著基建行業邁向成熟，並從依賴非自然增長的階段過渡至以自然增長動力為主的時期，我們認為企業在改善資產負債狀況的同時，依然具備提升股東回報的空間。發達市場的發射塔營運商便是一個典型的例子，當中歐洲營運商已經為未來多年訂立了每年 5% 至 7% 的股息增長目標。美國液化天然氣出口設施先驅 Cheniere Energy 也承諾，其將於本年代末前每年增加 10% 股息。目前該公司的派息率目標只有 20%，但由於新的生產線<sup>6</sup>陸續建成及開始產生現金流，我們相信股息增長速度有望加快。

最後，隨着機場完成資本開支集中的大型擴展項目後，將陸續進入自由現金流週期，故此更有能力增派股息。舉例而言，蘇黎世機場於 2025 年 3 月將派息比率從純利的 40% 提高至 50%。如果槓桿比率降至特定水平以下，該公司更會額外派發 25% 的股息。未來，德國機場營運商 Fraport 亦即將完成法蘭克福機場 3 號新客運大樓的建設工程，該公司現正考慮於 2026 年恢復派息<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> 公司報告，截至 2026 年 2 月 28 日。

<sup>6</sup> 液化天然氣生產線是用作將天然氣冷卻及凝結成液體的大型加工設備。

### 特別股息

在定義上，特別股息不及一般股息穩定持久，不過其仍對全球上市基建的資本回報組合產生影響。企業將毋需像股份回購一樣削減流動性，也能向股東提供回報。我們欣然看到，墨西哥機場營運商 ASUR 已於 2025 年初透過派發特別股息，向股東回饋價值。

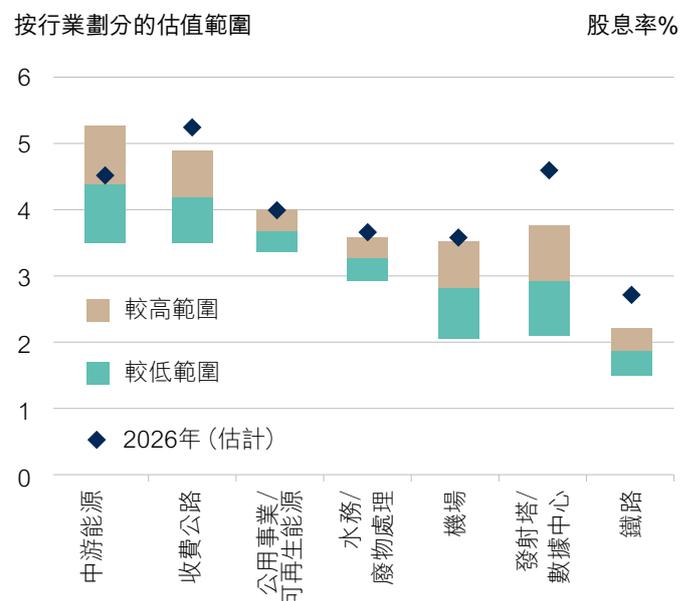
特別股息有時與資產出售相關，有助管理團隊靈活減少過剩資本，而毋需長期承擔無法持續的派息壓力。最近墨西哥交通運輸基建營運商 PINFRA 出售港口資產，預期中國燃氣公用企業新奧能源亦將展開合併，以上交易一旦完成，兩間公司應會派發可觀的特別股息。

### 股份回購乃屬錦上添花

我們相信，整體股息率不能充分反映，甚至可能低估了全球上市基建股東可獲的回報。當企業管理團隊在合適時機或按既定計劃向股東回饋資本時，股份回購可讓他們的資本管理策略如虎添翼。

但遺憾的是，股份回購不會以股息或收入的方式回饋股東，而我們亦明白不少投資者均相當重視這一點。一般來說，股份回購能夠提高企業的每股盈利或每股現金流，有利整體回報。作為重視基本面及採取由下而上方針的投資者，我們通常不會執著於資本回報是來自股息或是股份回購，而是對兩者同樣歡迎！我們認為，如果上市企業的估值低於內在價值，或缺乏吸引的經風險調整後資本投資機遇，股份回購便是合理的選擇。

從概念上，非公用事業基建公司具備持續回饋資本的條件，原因是他們對提供必要服務的資產作出大量前期資本投資後，便會進入持續多年的自由現金流收割期。在全球上市基建的投資機遇中，中游能源、收費公路及發射塔資產均是維護資本開支需求較低，因此自由現金流較高的主要資產例子。



資料來源：首源投資

2004 年至 2026 年 (估計) 每年數據

在此模式下，美國的發射塔企業已獲批准進行數十億美元的股份回購活動。SBA Communications 及 American Tower 已於 2025 年把握機會進行股份回購，預期同業 Crown Castle 亦將跟隨其後

實施回購計劃。過去十年，SBA 每年回購的股份佔已發行股份約 2.5%。天然氣凝析液基建供應商 Targa Resources 則同時運用股份回購及股息，為股東提供回報<sup>5</sup>。

此外，在經濟敏感度最高的全球上市基建領域 - 即貨運鐵路及廢物處理行業中，股份回購同樣佔股東回報的重要部分，並為企業提供了對抗貨運需求波動的靈活緩衝。北美洲鐵路企業的股息率及派息率一直相對較低，但最近十年卻定期回購股份，每年回購量通常佔已發行股份的 3% 至 5%。企業未有進行股份回購的時期，主要是在重大收購之後，例如 2023 年 Canadian Pacific 與 Kansas City Southern 合併，以及早前公佈的 Union Pacific 與 Norfolk Southern 合併。Union Pacific 預計將於 2028 年恢復股份回購，我們熱切期待股份回購的趨勢延續下去。

日本燃氣公用企業加強重視資本效率及股本回報率目標，在過去兩年中，三大上市企業紛紛展開或擴大股份回購計劃。企業每年回購的股份規模相當於派息金額的數倍，這亦再次印證我們的觀點 - 股息率並非衡量股東回報的唯一指標。

## 總結

穩健的股東收入構成了全球上市基建資產整體潛在回報的重要基礎。該類資產的股息率處於歷史範圍 3% 至 4%<sup>1</sup> 的上游，並因盈利增長、通脹掛鉤機制及資本效率改善而上升，加上企業可能進行股份回購，我們相信全球上市基建的收入表現值得投資者關注。

<sup>5</sup> 公司報告，截至 2026 年 2 月 28 日。

#### 免責聲明

本文所提及的全球上市基建資產類別股息率僅供參考，並不代表對未來收入或回報的預測、保證或指標。股息率乃根據歷史數據計算，並可能反映市場狀況，而市況或會改變。過往派息未必可作為未來派息的指標。投資者應注意，派息未有獲首源投資（新加坡）及首源投資（香港）或其聯營公司保證，且將視乎當前市況而變動。

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源集團、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及 / 或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約 / 發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源集團的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源集團預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（註冊編號 53310114W）、RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業名稱。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源集團在不同司法管轄區內有多間公司。

在法律允許的範圍內，MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。

© First Sentier Group

Dont forget the yield\_rs3\_HKC\_v5