

2024 年前景展望系列：大中華股票



2023 年，中國內地經濟由重啟走向復甦，市場反彈後再現新挑戰。隨著中國內地經濟重整，中央政府已推出一系列穩增長的政策措施，以緩和房地產市場低迷造成的通縮影響。在

本期「2024 年前景展望」中，大中華股票團隊助投資者識別宏觀及地緣政治不利因素下的四大趨勢。該團隊亦認為，投資者需要在日益多元化的投資領域慎選持倉。

識別四大趨勢 挖掘結構性機遇

中國內地仍然是全球第二大經濟體。儘管消費增長慢於預期，中國政府已推出一系列財政、貨幣和房地產相關政策，並增強宏觀政策一致性，可望在 2024 年進一步改善內地經濟。

在 2023 年 12 月召開的中共中央政治局會議上，中國政府承諾「鞏固和增強經濟回升向好態勢，堅持高質量發展」。官員亦強調「加大逆周期和跨周期調節力度」。¹在 2023 年，中國內地經濟有所改善，尤其是服務型行業，抵銷製造業採購經理指數疲弱及房地產業受壓的影響。我們認為，穩增長的積極訊號將於 2024 年支持經濟增長。

我們相信中港企業盈利現已回穩，因此預期 MSCI 明晟中國指數的盈利增長將按年上升 12% 至 15%。

台灣地區方面，我們繼續看好科技業，因其強勁的競爭優勢將不會被台灣總統選舉的結果所左右。若與中

國大陸較友好的反對黨贏得大選，我們相信非科技業可能受惠。

2024 年四大趨勢及我們對大中華區市場的預期

我們識別出多股增長動力（我們稱之為「4A」），有助投資者駕馭不斷變化的大中華區投資環境。

1) 加速（Acceleration）：在中國內地的穩增長政策措施下，消費可望進一步改善。

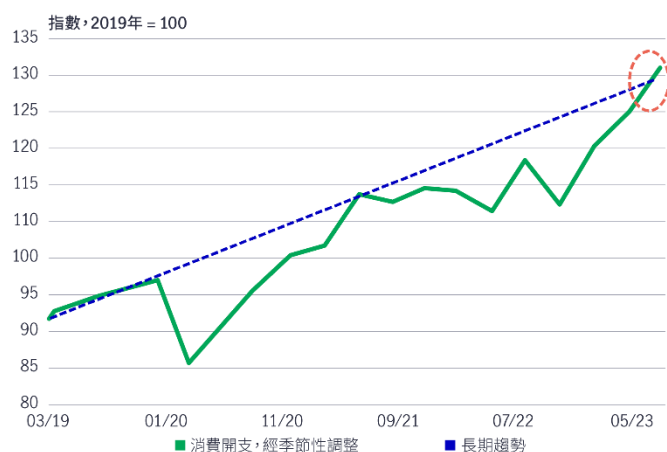
2023 年，中國內地家庭消費回升至略高於疫情前的水平（圖 1）。值得注意的是，在中國重啟經濟後，服務型行業的復甦非常明顯。

另一方面，對比 2022 年，2023 年的家庭收入回升（即民眾的財富日漸增長）。然而，由於（1）收入增長遜預期，加上（2）房地產市場貶值帶來的弱勢，均使家庭收入回升略低於趨勢（圖 2）。因此，消費信心較預期疲軟，削弱消費開支。自 2023 年 7

¹跨周期調節是指政府在實施財政政策和貨幣政策時，並不局限於某一個經濟周期，而是從數個經濟周期的角度來施策。

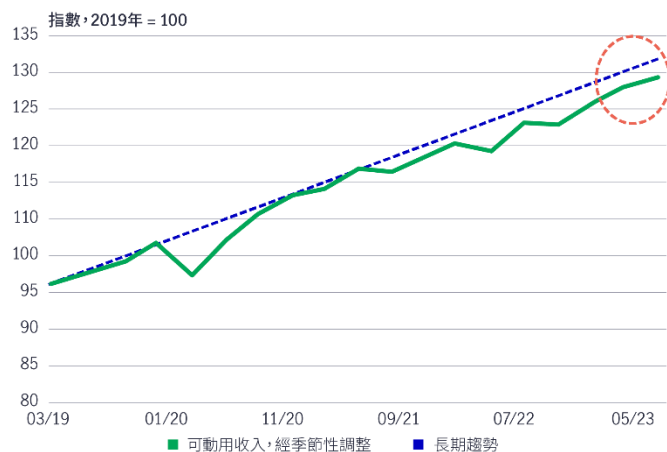
月以來，中國內地已加大支持房市的力度，政策包括降低首期比率、取消購房限制及降低按揭利率。我們相信，中國政府在 2024 年必須採取更多定向措施，以繼續支持房地產市場。

圖 1：中國內地家庭消費



資料來源：滙豐報告，截至 2023 年 12 月 8 日

圖 2：中國內地家庭收入

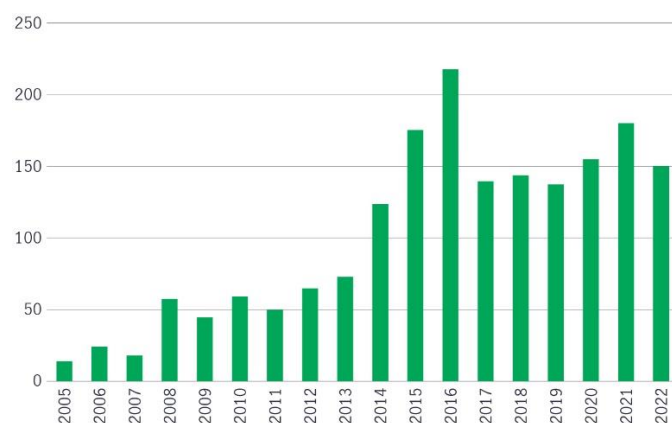


資料來源：滙豐報告，截至 2023 年 12 月 8 日

2) 走出去 (Abroad)：中國內地龍頭企業正走向國外 — 另一個增長引擎！

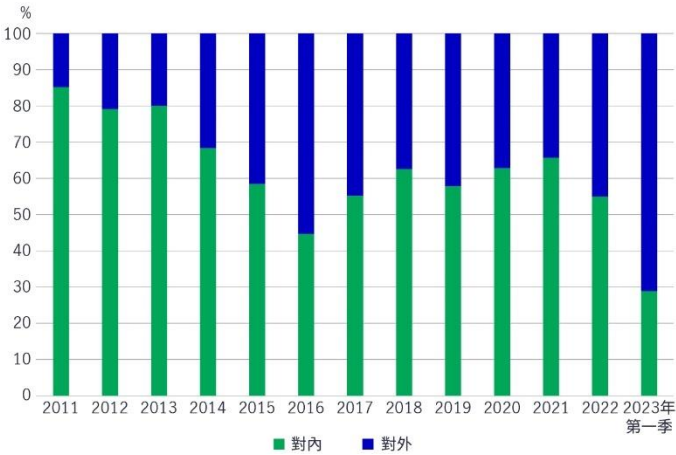
近年來，中國內地龍頭企業紛紛「走出去」，這將成為另一個新的增長引擎。在過去十年，中國內地的對外直接投資增加超過一倍。在 2016 年至 2017 年期間，監管機構收緊對資本流動及民營企業海外投資交易的監管。在 2022 年，疫情影響加上地緣政治緊張局勢，亦使對外直接投資有所下跌（圖 3）。然而，自 2023 年第一季以來，對外直接投資顯著改善，我們預計這趨勢將持續（圖 4），特別是中國企業希望「走出去」，爭取海外市場份額，以實現進一步增長的潛力。此外，我們認為在民營企業的帶動下，加上市場更專注支持中國內地廣泛政策措施的戰略性產業，對外直接投資流量將進一步增加。

圖 3：中國內地對外直接投資流量 (10 億美元)



資料來源：滙豐報告，截至 2023 年 11 月 29 日

圖 4：中國內地對內及對外直接投資佔跨境直接投資總額



資料來源：滙豐報告，截至 2023 年 11 月 29 日

中國內地企業有強烈的誘因透過直接投資「走出去」，並擴大國外市場份額。主要原因如下：

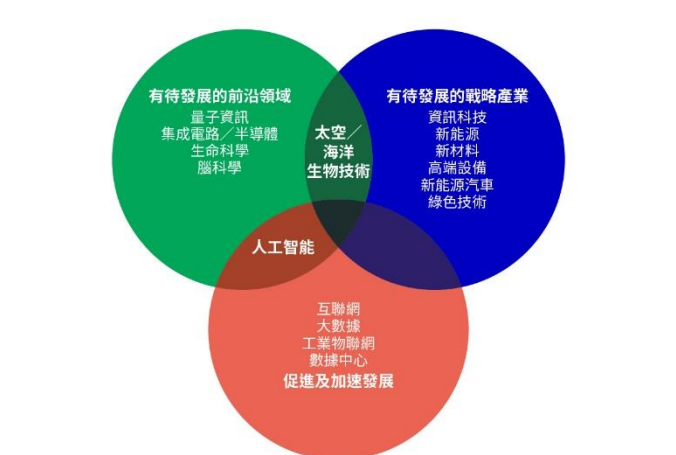
- (1) 透過直接投資而非進口獲得關鍵原材料（例如鋰、銅、鎳、鈷及稀土金屬），以加強管理和營運自主權。
- (2) 實現海外市場收入多元化。
- (3) 借助海外市場較佳的成本結構（例如勞工成本較便宜、當地製造優勢）。

我們看好可藉具競爭力的產品、成本領先優勢及全球規模經濟於海外市場競爭的企業。此外，我們青睞能夠從環球品牌手中獲得國內市場份額、以促進本土替代的中國內地龍頭企業。

3) 發展 (Advancement)：展望 2024 年，預料大中華區（尤其是台灣地區）人工智能供應鏈應繼續強勁增長。

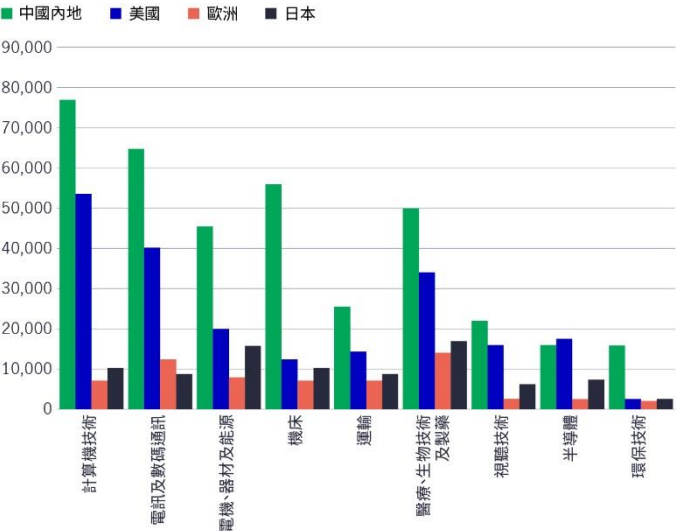
中國內地致力加快科技發展（圖 5）。我們相信現時處於人工智能時代的發展初期，大中華區（尤其是台灣地區）仍存在龐大的增長機會。此外，與全球其他地區相比，中國內地在計算機技術方面擁有大量知識產權專利（圖 6）。

圖 5：2035 年中國內地標準 — 關鍵戰略目標領域



資料來源：國務院、摩根士丹利研究

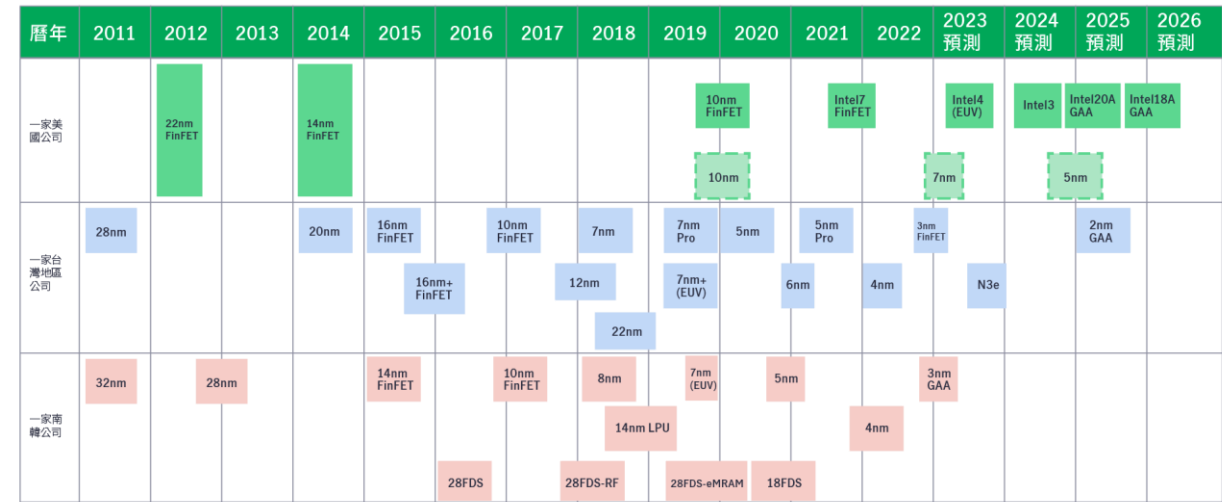
圖 6：中國內地在計算機技術方面擁有較多知識產權專利



資料來源：滙豐，截至 2023 年 12 月

此外，台灣地區受惠於人工智能發展激增，因其擁有強勁的半導體製造能力，晶圓代工領先全球（排名首位，領先南韓和美國（圖 7））。

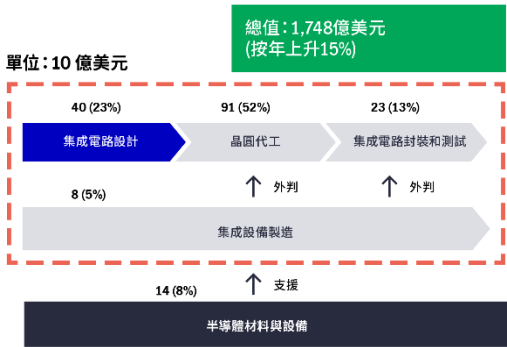
圖 7：台灣地區領先的晶圓代工路線圖



資料來源：摩根士丹利研究，截至 2023 年 10 月。註：nm 指納米；FinFET 指鰭式場效電晶體；Intel 指英特爾；EUV 指極紫外光刻；GAA 指環繞式閘極；Pro 指強化版；N3e 指 3 納米製程；LPU 指低功耗終極版；28FDS 指 28 全耗盡絕緣體上矽；28FDS-RF 指 28 全耗盡絕緣體上矽—無線電頻率技術；eMRAM 指商用磁阻式隨機存取記憶體；18FDS 指 18 全耗盡絕緣體上矽。

此外，台灣地區擁有全面的環球科技供應鏈。台灣地區的一站式供應鏈涵蓋（1）晶圓代工、（2）集成電路設計、（3）集成電路封裝和測試、（4）集成設備製造及（5）半導體材料與設備（圖 8）。憑藉垂直配套供應鏈，台灣地區在製造、成本和效率方面領先全球同業。

圖 8：台灣地區技術供應鏈，按主要分類行業劃分（按收入及%份額劃分）



資料來源：DIGITIMES Research，2023 年 1 月

4) 自動化（Automation）：中國內地人口呈現老齡²，應可令自動化需求增加。

中國政府繼續支持先進製造業的一些獨特領域。在 2023 年 11 月初，中國工業和信息化部發布《人形機器人創新發展指導意見》，並釐定在 2025 年和 2027 年之前實現的主要目標。中國旨在於 2025 年之前，初步建立人形機器人創新體系，在大腦、小腦及四肢等關鍵組件實現技術突破，確保核心部組件安全有效供給。人形機器人有望達到國際標準，並實現量產。此外，中國內地旨在於 2025 年之前培育兩至三具有全球影響力的生態型企業和一批尖端及已創新的中小企業，並打造兩至三個產業發展群組³。預期到 2027 年，人形機器人技術創新能力顯著提升³，形成安全可靠的供應鏈體系。

我們相信，隨著應用更趨廣泛，人形機器人產業可望進一步擴大。

總括而言，大中華區的經濟增長路徑已達到轉折點。上述「4A」可為投資者提供指引，以在特定行業尋求結構性機會。我們將於下一部份詳述。

²中國內地 65 歲及以上人口佔總人口 14.9%。

³《環球時報》，2023 年 11 月 3 日。

展望 2024 年，中國內地有哪些關鍵領域值得關注？

我們認為，儘管 2024 年宏觀及地緣政治不利因素將持續，中國內地應可受惠於以下關鍵領域：

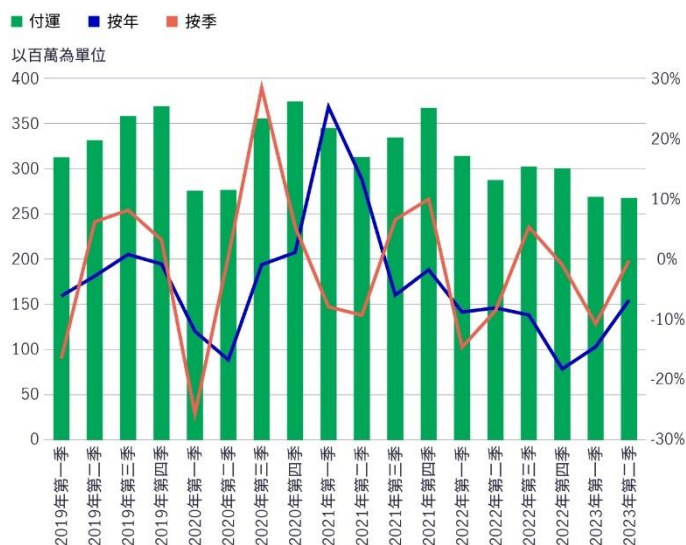
- 1) 傳統科技
- 2) 人工智能
- 3) 先進製造
- 4) 電動車
- 5) 康健護理

1) 傳統科技：全球智能手機市場有望在 2024 年復甦。

- I. 我們相信全球智能手機市場的最壞情況已過，在多個行業催化劑所帶動下，目前的復甦趨勢將延續至 2024 年：自 2022 年第二季以來，智能手機已進入去庫存周期，現周期大致結束。（圖 9 和圖 10）。
- II. 初步復甦跡象已出現，由於庫存短缺，2023 年第三季的訂單激增，這些訂單顯示需求回升。
- III. 預料在未來數年，將會出現更多人工智能應用及流動應用實例（圖 11）。由於邊緣人工智能⁴ 需具備定制人工智能模組的新一代系統單晶片（SoC）（圖 12），邊緣人工智能及相關組件不可或缺。

⁴邊緣人工智能是指在實物世界的裝置運用人工智能應用程式。之所以稱為邊緣人工智能，是因為人工智能運算是在網絡邊緣接近使用者所在之

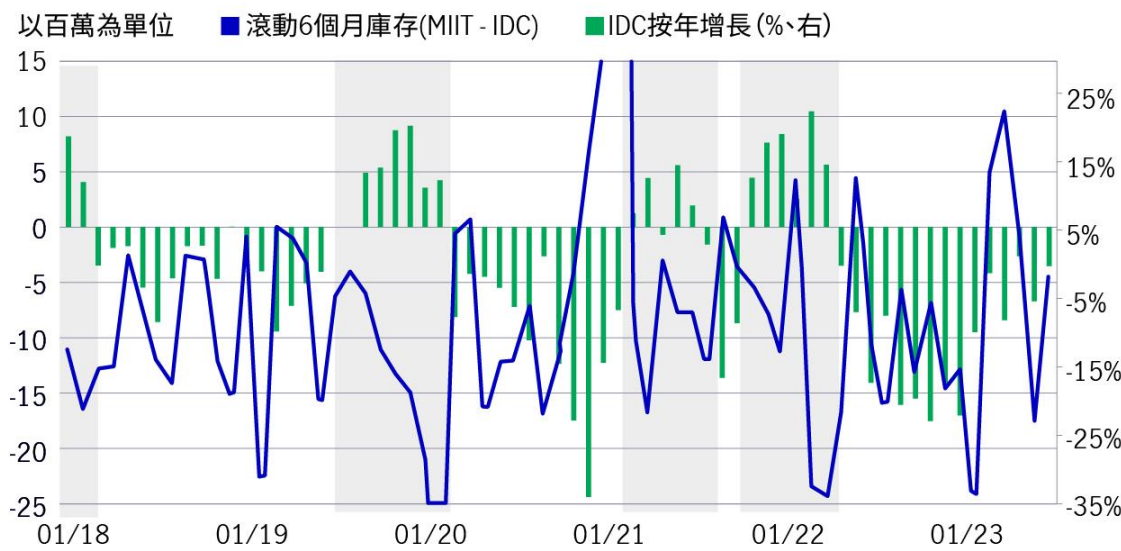
圖 9：付運增長在 2022 年第四季觸底



資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 11 月 9 日

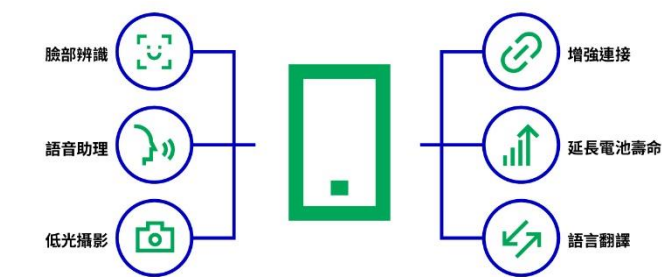
處進行，靠近數據所在的位置，而非在雲端運算設施或私人數據中心集中處理。2022 年 2 月 17 日。輝達。

圖 10：全球智能手機市場：去庫存已大致完成



資料來源：摩根士丹利，截至 2023 年 11 月 9 日。IDC 是指國際數據公司。

圖 11：人工智能在智能手機中的應用



資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 11 月 9 日

圖 12：為何使用邊緣人工智能？邊緣人工智能的四大優勢

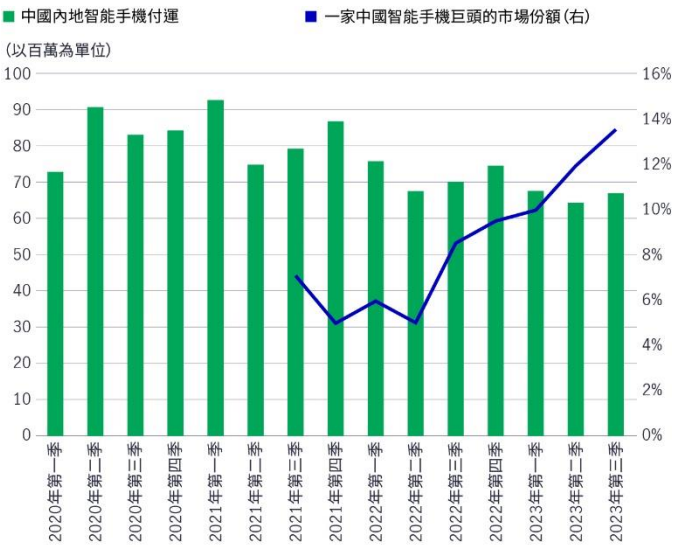


資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 11 月 9 日

預期到 2025 年，智能手機原設備製造商（OEM）、記憶體製造商和 SoC 組件製造商將會成為廣泛應用邊緣人工智能的主要受惠者。由於人工智能運用大型語言模型，而此需要更高的數據處理能力，故記憶體製造商可受惠於記憶體升級。生產與相機相關組件的公司亦將受益於規格升級，例如鏡頭和互補式金屬氧化物半導體（CMOS）。

此外，中國領先智能手機廠商不斷推進其技術創新發展。在過去四至五季，一家中國智能手機巨頭憑藉硬件規格方面的技術突破，不斷搶佔市場份額（圖 13）。此外，另一家中國智能手機翹楚投資於研發終端裝置大型語言模型，使其於邊緣人工智能興起時享有先行者優勢。

圖 13：一家中國智能手機巨頭已搶佔市場份額



資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 11 月 9 日

2) 人工智能

從市場環境來看，儘管面對美國施加的阻力，例如針對中國內地數據中心和軍事應用領域的人工智能、量子運算及半導體相關產品實施出口管制，但中國內地互聯網平台公司仍積極投資於計算機技術和人工智能（表 1）。

表 1：2023 年第二季雲端資本開支

中國電訊、媒體與科技公司 1	- 一家中國領先電訊、媒體與科技公司持續積極投資於人工智能，相信「人工智能帶來的技術不僅是短期機遇，而是一個新時代的開始」。 - 該公司為大型語言模型初創公司提供所需的培訓及服務。 - 預期該公司的雲端業務將受惠於這一趨勢。
中國電訊、媒體與科技公司 2	- 人工智能在推動創新和改善搜尋結果方面發揮重要作用。 - 其人工智能雲端業務亦提供一個培訓平台，並作為基礎模型。
中國電訊、媒體與科技公司 3	- 在圖像處理器(GPU)及伺服器投資增加帶動下，資本開支按年上升超過40%。 - 該公司正在建立自己的基礎模型，並以其產品進行測試。 - 該公司管理層認為，人工智能有助提高其服務的效率和質素，並改善廣告內容的定向性。

資料來源：公司聲明

半導體業方面，我們相信人工智能發展將會持續，尤其是中國政府仍然支持半導體相關項目。例如，稱為「大基金」的中國國家集成電路產業投資基金將推出一項由中國政府擔保的 400 億美元投資基金，為國內半導體公司的製造戰略提供支持。

隨著技術自給自足，我們相信中國內地半導體供應鏈未來將迎來各種增長機會，涵蓋上游至下游各個環節。

中國內地穩佔優勢，可望在後端半導體設備供應鏈的封裝和測試市場把握機遇（圖 14）。

圖 14：中國內地企業在半導體供應鏈的全球市場份額 (2022 年)

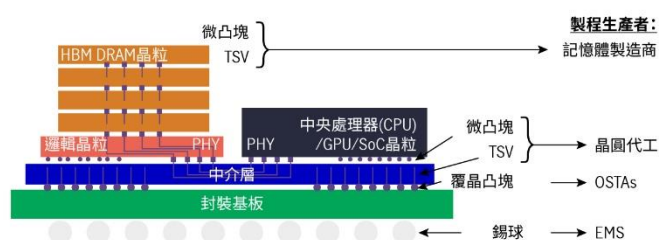


資料來源：集邦科技（TrendForce）。註：OSAT 是指外判半導體封裝和測試。

目前，大多數晶片封裝（73%）使用傳統的引線鍵合，儘管這種技術較舊，而且效率較低。先進封裝涉

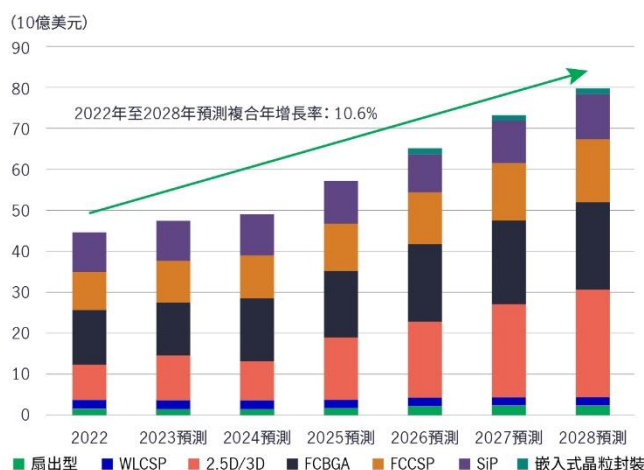
及封裝微凸塊、再分布層和直通矽穿孔（TSV，使用穿過矽晶粒或晶圓的垂直電連接件）或晶圓級技術。先進封裝使用 2.5D/3D 封裝（圖 15）將組件垂直堆疊，能夠在晶粒上集成更多晶體管和記憶體。於 2022 年至 2028 年期間，在高性能人工智能晶圓需求殷切的帶動下，先進封裝市場的複合年增長率可望達到 10.6%（圖 16）⁵

圖 15：2.5D/3D 封裝的直通矽穿孔



資料來源：滙豐前海報告，截至 2023 年 9 月 7 日。HBM 是指高頻寬記憶體，DRAM 是指動態隨機存取記憶體，PHY 是指埠物理層，EMS 是指電子製造服務。

圖 16：先進封裝銷售（按技術劃分）



資料來源：滙豐前海報告，截至 2023 年 9 月 7 日。WLCSP 是指晶圓級芯片封裝，FC-BGA 是指覆晶球陣列封裝，FCCSP 是指覆晶晶片尺寸級封裝，SiP 是指系統級封裝。

3) 先進製造

中國內地工業的三大趨勢

- I. 工業通用設備的資本開支周期在 2023 年底已觸底，但將推延至 2024 年初才會出現反彈（圖 17）。

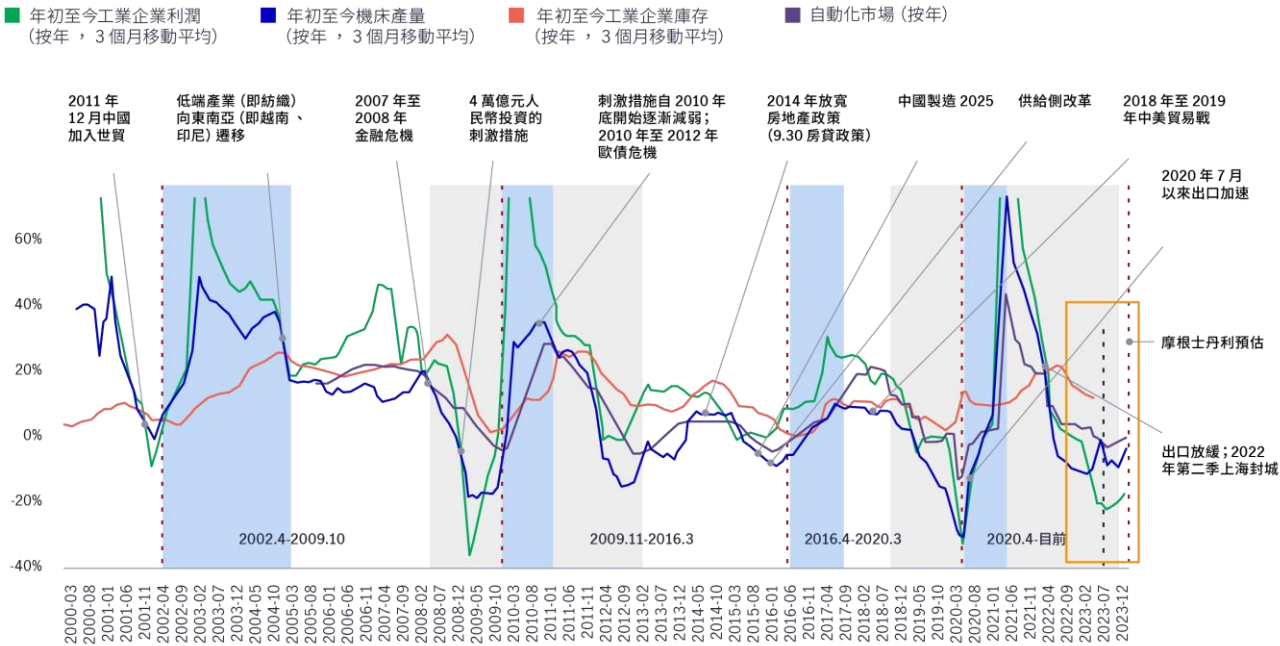
鑑於去庫存基本上已完成，我們相信市場對通用工業設備的需求已觸底，並將隨宏觀環境回穩而持續改善。我們亦認為資本開支周期已於 2023 年觸底，但將推延至 2024 年才會出現反彈（視乎個別行業而定）。

- II. 中國內地龍頭企業以比進口更強的性價比爭取市場份額，推動本土替代趨勢持續。

汽車相關領域成為亮點，供應鏈公司正在積極增加新產能，以滿足中國內地汽車客戶的需求。中國先進製造業的潛在市場廣闊，產品範圍包括自動化、工業機械人、旋轉向量（RV）減速器以至 X 光機。隨著產品的附加價值提升和更趨複雜，中國內地的工業製造商亦迅速擴大產能，並取得強勁的收入增長。我們認為，到 2030 年，許多工業分類行業的本土化比率將增加 50%至 100%（表 2）。

⁵滙豐前海報告，2023 年 9 月 7 日。

圖 17：工業通用設備的資本開支周期在 2023 年底已觸底，但將推延至 2024 年初才會出現反彈



資料來源：摩根士丹利研究，2023 年 8 月。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，只顯示至所示日期。概不保證有關事件將會發生，而當有關事件發生時，結果或與本文所述出現顯著差異。

表 2：中國內地工業先進製造的本土替代

	中國整體潛在市場 (10億元人民幣)		本土化比率	
	2022年預估整體潛在市場 (按2017至2022年的複合年增長率計算)	2030年預估整體潛在市場 (按2022至2030年的複合年增長率計算)	2022預估	2030預估
自動化*	1,900億, 7%複合年增長率	2,600億, 4%複合年增長率	35%	55-60%
工業機械人	550億, 14%複合年增長率	750億, 6%複合年增長率	35%	50-55%
RV減速器	32億, 27%複合年增長率	50億, 9%複合年增長率	15%	35-40%
諧波減速器	17億, 22%複合年增長率	43億, 8%複合年增長率	33%	55-60%
光纖雷射源	120億, 11%複合年增長率	290億, 14%複合年增長率	64%	80-85%
液壓裝置	430億, 5%複合年增長率	710億, 7%複合年增長率	23%	45-50%
工程機械	4,700億, 3%複合年增長率	5,800億, 3%複合年增長率	81%	85-90%
X光機	300億, 9%複合年增長率	530億, 7%複合年增長率	40%	70%
鋰電池設備	620億, 23%複合年增長率	1,000億, 6%複合年增長率	95%	100%
太陽能設備	1,100億, 30%複合年增長率	2,450億, 10%複合年增長率	97%	100%

資料來源：摩根士丹利研究，截至 2023 年 6 月。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，只顯示至所示日期。概不保證有關事件將會發生，而當有關事件發生時，結果或與本文所述出現顯著差異。* 自動化不包括工業軟件。

III. 中國內地工業零部件企業透過海外擴張保持強勁增長。

全球化策略是中國內地工業企業的另一個增長動力。隨著中國新能源汽車版圖擴張，OEM 和電動車零部件製造商也（跟隨客戶）在歐洲和拉丁美洲建立製造廠房。

4) 電動車

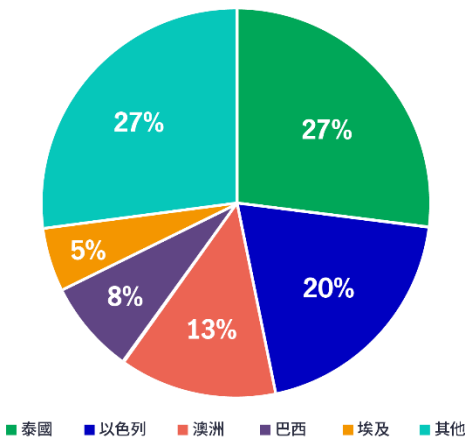
出口增長成為亮點

中國內地電動車行業的出口增長成為亮點。根據中國乘用車市場信息聯席會（乘聯會）的數據，2023 年首九個月出口到歐洲的新能源汽車達 74 萬輛，相對 2019 年的不足 1 萬輛，增長超過 70 倍。此外，中國內地超過一半的電動車付運是銷往歐洲，而在 2020 年之前的比例則少於 10%。

儘管歐盟近期對中國內地電動車進行調查，但值得注意的是，中國品牌僅佔歐洲所有電動車銷量的 3.7%（與三年前的 0.4%相比，仍為相當顯著的增長）。

一家電動車龍頭企業專注建立垂直供應鏈，自行生產 70%的汽車零部件，包括電池、電機控制器和半導體等主要零部件。此舉為公司在成本方面帶來全球競爭優勢。通過在全球建立製造廠房，該公司可保持供應鏈的韌性，同時高效和有效地管理生產及產品交付物流（圖 18）。

圖 18：中國內地電動車龍頭企業的海外銷量（按國家／地區劃分）



資料來源：乘聯會、麥格理研究，2023 年 12 月

電動車零部件製造商同樣受惠

此外，許多中國內地汽車品牌將其「技術知識」和電動車供應鏈經驗帶到歐洲市場（表 3）。目前，中國內地與歐洲之間的差距在於上游業務，例如原材料加工及電池製造。

表 3：許多中國內地汽車製造商已於全球建立製造廠房，以擴大其供應鏈

汽車品牌	廠房位置
公司1	南非、伊朗、俄羅斯、土耳其、巴基斯坦
公司2	泰國、印度、巴西、智利(規劃中)、越南(規劃中)
公司3	泰國、印尼、印度、巴基斯坦
公司4	泰國、巴基斯坦、馬來西亞、越南、伊朗、墨西哥
公司5	泰國
公司6	俄羅斯、泰國、巴西、烏茲別克
公司7	匈牙利
公司8	伊朗、巴西、烏克蘭、法蘭克福
公司9	波蘭、墨西哥、美國
公司10	泰國
公司11	伊朗

資料來源：公司聲明

綜觀全球，中國內地擁有全球 75%以上的電池製造產能，而歐洲僅佔全球產能的 8%左右（表 4）。因此，歐洲汽車製造商仍須依賴從中國內地採購電池，以生產電動車。

表 4：鋰離子電池製造產能

	2022		2025		2030	
	百萬兆瓦時	佔全球%	百萬兆瓦時	佔全球%	百萬兆瓦時	佔全球%
中國	1.2	76.4	2.93	73.8	4.65	68.5
歐洲	0.13	8.3	0.33	8.3	0.77	11.3
美國	0.11	7.0	0.44	11.1	1.03	15.2
其他地區	0.13	8.3	0.27	6.8	0.34	5.0

資料來源：國際能源署、滙豐報告，截至 2023 年 11 月 29 日

歐盟的目標是在 2035 年禁售燃油車。此外，歐盟自 2017 年以來一直致力推動電池生產本土化，並於 2023 年 3 月推出《淨零工業法案》，目標是在 2030 年之前，使歐盟電池製造商的產能至少達到 550 千兆瓦時，以滿足歐盟約 90%的年度電池需求。在全球電動車熱潮之下，由於存在巨大需求缺口，中國內地電池製造商顯然將可乘勢受惠。

5) 康健護理

雖然中國內地製藥業受到 2023 年 7 月的反腐運動所影響，市場已消化許多負面因素（圖 19）。中國政府最近強調推動創新藥物開發和醫療體制改革。國家醫療保障局（國家醫保局）目前正在探索創新藥物在不同生命周期下的分階段價格管理機制，例如在早期階段強調藥物的可及性，在後期階段強調藥物的可負擔性。這有助促進創新藥行業的創新，特別是對於擁有大量在研藥物的製藥公司而言。

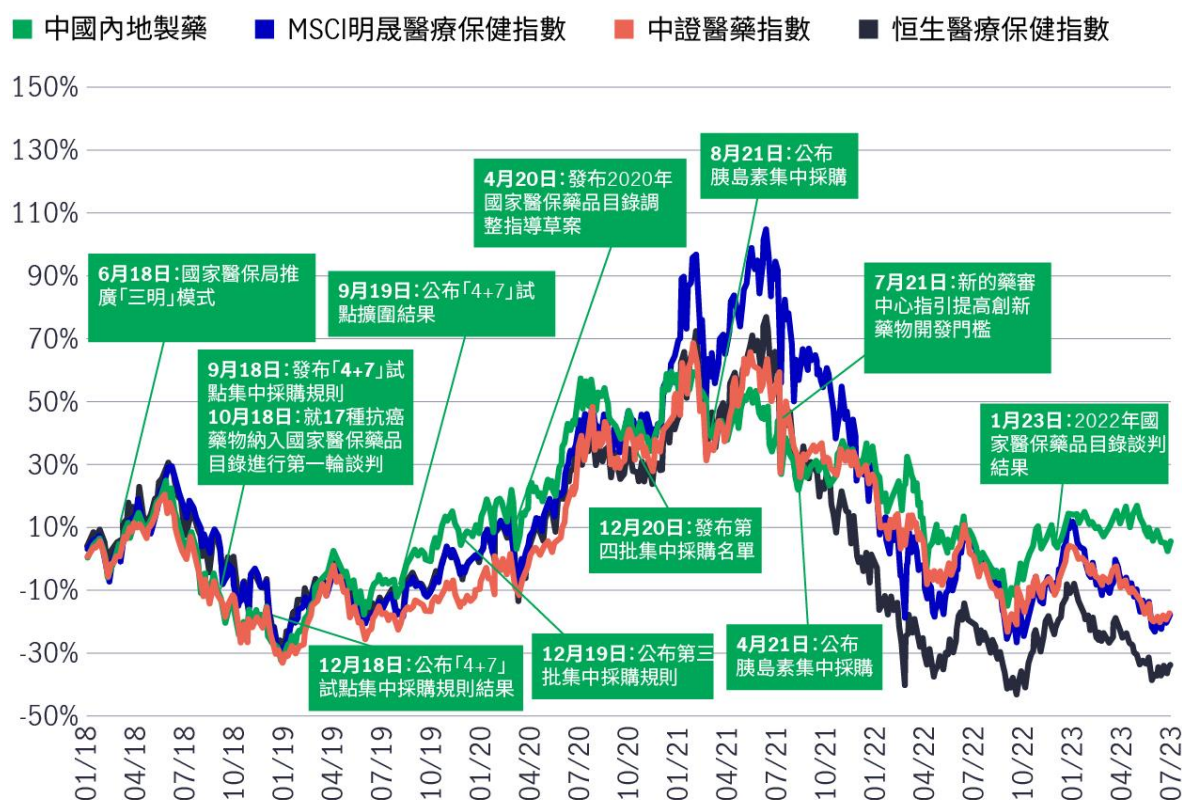
展望 2024 年，我們認為在以下多個因素支持下，製藥業將出現更亮麗的升勢：(1) 中國內地追求創新，涵蓋高科技以至康健護理等範疇；(2) 中國內地生物技術公司擁有豐富的在研藥物；及(3) 隨著利率下降，全球生物技術投資可能回升。

研發項目豐富並致力開拓全球版圖的製藥公司

我們看好(1) 擁有豐富的在研藥物；及(2) 致力開拓全球機遇的製藥公司。其中一些中國內地製藥公司已投入大量研發資金，並擁有豐富的研發項目數量和廣泛的產品組合。

此外，我們看好獲得全球同業特許經營機會的中國內地製藥公司。這其中的某些公司在中國內地、美國和歐洲設有研發中心，擁有超過 100 個創新藥物項目及 900 多個認可知識產權，以及超過 15 項正在研發的腫瘤藥物。部份領先企業亦專注於抗體藥物複合體（ADC），這是下一個開發階段的重點領域。

圖 19：中國內地製藥業



資料來源：摩根士丹利研究，截至 2023 年 7 月 30 日

台灣地區：2024 年有哪些關鍵領域值得關注

邁向 2024 年，我們認為全球科技業的主要動力包括：(1) 人工智能發展持續增長；(2) 全球智能手機市場復甦；及(3) 個人電腦市場復甦。

我們認為以下領域的台灣企業最為受惠：

- 1) 晶圓代工
- 2) 集成電路設計服務
- 3) 伺服器硬件供應鏈
- 4) 網絡交換器

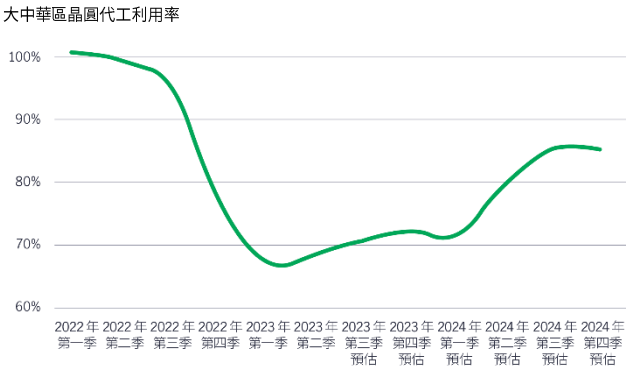
1) 晶圓代工：處於 U 型周期的底部

我們認為消費電子產品復甦以及人工智能發展，可望推動晶圓代工增長。

我們認為半導體周期已擺脫過去四個季度的深度收縮階段（圖 20）。邁向 2024 年，晶圓代工可能受惠於 (1) 不斷增長的本土化趨勢和當地供應商需求增加；及 (2) 人工智能需求，以符合更高階節點的產能需求。

求。收入增長可能來自 (1) 與人工智能相關的半導體供應鏈；及 (2) 伺服器市場復甦。

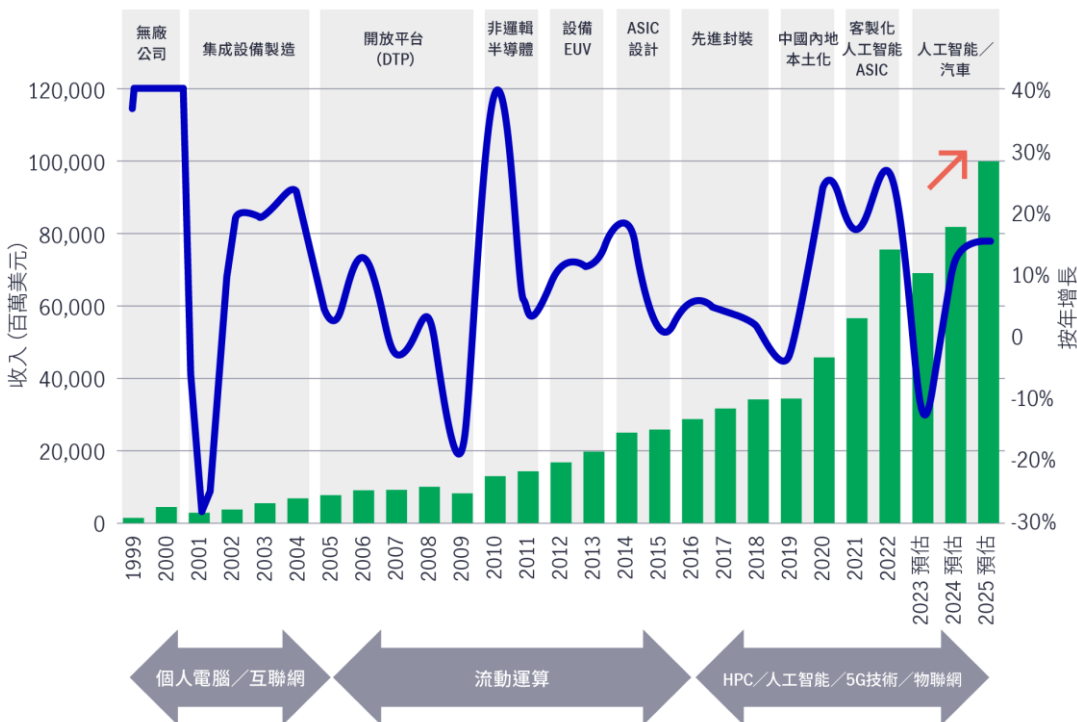
圖 20：邁向 2024 年，晶圓代工利用率呈 U 型復甦



資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 10 月 11 日

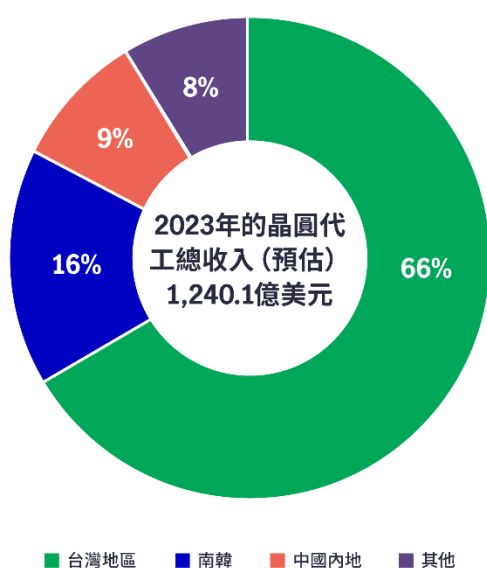
回顧過去的全球科技周期，2001 年至 2005 年期間的科網熱潮主要由個人電腦／互聯網增長帶動；其後在 2006 年至 2016 年期間是由流動運算主導；2016 年至今則是高效能運算（HPC）／人工智能／5G 技術／物聯網的世代（圖 21）。由於台灣地區在亞洲上游半導體行業中具有獨特優勢，人工智能半導體的增長可能成為推動台灣領先半導體公司增長的重要催化劑。

圖 21：台灣一家大型晶圓代工廠的歷史增長趨勢



截至 2023 年 5 月底，台灣公司在晶圓代工方面佔全球 66% 的市場份額（圖 22）。邁向 2024 年，在圖像處理器（GPU）和特定應用集成電路（ASIC）等人工智能邏輯半導體表現強勁、Android 智能手機 SoC 的緊急訂單，以及全球個人電腦市場復甦下對中央處理器（CPU）的需求所推動下，預料台灣的領先晶圓代工廠將在半導體升級周期下引領需求復甦。

圖 22：台灣地區佔全球 66% 的市場份額



資料來源：Trendforce，截至 2023 年 5 月 30 日

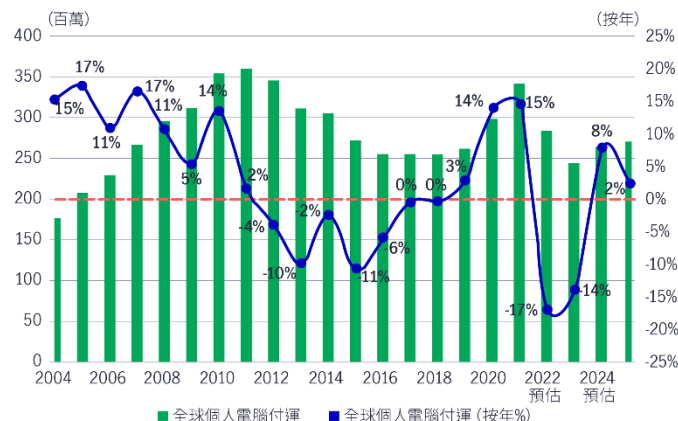
此外，我們認為邏輯半導體現正處於下行周期的低谷，相信庫存問題應可於 2023 年第四季之前大致獲得解決。預計邏輯半導體在 2024 年的收入將按年增加 10% 至 15%。

全球個人電腦市場有望在 2024 年復甦

全球個人電腦市場方面，在重置需求和「Windows 11」更新推動下，預期 2024 年的個人電腦付運將再度回升（圖 23）。隨著「Windows 7」和

「Windows 10」分別在 2023 年和 2025 年停止更新，企業很可能會在未來兩年升級個人電腦設備。

圖 23：全球個人電腦付運增長



資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 11 月 10 日

2) 集成電路設計服務⁶

集成電路設計服務是台灣地區另一個具有顯著增長潛力的行業。集成電路設計服務供應商是提供一站式設計的第三方「顧問」，在晶圓代工的製造過程中協助提供前端／後端設計及管理（圖 24）。

圖 24：集成電路設計服務行業概覽



資料來源：宏利投資管理，截至 2023 年 12 月

一方面，系統公司／無廠公司可能會將其晶片設計和生產工序外判予集成電路設計服務供應商。另一方面，集成電路設計服務供應商會收取(1)非經常性工程（NRE）費用，及(2)量產費用。

⁶ 滙豐報告，2023 年 11 月。

主要客戶寧願將更多集成電路設計和整合製造外判予集成電路設計服務公司，因為外判有助(1)降低營運成本；(2) 獲得嶄新技術，例如先進的晶片封裝及晶粒技術；(3)隨著對知識產權模組的需求不斷提升，有助降低開發集成電路的開發成本。

過去，集成電路設計服務公司專注於消費電子產品市場的 ASIC。隨著時間推移，這些公司已擴大其產品組合至涵蓋人工智能、HPC、工業應用、伺服器、汽車等。

邏輯處理器市場方面，可分為不同類型的邏輯晶片：

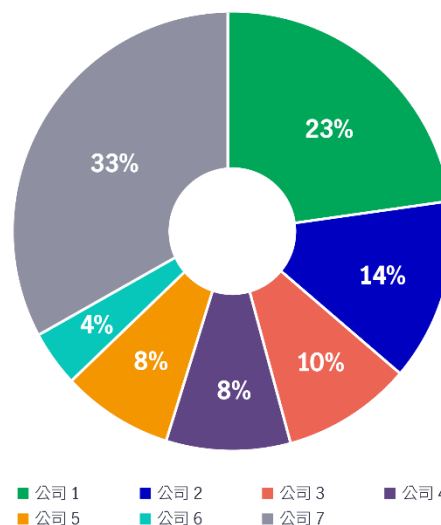
(1) 標準邏輯及(2)專用邏輯。就專用邏輯晶片而言，又可細分為以下幾種主要類型，包括：

- ASIC 是針對單一項目的特定應用而設計的客製化集成電路設計。
- 特定應用標準產品 (ASSP) 涵蓋 CPU 和 GPU 等多重任務晶片類別。
- 現場可程式化邏輯閘陣列 (FPGA)

雖然多任務 GPU 目前主導人工智能晶片市場，但由於 ASIC 能夠以最快和最有效的方式執行單一任務，對於處理數據密集型任務相當實用，故預期市場對 ASIC 的需求增長將高於整體人工智能半導體市場。

競爭格局方面，台灣公司在集成電路設計服務供應商市場中扮演重要角色，因為五大龍頭企業中，有三家來自台灣地區（圖 25）。

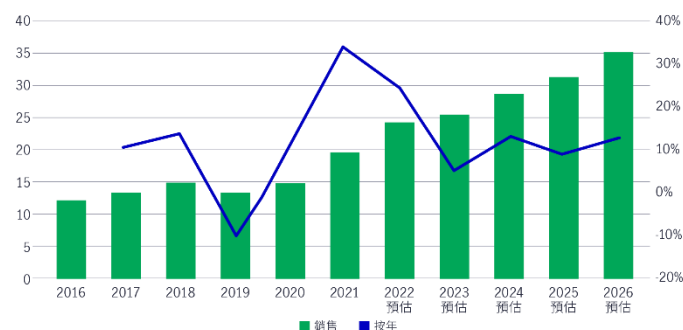
圖 25：五大企業中有三家是台灣公司



資料來源：公司聲明、Omdia、滙豐預估

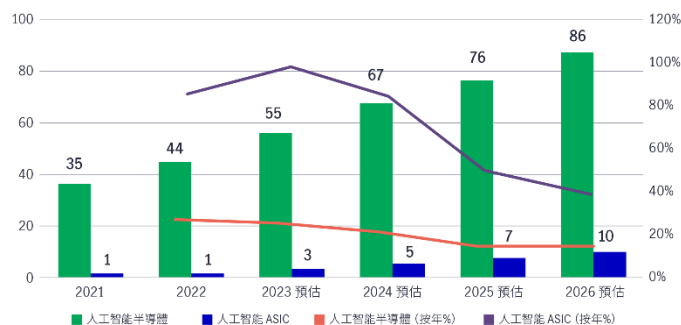
根據滙豐研究，預期全球 ASIC 市場在 2021 年至 2026 年的複合年增長率為 12.4%（圖 26）。基於上述原因，預期當中的人工智能 ASIC 市場的複合年增長率將為 69.2%（圖 27 和圖 28），遠高於整個人工智能半導體市場。總括而言，人工智能發展激增為台灣集成電路設計服務公司提供增長機會，尤其是客製化集成電路市場的公司。

圖 26：預期全球 ASIC 市場在 2021 年至 2026 年的複合年增長率為 12.4%



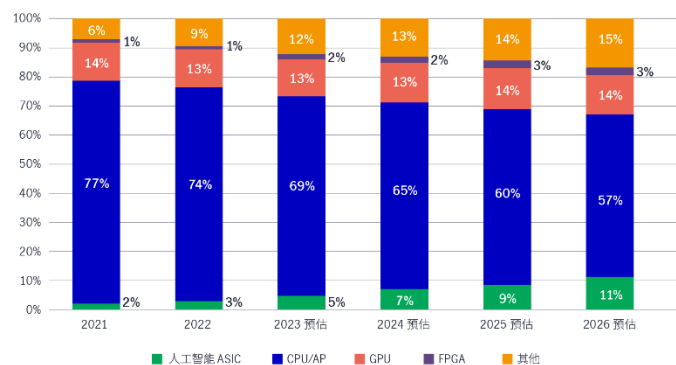
資料來源：滙豐預估

圖 27：預期人工智能 ASIC 市場在 2021 年至 2026 年的複合年增長率為 69.2%



資料來源：Gartner、滙豐預估

圖 28：到 2026 年，人工智能 ASIC 將佔整體人工智能半導體市場的 11%，對比 2022 年為 3%



資料來源：Gartner、滙豐

3) 伺服器硬件供應鏈

除了晶圓代工和集成電路設計服務公司外，伺服器硬件供應鏈也是 2024 年推動台灣地區增長的另一個領域。

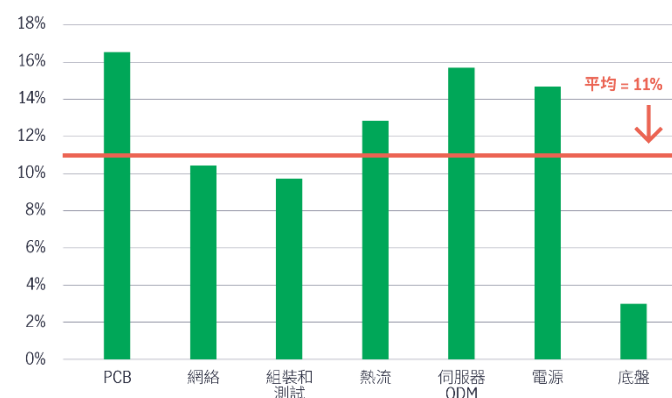
台灣地區有多家大型硬件公司投資於伺服器硬件供應鏈的各個環節，例如伺服器原設計製造商（ODM）、交換器公司及硬件零部件公司。

隨著一般伺服器增長復甦及人工智能伺服器持續走強，我們認為伺服器市場在 2024 年將進一步增長——這兩種伺服器均為推動台灣 ODM 增長的重要催化劑。全球雲端服務供應商和企業正與台灣 ODM 合

作，這些 ODM 擁有強大的研發和工程能力，客製化能力及質素相當高。因此，台灣 ODM 多年來在伺服器主機板製造、伺服器機架／系統解決方案，以及總裝方面的市場份額不斷提升。

長遠來看，綜觀所有零部件業務，人工智能伺服器市場的多個分類行業的增長應為最快，例如印刷電路板（PCB）、伺服器 ODM、網絡等。此外，估計 2024 年美國和中國內地雲端服務供應商（CSP）的人工智能開支佔數據中心總資本開支的比率將保持高企（圖 29）。

圖 29：人工智能伺服器：增長預測（2023 年至 2030 年）：綜觀所有零部件，PCB 和伺服器 ODM 的增長最快



資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 11 月 10 日

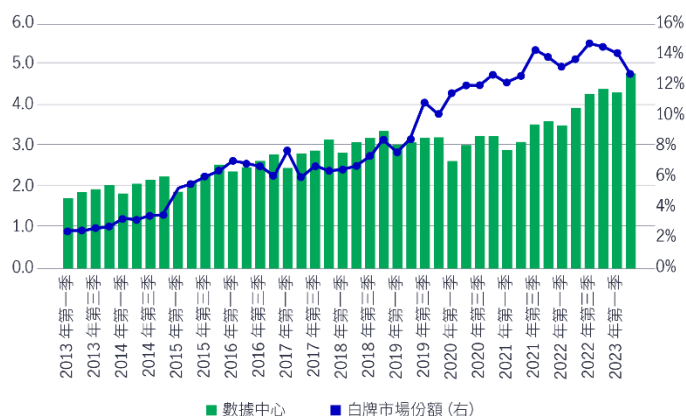
就人工智能伺服器而言，ODM 的附加價值來自提升客製化能力，以應對每個 CSP 的策略／優勢。根據頂級伺服器 ODM 的數據，人工智能伺服器的設計費用比常規伺服器機架高出 2 至 3 倍。伺服器 ODM 的公司同時也是個人電腦／筆記型電腦 ODM 公司。另一方面，由於部分產品重疊，加上與美國主要客戶建立長期合作關係，一些主機板製造商亦進軍伺服器市場。

4) 網絡交換器：持續由 100G 向 400G 遷移

隨著數據中心對運算能力和網絡頻寬的需求增加，網絡交換器的需求亦隨之提升。值得注意的是，由於零部件供應持續改善和企業市場定價下降，白牌交換器的市場份額亦穩步增長（圖 30）。我們預計 400G 交換器需求將回升，隨著雲端服務客戶希望降低成本，未來數年白牌交換器的全球市場份額將持續增加。截至 2023 年第二季，白牌伺服器佔整個伺服器市場的市場份額為 38.4%。

全球白牌交換器供應商寥寥可數。一家台灣白牌交換器公司的市場份額領先（53%），其次是美國公司（40%），以及其他台灣 ODM 兼交換器製造商（5%）。

圖 30：全球數據通訊交換器價值對比白牌交換器價值的市場份額



資料來源：摩根士丹利報告，截至 2023 年 9 月 12 日

總結

邁向 2024 年，中國內地重申經濟穩增長的政策立場。在財政、貨幣和房地產方面提供更多政策支持，應有助穩定經濟，繼而進一步促進家庭收入和消費增長。

此外，我們相信四大趨勢（「4A」）應繼續推動大中華區的增長：

1. **加速 (Acceleration)**：在中國內地的穩增長政策措施下，消費可望進一步改善。
2. **走出去 (Abroad)**：中國內地龍頭企業正走向國外 — 另一個增長引擎！
3. **發展 (Advancement)**：展望 2024 年，預料大中華區（尤其是台灣地區）人工智能供應鏈應繼續強勁增長。
4. **自動化 (Automation)**：中國內地人口呈現老齡²，應可令自動化需求增加。

展望 2024 年，我們看好以下中國內地的增長行業：

(1) 傳統科技；(2) 人工智能；(3) 先進製造；(4) 電動車；(5) 康健護理。台灣地區方面，我們繼續看好可受惠於人工智能發展的科技行業。在 2024 年，我們看好以下科技分類行業：(1) 晶圓代工；(2) 集成電路設計服務；(3) 伺服器硬件供應鏈；及 (4) 網絡交換器。

總括而言，2024 年大中華區的投資機會將日益多元化，需要慎選投資。

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。