

中國產業體系突圍之路

行業
分析

程實

工銀國際
首席經濟學家

在國際環境錯綜複雜、變數疊加的背景下，國家「十五五」規劃建議繼續提出擴大高水平對外開放，釋放出中國堅持開放合作、互利共贏的信號。首先，以全球價值鏈(Global Value Chain, GVC)框架解析中國出口的增加值沉澱。



■內地持續向上游研發設計、核心零部件製造升級。

可以描繪出中國產業體系躍遷的三大關鍵特徵：

第一，出口創造的增加值規模快速擴張，內地已成為全球生產分工的關鍵樞紐。近年來，隨着科技創新與產業升級的加速推進，出口所沉澱的國內增加值再度實現快速擴張，並多年穩居全球首位。

第二，產業體系完整，多項製造業門類躋身全球前列。中國是全球唯一擁有聯合國產業分類下全部工業門類的經濟體，這一「全譜系」特徵構成產業縱深的底盤。以國內增加值衡量，2024年中國躋身全球前十的製造業行業數量已超過德國、美國等傳統製造強國，完整體系與規模優勢清晰可見。

第三，在貿易升級和科技創新雙輪驅動下，價值鏈位置穩步向上游攀升。當前，中國的GVC位置位於美國、德國、英國等發達經濟體與越

南、泰國、印度等發展中經濟體之間，並沿着「微笑曲線」左側持續向上，向着更高的價值分配空間邁進。

內地GVC向上游攀升

然而，隨着中國的GVC位置不斷向上游攀升，縱向價值鏈的斷鏈風險隨之凸顯，中國掌握主動權的關鍵在於推動產業向高附加值環節全面升級。從微觀企業實踐來看，路徑已經十分清晰：不止停留在傳統加工製造的中游，而是持續向上游的研發設計、核心零部件製造升級。出口結構的變化便是最直觀的寫照，2017年，中國通過出口獲得的國內增加值中，中間品佔比相對較少；到2024年，這佔比顯著增加，顯示出口結構快速向價值鏈上游轉變。技術端的突破，為這一躍升提供了堅實支點。

2025年，中國首次進入全球創新指數前十，在人工智能、新能源、生命

健康等重點領域儲備的一批高價值核心專利夯實了產業突破的技術底座。

在此趨勢下，中國企業正在以主動布局來化解風險，實現從產品出海到跨國建鏈的過渡。愈來愈多具有競爭力的中國企業正主動加快「走出去」的步伐，在海外落地生產、組裝與營銷基地，構建多點分布的產業網絡。海外工廠的形成不僅是產能的延伸，更是一種風險的分散，幫助企業保持更強的供應鏈韌性。

與此同時，中國正在以區域合作的深度化，為全球布局注入制度性的穩定力量。《區域全面經濟夥伴關係協定》(RCEP)與共建「一帶一路」倡議，使中國與東盟及其他夥伴國之間的經貿聯結更加緊密。在多層級、多通道的連接之下，中國與區域內經濟體形成了更高程度的協同與互補，使全球價值鏈重構不再是風險因素，而是成為穩定基礎和增量來源。

AI模型轉化為經濟價值

在剛過去之達沃斯論壇，不少科企大人物均有接受訪問並暢談包括人工智能(AI)發展在內之新趨勢，由於近期較忙，筆者暫時亦只看完Tesla(特斯拉)行政總裁Elon Musk及Nvidia(英偉達)行政總裁黃仁勳的訪問，當中有一些看法值得與大家分享。

先談Elon Musk的部分觀點。他提到芯片未來可能出現過剩情況，原因是電力供應的增長遠遠不及芯片擴產之速度。而中國太陽能發電能力幾乎是美國的4倍，而美國現時政策卻阻礙太陽能開發和部署。

至於黃仁勳認為，人類史上最大規模之人工智能(AI)基礎建設已展開，未來將迎來數萬億美元建設需求，各國應積極參與AI基礎設施建設。他亦認為AI模型現時已迅速轉化為實際應用以及經濟價值，即使沒有電腦科學學位也能成為程

式開發者。因此，呼籲發展中國家與學生族群都應學習使用AI。

既然提到半導體行業，肯定要談談已公布業績的SK Hynix(海力士)以及續後一度大跌之Intel(英特爾)。在存儲記憶體需求大增下，海力士去年業績創新高，當中HBM3E記憶體銷量倍增成為最大亮點。

英特爾面對挑戰

至於今年最大憧憬應是HBM4出貨進度，早前已有消息指今年HBM產能已全數售罄，故今年業績有望更上一層樓。不過，由於其ADR發行時間表未定，故會傾向待其有相關消息公布後再作部署。

相比之下，英特爾面對之挑戰及難題則大得多。其今年首季營發展望令人失望之根本性原因，在於產能未能滿足伺服器芯片需求，背後反映出生產良率偏低的事實，這亦與英特爾過於進取有關。

事實上，不同製程有不同之技



■英特爾首季營收展展望令市場失望。

術要求，因此在進程上宜「按部就班」，強如台積電亦要一步步累積經驗，由7納米逐漸開發至最新的2納米。不過，英特爾卻急於「跳Step」，意味經驗及查錯(Error Check)能力亦有所局限，可以說由最初想「彎道超車」開始已選錯跑道。

無疑在「美國優先」政策下，英特爾仍有望取得一定數量訂單，但從穩定性及良率進度，恐怕絕大部分客戶「大單」仍會選擇台積電矣。

(筆者為證監會持牌人士，持有英偉達及台積電股份)

中芯宜趁調整收集



證券透視

曾永堅

香港股票分析師協會副主席

中芯國際(0981)可望成為中央全力推動人工智能(AI)發展與芯片自主受惠者，集團為內地晶圓代工中承接AI相關需求的領跑者，而本地化需求有增無減，將帶來更多業務擴展空間，繼而提升內地晶圓代工市佔率。

此外，預計中芯2026年得益於產能升級、製程升級及獲注資等正面因素，估值仍具上調空間。若股價調整至70元以下，可分段收集作長線投資，12個月目標價105元。

芯片需求持續殷切

市場普遍預期2026年內地對芯片的需求持續殷切。AI大模型訓練需要強大算力，對先進邏輯芯片需求保持強勁。在電動車領域，長足推進自動駕駛發展亦存在需求。

據摩根士丹利預測，內地芯片自給率將由2024年的24%，提升至2027年的30%。中芯受惠國家力主芯片國產化的趨勢，當前內地模擬芯片、存儲器、CIS等產業鏈積極向國產切換，將帶動中芯旗下芯片代工份額提升。

更重要的是，中芯的芯片代工技術將於2026年迎來重大突破。有業內消息指，中國科研團隊去年初已在內地製造極紫外光光刻機。若國產光刻機成功量產，勢令中芯突破7納米以上製程的限制，從而可生產更高階芯片。

(筆者為證監會持牌人士，沒持有上述股份)

歐元仍見回調壓力

美國總統特朗普提名溫和鷹派的美聯儲理事沃什(Kevin Warsh)為下任美聯儲主席，一定程度打擊市場對局方年內大幅降息希望。美元回升，非美元貨幣普遍走低。

歐元兌美元上周曾觸及4年半高位1.2079，其後美元回穩，歐元回落至1.1850水平。歐洲央行周四(5日)議息會議，預期維持指標利率不變，但需關注會後聲明，以了解央行如何評估歐元匯率對通脹前景及政策傳導的影響。據利率期貨市場反映，歐央行9月降息可能性由不足10%，升至30%。

技術圖表所見，RSI及隨機指數已從超買區域回落，歐元仍見回調壓力。較近支持先留意10天平均線1.1830。以黃金比率計算，50%及61.8%的回吐幅度，料匯價於1.1825及1.1765水平。關鍵支撐先看200天平均線1.1610，在1月中旬歐元勉力守住指標後作強勁反彈。下一級留意1.15關口。阻力位回看1.19及1.20，較大阻力料在1.2080及250個月平均線1.2240水平。

澳元走勢向上

另外，澳洲央行今天公布議息決議，鑑於就業和通脹數據表現強勁，使央行加息概率上升，澳元兌美元隨之上揚，過去兩周累升近400點子，上周曾見至0.7096的近3年高位。

金匯出擊

黃楚淇

英皇金融集團

耀眼之選

植耀輝
耀才證券研究部總監