



穩步馳騁：

中國馬年新格局

2026年2月

目錄

概覽	1
昂首迎新歲，投資添動力	2
現今中國環境與2014年截然不同	2
經濟轉型創造新機遇	3
固定收益：兩個市場，兩套邏輯	4
「十五五」規劃	6
「穩定」成為明確的政策目標	7
中國：低成本的人工智能發展路徑	7
受惠於外溢效應的非中國市場	9
中美關係：博弈中展現韌性	1
在可持續發展領域領	11
馬年展望：行穩致遠	12

關於晉達資產管理

晉達資產管理是一家主動投資型的環球資產管理公司，管理2,150億美元資產（截至2025年12月31日）。我們的目標是為客戶提供長期投資回報，並同時為人類及地球帶來正面影響。

本公司於1991年以天達資產管理（Investec Asset Management）的名稱在南非成立，初時作為小型初創企業在當地提供境內投資服務。作為一間源自於新興市場的國際企業，我們於2020年分拆成為晉達資產管理。

我們致力由內部發展專業的投資團隊。我們獨特的傳承和投資方針，為全球機構、投資顧問和個人客戶在股票、固定收益、多元資產及另類投資方面以與眾不同的觀點進行主動及可持續投資。



概覽



馬文暢
中國股票投資組合經理



Alan Siow
新興市場企業債券聯席主管

- 與上個馬年比較，這個馬年的中國存在本質上的差異：市場運作機制更趨成熟、表現更穩定，並且進一步由創新行業主導。
- 經濟重心由房地產及出口轉為先進製造業、人工智能、潔淨能源及本土創新。
- 股票與固定收益市場目前出現分道揚鑣，但同時相輔相成的格局：在岸債券帶來穩定回報，離岸信貸則展現個別投資價值。
- 多個領域的股票估值仍反映市場過度悲觀的氣氛，但其實監管透明度已有所提升，企業盈利亦持續增長。
- 即將出台的「十五五」規劃將成為重要的支持因素，進一步鞏固優質增長、政策穩定性及行業升級等利好因素。
- 中國的人工智能模型擁有成本效益的優勢，並在可持續發展領域佔據領先地位，為新興市場帶來外溢機會。



昂首迎新歲，投資添動力

在中國十二生肖中，馬象徵強悍與活力，今年送蛇迎馬，在馬年即將來臨之際，投資者觀望市場走勢會否也猶如駿馬奔騰。

對於中國股票及固定收益投資者而言，未來一年同時出現週期性機遇和結構性調整。中國預計將於3月公佈「十五五」規劃，加上投資者對穩定市況的取態改變、低成本人工智能技術取得突破，以及內地仍在可持續發展領域佔據領導地位，這些均為國內投資格局的組成因素。與此同時，中美關係，以及中國加深與新興市場的聯繫，仍是關鍵的外圍變數。

現今中國環境與 2014年截然不同

與上個馬年（2014年）相比，現時的中國經濟體制已經顯著改變，投資環境大相逕庭。中國市場趨向成熟，增長動力更多元，政策框架的目標更明確，側重於穩定、質素及長期競爭力。

上個馬年適逢中國開放市場，投資者的樂觀氣氛高漲。當時正值滬深港通實施初期，國際投資者開始大規模參與A股市場。那時外資參與仍處於試探階段，市場結構尚未成熟，散戶交易主導價格走勢。這個環境最終帶來現代金融史上最迅速和最極端的榮衰週期之一，過度槓桿與保證金交易助長市場泡沫，並於2015年爆破，嚴重打擊投資信心。

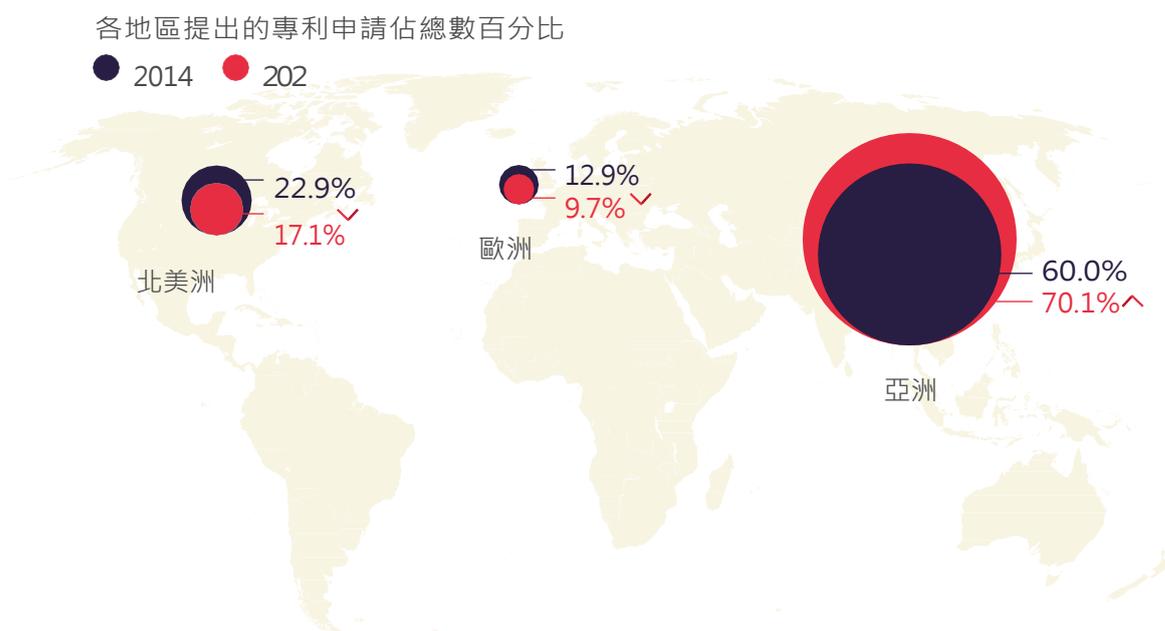
自此以後，中國股市經歷了漫長的制度化過程。在現時的投資者基礎中，國內及國際的專業和機構投資者佔比已顯著上升。監管框架亦出現有利於市場的變化，著重減少對市場的干擾。儘管當局近年收緊對教育及網遊等行業的監管，令投資者信心面對嚴峻的考驗，但目前的市場結構明顯較十年前穩健。



經濟轉型創造新機遇

另外，實體經濟亦顯著改變。回顧2014年，低迷的房地產市場佔經濟活動約30%，出口則為增長帶來約四分之一的貢獻，現時這兩項數據已大幅回落。房地產的佔比目前跌至百分之十幾，出口佔國內生產總值接近20%。在過去20年持續增加研發開支的支持下，國內創新行業逐步取而代之，成為主導增長的動力。例如，2024年的亞洲區專利申請中，中國佔逾三分之二，更佔全球申請約一半，有助收窄與美國創新領域的差距。

圖1：亞洲區專利申請佔全球70%，當中大部分來自中國



資料來源：世界知識產權組織統計數據庫、晉達資產管理。2025年9月。

註：按地理區域劃分的總數為世界知識產權組織根據涵蓋164個辦事處的數據估算所得。各個地區的辦事處數量如下：非洲（34）、亞洲（46）、歐洲（44）、拉丁美洲及加勒比地區（31）、北美洲（2）

這次經濟轉型對投資佈局帶來深遠的影響。中國的增長主線不再局限於週期性的房地產及基建，而是由先進製造業、自動化、可再生能源、半導體及應用式人工智能所主導。這些行業不僅受惠於內部需求，其出口潛力亦持續增長，為經濟奠定更廣泛和穩健的發展基礎。此外，投資者對A股及H股的需求亦會反映這股動力；前者主要體現國內投資氣氛，後者則是量度國際資金對中國股市投資意欲的重要指標。

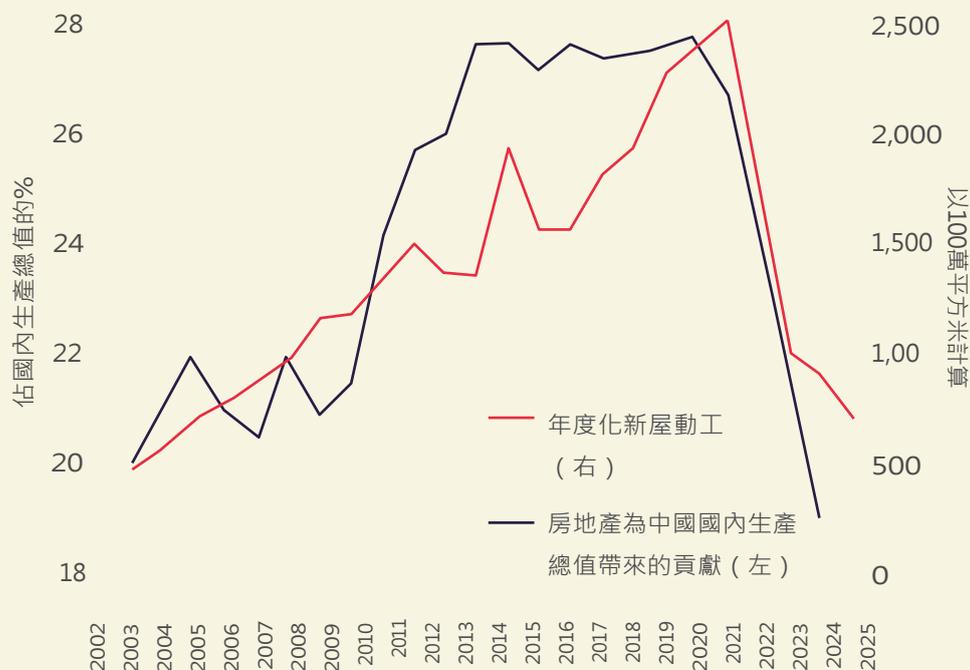


固定收益：兩個市場， 兩套邏輯

自2014年起，固定收益市場也出現顯著的變化。事實上，中國現時為投資者提供兩個截然不同的債券市場。首先是在岸人民幣計價市場，以中國政府債券收益率曲線為基礎；其次是離岸美元信貸市場，當中的投資級別債券和高收益債券走勢更為波動及兩極化。

投資離岸市場時必須認清不同板塊。中國投資級別信貸的表現相對穩健，主要受惠於內地投資者的強勁需求。儘管這個板塊的估值屬於全球偏高水平，但其他市場難以提供同樣的配置和利好技術因素。相比之下，由於中國高收益債券成為房地產業下行的重災區，因此經歷了舉步維艱的時期。高收益債券估值仍相對偏低，主要由於市場持續消化內房業復甦乏力及表現反覆的因素。儘管距離危機初現已有一段時間，投資氣氛仍然審慎。

圖2：隨著房地產佔國內生產總值的比例下降，其影響亦逐步減少



資料來源：右 - Haver Analytics、高盛國際研究，2026年1月。本圖由晉達資產管理重新繪製。



反觀在岸債券市場持續成熟，在環球投資組合中日漸發揮防守性配置的作用。在岸人民幣及離岸人民幣債券兩者與已發展市場利率的相關性偏低，且提供正息差，在環球市場逐步減少對美元的依賴之際，可帶來分散投資的優勢。雖然在分散投資方面，黃金及比特幣（後者程度較低）備受注視，但當區內金融一體化加速進行時，中國在岸債券市場擁有足夠的深度與流動性，支持亞洲區內及新興市場之間的資本流持續增長。

我們認為投資者應該對前景審慎樂觀。投資氣氛似乎已走出谷底，而即將公佈的「十五五」規劃可望提供額外支持，尤其是當政府釋出繼續致力穩定增長及金融狀況的政策訊號。



「十五五」規劃 有助穩定市場

中國將於3月的全國人民代表大會上正式發表並通過「十五五」規劃，這個涵蓋2026年至2030年的項目將成為馬年最重要的動力。對於一個由中央政府規劃的經濟體，本規劃的作用遠超一般的政策指導，它能夠改變激勵機制、資本配置及行業重心，其影響力並非其他政府可以比擬。

更重要的是，「五年規劃」旨在令政策得以延續，而非藉此衝擊市場。去年10月公佈的初步建議文件顯示，政策焦點將集中於高質量發展、工業現代化，以及進一步邁向高端製造業價值鏈。創新依然是規劃重點，特別是在中國尋求鞏固或擴大競爭優勢的領域，例如先進製造、潔淨能源及技術本土化。

調整供求平衡亦是重要的主題。過去五年，內需消費表現疲弱，而投資（尤其是製造業產能）則大幅飆升，導致多個行業出現產能過剩和定價壓力。當前的應對政策旨在透過「反內捲」措施來解決相關問題，藉此規範定價行為，並在必要時鼓勵行業整合。

需求方面，政府繼續避免採取有違其管治哲學的直接派發現金措施，而是以完善社會保障體系為主。當局推出健康護理、育兒及養老服務，旨在減少民眾為未雨綢繆而儲蓄，藉此逐步提升家庭消費。對股票投資者而言，此舉有助推動消費以緩慢而可持續的步伐回升；對固定收益投資者而言，這能進一步強化政府謀求穩健、而非激進刺激的政策基調。



「穩定」成為明確的政策目標

投資者關注的其中一個重要議題是：中國決策官員是否較以往更重視「穩定」。過往監管當局突然對教育及網遊等行業採取干預措施，令市場深感不安，尤其是當時正值疫情期間。

從股票及固定收益市場均反映出，決策官員顯然已汲取教訓。他們承認早前的收緊監管措施雖然出於善意，但通常協調不足。此後，官方轉為表態支持民營企業，對突然改變政策所造成的市場影響更加敏感。

然而，這並不代表監管風險已經消失，而是變得較容易預測。現在，當局推出針對性干預措施（例如近期的反壟斷行動）前通常會預先釋出訊號，並設於較廣泛的政策目標框架之內。投資者亦逐漸習慣在這個框架下運作。鑑於資本市場有助支持創新及就業，因此「穩定」逐漸被視為合乎「公共利益」。

中國：低成本的人工智能發展路徑

人工智能是影響馬年中國投資前景的重要主題之一。有別於西方社會強調巨額集資及高調推銷的人工智能發展模式，中國的策略明顯更具成本效益，亦較注重商業化應用。中國的人工智能企業需要在有限的資本下經營，因此必須追求效率，並加快獲取收益的過程。中國的技術突破往往是透過新產品而非新聞稿問世，例如DeepSeek是由於其產品深受歡迎而迅速冒起，並非單靠宣傳攻勢。



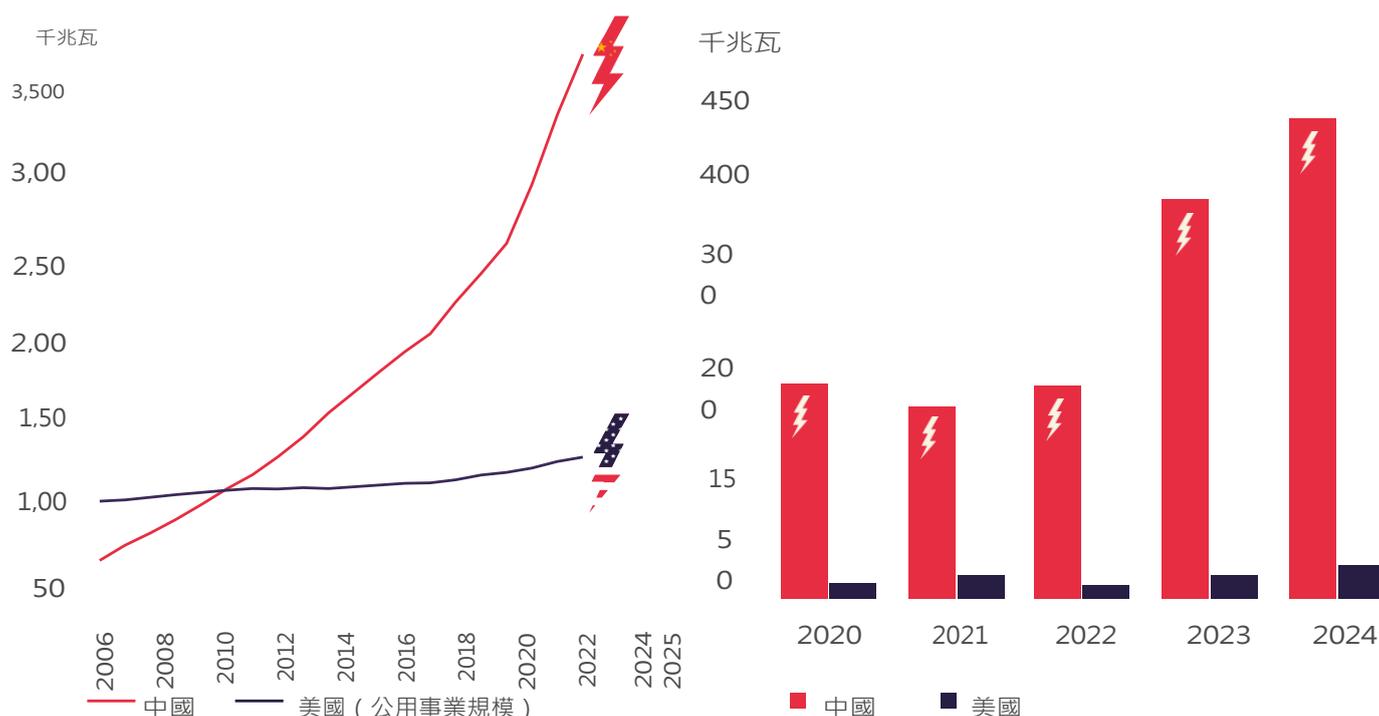
這種成本控制具有深遠意義。若中國無需像其他地區投入巨額基建開支，但仍能透過人工智能顯著提升生產力，這將為新興市場提供一種極吸引的低成本發展模式。人工智能將成為促進公平競爭的力量，讓資源較匱乏的經濟體取得飛躍發展。

中國擁有電力供應的結構性優勢，進一步印證這個邏輯。儘管中國正面對晶片短缺（特別是高端晶片）的問題，但國內每年新增的可再生能源發電裝機容量已超過總需求增幅，為數據中心及人工智能應用提供充裕和廉價的潔淨能源。相比之下，電力供應問題妨礙美國擴展人工智能規模。

圖3：中國擁有充裕的電力供應，使之在人工智能競賽中佔據優勢

中國及美國（公用事業規模）的發電裝機容量（存量）¹

中國及美國總發電裝機容量按年增幅（淨新增裝機容量）²



資料來源：中國電力企業聯合會、美國能源資訊管理局（EIA）、CEIC Data、美國公用電力協會（APPA）。

對股票投資者而言，這為人工智能軟件、自動化、數據基建及半導體本土化等領域帶來投資機會。至於固定收益投資者，那些業務能夠配合中國科技及能源策略的發行人，其信貸實力將有望增強。

1. 中國數據截至2025年9月，美國數據截至2025年7月。美國數據按裝機容量至少達到1兆瓦的公用事業規模設施計算。
 2. 來自美國公用電力協會（APPA）的美國數據包括較小型設施的裝機容量。



受惠於外溢效應的 非中國市場

中國政策的影響力往往滲透至其他國家。在未來一年，多個地區有望受惠於中國的戰略方向。隨著中國企業把勞工密集的生產程序轉往離岸地區，並把高價值業務保留在國內，東盟經濟體一直吸納相關的製造業活動，為越南、馬來西亞及印尼等國家創造就業與投資機會。

與此同時，中國的對外投資項目有助強化東南亞及其他地區的貿易與基建聯繫。出口至新興市場的潔淨技術（特別是電池及可再生能源組件）急增，有助鞏固中國引領全球減碳進程的角色。

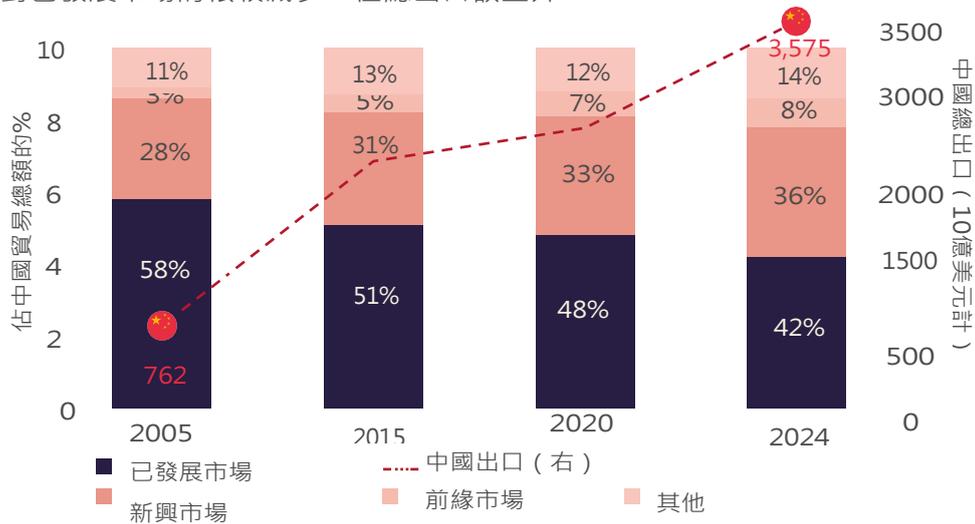
投資者因此可以透過地區供應鏈來間接投資於中國，並在受惠於中國資本、技術轉移及需求的國家中發掘機遇。



中美關係：博弈中展現 韌性

雖然中美關係前景仍充滿變數，但兩國的經貿關係已適應這個新環境。中國對新興市場的出口現已超越已發展經濟體，有助減少對美國消費者的依賴。儘管面對關稅及貿易壁壘，但受惠於效率提升、自動化及產品競爭力增強，中國的總出口額持續增長，反映其增長動力不再純粹來自價格優勢。

圖4：中國出口轉向新興市場，帶動出口表現保持穩健
對已發展市場的依賴減少，但總出口額上升



資料來源：Haver、MSCI、高盛全球投資研究、Factset。2025年12月。

科技領域的競爭日趨激烈，特別是半導體業。外國採取出口管制措施，反而加快中國推動半導體供應鏈本土化。雖然取得尖端晶片的途徑仍然受到限制，但創新活動在重重限制下尋得應變之道。有趣的是，對美國人工智能發展造成更大障礙的可能是電力而非晶片供應，突顯中美博弈的不對稱特質。

中美技術一體化的機會甚微，最可能出現的情況是兩者的技術生態各走各路，最終形成各自獨立而並行的技術架構。中美以外的市場可能成為最矚目的戰場；在那些追求高性價比和可擴展替代方案的地區，中國的人工智能及技術方案將較具吸引力。



在可持續發展領域領先： 中國的結構性基石

展望馬年，中國不太可能失落在可持續發展領域的領先地位。電氣化已全面滲透日常生活，而非遙不可及的遠景。中國提前實現2030年的可再生能源裝機目標，證明其潔淨技術的應用規模與速度。

儘管早前的產能過剩令利潤受壓，但在政府主導的「反內捲」改革下，市場正逐步恢復秩序，特別是太陽能及電池製造業。與此同時，受惠於內需及全球人工智能相關的電力需求，儲能需求較預期龐大。

對投資者而言，中國的可持續發展不再只是小眾主題，而是成為行業政策、出口策略及奠定技術領先地位的核心要素。縱使部分西方經濟體正重新審視其能源轉型步伐，中國仍致力落實相關目標，反映其政策結構甚為穩定。

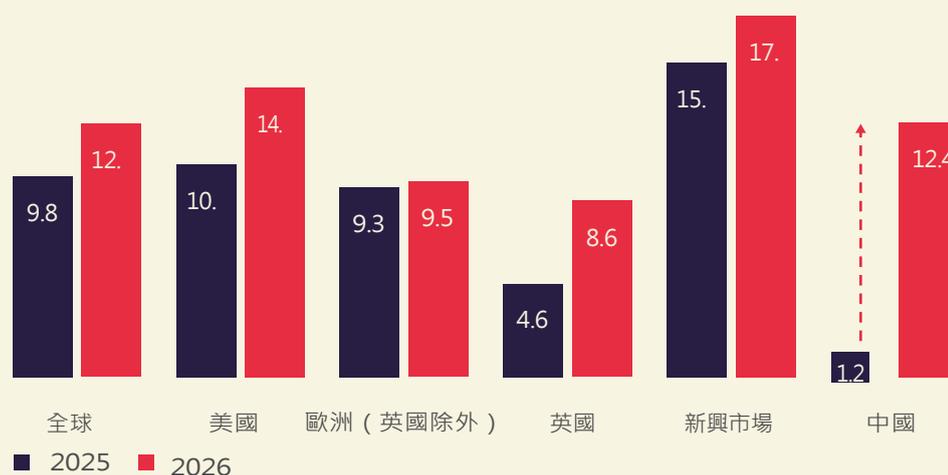


馬年展望：行穩致遠

總括而言，中國的馬年經濟發展將重視韌性而非單純追求速度。股票方面，創新主導的行業不乏投資機遇，尤其是獲得政策扶持、兼具成本效益及環球競爭優勢的領域。多個領域的估值仍反映市場過度悲觀的氣氛，但其實監管透明度已有所提升，企業盈利亦持續增長。

圖5：預期2026年全球盈利將加速增長，而中國表現出眾

每股盈利增長，2025年至2026年



資料來源：彭博資訊，2025年12月。

固定收益方面，在岸債券持續發揮多元化投資基石的作用；而離岸信貸則為願意承擔較高波幅和政策不明朗因素的投資者帶來「高風險、高回報」的潛力。其中，與可持續發展相關及配合科技策略的發行人具備相對優勢。

整體的投資主題並非2014年的市場亢奮狀態重現，而是謀求行穩致遠。由此觀之，市場確實反映馬年之意象。與十年前比較，中國的發展腳步更為沉穩均衡，以更成熟的姿態砥礪前行。



澳洲

Level 28 Suite 3, Chifley Tower
2 Chifley Square
Sydney, NSW 2000
電話：+61 2 9160 8400
australia@ninetyone.com

博茨瓦納

Plot 64289, First floor
Tlokweng Road, Fairgrounds
Gaborone
PO Box 49
Botswana
電話：+267 318 0112
botswanaclientservice@ninetyone.com

海峽群島

PO Box 250, St Peter Port
Guernsey, GY1 3QH
電話：+44 (0)1481 710 404
enquiries@ninetyone.com

德國

Bockenheimer Landstraße 23
60325 Frankfurt am Main
電話：+49 (0)69 7158 5900
deutschland@ninetyone.com

香港

金鐘道88號太古廣場一座
12樓1201-1206室
電話：+852 2861 6888
hongkong@ninetyone.com

盧森堡

2-4, Avenue Marie-Thérèse L-
2132 Luxembourg
電話：+352 28 12 77 20
enquiries@ninetyone.com

納米比亞

Am Weinberg Estate
Winterhoek Building
1st Floor, West Office
13 Jan Jonker Avenue
Windhoek
電話：+264 (61) 389 500
namibia@ninetyone.com

荷蘭

Johan de Wittlaan
7 2517 JR Den
Haag Netherlands
電話：+31 70 701 3652
enquiries@ninetyone.com

新加坡

138 Market Street
CapitaGreen #27-02
Singapore 048946
電話：+65 6653 5550
singapore@ninetyone.com

—

www.ninetyone.com

電話內容將被錄音以作為培訓、監測、法例規定以及確認投資者指示之用。

欲知詳情，請瀏覽 www.ninetyone.com/contactus

南非

36 Hans Strijdom Avenue
Foreshore, Cape Town 8001
電話：+27 (0)21 901 1000

瑞典

Västra Trädgårdsgatan 15,
111 53 Stockholm
電話：+46 8 502 438 20
enquiries@ninetyone.com

瑞士

Dufourstrasse 49
8008 Zurich
電話：+41 44 262 00 44
enquiries@ninetyone.com

英國

55 Gresham
Street London,
EC2V 7EL
電話：+44 (0)20 3938 1900
enquiries@ninetyone.com

本文的資訊可能會討論一般的市場活動或行業趨勢，不擬作為預測、研究或投資建議的憑據。本文提供的經濟及市場觀點反映晉達資產管理截至所示日期的判斷，可能會隨時更改，恕不另行通知。概不保證所表達的觀點及意見正確無誤，可能未能反映整個晉達資產管理的觀點，按不同的投資目標可能會表達不同的觀點。儘管我們認為來自外部的任何資訊均為可靠的，但我們並未對其作出獨立審核，因此我們不能保證其準確性或完整性（與ESG相關的數據仍處於初步階段，各公司的估算和披露存在顯著差異。所有綜合碳數據均存在固有的重複計算）。晉達資產管理的內部數據可能未經審核。晉達資產管理未有提供法律或稅務建議。準投資者在作出與稅收相關的投資決定之前，應諮詢其稅務顧問。

除非另有授權，否則未經晉達資產管理事先書面同意，不得將本文件資料顯示、複製、傳送或以其他方式提供給任何第三方。© 2026年晉達資產管理。版權所有。由晉達資產管理發佈，2026年2月。

