

## 2026 年前景展望系列：大中華股票



謝企剛  
高級投資組合經理  
大中華股票



李文琳  
高級投資組合經理  
大中華股票



游清翔  
股票投資部主管  
台灣地區

科技突破、本地化需求、企業「走出去」需求，以及盈利增長預期上調，均帶動大中華股票市場在 2025 年初至今錄得強勁升幅。展望 2026 年，我們重申看好大中華股票市場的觀點，因為相信中國內地及台灣地區將穩佔優勢，可望推動優質增長邁向更高水平。

## 驅動下一輪創新浪潮

### 摘要：

- 展望 2026 年，受惠於估值吸引及資金流穩健，我們重申看好大中華股票市場的觀點。
- 我們認為中國內地提供多元的投資機會，特別是科技、工業、可再生能源、康健護理，以及嶄新／獨特／體驗式消費。
- 台灣地區方面，我們預計 2026 年企業盈利將進一步增長，而晶圓代工、半導體封測 (OSAT) 供應鏈、散熱解決方案及供電方案領域將出現結構性增長機會。

從「由上而下」的宏觀角度來看，我們認為五大關鍵因素將於 2026 年支持中國內地／香港股市：

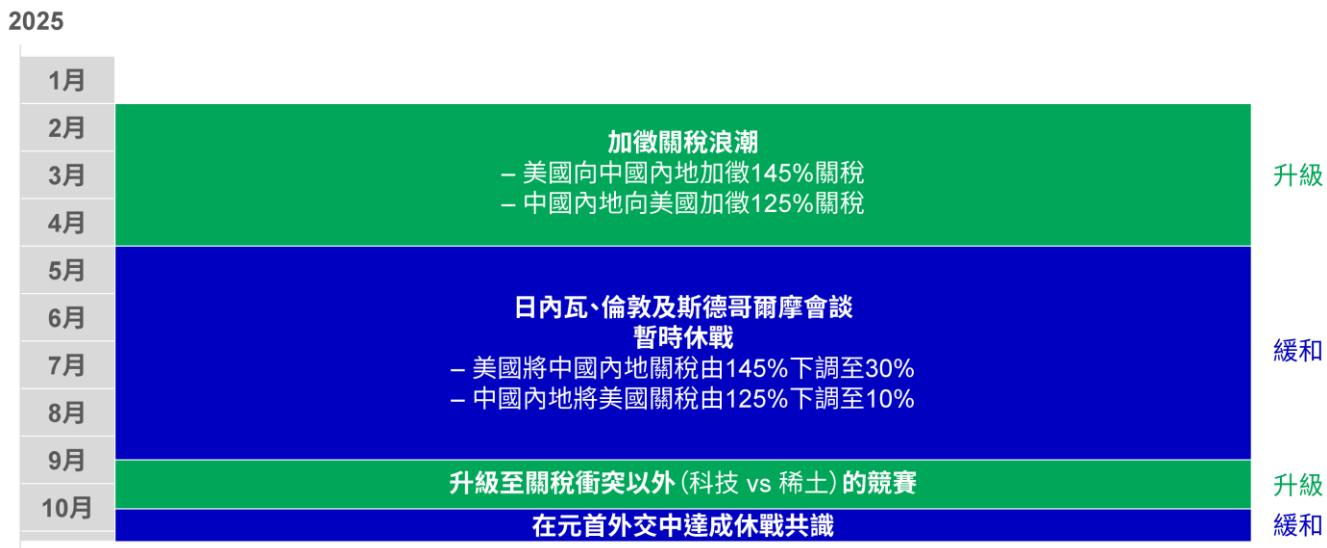
1. 經濟穩定
2. 支持內地／香港股市的資金流
3. 內地的「十五五」規劃
4. 通縮壓力緩和
5. 香港房地產市場初現復甦跡象

### 1. 經濟靠穩

中美之間的關稅及地緣政治問題趨於穩定，有利大中華股市。具體而言，美國同意自 2025 年 11 月 10 日起，對內地的芬太尼相關關稅由 20% 下調至 10%，而中國政府亦同意購買美國大豆農產品<sup>1</sup>。此外，兩國同意暫緩進一步加徵對等關稅（即延後一年），以及暫停對航運業的貿易調查。局勢好轉鞏固了我們早前在投資通訊闡述的觀點，即兩國加強對話有助取得更佳成果。此外，美國對華及對其他非中國經濟體相比，關稅差距亦有所收窄。

<sup>1</sup> 白宮，2025 年 11 月 1 日

圖 1：2025 年內地與美國之間的主要關稅消息



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 11 月

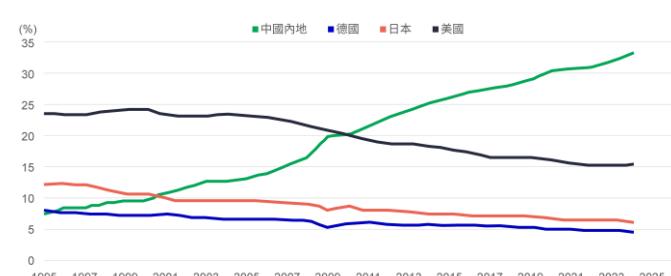
儘管整體出口數據可能放緩，但中國內地的高增值出口仍持續增長（「走出去」）。

中國內地的出口格局已出現轉變，並展現更強動力。現時，內地出口商加大對新興市場的布局，並擴大高端製造領域的全球市場份額，同時向全球出口「服務」、知識產權 (IP)、旅遊、消費者服務，以及生物科技的合約研發等。例如，內地與「一帶一路」國家的貿易目前佔總貿易的 47%，較 2005 年的 32%明顯上升<sup>2</sup>。

我們認為，中國內地「走出去」的發展趨勢能夠持續，即使面對關稅爭議的雜音，亦不大可能偏離其整體增長趨勢，因為內地製造商擁有突出的競爭優勢，並具備優於全球同業的相對成本優勢。

此外，中國內地近年策略性增加海外直接投資，尤其集中於參與「一帶一路」倡議的國家。

圖 2：中國內地：全球最大製造國持續擴大領先優勢  
環球製造業增加值佔比\*



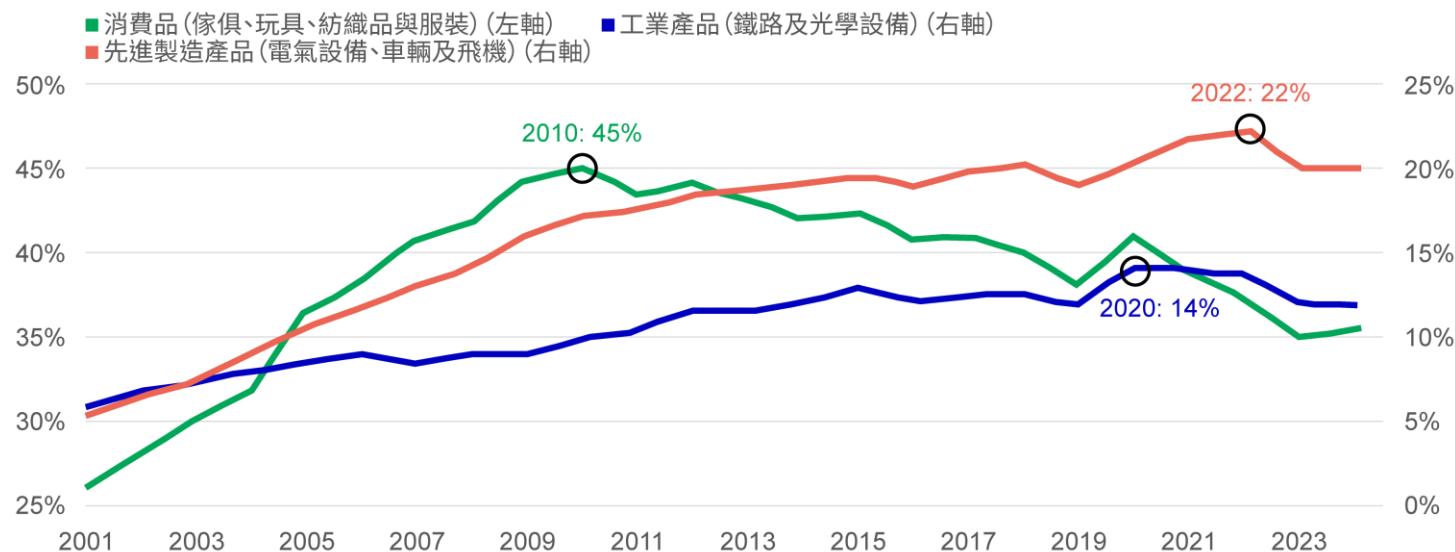
\*美元，按 2015 年價格推算。2023 年數據以實質製造業總增加值推算，2024 年數據則以每月製造業生產數據推算。

資料來源：高盛投資研究部、Haver Analytics，2025 年 10 月

<sup>2</sup> 資料來源：高盛全球投資研究部，2025 年 10 月

圖 3：內地製造產業鏈正向高附加值邁進，由出口玩具和紡織品，轉向更先進科技產品

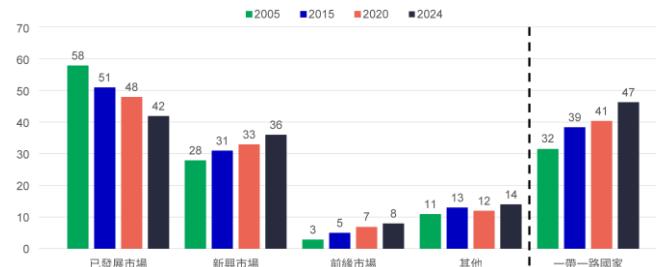
## 內地佔環球出口百分比



資料來源：商品貿易統計數據庫、高盛全球投資研究部，2025 年 10 月

圖 4：過去 20 年，內地出口目的地已由已發展市場轉向「一帶一路」及新興市場

## 中國貿易總值（按地區劃分，佔總貿易百分比）



註：「一帶一路」的歷史貿易總值按當前參與的成員經濟體計算；已發展市場、新興市場及前緣市場則按相應的 MSCI 明晟指數成員經濟體計算；視乎可用數據而定；其他 = 總值 – 已發展市場 – 新興市場 – 前緣市場，而「一帶一路」數據與其他類別存在重疊。

資料來源：高盛全球投資研究部，2025 年 10 月

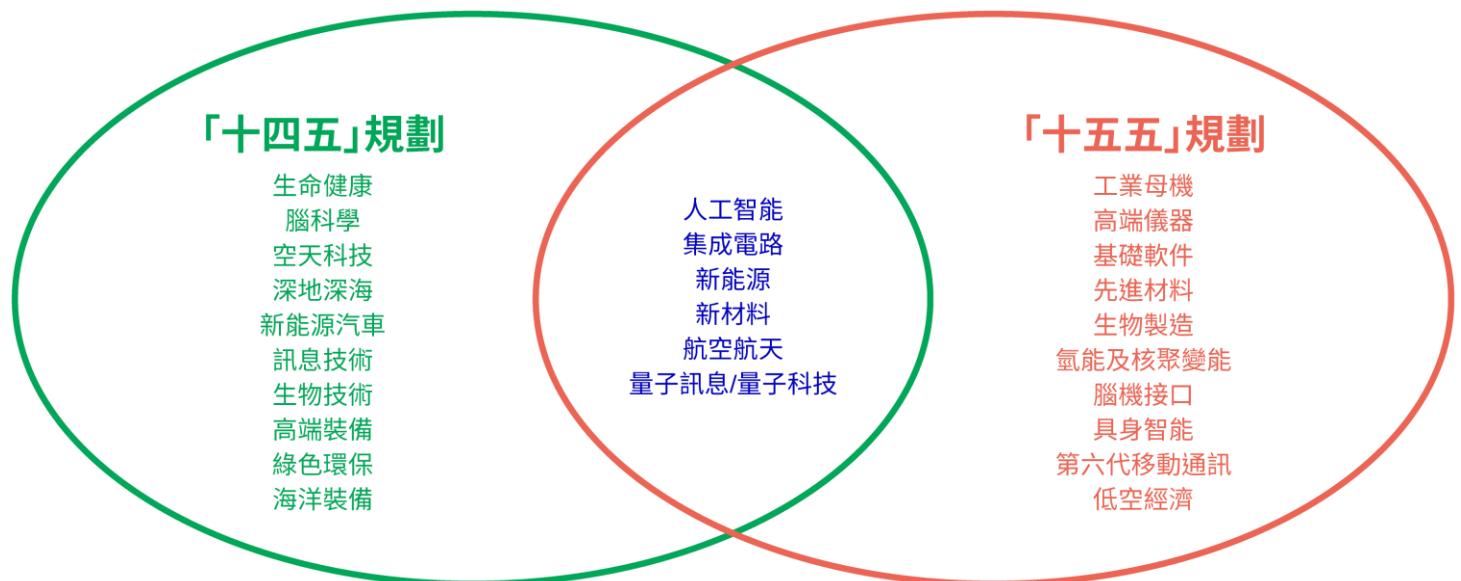
此外，中國內地「走出去」的企業在過去數年積極興建海外生產廠房。隨著關稅阻力減退，我們預期這些公司的投資將於 2026 年落實。

2. 資金流入大中華股市：低息環境可能推動更多資金流入新興市場，利好大中華股市。正如之前的投資通訊所指，我們相信美元潛在轉弱的趨勢，或會帶動更多資金流入大中華股市。

3. 中國內地的「十五五」規劃為未來五年制定清晰的政策和策略方向，有望推動下一階段增長。值得注意的是，內地對科技創新的追求不僅限於人工智能，更包括量子運算、康健護理／生物製造、氫能與核聚變、新材料、新能源、腦機介面及航空航天等領域<sup>3</sup>。過去五年，中國內地在半導體和生物科技本地化方面取得重大進展。

<sup>3</sup> 新華社，2025 年 10 月 26 日

圖 5：內地「十四五」及「十五五」規劃的重點產業一覽



資料來源：Wind、高盛全球投資研究部，2025 年 11 月

#### 4. 通縮壓力緩和

受假期效應影響，內地 2025 年初至今的核心居民消費價格指數（CPI）略為改善。服務類消費和以舊換新政策為居民消費價格指數增長提供正面動力，我們預期倘若內需進一步改善，居民消費價格指數將趨升。

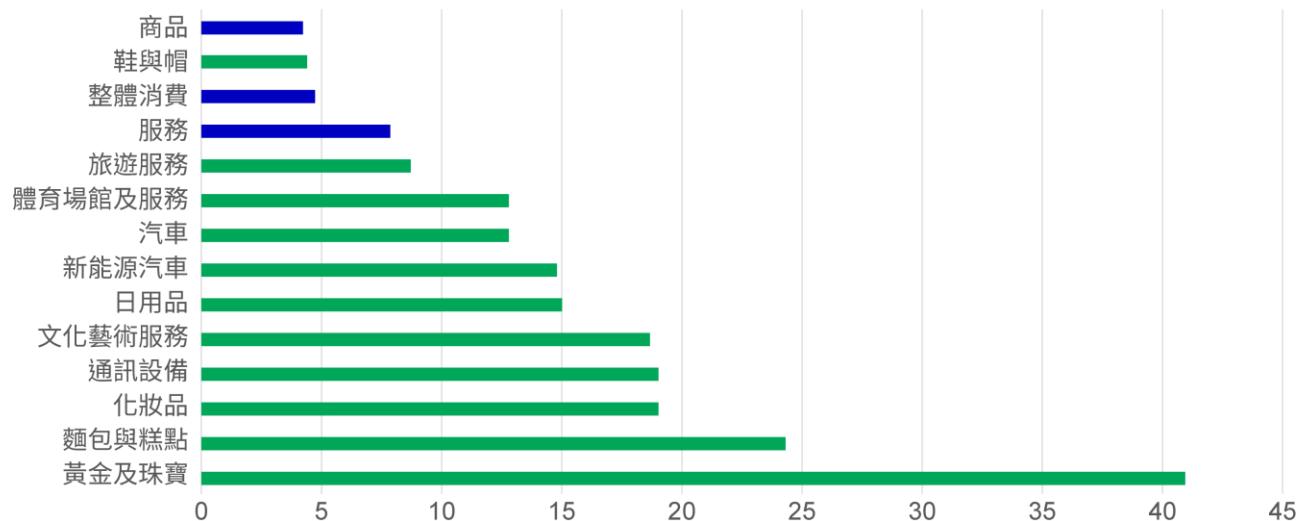
圖 6：內地整體居民消費價格指數及核心居民消費價格指數



資料來源：彭博資訊，截至 2025 年 12 月

圖 7：2025 年國慶黃金周期間，服務類消費受惠於政策支持

按年變幅(%)



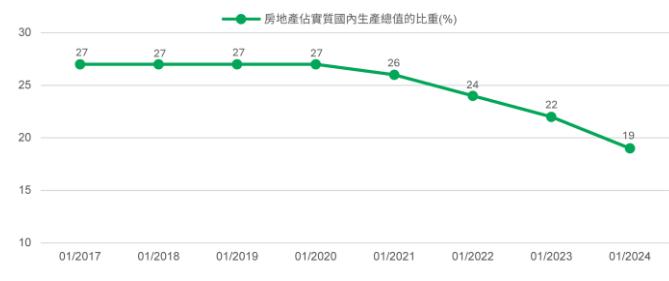
資料來源：滙豐研究，2025 年 10 月

另一方面，我們認為受惠於「反內捲」政策，中國內地工業生產者出廠價格指數有望轉正。鑑於內需遜於預期，加上行業產能過剩，內地工業生產者價格指數在過去數年維持負數局面。「反內捲」政策致力改善過度競爭或產能過剩行業的供求平衡，有望提升企業的中長期盈利能力。

## 5. 香港房地產市場初現回暖跡象

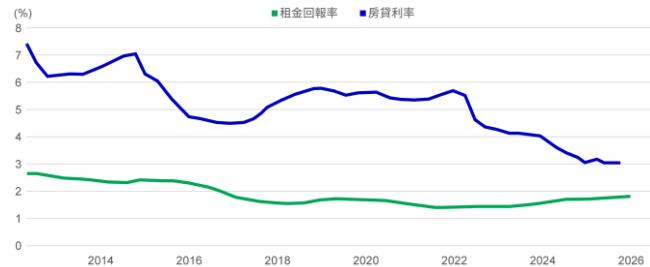
中國內地房地產市場疲弱，對國內生產總值增長的影響在過去數年有所減少，由 2021 年的 26%降至 2024 年的 19%<sup>4</sup>。我們預期樓市觸底過程將會持續。近期，儘管樓價持續下跌，但房地產銷售有所改善。在政策層面，中國內地最近調低房貸利率帶來正面影響，料有助整體房地產行業表現。

圖 8：內地房地產佔實質國內生產總值的比重已由 2021 年的 26%降至 2024 年的 19%



資料來源：高盛研究，2025 年 11 月

圖 9：中國的房貸利率及租金回報率



<sup>4</sup> 資料來源：高盛研究，2025 年 11 月

資料來源：高盛研究，2025 年 11 月

另一方面，香港房地產行業出現復甦跡象，主要受以下三大因素推動：(1) 市場於 2025 年對美國聯儲局的減息預期（目前已出現正利差）；(2) 成交量回升；及(3) 樓價溫和反彈。2025 年初至今樓價已上升 2%，整體成交量回升 21%，幾乎回復至 2019 年的水平<sup>5</sup>。我們看好回購能力強勁和具股息率支持的公司。

圖 10：香港樓價已重拾動力



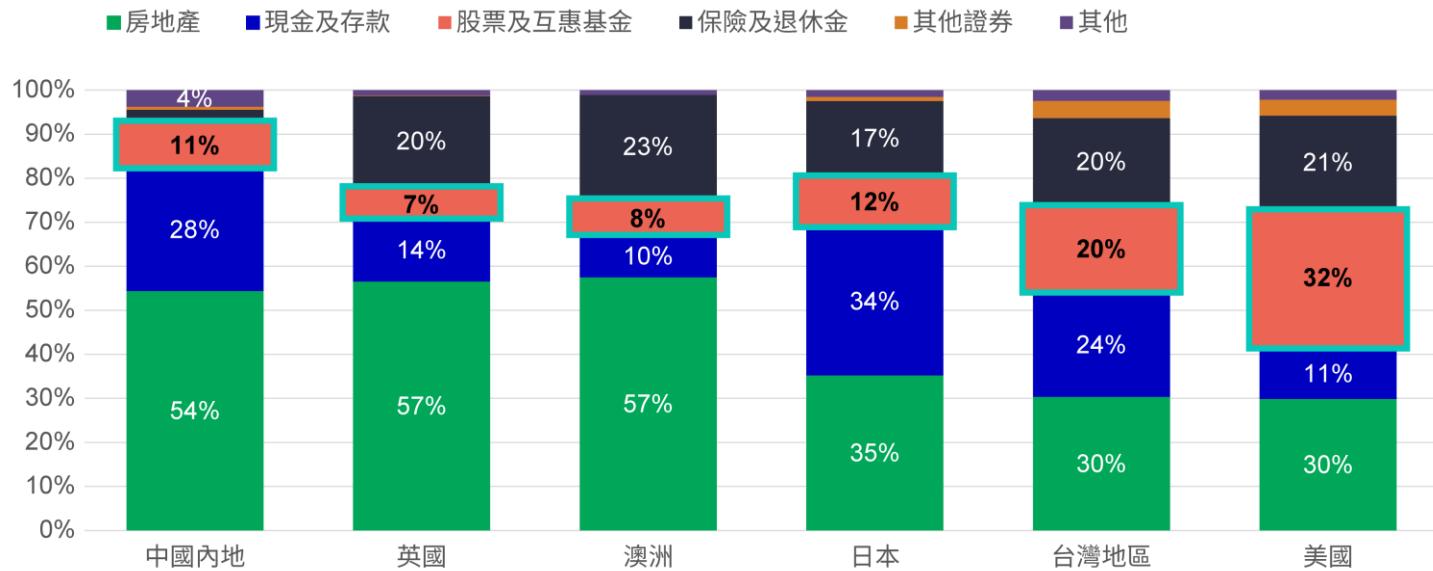
資料來源：中原樓價指數，截至 2025 年 12 月 7 日

## 我們對中國內地／香港股市的觀點摘要

整體而言，展望 2026 年，我們重申看好中國 H 股和中國 A 股市場的觀點。相對估值方面，考慮到 H 股與 A 股之間的估值溢價差距，A 股市場的上升潛力可能比 H 股更大。中長期而言，我們預期中國內地家庭資產將逐步轉移至股票市場，從 2025 年的趨勢可見一斑。與已發展市場相比，股票在中國內地家庭總資產的組成中，仍屬於持有比例偏低的資產類別（見圖 11）。

<sup>5</sup> 資料來源：滙豐環球研究、中原樓價指數，2025 年 11 月

圖 11：家庭總資產的組成



資料來源：高盛研究，2025 年 11 月。數據截至 2025 年 6 月 30 日。

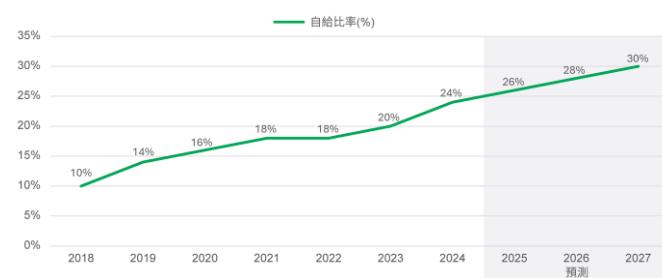
## 中國／香港股票亮點

### 1. 中國內地科技業

展望 2026 年，我們預期中國內地多個科技創新領域將持續加速發展。

首先，內地半導體本地化進程近年明顯加快，由 2020 年的 16%，預計到 2025 年提升至 26%<sup>6</sup>。這股趨勢預期將於 2026 年持續（見圖 12），受惠於本地客戶需求增加（例如晶圓代工廠和記憶體公司受產能所限），以及技術能力提升（即轉向使用先進節點）。

圖 12：中國內地半導體自給比率

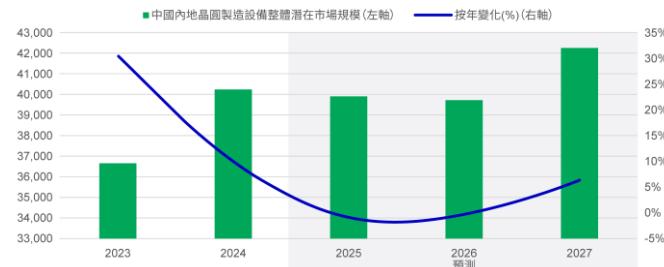


資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 10 月

<sup>6</sup> 資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 10 月

我們認為中國內地半導體設備企業具有策略性優勢，主要受惠於：(1) 市佔率上升；(2) 本地人工智能 (AI) 圖像處理器 (GPU)、高頻寬記憶體 (HBM) 和檢測工具的產能需求，以及 (3) 記憶體周期較預期強勁。2026 年的額外資本開支料來自：(1) 記憶體需求；以及 (2) 光刻設備（由於中國仍依賴進口深紫外線設備 (DUV)，光刻設備依然是中國內地先進節點的主要瓶頸）。

圖 13：中國內地晶圓製造設備 (WFE) 的整體潛在市場規模



資料來源：公司數據、摩根士丹利研究，2025 年 10 月

## 2. 中國內地工業 — 先進製造業

另一方面，我們相信先進製造業於未來五年將扮演重要角色。正如「十五五」規劃所強調，內地正致力建構以先進製造業為核心的現代化工業體系，同時亦積極推進數碼化發展。

目前，中國內地工業正處於上行周期。此外，中國內地工業零部件的本地化比率已有所提高，並有望進一步上升，因其在精密零部件製造領域雄踞領導地位，這將惠及當地產業生態。

踏入 2026 年，我們認為以下三個領域將展現增長機遇：(1) 由人工智能驅動的智能生產和設備；(2) 先進設備本地化；以及 (3) 「走出去」趨勢。

我們看好 (1) 自動化和機械人公司、(2) 工程機械公司（受惠於周期性需求回升），以及 (3) 鋰電池設備公司。

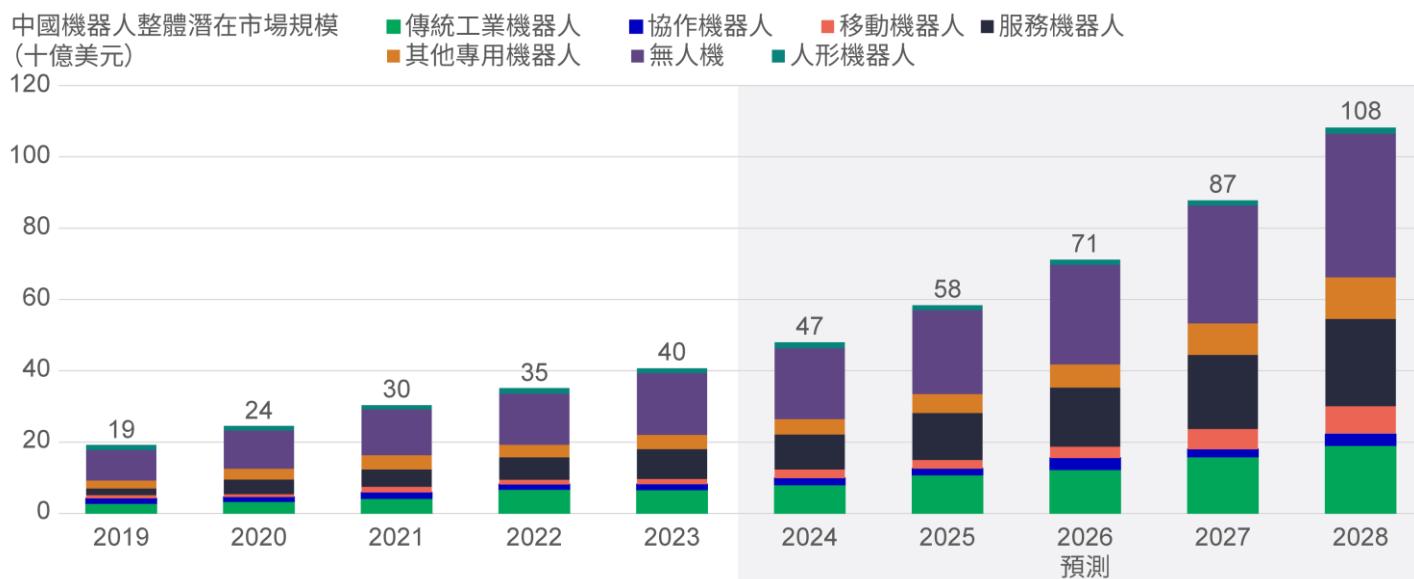
就中國內地機械人市場而言，預料其整體潛在市場規模將由 2025 年的 580 億美元，增長至 2028 年的 1,080 億美元。

圖 14：中國內地工業：目前處於周期的哪個階段？



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 11 月

圖 15：中國內地機械人的整體潛在市場規模



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 11 月

### 3. 中國內地可再生能源供應鏈

根據「十五五」規劃，內地致力於「積極穩妥推進並在 2030 年前實現碳達峰(二氧化碳排放量達高峰)」。我們相信，可再生能源供應鏈有望受惠於此結構性增長機遇。此外，電力設備、電池設備及儲能系統 (ESS) 顯然受惠。

中國內地可再生能源政策的最新變動，激勵企業投資儲能系統。

在 2025 年 9 月，中國內地設定儲能系統 (ESS) 部署目標，至 2027 年累計容量達到 180 千兆瓦 (GW)，意味著在 2025 年至 2027 年期間，每年裝機容量約為 35 千兆瓦，而 2024 年為 43.7 千兆瓦<sup>7</sup>。

在可再生能源市場交易機制下，中國料可步入更長的儲能系統部署期。我們認為，中國訂立的儲能系統目標，可於未來三年支持高水平的資本開支，用於儲能系統部署。

中國企業在電池設備行業中佔據主導地位，並位列全球五大鋰離子電池設備製造商，業內前五大企業的市場集中度(CR5)約為 40%。隨著技術不斷進步（由液態電池轉向固態電池），未來數年有望推動鋰離子電池的潛在應用，令內地設備製造商在全球鋰離子電池市場的地位舉足輕重。

### 4. 中國內地康健護理業

隨融資環境改善，加上 2026 年可能進一步減息，中國內地生物科技行業的融資環境可望改善，有助中國康健護理企業推進更多研發項目。我們繼續看好研發實力強勁，同時受惠於對外授權趨勢的中國生物科技公司，以及具備研發外判能力的合同銷售機構 (CXO)。

<sup>7</sup> 中國國家發展和改革委員會與國家能源局《新能源儲能大規模建設專項行動計劃 (2025-2027)》，2025 年 9 月 12 日。

## 5. 中國內地嶄新／獨特消費領域

就中國內地消費市場而言，我們預期將出現「K型復甦」（低端或高端），並偏好 (1) 低端消費、(2) 高端消費，以及 (3) 體驗式消費。

- 低端消費**：我們認為這類消費企業（例如特色餐飲公司）需要與銷售渠道參與者競爭，同時實現規模經濟，以提升市佔率。
- 高端消費**：我們預期這類消費企業（例如本土奢侈品）將繼續有良好表現。
- 體驗式消費**：我們仍然認為，線上音樂、演唱會及知識產權公司等服務型消費領域，料可持續錄得優秀表現。

舉例來說，全球知識產權收藏品已成為主流市場（即規模超過 1,000 億美元的市場），其增長速度已超越大多數非必需消費品類別。在 2019 年至 2024 年期間，該行業錄得強勁銷售，實現約 8% 的複合年增長率，並預期在 2024 年至 2027 年期間的複合年增長率約 6%。

以角色和娛樂內容主導的收藏品，由玩具、收藏卡、服飾以至生活用品，佔消費者支出的比例與日俱增。按地區劃分，中國與亞太區逐漸成為主要的增長動力。綜觀全球，北美洲是亞洲企業的重點市場，其佔全球角色知識產權授權市場份額接近一半。

## 2026 年台灣股票市場展望

台灣地區：銳意成為全球人工智能樞紐

台灣地區經濟在 2025 年錄得約 7% 的強勁增長，主要受惠於人工智能相關科技產品的出口支持，抵銷了內需放緩的影響。美國在 2025 年第三季宣布對半導體徵收關稅，但已在美國或計劃在美國投資的公司可獲豁免，這消除了台灣科技業面對的威脅。

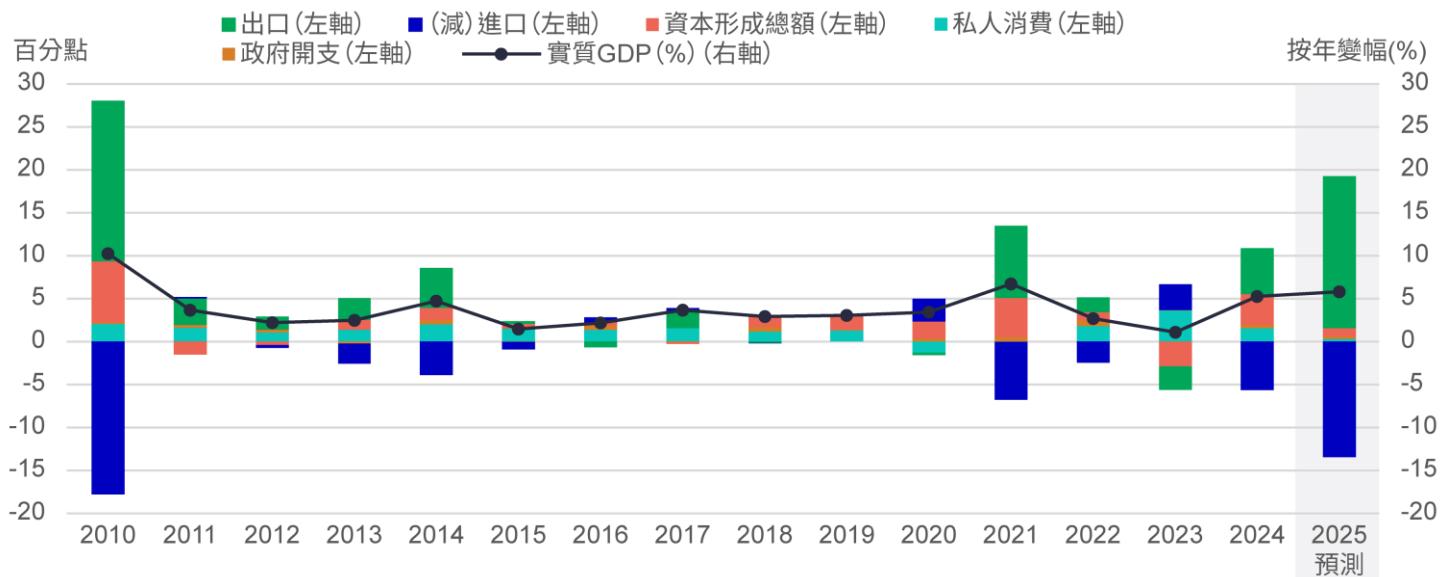
雖然台灣地區仍面臨 20% 的對等關稅，但 2025 年 5 月獲豁免貨品佔台灣地區輸美出口超過 80%，因此實際關稅升幅低於 5%。

整體而言，我們預期當地通脹放緩和出口帶動增長的趨勢將在 2026 年持續。長遠來看，台灣地區的目標是在 2040 年前，推動人工智能行業的產出值突破 15 萬億元新台幣（4,800 億美元），創造 50 萬個人工智能相關職位，並設立三個世界級人工智能實驗室，使台灣成為全球人工智能創新的關鍵樞紐<sup>8</sup>。

盈利方面，我們預期企業盈利將在 2026 年進一步增長，主要受惠於盈利增長和估值上升。

<sup>8</sup> 台灣地區政府網站，2025 年 11 月 20 日。

圖 16：台灣地區：國內生產總值增長分布（2010 年至 2025 年）



資料來源：滙豐環球研究、環亞經濟數據，2025 年 9 月

## 台灣股票有哪些亮點？

### 1. 晶圓代工：先進節點為王

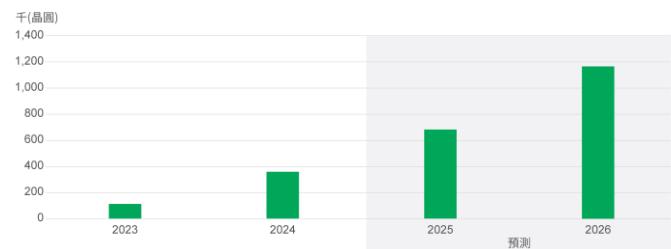
台灣地區的晶圓代工企業持續壯大，主要受惠於(1)美國雲端服務供應商 (CSP) 的人工智能基建計劃穩步推進；(2)人工智能 GPU 和人工智能特定應用集成電路 (ASIC) 的需求；以及(3)新產品周期。

超大規模企業之間的競爭，已形成人工智能實力的正面交鋒，而美國五大企業承諾在 2025 年投入超過 130 億美元的資本開支（按年增加 59%）。

此外，數據中心目前是半導體業的主要動力，其佔非記憶體半導體收入的比例從 2020 年的 10%，增長至目前的 37%（同期行動裝置收入佔比則從 26% 跌至 17%）。

踏入 2026 年，台灣地區晶圓代工廠應可繼續受惠於人工智能 GPU 和人工智能 ASIC 產品對晶片、晶圓、基板封裝 (CoWoS)<sup>9</sup>需求穩健。

圖 17：主要客戶對全球 CoWoS 的產能需求（2023 年至 2026 年）

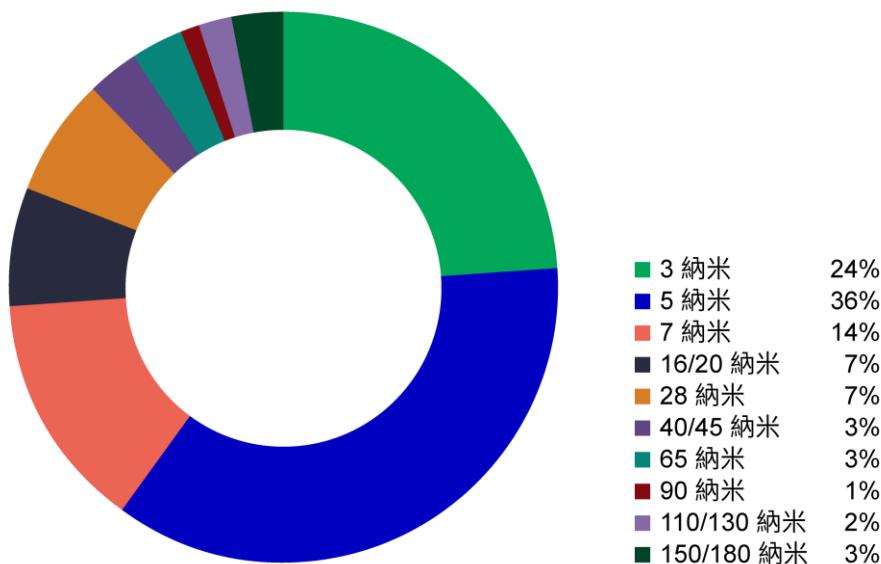


資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 10 月 29 日

此外，台灣地區的晶圓代工廠在先進節點方面表現領先（即先進節點為王）。我們偏好擁有先進節點產能和研發實力強勁的公司。

<sup>9</sup> CoWoS 是指晶片、晶圓、基板封裝 (Chip-on-Wafer-on-Substrate)，這是一種先進的半導體封裝技術，可讓多個晶片（例如中央處理器 CPU、圖像處理器 GPU 和高頻寬記憶體 HBM）並排安裝於矽中介層上，然後連接至基板。

圖 18：領先晶圓代工廠的收入分布（按節點劃分）



資料來源：滙豐環球研究，2025 年 7 月。

## 2. 專業封測代工(OSAT)供應鏈

台灣地區的 OSAT 供應鏈與晶圓代工廠高度融合，有助提升當地半導體生態系統的效率和效能。在企業盈利預測被調高的支持下，我們認為台灣地區 OSAT 供應鏈的盈利可望在 2026 年進一步增長。晶片組日益複雜，其測試時間亦相應延長。我們看好測試相關材料公司，因其在 2026 年時擁有穩健累積訂單的支持。

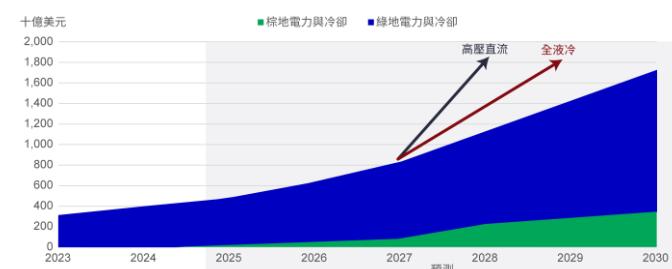
台灣地區的半導體生態系統，包括主要半導體材料／設備供應商、知識產權供應商（當地稱「矽智財」）、ASIC 集成電路設計商、OSAT 合作夥伴，以及無晶圓廠公司／集成設備製造商，均受惠於這些結構性增長趨勢。

## 3. 散熱解決方案

全球數據中心容量料將快速增長，到了 2030 年將達到 250,000 兆瓦，其中美國仍將是最大市場，其次為中國、歐洲及其他地區。人工智能需求是推動綠地（新建）和棕地（升級）項目部署的主要動力。

數據中心建設增加，亦為各種冷卻方案帶來機遇，例如：白區供電與冷卻系統，以及液冷技術。我們看好供應鏈中專注散熱和液冷方案的企業（包括空氣輔助和液對液系統），以降低電力使用效率（PUE），並支持高密度人工智能工作負載。

圖 19：在 2026 年至 2030 年期間，環球數據中心供電和冷卻基建的複合年增長率料達 30%



資料來源：摩根士丹利研究，2025 年 9 月。

隨著數據中心基建變得更精密，機架密度不斷提升，美國雲端服務供應商和原設計製造商（ODM）需要為數據中心購置新的冷卻方案，以支持業務增長。例如，液對液冷卻架構讓冷卻液從冷卻塔循環流動，並透過迴路系統與伺服器內 GPU／CPU 冷凍板直接相連。該基建連接灰區冷卻系統與白區運算

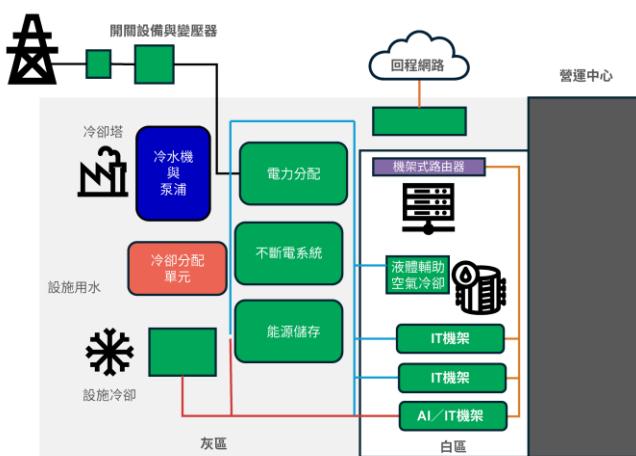
硬件，以實現熱能傳導。此外，現時亦有不同的液冷技術選項，包括：

- (1) 液冷式後門熱交換器
- (2) 單相或雙相（蒸發式）直接接觸晶片的液冷技術（即讓冷卻液在機架內直接導流至晶片進行冷卻）。直接接觸晶片的液冷技術可有效帶走機架設備產生的 70%至 75%熱量，其餘 20%至 25%的熱量則透過氣冷方式排走。
- (3) 單相或雙相（蒸發式）浸沒式冷卻技術（即把整個機架浸入冷卻液中）

數據中心冷卻系統中部份常見的必要設備包括：冷凍板、冷卻液分配裝置（CDU）、空氣輔助液冷系統，以及液對液 CDU。

我們看好提供全面產品系列的台灣地區散熱解決方案龍頭企業。

圖 20：數據中心基建



資料來源：宏利投資管理、摩根士丹利研究，2025 年 9 月

#### 4. 供電

此外，數據中心升級至精密的電源架構，對用電量的需求亦隨之增加。舉例來說，與傳統的交流轉直流及降壓過程相比，採用 800 伏特高壓直流電（HVDC）電源系統將顯著降低電力損耗，並提高電力轉換效率。供電和管理方案的產品涵蓋不斷電系統（UPS）、電源供應器（PSU）、備用電池模組（BBU）和直流轉換模組。

我們偏好在伺服器供電產品領域，具備強勁技術能力和綜合電源管理的領先企業。

#### 總結

從宏觀角度來看，我們認為在「十五五」規劃的推動下，中國內地經濟擁有多重增長途徑。展望 2026 年，受惠於估值吸引及穩健資金流支持，我們重申看好大中華股票市場的觀點。

隨著關稅雜音減退，我們相信中國內地展現不同的投資機會，特別是：(1) 科技、(2) 工業、(3) 可再生能源、(4) 康健護理及 (5) 嶄新／獨特／體驗式消費。

台灣地區方面，(1) 晶圓代工、(2) OSAT 供應鏈、(3) 散熱解決方案及 (4) 供電方案領域繼續出現新興結構性增長機會。

## 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任何部分內容。

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。