



2026 年環球市場展望

跨域均衡佈局



宏觀經濟分析

放緩中見韌性，AI 與減息成關鍵支撐

2026 年全球經濟將延續自 2022 年以來的放緩態勢，尤其在美國關稅於 8 月 7 日後力度較此前明顯加大的情況下更為顯著。美國經濟自 2025 年第四季開始出現較明顯的下行，並將延續至 2026 年上半年，消費的負面影響將逐步浮現，企業投資亦會放慢；不過，AI 帶動的生產力提升在一定程度上可為美國經濟提供支撐，預計 2026 年經濟增長達 2.2%。

歐元區將維持溫和增長，德國在財政擴張下經濟改善將尤為明顯；日本經濟由內需推動的力量增強，財政刺激亦成為額外助力；中國則在 2025 年於貿易保護主義環境下顯示一定韌性。隨着美國通脹預期風險逐步回落及勞動市場風險上升，聯儲局已於 2025 年 9 月開始減息，2025 年累計減息 75 個基點。預料 2026 年仍會再減息 50 至 75 個基點。

AI 降本增效，推動盈利增長

美股方面，AI 提升生產力、降低成本，使企業利潤保持穩健的趨勢仍可持續，預計 2026 年標普 500 盈利按年增長 13.55%；惟因風險溢價可能上升，估值難再進一步擴張，年底目標價看 7,650 點。走勢上，第一季或仍反映風險下行，第二季有望企穩回升，並於第四季、特別是期中選舉前後，出現較明顯升幅。板塊配置方面，AI 主題仍看好核心科技、半導體、受惠用電需求增加的公用事業、因先進製造投資升溫而受惠的機械設備，以及工業 REITs。非 AI 板塊則看好軍費佔比提升下的航太與國防、因關稅而受惠的製藥股，以及受惠於投行業務活躍的資本市場類別。

優先選擇國債及高投資評級企業債

債券配置方面，美國經濟轉弱及聯儲局減息將帶動美國國債利率回落，預期 10 年期美債孳息率於第二季回落至 3.5%-3.7%。建議 2026 年上半年可配置美國國債或較高評級的投資級企業債，下半年則可隨政策利率及經濟見底，逐步轉向非投資級企業債。

中國宏觀經濟

去年美國和多國達成貿易協議，和中國也停戰一年，全球貿易風險回落，市場未有大幅上調全球的經濟增長。市場預期中國經濟今年跟隨外圍轉弱，2026 全年中國 GDP 實質增長略為放緩至 4.6%。潛在上調 GDP 增長的原因包括：一) 貿易政策可見性提升，預計廠商把握窗口對外出口，同時減少生產線對外轉移；二)「國潮」將降低對進口消費品的需求，加強本土供應鏈。潛在下調 GDP 的原因包括：一) 中央推動消費力度減弱，補貼金額顯著縮減；二) 中美貿易戰重啟，貿易風險降低出口；三) 能源價格急升，增加進口及生產成本。

核心通脹溫和上升，消費成增長引擎

去年中國核心通脹廣泛企穩甚至出現上行趨勢，按年升幅升至 12 月的 1.2%，通縮問題在去年第 4 季起逐漸改善，整體通脹 12 月份按年升 0.8%。然而，目前越貼近原材料生產(上游)通縮壓力仍存，生產者價格(PPI)12 月份按年跌 1.9%，而且已處於負值接近 3 年，原材料及礦業的價格下行壓力更顯著。上游成本下降但下游價格上升，有助轉化成企業利潤空間，過去 PPI 和 CPI 差距有利工業利潤溫和增長，預期差距將繼續成為企業利潤來源之一。

內需為中國經濟增長的核心引擎，消費持續貢獻 GDP 增長超過 50%。現時食品、能源等必需品價格維持通縮範圍，2025 年股市上漲帶動財富增長，預期今年居民將所得投放在消費中。「消費品以舊換新」政策推動零售銷售增長，政策取得成果但效力已過，2025 年下半年零售銷售增長率放緩。現時中國經濟並非過熱，通脹增長溫和，中央政府仍有空間刺激經濟。而且，內需是「十五五」及中央經濟會議對於今年的規劃發展重點，預計今年中央將推出支持消費政策，考慮到去年已擴展補貼範圍，今年商品類別僅小幅增加(例如是涵蓋體育及文娛用品)，補貼金額同樣有望小幅提升。

金融市場風險偏好提升

現時國內資金更願意投資在風險資產之中，M1 增速加快，M1 和 M2 同步增速但差距收窄，市場傾向保持流動性，為資本市場提供了潛在增量資金。同時，中國 10 年期政府債孳息率從低位回升，顯示資金離開相對保守的定息資產。然而，即使國債收益率從歷史低位回升近 30 基點，潛在回報仍然有限，現時 10 年期債息為 1.86%，而 1 年期及 3 個月期的定期存款分別約為 1.5% 和 1.1%，長期而言屬於偏低水平。中國目前以寬鬆政策為主軸，短期內低風險定息資產回報難以大幅提升，中國儲蓄率在全球之中偏高，預計將促使資金尋找較高的回報。

具體行業方面，銀行和保險業展現出築底回升的跡象，銀行業的淨息差(NIM)按年率已觸底反彈，不良貸款率亦有所回落。銀行貸款正從房地產開發領域，明顯轉向工業發展，以支持實體經濟升級。六家國有銀行的盈利增長受惠於服務費收入的推動，整體基本面趨於穩健。保險業方面，內地主要壽險公司的新業務價值自 2022 年起，已連續兩年反彈，我們認為這確認觸底回升。

反內捲面對更大挑戰

中國在 2012 至 2016 年間，PPI 維持負值，當時政府提出「供給側」改革，化解過剩產能及提高價格。現時 PPI 已維持弱勢接近 3 年，因此「產能過剩」及「反內捲」政策持續是市場焦點。

由於反內捲涉及整合企業和低效公司退場，和 2015 年相比，現時中央政府要化解「產能過剩」問題將面對更大挑戰性：一)現時 PPI 通縮問題涉及更多中下游的私人企業，而 2015 年 PPI 通縮主要集中在上游(原材料)國有企業，中央對下游企業的影響力不及上游國企般直接；二)現時中國勞動力市場較疲弱，失業率較當時高出約一個百分點，「穩就業」重要性大幅提高，中央需要在「穩就業」和「反內捲」之間取得平衡。

除了可能衝擊就業之外，反內捲以及提升出廠價格對企業利潤構成壓力，中央推行反內捲更需要在各方面取捨，我們預期本輪行業整合所需時間較長，對於利潤及經濟的壓力可控。

新質生產力

展望 2026 年，中國宏觀投資的核心敘事將確立於『新質生產力』對房地產與舊基建的替代效應，使其正式成為驅動經濟增長與吸引流動性的新動力。

在具體路徑上，數字基礎設施將構築新經濟的物理底座，這不僅支撐 AI 算法的迭代，更將為具身智能的爆發提供關鍵算力；我們預期，人形機器人產業將於 2026 年迎來量產與商業化落地的『iPhone 時刻』。與此同時，以生物製藥與創新藥為核心的產業集群，將構成國產技術『出海』的重要引擎。值得注意的是，上述投資邏輯均需疊加供應鏈安全的過濾器。在逆全球化博弈加劇的背景下，我們認為唯有掌握核心技術主權、能實現『自主可控』的行業龍頭，方能在結構性行情中享有最高的安全邊際與估值溢價。

恒指 2026 展望

2026 年恒指目標價 30,000 點

歷史數據顯示，中港股市和美元走勢成負相關，我們預期聯儲局減息，將推動美元偏弱及資金流入非美股市，有利中港股市走勢。另外，中港股市和環球其他成熟市場的回報相關性較低，這有助分散組合風險。

我們預計，2026 年初市場可能持續 2025 年第四季的市場盤整趨勢而轉向價值投資；相反，我們預計一旦市場穩定、信心恢復，加上兩會可能推出政策支持，市場將轉向風險偏好型投資。因此，我們預期恆生指數將呈現看漲態勢，基於預期市盈率上修至 13.5 倍的和 8% 的盈利增長率，將恆生指數 2026 年底的目標價設定為 30,000 點，這意味著截至 2026 年 1 月 9 日的收盤價，該指數有 14% 的上漲空間。我們預期整體營收將年增 6.4%，約我們預測的中國 GDP 增長率 4.6% 的

1.4 倍。我們認為，人工智能/科技進步、反內捲改革和消費支出將繼續推動中國經濟的關鍵發展，這些因素將有助於支撐整體營收增長。此外，在政府反內捲改革的推動下，生產者物價指數(PPI)可望進一步向好，我們預測利潤率將逐步恢復，淨利潤將年增約 8%。

圖 1: 恒生指數



資料: 彭博, 凱基整理, 截至 2026 年 1 月 9 日

行業短評

行業	評級	短評
工業	增持	<ul style="list-style-type: none"> 中國第十五個五年計劃(2026-2030)將科技自主化和產業現代化作為戰略重心，在先進製造中的半導體板塊方面，中國 AI 晶片產能預計在 2026 年能達倍數計增長，但是仍會集中於成熟製程上，全球佔比將繼續上升。 中國已將「具身智能」列為「十五五」規劃的未來產業，這為行業提供了長達五年的高確定性政策支持。我們預期 2026 年的首批量產將優先投入工業製造和倉儲物流，工業機器人正變得更小型、更智能，並與人類更緊密協作，機器人靈巧性、計算機視覺和人機交互的改進使應用場景更具吸引力。
互聯網	增持	<ul style="list-style-type: none"> 在 DeepSeek 於 2025 年以極致成本優勢橫空出世後，中國 AI 產業已進入開源模型全球擴張的加速階段。國產大模型在推理性能逼近甚至局部超越海外閉源旗艦的同時，訓練與推理成本僅為後者的 10-20%，並通過完全開源權重與寬鬆許可，快速滲透全球開發者與企業級應用生態。 中國 AI 產業鏈正在加速完善。上游包括算力基礎設施(芯片、數據中心)、算法框架和數據資源；中游聚焦大模型研發和訓練；下游涵蓋遊戲、辦公、傳媒影視、醫療、金融、電商、工業等多元應用場景。

行業	評級	短評
原材料	增持	<ul style="list-style-type: none"> ● 2026 年鋰行業最糟糕的時期已過，價格自低點顯著反彈。需求端將由儲能系統強勁增長推動。儘管供應端重啟可能限制價格上行空間，但持續的去庫存趨勢顯示供需結構改善，行業正重回由需求主導的復甦軌道。 ● 預期 2026 年多晶矽價格或繼續回穩，在經過兩年的產能調整，加上政府推動的「反內捲」政策，多晶矽供應也隨之減少。 ● 而光伏玻璃在 2026 年則進入產能出清後的筑底期，光伏玻璃價將受益於政府嚴格限制新增產能，行業壁壘進一步推高，行業集中度會越見明顯。 ● 儘管房地產建築需求疲軟，但電動車與電網等能源轉型板塊展現強勁韌性。市場正提前消化 2027 年後的結構性短缺預期，加上「十五五」規劃帶來的產能天花板與供給紀律，預計鋁價繼續穩步上揚。
金融	增持	<ul style="list-style-type: none"> ● 進入 2026 年後，多數國內銀行預計新增貸款金額與 2025 年大致持平，高基數下導致同比增速回落。六大國有銀行普遍預期 2026 年貸款同比增速放緩。整體不良貸款率趨於穩定，但在內地樓市尚未待反彈下，房地產開發商貸款與非按揭類零售貸款不良率仍面臨上升壓力。 ● 在 2023 年第三季經歷最劇烈的按季收縮後，我們觀察到六大國有銀行的淨息差(NIM)的下行壓力似有緩解。儘管 2025 年 NIM 仍持續面對收窄趨勢，但後續數次的收縮已逐次減弱，顯示最壞的季度衝擊可能已經過去。 ● 中國壽險公司預期在今年都能繼續享受快速的保險銷售動能，驅動因素，來自於家庭財富重新配置帶來的持續結構性機會。在現時存款利率處於極低水平下，同時市場正在經歷中國資產重估的時期，在低利率水平及資本市場逐步造好的背景下，分紅險受市場追捧。
醫療保健	增持	<ul style="list-style-type: none"> ● 創新藥: 具備國內外發展潛力。國內受中央支持推動創新藥商業化政策，支持新藥納入商業化保險中，提升創新藥市場消納，提升藥企投資意欲。國外則由持續推動對外授權、與海外企業合作研發等等的方式推動新藥出海。屬於中國高技術出口行業之一。 ● 藥物外包(CXO): 目前已於參議院通過的修訂版生物安全法案已不再將單獨點名具體公司及設立數年緩衝期等，被市場認為減辣版生物安全法案。 ● 整體上，美國法案權力減低，中國繼續位於全球生物科技領先地位，近月相關股回調將為 2026 年提供良好入市機會。
公用事業	中性	<ul style="list-style-type: none"> ● 火電: 動力煤經歷了四年煤價回調後，於 2025 年中現反彈。雖然，火電持續為用電高峰時的「壓艙石」，但預期發電成本將維持相對水平或微漲，盈利增長或放緩。 ● 新能源: 中央再將減碳列入「十五五」規劃當中，並且全面實施「碳排放雙控」，以碳排放為約束性指標，而非過去的以能源消納為約束性指標，將有利於新能源的消納情況。將有助於加強新能源投資的信心，例如海上風力發電。
電信	中性	<ul style="list-style-type: none"> ● 中國新增移動電話及寬帶接入用戶數增長已達到低單位數的穩定增長，反映通訊設備市場已成熟，以及演變成生活必須品及極高的用戶黏性，可為電訊商帶來穩定現金流。 ● 在雲服務方面，中國公有雲服務持續快速增長，IDC 預期中國 IaaS 將會由生成式 AI IaaS 服務為主要增長驅動力，雲業務增長動力值得留意，惟對於三大電訊業短期影響力有限。 ● 可吸引注重現金流派息投資者，惟對於較為進取的投資者由於 AI 對於電訊商短期激勵作用有限，或有機會表現落後。

行業	評級	短評
消費	中性	<ul style="list-style-type: none"> 隨著中國房價及經濟情況回穩，率先釋放高收入群組消費力，有利於高端奢侈品的消費復甦；但另一方面，在過去一年受惠於消費補貼的行業，今年需要考慮高基數問題。 中央將促進內需於「十五五」規劃中，放在較重要的第三位及今年中國經濟發展目標的主要位置，但我們認為即使今年持續發放消費補貼，惟補貼金額增幅料將較 2025 年計劃有所縮減，按年正面激勵效應有限。 而消費者信心指數來看，雖然指數料已見底，但復甦進程緩慢，進入 2026 年料消費類別表現將更分化。
房地產	中性	<ul style="list-style-type: none"> 在香港，我們看好住宅物業，該物業已於 2025 年觸底反彈，價格和交易量均有所增長。過去兩年租金增長超過 20%，加上強勁的租金收益率以及減息週期可能帶來的正收益擴大，我們預計 2026 年香港住宅市場的投資需求和終端用戶需求將進一步改善。隨著辦公室和零售市場信心的回升和基本面的改善，商業房地產(CRE)的過剩壓力正在緩解。 我們更傾向於資產負債表穩健且股息率穩定的香港開發商，例如信和置地。 中國住宅市場已於 2025 年下半年開始穩定。然而，由於財富效應和消費者信心仍在恢復中，我們預計住宅價格不會大幅上漲，住宅開發商的收益也不會有顯著增長。 我們認為，像華潤萬象這樣的物業管理公司憑藉其輕資產的商業模式優勢，是投資中國商業房地產領域的最佳途徑之一。此外，華潤萬象龐大的購物中心組合也提供了進一步提升營運效率的機會。
能源	中性	<ul style="list-style-type: none"> 2026 年原油市場前景依然喜憂參半，供應增長抵銷了強勁的需求增長，導致供需平衡可能出現過剩。國際能源總署(IEA)預計，2026 年市場供應將比 2025 年高出 410 萬桶/日，而 2025 年預計為 240 萬桶/日。我們預計 2026 年油價將保持穩定。上行風險主要來自地緣政治及來自俄羅斯/伊朗的供應中斷；下行風險主要來自歐佩克+減產協議的執行情況。 受強勁的需求、出口和石化產品需求增長的支撐，預計中國煉油利潤率將保持穩定或略微為正。 石化產品需求將逐步復甦，但整體產能利用率仍較低，短期內價差難以恢復。上行風險主要來自產能削減的進展。 煤炭供應充足將持續抑制煤炭價格至 2026 年，影響煤炭生產商的盈利。
科技/硬體	中性	<ul style="list-style-type: none"> 中國科技硬體的主要增長動力依然是人工智能，對雲端伺服器和記憶體硬體的需求不斷增長。儘管美國出口管制也影響了晶片供應，但我們看到中國政府支援晶片供應鏈，推動技術進步。政府的目標是大型電腦、通訊設備和其他電子設備製造商的工業產值增長 7%。 iPhone 供應鏈可能會受益於規格升級，尤其是潛在的新 iPhone 升級週期和可折疊手機的規格。蘋果未來幾年的升級路線圖清晰明確，因此需求可能更具韌性。 在通訊設備領域，攝影機模組將受益於設備端人工智能技術對更高規格攝影機模組的需求，以及自動駕駛領域需求的增長。 由於美國晶片出口受到限制，半導體設備仍然是我們關注的重點產業。然而，該行業估值過高，使我們無法更加樂觀。

行業	評級	短評
交通	減持	<ul style="list-style-type: none"> 快遞：反壟斷措施有助於改善物流生態系統，但可能需要一段時間才能解決。消費者支出模式的變化推動了快遞需求，而線上購物需求也為其提供了支撐。物流公司正在調整策略，透過產品組合的高端化來提昇平均售價和利潤率。 航空：該產業面臨票價壓力和燃油成本上漲的挑戰。此外，在 2025 年下半年表現良好之後，其估值吸引力已下降。然而，隨著旅行需求的改善，預計中國航空公司在 2026 年的盈利能力將略有提升。 航運：美國大幅削減關稅帶來的短期利多推動了出口和運費上漲，但長期貿易談判仍存在不確定性。由於目前乾散貨運費處於一年來的最高水平，2026 年的基數效應可能較大。數據顯示，海港外貿量增長速度年比持續放緩。

首選個股名單

個股	目標價	短評
工業		
小鵬汽車 (9868)	HK\$ 98	<ul style="list-style-type: none"> 小鵬計劃 2026 年推出 7 款新車，藉引入增程車型拓展中國北方及內陸市場。配合海外市場至少 3 款新車上市，預計將顯著推升全球交付量。 公司自研的 VLA 2.0 架構及芯片獲大眾汽車採用，技術授權收入顯著增長並將持續擴大。 機器人預計 2026 年底量產，利用車端 AI 數據優勢開拓導覽及零售等商用場景。
互聯網		
騰訊控股 (700)	HK\$ 700	<ul style="list-style-type: none"> 我們看好騰訊生態系統，它有助於掌握中國行動互聯網增長的巨大潛力，並在技術機會和進步中實現利潤。該公司可以利用其用戶黏性強且整合度高的社交行動網路平臺，拓展其核心業務，包括遊戲(增值服務)、廣告(線上廣告)和金融科技支付(FBS)。 展望未來，我們看到遊戲業務前景廣闊，其遞延營收在 2026 年預期中展現出強勁的營收可見度。廣告業務也隨著 AIM+ 廣告活動的用戶參與度提升而重回增長軌道，2025 年第三季線上廣告營收年增 21%。隨著商業支付和貸款業務的增長以及小商城業務量的增加，FBS 業務預計將溫和增長。 提升各平台的 AI 能力將帶來顯著的利潤回報，AI 代理的開發還可以與內容生態系統整合，進而為使用者提升效率。
阿里巴巴 (9988)	HK\$ 180	<ul style="list-style-type: none"> 雲智能業務需求強勁，外部客戶選用 AI 佔比持續提升，管理層指目前「供不應求」的局面將持續 2 至 3 年，公司將會持續加投資規模 針對中國電商業務，即時零售策略將轉向以「效率優化」，減少單位虧損情況，有助緩和盈利拖累

個股	目標價	短評
原材料		
中國宏橋 (1378)	HK\$ 40	<ul style="list-style-type: none"> ● 國務院方案推動鋁材高端應用並淘汰落後產能，為行業帶來政策催化。供應收緊加上庫存下降，有助為鋁業盈利帶來上修空間。 ● 宏橋產品結構緊貼新能源車等高增長領域，其綠色轉型更響應國策，有望直接受惠於鋁合金單價(ASP)的提升。
金融業		
友邦保險 (1299)	HK\$ 102	<ul style="list-style-type: none"> ● 友邦主動下調中國資產長期回報假設，尤其是將 10 年期政府債券的長期收益率假設從 3.5%大幅調低至 2.7%。此一保守假設在 2025 年的中期業績中亦未作調整，突顯其過份保守立場。 ● 此假設被視為過低，未反映 2025 年中國經濟復甦及中港股重估因素。保守預期為 2026 年新業務價值 (NBV) 增長營造低基數，目前市場共識對中國市場 NBV 僅 9.4%的增長預測顯然偏低，未來存在向上修訂的空間。
中國平安 (2318)	HK\$ 80	<ul style="list-style-type: none"> ● 中國平安投資於股票市場的積極性及佔比，較其他中國保險企業為高，在中國資產被市場重估時期，預期將可率先受惠。 ● 公司持續推動多渠道發展，預料銀保渠道將持續成為推動增長的主力軍，同時新業務價值率持續上升，體現了「質」及「量」的提升。
招商銀行 (3968)	HK\$ 56.5	<ul style="list-style-type: none"> ● 中經會將「內需主導」列為首要任務，重點提振消費並清理相關限制，消費金融將成為今年核心增長點。招商銀行作為「零售之王」，憑藉優質客群與領先的數位化營運，最能有效捕捉政策紅利，帶動零售信貸業務實現突破。 ● 預期今年人民幣兌美元將持續轉強，有利於資金流入及優化貨幣政策空間。隨著前期減息影響逐步消化，加上銀行負債端成本優化，預期招行的淨息差 (NIM) 跌幅有望收窄，推動盈利前景從受壓轉向修復，提升投資吸引力。
醫療保健		
康方生物 (9926)	HK\$ 178	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司持續推進其藥物智慧財產權的對外授權。其依達方(AK112)的療效優於全球最暢銷的免疫療法藥物。憑藉其雙特異性，市場對其銷售前景持樂觀態度。 ● 康方生物有 50 多項自主研發創新候選藥，截至目前，公司已有 24 個產品在全球開展臨床研究。今年市場或會關注萊法利單抗 AK117 (CD47 單抗) 的三期臨床數據，有望突破市場 CD47 靶點的難題。
消費		
泡泡瑪特 (9992)	HK\$ 292	<ul style="list-style-type: none"> ● 股價受壓主因市場憂慮 LABUBU 二手價下跌。我們認為市場已過度反應：二手價回落實為官方補貨、迫使投機者退場的健康調整。一手銷售依舊強勁，LABUBU 增產十倍仍迅速售罄，足證真實需求正吸收投機份額。 ● 市場亦憂慮收入集中，但數據顯示 The Monster 系列佔比約 35%，其餘七個 IP 亦平均佔 10%。更重要是，這些 IP 組合均展現出強勁增長動力。 ● 索尼影業已獲得 LABUBU 的電影改編權，並計劃將其拍成電影，預期有助推動 LABUBU 的 IP 在全球的知名度。

個股	目標價	短評
騰訊音樂 (1698)	HK\$ 90	<ul style="list-style-type: none"> ● 公司透過多層級會員及 SVIP 服務，配合獨家版權內容，有效提升付費率及每用戶平均收入。 ● 積極拓展線下演唱會及粉絲活動，以演出與周邊商品銷售，驅動非訂閱業務收入強勁增長，從而創造有別於傳統音樂串流平台的單一業務。 ● 結合線上權益與線下活動，利用獨家內容與生態優勢，打造差異化體驗並鞏固用戶黏性。
房地產		
信和置業 (83)	HK\$ 13	<ul style="list-style-type: none"> ● 受惠於：1)香港住宅市場復甦，未來專案儲備充足；2)中國海外直接投資(OFDI)流入。 ● 審慎的管理策略幫助公司實現了穩健的資產負債表，擁有大量淨現金。因此，公司有可能提高股東回報，或選擇以當前較低的估值收購土地儲備。 ● 淨現金部位達 455 億港元，與市值相當，相當於少數股東的持股比例。

收益類別選擇

個股	目標價	短評
電訊		
中國移動 (941)	HK\$ 98	<ul style="list-style-type: none"> ● 中國移動的電信服務憑藉龐大的用戶基數，產生穩定的現金流，使其具備強大的防禦能力。公司超過 75% 的股息支付率，為追求收益的投資者提供了可觀的收益率。憑藉穩健的基本面和清晰的股東回報政策，中國移動仍然是防禦型投資組合的核心持股。 ● 公司的策略與國家人工智能策略相契合：(1) 到 2028 年，將總投資翻一番，打造中國最大的智慧運算基礎設施。(2) 建立聯盟，共同開發及分享資料及演算法資源，加速人工智能在各產業的應用。根據「十五五」規劃，中國移動預計在人工智能基礎設施建設中扮演供應商、整合商和營運商的角色。
公用事業		
華潤電力 (836)	HK\$ 22	<ul style="list-style-type: none"> ● 我們認為華潤電力近期有兩個主要驅動因素：1)煤電業務帶來的強勁現金流；2)新增能源裝置容量預計將增長近 30%，遠超同行，進而提升投資報酬率(ROIC)。 ● 從長遠來看，中國電力需求可能因電氣化、人工智能數據中心和基礎設施建設以及出口量增加而增長。 ● 強勁的利潤增長和現金流支撐了股息率(約 5.6%)和估值。主要風險在於煤炭價格的上漲壓力，而煤炭價格目前處於低點。

個股	目標價	短評
中電控股 (2)	HK\$ 74	<ul style="list-style-type: none"> ● 中電集團的核心香港業務屬於防禦型業務，現金流強勁。根據與政府簽訂的管控協議，中電集團從其受監管資產中獲得 8%的回報。該框架鎖定了核心收益，並使其免受激烈的市場競爭影響。中電集團擁有穩健的經營現金流，為其長期以來穩步派息的股息政策提供了支持—每季派息，且歷史上從未削減過股息。 ● 公司正在推行兩項長期增長策略 - 區域多元化和能源轉型。除香港外，其投資組合還涵蓋澳洲、中國內地、印度和東南亞，有助於降低集中風險，同時滿足亞太地區不斷增長的能源需求。至關重要的是，全球能源向脫碳轉型提供了結構性機遇，而中國內地和澳洲則被視為關鍵的增長引擎。

台灣市場

AI 供應鏈保持高速增長

相較於 2000 年科網泡沫期間近五年的大牛市，本輪由 AI 推動的升勢至今僅約三年，顯示現階段仍屬中段行情，2026 年有望延續多頭格局。雖然 AI 投資熱潮看似迅猛，但回顧過去百年幾次重大技術革命 - 如鐵路、汽車、電力及資訊科技 - 其資本開支高峰佔 GDP 比重可高達 2% 至 3%；目前生成式 AI 相關投資佔比僅約 0.8%，反映增長周期仍處於較早階段。儘管 AI 概念股估值偏高，但在強勁基本面支持下，台灣 AI 供應鏈的 PEG 普遍仍低於一倍。

我們預測 AI 供應鏈在 2026 年的整體盈餘有望增長 21%，延續 2024 年及 2025 年分別達 35% 與 43% 的高增速。AI 股對台股整體盈餘的貢獻度已突破六成，隨着 AI 軍備競賽持續推進，台股 2026 年盈餘增速預料將由 2025 年的 14% 擴大至 20%。雖然 AI 基建仍由大型雲端服務商主導，但新創企業及主權 AI 的積極投入，使訂單結構更趨多元及穩定。

然而，縱使 AI 浪潮有望支撐 2026 年牛市延續，市場波動亦同步升溫，主因包括：(1)累積升幅大、估值逼近上限；(2)美國期中選舉帶來政策及政治不確定性；(3)聯儲局減息節奏存變數。預料台股或再現「微笑曲線」走勢：第一季延續升勢；第二至第三季出現健康調整；第四季行情再度回暖。

展望 2026 年，投資焦點將圍繞兩大主軸。其一，AI 供應鏈規格升級有望帶動產業邁入新一輪增長周期，受惠板塊包括晶圓代工、GPU 與 ASIC、高階封裝 (CoWoS)、測試介面、記憶體、ODM、散熱、CCL、ABF、PCB、交換器及電源等關鍵零組件，反映 AI 運算需求持續擴張及 GPU 平台升級動能強勁。其二，多元主題及防禦性配置亦不容忽視，包括摺疊 iPhone 與智慧穿戴裝置帶動的消費電子創新，以及具備剛性內需與穩定高息特色的標的，為投資組合提供兼具增長與收益的平衡策略。整體而言，2026 年的投資部署宜同時兼顧高增長動能及抗波動能力，以應對市場可能出現的起伏。

新加坡市場

2026 年將有多重利好因素

2025 年前三季新加坡整體經濟表現優於預期。這主要是由於美國調整了其互惠關稅政策，並與主要貿易夥伴達成協議，從而緩解了全球貿易緊張局勢。製造業、批發貿易以及金融保險業仍然是新加坡經濟的增長支柱，各領域均錄得可觀增長。特別值得一提的是，在電子、交通工程及生物醫藥製造集群的推動下，製造業增長尤為強勁。全年展望保持樂觀，預計這股增長勢頭將持續至年底。

展望未來，2026 年的全球經濟前景顯示，包括中國和歐元區在內的新加坡大多數主要貿易夥伴的 GDP 增長將放緩。這主要是受到美國關稅的影響，進而抑制了對東南亞出口產品的需求；不過，受惠於人工智能的投資，美國的經濟增長預計將保持韌性。因此，新加坡的外向型行業(特別是製造業和貿易相關服務)預計擴張速度將比 2025 年緩慢。雖然電子及

相關行業將受益於 AI 需求，但部分精密工程和生物醫藥的國內產量可能會放緩。此外，建築業預計將會增長，但面向消費者的行業則可能持續低迷。然而，相對較低的利率和持續的政府支持將緩衝經濟放緩的影響，且資本市場仍將受益於上行重估的催化劑。

經濟概況

GDP：2025 年第三季，新加坡 GDP 按年增長 4.2%，超越 2.9% 的初步預估值並優於市場預期，延續了第二季 4.7% 的增長勢頭。按季經季節性調整後，GDP 增長 2.4%，高於前一季的 1.7%。強勁的表現主要由製造業推動，該行業擴張 5.0%，受惠於全球對 AI 相關半導體、伺服器以及高價值生物醫藥產品需求的激增。批發貿易增長 3.9%，得益於機械、設備和供應品中電子相關貿易量的強勁表現。金融與保險業增長 4.6%，主要受惠於銀行活動增強、淨費用和佣金收入增加，以及區域內支付交易量上升的提振。相較之下，建築業增長 3.6%，較之前的 6.2% 有所放緩；同時，部分貿易相關服務的增長動能也較早期因關稅不確定性所驅動的提前出貨現象有所減弱。儘管如此，資訊通信和專業服務等外向型服務業，仍持續受惠於全球 AI 驅動的投資及更強勁的區域貿易流。新加坡貿工部(MTI)已將 2025 年的增長預測，從先前的 1.5% 至 2.5% 區間，上調至 4% 左右，理由是全球經濟狀況的韌性超出預期。中國和越南的出口增長保持強勁，且該地區的 AI 相關半導體出口在 2025 年第三季表現突出。貿工部同時預測，由於美國關稅的影響將在今年變得更加顯著，2026 年的 GDP 增長預計為 1% 至 3%。

CPI：10 月份，新加坡核心通脹按年急升至 1.2%，高於 9 月份的 0.4%，創下 2025 年至今的最高讀數。新加坡金融管理局(MAS)與貿工部將此增長歸因於醫療保險、醫療服務、食品和零售商品價格上漲，以及電力和天然氣價格跌幅的收窄。服務通脹躍升至 1.8%，反映醫療相關成本和假日開支增幅加快，而食品通脹微升至 1.2%；私人交通通脹因汽車價格漲幅加大而上升至 3.8%，住宿通脹則輕微放緩至 0.3%。按月計算，核心消費者物價指數增長 0.5%，整體消費者物價指數則保持不變。MAS 和 MTI 指出，儘管預計 2026 年全球原油價格下跌速度將放緩，且區域通脹在去年的疲弱之後開始回升，但新加坡的進口成本在未來幾個月應會繼續下降，儘管步伐會更加緩慢。在國內，先前暫時抑制通脹的行政因素預計將繼續減弱，而隨著生產力正常化，單位勞動力成本的增長預計將會上升；私人消費需求也可能保持穩定。反映這些動態，MAS 預計 2025 年核心通脹平均約為 0.5%，隨後在 2026 年升至 0.5% 至 1.5% 之間；整體消費者物價指數預計在 2025 年平均為 0.5% 至 1.0%，2026 年平均為 0.5% 至 1.5%。MAS 強調通脹前景仍存在不確定性，全球供應衝擊和地緣政治緊張局勢可能會突然推高進口成本，而全球需求弱於預期則可能更快地抑制通脹。因此，MAS 維持其新元名義有效匯率適度、循序漸進的升值路徑，強調採取平衡但謹慎的政策立場。

勞動力市場：2025 年第三季，總就業人數增加 24,800 人，高於第二季的 10,400 人和 2024 年第三季的 22,300 人。該季度的居民失業率為 2.8%，而 9 月份的總體失業率則穩定保持在 2.0%。就業增長主要由製造業和建築業的非居民就業人數增長帶動，錄得自 2022 年下半年以來最大的季度增幅。裁員人數較上一季度輕微下降，從 3,540 人降至 3,500 人。人力部預計，在建築業和內向型服務業持續擴張的支撐下，就業增長將保持正向，但在各行業間將會不均。然而，由於貿易政策的不確定性及外部需求疲軟，外向型行業的招聘情緒可能會趨於疲軟。由於企業保持謹慎，工資增長預計將會放緩，而計劃加薪的僱主的比例有所下降，尤其是在金融和資訊服務業。

固定資產投資：在 2024 年，新加坡獲得了 135 億新元的固定資產投資承諾，同比增長 6.3%，高於 2023 年的 127 億新元，並實現了每年 84 億新元的總商業支出。這些投資預計將創造 18,700 個工作崗位，每年增加 235 億新元的附加價值在未來五年內。雖然 2023 年的投資遍及化學、電子和研發領域，但 2024 年大部分投資來自電子部門。經濟發展局(EDB)承認，全球保護主義政策和關稅對投資環境構成風險。儘管如此，EDB 計劃利用亞洲在全球 GDP 中所占份額的增長，預

計將從目前的約 50%上升至 2030 年的 60%，以吸引關鍵領域和新興增長領域的投資。EDB 將專注於人工智慧、數位化和氣候技術，以加強新加坡作為全球創新中心的地位，並支持如柔佛-新加坡特別經濟區等倡議。

國際貿易：2025 年 10 月，新加坡的總貿易按年增長 23.2%，延續了 2025 年 9 月 14.6% 的增長勢頭，其中出口增長 25.2%，進口增長 21.0%。非石油國內出口(NODX)在 9 月份增長 7.0% 後，本月增長 22.2%。電子產品和非電子產品出口均有所增加，其中電子產品 NODX 在 10 月擴張 33.2%，非電子產品 NODX 增長 18.8%。對香港、台灣和泰國的 NODX 均錄得顯著增長，而對日本和美國的 NODX 則有所收縮。非石油轉口(NORX)增長 51.8%，主要由電子產品 NORX，如個人電腦(+395.3%)、積體電路(+19.6%) 和電信設備(+125.7%)的急劇增長所驅動。非電子產品轉口也增長了 6.3%。2025 年 10 月，對泰國、香港和美國的 NORX 均錄得顯著增長。電子產品再次擔當主力，這與 AI 相關半導體的上行週期相符。市場組合顯示對北亞具有韌性，但對美國則較為疲軟，這與關稅不確定性及較高的基數效應一致。我們將 9 月份的反彈並延續至 10 月視為週期性而非結構性增長，直到看到更多數據確認增長廣度超越電子產品領域。

個人可支配收入和儲蓄：2025 年第三季，個人可支配收入按年增長 2.8%，低於上一季度的 3.6% 增幅。該季度的增長同樣受到僱員報酬的支持。個人儲蓄在 2025 年第三季按年增長 0.4%，較上一季度的 2.6% 增幅有所放緩。由於企業在貿易戰等經濟不確定性中裁員並凍結招聘，2025 年的個人收入增長可能會保持低迷。家庭現金流勢頭已經降溫，較低的儲蓄率意味著短期內用於非必需性開支的緩衝減少。除非勞動力需求實質性增強，否則消費增長應保持穩定而非強勁。對於股票篩選標準，在收入增長重新加速之前，應偏好必需消費品和具有定價能力的服務業，而非高度非必需性的股票。

房屋和租金價格：2025 年第三季，私人住宅價格上漲 0.9%，與第二季 1.0% 的增幅保持一致。同時，私人住宅租金在上一季度增長 0.8% 後，在第三季也上漲了 1.2%。非有地房產租金上漲 1.1%，有地房產租金上漲 1.4%，反映出租賃市場的趨緩。排除執行共管公寓(EC)，吸納量按季增加了 2,671 個單位，並按年保持在高位。相應地，潛在供應下降了 3.0% 至 36,814 個單位。由於吸納量增加和潛在供應下降，供應缺口按年略有擴大，但相較於第二季，第三季的市場呈現放緩跡象。EC 是房地產市場的一個亮點，第三季推出 600 個 EC 單位供售，並售出 570 個單位。展望未來，隨著近年政府土地銷售計劃逐步增加整體私人住宅供應、潛在供應量提高以及空置率放緩；除非出現需求衝擊，否則預計價格和租金通脹將持續放緩至 2026 年。

政府資本支持

新加坡金融管理局於 2025 年 7 月 21 日公佈了首批股權市場發展計劃(EQPD)下的管理公司名單，並撥款初始 11 億新元，用於投資具備實質新加坡股票敞口的策略。隨後，MAS 於 2025 年 11 月 19 日委任了第二批六家資產管理公司，將 28.5 億新元投入 EQPD。剩餘的 10.5 億新元資金預計將於 2026 年下半年釋出。這種結構性政策支持應能隨時間推移改善流動性和研究覆蓋率，從而提升優質中型股的估值倍數。然而，其影響將是漸進式而非即時的。市場應密切關注第二批管理公司的委任情況和實際資金配置進度，將其視為推動新加坡交易所成交量和深度的下一個催化劑。

利好

中小型公司：較低的利率和政府的扶持性舉措有利於整體商業運營。預計盈利能力的改善將會提升估值。

投資產品與服務部

梁啟棠，CFA

證監會持牌人 (中央編號 ADU276)

cusson.kt.leung@kgi.com

龔俊樺，CFA

證監會持牌人 (中央編號 BRY438)

tommy.kung@kgi.com

梁煒鏗

證監會持牌人 (中央編號 ARA294)

vitus.wh.leung@kgi.com

葉晉宜，CFA

證監會持牌人 (中央編號 BSQ196)

derek.yip@kgi.com

莫偉民，CFA

證監會持牌人 (中央編號 BHJ465)

raymond.mok@kgi.com

重要聲明

於本文件內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司(「凱基」) 或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i) 信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii) 流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii) 利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。如對相關的風險有疑問，你應尋求獨立意見。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各自的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各自的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益