



▲越來越多A股和優質資產赴港上市，加上南向資金持續湧入，對港股市場長期大有裨益。

經濟觀察家

展望2026年，港股市場已站在遠不同於一年前的位置，驅動上漲的核心要素：流動性敘事、基本面改善、科技趨勢，哪些只是一時修復卻被當成趨勢無限外推，哪些可以更持久，是我們判斷「牛市」下一步的關鍵。

把握港股牛市 尋找稀缺資產

中金點睛
劉剛團隊

觀察過去兩年市場的脈絡，本質上，都可以概括為「過剩流動性」對「稀缺回報資產」的追逐。只不過，在不同階段，能夠成為和被認可的稀缺資產不斷在變化。一旦被認可，過剩流動性大量湧入會迅速成為共識，使得漲幅會透支到讓人咋舌，然後再去尋找下一個機會，分紅、國債、黃金、成長，無不如此，因此才會不斷輪動。

「稀缺資產」主要由信用周期走向所決定：1）當信用周期收縮（意味着大部分資產沒有回報），那些起碼能提供固定回報的資產如債券和分紅就會成為「香餡餅」；2）當信用周期局部修復時，就會體現為結構型行情，如今年此起彼伏的互聯網、新消費與創新藥；3）如果信用周期整體修復，就會體現為順周期和泛消費的全面牛市；4）極端情況下如果連固定回報資產都被惡性通脹侵蝕，黃金是少數仍具保值能力的資產之一。

流動性環境仍充裕

「過剩流動性」與「稀缺資產」的組合會營造出一種表面看是通縮、卻有局部通脹並存的現象，不論是資產上極致分化的高估值與低估值，還是實體經濟中的首飾、保險上漲，而交通、食品煙酒下跌，又或是二手房普遍下跌和一手「豪宅」供不應求，流動性過剩但又只願意去到想去與認可的地方。因此，中國當前局面更確切的表述應是通縮通脹並存，是整體通縮掩蓋下流動性過剩與局部通脹。因此，對後市判斷的關鍵就落在兩個問題上：一是流動性環境有沒有被破壞，二是稀缺資產能否擴散到更廣範圍。一方面，僅靠流動性不是萬能的，會有「天花板」，但沒流動性是萬萬不能的；另一方面，如果稀缺資產依然局限在小範圍的話，那大概率還是延續景氣結構，無法擴散到全市場，只不過也會因為高倉位和高估值而不斷輪動和波動。

流動性是否「過剩」是相對的，實際上是有效需求不足這個硬幣的另一面。正是由於過去幾年增長和信用周期下行，有效回報和需求不足，導致流動性無法轉化為信用擴張，所以造成空轉和淤積。展望明年上半年，從三個維度看，流動性充裕甚至過剩的局面仍將延續。

一是國內宏觀流動性依然過剩，原因仍是回報和收入預期過低導致信用收縮，資金淤積，解法是政策對症發力，但政策選擇有天然偏好和隱性約束。二是微觀流動性也大概率維持寬裕，但不宜無限放大其作用。利率

不斷走低是存款「活化」和資金入市的前提、但非必然。復盤日本經驗發現，收入預期、養老和債務壓力才是居民能否長期入市的關鍵。三是外部流動性明年上半年將維持寬鬆。美聯儲仍在降息通道，但明年下半年存在變數，全球寬鬆程度也可能在下半年遇到拐點。

此外，「去美元化」也是在局部範圍而非全球的普遍共識，是更為割裂的二元化結構。以上這三個因素中，最確定的依然是第一個，第二個更受益A股，第三個更受益港股。

信用周期震盪放緩

尋找稀缺資產，本質就是尋找信用擴張的方向。信用擴張的方向代表了增長和需求的方向，反之亦然，其原動力來自對回報的追求、尤其是回報與成本的剪刀差，很難想像信用擴張會持續穩定的發生在回報低於成本的地方。扮演逆周期調節作用的政府支出看似不以短期回報為目的，但如果考慮更長遠且廣泛的社會與政治回報，其實也是如此。

展望2026年，在完成了一年「填坑式」、也是最容易修復的部分後，從今年四季度開始，高基數、政策發力放緩 and 結構性問題影響下，中國整體信用周期再度走向震盪甚至放緩，好在結構性景氣仍在。

根據回報差異，我們把信用周期分為新興需求（科技）、政府支出、傳統需求（地產、泛消費）三塊。展望2026年，1）新興需求：預計仍將維持高景氣，缺點是預期過高。中美都是如此，在AI領域短期內難以證偽，也還沒到泡沫程度，中國在政策支持下甚至可能投入更強。2）傳統需求：短暫修復後再度轉弱，核心問題還是收入預期不振，回報與成本倒掛的老問題。3）財政支出：整體力度有限且更多結構上傾斜。私人信用再度轉弱凸顯了內生增長的挑戰和政策發力的必要性，但財政有天然偏好和隱形約束，因此在就業和關稅壓力不緊迫情況下，很難期待大舉發力。

因此，如果說2024年是信用周期收縮且缺乏產業趨勢，2025年是信用周期修復與產業趨勢共振，2026年則將轉向信用周期震盪放緩和產業趨勢繼續。在此情況下，稀缺回報資產也難以大幅擴散。

指數上漲空間相對有限

估值方面，經過一年上漲，市場已站在了遠不同於一年前的位置。恒指動態估值為11.4倍，接近2015年以來均值上方一倍標準差，風險溢價更是一度低於2018年初棚改周期低位。

有人可能會說，1）港股估值與美股市場比還很低（標普500的動態估值22.9倍）。表面看的確如此，但不區分盈利能力、流動性環境和投資者結構的簡單對比，不僅沒意義也會造成極大誤導。2）港股結構差異很大，整體法意義不大。這個倒是事實，目前金融、周期與地產等傳統板塊的風險溢價分別降至歷史均值一倍標準差以下，新消費與創新藥近期回調後風險溢價基本處於歷史均值附近，互聯網科技同樣低於歷史均值。

考慮當前水平，以及今年主要以估值貢獻為主的特徵，接下來指數層面的空間打開需要盈利修復，不能單純寄希望於估值和風險溢價的無限擴張。基準假設下，若中美加權無風險利率（按南向成交佔比35%加權）從當前3.4%降至3.1%，同時依然是景氣結構主線，尤其科技互聯網等板塊ERP（股權風險溢價）回到年內低點，但其他板塊維持在今年均值附近，對應估值空間約5%至7%。當然在樂觀假設下，若政策發力帶動物價回升，順周期板塊情緒同樣提振。

盈利方面，整體信用周期擴張缺位的情況下，港股大幅改善也難以期待，更多是結構性亮點。我們測算基準情形下，2026年市場盈利增長3%（2025年6%，當前市場預期9%至10%），其中非金融增長6%至7%（2025年8%），金融預計零增長。因此，基準情形下市場指數層面空間有限，空間來自景氣結構或意外回撤。

超配人工智能板塊

基於上文中對宏觀和信用周期環境的討論，如何尋找下一個階段的稀缺資產？一方面，從資產定價邏輯看，我們建議依然可以適度保持分紅資產的配置，以應對整體信用周期擴張的疲弱。換言之，中國國債利率和貨幣條件還有寬鬆的必要。另一方面，在整體信用擴張疲弱的環境下，更應該需要依然能擴張信用的方向，我們認為可以從三個維度出發：產業結構（如AI科技）、產能出清與海外需求映射（新興產業鏈與美國需求），本質上都是跟隨信用擴張的方向，只不過來源不同。

綜合來看，我們建議超配AI軟件與硬件（AI產業趨勢&外需映射）、電新（產能出清&外需映射）、化工（產能出清&外需映射）、家居（產能出清&外需映射）、創新藥（產業趨勢&外需映射），低配地產、食品零售、家庭個人用品。具體配置時，仍需要綜合考慮估值和擁擠度，以求以更好的成本介入。

此外，我們預計中國PPI或在今年底到明年一二季度階段性走高，可以作為市場在交易層面切換到順周期的契機。

從中長期維度，在當前二元結構愈發割裂的大環境和中國資產重估的小周期中，港股因此獨特的卡位優勢，反而可以藉機強化資金和資產的交匯點。不論是越來越多A股和中國優質資產赴港上市，還是南向資金持續湧入，以及從更大宏觀維度作為離岸人民幣和離岸金庫的支點，這一點對港股市場長期是大有裨益的。（作者為中金公司研究部策略分析師）

「港話通」展現香港AI自主創新



創科瞭望
陳迪源

近月來，筆者手機裏住進了一位有意思的「新街坊」。當我問它：「銅鑼灣附近，邊度啲『絲襪奶茶』最正？唔要連鎖茶餐廳，想搵啲有feel嘅小店。」它不僅完全聽懂了「正」、「有feel」這些地道表述，還真的推薦了幾間網上好評的咖啡店。它正是政府即將推出的「港話通」（HK Chat）。作為首批測試者，筆者在過去數月提供了不少建議給開發團隊，亦在每一次的版本升級獲得更好的體驗。

AI已進入水電煤的時代，香港若沒有自己的「發電廠」，所有數碼生活的繁華，都只是建基於浮沙之上的海市蜃樓。今天，香港的金融交易、律師樓的文件審核、醫院的初步診斷，對AI的依賴與日俱增。但這些服務的「總掣」，大多遠在海外。這意味着，別人只要輕輕一按，我們的數碼化經濟就可能集體「跳掣」。這不是危言聳聽，而是懸在所有技術依賴型經濟體頭上的現實風險。

想像一下，一宗大型企業併購案正在進行，律師團隊正利用AI工具通宵達旦地做盡職調查，分析數以萬計的文件。若AI服務突然中斷，整個交易流程可能被迫停擺，這種損失難以估量。發展自主可控的AI底層技術關乎長遠的經濟安全。

這款AI有「港味」

技術自主不僅是為了應對風險，更重要的是，自主AI能在日常運作中，創造出無可比擬的價值。香港的獨特之處，在於那種深入骨髓的「混合感」。我們上一封電郵用英文寫得滴水不漏，下一秒就在WhatsApp裏跟同事講：「份proposal搞掂未？ASAP啊！」這種無縫切換的「兩文三語」，刻進了香港人DNA裏的語言習慣。通用模型或許能翻譯字面，卻無法領會其中的效率與默契。

「港話通」不是一個學講廣東話的外國人，而是一個土生土長的「香港仔」。例如，一個地產經紀可能會問：「幫我搵下西環近MTR，開揚有海景嘅兩房『上車盤』，最好係『鳳凰樓層』。」通用AI可能會對「上車盤」和「鳳凰樓層」這些充滿本地色彩的術語感到困惑，而一個真正本地化AI，則能立即理解其背後的預算、面積和樓層偏好。又或者，當你想找一家地道的「車



▲特區政府即將推出人工智能大語言模型「港話通」。

市場需求強勁 新盤加價推售



樓市智庫
陳永傑

隨着市場累積的購買力集中釋放，本港樓市近期掀起「報復式買樓」潮，一、二手成交量急速攀升，樓價亦見反彈。今年一手成交量已突破1.8萬宗，已較去年全年1.58萬宗高出一截，需求爆發力驚人。

樓市轉勢幾乎可以肯定，發展商態度亦明顯轉變，不再願意「平賣」或「蝕讓」，反而出現「報復式加價」的情況。近年以低價開售的新盤相繼加價，反映市場需求強勁，令發展商有更大信心推高售價。

譬如，啟德新盤早前推出的二期，較一期開價高三成，一樣有價有市。首輪推售單位錄得數十倍超額認購，並即日沽清。原因是其得天獨厚的地理位置，加上發展商品牌，其二期二手成交全數獲利的先例下，令二期開售時即使加價，仍錄得理想銷情。

「供平過租」刺激入市

「報復式買樓」主要源於多項利好因素疊加，包括減息、撤辣，以及內地買家湧入香港市場，令長期觀望的需求突然爆發。再加上近年租金持續高企，部分地區租金回報率升穿4厘，令「供平過租」的情況更為明顯，推動不少租客轉為買家，加速市場升溫。

年初睇樓的市民如今或已感受到市場變化，現時二手放盤的叫價，普遍較年初上約5%至10%。不少買家因

仔麵」，可以自己揀餸、加辣汁那種，一個好的本地AI應該要能分辨出哪些是真正有鑊氣的小店，而不是連鎖快餐。

筆者留意到測試版中開始對話是有幾個預設功能可選：天氣、巴士、法律、金融。這幾個按鈕看似簡單，卻像一幅香港的城市素描。「天氣」和「巴士」是效率至上的生活哲學，「法律」與「金融」則是香港賴以立足的兩大基石。這種設計巧思，透露出開發者對本地用戶需求的深刻洞察。

從「用家」到「玩家」

更深一層的意義，在於發展自主AI能讓香港從一個單純的技術「用家」，升級為有能力制定規則的「玩家」。一個開放的本地化底層模型，就像一塊肥沃的土壤，能讓香港用家種出千奇百怪的應用。從輔助電影人創作具有港產片味道的劇本，到幫助中醫師整理古籍藥方，再到為遍布全港的中小企提供廉價高效的智能客服，想像空間巨大。這不僅僅是創造就業，更是在培育一個完整的創科生態。

更重要的是，這個植根本港、熟悉「兩文三語」及國際商業規則的AI，將成為香港服務大灣區、連接國家的獨特橋樑。內地企業可以借助它更好地理解國際市場的商業文化與監管差異，海外公司則能通過它更順暢地進入大灣區。這一定位，有助香港在區域協同發展中發揮獨特優勢，為專業服務業帶來新增長點。

從經濟效益角度看，發展自主AI更是一項長遠投資。首先，它能吸引全球頂尖AI人才來港發展。當香港擁有自己的大型語言模型項目，就能為AI科學家、算法工程師提供真正有挑戰性的工作機會，而不是僅僅做應用層的開發。其次，它將帶動整個算力基建的投資與升級。訓練和運行大型AI模型需要強大的數據中心、高性能芯片和網絡基礎設施，這些投資將為香港的數碼基建注入新動力，並創造大量技術和營運職位。再者，本地AI生態的形成，將吸引更多國際科技企業在港設立研發中心，形成產業集群效應。當企業知道香港有成熟的AI基建、充足的人才儲備，以及對本地市場的深刻理解，自然會將更多資源投放在這裏。

當然，羅馬非一日建成。「港話通」面世之初，我們不能苛求它在所有方面都超越國際巨頭，我們需要給予耐心和鼓勵。這是一個共同培育的過程，

我們既是使用者，也是共建者，共同塑造屬於香港的AI未來。在AI這場新的工業革命中，擁有自主的底層能力，就是擁有未來的入場券。（作者為香港創科發展協會創會主席）

當時猶豫未入市，如今面對更高的售價，難免「掙心口」。差估署數據顯示，今年1月全港面積431方呎的A類單位，平均售價為467萬元，今年9月已升至489萬元，升幅近5%。

自2019年新冠疫情爆發以來，香港經濟一度錄得1.2%收縮，樓市亦受重創。疫情、中美貿易戰及美國加息疊加衝擊，令本港一、二手私人住宅成交量跌至僅3.3萬宗，創1995年以來新低，甚至低於2003年沙士時期的逾5萬宗，樓價累跌約三成，政府財政亦陷赤字。政府最終全面撤辣並放寬按揭成數救市，樓市逐步回暖，並走出蕭條期。

今年9月美國重啟減息周期，多重利好因素推動下，市場氣氛由冷轉熱，成交量與樓價同步攀升。加上「供平過租」效應持續，樓市有望掀起更大規模的「報復式買樓」。今年一手成交量已突破1.8萬宗，整體二手樓價亦反彈近3%，反映市場正出現明顯反彈。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲近期新盤即使加價推售，仍錄得理想銷情。