



风起新周期：大变局，新支柱，再定价

——宏观经济2026年中期展望

姓名 何宁（分析师）

证书编号：S0790522110002

邮箱：hening@kysec.cn

姓名 潘纬桢（分析师）

证书编号：S0790524040006

邮箱：panweizhen@kysec.cn

姓名 沈美辰（分析师）

证书编号：S0790524110002

邮箱：shenmeichen@kysec.cn

核心观点

➤ 背景新变：周期更迭与AI经济

在逆全球化、去美元化及大国科技博弈的“大变局”下，中国经济正经历新旧动能转换。传统以地产和基建为核心、依赖高杠杆和重资产扩张的“旧周期”动能衰减；取而代之的是以人工智能（AI）、数字经济和新能源为代表的“新质生产力”，正接棒成为重塑中国宏观经济增长中枢的新支柱。此外，国内外学术界在AI经济学方面分化为两大阵营：乐观派和谨慎派，呈现出对经济总量和就业结构影响的显著分歧。

➤ 世界新局：格局重构与大国博弈

1. 逆全球化与去美元化同步进行。全球贸易额/GDP总体下行，各国央行稳步增加黄金储备。
2. 中美竞争与博弈逐渐进入深水区。美国将对华采取全面竞争和威慑的姿态，体现为关税、科技、金融、关键矿产等各方面博弈，其中美国要求人工智能（AI）、量子计算、自主系统和半导体等决定未来军事力量的领域必须保持领先。
3. 全球地缘动荡与科技突破（AI）相互交织。全球地缘政治环境不断撕裂，要求投资者给予安全更高权重。AI逐渐成为美国经济发展的新动力。截至2025年底，约18%的美国企业已使用人工智能（AI）。2025年前三季度，AI相关投资对实际GDP增长贡献了0.97个百分点（环比折年率）。

➤ 中国新程：时钟重构与支柱轮替

1. 旧周期的黄昏：地产与基建的动能衰减。地产与制造业投资背离，基建财政乘数大幅下滑，未来的超额收益不再来自杠杆，而是来自对TFP的极限挖掘。
2. 新周期的破晓：数字经济核心产业增加值占比持续提升，传统经济周期研判框架已部分失效，必须重新定义“新周期的宏观时钟”，其核心特征主要是“智能化”（AI、半导体与未来产业）与“绿色化”（新能源与未来能源）的双螺旋结构。具体来看，新周期的先导变量是有色产业链的崛起；核心支柱是新质生产力（智能化的三驾马车：大脑、应用与新空间）；新周期的能源底座是新型能源体系与电力大时代；消费和地产的修复是新周期的结果。

➤ 治理新策：体系重塑与就业承接

1. 政策新框架应弱化规模扩张指标，强化“效率”评价，例如经济结构转型或推动社融效率的提升。也可构建以算力消耗、研发投入等为核心的先行指数。
2. 加强财政与产业政策的协同性，更多支持基础研究、战略性新兴产业、未来产业与卡脖子国产替代领域建设。
3. “机器人税”与UBI（全民基本收入）或是新周期下财富分配的再平衡机制。

➤ 资产新势：中国重估与科技消费

世界看中国，中国看股市，股市看科技和新消费。依托中国综合国力的提升和电力算力优势，人民币资产正迎来长期的战略重估。投资布局上，建议聚焦三大科技主线：有色硬资产、AI产业链、电力与新能源。此外，顺应需求阶梯的向上跃迁，能提供情绪价值的“悦己消费”、“自我实现”等精神服务业将打开新的长线空间。

➤ 风险提示：国内政策不及预期、美国经济超预期衰退、关税反复超预期。

目 录

CONTENTS

1

背景新变：周期更迭与AI经济

2

世界新局：格局重构与大国博弈

3

中国新程：时钟重构与支柱轮替

4

治理新策：体系重塑与就业承接

5

资产新势：中国重估与科技消费

6

风险提示

1.1 研究背景：大变局下的新老周期切换

当前，世界正处于百年未有之大变局，底层演进逻辑表现为逆全球化思潮抬头、去美元化趋势加速以及大国博弈的全面深化（涵盖关税、科技、能源与金融博弈）。在此宏观底色下，全球产业链、供应链与资产配置逻辑正在经历剧烈的历史性重构。

与此同时，中国经济正处于跨越中等收入陷阱、实现高质量发展的关键历史节点。过去二十年，以房地产和传统基建为支柱产业的“旧周期”完成了其历史使命。传统依赖高杠杆、重资产与资本（K）驱动的经济模式动能衰减。面对内外双重约束，中国经济正加速向以人工智能（AI）等新质生产力为代表的“新周期”跨越。智能化与绿色化转型正实质性替代房地产业重塑中国宏观经济增长中枢的核心支柱。

图：从旧周期到新周期——中国经济支柱产业切换

旧周期（2005-2020）：地产基建驱动

支柱产业：	房地产 + 基建
驱动要素：	资本（K）+ 高杠杆 + 重资产
先行变量：	黑色产业链、PPI、地产开工、M1
同步变量：	制造业投资、地产投资
滞后变量：	消费、CPI

范式切换

新周期（2025-）：新质生产力驱动

支柱产业：	AI + 新质生产力 + 新能源
驱动要素：	全要素生产率（TFP）+ 智能化 + 绿色化
先行变量：	有色产业链、电力耗用、AI资本开支
同步变量：	高端制造、新基建、新质生产力
滞后变量：	传统消费、地产（长期筑底）

1.2 现有成果：国内外学术界对AI经济学的研究结论

AI对经济的影响呈现高度分化。**生产率端**：Brynjolfsson等（QJE 2025）的5,179名客服坐席实验显示AI使生产率提升14%，新手提升幅度高达34%；Noy & Zhang（Science 2023）实验显示ChatGPT让工作满意度提高40%、质量提升20%。**就业端**：Stanford Digital Economy Lab（2025）基于ADP数百万薪资数据发现，22-25岁高AI暴露岗位就业相对下降6%，35岁以上工人在最高AI暴露岗位中就业增长了8%。**宏观端**：诺奖得主Acemoglu（NBER WP 32487）测算AI在10年内对TFP的累计提升不超过0.66%，宏观红利偏温和；PwC（2026）研究指出AI经济价值的74%被头部20%企业捕获。

AI经济学已分化为两大阵营。Brynjolfsson、Davidson、豪伊特（2025诺奖）为代表的“互补论”，强调AI对低技能者增益与长期增长潜力；以Acemoglu（2024诺奖）、Stanford团队为代表的“替代论”，强调宏观红利温和与入门岗位冲击。**两派的争议焦点是：AI究竟是新一轮工业革命，还是被高估的通用目的技术？**

表：AI经济学两派核心观点与代表研究（四维对比）

维度	乐观派：互补论	谨慎派：替代论
生产率效应	Brynjolfsson等（QJE 2025）的5,179名客服坐席实验显示AI使生产率提升14%，新手提升幅度高达34%；Noy & Zhang（Science 2023）实验显示ChatGPT让专业写作时间减少40%、质量提升20%。	10年TFP累计提升 $\leq 0.66\%$ ，宏观效应温和（Acemoglu, 2024）
就业冲击	AI对低技能者增益更大，缩小工人间不平等（QJE 2025）	22-25岁高AI暴露岗位就业相对下降16%，30岁以上工人在最高AI暴露岗位中就业增长了6%-13%（Stanford Digital Economy Lab 2025）
长期增长	递归自改进可能触发增长爆发（Davidson et al. (2026), NBER WP 35155）	产出增长但消费失速：“幽灵GDP”风险（情景推演，失业的白领原本是消费大头）（Citirini Research, 2026）
价值分配	诺贝尔奖2025年授予“解释了创新驱动的经济增长”，其中一半授予乔尔·莫基尔“因识别出通过技术进步实现持续增长的前提条件”，另一半则由菲利普·阿吉翁和彼得·豪伊特联合获得，“因通过创造性破坏实现持续增长的理论”	74%经济价值集中于头部20%企业（PwC, 2026）

世界大变局 · 中国新周期 · 资本市场G2

① 大变局

World

- 逆全球化思潮抬头
- 去美元化加速
- 大国博弈深化（关税/科技/能源/金融）
- 地缘政治频繁扰动
- 人民币资产战略性重估

② 新支柱

Pillar Shift

- AI等新兴产业、未来产业崛起
- 新能源/未来能源替代化石能源
- 智能化+绿色化"双轮驱动"
- 新质生产力替代房地产
- 经济增长中枢重塑

③ 新指标

Macro Clock

- 先行变量：黑色系→有色系
- 支柱产业：建筑业→AI算力
- 驱动力：K/L→TFP
- 地产、消费成为结果指标
- 宏观时钟体系亟需重构

核心结论

国际看中国——百年大变局之下，人民币资产价值凸显；**中国看新周期**——看好有色（先行）、AI产业链（支柱）、电力新能源（底座）三条主线。AI应用深入之后，精神领域的消费也有望迎来发展空间。

目录

CONTENTS

1

背景新变：周期更迭与AI经济

2

世界新局：格局重构与大国博弈

3

中国新程：时钟重构与支柱轮替

4

治理新策：体系重塑与就业承接

5

资产新势：中国重估与科技消费

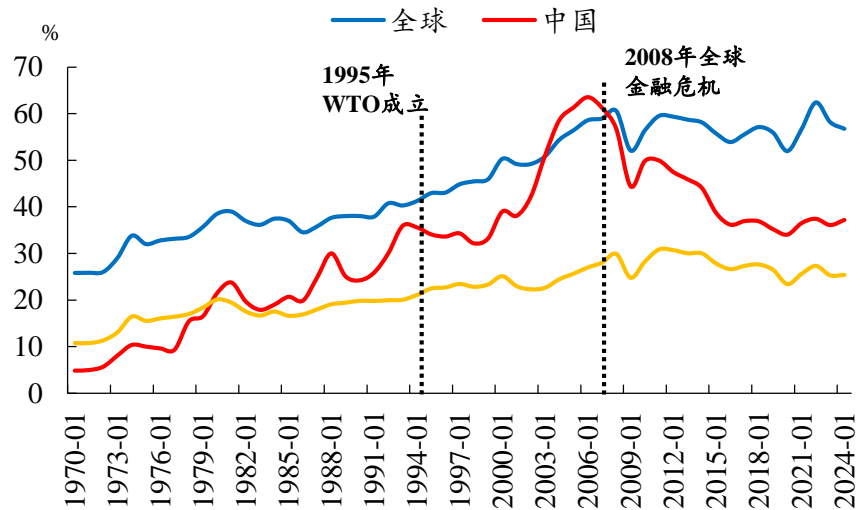
6

风险提示

2.1 逆全球化与去美元化同步进行

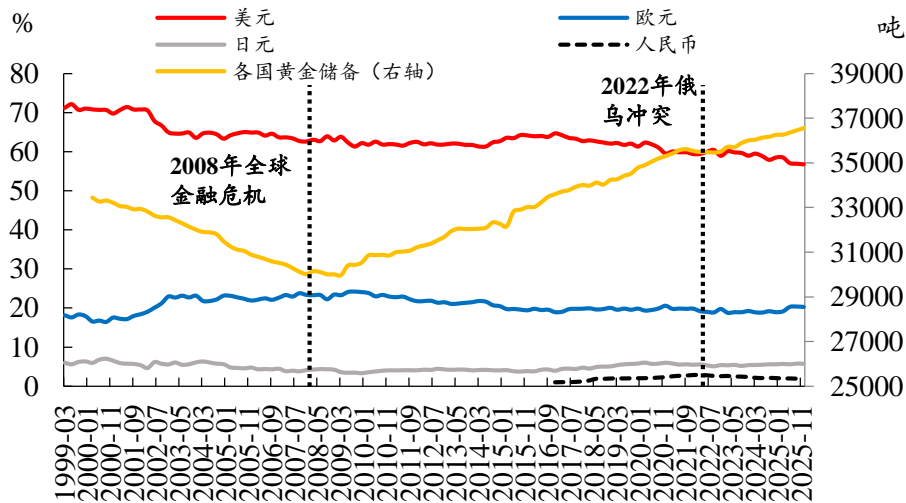
- 二战后的全球化已经出现较为明显的走弱。若以贸易额/GDP比重来代表全球化的进程，自2008年全球金融危机后，该指标便出现了较为明显的触顶迹象，1970年后的稳步增长态势告一段落。观察中美这两个全球最大的经济体，这一迹象则更加明显。此外，根据IMF的统计，2012年后全球贸易与投资限制性政策开始快速增长，2022年已经接近3000项，上升近10倍，全球化正遭遇极大的逆风。
- 与此同时，去美元化也在同步进行之中，各国央行稳步增加黄金储备。1999年Q2，美元在全球外汇储备中的占比超过70%，但随着2008年全球金融危机、2022年俄乌冲突的发生，2025年Q4美元在全球外汇储备中的占比已经回落至约56.8%。与此同时，各国对黄金的需求快速增加，2008年-2025年间，全球央行黄金储备增长超过20%至36522.5吨，且这一趋势仍未停止。

图：中、美贸易/GDP比重2008年后基本见顶



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：美元在全球外汇储备中的占比下降较多

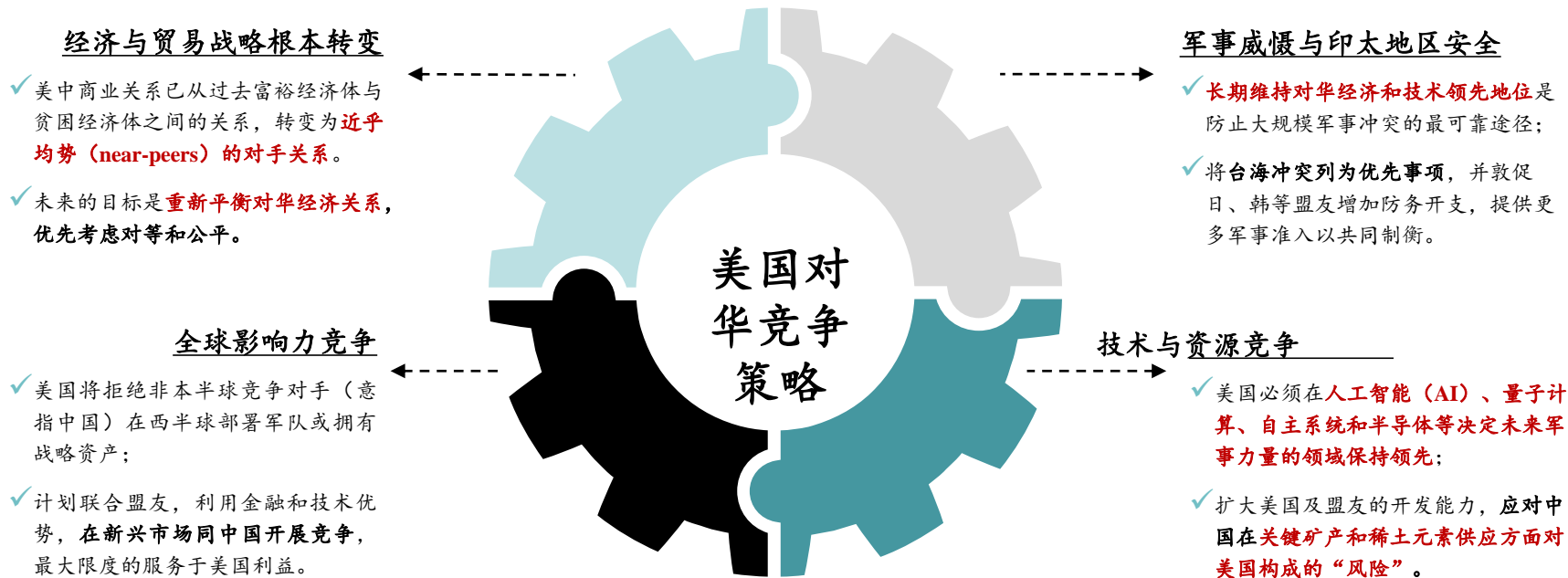


数据来源：IMF、开源证券研究所

2.2 中美竞争与博弈逐渐进入深水区

- 2017年特朗普首次当选后，美国对华遏制政策开始明显抬头。2025年关税战后，中美之间的博弈与竞争逐渐进入深水区。根据特朗普政府2025年11月的《国家安全战略报告》，**美国将对华采取全面竞争和威慑的姿态，希望长期维持对中国的经济和技术领先地位**，并减小中国在稀土等关键矿产方面构成的“风险”，预计中美未来在这些领域的竞争或更加激烈。

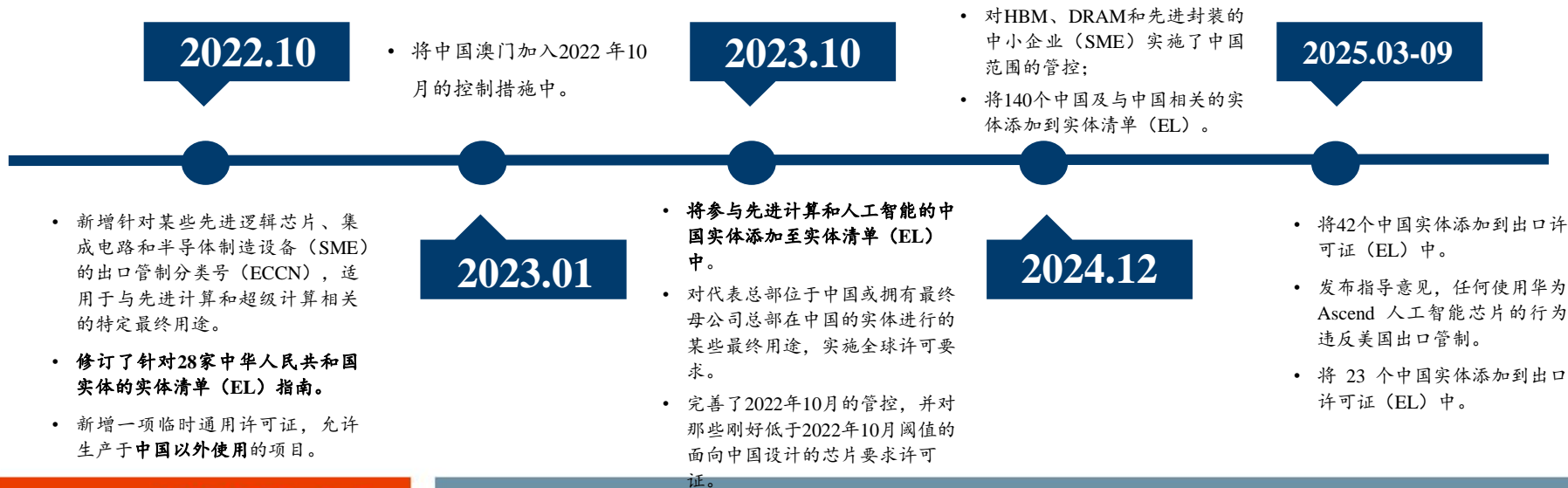
图：美国《国家安全战略报告》提出对华进行多方面竞争



2.2 中美竞争与博弈逐渐进入深水区

- 科技领域的打压与封锁，是美国对华遏制的关键一环，也是中美竞争的核心领域。其中的关键在人工智能（AI）、半导体等行业。美国国会在对华半导体出口管制的报告中明确表示：半导体是具有战略意义且独一无二的重要电子设备，是大多数工业和国家安全活动以及人工智能（AI）等其他技术的基础。而半导体和 AI 技术是未来经济竞争力、国家安全和全球领导力的关键，美国需要保持领先。
- 自2018年以来，美国政府一直寻求加强对高端半导体的出口管制。其明确意图是限制中国获得这些技术和生产先进芯片的能力，阻断中国获取相关计算和人工智能应用的途径，并打压中国构建本土、自给自足、安全可控的半导体生态系统。此外，美国政府还寄希望于将生产能力搬回本土，实现供应链的本土化，确保不再依赖任何对手提供关键组件。

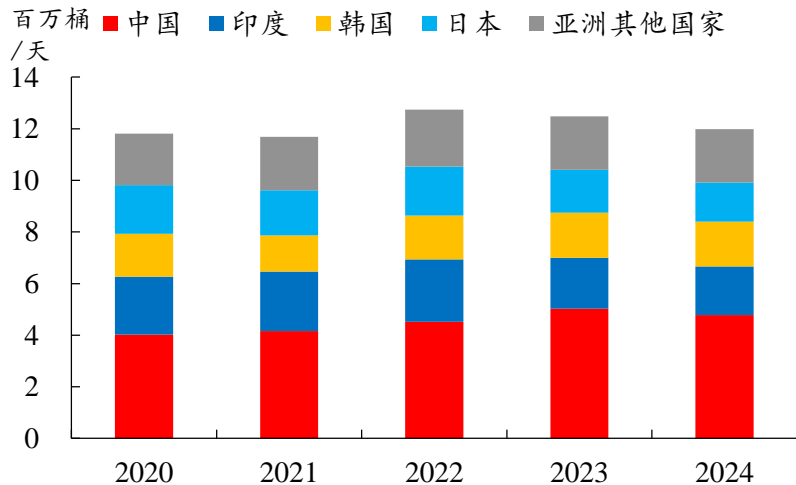
图：2022-2025 美国对中国高端芯片进口的部分限制措施



2.2 中美竞争与博弈逐渐进入深水区

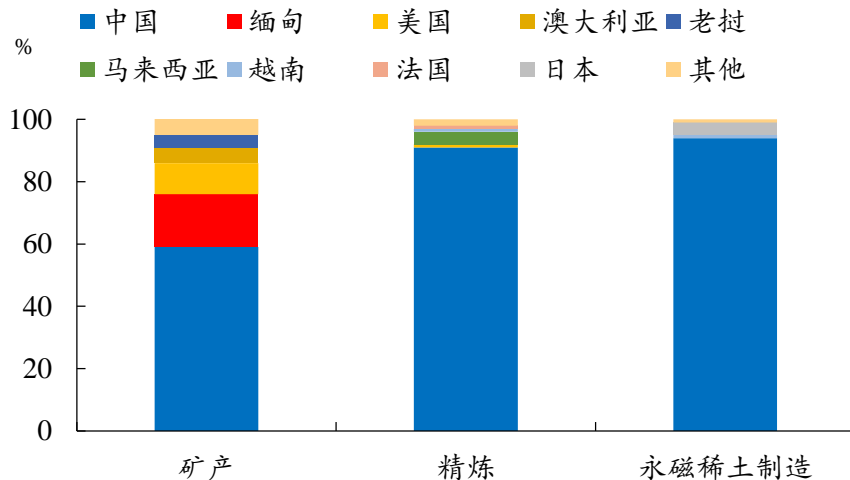
- 包括原油、稀土等在内的关键矿产是中美之间竞争的另一重点领域。对美国而言，页岩油革命后实现了石油的自给自足，但仍想控制/影响全球原油供应来维护其全球霸权，其手段包括加强对海湾地区等关键产油区的影响，以及控制全球咽喉要道（霍尔木兹海峡、马六甲海峡等）。2026年初军事打击伊朗正是这一战略的充分体现（2024年中国约43.5%原油进口需经过霍尔木兹海峡）。
- 稀土是中国对美国进行反制的关键王牌。根据IEA《全球关键矿产展望 2025》报告，在20种重要战略矿产中，有19种的主要精炼商均来自中国，平均市场份额高达70%。而在永磁稀土（用于汽车、数据中心等制造）上，中国占比更是高达94%，稀土是中国对美反制的关键手段。

图：中国是经霍尔木兹海峡运输原油的主要目的地之一



数据来源：EIA、开源证券研究所

图：中在全球稀土产业链上占据主导地位（2024）

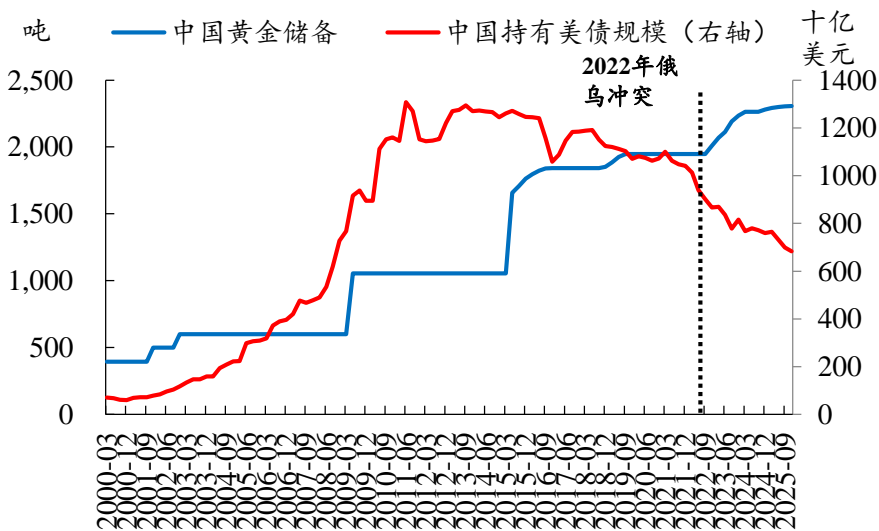


数据来源：IEA、开源证券研究所

2.2 中美竞争与博弈逐渐进入深水区

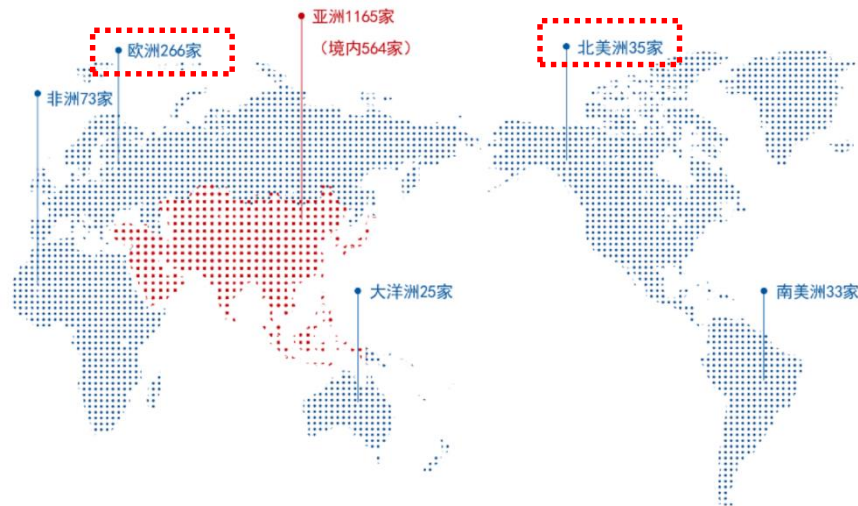
- 金融领域也是中美之间后续可能的重点竞争领域。事实上，美国在全球的金融霸权，除去石油美元循环、对全球资产的定价权之外，以SWIFT系统为代表的金融基础设施，使其可以方便对各类主体施加金融制裁，是其金融霸权的最直接体现。2022年俄乌冲突发生后，俄罗斯被踢出SWIFT系统，海外资产被冻结，说明虽然美元在全球中的地位不断下降，但美国的金融霸权仍在。
- 中国近年来不断增持黄金、减持美债，并大力发展CIPS结算系统，正是对美国金融霸权肆意滥用的应对。数据上来看，中国持有美债规模近年来不断走低。截至2025年底，持有美国国债规模已经不足7000亿美元。与此同时，中国央行不断增持黄金，2025年底已经突破2300吨。此外，中国自行建设的CIPS系统，截至2026年3月末，全球共有直接参与者194家，间接参与者1597家。

图：中国央行近年来一直增持黄金、减持美债



数据来源：世界黄金协会、Wind、开源证券研究所

图：CIPS系统在全球均有大量参与者

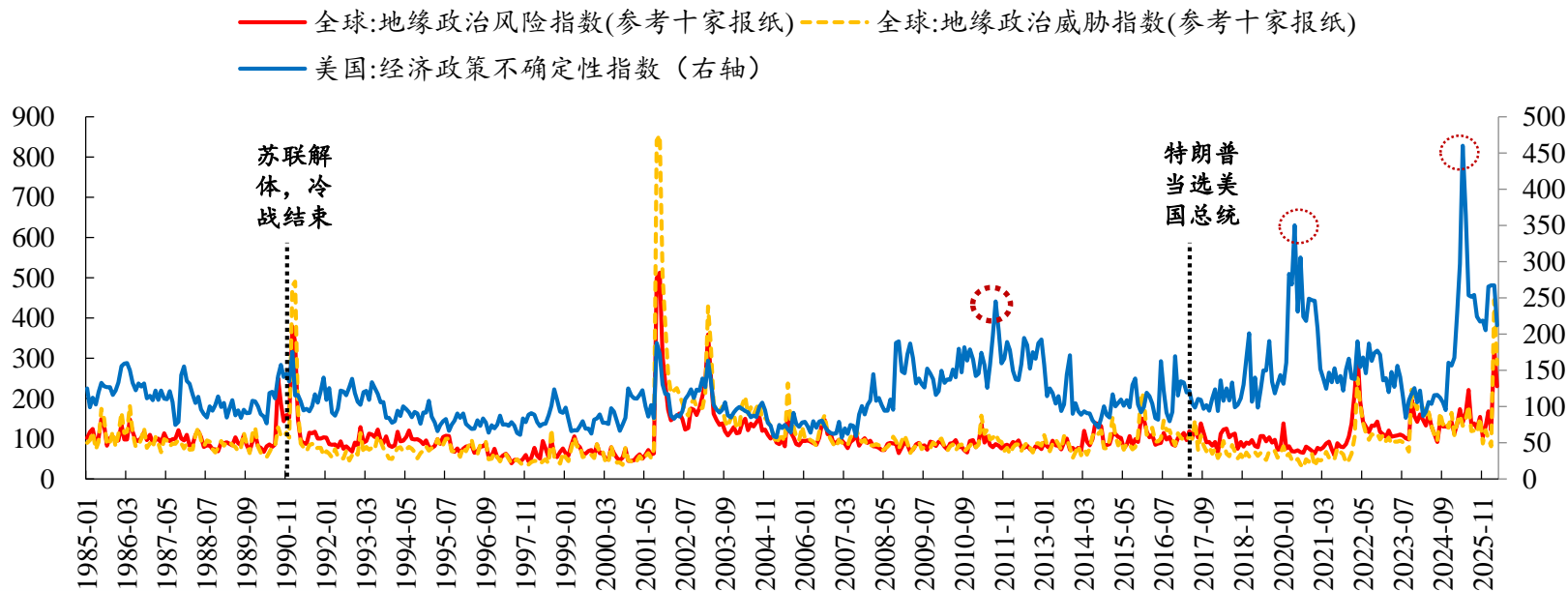


资料来源：CIPS、开源证券研究所

2.3 全球地缘动荡与科技突破 (AI) 相互交织

- 与去全球化、去美元化相伴随的是全球地缘政治环境的不断撕裂，冷战结束后较为平稳的国际政治环境已不复存在，世界面临百年未有之大变局，要求投资者给予安全等因素更高的权重。全球化虽然极大的提升了全球的经济增长，但极致的全球产业链分工也导致发达国家的产业空心化，国内收入不平等现象严重，民粹主义兴起。此外，不同国家之间的分配也不公。上述因素共同导致国际政治环境愈发恶劣，贸易保护主义重新兴起，各国经济发展中的安全要求提升，黄金、铜等实物资产价格也不断上涨。

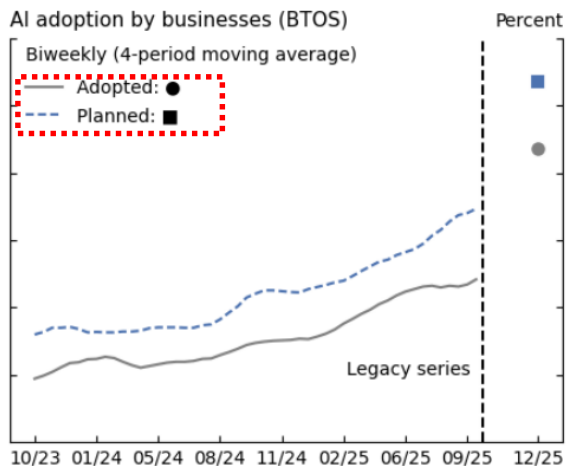
图：全球地缘政治风险指数与美国经济政策不确定性指数自2008年后抬升



2.3 全球地缘动荡与科技突破 (AI) 相互交织

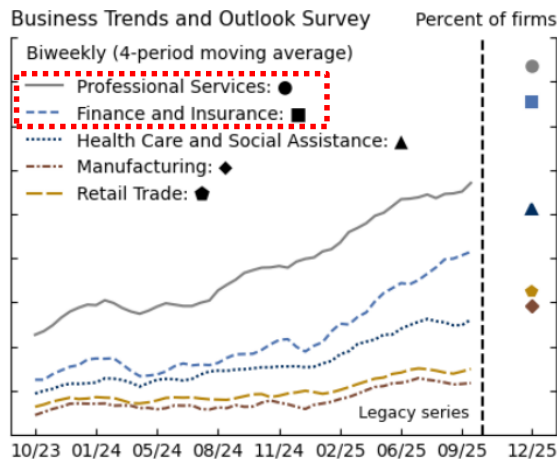
- 人工智能 (AI) 为代表的科技突破，在地缘政治动荡的当下，逐渐成为美国经济发展的新动力。自2022年ChatGPT 问世以来，人工智能 (AI) 技术快速发展，开始渗透入美国经济的各方面。根据美联储的调查，截至2025年底，大约 18% 的美国企业已使用人工智能 (AI)，其中专业服务及金融行业在使用水平上比较突出，分别为约33%和 30%，不过短期内采用AI对经济效率的提升尚不明显。
- 美国科技企业开启大规模人工智能基建，高速增长的资金支出/投资驱动美国经济增长提速。为了应对人工智能技术快速发展带来的算力需求增长，美国科技巨头纷纷提升资本开支，兴建数据中心，开启了一轮AI基建“军备竞赛”。庞大的投资则直接转化为美国经济增长，成为AI促进经济增长的直接因素。根据圣路易斯联储的估算，在2025年前三个季度，AI相关投资对实际 GDP 增长贡献了0.97个百分点（环比折年率），占同期GDP增长的39%。AI投资已经显著促进了美国的经济增长，且幅度超过了2000年互联网泡沫时期。

图：美国有约18%的企业采用了AI



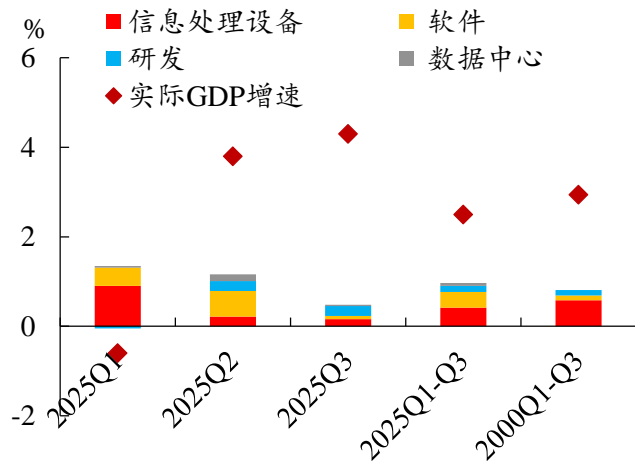
资料来源：美联储、开源证券研究所

图：美国专业服务、金融业采用AI比率较高



资料来源：美联储、开源证券研究所

图：AI投资已经成为美国经济增长的重要驱动力

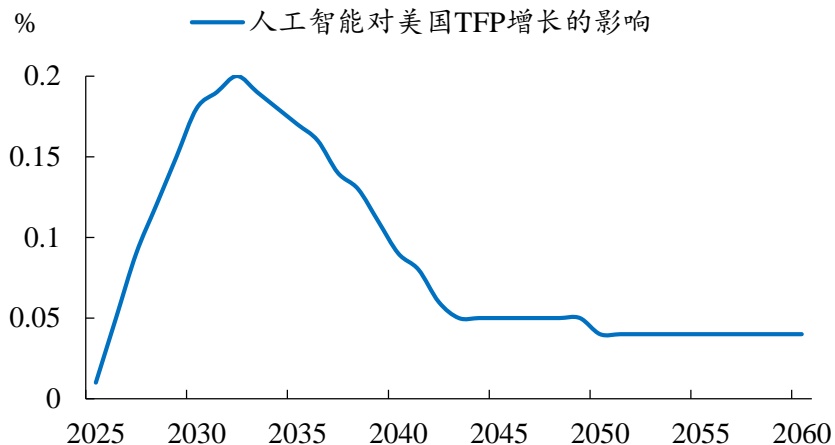


数据来源：圣路易斯联储、开源证券研究所

2.3 全球地缘动荡与科技突破 (AI) 相互交织

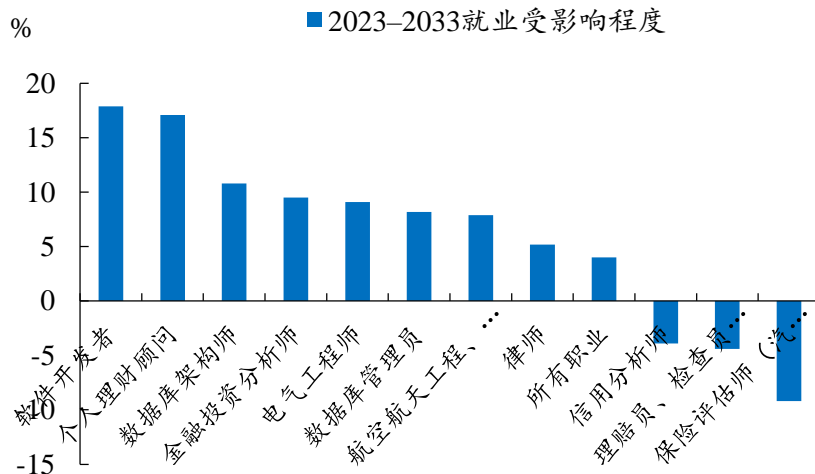
- 长期看，随着人工智能 (AI) 渗透率的快速提升，以及AI技术的更进一步发展。AI对美国经济增长的促进作用或将从投资端逐渐转向劳动生产率，特别是全要素生产率 (TFP) 的提升，可能会对美国经济产生比较持久的正面影响。根据PWMB的研究，2025年AI对美国TFP的影响仅为0.01个百分点，但随着AI的渗透率提升，其正面影响会逐渐增长，2032年或达到0.2个百分点，这意味着到2035年，美国TFP水平将比没有AI的情况下高出约1.5%，到2055年高出约3%。
- 当然，AI技术的提升也对美国的社会治理带来挑战，特别是中短期可能带来一定的失业问题，考验美国社会的承受力。根据BLS测算，AI可能对计算机、法律、金融等传统高薪行业带来不小的就业冲击，在美国社会本就相当撕裂的背景下，如果传统的中产阶级收入降低，成为新的“红脖子”，可能进一步加剧美国国内政治氛围的极化。

图：AI可能对美国TFP带来较为长久的正面影响



数据来源：PWMB、开源证券研究所；2026年及以后为预测值

图：AI可能对计算机、法律、商业和金融就业产生冲击



数据来源：BLS、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

背景新变：周期更迭与AI经济

2

世界新局：格局重构与大国博弈

3

中国新程：时钟重构与支柱轮替

4

治理新策：体系重塑与就业承接

5

资产新势：中国重估与科技消费

6

风险提示

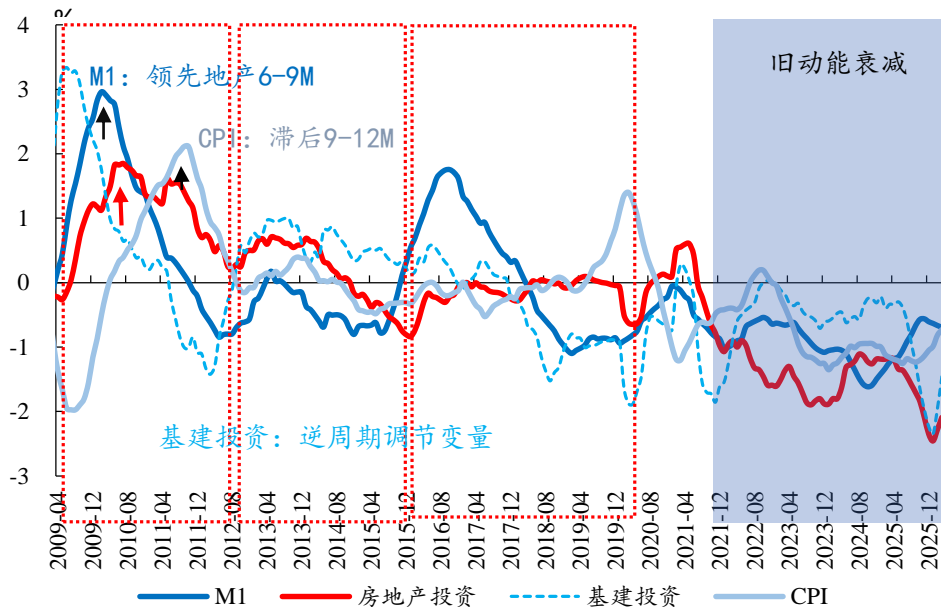
3.1.1 旧周期的黄昏：地产与基建的动能衰减

旧周期本质是以土地为锚、信用为舵的物理扩张过程。M1、上游、地产拿地领先实物量，基建扮演平滑器，消费则是周期的最终回响。

图：旧周期的经济传导机制



图：2022年后旧周期的动能大幅衰减

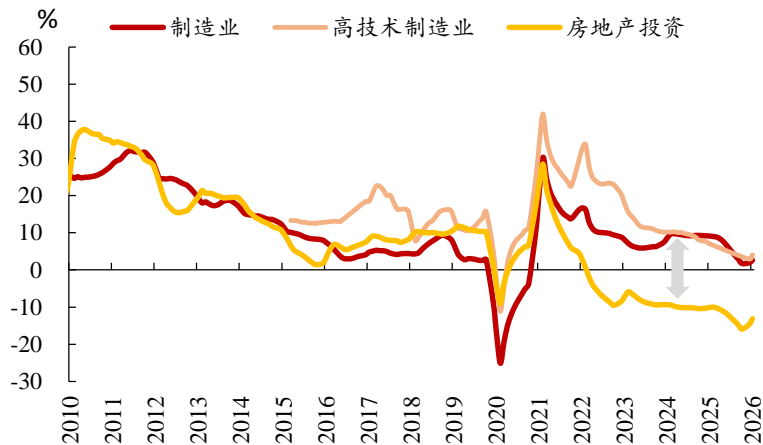


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：数据经3M-MA平滑及标准化处理

3.1.2 旧周期的黄昏：地产与基建的动能衰减

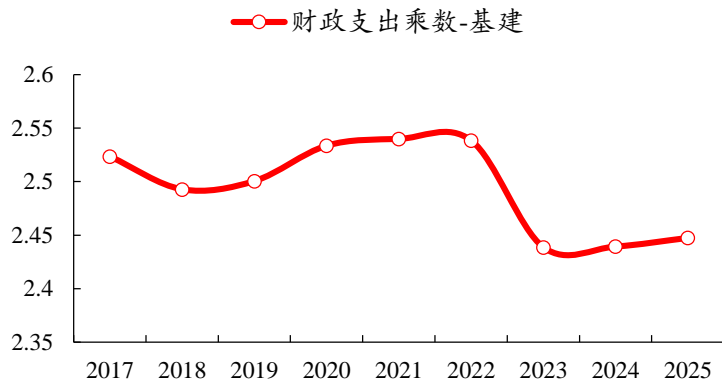
- 传统高杠杆驱动模式已失效，新动能需要TFP的提高。过去二十年，我们习惯了通过扩张K（资本）来换取 Y（产出），这种模式在城市化红利期极其有效。但随着基建乘数收敛，单纯的资金投入已无法带动经济增速。未来的超额收益不再来自杠杆，而是来自对全要素生产率（TFP）的极限挖掘。历史上房地产和制造业投资走势往往同向或由于资金挤占呈现微弱的反向。但 2021 年后形成了逐渐加大的“剪刀差”，或标志着中国经济增长的边际拉动力已进行切换。
- 随着土地出让金下滑，使用土地财政补贴基建公益性项目收益的机制瓦解，基建投资必须回归纯粹的市场化资产收益逻辑。缺乏现金流的“铁公基”失去了加杠杆的空间。

图：地产投资与制造业投资已出现背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

图：基于投入产出表计算的基建财政乘数2022年后显著下滑



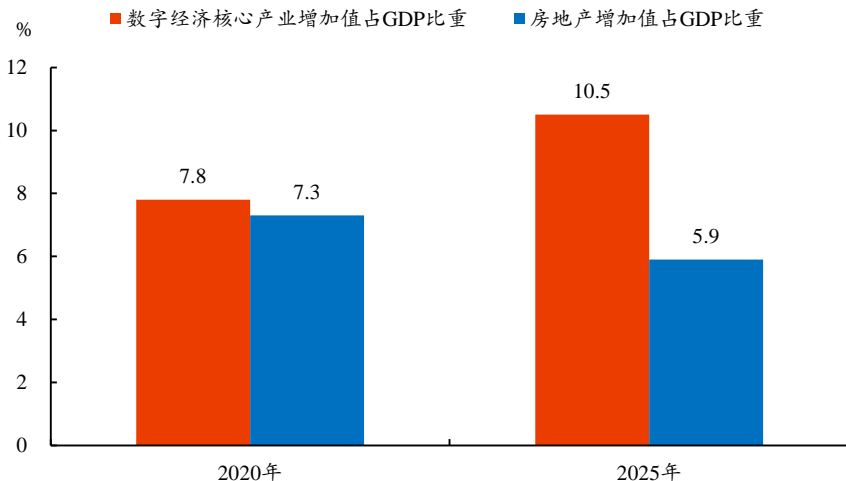
数据来源：国家统计局、开源证券研究所；乘数效应基于里昂惕夫投入产出模型计算，公式为 $\Delta X = (I-A)^{-1} \cdot \Delta Y$ 或者采用投入产出模型，基于里昂惕夫逆矩阵 $(I-A)^{-1}$ 测算了基础设施政府支出的总产出乘数效应

3.2.1 新周期的破晓：新质生产力接棒房地产

2025年我国房地产业增加值占国内生产总值比重已由2020年的7.3%降至5.9%，而2025年我国数字经济核心产业增加值占GDP的比重为10.5%，较2020年增长2.7pct。传统债务驱动型增长模式逐渐落幕，以数字经济、人工智能和绿色低碳技术为核心的新质生产力，正在接棒成为宏观经济的新支柱。

支柱产业的宏观替代，其经济学本质是驱动力从传统的“劳动与资本密集型(L & K)”向“全要素生产率(TFP)提升”的深刻跨越。未来的国家投资重心，已从简单的“投资于物”转向“投资于更高质量的资本与劳动力”，即投资于高端制造业与人的全生命周期智能化赋能。基于此，传统的经济周期研判框架在当下已部分失效，我们必须重新定义“新周期的宏观时钟”。其核心特征高度凝练为“智能化”(AI、半导体与未来产业)与“绿色化”(新能源与未来能源)的双螺旋结构。

图：以数字经济、人工智能和绿色低碳技术为核心的新质生产力，正在成为宏观经济的新支柱



图：有色金属、电力耗用、AI产业资本开支或将成为新型宏观先行变量

变量分类	核心代表指标	宏观经济学内涵与表征
先行变量	有色金属(铜、铝耗用量)、 电力耗用增速、AI产业资本开支	代表物理世界的能量消耗与算力前置需求， 取代传统的黑色系商品(螺纹钢、铁矿石)， 成为感知新经济温度与周期的第一先导指标。
同步变量	高端制造业增加值、新基建与 “六网”投资额、新质生产力 核心产业规模	反映实体经济在智能化与绿色化双主线下的 当期产出与资本落地情况，是支撑当期 GDP增长的直接动能。
滞后变量	传统大宗消费、房地产开发 投资增速、CPI(居民消费 价格指数)	财富效应溢出与技术普惠后的末端体现。 由于新质生产力的边际成本递减与通缩属性， 传统通胀指标对经济周期的敏感度大幅削弱。

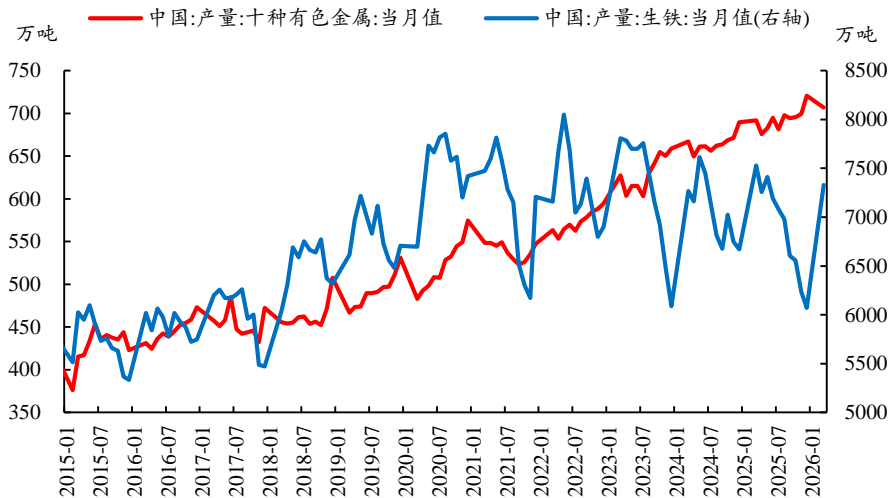
结论： 宏观经济的感知变量发生根本位移——从传统“黑色系+地产链”
转向“智能化+绿色化”的新双主线。

3.2.2 新周期的先导变量：有色产业链的崛起

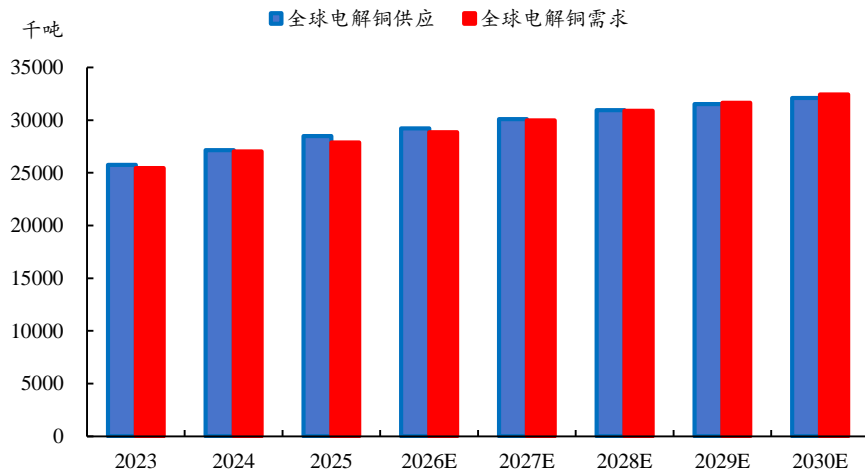
传统房地产与重化工业周期中，黑色系大宗商品（钢铁、煤炭）是宏观经济的晴雨表。但近年来随着新质生产力成为核心驱动力，AI 服务器、储能、电动车、机器人和高端设备的共同的物理需求为“导电、导热、轻量化、功率器件”，因此铜、铝等有色金属正在全面取代黑色系，成为新周期宏观时钟运转的第一先导变量。

以2019年为界，2019-2024年，代表传统经济的生铁、粗钢、水泥的产量复合增速由上一个五年(2014-2019年)的2.5%、3.9%、-1.2%下降为1.0%、0.2%、-4.9%，代表新质生产力的有色金属、汽车、集成电路则由4.0%、1.6%、14.7%上升为6.2%、4.2%、17.5%。

图：近年来生铁产量开始下行，有色金属产量保持上行



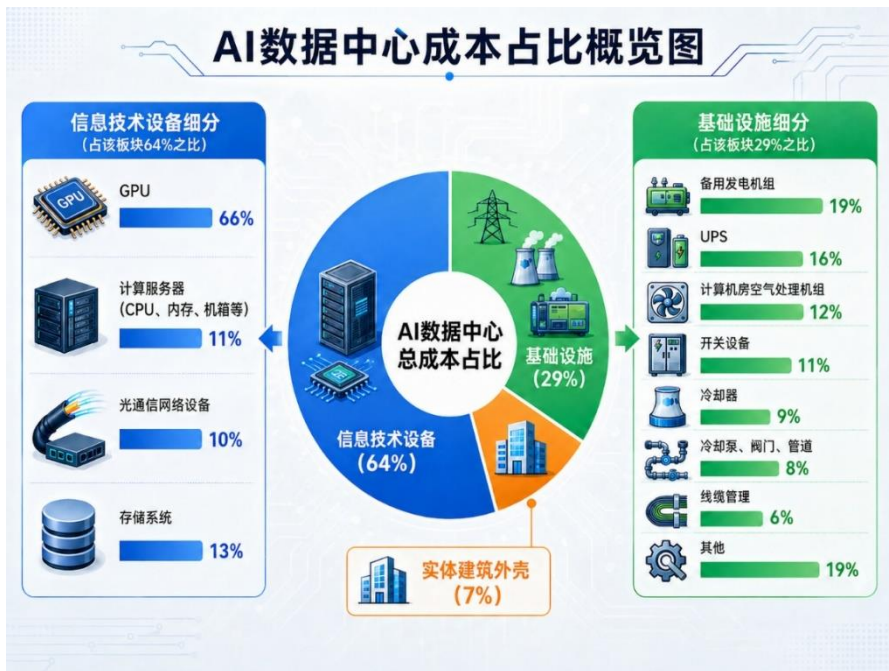
图：预计全球电解铜供需格局将逐渐趋紧



3.2.2 智能化的三驾马车——大脑、应用与新空间

智能化的第一驾马车：大脑——AI芯片、底层算法与自主可控硬件：生成式 AI 已被视为新一代“通用目的技术”，它的溢出效应会像电力、互联网一样，向几乎所有行业扩散。真正决定这轮 AI 周期能否落地的，不只是模型参数，而是芯片、服务器、网络、电力和散热这些硬件底座。据Leanrs研究，一座400GW数据中心里，信息技术设备、基础设施、实体建筑外壳分别占成本的64%、29%、7%。在此硬件基础上，比拼的则是底层算法。

图：信息技术设备、基础设施、实体建筑外壳分别占成本的64%、29%、7%



3.2.2 智能化的三驾马车——大脑、应用与新空间

智能化的第一驾马车：大脑——AI芯片、底层算法与自主可控硬件：由于全球地缘政治博弈的加剧，底层算力基础设施的“自主可控”已成为攸关国家经济安全的生死线。当前全球AI产业链的稀缺板块中，有封装与核心芯片、网络互连、液冷三大板块来自于数据中心硬件。

政策端与市场端正合力推动国产AI芯片在逻辑推演、并行计算架构与高带宽内存（HBM）等关键节点上完成对国际巨头的追赶，2025年，中国AI加速卡市场总出货量达到约400万张，本土厂商合计出货约165万张，市场份额首次突破四成，达到41%。

同时，为提升全社会的算力利用效率，国家正统筹布局，打造区域算力调度指挥平台，联通分散的计算资源，实现全国算力的一体化调度管理。投资于AI硬件及其自主产业链，实质上是在为整个国民经济构建一个高效、安全、免受外部封锁掣肘的硅基中枢神经系统。

图：目前AI硬件稀缺板块集中在原材料、封装与核心芯片、网络互连、液冷以及电力基础设施领域



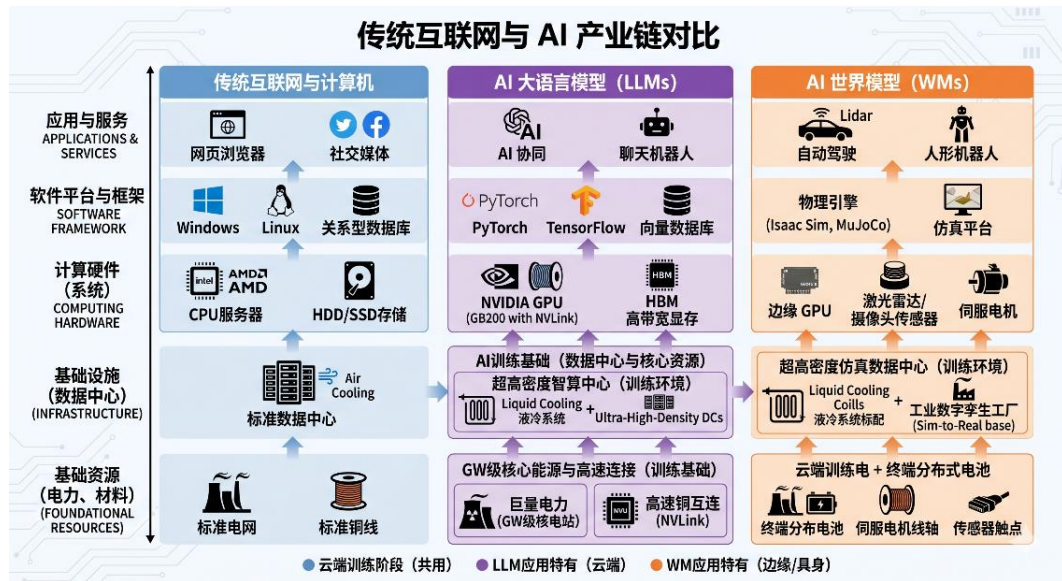
注：流量宽度越大，表示该环节相对越稀缺；颜色仅用于区分产业链类别。

注：基于公开资料整理，反映AI基础设施建设中主要结构性稀缺环节；为示意图，不代表精确市场份额。

3.2.2 智能化的三驾马车——大脑、应用与新空间

智能化的第二驾马车：应用：我们可以以这样一种方式理解AI应用：其为传统计算机互联网产业链一次重大升级：传统计算机基于既有规则进行计算并输出明确结果，AI则基于海量数据进行规则自我优化，并基于概率输出不同结果。我们可以将AI大语言模型比喻为“更加智能的计算机”，进一步地，可以将世界模型比喻为“能够在物理世界行动的AI”：大语言模型仅处理文本、数据，而世界模型处理时空四维数据，因此在大语言模型基础上，世界模型的运行额外需要激光雷达、伺服电机、仿真数据中心、终端分布式电池、传感器等与物理世界互动、获取与转化物理世界数据的产业

图：可以将AI大语言模型比喻为“更加智能的计算机”，将世界模型比喻为“能够在物理世界行动的AI”

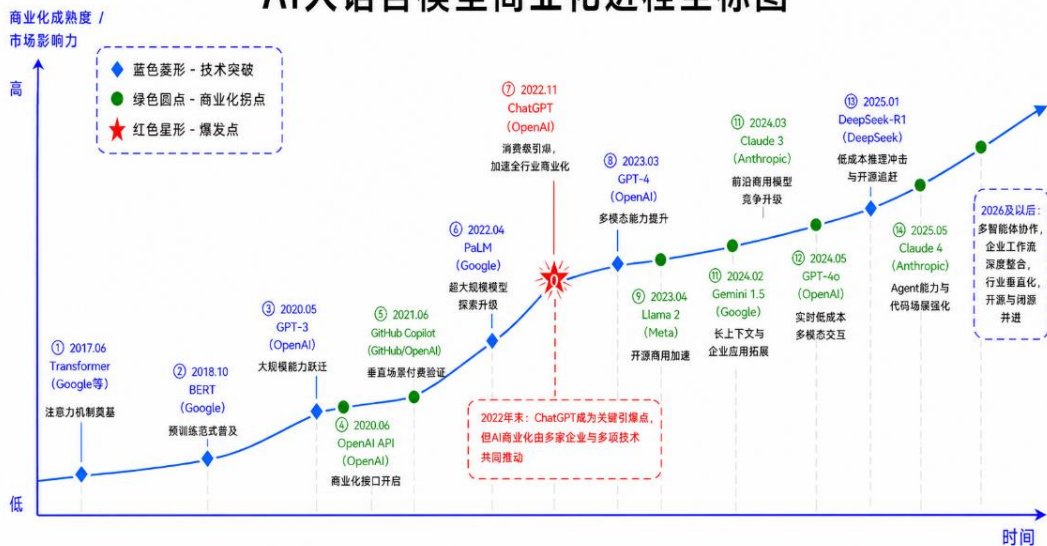


3.2.2 智能化的三驾马车——大脑、应用与新空间

智能化的第二驾马车：应用：2020年，OpenAI发布论文，提出Scaling Law，主要观点可由以下公式概括： $L(C,D,N) \propto (1/X)^\alpha$ ，其中L代表测试损失值(模型犯错的程度)，C代表计算量，D代表数据量，N代表参数量，说明模型性能与算力、数据、参数量之间存在稳定关系。2022年末ChatGPT-3.5横空出世，在使用性能上出现质变，证明了Scaling Law的确定性，由此给予了广大科技公司对于AI投资的明确信心，后续AIGC工具、AI Agent等陆续兴起，各项技术与商业化突破进入大众视角。

图：2022年末ChatGPT-3.5在使用性能上出现质变

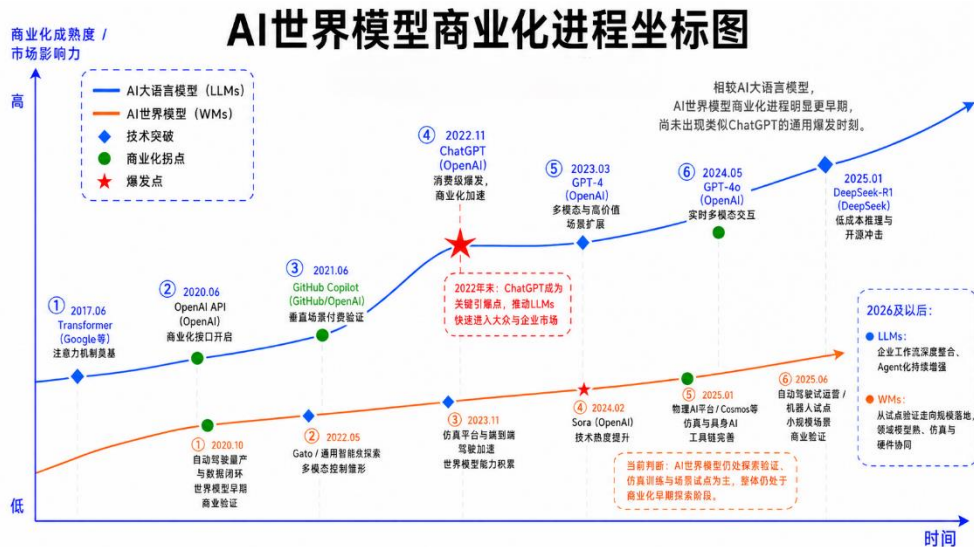
AI大语言模型商业化进程坐标图



3.2.2 智能化的三驾马车——大脑、应用与新空间

智能化的第二驾马车：应用：相较于AI大语言模型，而AI世界模型商业化进程则较为缓慢，目前仍处于早期探索和特定垂直领域应用的初级阶段，主要原因有三：一是目前技术水平下，世界模型成本远高于大语言模型。据CNET研究，视频传播的能耗是图像生成的30倍，是文本生成的2000倍。二是物理世界模型容错率低。简单举一个例子：大语言模型产生幻觉代价较小，但自动驾驶与手术机器人等世界模型产生幻觉代价较大。三是物理世界数据获取集中在特斯拉(自动驾驶)、波士顿动力(机器人)等垂直巨头手中，缺乏像文本那样通用的、可大规模抓取的开源数据集，正因其数据可得性较低且成本较高，其目前仅在自动驾驶、电影特效等价格不敏感且垂直的领域应用。

图：相较于大语言模型，世界模型商业化进程相对较慢













3.2.2 智能化的三驾马车——大脑、应用与新空间

智能化的第三驾马车：新空间：在旧有的房地产与传统基建（铁公基）周期中，宏观经济的扩张主要依赖于二维物理平面（土地）的向外无序铺展。新周期的第三驾马车，则是通过AI与新一代通信技术的深度赋能，向多维立体的“新空间”索要经济增量。智慧城市、商业航天（卫星互联网）与低空经济正在全面取代传统的钢筋水泥，成为新一代基础设施投资与经济增量的压舱石。

近期围绕水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网的“六张网”建设进入政策密集期，根据发改委初步估算，2026年相关重点领域投资规模将超过7万亿元。

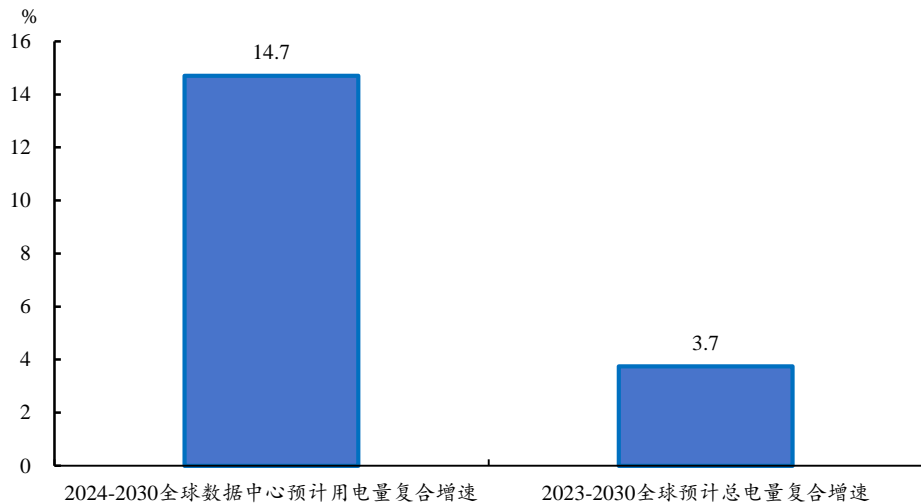
图：预计2030年新经济将逐渐取代旧经济

板块	当前水平（口径）	2030测算区间	核心逻辑 / 备注	趋势
 房地产	5.9%	4.8% - 5.2%	增量开发继续回落，城市更新、保障房、存量运营托底；“支柱”地位弱化但不会消失。	
 数字经济核心产业 (含AI、算力、通信)	10.5%	13.5% - 15.0%	AI基础设施、软件服务、算力网络、工业数字化持续扩张，将成为最强的直接增加值支柱之一。	
 新空间经济 (低空经济 + 商业航天)	0.8% - 1.2%	1.8% - 2.8%	低空经济已验证“2023年超5000亿元、2030年有望达2万亿元”；商业航天扩容明确，但统一GDP口径仍不足，宜谨慎估算。	
 新型能源体系 (新型电网、新能源、绿氢)	4.5% - 5.5%	6.5% - 8.0%	国家电网“十五五”固定资产投资预计4万亿元；风光储氢与相关装备制造、运维服务同步放量。	
 城市生命线网 (水网、管网、物流网)	2.0% - 2.5%	3.0% - 4.0%	地下管网未来五年投资需求约4万亿元，城市更新、水网建设、现代物流网络升级将形成中长期稳增长抓手。	

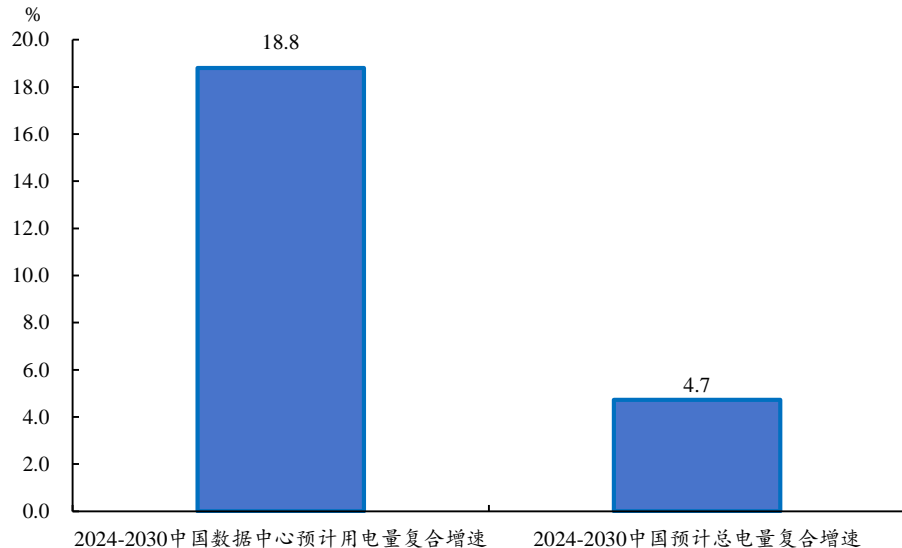
3.2.3 新周期的能源底座——新型能源体系与电力大时代

算力增长越快，电力约束越前置。根据IEA测算，全球数据中心用电量将在 2024 年约 415 TWh 的基础上，到 2030 年增至约 945 TWh，占预期总用电量的2.5%，占比虽小，但数据中心是高度集中且功率密度极大的刚性基础负荷源，数据中心电力供给较难以此类方式快速增长。若全球电力供给按原有电力增速进行，则将产生428TWh的数据中心电力缺口。中国则将产生239TWh电力缺口。

图：预计未来全球数据中心用电量增速明显快于总用电量增速



图：预计未来中国数据中心用电量增速明显快于总用电量增速



3.2.3 新周期的能源底座——新型能源体系与电力大时代

面对数据中心电力缺口问题，中国或更能利用新能源体系获得能源定价权：

中国已形成新能源车、光伏、储能、充电基础设施的一体化新能源供给闭环：根据IEA测算，2021-2024年前后，中国的光伏制造产能占全球比重约70-80%，储能电池与电池正负极材料产能占全球比重70%以上，公共充电桩约占全球60%以上，这意味着全球能源竞争的核心变量正在从油气资源禀赋，转向光伏制造成本、储能成本、电网调度能力和充电效率。中国凭借光储充全产业链规模优势，正在把新能源车的竞争优势外溢为能源系统优势：未来谁能提供更低成本、更稳定、更可调度的电，谁就能重塑交通、制造和AI算力时代的能源定价权。

图：中国新能源生产体系或助力解决数据中心电力缺口问题，获得新时代能源定价权

中国已形成新能源车、光伏、储能、充电基础设施的一体化新能源供给闭环

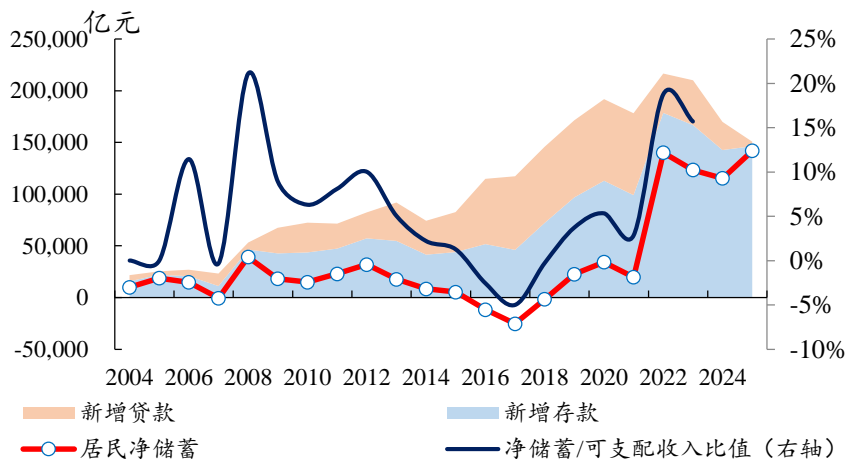
—— 全产业链协同，驱动新能源体系优势外溢 ——



3.2.4 消费和地产的修复是新周期的结果

- ▶ 经济增长的血液首先流向生产端，最后才通过就业和收入分配触达消费端，消费应是新周期的结果变量。
- ▶ 资产价格预期是居民资产负债表的重要影响因素。具体的链条为：房产价格下跌--居民净资产缩水（财富效应减弱）---风险偏好收缩--
-即使收入增加也不敢消费/买房。当前我国居民净储蓄量处于历史高位，居民新增贷款萎缩，资产负债表仍在防御性收缩阶段。因此，居民风险偏好的修复取决于资产负债表的修复，即流量的收入、存量的财富效应双重改善。这种修复有一定滞后性。从日本的经验看，在后衰退时期，尽管以房价为主的资产价格逐步回升，但居民消费意愿的复苏需要更长的周期。

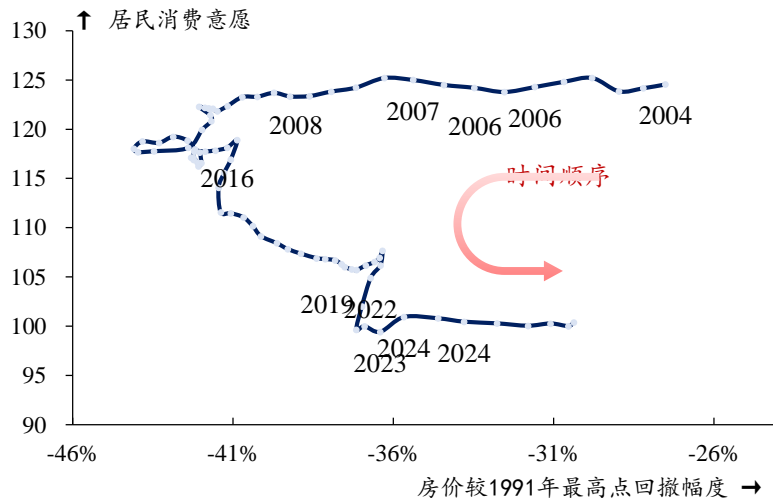
图：居民资产负债表仍在防御性收缩阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

KYSEC

图：日本资产价格修复期，居民消费意愿修复“凝滞”

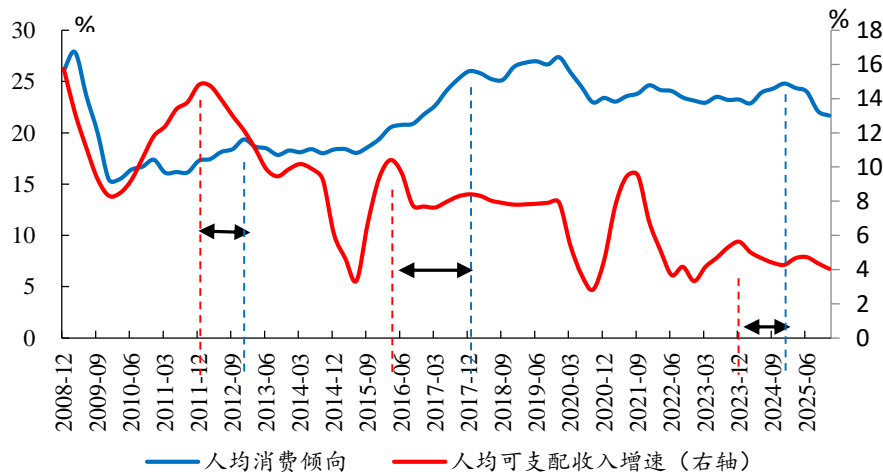


数据来源：Wind、开源证券研究所

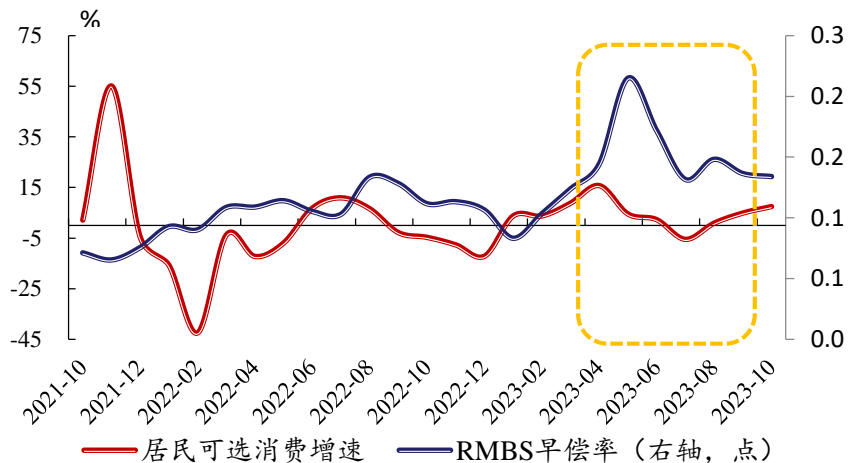
3.2.4 消费和地产的修复是新周期的结果

- 影响消费的收入是长变量，难以快速见效。地产和消费的触底回升会相对滞后。
- 当居民持有的核心资产估值缩水时，首要目标是“债务最小化”而非“消费最大化”。资产负债表的修复不仅是额度的修复，更是“估值信心”的修复。而新旧动能的差异在于，智能化、数字化产业（新动能）能够提高经济效率、创造新就业，但它们无法像过去的地产那样瞬间产生数万亿的“财富效应”。居民财富效应的修复或要依靠新经济繁荣带来的股市上涨，财富效应和信心拐点出现后，消费或将逐步回暖。

图：居民收入的改善对消费倾向的提振存在1-2年的时滞



图：居民存量债务偿还会挤占消费



资料来源：Wind、人民银行、开源证券研究所；数据经3MMA处理

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

背景新变：周期更迭与AI经济

2

世界新局：格局重构与大国博弈

3

中国新程：时钟重构与支柱轮替

4

治理新策：体系重塑与就业承接

5

资产新势：中国重估与科技消费

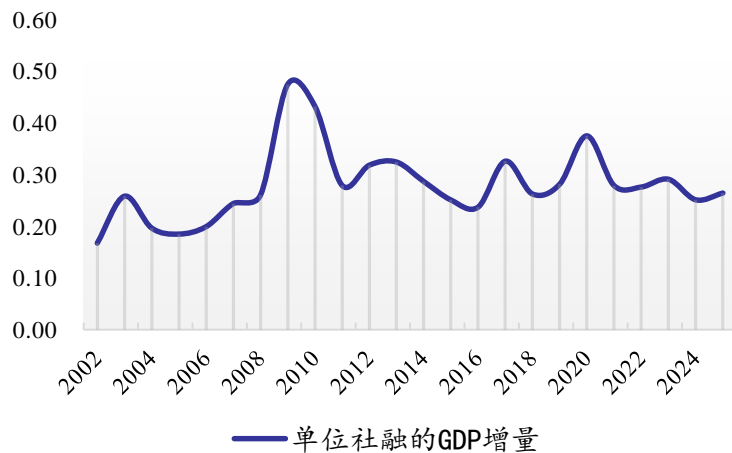
6

风险提示

4.1 宏观治理体系重塑：指标重构与政策重估

- 传统基于信贷总量、地产开工、PPI等的先行指标已滞后于新旧动能转换。当前总量金融数据走势反映的是经济的“结构性转型”而非单纯的“需求萎缩”。新框架应弱化规模扩张指标，强化“效率”评价，例如经济结构转型或推动社融效率的提升（单位社融增量能带动的GDP增量提高）。可构建以算力消耗、研发投入等为核心的先行指数。
- 加强财政与产业政策的协同性。财政资金应从传统“铁公基”领域有序退出，减少对过剩行业的补贴、对僵尸企业的补贴，转向支持基础研究、战略性新兴产业、未来产业与卡脖子国产替代领域建设。

图：单位社融的GDP增量或能更好衡量新周期下的融资效率



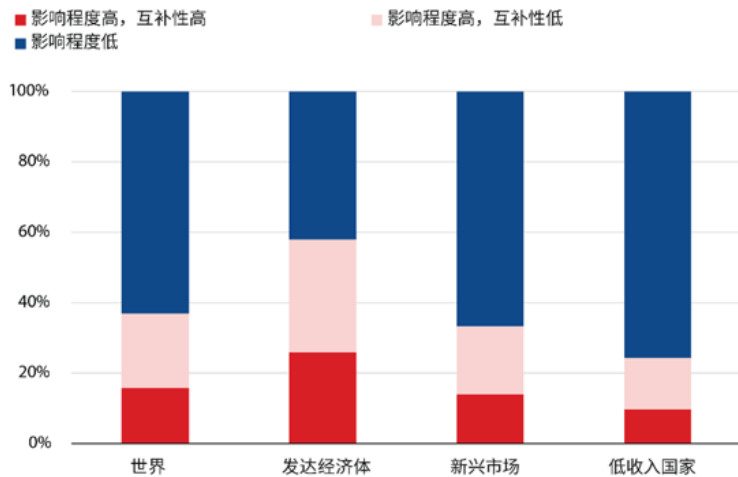
图：财政资金应有有序退出“僵尸企业”和过剩行业，转向国产替代与未来产业



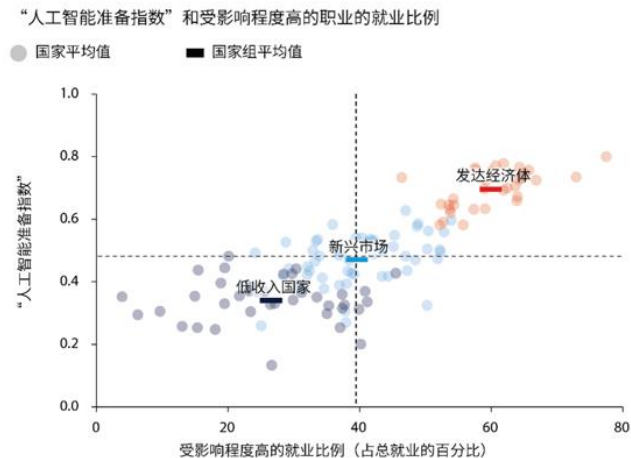
4.2 宏观治理体系重塑：就业应对与财富分配再平衡

- 新周期下，AI 对劳动力市场产生深层结构性冲击，传统逆周期就业政策面临失效风险。根据 IMF (2024) 的研究，全球约 40% 的就业暴露于 AI 影响下，其中高收入国家的暴露率甚至高达 60%。AI 可能导致劳动力市场出现“中间层塌陷”。高技能者通过 AI 获得产能增强，而从事常规办公、初级编程等中端技能岗位的劳动力则面临被实质性替代的风险。
- “机器人税”与 UBI (全民基本收入) 或是新周期下财富分配的再平衡机制。阿西莫格鲁等学者指出，现行税法过度补贴资本而重课劳动 (工资税)。征收机器人税的目的是通过纠正“资本与劳动力税负的不对称”，减缓过快替代带来的社会冲击，并为受影响的劳动者筹集再培训资金。在 AI 导致劳动力议价能力下降、工资占 GDP 比重缩小的预期下，UBI 可以作为“社会红利”发放，确保总需求不因分配失衡而萎缩。

图：据IMF，发达国家将有更多工作岗位受到AI影响
按受人工智能影响程度和互补性划分的就业比例



图：发达经济体往往更有能力采用人工智能



注释：弗雷泽研究所、国际劳工组织、国际电信联盟、联合国、万国邮政联盟、世界银行、世界经济论坛和IMF工作人员的计算。

目录

CONTENTS

1

背景新变：周期更迭与AI经济

2

世界新局：格局重构与大国博弈

3

中国新程：时钟重构与支柱轮替

4

治理新策：体系重塑与就业承接

5

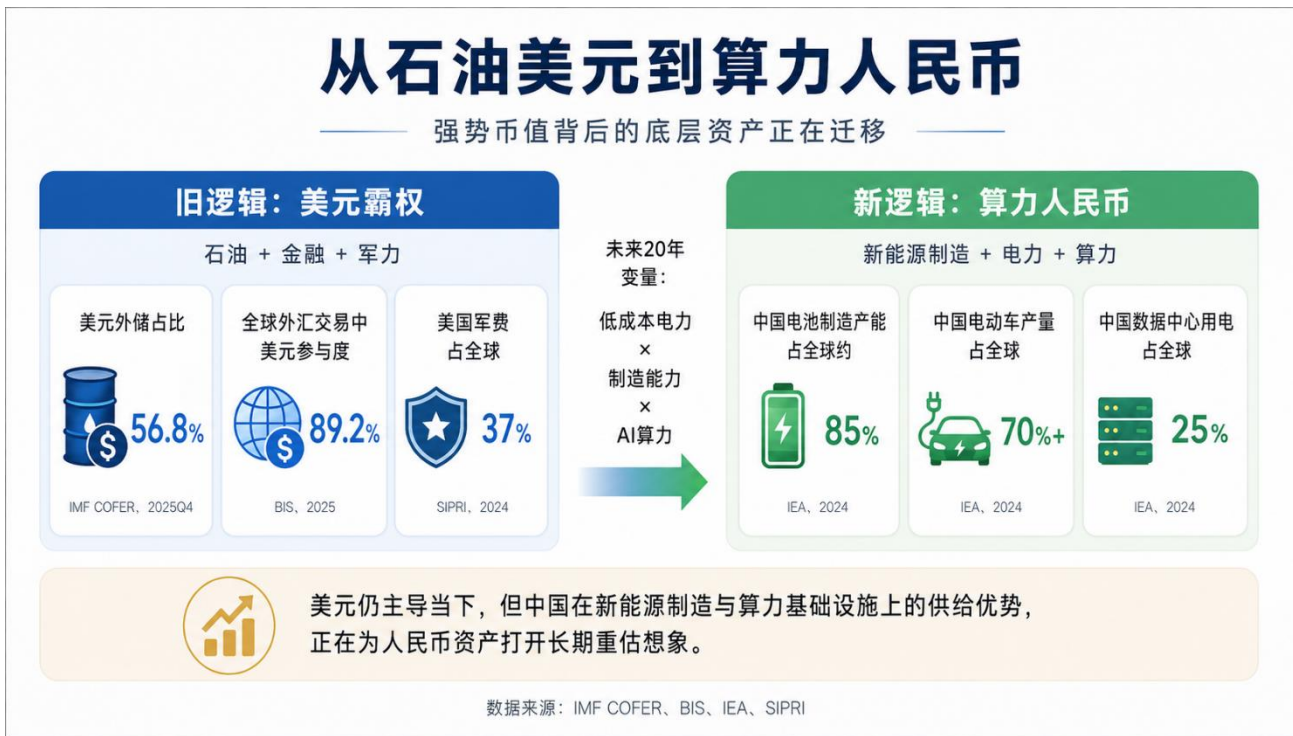
资产新势：中国重估与科技消费

6

风险提示

5.1 国际看中国：人民币资产战略性重估

美元霸权依托“石油+金融+军力”（占全球外储 56.8%、外汇交易 89.2%、军费 37%）。未来变量转向“低成本电力×制造×AI 算力”：中国电池产能占全球约 85%、电动车 70%+、数据中心用电约 25%，正为人民币资产打开长期重估想象。



5.1 国际看中国：人民币资产战略性重估

中国综合国力提升、各方面缩小与美国差距。中国科技突破、国防强硬、内需广阔、制造韧性强，对应人民币汇率升值、A股指数上行空间打开。

中美国防、经济、科技三维对比

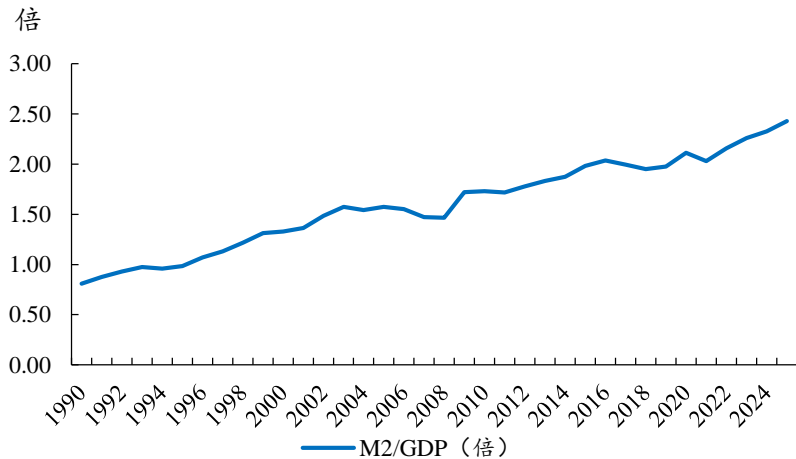


数据来源：SIPRI、World Bank WDI、WIPO PCT Yearly Review 2025、Stanford AI Index 2025。

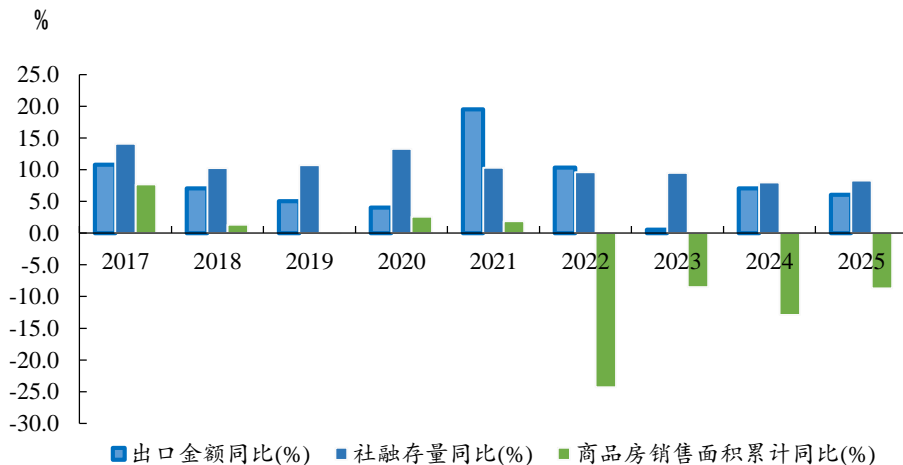
5.2 中国看股市：出口强劲+地产慢熊+逆周期支持 = 股市具备吸引力

出口高增+地产慢熊+逆周期政策→股市具备吸引力；地产企稳叠加新动能崛起后，新增流动性可能不会大幅流入地产/债市，而将更多进入股市，A股迎来战略性做多窗口。

图：M2/GDP持续高增



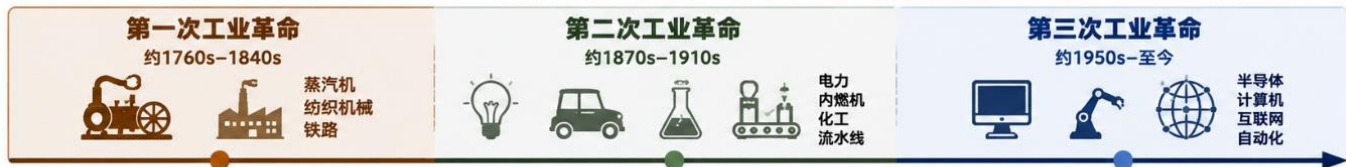
图：流动性较为充足且可能流入股市



5.3 股市主线：从物质需求到精神需求——内外需投资全景

历史上三次工业革命持续抬升生产力：全球人均 GDP 从 1820 年约 1200 国际元升至 2022 年约 16100 国际元。就业总量未被消灭，反随新产业扩张上升；就业结构沿“农业→工业→服务业/知识型岗位”持续迁移。

三次工业革命对生产力及居民就业总量与结构的影响（历史复盘）

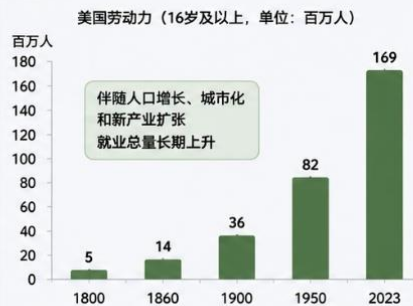


A 生产力：全球人均GDP (2011国际元)



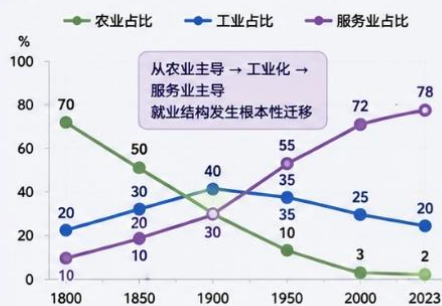
数据来源：Maddison Project Database 2023 (OWID整理)

B 就业总量：美国劳动力规模 (约数)



数据来源：NBER《Labor Force and Employment, 1800-1960》；NBER《Revised Estimates..., 1800-1860》；World Bank WDI

C 就业结构：英国就业结构变化 (%)



数据来源：Bank of England - A Millennium of Macroeconomic Data for the UK



三次工业革命显著提升了**生产率水平**，推动全球人均产出长期持续增长。



技术革命并未长期消灭**就业总量**，而是伴随新产业与需求扩张持续上升。



就业结构沿着“农业 → 工业 → 服务业/知识型岗位”持续迁移，**服务业成为主导力量**。

数据来源：Maddison Project Database 2023 (Our World in Data)；NBER (Historical Labor Force and Employment)；Bank of England - A Millennium of Macroeconomic Data for the UK；World Bank WDI / ILOSTAT

注：图中为约数，便于展示长期趋势

5.3 股市主线：从物质需求到精神需求——内外需投资全景

马斯洛需求层次揭示：人的需求由物质追求逐级跃迁至精神追求。在AI大时代+产业外迁双重背景下，当内外需的物质被满足之后，精神消费的空间有望被打开。

物质需求 ——> 精神需求 （马斯洛：生理·安全 → 归属·尊重 → 自我实现）

外需·其一
发展中国家：以物质升级钱为主

- 机电产品出海
家电、汽车、工程机械、光伏组件
- 上游资源品
有色金属、能源、化工原料
- 基建与产能输出
一带一路、工程承包、装备

外需·其二
发达国家：以AI钱和服务延伸为主

- 供给端上游金属
铜、铝、黄金、稀土
- AI硬件
算力、GPU、光模块、HBM
- 服务
品牌、内容、与服务价值延伸

内需·三层次
物质 → 高质量 → 精神

- ① 物质基础完善
缩小城乡区域差距、大众消费品、低能级城市消费升级、农村基建
- ② 物质高质量发展
传统产业升级、新型城镇化、AI产业链
- ③ 精神层面
悦己消费、高端服务业、情绪价值消费

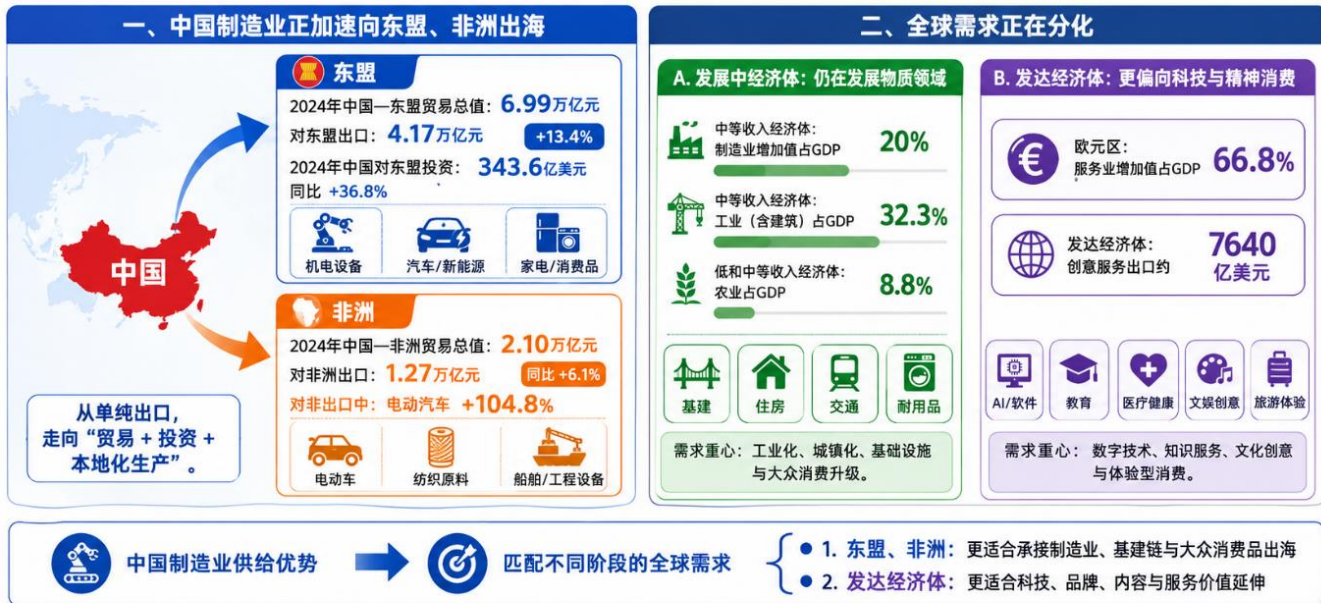
核心结论：沿「物质 → 高质量 → 精神」拾级而上

5.3 股市主线：从物质需求到精神需求——内外需投资全景

中国制造业正从“单纯出口”转向“贸易+投资+本地化生产”：2024年中国—东盟贸易 6.99 万亿元、对非出口电动汽车 +104.8%。全球需求分化——发展中经济体偏重物质，发达经济体更偏向科技与精神消费，中国供给优势可分别匹配。

中国制造业出海与全球需求分化

东盟、非洲承接物质升级需求；发达经济体更偏向科技与精神消费



数据来源：海关总署 / 商务部 / 国家统计局 / 国家外汇管理局 / World Bank / UNCTAD

5.3 股市主线：科技+服务

截至 2026 年 5 月中旬，美国科技 Top5 合计约 20.9 万亿美元，约为中国（1.48 万亿）的 13.9 倍；服务业美国约 6070 亿美元，约为中国（810 亿）的 7.5 倍。中国相关上市样本偏少、龙头多未上市，整体规模小于美国。

中美科技行业市值比较

代表性上市公司样本 | 市值统一折算为美元 | 截至2026年5月18日



美国科技市值集中在 AI、云计算、平台与半导体龙头。

中国科技龙头分布在互联网平台、先进制造、光模块与新能源科技。

本图为代表性上市公司样本比较，包含A股、港股及中概股

数据来源：CompaniesMarketCap；上市公司公开股价与股本（2026年5月18日）

中美服务业市值比较 (养老、教育、文旅)

代表性上市公司样本 | 市值统一折算为美元 | 截至2026年5月中旬



中国纯养老上市平台较少，样本含康养/社区服务公司

美国服务业龙头在养老 REIT、文旅 IP 与全球酒店/在线旅游平台上市值优势明显。

中国教育服务样本市值不强，但养老与文旅龙头整体仍小于美国。

数据来源：CompaniesMarketCap；HKEX / Nasdaq / NYSE 等上市公司公开股价与股本（2026年5月中旬）

5.3 股市主线：科技—先导变量 + 核心支柱 + 能源底座

三条主线对应新周期的三个层次：有色（先导变量）+ AI算力（核心支柱）+ 电力新能源（能源底座），三位一体捕捉新周期红利。

主线一

紧握先导变量

有色金属与硬资产

AI算力需求驱动 + 中东避险溢价 + 供给端长期受限

重点标的：

- **铜**
AI数据中心+电网升级双驱动
- **铝**
新能源车/电池/光伏组件需求
- **黄金**
去美元化+央行增持配置
- **稀土/铌/锆**
战略资源出口管制

主线二

拥抱核心支柱

新质生产力

AI产业链国产替代 + 自主可控加速 + 未来产业政策红利

重点标的：

- **AI硬件/算力**
GPU、CPO、液冷、HBM
- **半导体设备**
光刻/刻蚀/薄膜核心环节
- **商业航天**
卫星互联网/低空经济
- **人形机器人**
具身智能产业链

主线三

新型能源护航

电力与新能源

"算力的尽头是电力"，电力设备景气度+新能源全球定价权

重点标的：

- **特高压/智能电网**
AI耗电+西电东送
- **电力设备出海**
中东/东南亚新兴市场
- **氢能产业链**
绿氢+工业脱碳
- **核聚变概念**
终极能源选项

5.3 思考：科技之外，哪些行业具备发展空间？

AI 产业链已形成共识，随着AI赋能千行百业，也必将加大科技与生产性服务业和生活性服务业的发展融合。此外，可关注精神领域的消费升级。

方向1 健康心灵

健康医疗
养老康复与银发经济
运动健身
心理咨询

方向2 创造力

艺术创作
设计创意
内容IP
影视游戏
创意平台

方向3 悦己消费

文娱艺术
VR/AR·元宇宙
文旅和乡村民宿
宠物经济
线下演出
情感陪伴类AI应用
家政

方向4 自我实现

高端培训
文化内容付费
个性化定制

目录

CONTENTS

1

背景新变：周期更迭与AI经济

2

世界新局：格局重构与大国博弈

3

中国新程：时钟重构与支柱轮替

4

治理新策：体系重塑与就业承接

5

资产新势：中国重估与科技消费

6

风险提示

- 1、国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- 2、美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。
- 3、关税反复超预期：如果美国关税反复超预期，可能会对我国乃至全球经济造成影响。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn



KYSEC