结构主义薪火系列

资本开支周期下的资产配置与主导产业

资本开支上行周期或将开启，科技制造先行，主导产业崛起。

- **资本开支周期的力量。**资本开支周期（中周期）是我们周期嵌套框架中较为重要的一环，指的是企业设备更迭带来的资本开支周期。一般来讲，一轮中周期会包含 3 轮左右的短周期，周期内主导产业的繁荣与衰落是影响资本开支增速的主要因素。当前我们正处于第五康波周期内的长波萧条期，海外发达经济体正处于第一库存周期的下行阶段，国内已经进入本轮去库周期尾声，随着新的补库周期开启，我们即将步入本轮长波萧条期的第二库存周期。企业的资本开支行为可以增加库存周期的强度及持续性，因此，中周期对于短周期有着趋势增强的作用；不仅如此，通过资本开支行为去探寻中周期内的主导产业，可以获取穿越短周期的超额收益。
- **资本开支周期驱动因素及其对大类资产的影响。**资本开支周期上行的驱动因素上存在一定的共性：1）持续稳定的需求增量是资本开支周期上行的充要条件；2）长波繁荣期主导产业对资本开支的拉动作用最为显著；3）较低的利率环境可以成为资本开支的助推；4）产能利用率底部回升是资本开支上行的必要条件。先行指标企业盈利增速及产能利用率的拐点相较资本开支拐点平均领先 16.2、10.4 个月。大类资产的表现上：资本开支上行有利于强化风险资产价格趋势；此外，长波繁荣期风险资产价格中枢会出现明显上行。
- **主导产业更迭与资本开支周期的形成。**每一轮资本开支周期都会产生 1-2 个主导产业。主导产业的形成与发展与政策支持、宏观环境、技术创新以及经济体的资源禀赋都有较为密切的关系，而新旧主导产业的更迭更是中周期内资本开支周期形成的重要因素。中周期内主导国与追赶国不同的工业化进程决定了本轮资本开支周期的主要发力产业及强度。政府的产业政策在产业结构变迁的过程中起到了十分明显的助推和催化作用。每轮中周期内主导产业都会呈现需求显著增长，供需错配带来产能的持续高增，进而形成较强的资本开支动力。资本市场的角度，我们发现主导产业的相对优势在资本开支上行阶段最为显著，尤其在需求相对充裕的长波繁荣期。对标 70-80 年代日本，中国工业化进程正迈入成熟期，高端制造、科技领域都有望成为下一轮资本开支的主要动力。
- **关注即将到来的资本开支上行周期。**即将进入的第二库存周期内很有可能会迎来资本开支的上行期。随着新一轮主导产业崛起，中国不再是跟随国，国内资本开支拐点可能提前到来。本轮资本开支周期与以往最大的不同在于：2020 年开始的第一库存周期内，以设备投资为代表的资本开支并未出现显著上行，而研发支出等软性资本开支显著上行。往后看，随着疫情因素缓和及供应链制约解除后，部分制造业企业的扩产意愿可能会滞后释放；另一方面，随着 AI 产业链的不断演进，新一轮中周期很可能出现研发费用先行，设备投资后起的特征。大类资产的角度，短周期视角下，大部分顺周期风险资产依然将会面临分子端盈利下行的压制；相较之下，去库周期的中后期，股票资产或具备一定的估值端支撑。
- **风险提示：**稳增长政策力度或发力效果不及预期；发达经济体陷入超预期衰退；海外货币政策超预期

相关研究报告

《从日本转型经验看 A 股市场结构变化》20210928

《科技行情 4.0 :海外映射、产业重塑与轮动节奏》20230619

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

1 资本开支周期及其对资本市场的影响 5

1.1 资本开支周期 5
1.2 资本开支周期对资本市场的影响 8

2 历次资本开支周期复盘及启示 10

2.1 1964-1974：战后黄金发展期，美日接力工业化进程 10
2.2 1975-1982：发达国家滞胀危机，日本成功转型加速追赶 11
2.3 1983-1990：需求回升持续性阻碍资本开支上行幅度 13
2.4 1991-2001：信息技术革命开启新一轮资本开支周期 15
2.5 2002-2008：中国工业化进程带来需求增量，地产链主导下的资本开支周期 16
2.6 2009-2020：长波衰退期，移动互联网主导新一轮产业革命 18
2.7 资本开支周期驱动因素 20
2.8 资本开支周期下的大类资产表现 22

3 资本开支周期及主导产业 24

3.1 主导产业、工业化进程及资本开支周期 24
3.2 中周期内行业风格表现 27
3.3 主导产业未来展望 28

4 总结及资产走势展望 31

4.1 关注即将到来的资本开支上行周期 31
4.2 本轮资本开支周期与此前差异 32
4.3 资产走势展望 33

风险提示 35

图表目录

图表 1. 每轮中周期包含 3 轮短周期.....5
图表 2. 中短周期嵌套及起止时间.....5
图表 3. 全球资本开支周期趋势存在高度相关性.....6
图表 4. 2000 年后中美资本开支周期同步性显著提升.....6
图表 5. 当前中短周期所处位置.....7
图表 6. 长波萧条期价格波动增加.....7
图表 7. 资本周期理论.....8
图表 8. 中短周期维度下 A 股表现.....8
图表 9. 中周期下 A 股行业表现.....9
图表 10. 中周期下美国行业表现.....9
图表 11. 60-70 年代全球处于低物价需求稳定增长的黄金发展阶段.....10
图表 12. 60-70 年代美日本经济先后领跑.....10
图表 13. 60-70 年代美日资本开支占比.....10
图表 14. 彼时日本货币政策相对宽松.....10
图表 15. 1964-1975 年美国制造业各子行业资本开支增速.....11
图表 16. 60-70 年代日本钢铁及化工行业盈利占比持续位居高位.....11
图表 17. 1955-1973 年日本各产业生产额增长率.....11
图表 18. 70 年代末期，原油价格飙升.....12
图表 19. 1975-1982 年滞胀危机.....12
图表 20. 1975-1982 年美国制造业各子行业资本开支增速.....12
图表 21. 日本制造业细分产业产值占比变化.....12
图表 22. 日本出口结构变化.....12
图表 23. 80 年代初期需求出现短暂回升.....13
图表 24. 80 年代初期美财政贸易双赤字问题突出.....13
图表 25. 1982 年美国制造业就业达低点.....13
图表 26. 80 年代政府及企业部门杠杆率提升显著.....13
图表 27. 1980 年后通胀预期走低，消费预期有所好转.....14
图表 28. 美国住房销售 1982 年起明显回升.....14
图表 29. 本轮资本开支仅在中周期初期有所上行.....14
图表 30. 80 年代初期需求的持续回暖带动企业补库.....14
图表 31. 1983-1990 美国主要行业资本开支增速.....15
图表 32. 1989 年以来联储持续降息.....15
图表 33. 美经济 1991 年初实现回升并长期保持较高增速.....15
图表 34. 1992-2001 美国主要行业资本开支增速.....16
图表 35. 2002 年初美国经济才有所起色.....16
图表 36. 居民部门及企业部门杠杆率大幅提升.....16
图表 37. 21 世纪以来中国经济影响力快速提升.....17
图表 38. 2000-2009 中国经济呈现明显的投资主导特性.....17
图表 39. 本轮资本开支拐点相较盈利拐点存在明显滞后.....17
图表 40. 2002-2008 年主要行业资本开支增速.....18
图表 41. 危机过后中美经济率先实现修复.....18
图表 42. 2009-2015 年联储实行“零利率”政策.....18

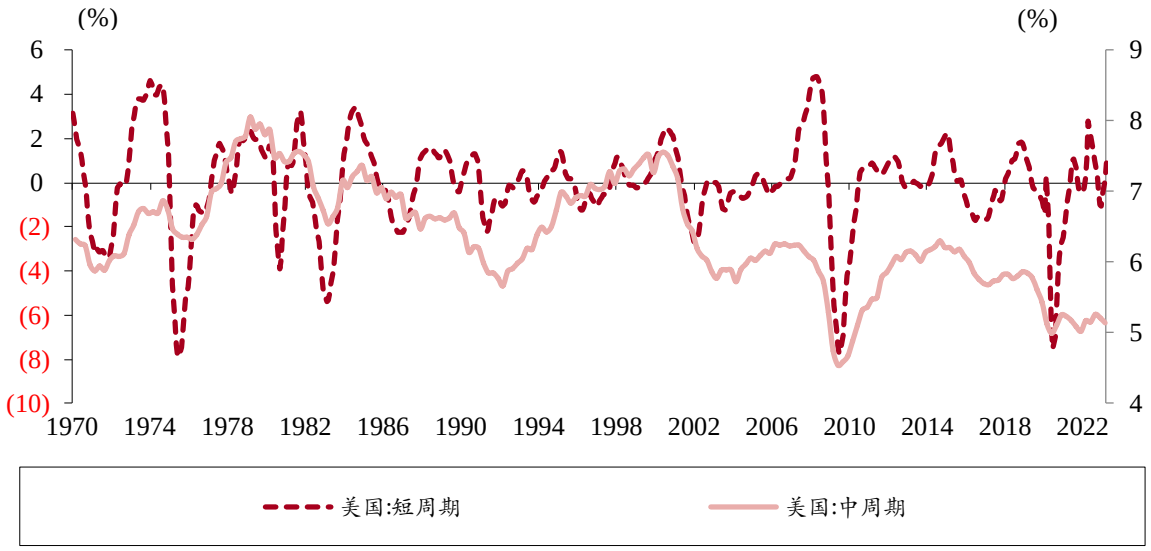
图表 43. 企业投资预期好转，资本开支快速修复.....19
图表 44. 2009-2019 年美国主要行业资本开支增速.....19
图表 45. 资本开支周期与 GDP 增速.....20
图表 46. 资本开支周期与利率环境.....21
图表 47. 资本开支周期与产能利用率.....21
图表 48. 企业盈利拐点对资本开支周期的领先性.....22
图表 49. 产能利用率拐点对资本开支周期的领先性.....22
图表 50. 资本开支周期上行/下行对大类资产的影响.....23
图表 51. 不同中周期内大类资产的表现情况.....23
图表 52. 不同中周期内大类资产价格走势（归一化）.....23
图表 53. 日韩工业化经验.....24
图表 54. 日本产业政策演化.....25
图表 55. 韩国产业政策演化.....25
图表 56. 90 年代以来美主导产业及全部制造业库存增速.....26
图表 57. 2000 年以来国内主要行业库存增速.....26
图表 58. 战后美汽车行业在产能利用率高点进行持续扩产.....27
图表 59. 90 年代美计算机产业扩产情况.....27
图表 60. 中周期不同阶段美股行业表现 （单位：%）.....28
图表 61. 中周期不同阶段 A 股行业表现（单位：%）.....28
图表 62. 增量产业政策是驱动主导产业行情的主要因素.....29
图表 63. 世界主要经济体关于支持新能源车产业相关政策.....29
图表 64. 美“21 世纪产业战略”制造业投资行业分布.....30
图表 65. 全球主要经济体对于人工智能产业政策加码.....30
图表 66. 当前美国库存及产能加速去化阶段.....31
图表 67. 企业盈利增速也自 21 年高点回落.....31
图表 68. 美资本开支与期限利差.....31
图表 69. 当前国内库存及产能周期.....31
图表 70. 疫情过后需求复苏主要由消费及住宅投资拉动.....32
图表 71. 知识产权占比快速提升并已阶段性超越设备投资.....32
图表 72. 2013 年起中美资本开支周期走势出现阶段性分化.....33
图表 73. 联储强势加息必将带来通胀中枢回落.....33
图表 74. 当前中美主要指数所处估值分位（近十年滚动）.....34
图表 75. A 股盈利下行已现触底趋势.....34

1 资本开支周期及其对资本市场的影响

1.1 资本开支周期

资本开支周期（中周期）是我们周期嵌套框架中较为重要的一环，指的是企业设备投资更迭带来的资本开支上行/下行产生的周期，一般用设备投资占 GDP 的比例衡量。一般来讲，一轮中周期会包含 3 轮左右的短周期，周期内主导产业的繁荣与衰落是影响资本开支增速的主要因素。从周期嵌套的角度来看，一轮康波周期（长周期）之下先后会经历 5 轮资本开支周期的更迭，先后是长波繁荣初期、长波繁荣末期，长波衰退、长波萧条期、长波回升期。

图表 1. 每轮中周期包含 3 轮短周期



资料来源：iFind，中银证券

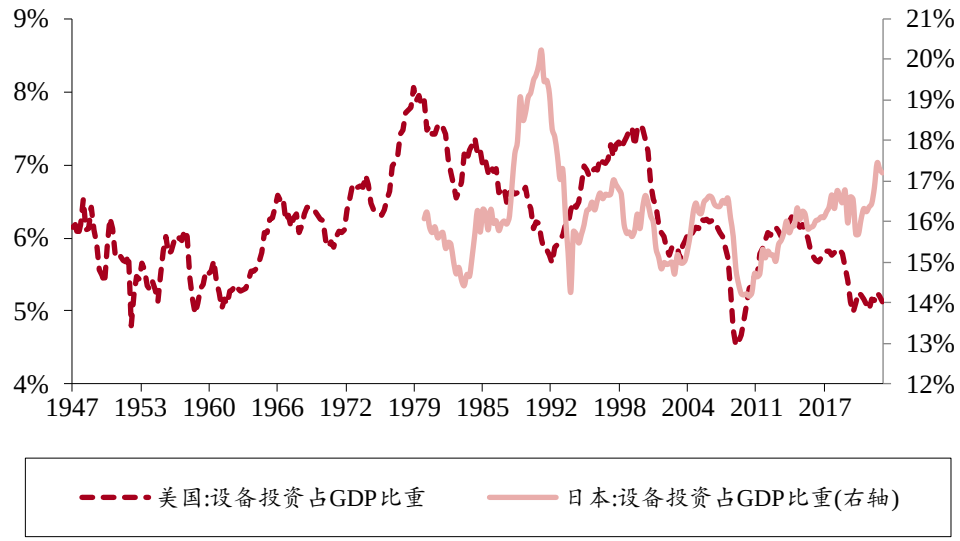
上世纪60年代以来，全球已经历了6轮资本开支周期的更迭，分别是1964-1975、1975-1982、1983-1991、1991-2001、2002-2009、2009-2020，每轮资本开支周期的持续时间约为 8-10 年。理论上，资本开支周期是全球同步的，但每一轮中周期内主导产业及主导国家有所不同，导致不同阶段内各国资本开支增长幅度有所差异。2000 年以来，中国加入 WTO 为标志，全球化进程加速推进，中美资本开支周期的相关性显著提升。

图表 2. 中短周期嵌套及起止时间

	中周期	中周期起止	第一库存周期	第二库存周期	第三库存周期	持续时间（月）
第四康波周期	长波衰退	1964.8-1975.5	1964.09-1967.07	1967.08-1970.12	1971.01-1975.05	127
	长波萧条	1975.6-1982.12	1975.06-1978.01	1978.02-1980.07	1980.08-1982.12	93
	长波回升	1983.1-1991.3	1983.01-1986.10	1986.11-1989.09	1989.10-1991.03	100
第五康波周期	长波繁荣初期	1991.4-2001.12	1991.04-1996.02	1996.03-1998.12	1999.01-2001.12	129
	长波繁荣末期	2002.1-2009.5	2002.01-2003.06	2003.07-2005.10	2005.11-2009.05	89
	长波衰退	2009.6-2020.5	2009.06-2013.07	2013.08-2016.9	2016.10-2020.5	129
	长波萧条	2020.5-	2020.5-			

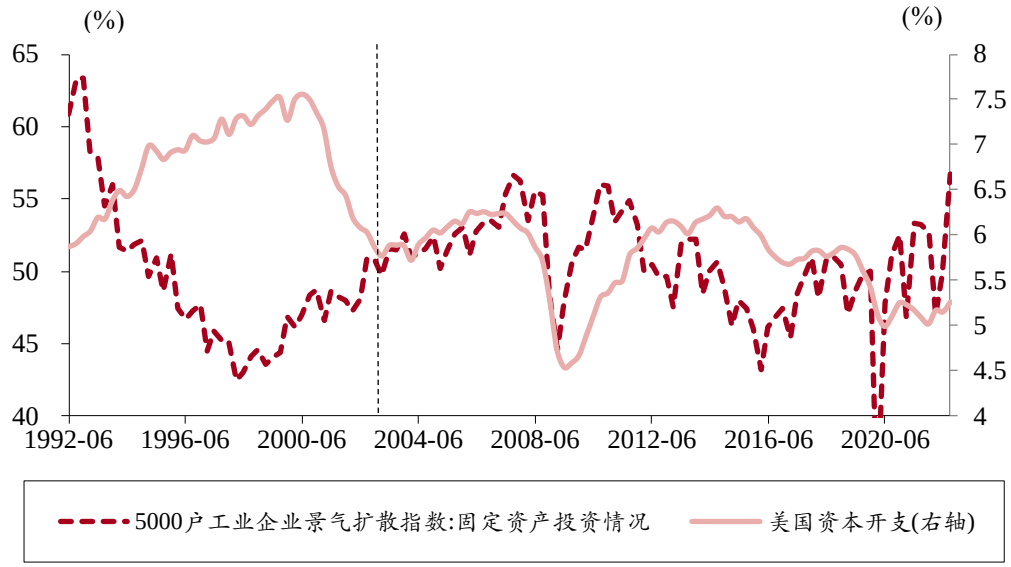
资料来源：iFind，中银证券

图表 3. 全球资本开支周期趋势存在高度相关性



资料来源：iFind，中银证券

图表 4. 2000 年后中美资本开支周期同步性显著提升



资料来源：iFind，中银证券

运行规律

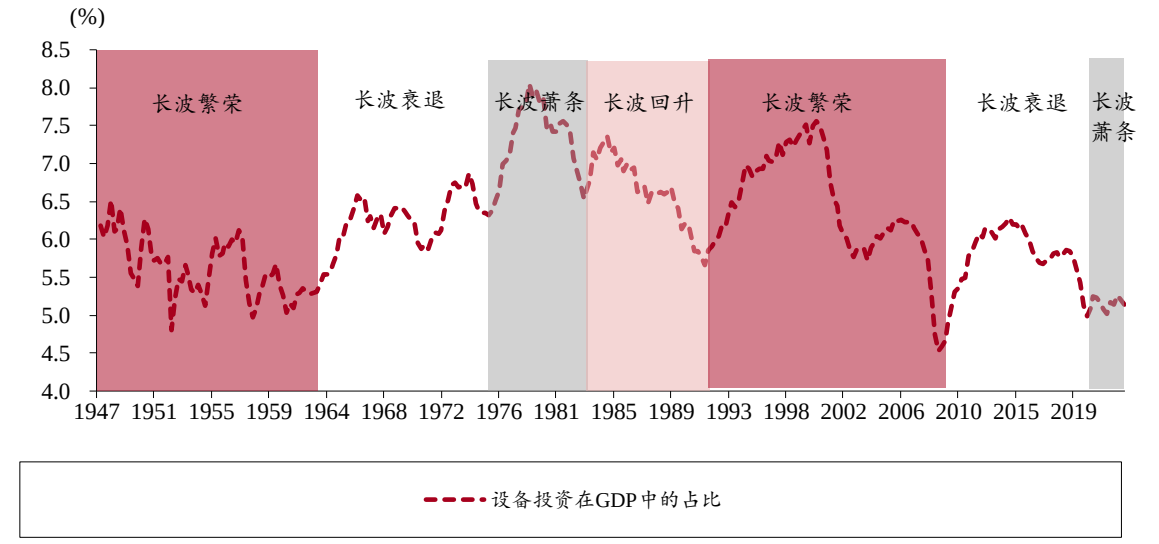
如上文所述每轮中周期持续时间在 8-10 年左右，其中周期上行持续时间平均约为 70 个月，下行平均持续时间约为 41 个月。资本开支的上行多发生在第一或第二库存周期内。

每一轮中周期内我们都会经历企业资本开支的扩张与回归。一般来讲，中周期内资本开支的上行大多发生在中周期的中早期阶段，彼时主导产业渗透率依然处于加速提升阶段，需求增长快于产能投放，企业扩产意愿较强，实体经济呈现资本开支加速上行的局面。

当前所处的周期位置

当前我们正处于第五康波周期内的长波萧条期，2020 年开始的第一库存周期受到疫情冲击等因素的影响，全球资本开支均未出现显著上行。当前来看，海外发达经济体正处于第一库存周期的下行阶段，国内已经进入本轮去库周期尾声，从经验规律出发，随着新的补库周期开启，我们即将步入本轮长波萧条期的第二库存周期。

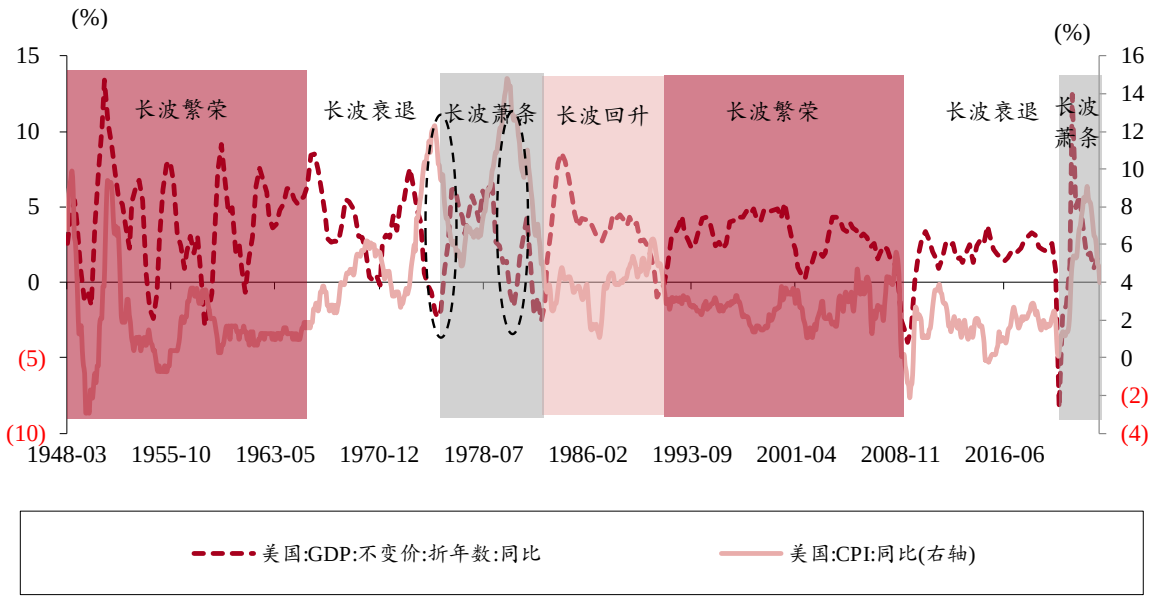
图表 5. 当前中短周期所处位置



资料来源：iFind，中银证券

供需环境的转换导致不同中周期下量价关系有所差异：首先，同一中周期内的第一库存周期一般呈现出量价齐升的状态，第二库存周期量升价平，第三库存周期内价升量平。此外，价格中枢及其波动特性也会在不同的中周期间发生变化：一般来讲，长波衰退后期到长波萧条阶段，价格中枢往往长期处于较高水平，且波动增加。历史上两次通胀与增长的明显背离就出现在长波衰退->长波萧条阶段，经历了长期的信用扩张后，资源约束与货币超发导致高通胀，而创新活动匮乏导致需求增长缓慢，滞胀由此产生。而在长波繁荣期，价格中枢相对较低，需求增长相对旺盛。

图表 6. 长波萧条期价格波动增加

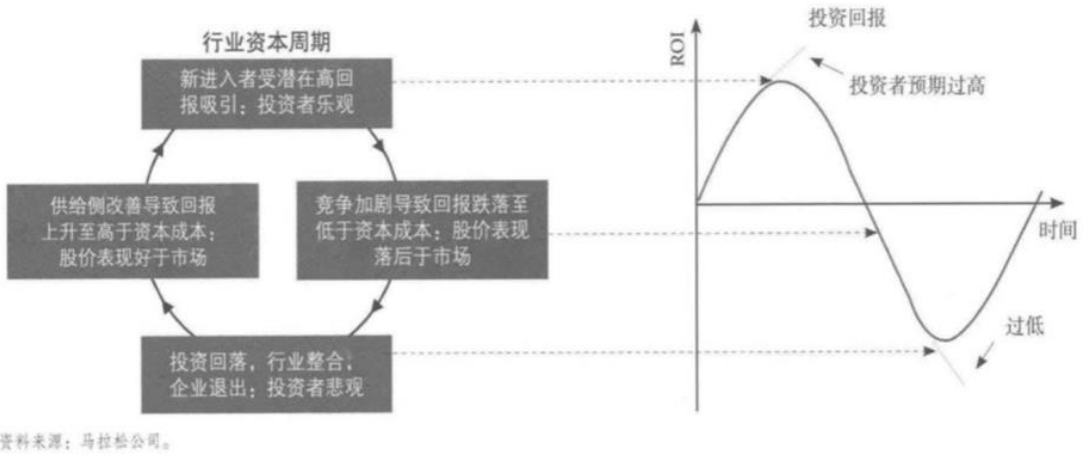


资料来源：iFind，中银证券

1.2 资本开支周期对资本市场的影响

为何要关注资本开支周期呢？我们认为，**企业的资本开支行为可以增加库存周期的强度及持续性**。不仅如此，**通过资本开支行为去探寻中周期内的主导产业，可以获取穿越短周期的超额收益**。根据马拉松资本的“资本周期”理论，企业资本支出与投资回报有着较强的相关性：“需求扩张带来价格抬升，高价格促进盈利改善，随之而来的是投资增加和新进入者的到来，后者受到过于乐观的需求预测驱动，行业产能不断增加，而当供给增加而需求开始消失时，资本周期开始下行”。在这里，我们认为，中周期伊始，随着产品创新的增加，主导产业需求增量显现，企业对于未来投资回报的乐观预期带来扩产行为，而盈利的持续上行将会使得主导产业新进入者增加，行业资本开支持续增长，随着需求增长的边际放缓以及行业竞争的加剧，利润增速放缓，产能出现过剩，投资回报降低，资本开支周期进入下行。

图表 7. 资本周期理论



资料来源：马拉松资本，中银证券

正如我们在《基于周期理论的 A 股大势与风格研究框架》中所提到的，**中周期具有短周期趋势增强的力量**：短周期上行阶段，A 股收益大概率为正。中短周期同步上行阶段，A 股无一例外均出现较大程度的正收益，这一阶段 A 股涨幅均值达到 59.90%；而在中周期下行+短周期上行阶段，A 股涨幅明显收窄，均值为 4.45%。而短周期下行阶段，A 股无一例外的出现了负收益。其中，中短周期的同步下行阶段，A 股均经历了不同程度的熊市，收益均值达到-30.71%；中周期上行而短周期下行阶段 A 股收益均值为-18.80%。

图表 8. 中短周期维度下 A 股表现

		A 股涨跌幅(%)			A 股涨跌幅(%)
中周期上行+短周期上行	1999.5-2000.8	63.44	**中周期上行+短周期下行**	2000.8-2001.12	(21.92)
	2009.1-2011.7	88.08		2011.7-2012.9	(24.62)
	2020.3-2021.3	28.18		2021.3-	(9.85)
	均值	**59.90**		**均值**	**(18.80)**
中周期下行+短周期上行	2007.8-2008.2	7.82	**中周期下行+短周期下行**	2008.2-2008.12	(59.68)
	2016.3-2017.5	1.09		2018.2-2020.3	(1.74)
	均值	**4.45**		**均值**	**(30.71)**

资料来源：iFind，中银证券

此外，**中周期内主导产业的更迭也会映射在资本市场的结构性行情之中**。以 A 股为例，2000-2008 年，投资主导的资本开支上行阶段，A 股有色、石化为代表的上游资源品表现突出；2009 年以后，经济结构转型，消费品、科技硬件先后出现占优局面；2020 年以来，随着全球产业链的重塑以及新旧能源的需求更迭，新能源、半导体等新兴高端制造行业成为资金追逐的主要方向。相似的经验规律也同样可以在美日股市中找到：90 年代，信息高速公路计划下，PC 普及带来计算机硬件及其相关领域渗透率提升，科技股在这一阶段独领风骚；21 世纪以来，中国工业化进程加快带来较大需求增量，资源品在这一时期的美股也呈现出较为明显的结构优势；金融危机后，FANNG 的崛起及量化宽松的大环境带来了全球科技巨头的长牛。

图表 9. 中周期下 A 股行业表现

		能源	原材料	工业	可选消费	必选消费	医疗	金融	信息技术与硬件	通讯业务	公用事业及服务	房地产及服务
长波繁荣末期	2002.1-2005.7	(11.33)	(27.98)	(23.06)	(45.77)	(36.00)	(43.79)	(16.25)	(42.65)	(17.88)	(17.57)	(45.66)
	2005.7-2009.1	131.16	111.89	114.38	98.32	188.70	203.09	169.13	60.45	113.49	106.62	177.30
长波衰退	2009.1-2012.9	85.66	47.58	19.03	85.35	77.37	96.99	29.22	92.03	16.37	8.27	38.22
	2012.9-2016.4	(14.69)	56.24	111.71	141.43	59.02	107.80	84.66	189.92	176.64	87.13	134.00
	2016.4-2020.3	(8.64)	(11.86)	(21.79)	7.05	44.21	20.02	25.99	20.79	(30.94)	(20.77)	(11.71)

资料来源：iFind，中银证券（注：表格中行业涨跌幅单位为%）

图表 10. 中周期下美国行业表现

		标普500非必需消费	标普500必需消费	标普500医疗	标普500工业	标普500信息技术	标普500材料	标普500房地产	标普500通信设备	标普500公共事业	标普500金融	标普500能源
长波繁荣初期	1991.04-1996.02	65.79	71.06	66.05	81.23	98.11	72.71		65.22	28.27	116.24	33.75
	1996.03-1998.12	86.94	76.25	120.03	58.13	186.16	7.03		75.42	25.89	96.23	43.73
	1999.01-2001.12	5.42	(11.40)	12.40	15.63	(8.86)	0.84		(31.71)	(10.38)	12.85	8.24
长波繁荣末期	2002.01-2003.06	(10.80)	(5.68)	(17.91)	(18.92)	(28.09)	(6.92)		(35.62)	(21.81)	(5.31)	(1.86)
	2003.07-2005.10	21.68	17.32	11.19	34.73	26.72	33.35		11.54	52.85	20.30	105.06
	2005.11-2009.05	(28.90)	(5.83)	(22.98)	(30.64)	(17.16)	(8.80)	(58.08)	(10.71)	(21.13)	(63.96)	(9.18)
长波衰退	2009.06-2013.07	145.34	83.13	97.34	95.59	82.41	58.20	130.63	50.89	44.26	81.11	63.40
	2013.08-2016.9	43.04	35.82	51.96	36.92	60.59	26.39	31.66	9.36	29.29	25.52	(12.86)
	2016.10-2020.5	42.76	6.16	35.58	3.94	99.48	4.96	(0.36)	(2.45)	14.13	10.75	(46.13)

资料来源：iFind，中银证券（注：表格中行业涨跌幅单位为%）

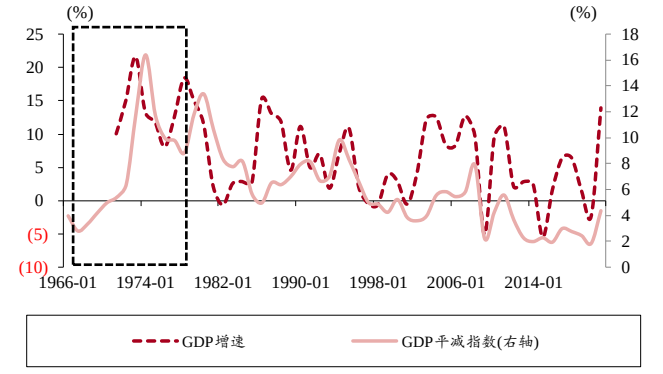
2 历次资本开支周期复盘及启示

正如上文所述，主导产业发展是一个中周期内资本开支的重要拉动因素。那么不同时期主导产业是如何产生与变化的呢？

2.1 1964-1974：战后黄金发展期，美日接力工业化进程

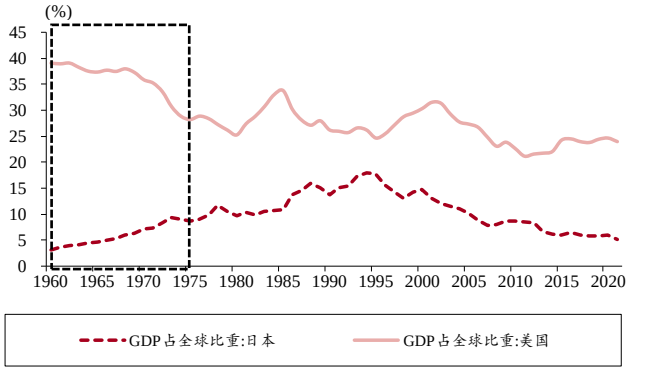
低通胀+稳定的需求环境，企业投资意愿高涨。彼时世界经济在经历了二战后的战后修复阶段后迈入了一个相对稳定的黄金发展阶段，资源品价格相对低廉，政治格局相对稳定，各主要经济体均进入了高速发展阶段。美国率先抓住了这一得天独厚的历史发展机遇，率先实现了前所未有的工业化进程：50 年代以来美国制造业蓬勃发展，带来劳动生产率大幅提升。低廉的资金成本和稳定的需求环境使得企业投资意愿持续高涨，推动企业加大资本开支。70 年代后，劳动生产率增长面临瓶颈，美国逐步进入制造业向服务业的转型期。与此同时，日本的工业化进程加速，并完成了从基础资源品向重化工业的转型。

图表 11. 60-70 年代全球处于低物价需求稳定增长的黄金发展阶段



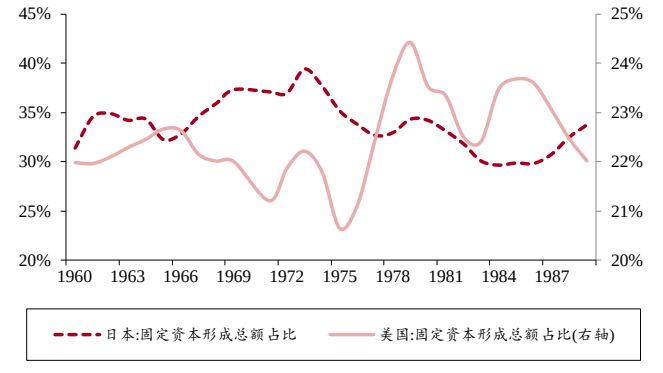
资料来源：iFind，中银证券

图表 12. 60-70 年代美日本经济先后领跑



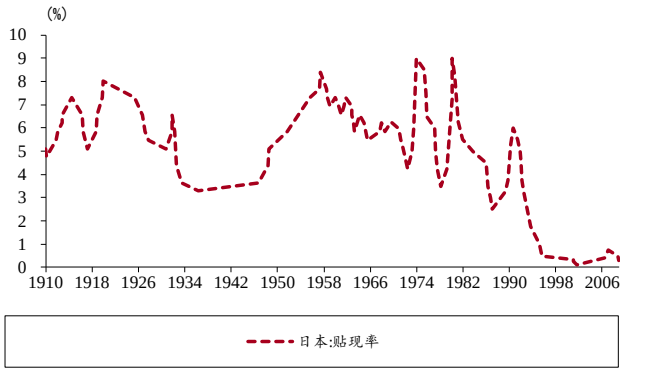
资料来源：iFind，中银证券

图表 13. 60-70 年代美日资本开支占比



资料来源：iFind，中银证券

图表 14. 彼时日本货币政策相对宽松



资料来源：iFind，中银证券

战后复苏带来需求补偿性增长。由于经济大萧条以及二战给美国社会造成了高度贫困，民众对住房、汽车和其他多种消费品的需求都压抑了很长一段时间，战争结束后，人们对这些商品的需求促使经济生产长期保持高速增长。钢铁、汽车、电气、机械等行业加速崛起并积极拓展海外投资。

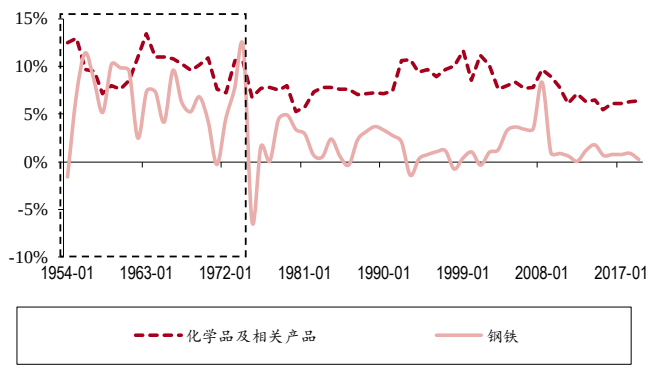
产业政策引领需求，稳定盈利带来产能扩张。与此同时，60 年代起，日本政府通过一系列产业政策扶持保护本土制造业，建立以重化工业为主导的全套工业体系，同时通过引入西方先进的自动化技术，日本工业迅速建立了高质量、低价格的原材料供应体系，随着产品成本的降低以及市场规模的扩大，钢铁、化工为主导的制造业盈利稳定，企业投资扩产意愿旺盛。

图表 15. 1964-1975 年美国制造业各子行业资本开支增速

单位：%	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
合金冶炼	33.33	20.00	20.83	3.45	10.00	(6.06)		(12.90)	7.41	3.45
金属加工制品	22.22	9.09	25.00	13.33	(5.88)	18.75	(10.53)	(5.88)	18.75	31.58
机械设备	10.00	18.18	30.77	11.76	(5.26)	11.11	5.00		14.29	20.83
电器设备及部件	14.29	12.50	22.22	9.09		16.67			21.43	11.76
计算机和电子产品	16.67	23.81	26.92	9.09	5.56	10.53	7.14		13.33	21.57
汽车整车、车身、拖车及零部件	16.67	14.29	8.33	(3.85)	8.00	14.81	3.23	9.38	11.43	10.26
食品、饮料及烟草制品	6.67	12.50	16.67			14.29	12.50	7.41	20.69	(5.71)
纺织厂和纺织产品厂	25.00	40.00	42.86	(20.00)	(12.50)	28.57		11.11	30.00	
石油和煤炭产品		33.33	8.33		53.85	(5.00)	5.26	5.00	(14.29)	11.11
化工产品	16.67	28.57	13.89	(4.88)	7.69	4.76	11.36	(2.04)		14.58
航空运输	16.67	71.43	25.00	26.67	26.32	(12.50)	(19.05)	(29.41)	33.33	37.50
铁路运输	18.18			(7.69)		16.67	(14.29)	16.67		35.71
水路运输	33.33				50.00	16.67	(14.29)	16.67	28.57	44.44
卡车运输	25.00	(10.00)	22.22	(18.18)	33.33	25.00	(6.67)	21.43	23.53	38.10
出版业(含软件)	16.67		28.57	11.11	10.00	9.09		8.33	7.69	7.14

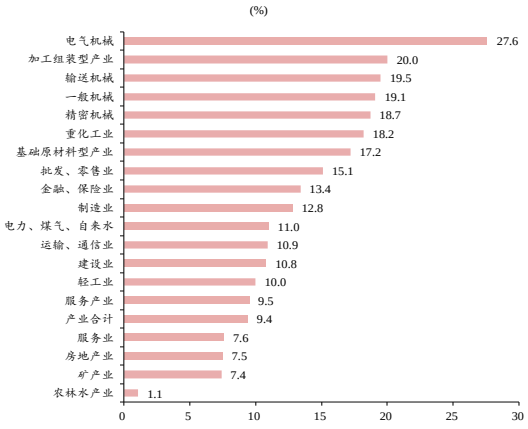
资料来源：iFind，中银证券

图表 16. 60-70 年代日本钢铁及化工行业盈利占比持续位居高位



资料来源：CEIC，中银证券

图表 17. 1955-1973 年日本各产业生产额增长率

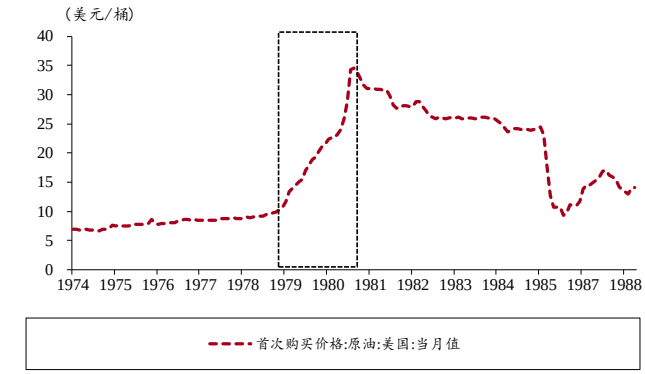


资料来源：CEIC，中银证券

2.2 1975-1982：发达国家滞胀危机，日本成功转型加速追赶

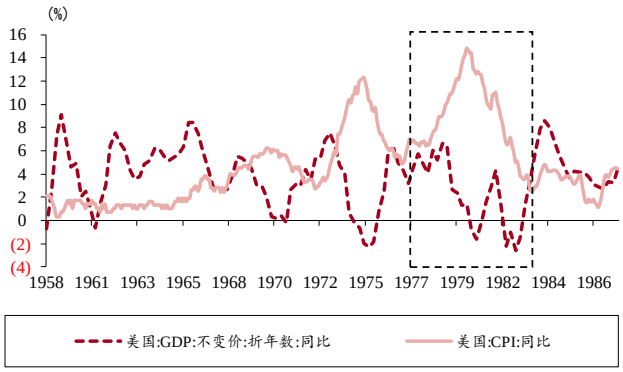
发达经济体深陷滞胀危机，日本经济成功转型。进入 70 年代，全球宏观环境变化导致战后 20 年高速增长的机制遭到破坏，石油危机及其衍生的经济危机导致西方主要经济体需求明显受损，与此同时飙升的油价也引发了严重的通胀及失业问题，以先导国家美国为代表的主要发达经济体陷入了战后第一次严重的滞胀危机。与此同时追赶国日本不断崛起，完成了从重化工业到高附加值制造业的转型，汽车电子产业崛起并不断挑战先导国领先地位，成为这一时期拉动资本开支的重要推动力。

图表 18. 70 年代末期，原油价格飙升



资料来源：iFind，中银证券

图表 19. 1975-1982 年滞胀危机



资料来源：iFind，中银证券

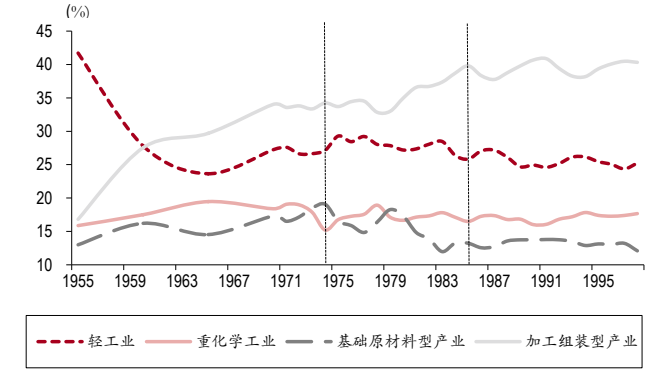
美能源产业开支提升，日主导产业成功升级后发制人。这一时期，汽车、电子等传统优势行业依然是美国制造业里面资本开支的主要拉动项，与此同时随着资源品价格的上行，石油与煤炭行业资本开支增速明显走高。这一时期日本制造业内部的结构转换在这一阶段表现得最为明显，受石油危机和日元升值的冲击以及日本高速增长带来的生态问题影响，第一次石油危机后，钢铁、石化等前期领头羊行业逐渐失去了竞争力。汽车、电子等加工组装型产业高速发展，成为了新的主导产业，从出口产品结构变化中，我们也可以看到，技术密集型制造业产品占比开始提升，钢铁、化学制品为代表的重化工业出口占比在 70 年代触顶后持续回落。

图表 20. 1975-1982 年美国制造业各子行业资本开支增速

单位：%	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
非金属矿物制品	5.00		19.05	32.00	3.03	20.59	(4.88)	(23.08)
初级金属制品	8.89	(2.04)	6.25	5.88	9.26	6.78	20.63	(26.32)
金属加工制品	6.90	3.23	15.63	21.62	8.89	16.33	17.54	(16.42)
机械设备	5.56	2.63	20.51	25.53	16.95	14.49	18.99	(3.19)
计算机和电子产品	(4.11)	10.00	12.99	20.69	19.05	20.80	13.25	4.68
电器设备及部件	(9.09)	10.00	4.55	17.39	18.52	18.75	13.16	(2.33)
汽车整车、车身、拖车及零部件	(10.20)	15.91	33.33	20.59	10.98	13.19	29.13	(28.57)
食品、饮料及烟草制品	12.50	4.44	12.77	22.64	7.69	17.14	13.41	
纺织厂和纺织产品厂	(15.38)	9.09	25.00	6.67	(6.25)	13.33	17.65	(10.00)
纸制品	23.08	9.38	5.71	16.22	13.95	16.33	(7.02)	1.89
印刷及相关支持活动	12.50		33.33	33.33	6.25	11.76	10.53	
石油和煤炭产品	23.33	8.11	(7.50)	10.81	34.15	9.09	33.33	16.25
化工产品	15.58	10.11	15.31	3.54	6.84	11.20	8.63	1.99
塑料和橡胶产品	(14.29)	11.11	5.00	19.05	12.00		10.71	(3.23)

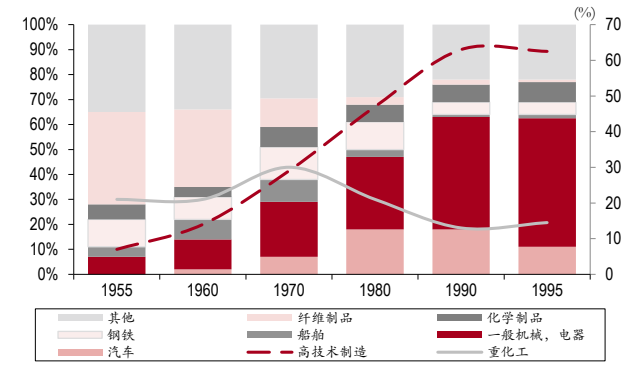
资料来源：iFind，中银证券

图表 21. 日本制造业细分产业产值占比变化



资料来源：CEIC,日本统计局，中银证券

图表 22. 日本出口结构变化

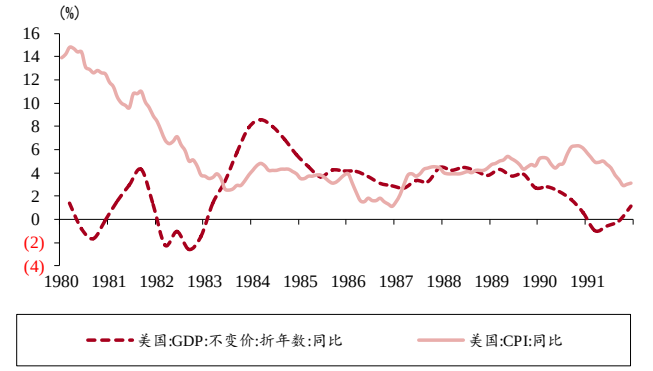


资料来源：日本经济企划厅，中银证券

2.3 1983-1990：需求回升持续性阻碍资本开支上行幅度

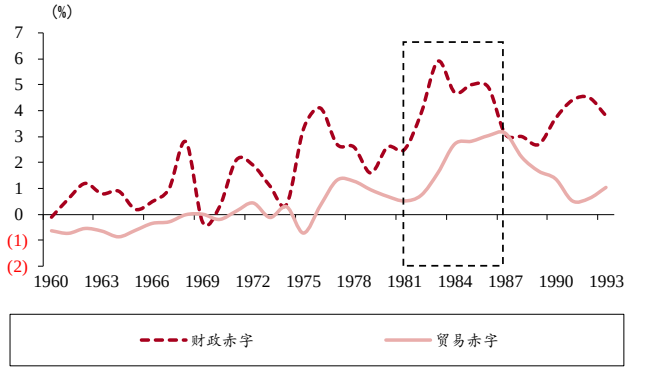
双赤字阴霾笼罩，需求短暂回升。这一阶段世界经济恢复增长但速度缓慢且较不稳定。1982 年后美国经济缓慢复苏，GDP 同比增速出现回升，主要发达国家通货膨胀率出现下降趋势。尽管各国走出“滞胀”局面，但发达国家结构性问题突出，为刺激经济而出现的财政赤字不断扩大，债务经济不断发展。与此同时贸易的巨额逆差使得国内传统制造业失业率有所上升。双赤字问题成为 80 年代美国经济的主要问题，这也是美国在本轮周期内资本开支上行持续时间较短、增幅较小的原因之一。

图表 23. 80 年代初期需求出现短暂回升



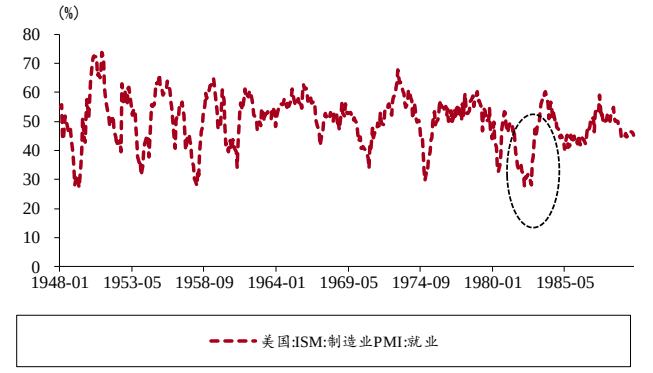
资料来源：iFind，中银证券

图表 24. 80 年代初期美财政贸易双赤字问题突出



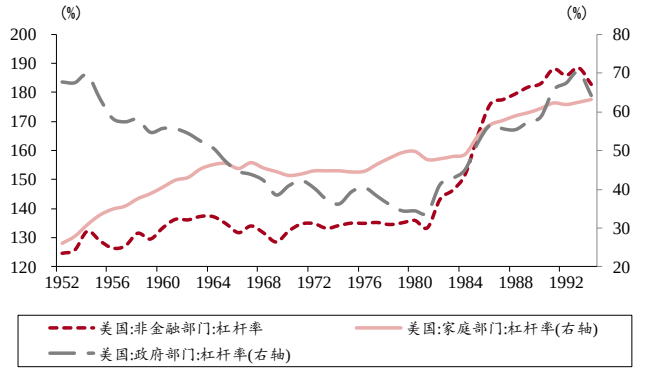
资料来源：iFind，中银证券

图表 25. 1982 年美国制造业就业达低点



资料来源：iFind，中银证券

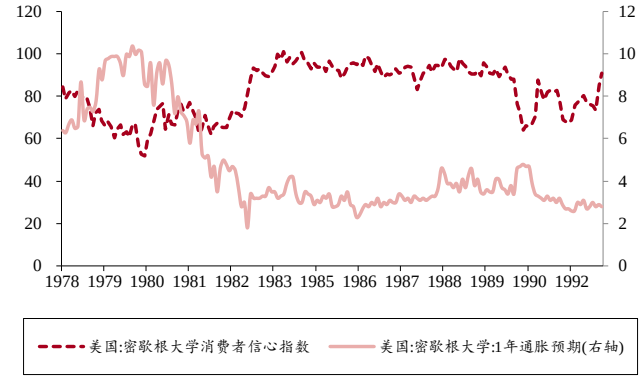
图表 26. 80 年代政府及企业部门杠杆率提升显著



资料来源：iFind，中银证券

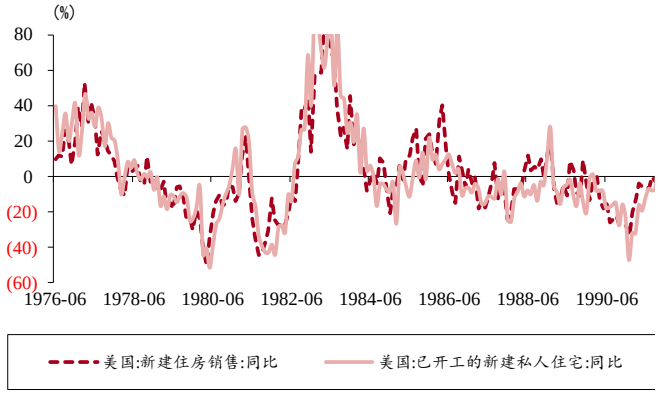
减税促进企业资本开支。本轮周期中美国政府政策调节的思路促商业化、减税、强力抑制通胀。1981 年-1986 年间里根政府开启了一战以来最大规模的税制改革。与此同时，里根总统在严厉抑制通胀的同时放松经济管制，推动经济向更加市场化的方向发展。这一系列举措严控通胀的同时，消除了战后商业活动的束缚，为日后的商业复兴和科技创新奠定了良好的基础。消费者信心指数于 1983 年后显著回升，1983 年制造业新订单指数升至高点指向内需回暖，带动企业主动补库存，使得本轮资本开支上行。此外，减税法案规定加速企业折旧和投资的优惠条款，促进企业固定设备的更新升级从而带动私人固定投资增加。与此同时，通货膨胀得到有效控制后，消费者预期转好，叠加减税、加速折旧政策刺激，新建住房销售及建设均显著好转，房地产和租赁等、建筑业私人固定投资增加拉动本轮资本开支上行。

图表 27. 1980 年后通胀预期走低，消费预期有所好转



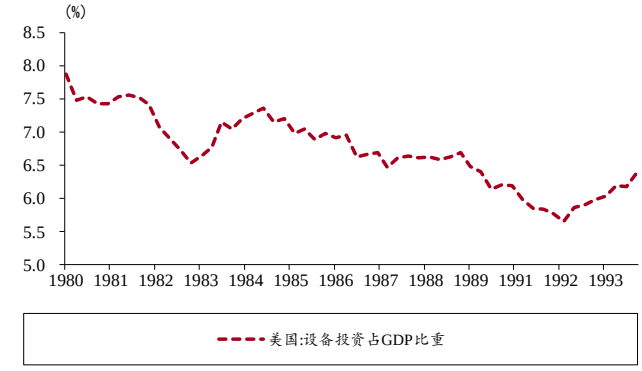
资料来源：iFind，中银证券

图表 28. 美国住房销售 1982 年起明显回升



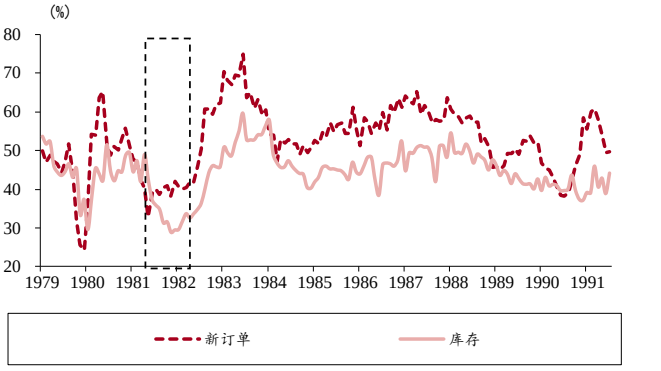
资料来源：iFind，中银证券

图表 29. 本轮资本开支仅在中周期初期有所上行



资料来源：iFind，中银证券

图表 30. 80 年代初期需求的持续回暖带动企业补库



资料来源：iFind，中银证券

结构转型期，传统制造业优势减弱。80 年代以来美国产业结构转型加速。石油危机与日本的崛起导致美国传统制造业逐渐衰落，在此背景下美国积极调整产业政策，推动科技成果转化，并为培育新兴产业大力发展股权融资，由此，金融保险业和科学服务业迅速发展。从资本开支的行业分布来看，这一阶段金融相关的各个子行业资本开支增速出现显著提升，传统制造业领域内，汽车行业资本开支增速仍相对占优，但优势有所减弱。

与此同时，日本在这一时期也经历了结构转型的阵痛期，汇率急速升值给出口导向型主导产业带来较大冲击，高技术制造业也面临发展瓶颈。主导国处于产业转型期，主导产业资本开支的乏力也是这一时期中周期上行力度有限的原因之一。

图表 31. 1983-1990 美国主要行业资本开支增速

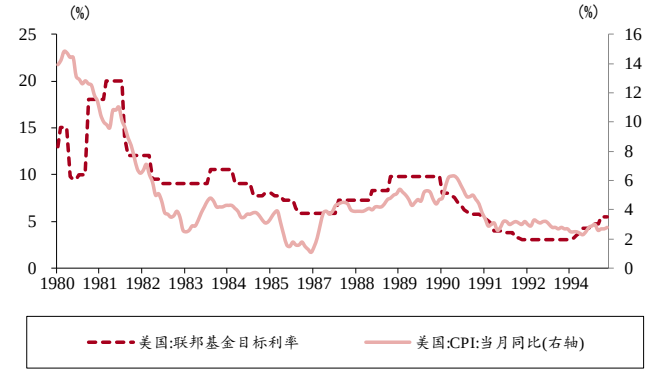
单位：%	1983	1985	1986	1987	1988	1989	1990
金属加工制品	(14.29)	11.29	(2.90)		(2.99)	13.85	(5.13)
机械设备	(9.89)	6.06	(14.29)	(1.11)	4.49	15.05	
电器设备及部件	4.76		(3.85)	(20.00)	12.50	11.11	(3.77)
计算机和电子产品	2.79	7.49	(4.51)	3.43	7.05	8.14	1.71
汽车整车、车身、拖车及零部件	(13.68)	23.64	10.29	(3.33)	(13.79)	24.00	4.29
食品、饮料及烟草制品	(2.15)	9.62	(1.75)	(3.57)	7.41	14.66	8.39
纺织厂和纺织产品厂	5.56	(4.00)	(12.50)	19.05	12.00	7.14	(3.23)
石油和煤炭产品	(13.98)	(4.00)	(15.28)	(3.28)	1.69	15.00	21.33
化工产品	(3.25)	6.63	(1.13)	11.43	18.46	17.32	9.45
航空运输	45.95	7.84		(9.09)	24.00	(4.84)	21.88
出版业(含软件)	14.29	15.52	5.97	19.72	10.59	14.89	1.75
证券、商品合约和投资	35.56	18.99	19.15	14.29	8.59	5.76	(6.15)
保险公司和相关活动	7.41	28.57	4.44	4.26	9.18	23.36	(1.35)
房地产	37.39	8.86	13.26	5.56	3.37	(0.31)	(10.50)
计算机系统设计及相关服务	30.77	18.18	19.23	19.35	10.81	7.32	2.33

资料来源：iFind，中银证券

2.4 1991-2001：信息技术革命开启新一轮资本开支周期

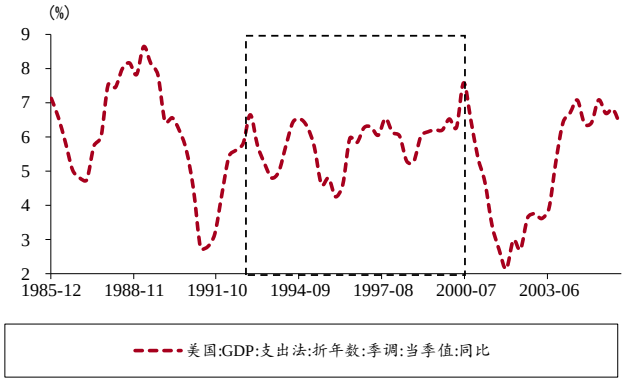
长期稳定的需求增长以及较低的利率水平创造良好的资本开支环境。90 年代初期，全球经济依然沉浸在 80 年代以来低迷的需求环境之中，以主导国美国为例，海湾战争带来的经济衰退以及储贷危机引发的信贷紧缩均不同程度上抑制了企业经济活动的复苏。在这样的背景下，联储自 1989 年以来开始连续降息，持续宽松的货币政策激发了需求的回暖，美国经济率先于 1991 年实现回升。值得注意的是，较低的通胀水平和新的主导产业带来的需求增量使得本轮周期内需求持续处于较高增速区间，1992-2000 年，主导国家美国 GDP 增速长期维持在 5-6%的区间范围内波动，持续而稳定的需求增长以及较低的资金成本为企业扩大资本开支创造了有利的条件。

图表 32. 1989 年以来联储持续降息



资料来源：iFind，中银证券

图表 33. 美经济 1991 年初实现回升并长期保持较高增速



资料来源：iFind，中银证券

信息技术革命开启新一轮资本开支周期。从更长期的视角下，80 年代以来里根税制改革为商业复兴创造了良好的条件，市场化与创新活动在这一时期逐步萌芽。70 年代开始，此前的优势产业已从各个维度显现出不可避免的衰退迹象。随着生产效率的提升，传统制造业能够容纳的就业机会减少，而来自海外的低成本竞争使得很多制造业公司将业务转移海外或采取更新的技术以降低生产成本。与此同时，20 世纪末期起，随着个人计算机的崛起与互联网的商业化，信息技术革命逐步开启，信息技术为代表的第三产业成为新一轮资本开支周期的主要拉动。

图表 34. 1992-2001 美国主要行业资本开支增速

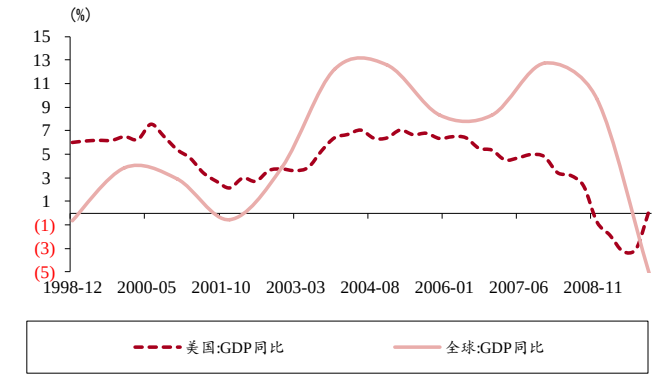
单位：%	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
金属加工制品	6.76	1.27	17.50	21.28		4.39	5.04	(1.60)	4.88	(8.53)
机械设备	4.39	(6.72)	22.52	19.85	20.25	25.51	(2.03)	(5.39)	(2.63)	(13.06)
电器设备及部件	1.96	(5.77)	14.29	19.64	8.96	(16.44)	(3.28)	(1.69)	22.41	(4.23)
计算机和电子产品	6.38	4.10	20.30	26.20	24.35	7.87	5.51	0.56	25.25	7.50
汽车整车、车身、拖车及零部件	1.18	23.84	14.08	20.16	5.82	3.24	4.08	1.20		(3.57)
家具及相关产品	11.11	20.00	16.67	21.43	11.76	10.53	9.52	8.70	(4.00)	(8.33)
食品、饮料及烟草制品		(7.74)	3.50	12.16	(3.01)	0.62	5.56	8.19	(1.08)	(1.09)
石油和煤炭产品	12.09	(5.88)	1.04	12.37	(0.92)	(14.81)	3.26	(2.11)	9.68	14.71
化工产品	5.36	2.54	1.38	14.40	13.54	2.30	11.45	5.14	5.76	1.32
航空运输	66.67	(20.00)	(10.58)	60.22	20.13	32.96	18.49	(11.35)	13.20	5.30
出版业(含软件)	0.86		1.71	1.68	11.57	14.81	20.65	25.67	8.94	5.47
信息和数据处理服务	(4.35)	13.64		12.00	10.71	35.48	107.14	54.02	29.10	(1.16)
证券、商品合约和投资	(49.18)	82.26	(22.12)	(3.41)	3.53	7.95	34.74	14.84	25.17	(1.63)
保险公司和相关活动	17.81	(8.72)	24.20	6.15	(20.29)	8.48	24.58	11.66	8.43	4.07
房地产	9.02	12.81	12.65	0.95	10.73	5.57	11.98	9.70	4.19	3.99
计算机系统设计及相关服务	(11.36)	30.77	7.84	23.64	17.65	45.00	21.55	43.26	6.44	(9.77)

资料来源：iFind，中银证券

2.5 2002-2008：中国工业化进程带来需求增量，地产链主导下的资本开支周期

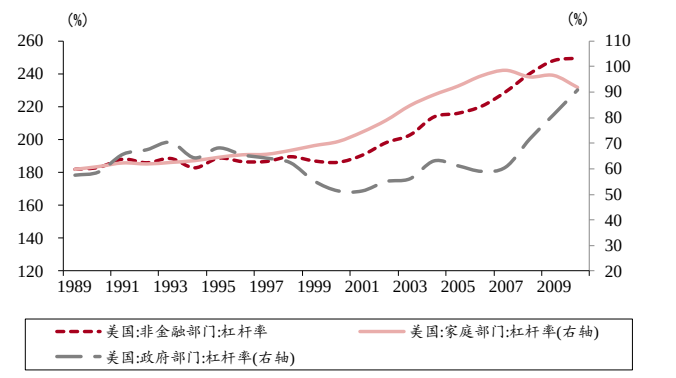
深度衰退后的需求复苏，中国工业化进程带来需求增量。21 世纪初期，科网泡沫破灭、安然事件以及 911 事件的爆发使得美国经济再度陷入深度衰退，在联储持续降息的强力刺激下直至 2002 年初美国经济才出现起色。这一阶段，中国的全球化与工业化进程加速为这一轮中周期带来最大的需求增量。21 世纪以来，中国经济在全球占比快速提升，中国制造的影响力也不断增加并一跃成为世界最大的劳动密集型产品的生产国。中国经济的工业化进程带来了较大的需求增量，与此同时，美国通过减税、扩大财政赤字等方式刺激国内需求，“居者有其屋”计划也释放了低收入群体的购房需求。

图表 35. 2002 年初美国经济才有所起色



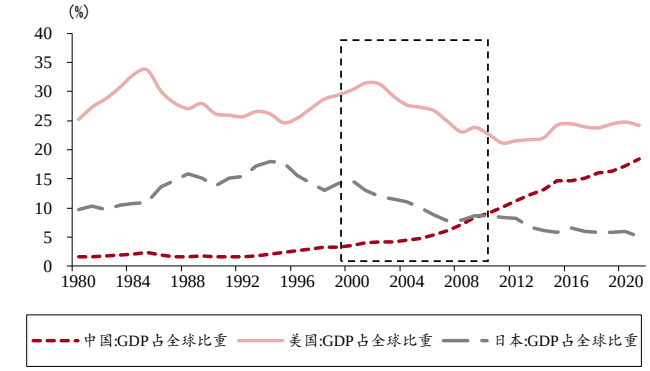
资料来源：iFind，中银证券

图表 36. 居民部门及企业部门杠杆率大幅提升



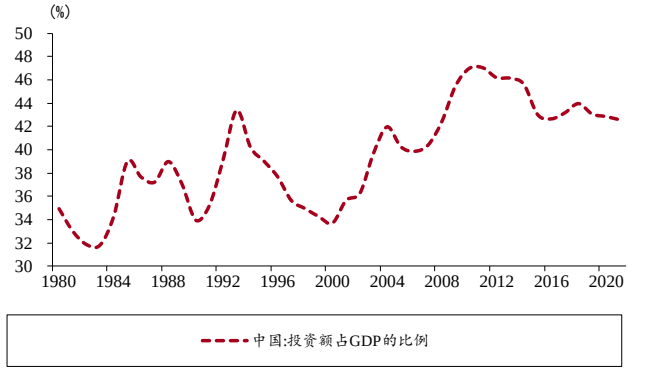
资料来源：iFind，中银证券

图表 37. 21 世纪以来中国经济影响力快速提升



资料来源：iFind，中银证券

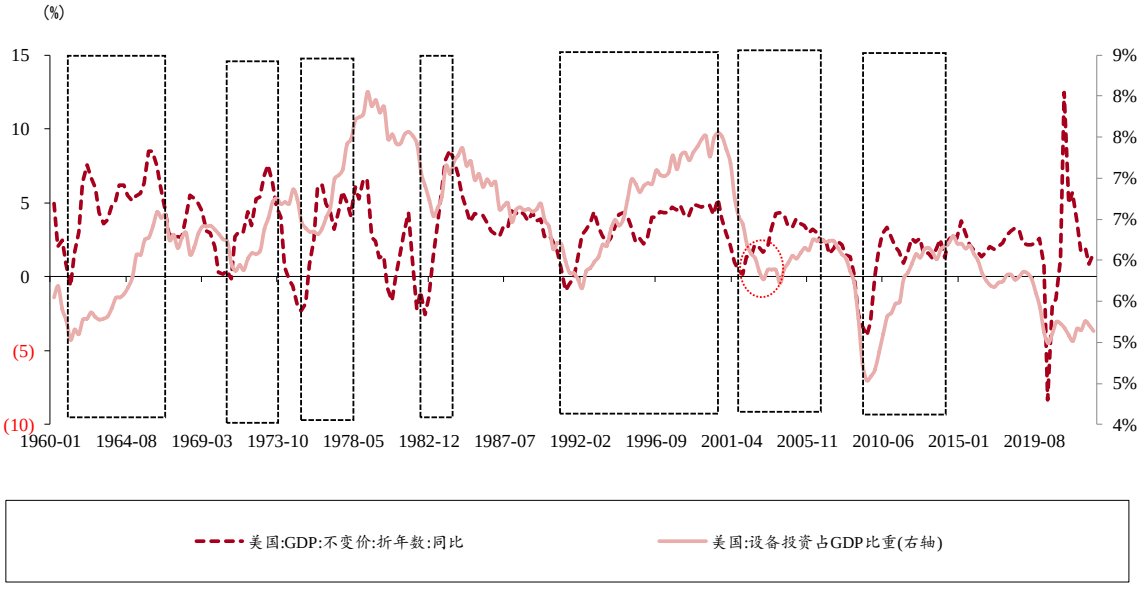
图表 38. 2000-2009 中国经济呈现明显的投资主导特性



资料来源：iFind，中银证券

主导产业青黄不接，需求预期阶段性转弱，资本开支拐点明显滞后。虽然 GDP 及企业盈利在 2001 年底就出现了明显的上行，但资本开支直到 2004 年起才出现明显回升，资本开支拐点的滞后性一方面源于 21 世纪初期美一系列风险事件的集中爆发叠加中国经济的崛起及其带来的冲击，使得居民及企业部门对于未来需求预期转弱，认为短期经济复苏难以持续；另一方面，科网泡沫后居民财富效应缩水，购房意愿不足，而 20 世纪末高速发展的信息产业刚刚经历去泡沫化的过程，企业投资意愿及能力欠缺，2001-2002 年这一轮短周期的复苏处于主导产业青黄不接之时。2002 年 6 月小布什总统宣布“居者有其屋”计划，才使得地产行业重回景气，美需求预期重新回暖。

图表 39. 本轮资本开支拐点相较盈利拐点存在明显滞后



资料来源：iFind，中银证券

地产链及资源品主导本轮资本开支。如下图所示，本轮资本开支周期之中，地产、金融相关行业以及上游资源品行业是本轮美资本开支周期的主要拉动。正如前文所述，这一时期中国经济的工业化进程带来了较大的需求增量，地产基建为代表的传统产业是中国经济的主要推动力，产业链相关企业扩产意愿强烈。与此同时，2003 年后美购房需求也有所回升。

图表 40. 2002-2008 年主要行业资本开支增速

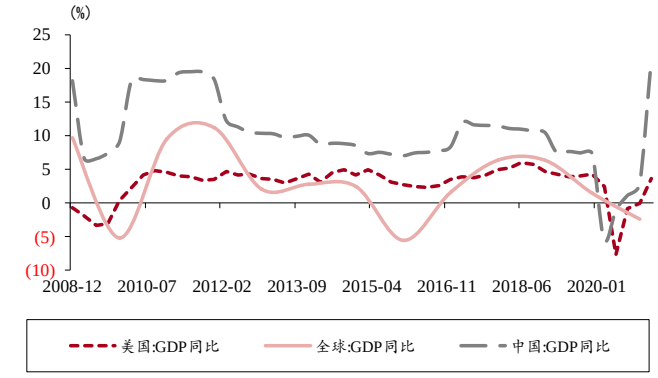
单位：%	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
非金属矿物制品	(2.67)	(6.85)	1.47	13.04	19.23	17.20	(20.18)
合金冶炼	(8.33)	(16.67)	14.55	14.29	12.50	35.80	24.55
金属加工制品	(5.08)	(10.71)	8.00	9.26	9.32	22.48	3.16
机械设备	(25.91)	(6.29)	6.72	11.89	10.00	7.95	11.58
电器设备及部件	(16.18)	(7.02)	1.89	(3.70)	19.23	11.29	2.90
计算机和电子产品	(32.19)	(4.30)	1.93	15.91	4.48	14.69	21.20
汽车整车、车身、拖车及零部件	0.93	4.59	(4.97)	2.15	0.90	(2.69)	(8.28)
食品、饮料及烟草制品	6.63	(2.59)	3.72	12.31	5.02	2.61	11.44
石油和煤炭产品	7.69	2.38	(1.55)	38.58	5.68	34.41	(0.40)
化工产品	0.33	(1.95)	8.44	3.97	7.34	28.73	0.85
航空运输	(52.01)	(26.57)	6.67	(14.29)	(10.42)	89.53	12.88
信息和数据处理服务	9.36	1.60	(1.58)	(0.53)	20.43	7.59	(16.60)
证券、商品合约和投资	(24.86)	(8.82)	13.71	(2.13)	22.46	38.46	(12.39)
保险公司和相关活动	(8.54)	17.51	0.33	(5.94)	(0.35)	8.80	1.94
基金、信托和其他金融工具	(33.33)	8.33	153.85	(9.09)	(20.00)	58.33	(55.26)
房地产	9.32	11.34	19.27	13.20	(1.08)	(14.72)	(22.98)
计算机系统设计及相关服务	4.64	0.99	21.95	(0.80)	15.32	(1.75)	3.91

资料来源：iFind，中银证券

2.6 2009-2020：长波衰退期，移动互联网主导新一轮产业革命

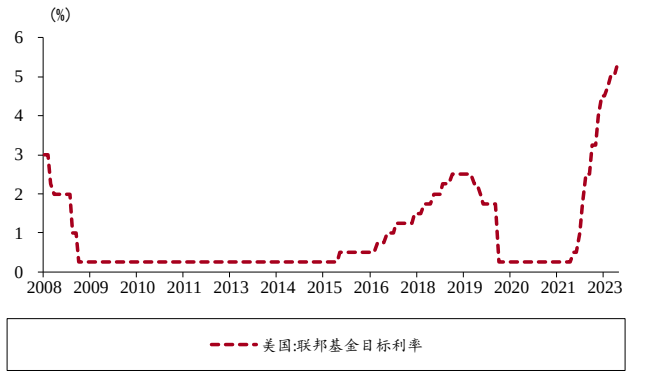
走出危机，低利率环境下，企业资本开支快速修复。2009 年的金融危机过后，全球正式进入了长波衰退期，为了尽早摆脱危机冲击，各国政府都出台了一系列的经济刺激计划。财政货币双宽松的背景下，中美经济率先走出泥潭，但欧债危机阴影下，本轮短周期复苏力度有限。为保持实体经济的活力，联储实行了长达 6 年的“零利率”政策，同时通过量化宽松向实体注入流动性。长期低利率的环境使得实体企业融资成本偏低，乐观的投资预期下，企业资本开支与短周期同步上行，自 2009 年 6 月持续上行至 2014 年 9 月高点。

图表 41. 危机过后中美经济率先实现修复



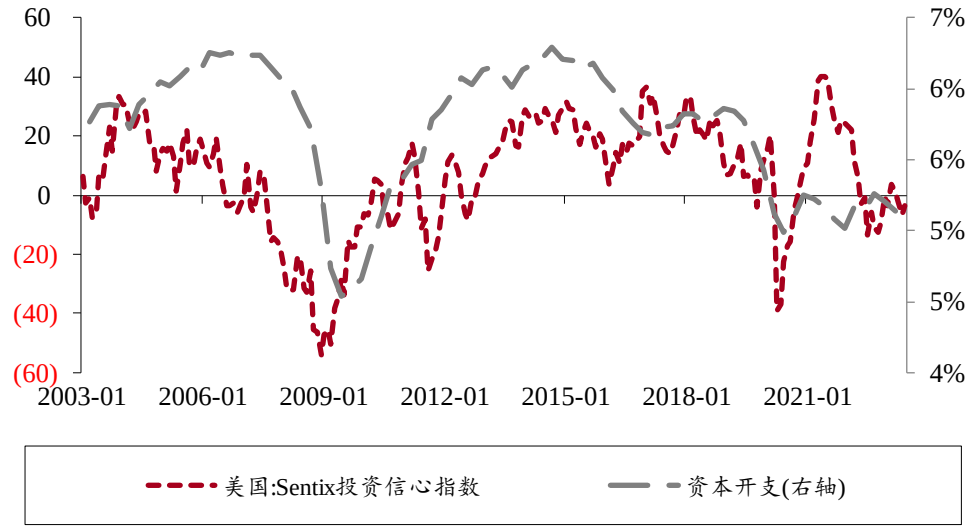
资料来源：iFind，中银证券

图表 42. 2009-2015 年联储实行“零利率”政策



资料来源：iFind，中银证券

图表 43. 企业投资预期好转，资本开支快速修复



资料来源：iFind，中银证券

移动互联网发展带来新一轮信息技术革命。这一轮资本开支的上行更多体现为危机过后的修复，支撑资本开支上行的动能有所受限：一方面，金融危机后地产行业受损后，中美两大主导国的需求增量相对匮乏；另一方面，新的主导产业似乎并没有在一开始就显现出来，使得危机后的第一轮库存周期内呈现出主导产业匮乏的状态。这也符合长波衰退期内创新活动减弱的特性。2013 年后，智能手机的发明及移动互联网的发展带来了第二轮信息技术革命，信息和数据处理、计算机系统设计等软件领域的资本开支明显提升。

图表 44. 2009-2019 年美国主要行业资本开支增速

单位：%	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
机械设备	(9.91)	4.19	31.16	(3.07)	4.74	(6.04)	(6.02)	(2.99)	13.66		5.43
电器设备及部件	(8.45)		10.77	11.11	2.50	3.66	3.53	(10.23)	3.80	17.07	5.21
计算机和电子产品	(22.08)	7.32	16.67	(1.63)	1.66	0.86		(3.90)	1.29	6.93	0.46
汽车整车、车身、拖车及零部件	(18.73)	20.99	12.24	28.18	6.86	5.53	(1.89)	(8.12)	7.67	12.74	(10.54)
食品、饮料及烟草制品	(10.65)		8.94	10.16	0.71	5.63	4.00	3.53	(8.05)	23.91	(2.45)
石油和煤炭产品	(0.80)	(18.62)	(7.46)	37.10	34.51	(27.70)	(2.02)	(0.82)	(5.39)	14.47	(4.60)
化工产品	(7.38)	1.48	2.47	5.36	3.63	10.72	10.23		(0.74)	4.55	16.30
航空运输	(35.33)	5.04	9.60	0.73	31.16	18.23	7.01	3.06	26.69	(4.68)	(28.77)
出版业(含软件)	(0.93)	3.57	12.70	(8.05)	15.59	13.18	(7.76)	1.89	7.26	1.46	(1.18)
信息和数据处理服务	2.99	72.46	3.36	3.79	41.51	21.59	14.11	26.86	16.98	25.99	(0.50)
证券、商品合约和投资	23.41	(18.58)	(3.88)	(12.12)	8.62	7.41	13.79	17.32	14.39	12.26	15.52
保险公司和相关活动	(0.63)	(12.46)	9.12	16.05	11.24	0.52	14.69	3.60	0.22	7.14	13.13
房地产	(25.46)	(4.84)	(0.75)	14.98	17.93	10.08	13.68	11.03	9.61	4.21	0.75
法律服务	(13.89)	(19.35)	(6.00)	23.40	10.34	(17.19)	13.21	(5.00)	21.05	(13.04)	5.00
计算机系统设计及相关服务	10.96	(12.04)	(2.81)	(5.42)	3.05	(10.37)	14.88	5.40	(15.02)	33.33	17.77

资料来源：iFind，中银证券

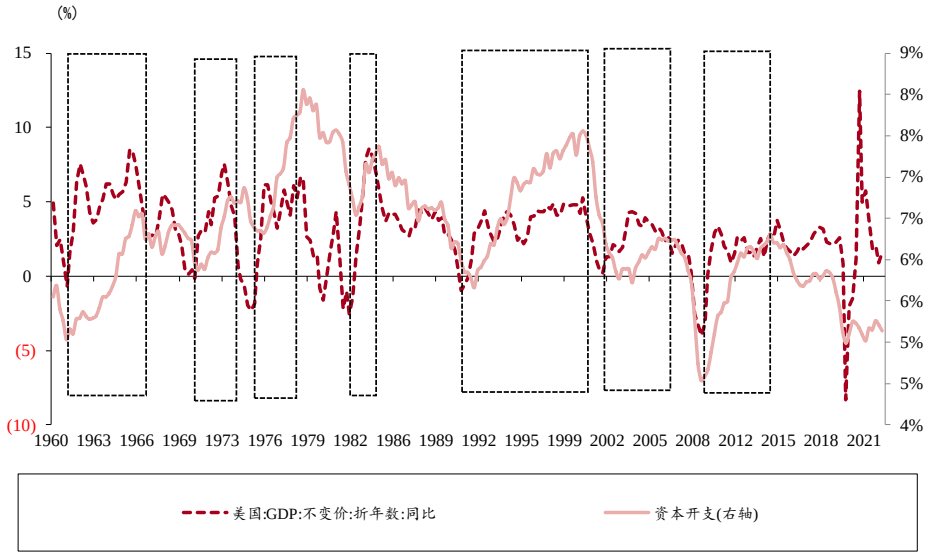
2.7 资本开支周期驱动因素

结合以上复盘分析，我们看到，每一轮资本开支周期的上行都有其独特的历史环境，在这些因素的背后，我们发现，资本开支周期上行的驱动因素上也存在一定的共性：

1） **持续稳定的需求增量是资本开支周期上行的充要条件。**这里需求增量的幅度或持续性是较大级别的资本开支周期的驱动因素。每轮中周期内，需求的增量可能来自于战后或危机后的修复，也可能来自于技术创新引发主导产业更迭所带来的需求增量，如：1991-2001 年，信息技术革命带来主导产业更迭，使得主导国家需求增速连续 10 年保持在相对高位；而 2002-2009 年及 1975-1982 年需求增量均来源于追赶国（中、日）工业化进程的发展及对先导国家主导产业的追赶。这几轮资本开支周期的上行幅度均较为明显且持续。相较之下，处于长波回升期的 1983-1990 年间，主导国及追赶国均处于产业结构转型期，需求增量匮乏阻碍了资本开支上行的幅度及持续性。

2） 持续性的要求是因为：企业做出扩产决定到产能的实质性扩张存在一定时滞，需求增长的持续性有助于企业形成对于未来的乐观预期，进而做出扩产决定。通过几轮资本开支周期的经验性规律，我们发现 GDP 增速为衡量指标，需求上行及高位持续时间至少要达到 1.5 年以上，才会带来资本开支的上行。

图表 45. 资本开支周期与 GDP 增速

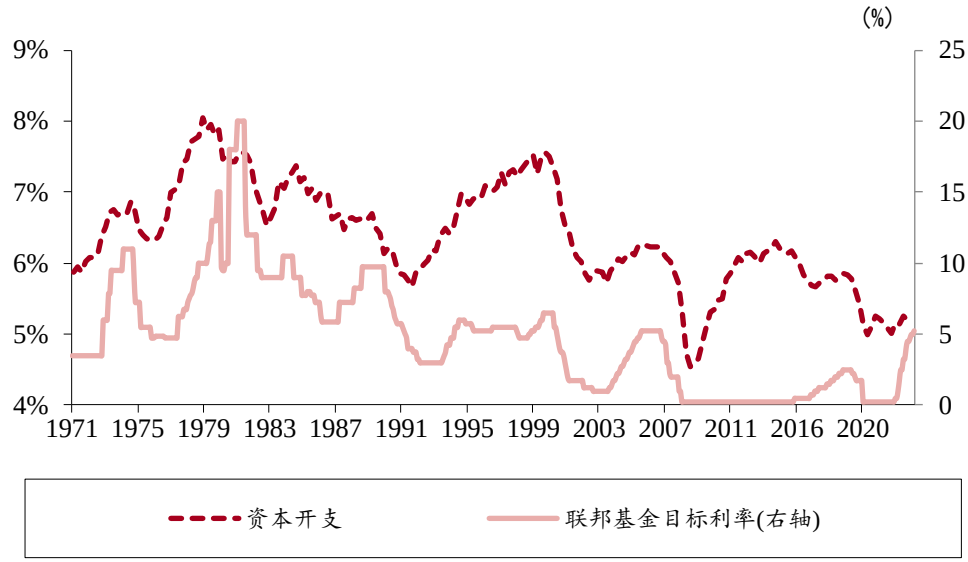


资料来源：iFind，中银证券

3） 从长波的角度，我们看到**长波繁荣期主导产业对资本开支的拉动作用最为显著**，这是因为：长波阶段的划分对应着技术创新的不同阶段，长波回升阶段，经济体进入创新活跃期，产品创新频现，但对于节约成本的工序创新并不迫切；长波繁荣期，往往是将前期创新产品大规模产业化的阶段，主导产业开始显现，体现为对资本开支的强力拉动；进入到长波衰退阶段，新技术已变为成熟产业，随着需求渐趋饱和，对经济的影响逐渐减弱，这也是创新活动最不活跃的阶段，更多呈现为追赶国复制主导国的产业升级路径，实现赶超；长波萧条期，革命性的技术创新仍处于孕育或萌芽阶段，主导国及追赶国均处于结构转型的阵痛期，主要的创新大多发生在对现有工业部门的产品和工序创新上。

4） **较低的利率环境可以成为资本开支的助推。**首先，资本开支周期开启初期，市场均是处于相对低的利率水平之中的，利率上行拐点一般滞后于资本开支拐点；此外我们发现，几轮较大的资本开支周期均是温和需求增长+较低利率水平的结合，而类似 1983-1990 年、2009-2020 年这几轮增量需求较弱中周期，温和的利率环境降低了企业融资成本，投资回报>融资成本，成为企业资本开支的助力。

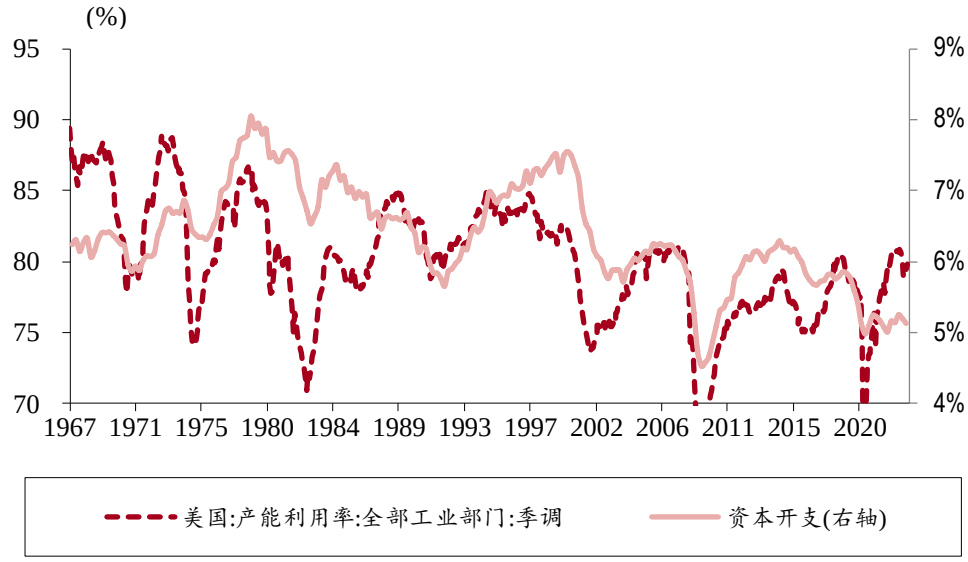
图表 46. 资本开支周期与利率环境



资料来源：iFind，中银证券

5） **产能利用率底部回升是资本开支上行的必要条件**。正如资本周期理论所述，作为供需错配带来的结果，企业扩产行为的背后是其对于未来投资回报的乐观预期以及对于当前供小于求的产能相对紧缺状态的判断，反之当需求边际转弱、产能出现过剩趋势之时，企业开始缩减资本开支。因此，资本开支上行初期必然伴随着产能利用率的底部回升。下图也可以看到，产能利用率的趋势与资本开支趋势高度相关，其拐点领先资本开支拐点约 1 年左右的时间。

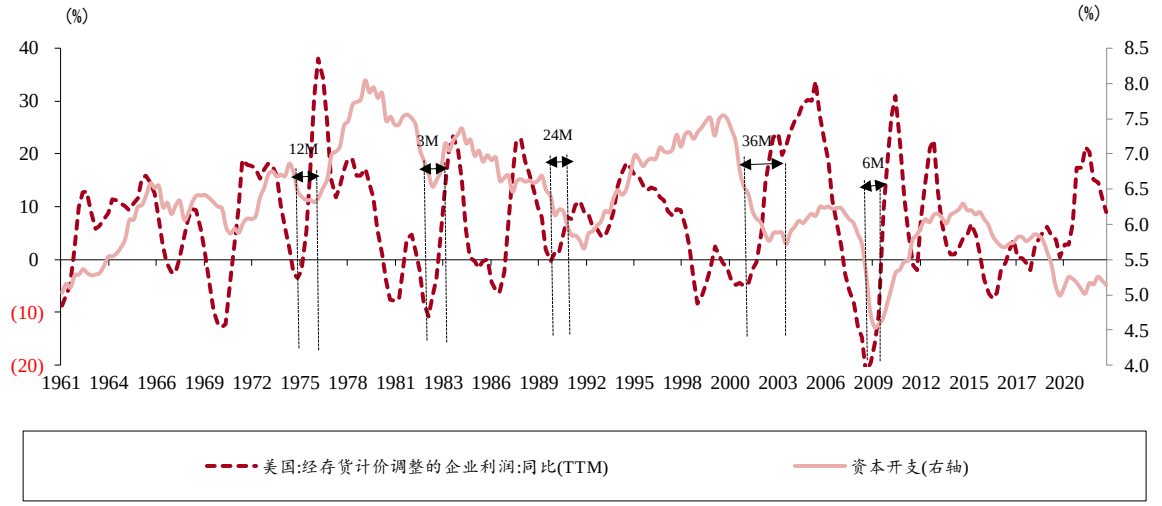
图表 47. 资本开支周期与产能利用率



资料来源：iFind，中银证券

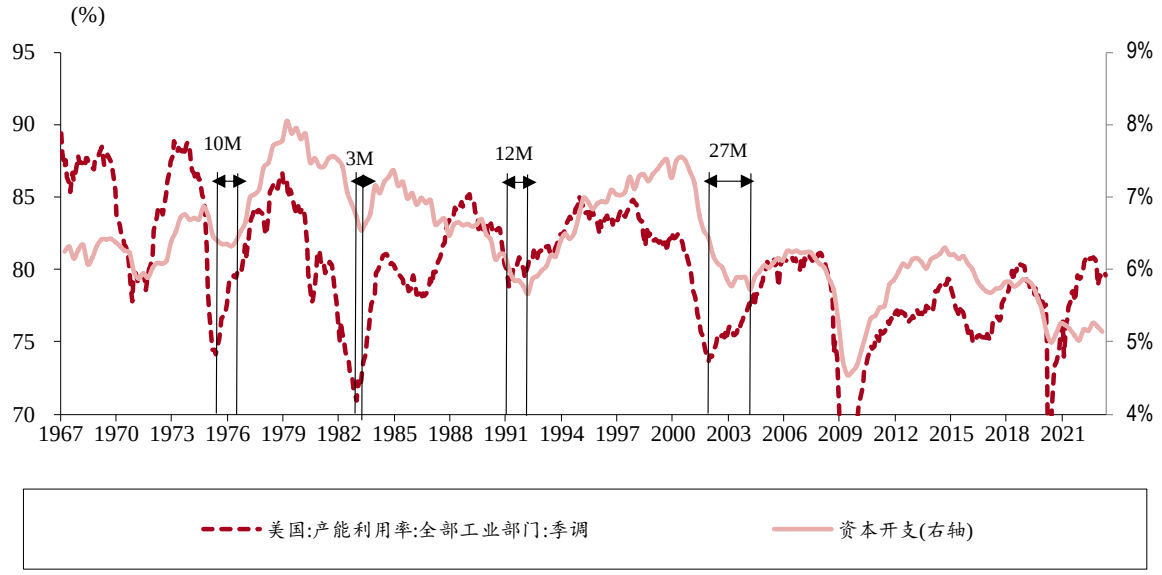
结合上文所述，我们认为，**企业盈利增速及产能利用率可作为观察资本开支周期上行的先行指标，其拐点相较资本开支拐点平均领先 16.2、10.4 个月**。

图表 48. 企业盈利拐点对资本开支周期的领先性



资料来源：iFind，中银证券

图表 49. 产能利用率拐点对资本开支周期的领先性



资料来源：iFind，中银证券

2.8 资本开支周期下的大类资产表现

资本开支周期对于大类资产的价格又会产生怎样的影响呢？在这里我们分别选取了股、债、汇、商品里面的几类代表性资产，对其在不同中周期下的资产价格表现做以简要分析。

资本开支上行有利于强化风险资产价格趋势。首先，我们可以看到资本开支上行周期，美股无一例外的均获得了正收益。这也印证了我们前文所述的，资本开支对于库存周期的强化效应。而美股的回撤均发生在资本开支周期的下行阶段，科网泡沫与次贷危机这两轮级别较大的危机事件对美股的冲击最为显著。此外，在资本开支上行阶段，原油、铜为代表的顺周期资源品、工业品多数情况下都能获得显著正收益；而相较之下，黄金价格显然在资本开支下行阶段内更具有绝对收益上的优势。此外，在资本开支下行阶段，美债利率也大概率出现不同程度的下行，这也反映出资本开支的下行阶段内，需求多数处于相对疲弱的状态。

不同中周期间的比较来看，我们发现，**长波繁荣期，风险资产价格中枢出现明显上行**。主导产业发展带来的较大需求增量，使得股票资产在盈利上行和持续乐观的盈利预期的影响下出现较大涨幅，尤其是主导国和后发的主要追赶国。此外，同一康波周期内，长波回升、繁荣期股票资产的最大涨幅均明显强于长波衰退及长波萧条期。长波衰退到萧条期的过渡阶段通常会发生资产价格的大幅波动，历史上两次大规模的滞胀危机发生于此阶段。此外，长波萧条期内，货币环境大概率会更为宽松，对于债券及股票资产的估值端都会形成较大支撑作用。

图表 50. 资本开支周期上行/下行对大类资产的影响

资本开支上行		铜(%)	原油(%)	黄金(%)	美元(%)	美股(%)	美债(%)
1971 年 3 月	1979 年 3 月	79	1318	523	(26)	1	3.41
1983 年 3 月	1984 年 12 月	(17)	(4)	(24)	24	9	0.99
1991 年 10 月	2000 年 9 月	(16)	59	(22)	25	270	(1.85)
2004 年 3 月	2007 年 6 月	148	111	61	(7)	33	1.28
2009 年 6 月	2014 年 12 月	29	(9)	27	11	124	(1.51)
资本开支下行		**铜(%)**	**原油(%)**	**黄金(%)**	**美元(%)**	**美股(%)**	**美债(%)**
1979 年 3 月	1983 年 3 月	(22)	21	73	37	51	1.39
1984 年 12 月	1991 年 10 月	76	(24)	9	(39)	132	(3.85)
2000 年 9 月	2002 年 5 月	(19)	(22)	15	(1)	(26)	(0.63)
2007 年 6 月	2009 年 6 月	(33)	(4)	44	(3)	(39)	(1.38)
2015 年 2 月	2020 年 6 月	0.4	(31)	41	3	47	(1.25)

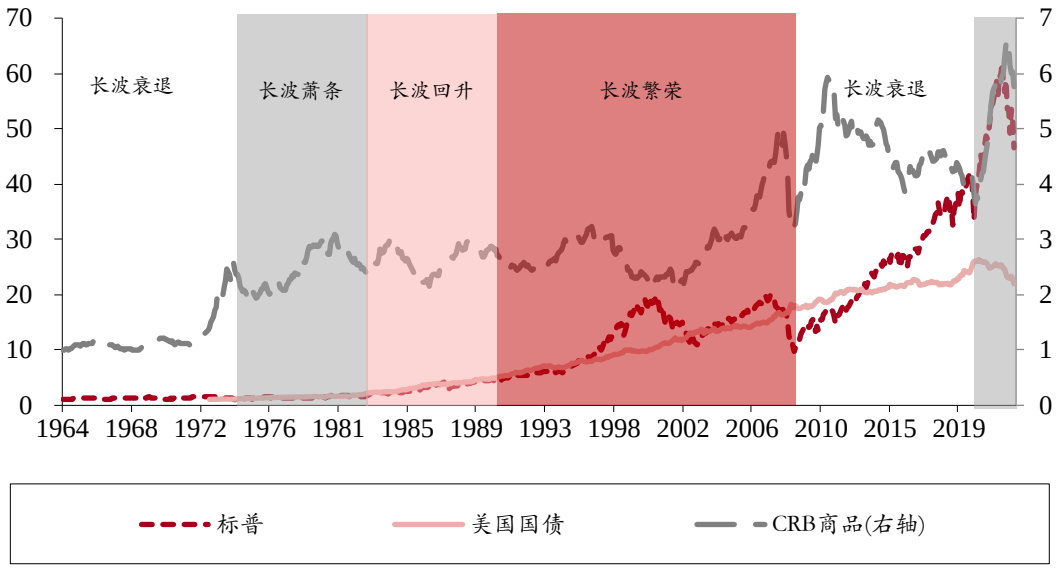
资料来源：iFind，中银证券

图表 51. 不同中周期内大类资产的表现情况

	中周期	中周期起止	区间涨跌(%)			最大涨幅(%)			最大回撤(%)		
			股	债	商	股	债	商	股	债	商
第四康波周期	长波衰退	1964.8-1975.5	11		91	60	16	158	-46	-14	-62
	长波萧条	1975.6-1982.12	48	92	20	62	94	47	-24	-5	-24
	长波回升	1983.1-1991.3	158	137	9	141	123	36	-36	-5	-27
第五康波周期	长波繁荣初期	1991.4-2001.12	206	122	-16	242	79	34	-31	-3	-26
	长波繁荣末期	2002.1-2009.5	-19	48	72	83	57	128	-53	-4	-35
	长波衰退	2009.6-2020.5	231	49	2	62	20	59	-20	-4	-35

资料来源：iFind，彭博，中银证券

图表 52. 不同中周期内大类资产价格走势（归一化）



资料来源：iFind，中银证券

3 资本开支周期及主导产业

3.1 主导产业、工业化进程及资本开支周期

主导产业是指具有较高创新性、高速增长能力并对具有较强的带动其他产业及部门发展能力的行业。每一轮资本开支周期都会产生 1-2 个主导产业。主导产业的形成和发展与政策支持、宏观环境、技术创新以及经济体的资源禀赋都有较为密切的关系，而新旧主导产业的更迭更是中周期内资本开支周期形成的重要因素。

中周期内主导国与追赶国不同的工业化进程决定了本轮资本开支周期的主要发力产业及强度。根据罗斯托在《经济增长的阶段》的结论，工业化演进的不同阶段与资本投资周期密切相关。首先，一个经济体工业化的演进大体分为农业社会、工业化准备、起飞、成熟及后工业化这几个阶段。每个阶段大约持续 8-10 年，这与一个中周期维度的变化密切相关。此外，工业化的每个阶段主导产业的特征有所不同：工业化初期及准备阶段，以需求修复和建立初级的工业化体系为主，以日韩经验来看，主导产业以本身资源禀赋和初级制造业为主；工业化起飞阶段，主导产业以重化工业为主，设备投资增速快速提升；随着工业化进程走向成熟，主导产业从初级向高级演化，产业结构升级成为这一阶段的主旋律；进入后工业化阶段，产业结构逐步向高附加值和技术密集型演化，随着城市化进程的推进，消费型经济体开始形成。

图表 53. 日韩工业化经验

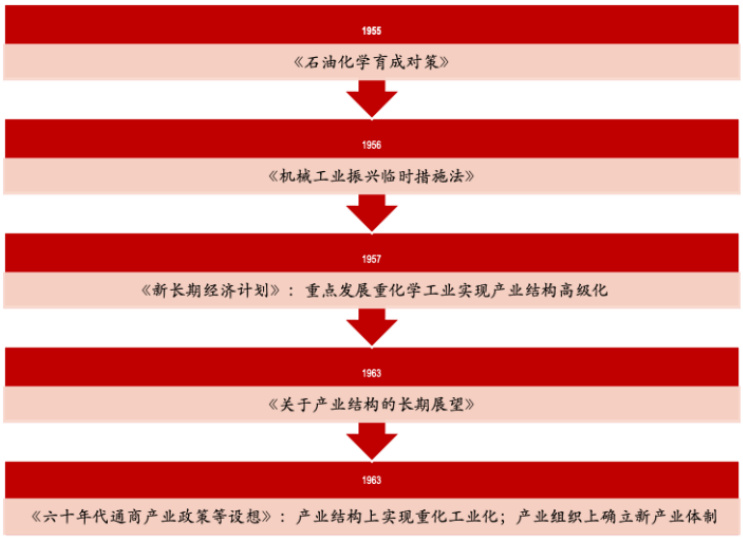
日本工业化进程	工业化阶段	特征
1945-1948	经济恢复期	农林水产和低端制造业为主
1948-1955	工业化准备阶段	工业体系初步建立
1956-1973	工业化起飞阶段	重化工业主导，资本开支高速增长
1973-1982	工业化成熟阶段	产业结构转型与技术升级，汽车、电子等高端制造业主导
1990 年后	后工业化时期	城市化快速进行，大众消费时代
韩国工业化进程	**工业化阶段**	**特征**
1955-1961	经济恢复期	美国援助为主，恢复农业及工业生产设施
1962-1971	工业化准备阶段	工业化体系初步建立，轻工业和出口为主
1972-1981	工业化起飞阶段	重化工业主导
1982-1991	工业化成熟阶段	鼓励自主创新，产业结构升级
1992 年后	后工业化时期	城市化扩散，大众消费兴起

资料来源：中银证券

主导产业的更迭决定了中周期的演进。对于一个经济体来讲，不同工业化阶段主导产业的更替并未一蹴而就，也并非一帆风顺，尤其对于即将迈入工业化成熟期及后工业化阶段的经济体。工业化起飞阶段一般是重工业引领的投资主导型经济发展阶段，由于较高的投资率水平，大概率保证了经济增长的自发性和持续性。而当经济体完成工业化起飞之后，主导产业的演进变得相对复杂，原有主导产业面临升级改造，新的主导产业难以一蹴而就，甚至往往会经历一段时期的萧条期，这一时期的转换是富有风险与挑战的阶段。

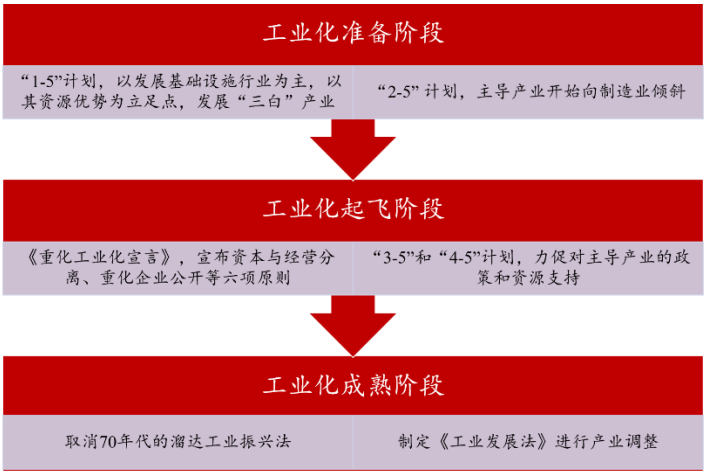
主导产业的更迭需要政策支持。结合上图所示，不同经济体主导产业的更迭是其所处的工业化进程的结果，但也应注意到，政府的产业政策在产业结构变迁的过程中起到了十分明显的助推和催化作用，这一点在后发国日韩身上体现的十分明显：我们在《从日本转型经验看 A 股市场结构变化》深度报告中分析过日本工业化不同阶段产业转型的经历，这其中我们看到新旧主导产业动能的更迭过程中，政府相关产业政策的指引起到了至关重要的作用，工业化起飞阶段，日本政府从贸易壁垒、产业扶持、税收优惠、低息贷款等多项措施并重，建立了一系列以重化工业为核心的全套产业政策，成功通过废旧建新引导原有行业落后产能有序退出。而在韩国产业转型的经历中，政府的力量更为显著。70 年代的两个五年计划使得重化工业成为主导，80 年代“技术立国”战略下，通过产业技术政策和产业组织的调整改善了主导产业的纵向配套能力。纵观先发国家工业化进程及主导产业的更迭历史，主导产业的变迁过程是政府深度参与甚至强力干预的结果。工业化新阶段及新的主导产业的兴起都伴随着政策引领，随之而来的物质、资本投入，这背后反应的就是资本开支周期形成的过程。

图表 54. 日本产业政策演化



资料来源：中银证券

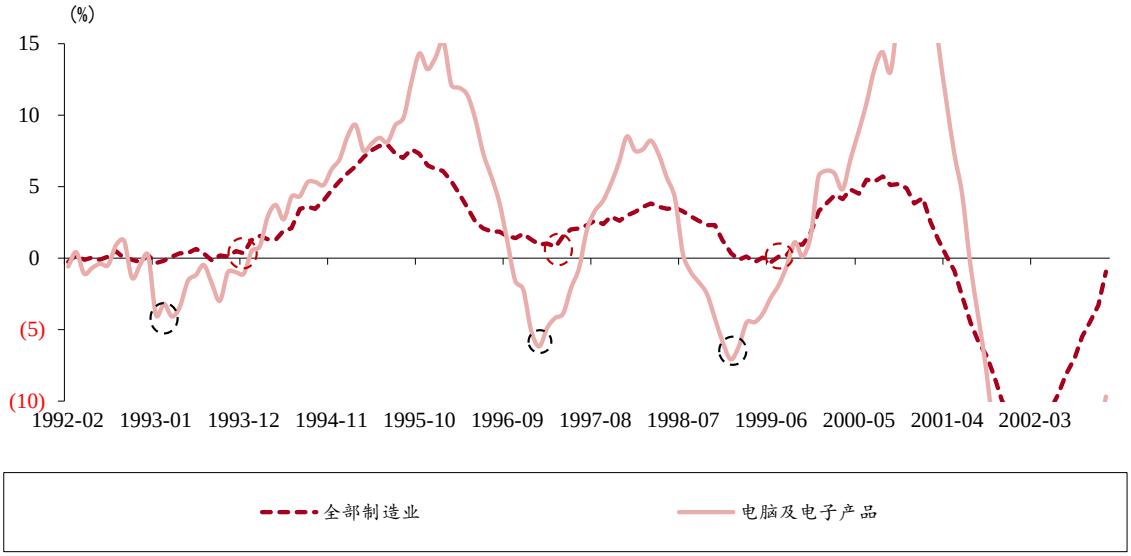
图表 55. 韩国产业政策演化



资料来源：中银证券

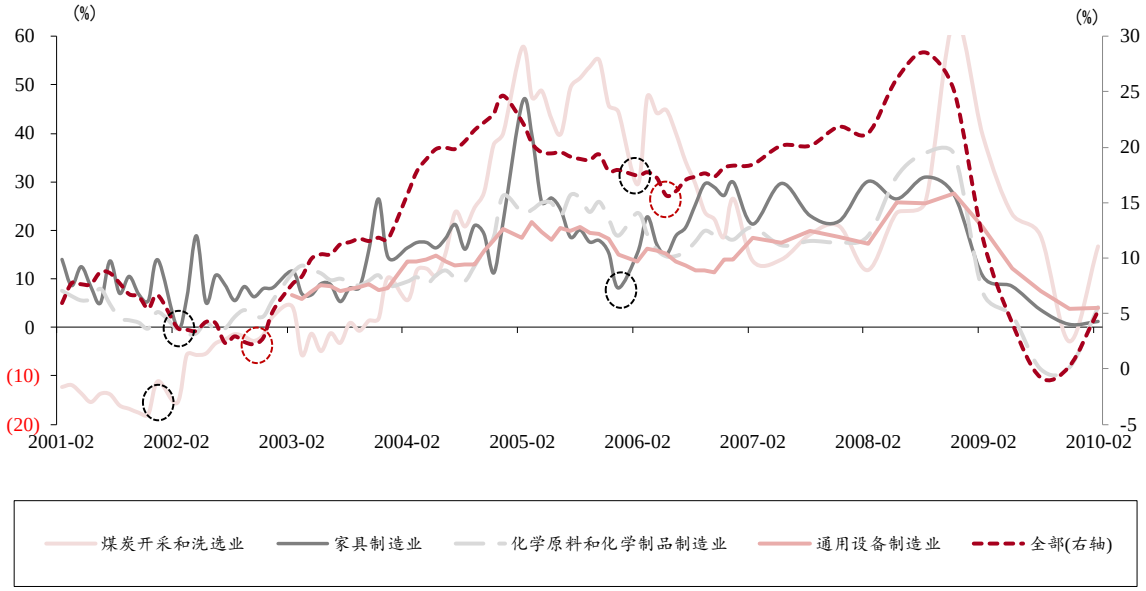
每轮中周期内主导产业都会呈现政策引领或宏观环境带来的需求显著增长，供需错配带来产能的持续高增，进而形成较强的资本开支动力。例如 70 年代日本的汽车、电子产业、90 年代美国的计算机产业及 21 世纪初期的中美能源产业，这些主导产业的兴起均带来了彼时产能/产量的大幅持续增长。1）从库存的角度来看，新的主导产业作为中周期的先导力量，其主动补库拐点往往领先整个经济体的库存拐点，其补库程度也会远高于其他行业。例如，90 年代以来的几轮短周期，美国电脑及电子产品行业的库存上行拐点均领先其制造业库存上行拐点；同样的情况也发生在 21 世纪初期的中国，工业化起飞阶段，传统资源品及地产相关产业库存拐点显著领先其他行业。

图表 56. 90 年代以来美主导产业及全部制造业库存增速



资料来源：iFind, 中银证券

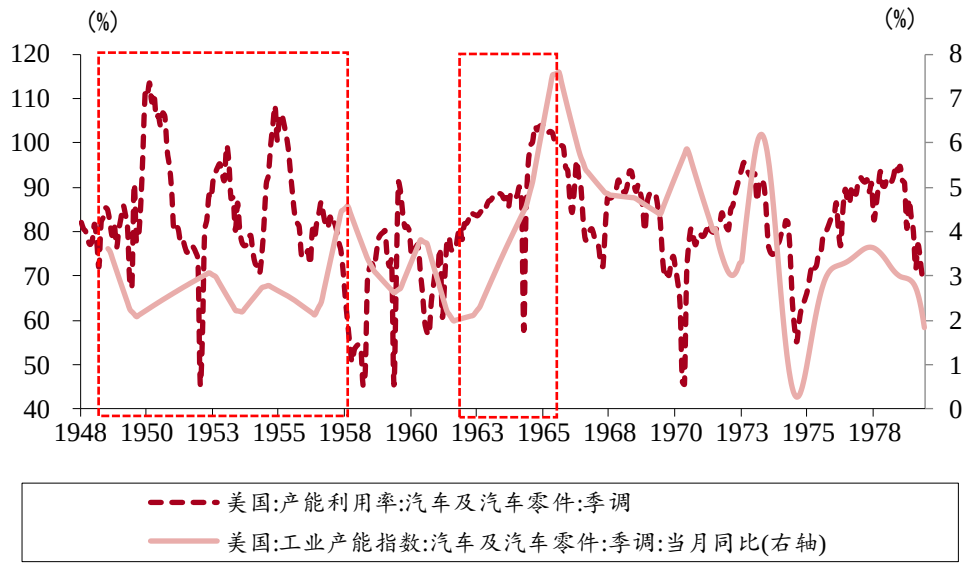
图表 57. 2000 年以来国内主要行业库存增速



资料来源：iFind, 中银证券

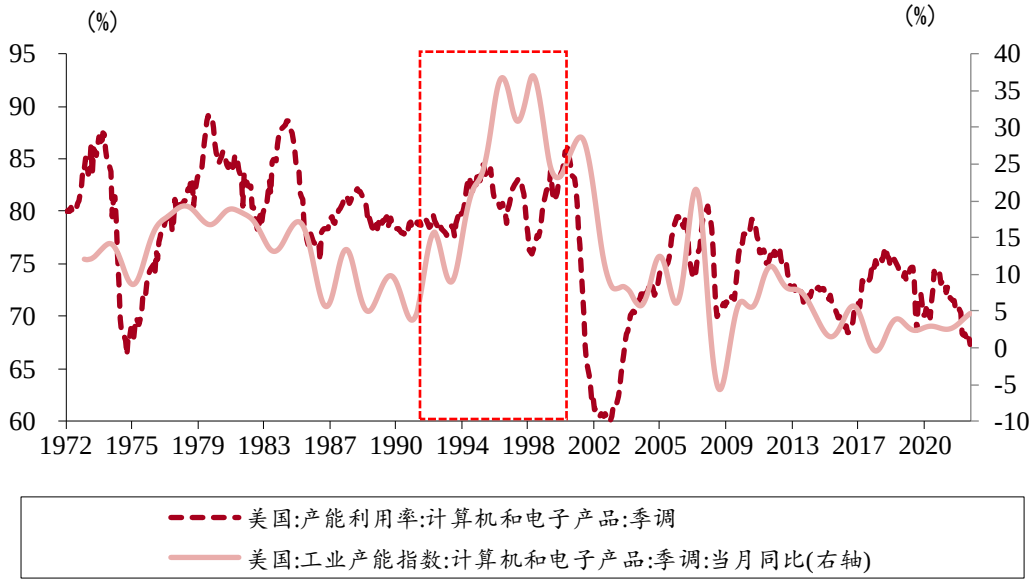
2）从产能的角度，主导产业由于长期供不应求，即使短周期内产能利用率已经处于相对高位企业仍会持续扩产。这点我们可以从战后美国汽车产业及 90 年代电子计算机产业的产能扩张情况中看出。作为一轮中周期内资本开支的中坚力量，主导产业产能在中周期开启前期拥有着持续的扩张动能。

图表 58. 战后美汽车行业在产能利用率高点进行持续扩产



资料来源：iFind,中银证券

图表 59. 90 年代美计算机产业扩产情况



资料来源：iFind,中银证券

3.2 中周期内行业风格表现

我们在 1.2 节提到主导产业具有穿越短周期的力量，那么中周期视角下，资本市场行业风格表现又有什么样的规律呢？

我们发现**主导产业的相对优势在资本开支上行阶段最为显著，尤其在需求相对充裕的长波繁荣期。**例如，90 年代美信息技术革命引领的资本开支周期上行阶段，美股信息技术板块相对收益优势一骑绝尘；而随着中周期内资本开支的下行趋势开启，主导产业优势显著减弱，此前涨幅较小具备较强安全边际的板块成为资本开支下行阶段市场首选；与之相类似的，21 世纪初期，国内工业化起飞阶段带来较大投资需求，这一轮国内资本开支上行阶段，A 股市场资源品行业的相对收益也普遍十分显著（剔除股权分置改革带来的金融行业涨幅因素）。金融危机过后，智能手机带来的新一代产业革命在中美股票市场上均有所体现。

图表 60. 中周期不同阶段美股行业表现 （单位：%）

中周期上行	可选消费	日常消费	医疗保健	工业	信息技术	材料	房地产	通讯服务	公用事业	金融	能源
1992.03~2000.09	182.03	112.88	270.33	238.54	883.75	26.66	0.00	194.91	106.17	372.79	187.44
2004.03~2007.03	19.37	16.04	12.87	31.83	12.12	45.27	0.00	42.32	64.09	20.75	97.64
2009.06~2015.03	228.23	110.48	174.34	150.75	140.98	98.42	196.93	46.79	59.04	102.13	51.34
中周期下行	可选消费	日常消费	医疗保健	工业	信息技术	材料	房地产	通讯服务	公用事业	金融	能源
2000.09~2004.03	1.15	19.15	(13.30)	(14.57)	(56.10)	49.28	0.00	(52.01)	(41.09)	1.48	(2.14)
2007.03~2009.06	(39.27)	(12.65)	(21.65)	(41.05)	(18.37)	(34.18)	0.00	(36.87)	(29.87)	(66.39)	(19.32)
2015.03~2020.06	75.86	19.95	38.90	21.13	165.48	15.76	11.98	17.62	27.15	18.63	(49.19)

资料来源：Wind,中银证券

图表 61. 中周期不同阶段 A 股行业表现（单位：%）

中周期上行	能源	原材料	工业	可选消费	必选消费	医疗	金融	信息技术与硬件	通讯业务	公用事业及服务	房地产及服务
2004.03~2007.03	86.16	108.48	115.71	68.63	150.34	84.55	203.48	42.53	69.89	61.05	115.68
2009.06~2015.03	0.96	41.60	85.08	142.80	80.00	199.45	53.75	257.44	131.17	68.32	49.29
中周期下行	能源	原材料	工业	可选消费	必选消费	医疗	金融	信息技术与硬件	通讯业务	公用事业及服务	房地产及服务
2000.09~2004.03	50.25	24.49	17.46	11.53	2.27	(1.42)	20.94	18.84	38.72	32.68	5.91
2007.03~2009.06	52.91	11.22	6.90	11.38	22.69	44.66	20.15	(1.01)	16.41	12.87	53.23
2015.03~2020.06	(35.47)	(19.15)	(30.04)	11.16	77.35	49.01	(0.75)	15.76	(33.66)	(30.35)	(16.17)

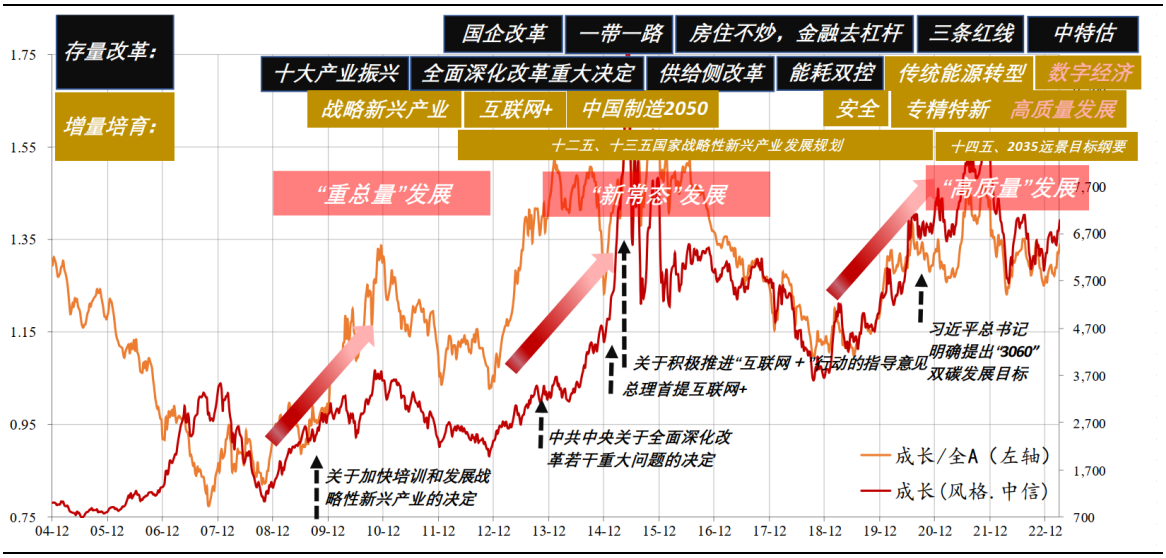
资料来源：Wind,中银证券

3.3 主导产业未来展望

对标 70-80 年代日本，中国工业化进程正迈入成熟期。结合上文所述，我们即将开启长波萧条期内的资本开支上行阶段。主导国美国已经引领两轮信息产业革命，主要追赶国中国也已经基本完成了工业化起飞阶段的资本积累。可对标的时间段是 1975-1982 年的美日，彼时的长波萧条期，追赶国日本也处于工业化起飞到成熟期的过渡阶段。结合上文结论，这一阶段的主导产业更多是现有产业的工序及部门创新，而追赶国有望依靠自身优势实现复制或赶超主导国的发展路径。本轮资本开支周期，国内有望扭转此前中周期后发国的劣势，成为本轮中周期资本开支的主要发力国。

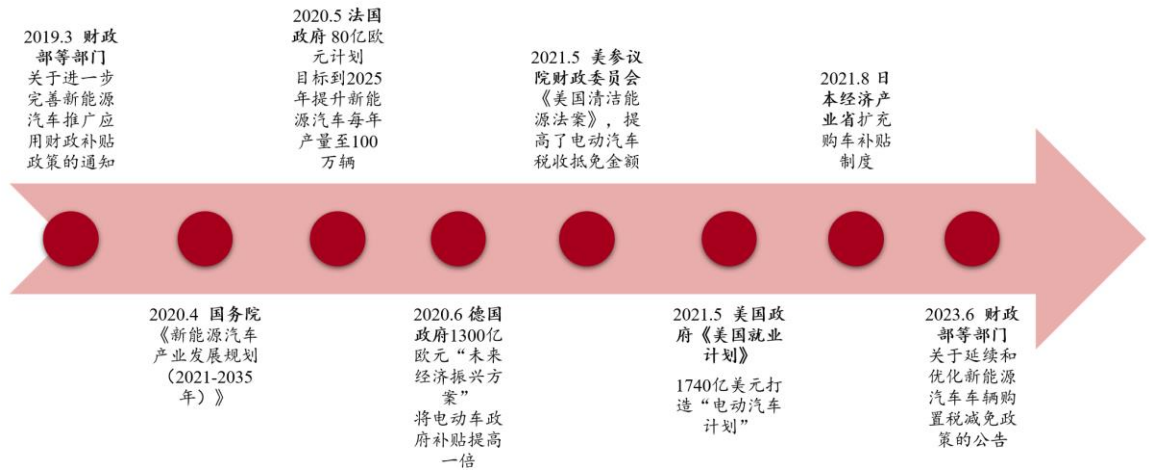
主导产业萌芽期，科技制造有望突出重围。当前来看，新的主导产业正在孕育于萌芽阶段，新能源为代表的高端制造以及 AI 为代表的科技领域都有望成为下一轮资本开支的主要动力。首先，从政策导向来看，2018 年以来，国内制造业升级路线逐步清晰，近年来芯片制造、新能源等产业链在政策支持下已率先进入加速扩产阶段；海外来看，拜登上任以来重拾产业政策，将其作为重振美国经济的重要抓手，通过政府主导结合私人资本的参与，对保持美国竞争力的关键产业采取有力的支持措施，从当前公布的数据来看，拜登政府主导的“21 世纪工业”计划中，私人部门的制造业投资总额已经超过 5000 亿美元，其中，半导体、新能源为代表的高端制造板块投资增量最为显著。另一方面，AI 技术的演进带来新一轮信息革命，有望带来软件驱动下的硬件升级过程，从而自下而上驱动产能释放。

图表 62. 增量产业政策是驱动主导产业行情的主要因素



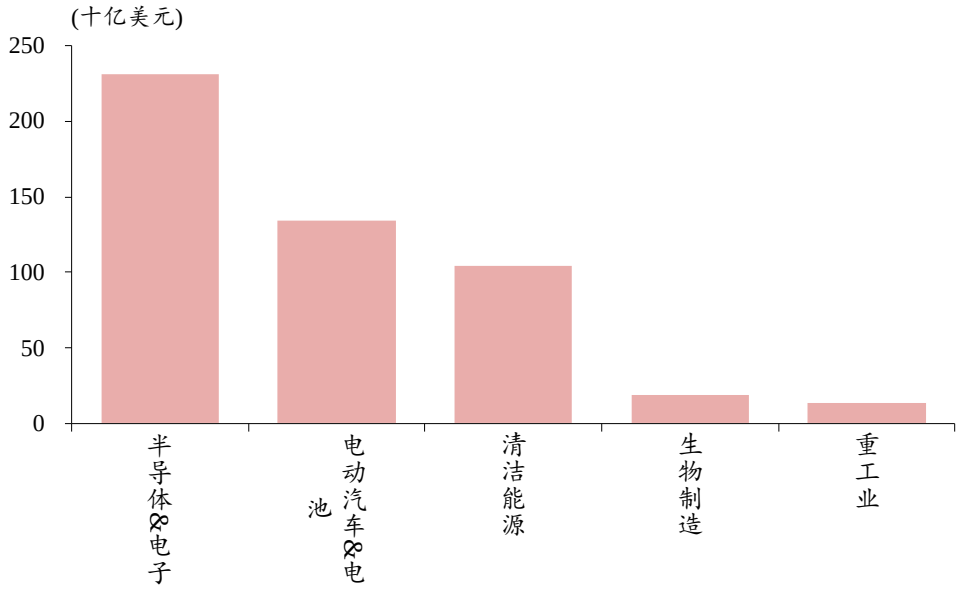
资料来源：iFind, 中银证券

图表 63. 世界主要经济体关于支持新能源车产业相关政策



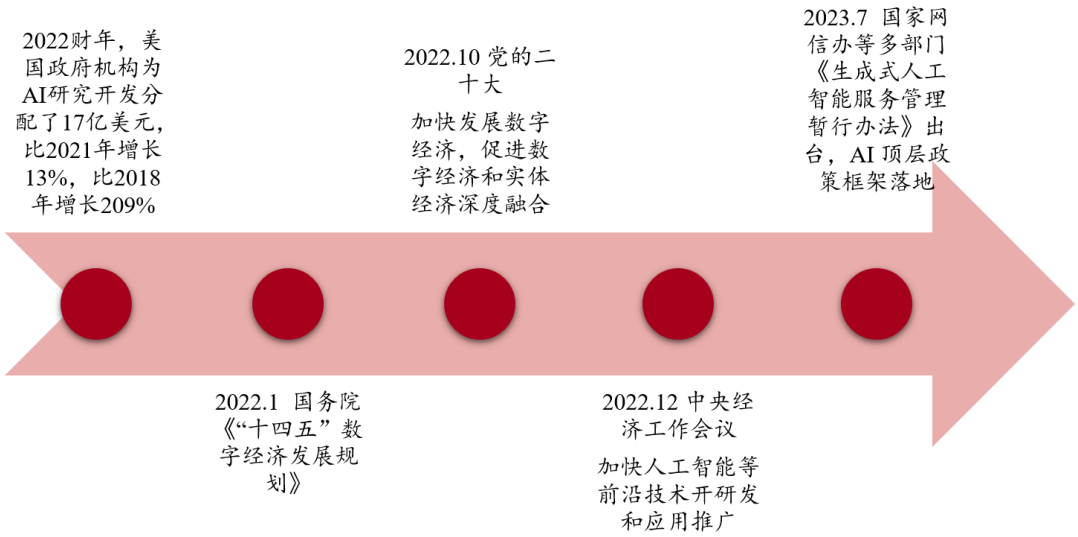
资料来源：中银证券

图表 64. 美“21 世纪产业战略”制造业投资行业分布



资料来源：白宫,中银证券

图表 65. 全球主要经济体对于人工智能产业政策加码



资料来源：中银证券

4 总结及资产走势展望

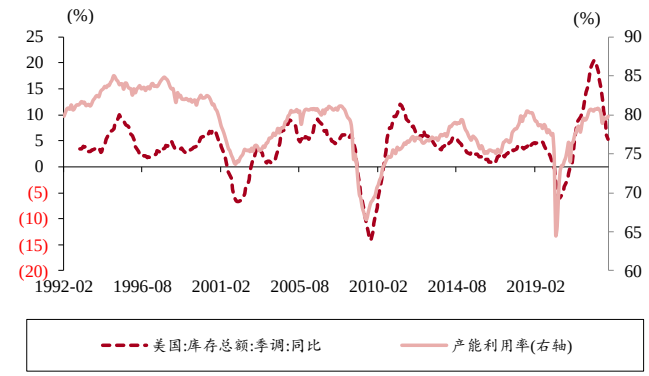
4.1 关注即将到来的资本开支上行周期

我们认为即将进入的第二库存周期内很有可能会迎来资本开支的上行期。

一方面，正如前文所述，资本开支的上行通常发生在中周期前半段，而 2020 年以来开启的第一库存周期内资本开支并未出现显著上行，从经验规律的角度出发，即将到来的第二库存周期将有望开启中短周期的共振效应。

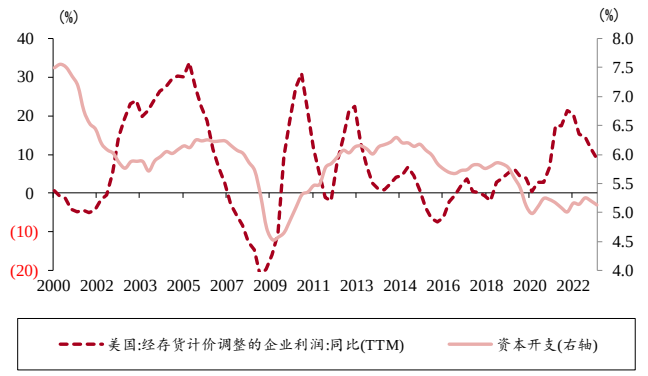
此外，从先导指标来看，我们以美国为例，当前产能利用率自 22 年高点回落，相较之下，库存回落的趋势更为显著。当前美国正处于需求边际走弱，库存去化，产能阶段性过剩的阶段。随着需求的回落，库存及产能短期内仍将延续去化过程。从盈利角度，企业盈利增速自 21 年高点后已经处于下行趋势之中，美股 EPS 及盈利增速也出现明显高位回落态势。当前来看，反映资本开支的先行指标已经出现一定中枢上行的迹象：美期限利差与资本开支增速呈现显著负相关性，从当前期限利差的指向性来看，未来海外资本开支也有望迎来趋势上行。综上，当前美国仍处于第一库存周期的库存与产能去化阶段，从库存周期的持续时长角度，预计 23 年末有望迎来触底。相较之下，当前国内的产成品库存去化程度更为显著，有望率先进入补库阶段。

图表 66. 当前美国库存及产能加速去化阶段



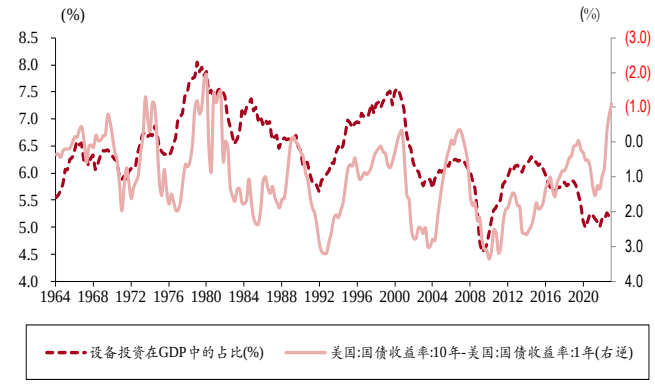
资料来源：iFind，中银证券

图表 67. 企业盈利增速也自 21 年高点回落



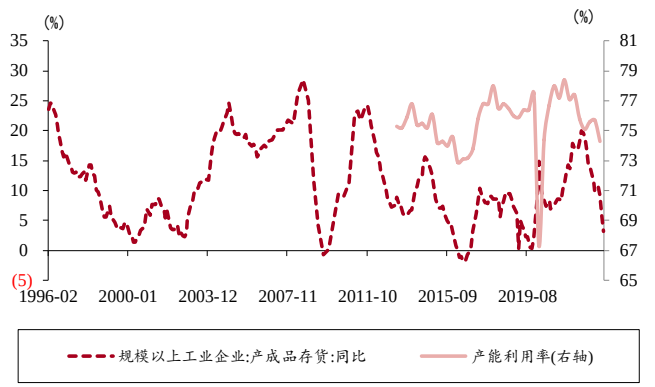
资料来源：iFind，中银证券

图表 68. 美资本开支与期限利差



资料来源：iFind，中银证券

图表 69. 当前国内库存及产能周期



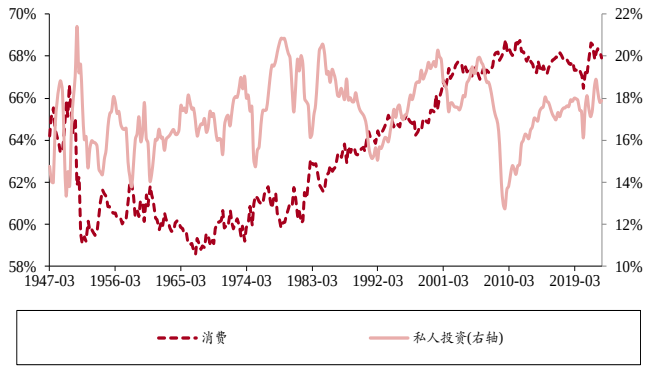
资料来源：iFind，彭博，中银证券

4.2 本轮资本开支周期与此前差异

本轮资本开支周期与以往最大的不同在于：**2020 年开始的第一库存周期内，我们发现以设备投资为代表的资本开支并未出现显著上行**。我们认为，一方面，疫情冲击对于全球供应链体系造成较大影响，各国防疫政策的差异性使得全球货物的生产及运输都受到了较大影响，这种非常规的外因一定程度上限制了企业扩产意愿。此外，我们看到更为明显的一个变化在于：**研发支出等软性资本开支显著上行**。我们刚刚提到，疫情过后这一轮复苏，设备投资并未出现显著提升，海外需求提振主要靠居民消费及部分住宅投资，这一方面或是受到疫情带来的产业链制约因素影响，另一方面，我们发现本轮周期内，研发费用的影响和占比显著提升：2020 年末，知识产权分项在美私人投资中的占比就已经超过了设备投资分项，这意味着，2020 年开始的这一轮短周期，海外资本开支更多投向了软件、研发支出等领域。

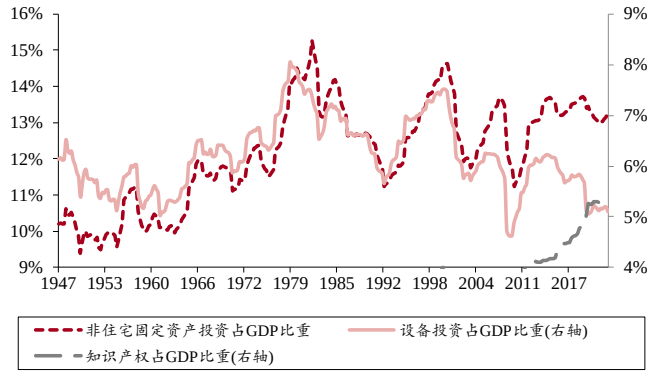
基于此，我们可以对未来的资本开支做出两方面预判：一方面，随着疫情因素缓和及供应链制约解除后，部分制造业企业的扩产意愿可能会滞后释放；另一方面，随着 AI 产业链的不断演进，新一轮中周期内很有可能出现应用、内容驱动下的硬件升级过程，体现为研发费用先行，设备投资后起的特征，这也符合长波萧条期的创新活动的属性。

图表 70. 疫情过后需求复苏主要由消费及住宅投资拉动



资料来源：iFind，中银证券

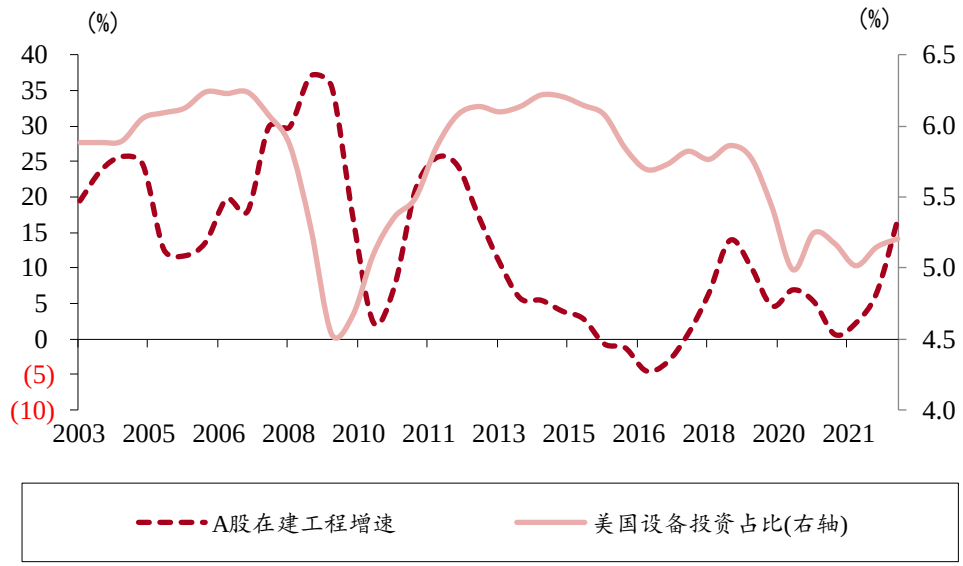
图表 71. 知识产权占比快速提升并已阶段性超越设备投资



资料来源：iFind，中银证券

中美资本开支的趋同与分化。我们在上文中提到中美资本开支周期自 2000 年后相关性显著提升，但 2013 年后二者趋势出现了一定的阶段性分化。由于 5000 户工业企业景气扩散指数近期不再更新，我们选用 A 股在建工程增速来表征最新的国内资本开支变化情况，可以看到，2013 年后国内进入结构转型期，传统产业产能去化，资本开支增速出现明显走弱，与此同时美国依然处于资本开支的上行阶段。我们认为，随着国内转型方向的逐步明晰，疫情过后，全球供应链格局重塑大背景下，中美都有扩充产业链的动机。随着新一轮主导产业崛起，中国不再是跟随国，国内资本开支拐点可能提前到来。

图表 72. 2013 年起中美资本开支周期走势出现阶段性分化

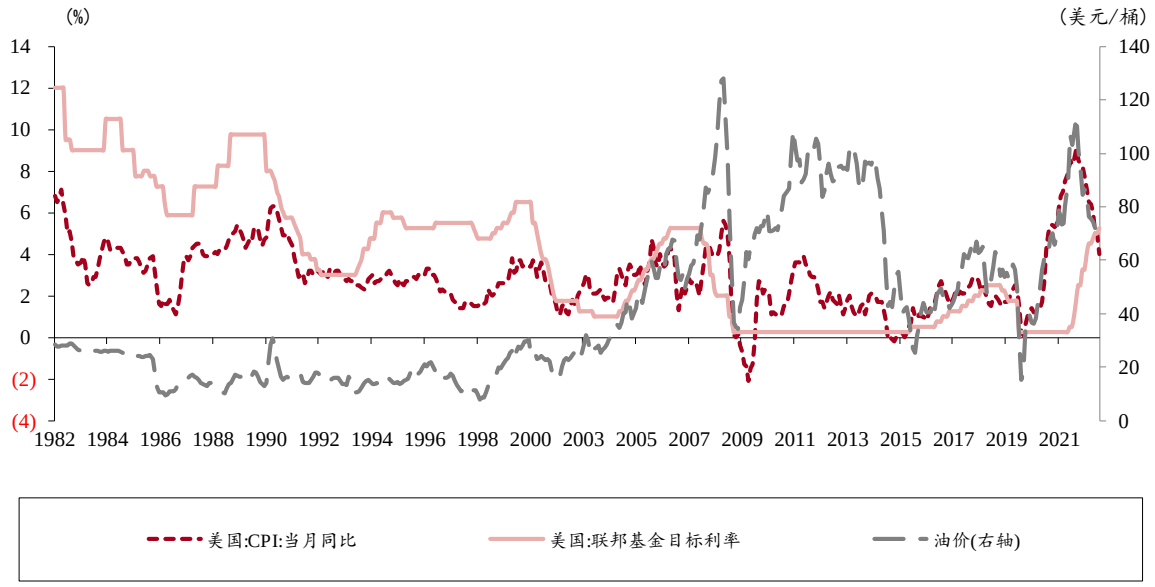


资料来源：iFind，中银证券

4.3 资产走势展望

大类资产的角度，短周期视角下，**中美均处于不同程度的去库周期之中，这意味着大部分顺周期风险资产依然将会面临分子端盈利下行的压制**。当前来看，多数传统资源品价格自疫情以来的高水位出现边际回落，结合历史经验，联储强力加息周期下，通胀将会进一步回落，尽管供给约束下油价为代表的资源品价格或存在一定韧性，但长期来看，顺周期大宗商品价格仍将回归需求趋势主导过程之中。传统资源品短期依然面临较大的下行压力。相较之下，新的主导产业所带来增量需求，或催生新兴资源品价格中枢抬升。

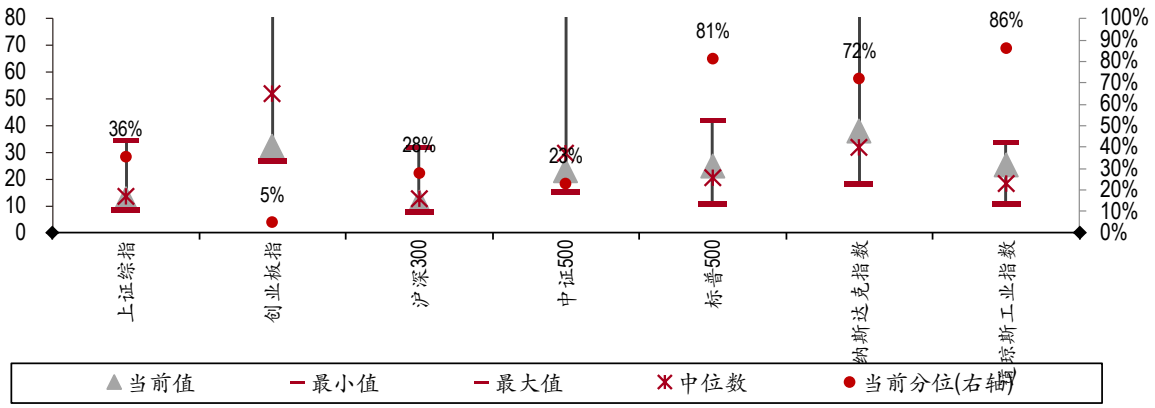
图表 73. 联储强势加息必将带来通胀中枢回落



资料来源：iFind，中银证券

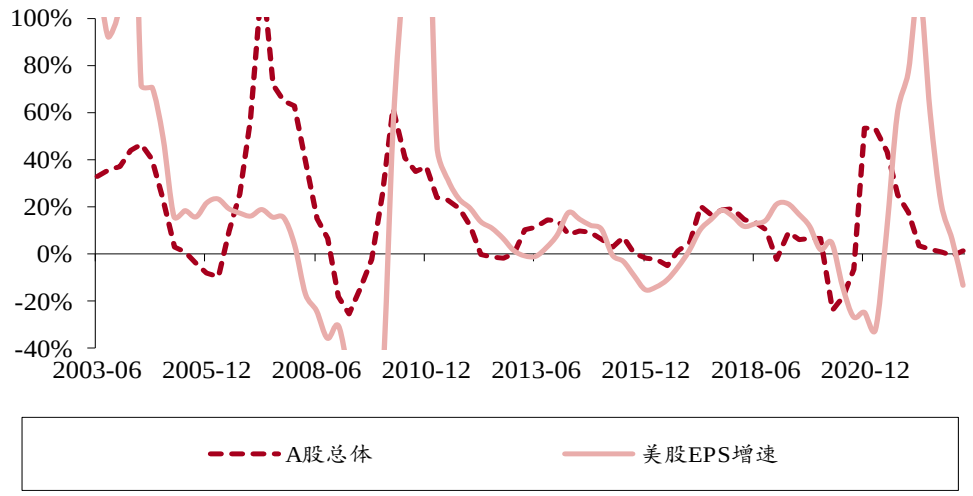
相较之下，**去库周期的中后期，股票资产或具备一定的估值端支撑**。随着需求持续走弱，通胀回落，货币政策将会逐步趋于边际宽松（加息停止或降息），这对于权益资产来讲将会形成估值端的支撑作用。当前来看，A 股及美股的盈利下行均已经进入中后期，相较之下，美股分子端走弱仍未充分计价，短周期视角下或仍存在回调风险。A 股对于短周期盈利下行的计价更为充分，盈利增速企稳的趋势也更为明显。从估值端来看，当前 A 股主要指数 PE 估值的分位数水平远低于美股；纵向来看，A 股主要指数估值已回到 1 月水平，显示悲观预期已基本充分计价，A 股赔率优势更为显著。

图表 74. 当前中美主要指数所处估值分位（近十年滚动）



资料来源：iFind，中银证券

图表 75. A 股盈利下行已现触底趋势



资料来源：iFind，中银证券

更长期的视角下，从资本周期的理论出发，**资本周期下行阶段是布局投资的好时机**：产能快速增加和行业快速扩张阶段，投资者对于公司的盈利预期往往过于乐观，这导致了一旦实际盈利出现边际走弱，股价往往就会出现预期调整的过度反应；反之，“投资的减少和行业供给的收缩为利润的恢复铺平了道路”，资本周期下行阶段，市场对于未来的盈利预期计价往往趋向于保守，一旦进入产能扩张阶段，中短周期共振上行带来的盈利的增长往往会远超当前市场预期。

关注科技制造为代表的主导产业布局方向。结合 3.3 节的结论，即将开启的新一轮资本开支上行周期之中，AI 代表的科技及新能源、半导体为代表的高端制造均有望成为下一轮资本开支的主要动力。资本开支驱动下，这类行业有望获得穿越短周期的超额收益。短周期配置角度，当前国内仍处于衰退后期到扩张早期的过渡阶段，库存加速寻底，需求上行的预期仍处于波动孕育阶段。结合我们在《科技行情 4.0：海外映射、产业重塑与轮动节奏》中的结论，软科技对流动性更为敏感，而硬科技更受益于经济复苏。本轮 AI+行情或将复制“互联网+”软件先行->软硬科技共振的行情。宏观政策的宽松带来有利的流动性环境，盈利预期磨底带来配置机会，当前是主导产业较优的布局时点。

风险提示

稳增长政策力度或发力效果不及预期：经济的有效复苏仍待逆周期政策的进一步发力，逆周期政策力度或发力效果不及预期可能对复苏进程形成拖累；

发达经济体陷入超预期衰退：海外经济动能逐步减弱，但若出现超预期风险事件，或带来海外经济下行速度或幅度超预期；

海外货币政策超预期：海外加息放缓为当前市场一致预期，但若加息进程及终点超预期，可能会对市场造成一定冲击。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371