仅供内部参考，请勿外传

报告日期 2026 年 09 月 14 日

分析师：杨震宇
S0190520120002
yangzhenyu20@xyzq.com.cn
分析师：张启尧
S0190521080005
zhangqiyao@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证策略】基于劳动力转移视角的长周期策略分析：A 股复盘篇-2026.09.02

【兴证策略】兴证策略&多行业 2026 年 9 月市场配置建议和金股组合-2026.08.29

【兴证策略】基于劳动力转移视角的长周期策略分析：日本篇-2026.08.19

基于劳动力转移视角的长周期策略分析：A 股展望篇

投资要点：

- 我国将于 2032-2034 年迎来第二次刘易斯拐点

根据我国农劳比变化可知我国已经迈过劳动力转移加速度最低点，正向第二次刘易斯拐点迈进；

美国与日本劳动力转移过程中分别经历了第二次产业革命和第三次产业革命，而当前我国劳动力转移正经历第四次产业革命。AI 技术发展和渗透率提升会加快我国第二次刘易斯拐点的到来；

当前距离我国迈过第一次刘易斯拐点后已经过去 22 年。参考美国和日本劳动力转移经验、当前技术进步、模型预测结果以及我国相关战略规划内容，预计我国将于 2032-2034 年迎来第二次刘易斯拐点。

- 临近第二次刘易斯拐点前 A 股可能会经历繁荣期和波动期

第二次刘易斯拐点来临前，我国依然很可能会在宽松宏观政策、经济结构切换以及强力产业发展战略推动下出现新一轮经济景气周期以及股市繁荣期；

但是我国经济体量相对美国比值已经迈过阶段最高点，经济增速向稳态收敛，股市相对回报率出现波动，会引起跨境资金流入变化；

伴随我国经济趋近第二次刘易斯拐点，未来我国经济运行的外部环境不确定性较高，亦会影响股市运行稳定性；

当前科技股行情处于从估值驱动向业绩驱动切换期，科技股波动加剧成为行情波动的结构性来源；

第二次刘易斯拐点来临前，预计 A 股会出现一次比较显著的牛市行情，但途中可能会较为波折。

- 迈过第二次刘易斯拐点后，A 股将进入长牛时代

1970 年美国迈过第二次刘易斯拐点后，经历了石油危机等外部冲击，于 20 世纪 70 年代中期开始迎来长牛行情；日本在 1994 年迈过第二次刘易斯拐点后处于“失去的二十年”之中，于 2012 年开始迎来“迟到”的长牛；

与历史行情相比，美股和日股在第二次刘易斯拐点后的长牛均表现出中性偏高的夏普比率和更为稳健的行情特征，符合理论预判结果；

参考美股和日股经验，迈过第二次刘易斯拐点后 A 股会经历一段波动期，随后再度相对住房和债市持续走强，迎来长期的权益时代；

未来以科技、消费等行业为主的长牛时代：当前 A 股科技股与美股科技股资本开支占比同步上行，成为 A 股投资的重要方向；参考美国经验，未来非必需消费将越来越成为我国消费增长重心。

- 风险提示：劳动力转移进程不确定性、全球政经格局变化超预期、理论模型与现实偏差较大、外部冲击超出预期等

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 未来我国劳动力转移发展阶段研判 4
（一） 当前我国正处于向第二次刘易斯拐点迈进的第四阶段 4
（二） 新一轮科技产业革命推动我国劳动力加速转移 4
（三） 我国可能于 2032-2034 年迎来第二次刘易斯拐点 7
二、 第二次刘易斯拐点前 A 股表现展望 10
（一） A 股历轮牛市符合劳动力转移理论预判 10
（二） 当前 A 股已经处于第二次刘易斯拐点前行情 12
（三） 第二次刘易斯拐点前 A 股将经历繁荣期与波动期 14
三、 迈过第二次刘易斯拐点后 A 股将迎来长牛时代 20
（一） 美股在 70 年代中期开始迈入长牛轨道 20
（二） 2012 年日股迎来“迟到”的长牛 25
（三） 迈过第二次刘易斯拐点后的权益时代以及长牛行情特点 30

图目录

图 1、 中国劳动力转移历程 4
图 2、 1955-2023 年日本全要素生产率的变化 5
图 3、 1956-2023 年中国全要素生产率的变化 5
图 4、 AI 系统在各种能力上相对于人类表现 6
图 5、 美国人对自己的工作被自动化担心程度 6
图 6、 训练 AI 模型所需算力的变化 7
图 7、 我国与欧洲和美国相比 AI 领域私人投资增速比较 7
图 8、 模拟预测未来我国农劳比变化速度表现 8
图 9、 模拟预测未来我国农劳比变化加速度表现 8
图 10、 2016 年以来不同风格指数表现 13
图 11、 2016 年以来不同成长概念指数表现 13
图 12、 自 2019 年以来各国大型人工智能系统的累计数量（个） 14
图 13、 2010 年以来电动汽车保有量占比 14
图 14、 2025 年各国或地区每十万居民授权 AI 专利数量 14
图 15、 2025 年各国或地区数据中心用电需求占比 14
图 16、 2016 年以来政府预期目标中赤字率和地方专项债增速变化 15
图 17、 2011 年以来我国存款准备金率变化 15
图 18、 2019 年以来地方债平均剩余期限和平均利率变化 16
图 19、 金融机构中长期贷款余额增速和规上企业利润率变化比较 16
图 20、 不同国家劳动力转移过程中与被追赶国家之间经济体量的对比变化 17
图 21、 不同国家劳动力转移过程中与被追赶国家之间股市回报率对比变化 18
图 22、 2014 年以来境外资金流入和陆股通累计买入净额变化 18
图 23、 2020 年以来外资持股占比变化 18
图 24、 IT 不同发展阶段美股科技股估值驱动与盈利驱动的轮动 19
图 25、 A 股当前成长股或已经入“盈利审美”阶段 20
图 26、 A 股中成长股资本开支占比持续上升 20
图 27、 1984 年开始美国经济进入“大缓和”时代 21
图 28、 1947 年以来美国服务生产和商品生产 GDP 占比变化 21
图 29、 1950 年以来美国服务生产相对商品生产就业占比和工资变化 ....

仅供内部参考，请勿外传

图 30、 1990 与 1970 年金融中介资产份额比较.....22
图 31、 1970 年以后美股长牛.....22
图 32、 1970-1990 年美股行业表现.....22
图 33、 1990-2000 年美股行业表现.....23
图 34、 1981-2009 年美股部分行业资本开支占比变化.....23
图 35、 1970 年以后美股股价驱动因素分解.....24
图 36、 2002 年以后美国利率政策与回购规模变化.....24
图 37、 1990-2000 年美股整体 ROE 表现.....25
图 38、 1970 年后美股企业 ROE 结构变化.....25
图 39、 2012 年以后日股迟到的“长牛”.....27
图 40、 1981-2025 年日股整体 ROE 表现.....27
图 41、 2014 年以后日本对外直接投资收益率.....27
图 42、 2012 年以后日本央行的极度宽松政策.....27
图 43、 2010 年以来日股不同投资者持股结构.....27
图 44、 2001-2023 年日股回购规模.....27
图 45、 1996-2012 年日股行业表现.....28
图 46、 2013-2019 年日股行业表现.....28
图 47、 1990 以来不同因子表现.....28
图 48、 2012 年后小盘股 EPS 相对大盘股 EPS 表现.....28
图 49、 1989-2025 年日股股价分解情况.....29
图 50、 1981-2025 年日股企业 ROE 结构表现.....29
图 51、 1898-2020 年美股相对住房和债市收益率之差的变化.....30
图 52、 1946-2020 年日股相对住房和债市收益率之差的变化.....30
图 53、 非必需消费与科技在美股资本开支占比先后上升.....32
图 54、 美国教育、医疗等领域价格相对耐用消费品持续上涨.....32
图 55、 A 股中成长和消费利润占比正在升.....32
图 56、 科技与非必需消费在美股净利润占比上升或稳定.....32

表目录

表 1、1900 年以来三次产业革命比较.....5
表 2、中美日劳动力转移进程时段比较.....8
表 3、近年来与劳动力转移相关内容重要文件、规划或会议汇总.....9
表 4、中美日劳动力转移进程视角下复盘比较.....11
表 5、上证综指在不同历史阶段收益率和波动率比较.....12
表 6、道琼斯工业平均指数不同历史阶段收益率和波动率比较.....23
表 7、道琼斯工业平均指数不同历史阶段股价驱动因素比较.....24
表 8、TOPIX 指数不同阶段收益率和波动率比较.....29

仅供内部参考，请勿外传

前言

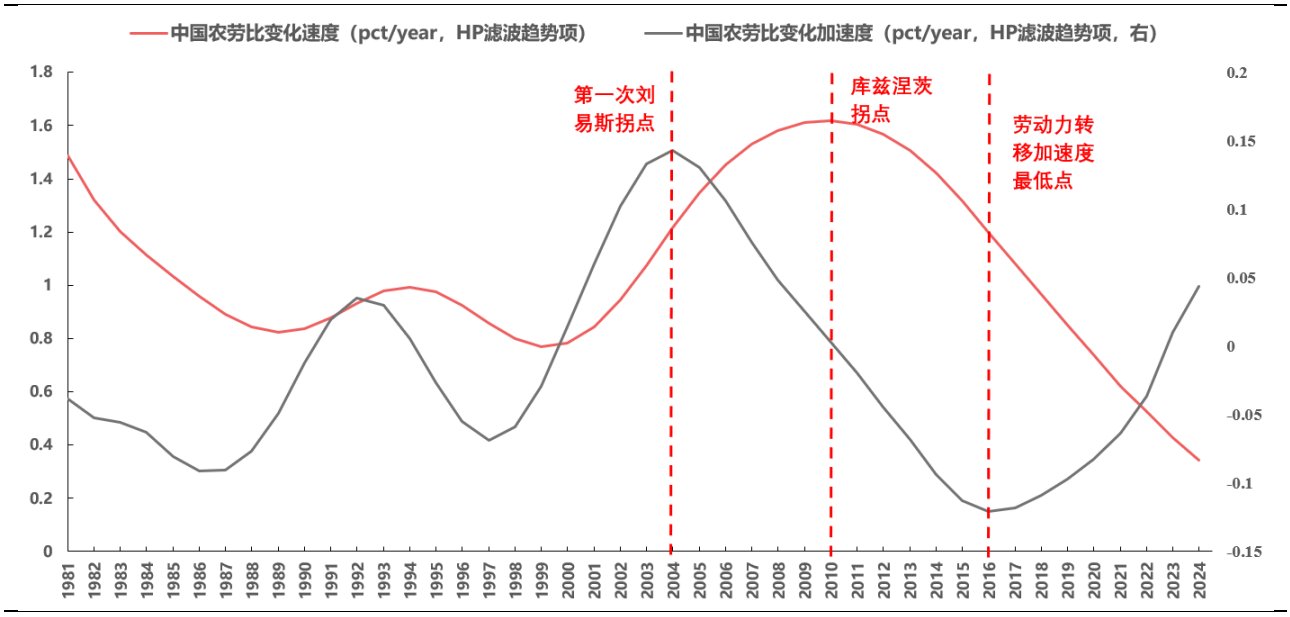
分析我国经济运行相较于发达国家最大的区别之一在于结构变化特征较于周期特征更为显著。伴随我国工业化进程不断推进，当前我国劳动力转移进程已经发展到哪一阶段，A 股是否会像美股和日股一样迎来类似发展阶段的行情及其特征，有助于长期提前布局。本文将立足于我国劳动力转移实际发展情况，参考美股和日股的相关经验，展望未来 A 股发展前景。

一、未来我国劳动力转移发展阶段研判

（一）当前我国正处于向第二次刘易斯拐点迈进的第四阶段

根据《A 股复盘篇》所述，当前中国劳动力转移进程已经于 2016 年迈过了劳动力转移加速度的最低点，已经处于向稳态收敛的第四阶段。2024 年我国劳动力转移速度中枢水平为 0.3pct/year，加速度为 0.1pct/year，劳动力转移加速度和速度还将继续向 0 收敛，我国劳动力转移进程还没有结束。

图1、中国劳动力转移历程



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）新一轮科技产业革命推动我国劳动力加速转移

美国和日本劳动力转移过程都伴随重大产业革命。如《美国篇》和《日本篇》所揭示的，1900 年以来全球经历了三次产业革命，美国与日本的劳动力转移过程经历了不同的全球产业革命阶段。美国迈过第一次刘易斯拐点时正逢第二次工业革命进入成熟期，美国与德国领跑第二次工业革命，加速实现产业结构重工业化、

仅供内部参考，请勿外传

社会生活城市化等，并在 60 年代开始向知识经济转型等，构成了美股在劳动力转移过程中的主要行业结构脉络；日本迈过第一次刘易斯拐点时正值第三次工业革命发轫阶段，日本完成从轻工业化到重工业化的必要阶段，并发展出符合第三次产业革命内容的家用电器、消费电子、半导体、生物医药等领域的优势产业，构成日股的主要行业结构脉络。在第二次刘易斯拐点前，日本全要素生产率指数不断升高，持续收窄与美国之间技术差距。20 世纪 60-70 年代以及 80 年代后半段是日本全要素生产率增速较高时期，对应日本经济和股市最为繁荣的阶段。

表 1、1900 年以来三次产业革命比较

阶段	主导产业	新兴产业	生产方式变革
1900-1945 年第二次工业革命	电气与石化革命	交通运输产业、电力与通信产业、现代化学工业、军工	重工业化与龙头化、规模化流水线生产成型、城市化加速
1945-2000 年第三次工业革命	信息与计算机革命	电子信息产业、互联网与通信、核能、航空航天、生命科学、材料与自动化等	全球供应链成型、自动化与信息化、知识经济兴起
2000 年以来第四次工业革命	智能融合革命	AI、万物互联、新能源、算力基础设施、生物医疗、脑机接口等	智能化改造、人机协同、算力竞争

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图2、1955-2023 年日本全要素生产率的变化

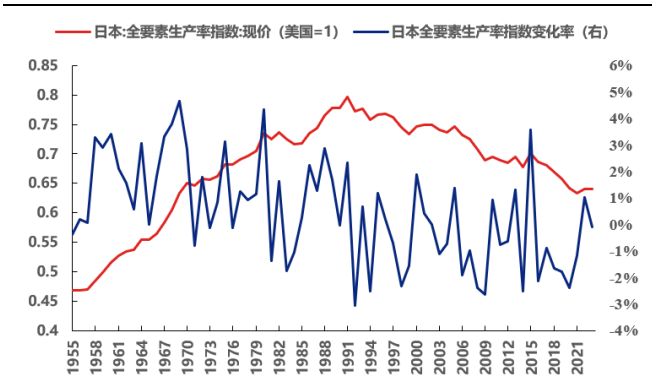
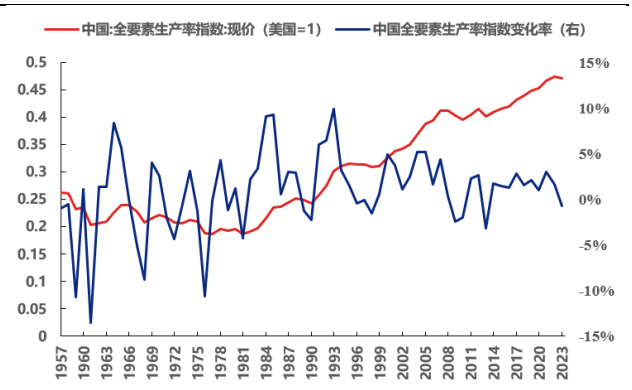


图3、1956-2023 年中国全要素生产率的变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

当前全球正处于 AI 产业革命的前期，我国发展空间很大。2000 年以来人类开始进入到互联网和信息产业全面发展阶段，并且在 OpenAI 横空出世后加速推进到智能融合革命阶段。从目前 AI 技术表现来看，其在阅读理解、语言理解、图像认知、已经明显超过人类能力，在语音认知和因果推理等方面已经达到人类能力水平；在对美国关于自己工作被 AI 取代的调查中，2021 年至今越来越多的美国人

仅供内部参考，请勿外传

对于 AI 取代自己的工作表示焦虑，完全不焦虑的人数占比明显下降。近年来伴随模型能力的不断迭代升级，训练 AI 模型所需算力规模呈现几何式增长。AI 产业革命将对于制造业和服务业都实现效率的极大提升，解决“鲍莫尔效应”问题，有望持续提高整体经济运行效率，人工智能正以前所未有的速度重塑全球技术版图、经济结构和社会秩序。AI 技术在快速发展的同时，也面临着模型能力突飞猛进，但安全护栏建设严重滞后；产业投资屡创新高，但收益分配日趋失衡等问题，这些都属于初级阶段商业化尚未探明、基础建设没跟上等所带来的，并且这种改变尚处于初级阶段，可发展空间还非常广阔。有鉴于 AI 技术的重要性，各国竞相布局人工智能主权战略，但算力和人才资源的集中度不降反升。当前从各种机构投资 AI 占比来看，全球范围内私人投资占全部 AI 投资比重已经达到了 59%，在私人投资增长格局中，2025 年美国私人投资 AI 规模达到 2.4 千亿美元，同比增速为 154%；同期我国私人投资规模仅为 104 亿美元，同比增速为 28.8%。我国还有很大的提高和追赶空间。

图4、AI 系统在各种能力上相对于人类表现

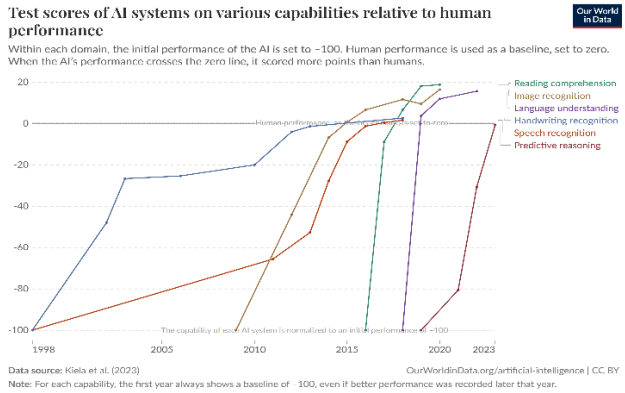
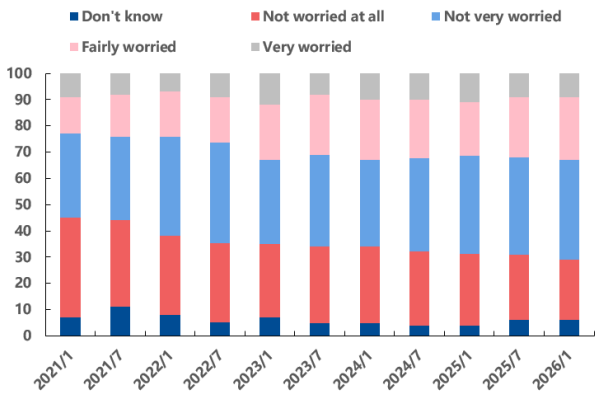


图5、美国人对自己的工作被自动化担心程度



数据来源：Our world in data，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 产业革命可能会加速我国第二次刘易斯拐点的到来。如图 3 所示，1978 年以来我国全要素生产率向美国水平不断收敛，我国经济增长中技术进步贡献越来越重要。理论篇》指出技术进步水平将决定一国劳动力转移过程中第一次刘易斯拐点和第二次刘易斯拐点之间间隔时长。预计未来伴随 AI 产业革命深入发展，我国凭借目前阶段所积累的产业发展成果、基础设施、人才储备、投入力度不断增加等方面的优势在本轮产业革命中占据优势地位，并为劳动力转移提供新的动力，进一步缩小与美国等世界先进经济体的差距。我国劳动力结构变化将呈现出一边向稳态逼近，一边 AI 相关就业占比不断提升的特点，并有利于提高整体经济运行效率和潜在增长率水平。

仅供内部参考，请勿外传

图6、训练 AI 模型所需算力的变化

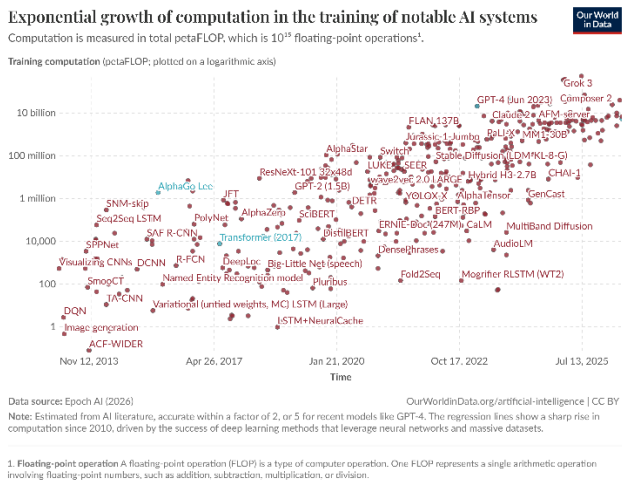
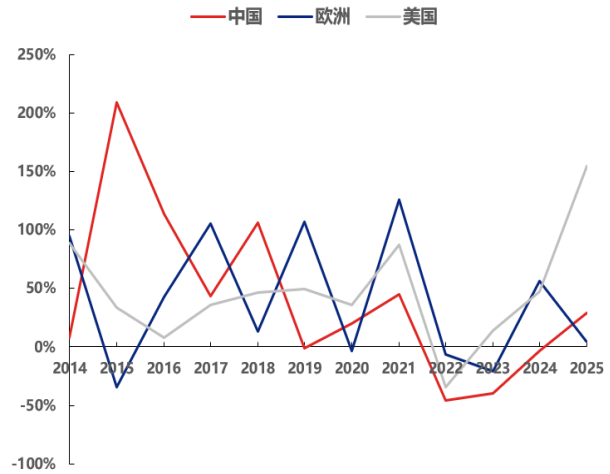


图7、我国与欧洲和美国相比 AI 领域私人投资增速比较



数据来源：Our world in data，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）我国可能于 2032-2034 年迎来第二次刘易斯拐点

我国城镇化率和农劳比与美日差距还很大。2025 年我国城镇化率已经达到 67.9%，农劳比已经下降到 21.68%；但是美国和日本达到第二次刘易斯拐点时，城镇化率为 73.6%（1970 年）和 77.9%（1994 年），农劳比分别为 4.18%和 5.13%，我国距离美国和日本的稳态水平还相差较多[1]。

参考美日经验，我国最晚于 2034 年达到第二次刘易斯拐点。参考美国和日本的经验，从第一次刘易斯拐点到第二次刘易斯拐点美国用时 70 年，日本用时 34-38 年；如前所述，两次刘易斯拐点的时间间隔取决于技术进步程度；考虑到近年来科技进步，我国所需要的时间应该比日本更短[2]，不会超过 30 年时间。当前我国迈过第一次刘易斯拐点已经过去 22 年，预计最晚 2034 年会迎来第二次刘易斯拐点，甚至不排除提前到来的可能。

[1] 刘守英（《土地制度与中国发展》，2018）认为 1994 年分税制改革以来，我国城市化经历了园区工业化、“以地生财”、“以地融资”等阶段，地方政府的工作重心从发展产业到土地城市化再到脱离工业化的城市化融资，成为 2004 年以后我国城镇化速率不降反升的一个重要原因。因此，当前我国城镇化与同期美国和日本的差距不仅需要通过技术进步、产业发展促进劳动力转移进程追赶，还需要一系列制度安排的变革作为重要支撑。

[2] 如前所述，本文认为当前 AI 革命在以信息为产出形式（如代码、文字、音视频等）领域较为容易实现商业落地，因此对于服务业影响可能大于制造业，有可能会解决《理论篇》所述的“鲍莫尔效应”问题，从而提升整体宏观经济效率，实现更快的劳动力转移。

仅供内部参考，请勿外传

表 2、中美日劳动力转移进程时段比较

阶段	中国	美国	日本
第一次刘易斯拐点到库兹涅茨点	6 年（2004-2010 年）	30 年（1900-1930 年）	13-17 年（1956/1960-1973 年）
库兹涅茨点到劳动力转移加速度最低点	6 年（2010-2016 年）	23 年（1930-1953 年）	1 年（1973-1974 年）
劳动力转移加速度最低点到第二次刘易斯拐点	尚未到达	17 年（1953-1970 年）	20 年（1974-1994 年）
第一次刘易斯拐点到第二次刘易斯拐点	——	70 年	34-38 年

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

模拟预测结果显示我国劳动力转移将在 2030-2035 年完成。通过利用此前我国农劳比的趋势项数据，以及双高斯、双 Logistic 等模型进行模拟预测可得，我国农劳比变化速度将在 2032-2035 年接近收敛到 0，我国农劳比变化加速度将于 2029 年以后收敛到 0。数据模拟结果与经验外推预判结果兼容。

图8、模拟预测未来我国农劳比变化速度表现

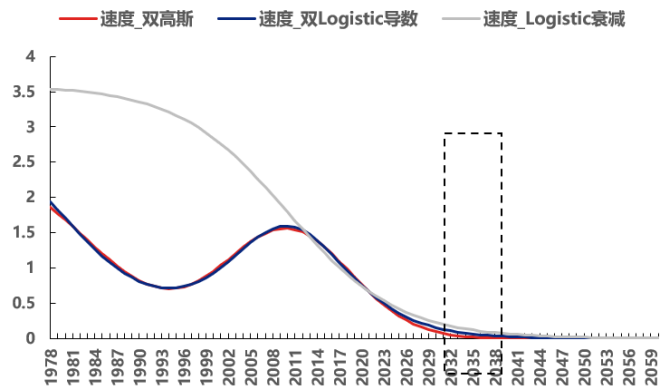
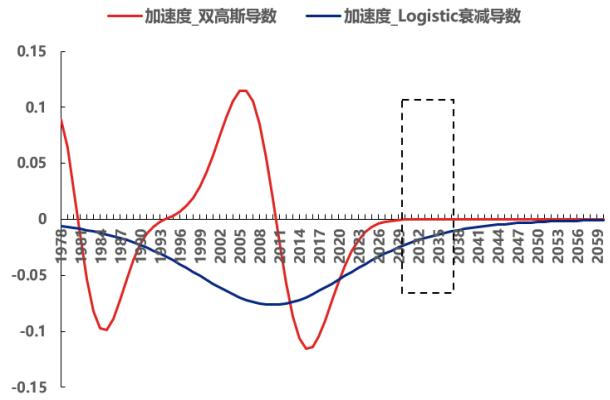


图9、模拟预测未来我国农劳比变化加速度表现



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

2035 年是我国关于城镇化以及劳动力转移战略规划中重要的时间节点。近年来我国重要规划反复、多方面地印证 2035 年将是我国城镇化或者劳动力转移的重要节点。**首先，2030 年城镇化目标为 71%，2035 年将基本建成现代化人民城市。预计 2035 年劳动力转移或接近完成，与我们的理论推断基本一致，且基本能接近美国和日本第二次刘易斯拐点时水平。**2020 年的“十四五”规划明确提出要推进以人为核心的新型城镇化；2022 年的《扩大内需战略纲要（2022-2035）》中提出“展望 2035 年……新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化基本实现”；

仅供内部参考，请勿外传

“十五五”规划纲要中进一步明确 2035 年将基本建成现代化人民城市；2025 年的中央城市工作会议明确当前我国城镇化所处的发展阶段为“从快速增长期转向稳定发展期”，“城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”等。虽然没有明确提出 2035 年城镇化的量化目标，但是“十五五”规划中提出 2030 年常住人口城镇化率要达到 71%。结合建成人民城市化的目标，到 2035 年达到美国和日本在跨过第二次刘易斯拐点时候的城镇化水平（即达到 74-78%城镇化水平，2030-2035 年每年提高 1 个百分点即可）是一个完全可以实现的目标。2026-2035 年政策层面将努力推动我国基本完成劳动力转移，且农业人口向城市转移会持续减速，存量提质增效大于增量扩张。这与此前理论推断的结果基本一致。**其次，劳动份额有望将继续扩张，符合理论预判以及美日劳动力转移经验。**“十五五”规划纲要中明确要求“提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重”，意味着未来我国将重视收入分配格局变化，继续提高劳动报酬占比，即劳动份额还将继续扩张，这符合《理论篇》中相关论断以及美日劳动力转移经验。美国劳动报酬占比在迈过第二次刘易斯拐点后才开始下行；1994 年后日本劳动报酬占比还在继续上升，只是增速放缓。**第三，未来劳动力将进一步接近边际生产率定价，符合第二次刘易斯拐点要求。**“十五五”规划除了要求提高劳动报酬占比之余还明确提出要求全员劳动生产率增速要超过 GDP 增速；同时《扩大内需战略纲要》中提出“推进劳动力要素有序流动”、“提升要素市场化配置水平”等。结合三方面可以推断出未来劳动报酬占比和劳动生产率将实现结构性提升，通过强化要素配置市场化水平和促进劳动力流动，劳动报酬水平进一步接近边际劳动生产率定价，这也是第二次刘易斯拐点题中应有之义。

表 3、近年来与劳动力转移相关内容重要文件、规划或会议汇总

文件、规划或会议	发布时间	劳动力转移相关目标或内容
“十四五” 规划建议	2020 年 11 月	推进以人为核心的新型城镇化
“十四五” 规划纲要	2021 年 3 月	深化户籍制度改革；健全农业转移人口市民化机制；优化提升超大特大城市中心城区功能；推进以县城为重要载体的城镇化建设
扩大内需战略纲要 （2022-2035）	2022 年 12 月	展望 2035 年……新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化基本实现；提升要素市场化配置水平
深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划	2024 年 7 月	实施新一轮农业转移人口市民化行动
中央城市工作会议	2025 年 7 月	我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段
关于推动城市高质量发展的意见	2025 年 8 月	到 2035 年现代化人民城市基本建成
“十五五” 规划纲要	2026 年 3 月	新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化取得重大进展；2030 年常住人口城镇化率 71%；深入推进以人为本的新型城镇化；提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重

仅供内部参考，请勿外传

资料来源： 政府网站公告，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，结合与美国日本类似发展阶段比较（我国两次刘易斯拐点时间间隔不会长于日本，应该在 2030-2034 年出现第二次刘易斯拐点）、模型预测（2032-2035 年出现第二次刘易斯拐点）以及我国关于劳动力转移相关战略规划目标表述（2035 年基本完成城市化），可以得出结论（取三者的时间交集），我国将很大可能于 2032-2034 年迎来第二次刘易斯拐点，A 股投资需要重点把握 2032-2034 年前后行情机会。

二、第二次刘易斯拐点前 A 股表现展望

（一）A 股历轮牛市符合劳动力转移理论预判

根据此前复盘研究，可以发现 A 股历轮牛市符合劳动力转移过程股市表现的一般规律。

1）第一次刘易斯拐点前牛市以重工业、高杠杆和业绩驱动为主

根据美股和日股经验，美股在第一次刘易斯拐点前的行情中钢铁、煤炭等工业股表现明显超过原来美股主力铁路股，企业追求高周转、高杠杆的商业模式，拐点前行情以业绩驱动为主；日股在 1960 年之前行情中同样迎来以钢铁和煤炭为主的中重工业快速发展的行情，行情由估值驱动向业绩驱动切换，高杠杆商业模式占优等。A 股在 2004 年之前行情中钢铁、煤炭等重化工业同样占优，高杠杆和高周转对企业盈利贡献较大，反映市场关于政策和需求推动下重工业化发展的积极预期。

2）库兹涅茨拐点附近行情以地产和耐用消费品、销售净利率和估值驱动为主

美股在库兹涅茨拐点前迎来“咆哮的 20 年代”，美国第一次迎来大众消费时代，以汽车为代表的一批消费类新兴产业出现，勾勒出美国现代社会生活生产方式的雏形。这一阶段汽车、化工、电力等行业占据优势，小盘股一度占优，企业业绩驱动因素逐步向销售净利率切换；日股在库兹涅茨拐点前同样处于社会生活的重要变革期，家电、房地产和精密仪器等行业占优，小盘股行情突出，销售净利率对企业业绩贡献度明显上升。A 股在库兹涅茨拐点前先后经历 2007 年和 2010 年行情，同样面临中国城镇化迅速发展、收入分配格局深刻变化、社会生活方式发生变化的时期，房地产、汽车成为行情主力，小盘股占优，销售净利率逐步成为驱动企业业绩的主要因素。

3）劳动力转移加速度最低点以科技成长和消费、高杠杆和估值驱动为主

仅供内部参考，请勿外传

在劳动力转移加速度最低点附近，美股行情出现一定“错期”，社会消费产业向纵深发展，汽车、有色金属、机械等占优，产业出现龙头化发展趋势，美股行情由小盘股向大盘股切换，资产周转率重要性有所上升，行情逐步主要由估值驱动；日股劳动力转移加速度最低点与库兹涅茨拐点几乎重合，但本文分析认为 1974-1989 年日股行情是劳动力转移加速度最低点行情的后置。与美股经验类似，期间家电、精密仪器等行业占优、估值驱动为主，但这阶段日股企业驱动力向销售净利率切换。A 股在 2013-2015 年处于劳动力转移加速度最低点之前行情，迎来 2013 年的创业板结构行情和 2015 年大牛市，并且在迈过劳动力转移加速度最低点后开启以消费为代表的结构牛市。该轮行情从业绩驱动向估值驱动切换，小盘股向大盘股切换等均符合日本和美国的经验。

表 4、中美日劳动力转移进程视角下复盘比较

阶段		中国	美国	日本
第一次刘易斯拐点	行情区间	1999-2001 年、2003-2004 年	1896-1902 年	1951-1961 年
	行情驱动因素	估值驱动向业绩驱动切换	业绩驱动向估值驱动切换	估值驱动向业绩驱动切换
	优势行业	从银行、计算等到煤炭、石油石化和钢铁	钢铁、煤炭	钢铁、煤炭、家用电器、房地产
	主要风格	小盘股向大盘股切换	大盘为主	大市值占据优势
	企业业绩驱动因素	资产周转率和杠杆率	杠杆率为主	由高周转转向高杠杆
库兹涅茨拐点	行情区间	2007 年、2010 年	1921-1929 年	1967 -1973 年
	行情驱动因素	业绩和估值双驱动	业绩驱动向估值驱动切换	估值和业绩双驱动
	优势行业	证券、有色金属、房地产、汽车等	汽车、化工、电力、机械设备	精密仪器、家用电器、建筑、房地产等
	市场风格	小盘股行情	小盘股向大盘股切换；低估值向高估值切换	大盘股行情向小盘股行情切换
	企业业绩驱动因素	资产周转率和杠杆率向销售净利率切换	杠杆和销售净利率为主	权益乘数、资产周转率和销售净利率均有所改善
劳动力转移加速度最低点	行情区间	2013 年、2015 年	1953-1956 年、1957-1959 年	1974-1989 年
	行情驱动因素	业绩驱动向估值驱动切换	业绩驱动向估值驱动切换	业绩驱动向估值驱动切换
	优势行业	软件服务、证券向食品饮料、医药切换	有色金属、机械设备、汽车、石油天然气	石油与煤炭、精密仪器、家用电器以及航运
	主要风格	小盘股向大盘股切换	低估值大盘股行情	主要时间内大盘股占上风
	企业业绩驱动因素	杠杆率为主	从高杠杆到销售净利率和资产周转率	1980 年后销售净利率驱动为主
	行情区间	——	1960--1969 年	1992-1995 年

仅供内部参考，请勿外传

第二次刘易斯拐点	行情驱动因素	——	业绩驱动为主	估值驱动为主
	优势行业	——	煤炭、服务业、酒店餐饮、纺织等	运输设备、证券、房地产、IT 等
	主要风格	——	大市值向小市值切换再回归大市值；低估值占优	大盘股行情
	企业业绩驱动因素	——	资产周转率为主，销售净利率为辅	权益乘数、资产周转率和销售净利率均下行

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

（二）当前 A 股已经处于第二次刘易斯拐点前行情

A 股当前已经展现出第二次刘易斯拐点前行情特征，但也需要警惕阶段性泡沫化现象。如前所述，我国于 2016 年迈过劳动力转移加速度最低点，正向第二次刘易斯拐点逼近。参照美国和日本经验，在相同历史阶段，美日两国股市均迎来牛市行情想泡沫化演绎的经验。美国于 1960 年代迎来两轮行情，消费股表现较好，科技股出现炒作热潮，出现一定的资产泡沫化倾向，并于 1970 年后由于原油危机冲击和滞胀等因素导致美股在 70 年代上半叶表现低迷；日本于 80 年代迎来股市和楼市牛市，并于 80 年代末出现泡沫化倾向，1990 年因内外部环境变化而导致泡沫破灭。因此 A 股在第二次刘易斯拐点前，可能会因为工业化进程持续推进、产业结构升级、全球竞争力提升、消费市场升级扩张以及股市制度演进等出现牛市行情。通过比较 2016 年以来与以往劳动力转移主要阶段 A 股表现可以看出，相较于以往三个阶段，A 股波动率已经明显下降，夏普比例高于 2011-2016 年阶段，已经初步展现出临近第二次刘易斯拐点附近行情特征。

表 5、上证综指在不同历史阶段收益率和波动率比较

阶段	1995/06-2004/12	2005/01-2010/12	2011/01-2016/12	2017/01-2025/12
年化收益率	11.0%	18.4%	4.5%	4.2%
年化波动率	27.1%	30.8%	23.4%	16.5%
夏普比率	0.27	0.48	0.04	0.08

资料来源： Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

但是在未来行情中需要警惕 AI 为代表的新一轮产业革命目前技术路径、基础建设、商业模式、投资回报率水平等方面仍然处于探索和发展阶段，可能会出现因股价透支预期引起阶段性局部泡沫化倾向。

在结构上 A 股已经完成一轮消费向科技成长风格切换，在第二次刘易斯拐点来临前科技与消费还将主导 A 股风格。2016 年以来，A 股经历了几轮市场风格切换：

仅供内部参考，请勿外传

2016-2018 年以金融和消费风格为主，现金流稳定、市占率稳定的龙头公司获得确定性溢价；2019 年初开始成长板块相对走强，金融股开始回调；2020 年周期股因为供给紧张和通胀预期开始抬升，2021 年初消费股抱团瓦解，成长股亦震荡回落，周期股表现独树一帜，2022-2024 年金融股走势有所改善；2024 年 9 月 24 日以后成长股渐渐走强，2025 年后成长股加速上冲，一枝独秀，周期、消费和金融表现低迷。至此 A 股完成了迈向第二次刘易斯拐点期间从消费金融向成长风格的切换。符合美国和日本在第二次刘易斯拐点前行情的基本行业结构特征，说明 A 股当前正在为科技和消费长牛行情蓄势。

图10、2016 年以来不同风格指数表现

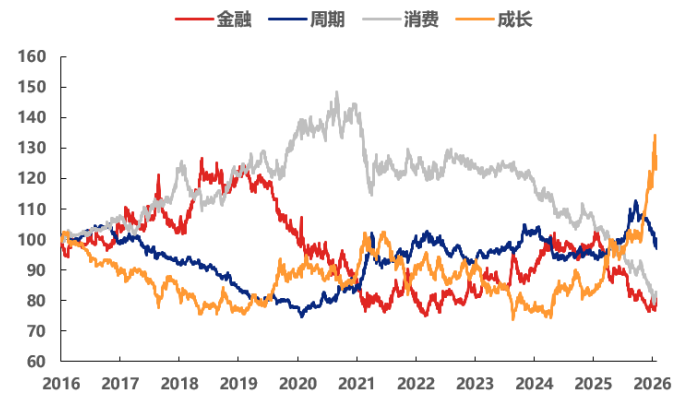
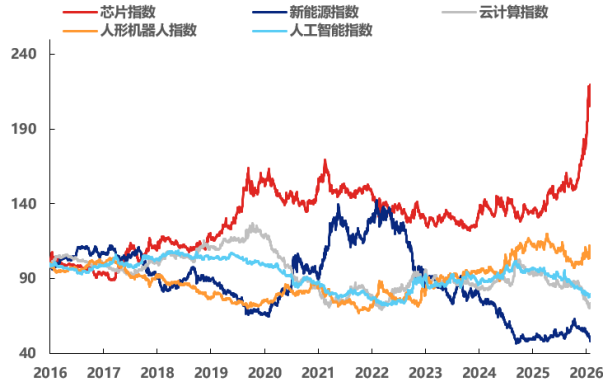


图11、2016 年以来不同成长概念指数表现



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

当前A股仍然处于第二次刘易斯拐点前科技成长的初级阶段。从成长股内部来看，2019 年以来云计算、半导体、新能源、人形机器人和 AI 等概念先后继起，一方面反映全球互联网革命进入到 AI 阶段后从制造业内部结构、能源结构到商业模式的深刻巨变带来的资本市场共振，另一方面反映我国前期工业化积累的完备产业链和人才储备的释放，关键环节实现突破，进入工业化后期以后在产业链结构、劳动力结构以及产业生态等各方面发生具有竞争力变化，承接本轮全球生产力革命预期。从目前数据来，我国 AI 模型数量与美国相当，每十万居民授权 AI 专利数量仅次于韩国和卢森堡，位居世界第三位；2025 年电动汽车保有量占比达到 14%，远高于世界其他地区等。我国在新能源建设、AI 相关基础建设以及技术进步等方面取得了显著成果，处于世界第一方阵，并且未来我国在前沿技术领域仍然有巨大的成长空间。比如未来我国在算力建设、数据中心建设等 AI 基础设施领域还有很大的空间，并为劳动力转移提供新的动力。截至 2025 年我国数据中心数量达到 449 个，位居世界第四；但是数据中心用电量占全国用电量比重仅为 1.1%，不仅远低于美国的 4.9%，还低于全世界平均水平。A 股从原先关于确定性溢价叙事转入科技成长、产业发展的长期叙事中。

仅供内部参考，请勿外传

图12、自 2019 年以来各国大型人工智能系统的累计数量（个）

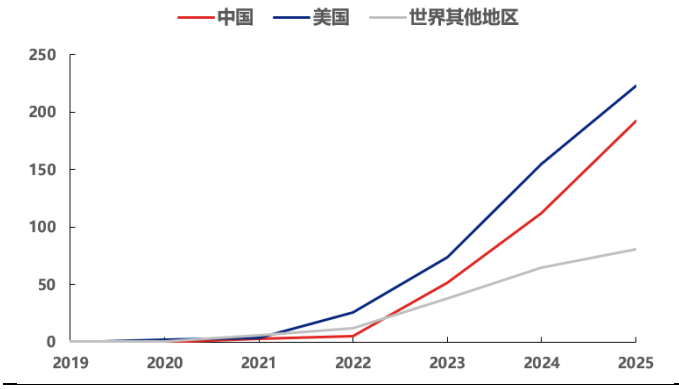
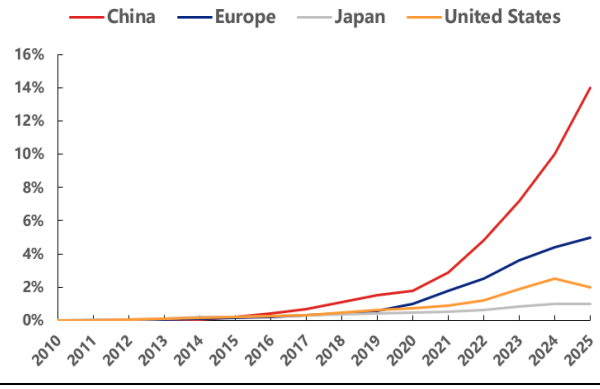


图13、2010 年以来电动汽车保有量占比



数据来源：Our world in data，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2025 年各国或地区每十万居民授权 AI 专利数量

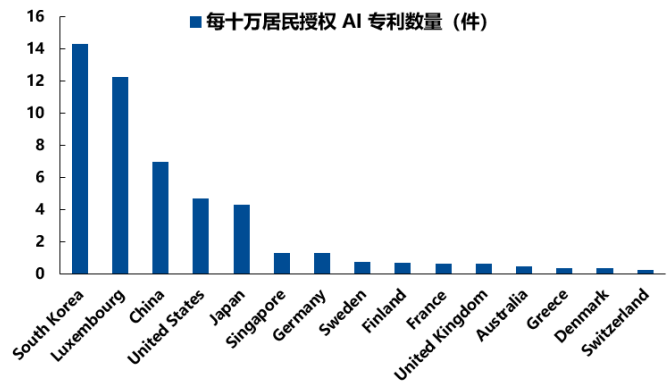
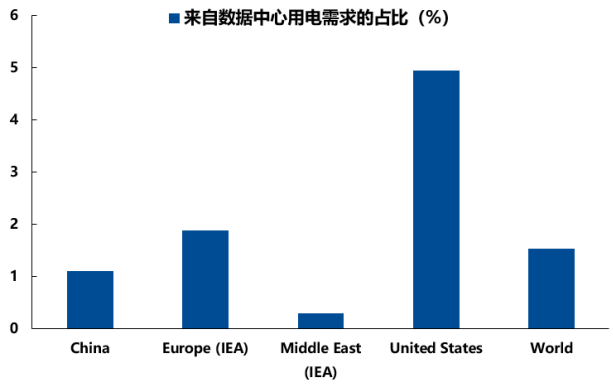


图15、2025 年各国或地区数据中心用电需求占比



数据来源：Our world in data，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）第二次刘易斯拐点前 A 股将经历繁荣期与波动期

根据美国和日本经验，在第二次刘易斯拐点来临前，经济很可能会迎来一轮繁荣期推动 A 股走牛；但同时经济运行的内外部环境变化会令股市遭遇震荡期。

参照美日经验，第二次刘易斯拐点前股市通常会具备出现牛市的经济基础。根据《美国篇》和《日本篇》所述可知，在第二次刘易斯拐点来临前美国于 60 年代经历了战后最强的繁荣期，财政扩张与宽松货币政策推动美国经济实现经济高增与低通胀组合，耐用消费品、服务业、国防军工和 IT 等发展较快，美股迎来科技+消费牛市；日本于第一次石油危机后进入中速增长期，是目前为止最后一次持续经济繁荣期，航空、精密仪器、汽车和半导体等产业迅速发展，在过度宽松货币政策和金融自由化政策推动下迎来股市和地产的持续上涨乃至泡沫。美日的经验表明，在迈向后工业化阶段，工业化时期总需求扩张终结会推动经济增速中枢下移，进而会带来经济政策持续宽松；另一方面，内外经济环境的变迁、原材料和

仅供内部参考，请勿外传

劳动力成本的持续上涨会推动产业结构变迁，新兴科技领域与消费升级成为新时期经济主线。因此当前我国经济增速中枢持续下台阶、传统周期和制造业回报率下降等是渐近第二次刘易斯拐点过程中正常的经济现象，我国很可能会在未来迎来第二次刘易斯拐点前的经济上行期，并为第二次刘易斯拐点前行情提供经济基础，主要原因包括：**1、持续宽松的经济政策作用。**2009 年至今我国一直保持着积极财政政策基调，除了 2021 年之外，2017 年以来地方专项债发行额保持正增长，2024 年开始发行特别超长期国债等。财政赤字率目标中枢抬升，2025 和 2026 年赤字率目标均为 4.0%。2011 年以来我国货币政策基调总体稳健或灵活，持续下调存款准备金率，创设结构性货币政策工具等，保持了较为宽松的货币金融环境。

图16、2016 年以来政府预期目标中赤字率和地方专项债增速变化

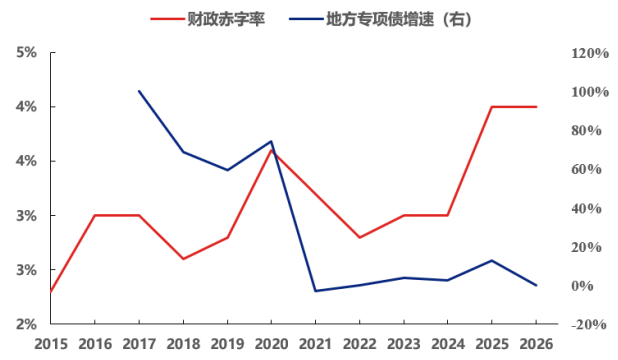
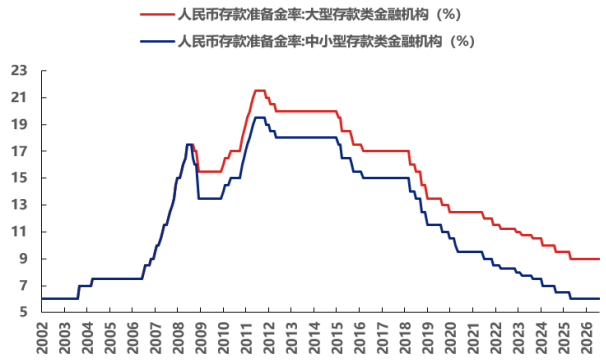


图17、2011 年以来我国存款准备金率变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、未来我国重点发展产业方向为第二次刘易斯拐点前提供新需求增长点。“十五五”规划要求，未来五年我国“建设现代化产业体系”、“ 培育壮大新兴产业和未来产业”、“促进服务业优质高效发展”、“加强原始创新和关键核心技术攻关”、“大力提振消费” 等，既符合未来发展阶段全球产业竞争和产业结构转型需求，也符合美国和日本在第二次刘易斯拐点前发展经验，为未来一段时间我国经济重新步入上上行期提供新的需求增长点。**3、未来债务周期下行阶段我国经济向高盈利模式，符合第二次刘易斯拐点前行情特征。**由于工业化发展最快阶段积累了大量债务，经济增速下台阶放大债务压力，2015 年以来我国进入持续化债阶段。以地方债为例，截至 2026 年 7 月我国地方债余额为 59.2 万亿元，平均剩余期限为 10.8 年，平均利率为 2.7%，相较于 2018 年平均剩余期限 4.5 年和平均利率 3.5%明显下降，缓解了部分偿债压力。伴随债务周期下行，工业化发展最快时期占据主导的高负债、高周转换来高盈利商业模式逐步式微，取而代之的是以产品差异化、技术进步和市场份额驱动的以利润率为主导的商业模式。因此可以看到 2017 年之前中长期贷款余额增速上行会带动规上企业营业收入利润率上行，二者呈现较强的正相关性；但 2017 年以来我国中长期贷款余额增速持续下降，规上企业营

仅供内部参考，请勿外传

业收入利润率于 2024 年开始抬升，二者开始呈现背离走势，反映出商业模式的变迁。《A 股复盘篇》提到库兹涅茨拐点后我国企业 ROE 边际上已经显现出更为依赖销售净利率趋势。预计在迈向第二次刘易斯拐点过程中销售净利率的作用还将扩大，股价估值中分子端作用还将被继续放大。因此第二次刘易斯拐点来临前我国可能在构建现代化产业体系、统一大市场、新兴产业等战略推动下迎来需求拐点并形成新主导商业模式，推动企业普遍性盈利修复；在宽松政策环境下股市估值修复空间较大，具备出现新一轮牛市的经济和政策基础。

图18、2019 年以来地方债平均剩余期限和平均利率变化

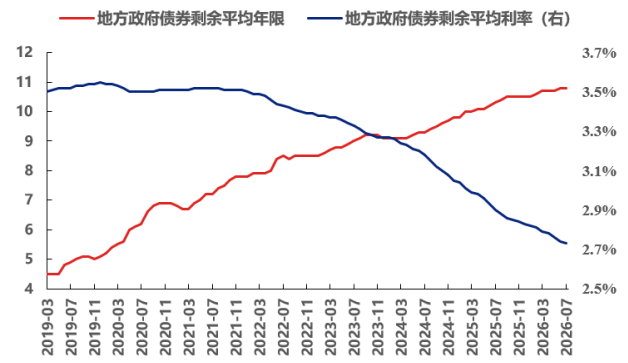
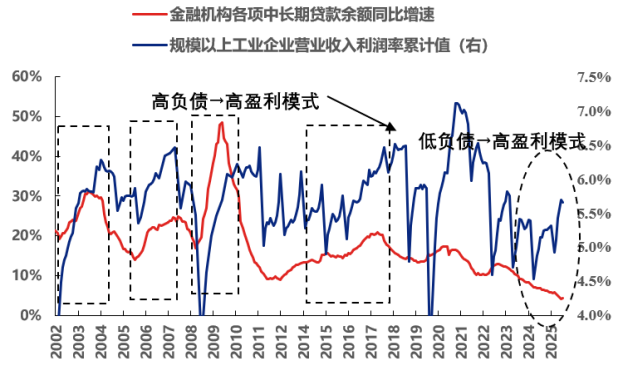


图19、金融机构中长期贷款余额增速和规上企业利润率变化比较



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

参照历史规律，迈向第二次刘易斯拐点期间，我国经济体量相对美国等成熟经济体会阶段性回落，股市相对回报率会有所收敛，可能会影响跨国资金配置，造成股市波动。如果将正在进行工业化的国家看作追赶者，已经完成工业化或者工业化启动较早并具有世界影响力的国家称为被追赶者，那么从美国和日本的劳动力转移经验来看，往往从第一次刘易斯拐点开始，追赶者国与被追赶过经济体量之比会持续上升。同时由于新兴产业继起、产业结构变迁以及制度变迁等会出现较高投资回报率阶段，激励股市出现相对被追赶国家股市的超额收益率。在劳动力转移加速度最低点或者第二次刘易斯拐点二者经济体量之比会出现历史高点，随后追赶国家经济增速下降，其与被追赶国家之间的经济体量趋于收敛。与此相应，二者经济体量之比最高点往往对应着两国股市回报率比值的最高点，追赶国投资回报率与股市超额收益率会相应回落。

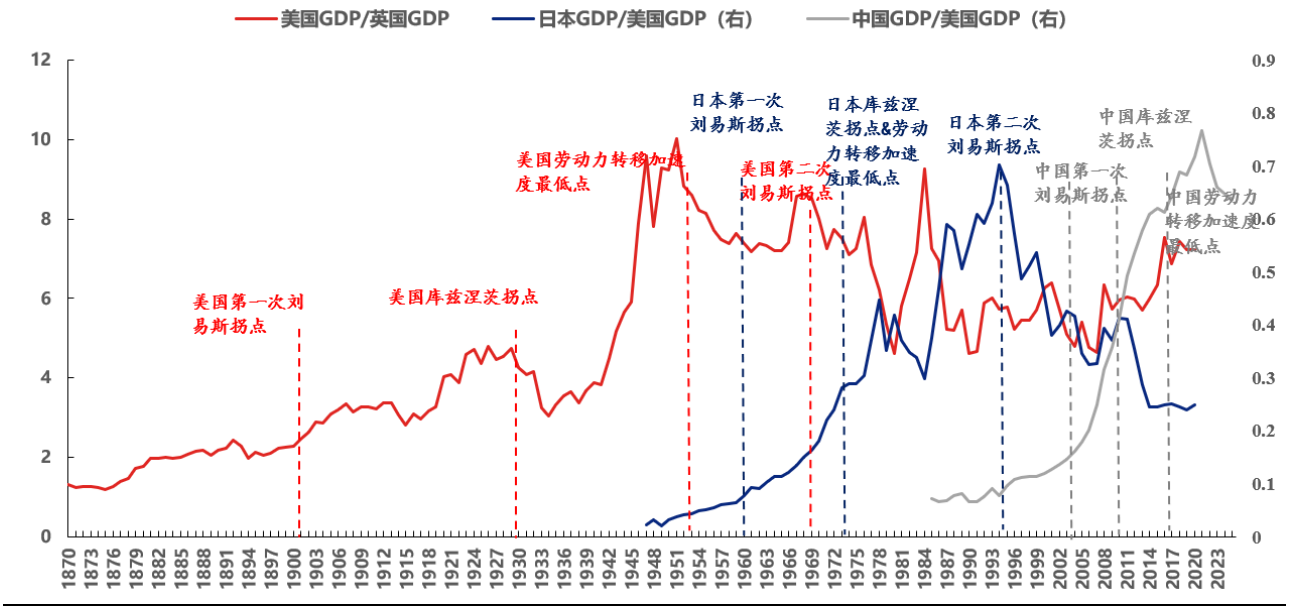
从历史经验来看，19 世纪后期美国经济体量相对英国持续走高，美国股市在第一次刘易斯拐点前到劳动力转移加速度拐点之间相对英国股市持续走强，反映从 1896 年到战后美国经济持续繁荣、世界经济份额上升以及优良的投资回报率表现。但是美国迈过劳动力转移加速度最低点后美股相对英股持续走弱至 80 年代“大缓和”时期才开始重新走强；日本经济体量相对美国从战后到第二次刘易斯

仅供内部参考，请勿外传

拐点一直走强，日本股市在第一次刘易斯拐点前相当长的一段时间内相对美股持续走强，尤其是战后出现朝鲜特需订单景气后相对美股超额收益可以持续达到 15%以上；日股在 60 年代上半段相对美股走弱，于 1964 年再度上行，直到库兹涅茨拐点（劳动力转移加速度最低点）持续走强。但是在 1979 年后日股相对美股走弱，直到 1998 年亚洲金融危机后，日股相对美股走势才趋势性改善，期间日本已经迈过第二次刘易斯拐点。

A 股相对美股在第一次刘易斯拐点到库兹涅茨拐点之间持续走强。我国与美国经济总量比值已经于 2021 年阶段性见顶，A 股相对美股超额收益在劳动力转移加速度最低点附近迎来阶段性高点后持续走弱。因此我国迈向第二次刘易斯拐点过程中 A 股相对美股和日股收益表现还会出现波动，可能会影响跨国资金配置方向。比如 2020 年底是境外资金净流入我国证券市场达到 2547 亿美元，是 2014 年有记录以来最高值；随后境外资金净流入额快速下降，2022 年开始呈现净流出；陆股通资金 2021 年底累计买入净额上升至 1.6 万亿元后保持在 1.6-1.8 万亿元水平徘徊。与此相对应的，外资持有 A 股市值占流通市值比例在 2020 年底达到历史最高值 5.3%，2025 年底已经回落至 4.0%。因此可以看出 2021 年我国经济总量相对美国达顶后会产生长周期层面的影响，但是并未超出历史经验范畴。

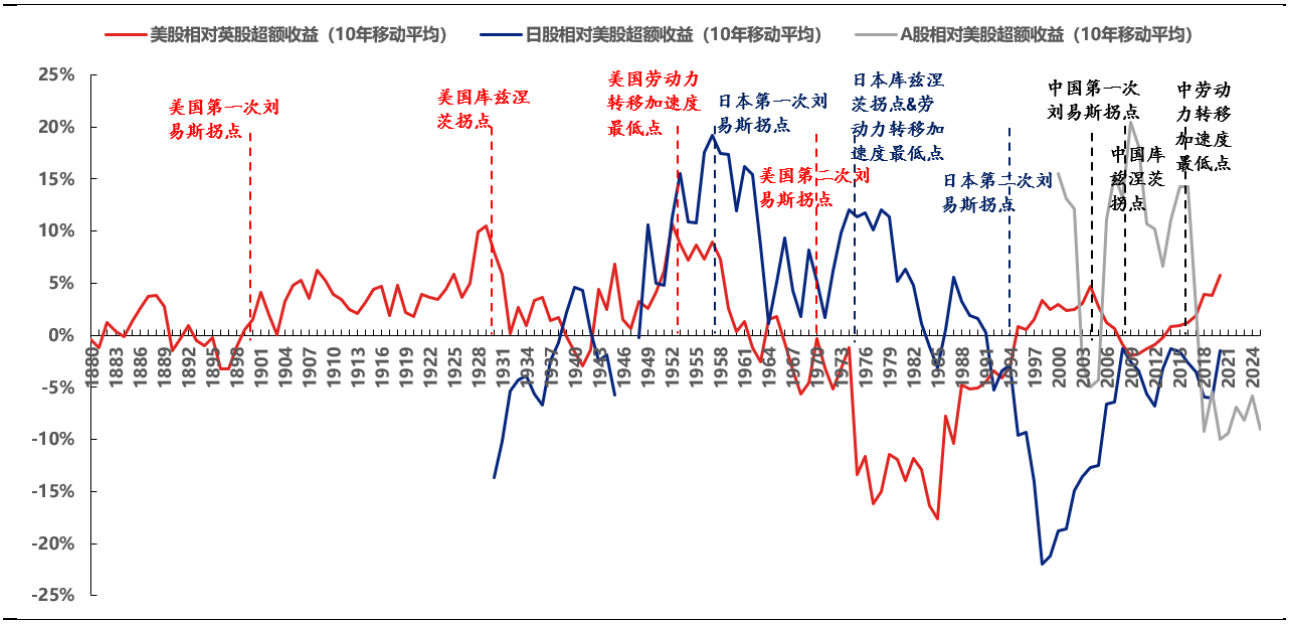
图20、不同国家劳动力转移过程中与被追赶国家之间经济体量的对比变化



数据来源：JST，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图21、不同国家劳动力转移过程中与被追赶国家之间股市回报率对比变化



数据来源：JST，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、2014 年以来境外资金流入和陆股通累计买入净额变化

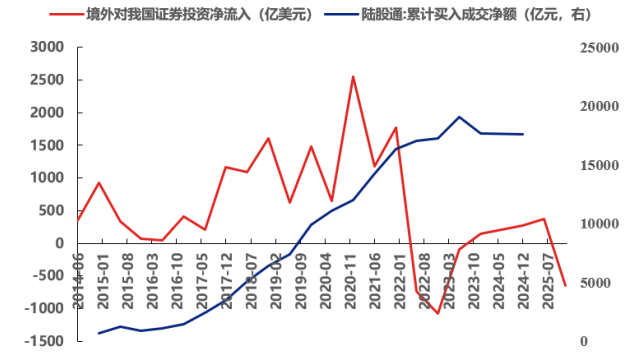
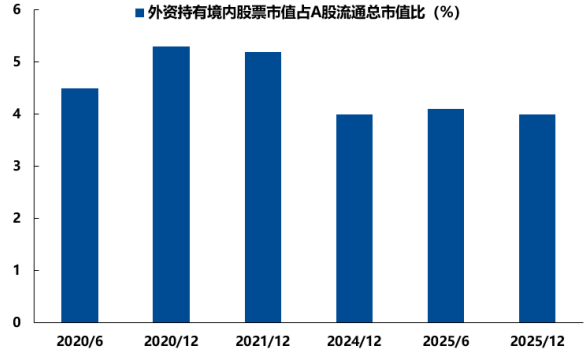


图23、2020 年以来外资持股占比变化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

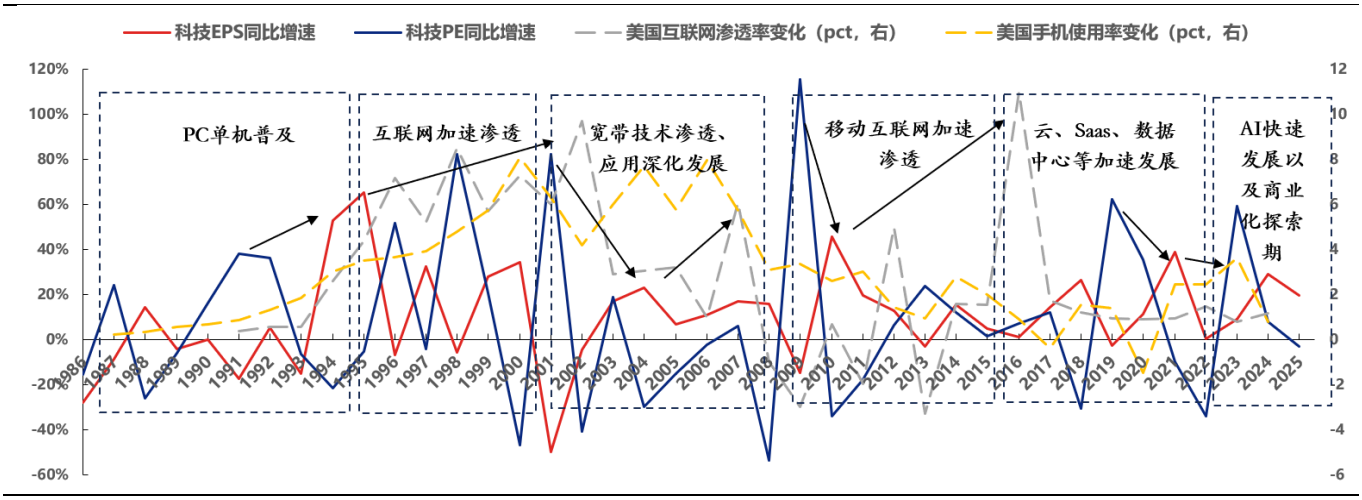
迈向第二次刘易斯拐点期间，追赶国经济发展的外部不确定因素增多。在迈向第二次刘易斯拐点过程中，伴随追赶国与被追赶国家之间经济力量对比的变化，二者会在贸易、货币或者产业等领域竞争加剧甚至发生摩擦，即通常所谓的“修昔底德陷阱”，形成追赶国经济发展过程中的外部冲击，影响股市运行。如英国于 1903 年放弃自由贸易路线，对美国、德国加征关税；英国农场主施压政府限制美国农产品进口等；美国亦在 1922 年和 1930 年分别通过《福尼特 - 迈坎伯关税法》与《斯姆特 - 霍利关税法》等贸易保护法案，将与英国的贸易战引向白热化等。美国与日本之间的就纺织、钢铁、汽车、半导体等产业领域展开过数轮贸易战，并于 1985 年达成《广场协议》，成为引起日本股市和楼市崩盘的导火索之一。

仅供内部参考，请勿外传

我国于 2004 年开始 GDP 相对美国不断增长，并且在迈过劳动力转移加速度最低点后才于 2021 年出现阶段性高点。参考美国和日本经验来看，我国与美国的 GDP 之比在经过数年回落后，还将会于第二次刘易斯拐点来临前后再次攀高。期间我国与美国之间贸易纷争可能仍将持续，尤其是二者在传统制造业领域以及前沿科技领域竞争涉及到相关就业、产业链重构以及市场重新划分等问题，可能会带来相较以往经验更为激烈的博弈，成为扰动 A 股运行的外部因素。

当前或处于新一轮科技股“盈利审美”阶段，科技股行情波动会成为第二次刘易斯拐点前行情波动的结构性来源。参考美股经验，每轮科技股行情会经历从估值驱动到业绩驱动变化。从 PC 单机普及（1987-1994 年）、互联网渗透率提升（1995-2000 年）、宽带技术渗透率提升（2001-2008 年）、移动互联网发展（2009-2015 年）、云、Saas、数据中心建设等发展（2016-2022 年）再到当前 AI 发展浪潮，几乎每轮科技股行情都出现估值增速上行后 EPS 增速上升再到渗透率增速阶段性见顶的循环。这是《理论篇》中所描述的股市运动周期规律在科技股的体现。在 A 股成长风格指数的 PE 和 EPS 增速表现出类似的运动规律，本轮行情（截至 2026 年中）正处于 AI 发展期以及估值回落但 EPS 上升阶段，未来商业模式探索或成为行业发展重点，A 股科技股行情或已经进入“盈利审美”阶段，在这一过程中难以避免会出现股价驱动因素切换带来波动。2012 年以来 A 股成长股资本开支占比持续上升。因此可以清晰看到未来伴随我国经济迈过第二次刘易斯拐点，内部经济结构转型和外部产业革命映射都将推动科技股相关领域出现更多“二阶导”阶段投资机会，科技股会成为确定性较强的主要投资方向，放大成长板块波动会对整体股市行情的影响。

图24、IT 不同发展阶段美股科技股估值驱动与盈利驱动的轮动



数据来源：Datastream，Our world in data，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图25、A 股当前成长股或已经入“盈利审美”阶段

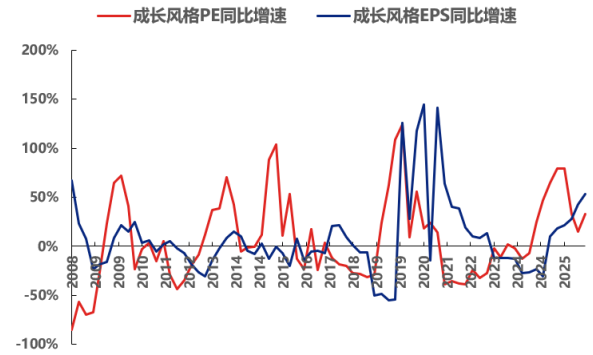
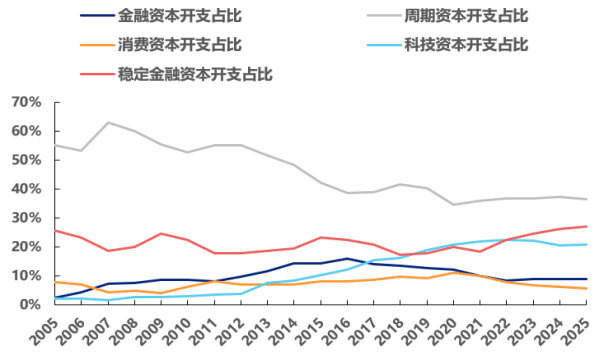


图26、A 股中成长股资本开支占比持续上升[3]



数据来源：Datastream，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，第二次刘易斯拐点来临前，我国依然很可能会在宽松宏观政策、经济结构切换以及强力产业发展战略推动下出现新一轮经济景气周期以及股市繁荣期；未来企业盈利表现会更加依赖于产品差异化、技术进步和市场份额驱动的以利润率为主导的商业模式。但是我国经济体量相对美国比值已经迈过阶段最高点，经济增速向稳态收敛，股市相对回报率出现波动，会引起跨境资金流入变化；伴随我国经济趋近第二次刘易斯拐点，未来我国经济运行的外部环境不确定性较高，亦会影响股市运行稳定性；当前科技股行情处于从估值驱动向业绩驱动切换期，科技股波动加剧成为行情波动的结构性来源。因此第二次刘易斯拐点来临前，预计 A 股会出现一次比较显著的牛市行情，但途中可能会较为波折。

三、迈过第二次刘易斯拐点后 A 股将迎来长牛时代

（一）美股在 70 年代中期开始迈入长牛轨道

1970 年后美国经济经历滞胀期、80 年代“大缓和”到 90 年代的繁荣期。迈过第二次刘易斯拐点之后，70 年代美国经济遭遇两次石油危机、越南战争泥潭、国际货币体系重建等轮番冲击，加上日本等国外竞争者强有力挑战、自身产业发展路径依赖严重、成本居高不下等，美国原先优势产业如汽车、钢铁和电子等集体走向没落，美国经济陷入长期滞胀；国内因应政策成为影响经济和股市的次生因素。美国经济于 70 年代末开始显露出迎来黎明的迹象：硅谷成为高科技公司集聚地；微软公司和苹果公司分别创建于 1975 年和 1976 年，个人计算机崛起以及互联网开始商业化；辉瑞公司开始发力创新药研发；康尼格拉公司开始逆袭之路；卡特政府重拾放松管制政策；1979 年沃尔克被任命为美联储主席等。进入 80 年代美国经济方方面面出现积极变化：沃尔克通过强力加息成功克服高通胀；里根政府

[3] A 股资本开支采用财务报表中的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”数据

仅供内部参考，请勿外传

推行税制改革、放松管制、削弱工会；美国社会创业与创新精神被重新激发，行业格局被重新洗牌等。1982 年后美国经济步入复苏阶段；1984 年开始经济增速和通胀率波动率明显下降，美国经济进入“大缓和”时期；经过 1990-1991 年短暂衰退后，美国经济再度迎来繁荣期，90 年代美国实际 GDP 增速中枢维持在 3.5%以上，通胀率保持在 3%以内。因此克林顿在卸任演讲时称美国正处于“通往 21 世纪的桥梁”。

脑力劳动逐步取代体力劳动成为农劳比保持在稳态水平的重要因素。1970 年后美国经济从工业主导向服务业主导转型，商品生产业在 GDP 中的份额从 1970 年的 31.5%下降到 1990 年的 24.1%，而服务生产业 GDP 占比持续抬升；在 70 年代知识经济发展基础之上，包括信息技术和金融服务部门在内服务生产业就业占比持续上升，并且 1985 年以后服务生产业平均周薪相对商业生产业开始持续上升，劳动力结构从体力劳动向脑力劳动转变，成为稳定非农劳动力占比在低位的新力量。

美股加速机构化进程。在经济形势好转和结构向现代化社会转变的背景下，美国股市加速机构化进程：由于传统工业门类的衰退和金融“脱媒”趋势，储贷协会境地愈发困难，银行业遭遇危机；家庭财富投资于股市比例大幅增加，法律要求下养老基金资金池扩大，共同基金迎来快速发展期。因此 1970 年后 30 年里货币市场共同基金、抵押贷款组合和证券化贷款等金融资产份额激增，商业银行、互助储蓄银行和人寿保险公司等份额下降，到 1990 年三者合计份额已经不足 50%，而养老基金和互助基金份额已经上升到 22.6%。

图27、1984 年开始美国经济进入“大缓和”时代

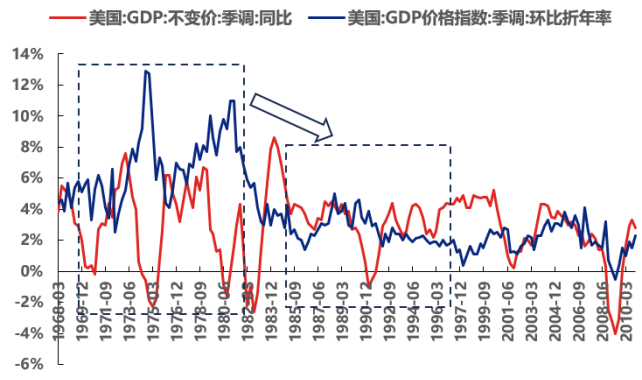
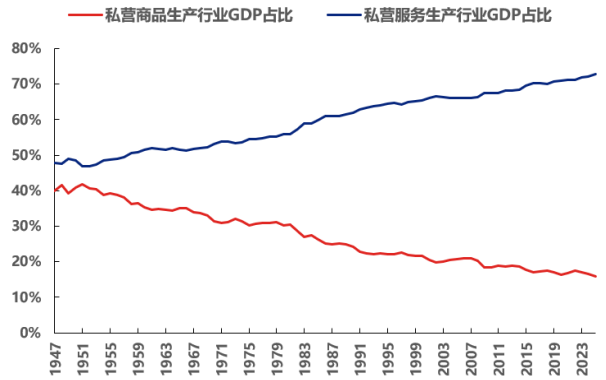


图28、1947 年以来美国服务生产和商品生产 GDP 占比变化



数据来源：Wind，《剑桥美国经济史》[4]，兴业证券经济与金融研究院整理

[4] 斯坦利·L. 恩格尔曼、罗伯特·E. 高尔曼主编：《剑桥美国经济史（第五卷）：20 世纪》，中国人民大学出版社，

仅供内部参考，请勿外传

图29、1950 年以来美国服务生产相对商品生产就业占比和工资变化

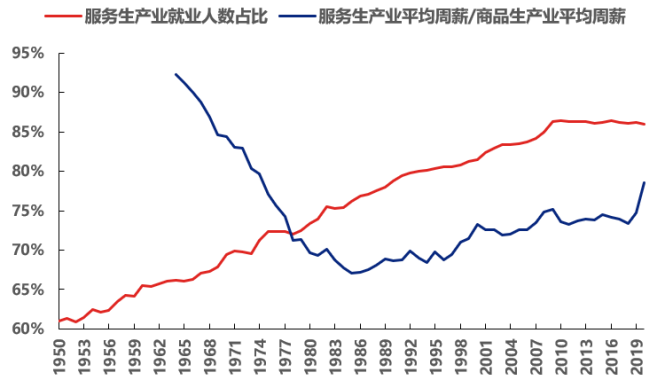
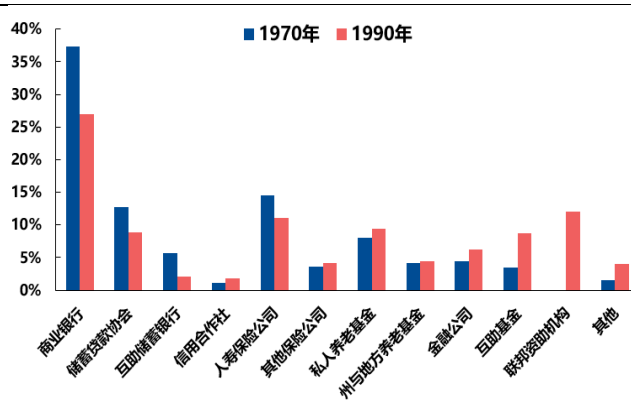


图30、1990 与 1970 年金融中介资产份额比较



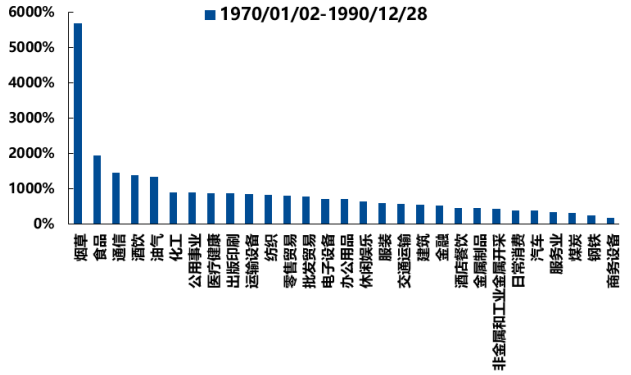
数据来源：Wind，《剑桥美国经济史》，兴业证券经济与金融研究院整理

美股从 70 年代中期企稳并逐步进入长牛轨道。70 年代前半段的经济困难使得美股并没有因为第二次刘易斯拐点的到来立刻进入长期增长轨道，而是在 70 年前半段出现持续下跌。但是后来证明 70 年代在美股历史上只是一次短暂的扰动。道琼斯工业平均指数于 1974 年领先见底缓慢抬升，进入 80 年代开始加速上涨；互联网革命还使得创建于 1971 年的纳斯达克指数实现更具弹性的表现。尽管途中遭遇 1987 年黑色星期一、1990 年代初的衰退、1994 年比索危机以及 1997 年的亚洲金融危机等，但是美股依然实现持续上涨。

图31、1970 年以后美股长牛



图32、1970-1990 年美股行业表现



数据来源：Wind，Kenneth R. French，兴业证券经济与金融研究院整理

1971-1990 年道琼斯工业指数的夏普比率表现超过了 1930-1970 年。从长时间维度来看，1971-1990 年（迈过刘易斯拐点后 20 年）道琼斯工业指数年化收益率达到 10.2%，超过了 1890 年以来劳动力转移进程中的任何阶段，期间波动率低于 1890-1954 年，仅略高于 1955-1970 年。综合来看 1971-1990 年道琼斯工业平均

仅供内部参考，请勿外传

指数的夏普比率超过了 1930-1970 年水平，与 1910-1929 年相当。可以表明迈过第二次刘易斯拐点后，美国股票市场运行更加稳健、投资吸引力增强。

表 6、道琼斯工业平均指数不同历史阶段收益率和波动率比较

阶段	1890/02-1909/12	1910/01-1929/12	1930/01-1954/12	1955/01-1970/12	1971/01-1999/12
年化收益率	4.0%	6.5%	4.4%	5.4%	10.2%
年化波动率	12.3%	18.9%	22.4%	11.0%	15.6%
夏普比率	0.04	0.13	0.08	0.09	0.12

资料来源：FRED，JST，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1970-2000 年美股主导行业从消费向成长切换。从行业表现来看，1970 到 1990 年美股中烟草、食品、通信、酒饮和油气涨幅居前，反映了消费行业格局变化、通信行业发展新趋势以及石油危机影响。尤其以漂亮 50（Nifty Fifty）为代表的消费、医药行业中的龙头公司（如可口可乐、宝洁、强生等），因其并购重组概念、盈利稳定、市占率较高等优势获得了明显的估值溢价，推高相关消费板块表现；反映在迈过第二次刘易斯拐点后美国消费能力提升以及市场对于盈利稳定的偏好。即便度过滞胀期后，相关消费公司表现依然具有一定优势。

而 1990-2000 年，伴随以互联网革命和新一代生物技术为代表的“新经济”兴起，商务设备、电子设备、医疗健康和金融等成为美股新的主导行业，而非金属和工业金属开采、钢铁、煤炭等表现落后。从资本开支占比来看，80 年代到 1992 年美股企业中食品、饮料和烟草与医疗保健占比小幅抬升，但是 1993 年开始食品、饮料和烟草资本开支占比持续回落，医疗保健资本开支在经历 1994-1995 年短暂回落后重新缓慢抬升；电信占比从 1983 年的 2.8%跃迁至 1984 年的 8.1%，此后增长至 2001 年的 15.2%；科技资本开支在 1997 年达到 10%水平。因此从扩产方向来看，1970 年后美国经济完成了从消费到科技的转变。

图33、1990-2000 年美股行业表现

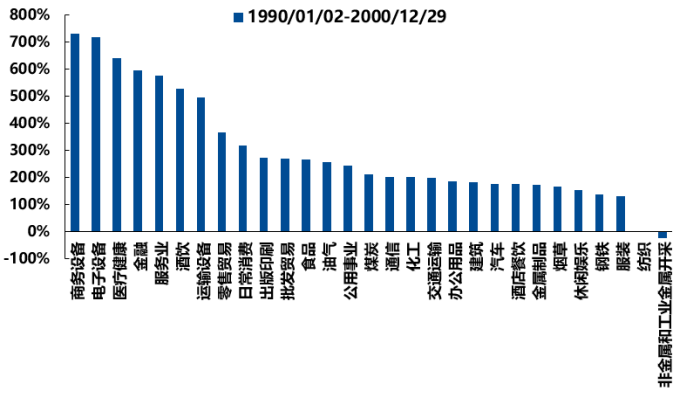
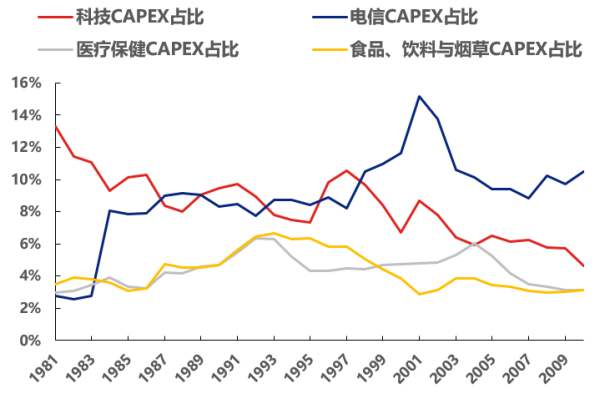


图34、1981-2009 年美股部分行业资本开支占比变化



数据来源：Kenneth R. French，Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图35、1970 年以后美股股价驱动因素分解

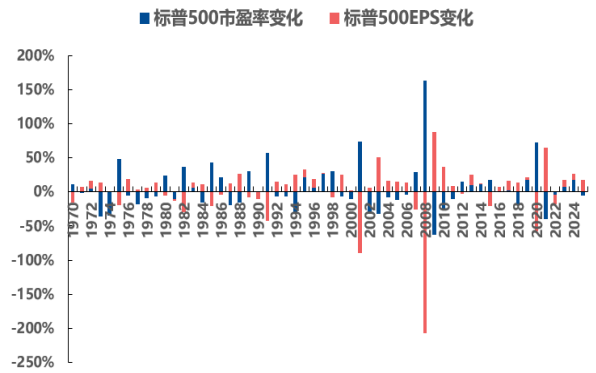
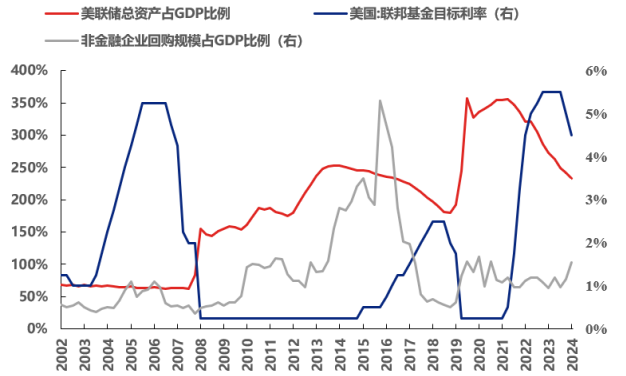


图36、2002 年以后美国利率政策与回购规模变化



数据来源：席勒[5]，Wind，FRED，兴业证券经济与金融研究院整理

迈过第二次刘易斯拐点后行情主要以业绩驱动为主。从股价分解来看，1970-1999 年实际 EPS 变化率达到 122.1%，同期席勒市盈率变化率达到 178%。无论是业绩增长还是估值增长都是 1882 年以来最为显著的时期。即便考虑到 1997-1999 年美股科技股行情已经显现出泡沫化倾向，只考察 1970-1996 年，实际 EPS 贡献达到 89.5%，市盈率变化率为 74.7%，即在希望阶段和增长阶段中业绩增长的贡献超过估值贡献。2000-2020 年美股实际 EPS 依然保持着稳定增长，但是市盈率变化波动较大。其中因为 1）连续遭遇科网泡沫破灭、全球金融危机、欧洲主权债务危机等事件冲击造成股市估值损益；2）2008 年金融危机后美联储四轮 QE 造成较为极端的低利率环境使得股市获得明显估值溢价，并吸引上市公司加大回购力度进一步抬升股市估值等；3）新一轮信息技术、互联网经济兴起以及龙头化趋势使得美股科技股估值再度结构性抬升。从长周期维度来看，1970-2025 年实际 EPS 实现正贡献年份为 38 次，市盈率实现正贡献年份为 28 次，EPS 贡献超过市盈率为 34 次。因此迈过第二次刘易斯拐点后，业绩驱动成为稳定股价表现、股市稳健运行的核心因素。

表 7、道琼斯工业平均指数不同历史阶段股价驱动因素比较

阶段	1882/01-1909/12	1910/01-1929/12	1930/01-1954/12	1955/01-1970/12	1971/01-1999/12	2000/01-2007/12	2008/01-2020/12
实际 EPS 变化率	76.0%	23.0%	10.8%	24.2%	122.1%	10.1%	14.7%
席勒市盈率变化率	-7.6%	49.2%	-28.3%	0.5%	178.4%	-41.3%	30.1%

资料来源：席勒，兴业证券经济与金融研究院整理

[5] S&P 数据来源：席勒，Hussman Funds - Historical Data Series and Interesting Links

仅供内部参考，请勿外传

迈过第二次刘易斯拐点后企业业绩主要由销售净利率和资产周转率决定。1970 年以来尽管美股 EPS 有所波动，但整体 ROE 水平在 80 年代保持在 12%以上，1992-2000 年以及 2001-2006 年实现持续上升。分解企业 ROE 结构来看，1980 年以来美股整体资产负债率持续下降，高杠杆已经不再是决定美股企业 ROE 的核心因素；相应地 1980-1999 年美股销售净利率保持着持续上升，在经历了安然事件后中枢逐步下行；资产周转率波动较高，但是资产周转率变化节奏与 ROE 较为吻合。因此迈过第二次刘易斯拐点后，销售净利率决定企业 ROE 的中枢，资产周转率影响 ROE 的节奏。

图37、1990-2000 年美股整体 ROE 表现

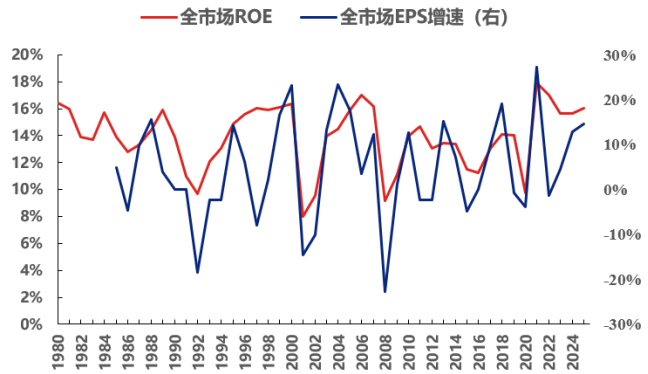
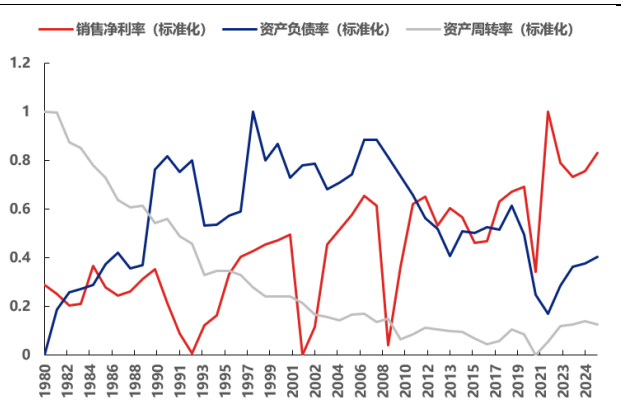


图38、1970 年后美股企业 ROE 结构变化



数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）2012 年日股迎来“迟到”的长牛

日本迎来“失去的二十年”。在经历了 90 年代上半叶的经济停滞和银行业不良贷款激增后，1997 年亚洲金融危机爆发，1998 年日本经济陷入严重衰退，并进入通缩期，日本央行于 1999 年采取零利率政策；2000 年日本央行一度取消零利率政策，但经济很快再次陷入衰退，2001 年日本央行采取量化宽松政策。2003 年开始日本经济刚刚出现复苏的苗头。另一方面，日本政府推进金融改革。1999 年日本开始推行“金融大爆炸”改革，包括放松监管、扩大企业融资选择、允许混业经营、创建有效和公平的金融市场、增强金融系统稳定性等，意图向市场型金融体系转型，这些目标均在 2001 年完成；2002-2003 年为了解决不良贷款问题，日本政府推出“金融复兴计划”，到 2006 年日本银行的不良贷款占比大幅降低。金融改革的努力却在 2007-2009 年遇上全球金融危机，让 2003 年开始的复苏半途而废。金融危机后，2012 年安倍政府推出“安倍经济学”，旨在通过更为激进的货币政策、财政政策和促进私人投资的增长策略等扩大潜在增长率和实现结构性改革。

仅供内部参考，请勿外传

日股“迟至”2012 年开始长牛。日本在 1990 年进入所谓的“失去的二十年”，2003 开始股市在全球化红利、不良资产出清和经济复苏推动下迎来回暖，但 2008 年金融危机冲击再次抑制股市表现；2011 年大地震冲击产业链修复预期，日元升值继续压制出口表现，通缩压力持续，股市继续调整。1996 年 6 月-2012 年 6 月 TOPIX 指数累计下跌 59.6%。2012 年，虽然安倍经济学政策在经济层面效果差强人意，但是日本股市却在 2012 年 6 月开始迎来长期上行。日本股市的这次长牛有以下几方面原因：**1）迈过第二次刘易斯拐点以及通缩期后企业盈利释放。**1981-2003 年日本上市公司 ROE 持续下行，2003 年经济出现复苏企业 ROE 迎来明显回升；2008-2009 年金融危机使得上市公司 ROE 再度下降；但 2010 年开始日股企业 ROE 开启趋势性上行，“安倍经济学”政策稳定企业的盈利能力修复趋势，盈利拐点成为股市拐点重要基础；**2）日本海外直接投资提升了盈利。**2012 年后日本企业加速对外直接投资，到 2024 年日本持有海外直接投资额占到 GDP 的 53%。对外直接投资一方面可以有效规避对跨境贸易的限制并节省成本，另一方面日对外直接投资收益率高于本土投资回报率，成为日本企业提升盈利的重要途径；**3）极度宽松的流动性环境。**金融危机后日本央行采取了更为激进的量化宽松政策，政策目标利率长期维持在-0.1%，日本央行总资产占 GDP 比例一度高达 128%。长期极度宽松的流动性环境推高了包括股票和债券在内的资产价格；**4）日本股市继续机构化。**2010 年开始金融机构整体持有市值比重保持在不到 30%水平，但其中投资信托和信托银行的占比从 2011 年开始持续上升，个人和人寿保险持股占比继续下降。此外，政府和海外投资者增加权益资产配置比重，机构资金流入股市；**5）2013 年开始日本上市公司出现回购热潮。**安倍经济学要求推进公司治理改革和披露资本效率目标，激励上市公司回购股份；随后为了托底股价、提升估值，日本上市公司在 2018-2019 年、2021-2023 年持续大规模回购，支撑了整体股价表现；**6）交叉持股和主银行制的瓦解。**房地产繁荣期结束后银行经营压力造成减持企业股份需求；大企业拓展融资渠道对贷款依赖度下降；多轮改革要求提升公司治理水平和资本效率，剥离无效资产和股权；并购市场放开后企业对于交叉持股的防御性需求大幅下降，因此主银行制和交叉持股根基被动摇。交叉持股和主银行制的瓦解虽然短期因估值逻辑切换会造成股市估值承压，但是长期来看有利于股市流动性提升、企业改善经营效率和资源优化配置，对于日股长期表现具有正面作用。

仅供内部参考，请勿外传

图39、2012 年以后日股迟到的“长牛”

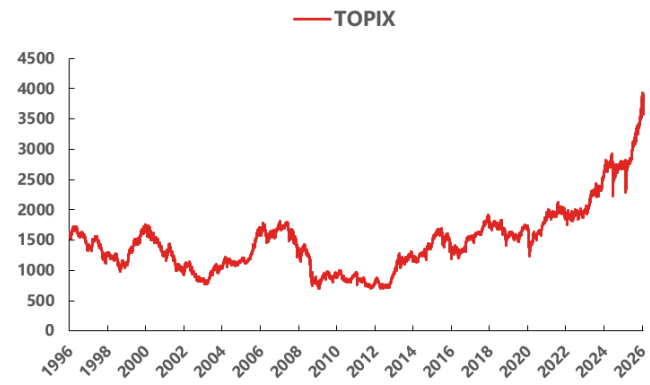
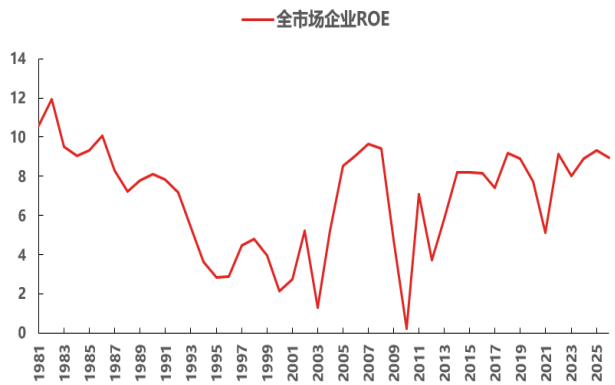


图40、1981-2025 年日股整体 ROE 表现



数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、2014 年以后日本对外直接投资收益率

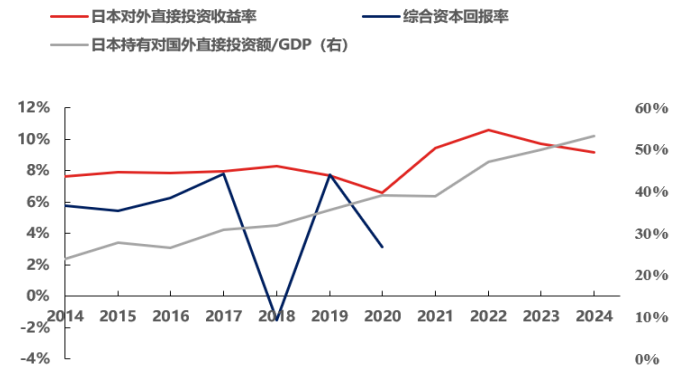


图42、2012 年以后日本央行的极度宽松政策



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、2010 年以来日股不同投资者持股结构

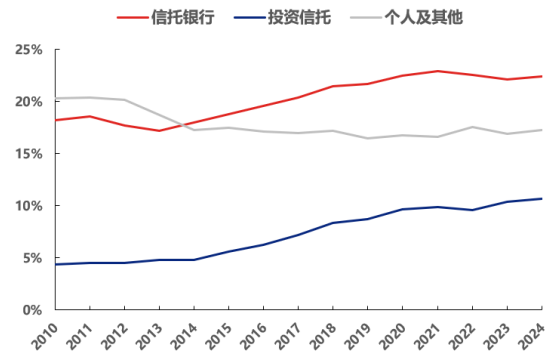
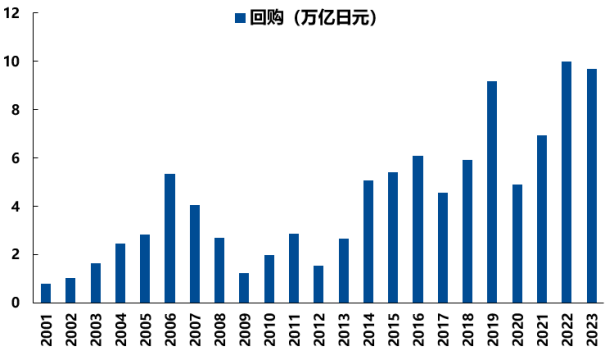


图44、2001-2023 年日股回购规模



数据来源：Wind，Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

主导行业从消费向科技股切换。日本企业在世纪之交错失科技产业的风口，保留在部分精密零部件和创新药等领域的优势，因此在 1996-2012 年震荡市期间日本

仅供内部参考，请勿外传

股市主导行业主要为医药、运输设备、房地产、精密仪器、橡胶产品和食品等，消费股占据了较高比例；但是在 2012 年以后全球进入移动互联网时代，在互联网和消费电子等行情推动下，日股表现出科技股行情特点，领涨行业主要为精密仪器、IT、服务业、化工和家电等，传统优势产业钢铁、银行、采矿和房地产等行业表现落后，第二次刘易斯拐点后经济结构特点较为鲜明。

市场风格在小盘股和大盘股之间切换。从不同市场因子表现来看，大盘股在 1990-2000 年震荡市中占据优势；2003 年开始经济复苏行情期间小盘股和高估值股票相对快速上涨；2005 年后日元阶段性贬值和第一波回购热潮推高大盘股；2008 年后小盘股风格回归，并且 2012 年以后小盘股业绩相对大盘股更具弹性，小盘股风格持续到 2018 年。2000-2012 年震荡市期间高估值股反而占优，低估值股陷入低估值陷阱；2012 年后“安倍经济学”流动性极度宽裕并引致日元大幅贬值，交叉持股瓦解加重原先高估值股的调整压力，市场风格向低估值切换；2020 年后全球新一轮科技浪潮以及宽松流动性环境推动高估值风格再度回归。即便 2024 年日本央行退出负利率，科技革命叙事依然稳固继续推升高估值板块。

图45、1996-2012 年日股行业表现

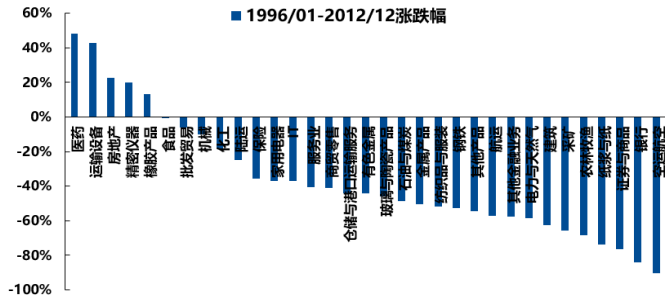
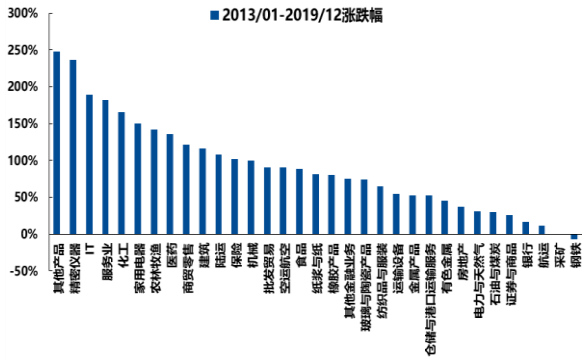


图46、2013-2019 年日股行业表现



数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

图47、1990 以来不同因子表现

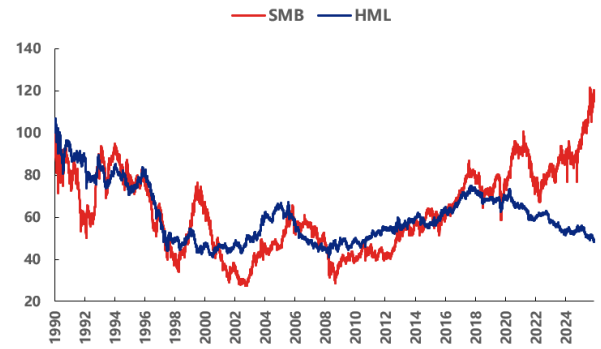
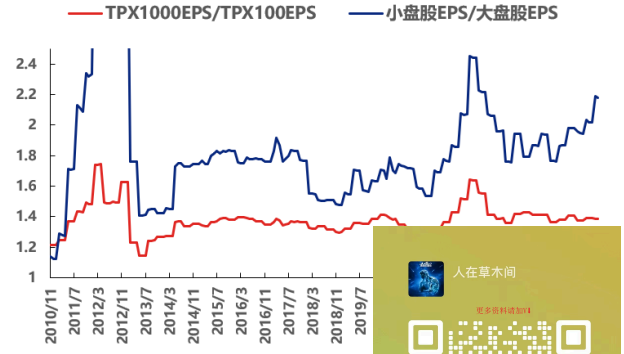


图48、2012 年后小盘股 EPS 相对大盘股 EPS 表现



数据来源：Kenneth R. French，Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

长牛阶段日本股价主要由业绩驱动。如前所述 2012 年开始日本上市公司盈利能力明显好转，整体 ROE 提升长牛阶段日本股市股价主要由业绩驱动：2012-2025 年全市场股价平均上涨 344.5%，其中估值仅上涨 22.5%，EPS 增长了 257.7%，业绩对股价贡献超过 74%。

业绩主要驱动因素由杠杆率向销售净利率切换。从业绩驱动因素分解来看，1981 年以后日本企业的资产负债率便持续下行，反映销售收入相对总资产占比趋势性下降；1989-1999 年日本上市公司总体资产负债率上升，反映出期间银行不良率上升，杠杆率的被动跃迁；2001 年以后伴随经济显露复苏，杠杆率水平有所下降，2006-2013 年杠杆率一度企稳，但 2013 年以后整体负债率再度快速下行。辜朝明认为此时日本出现资产负债表衰退，企业负债意愿降低[6]；与此同时，销售净利率显著抬升，主导企业 ROE 的回升。因此可以看出迈过第二次刘易斯拐点后日本股市业绩驱动力经历了从杠杆率向销售净利率的切换。

图49、1989-2025 年日股股价分解情况

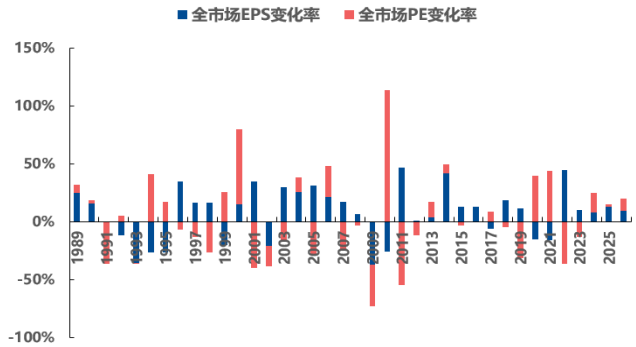
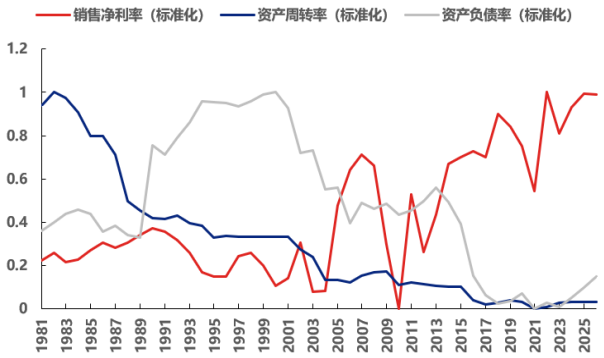


图50、1981-2025 年日股企业 ROE 结构表现



数据来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、TOPIX 指数不同阶段收益率和波动率比较

阶段	1951/01-1960/12	1961/01-1974/12	1975/01-1989/12	1990/01-1995/12	1996/01-2011/12	2012/01-2026/3
年化收益率	22.5%	7.3%	15.6%	-7.6%	-2.3%	12.6%
年化波动率	14.0%	13.1%	11.6%	20.2%	21.4%	18.6%
夏普比率	1.17	0.02	0.75	-0.63	-0.18	0.65

资料来源：Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

1996 年以后的日股基本体现了迈过第二次刘易斯拐点后经济和股市特征。综上所述，1996 年以后由于日本经济处于间歇性严重衰退和通缩之中，延宕了长牛到

[6] 辜朝明。大衰退：宏观经济学的圣杯 [M]. 喻海翔，译。北京：东方出版社，

仅供内部参考，请勿外传

来。但综合来看一方面日本经济完成了从传统规模经济产业（房地产、钢铁、煤炭）主导经济模式向消费和科技主导型现代经济结构转型，并且内生性推出一系列经济和金融制度改革，提升资源配置效率，企业盈利能力得到修复；另一方面日本股市驱动力由估值驱动向业绩驱动转型，由高杠杆向高销售净利率驱动转型，为稳定股市表现起到了基础性作用。比较其他历史时期来看，2012 年后日股年化收益率达到 12.6%，波动率下降到 18.6%，夏普比率为 0.65，明显高于 1990-2011 年和库兹涅茨拐点前的股市表现，接近泡沫时代水平，但迈过第二次刘易斯拐点后的股市运行更为稳健。

（三）迈过第二次刘易斯拐点后的权益时代以及长牛行情特点

面对即将到来的第二次刘易斯拐点，未来 A 股很可能会呈现出以下几个特征：

迈过第二次刘易斯拐点后，股市一般会相对住房和债市相对走强，迎来长期的权益时代。根据美国日本经验，1970 年后美国股市总回报率相对住房和债市总回报率于 1978 年见底，日本股市相对住房和债市超额收益率分别于 1998 年和 2001 年见底；随后由于科网泡沫破灭、金融危机等冲击导致美股和日股相对本国住房和债市一度下行，但是总体来说迈过第二次刘易斯拐点后，股市会迎来相对住房和债市长期超额收益。究其原因可能在于迈过第二次刘易斯拐点后，要素成本边际定价，销售净利率主导商业模式和资产回报率，杠杆经营模式式微，拥有覆盖创新驱动、价格更具弹性的股权资产溢价抬升，真正进入到权益时代。未来我国经济会逐步走出债务经济、规模经济为主导发展阶段，技术创新、商业模式创新和优良公司治理将成为决定资产质量的关键。因此迈过第二次刘易斯拐点后 A 股有望相对其他大类资产持续走强。

图51、1898-2020 年美股相对住房和债市收益率之差的变化

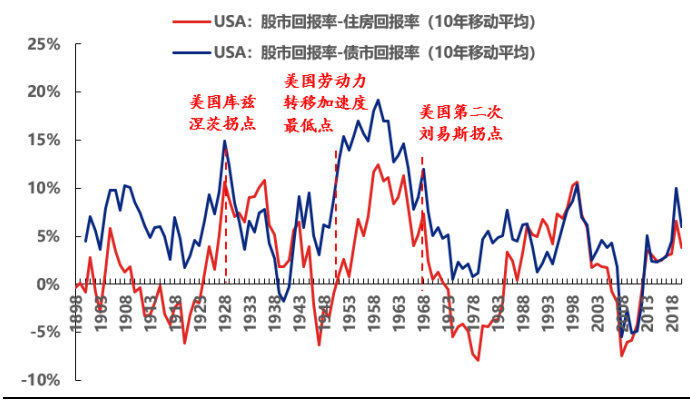
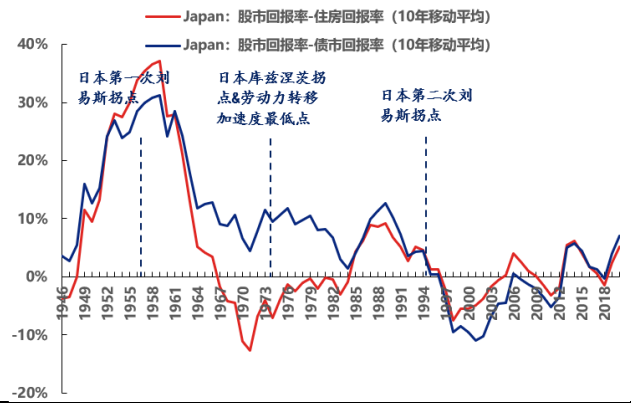


图52、1946-2020 年日股相对住房和债市收益率之差的变化



数据来源：JST，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

迈过第二次刘易斯拐点后 A 股会经历一段波动期后再度相对其他市场持续走强。如前所述，在迈过第二次刘易斯拐点后，追赶国股市会相对被追赶国股市走低，随后会展现出长期较强的相对收益属性。从美国与日本的经验来看相对走低的过程大约会维持 6-10 年左右。究其主要原因在于：首先，迈过第二次刘易斯拐点后经济社会进入稳态期，前期产业结构和社会结构发展预期落地，造成股市进入长期的稳定预期的增长阶段，估值继续相对提升动力不足；其次，迈过第二次刘易斯拐点前后一般会经历股市的剧烈波动期，美国和日本甚至还经历了滞胀期和衰退期，进一步拖累股市表现，出现相对稳态经济体更为剧烈地调整；第三，美国在 80 年代进入“大缓和”期，日本在 2003 年进入金融危机前的复苏期，对美股和日股相对收益的企稳起到了决定性作用，显示出内生性增长动能和结构的稳定有助于股市表现改善。展望 A 股来看，我国迈过第二次刘易斯拐点前后，预计全球经济仍处于 AI 产业技术革命蓬勃发展中、我国新兴科技企业还将处于全球市场份额扩张期、通过制度改革实现资源优化配置和股市运行效率提升的空间仍然存在、我国经济的战略纵深有助于对冲内外部不确定性冲击，因此预计届时 A 股相对美股表现回调幅度和时间可能会短于 70-80 年代的美股与 90 年代到 2000 年代的日股，表现出相较于美股和日股更强韧性。因此预计未来 A 股会经历一段波动期后再度相对其他市场持续走强。

未来以科技、消费等行业为主的长牛时代。如前所述，2016 年以来 A 股已经完成了一轮从消费向科技股轮动，符合美国和日本第二次刘易斯拐点前经验以及理论预判。从长期维度来看，未来科技与消费依然是迈过第二次刘易斯拐点后 A 股的主要方向。**未来 A 股科技股将与美股共振领涨。**如前所述，2012 年以来全球经历了从移动互联网到当前 AI 产业革命，全球经济在越来越广阔的领域里开展科技革命，我国与美国将是未来科技领域主要引领国。当前美股科技股资本开支于 2010 年开始显著、持续上行，中美两国科技股资本开支几乎共振上行（如图 26 所示）；从利润占比变化来看，A 股成长股利润占比从 2006 年 1.8%上升至 2025 年的 9.9%；2025 年美股科技股利润占比甚至已经突破了 30%。**参考美国经验，未来非必需消费将越来越成为我国消费增长重心。**回顾美国 1997 年以来不同消费领域价格变化的差异可以发现，可以实现价格持续上涨的主要集中于教育、医疗、居住等领域，而汽车、电视、公共交通等价格相对下行；从美股财务指标表现来看，美股中非必需消费品净利润占比中枢始终保持在 10%水平，而同期必需消费品利润占比下降到不足 5%；非必需消费品的资本开支占比在经历了 2005-2011 年小幅下行后持续上行，同期必需消费品资本开支占比持续下行。表明在迈过第二次刘易斯拐点后，消费的重心将逐步从耐用消费品转向非必需消费品，消费领域将获得较为持久的成长溢价；与此同时耐用消费品相关的制造、原材料和能源等则相对走弱。当前我国消费股利润占比大约在 8-10%水平，相较于 2008

仅供内部参考，请勿外传

年以前已经翻倍；但是消费股资本开支占比有所下降。未来伴随非必需消费品市场空间打开，或具有较为广阔的成长空间。

图53、非必需消费与科技在美股资本开支占比先后上升

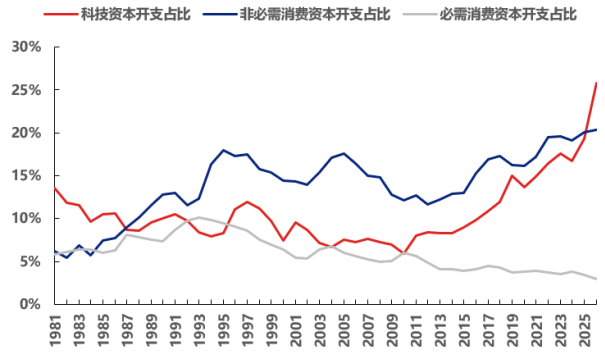
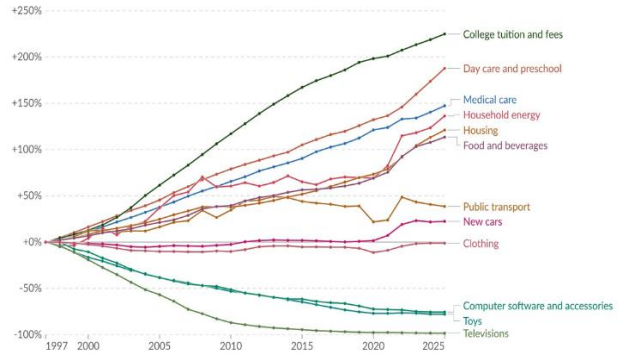


图54、美国教育、医疗等领域价格相对耐用消费品持续上涨



数据来源：Datastream，Our world in data，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、A 股中成长和消费利润占比正在升

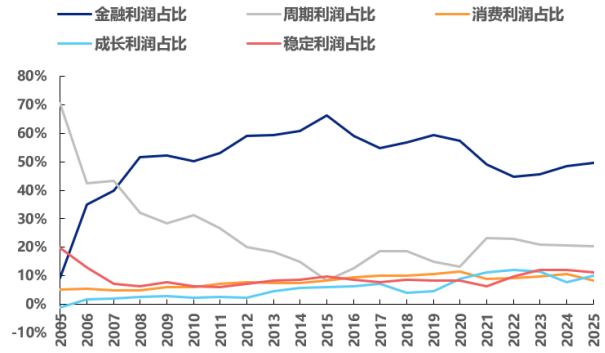
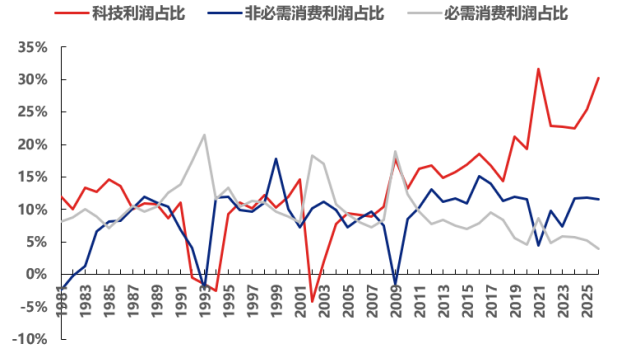


图56、科技与非必需消费在美股净利润占比上升或稳定



数据来源：Wind，Datastream，兴业证券经济与金融研究院整理

结合美国和日本在迈过第二次刘易斯拐点后经验来看，预计 A 股将逐步以业绩驱动为主，业绩贡献将占据主要部分，股市表现将围绕长期景气线索；结构上当前行情正在为未来消费和科技主导的长牛行情蓄势，未来 A 股还将以科技与消费股为主导。

风险提示：劳动力转移进程不确定性、全球政经格局变化超预期、理论模型与现实偏差较大、外部冲击超出预期等

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

0