2026 年 11 月 19 日

宏观专题研究报告

宏观经济组
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：陈瀚学
songxuetao@gjzq.com.cn chenhanxue@gjzq.com.cn

国金证券 2027 年宏观展望：不对称的竞赛

2027 年，中美宏观经济将围绕财政约束与科技突破展开一场“不对称的竞赛”。化债是中美共同的宏观背景，AI 是两国最大的发展共识。美国追求通用人工智能与创新性应用，中国则更注重 AI 对传统产业的改造和先进制造业的升级。未来宏观环境的核心变量，是美国 AI 商业化能否兑现、中国如何应对外部科技竞争，以及两国财政的承受能力。

AI 仍是全球资产定价的核心，收入增长决定泡沫有多大。未来两年，AI 模型收入可能需要维持年均翻番，才能覆盖不断扩张的资本开支与融资成本。AI 长期收入空间广阔，但商业化兑现与投资支出之间存在时间错配。美国民主党中选获胜未必终结 AI 繁荣，却可能提高数据中心建设的社会成本和审批门槛。2027 年将是 AI 投资进入下半场的元年，投资机会将从硬件向软件、从替代性应用向创新性应用、从硬件涨价向技术突破再均衡。

AI 融资扩张与财政赤字刚性共同支撑高实际利率，全球经济延续 K 型分化。美国经济从消费驱动向投资驱动转型，科技融资需求与政府债券供给竞争长期资金，高利率可能持续。中选后美伊局势极端升级的概率下降，油价风险溢价回落有望缓解通胀压力，2027 年下半年美联储降息预期可能重新升温。但 AI 投资对实际利率的结构性支撑，意味着长端美债收益率未必同步大幅回落。

中国经济转型与财政化债并行，政策需要进一步修复资产负债表。AI 相关制造业已成为出口、工业利润和经济增长的重要支撑，但中美科技竞争可能进一步加剧，国产模型、算力和半导体突破更加紧迫。2027 年地方政府换届、土地财政下滑、城投退平台及债务置换到期相互交织，财政托底力度需要增强。地方化债、政府清欠、房地产企稳和居民增收，将是修复政府、企业和居民资产负债表的重要抓手。

资产配置建议以结构均衡为基础，应对比预测更加重要。科技关注 AI 应用、国产替代和技术突破，价值投资关注红利扩圈、消费修复与困境反转。美股仍有盈利支撑，但高融资依赖企业面临估值重估风险；美债兼具高票息吸引力与期限溢价压力；黄金长期受益于财政信用与储备多元化，短期则受实际利率和流动性扰动。面对不对称的竞争与分化的市场，投资需要更加重视现金流、估值和交易拥挤度。

风险提示

AI 技术发展与商业化不及预期；海外通胀与货币政策超预期；国内经济修复与政策效果不及预期；国际经贸摩擦与地缘政治风险超预期。

中美都在各自的财政约束下推进各自的经济转型和科技突破。中国面对的是土地财政下滑、城投退平台、三年债务置换到期，恰逢地方政府换届，通过财税改革、强化财政纪律和税收征管力度来减轻财政约束。美国面对的是赤字在关税抛锚、民粹政治、战争开支的推动下越滚越大，利息支出已占到财政收入的五分之一，主权风险溢价混杂着战争带来的输入性通胀，新发行的政府债利息正在越发越高。

化债是中美共同的宏观背景，AI 是中美最大的发展共识。美国追求的是 AGI 与创新性应用，而中国追求的是 AI 对传统产业的改造提升与先进制造业的突破升级。在这个你追我赶的过程中，美国要应付美伊、油价、通胀、加息、高利率和两党博弈的各种短期不利局面，中国则需要同时应付来自美国的科技围堵和与来自欧洲的贸易争端。这些因素共同构成了中美资产定价的主要背景。

明年的宏观环境，可以简化成三个问题：第一，美国的 AI 还行不行？第二，外部环境对中国有什么影响？第三，财政的承受力如何？

1、AI 收入决定泡沫有多大，明年可能依然没有答案

明年宏观的核心问题仍然是 AI。

AI 融资推高利率，油价、美伊战争和加息又进一步提高了市场对利率的敏感性。要消除这些影响，只能依靠 AI 收入增长得更多、更快，让市场相信 AI 的投资和融资是值得的，不会造成巨大的亏损和泡沫。因此，AI 收入变得至关重要。OpenAI 截至 9 月的年化收入运行率（ARR）接近 500 亿美元，低于此前媒体报道的约 700 亿美元，但两者存在收入统计口径差异，不能简单视为同口径增长不及预期[1]。Anthropic 三季度收入增速降至 46.7%，市场开始更加关注增长斜率、收入质量与资本投入之间的匹配关系[2]。

AI 收入是美股、美元和美债定价的重要假设。分母越高，对分子的容错率就越低，市场就越敏感，过去三个月的市场已经充分证明了这一点。究竟需要多高的收入增长，才能让市场稳定下来？我的估计是，未来两年，至少要保持每年收入翻番的速度。

在中性的折旧和利率假设下，我们测算了包括折旧、利息、电力、人力和运营支出在内的总成本。到 2028 年，成本会达到 8000 亿美元；到 2029 年，会超过到 1 万亿美元。AI 模型厂的 ARR 收入至少要达到这一水平，才能实现理论上的盈亏平衡。模型收入直接影响云厂商的云业务订单，进而影响上游制造业的收入预期和业绩释放。这要求未来两年的模型收入每年至少翻一番，这是维持 AI 估值体系稳定的一个临界值。从收入空间看，AI 仍有很大的潜力。当前现实收入只有几百亿美元，长期看可能超过万亿美元。但到 2029 年，万亿美元 ARR 也仅仅是不亏钱的下限。（详见：《AI 有多少 ARR 才不是泡沫》，2026.08.27）

万亿级收入从何而来？未来几年大部分来自替代性收入，即替代人类工作的部分任务和价值，从人的工资池中获取一部分收入。Anthropic 和 OpenAI 分别针对各类职业给出了实际观察值和理论估计值：前者反映当前已有多少技能暴露于 AI 技术，后者反映未来可能有多少技能暴露于 AI。实际暴露对应的工资规模约为 1.45 万亿美元，理论暴露对应的工资规模约为 5.68 万亿美元。这些暴露于 AI 的工资，并不会全部变成 AI 收入，还涉及“捕获率”的概念。一个行业使用 AI 越多，对 AI 收入的贡献越大，通常也意味着 AI 在这个行业中的实际暴露度越高。比如，计算机行业的实际暴露度已经达到 35.3%，理论暴露度为 87.6%，也是使用 AI 最多的群体之一。（详见：《AI 洪流三部曲：ARR 的边界》，2026.07.02）

在 Claude 的使用观察中，计算机行业消耗了 37.2%的 Token，是对 AI 收入贡献最大的行业。计算机行业实际暴露于 AI 的工资规模约为 2152 亿美元，对应整个计算机行业的工资池，可为 AI 贡献约 500 亿美元收入。对各行业依次推算，可以得到约 4000 亿美元的年度替代性收入。（详见：《AI 洪流三部曲：社会的代价》，2026.07.05；《AI 双视角：行业捕获率与价值创造率》，2026.10.09）

此外，AI 已经开始做一些替代以外的工作，比如 AI for Science、创新药，以及中国的 AI 短剧，也是一种创新式应用。这些应用未来可能在 AI 收入中占据较大比重，假设约为 40%，那么总收入空间可能是在 1.5 万亿美元替代性收入之外，再加上约 1 万亿美元创新性收入，达到 2 万亿—2.5 万亿美元。这个理论的 AI 收入上限超过了未来的成本，但最大的风险是时间错配，影响时间的因素有很多，其中政治因素越发不可忽视。

2、民主党并不反对 AI，但会提高数据中心的建设门槛和成本

中期选举之后，民主党取得国会两院控制权，部分 AIDC 建设集中的州也出现政治格局变化。但美国并不会主动放弃 AI 领先优势，两党都有维持先进模型、算力基础设施和科技资本吸引力的动力。国会变化更多影响立法、监督与财政资源配置，而数据中心落地时最直接的土地用途、环保、电力接入、供水及社区补偿问题，却往往取决于州和地方政府。

这次选举反映出 AI 繁荣的“社会折叠”现象，即资产持有者和少数科技企业更快分享估值与利润增长，年轻就业群体和普通社区却较早承担工作机会、能源价格、公共资源及生活成本的压力。在生产率红利尚未普遍转化为工资增长

[1]https://www.reuters.com/business/openais-annualized-revenue-20-billion-less-than-previously-signaled-ft-reports-2026-10-08/
[2]https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/2130357/000162828026074338/anthropicpbc-sx1ax3.htm

之前，AI 资产的财富效应可以支持消费与投资，却未必能赢得所有群体的政治认同，选票因此变成了重新分配 AI 成本和收益的机制，数据中心也由产业议题变为民生议题。（详见：《中选蓝潮与社会折叠》，2026.11.03）

NBC 中期选举出口民调显示，约 76%的受访选民反对在自己社区新建数据中心[3]。Data Center Watch 统计，2026 年第二季度，美国至少 45 个数据中心项目因地方反对遭到阻止或推迟，涉及约 680 亿美元计划投资[4]，这些都表明数据中心建设面临的地方阻力正在上升。

但地方政府也不会只考虑反对声音。数据中心投资带来工程、就业、税收和电力基础设施需求，限制过严会诱使项目跨州乃至跨国转移。因此，更现实的举措可能是要求企业承担更多自建电源、电网扩容、供水设施、环境治理与社区补偿费用。而新增算力的“社会许可成本”提高，意味着项目投资回报率下降、投产周期变长，但不必然意味着 AI 技术路线改变。

在时间维度上，已获得许可、完成融资并进入建设阶段的项目，2027 年订单可见度相对更高；2028 年尚未落实选址、电网接入与投资决策的新增项目，则更易受到审批周期、建设成本和预期回报变化的影响。由于资本市场此前已充分地定价了远期资本开支高速增长，硬件公司依赖数据中心的快速建设来销售产品，上述变化会影响市场对其未来股价的预期。

相比已有通电机房、客户基础和内部现金流的大型云厂商，高杠杆新型云厂商更依赖“长期订单—资产抵押—再融资—GPU 采购—算力交付”的连续周转。项目延迟交付会使收入后移，而债务利息、设备折旧和运营成本继续累积。若模型和应用收入不及预期，云厂商削减新增采购，还可能通过订单链条对 GPU、存储、光模块和电力设备形成“牛鞭效应”。审批变严也可能提高存量可用算力的稀缺价值，使低融资成本的成熟厂商获得相对优势。

3、对科技企业现金流和回报的要求还会继续，AI 投资出现三个均衡

按照这一空间看，今天市场对 AI 的估值定价仍有现实依据。需求是真实的，未来两年云厂商的算力订单仍在排队，上游硬件存在供不应求，利润会持续释放。但真正决定估值的并不是需求是否真实存在，而是收入是否足够快。

如果收入增长增速持续低于盈亏平衡的下限，亏损就会不断扩大。到一定程度，流动性、基本面、政治风险就会不断压缩 AI 估值，甚至造成产业泡沫的破灭。所以未来仍需要边走边看，谨慎验证 AI 收入增速究竟是符合预期、低于预期还是超过预期。增长越快，市场定价空间越大；增长放缓，市场就会变得敏感，开始反映流动性、基本面和政治等风险；如果收入持续放缓，就存在泡沫破灭的可能。

影响收入斜率的关键因素包括：在未来的商业模式竞争中，美国模型能否持续领先中国模型，将估值溢价留在美股；模型能否成为真正的生产力工具，让企业愿意付费；社会分配制度能否适应新技术，而不阻碍技术渗透。这些问题都需要不断验证。

因此，股票市场必然存在较大的估值波动空间。乐观时，估值可以向上发散；悲观时，估值会向下收敛。历史上的互联网和铁路时代，都曾出现过估值收敛：基础设施投资未能及时通过变现收回成本，泡沫破灭之后，技术才逐渐扩散应用。

今天 AI 技术扩散的速度更快，变现也更早，可能与以往的技术革命并不相同。但另一方面，AI 投入占 GDP 的比重也比过去任何一次技术革命都更高，不仅影响美国经济，还影响全球金融市场和全球经济。这使得 AI 泡沫破灭对经济的冲击，也比过去更大。

AI 产业仍在进步，目前的主要问题是模型如何变现、云厂如何提高投资回报率。这需要生产关系和社会分配制度的变革，也需要克服竞争格局、商业模式方面的困难。股票市场往往走得太快太远，走得太快就需要回调，回调之后看到可以验证的业绩，又会向前走得更远。市场必然经历加速、减速、再加速，估值也会伴随大幅波动。

对市场而言，应对有时比预测更重要。叙事过于乐观时，需要提高对技术面和资金面的警惕；叙事普遍悲观、市场回调、拥挤度下降之后，如果产业趋势没有问题，或者部分领域出现了机会，反而应该乐观一些。毕竟，科技仍然是今天投资机会最多的领域。

明年是 AI 真正进入下半场的元年，投资可能出现三个均衡。

首先是硬件与软件之间的均衡。靠囤卡和融资形成的投资先发优势减弱，最终仍要通过应用变现，依靠传统软件、互联网，或者 AI 原生应用。一直涨硬件必然会侵蚀 AI 应用的空间，硬件想要自己的逻辑不推翻，也要把利润份额让出来一部分给软件，所以软硬件之间的投资机会需要均衡。

其次，软件如果只靠替代人的价值，也走不远，分配矛盾会通过政治反噬 AI 收入的边界。AI 最终要成为通用技术，需要创造新的价值。AI 的价值创造有两类，一类是科研、创新药、具身智能等创新性领域，他们的定价久期会超过 coding、agent 这些替代性应用；另一类是金融、法律、教育、医疗、咨询、行政、管理这些传统产业，随着 AI 与具体场景的深入结合和生产关系的变革，产生了效率和收入的大幅提升，可能扩大 AI 应用的定价空间。

最后，硬件如果只靠涨价，本质上就是周期股，股价一定会领先业绩出现拐点，以成长股去估值和炒作肯定是不可持

[3]https://www.reuters.com/legal/legalindustry/data-centers-crosshairs-political-law-considerations-ai-companies--pracin-2026-11-13/
[4]https://www.datacenterwatch.org/q2-2026

续的。硬件有技术突破、规格升级，或者更远期的瓶颈带来利润释放，这些领域后续仍然会有机会。

4、AI 投资不停，实际利率不回落，全球经济继续 K 型

今天美国经济的状态是，AI 及相关涨价链条表现很强，也对部分消费有所帮助；不在这一链条中的部门，表现则没有那么理想。麦当劳、耐克、沃尔玛等公司的股价或业绩表现，都反映出这种差异。这种 K 型分化也体现在美债利率中——实际利率走高，体现的是 AI 的需求；通胀预期反而走低，体现的是非 AI 部门的现实与预期。

实际利率上行是 AI 融资的结果，本质上是供求关系的变化。美债的需求减少，供给却在增加。需求减少的原因之一，是 AI 融资挤出了对美债的需求。达拉斯联储今年 2 月研究预计，年内 AI 相关投资级企业债发行若达到 3000 亿美元，按 10 年期国债等效久期计算，可能相当于美国国债预计久期供给的八分之一[5]。根据美国财政部债券咨询委员会 2026 年第四季度报告，2026 年美国科技生态系统预计发行约 5860 亿美元债务，2027 年进一步增加至 7350 亿美元；按资本开支减经营现金流测算，2027 年融资缺口预计超过 6000 亿美元[6]。随着融资规模扩大，部分长期债券融资需求可能与美债在长期资金配置上形成竞争。

供给端的问题在于，债券供给难以压缩，这与民粹政治下对赤字的放纵有关。例如此前法国利率快速上行，就与选举前财政紧缩引发民众上街游行有关。发达国家当前的共性，是难以控制支出，尤其是民生类支出，导致债券供给增加；AI 融资又分流了债券需求，两者共同推高了实际利率。

往后看一到两年，实际利率恐怕仍然易上难下，高利率状态可能持续。这也是美国经济从消费驱动转向投资驱动的结果，与中国当年房地产和城投发展时有相似之处。大量投资需求拉高实际利率，而在融资端，只要预期回报足够高，7%—8%的融资成本也能接受，能否借到钱比利息高低更重要。

对大类资产而言，未来美国国债有两组力量拉扯：一方面，较高票息、AI 投资降温带来的避险需求以及货币政策转向，可能支持中期美债；另一方面，财政赤字韧性、AI 外部融资扩张及长期资金竞争，可能继续抬升期限溢价和实际利率。黄金则兼具长期财政信用对冲与短期实际利率敏感性。对于美股，短期油价和利率下降可能带来估值修复，但长期仍要区分有现金流支撑的大型科技企业、依赖持续融资的新型云厂商，以及被高能源和融资成本压制的传统行业。

5、战争极端升级概率下降，27H2 联储降息预期或回归

相较于对 AI 数据中心的长期影响，中选短期更直接的传导路径是美伊局势和油价。此前战争与航运不确定性推高了原油、柴油和运输成本，加重了美国普通家庭的生活成本负担，并通过通胀预期与美联储政策定价压制全球风险资产。根据 NBC News 中期选举出口民调，约 74%的受访选民认为伊朗战争是影响其国会投票的关键或重要因素[7]。

民主党取得国会两院控制权后，未来可通过预算、拨款、监督、调查和听证程序提高军事升级的政治成本。如何在这两个月内与伊朗周旋、逐渐缓和战争走向，是共和党短期需要考虑的问题。考虑到新一届国会要到 2027 年 1 月 3 日才就职，总统短期仍掌握军事指挥与行政权力，民主党也缺乏可以轻易推翻总统否决的绝对多数。因此，过渡期内仍存在政策和军事行动的不确定性。

但持续动荡的风险降低。共和党内部本就存在对长期对外干预的不同态度，选举大败可能进一步放大分歧。若美伊缓和，伊朗也没有必要继续通过封锁海峡、抬高油价向美国施压，毕竟伊朗和海湾国家都需要生存，中欧航线也需要经过红海和曼德海峡。

市场已经开始交易地缘降温的预期。11 月 2 日至 11 月 10 日，布伦特原油期货收盘价由 104.77 美元/桶[8]回落至 91.49 美元/桶[9]，累计下跌约 12.7%，反映市场开始削减对长期军事升级和能源供应中断的风险溢价。中期原油和成品油价格回落，通胀压力将减弱，美债收益率和继续加息的预期下降，有助于缓解此前受到高利率与能源成本双重挤压的消费、医药、化工、房地产及部分传统周期行业压力。若地缘风险短期再次升温，油价反弹则可能推高短期通胀和政策不确定性，对股债、黄金等资产形成扰动，但持续性料将有限。

美联储货币政策之所以陷入两难，是因为当前美国的通胀并非典型的需求过热。能源冲击来自地缘冲突，AI 融资和电力投资带来的部分价格压力来自供给与投资结构，单纯加息难以直接解决油价与电网供给问题，反而会提高全社会融资成本、压低远期资本开支回报。但随着油价风险溢价边际回落，持续连续加息的必要性可能下降，明年的政策利率路径仍取决于 CPI、就业数据、通胀预期以及市场舆论压力。

AI 投资与利率之间，存在自我强化的循环。数据中心和模型训练需求上升，带动长期债券、资产抵押融资、租赁和其他信用供给扩张，并抬高融资成本，算力企业需要更高的未来收入覆盖利息及折旧，从而更加依赖技术突破和客户需求持续增长。企业债融资还可能与美债在长期资金配置上形成竞争，使实际利率面临结构性上行压力。在科技企业加大外部融资力度的环境下，即使通胀回落，长端美债收益率可能也难以大幅下降。

[5]https://www.dallasfed.org/research/economics/2026/0210-searls-aifinancing
[6]https://home.treasury.gov/system/files/221/TBACCharge1Q42026.pdf
[7]https://www.theguardian.com/commentisfree/2026/nov/12/trump-war-republicans-midterms
[8]https://za.investing.com/news/commodities-news/oil-slips-more-than-1-as-talks-continue-on-ending-iran-war-4541244
[9]https://www.reuters.com/business/energy/oil-falls-trump-downplays-prospect-escalation-with-iran-2026-11-10/

财政方面，国会易主也不一定改善赤字。2018 年和 2022 年中期选举后，美国联邦财政赤字率在随后财年分别由约 3.8%升至 4.6%、由 5.5%升至 6.3%[10]。国会分治并非实现财政纪律的充分条件，财政赤字仍受到强制性支出、税收收入、利息负担及两党政策博弈的共同影响。往后看，医保税收抵免和 Medicaid 支出都可能成为后续预算谈判的重点。

过去几年，AI 资产价格上涨通过企业融资和家庭财富效应，同时支持企业资本开支与美国私人消费。这种结构在叙事上行时表现为经济韧性，但若利润预期下修，投资与财富效应可能同时减弱，给金融条件带来非线性冲击。当财政缓冲受到两党协商制约时，货币政策承担稳定流动性的压力可能增加。若油价持续回落、通胀预期稳定且增长放缓，美联储存在逐步转向降息的空间；若出现严重的市场功能障碍或系统性美元流动性紧张，扩表及其他流动性工具也可能重新进入政策讨论。

6、中美关系与科技竞争，影响了中国的经济、政策与市场

过去一两年，中国经济整体而言受益于 AI，AI 加快了中国经济转型。2025 年广义房地产占 GDP 的比重已经降到 12.7%，而包括半导体、计算机在内的广义 AI 相关产业占 GDP 的比重已经达到 14.9%。新经济对信贷的需求明显低于房地产，直接融资占比快速提升，也推动了央行货币政策框架改革。货币政策框架从通过 MLF 操作引导 LPR 进而影响贷款利率，转向通过隔夜逆回购操作、以利率走廊的形式影响实体利率。（详见：《无信贷式复苏》，2026.06.08）

与此同时，AI 进入 Agent 时代，特别是 GPT-6 Astra 以来，工程泛化能力已经开始进入实际应用领域，这对中国的工程师红利来说是一个不能忽视的挑战，也要求我们在 AI 基础模型和应用端紧跟美国。“形势催人，也逼人”，必须加大科技产业政策的投入。

但中国在高端训练算力方面仍处于明显劣势。美国国会美中经济与安全审查委员会的研究显示，美国先进 AI 芯片相关累计算力规模显著领先中国[11]；Rhodium Group 估计，中国 AI 基础设施投资规模约为美国的 15%—20%[12]。美国最近在大模型反蒸馏技术升级和高端训练算力卡脖子方面针对中国采取了一些限制措施，说明两国科技竞争仍会持续。对美国而言，如果中国的开源模型与美国的闭源模型同样好用，价格却便宜得多，美股科技股的估值体系就会面临风险。反过来，如果美国模型的能力强大到可以在很多工程领域能力泛化，中国的工程师红利和制造业体系优势也会逐渐被削弱。中美科技“你追我赶”的状态不会停下来。

中期选举之后，中美科技竞争可能升级。拜登政府时期，美国对中国先进芯片和 AI 算力的出口限制不断加强，2022 年 10 月开始针对先进计算芯片实施新一轮出口管制[13]，2023 年[14]和 2024 年[15]继续调整相关规则。未来两年，民主党在国会拥有更大影响力以后，对华先进技术政策可能出现新的立法和监督要求。虽然国会控制权变化不能直接等同于新的出口管制已经出台，但美国两党都希望维持本国前沿 AI 能力领先是战略共识，这比具体政策工具的差异更加确定。

好消息是，中美之间也有优势互补。美国需要中国的电力设备和光模块，才能加快 AI 数据中心建设；中国需要美国的 token 消费市场和前沿模型的探索。双方在 AI 基建上相互依存，共同探索应用，持续竞争模型，无法脱钩的现实情况也是一个积极因素。

中国的科技股也要在继续赚美国市场的钱与依靠国内市场发展之间再均衡。如果不赚美国市场的钱，中国经济、制造业和利润会面临压力，但赚得太多又可能引发利润再分配的问题。因此，靠涨价的海外链容易出现各种负面叙事。

要形成中国 AI 可持续的投资机会，仍然需要国产模型、国产算力和半导体设备材料取得突破。只依靠美国市场的收入并不持久，最终还需要自己的大模型和半导体不断进步，投资逻辑才能持续。

由此可见，科技投资并不简单。虽然机会多，但风险也大，往往伴随着较大波动，还需要在方向不断变化的过程中寻找下一轮机会。所以应对比预测更重要。在市场顶部，更需要关注行为金融，避免进入过于拥挤的领域。市场机会的广度并不大，一旦资金集中涌入，机会很快就会消失；到了底部，则更应该看长远的产业趋势。

7、换届年对财政的关注更高，需要应对土地收入下滑、城投退平台的问题

中美科技竞争当然也支撑了中国出口，推动中国经济逐渐走出通缩，企业利润也开始出现从底部缓慢回升的迹象。但不能忽视的是，竞争也限制了资源向传统经济部门的分配，特别是政策依赖性的部门，仍然承受一定下行压力。

地方政府土地财政持续缩水，第二本账的收入减少，会限制第一本账的支出，因为每年都有部分资金需要从第二本账调入第一本账，这也是今年财政支出增速低于过去五年同期水平的原因。尽管税收征收力度有所增加，第一本账的税收有所超收，支出仍受到约束，因为土地财政留下了较大的缺口。“828”房地产新政后，地方卖地收入下滑的压力

[10]https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1829
[11]https://www.uscc.gov/sites/default/files/2026-11/2026_Executive_Summary.pdf
[12]https://rhg.com/research/examining-chinas-ai-financing/
[13]https://media.bis.gov/press-release/commerce-implements-new-export-controls-advanced-computing-semiconductor-manufacturing-items-peoples
[14]https://www.bis.gov/press-release/bis-updated-public-information-page-export-controls-imposed-advanced-computing-semiconductor
[15]https://www.bis.gov/press-release/commerce-strengthens-export-controls-restrict-chinas-capability-produce-advanced-semiconductors-military

还会在 2027 年继续存在。

明年既是各级政府集中换届和“十五五”的攻坚之年，也是党的二十一大召开和建军一百周年，要实现全年 4.5%的增长目标，政策需持续修复地方政府、居民和企业的资产负债表。地方政府的核心问题仍然是化债。明年卖地收入压力更大，需要财政预算赤字安排不低于今年，狭义赤字率至少维持 4%。今年 10 月已经下达 5500 亿元地方政府债务结存限额，主要侧重于支持重点项目建设和一般公共预算支出，也包括化债[16]。

居民的资产负债表修复，主要围绕房地产展开。9 月 29 日的五年贴息按照我们的测算，涉及的资金量并不大，但能够起到一定作用。对于房地产市场，核心还是要提供优质供给；二手房一方面要做好城市更新，另一方面仍要依靠市场自发见底。

二手房经过长期价格下跌，租金回报率已经接近公积金贷款利率。在 120 平方米、150 万元贷款额度、贴息五年等安排下，租金回报率甚至高于贴息后的商贷利率，这是二手房市场在 2026 年出现止跌的一个重要背景。过去半年，房租价格也出现了一定上涨。二手房止跌，对居民资产负债表和物价都会有一定支撑。这种变化不只发生在一线城市，也不只是苏州、合肥等较受关注的二线城市。东莞、徐州、天津、沈阳、重庆、大连、南昌、青岛等越来越多城市的房价和成交走势，也在出现企稳迹象。（详见：《楼市何时筑底？》，2026.08.26）

居民增收年初政府工作报告有相关部署，但目前缺乏能够短期落地的具体举措，增加财产性收入、促进低收入群体增收、完善薪酬和社保制度等，都是此前政府工作报告中提到的方向，可能是下一步推进的改革和部署方向。

企业部门的资产负债表修复，政策期待主要是清欠政府账款。今年国常会也专门就清理三角债、清偿地方政府拖欠款项等问题作出部署，在地方化债和清欠之间，清欠的优先顺序更高。清欠政府账款，改善企业现金流，既转化为居民收入和消费，也改善供应链上下游的现金流，形成资金循环。预计地方政府清欠可能推出新的政策性信用工具，由地方政府低息借款来偿还企业欠款。

而降息降准在海外加息的背景下，落地的难度比较大。当前央行更多通过货币政策改革降低流动性的价格，比如政策利率换锚 7 天变隔夜、针对股票回购增持再贷款作结构性降息。

整体来看，明年托底政策的力度需要比今年更大，以应对土地出让金下滑、内需动力不足、地方政府换届、城投退平台、隐性债务清零等一系列不确定性。除了常规的财政货币政策，还应关注针对企业的清欠，以及低收入群体增收等行动方案如何部署。

8、市场与配置思路

当前大盘成交量已接近底部水平，要突破 7 月以来的区间，需要成交量持续放大，否则仍将在区间内震荡。配置上，现在没有高收益低风险的组合。既不能把仓位全部压在科技或价值的某一个方向上，也不是简单做均衡。当前的情况是，各个方向都有机会，也存在各自问题。

1）科技投资

大涨大跌已经成为 AI 时代的投资常态。科技现在处于 AI 进化过程中的从硬件涨价到软件应用的深刻调整期。更倾向于关注软件，可以在恒生科技上做适当配置；关注有创新的应用，而不只是模型。硬件则应选择有技术突破、规格升级的领域，而不是再交易涨价链。国产链与海外链之间，海外链超跌后可能出现修复，但未来重点还是要观察国产链是否有新的突破，如果有突破，空间会很大。

中国市场一方面受益于美国的 AI 投资高速增长，另一方面也担忧中美 AI 技术水平差距扩大；中国经济一方面从 AI 相关的制造业出口中获得收入，另一方面又需要向算力基建和国产半导体突破投入更多资金。因此，相比美股科技投资，A 股科技投资需要额外考虑的问题更多，包括中美关系、中国科技追赶和突破，投资难度也更高。

2）价值投资

不过，在传统价值领域，仍然有值得挖掘的机会。有时机会比较拥挤，有时会面临逆风，但当拥挤度下降，或者短期逆风消退之后，机会也会重新出现。

传统价值方面，红利必不可少。但红利资产也越来越拥挤，股息率越来越低，需要适当扩展配置范围。必需消费、可选消费和服务消费中，一些资产正在逐渐呈现价值属性，这是新的配置方向。

传统资产有两类机会值得关注。

一是面向居民的消费，比如部分高端商业地产出现回升迹象，必需消费、非补贴类的可选消费和服务消费也保持稳定增长。消费、服务、互联网等面向 C 端的领域，正在逐渐走出低迷。

二是困境反转，比如受高油价抑制需求的化工、航空，受汇率升值、出口退税取消、以旧换新补贴退坡影响的汽车、家电，受存储价格高涨挤出利润的消费电子，受加息预期抑制的医药等。

但面向财政支出领域的投资和消费，可能仍处在压力期。

[16]https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202610/t20261023_4003429.htm

出海方面，明年面临与欧洲贸易关系不确定的逆风。这一次，中国在混动车、关税等问题上对欧盟做出了一些实质性让步，并不希望恶化中欧经贸关系。一方面是不希望美欧合流，另一方面欧洲是我们最大的客户，我们仍然希望与欧洲做生意，哪怕用中国的技术换欧洲的市场，也仍然有利。

但中国不会无限度让步，在表达诚意之后，也需要欧洲拿出对等的诚意。10 月 8 日央行对汇率问题的系统性阐述，也体现了这一点。我们不主动追求贬值，但也不会为了迎合欧洲而刻意升值[17]。因此，贸易环境不稳定是明年出海类资产需要面对的问题。

今年部分出海类企业受油价和贸易摩擦影响，股价已经回落。但竞争优势和产业趋势依然清晰，这些公司仍然是具有全球竞争力的好公司，最终市场对于中欧贸易谈判的定价也会像中美贸易谈判一样钝化，逐步消化逆风。

对长期资金而言，可以在红利扩圈中寻找面向 C 端的消费资产；中游制造虽然面临短期逆风，但长期资金可以穿越这些扰动，配置核心资产的长期价值；科技则更适合以灵活的方式应对，不宜长期集中押注单一方向，否则也可能承受较大损失。

3）黄金

美股上涨和黄金上涨并不矛盾。美股的支撑主要来自盈利与生产率，黄金则更多受到储备多元化、财政信用和地缘风险影响。发达国家普遍的赤字货币化，坚实地支撑起了黄金的价格底部。黄金的顶部则主要由市场化、流动性敏感性资金交易形成，短期美联储加息预期上升，自然对黄金形成阶段性的调整压力。

黄金在一定程度上与 AI 构成镜像。买黄金的机构，恰恰是不愿持有美元和美债、对 AI 也持观望态度的机构，因此配置资金会在底部买入黄金。对 AI 的乐观，对应黄金的顶部；AI 收入的能见度越高，黄金越有压力；AI 能见度越低，黄金越有上涨空间。

明年 AI 融资增加、信用分层，美债票息还在高位具有吸引力，曲线可能随加息预期结束而逐渐偏陡。需要区分美债利率上行的性质。若来自真实增长和资本回报改善，美元可能走强，黄金维持区间震荡；若来自财政压力与期限溢价上升，可能出现美债收益率上升、美元下跌和黄金走强并存的情景。

4）美股

看清未来 AI 收入仍然至关重要。收入增速越高，美股越安全、美元越强，美债利率也越有可能维持在偏高水平而不引发美股的风险。反过来，如果 AI 收入放缓，融资杠杆、流动性、油价和加息，每一个因素都可能成为压垮骆驼的最后一根稻草。

明年美股的基准情景可以概括为：AI 维持扩张、全球经济不发生普遍衰退、股票盈利继续增长、资金成本维持高位、美元温和转弱、商品表现分化。

随着原油风险溢价正常化，风险资产普遍修复。AI 从估值叙事驱动转向盈利能力驱动，高现金流科技龙头、AI 应用、工业电力设施有结构性机会，高融资依赖、低可见度现金流主体或承受更明显的风险溢价重估。

风险提示

1）AI 技术发展与商业化不及预期。AI 模型能力提升、应用渗透及收入增长可能不及预期，科技企业资本开支和融资需求调整，进而引发全球科技资产估值重估及信用风险。

2）海外通胀与货币政策超预期。地缘冲突升级、能源价格反弹或美国通胀黏性超预期，可能导致美联储维持高利率甚至进一步收紧货币政策，对全球资产估值及流动性形成冲击。

3）国内经济修复与政策效果不及预期。房地产市场调整、土地财政收入下滑及地方债务化解进度可能超出预期，财政政策、清欠和居民增收政策的实际效果存在不确定性。

4）国际经贸摩擦与地缘政治风险超预期。中美科技竞争、中欧贸易争端及海外地缘冲突可能进一步升级，影响中国企业出口、关键技术突破和全球产业链稳定，并加剧资本市场波动。

[17]https://www.reuters.com/world/asia-pacific/china-has-no-need-or-intention-weaken-yuan-trade-edge-central-bank-says-2026-10-08/

特别声明：

国金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。

国金证券股份有限公司）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究