宏观深度报告 20261117

大浪与潜流：条件式渐进修复——政策、盈利、筹码三重确认下的 2027 年 A 股年度展望

2026 年 11 月 17 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 唐遥衍
执业证书：S0600524120016
tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《通胀隐含油价预期偏乐观，加息仍有升温空间——海外周报 20261116》
2026-11-16
《如何理解 10 月经济的三个变化？》
2026-11-16

- 【大势】2027 年指数中枢较 2026 年抬升，行情以渐进修复的方式展开：抬升依赖“政策落地—盈利企稳—筹码出清”三重确认的逐步兑现，节奏温和、结构突出；修复的进度表而非方向是全年最值得跟踪的线索，2027 年 4 月与 8 月是两个验证窗口。
- 【利率】A 股修复的弹性主要来自国内变量：海外利率“高位停留”是基准情形（10 年期美债 11 月 13 日收于 5.15%），美联储转向是加分项而非前提；定价权在国内的政策、产业信用与筹码结构，若转向兑现，利率敏感型成长（科创 50、创业板指方向）弹性更大。
- 【业绩驱动行情】“指数温和、结构分化”的业绩市：2027 年全 A 归母净利润同比增速约 6.2%（修正口径），二季度单季同比读数见底（约-5.8%、含基数扰动）、三季度单季同比回升明显（约+18.1%）；观察重点由盈利总量转向盈利广度，非 AI 部门（消费、制造、地产链）的扩散速度决定行情高度。
- 【风格】双向收敛：防御端（银行、红利）自高位降温、成长端（双创、电子、半导体）自超跌修复，两端同时变化、彼此靠拢，“均衡”比“极端”更符合 2027 年的结构特征；4 月与 6 月末是核对收敛延续性的节点。
- 【AI 链】第二波行情看兑现：验证标准已从“资本开支多大”切换到“回报如何兑现”，存储、光模块、PCB、半导体设备等业绩可验证环节相对占优；数据合规、电力审查与资本市场监管构成新的外生筛选条件，节奏跟随业绩披露逐段确认（8 月中报季给出答案）。
- 【资源】定位走向中枢资产：供给约束“环境化”推动资源从交易题材转向中枢型资产，板块内结构优先——供给约束型金属（铜、铝、小金属）与电力电网方向的位置与逻辑匹配度更高；贵金属保持跟踪。
- 【消费】修复有先后：第一段行情来自估值修复、先于盈利修复，机会集中在服务消费、医药与高质价比方向；按“上半年估值段、下半年盈利验证段”推进，8 月中报与 10 月三季报是兑现观察点。
- 【出海】从齐涨走向筛选：人民币升值与关税环境构成两个筛选维度，具备“海外产能+定价权”的公司更占优势，行情从齐涨走向分化；机械（2027 年修正后归母净利润同比增速约+18.1%）、汽车零部件与电力设备出海链相对占优。
- 【资金】底盘在承接端：两融回补的弹性、宽基 ETF 承接的持续性与稳市机制的常态化决定资金结构，其中 ETF 净流入的连续性是最值得跟踪的单一指标；承接加速则修复斜率前移，平稳推进则更强调延续性。
- 【波动】“高位缓降”：波动率中枢由筹码结构决定，路径取决于杠杆、拥挤度与承接资金的演化；4 月、8 月与 10-11 月的“验证季”是波动放大窗口，低波动方向（红利、公用事业）在放大窗口更具稳定性。

风险提示

- 美联储紧缩与利率路径反复（外部利率）；油价与地缘反复（商品）；AI 信用与科技去杠杆、龙头治理事件（结构）；国内政策与非 AI 部门盈利修复不及预期（条件假设之外）；市场结构与筹码（杠杆回补过快、拥挤端再度堆积）；数据与口径差异（一致预期、ETF 资金流等测算差异）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 引言：先回验，再谈 2027 年 4
2. 2026 年复盘：冲高、调整与修复 4
2.1. 月度节奏：三轮调整与两段修复 5
2.2. 行业与风格：防御占优、成长调整 7
2.3. 两轮调整的结构对照 8
2.4. 历史坐标：调整年样本的分布 8
3. 2027 年的条件：外部环境与国内变量 9
3.1. 外部条件：利率“高位停留”、油价回吐溢价、AI 进入回报检验 9
3.2. 国内条件：政策链条、盈利广度与资金结构 10
3.3. 跨市场年度坐标 10
4. 大势研判：三要素、三情景与压力测试 11
5. 全年节奏：2027 年的四个阶段 12
6. 风格与行业：四条产业链分析 13
6.1. 风格：收敛的节奏与结构 14
6.2. AI 与科技链：验证标准在换轨 14
6.3. 资源与能源链：从脉冲到中枢 15
6.4. 内需与消费链：修复的次序 15
6.5. 先进制造与出海链：筛选的维度 16
6.6. 四条链的交叉线索 16
7. 年度十大判断：判断、差异与验证 16
7.1. 大势：2027 年指数中枢较 2026 年抬升，行情以渐进修复的方式展开 16
7.2. 利率：A 股修复的弹性主要来自国内变量 17
7.3. 业绩驱动行情：指数温和、结构分化的业绩市 17
7.4. 风格：双向收敛，两端同时变化 18
7.5. AI 链：第二波行情看兑现，机会集中在业绩可验证的环节 19
7.6. 资源：定位走向中枢资产，板块内结构优先 20
7.7. 消费：修复有先后，先估值、后盈利 20
7.8. 出海：从齐涨走向筛选，竞争力来自海外产能与定价权 20
7.9. 资金：资金结构的底盘在承接端 21
7.10. 波动结构：低波动取决于筹码结构 22
8. 2026 年 11 月至 2027 年 12 月事件日历 22
9. 风险提示 23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 万得全 A 2026 年内走势：冲高、调整与修复启动（2026 年 1 月 2 日至 11 月 13 日）....6
图 2: 申万一级行业年内涨跌全景（2025 年 12 月 31 日至 2026 年 11 月 13 日）.....7
图 3: 2027 年节奏示意图：四个阶段与两个验证窗口（2026 年 12 月至 2027 年 12 月）.....13
图 4: 全 A 归母净利润单季与累计同比路径（2027 年，修正口径预测，%）.....18

表 1: 主要指数年度坐标.....5
表 2: 万得全 A 月度涨跌与阶段特征.....6
表 3: 申万一级行业年度表现.....7
表 4: 两轮调整对照.....8
表 5: A 股三情景框架（2027 年，条件式推演）.....12
表 6: 2027 年节奏地图（日历节点以官方公布为准）.....13
表 7: 四条链的观察线索.....14
表 8: 2026 年 11 月至 2027 年 12 月关键日历.....23

1. 引言：先回验，再谈 2027 年

一年前，市场对 2026 年的主流预期清晰而一致：慢牛延续、盈利驱动、科技扩散。十二个月后，实际给出的答案是“冲高—调整—修复”：万得全 A 自 2026 年 5 月 13 日高点 7267.97 点最深回撤 25.4%（收盘口径，2026 年 10 月 30 日低点 5425.00 点），其中 2026 年 7 月单月下跌 13.14%、2026 年 10 月单月下跌 12.44%，一年之内两度两位数调整；截至 2026 年 11 月 13 日，万得全 A 年内（2025 年 12 月 31 日至 2026 年 11 月 13 日，本报告中“年内”均为该口径）下跌约 13.4%。风格层面，红利指数年内上涨 7.70%，是唯一显著收正的主要宽基方向；年初热度最高的成长端（大盘成长年内下跌 21.07%）反而成为跌幅最深的方向之一。

回顾来看，偏差不在方向，而在于把“条件”当作既成事实：将“盈利接力”视为已经发生，将“美联储转松”视为 A 股上涨的前提。

2026 年 11 月第一周又提供了一个微缩样本：2026 年 11 月 3 日美国中期选举的选前预期是“民主党占优、但两院归属难料”，结果民主党赢得参众两院多数（媒体称“蓝色海啸”）；市场的结构性反应更值得对照：道琼斯工业指数在结果明朗后单日上涨 3.03%（2026 年 11 月 4 日收盘、创一年半最大单日涨幅），而 AI 链继续大幅下跌（费城半导体指数 2026 年 10 月 30 日至 11 月 6 日下跌 12.1%）、布伦特原油在美伊谈判出现突破信号后同期下跌 13.3%。事件的结果可以预判，但市场对事件的反应路径难以预判。本报告因此将“条件与差异”置于“方向”之前，并在每条判断中列示关键差异与依据。

2. 2026 年复盘：冲高、调整与修复

2026 年 A 股走完“冲高—调整—修复”的完整一年：上半年在叙事驱动的行情中冲高，下半年经历两轮调整，年末在条件重建中启动修复。全年的总体坐标（指数点位、年内涨跌与自年内高点回撤）见表 1。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表1：主要指数年度坐标

指数	收盘	年内涨跌	自年内高点回撤
万得全 A	5548.75	下跌 13.44%	下跌 23.65%
上证指数	3634.35	下跌 8.43%	下跌 14.34%
上证 50	2775.02	下跌 8.45%	下跌 12.15%
沪深 300	4016.29	下跌 13.25%	下跌 20.62%
中证 1000	6357.26	下跌 16.30%	下跌 29.01%
创业板指	2426.08	下跌 24.26%	下跌 44.51%
科创 50	1279.66	下跌 4.80%	下跌 42.04%
北证 50	876.33	下跌 39.16%	下跌 45.43%
万得微盘股指数	536889.18	下跌 0.44%	下跌 16.79%
红利指数	3271.58	上涨 7.70%	下跌 3.99%
中证红利	5510.92	上涨 0.13%	下跌 7.79%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：涨跌区间 2025-12-31 至 2026-11-13

至 2026 年 11 月初，防御方向热度仍居高位（银行、红利方向拥挤度偏高）、成长端处于深度超跌区，两端的位置反差是 2027 年风格判断的核心前提。

2.1. 月度节奏：三轮调整与两段修复

各段结构各有清晰的触发逻辑。2026 年上半年是“叙事定价”期：跨年行情延续至 2026 年 2 月，2026 年 4 月快速反弹、2026 年 5 月 13 日万得全 A 触及阶段高点 7267.97 点；风险偏好的顶部结构在 2026 年 5 月至 6 月之间分批形成（万得全 A 于 2026 年 5 月中旬率先见顶、双创与半导体于 2026 年 6 月下旬至 7 月初先后见顶）。2026 年 7 月是第一轮调整：单月下跌 13.14%，去拥挤集中在领涨端——半导体自 2026 年 7 月初的阶段高位后 20 个交易日回撤约 30.6%；月末全 A 风险度降至约 9.5、处于交易层面的低位区（2026 年 7 月 31 日）。2026 年 8 月至 9 月是修复与再度调整的交错：万得全 A 在 2026 年 7 月末至 8 月末的区间收涨 5.38%，但成交未能同步放大（月末单日成交额自 25599 亿元缩至 21454 亿元、缩量 16%），属“阻力最小的缩量修复”；2026 年 9 月转为下跌 5.31%，美债 10 年期收益率一度逼近 5.4%，贴现率上行压制估值。2026 年 10 月是第二轮调整：全球 AI 信用重定价与去杠杆负反馈共振。2026 年 11 月修复延续：政策（国务院常务会议部署稳市机制）、外部（美国中期选举落地、中美休战执行期开启、油价回吐战争溢价）、筹码（杠杆止跌、ETF 持续承接）三线共振推动修复，11 月第一周（10 月 30 日至 11 月 6 日）上涨 3.36%，第二周（11 月 9 日-13 日）冲高回落，至 11 月 13 日累计上涨 2.28%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：万得全 A 月度涨跌与阶段特征

月份	万得全 A 涨跌	阶段特征
2025 年 12 月	+3.30%	跨年行情启动
2026 年 1 月	+5.83%	冲高
2026 年 2 月	+2.34%	冲高
2026 年 3 月	-8.73%	调整
2026 年 4 月	+8.69%	快速反弹
2026 年 5 月	+0.59%	冲高见顶（2026 年 5 月 13 日阶段高点）
2026 年 6 月	+3.19%	结构冲顶（双创与 AI 链 2026 年 6 月末先后见顶）
2026 年 7 月	-13.14%	第一轮调整（去拥挤）
2026 年 8 月	+5.38%	缩量修复
2026 年 9 月	-5.31%	贴现率上行
2026 年 10 月	-12.44%	第二轮调整（AI 信用重定价）
2026 年 11 月（至 2026 年 11 月 13 日）	+2.28%	修复延续（冲高回落）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：涨跌为环比上月末收盘口径；2025 年 12 月至 2026 年 10 月为完整月度，最后一行 2026 年 11 月为月内、截至 2026 年 11 月 13 日

图1：万得全 A 2026 年内走势：冲高、调整与修复启动（2026 年 1 月 2 日至 11 月 13 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：浅红区间为两轮调整窗口（2026 年 7 月、10 月）；纵轴为万得全 A 收盘点位。

三次调整的共同特征是：当估值、筹码与叙事同时处于脆弱位置时，任何单一催化剂（利率、地缘、信用事件）都可能触发加速下跌，这也是 2026 年 7 月、2026 年 10 月两次调整的跌幅大于基本面变化的原因：2026 年 1-9 月电子行业利润总额同比增长 1.0 倍（规模以上工业企业口径），而 2026 年 10 月电子板块单月下跌 25.70%，调整主要由

请务必阅读正文之后的免责声明部分

估值与筹码驱动，景气本身仍在延续。

2.2. 行业与风格：防御占优、成长调整

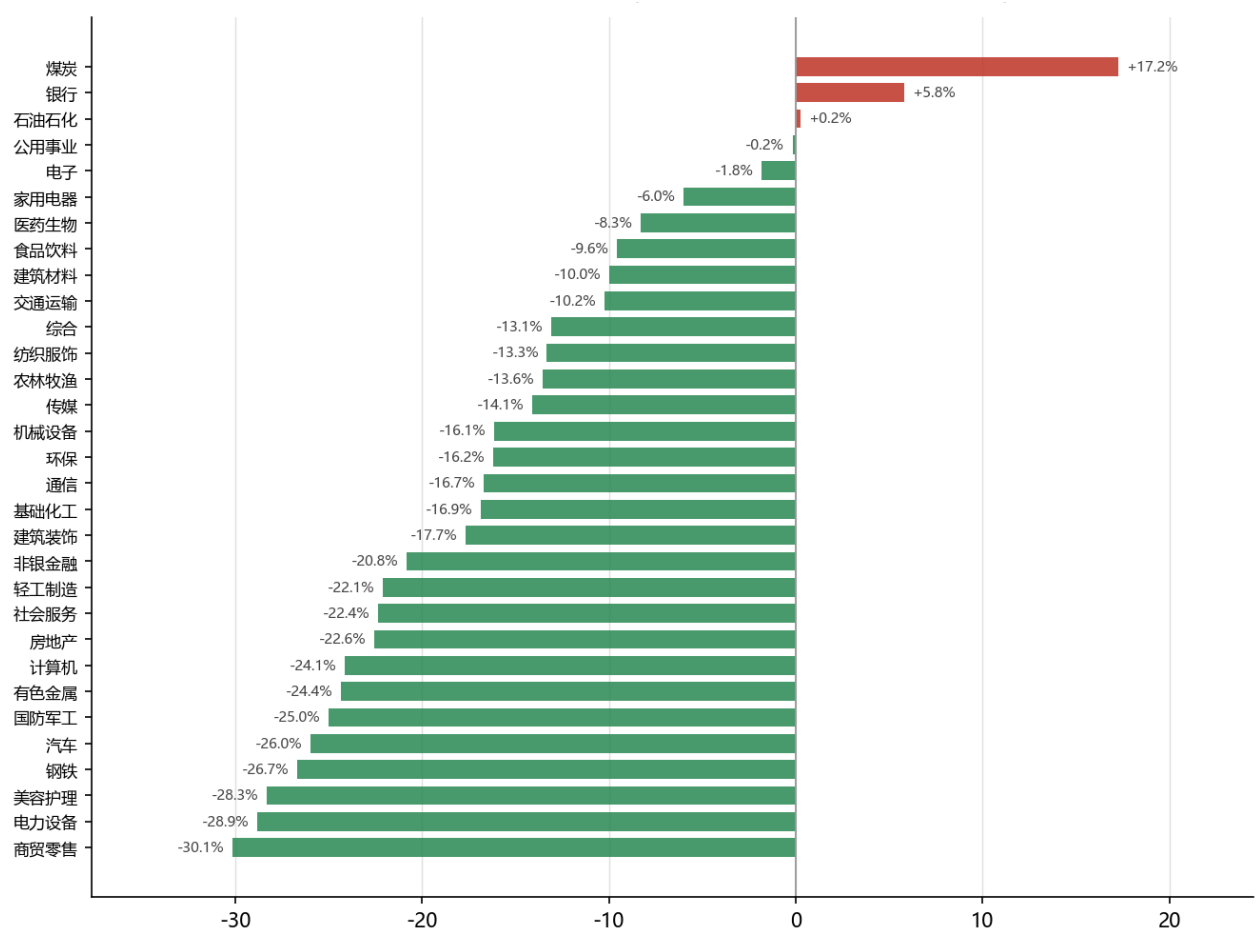
表3：申万一级行业年度表现

方向	行业	年内涨跌	备注
收正	煤炭	上涨 17.25%	全年领跑（供给约束与能源重定价）
收正	银行	上涨 5.81%	类债属性与息差企稳
收正	石油石化	上涨 0.25%	油价与炼化景气的反复
基本持平	公用事业	下跌 0.17%	类债属性
领跌	商贸零售	下跌 30.15%	内需与主题资金退潮
领跌	汽车	下跌 26.00%	价格竞争与出口变量
领跌	美容护理	下跌 28.34%	消费 beta
领跌	电力设备	下跌 28.85%	产能周期与技术路线切换
领跌	钢铁	下跌 26.70%	需求与成本双重挤压

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：涨跌区间 2025-12-31 至 2026-11-13

图2：申万一级行业年内涨跌全景（2025 年 12 月 31 日至 2026 年 11 月 13 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：31 个申万一级行业中仅煤炭、银行、石油石化收正；按涨跌幅降序排列。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风格上，全年的方向高度一致："价值相对抗跌、成长调整更深"贯穿全年；万得微盘股指数下跌约 0.44%、在 2026 年 11 月修复中有所回升，但拥挤度已自高位退潮。行业层面，31 个申万一级行业仅 3 个收正（煤炭、银行、石油石化）——与 2024 年至 2025 年的"科技扩散"叙事形成鲜明对照。这一格局代表着防御与能源的热度在年内持续走高，进一步空间收窄；而成长端的深度回撤，则正在为 2027 年的修复积累弹性。

2.3. 两轮调整的结构对照

表4：两轮调整对照

轮次	时期	幅度	触发与机制	结构特征	后续修复
第一轮	2026 年 7 月	万得全 A 单月下跌 13.14%	拥挤交易的出清（市场内生去杠杆）	半导体 2026 年 7 月初见顶后 20 日回撤约 30.6%；双创与 AI 链自 2026 年 6 月末高点深度回撤	2026 年 8 月缩量修复（万得全 A 上涨 5.38%、成交缩量 16%）
第二轮	2026 年 9 月-10 月	万得全 A 两月合计下跌约 17.1%	2026 年 9 月：美债 10 年期收益率逼近 5.4%的贴现率上行；2026 年 10 月：全球 AI 信用重定价与去杠杆负反馈	2026 年 10 月通信下跌 30.23%、电子下跌 25.70%；仅防御与能源收正；两融余额于 2026 年 10 月回落约 1833 亿元	2026 年 11 月修复启动（万得全 A 上涨 2.28%、量能回升、杠杆止跌回补）

数据来源：Wind、交易所数据，东吴证券研究所
注：万得全 A；2026 年；幅度为区间收盘价口径；行业为申万一级口径

对照两轮调整，可以提炼出两个稳定的结构规律：其一，下跌集中在"高拥挤端"——第一轮的双创与 AI 链、第二轮的通信与电子，都是拥挤度与融资盘堆积最深的环节；其二，修复能否延续，取决于量能是否配合：2026 年 8 月的修复缺少成交配合（缩量修复），未能持续；2026 年 11 月的修复伴随量能回升（11 月 4 日-5 日单日成交连续回到 2 万亿元上方、11 月 12 日为 1.95 万亿元）与杠杆止跌回补，量能结构的质量高于 2026 年 8 月。这两条规律将作为 2027 年跟踪的重点。

2.4. 历史坐标：调整年样本的分布

把 2026 年放进历史坐标（万得全 A、收盘口径）：2000 年以来"年内回撤达到 20%"共出现 16 次（2026 年为第 16 次、仍在进行中），此前 15 个样本的次年年收益为 6 正 9 负（中位数约-4.9%、均值+7.0%，均值受 2005 年、2008 年大级别正收益抬高）——正收益样本从上涨 3.9%到上涨 108.7%（2005 年、2008 年、2018 年为大级别正收益），负收益样本从下跌 1.1%到下跌 63.5%（2007 年、2010 年为最深）。次年的收益分布极宽：统计规律提供的是分布参考，方向仍由条件决定。

"超跌"只提供位置条件，修复的启动取决于政策、盈利与筹码的实质性改善，这也

请务必阅读正文之后的免责声明部分

是第三章展开的内容。

3. 2027 年的条件：外部环境与国内变量

“大浪由显性事件驱动、来年方向由潜流决定”：2027 年的定价取决于盈利周期、政策链条、供给约束、利率环境与筹码结构。本章逐项梳理 2027 年的定价条件，跨市场坐标见本章末节。

3.1. 外部条件：利率“高位停留”、油价回吐溢价、AI 进入回报检验

利率：加息周期的下半程，但“停留”是基准。

美联储 2026 年 9 月启动加息周期（至 3.75%-4.00%区间），2026 年 10 月按兵不动、但两名票委主张加息；截至 2026 年 11 月 6 日前后，市场对 2026 年 12 月加息的定价约 70%-80%（CME FedWatch 口径，周内报道有波动），主席沃什维持“小步慢走”姿态。2027 年 1 月新一届国会就任后，财政与产业政策的连续性受约束，“政治干扰”边际下降；但“政治干扰下降”与“政策转松”是两条线——2027 年海外利率的基准情形是“高位停留”，美联储转向是“加分项”（对应判断二）。

地缘与油价：战争溢价快速回吐，供给约束仍在。

2026 年 11 月第一周，伊朗最高领袖授权政府寻求谈判、伊朗开始审议调解方提案，布伦特原油 2026 年 10 月 30 日至 11 月 13 日下跌 15.1%、收于 96.29 美元/桶，11 月 10 日盘中一度跌破 90 美元、其后回升至 96 美元附近——供给溢价出现一轮快速回吐；但物理约束并未解除：海上封锁下伊朗石油出口已降至接近零、中东“打击与斡旋”双轨仍在延续、国际能源署判断全球能源市场恢复到战前水平需要更长周期。对 A 股的条件含义：油价已运行至供给溢价“缓解确认区”（105 美元/桶下方），若谈判反复，风险溢价会随时回补；能源链的定价权重正在从“溢价”转向“中枢”。

AI 信用周期：从“建设期”进入“回报检验期”。

2026 年成为全球 AI 交易的重要转折点：费城半导体指数年内仍上涨约 43.25%、但自 2026 年 6 月 22 日高点回撤 30.67%，其中 2026 年 11 月第一周单周下跌 12.1%，11 月第二周反弹 8.05%；同期 VIX（芝加哥期权交易所波动率指数）年内上涨 29.1%，其中 11 月第一周单周上涨 45.1%（11 月 6 日升至 28.18），至 11 月 13 日回落至 19.30。定价标准的切换（从“资本开支多大”转向“回报如何兑现”）尚未完成，2027 年仍将反复；对 A 股的含义：全球 AI 链的波动仍是科技情绪的重要变量，其传导更趋双向。算力链出现“涨价+脱销”的价格信号（算力租赁报价上修、存储颗粒提价意向、光模块订单能见度延长）；Anthropic 启动万亿级 IPO（11 月 18 日定价、11 月 19 日上市）；龙头治理事件（英伟达 2026 年 11 月 12 日完成 CEO 交接：黄仁勋辞任、Colette Kress 出任临时 CEO）以“个股折价”方式定价，对指数层面修复的影响相对有限。

汇率与美元：人民币升值是 2027 年值得重视的变量。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

截至 2026 年 11 月 13 日，美元指数 103.42（11 月 13 日、2025 年 5 月以来高位）、离岸人民币 6.6702（11 月 9 日晚间；人民币中间价 6.7174，11 月 12 日）。若人民币升值周期延续，其影响将逐步体现在出口利润结构、外资流向与人民币资产偏好上（对应判断八）。

3.2. 国内条件：政策链条、盈利广度与资金结构

政策链条：从“定调”到“落地”的验证年。

“十五五”专项规划（算力网、6G、AI 芯片、地下管网等）正在密集推进，中央经济工作会议（2026 年 12 月，按惯例）将定调 2027 年；资本市场端，国务院常务会议（2026 年 11 月上旬）部署“完善资本市场稳市机制、增强股市内在稳定性”，并要求“认真研究明年经济工作思路、加强跨年度政策衔接”（据 2026 年 11 月 6 日-7 日公开报道）。2027 年政策验证的重点在“落地强度与市场响应”——发行、开工、订单三层数据。

盈利：总量不差、广度不足，这是“结构市”的根源。

2026 年 1-9 月规模以上工业企业利润总额同比增长 15.5%，但结构高度集中：电子行业利润总额同比增长 1.0 倍、高技术制造业利润总额同比增长 52.0%（工业企业利润口径，与上市公司盈利存在统计差异），传统链条的修复仍在积累；PPI 同比+5.0%（2026 年 9 月）由能源与输入性因素主导，CPI 同比+0.9%（2026 年 9 月）显示需求端物价仍然温和；2026 年 10 月制造业 PMI（采购经理指数）49.3、仍在荣枯线下方；2026 年三季度 GDP 同比增长 4.5%（单季）。盈利的“广度修复”比总量增速更重要——这是判断三（盈利）的核心依据。

资金结构：承接形态正在被“宽基 ETF 承接”和“稳市机制”改写。

股票型 ETF 自 2026 年 9 月 28 日以来连续 24 个交易日净流入、合计约 6106 亿元（Choice 口径，截至 2026 年 11 月 5 日）；两融余额在 2026 年 10 月去化约 1833 亿元后于 2026 年 11 月上旬出现连续两日回补；互换便利工具第三批 1000 亿元投放落地（2026 年 11 月初）。资金面的稳定力量（宽基 ETF 承接、稳市机制）与放大力量（杠杆、拥挤度）并存，两者的力量对比决定 2027 年的波动路径（对应判断九、判断十）。

内需与地产链：补位的速度决定“结构市”的成色。

2026 年 1-9 月房地产开发投资同比下降约 20.6%、新建商品房销售额同比下降约 13.9%（国家统计局口径），内需修复仍依靠政策脉冲与基数效应；地产链与消费链能否在 2027 年提供盈利“广度”，是“指数温和、结构分化”能否升级为指数级行情的关键变量。

3.3. 跨市场年度坐标

海外市场的年度坐标呈现“指数新高、结构调整”的组合。截至 2026 年 11 月 13 日，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

标普 500 为 7561.67 点，年内上涨 10.46%，自 2026 年 10 月 6 日的年内高点（收 7818.93 点）回撤 3.29%；纳斯达克 100 为 27943.74 点，年内上涨 10.67%，自 2026 年 10 月 6 日的高点（收 31224.47 点）回撤 10.51%；费城半导体指数为 10146.32 点，年内仍上涨 43.25%，但自 2026 年 6 月 22 日的高点（收 14634.72 点）已回撤 30.67%。10 月 30 日以来，标普 500 下跌 0.24%、纳斯达克 100 下跌 1.55%、费城半导体下跌 5.08%，调整集中在科技与半导体环节；VIX 指数 11 月 6 日升至 28.18 后快速回落，11 月 13 日收于 19.30（年内累计上涨 29.10%、11 月 6 日至 13 日回落约 31.5%）。

港股的方向与 A 股存在明显差异。恒生指数为 23637.60 点，年内下跌 7.78%，自 2026 年 1 月 29 日的年内高点（收 27968.09 点）回撤 15.48%，但 10 月 30 日以来上涨 1.47%；恒生科技指数为 3813.19 点，年内下跌 30.87%、自年内高点回撤 35.46%，10 月 30 日以来上涨 1.55%，修复弹性领先于 A 股成长端。

利率、商品与汇率坐标同样指向“外部约束仍在、内部变量占优”。美国 10 年期国债收益率为 5.15%，10 月 30 日以来上行约 22 个基点（2026 年 10 月 30 日为 4.929%）；美元指数 103.42，10 月 30 日以来上涨（11 月 6 日至 13 日上涨 1.1%，创 2025 年 5 月以来高位）；布伦特原油 96.29 美元/桶，10 月 30 日以来下跌约 15.1%，对应美伊谈判突破信号下的战争溢价回吐与供给恢复，11 月 10 日盘中一度跌破 90 美元；伦敦金 3879.92 美元/盎司，基本持平，10 月 30 日至 11 月 6 日上涨 5.1%后回撤（实际利率与美元双升主导，11 月 6 日至 13 日下跌 4.7%）；离岸人民币 6.6702（11 月 9 日晚间）、基本持平，升值周期的延续性仍需观察；人民币中间价 6.7174（11 月 12 日）。注：本段数据截至 2026-11-13，来源为 Wind 与公开市场数据；年内涨跌幅区间为 2025-12-31 至 2026-11-13、近周涨跌幅区间为 2026-10-30 至 2026-11-13；涨跌与回撤均为收盘价口径（基期 2025-12-31 收盘）。

4. 大势研判：三要素、三情景与压力测试

大势研判的框架只有三个要素：政策落地、盈利广度、筹码出清。三者渐进的确认程度，决定指数中枢能走多远；外部条件（利率、油价、地缘）是辅助参数。基准、乐观、压力三种情景见表 5。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：A 股三情景框架（2027 年，条件式推演）

情景	核心条件	可观察信号
渐进修复（基准）	政策落地推进（发行、开工、订单三层数据）、盈利广度边际改善、筹码与杠杆的止跌回补延续	低位的成长与制造方向企稳增多；防御方向的热度从高位缓和；成交与杠杆指标的修复延续
弹性放大（乐观）	外部利率转向预期升温、油价稳定于“缓解确认区”、AI 回报验证出现标志性进展	成长方向自低位转强；港股科技相对 A 股的相对强弱转换；人民币升值与外资回流的共振
二次探底（压力）	通胀黏性导致加息超预期、地缘升级反复、或 AI 信用事件再度发生	低位方向再创新低；市场热度在低位重新走弱；量能与杠杆修复中断

数据来源：东吴证券研究所整理

三要素中，“筹码出清”的进度最快、“政策落地”的能见度最高、“盈利广度”的不确定性最大。筹码端，两轮调整已完成对杠杆与拥挤端的大部分出清，两融余额在 2026 年 11 月上旬止跌回补（11 月 4 日-5 日连续两日回补、11 月 9 日起连续四个交易日回升，11 月 12 日余额达 22738 亿元）、ETF 承接持续；政策端，跨年政策输入（中央经济工作会议、十五五专项规划、稳市机制）路径清晰；盈利端，非 AI 部门（消费、制造、地产链）的修复速度是 2027 年最大的不确定性，决定“结构市”能否升级为指数级行情。

基准情景之外，有两个方向值得正面讨论。第一个是“修复的持续性依赖盈利广度”：如果 2027 年非 AI 部门盈利继续低于预期，指数中枢的抬升将始终依赖估值与筹码的脉冲，行情会呈现“进二退一”的震荡形态；基准情景的形态因此定为“结构性、渐进化”，并以盈利广度改善作为向乐观情景迁移的条件。第二个问题是“低利率与政策托底下的慢牛重启”：如果稳市机制与低利率环境持续发力、居民资金加速入场，市场可能跳过“条件验证”直接进入趋势上行，这一情形对应乐观情景，即弹性放大，但它需要外部利率转向与 AI 回报验证的配合，需要叠加的条件更多。两组条件推进较慢时，市场可能沿“磨底—修复—反复”的基准路径行进。

5. 全年节奏：2027 年的四个阶段

2027 年的节奏由四组“定价输入”的切换节点划分：政策定调（2026 年 12 月）、数据验证（2027 年 3 月-4 月）、中场检验（2027 年 5 月-8 月）、秋季窗口（2027 年 9 月-12 月）。四个阶段的矛盾、验证点与失效条件见表 6。

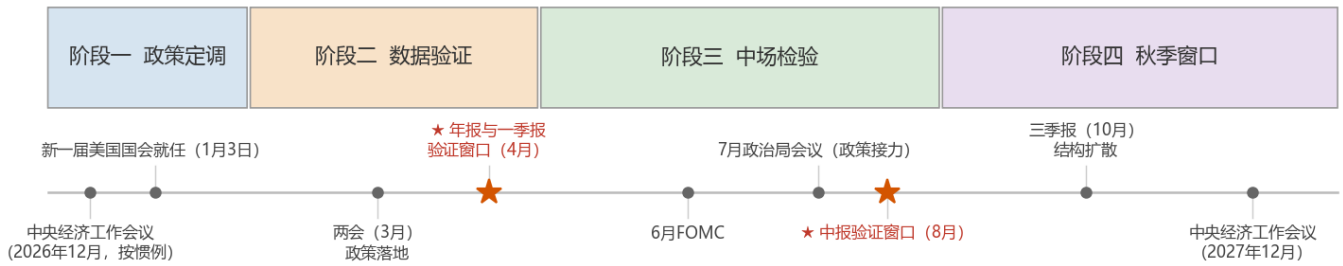
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：2027 年节奏地图（日历节点以官方公布为准）

阶段	窗口	核心矛盾	关键验证点	失效条件
一	2026 年 12 月-2027 年 1 月	政策定调与跨年流动性的对峙	中央经济工作会议（2026 年 12 月，按惯例）的定调强度；2026 年 12 月 FOMC（美联储议息会议，2026 年 12 月 8 日-9 日）；跨年流动性平稳度；新一届美国国会（2027 年 1 月 3 日就任）后的政策连续性	政策定调弱于预期、跨年流动性出现波动
二	2027 年 2 月-4 月	数据与政策的“验证窗口”	春节（2027 年 2 月 6 日）后的开工与消费数据；两会（2027 年 3 月）政策落地；年报与一季报（2027 年 4 月）的盈利广度——2027 年 4 月是全年第一个重要验证窗口	一季报显示非 AI 部门盈利继续低于预期
三	2027 年 5 月-8 月	中场检验：盈利、外部利率与中报	2027 年 6 月 FOMC 的路径指引；中报预告与中报（2027 年 8 月）的链内兑现度（AI 链兑现度的答案）；2027 年 7 月政治局会议的政策接力	AI 链中报兑现度低于预期、或外部利率再度上行
四	2027 年 9 月-12 月	秋季窗口：三季报、二十一大与年度定调	三季报（2027 年 10 月）的结构扩散；党的二十一大（2027 年，具体日程以官方公布为准；代表选举工作已于 2026 年启动）；中央经济工作会议（2027 年 12 月）定调 2028 年	秋季政策窗口与三季报双双平淡

数据来源：东吴证券研究所整理

图3：2027 年节奏示意图：四个阶段与两个验证窗口（2026 年 12 月至 2027 年 12 月）



数据来源：东吴证券研究所整理

注：据表 6 节奏地图绘制；节点日期以官方公布为准；★为两个验证窗口（4 月年报与一季报、8 月中报）。

四个阶段中，第二段（2027 年 2 月-4 月）与第三段（2027 年 5 月-8 月）是全年最重要的两个窗口：前者验证“政策落地与盈利广度”这对组合，后者验证“AI 链回报与外部利率”这对组合：两组验证都不通过，基准情景才有必要下修；其中一组明显通过，则可向乐观情景迁移。第一段与第四段更多是“节奏性窗口”：跨年与秋季的资金行为与季节性，是波动与结构的来源；中枢的决定因素仍在第二、第三段。

6. 风格与行业：四条产业链分析

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本章把风格层面的四条链逐一拆开：AI 与科技、资源与能源、内需与消费、先进制造与出海（见表 7）。

表7：四条链的观察线索

链条	环节	2027 年核心变量
AI 与科技	半导体（申万二级）	回报兑现（存储、光模块、设备）
AI 与科技	消费电子（申万二级）	端侧创新与出货
AI 与科技	通信设备（申万二级）	算力网络建设订单
资源与能源	煤炭（申万一级）	供给与迎峰度冬
资源与能源	石油石化（申万一级）	油价中枢与炼化景气
资源与能源	工业金属（申万二级）	算力与电网的结构性需求
资源与能源	电网设备（申万二级）	电网投资落地强度
内需与消费	白酒II（申万二级）	动销与批价的验证
内需与消费	医药生物（申万一级）	创新与出海的延续性
内需与消费	家用电器（申万一级）	以旧换新与出口
先进制造与出海	机械设备（申万一级）	出海订单与关税变量
先进制造与出海	乘用车（申万二级）	出口与价格竞争
先进制造与出海	电力设备（申万一级）	产能出清与全球电气化

数据来源：东吴证券研究所整理

6.1. 风格：收敛的节奏与结构

双向收敛的第一段证据已经出现在 2026 年 11 月第一周：防御端的银行下跌 1.64%、煤炭下跌 6.00%、石油石化下跌 3.58%，成长端与消费端的电力设备上涨 9.33%、计算机上涨 6.85%、传媒上涨 13.41%、医药生物上涨 4.25%（申万一级口径；2026 年 10 月 30 日至 11 月 6 日）——这与 2026 年 10 月“仅防御与能源收正”的极端结构形成鲜明对照。从位置结构看，防御方向的热度仍然偏高、成长方向仍在低位，收敛仍有空间。收敛节奏亦需注意：2026 年的经验显示，防御方向的热度可以在高位延续（银行风险度在 2026 年 9 月 8 日的阶段高位后继续惯性上涨了 3.0%），收敛的确认标准是两端同时变化。11 月第二周（11 月 9 日-13 日）提供了第二段样本：外部利率上行下资金阶段性回摆——银行上涨 2.11%、多股创历史新高，成长端冲高回落（通信 11 月 9 日-13 日上涨 3.06%后于 11 月 13 日回吐、算力硬件于 11 月 13 日出现集中跌停（全市场 84 只个股单日跌幅超过 9.8%）），同期电力设备、有色分别下跌 5.45%、4.77%。两段样本合在一起提示：收敛路径会被外部利率的节奏调制，“两端同时变化”的主线不变、节奏有反复。

6.2. AI 与科技链：验证标准在换轨

AI 链 2026 年 10 月的调整（10 月区间表现：通信下跌 30.23%、电子下跌 25.70%）对应的是定价标准换轨，即从“资本开支多大”换到“回报如何兑现”，这是换轨过程中的第一轮集中调整。换轨期有三个事实需要留意：一是产业端仍在运转，长鑫存储拒绝苹果 DRAM 报价（多家媒体报道、公司未回应）显示实货议价力仍在，德明利三季度单季归母净利润同比增长 2902.75%、源杰科技前三季归母净利润同比增长 866.88%、中际

请务必阅读正文之后的免责声明部分

旭创增长 211.81%（均为 2026 年三季报口径），兑现环节的业绩是真实的；二是信用端出现值得跟踪的新变化，英特尔单日下跌 28.58%（2026 年 10 月 30 日）、亚马逊的供应商贷款结构引发“AI 融资”讨论，融资结构成为新的关注点；三是监管端在强化，数据合规、电力审查与资本市场监管同步收紧，监管成为新的外生筛选条件。2027 年这一链条的机会集中在“回报可验证”的环节：存储、光模块、PCB（印制电路板）、半导体设备；概念属性较强的环节，其定价将更多取决于监管与信用环境的演化。相关环节经历深度调整后已处于历史低位区域，具备修复的基础；修复的持续性取决于产业信用的边际变化。从 11 月 9 日-13 日的跟踪情况看，产业价格、资本运作与个体治理层面出现了新的变化：一是价格信号增强，算力租赁报价上修约 25%，存储颗粒提价意向、光模块订单能见度延长（中国移动 1.6T 骨干长距传输试验完成）；二是资本闭环展开，Anthropic 启动万亿级 IPO（11 月 18 日定价、11 月 19 日上市，最高募资约 904 亿美元）；三是个体治理风险显性化：英伟达 2026 年 11 月 12 日宣布 CEO 交接（黄仁勋辞任总裁、CEO 及董事职务，Colette Kress 出任临时 CEO，Harvey C. Jones 任首任董事会主席，并启动正式 CEO 遴选），此后多家投行密集下调目标价与评级；市场将其视为个体事件、以“个股折价”定价，尚未出现向链内其他公司扩散的链式传染。

6.3. 资源与能源链：从脉冲到中枢

资源品的 2027 年逻辑有两层变化。第一层是“环境化”：供给约束从事件驱动变成背景常态：中东“打击与斡旋”双轨延续、伊朗石油出口在海上封锁下降至接近零、国际能源署判断全球能源市场恢复到战前水平需要更长周期；资源品因此由“脉冲交易”（地缘紧张时上涨、局势缓和时回落）转向“中枢型资产”，宜作为中长期结构线索跟踪。第二层是“结构分化”：同一逻辑下，板块内部的位置差异显著：工业金属、电网设备、小金属等方向仍处于低位区域、部分已出现修复迹象，是供给约束逻辑下更值得跟踪的位置；油价于 2026 年 10 月 30 日至 11 月 6 日快速回吐战争溢价（布伦特原油下跌 13.3%至 98.32 美元/桶）之后，金属与电力环节的需求（算力用电、电网投资、全球电气化）成为更值得关注的中枢线索。贵金属方向在加息周期与避险需求的交织影响下，保持跟踪。11 月 9 日-13 日的实际利率上行期，贵金属与高久期资源方向回调较深（现货金跌破 4000 美元、A 股贵金属板块 11 月 12 日单日下跌 6.85%、有色全周-4.77%），短期定价由实际利率主导、中期定位由供给约束主导，两者分开跟踪。

6.4. 内需与消费链：修复的次序

2027 年消费的机会需按次序理解。第一段是估值修复（先于盈利修复）：医药生物经历长期去化后已出现修复迹象（2026 年 10 月 30 日至 11 月 6 日上涨 4.25%），化学制药等低位环节是弹性候选；第二段是政策效果的积累：以旧换新延续、服务消费扩容属于“细水长流”的政策，效果按月积累、不会脉冲兑现，服务消费的修复会慢于估值修复；第三段才是盈利验证。热度处于高位的品类，其后续表现需动销与批价的实质验证；修复第一段“估值先行”的机会，更多落在低位方向。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6.5. 先进制造与出海链：筛选的维度

出海链的 2027 年是“筛选”之年，关键变量有两个：人民币升值的延续性（对利润型出口更友好、对价格型出口的要求更高）与关税环境的边际改善（美国政治周期切换下的减免预期、区域贸易协议的推进）。具备“海外产能与定价权”的公司会在这个过程中放大优势，出海链的行情会从齐涨走向分化。链条的分布支持“修复弹性带”的判断：电力设备、电池、光伏设备、风电设备、电网设备等方向先后出现修复迹象，机械设备、通用设备仍在低位等待确认；2026 年 11 月第一周的电力设备（上涨 9.33%）在四链方向中领涨（全市场涨幅仅次于传媒的 13.41%），是全链条修复的第一次预演。第二周（11 月 9 日-13 日）该方向在利率上行下回调 5.45%——“预演”与“反复”并存，筛选变量的作用还将延续。

6.6. 四条链的交叉线索

把四条链放在同一框架下看，2027 年的“修复端”线索清晰：经历深度去化、开始出现企稳迹象的方向（半导体、电池、光伏、电网设备、贵金属、化学制药、乘用车），叠加位置仍低、等待变化的方向（工业金属、小金属、机械设备、计算机）；热度较高的一端（银行、白酒、饮料乳品、铁路公路等），其变化更依赖热度与位置的自我消化。两端的此消彼长即风格收敛的兑现路径；上述清单为跟踪范围，其变化仍取决于条件兑现进度。11 月第二周的跨链印证：领涨端集中于通信、银行、电子，领跌端集中于电力设备、有色——短期强弱由外部利率与事件节奏调制，清单与节奏需分开跟踪。

7. 年度十大判断：判断、差异与验证

以下十条判断总结全篇分析，覆盖大盘大势、利率环境、盈利结构、风格与行业，均以 A 股为落点；每条包含判断、关键差异、节奏、方向、依据、跟踪条件六个要素。

7.1. 大势：2027 年指数中枢较 2026 年抬升，行情以渐进修复的方式展开

我们认为指数的整体走势可能将遵循修复走渐进路径：中枢抬升依赖“政策落地、盈利企稳、筹码出清”三重确认的逐步兑现；行情会在信号确认之后一段一段展开，节奏温和、结构突出。方向定性之外，更重要的变量是“条件兑现的进度”——修复的进度表，是 2027 年最值得跟踪的线索。

节奏方面，我们认为盈利读数（单季归母净利润同比）可能前低后高，二季度单季同比见底（-5.8%，基数扰动）、下半年回升。从历史样本看，调整年次年的市场节奏并无稳定的日历规律（15 个样本中“下半年强于上半年”仅 6 次、年内低点落在上半年 7 次），节奏确认以 2027 年 4 月与 8 月两个验证窗口为准：兑现顺利则修复的连续性逐步确认，兑现偏慢则重心后移。

结构上，修复弹性的主要来源是超跌成长端（创业板指、科创 50 方向）与盈利兑现链（电子、电力设备）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对于指数整体走势的判断主要基于以下几个依据：其一，筹码结构：2026 年的两轮调整完成了对杠杆与拥挤端的充分消化（两融余额自年内高位回落、前期最拥挤的成长与小微盘方向大幅退潮），修复的物质条件已经具备；其二，政策链条："十五五"专项规划推进与中央经济工作会议（2026 年 12 月）构成跨年政策输入，国务院常务会议（2026 年 11 月上旬）部署"完善资本市场稳市机制"，并要求"认真研究明年经济工作思路、加强跨年度政策衔接"（据 2026 年 11 月 6 日-7 日公开报道）；其三，历史统计：2000 年以来"年内回撤达到 20%"共 16 次（2026 年为第 16 次、仍在进行中），此前 15 个样本次年收益 6 正 9 负、分布极宽。发布后的第一周（11 月 9 日-13 日）修复延续但一波三折，全周-1.04%、收于 5548.75 点，较 10 月 30 日低点上涨 2.3%，未回补前低，"进二退一"的形态初步呈现。两个条件（消化充分与信号确认）同时具备时，修复的持续性更强。

7.2. 利率：A 股修复的弹性主要来自国内变量

我们认为海外利率"高位停留"更可能是基准情形，修复的弹性主要来自国内变量（政策、产业信用与筹码结构）：美联储转向是加分项，若到来得更早，行情会更顺畅。修复的"定价权"在国内变量，政策、产业信用与筹码结构是主变量，外部利率更多提供背景条件。

节奏方面，上半年以 2027 年 3 月、6 月两次议息会议（FOMC）的路径指引为观察点；转向信号（加分项）若出现，其利好更可能体现在年末段；修复的弹性主变量仍在国内（政策、产业信用与筹码），全年的时间分布不取决于外部时点的早晚。

方向上，海外利率若转向兑现，利率敏感型成长（科创 50、创业板指方向）的弹性相对更大。

对于利率环境的判断主要基于以下几个依据：其一，政策结构：美联储主席沃什在 2026 年 9 月启动加息后维持"小步慢走"的姿态，民主党掌控参众两院后白宫对美联储的干预空间受限，美联储政策的独立性与转向时点应当分开看待；其二，通胀结构：布伦特原油受美伊谈判突破信号影响、2026 年 10 月 30 日至 11 月 6 日下跌 13.3%、收于 98.32 美元/桶（战争溢价回吐），同时供给约束在"环境化"（国际能源署判断 2027 年全球能源市场恢复到战前水平需要更长周期），通胀回落路径缓慢；其三，传导结构：2026 年 10 月"美债下行、A 股调整"的组合也提示，A 股的定价更多由国内变量主导；其四，实际利率的演进：12 月加息定价走向充分、10 年期美债站上 5%、美元升至 2025 年 5 月以来高位，而"紧缩顶点"的辩论从数据端首次出现（美国 10 月 PPI 低于预期、通胀边际缓和）。

7.3. 业绩驱动行情：指数温和、结构分化的业绩市

我们认为 2027 年的盈利格局仍将呈现"指数温和、结构分化"的特征：增量盈利高度集中于 AI 与能源链，行情的高度取决于非 AI 部门（消费、制造、地产链）盈利广度

请务必阅读正文之后的免责声明部分

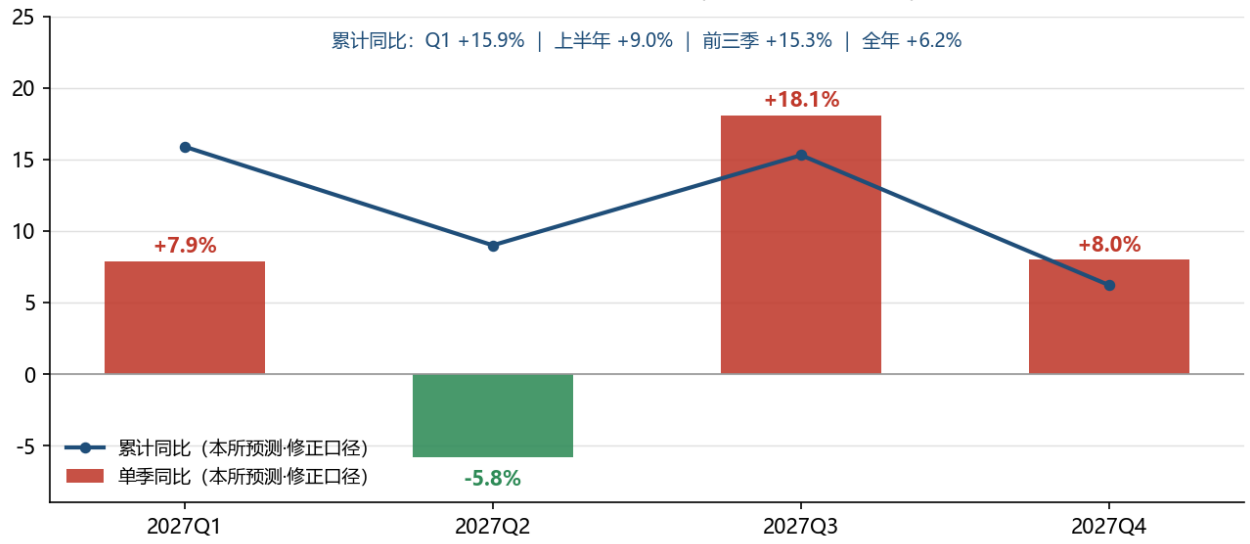
的修复节奏，广度的扩散是 2027 年盈利观察的主线。观察重点也因此由盈利总量转向盈利广度：总量的改善已在发生，广度扩得更慢，谁先扩散、扩散到什么程度是更关键的观察点。

节奏方面，季度路径较为清晰：二季度单季同比读数见底（-5.8%，基数扰动），三季度单季同比回升明显（+18.1%），全年呈“前低后高”（全年累计同比约+6.2%，受四季度基数影响）；累计同比由上半年的+9.0%升至前三季的+15.3%。分板块看，非金融是改善主力（前三季累计同比+27.4%）；保守修正情形下形态相近（二季度读数最低、下半年回升）。

方向上，盈利兑现的重点是电子（约+29.4%）、电力设备（约+39.7%）、通信（约+16.7%）、机械设备（约+18.1%）（本所量化团队归母净利润预测·修正口径，同比）。

对于盈利的判断主要基于以下几个依据：其一，盈利结构：2026 年 1-9 月规模以上工业企业利润总额同比增长 15.5%，电子与能源链贡献了主要拉动，利润的行业面仍在逐步铺开；其二，物价传导：PPI 同比+5.0%（2026 年 9 月）由能源与输入性因素主导，“再通胀的交易属性”强于“需求属性”；其三，历史统计：单一链条主导的利润结构下，指数级行情通常需要盈利广度的配合，而广度的修复需要时间。

图4：全 A 归母净利润单季与累计同比路径（2027 年，修正口径预测，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：柱体红/绿代表单季同比为正/为负；2027 年二季度单季同比读数见底（基数扰动）。

7.4. 风格：双向收敛，两端同时变化

我们认为 2027 年的风格主线是双向收敛：防御端（银行、红利）自高位降温、成长端（双创、电子、半导体）自超跌修复，两端位置的此消彼长是全年主线，“均衡”比“极端”更符合结构特征。本报告给出的路径是“两端同时变化、彼此靠拢”，两端热度的同向移动是确认收敛的关键证据。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

节奏方面，上半年收敛先由防御端的热度缓和驱动，4 月验证窗口是收敛延续性的第一个观察点；下半年的观察点在成长端——若盈利广度与利率环境配合，成长端的修复力度更可能逐步显现（6 月末为两端相对强弱的核对节点）。

方向上，成长端的修复弹性（大盘成长、创业板指、科创 50 方向）相对占优；红利与价值方向以时间消化热度，构成均衡的一端。

对于风格收敛的判断主要基于以下几个依据：其一，筹码与拥挤度结构：防御方向的热度处于历史高位区域、成长方向处于深度超跌区域，两端定价水平的差距处于历史上较阔的位置，收敛具备结构基础；其二，修复的条件性：成长端的修复需要产业信用与利率环境的配合，节奏依赖条件兑现；其三，2026 年的经验：防御方向的热度曾出现“惯性延续”（银行在 2026 年 9 月阶段高位后仍继续上行了一段时间），收敛节奏会有反复，需时间确认。

7.5. AI 链：第二波行情看兑现，机会集中在业绩可验证的环节

我们认为 AI 链的验证标准已从“资本开支多大”切换到“回报如何兑现”：2027 年的第二波是分化行情，存储、光模块、PCB、半导体设备这些业绩兑现环节相对占优；数据合规、电力审查与资本市场监管，构成新的外生筛选条件。链内不同环节的表现将明显拉开，“回报能落地”的环节更有机会，节奏上跟随业绩披露逐段确认。

节奏方面，上半年是验证段（一季报、订单与价格数据），8 月中报季给出“兑现答案”；链内分化的进一步展开更可能出现在中报披露前后至四季度。盈利数据提供佐证：电子、通信 2027 年修正后归母净利润同比增速约+29.4%、+16.7%。

方向上，链内相对占优的环节是存储、光模块、PCB 与半导体设备（对应：电子—半导体/元件、通信—通信设备）。

对于 AI 链的判断主要基于以下几个依据：其一，2026 年的信用事件链——英特尔单日下跌 28.58%（2026 年 10 月 30 日）、亚马逊供应商贷款披露、电子板块单月下跌 25.7%（2026 年 10 月，申万一级），定价逻辑转向对信用与回报的审视；其二，产业端事实：长鑫存储拒绝苹果 DRAM 报价（多家媒体报道、公司未回应）、德明利三季度单季归母净利润同比增长 2902.75%、光模块业绩（源杰科技前三季归母净利润同比+866.88%、中际旭创+211.81%，2026 年三季报口径）；其三，筹码位置：AI 硬件链经历 2026 年 10 月调整后，部分环节已完成较深的去化；其四，价格与资本闭环：算力租赁报价上修（2026 年 7 月上调约 25%、三季度末再上调 10%）、存储提价意向、光模块订单能见度延长；Anthropic 启动万亿级 IPO（11 月 18 日定价、11 月 19 日上市）；其五，个体治理风险：英伟达于 2026 年 11 月 12 日完成 CEO 交接（黄仁勋辞任、Colette Kress 出任临时 CEO），此后多家投行密集下调目标价与评级；市场将其视为个体事件、以“个股折价”定价，未出现向链内其他公司扩散的链式传染，治理与个体信用成为链内定价的独立维度。（相关公司仅用于产业逻辑说明，不构成个股投资建议。）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7.6. 资源：定位走向中枢资产，板块内结构优先

我们认为资源板块的变化集中在两条线上：一是供给约束“环境化”，资源从交易性题材走向中枢型资产；二是板块内结构优先，供给约束型金属（铜、铝、小金属）与电力电网方向的位置与逻辑匹配度更高。“定位”（从题材到中枢）与“结构”（板块内位置与逻辑的匹配度）这两条线，2027 年会继续展开。

节奏方面，上半年跟踪供给端事件链的演变（地缘局势、设施修复与电网投资的推进），6 月末核对金属与电力链的相对强度；电力电网方向的盈利佐证充分，电力设备 2027 年修正后归母净利润同比增速约+39.7%。

方向上，相对占优的是供给约束型金属（铜、铝、小金属）与电力电网设备（电力设备，修正后归母净利润同比增速约+39.7%）；贵金属保持跟踪。

对于资源板块的判断主要基于以下几个依据：其一，供给结构：中东“打击与斡旋”双轨延续、国际能源署判断 2027 年全球能源市场恢复到战前水平需要更长周期、油气管网与设施修复周期长；其二，电力结构：电网投资与算力用电构成铜与电力的结构性需求；其三，位置结构：在供给约束逻辑相同的方向上，工业金属、小金属、电网设备等方向仍处于位置较低、修复空间更大的区域；其四，实际利率上行期贵金属与高久期资源方向回调较深（11 月 9 日至 13 日，现货金跌破 4000 美元、板块 11 月 12 日单日下跌 6.85%、有色全周-4.77%），短期定价看实际利率、中期定位看供给约束，分开跟踪。

7.7. 消费：修复有先后，先估值、后盈利

我们认为 2027 年消费的第一段行情来自估值修复（先于盈利修复），机会集中在服务消费、质价比与医药方向，行情按内部次序逐段展开。驱动先从估值端展开、再轮到盈利端，按“次序”跟踪比按“板块”整体把握更贴合 2027 年。

节奏方面，修复按“先估值、后盈利”的次序展开：上半年为估值修复段（低位方向先行），下半年进入盈利验证段；中报季（8 月）与三季报（10 月）是兑现的观察点。

方向上，相对占优的是服务消费（社会服务）、医药生物（化学制药方向）与高质价比品类。

对于消费的判断主要基于以下几个依据：其一，估值与筹码结构：消费板块内部分化明显：医药方向经历长期消化后位置较低，服务消费与高质价比方向的估值性价比在改善；其二，政策节奏：以旧换新政策延续、服务消费扩容属于中长期政策变量，修复靠积累；其三，盈利与物价：CPI 低位（2026 年 9 月同比+0.9%）决定了消费盈利修复偏慢，估值先行是更可靠的路径。

7.8. 出海：从齐涨走向筛选，竞争力来自海外产能与定价权

我们认为出海链 2027 年的关键变量有两个：人民币升值（对利润型出口更友好、

对价格型出口的要求更高）与关税减免预期（民主党议程下的贸易环境边际改善，区域贸易安排的推进）；具备“海外产能+定价权”的公司更占优势，行情会从齐涨走向分化。出海的关键从“景气强度”切到“结构分化”，汇率与关税两个变量的筛选效应会更明显。

节奏方面，上半年跟随汇率与关税变量的再定价（外部议程的推进节点），中报季（8 月）是结构分化进一步明朗的观察点；制造端盈利改善形成支撑，机械设备 2027 年修正后归母净利润同比增速约+18.1%。

方向上，相对占优的是具备海外产能与定价权的机械（2027 年归母净利润同比增速约+18.1%）、汽车零部件与电力设备出海链。

对于出海链的判断主要基于以下几个依据：其一，汇率环境：离岸人民币 6.6702（11 月 9 日晚间；人民币中间价 6.7174，11 月 12 日），升值周期对出口利润结构的影响在展开；其二，贸易政策：美国政治周期切换带来关税路径的再定价（区域协议与减免预期，随着中美“休战执行期”开启，关税等四项暂停措施自 11 月 10 日起落地，178 项对华 301 关税豁免延期至 2027 年 1 月 9 日，贸易环境的边际改善由预期转向执行；豁免范围与期限仍有限，方向性改善大于幅度改善）；其三，产能结构：海外建厂与属地化交付，是“筛选”过程中的物质基础。

7.9. 资金：资金结构的底盘在承接端

我们认为 2027 年的资金结构由三股承接力量决定：两融回补的弹性、宽基 ETF 承接（净流入的持续性）与稳市机制的持续性承接，其中 ETF 净流入的连续性是最值得跟踪的单一指标。跟踪重点同样放在承接端，两融、宽基 ETF 与稳市机制三者的持续性决定资金结构。

节奏方面，承接端（两融回补、宽基 ETF、稳市机制）是贯穿全年的观测主线，二季度起观察居民资金的衔接；承接加速则修复的斜率前移，平稳推进则更强调延续性。

方向上，承接资金偏好更集中的宽基方向（沪深 300、中证 500）与高弹性成长端。

对于资金结构的判断主要基于以下几个依据：其一，承接结构：股票型 ETF 自 2026 年 9 月 28 日以来连续 24 个交易日净流入、合计约 6106 亿元（Choice 测算口径，截至 2026 年 11 月 5 日；不同机构测算可能存在差异），宽基 ETF 承接正在改变资金入场形态；其二，制度供给：国务院常务会议部署“完善资本市场稳市机制、增强股市内在稳定性”，互换便利等工具常态化投放（第三批 1000 亿元于 2026 年 11 月初落地，据央行公告与公开报道），稳市机制由事件应对转向制度安排；其三，杠杆周期：两融余额在 2026 年 10 月去化约 1833 亿元后，于 2026 年 11 月上旬出现连续两日回补（合计约 80 亿元）、连续四个交易日回升，10 月社融存量同比增长 7.2%（11 月 13 日发布）、11 月 11 日宽基 ETF 成交显著放大（创业板 ETF 单只成交 100 亿元），承接端的三个观测点均在改善，杠杆资金回补的速度与持续性值得双向跟踪。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7.10. 波动结构：低波动取决于筹码结构

我们认为 2027 年波动率更可能“高位缓降”，路径由杠杆、拥挤度与承接资金结构的演化决定；低波动来自结构修复，会随着修复推进逐步显现。波动率中枢由筹码结构决定，杠杆、拥挤度与承接资金的变化对应波动率的走向。

节奏方面，波动率的放大窗口通常出现在“验证季”附近：2027 年 4 月（年报与一季报）、8 月（中报）与 10 月-11 月（三季报与政策窗口）；验证顺利的季度里，波动中枢有望逐段回落。

方向上，低波动方向（红利、公用事业）在波动放大窗口更具稳定性；黄金的定价由实际利率与央行购金共同主导，短期波动放大、中长期支撑仍在，按条件跟踪。

对于波动结构的判断主要基于以下几个依据：其一，2026 年的波动结构：单月两位数调整（2026 年 7 月、2026 年 10 月）与低波动窗口并存，波动率呈现两层结构，其驱动来自杠杆与拥挤度；其二，承接结构：宽基 ETF 承接的平滑效应与杠杆资金的放大效应同时存在，两者的力量对比决定波动路径；其三，历史统计：波动率中枢的抬升与回落与杠杆周期高度相关，筹码结构是主要变量；其四，波动“高位”特征延续：11 月 9 日至 13 日数据显示，成长端波动明显放大（创业板指 11 月 12 日、13 日单日分别下跌 2.44%、3.32%），而红利端相对稳定（红利指数全周+0.18%），黄金的实际利率定价特征集中显现（现货金 11 月 6 日至 13 日-4.7%）。

8. 2026 年 11 月至 2027 年 12 月事件日历

表8：2026 年 11 月至 2027 年 12 月关键日历

时间	事件	关注点
2026 年 11 月下半月	中国 10 月经济数据（11 月 16 日）；Anthropic 定价与上市（11 月 18 日/19 日）；俄乌谈判（定档下周）；英伟达治理后续（12 月 3 日黄仁勋、12 月 10 日卢特尼克出席参议院银行委员会听证）	近端验证：AI 叙事的一级市场定价与外部利率的“顶点辩论”
2026 年 12 月	中央经济工作会议（按惯例）；2026 年 12 月 FOMC（2026 年 12 月 8 日-9 日）；《违规转让证券案件行政处罚实施规则》自 2026 年 12 月 1 日施行	政策定调强度；加息悬念；制度执行
2027 年 1 月	新一届美国国会就任（2027 年 1 月 3 日）；2026 年 12 月与全年经济数据（2027 年 1 月中旬）；年报业绩预告集中披露	政策连续性；数据成色；预告强度
2027 年 2 月	春节假期（2027 年 2 月 6 日）；2027 年 1 月金融数据	消费与开工的季节性
2027 年 3 月	全国两会（2027 年 3 月上旬，按惯例）；2027 年 1-2 月经济数据	政策落地与目标设定
2027 年 4 月	年报与一季报披露截止（2027 年 4 月 30 日）；中央政治局会议（按惯例）	盈利广度（第一个重要验证窗口）
2027 年 5 月-6 月	2027 年 4-5 月经济数据；2027 年 6 月 FOMC（日程以美联储公布为准）	数据验证与利率路径
2027 年 7 月	二季度经济数据；中央政治局会议（按惯例）	政策接力与内需修复
2027 年 8 月	中报披露	AI 链兑现度（第二个重要验证窗口）
2027 年 9 月-10 月	三季报（2027 年 10 月）；党的二十一大（2027 年，具体日程以官方公布为准；代表选举工作已于 2026 年启动）	结构扩散与政策新周期
2027 年 11 月-12 月	中央经济工作会议（2027 年 12 月，按惯例）	2028 年政策定调

数据来源：公开权威新闻网站，东吴证券研究所整理

注：日程以官方公布为准

9. 风险提示

以下按对基准情景的潜在影响排序列示主要风险。风险情形与基准情景的差异更多体现在节奏而非方向；概率与影响为主观判断，文中阈值区仅供研究参考，不构成交易指令。

1）外部紧缩与利率路径反复风险。美联储加息周期的持续时间与终点取决于通胀数据，若紧缩超预期、或市场对利率路径的定价反复，外部贴现率将压制估值端，指数中枢的抬升节奏会被推迟。需跟踪：CME 加息概率、美债 10 年期收益率（5%关口）与美元指数。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2）油价与地缘反复风险。美伊谈判进程反复、中东设施再遇袭或霍尔木兹通行受限，都会使战争溢价重新累积；供给约束的“环境化”也可能演化为价格脉冲，推升输入性通胀与成本端压力。需跟踪：布伦特原油（105 美元／120 美元双阈值区）、霍尔木兹通航与国际能源署数据。

3）AI 信用与科技去杠杆风险。若出现评级下调、融资受阻、资本开支指引收缩或龙头治理事件，AI 链可能经历二次信用压力，并经由杠杆与拥挤度形成负反馈，放大成长端的波动。需跟踪：费城半导体指数、科技巨头信用违约互换报价与双创两融数据。

4）国内政策与盈利不及预期风险。政策落地存在时滞、非 AI 部门盈利的修复可能推迟；若“政策落地—盈利企稳”的确认晚于基准假设，行情将更多依赖估值与筹码的脉冲，“结构市”的成色也会随之变化。需跟踪：中央经济工作会议定调、发行／开工／订单三层数据与年报一季报的盈利广度。

5）市场结构与筹码风险。杠杆回补过快、拥挤端再度堆积，都可能把修复行情推向脉冲式波动；承接资金的持续性一旦中断，波动中枢将重新上移。需跟踪：两融余额日度变化、微盘股短期动量与成交结构。

6）数据与口径风险。本报告数字逐项标注来源与时点，但一致预期、ETF 资金流等口径在不同机构测算间存在差异，口径差异可能影响结论的可比性；使用时应结合原始口径复核。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn