

2025年11月18日

主題趨勢報

中國

2026展望:AI新經濟崛起 中國復甦行情蓄勢待發



報告摘要

- 隱性債務緊箍咒擠壓財政空間，經濟在科技與政策支撐下緩步前行
- 25Q3財報表現不佳，復甦結構失衡
- 政策預期與科技成長雙重驅動，陸股估值向下空間有限

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年11月18日

主題趨勢報

投顧觀點

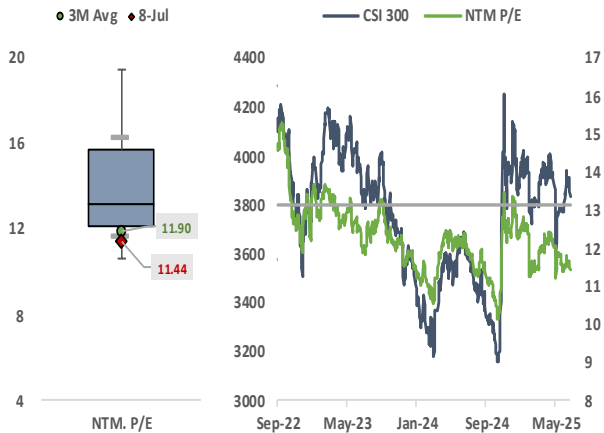
傳統產業如房地產和消費仍受隱性債務壓力拖累，房市雖已企穩但化債需求將延續至2027上半年，消費動能也僅靠政策托底，難以重燃活力；相對而言，**成長的火炬已轉向AI、半導體和新能源等新經濟領域，這些板塊將成為未來行情的焦點，預計帶動2026年GDP增速維持在4.4%左右**，儘管兩會可能下調目標至4.5%，但科技自主的步伐不會停滯。

對股市而言，10月以來市場的避險情緒已有再次升溫的跡象，包含殖利率曲線的平坦化、黃金折價消退、高股息族群上漲、海外基金溢價率驟升均暗示著樂觀情緒正在退潮，截止至11/11，中國風險趨避(RAI)指標處於0.35點位，預計將壓抑A股估值上行空間1~2個月，而**EPS成長率上修亦觸頂，故短期內在基本面缺少亮點背景下，股市動能暫緩是可預見的**，故給予A股中性評等，CSI300指數3個月預估區間為4400~5000點。

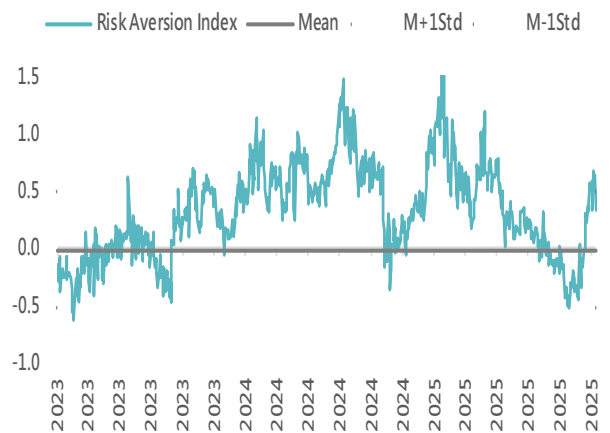
操作建議

考量到中國股市的行情結構已從傳統的舊經濟轉向以AI、半導體、新能源為代表的新經濟產業，且中國經濟成長雖顯疲態，但距離衰退再起仍有段距離，故在長線上依然看好中國股市表現，已有倉位者可繼續續抱，**預計2026年的滬深300指數目標價為5100點，以長線定期定額或分批佈局為首的投資人，仍可持續進行投資布局。**

在經濟平穩背景下，預計估值向下空間有限



中國RAI指標位於0.35點位，將壓抑未來1~2個月估值



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年11月18日

主題趨勢報

隱性債務緊箍咒擠壓財政空間，中國經濟在科技與政策支撐下緩步前行

2025年已接近尾聲，由於房市萎靡不振，負向財富效果滲透居民購買力，政策端受化債需求擠壓，也無法提供更多支援，消費舊換新政策僅實現托底效果，使中國經濟在停止惡化後未能V型反轉。

首先在房市方面，從9月數據來看房市衰退幅度已經得到控制，包含新開工、施工及竣工面積同比萎縮幅度均呈現緩慢收斂，新房與二手房價的同比跌幅也在減少，追蹤的15座一線城市高頻指標(截至10/31)顯示成交量已經企穩，儘管幾乎全年錄得歷史新低，但每週基本保持在100萬平方米以上，風險已經消退；不過房市崩潰所導致的化債壓力仍舊存在，根據財務部數據，2024年末地方政府隱性債務仍有10.5兆人民幣，不過自2024/11出台5年12兆化債方案後，整體化債速度加快，2024年以來已累計發行6.3兆特殊再融資與特殊專項債用於緩解地方債務，預計2025年化隱性債務將降至7.0~7.5兆，即財政擠壓狀況至少將延續至2027H1。

消費端雖於上半年受舊換新政策提振，但階段性資金用罄後消費動能迅速失速，零售消費同比連續4個月放緩，而儘管十五五規劃中仍將消費提振視為重要目標，但以習近平曾提到的2035年達到中等人均水準目標來推算，中國僅須保持4.0%~4.2%的GDP增速即可達標，政府出台大規模提振政策的可能性偏低，因此在外部貿易紛爭不斷(美國與歐洲)，內部化債壓力仍存的情況下，若2025全年GDP未達標，則存在2026兩會下調全年GDP目標至4.5%的風險。

綜合而言，中國經濟在未來一段時間內都將保持不對稱復甦，傳產保持疲軟同時，成長將集中在AI、半導體、電池等科技領域，消費則由政策繼續托底，故預估2025年GDP增速為4.9%，仍有不達標風險，並且2026續降至4.4%。

約4.2%增速，即可在2035年達成人均GDP翻倍目標

2035年匯率成長率敏感度分析

匯率/成長率	7.5	7.0	6.5	6.0
3.8	19,242	20,616	22,202	24,052
4.0	19,653	21,057	22,677	24,567
4.2	20,073	21,507	23,161	25,092
4.4	20,501	21,966	23,655	25,626
4.5	20,718	22,198	23,906	25,898

預計中國經濟增速將持續放緩

China GDP Forecast(%)

預測機構	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	2026
GS	5.0	5.4	5.2	4.8	4.1	4.8	4.2
JP Morgan					3.9	4.9	4.2
MS					4.2	4.8	4.5
UBS					3.5	4.7	3.8
Citi					4.5	5.0	4.6
SinoPac					4.0	4.9	4.4

資料來源：LSEG · China Briefing · 永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年11月18日

主題趨勢報

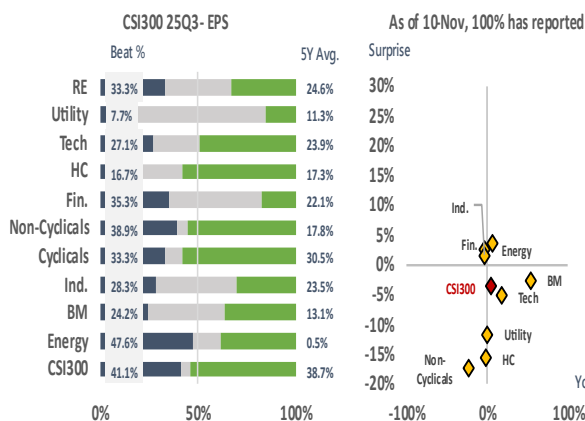
25Q3財報表現不佳，復甦結構失衡

在經歷半年的強勢反彈後，滬深300指數、MSCI China指數的未來12個月預估本益比已達到14.16x、13.15x(均為10年百分位75%)，從相對估值角度，不論A股或中概股相較於印股/新興市場均已達到中位數水準，因此預期評價面的重定價行情已經接近尾聲，並且在四中全會平淡落幕的背景下，市場已經逐步將焦點轉往基本面。

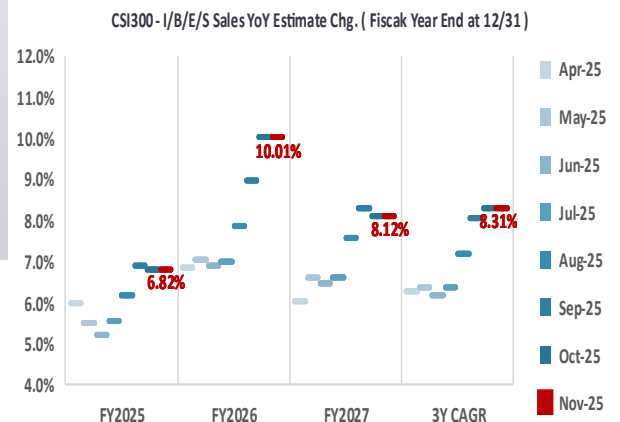
儘管整體經濟基調疲軟，但**科技(半導體與AI突破)**、**金融(降息與股票交易熱絡)**與**原物料(全球貴金屬與基本金屬大漲)**強勁增長支撐整體企業獲利擴張，截止至11/10，滬深300指數成分股已全數公告25Q3財報，EPS同比由4.1%→4.6%，連續第3季加速成長，但也是連3季低於預期，其中Beat Ratio(BR)略增110bp至41.1%，業績超預期比例仍保持緩慢增加趨勢，而Surprise Ratio(SR)則減少230bp至-3.7%，中斷2023年以來的復甦態勢，並且產業態勢不佳，6/10個產業處於衰退，並且全數產業業績均遜於預期，顯示本輪牛市基礎並不牢固。

疲軟Q3財報以及宏觀數據已為牛市踩下煞車，根據IBES數據，自年中起的獲利預期上修趨勢出現停止跡象，市場需要重新檢視樂觀預期下的成長測算是否合理，市場過高的預期以及SR的疲態對於A股當前偏高的估值而言，是潛在下行風險。

25Q3企業獲利表現疲軟，復甦集中科技/金屬產業



獲利預期上修趨勢暫緩



資料來源：LSEG，永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。