策略年报

驭风蓄势待潮升——2027年中国权益市场展望

核心观点

核心结论：①回顾26年，国内经济外需强、内需弱，海内外股市AI强、非AI弱，分化是全年宏观与市场环境的底色。②海外视角看27年，AI产业面临降温风险，地缘冲突难解，美联储政策或偏鹰，需警惕窗外冷风。③国内视角看27年，宏观与资本市场政策加力托底，长期资金继续入市，国内经济温和收敛，股市震荡蓄势。④A股行业投资宽度有望拓展，重视“六张网”和促消费下内需修复，自主科技与AI应用，优选红利资产，此外关注农业和军工等主题机会。

复盘2026：分化走扩之年。2026年，“分化”走扩贯穿宏观与市场。国内经济保持韧性、GDP平减指数转正，但外需强于内需、新经济强于旧经济。美国前三季度GDP环比折年增速约六成由AI相关投资贡献，财富效应集中于富裕群体，AI与非AI板块景气分化。映射到A股，上半年AI景气与资金正反馈推动通信上涨74%，6月末申万二级行业滚动三个月收益率标准差创2013年以来新高；下半年外部扰动下通信累计下跌58%，银行、煤炭等红利占优，行业分化度明显收敛，科技筹码已实质性出清。

2027年海外视角：警惕窗外冷风。明年海外AI产业或面临降温风险。五大云厂26Q1-Q3资本开支升至5600亿美元、增速接近翻倍，而收入增速尚未匹配，三季度除微软外其余四家自由现金流已转负，融资成本明显抬升；若应用端回报未能跟上，资本开支计划或面临调整，并向A股算力硬件链传导。同时，美伊冲突可能向长期化演绎，霍尔木兹海峡通航与油气供应仍受扰动，油价或高位震荡；美联储政策或延续偏鹰，市场预期12月大概率加息、27年或还有1-2次加息，美国类滞胀风险上升。对国内而言，AI相关需求降温或拖累外需，美债利率高企与海外股市波动也会扰动A股。

2027年的国内视角：守正下的收敛。海外冷风或制约A股上行空间，但今年下半年市场已明显调整、部分风险提前定价，宏观与资本市场政策则是尚未充分定价的积极因素。“十五五”规划强调经济增速保持在合理区间，11月国常会强调加强跨年度政策衔接，政策有望加码扩内需；资本市场端，创业板改革等包容性改革持续推进，汇金类平准基金、互换便利与回购增持再贷款等稳市工具不断丰富。盈利方面，预计27年全A非金融归母净利增速约5%-8%；资金方面，预计ETF、险资净流入各5000亿元、分红净流入1万亿元。当前估值与拥挤度已从高位回落，A股有望在震荡中蓄势。

行业配置：月落见星繁。不同于今年AI科技一枝独秀，明年市场机会的宽度有望更广，可沿四条线索布局。一是内需政策发力下的受益行业，“六张网”十五五总投资预计超26万亿元，关注建材、公用、交运、电网、机械，服务消费扩容与消费设施改造也值得关注。二是科技领域重视自主可控，海外算力链降温背景下，半导体设备及材料、算力芯片的国产替代更值关注，AI应用端也有望向端侧场景扩散。三是优选真正的红利资产，在股息率基础上纳入分红可持续性，关注隐含回报率仍高的品种。此外，新能源板块估值与机构配置均处历史低位，农产品价格与军贸出海等机会也值得关注。

风险提示：中东地缘局势显著恶化，油价大幅冲高；美联储货币政策紧缩超预期，外需大幅下行；内需政策力度不及预期，国内资本市场波动加大。

策略研究·策略深度

证券分析师：吴信坤
021-61761046
wuxinkun@guosen.com.cn
S0980525120001

证券分析师：杨锦
021-61761017
yangjin1@guosen.com.cn
S0980526020001

证券分析师：余培仪
021-61761040
yupeiyi@guosen.com.cn
S0980526010001

证券分析师：刘颖
021-60933170
liuying25@guosen.com.cn
S0980526040001

证券分析师：陆嘉瑞
021-60375458
lujiarui1@guosen.com.cn
S0980526070002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6616.96/-10.48
创业板/月涨跌幅(%)	2212.13/-19.24
AH股价差指数	137.68
A股总/流通市值（万亿元）	83.61/76.67

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《策略季报-秋色渐浓再登高——2026年四季度股市展望》——2026-10-05
《策略半年报-牛市轮涨——下半年A股行业配置展望》——2026-06-20
《AI赋能资产配置（三十四）——首发：AI+多资产泛量化系列指数》——2026-01-12
《资配跨年展望(三)-龙头科技，强者恒强》——2025-12-31
《资本周期系列-从业绩变脸到价值修复》——2025-12-30

内容目录

1. 复盘 2026：分化走扩之年 4
2. 2027 的海外视角：警惕窗外冷风 7
3. 2027 的国内视角：守正下的收敛 10
4. 行业配置：月落见星繁 13
风险提示 16

图表目录

图1： 今年整体经济增速尚可 4
图2： 年初以来国内外需强、内需弱 4
图3： 年初以来高技术产业工增增速明显高于整体 5
图4： 年初以来电子相关产品出口增速明显高于整体 5
图5： 今年 AI 投资对美国经济的拉动贡献达六成 5
图6： 美国最富有的前 10%散户持有接近 90%美股 5
图7： 年初以来美国居民地产负担能力和地产数据走弱 6
图8： 今年美股科技和传统行业走势分化 6
图9： 26 年上半年与下半年行业表现均有分化 6
图10： 26 年 6 月行情分化程度创 2013 年以来最高 6
图11： 7 月以来各类资金的科技筹码已有实质性出清 7
图12： 2000 年前后美国互联网收入难以匹配资本支出 8
图13： 26Q3 除微软外，其余云厂自由现金流已转负 8
图18： 预计美联储 12 月将继续加息 10
图19： 今年中东冲突以来油价大幅波动 10
图20： 2027 年经济有望延续温和复苏 11
图21： 当前正处新旧动能转换的关键时期 11
图22： 26 年 A 股盈利主要由科技和上游周期板块拉动 12
图23： 27 年 A 股整体归母利润有望温和增长 12
图24： A 股风险溢价位于 13 年以来均值向下 1 倍标准差附近 12
图25： 创业板指 PE 位于 13 年以来均值向下 1 倍标准差附近 12
图26： 26 年下半年 ETF 净申购规模较大 13
图27： 中性假设下保险资金对 A 股的增量规模达 5000 亿元 13
图28： 明年资金面整体或偏紧平衡 13

回顾 2026 年，上半年市场行情围绕 AI 产业链展开，下半年随着海外扰动增多，前期领涨的科技板块波动加大，市场也出现了明显调整。展望 2027 年，海外 AI 投资或阶段性降温，地缘不确定性与高利率环境或将持续扰动权益市场，A 股可能会步入震荡整固。但产业层面看，科创浪潮方兴未艾，新旧动能转换仍在加速，2027 年的震荡蓄势是为 A 股未来新一轮全面上涨积蓄动力。等风来，借风势，潮水终将乘风而起。

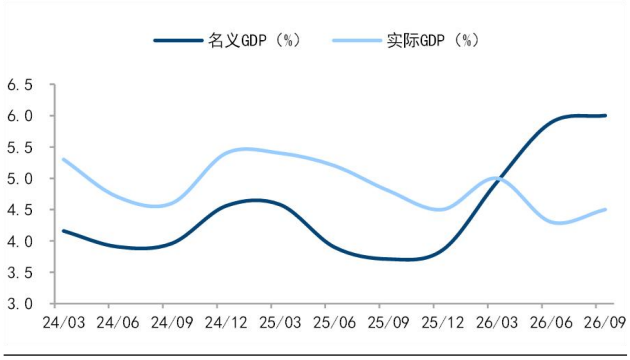
1. 复盘 2026：分化走扩之年

回看 2026 年，“分化”走扩构成了全年宏观与市场环境的底色，这体现在国内宏观背景、海外环境、股市结构等多个维度。

国内宏观：经济 K 型分化特征明显。2026 年国内经济整体保持韧性，GDP 平减指数转正也反映通缩压力有所缓解，但不同部门的修复并不同步，外需强于内需、新经济强于旧经济，相互交织下 K 型分化明显。在全球 AI 资本开支扩张的带动下，我国制造业依托产业链配套优势，将部分海外投资需求转化为国内生产和出口，成为经济总量增长的重要支撑。26 年 1-10 月，高技术产业增加值同比增长 14.6%，高于规上工业整体的 5.3%，反映新兴产业在工业生产中较强的支撑作用。

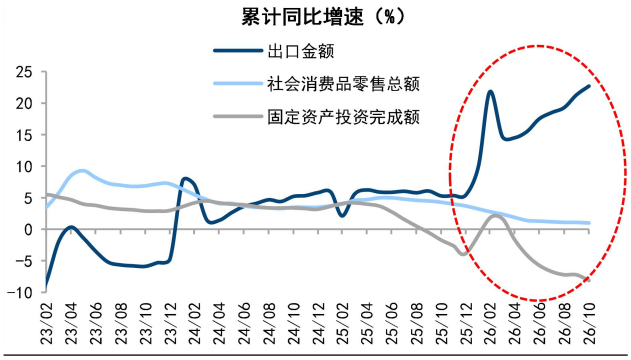
但也要看到，2026 年外需与新兴产业的扩张，向居民收入、消费和传统投资的传导仍然有限。居民收入与就业预期偏弱，制约着消费意愿，地产链调整与地方财政约束，影响传统投资及相关产业需求。26 年 1-10 月，出口金额累计同比增长 22.7%，同期社零仅增长 1.0%，固定资产投资下降 8.1%，外需与内需景气出现明显差异。这导致外需相关产业的快速增长与传统部门的持续弱势同时出现，价格端也呈现工业品价格上涨、消费价格偏弱，国内宏观经济 K 型分化的特征明显。

图1：今年整体经济增速尚可



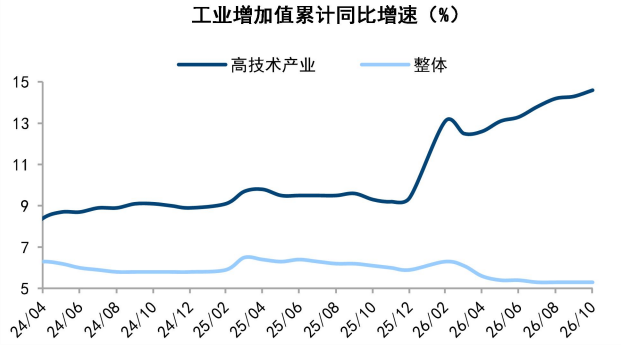
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图2：年初以来国内外需强、内需弱



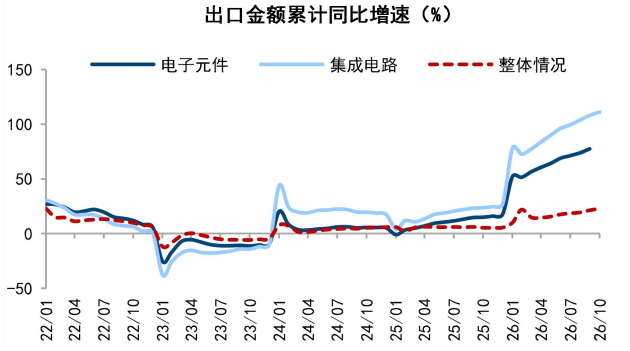
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图3：年初以来高技术产业工增增速明显高于整体



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图4：年初以来电子相关产品出口增速明显高于整体

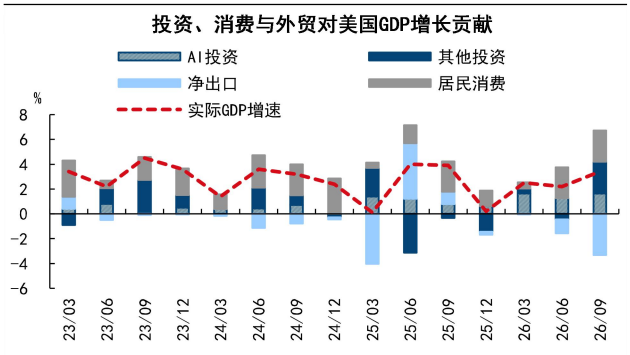


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

海外环境：美国宏观经济和股市表现亦存在严重分化。美国经济同样存在 AI 与非 AI 板块的景气分化，26 年前三季度美国 GDP 环比折年增速中约有 6 成由 AI 相关投资贡献。AI 资本开支扩张支撑相关企业需求与盈利预期，并推动科技资产上涨，由于美国股票资产主要集中于富裕家庭，科技股上涨带来的财富效应也更多由这些家庭获得，因此这一财富效应更多集中于富裕群体。相比之下，非 AI 的传统行业和中低收入群体承受的压力更为直接。在美联储紧缩背景下，美国就业市场较此前高景气阶段有所降温，从而影响收入预期，较高物价影响实际购买力，高利率也抬升融资和新增购房成本。以房地产为例，供需偏弱与房价高位并存，高房价叠加高融资成本，使中低收入群体的住房可负担性持续承压。由此，AI 投资能够支撑总量增长，其财富效应却难以惠及全体居民部门。富裕群体受益于资产增值，中低收入群体更多承受就业与生活成本压力，这一传导机制进一步强化美国 AI 与非 AI 板块的景气分化。

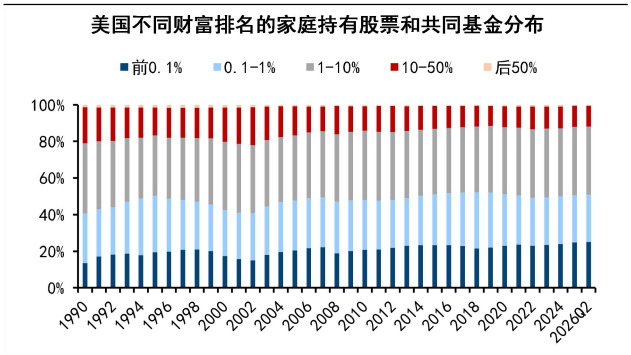
这种差异也映射到美股行业表现上。截至到 11/18，AI 硬件受需求增长和盈利预期支撑，硬件设备、半导体等板块表现靠前，年初以来累计上涨 30%、9%，石油石化则受到地缘冲突和能源价格的支撑，形成另一条上涨线索。与此同时，煤炭、房地产、纺织服装等行业表现偏弱，累计下跌 35%、25%、21%。美股的结构性行情同时受到科技投资、能源供给和传统需求变化的影响，使得板块间的行情表现同样存在显著分化。

图5：今年 AI 投资对美国经济的拉动贡献达六成



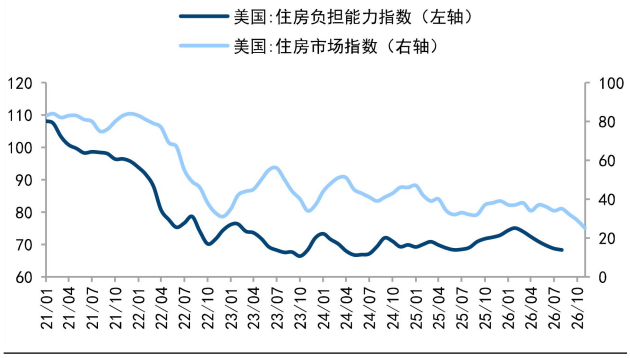
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6：美国最富有的前 10%散户持有接近 90%美股



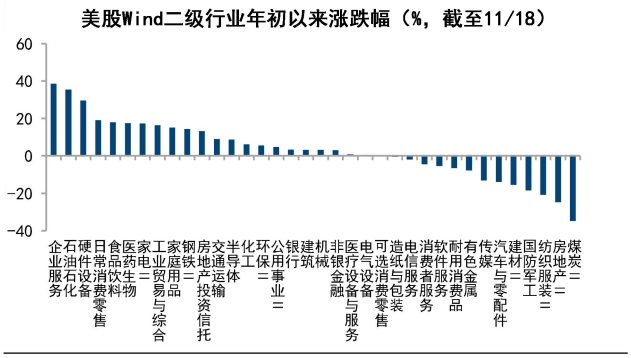
资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图7：年初以来美国居民地产负担能力和地产数据走弱



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：今年美股科技和传统行业走势分化

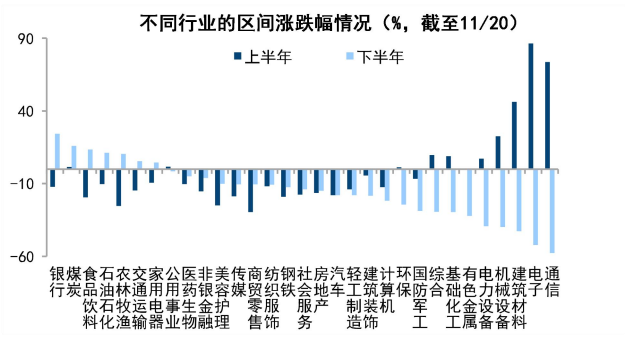


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

A 股行情：上半年分化加剧，下半年结构再平衡。国内外产业景气的差异，为 A 股分化提供了基本面基础，资金配置又进一步放大了这种差异。上半年，AI 景气加速兑现，吸引居民入市资金向算力等高景气领域集中。股价上涨形成赚钱效应，进一步推动资金追逐，构成景气、股价与资金相互强化的正循环。相比之下，传统消费等行业缺乏盈利催化和资金关注，行业表现差距不断扩大。26 年上半年通信行业累计上涨 74%，截至 6 月末，申万二级行业滚动三个月收益率的标准差升至 28.3%，创 2013 年以来新高，反映当时市场对景气差异的定价趋于极致。

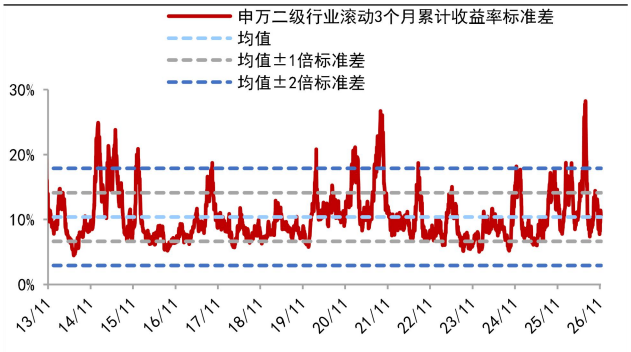
进入下半年，美元流动性收紧与中东地缘冲突等外部扰动影响风险偏好，前期资金集中配置的科技板块出现调整。高拥挤的持仓结构使减仓行为相互强化，股价回落又削弱赚钱效应，进一步增加持仓调整压力，上半年的资金正反馈因而转向负反馈。截至 11 月 20 日，下半年通信行业累计下跌 58%，银行、煤炭等红利板块则表现较强，行业强弱格局发生逆转。申万二级行业滚动三个月收益率标准差于 8 月初降至 7.5%，近期回到历史均值附近，较二季度末明显收敛。这一阶段的再平衡，主要通过前期强势科技板块回调与红利相对占优实现，7 月以来各类资金在科技板块的极致抱团出现明显松动，近期科技筹码已有实质性出清，详见《科技筹码出清，走到哪一步了？——20261017》等。

图9：26 年上半年与下半年行业表现均有分化



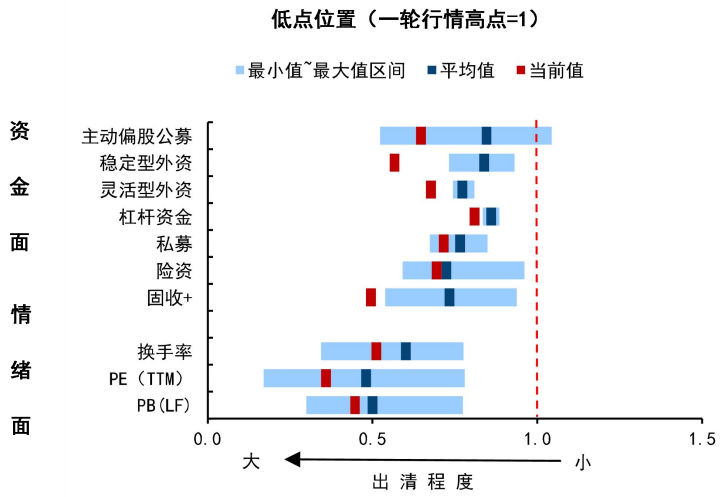
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：26 年 6 月行情分化程度创 2013 年以来最高



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图11：7 月以来各类资金的科技筹码已有实质性出清



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：此处出清程度代表行业持仓占比较一轮行情高点的比例，最小值-最大值区间和平均值基于历史高景气行业行情测算，当前值基于本轮科技行情测算

2. 2027 的海外视角：警惕窗外冷风

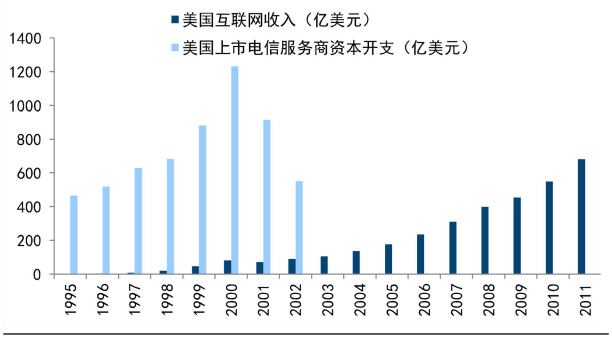
回顾 2026 年，AI 是贯穿产业与市场的主线，产业的快速发展也带来海内外股市中科技板块持续占优。展望 2027 年，一方面，过去 2 年 AI 发展如火如荼，但明年海外 AI 产业或面临更多扰动，存在降温风险；另一方面，地缘冲突或难以彻底平息，油价与利率高位震荡，将对 A 股盈利和估值形成负向冲击，因此，我们认为明年需要警惕来自海外的冷风。

2027 年 AI 产业发展可能面临降温风险。当前 AI 正逐步重塑生产方式与日常生活，其影响正如上世纪 90 年代兴起的互联网浪潮，催生新的商业模式，并推动社会变革。这两次科技革命在技术扩散和应用普及存在相似性，互联网产业的演进过程或可成为观察当前 AI 发展的重要参照。

借鉴 2000 年前后的互联网浪潮，由于基建投入与应用回报的错位，互联网产业曾步入阶段性休整。98-01 年互联网收入总额不足同期电信服务商资本开支的 1/10，随着前期产能集中释放，商业收入增长未能跟上，价格竞争、折旧与利息支出持续挤压现金流。叠加美联储加息，部分运营商削减资本开支，压力开始传导至设备商的订单与库存，互联网产业链盈利预期全面下修，01-03 年股市和互联网产业步入阶段性休整。

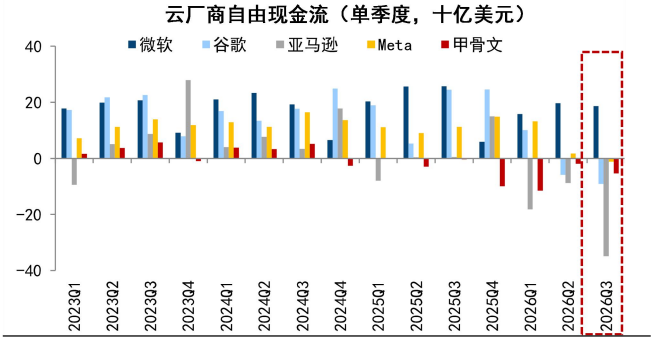
当前云厂资本开支持续扩张，而现金流隐忧已现。22 年底以来 AI 浪潮持续发酵，云厂持续加码芯片采购和数据中心建设。美股谷歌、亚马逊、微软、Meta 和甲骨文 5 家大型云厂 26Q1-Q3 资本开支上升至 5600 亿美元、增速接近翻倍。而收入端增速尚未能与大幅扩张的资本开支匹配，现金流已受到明显挤压。Q3 云厂中除微软外，其余 4 家云厂自由现金流已经为负，未来对外部融资的依赖将进一步提升，市场对其资本开支可持续性的担忧随之上升。5 大云厂五年期 CDS 利差升至历史高位；其中负债更高、现金流缓冲较薄的新兴云厂商融资压力更大，CoreWeave 五年期 CDS 利差突破 1100bp，2031 年到期债券收益率一度升至约 16%，融资成本大幅抬升将限制其未来资本支出扩张幅度。

图12：2000 年前后美国互联网收入难以匹配资本支出



资料来源：美联储，旧金山联储，国信证券经济研究所整理

图13：26Q3 除微软外，其余云厂自由现金流已转负

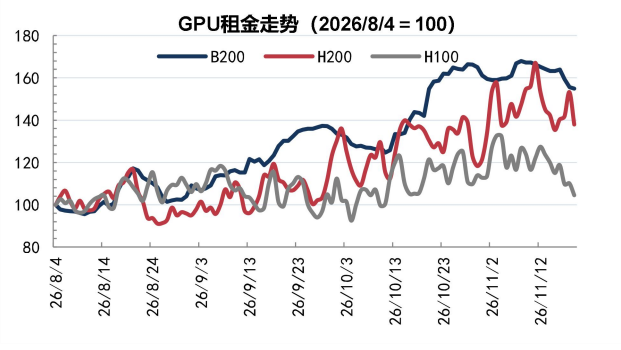


资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

若 2027 年应用端回报未能跟上，AI 产业发展或暂歇。当前云厂收入仍保持较快增长，但资本开支大幅上升已开始挤压现金流，这与 99 年电信运营商的财务变化有相似之处，27 年需持续关注收入端能否实现放量。目前从 AI 需求的量价两个维度来看，一方面，11 月以来算力 GPU 租赁价格震荡走平，前期租赁价格上涨势头有所减弱。另一方面，今年 1-8 月 Token 调用量周环比增速均值约 10%，而 9 月至今下降至 6%，可见调用需求前期快速增长后也出现短期波动。展望 27 年，若 AI 下游付费需求和收入兑现节奏偏慢，云厂资本开支计划可能面临调整，进而沿产业链传导，出现类似 2000 年后资本开支与收入增速双双放缓的情景。盈利预期变化之下，前期受益于海外订单高增的 A 股算力硬件板块或面临阶段性波动。

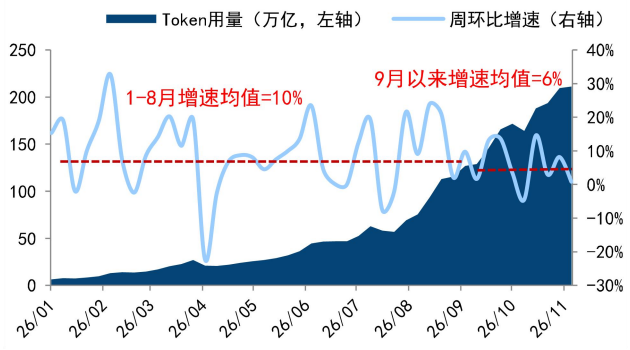
综合来看，27 年 AI 产业或进入消化前期投入、检验商业回报的阶段。除应用变现和融资约束外，美国中期选举中民主党掌控两院，后续政策博弈将影响 AI 发展节奏，数据中心投资门槛或进一步抬升，加剧投资与收入端错配压力，27 年 AI 产业发展或出现降温、甚至暂歇。

图14：AI 算力芯片租赁价格震荡走平



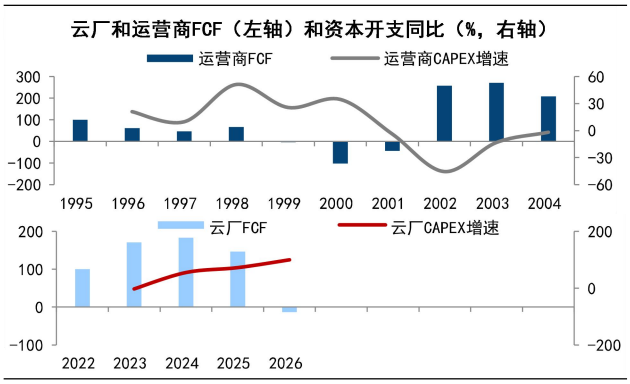
资料来源：Ornn，国信证券经济研究所整理

图15：近期 Token 用量环比增速略有下行



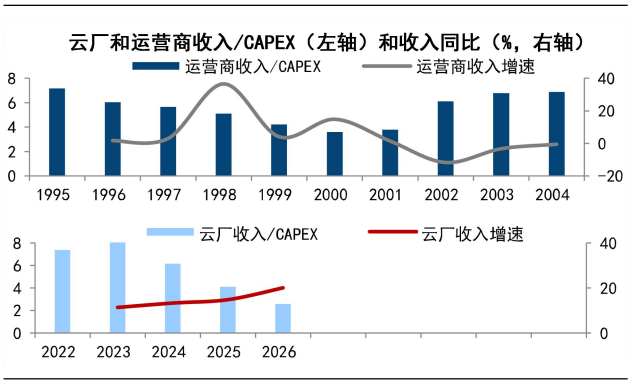
资料来源：Open Router，国信证券经济研究所整理

图16：云厂、运营商 FCF 和资本开支同比对比



资料来源：Wind，各公司财报，国信证券经济研究所整理，注：运营商（AT&T、Verizon、Qwest）1995 年 FCF 标准化为 100；云厂（谷歌、亚马逊、微软、meta、甲骨文）2022 年 FCF 标准化为 100，2026 年为 Q1-Q3 数据

图17：云厂、运营商收入/CAPEX 和收入同比对比

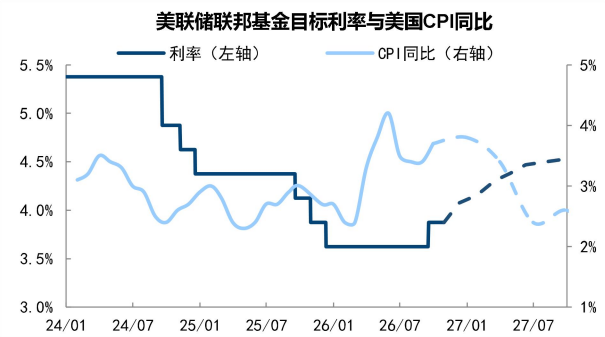


资料来源：Wind，各公司财报，国信证券经济研究所整理，注：2026 年为 Q1-Q3 数据

美伊冲突可能向长期化演绎，能源供给扰动仍存。11 月美国中期选举后，市场对中东局势缓和的预期升温，油价自高位有所回落。不过，今年 2 月末中东冲突爆发以来，局势多次在缓和与升级之间拉锯，缓和预期能否落地仍有较大不确定性。当前美国的核心目标是阻止伊朗拥核，要求伊朗解决核问题并接受国际核查，再分步解除制裁。伊朗则要求美方先解除制裁和海上封锁，再讨论核问题，并希望保留霍尔木兹海峡这一谈判筹码。双方核心诉求仍有较大分歧，短期难有突破。展望 2027 年，预计谈判与军事施压或继续交替，美伊冲突可能向长期化演绎，霍尔木兹海峡通航和油气供应仍将受到扰动，油价将维持高位震荡。

美联储政策或延续偏鹰，美国类滞胀风险上升。中东局势恶化以来，美国通胀压力明显加大，美国 10 月 CPI 季调环比上涨 0.4%。当前美联储已于 9 月加息 25 BP，10 月虽暂停加息，但仍强调通胀偏高、国内经济保持韧性。如我们前文所述，中东冲突可能向长期化演绎、能源价格高位运行，后续加息周期或将延续。此外，厄尔尼诺引发的农产品供给冲击可能推高食品价格，进一步加大美国通胀压力。根据 Fedwatch 的数据，市场预期 12 月美联储大概率加息，并且 27 年可能还有 1-2 次加息，可见短期或难以看到美联储政策转向。往后看，美联储政策偏鹰，高利率将压制住房、耐用品消费和企业投资。同时，AI 企业面临较大融资压力，若应用端回报未能跟上，云厂商或放缓资本开支，AI 产业可能进入阶段性休整，对美国经济增长的拉动也将减弱。因此，2027 年美国经济或面临增长放缓、通胀难降的类滞胀局面。对国内而言，美国 AI 相关需求降温或拖累我国外需，出口对国内经济增长的支撑作用可能减弱。此外，美债利率高企及海外股市波动同样会对 A 股行情产生扰动。

图18：预计美联储 12 月将继续加息



资料来源：Bloomberg，FedWatch，Wind，国信证券经济研究所整理

图19：今年中东冲突以来油价大幅波动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3. 2027 的国内视角：守正下的收敛

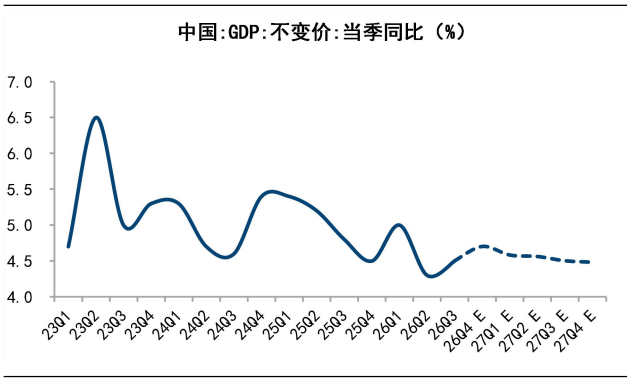
展望 2027 年，窗外冷风或制约 A 股上行空间，但一方面，今年下半年 A 股跌幅已较大，市场在一定程度上提前定价了 27 年的风险扰动；另一方面，明年国内政策环境保持“守正”底色，宏观和资本市场政策仍是尚未被充分定价的积极因素，有望形成托底效应，我们认为明年 A 股有望在震荡中为未来的全面牛市行情蓄势。

国内宏观与资本市场政策加力托底。前文提到，在油价与美债高位震荡的背景下，明年海外或面临类滞胀风险，叠加 AI 产业发展可能降温，若海外风险传导至国内，我国宏观和市场环境将受到一定冲击。面对明年来自海外的潜在风险，充足的政策工具包已就位，有望为宏观经济和资本市场起到托底作用。

一方面，宏观政策有望托底经济。“十五五”规划强调，“经济增长保持在合理区间”，可见从经济增长的远期目标看，维持一定的经济增速是应有之义。11 月 6 日国常会强调“要认真研究明年经济工作思路，加强跨年度政策衔接，推动经济持续向好”，我们预计宏观政策加码之下，2027 全年经济有望延续温和复苏。具体来看，投资、消费等新的扩内需政策手段值得期待，一方面，26 年 3 月国家发改委首次提出推进“六张网”规划建设，是扩大有效投资、稳定经济增长的重要抓手；另一方面，26 年 7 月国务院批复同意《扩大消费“十五五”规划》，并围绕银发经济等多个方面提出了具体落实措施。

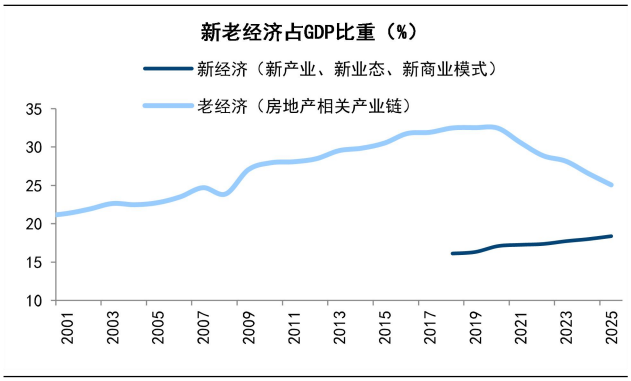
另一方面，资本市场改革政策有望增强市场内在韧性。当前资本市场政策手段持续丰富，具体来看主要有两方面内容，一是持续深化 A 股资本市场包容性改革，今年监管先后推出深化创业板改革等举措，近期为进一步推动投融资均衡发展，证监会强调“要在科学把握节奏的同时，加强对大型和新型科技企业发行上市的制度适配性和风险应对机制研究”。二是全力维护资本市场平稳运行，11 月国务院关于金融工作情况的报告中提到，“实施好支持资本市场的货币政策工具，支持中央汇金公司发挥类平准基金作用，巩固完善资本市场稳市机制”，近期央行等三部门已在推动部署互换便利、股票回购增持再贷款两项资本市场支持工具，宽基 ETF 申购资金也在持续流入 A 股。

图20：2027 年经济有望延续温和复苏



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图21：当前正处新旧动能转换的关键时期



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表1：近期中长期资金入市和稳定市场政策汇总情况

日期	重要事件
2026/10/19	证监会主席吴清在 2026 金融街论坛年会上表示，推动进一步健全适配长期投资的长周期考核机制，扩大中长期资金来源、渠道和入市方式。
2026/11/2	央行、金融监管总局和证监会部署用好资本市场两项支持工具，适时开展互换便利操作，推动股票回购增持再贷款转为长期制度性安排。
2026/11/5	国务院金融工作报告指出支持中央汇金公司发挥类平准基金作用，巩固完善资本市场稳市机制。
2026/11/6	国常会首次提出完善资本市场稳市机制，增强股市内在稳定性，促进资本市场平稳健康发展。
2026/11/11	央行三季度货政报告中强调，“加力实施支持资本市场的两项货币政策工具，用好债市非银大额赎回互换便利，维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行”。
2026/11/14	证监会主席吴清在首届中国资本市场学术年会开幕式上提出了六个"进一步深化研究"的方向，包括进一步深化市场稳定长效机制研究等。

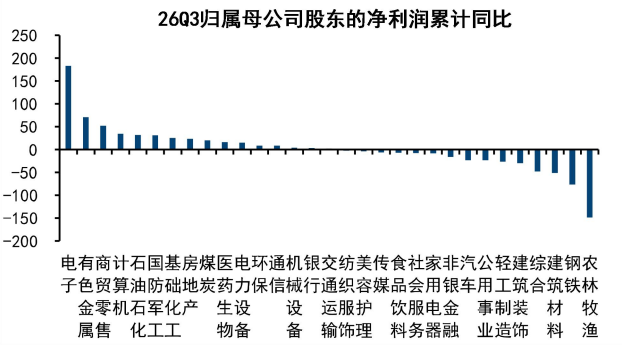
资料来源：中国政府网，中国证监会，中国人民银行，财政部，国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

2027 年 A 股企业盈利维持正增长。从上市公司角度看，国内宏观政策有望支撑 27 年上市公司盈利正增长。26 年科技和资源板块是拉动 A 股盈利增长的重要引擎，2026 年前三季度全 A 非金融的归属母公司股东的净利润累计同比增速为 17%，剔除电子后 A 股的利润增速回落至 6.1%，若再剔除上游周期板块（有色、石油石化、农业等）后，利润增速进一步降至-2.2%。考虑到 27 年潜在的海外扰动叠加 2026 年的高基数效应，外需进一步高增的动力或略显不足，资源和科技板块对 A 股盈利增长的拉动或边际减弱。

支持性的宏观政策有望在 27 年加码，届时传统板块将对企业盈利形成正向支撑。从投资端看，产业政策基调继续向新向优，11 月 5 日发改委召开“六张网”重大项目建设总体调度会议，要求抓紧出台配套政策，“十五五”时期总投资预计超过 26 万亿元；从消费端看，26 年 9 月国常会强调要“加大宏观政策逆周期调节力度”、“推出一批务实管用的增量政策”。明年内需政策托底经济，传统板块

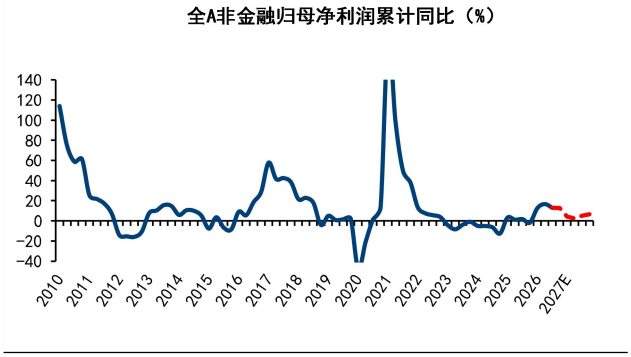
盈利有望修复，推动 A 股整体盈利延续温和增长，预计全年 A 股非金融归母净利润增速约 5%-8%。

图22：26 年 A 股盈利主要由科技和上游周期板块拉动



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图23：27 年 A 股整体归母利润有望温和增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

中长期资金入市趋势有望延续。从市场微观资金面出发，明年的诸多海外扰动或对市场风险偏好形成压制，借鉴 2018、2022 年等海外风险较大的年份，会发现散户和活跃资金（如杠杆、私募资金等）往往存在流出压力。但与历史情形不同的是，在本轮资本市场的支持政策之下，中长线增量资金托底呵护市场的确定性更高。事实上，截至 11/19，今年下半年 ETF 的净申购规模已经达到 10000 亿元，在市场调整过程中构成了维稳力量。展望 2027 年，政策鼓励下上市公司有望继续加大分红力度，此外政策要求头部险企“力争将每年新增保费的 30%用于投资 A 股”，ETF、险资等增量资金有望入市，预计明年 ETF、险资净流入规模各达 5000 亿元，分红净流入规模达 10000 亿元，将有效支撑市场流动性。

综合来看，在海外冷风扰动之下，2027 年 A 股的基本面与资金面均存在一定程度的压力。但考虑到今年下半年 A 股调整已经前置，当前估值已从高位明显回落，拥挤度有明显改善，在政策托底经济、增量资金入市的支持之下，A 股有望维持韧性底色、震荡蓄势。立足更长期的视角看，我国产业升级的趋势仍将延续，新旧动能转换有望在“十五五”期间取得重大突破，届时全要素生产率与资本回报率将同步改善。对应到 A 股上，企业 ROE 中枢有望迎来系统性抬升，基本面整体修复将为 27 年后的全面牛市开启提供支撑。

图24：A 股风险溢价位于 13 年以来均值向下 1 倍标准差附近



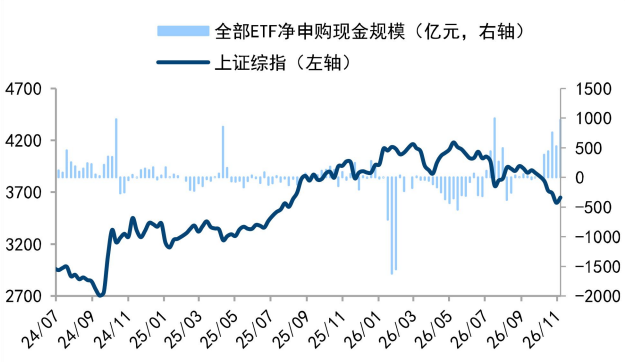
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图25：创业板指 PE 位于 13 年以来均值向下 1 倍标准差附近



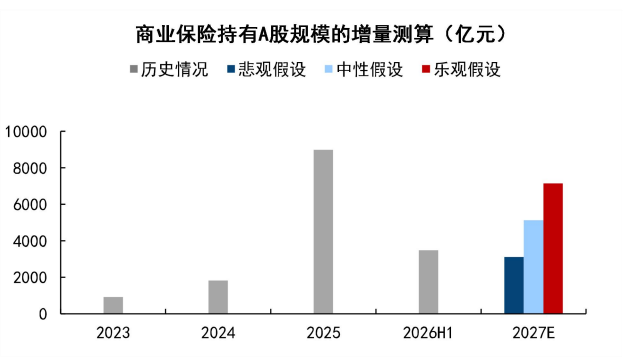
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图26：26 年下半年 ETF 净申购规模较大



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图27：中性假设下保险资金对 A 股的增量规模达 5000 亿元



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图28：明年资金面整体或偏紧平衡

资金类型		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027E
资金流入	银证转账	26887	-129	213	-1221	3621	3600	3750	-2050	-700	7850	6600	9646	-500
	融资	1540	-2356	860	-2726	2565	4765	2300	-2675	1348	2748	6700	-2089	-2000
	主动偏股公募	3814	873	-1861	-564	788	13036	15329	1415	-2623	-3360	-2599	753	500
	固收+	118	63	-57	-12	109	273	789	44	-63	-277	1176	1057	500
	ETF	9	155	112	1270	1032	790	1827	2120	3193	7208	2042	-2912	5000
	私募	4773	5727	1182	-8147	8201	11635	14705	-2142	-418	-3470	10291	6905	-3000
	资管类机构（专户、银行理财、券商资管、信托等）	15263	-6071	9756	-12629	954	492	-3562	-2438	-2233	548	765	4	-500
	险资（含商业保险、三大支柱）	4177	1403	-20	2870	3329	4343	441	3151	2799	1061	9594	5370	5000
	外资	278	910	2996	4413	5276	3134	6483	1350	656	-960	-1229	1723	-1000
	分红	2196	2663	3069	3764	4360	5293	6188	7423	7705	9014	9396	8915	10000
	回购	33	54	55	306	622	396	790	647	619	1155	922	944	1000
	累计	**59088**	**3292**	**16304**	**-12676**	**30857**	**47756**	**49041**	**6845**	**10281**	**21517**	**43658**	**30318**	**15000**
资金流出	IPO	1576	1496	2301	1378	2532	4700	5392	5869	3565	674	1318	2273	3000
	再融资	8042	10586	7725	3124	6654	7743	8843	7931	5177	1542	2214	2781	2000
	产业资本减持	1949	466	223	831	2759	5959	5451	4032	3177	568	3387	3296	3500
	交易费印花税	6219	3280	3014	2557	3294	5186	6614	5825	4937	3874	5930	6802	6000
	累计	**17787**	**15827**	**13264**	**7890**	**15240**	**23587**	**26300**	**23657**	**16856**	**6657**	**12850**	**15152**	**14500**
资金净流入		**41301**	**-12535**	**3040**	**-20566**	**15617**	**24169**	**22740**	**-16812**	**-6576**	**14860**	**30809**	**15166**	**500**

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：2026 年数据截至 10 月末，部分资金披露时间或有先后。

4. 行业配置：月落见星繁

明年国内宏观政策发力，市场有望为后续上涨蓄势。在此背景下，不同于今年 AI 科技一枝独秀，明年市场投资机会的宽度有望更广，具体可沿以下四大线索布局。

关注内需政策发力下的受益行业。明年美债利率或将持续维持高位，外需或面临一定压力，财政政策托底的必要性增强，以“六张网”为代表的扩内需政策，有望成为明年稳增长的重要抓手。“六张网”涵盖电网、物流网、信息通信网、算力网、水网、地下管网，根据发改委估算，26 年“六张网”及相关重点领域总投资规模超 7 万亿元，十五五期间“六张网”总投资规模总投资预计超 26 万亿元。具体领域看，水网、新型电网、地下管网体量更大，预计五年总投资额分别达 6 万亿元、5 万亿元、5 万亿元。“六张网”作为十五五基础设施建设的主要抓手，正加快由规划部署阶段转向项目实施落地。今年下半年以来，专项规划陆续落地、

资金保障逐步完善，跨部门协同推进力度增强，四季度重点项目开工建设进一步提速。展望 2027 年，财政政策仍有加力空间，“六张网”建设有望加快形成实物工作量。落实到投资机会上，可关注目前估值相对合理且有望受益的建材、公用、交运、电网、机械等细分领域。

此外，促消费政策正从耐用品更新延伸至服务消费扩容和消费设施改造，也将是 27 年扩内需政策发力的方向之一。近期发改委提出加强消费基础设施建设，围绕城乡商业、服务消费、出行消费等部署多项任务，目前消费板块估值尚处历史低位，机构配置力度较低，政策催化下或值得关注。

表 2：“六张网”投资规模与建设重点

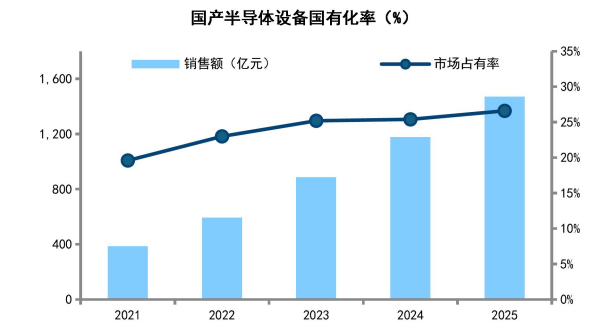
网络领域	“十五五”投资	建设重点
国家水网	超 6 万亿元	骨干输排水通道、调蓄枢纽与灌区建设，增强水资源统筹调配能力。
新型电网	超 5 万亿元	推进跨区输电、主配微协同与智能调度，提升新能源接入及消纳能力。
城市地下管网	约 5 万亿元	补齐燃气、供排水及供热短板，推进老化更新与安全韧性提升。
算力网	4 万亿元	统筹算力布局，推进算电协同、跨区域调度及国产算力适配。
新一代通信网	3.8 万亿元	升级 5G-A 与万兆光网，拓展空天地海覆盖及网络、算力协同。
物流网	3 万亿元	加强枢纽组网、多式联运和信息互通；2030 年物流费用 / GDP 降至 13.1%。

资料来源：国家发展改革委、国家能源局、工业和信息化部、水利部，央视网（含新华社报道）、中宏网，国信证券经济研究所整理。

科技领域中重视自主科技，此外关注 AI 应用。今年上半年海外算力链相关领域涨幅已较可观，并且我们前文分析过，27 年明年海外 AI 产业面临降温风险，A 股相关板块延续超预期的概率不大。近期海外对华科技限制增多，11 月美国 BIS 法案将管制范围延伸至算力的远程获取，新规同时收紧海外晶圆代工、封测环节的审查。同时，英伟达管理层人事变动也进一步加大 A 股海外算力链不确定性。不过从国内视角看，发展科创仍是国内产业政策的重心，尤其是大国在关键科技领域博弈加剧的时代背景下，提升关键技术与产业链自主可控能力，加快科技领域国产替代势在必行，后续政策支持有望进一步强化。从国内产业进展看，关键技术持续突破，国产替代正由整机环节向核心零部件、关键材料延伸。以半导体设备为例，国产化率由 21 年的 19.6%升至最新的 25%以上，虽国产化率提升较快、但仍具备较大替代空间。展望 27 年，在国内技术突破与自主可控政策支持下，科技叙事有望从海外逻辑转向自主可控，关注半导体设备及材料领域、算力芯片的国产替代机会。

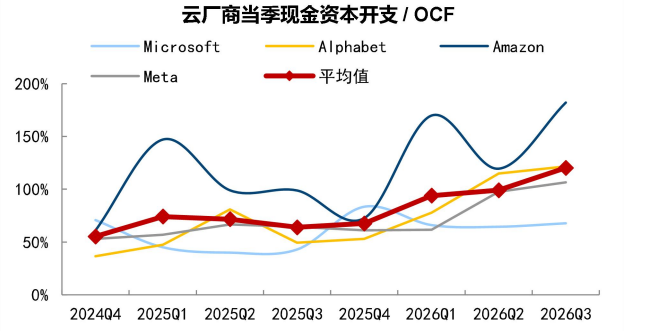
AI 应用方面，本轮科技行情前期主要集中在硬件端，应用端市场关注度较低。回看 12-15 年移动互联网浪潮，技术突破和降本催化下，科技产业链行情逐渐从硬件向应用端扩散。未来随着模型性能提升、推理成本下降，AI 商业化应用的空间有望进一步打开，AI 有望渗透到众多端侧场景，应用层或具备投资机遇。

图29：近年来我国半导体设备自给率不断提升



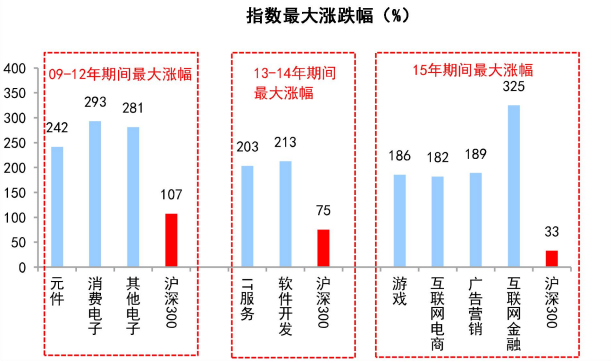
资料来源：CSEAC，国信证券经济研究所整理

图30：海外云厂商面临较大现金流压力



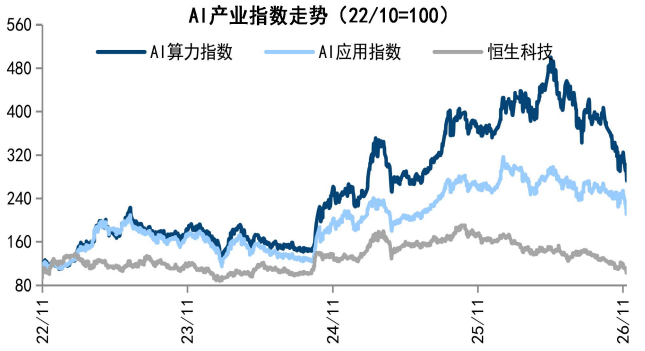
资料来源：FACTSET，国信证券经济研究所整理

图31：12-15 年科技行情由硬件向软件扩散



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

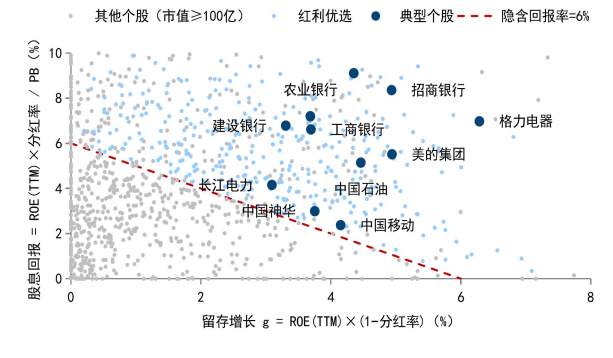
图32：科技行情有望往应用端演绎



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

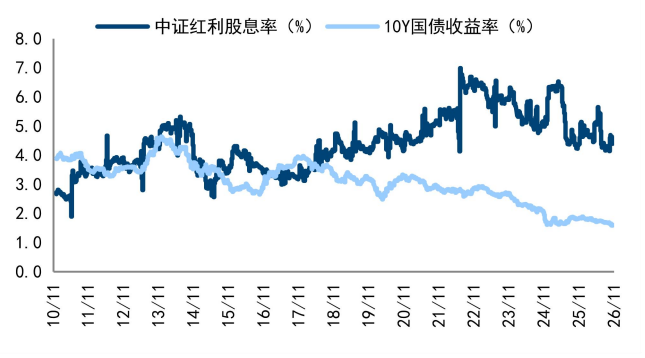
优选真正的红利资产。明年市场或处在蓄势阶段，叠加政策引导中长线资金入市，追求绝对收益的险资等主体对于红利资产的配置需求有望持续提升，红利资产表现或相对稳健。但目前中证红利指数 PE 处在近 5 年高位，股息率与 10Y 国债收益率的利差处 28%分位，性价比有所降低。在此背景下，应从红利资产中进一步优选：在传统红利策略以股息率为核心因子的基础上，我们将分红可持续性纳入考虑，选择过去盈利和分红均较为稳定，且当前股价的隐含回报率（股息回报率+留存增长率）仍处较高水平的红利资产（详见图 31）。

图33：关注隐含收益率更高的优选红利



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：红色虚线代表隐含回报率，即股息回报率+留存增长率率之和，浅蓝色点代表满足隐含回报率＞6%，同时分红、盈利均较为稳定的个股

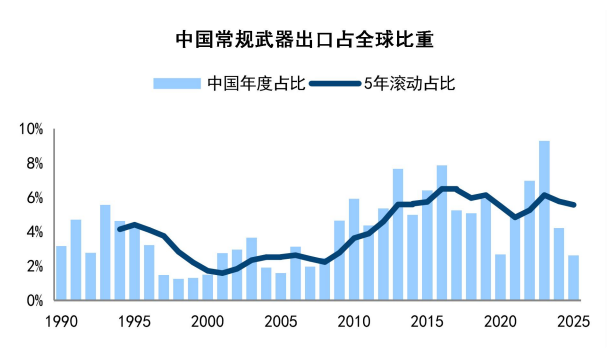
图34：低利率环境下红利具备配置价值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

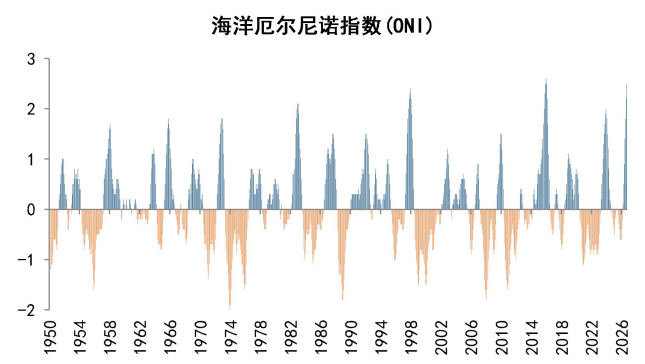
新能源、农产品、军工等行业机会也需关注。新能源方面，板块经历回调后，目前估值和机构配置均已处在历史低位。新能源中长期需求依然具备确定性，随着板块筹码逐渐出清，26Q3 电池等归母净利增速延续韧性，部分新能源细分领域或具备向上机遇。农业方面，今年厄尔尼诺强度较为极致，由于厄尔尼诺的影响具有明显滞后性，其对供给侧扰动或支撑明年农产品价格。另外，当前生猪价格创下近 10 年新低，产能出清速度有望加快，相关领域也值得关注。军工方面，军贸出海有望打开行业第二增长曲线，叠加先进武器等诸多前沿领域迎来突破，板块或也具备向上弹性。

图35：近年来我国军贸出口快速提升



资料来源：SIPRI，国信证券经济研究所整理

图36：厄尔尼诺的峰值可能在冬季出现



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：海洋厄尔尼诺指数(ONI)偏高对应厄尔尼诺，偏低对应拉尼娜

风险提示

中东地缘局势显著恶化，油价大幅冲高；美联储货币政策紧缩超预期，外需大幅下行；内需政策力度不及预期，国内资本市场波动加大。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032