

2025 年前景展望系列：大中華股票



在 2024 年，一系列刺激措施觸發相關的結構性動力和增長趨勢，帶動大中華股票高收。在本期「2025 年前景展望」中，大中華股票團隊將詳細闡述，儘管存在美國關稅隱憂及地緣政治不利因素，但大中華股票在 2025 年仍具有更大上行潛力的四大原因，以及 4A 部署下大中華股票的投資機會。

科技、本土化及全球化勢頭強勁

回顧 2024 年，[在一系列刺激及寬鬆政策（涵蓋貨幣與財政措施）](#)，以及房地產和股票市場）的推動下，大中華股市高收（見圖 1）。

儘管近期市場受美國和地緣政治不利因素影響而出現波動及不明朗因素，但我們認為基於四大原因，大中華市場在 2025 年具有更大的上行潛力。

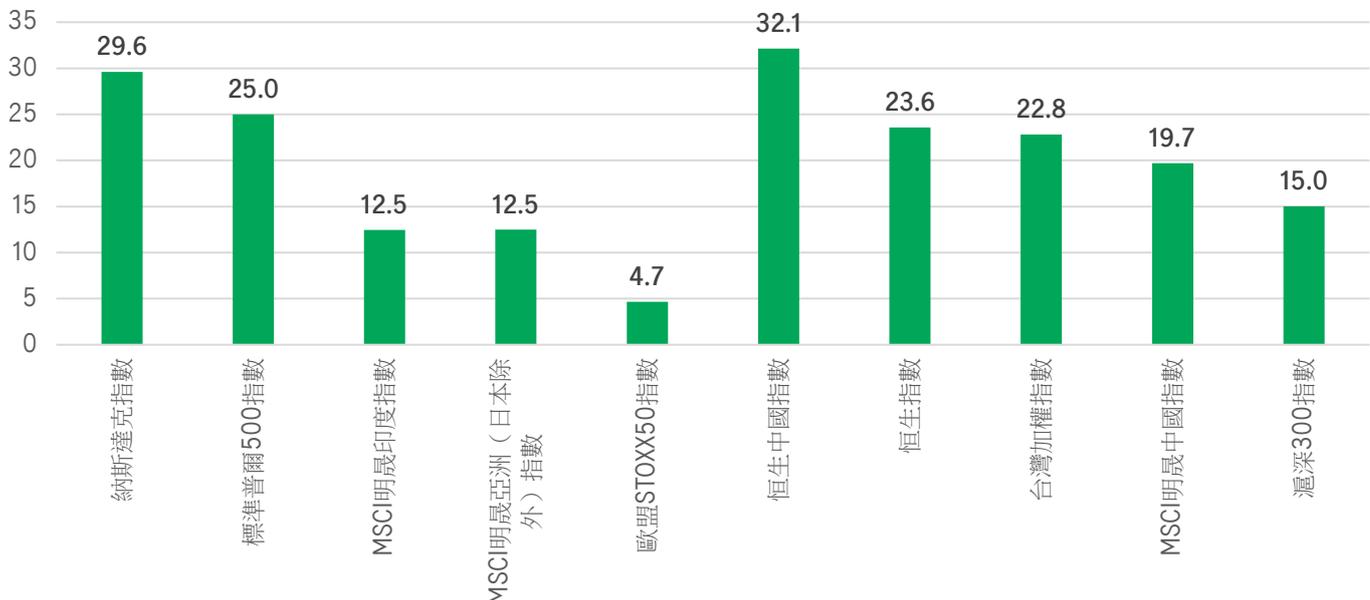
- 1) 新財政政策措施
- 2) 中國內地可透過不同方法應對關稅行動
- 3) 中國內地企業「估值上升」
- 4) 中國內地／香港市場的估值可透過更好的政策執行而再度上調

1) 新財政政策措施

自 2024 年 9 月底以來，中國政府的經濟意向出現重大轉變，其政策行動明顯加強（見圖 2）。前數輪財政政策較注重供給側，而本輪則以需求側為重點，這有助刺激需求回升。預計 2025 年的財政開支將會增加，財政赤字亦將進一步擴大。這將有利於房地產去庫存，從而推動房地產市場復甦。地方政府債務置換應有助減少市場對地方政府融資平台壞帳的憂慮，資本重整應使銀行更強大，而其他消費刺激計劃則可推動及刺激消費增長。

此外，中國內地鼓勵母公司回購股份，利好 A 股市場。

圖 1：2024 年環球股市表現（%，以美元計）



隨著各項政策在 2025 年具體執行，我們認為中國內地多管齊下、協調一致的政策舉措應可為明年經濟明顯復甦奠定基礎。

圖 2：主要財政政策摘要

領域	詳情
設備更新	<ul style="list-style-type: none"> 截至 2024 年 9 月底，1,500 億元人民幣超長期特別國債資金已全部投放至 4,600 多個項目。
消費品以舊換新	<ul style="list-style-type: none"> 1,500 億元人民幣超長期特別國債資金已全部下達到地方。
地方政府債務置換	<ul style="list-style-type: none"> 在 2024 年 11 月 9 日，財政部一次性為地方政府新增 6 萬億元人民幣債務限額。 10 萬億元人民幣一攬子方案減少地方政府債務。
房地產	<ul style="list-style-type: none"> 在 2024 年 11 月 12 日，財政部、國家稅務總局、住房和城鄉建設部（住建部）聯合宣布降低房地產相關稅項。 在 2024 年 11 月 15 日，住建部與財政部宣布，城中村改造計劃將從之前的 35 個城市擴大至接近 300 個城市。

資料來源：宏利投資管理

圖 3：地方政府在物流、能源及新基建的支出日益增加



資料來源：財政部、高盛研究，2024年11月

2) 中國內地可透過不同方法應對關稅行動

關稅行動不過是故技重施。特朗普政府在 2018 年首次採取關稅行動。此後，中國內地對美國的出口下降，對全球其他地區的出口則上升。舉例說，在 2017 年，中國內地對美國的出口（佔其出口份額）為 19%。及至 2023 年 12 月底，該數字已降至 14.8%。與此同時，對全球其他地區的出口則從 2017 年的 20% 上升至 2023 年的 23.5%。因此，中國內地已有效實現出口目的地多元化，尤其是在過去數年。

圖 4：中國內地對美國出口減少，但對歐元區、越南、墨西哥及亞洲其他地區的出口增加



按來源地劃分的中國出口份額（%，過去12個月總和）

資料來源：摩根士丹利研究，2024年4月

進口替代穩步增加

此外，我們認為中國內地進口替代方面進展順利，這是應對地緣政治不利因素的另一個方法。

例如，美國近年頒布多項與中國內地半導體／晶片工具／人工智能（AI）記憶體相關的法規。然而，這些規定並未阻止中國內地半導體行業的發展。事實上，中國內地半導體製造商在過去數年加快於國內市場的

圖 5：中國內地加速推進科技發展路線圖

主要變化	2022	2023	變化	2024年 估計	變化	備註
總體：不論需求處於下行周期（2023年）或上行周期（2024年），當地產量均有所增加						
 集成電路設計公司總數（千）	3.2	3.5	6%	/	/	公司數目增加
 中國集成電路產量（十億顆）	324	351	8%	414	18%	本地產量增加*
 中國集成電路進口（十億顆）	538	480	-11%	518	8%	進口回升*
科技：邏輯製程發展至7納米，動態隨機存取記憶體（DRAM）發展至18.5納米／低功耗雙倍數據速率（LPDDR）						
 邏輯製程	14納米 → 7納米		7納米	7納米	-	邏輯製程比記憶體製程的進展更快
 記憶體	19納米 LPDDR4	19納米 LPDDR4	-	18.5納米 LPDDR4	0.5納米	

*2024年估計乃根據首六個月的月運轉率估算

資料來源：公司數據、中國海關、中國國家統計局、SIA、中國半導體產業協會、Gartner、SEMI、2024年10月

註：展示改編自高盛研究

資本投資，以減輕出口管制的影響。例如，隨著中國內地採購更多半導體生產設備以實現本土化營運，全球設備製造商在 2024 年第二季於中國內地的收入佔比增至介乎 32%與 50%之間。

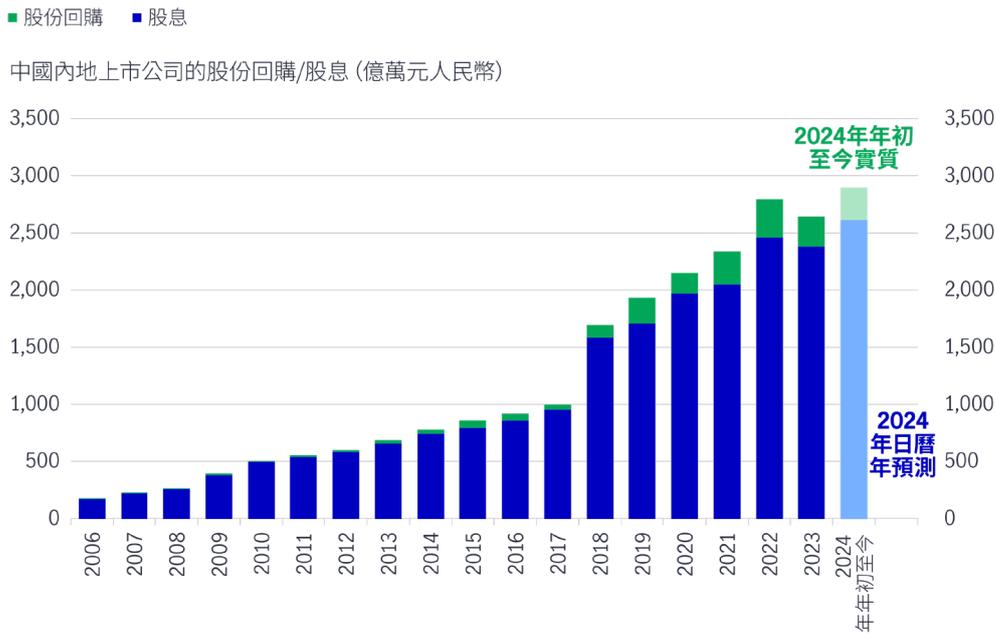
此外，儘管半導體需求在 2023 年經歷下行周期，但中國內地集成電路設計公司的數目從 2022 年的 3,200 家增至 2023 年的 3,500 家。在 2022 年至 2023 年，中國內地集成電路產量按年增長 8%至 3,510 億顆，2024 年有望達到 4,140 億顆，按年增長 18%。儘管光刻技術仍處於瓶頸階段，但成熟節點具有進口替代能力（例如功率半導體、接觸式影像感測器、無線射頻和沉積工具），可提高價值鏈中的國產百分比。此外，中國內地在邏輯製程開發（從 14 納米到 7 納米）和記憶體製程開發（2024 年估計：18.5 納米低功耗雙倍數據速率）方面亦取得重大進展（見圖 5）。

簡而言之，中國內地擁有強大的本地及全球供應鏈網絡，已準備好在戰略上應對關稅行動。

3) 中國內地企業「估值上升」

中國內地企業「估值上升」。根據 2024 年首 9 個月的情況，今年的股息及回購總額有望達到 3 萬億元人民幣。近 600 家公司在 2024 年宣布派發中期股息，創下歷史新高。由於中國政府鼓勵企業提升股東價值，此舉對股東而言屬利好因素。我們看好具有「以合理價格增長」（GARP）的收益率、盈利增長及派息率逐漸改善的公司。

圖 6：2024 年的股息和股東回購有望達 3 萬億元人民幣



資料來源：Wind、Factset、高盛研究，2024 年 9 月。註：2024 年預測基於對股息有市場普遍預期的公司；否則則使用 2023 年的實際數據；2024 年預期的股份回購包括年初至今的實際回購，因預測數據尚不可知。

4) 中國內地／香港市場的估值可透過強而有力的政策執行再度上調

整體而言，我們在 10 月的數據觀察到溫和的經濟復甦跡象，為 2025 年國內生產總值可能加快增長奠定基礎。隨著中國內地公布貨幣及財政政策後，2024 年 10 月的主要宏觀經濟數據有所改善。例如，11 月中國財新製造業採購經理指數升至 51.5，財新服務業採購經理指數亦升至 51.5（自 2024 年 4 月以來，兩者連續第二次超過 50¹）。

儘管中國內地／香港市場今年反彈約 15% 至 33%（見圖 1），但 MSCI 明晟中國指數的預測市盈率仍為 10.5 倍至 11 倍。雖然近期盈利可能會受到關稅憂慮所影響，但隨著企業盈利持續回升，MSCI 明晟中國指數的估值仍可能擴大。舉例說，如果按年盈利增

長可達到 10% 至 15%，並且持續回升，我們認為市盈率可上調至介乎 12 倍與 15 倍之間，視乎盈利而定。

我們的投資流程

我們的投資團隊採用 GCMV（增長、現金流產生、管理和估值）+ 催化因素框架進行投資研究。

此架構適用於所有公司分析，有助識別具競爭優勢、強健財務狀況、盈利催化因素及管理團隊已為股東創造價值的公司。儘管投資團隊以上述框架為重點，但也認為單靠盈利，不足以建立對股票的信心。

在評估一家公司的增長潛力（「G」）時，我們首先識別主要增長動力，並判斷增長的可持續性。這種增長應由公司產生健康現金流（「C」）的能力支持，而管理層可利用現金流進行再投資，實現業務擴張及維持增長。我們亦會評估管理質素（「M」）。我們

¹指數高於 50 表示製造業活動擴張，低於 50 反映製造業收縮。[上海證券交易所](#)。

相信優秀的管理人員能有效配置資本，推動業務發展，並把握良好的增長機會。一旦物色到符合這些準則的公司，我們會確定其股票估值（「V」）。我們亦會找出可縮小股票價格與內在價值之間估值差距的催化因素。

投資流程及架構：GCMV + 催化因素



4A 投資部署

就大中華區的 4A 投資部署而言，我們認為四大主要增長動力（即 4A）帶來增長機會，投資團隊從 GCMV 的角度投資其中。

大中華區的 4A 投資部署在 2025 年維持不變



資料來源：宏利投資管理

- 第一個 A – 加速 (Acceleration)
- 第二個 A – 「走出去」 (Abroad)
- 第三個 A – 發展 (Advancement)
- 第四個 A – 自動化 (Automation)

• 第一個 A – 加速 (Acceleration)

中國內地最近公布強而有力的貨幣及財政政策強，或有助加速國內消費需求增長。

首先，中國內地的過剩儲蓄在 2024 年保持良好勢頭。如果 2025 年的政策執行維持不變，企業盈利可能進一步改善，從而刺激消費信心及消費意願。我們看好服務型及專門消費行業，包括：

- 科技、媒體與電訊及平台公司（例如外賣送餐、線上音樂）
- 教育
- 旅遊
- 家電（例如智能家電）

中國內地線上音樂

中國內地線上音樂行業的獲利率及滲透率仍然偏低，因此音樂銷售的整體潛在市場具有明顯上升空間。

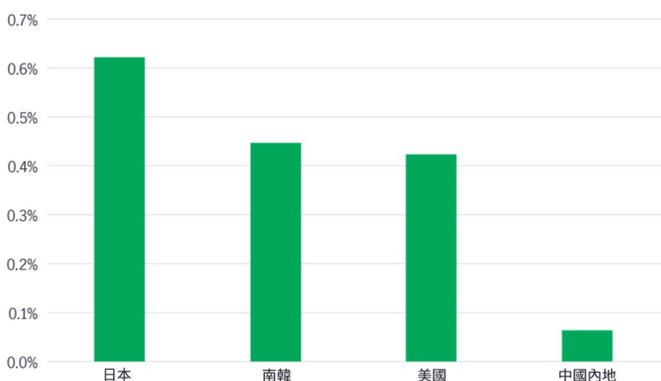
根據 Quest mobile 的資料顯示，音樂是中國內地年輕用戶群的第三大最受歡迎愛好。因此，我們認為中國內地的音樂收入規模佔名義國內生產總值比率具有龐大增長潛力（見圖 7）。

圖 7：按活躍年輕用戶佔比劃分的熱門愛好（2024 年 2 月）



資料來源：Quest mobile，摩根士丹利研究，2024 年 5 月

圖 8：音樂收入規模佔名義國內生產總值比率



資料來源：摩根士丹利研究，2024 年 5 月（數據截至 2021 年）

目前，中國內地音樂訂閱人數為 1.3 億至 1.4 億個，僅為影片平台總訂閱人數（2.5 億至 3 億）的一半左右。

我們看好能利用音樂內容成本及增加自製內容，且營運資本支出穩定，從而實現利潤率擴張的公司。主要

催化因素包括每付費用戶平均收入（ARPPU）周期、更廣泛的內容及更高的盈利。

以下是從 GCMV+催化因素角度，分析一家線上音樂平台公司的投資理據：

投資理據：一家中國內地線上音樂平台公司

- | | |
|----------------|---|
| 增長 (G) | <ul style="list-style-type: none"> 中國內地音樂串流行業的雙頭壟斷格局，競爭有限 中國內地付費用戶滲透率上升，帶來盈利機會 推出平均售價較高的高級會員制度，改善產品組合。 |
| 現金流 (C) | <ul style="list-style-type: none"> 正數營運現金流，採用以訂閱為本的經常性收入模式 淨現金 |
| 管理 (M) | <ul style="list-style-type: none"> 董事長自 2008 年起加入該集團。 股東架構穩定，兩大股東持股比重超過 60% |
| 估值 (V) | <ul style="list-style-type: none"> 市盈率低於五年歷史平均值 |
| 催化因素 | <ul style="list-style-type: none"> 每付費用戶平均收入上升 促銷折扣減少 |

圖 9：一家中國內地線上音樂平台公司表現出色



僅供展示目的。資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2024 年 12 月。*基於交易的持有期代表投資組合中頭寸的總回報。

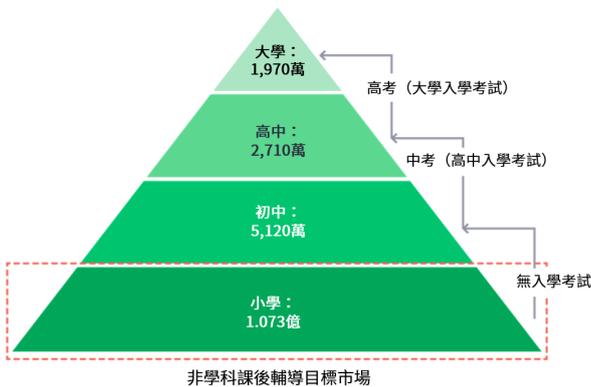
中國內地教育

我們認為，中國內地教育行業對非學科服務的需求仍然強勁，不受宏觀趨勢影響。隨著 2021 年以來的行業整合（「雙減」），整體競爭格局變得更加有利。

目前，總潛在人口主要針對一二線城市的小學生（2,610 萬人），而非課後基礎教育（K12）的總人口（1.842 億人）。除「傳統課程」之外，業界的「尚存者」受惠於每堂課的更高平均售價，以及新商業模式創新所帶來的更高利潤率。

我們看好擁有品牌聲譽和豐富課後輔導經驗，同時利用其強大的研發與教學系統（如智能平板電腦）獲取市場佔有率的領先企業。

圖 10：中國內地學生人口



資料來源：國家統計局，人口截至 2022 年。

此外，從「由下而上」的角度來看，我們認為教育和線上音樂／遊戲是相對安全的避險領域。

• 第二個 A — 「走出去」 (Abroad)

中國內地仍是全球供應鏈的領導者，在主要產品類別穩佔主導市場地位。舉例說，中國內地是空調（佔全球供應量的 75%）、太陽能模組（佔全球供應量的 86%）、鋰電池（81%）、電動汽車（66%）及功率半導體（絕緣閘極雙極電晶體，IGBT）（29%）的主要供應商（見圖 11）。

在過去幾年，上述大部份類別的市場佔有率和增長率都較三年前更顯著（見圖 12&13）。因此，中國內地在多個領域的本土化及海外市場發展均進展良好。

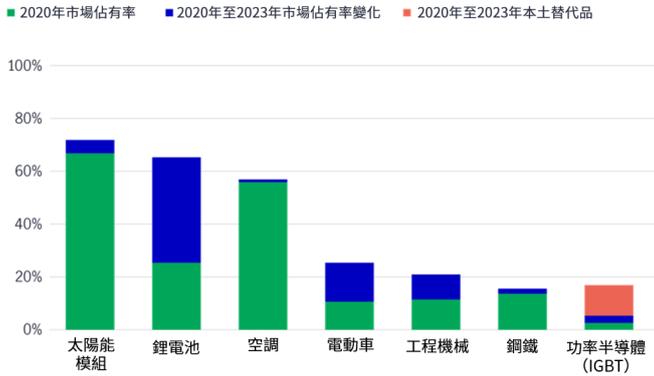
我們看好健康護理、工業、電動車及消費業內擁有強大創新能力及全球業務的領先企業。部份先行者已在海外設立研發中心和生產廠房，並將業務營運本土化，以緩減關稅衝擊。在健康護理業，我們看好擁有豐富研發項目，並有機會與環球外資企業進行對外授權交易的生物製藥企業。此外，我們亦偏好中國內地的醫療設備龍頭企業，這些企業的業務遍及全球，是製造先進醫療設備的創新領導者。

圖 11：中國內地仍是全球供應鏈的領導者



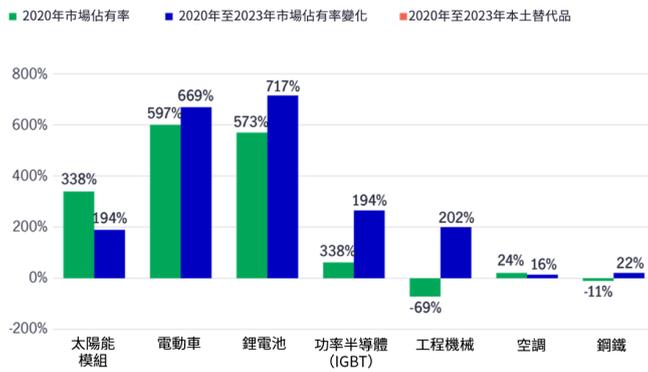
資料來源：公司數據、高盛研究，2024 年 8 月 6 日

圖 12：中國內地出口產品在除中國內地以外地區的市場佔有率 (%)



資料來源：公司數據、高盛研究，2024 年 8 月 6 日

圖 13：2020 年至 2023 年中國內地內需及出口市場佔有率變化 (%)



資料來源：公司數據、高盛研究，2024 年 8 月 6 日

圖 15：領先企業的 AI 科技

主要互動功能	評論	發布日期
A公司的AI科技 更豐富的語言理解能力 螢幕狀態感知 在應用程式內或跨應用程式執行操作	更自然的溝通，並理解對話內容 對螢幕上顯示的內容執行操作 了解請求所指的應用程式，毋須手觸即可執行任務	2024年6月
B公司的AI科技 環境互動 訊息提醒	說一句「喂，B公司的AI科技」或輕觸眼鏡，即可喚醒語音助理 最新的程式更新可讓眼鏡在作出回應後自動繼續聆聽，使對話更自然 訊息提醒功能類似智能手錶，但附設語音回應	2024年4月
C公司的AI科技 仿人類語音	適應用戶的語音模式，並作出更簡潔的回應	2023年3月

資料來源：滙豐前海證券，2024 年 9 月

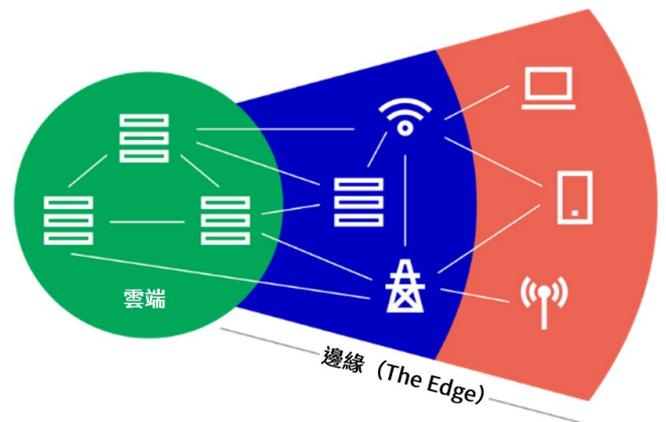
• 第三個 A – 發展 (Advancement)

我們相信科技創新的進步。邁向 2025 年，我們將看到 AI 應用普及，AI 裝置將大量湧現，例如 AI 個人電腦、AI 智能手機、AI 智能眼鏡等。

甚麼是邊緣人工智能 (Edge AI)？誰是主要受惠者？

邊緣是指在網絡「邊緣」進行運算，例如在本機硬件裝置上運行 AI 演算法，而非透過集中式數據中心進行雲端運算 (見圖 14)。換言之，Edge AI 更接近數據產生點，可節省成本、減少延遲、合理化頻寬、增強私隱，並允許在數據收集點進行實時處理。

圖 14：Edge AI：生態系統圖



資料來源：宏利投資管理

Edge AI 能並非新事物 (見圖 15)。「邊緣」歷來可與「物聯網」(IoT) 或「工業物聯網」相互替代，

隨著時間推移，「物聯網」亦經歷了各自的炒作周期（hype cycle）。Edge AI 的投資理據帶來許多機會，包括（1）電池和功耗、（2）處理能力和記憶體、（3）外型尺寸，以及（4）適用的用例。

Edge AI 方案供應商（「推動者」）（見圖 16）將需要擴大電池容量，降低元件功耗，提高裝置的處理能力，騰出空間進行硬件升級，並利用開發套件為受限裝置建立「殺手級」應用程式（killer apps）。

更廣泛採用 Edge AI 可為多個領域帶來優勢，包括（1）智能手機與汽車、（2）個人電腦和穿戴式裝置／物聯網、（3）擴增實境（AR）和虛擬實境（VR）與無人機，以及（4）汽車和穿戴式裝置／物聯網。

圖 16：推動 Edge AI 轉變的股票

限制範圍	迫切性	主要產品受惠者
電池及功耗	↑ ↓	智能手機及汽車
處理能力及記憶體		個人電腦及穿戴式裝置／物聯網
適用的用例		擴增實境／虛擬實境及無人機
外形尺寸		汽車及穿戴式裝置／物聯網

資料來源：摩根士丹利研究

就投資機會而言，我們看好以下領域：

- AI 穿戴式裝置
- AI 智能手機供應鏈
- 自動駕駛汽車
- AI 穿戴式裝置
- **AI 穿戴式裝置**

AI 智能眼鏡正逐漸興起。根據歐睿（Euromonitor）和國際數據公司（IDC）的資料顯示，在 2023 年，眼鏡及太陽眼鏡的潛在市場總量（以銷量計）分別達

到約 145 億副及 4.02 億副，而 2023 年全球智能手機總付運量約為 12 億部。

隨著 AI 裝置／眼鏡的成本下降，更接近普通太陽眼鏡的價格（例如約 300 美元），這個領域將出現轉捩點。AI 智能眼鏡配備麥克風或相機、晶片組、語音錄製、儲存裝置和無線網絡功能，可實現一些 AI 功能。

我們看好 AI 智能眼鏡供應鏈 — 例如光學模組製造商、AI 眼鏡製造商、相機、鏡片等。此外，這個領域需要開發新功能，如物體識別和語音辨識。因此，供應鏈上的企業（揚聲器、麥克風、相機感測器和晶片組）為元件供應鏈帶來機遇（見圖 18）。

圖 17：AI 智能眼鏡的元件



資料來源：宏利投資管理

● AI 智能手機價值鏈

此外，智能手機供應鏈可受惠於：（1）全球智能手機領域復甦；（2）領先科技公司推出新的 AI 應用程式，促成手機置換周期。步入 2025 年，中國內地和台灣地區智能手機元件製造商將受惠於全球領先的美國智能手機置換需求（見圖 19）。

圖 18：中國內地及台灣智能手機元件製造商應可受惠

產品	國家／地區
柔性印刷電路板 (FPC)	台灣地區
柔性印刷電路板／印刷電路板 (PCB)	台灣地區
組裝	台灣地區
組裝	台灣地區
鏡片	台灣地區
鏡片	台灣地區
集成電路基板／印刷電路板	台灣地區
集成電路基板／印刷電路板	台灣地區
集成電路基板／印刷電路板	台灣地區
觸控模組	台灣地區
液晶模組 (LCM)	台灣地區
應用處理器 (AP) 代工	台灣地區
3D 感測器晶圓加工	台灣地區
電源扼流器	台灣地區
被動元件	台灣地區
功率放大器 (PA) 晶圓	台灣地區
垂直共振腔面射型鐳射 (VCSEL) 和功率放大器代工	台灣地區
驅動集成電路封裝	台灣地區
聲學／觸覺	中國香港
精密元件	中國內地
聲學／無線充電／線纜	中國內地
金屬外殼	中國內地
超頻寬 (UWB)／無線網絡／	中國內地
環境光感測器 (ALS)／毫米波模組	
聲學	中國內地
蓋板玻璃／外殼	中國內地
有機發光二極管顯示屏	中國內地
鏡片	中國香港

資料來源：宏利投資管理

以下是從 GCMV+催化因素角度，分析中國內地一家融合 AI 和自動駕駛科技的智能手機巨頭的投資理據：

投資理據：一家中國內地智能手機公司

增長 (G)	<ul style="list-style-type: none"> 該公司致力將收入來源從智能手機擴展至非智能手機業務（例如物聯網／互聯網／電動車），以建立物聯網生態系統。 AI 應用普及，推動全球智能手機置換周期。 該公司透過低成本、高效能策略，在拉丁美洲、中歐、東歐、中東及北非取得海外市場佔有率。
現金流 (C)	<ul style="list-style-type: none"> 公司投資於上／下游元件公司，使成本優化成效優於同業。 淨現金，營運現金流和自由現金流均為正數
管理 (M)	<ul style="list-style-type: none"> 創辦人富有遠見，是公司的控股股東，持有約 29% 股份。 管理團隊經驗豐富，大部份成員在公司工作超過十年。
估值 (V)	<ul style="list-style-type: none"> 以貼現現金流量為基礎的估值
催化因素	<ul style="list-style-type: none"> AI 智能手機加快普及 收窄非智能手機業務的損失

圖 19：一家中國智能手機公司表現優秀

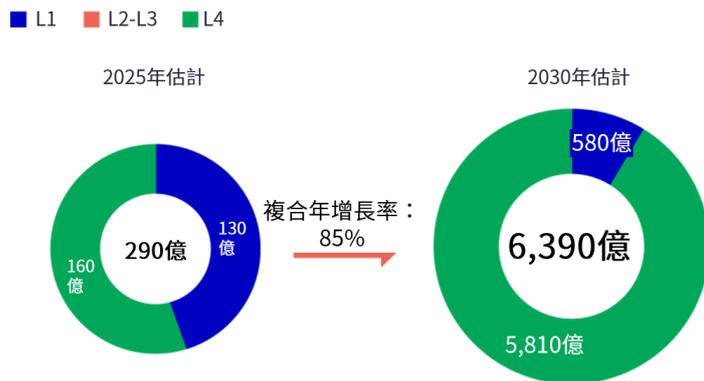


僅供展示目的。資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2024 年 12 月 31 日。*基於交易的持有期代表投資組合中頭寸的總回報。

• 自動駕駛²

自動駕駛汽車是 Edge AI 發展的受惠者。根據灼識諮詢 (CIC) 的預測，中國內地自動駕駛市場規模將從 2025 年的 290 億美元，以 85% 複合年增長率增至 2030 年的 6,390 億美元 (見圖 20)。

圖 20：中國內地自動駕駛市場規模



資料來源：摩根士丹利研究，2024 年 11 月 19 日

從科技發展路線圖 (見圖 21) 來看，預計到 2025 年，配備部份自動化 (L2) 及有條件自動化 (L3) 功能的智能聯網汽車將佔中國內地新車銷量的 50% 以上。到 2030 年，配備高度自動化 (L4) 功能的智能聯網汽車預計將佔中國內地整體新車銷量的 20%。

我們認為，自動駕駛汽車元件製造商應可受惠於增長趨勢，我們看好元件企業，例如汽車感測器數據處理晶片系統、汽車原件設備生產商、相機和感測器等。

• 第四個 A – 自動化 (Automation)

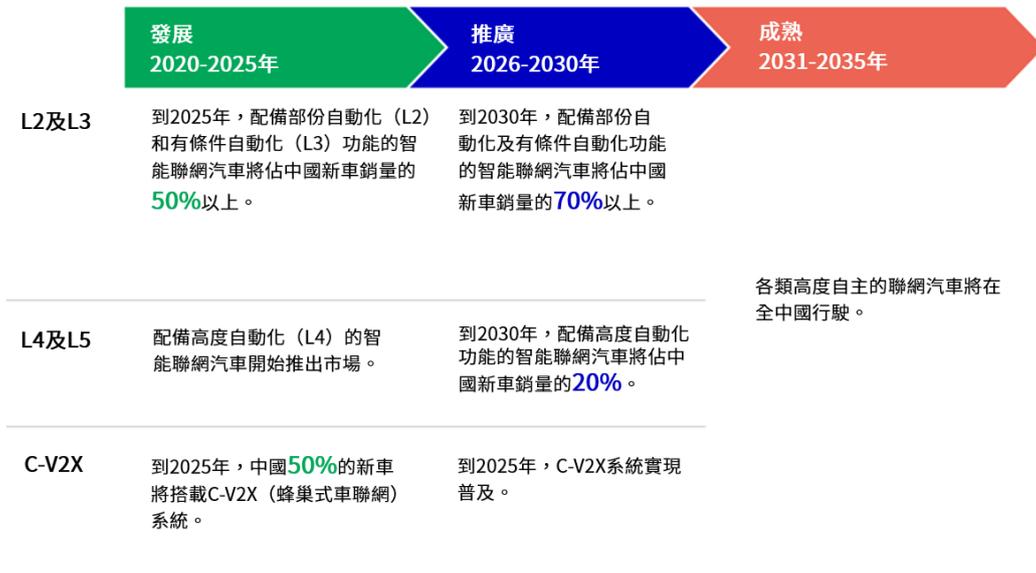
整體而言，中國內地自動化領域的投資已經觸底。在 2024 年，隨著消費行業復甦，一些分類行業較其他範疇更快恢復增長。

我們偏好實力雄厚、擁有強大研發能力的先進製造業龍頭企業。這些公司受惠於國內增長復甦，而且在海

外市場的定價能力及利潤率強勁，因而把握海外市場的強勢而獲益。

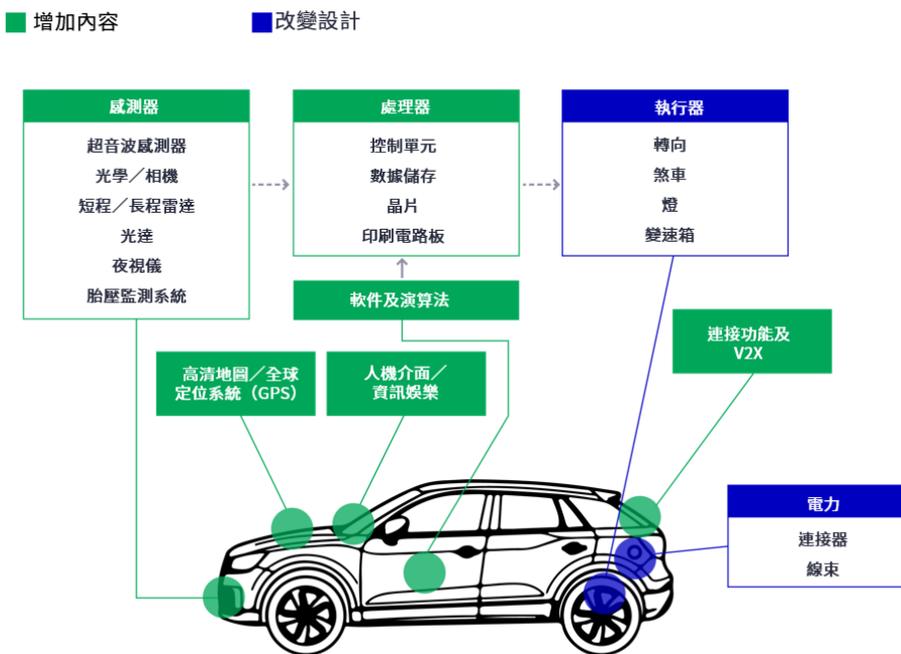
²L0 = 無自動化、L1/2 = 部份自動化、L3 = 有條件自動化、L4 = 自動駕駛、L5 = 完全自動化

圖 21：科技發展路線圖



資料來源：摩根士丹利研究，2024 年 11 月 19 日

圖 22：自動駕駛的影響



資料來源：摩根士丹利研究，2024 年 11 月

總結

儘管 2025 年可能存在宏觀及地緣政治不明朗因素，但大中華區已作好準備，能夠以強大的貨幣及財政政策執行能力來應對挑戰。展望 2025 年，可能會有更多以需求為導向的刺激措施出台，為經濟提供支持。

中國將繼續加快推進科技發展路線圖，同時透過進口替代和提高自給率來增強國內自主能力。

我們看到 Edge AI、自動駕駛及先進製造領域存在結構性增長機遇。國內企業在估值上升，同時為股東帶來更高回報。我們亦觀察到，專門消費領域的沉睡巨頭（例如旅遊、線上音樂及教育等）仍然是這些行業的推動力。

投資部署方面，我們重申看好增長股的立場，並採取槓鈴策略（即投資於具股息增長潛力的公司／回購能力強勁的股息公司），同時投資於具結構性增長機會的公司。

我們將在下一節詳述對 2025 年台灣股市的觀點。

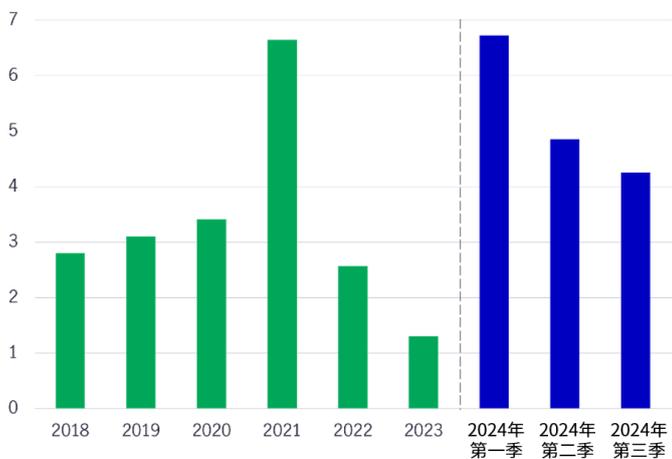
圖 23：MSCI 明晟中國指數估值



踏入 2025 年，我們認為，在出口和科技周期暢旺帶動下，台灣地區經濟將保持強勁。儘管如此，貿易放緩和關稅風險等短期潛在挑戰仍然存在。

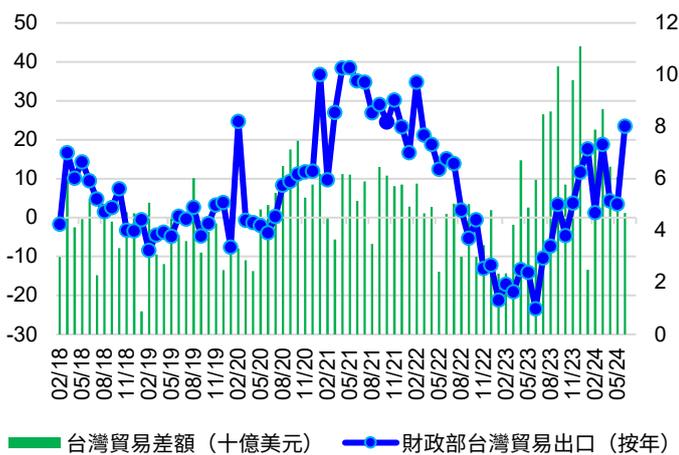
然而，在未來幾年，新世代 AI 供應鏈、AI 推理受惠者、AI 數據中心的擴張、傳統科技周期復甦，以及中央處理器（CPU）升級，將在中長期繼續為台灣地區帶來增長機遇。

圖 24：台灣地區的國內生產總值按年增長



資料來源：台灣預算辦公室、摩根士丹利研究

圖 25：台灣地區貿易差額及出口持續改善，帶動貿易順差增加

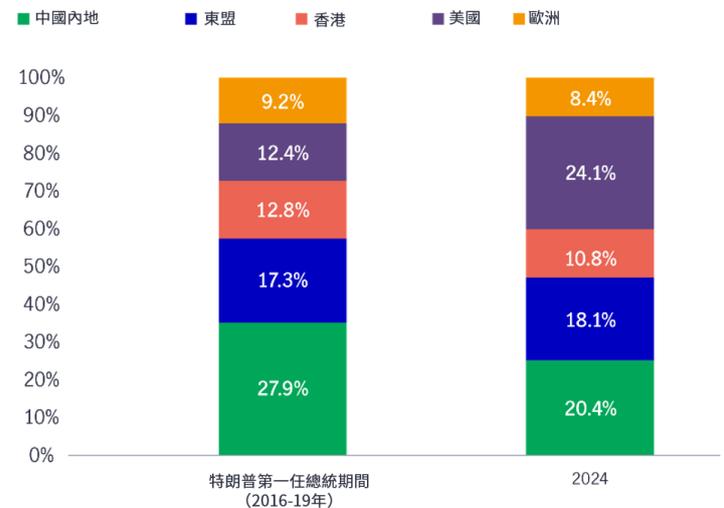


資料來源：彭博資訊，截至 2024 年 12 月。

未來數年的潛在關稅可能影響供應鏈。然而，在過去五年，台灣地區對全球的出口已進一步多元化（即對

中國內地的出口減少，而對美國的出口則大幅增加）。就台灣地區而言，由於對美國進行再投資，對美投資總額亦從過去七年的平均 100 億美元大幅躍升至 2023 年的 230 億美元。此外，台灣企業的產能遍及全球，有助緩減任何風險因素。潛在下行風險包括：（1）全球資訊科技資本支出及 AI 需求放緩。

圖 26：台灣地區：出口至前五大目的地（佔出口總額的百分比）



資料來源：台灣財政部、摩根士丹利研究投資部署方面，我們仍偏重資訊科技股，並偏低保險等非科技股。台灣股票投資團隊專注於從增長、現金、管理和估值（GCMV）+ 催化因素的角度選股，並偏重中小型股以締造超額回報。

• 第三個 A – 發展 (Advancement)

晶圓代工：先進節點為王

台灣地區是全球先進節點晶圓代工的領導者，擁有橫跨上游（即晶圓代工）、中游和下游產業的獨特技術供應鏈。在 AI 半導體、個人電腦和智能手機的強勁增長帶動下，領先的晶圓代工是 AI 推理的主要受益者。晶圓堆疊基板封裝（CoWoS）技術的採用增加一倍，以及美國客戶訂單增加導致晶圓平均售價上漲，亦有助推動增長。

新世代 AI 供應鏈

我們仍處於多年 AI 周期的初期，我們認為，新世代 AI 供應鏈會持續受益於此趨勢。

數據中心基建的演進

預計 1 萬億美元的通用 CPU 數據中心基建的安裝基礎，將更新為全新的「圖形處理器 (GPU) — 加速」計算模式。新型數據中心和 AI 工廠正在將數據中心的規模擴大至 2 萬億美元。

基於市場需求，一家美國領先公司的產品平台「B」讓企業在以萬億個參數計的大型語言模型上執行即時生成式 AI，而成本和能源消耗較前一代產品減少最多 25 倍。新 GPU 架構還能實現加速計算，有助於在資料處理、工程模擬、電子設計自動化、電腦輔助藥物設計、量子計算和生成式 AI 等領域取得突破。

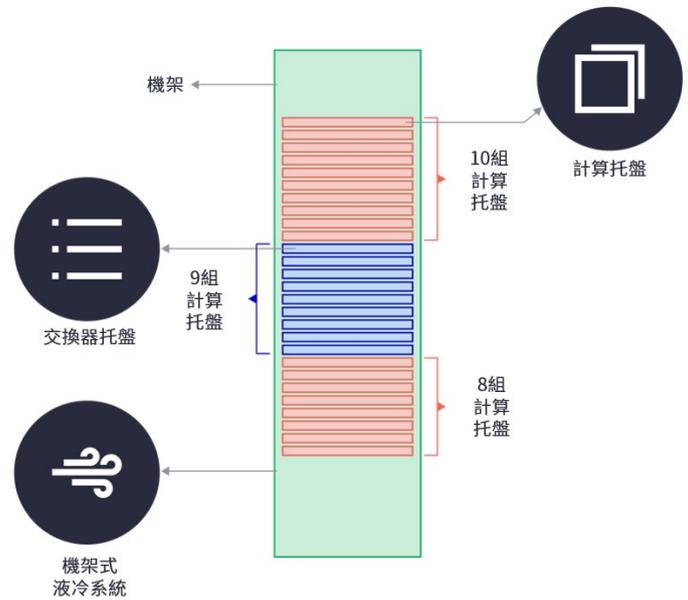
因此，加速計算的普及可望為元件製造商帶來一連串商機，例如簡潔通用語言 (CCL)、CPU 和 GPU 基板、印刷電路板、電腦板、多節點液冷、機架規模系統及網絡交換器等。

圖 28：一家全球領先美國半導體公司的主要產品供應鏈



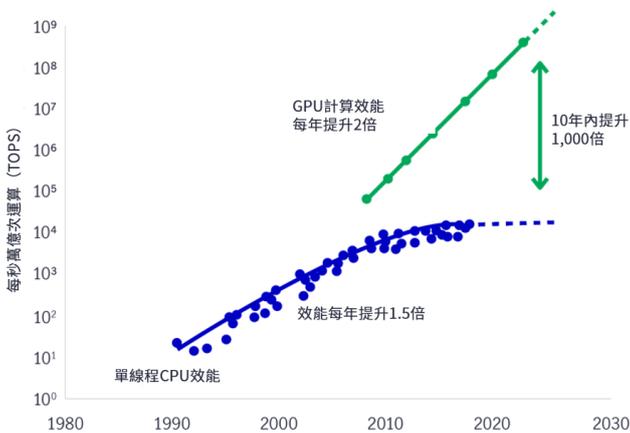
資料來源：摩根士丹利研究，2024 年 11 月

圖 29：一家全球領先的美國半導體公司的主要產品相關供應 + 機架系統組裝

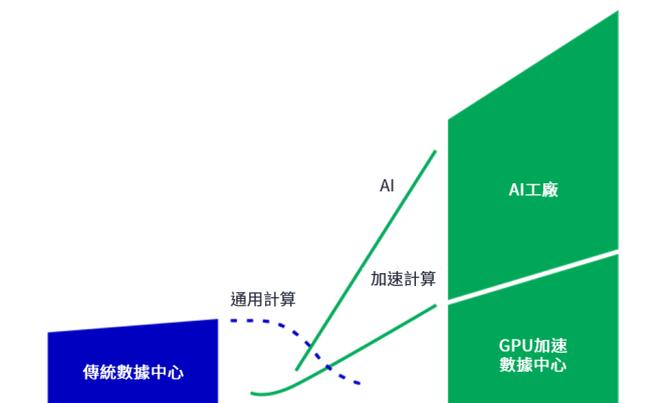


資料來源：摩根士丹利研究，2024 年 11 月

圖 27：加速計算



資料來源：一家全球領先的美國加速計算公司網站



個人電腦：AI 個人電腦或將開始普及

個人電腦市場經歷 2022 年至 2023 年連續兩年出貨量下滑兩位數後，需求終於回穩。在企業更換／升級周期以及 AI 個人電腦更趨普及的帶動下，個人電腦市場應可在未來一至兩年復甦。

記憶體：從伺服器動態隨機存取記憶體（DRAM）到壓縮式附加記憶體模組（CMM）2 的普及

高頻寬記憶體（HBM）技術的普及主要用於需要高效能計算的應用，例如顯示卡、AI 和超級電腦。我們認為，從事 HBM 的公司是這股趨勢的主要受益者。

總結

雖然台灣地區屬於出口導向型經濟，或會受到美國可能上調關稅的影響，但過去數年台灣企業一直更積極地投資海外市場（例如美國），並使其出口目的地更多元化。因此，任何潛在的負面影響都已降低。

展望 2025 年，台灣地區的主要潛在風險為：（1）已發展市場經濟體可能放緩（因技術需求所致）、（2）關稅政策的不確定性等。

就中長期而言，我們認為，新世代 AI 的發展將持續在晶圓代工、新世代 AI、數據中心及 HBM 等領域展現許多結構性機會。

圖 30：台灣加權指數估值



資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2024 年 12 月 31 日。

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。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，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文件的資料及／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，對因使用有關資料及／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資料，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文件所載資料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。

本文件的部份資料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，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件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。本文件的資料僅供參考，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。本文件的資料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。本文件所載的所有資料概不構成投資、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)，以獲取詳細資料，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、刊登或披露本文件全部或部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。