



2026 年环球市场展望

跨域均衡布局



## 宏观经济分析

### 放缓中见韧性，AI 与减息成关键支撑

2026 年全球经济将延续自 2022 年以来的放缓态势，尤其在美国关税于 8 月 7 日后力度较此前明显加大的情况下更为显著。美国经济自 2025 年第四季开始出现较明显的下行，并将延续至 2026 年上半年，消费的负面影响将逐步浮现，企业投资亦会放慢；不过，AI 带动的生产力提升在一定程度上可为美国经济提供支撑，预计 2026 年经济增长达 2.2%。

欧元区将维持温和增长，德国在财政扩张下经济改善将尤为明显；日本经济由内需推动的力量增强，财政刺激亦成为额外助力；中国则在 2025 年于贸易保护主义环境下显示一定韧性。随着美国通胀预期风险逐步回落及劳动市场风险上升，联储局已于 2025 年 9 月开始减息，2025 年累计减息 75 个基点。预料 2026 年仍会再减息 50 至 75 个基点。

### AI 降本增效，推动盈利增长

美股方面，AI 提升生产力、降低成本，使企业利润保持稳健的趋势仍可持续，预计 2026 年标普 500 盈利按年增长 13.55%；惟因风险溢价可能上升，估值难再进一步扩张，年底目标价看 7,650 点。走势上，第一季或仍反映风险下行，第二季有望企稳回升，并于第四季、特别是期中选举前后，出现较明显升幅。板块配置方面，AI 主题仍看好核心科技、半导体、受惠用电需求增加的公用事业、因先进制造投资升温而受惠的机械设备，以及工业 REITs。非 AI 板块则看好军费占比提升下的航天与国防、因关税而受惠的制药股，以及受惠于投行业务活跃的资本市场类别。

### 优先选择国债及高投资评级企业债

债券配置方面，美国经济转弱及联储局减息将带动美国国债利率回落，预期 10 年期美债孳息率于第二季回落至 3.5%-3.7%。建议 2026 年上半年可配置美国国债或较高评级的投资级企业债，下半年则可随政策利率及经济见底，逐步转向非投资级企业债。

## 中国宏观经济

去年美国和多国达成贸易协议，和中国也停战一年，全球贸易风险回落，市场未有大幅上调全球的经济增长。市场预期中国经济今年跟随外围转弱，2026 全年中国 GDP 实质增长略为放缓至 4.6%。潜在上调 GDP 增长的原因包括：一) 贸易政策可见性提升，预计厂商把握窗口对外出口，同时减少生产线对外转移；二)「国潮」将降低对进口消费品的需求，加强本土供应链。潜在下调 GDP 的原因包括：一) 中央推动消费力度减弱，补贴金额显著缩减；二) 中美贸易战重启，贸易风险降低出口；三) 能源价格急升，增加进口及生产成本。

### 核心通胀温和上升，消费成增长引擎

去年中国核心通胀广泛企稳甚至出现上行趋势，按年升幅升至 12 月的 1.2%，通缩问题在去年第 4 季起逐渐改善，整体通胀 12 月份按年升 0.8%。然而，目前越贴近原材料生产(上游)通缩压力仍存，生产者价格(PPI)12 月份按年跌 1.9%，而且已处于负值接近 3 年，原材料及矿业的价格下行压力更显著。上游成本下降但下游价格上升，有助转化成企业利润空间，过去 PPI 和 CPI 差距有利工业利润温和增长，预期差距将继续成为企业利润来源之一。

内需为中国经济增长的核心引擎，消费持续贡献 GDP 增长超过 50%。现时食品、能源等必需品价格维持通缩范围，2025 年股市上涨带动财富增长，预期今年居民将所得投放在消费中。「消费品以旧换新」政策推动零售销售增长，政策取得成果但效力已过，2025 年下半年零售销售增长率放缓。现时中国经济并非过热，通胀增长温和，中央政府仍有空间刺激经济。而且，内需是「十五五」及中央经济会议对于今年的规划发展重点，预计今年中央将推出支持消费政策，考虑到去年已扩展补贴范围，今年商品类别仅小幅增加(例如是涵盖体育及文娱用品)，补贴金额同样有望小幅提升。

## 金融市场风险偏好提升

现时国内资金更愿意投资在风险资产之中，M1 增速加快，M1 和 M2 同步增速但差距收窄，市场倾向保持流动性，为资本市场提供了潜在增量资金。同时，中国 10 年期政府债券收益率从低位回升，显示资金离开相对保守的定息资产。然而，即使国债收益率从历史低位回升近 30 基点，潜在回报仍然有限，现时 10 年期国债收益率为 1.86%，而 1 年期及 3 个月期的定期存款分别约为 1.5% 和 1.1%，长期而言属于偏低水平。中国目前以宽松政策为主轴，短期内低风险定息资产回报难以大幅提升，中国储蓄率在全球之中偏高，预计将促使资金寻找较高的回报。

具体行业方面，银行和保险业展现出筑底回升的迹象，银行业的净息差(NIM)按年率已触底反弹，不良贷款率亦有所回落。银行贷款正从房地产开发领域，明显转向工业发展，以支持实体经济升级。六家国有银行的盈利增长受惠于服务费收入的推动，整体基本面趋于稳健。保险业方面，内地主要寿险公司的新业务价值自 2022 年起，已连续两年反弹，我们认为这确认触底回升。

## 反内卷面对更大挑战

中国在 2012 至 2016 年间，PPI 维持负值，当时政府提出「供给侧」改革，化解过剩产能及提高价格。现时 PPI 已维持弱势接近 3 年，因此「产能过剩」及「反内卷」政策持续是市场焦点。

由于反内卷涉及整合企业和低效公司退市，和 2015 年相比，现时中央政府要化解「产能过剩」问题将面对更大挑战性：一)现时 PPI 通缩问题涉及更多中下游的私人企业，而 2015 年 PPI 通缩主要集中在上游(原材料)国有企业，中央对下游企业的影响力不及上游国企般直接；二)现时中国劳动力市场较疲弱，失业率较当时高出约一个百分点，「稳就业」重要性大幅提高，中央需要在「稳就业」和「反内卷」之间取得平衡。

除了可能冲击就业之外，反内卷以及提升出厂价格对企业利润构成压力，中央推行反内卷更需要在各方面取舍，我们预期本轮行业整合所需时间较长，对于利润及经济的压力可控。

## 新质生产力

展望 2026 年，中国宏观投资的核心叙事将确立于『新质生产力』对房地产与旧基建的替代效应，使其正式成为驱动经济增长与吸引流动性的新动力。

在具体路径上，数字基础设施将构筑新经济的物理底座，这不仅支撑 AI 算法的迭代，更将为具身智能的爆发提供关键算力；我们预期，人形机器人产业将于 2026 年迎来量产与商业化落地的『iPhone 时刻』。与此同时，以生物制药与创新药为核心的产业集群，将构成国产技术『出海』的重要引擎。值得注意的是，上述投资逻辑均需叠加供应链安全的过滤器。在逆全球化博弈加剧的背景下，我们认为唯有掌握核心技术主权、能实现『自主可控』的行业龙头，方能在结构性行情中享有最高的安全边际与估值溢价。

## 恒指 2026 展望

### 2026 年恒指目标价 30,000 点

历史数据显示，中港股市和美元走势成负相关，我们预期联储局减息，将推动美元偏弱及资金流入非美股市，有利中港股市走势。另外，中港股市和环球其他成熟市场的回报相关性较低，这有助分散组合风险。

我们预计，2026 年初市场可能持续 2025 年第四季的市场盘整趋势而转向价值投资；相反，我们预计一旦市场稳定、信心恢复，加上两会可能推出政策支持，市场将转向风险偏好型投资。因此，我们预期恒生指数将呈现看涨态势，基于预期市盈率上修至 13.5 倍的和 8% 的盈利增长率，将恒生指数 2026 年底的目标价设定为 30,000 点，这意味着截至 2026 年 1 月 9 日的收盘价，该指数有 14% 的上涨空间。我们预期整体营收将年增 6.4%，约我们预测的中国 GDP 增长率 4.6% 的

1.4 倍。我们认为，人工智能/科技进步、反内卷改革和消费支出将继续推动中国经济的关键发展，这些因素将有助于支撑整体营收增长。此外，在政府反内卷改革的推动下，生产者物价指数(PPI)可望进一步向好，我们预测利润率将逐步恢复，净利润将年增约 8%。

图 1: 恒生指数



资料: 彭博, 凯基整理, 截至 2026 年 1 月 9 日

## 行业短评

行业	评级	短评
工业	增持	<ul style="list-style-type: none"> <li>中国第十五个五年计划(2026-2030)将科技自主化和产业现代化作为战略重心，在先进制造中的半导体板块方面，中国 AI 芯片产能预计在 2026 年能达倍数计增长，但是仍会集中于成熟制程上，全球占比将继续上升。</li> <li>中国已将「具身智能」列为「十五五」规划的未来产业，这为行业提供了长达五年的高确定性政策支持。我们预期 2026 年的首批量产将优先投入工业制造和仓储物流，工业机器人正变得更小型、更智能，并与人类更紧密协作，机器人灵巧性、计算器视觉和人机交互的改进使应用场景更具吸引力。</li> </ul>
互联网	增持	<ul style="list-style-type: none"> <li>在 DeepSeek 于 2025 年以极致成本优势横空出世后，中国 AI 产业已进入开源模型全球扩张的加速阶段。国产大模型在推理性能逼近甚至局部超越海外闭源旗舰的同时，训练与推理成本仅为后者的 10-20%，并通过完全开源权重与宽松许可，快速渗透全球开发者与企业级应用生态。</li> <li>中国 AI 产业链正在加速完善。上游包括算力基础设施(芯片、数据中心)、算法框架和数据资源；中游聚焦大模型研发和训练；下游涵盖游戏、办公、传媒影视、医疗、金融、电商、工业等多元应用场景。</li> </ul>

行业	评级	短评
原材料	增持	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2026 年锂行业最糟糕的时期已过，价格自低点显著反弹。需求端将由储能系统强劲增长推动。尽管供应端重启可能限制价格上行空间，但持续的去库存趋势显示供需结构改善，行业正重回由需求主导的复苏轨道。</li> <li>● 预期 2026 年多晶硅价格或继续回稳，在经过两年的产能调整，加上政府推动的「反内卷」政策，多晶硅供应也随之减少。</li> <li>● 而光伏玻璃在 2026 年则进入产能出清后的筑底期，光伏玻璃价将受益于政府严格限制新增产能，行业壁垒进一步推高，行业集中度会越见明显。</li> <li>● 尽管房地产建筑需求疲软，但电动车与电网等能源转型板块展现强劲韧性。市场正提前消化 2027 年后的结构性短缺预期，加上「十五五」规划带来的产能天花板与供给纪律，预计铝价继续稳步上扬。</li> </ul>
金融	增持	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 进入 2026 年后，多数国内银行预计新增贷款金额与 2025 年大致持平，高基数下导致同比增速回落。六大国有银行普遍预期 2026 年贷款同比增速放缓。整体不良贷款率趋于稳定，但在内地楼市尚未待反弹下，房地产开发商贷款与非按揭类零售贷款不良率仍面临上升压力。</li> <li>● 在 2023 年第三季经历最剧烈的按季收缩后，我们观察到六大国有银行的净息差(NIM)的下行压力似有缓解。尽管 2025 年 NIM 仍持续面对收窄趋势，但后续数次的收缩已逐次减弱，显示最坏的季度冲击可能已经过去。</li> <li>● 中国寿险公司预期在今年都能继续享受快速的保险销售动能，驱动因素，来自于家庭财富重新配置带来的持续结构性机会。在现时存款利率处于极低水平下，同时市场正在经历中国资产重估的时期，在低利率水平及资本市场逐步造好的背景下，分红险受市场追捧。</li> </ul>
医疗保健	增持	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 创新药：具备国内外发展潜力。国内受中央支持推动创新药商业化政策，支持新药纳入商业化保险中，提升创新药市场消纳，提升药企投资意欲。国外则由持续推动对外授权、与海外企业合作研发等等的方式推动新药出海。属于中国高技术出口行业之一。</li> <li>● 药物外包(CXO)：目前已于参议院通过的修订版生物安全法案已不再将单独点名具体公司及设立数年缓冲期等，被市场认为减辣版生物安全法案。</li> <li>● 整体上，美国法案权力减低，中国继续位于全球生物科技领先地位，近月相关股回调将为 2026 年提供良好入市机会。</li> </ul>
公用事业	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 火电：动力煤经历了四年煤价回调后，于 2025 年中现反弹。虽然，火电持续为用电高峰时的「压舱石」，但预期发电成本将维持相对水平或微涨，盈利增长或放缓。</li> <li>● 新能源：中央再将减碳列入「十五五」规划当中，并且全面实施「碳排放双控」，以碳排放为约束性指标，而非过去的以能源消纳为约束性指标，将有利于新能源的消纳情况。将有助于加强新能源投资的信心，例如海上风力发电。</li> </ul>
电信	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国新增移动电话及宽带接入用户数增长已达到低单位数的稳定增长，反映通讯设备市场已成熟，以及演变成生活必须品及极高的用户黏性，可为电讯商带来稳定现金流。</li> <li>● 在云服务方面，中国公有云服务持续快速增长，IDC 预期中国 IaaS 将会由生成式 AI IaaS 服务为主要增长驱动力，云业务增长动力值得留意，惟对于三大电讯业短期影响力有限。</li> <li>● 可吸引注重现金流派息投资者，惟对于较为进取的投资者由于 AI 对于电讯商短期激励作用有限，或有机会表现落后。</li> </ul>

行业	评级	短评
消费	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 随着中国房价及经济情况回稳，率先释放高收入群组消费力，有利于高端奢侈品的消费复苏；但另一方面，在过去一年受惠于消费补贴的行业，今年需要考虑高基数问题。</li> <li>● 中央将促进内需于「十五五」规划中，放在较重要的第三位及今年中国经济发展目标的主要位置，但我们认为即使今年持续发放消费补贴，惟补贴金额增幅料将较 2025 年计划有所缩减，按年正面激励效应有限。</li> <li>● 而消费者信心指数来看，虽然指数料已见底，但复苏进程缓慢，进入 2026 年料消费类别表现将更分化。</li> </ul>
房地产	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 在香港，我们看好住宅物业，该物业已于 2025 年触底反弹，价格和交易量均有所增长。过去两年租金增长超过 20%，加上强劲的租金收益率以及减息周期可能带来的正收益扩大，我们预计 2026 年香港住宅市场的投资需求和终端用户需求将进一步改善。随着办公室和零售市场信心的回升和基本面的改善，商业地产(CRE)的过剩压力正在缓解。</li> <li>● 我们更倾向于资产负债表稳健且股息率稳定的香港开发商，例如信和置地。</li> <li>● 中国住宅市场已于 2025 年下半年开始稳定。然而，由于财富效应和消费者信心仍在恢复中，我们预计住宅价格不会大幅上涨，住宅开发商的收益也不会有显著增长。</li> <li>● 我们认为，像华润万象这样的物业管理公司凭借其轻资产的商业模式优势，是投资中国商业地产领域的最佳途径之一。此外，华润万象庞大的购物中心组合也提供了进一步提升营运效率的机会。</li> </ul>
能源	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2026 年原油市场前景依然喜忧参半，供应增长抵销了强劲的需求增长，导致供需平衡可能出现过剩。国际能源总署(IEA)预计，2026 年市场供应将比 2025 年高出 410 万桶/日，而 2025 年预计为 240 万桶/日。我们预计 2026 年油价将保持稳定。上行风险主要来自地缘政治及来自俄罗斯/伊朗的供应中断；下行风险主要来自欧佩克+减产协议的执行情况。</li> <li>● 受强劲的需求、出口和石化产品需求增长的支撑，预计中国炼油利润率将保持稳定或略微为正。</li> <li>● 石化产品需求将逐步复苏，但整体产能利用率仍较低，短期内价差难以恢复。上行风险主要来自产能削减的进展。</li> <li>● 煤炭供应充足将持续抑制煤炭价格至 2026 年，影响煤炭生产商的盈利。</li> </ul>
科技/硬件	中性	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国科技硬件的主要增长动力依然是人工智能，对云端服务器和内存硬件的需求不断增长。尽管美国出口管制也影响了芯片供应，但我们看到中国政府支持芯片供应链，推动技术进步。政府的目标是大型计算机、通讯设备和其他电子设备制造商的工业产值增长 7%。</li> <li>● iPhone 供应链可能会受益于规格升级，尤其是潜在的新 iPhone 升级周期和可折叠手机的规格。苹果未来几年的升级路线图清晰明确，因此需求可能更具韧性。</li> <li>● 在通讯设备领域，摄影机模块将受益于设备端人工智能技术对更高规格摄影机模块的需求，以及自动驾驶领域需求的增长。</li> <li>● 由于美国芯片出口受到限制，半导体设备仍然是我们关注的重点产业。然而，该行业估值过高，使我们无法更加乐观。</li> </ul>

行业	评级	短评
交通	减持	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>快递</b>：反垄断措施有助于改善物流生态系统，但可能需要一段时间才能解决。消费者支出模式的变化推动了快递需求，而在线购物需求也为其实现提供了支撑。物流公司正在调整策略，透过产品组合的高端化来提升平均售价和利润率。</li> <li><b>航空</b>：该产业面临票价压力和燃油成本上涨的挑战。此外，在 2025 年下半年表现良好之后，其估值吸引力已下降。然而，随着旅行需求的改善，预计中国航空公司在 2026 年的盈利能力将略有提升。</li> <li><b>航运</b>：美国大幅削减关税带来的短期利多推动了出口和运费上涨，但长期贸易谈判仍存在不确定性。由于目前干散货运费处于一年来的最高水平，2026 年的基数效应可能较大。数据显示，海港外贸量增长速度年比持续放缓。</li> </ul>

## 首选个股名单

个股	目标价	短评
工业		
小鹏汽车 (9868)	HK\$ 98	<ul style="list-style-type: none"> <li>小鹏计划 2026 年推出 7 款新车，藉引入增程车型拓展中国北方及内陆市场。配合海外市场至少 3 款新车上市，预计将显著推升全球交付量。</li> <li>公司自研的 VLA 2.0 架构及芯片获大众汽车采用，技术授权收入显著增长并将持续扩大。</li> <li>机器人预计 2026 年底量产，利用车端 AI 数据优势开拓导览及零售等商用场景。</li> </ul>
互联网		
腾讯控股 (700)	HK\$ 700	<ul style="list-style-type: none"> <li>我们看好腾讯生态系统，它有助于掌握中国行动互联网增长的巨大潜力，并在技术机会和进步中实现利润。该公司可以利用其用户黏性强且整合度高的社交行动网络平台，拓展其核心业务，包括游戏(增值服务)、广告(在线广告)和金融科技支付(FBS)。</li> <li>展望未来，我们看到游戏业务前景广阔，其递延营收在 2026 年预期中展现出强劲的营收可见度。广告业务也随着 AIM+ 广告活动的用户参与度提升而重回增长轨道，2025 年第三季在线广告营收年增 21%。随着商业支付和贷款业务的增长以及小商城业务量的增加，FBS 业务预计将温和增长。</li> <li>提升各平台的 AI 能力将带来显著的利润回报，AI 代理的开发还可以与内容生态系统整合，进而为使用者提升效率。</li> </ul>
阿里巴巴 (9988)	HK\$ 180	<ul style="list-style-type: none"> <li>云智能业务需求强劲，外部客户选用 AI 占比持续提升，管理层指目前「供不应求」的局面将持续 2 至 3 年，公司将会持续加投资规模。</li> <li>针对中国电商业务，实时零售策略将转向以「效率优化」，减少单位亏损情况，有助缓和盈利拖累。</li> </ul>

个股	目标价	短评
原材料		
中国宏桥 (1378)	HK\$ 40	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 国务院方案推动铝材高端应用并淘汰落后产能，为行业带来政策催化。供应收紧加上库存下降，有助为铝业盈利带来上修空间。</li> <li>● 宏桥产品结构紧贴新能源车等高增长领域，其绿色转型更响应国策，有望直接受惠于铝合金单价(ASP)的提升。</li> </ul>
金融业		
友邦保险 (1299)	HK\$ 102	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 友邦主动下调中国资产长期回报假设，尤其是将 10 年期政府债券的长期收益率假设从 3.5%大幅调低至 2.7%。此一保守假设在 2025 年的中期业绩中亦未作调整，突显其过份保守立场。</li> <li>● 此假设被视为过低，未反映 2025 年中国经济复苏及中港股重估因素。保守预期为 2026 年新业务价值 (NBV) 增长营造低基数，目前市场共识对中国市场 NBV 仅 9.4% 的增长预测显然偏低，未来存在向上修订的空间。</li> </ul>
中国平安 (2318)	HK\$ 80	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国平安投资于股票市场的积极性及占比，较其他中国保险企业为高，在中国资产被市场重估时期，预期将可率先受惠。</li> <li>● 公司持续推动多渠道发展，预料银保渠道将持续成为推动增长的主力军，同时新业务价值率持续上升，体现了「质」及「量」的提升。</li> </ul>
招商银行 (3968)	HK\$ 56.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中经会将「内需主导」列为首要任务，重点提振消费并清理相关限制，消费金融将成为今年核心增长点。招商银行作为「零售之王」，凭借优质客群与领先的数字化营运，最能有效捕捉政策红利，带动零售信贷业务实现突破。</li> <li>● 预期今年人民币兑美元将持续转强，有利于资金流入及优化货币政策空间。随着前期减息影响逐步消化，加上银行负债端成本优化，预期招行的净息差 (NIM) 跌幅有望收窄，推动盈利前景从受压转向修复，提升投资吸引力。</li> </ul>
医疗保健		
康方生物 (9926)	HK\$ 178	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公司持续推进其药物知识产权的对外授权。其依达方(AK112)的疗效优于全球最畅销的免疫疗法药物。凭借其双特异性，市场对其销售前景持乐观态度。</li> <li>● 康方生物有 50 多项自主研发创新候选药，截至目前，公司已有 24 个产品在全球开展临床研究。今年市场或会关注莱法利单抗 AK117 (CD47 单抗) 的三期临床数据，有望突破市场 CD47 靶点的难题。</li> </ul>
消费		
泡泡玛特 (9992)	HK\$ 292	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 股价受压主因市场忧虑 LABUBU 二手价下跌。我们认为市场已过度反应：二手价回落实为官方补货、迫使投机者退场的健康调整。一手销售依旧强劲，LABUBU 增产十倍仍迅速售罄，足证真实需求正吸收投机份额。</li> <li>● 市场亦忧虑收入集中，但数据显示 The Monster 系列占比约 35%，其余七个 IP 亦平均占 10%。更重要是，这些 IP 组合均展现出强劲增长动力。</li> <li>● 索尼影业已获得 LABUBU 的电影改编权，并计划将其拍成电影，预期有助推动 LABUBU 的 IP 在全球的知名度。</li> </ul>

个股	目标价	短评
腾讯音乐 (1698)	HK\$ 90	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 公司透过多层级会员及 SVIP 服务，配合独家版权内容，有效提升付费率及每用户平均收入。</li> <li>● 积极拓展线下演唱会及粉丝活动，以演出与周边商品销售，驱动非订阅业务收入强劲增长，从而创造有别于传统音乐串流平台的单一业务。</li> <li>● 结合在线权益与线下活动，利用独家内容与生态优势，打造差异化体验并巩固用户黏性。</li> </ul>
房地产		
信和置业 (83)	HK\$ 13	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 受惠于：1)香港住宅市场复苏，未来项目储备充足；2)中国海外直接投资(OFDI)流入。</li> <li>● 审慎的管理策略帮助公司实现了稳健的资产负债表，拥有大量净现金。因此，公司有可能提高股东回报，或选择以当前较低的估值收购土地储备。</li> <li>● 净现金部位达 455 亿港元，与市值相当，相当于少数股东的持股比例。</li> </ul>

## 收益类别选择

个股	目标价	短评
电讯		
中国移动 (941)	HK\$ 98	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国移动的电信服务凭借庞大的用户基数，产生稳定的现金流，使其具备强大的防御能力。公司超过 75% 的股息支付率，为追求收益的投资者提供了可观的收益率。凭借稳健的基本面和清晰的股东回报政策，中国移动仍然是防御型投资组合的核心持股。</li> <li>● 公司的策略与国家人工智能策略相契合：(1) 到 2028 年，将总投资翻一番，打造中国最大的智慧运算基础设施。(2) 建立联盟，共同开发及分享数据及算法资源，加速人工智能在各产业的应用。根据「十五五」规划，中国移动预计在人工智能基础设施建设中扮演供货商、整合商和营运商的角色。</li> </ul>
公用事业		
华润电力 (836)	HK\$ 22	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 我们认为华润电力近期有两个主要驱动因素：1) 煤电业务带来的强劲现金流；2) 新增能源装置容量预计将增长近 30%，远超同行，进而提升投资回报率(ROIC)。</li> <li>● 从长远来看，中国电力需求可能因电气化、人工智能数据中心和基础设施建设以及出口量增加而增长。</li> <li>● 强劲的利润增长和现金流支撑了股息率(约 5.6%)和估值。主要风险在于煤炭价格的上涨压力，而煤炭价格目前处于低点。</li> </ul>

个股	目标价	短评
中电控股 (2)	HK\$ 74	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中电集团的核心香港业务属于防御型业务，现金流强劲。根据与政府签订的管控协议，中电集团从其受监管资产中获得 8% 的回报。该框架锁定了核心收益，并使其免受激烈的市场竞争影响。中电集团拥有稳健的经营现金流，为其长期以来稳步派息的股息政策提供了支持—每季派息，且历史上从未削减过股息。</li> <li>● 公司正在推行两项长期增长策略 - 区域多元化和能源转型。除香港外，其投资组合还涵盖澳洲、中国内地、印度和东南亚，有助于降低集中风险，同时满足亚太地区不断增长的能源需求。至关重要的是，全球能源向脱碳转型提供了结构性机遇，而中国内地和澳洲则被视为关键的增长引擎。</li> </ul>

## 台湾市场

### AI 供应链保持高速增长

相较于 2000 年科网泡沫期间近五年的大牛市，本轮由 AI 推动的升势至今仅约三年，显示现阶段仍属中段行情，2026 年有望延续多头格局。虽然 AI 投资热潮看似迅猛，但回顾过去百年几次重大技术革命 - 如铁路、汽车、电力及信息科技 - 其资本开支高峰占 GDP 比重可高达 2% 至 3%；目前生成式 AI 相关投资占比仅约 0.8%，反映增长周期仍处于较早阶段。尽管 AI 概念股估值偏高，但在强劲基本面支持下，台湾 AI 供应链的 PEG 普遍仍低于一倍。

我们预测 AI 供应链在 2026 年的整体盈余有望增长 21%，延续 2024 年及 2025 年分别达 35% 与 43% 的高增速。AI 股对台股整体盈余的贡献度已突破六成，随着 AI 军备竞赛持续推进，台股 2026 年盈余增速预料将由 2025 年的 14% 扩大至 20%。虽然 AI 基建仍由大型云端服务商主导，但新创企业及主权 AI 的积极投入，使订单结构更趋多元及稳定。

然而，纵使 AI 浪潮有望支撑 2026 年牛市延续，市场波动亦同步升温，主因包括：(1) 累积升幅大、估值逼近上限；(2) 美国期中选举带来政策及政治不确定性；(3) 联储局减息节奏存变数。预料台股或再现「微笑曲线」走势：第一季延续升势；第二至第三季出现健康调整；第四季行情再度回暖。

展望 2026 年，投资焦点将围绕两大主轴。其一，AI 供应链规格升级有望带动产业迈入新一轮增长周期，受惠板块包括晶圆代工、GPU 与 ASIC、高阶封装 (CoWoS)、测试接口、内存、ODM、散热、CCL、ABF、PCB、交换器及电源等关键零组件，反映 AI 运算需求持续扩张及 GPU 平台升级动能强劲。其二，多元主题及防御性配置亦不容忽视，包括折迭 iPhone 与智能穿戴装置带动的消费电子创新，以及具备刚性内需与稳定高息特色的目标，为投资组合提供兼具增长与收益的平衡策略。整体而言，2026 年的投资部署宜同时兼顾高增长动能及抗波动能力，以应对市场可能出现的起伏。

## 新加坡市场

### 2026 年将有多重利好因素

2025 年前三季新加坡整体经济表现优于预期。这主要是由于美国调整了其互惠关税政策，并与主要贸易伙伴达成协议，从而缓解了全球贸易紧张局势。制造业、批发贸易以及金融保险业仍然是新加坡经济的增长支柱，各领域均录得可观增长。特别值得一提的是，在电子、交通工程及生物医药制造集群的推动下，制造业增长尤为强劲。全年展望保持乐观，预计这股增长势头将持续至年底。

展望未来，2026 年的全球经济前景显示，包括中国和欧元区在内的新加坡大多数主要贸易伙伴的 GDP 增长将放缓。这主要是受到美国关税的影响，进而抑制了对东南亚出口产品的需求；不过，受惠于人工智能的投资，美国的经济增长预计将继续保持韧性。因此，新加坡的外向型行业(特别是制造业和贸易相关服务)预计扩张速度将比 2025 年缓慢。虽然电子及

相关行业将受益于 AI 需求，但部分精密工程和生物医药的国内产量可能会放缓。此外，建筑业预计将会增长，但面向消费者的行业则可能持续低迷。然而，相对较低的利率和持续的政府支持将缓冲经济放缓的影响，且资本市场仍将受益于上行重估的催化剂。

## 经济概况

**GDP：**2025 年第三季，新加坡 GDP 按年增长 4.2%，超越 2.9% 的初步预估值并优于市场预期，延续了第二季 4.7% 的增长势头。按季经季节性调整后，GDP 增长 2.4%，高于前一季的 1.7%。强劲的表现主要由制造业推动，该行业扩张 5.0%，受惠于全球对 AI 相关半导体、服务器以及高价值生物医药产品需求的激增。批发贸易增长 3.9%，得益于机械、设备和供应品中电子相关贸易量的强劲表现。金融与保险业增长 4.6%，主要受惠于银行活动增强、净费用和佣金收入增加，以及区域内支付交易量上升的提振。相较之下，建筑业增长 3.6%，较之前的 6.2% 有所放缓；同时，部分贸易相关服务的增长动能也较早期因关税不确定性所驱动的提前出货现象有所减弱。尽管如此，信息通信和专业服务等外向型服务业，仍持续受惠于全球 AI 驱动的投资及更强劲的区域贸易流。新加坡贸工部(MTI)已将 2025 年的增长预测，从先前的 1.5% 至 2.5% 区间，上调至 4% 左右，理由是全球经济状况的韧性超出预期。中国和越南的出口增长保持强劲，且该地区的 AI 相关半导体出口在 2025 年第三季表现突出。贸工部同时预测，由于美国关税的影响将在今年变得更加显著，2026 年的 GDP 增长预计为 1% 至 3%。

**CPI：**10 月份，新加坡核心通胀按年急升至 1.2%，高于 9 月份的 0.4%，创下 2025 年至今的最高读数。新加坡金融管理局(MAS)与贸工部将此增长归因于医疗保险、医疗服务、食品和零售商品价格上涨，以及电力和天然气价格跌幅的收窄。服务通胀跃升至 1.8%，反映医疗相关成本和假日开支增幅加快，而食品通胀微升至 1.2%；私人交通通胀因汽车价格涨幅加大而上升至 3.8%，住宿通胀则轻微放缓至 0.3%。按月计算，核心消费者物价指数增长 0.5%，整体消费者物价指数则保持不变。MAS 和 MTI 指出，尽管预计 2026 年全球原油价格下跌速度将放缓，且区域通胀在去年的疲弱之后开始回升，但新加坡的进口成本在未来几个月应会继续下降，尽管步伐会更加缓慢。在国内，先前暂时抑制通胀的行政因素预计将延续减弱，而随着生产力正常化，单位劳动力成本的增长预计会上升；私人消费需求也可能保持稳定。反映这些动态，MAS 预计 2025 年核心通胀平均约为 0.5%，随后在 2026 年升至 0.5% 至 1.5% 之间；整体消费者物价指数预计在 2025 年平均为 0.5% 至 1.0%，2026 年平均为 0.5% 至 1.5%。MAS 强调通胀前景仍存在不确定性，全球供应冲击和地缘政治紧张局势可能会突然推高进口成本，而全球需求弱于预期则可能更快地抑制通胀。因此，MAS 维持其新元名义有效汇率适度、循序渐进的升值路径，强调采取平衡但谨慎的政策立场。

**劳动力市场：**2025 年第三季，总就业人数增加 24,800 人，高于第二季的 10,400 人和 2024 年第三季的 22,300 人。该季度的居民失业率为 2.8%，而 9 月份的总体失业率则稳定保持在 2.0%。就业增长主要由制造业和建筑业的非居民就业人数增长带动，录得自 2022 年下半年以来最大的季度增幅。裁员人数较上一季度轻微下降，从 3,540 人降至 3,500 人。人力部预计，在建筑业和内向型服务业持续扩张的支撑下，就业增长将保持正向，但在各行业间将会不均。然而，由于贸易政策的不确定性及外部需求疲软，外向型行业的招聘情绪可能会趋于疲软。由于企业保持谨慎，工资增长预计将会放缓，而计划加薪的雇主的比例有所下降，尤其是在金融和信息服务业。

**固定资产投资：**在 2024 年，新加坡获得了 135 亿新元的固定资产投资承诺，同比增长 6.3%，高于 2023 年的 127 亿新元，并实现了每年 84 亿新元的总商业支出。这些投资预计将创造 18,700 个工作岗位，每年增加 235 亿新元的附加价值在未来五年内。虽然 2023 年的投资遍及化学、电子和研发领域，但 2024 年大部分投资来自电子部门。经济发展局(EDB)承认，全球保护主义政策和关税对投资环境构成风险。尽管如此，EDB 计划利用亚洲在全球 GDP 中所占份额的增长，预

计将从目前的约 50% 上升至 2030 年的 60%，以吸引关键领域和新兴增长领域的投资。EDB 将专注于人工智能、数字化和气候技术，以加强新加坡作为全球创新中心的地位，并支持如柔佛-新加坡特别经济区等倡议。

**国际贸易：**2025 年 10 月，新加坡的总贸易按年增长 23.2%，延续了 2025 年 9 月 14.6% 的增长势头，其中出口增长 25.2%，进口增长 21.0%。非石油国内出口(NODX)在 9 月份增长 7.0% 后，本月增长 22.2%。电子产品和非电子产品出口均有所增加，其中电子产品 NODX 在 10 月扩张 33.2%，非电子产品 NODX 增长 18.8%。对香港、台湾和泰国的 NODX 均录得显著增长，而对日本和美国的 NODX 则有所收缩。非石油转口(NORX)增长 51.8%，主要由电子产品 NORX，如个人计算机(+395.3%)、集成电路(+19.6%) 和 电信设备(+125.7%) 的急剧增长所驱动。非电子产品转口也增长了 6.3%。2025 年 10 月，对泰国、香港和美国的 NORX 均录得显著增长。电子产品再次担当主力，这与 AI 相关半导体的上行周期相符。市场组合显示对北亚具有韧性，但对美国则较为疲软，这与关税不确定性及较高的基数效应一致。我们将 9 月份的反弹并延续至 10 月视为周期性而非结构性增长，直到看到更多数据确认增长广度超越电子产品领域。

**个人可支配收入和储蓄：**2025 年第三季，个人可支配收入按年增长 2.8%，低于上一季度的 3.6% 增幅。该季度的增长同样受到雇员报酬的支持。个人储蓄在 2025 年第三季按年增长 0.4%，较上一季度的 2.6% 增幅有所放缓。由于企业在贸易战等经济不确定性中裁员并冻结招聘，2025 年的个人收入增长可能会保持低迷。家庭现金流势头已经降温，较低的储蓄率意味着短期内用于非必需性开支的缓冲减少。除非劳动力需求实质性增强，否则消费增长应保持稳定而非强劲。对于股票筛选标准，在收入增长重新加速之前，应偏好必需消费品和具有定价能力的服务业，而非高度非必需性的股票。

**房屋和租金价格：**2025 年第三季，私人住宅价格上涨 0.9%，与第二季 1.0% 的增幅保持一致。同时，私人住宅租金在上一季度增长 0.8% 后，在第三季也上涨了 1.2%。非有地房产租金上涨 1.1%，有地房产租金上涨 1.4%，反映出租赁市场的趋缓。排除执行共管公寓(EC)，吸纳量按季增加了 2,671 个单位，并按年保持在高位。相应地，潜在供应下降了 3.0% 至 36,814 个单位。由于吸纳量增加和潜在供应下降，供应缺口按年略有扩大，但相较于第二季，第三季的市场呈现放缓迹象。EC 是房地产市场的一个亮点，第三季推出 600 个 EC 单位供售，并售出 570 个单位。展望未来，随着近年政府土地销售计划逐步增加整体私人住宅供应、潜在供应量提高以及空置率放缓；除非出现需求冲击，否则预计价格和租金通胀将持续放缓至 2026 年。

## 政府资本支持

新加坡金融管理局于 2025 年 7 月 21 日公布了首批股权市场发展计划(EQPD)下的管理公司名单，并拨款初始 11 亿新元，用于投资具备实质新加坡股票敞口的策略。随后，MAS 于 2025 年 11 月 19 日委任了第二批六家资产管理公司，将 28.5 亿新元投入 EQPD。剩余的 10.5 亿新元资金预计将于 2026 年下半年释出。这种结构性政策支持应能随时间推移改善流动性和研究覆盖率，从而提升优质中型股的估值倍数。然而，其影响将是渐进式而非实时的。市场应密切关注第二批管理公司的委任情况和实际资金配置进度，将其视为推动新加坡交易所成交量和深度的下一个催化剂。

## 利好

**中小型公司：**较低的利率和政府的扶持性举措有利于整体商业运营。预计盈利能力的改善将会提升估值。

## 投資產品與服務部

**梁后棠 · CFA**

证监会持牌人 (中央编号 ADU276)

[cusson.kt.leung@kgi.com](mailto:cusson.kt.leung@kgi.com)**龚俊桦 · CFA**

证监会持牌人 (中央编号 BRY438)

[tommy.kung@kgi.com](mailto:tommy.kung@kgi.com)**梁炜铿**

证监会持牌人 (中央编号 ARA294)

[vitus.wh.leung@kgi.com](mailto:vitus.wh.leung@kgi.com)**叶晋宜 · CFA**

证监会持牌人 (中央编号 BSQ196)

[derek.yip@kgi.com](mailto:derek.yip@kgi.com)**莫伟民 · CFA**

证监会持牌人 (中央编号 BHJ465)

[raymond.mok@kgi.com](mailto:raymond.mok@kgi.com)**重要声明**

于本文件内所载的所有数据，并不拟提供予置身或居住于任何法律上限制凯基证券亚洲有限公司(「凯基」)或其关联成员派发此等数据之司法管辖区的人士或实体使用。此等资料不构成向任何司法管辖区的任何人士或实体作出的任何投资意见、或发售的要约、或认购或投资任何证券、保险或其他投资产品或服务的邀请、招揽或建议，亦不构成于任何司法管辖区用作任何上述的目的之数据派发。请特别留意，本文件所载的资料，不得在美国、或向美国人士(即美国居民或按照美国或其任何州、属土或领土之法律成立的合伙企业或公司)或为美国人士之利益，而用作派发资料、发售或邀请认购任何证券。于本文件内的所有数据只作一般数据及参考用途，而没有考虑到任何投资者的特定目的、财务状况或需要。在未经凯基书面同意下，并不允许擅自以任何方式转发、复印或发布于本文件内之全部或任何部份内容。该等数据不拟提供作法律、财务、税务或其他专业意见，因此不应将该等数据赖以作为投资专业意见。

所有投资涉及风险，证券价格有时可能会非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

债券不等同于定期存款，不受香港存款保障计划保障。债券持有人会承受各种不同风险，包括但不限于：(i) 信用风险：债券的利息及本金是由发行人支付。倘发行人违约，债券持有人可能无法收回利息及本金。债券持有人须承担发行人的信用风险。信用评级机构给予的信用评级并非对发行人信用可靠程度的保证；(ii) 流动性风险：一些债券的二手市场可能不活跃，到期前卖出时可能需要时间；(iii) 利率风险：当利率上升时，定息债券的价格一般会下跌。你如希望在到期前将债券出售，所收取款项可能会低于阁下购买时所支付的价格。除非你完全明白并愿意承担与之相关的风险，否则不应投资于债券。如对相关的风险有疑问，你应寻求独立意见。

你应就上述数据内容谨慎行事，进行你自己的独立审查，你并且应在作出任何投资决定前寻求独立专业意见。你应该根据你自己的风险承受程度、财务状况、投资经验、投资目标、投资视域及投资知识去小心考虑投资是否适合你本人。

凯基不对于此所提供的数据之准确性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。在任何情况下，任何人欲倚赖或使用于此所载的数据应就该等数据之准确性、完整性、可靠性及适用性进行独立检查和核实。任何模拟结果、以往及预测的业绩并不必然作为未来业绩的指引。于此内所提供的数据(包括任何数据)未必经过独立核实，而该等资料不应被信赖作为投资决定。凯基、其关联成员或他们各自的董事、高级职员、雇员及代表不会就该等数据的任何遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况，或由于信赖该等数据而导致任何人士或实体蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。而且，凯基、其关联成员或他们各自的董事、高级职员、雇员及代表不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。

凯基集团成员公司或其联属人可提供服务予本文所提及之任何公司及该等公司之联属人。凯基集团成员公司、其联属人及其董事、高级职员及雇员可不时就上文所涉及的任何证券拥有权益。