



萬方家辦投資總結

2026年7月7日

 萬方家族辦公室

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



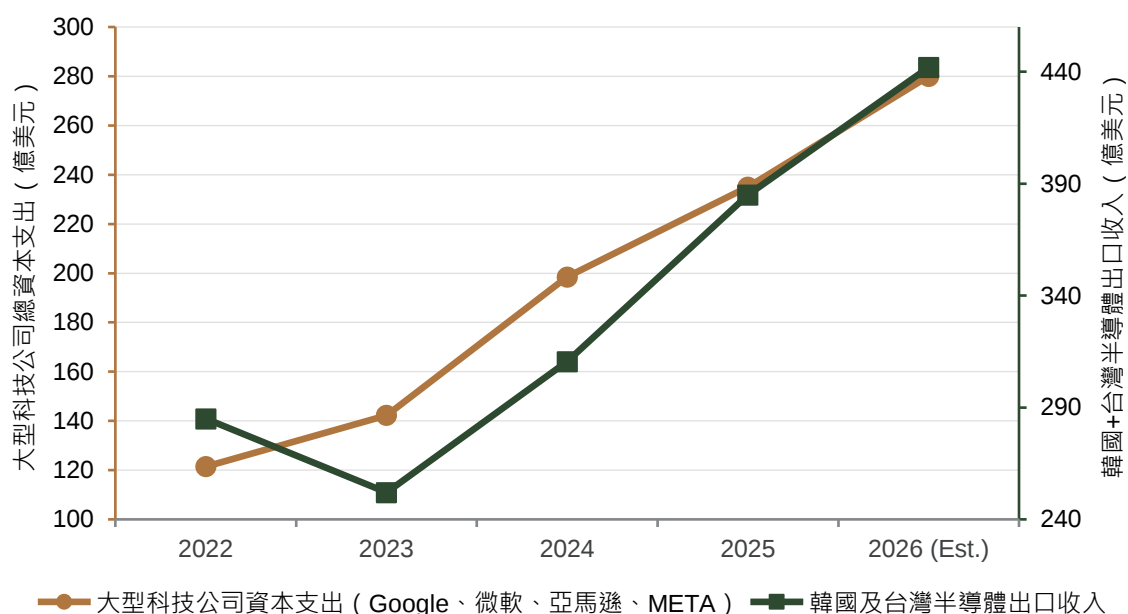
本期我們將檢視當前AI超級循環背後的實際數據，追蹤資金流向，並進一步判斷這是否代表一項結構性轉變，以及這項趨勢能否延續。

部分投資人認為，半導體設備產業仍受過往景氣循環規律所制約。然而，我們認為，在AI超級循環帶動下，產業正經歷結構性擴張，其中以晶圓製造設備（WFE）領域最為明顯。

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

大型科技公司資本支出 vs. 東亞半導體出口營收



資料來源：公司文件；彭博有限合夥公司，2026年第一季

從現有資料來看，這波超級循環受到穩健的總體經濟基本面，以及充沛的企業在手訂單所支撐。

過去，要將上游硬體需求與下游資本支出的實際用途相互比對，並不容易。

然而，數據顯示，Google、Microsoft、Amazon與Meta的合計資本支出，與南韓及台灣的半導體出口營收幾乎同步，相關係數超過90%。2023年曾短暫出現背離，當時傳統型記憶體庫存進入去化階段；但隨著過去2至3年AI資本支出加速成長，兩者走勢已再度回到一致方向。

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



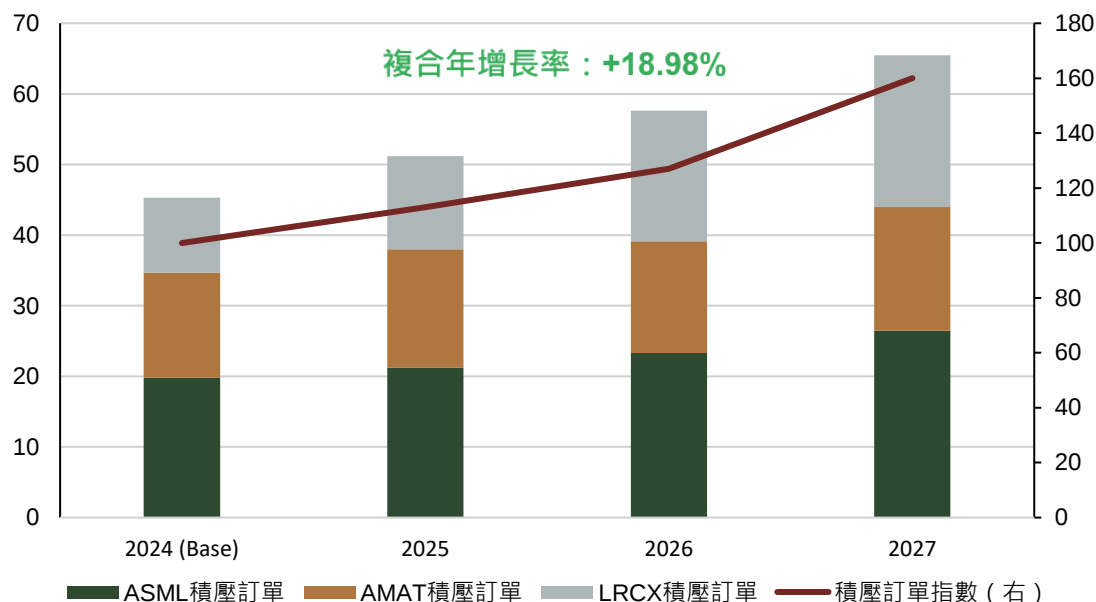
目前，超大型雲端服務業者的AI資本支出，是東亞晶片出貨量最具影響力的領先指標。此一投資主題最大的風險，是主要超大型雲端服務業者突然削減資本支出；不過，目前其支出尚無放緩跡象，市場甚至預期仍將持續成長。

接下來，我們沿著資金流向，進一步觀察WFE市場。2024至2027年間，全球WFE市場預計將以18.98%的年複合成長率(CAGR)擴張。

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte. Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte. Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

全球WFE市場與供應商在手訂單



資料來源: 彭博有限合夥公司; SEMI.Org, 2026年第一季

對重型工業硬體產業而言，接近19%的年複合成長率並不尋常。這顯示WFE已不再完全呈現典型景氣循環產業的特徵；市場正以長期科技成長趨勢重新評價這個產業。

前三大設備供應商的在手訂單指數，與市場成長率幾乎同步上升，由2024年的基準值100增至2027年約160。這證實未來數年的營收擴張，主要受到實際且已簽約的結構性需求支撐，而非建立在推測性預估之上。

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

當前 AI 計分卡

論點支柱	晶圓製造設備 (WFE)	檢核清單	當前訊號 (1-5)	
1. 超大規模業者AI資本支出	科技巨頭的雲端支出 (約2,500億美元以上) 直接轉化為對高毛利晶圓製造設備與記憶體體的採購	超大規模業者的變現指標 (投資報酬率), 以及基礎設施資本支出財測是否出現突然的下修。	強力偏多 (資本支出加速、營收穩健): 4	
2. 半導體出口	台灣與南韓的出貨, 促使台積電、三星與SK海力士擴充廠房並添購新的設備機台。	台灣與南韓的每月出口數據持續維持在歷史高點, 主要由先進AI加速器與高頻寬記憶體 (HBM) 需求的激增所帶動。	強力偏多 (出口數據創歷史新高): 4.5	
3. 製造業採購經理人指數 (PMI)	消費性與工業科技的基本面健康, 使晶圓廠對WFE機台維持高產能利用率。	觀察新訂單分項指數是否反轉跌破50, 此為晶片可能供給過剩的訊號。	中性 (於50.5-51.5之間徘徊): 2.5	
4. 記憶體價格與供給	先進HBM記憶體所需的製程步驟為一般記憶體的2至3倍, 使設備機台的利用率倍增。	HBM4的製造良率, 以及記憶體廠商資本支出回升所帶動的訂單積壓。	偏多 (訂單積壓龐大): 3.5	
5. AI基礎設施瓶頸	矽的物理極限促使產業轉向小晶片 (chiplet) 架構, 為專用封裝與量測設備開啟數十億美元的市場。	矽光子設備的產能擴增與早期商業訂單。	強力偏多 (持續增加): 4	

資料來源: 多家公司2026年第一季財報; 韓國產業通商資源部 (MOTIE) – 2026年; 供應管理協會 (ISM) – 2026年6月

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述, 僅供參考之用。此為市場推廣支援內容, 並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議, 亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果, 亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定, 亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明, 本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及 / 或 Raffles Family Office Pre Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見, 可能隨時變更, 恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考, 並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pre Ltd. 以及報告中署名之實體與作者, 對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異, 概以英文版本為準。

為了動態追蹤與監測這項趨勢，我們將相關指標量化為一份涵蓋五個面向的評分表。

- 1. 超大型雲端服務業者AI資本支出：超大型雲端服務業者的資本支出目前已超過4,000億美元，其中大部分將直接或間接轉化為高毛利的WFE設備需求。為追蹤此一趨勢，我們持續觀察雲端服務變現指標（投資報酬率，ROI），並密切留意企業是否下修資本支出展望。

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

- 2. 半導體出口：台灣與南韓的每月出口數據均處於歷史新高，主要由對價格敏感度較低的AI加速器與高頻寬記憶體（HBM）需求所帶動。為滿足現有訂單，台積電、三星與SK海力士必須持續擴充產能並採購新設備。
- 3. 製造業PMI：儘管AI相關需求快速成長，整體消費電子與工業電子的基準水準僅溫和落在50.5至51.5之間。我們正觀察新訂單分項指數；若跌破50，將警示供給過剩與景氣放緩的潛在風險。

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte. Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte. Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。

- 4. 記憶體價格與供給：先進HBM記憶體所需的製程步驟，是傳統記憶體的2至3倍，因此未來將進一步提高設備使用率。龐大的在手訂單為此一領域提供保護；接下來的關鍵觀察指標，是HBM4的製造良率，以及記憶體廠的資本支出調整。
- 5. AI基礎建設瓶頸：傳統矽晶片微縮已接近物理極限，迫使晶片設計業者採用新的晶片架構，並為先進封裝、晶圓鍵合及光學量測設備開啟新的市場。我們正追蹤封裝產能擴充，以及矽光子設備的商用訂單。

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte. Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte. Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



大型科技公司支出與硬體製造產出之間的基本面相關性依然強勁，並受到接近19%的營收年複合成長率，以及供應商明確的在手訂單能見度所支撐。

總體經濟環境與評分表數據仍指向一項健康且具充分支撐的趨勢。延伸至2027年的可見訂單需求，也能為市場的短期波動提供緩衝。 ●

萬方家辦投資總結 | 2026年7月7日

本評論提供近期經濟與市場情勢演變的高層次概述，僅供參考之用。此為市場推廣支援內容，並不構成對任何閱讀本評論者的投資建議，亦非推薦購買或出售任何投資產品。本評論並非投資研究成果，亦不應被視為投資研究。其編製未遵循旨在促進投資研究獨立性的法律規定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有說明，本文評論所載資訊均來自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pre Ltd.。本文所表達之觀點為作者於撰寫時的意見，可能隨時變更，恕不另行通知。文中所提及之任何預測、估算或目標僅供參考，並不保證一定會實現。Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pre Ltd. 以及報告中署名之實體與作者，對未能達成此類預測、估算或目標不負任何責任。如中文與英文版本有任何歧異，概以英文版本為準。



免責聲明：

一般

本文件所包含的資料以可公開取得的資訊為依據。雖然萬方家族辦公室（「RFOPL」）及萬方資產管理（香港）有限公司（「RAM」）已採取合理注意確保本文件所含資訊的準確性及客觀性，上述兩間公司不就此等資訊（包括所提及的任何估值）的準確性或完整性作出陳述或保證，亦未獨立證實其準確性或完整性。RFOPL和RAM不陳述和保證本文件用作任何具體用途時是充足的、完整的或恰當的。任何意見或預測均反映作者在本文件的寫作日期的觀點並可能會在不進行通知的情況下改變。

本文件所包含的信息，包括任何數據、推測及其所依據的假設，均基於某些假設、管理預測以及對已知信息的分析，並反映發佈時的大體環境，而所有這些都會在不進行通知的情況下在任何時間產生變化。過往表現數據不代表未來表現。

非針對任何個人的投資建議、要約或招攬

本文件不應被視為針對任何個人的投資建議、要約或招攬，供其交易任何本文件所提及產品。在決定投資任何本文件所提及的產品之前，您應該向您的財務、法律、稅務或其他專業顧問尋求意見，以得知該產品是否適合您，同時要考慮到您的特定投資目標、財務狀況或具體需求（本文件未涉及）。如果您決定不打算尋求此類意見，您應該在收到並仔細閱讀特定的產品資訊和相應的風險揭露聲明後，仔細考慮和衡量任何本文件所提到的產品是否適合您。

風險

投資本文件所提及的任何產品均可能帶程度不同的各種不同風險，包括信用、市場、流動性、法律、跨司法管轄區、外匯及其他風險（包括電子交易及槓桿產品交易的風險）。投資涉及風險。投資產品價格可能浮動，有時非常劇烈。投資產品的價格可高可低以及可能變得沒有價值。買賣投資產品將帶來損失而非獲利是有可能的。本出版物的任何內容均不構成關於某個閱覽者的個人情況的個性化的會計、法律、監管、稅務、財務或其他方面的建議。在投資任何產品之前，您應該尋求您的財務、法律、稅務或其他專業顧問以了解相關風險以及您承擔該類風險是否恰當。

對投資產品的任何描述的全部內容均受該投資產品的條款和條件的約束並且在適用的情況下，亦受招股說明書或伴隨該投資產品的相關文件的約束。

估價

本文件中的產品估價僅具指示性意義，並不表示新產品的合約可以按照這些條款訂立，或現有產品可以按照這些條款平倉，而是有可能不如本文件中標示的估值那麼有利。這些估值有可能與其他來源給出的估值顯著不同，這是因為不同的來源可能採用不同的假設、風險和方法。

無責任條款

對於任何人因依賴本文件所包含的任何資訊、意見、預期或估值而採取行動或不採取行動而產生的任何損失或損害，無論是以何種方式造成的，在適用法律和法規允許的最大限度內，RFOPL、RAM及其下屬機構概不負責。

參與發布本文件的RFOPL、RAM及其下屬機構可能與本文件所提及的產品有利害關係，包括但不限於行銷、經銷、控股、提供金融或諮詢服務、或擔任本文件所提及的人員的經理。RFOPL、RAM及其下屬機構可能發布過其他報告、出版物或文件，所持觀點不同於本文件所述的觀點，而且所有報告、出版物或文件所述的所有觀點均會在不進行通知的情況下改變。

新加坡和香港

本文件及其內容僅對新加坡的合格投資者（依據新加坡證券暨期貨法第4A節（第289章）的定義）及香港的專業投資者（依據證券及期貨（專業投資者）規則（第571D章）的定義）。本文件及其內容並未經新加坡金融管理局或香港證券及期貨事務監察委員會審核。