

大摩闭门会：亚洲暑期学校：亚洲经济展望 20260608

亚洲资本支出超级周期开启：AI 与能源双驱动下的工业复苏

摘要

- 亚洲资本支出进入超级周期，预计 2030 年达 16 万亿美元，复合年增长率 7%（过去 3 年增速的 3 倍），由 AI、能源、国防及工业供应链四大结构性因素驱动。
- 能源为本轮周期最大组成部分（约 1.2 万亿美元），规模为 AI 相关支出的 4.5 倍；美国超大规模企业 IT 支出与亚洲半导体出口高度相关，预示出口将持续加速。
- 中国制造业主导地位强化，预计 2030 年全球出口份额升至 16.5%；出口回暖正推动 PPI 回升，若强劲势头持续，有望通过薪资增长带动内需从通缩向温和通胀过渡。
- 复苏广度已从科技扩展至非科技领域，非半导体出口年化增长达 24%；台、韩、中、日作为工业与资本品核心供应方，将成为本轮全球工业回暖的最大受益者。
- 印度面临资本外流与汇率压力，主因是 2026Q1 盈利增长预期（12%）远低于韩（150%）、台（49%）、日（33%）等市场，导致投资者进行资产调仓。
- 货币政策分化，亚太央行不会普遍加息；日本央行因内需疲软及核心通胀仅 1.5%将维持谨慎，而菲律宾、印尼等国或因通胀超预期或汇率压力采取选择性加息。

Q&A

亚洲经济在 2026 年下半年及未来的核心宏观主题是什么，有哪些关键指标和驱动因素？

亚洲正迈向一个工业与资本支出的超级周期。评估此周期强度的核心指标是该地区的资本品进口情况，截至 2026 年 4 月，亚洲资本品进口同比增长率已达到 29%，是自 2004 年以来的最高增速。展望未来，预计该地区整体资本支出将从 2025 年的 11 万亿美元增长至 2030 年的 16 万亿美元，复合年增长率为 7%，是过去三年增速的三倍。此轮资本支出周期主要有四大驱动因素：首先是人工智能及相关数字基础设施；其次是能源及能源转型相关资本支出；第三是国防领域；第四是

更广泛的工业资本支出。

如何评估人工智能及相关数字基础设施在亚洲资本支出周期中的具体作用和规模？

尽管目前亚洲在人工智能领域的资本支出仍远低于美国，但预计未来将显著回升。亚洲不仅从 AI 相关的资本支出和资本品出口中获益，还受益于能源、国防及工业等其他领域的增长。具体来看，与超大规模企业相关的资本支出正在推动半导体公司的资本品出口和自身的资本支出。从规模上粗略估算，亚洲的人工智能相关资本支出（包括半导体企业）可能在 2,500 亿美元左右。

全球及欧美资本支出周期的现状如何，这对亚洲的出口，特别是半导体出口有何影响？

全球资本支出周期已在 2025 年大幅回升，预计将进一步加速，全球资本支出增速预计将从 2024 年的 3.1% 提升至 2026 年的 4.3%，并在 2027 年保持高增长水平。欧美地区的资本支出同样在显著回升。具体到美国，其超大规模企业的资本支出预计将从 2025 年的 4,490 亿美元增长至 2027 年的 1.1 万亿美元。美国整体 IT 资本支出与亚洲半导体出口数据呈现高度相关性，预示着美国资本支出的增长将直接带动亚洲的出口。

能源领域的资本支出在亚洲此轮超级周期中扮演何种角色，其规模和增长驱动力是什么？

能源是本轮资本支出周期中最大的单一组成部分，其资本支出规模已达到约 1.2 万亿美元，约为亚洲 AI 相关资本支出的 4.5 倍，并且预计未来将进一步显著增长。能源资本支出的增长主要由四个因素驱动：第一，为满足工业持续增长和人均用电量增加带来的现有电力需求；第二，为人工智能发展提供能源支持；第三，能源转型相关的投资，如可再生能源和核供应链；第四，出于能源安全考虑，各国寻求替代进口石油和天然气的国内能源方案，例如印度计划大力投资煤气化设施。

国防和工业供应链领域的资本支出呈现出哪些趋势？

在国防领域，该地区多数经济体计划增加支出。韩国、日本和台湾地区已设定了显著提升国防支出占 GDP 比重的目标。中国在年初宣布国防支出增幅将超过名义 GDP 增速，印度也宣布到 2026 年国防支出将增长约 18%。在工业领域，为支撑前述 AI、能源和国防三大领域的资本支出，整个地区的工业供应链资本支出也在增加，其规模甚至超过能源资本支出。同时，多个经济体正在推动工业供应链本土化，这一趋势已从稀土磁体行业蔓延至其他细分领域。全球及亚洲的 PMI 数据均接近四年高点，亚洲工业生产也接近四年高点，与 CRB 工业原材料价格指数的

走势高度吻合，印证了工业活动的全面回暖。

本轮资本支出周期的预计持续时间有多长，其结构性特征如何？非半导体和非科技领域的出口表现如何？

预计本轮资本支出周期至少将持续 3-4 年。其持续性主要基于两点：首先，企业部门的资产负债表处于周期早期阶段，私营企业已完成去杠杆，私人债务占 GDP 比重相对较低；其次，本轮资本支出的构成具有很强的结构性驱动因素，使其对外部冲击的抵御能力更强。此轮复苏并非仅限于 AI 领域，非半导体出口自 2025 年 10 月以来回升强劲，年化增长率达到 24%，其中资本品是主要组成部分，中间品和消费品出口也均有回升。同时，美国非科技私人资本支出占整体资本支出的 38%，且已出现好转，这正传导至亚洲地区非科技出口的改善。

随着出口增长，亚洲地区的就业和消费市场将呈现何种复苏形态？

随着经济持续从科技和非科技领域的资本支出及出口中获益，就业和消费将逐步扩大回暖，而非呈现集中于少数领域的“K 型”复苏。目前，工资增长在 2025 年第四季度温和回升后维持在该水平，中国部分地区的零售销售有所回暖，而中国整体仅从低谷温和反弹。预计随着出口增长通过就业和工资增长传导至更广泛的经济层面，该地区的消费也将逐步回升。

在此轮资本支出和工业超级周期中，哪些经济体将主要受益？

整个亚洲地区都将受益，但受益程度存在差异。受益最大的前四大经济体为台湾、韩国、中国和日本，它们同时受益于国内资本支出回升和出口增长。印度主要受益于国内资本支出的回升。澳大利亚和印度尼西亚则将因大宗商品价格上涨而受益。从经济体对工业成分的依赖程度以及 MSCI 指数中金属和工业板块的权重来看，韩国、台湾、中国和日本同样是主要受益方。

油价上涨对亚洲各经济体构成何种风险，央行将如何应对？

如果油价上涨，泰国、菲律宾、印度、韩国和台湾将面临更大风险。当油价升至约 120 美元/桶时，将对该地区造成显著冲击，但目前油价远低于此水平。各国央行的应对将较为复杂，而非普遍加息。由于体系内已有的财政措施限制了国际油价向国内燃油价格的传导，通胀传导效应预计将较为温和，因此央行可能无需对油价上涨做出过度反应。

考虑到当前的通胀水平和经济增长动力，亚洲各主要经济体的央行货币政策前景如何？

亚洲地区的通胀需求拉动压力非常有限，因为生产率动态基本稳定，且经济主要由出口驱动。多数经济体的整体通胀与核心通胀数据均处于央行目标



仅日本、韩国、澳大利亚、菲律宾和泰国等少数经济体的通胀已突破目标。因此，日本央行、澳大利亚储备银行、韩国银行、印尼央行和菲律宾央行更可能加息或已针对能源价格冲击采取了加息措施。尽管预计未来会进入加息周期，但市场当前计入的加息幅度远超预期。

亚太地区各国央行的利率政策展望如何，尤其是在当前市场预期普遍加息的背景下？

亚太地区各国央行不会普遍加息，而是将进行选择性加息，且加息幅度可能低于市场预期。具体来看，日本央行可能因国内通胀形势加息；菲律宾央行需应对大幅超预期的通胀；印尼央行加息旨在维持汇率稳定；韩国央行加息并非直接应对能源冲击，而是由于需求端压力正缓慢累积，并将随着这些压力在经济活动和通胀数据中显现而采取行动。

中国在全球制造业中的主导地位将如何演变，其背后的驱动因素是什么？

预计中国将持续主导全球制造业，其在全球商品出口中的市场份额预计将从目前的 15% 上升至 2030 年的 16.5%。这一成就主要由五大持续推进的政策举措支撑：第一，预判全球需求变化并提前进行相关产业布局；第二，加大对下一代重点发展领域的研发投入；第三，规划一体化供应链，例如在电动汽车和机器人领域，先明确产品组件，再扶持相应的零部件工厂；第四，推动金融体系与国家战略目标对齐，确保重点领域在适当时机获得充足资金；第五，依托庞大的人才库，并注重培养适配新一代产业的技能。目前，中国在全球 15 个增长最快的出口品类中已占据 19% 的市场份额，这预示了其整体市场份额的未来走向。

中国从通缩向常态化通胀过渡的进展如何，当前通胀回升的可持续性面临哪些挑战与机遇？

中国正处于从通缩向正常通胀的过渡阶段，PPI 已显著回升，预计未来 GDP 平减指数也将从通缩状态回升至温和的低通胀水平。然而，当前通胀回升的可持续性面临挑战。首先，这一变化仍由输入价格驱动并传导至产出价格，而非由强劲的内需驱动，消费增长整体呈放缓态势。其次，衡量经济真实需求的非大宗商品行业利润率尚未明显改善。机遇在于出口已出现回暖迹象，中国作为全球资本开支与产业周期回升的主要受益者，出口增长将提升企业盈利。例如，在太阳能、电动汽车和电池这三个存在产能过剩的行业，截至 2025 年 3 月的过去 12 个月累计出口额已从 1,400 亿美元增长至 2026 年 3 月的 2000 亿美元。若强劲的出口态势持续，可能推动非商品板块利润率回升，进而通过薪资增长传导至消费。不过，房地产行业的深度调整以及政府财政收入占 GDP 比重不断下降，限制了通过大幅增加社会福利支出和房地产支持方案来提振消费的能力。

印度当前面临的国际收支逆差和汇率波动挑战主要源于何处，其经济基本面和前景如何？

尽管印度经济基本面持续改善，国内需求回升，经常账户赤字有望维持在 GDP 的 2% 以下，但其国际收支和汇率仍面临挑战。卢比的实际有效汇率已跌至接近 2013 年的低位。挑战主要源于资本外流，包括组合投资流出和私募股权投资者退出导致的净 FDI 面临压力。核心问题在于印度与其他全球市场在盈利增长预期上的差距：2026 年第一季度，印度孟买敏感指数（BSE 500）的盈利增长预期约为 12%，远低于韩国（150%）、台湾（49%）、日本（33%）和美国标普 500 指数（25%）的水平。这种相对增长差距是导致投资者抛售印度资产的主要原因。解决方案在于通过提升出口竞争力来改善国际收支动态，具体措施包括加大基础设施投资、改善营商环境（尤其是在邦级层面）和推进劳动力技能培训。

人工智能将对印度的服务出口和国际收支平衡产生何种影响？

AI 将对印度服务出口的潜在就业创造产生负面影响。然而，从国际收支和汇率动态的角度看，以美元计价的服务出口收入数据更为重要。尽管 AI 会使服务出口收入的增速放缓，但未来仍将保持增长。因此，虽然对此表示关注，但其负面影响程度可能不及市场担忧的水平。

市场担忧日本央行在加息方面行动滞后，这一判断是否成立？其货币政策面临哪些现实约束？

日本央行并未行动滞后，其谨慎的加息做法是正确的。原因有三：首先，日本的核心通胀率目前维持在 1.5% 左右，并未超过或接近通胀目标。其次，当前的通胀并非由内需驱动。与疫情前的 2019 年 9 月相比，日本实际 GDP 仅增长 2%，而作为内需关键指标的实际消费水平甚至比疫情前低约 1%。消费疲软与实际工资增长乏力直接相关。最后，最新的“春斗”工资协议数据显示，当前工资增长速度已低于过去两年。此外，尽管投资者对日本的财政状况有所担忧，但与美国相比，日本的财政状况更为有利：其赤字规模远小于美国，且公共债务占 GDP 的比重呈下降趋势，而美国则在持续上升。

韩国经济复苏的广度如何，是否仅仅依赖半导体行业？

韩国的经济复苏已从半导体行业扩展至其他领域，并非完全由半导体驱动。虽然半导体出口增速接近 180%，推动整体出口增长 50%-60%，但非半导体出口同样表现强劲，5 月份增速达到 22%。这表明当前正处于一个工业和资本支出的超级周期中，复苏已从科技领域扩展至非科技领域。预计这种复苏范围将进一步扩大，推动资本支出改善，进而带动劳动力市场状况好转，最终助力消费全面复苏。剔除燃油消费后的零售销售数据显示，自 2026 年第一季度以来，零售销售已出现相当幅度的回升，印证了复苏迹象。

印尼经济增长的驱动力是什么，其可持续性面临哪些挑战？

印尼的经济增长主要由政策宽松支撑，包括央行此前的持续降息和政府支出的增加。贷款增长虽有所回升，但主要由政策推动的农业贷款带动。其增长的可持续性面临挑战，核心问题是资本支出周期持续疲软。GDP 中的固定资产投资占比已在一段时间内维持在低于疫情前的水平，导致新增就业大多集中在非正规部门，消费未能有效传导至可选消费领域，汽车销量等数据长期疲软。由于企业信心不足，且央行近期加息 50 个基点并可能继续加息，私人资本支出难以自行回升。因此，未来需要依靠公共投资引领整体资本支出周期，或依赖大宗商品价格持续回升以改善贸易条件，并加快政策改革以改善营商环境，才能推动可持续的就业创造和消费增长。

