

秩序重构下的价值重估

双维度对比下本轮商品行情配置思路

本轮商品或呈现全球定价品种主导的斜率更温和但持续性更强的行情；具备资源壁垒与全球定价敞口的细分龙头有望获得价值重估机会。

- **近年商品牛市及周期股投资规律。**2009年以来商品市场共出现三轮显著上涨行情，分别为2008-2011年、2016-2017年、2020-2021年，驱动逻辑与领涨品种各有不同：2008-2011年由宽松货币、新兴市场需求与地缘政治推动，铜、油等全球定价品种领涨；2016-2017年为国内供给侧改革主导，黑色系内需品种涨幅突出；2020-2021年由货币放水、供需错位驱动，工业品普涨。2025年以来这一轮商品行情主线表现为黄金、铜等全球定价金属领涨，A股周期股延续着商品先行的右侧投资特征。
- **短周期维度商品行情对比：类比2016-2017年，本轮或为全球定价品种主导的结构性重估。**本轮与2016-2017年商品行情，均为需求增量不足、供给刚性主导的结构性行情。两轮行情的关键差异在于：宏观矛盾从国内产能切换转向全球秩序重构，供给约束从政策性的“行政限产”演变为产业自身的“刚性瓶颈”，需求逻辑从旧基建修复转向AI、新能源等新产业革命，美元环境则从强美元高位震荡转向弱美元周期开启。A股层面，本轮增量资金环境显著优于2016-2017年，内资贡献明显提升，为行情提供了更强的承接力。因此本轮行情的持续性和资产承接力或强于上一轮。
- **中长周期维度商品行情对比：类比1970-80年代，本轮牛市斜率或更为温和。**长周期视角下，当前宏观环境与20世纪70-80年代均处于康波萧条期，全球化重构及货币信用体系调整上具有高度相似性。两轮商品行情的共同点在于均由供给约束和秩序重构主导，但存在显著差异：70年代是旧秩序突然断裂后的一次性剧烈重定价，而当前更像是新秩序尚未形成前的持续性重估，冲击多点化、高频化。此外，需求端的增量已从传统工业化转向绿色转型与AI基础设施，能源消费结构多样化，OPEC对供给的边际掌控力下降，这意味着本轮商品牛市的斜率将更为温和，表现为长期结构牛中的多轮波段行情。
- **本轮商品及周期股行情展望：聚焦全球定价资源品，A股迎来结构性重估。**本轮商品及周期股行情是在全球秩序重构背景下，由供给约束与金融属性共同驱动的一轮系统性重估。相较1970-80年代秩序重构期更多呈现为持续性、碎片化扰动，因此牛市斜率更温和。短周期行情节奏类比2016—2017年，但增量资金环境显著改善，周期股行情持续性更优。配置层面，黄金因货币信用对冲逻辑确定性最强，战略小金属有望迎来基于资源安全的系统性价值重估，铜、原油则分别受益于供给刚性及地缘碎片化冲击带来的底部抬升，而农产品在厄尔尼诺气候风险催化下，或成为商品轮动从矿产资源向耕地资源延伸的下一接力品种。映射至A股，具备全球定价敞口、资源壁垒与新产业需求逻辑的细分周期龙头有望迎来持续性更强的结构性重估，传统旧周期资产则仅具阶段性修复机会。
- **风险提示：**海外风险事件不确定性，贸易不确定性，宏观基本面及政策环境不确定性，海外地缘政治风险不确定性，美联储政策不确定性。

相关研究报告

《重估有色：产业趋势与金融属性双击》

20260203

《美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估》

20250904

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

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

近年商品牛市及周期股投资规律.....	5
短周期维度商品行情对比.....	8
2016-2017 年商品行情.....	8
本轮商品行情.....	10
本轮与 2016-2017 年商品行情对比.....	11
中长周期维度商品行情对比.....	14
1970-80 年代商品行情.....	14
本轮与 1970-80 年代商品行情对比.....	17
本轮商品及周期股行情展望.....	19
短周期维度：类比 2016-2017 年，但本轮资金条件更优.....	19
长周期维度：类比 1970-80 年代，但非简单复刻.....	19
商品配置主线：全球定价资源品优先.....	20
A 股行情判断：持续性更强的结构性重估.....	21
风险提示.....	23

图表目录

图表 1. 中美价格指数与南华商品价格表现.....	5
图表 2. 中美价格指数与 CRB 商品价格表现.....	5
图表 3. 2008-2011 年商品细分品类价格走势.....	5
图表 4. 2016-2017 年商品细分品类价格走势.....	5
图表 5. 2020-2022 年商品细分品类价格走势.....	6
图表 6. 2025 年以来商品细分品类价格走势.....	6
图表 7. 不同类型商品价格区间涨跌.....	6
图表 8. 2008-2011 年 A 股主要大类行业走势.....	7
图表 9. 2016-2017 年 A 股主要大类行业走势.....	7
图表 10. 2020-2021 年 A 股主要大类行业走势.....	7
图表 11. 2025 年以来 A 股主要大类行业走势.....	7
图表 12. 传统产业产能去化情况.....	8
图表 13. 传统产业与新兴产业产量变化.....	8
图表 14. 2016-17 年全球处于高增长低通胀阶段.....	8
图表 15. 全球经贸政策相对稳定.....	8
图表 16. 去产能政策与商品价格走势.....	9
图表 17. 螺纹钢与铜价比价.....	9
图表 18. 焦煤与铜价比价.....	9
图表 19. 近年来贸易保护主义抬头.....	10
图表 20. 近年来全球铜矿供给增速放缓.....	10
图表 21. 新兴领域耗铜量占比显著提升.....	11
图表 22. 本轮商品行情主要品种表现.....	11
图表 23. 两轮行情美元指数表现.....	12
图表 24. 近年来市场主要增量资金结构.....	12
图表 25. 2016-2019 市场主要增量资金结构.....	13
图表 26. 2022-2025 市场主要增量资金结构.....	13
图表 27. 大类行业 PB 分位数情况.....	13
图表 28. 大类行业 PE 分位数情况.....	13
图表 29. 石油限产禁运政策与油价走势.....	14
图表 30. 美联储货币政策与通胀.....	15
图表 31. 康波萧条期商品价格及通胀走势.....	16
图表 32. 1970-80 年代美国股债 CPI 走势.....	17
图表 33. 1970-80 年代美股走势.....	17
图表 34. 日股 1973-1985 年行业涨跌 (单位: %).....	17
图表 35. 全球一次性能源消费结构变化.....	18
图表 36. OPEC 石油产量占全球比重.....	18

图表 37. 商品行情对比逻辑框架.....	20
图表 38. 商品配置思路.....	21
图表 39. 本轮商品及周期股行情展望双维度逻辑框架.....	22

近年商品牛市及周期股投资规律

2009 年以来，商品价格出现主要出现 3 轮显著的上漲行情，分别是 2008-2011 年、2016-2017 年、2020-2021 年。

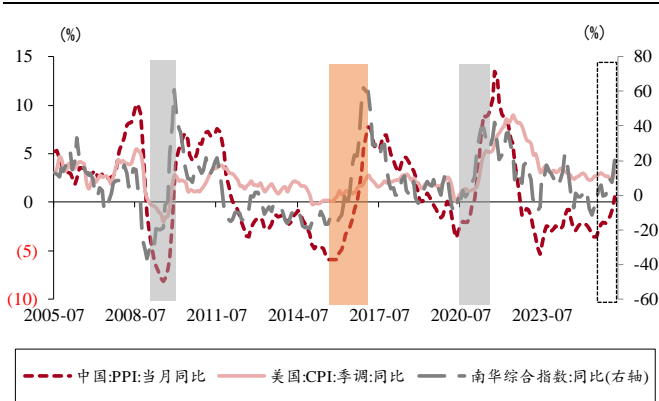
2008-2011 年的商品价格上涨，是在全球金融危机这一特殊背景下，由极度宽松的货币政策、新兴市场的强劲需求、地缘政治冲击等多股力量共同推动的；这段价格上涨可以清晰地分为两个阶段：2008 年的“V”形反转和 2010-2011 年的二次冲高，在第一轮的 V 形反转中，铜油这种受益于全球需求及流动性的顺周期品种涨幅远高于其他品种。

2016-2017 年的商品价格上涨，核心驱动力与 2008-2011 年有所不同，主要是一场由国内供给侧改革主导、叠加需求小幅回暖带来的结构性行情，与 2008 年主要靠需求拉动不同，此轮上涨的核心动力来自供给端，这一轮行情品种表现上，焦煤焦炭、螺纹钢、纯碱等偏内需驱动的品种涨幅更为突出。

2020-2021 年是一场在新冠疫情冲击过后，由天量货币、供需错位和供应链危机共同驱动的商品牛市。疫情过后内外需求 V 型反弹，但供给端恢复缓慢，造成巨大的供需缺口，此外，全球央行“大放水”放大了金融市场及商品价格的涨幅。品类表现上，本轮行情基本体现为铜、油为代表的工业品普涨，农产品、贵金属表现较弱。

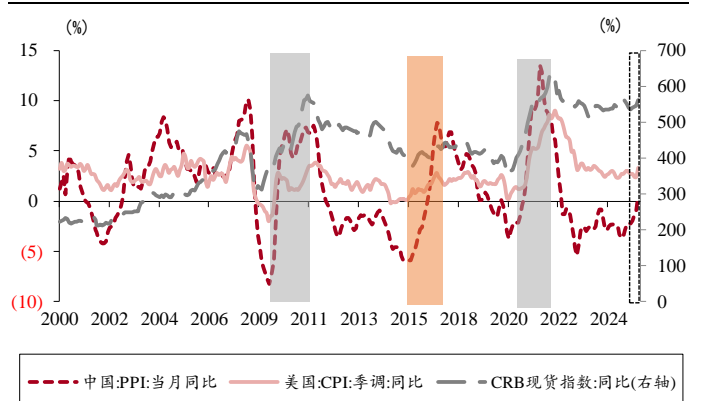
与前三轮由流动性+供需驱动的传统牛市不同，2025 年以来的大宗商品行情呈现贵金属与有色金属领涨，能源供给冲击下原油涨幅滞后，黑色系则持续承压的特征。

图表 1. 中美价格指数与南华商品价格表现



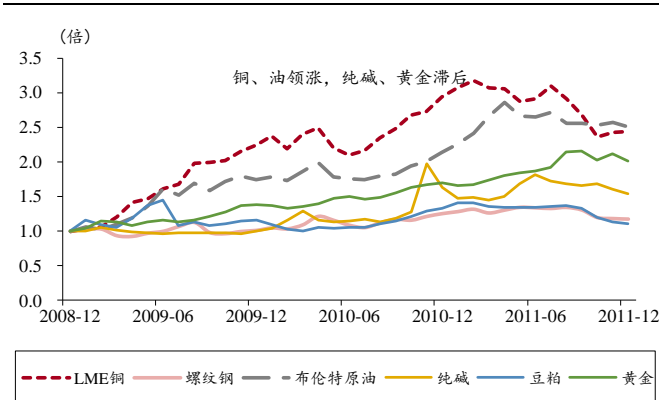
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 中美价格指数与 CRB 商品价格表现



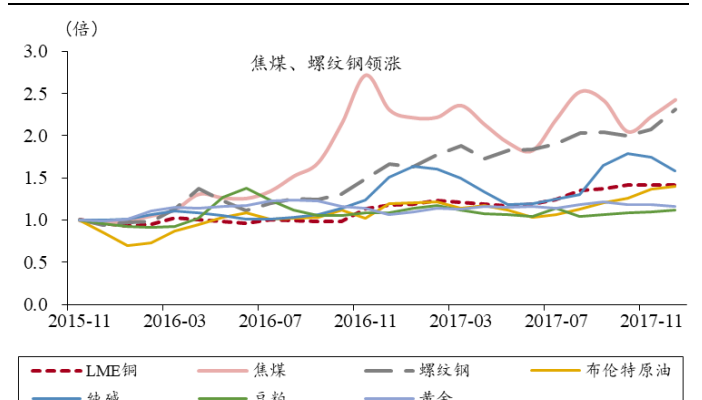
资料来源：Wind，中银证券

图表 3. 2008-2011 年商品细分品类价格走势



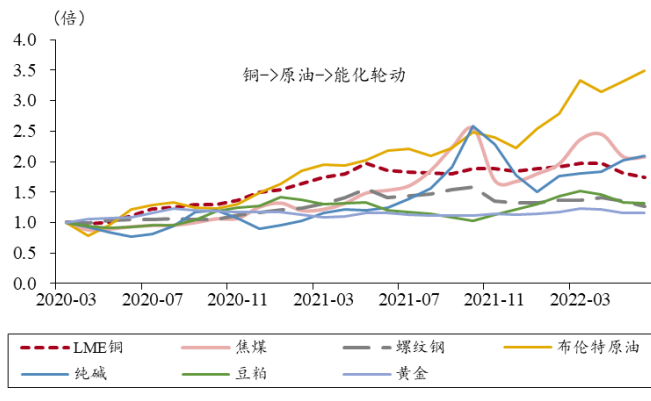
资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2016-2017 年商品细分品类价格走势



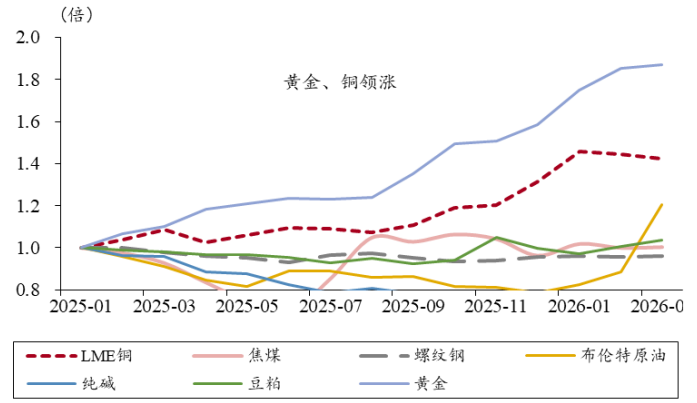
资料来源：Wind，中银证券

图表 5. 2020-2022 年商品细分品类价格走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 2025 年以来商品细分品类价格走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 不同类型商品价格区间涨跌

单位: %	LME 铜	焦煤	螺纹钢	布伦特原油	纯碱	豆粕	黄金
2008.12~2009.12	124.75		0.76	74.69	(0.23)	16.28	38.13
2015.12~2017.02	28.35	129.33	87.31	43.90	60.24	22.73	15.56
2020.04~2021.10	93.70	187.70	59.40	214.40	179.24	9.06	5.58
2025.01~2026.03	39.22	2.99	(3.86)	27.12	(22.34)	4.18	79.44

资料来源: Wind, 中银证券

这几轮商品价格上行过程中, A 股周期板块表现如何呢? 我们以大类行业的维度, 观察了这几轮行情的强势行业轮动情况。

2009-2021 年的三轮经典的商品上涨行情中, 能源和材料为代表的周期板块都在不同阶段有所表现。

2008-2011 年: A 股强势板块的轮动顺序为能源->医药->信息技术, 周期行情启动的拐点在 2008 年末, 基本上与政策拐点同步, 周期股行情拐点基本同步或领先于现货价格拐点。

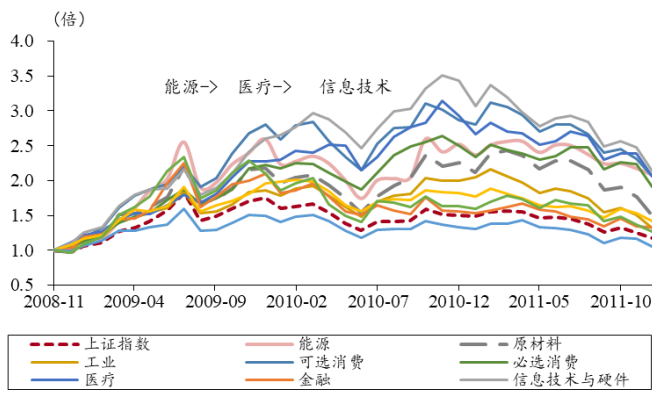
2016-2017 年: A 股强势板块轮动的顺序能源->消费->能源, 周期行情的全面启动大概在 2016 年末-2017 年初, 拐点上滞后于商品价格上涨拐点 (2015 年末-2016 年初) 大约 1 年左右的时间。

2020-2021 年: A 股强势行业的轮动顺序为医疗/消费->材料/能源, 周期行情在 2021 年才体现出明显的优势, 行情拐点上滞后于商品价格上涨拐点 (2020 年 4 月-7 月) 将近半年至 1 年左右。

综上所述 2016 年以来的周期行情更多体现为右侧投资的模式, 即商品价格拐点先行, 趋势持续得到验证后, A 股周期板块也会开始表现。

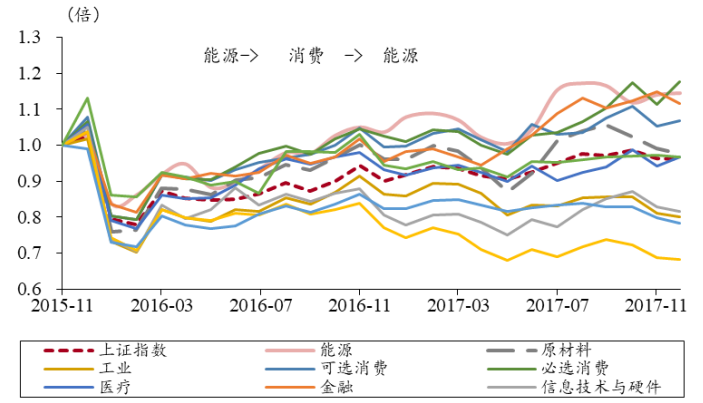
本轮行情以来, 南华商品价格及 CRB 商品价格的拐点大约出现在 2025 年 5 月及 2025 年 11 月, A 股行情上, 如果以 2025 年下半年为起点, 强势行业从 TMT 全面领先逐步过渡到通信+原材料 (有色、化工) 双主线的行情, 周期板块的相对优势约在 2025 年 12 月-2026 年 1 月才开始显现。即商品拐点先行, 周期股拐点滞后, 这点是与此前两轮比较类似的。此外, 这一轮行情在需求端增量逻辑偏弱, 更多体现为供给端叙事, 这点与 2016-2017 年有一定的相似性。因此, 下文我们首先将本轮行情与 2016-17 年的周期行情逻辑作以对比。

图表 8. 2008-2011 年 A 股主要大类行业走势



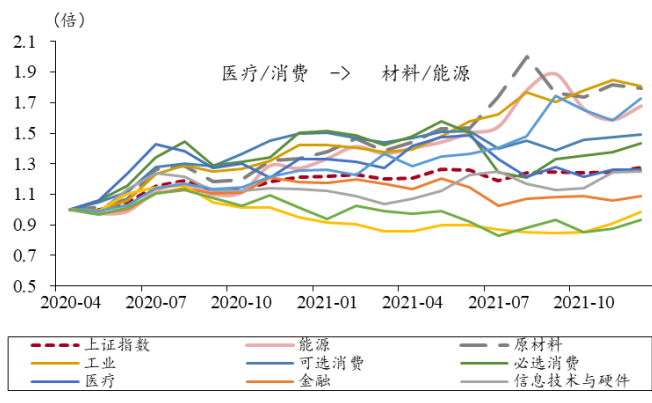
资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. 2016-2017 年 A 股主要大类行业走势



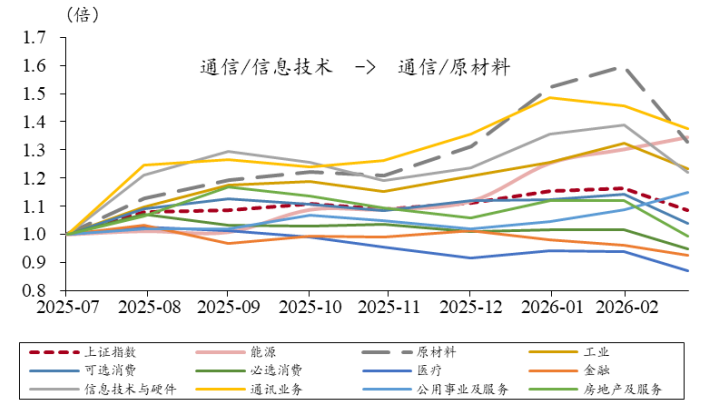
资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 2020-2021 年 A 股主要大类行业走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 2025 年以来 A 股主要大类行业走势



资料来源: Wind, 中银证券

短周期维度商品行情对比

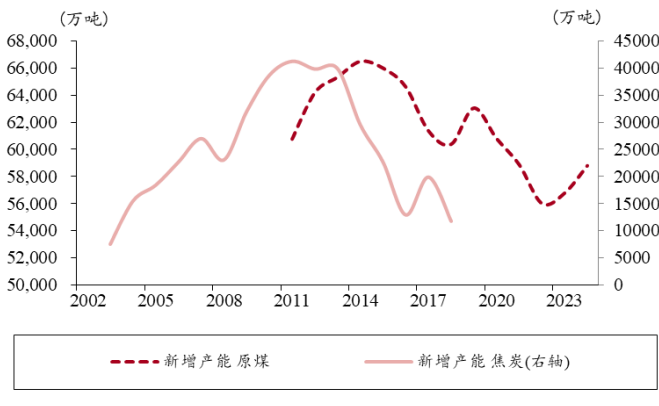
本轮商品行情与 2016-17 年，都是需求增量不足，供给刚性主导驱动的行市，A 股投资上均呈现右侧投资的特征。

2016-2017 年商品行情

2016-2017 年的商品行情，是在国内经济“L 型”筑底、全球温和复苏与行政化去产能双重共振所主导的一轮结构性牛市。

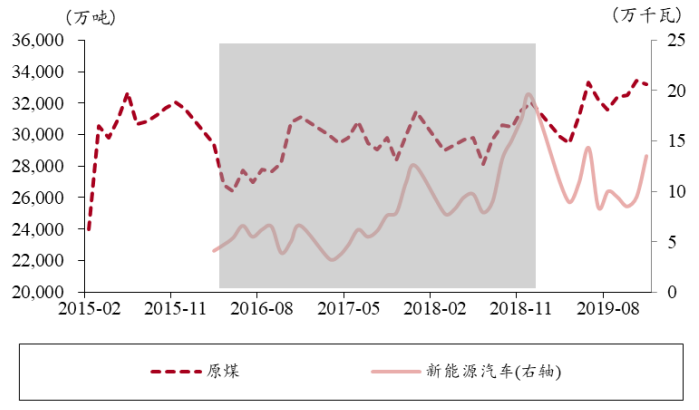
从宏观背景看，当时中国经济处于增速换挡、新旧产能转换阶段。经济总量来看，稳增长是政策核心目标；结构上，政策着力推动传统产业的产能去化。图 12 可见，原煤和焦炭行业的新增产能在这一时期都得到了显著的降低；此外，以新能源车、光伏风电为代表的产业正在蓬勃发展，这一点在传统产业与新兴产业的产量对比图中也可以看出。

图表 12. 传统产业产能去化情况



资料来源: Wind, 中银证券

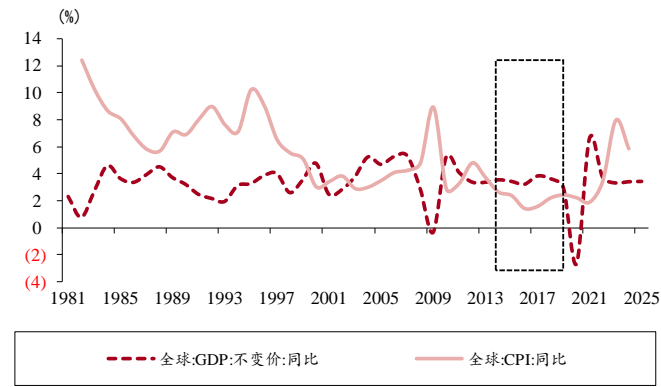
图表 13. 传统产业与新兴产业产量变化



资料来源: Wind, 中银证券

外部环境上，彼时全球经济仍处于后金融危机时代的温和复苏期。2016-2017 年，全球经济仍运行在国际金融危机后的温和复苏通道之中，海外主要经济体总体处于低通胀、低利率环境，大国关系与全球经贸体系也相对稳定，贸易和产业政策具有较强可预期性，为商品市场提供了相对平稳的外部环境。

图表 14. 2016-17 年全球处于高增长低通胀阶段



资料来源: Wind, 中银证券

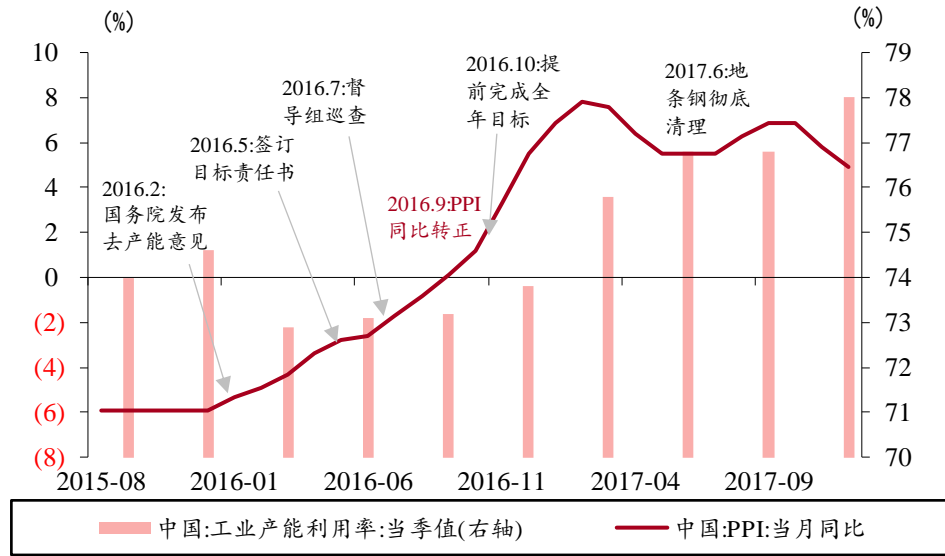
图表 15. 全球经贸政策相对稳定



资料来源: Wind, 中银证券

这一轮行情的核心驱动力，是“中国内需+行政化去产能”的双重共振。需求端主要依靠房地产投资回暖和基建投资发力，直接拉动钢铁、建材、有色等产业链需求；供给端则强力推行钢铁、煤炭等传统行业供给侧改革，行政限产是供给收缩的主要手段。在这一过程中，以“三去一降一补”为代表的去产能政策扮演了决定性角色，可以说去产能的节奏及力度直接决定了行情的节奏与幅度，是行情的核心变量；这一阶段货币政策主要以稳增长为核心，为实体经济复苏和产业调整保驾护航的辅助位置。

图表 16. 去产能政策与商品价格走势



资料来源：国务院，中国煤炭网，央广网，新华社，央视网，环境保护部，Wind，中银证券

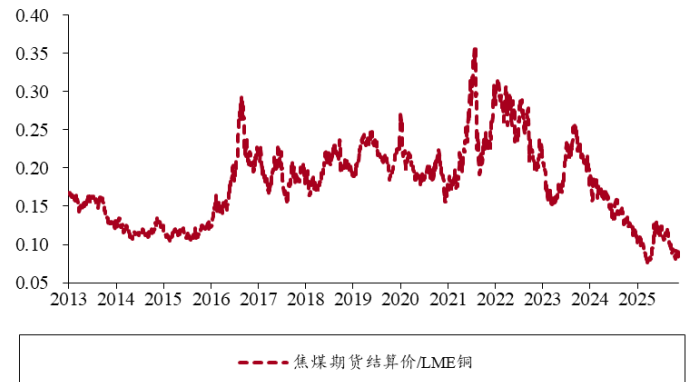
2016-2017 年商品行情最明显的特点，是国内定价品种显著强于国际定价品种。在供给侧改革、去产能和内需修复的驱动下，螺纹钢、焦炭、焦煤、动力煤等黑色系品种成为绝对主线，其中螺纹钢、焦炭涨幅显著领先；原油、铜等国际定价品种虽也受全球复苏带动而上涨，但整体弹性明显偏弱。与此同时，化工、有色更多呈现跟随上涨特征，周期股行情也主要在 A 股和国内产业链资产中展开，本质上是一轮由中国供需格局改善主导的结构性商品与周期资产重估。

图表 17. 螺纹钢与铜价比价



资料来源：Wind，中银证券

图表 18. 焦煤与铜价比价



资料来源：Wind，中银证券

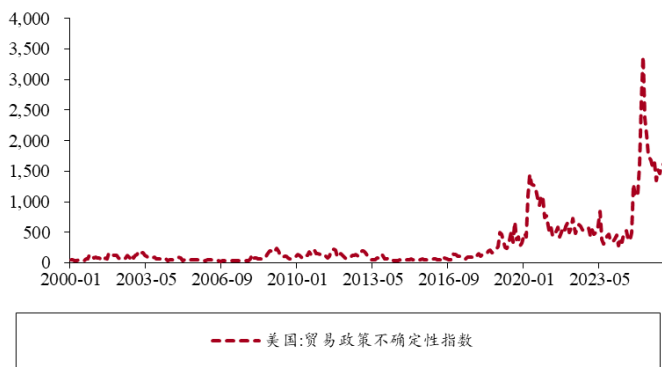
2016—2017 年的大宗商品行情，本质上是一轮周期性、阶段性复苏反弹。是价格历经长期下跌、行业产能深度出清后，供需关系自发修复带来的阶段性价值回归。具体而言：1) 此前数年全球大宗商品处于熊市，价格持续下探导致高成本产能退出、库存去化至低位。当需求侧（尤其是中国基建地产、供给侧改革）出现边际改善时，供需缺口推动价格从底部反转，这是典型的库存与产能周期驱动的反弹。2) 本轮价格上行并非由终端需求全面繁荣或新驱动力（如绿色转型）拉动，而是基于旧有经济框架下的超跌修复。反弹高度和时间受制于全球总需求增速放缓、产能重新释放等因素，行情在 2017 年下半年逐渐分化并回落。因此，它更应被理解为熊市过程中的一次中等级别修复，而非牛市起点。综上，本轮行情是“产能出清→价格触底→边际需求催化”的标准周期修复案例，其性质可概括为：长期萧条后的内生性反弹，反映的是市场出清与再平衡的短期逻辑，而非趋势反转。

本轮商品行情

本轮商品行情是在全球宏观秩序深度重构、大国博弈加剧的复杂背景下展开的。宏观环境上和 2016-2017 年还是有比较大的不同的。首先，特朗普上台以来，全球贸易保护主义抬头、产业政策不确定性高企；与此同时主要经济体普遍面临经济增长放缓与通胀压力并存的两难局面，政策调控难度显著加大。

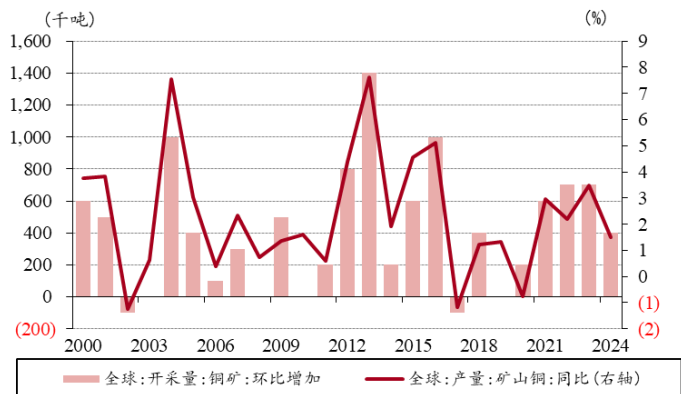
在此背景下，本轮行情的核心驱动力转变为“供给冲击与新需求叙事”的共同驱动：一方面，部分资源国倾向于将自身的资源品供给作为地缘博弈的重要筹码，通过主动或被动地扰动供应链来谋求战略优势。由此，无论是传统工业品铜还是新型的小金属，资源品供给冲击，已愈发成为近年来大宗商品价格波动中不可忽视的因素。另一方面，虽然传统需求增量匮乏，但 AI、绿色能源等新兴产业带来的长期需求增量，成为当下需求叙事的主要逻辑。而这一轮行情各国对关键矿产储备及产业链安全等战略性产业政策以及中美联储的货币政策路径成为核心影响变量，直接左右着全球资本流动方向和资源供给预期。

图表 19. 近年来贸易保护主义抬头



资料来源: Wind, 中银证券

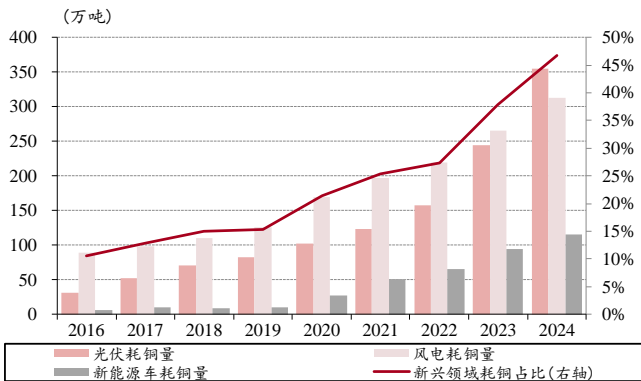
图表 20. 近年来全球铜矿供给增速放缓



资料来源: Wind, 中银证券

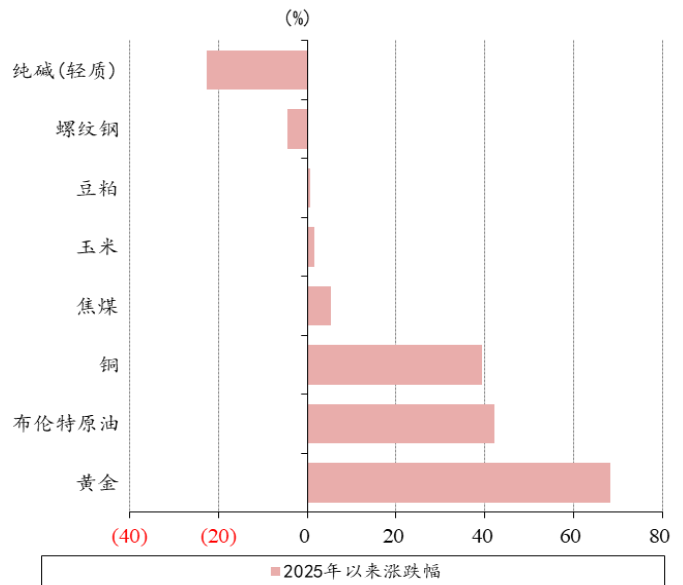
本轮商品行情在品类表现上呈现出明显的“全球定价+金属属性主导”特征。与上一轮由国内定价黑色系领涨不同，本轮最强主线集中在黄金、白银、铜等全球定价金属品种：贵金属在降息预期、央行购金、避险需求和货币贬值交易推动下率先领涨，铜等工业金属在供给约束和 AI 数据中心、电网投资等新需求支撑下接力上行，而原油则在后段受中东地缘风险冲击出现脉冲式补涨。整体上，市场呈现出“贵金属—铜—油”先后领涨的轮动格局。

图表 21. 新兴领域耗铜量占比显著提升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. 本轮商品行情主要品种表现



资料来源: Wind, 中银证券

本轮与 2016-2017 年商品行情对比

首先, 宏观环境的主导矛盾已经从“国内新旧产能转换”切换到“全球秩序重构”。2016-2017 年, 商品行情的主要推动力量来自中国国内经济和政策: 当时中国正处于产业转型、增速换挡阶段, 稳增长是核心政策目标, 供给侧改革、地产和基建托底共同推动了商品价格的周期性修复; 而海外主要经济体总体仍处于低通胀、低利率环境, 贸易和产业政策稳定性较强, 外部环境相对平稳。

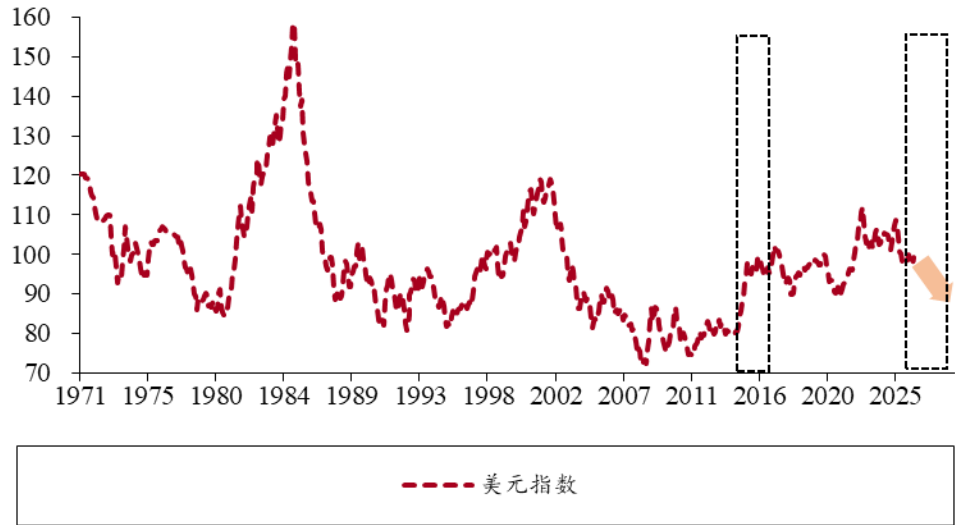
当前的宏观环境则明显不同。2025 年以来, 全球宏观秩序进入深度重构阶段。中国国内则从上一轮“去产能+稳增长”的总量修复, 进一步转向结构转型深化、新旧动能切换、制造业与新经济接棒地产的新阶段。也就是说, 2016-2017 年是中国政策主导的商品修复, 2025 年以来则是全球秩序重构背景下的结构性重估。

其次, 供给约束的逻辑从“行政限产”到“刚性瓶颈”。2016-2017 年的行情本质上是“行政限产”驱动的传统供给侧改革行情, 主要通过去产能、环保限产和行政考核等方式压缩钢铁、煤炭、水泥等传统行业供给, 本质是政策主导的产量收缩; 而本轮行情的供给约束则更多来自“产业自身的刚性瓶颈”约束下的新供给重估。其供给约束则更多来自资源端资本开支不足、矿山开发周期长、能耗指标趋紧、关键技术受限和先进产能爬坡缓慢等现实硬约束, 难以通过短期政策调整改变。

需求逻辑从“旧经济基建”到“新产业革命”。2016-2017 年的需求故事是棚改货币化、地产去库存和传统基建发力支撑下的“旧经济基建”修复, 带动了国内阶段性的需求扩张; 而 2025 年以来, 本轮行情的需求增量则更多来自全球 AI 算力、新能源产业, 体现为“新产业革命”驱动下的结构性需求扩张。

从美元环境看, 从强美元的高位震荡到弱美元周期的开启。2016-2017 年的商品上涨, 整体仍发生在 2015 年后这轮强美元大周期内部, 美元更多体现为冲高后的阶段性回落, 并未形成持续的趋势性贬值。而本轮商品行情所处的美元环境更可能不是短期回调, 而是美元由强转弱、甚至迈向一轮中长期弱势周期的起点。结合我们在《美元拐点: 全球资产再平衡与中国科技重估》报告中的分析, 这一轮弱美元的背后不仅包含中期美国经济相对增长优势的收敛和双赤字压力上升, 更深层的原因在于, 过去一轮康波周期中形成的“石油—美元—美债”信用循环也正在边际弱化, 能源与地缘格局的重构, 正削弱美元作为全球唯一信用锚的稳定性。美元的长期走弱也会带来本轮康波周期内商品价格中枢的长期高位。

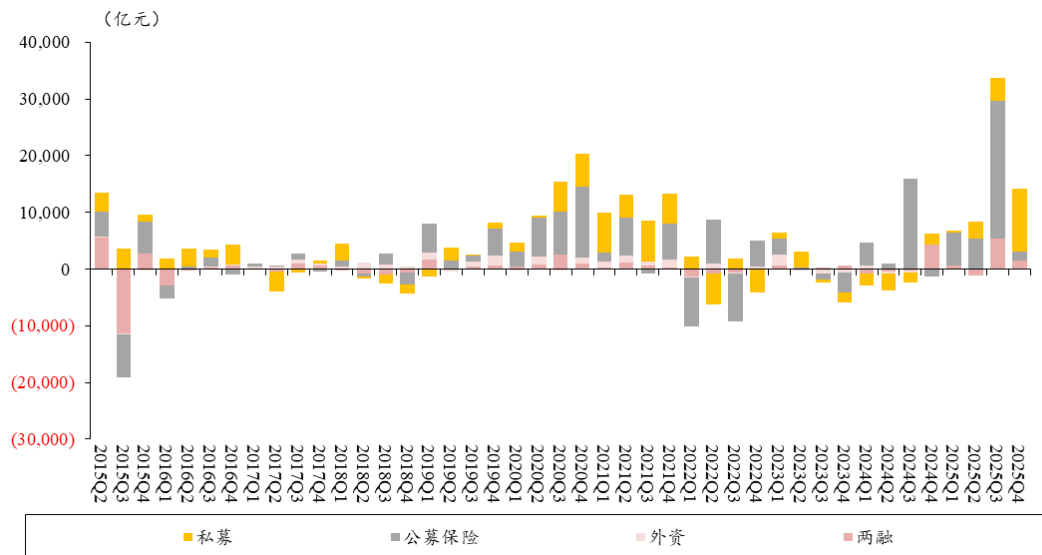
图表 23. 两轮行情美元指数表现



资料来源: Wind, 中银证券

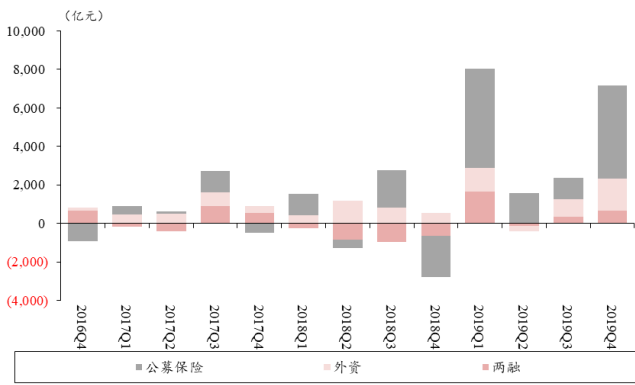
从 A 股市场角度, 当前和 2016-2017 年比较大的不同在于 A 股的增量资金环境上: 本轮市场增量资金更强, 结构上内资贡献明显提升。2016-2017 年, 国内正处于金融去杠杆周期, 资本市场流动性整体偏紧, 居民及杠杆资金入市意愿受限, 主要的新增流动性来源是外资, 北向资金成为当时市场重要的边际定价力量。而 2025 年以来, 增量资金格局发生了显著变化, 总量上来看, 当前资本市场的增量资金体量更为充裕; 而结构上来看, 内资的贡献明显增强。一方面, 中长期资金入市政策加速落地, 保险、养老金、企业年金等“耐心资本”配置权益资产的比例稳步提升; 另一方面, 类“平准基金”在市场关键节点发挥托底作用, 有效稳定了投资者预期。可以说, 本轮市场的增量资金来源更为多元、体量更为充裕, 为行情演绎提供了更坚实的基础。

图表 24. 近年来市场主要增量资金结构



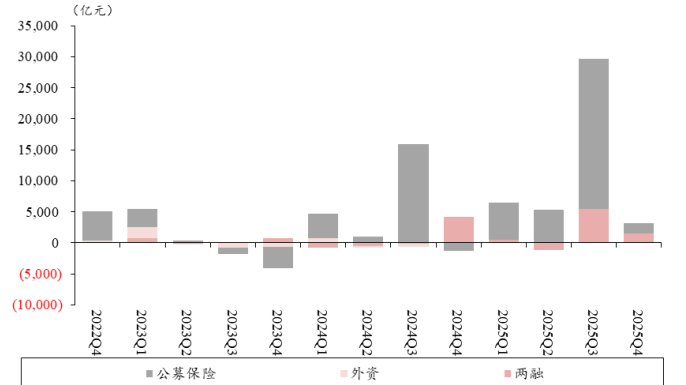
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 2016-2019 市场主要增量资金结构



资料来源: Wind, 中银证券

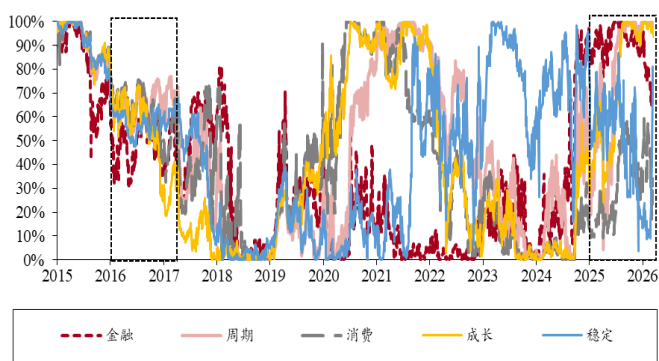
图表 26. 2022-2025 市场主要增量资金结构



资料来源: Wind, 中银证券

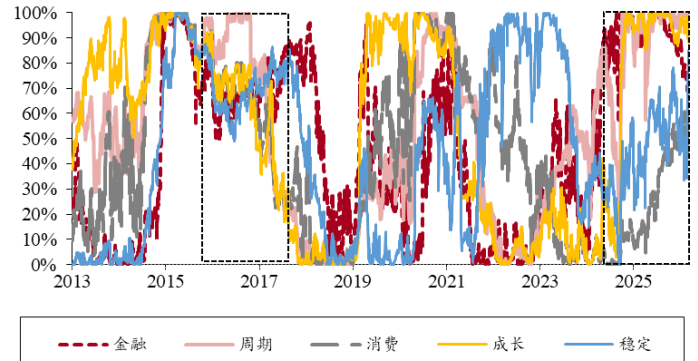
从行业估值的角度，周期板块尚处于盈利释放过程中。2016 年与当前的市场均处于整体市净率 (PB) 分位数从高位回落的过程之中。在 2016-2017 年的估值回落阶段，周期与稳定板块表现相对坚挺，成为市场的结构性支撑；而当前这一轮回落中，周期与成长板块则展现出更强的韧性。从市盈率 (PE) 分位看，2016-2017 年大类行业整体的市盈率处于逐步回落的趋势之中；反观当下，除消费板块外，其余各板块的 PE 分位均处于历史较高水平，从这点可以看出，当前周期板块的盈利尚未完全得到释放。

图表 27. 大类行业 PB 分位数情况



资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 大类行业 PE 分位数情况



资料来源: Wind, 中银证券

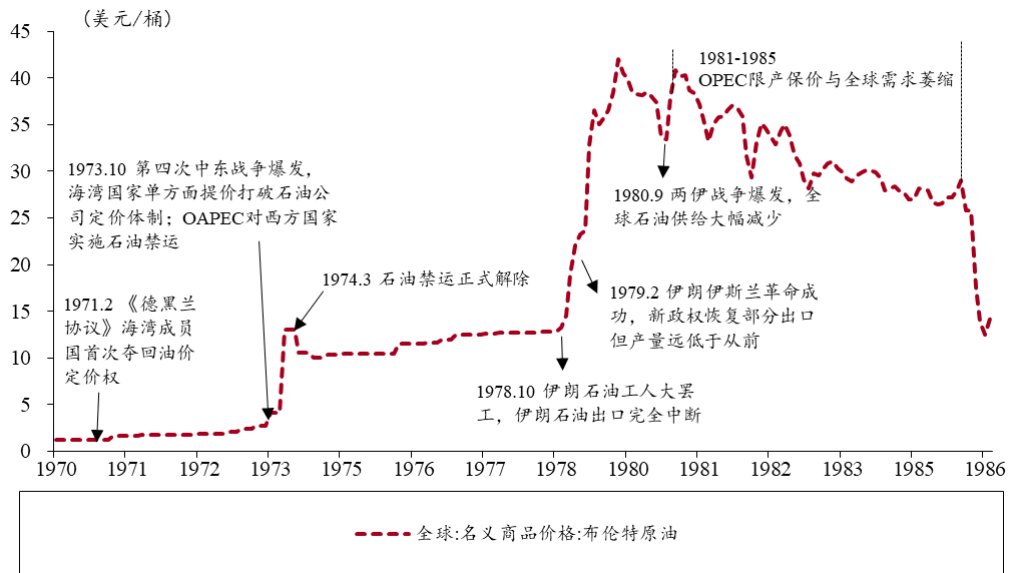
中长周期维度商品行情对比

1970-80 年代商品行情

从长周期的视角下，当前和 20 世纪 70-80 年代的宏观环境相似性更高。其与当下的共同点一方面在于中周期所处阶段相同：2020 年以来我们进入了长波萧条期，而上一轮康波萧条期就是出现在 1975-1982 年。每一轮康波周期的萧条阶段均以全球化重构为标志，触发主导国与追赶国的战略博弈，并伴随资产价格大幅波动。

20 世纪 70-80 年代的商品行情是一轮旧规则被打破所带来的超级牛市。1) 货币体系方面，70 年代以来全球进入了二战之后新一轮秩序瓦解期，布雷顿森林体系瓦解，美元与黄金脱钩，全球货币体系自此进入浮动汇率时代。2) 地缘体系方面，20 世纪 70-80 年代中东局势剧烈动荡，1973 年第四次中东战争、1978 年伊朗伊斯兰革命引发两次石油危机，使得西方经济体面临前所未有的长期滞胀环境。图 29 可以看到海外国家的石油限产、禁运政策直接决定着能源价格走势和节奏，可以说是彼时商品行情的核心变量。

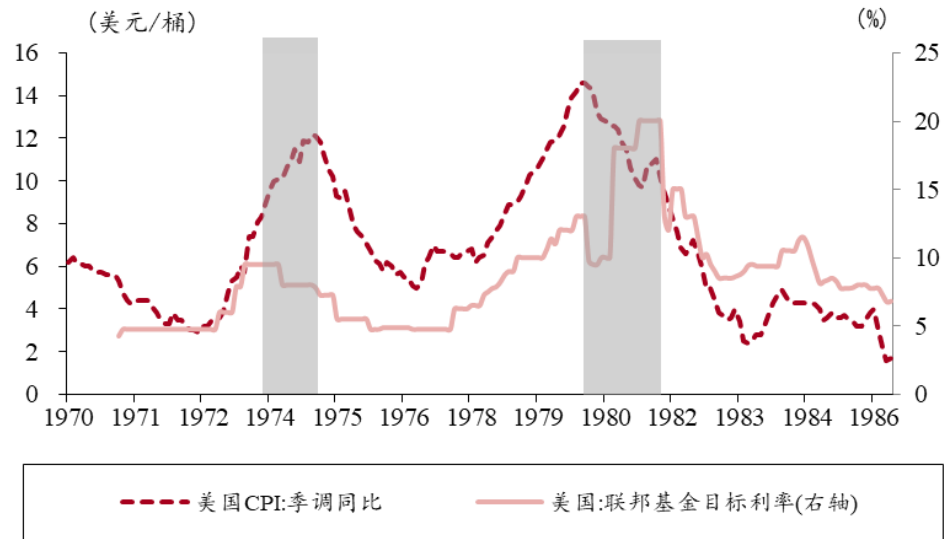
图表 29. 石油限产禁运政策与油价走势



资料来源：澎湃新闻，煤炭资讯网，新民网，人民日报，新浪财经，NBC，MIT，路透社，合众国际社，中国有色金属报，外交部，Georgetown University，格隆汇，Wind，中银证券

美联储货币政策的滞后性助推了前期价格上涨的过程。1970-1978 年，美国总体实行“货币偏宽松、财政偏扩张”的政策组合，政策重心更偏向稳增长和对冲衰退，对通胀保持较高容忍度。第一次石油危机后，尽管通胀快速攀升，但美联储紧缩力度有限，甚至在通胀尚未真正回落的情况下，于 1974 年 12 月至 1976 年间连续降息；其中 1974 年 12 月首次降息时，美国 CPI 同比仍高达 12.1%，反映出政策仍以托底经济为优先。这种在通胀未退时过早转向宽松的做法，虽然短期缓解了衰退压力，却未能真正压住通胀，反而强化了通胀预期和商品价格中枢，并为 1978 年后的再通胀埋下伏笔。直到 1979 年沃尔克上任，美联储才真正完成政策范式切换：通过极端加息和控制货币供应量，将抗通胀置于增长目标之上，联邦基金利率迅速抬升至接近 20% 的高位，进而压制需求、推升实际利率并强化美元，最终成为终结本轮商品超级牛市的决定性拐点。

图表 30. 美联储货币政策与通胀



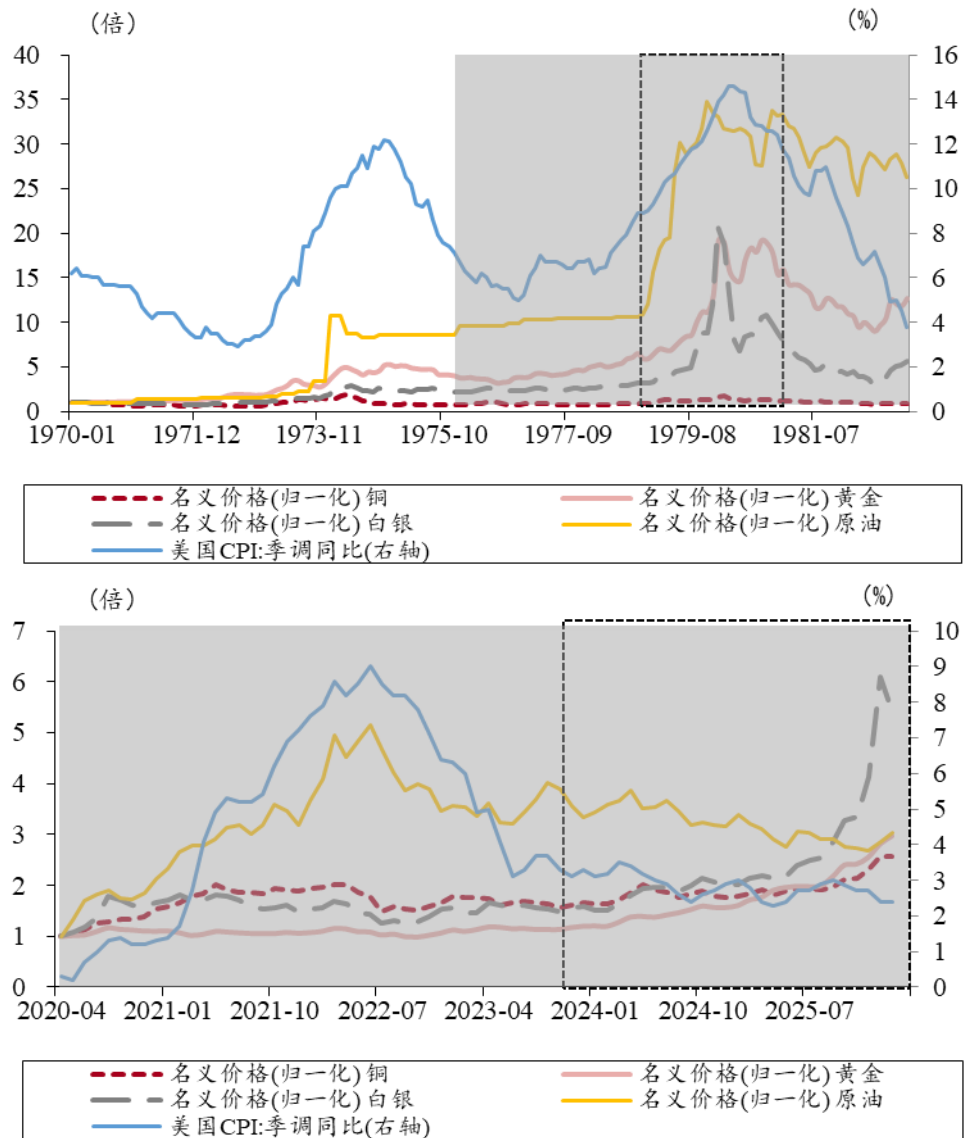
资料来源: Wind, 中银证券

1970-80 年代的大宗商品行情，本质上是一轮由地缘危机与货币信用重构共同驱动的牛市。一方面，两次石油危机通过减产、禁运和出口中断，造成全球能源供给收缩，石油价格的上升成为全球通胀上行的主要原因；另一方面，布雷顿森林体系瓦解后，美元脱离黄金约束，全球信用货币进入无序扩张阶段，美元贬值与流动性泛滥系统性抬升了大宗商品价格中枢。

从资产表现看，能源与贵金属是贯穿全程的核心主线。1970-80 年代，全球商品价格经历了全面、系统性的大幅上行局面。原油、黄金、白银等品种领涨，涨幅远超其他门类。铜为代表的工业金属虽显著上涨，但弹性明显弱于贵金属与能源。粮食等农产品也受通胀与上游成本传导影响出现普遍上行。这其中，原油是供给冲击的源头资产，黄金则是美元信用走弱与长期滞胀环境下的核心受益品种，二者领涨并带动工业金属、农产品和化肥等商品普遍上行，最终形成商品价格的全面上涨格局。

从行情性质看，本轮上涨脱离传统短周期运行规律。其驱动核心不是常规需求复苏，而是滞胀环境下的成本推动型通胀；石油禁运与供给收缩的持续时间，实质上决定了油价和通胀的演进节奏，也决定了商品牛市的斜率和长度。因此，本轮商品牛市并非短周期反弹，而是一轮持续近十年、由制度变迁与供给冲击共同塑造的商品超级牛市。

图表 31. 康波萧条期商品价格及通胀走势

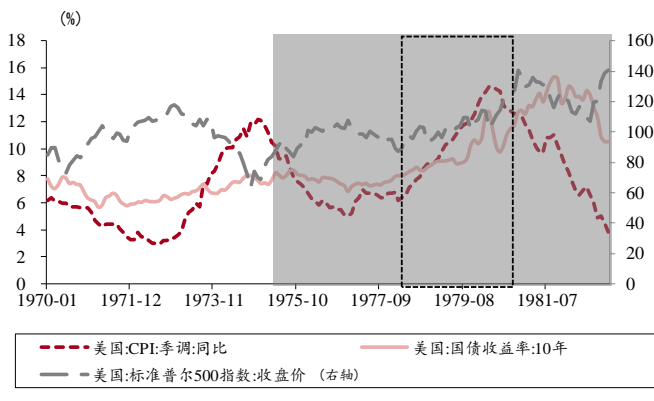


资料来源: Wind, 中银证券

金融资产表现上, 美国周期先行与日本动能切换。1970-80年代滞胀时期, 美国金融资产整体表现疲弱。美股和美债均受到高通胀与紧缩政策的压制, 估值承压, 行情结构呈现“周期先行、科技后发”的鲜明特征。传统周期板块(如能源、原材料)依赖大宗商品上涨及通胀预期提前走强, 成为资金避险首选, 实现阶段性独立行情, 而科技股则在80年代后, 顺应信息技术浪潮的爆发完成主升浪。

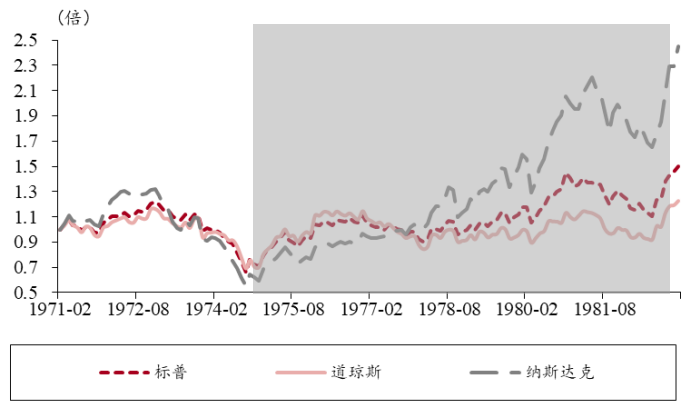
同期日本股市则在“慢牛蓄力、新旧动能切换”中实现结构性长牛。日本经济由重化工业向汽车、电子、半导体等高端制造转型, 在主动产业升级、科技创新驱动和全球市场扩张的支持下, 日股在滞胀压力下反而实现指数和盈利双重提升。这一过程不仅反映新旧动能的更替, 也为当前中国高端制造与A股市场演绎提供了重要镜鉴。

图表 32. 1970-80 年代美国股债 CPI 走势



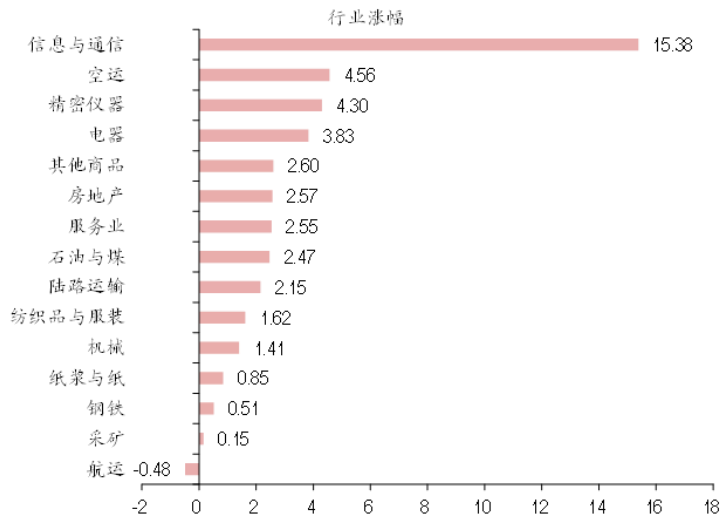
资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 1970-80 年代美股走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 34. 日股 1973-1985 年行业涨跌 (单位: %)



资料来源: Wind, 中银证券

本轮与 1970-80 年代商品行情对比

供给约束的共同性。对比 1970-80 年代商品行情，其与本轮商品行情的共同点在于，二者本质上都由供给约束主导，而非单纯由需求扩张驱动。70 年代两次石油危机通过原油禁运与减产造成全球能源供给快速收缩，并迅速向工业成本和居民通胀扩散，形成典型的滞胀型商品牛市；而本轮商品行情则更多由中东冲突反复、地缘关系紧张、贸易体系重构以及关键资源国供给收缩共同推动，表现为更广义的资源品风险溢价上升。

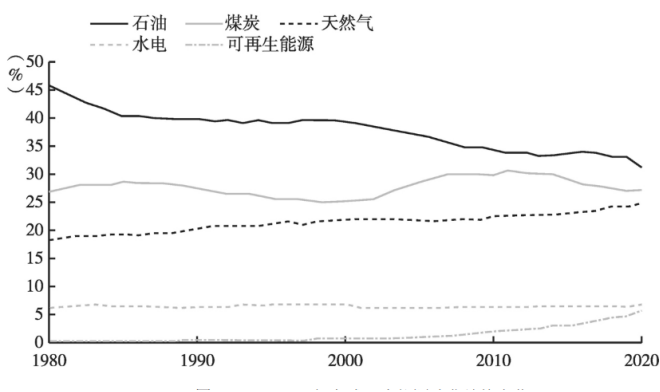
秩序重构的相似性与深度差异。此外，两轮商品行情所处的宏观背景都具有鲜明的秩序重构特征，即地缘政治格局变化与货币信用体系调整同步发生。70 年代的核心是布雷顿森林体系解体后美元与黄金脱钩，全球货币体系失去“锚”，再叠加两次石油危机形成集中式供给休克；而当前更像是全球宏观秩序进入深度重构期，全球化与“华盛顿共识”退潮，贸易保护主义和产业安全逻辑上升，世界从“效率优先”逐步转向“安全优先”。因此，70 年代更像旧秩序突然断裂后的急剧重定价，而当下则是新秩序尚未形成前的持续性重估。

需求增量与主导产业差异。从需求端看，70-80 年代的核心增量来自战后婴儿潮、日本与欧洲重建，以及工业化和城市化加速推进，石油深度嵌入工业生产、交通运输和居民消费，因此成为当时最关键的战略商品；而当前需求增量更多来自新能源、储能、电网升级和 AI 基础设施建设，对石油的直接依赖明显下降，取而代之的是对电力与关键金属材料结构性需求上升。也就是说，两轮行情背后都存在产业扩张，但主导产业已由传统工业体系转向科技和能源转型体系。

能源消费结构的演变。当前与 70-80 年代最大的不同，在于主导产业演化带来了终端能源消费结构的显著变化。70 年代全球经济高度依赖石油，油价上升能够直接、快速地向 CPI 传导；而当前可再生能源和核电正在替代石油在发电领域的部分份额，电动车也在替代内燃机，终端用能结构已从“油”转向“电”。因此，油价对通胀的直接影响有所减弱，更多集中于化工和运输链；相反，铜、锂、镍等关键矿物价格上涨以及电力价格波动，对新能源设备、电网投资和制造成本的影响上升，“绿色通胀”正在成为更值得关注的新型传导机制。

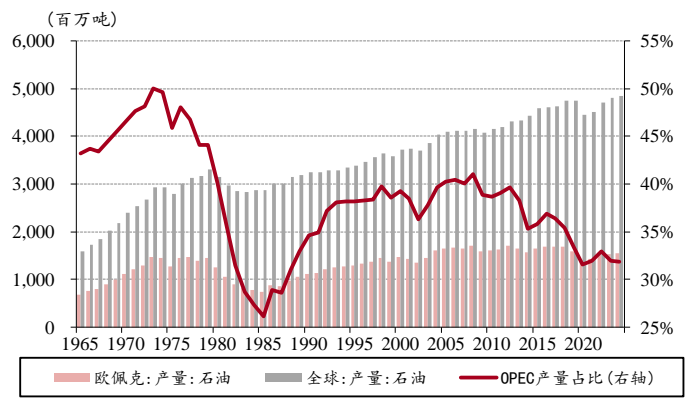
OPEC 影响力边际下降。与 70-80 年代相比，OPEC 对全球石油供给的边际掌控力已出现下降，这意味着通过单一石油事件复制当年全球能源危机的概率在降低。70 年代 OPEC 减产和禁运足以触发全球油价剧烈上升，并快速演化为普遍性通胀冲击；而当前尽管 OPEC 仍然重要，但全球能源供给结构、终端消费结构和风险分散能力均已较过去更为多元，未来更可能出现的是多点地缘扰动、阶段性供给收缩和结构性资源紧张，而不是单一石油休克主导的全面危机。

图表 35. 全球一次性能源消费结构变化



资料来源：中国能源发展前沿报告 2021

图表 36. OPEC 石油产量占全球比重



资料来源：Wind，中银证券

本轮商品及周期股行情展望

短周期维度：类比 2016-2017 年，但本轮资金条件更优

从短周期交易框架看，本轮行情与 2016-2017 年有更强的可比性：二者都是由供给约束触发价格重估；在资产演绎节奏上，本轮同样符合 2016 年以来 A 股周期行情的一个重要经验：商品价格拐点先行，周期股表现滞后，投资上更偏右侧。

不过，与 2016-2017 年相比，本轮 A 股的一个关键改善是增量资金环境更强。2016-2017 年国内处于金融去杠杆阶段，资本市场流动性偏紧，新增资金主要来自外资；而 2025 年以来，中长期资金入市加快，类“平准基金”在关键时点稳定了市场预期，这使得本轮市场的增量资金来源更为多元、总量也更充裕。因此，虽然本轮周期股仍偏右侧，但一旦商品价格与企业盈利形成共振，市场能够承接的深度和持续性有望优于 2016-2017 年。

2016-2017 年本质上是一轮“短周期级别修复”，而本轮更接近“长周期逻辑已改变后的一轮系统性重估”。前者是旧经济框架下的库存和产能再平衡，行情高度和时间都受制于传统需求回落与产能再释放；后者则叠加了 AI、新能源、电网升级、关键矿产安全等更长期的产业逻辑，因此不必然在短期内因地产或基建走弱而彻底终止。这意味着，短周期上看本轮类似 2016-2017 年的右侧投资节奏，但中期趋势上，其持续性可能比 2016-2017 年更强。

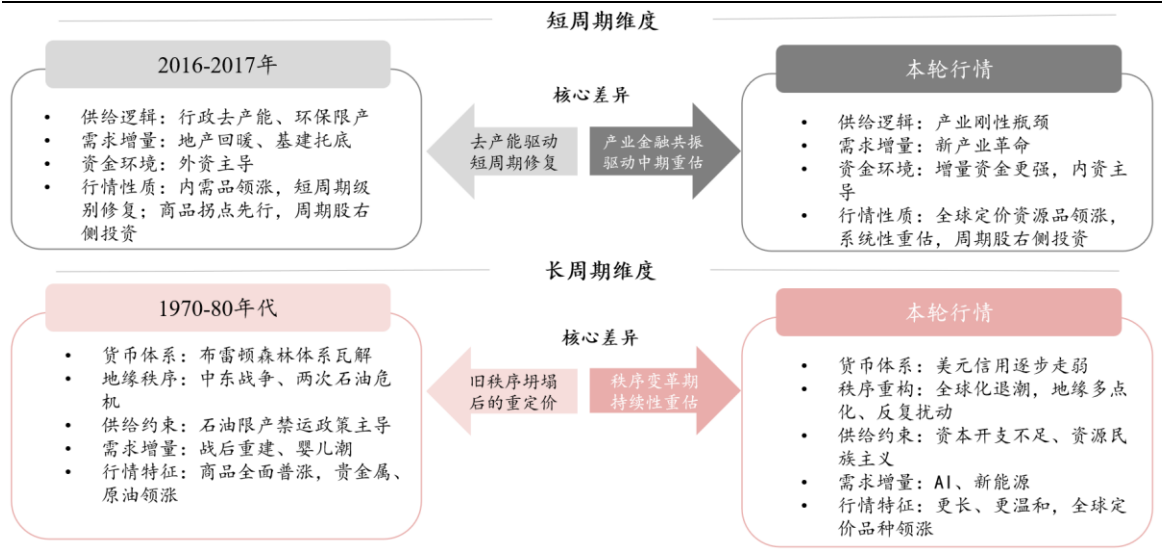
长周期维度：类比 1970-80 年代，但非简单复刻

从长周期框架看，本轮商品行情与 1970-80 年代最相似的地方在于推动价格重估的底层逻辑均为全球秩序变化。70 年代的商品超级牛市，本质上是布雷顿森林体系瓦解、美元与黄金脱钩、货币信用失锚，再叠加两次石油危机所形成的“制度重构+供给中断”共振；当前则表现为全球化退潮、贸易保护主义抬升、资源民族主义强化，以及世界经济从“效率优先”向“安全优先”迁移。这意味着，本轮商品上涨的深层逻辑，并非传统意义上的短期需求修复，而是市场对资源安全、产业链冗余、地缘风险与信用体系脆弱性的长期重新定价。

但本轮与 70 年代商品行情的差异在于：一次性冲击的强度更低，持续性可能更长。70 年代的石油危机是典型的单点式巨大休克，油价在短期内大幅跃升，并迅速向全社会成本扩散，形成通胀失控与商品全面暴涨；而当前虽然尚未出现类似阿拉伯石油禁运那样足以瞬间改写全球能源格局的单一事件，但地缘政治风险已显著转向多点化、高频化、反复化。这决定了本轮商品价格更可能表现为：在每一次冲突升级、关税升级、关键矿产限制或运输通道受扰时，风险溢价被重新计入，并在扰动缓和后阶段性回吐，但中长期价格底部不断抬升。因此，如果 70 年代是“旧秩序突然坍塌后的剧烈重定价”，那么当前更像是“新秩序迟迟未形成前的持续性重估”。

因此，本轮商品牛市的斜率大概率会弱于 70 年代。当前更适合用“长期结构牛中的多轮波段行情”来理解本轮商品行情，而非“短期单边上涨”简单定义。需要更加关注供给瓶颈是否持续、资源民族主义是否升级、美元周期是否转弱以及新兴产业需求是否持续兑现。

图表 37. 商品行情对比逻辑框架



资料来源：中银证券

商品配置主线：全球定价资源品优先

本轮行情的核心在于全球资源供需格局变化及金融属性的共振。因此，不同于需求上行带来的传统商品行情，本轮行情需要更加关注全球定价、供给刚性强、同时受益于绿色转型与AI产业扩张的资源品。

黄金：金融属性驱动，确定性最强

黄金的核心优势在于，它不仅受益于地缘风险和通胀预期，更直接受益于货币信用不稳定、去美元化预期和全球央行购金行为。从历史经验看，70年代商品超级牛市中，黄金是与原油并列的核心领涨资产之一，其本质不是工业需求推动，而是作为货币锚丧失后的信用对冲工具。当前全球经济增长总量偏弱、政策及地缘不确定性上升的环境下，黄金配置价值更强。从“胜率”角度看，黄金可能是本轮最稳健的主线。

战略小金属：地缘博弈下的价值充足，弹性更强

小金属板块的投资主线，正从事件驱动的题材炒作，切换至基于长期战略价值的系统性重估。与传统工业金属不同，小金属市场体量更小、供给集中度更高、政策敏感性更强，其定价逻辑正在从过去的事件驱动和题材炒作，转向基于长期战略价值的系统性重估。在全球地缘博弈深化、资源民族主义抬头和供应链安全诉求提升的背景下，稀土、钨、锡、锑等品种不再只是工业原料，而逐渐成为关键资源竞争的核心载体。

其中，稀土是战略属性最强的代表品种。以稀土为例，供给端，国内储量与产量领先，具有国际定价权。近年来中美长期博弈的格局已从战略层面重塑了稀土逻辑。需求端，新兴产业驱动需求稳步增长，出口管制的暂停有望带来年内外需修复动能。供给端的政策刚性约束与需求端的出口修复及长期成长动能，已形成强劲共振，稀土价格上行趋势尚未结束。因此，稀土价格的上行不应再被视为阶段性事件，而是资源安全与产业升级共振下的长期重估过程。

此外，钨、锡、锑等小金属均有不同程度的新需求增量驱动及供给刚性的定价逻辑。钨的中国供给占全球80%以上，配额持续收紧，而下游除传统硬质合金和刀具需求外，光伏钨丝、军工、核聚变以及AI散热等领域正在提供新的边际增量。锡资源长期缺乏增量，印尼、缅甸等主产区供给扰动频繁，而锡下游50%以上需求来自焊料，天然受益于AI服务器、芯片封装及数据中心等电子产业扩张。这使其同时具备供给缺口和AI主题双重弹性。锑的需求结构以阻燃剂、光伏和铅酸电池为主，整体增速相对稳健，但中国在全球供给中占据主导，供给端无明显增量且存在重新配额管理预期。

铜、油：供给约束下的核心主线

铜仍是本轮工业金属的主线之一。供给端，近年来全球铜矿供给增速放缓，矿山开发周期长、资本开支不足、品位下降以及地缘扰动共同制约新增供给释放。需求端，铜已不再只是传统地产和制造业金属，而是被新能源、电网升级、AI数据中心、储能和电气化投资持续赋予新需求弹性。供给约束和结构性新需求推动，这种“弱总量、强结构”的特征反而说明其价格韧性更强。

地缘冲击碎片化下油价的中枢抬升。与 70 年代两次石油危机不同，当前原油供给端面临的核心矛盾是地缘冲击的“碎片化”与“高频化”。在中东局势反复、俄乌冲突长期化、资源民族主义抬头的全球秩序重构背景下，供给扰动不再表现为单一的极端断供事件，而是多点、多频次的持续性风险释放。这种碎片化的供给冲击虽然难以复制 70 年代的短期暴涨斜率，但显著抬升了原油价格的长期底部中枢。此外，全球能源转型并未在短期内显著替代石油在化工原料及重型运输领域的不可替代性，需求端的韧性仍在。综合来看，原油后续大概率呈现中枢缓步抬升、波动区间收窄的特征，其在本轮商品轮动中的角色将从弹性领涨品种切换为稳健托底品种。

农产品：商品轮动的下一棒

综合短周期与长周期的双维度对比，本轮商品行情的演绎已初步呈现金融属性先行、供给约束接力、成本传导扩散的典型轮动特征。当前阶段，从价格表现看，2025 年以来贵金属率先领涨，随后工业金属接力，能源品在地缘扰动下补涨，相比之下，农产品涨幅整体仍相对滞后，尚未得到充分演绎。我们认为本轮行情可能正在逐步从贵金属→工业金属→能化→农产品的路径演进。

农产品端的逻辑支撑正在强化。结合国家气候中心及国际主流模型的最新研判 2026 年全球或将进入一轮中等及以上强度的厄尔尼诺事件。其对棕榈油、天然橡胶及白糖等核心农产品或形成减产效应。在当前全球农产品库存普遍偏紧、贸易保护主义抬头、以及部分主产国生物燃料政策持续加码的背景下，厄尔尼诺预期的发酵可能成为本轮商品行情向农产品端扩散的关键催化剂。全球秩序重构大背景下，供给端脆弱性从矿产资源向耕地资源的一次系统性延伸。

图表 38. 商品配置思路

	核心代表	重估来源
供给刚性	铜、原油	资本开支不足、矿端长周期、全球定价、库存低位
新需求映射	稀土、钨、锡、锑等小金属	AI、新能源、电网升级、军工、高端制造需求扩张
金融属性	黄金、白银	弱美元、央行购金、避险、信用重估

资料来源：中银证券

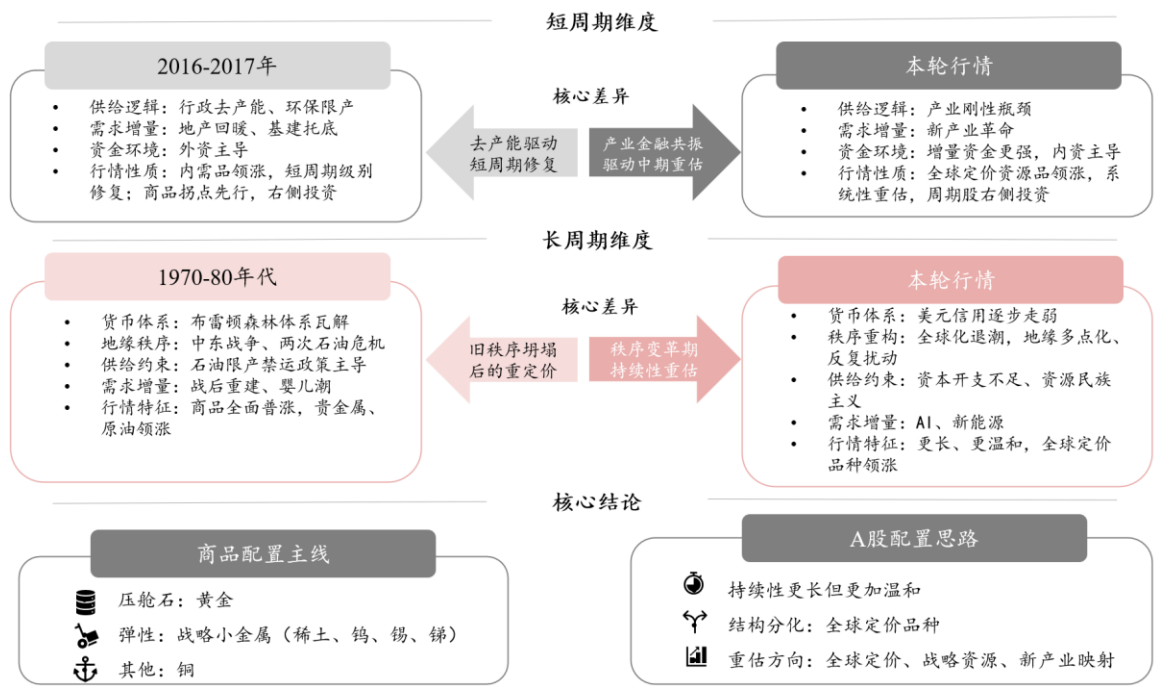
A 股行情判断：持续性更强的结构性重估

映射到 A 股，本轮周期股行情大概率是持续性更强的结构性重估。

首先，行情持续性更长，但幅度更温和。全球秩序重构、绿色转型和 AI 扩张为长期逻辑，决定了商品价格中枢和资源股估值中枢都可能处于一个缓慢上移的过程中；一方面，A 股当前增量资金来源较 2016-2017 年更广，保险、养老金、企业年金等中长期资金入市，能够为结构性主线提供更强承接力。但由于当前不存在 70 年代那种单一石油禁运式的极端冲击，行情斜率大概率弱于 70 年代超级牛市。

周期股内部，不同于需求上行带来的传统周期行情，本轮周期行情内部具备供给刚性、新需求增量或金融属性的全球定价品种有望得到更强的重估。本轮周期行情的核心在于谁能够承接全球定价、战略资源和新产业资本开支这三条主线。因而，未来更可能获得强重估的，是那些拥有资源壁垒、成本优势、全球定价敞口或明确受益于绿色转型、AI 扩张与关键资源安全逻辑的细分周期龙头，而传统依赖总量需求扩张、缺乏全球定价能力的旧周期资产，则更可能体现为阶段性修复而非趋势性重估。其中，可重点关注：一是以稀土、钨、锡、锑等为代表的战略小金属，其价格逻辑正从短期事件驱动转向资源安全与产业升级共振下的长期重估；二是以黄金为代表的贵金属，其受益于弱美元、央行购金、地缘避险和货币信用重估，具备最强的金融属性与底仓价值。最后以铜为代表的工业金属，有望同时受益于全球矿端供给偏紧与 AI、电网、新能源等结构性需求扩张。

图表 39. 本轮商品及周期股行情展望双维度逻辑框架



资料来源：中银证券

风险提示

海外风险事件不确定性：美债收益率存在较大不确定性，若出现超预期上行，会对全球风险资产及风格表现带来较大冲击；

贸易不确定性：中美关税谈判结果对于市场风险偏好存在较大影响，若出现超预期结果，或冲击市场风险偏好；

宏观基本面及政策环境不确定性：国内需求复苏及稳增长政策效果存在较大不确定性，或对后市风格表现造成较大不确定性；

海外地缘政治风险不确定性：海外地缘政治风险频发，若出现较大风险因素或扰动全球风险偏好及金融市场流动性，对历史经验造成较大冲击；

美联储政策不确定性：未来美联储货币政策的具体路径、时点及力度仍存在较大不确定性。若年内政策路径与市场预期发生显著偏离，或将对各类资产价格造成冲击。

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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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