投资咨询业务资格：证监许可【2012】669 号

2026-11-25

半山望春

报告要点

年度视角上，我们建议投资者多头标配红利低波、T、黄金、生猪，空头标配原油、碳酸锂，投资者需要关注交易几条宏观主线在年内切换的可能。



扫描二维码 获取更多投研资讯

摘要

2026 年全球大类资产表现跌宕起伏，呈现出“原油一骑绝尘，美元持续走强，权益聚焦科技”的特征。展望 2027 年，宏观交易的叙事主线较为明朗：①由通胀驱动的海外主流国家货币政策紧缩预期是否可以反转；②AI 叙事的进一步变化。关注点将更多落在资本开支能否转化为盈利，以及融资成本和审批进度会如何影响新增项目。

2027 年美国经济预计维持温和扩张，增长动能由资本开支集中推动逐步转向投资与消费共同支撑。通胀预计在 2027 年逐步回落，关税与能源价格冲击消退将改善价格环境，但核心服务黏性仍限制回落速度。宏观政策预计维持相对审慎的组合，高财政赤字与核心通胀黏性将限制政策宽松空间。

我们预计 2027 年中国经济延续平稳运行的基调，增长动能的结构会发生切换。2026 年支撑增长的出口在高基数与海外需求下行的背景下大概率回落，外需增长贡献下降，基建、消费为代表的内需或接棒成为政策主线。价格层面，2026 年由上游推动的再通胀难以延续，2027 年 PPI 中枢回落，CPI 仍低位运行。政策层面，财政维持谨慎扩张，中央财政加杠杆的特征更明显，货币政策以框架改革和结构性工具为主，总量宽松空间有限。

总结以上对 2027 年宏观形势的展望，我们对明年全球大类资产可能交易的潜在逻辑总结为**货币政策预期、经济增长预期与财政政策**三条主线。**我们认为 2027 年各类资产的核心矛盾不在于总量趋势有多强，而在于驱动因子在年内会出现两次明确的切换。**第一次是海外货币政策的拐点，我们预期美联储在一季度完成最后一段加息后，二季度转向暂停，全球资产的利率压力或自此见顶。第二次是国内名义增长的拐点，PPI 在一季度末由正转负、三季度见底，出口下半年回落，内需在财政发力下接棒，盈利和价格的预期随之重新定价。

在这样的交易逻辑与节奏演绎下，我们认为从年度角度而言，或存在如下资产配置机会：

宏观研究组：

研究员：

姜婧
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

朱善颖
从业资格号 F03138401
投资咨询号 Z0021426

仲鼎
从业资格号：F03107932
投资咨询号：Z0021450

张皓云
从业资格号 F03114820
投资咨询号 Z0022427

王丹
从业资格号：F03124139
投资咨询号：Z0023462

风险提示：本报告中发布的观点和信息存在分析可能不够全面的局限性，仅供参考。本公司及本公司有关的任何个人，均不会承担因阅读和使用本报告所造成的任何损失及产生的法律责任。您应自主决策并独立承担交易风险。研究报告的版权为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或者引用。市场有风险，投资需谨慎。

1、大宗商品：多头标配黄金、生猪，空头标配原油、碳酸锂。

1）贵金属：一季度后半段起多头标配黄金。明年一季度黄金或仍将受紧缩的货币政策预期压制，而二季度是逻辑切换的关键窗口。贵金属可能将走出先抑后扬的整体走势，投资者需要注意交易节奏。

2）有色金属和新能源金属：有色金属普遍面临需求承压与紧缩货币的双重压制，建议关注供需基本面相对较弱的碳酸锂、氢氧化锂等品种的空配机会。

3）黑色建材：黑色金属矛盾仍不突出，难以形成年度级别的趋势性机会，暂不推荐。

4）能源化工：美国退出伊朗冲突的基准情形下，重点关注当前原油“地缘溢价”的回落空间。我们认为结束伊朗战事或是美国两党的共同意愿，原油价格中的“地缘风险溢价”或存较大回落空间。

5）农产品：多头标配生猪，但需要注意交易节奏。建议继续关注能繁母猪产能去化进程等中期供给节奏指标，以及新生仔猪数、出栏均重等短期供给指标。

2、中国股指：多头标配红利低波，但注意节奏，关注调整后的赔率机会以及内需结构性机会。内需财政政策倾向于温和发力，通胀维持低位，意味着企业的名义盈利增长或较为平缓，指数缺乏趋势性上行的基础。但若海外经济增长与货币政策预期产生变化或政策发力内需，则中国股指的基本面预期也将产生变化。也可以关注内需层面的结构性机会。

3、债券市场：多头标配 T。我们认为在名义增长回落，融资扩张偏温和的宏观环境中，基本面将重新为利率下行打开空间。但当前曲线已经相对平坦，依靠超长久期获取资本利得的空间已然受限，建议配置 T。

风险提示：1）地缘政治局势存在反复风险；2）海外主流国家央行超预期收紧；3）海外经济超预期回落；4）国内政策和经济不及预期；5）贸易摩擦反复

目录

一、 2026 年宏观及大类资产回顾 6
二、 海外宏观：增长动能切换，政策约束加深 8
（一） 经济增长：投资韧性延续，边际贡献逐步放缓 8
（二） 通胀：价格冲击逐步消退，核心通胀仍有黏性 11
（三） 财政政策：高赤字持续，财政冲量与支出结构分化 13
（四） 货币政策：通胀约束仍居首位，政策调整保持谨慎 14
三、 国内宏观：内需发力，接棒出口 16
（一） 出口：2026 年高增长奠定基础，2027 年增速有所回落 16
（二） 基建与地产：六张网或为主要抓手，地产拖累继续收敛 18
（三） 通胀：PPI 中枢大幅回落，CPI 低位运行 20
（四） 消费：服务消费支撑消费增长 22
（五） 财政与货币政策：财政谨慎扩张，货币发力结构性工具 23
（六） 经济政策：“十五五”规划的定量目标的指示意义 26
四、 大类资产配置观点：行至半山，谨慎配置 27

图表目录

图表 1： 2026 年大类资产表现（数据截至 2026 年 11 月 24 日） 6
图表 2： 美国主要经济指标预测 8
图表 3： 投资与消费共同支撑增长，私人内需仍具韧性 9
图表 4： 科技公司现金资本开支集中扩张，五家合计同比翻倍 9
图表 5： 新增项目审批、并网和融资摩擦增加 2027—28 年投资下修风险 10
图表 6： 美国实际消费保持增长，收入增速放缓 11
图表 7： 美国消费者信心改善仍不均衡 11
图表 8： 美国劳动力市场展望 11
图表 9： 美国住房市场展望 11
图表 10： 油价决定整体通胀的情景弹性，核心传导仍需单独评估 12
图表 11： AI 驱动通胀环比脉冲正在放缓 12
图表 12： 计算机软件及配件通胀趋于放缓 12
图表 13： 市场隐含美国通胀路径 13
图表 14： 财政赤字维持约 2 万亿美元，支出规模继续扩大 13
图表 15： 净利息支出上升使赤字率难以下降 14
图表 16： 强制性支出与净利息推升财政负担 14
图表 17： 9 月点阵图显示 2026 和 2027 年政策利率中枢仍在 4.1%附近 14
图表 18： 市场隐含美联储利率路径 15
图表 19： 中国对欧出口月度金额走势 17
图表 20： 中国对美出口月度金额走势 17
图表 21： 2027 中国出口额同比增速情景预期 18
图表 22： “六张网”在“十五五”时期的主要计划 19
图表 23： 基建实物工作量指数 19
图表 24： 当月新增专项债（扣除非项目建设用途） 19
图表 25： 地产库存有所回升 20
图表 26： 一线城市租金回报率与 30 年国债收益率 20
图表 27： 商品房销售面积季节性 20
图表 28： 房地产企业开发资金来源 20
图表 29： 今年核心 CPI 动能偏缓 21
图表 30： 去年四季度以来，能繁母猪存量持续去化 21

图表 31： CPI 同比预测 22
图表 32： PPI 同比预测 22
图表 33： 新旧口径消费同比 23
图表 34： 地产价格偏弱使居民资产负债表仍受压制 23
图表 35： 五年规划第二年与党代会召开年前后的经济政策基调 23
图表 36： 2027 年起结存限额空间可能受限 25
图表 37： 2027 年预期债券结构 25
图表 38： R007-DR007 利差维持低位 25
图表 39： 换锚后，资金利率已非常靠近政策利率 25
图表 40： 各部委“十五五”专项规划主要定量目标（2030 年） 26
图表 41： 美元利率紧缩程度为近十年极值，基本面担忧下进一步收紧空间较小 29
图表 42： 淘汰母猪量大幅抬升，有助中期供给去化 29
图表 43： 布伦特原油远期合约大幅贴水 29
图表 44： 远期供应担忧使碳酸锂由远期合约升水变为贴水 29
图表 45： 股指估值仍未来到极致吸引力区间 30
图表 46： 市场对于股指未来 12 个月预期 EPS 的 63 日变化快速下修 30
图表 47： 社融增速偏低，资产荒逻辑仍将延续 30
图表 48： 曲线已相对转平，超长久期策略空间受限 30

一、2026 年宏观及大类资产回顾

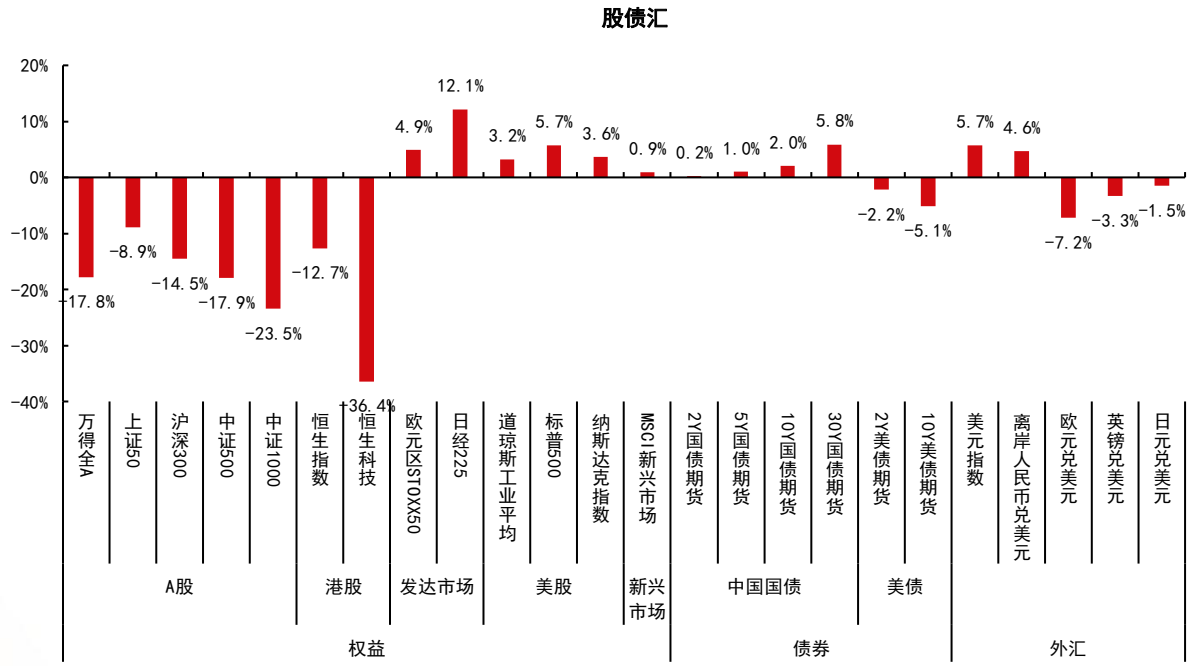
2026 年全球大类资产表现跌宕起伏，呈现出“原油一骑绝尘，美元持续走强，权益聚焦科技”的特征。

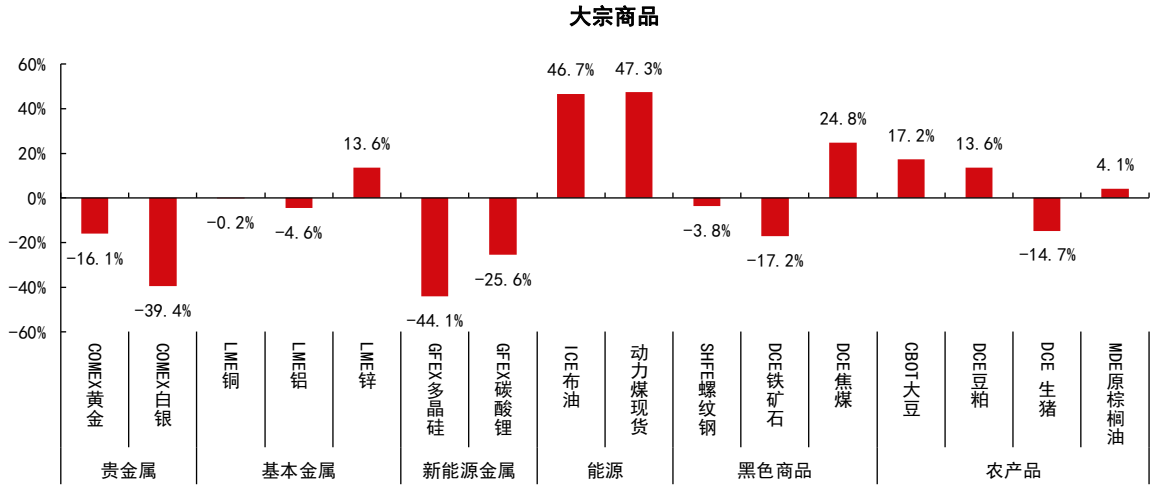
主线一：能源供给冲击推高通胀风险，美联储进入加息周期。2 月 28 日，美国与以色列联合对伊朗发动大规模空袭，伊朗随后封锁霍尔木兹海峡，地缘局势在和谈预期的释放与破灭之间反复摇摆，始终悬而未决，对全球的石油供应持续造成大幅的冲击。美国经济增长仍有韧性，通胀压力让市场重新定价利率路径。而美联储在去年预防式降息之后按兵不动，在今年 9 月份加息 25 基点，正式启动加息周期。强势的美元造成全球流动性收紧，对流动性敏感资产形成压制，也在暗中加码了今年下半年科技主线的回调。

主线二：科技叙事由急趋缓，多重压力制约资本市场估值空间。全年来看，中美权益市场的上行高度依赖于 AI 科技股，以年中为分界，AI 叙事出现了一系列的松动，市场情绪呈现退潮：上半年，全球科技股快速冲高后，年中全球半导体板块回调，拥挤交易进一步放大了各国市场的波动。进入下半年，美股大型云厂商资本开支不再是市场认可的完全加分项，资本开支是否能带来盈利兑现成为市场关注点；美国中期选举民主党横扫两院，意欲推行法案放缓数据中心建设，近半数规划项目可能受到影响，市场下调资本开支增速预期。英伟达管理层变动进一步给市场带来消极情绪。狂奔数年后的 AI 科技叙事在今年下半年迎来休整期。

主线三：中国贸易顺差持续扩大，出口与结汇需求支撑人民币逆势上涨。全年看，通胀风险提升使得美元转入加息周期，美元指数全年震荡走强。但人民币兑美元不降反升，在全年走出慢牛。这主要是由于出口持续强势下的结汇需求所导致。

图表1：2026 年大类资产表现（数据截至 2026 年 11 月 24 日）





资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

多重主线交织演绎对大类资产走势影响或有不同。对权益市场而言，加息与科技投资增速是最核心的主线；海外债券和汇率主要受到美联储政策和地缘冲击造成的通胀预期影响，国内受到政策和贸易表现影响；商品则受各自的基本面，产业逻辑和属性影响。

权益市场：整体上，全球权益市场的关注度高度集中于 AI 科技主线。上半年的狂热牛市未能延续至下半年，全年经历了“过山车”式的冲高回落。

债券市场：全年来看，美债利率整体走强，中国国债收益率震荡下行。受到美元加息预期的带动作用，海外债券市场在今年三季度遭遇抛售潮，美国 10 年期国债收益率一度涨超 5.3%。美国，日本和欧洲多国的长久期国债收益率达到近十几年来的高位。四季度由于 AI 叙事松动，市场避险需求升高，资金涌入美债使收益率出现阶段性回落。国内债券收益率则更多受到自身内在逻辑影响，二季度后下行趋势较为顺畅。

汇率市场：全球汇率市场呈现美元整体走强、非美货币明显分化的格局。美元在四季度进一步走强，美元指数年内上涨 5.4%。主要非美货币中，欧元兑美元跌幅较大，英镑和日元也走弱。日元在日本央行加息的背景下仍承压，美元兑日元一度突破 160。人民币走出了不同的路径，离岸人民币兑美元年内升值 4.7%。这使得美元指数与美元兑人民币在相当一段时间内呈现一升一降的走势。

商品市场：地缘、天气和流动性收紧等宏观因素造成商品市场剧烈波动。贵金属在一季度冲顶之后缺乏长期叙事催化，整体回落承压。**能化板块**原油及相关化工品大幅上行，成为全年商品市场最突出的交易主线。**有色金属**受益于 AI 算力基础设施、电网建设等投资需求，叠加矿端供给约束，铜、铝等品种整体表现强势，但四季度随着 AI 叙事松动和流动性收紧有所回调。**农产品中**棕榈油，原糖和天然橡胶受到厄尔尼诺现象影响，走出阶段性上涨行情，整体板块表现分化。

展望 2027 年，宏观交易的叙事主线较为明朗：①由通胀驱动的海外主流国家货币政策紧缩预期是否可以反转。若海湾能源出口持续恢复，全球通胀有望缓和，市场或重塑美联储、欧央行等主要央行的政策路径；**②AI 叙事的进一步变化。**AI 基建的发展将深刻影响全球经济增长预期，关注点将更多落在资本开支能否转化为盈利，以及融资成本和审批进度会如何影响新增项目。从流动性收紧，地缘冲突未解决，美国政治风向对 AI 限制性较强的当下看，短期资本市场风险偏好的回升或需等待更多的机会与变数。

二、海外宏观：增长动能切换，政策约束加深

2027 年美国经济预计维持温和扩张，增长动能由资本开支集中推动逐步转向投资与消费共同支撑。根据经济预测，2027 年实际 GDP 预计增长 2.2%，较 2026 年的 2.3%小幅放缓，季度环比折年增速基本维持在 2.1%—2.2%附近。私人投资全年预计增长 5.1%，仍是经济增长的重要支撑，但季度动能可能在下半年逐步减弱；居民消费预计增长 2.2%，工业产值增长 2.0%。整体来看，AI 投资维持韧性与服务消费保持稳定，将有助于美国经济在资本开支边际放缓的情况下实现温和增长。

通胀预计在 2027 年逐步回落，关税与能源价格冲击消退将改善价格环境，但核心服务黏性仍限制回落速度。全年 CPI 和核心 PCE 同比涨幅预计均降至 2.5%，其中核心 PCE 有望在第四季度回落至 2.4%附近。劳动力市场预计保持相对稳定，失业率维持在 4.2%，非农就业月均增加约 6 万人，工资增长温和放缓。住房市场有望随融资条件改善逐渐企稳，但高利率仍将限制修复幅度。整体通胀回落有利于改善居民实际购买力，也为货币政策调整创造一定条件。

宏观政策预计维持相对审慎的组合，高财政赤字与核心通胀黏性将限制政策宽松空间。2027 年财政赤字预计占 GDP 的 6.4%，政府债务负担继续上升；美联储政策利率预计仅缓慢回落，融资成本仍将维持较高水平。总体而言，美国经济有望在通胀回落过程中维持 2%以上的增长，但 AI 资本开支回报、居民消费韧性及核心服务价格变化，仍将决定增长与通胀能否沿预期路径实现再平衡。

图表2：美国主要经济指标预测

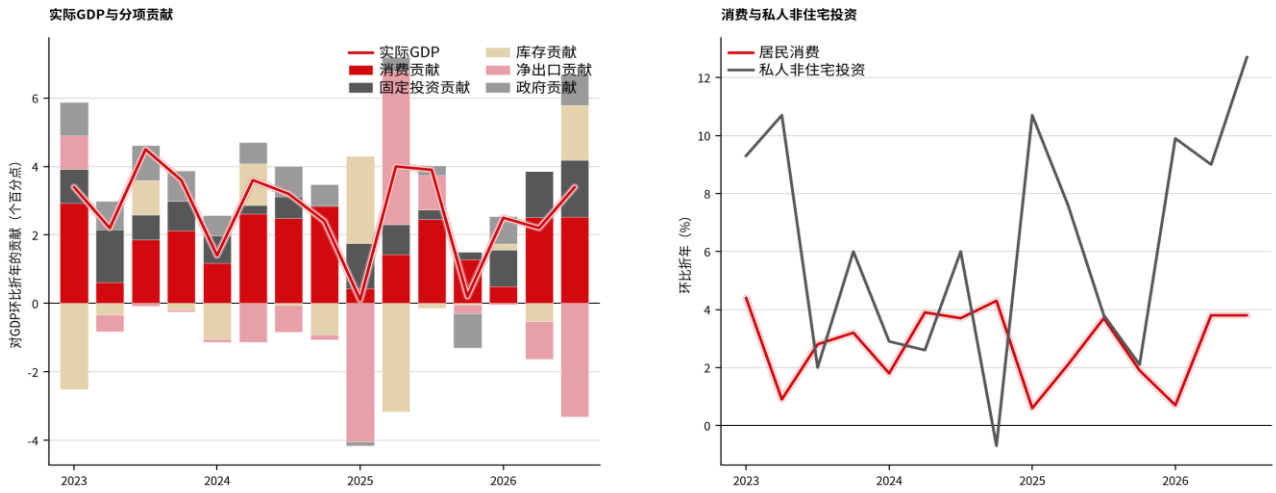
指标与单位	2026Q3	2026Q4E	2027Q1E	2027Q2E	2027Q3E	2027Q4E
实际GDP增速（同比，%）	2.1	2.4	2.3	2.3	2.1	2.1
CPI通胀（同比，%）	3.5	3.8	3.4	2.4	2.5	2.1
失业率（%）	4.1	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
联邦基金目标利率上限（期末，%）	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.00

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

（一）经济增长：投资韧性延续，边际贡献逐步放缓

2026 年美国经济维持较强韧性，但增长动能逐渐向资本开支集中，2027 年经济增长中枢预计温和下移。美国经济在前期加息、关税扰动及能源成本上升的背景下继续扩张，2026 年第三季度实际 GDP 环比折年增长 3.4%，私人非住宅投资增长 12.7%，居民消费增长 3.8%，显示企业投资与居民需求仍有支撑。其中，AI 相关设施建设、信息处理设备及配套能源工程成为投资端的重要增长来源，高技术制造业表现明显强于传统工业。随着资本开支逐渐集中于少数大型科技企业及地区，经济增长对项目建设进度、融资条件和企业投资决策的敏感性同步提高。展望 2027 年，美国实际 GDP 预计增长 2.2%，较 2026 年的 2.3%小幅放缓，经济整体仍有望保持温和扩张。

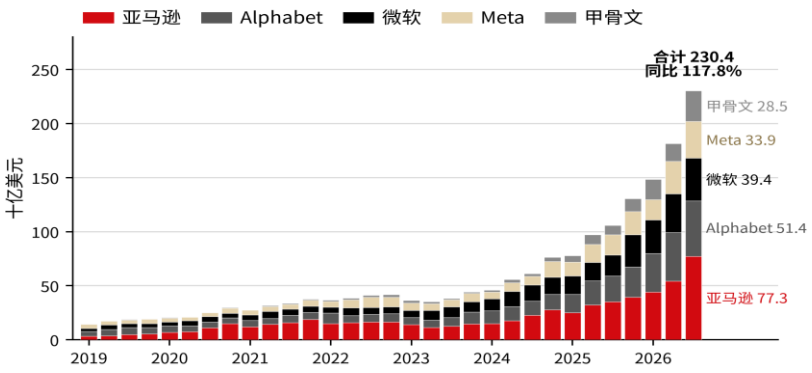
图表3：投资与消费共同支撑增长，私人内需仍具韧性



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

AI 投资对美国经济增长的拉动已经具有显著的总量影响，但高基数可能使其新增贡献于 2027 年逐步减弱。美国经济分析局数据显示，2026 年第三季度实际 GDP 环比折年增长 3.4%，私人非住宅固定投资对增长贡献 1.78 个百分点。其中信息处理设备贡献 0.86 个百分点(计算机及外围设备贡献 0.72 个百分点)，软件贡献 0.23 个百分点，两项合计 1.09 个百分点，相当于当季增速的约三分之一。科技企业资本开支仍在快速扩张，2026 年第三季度五家主要科技企业现金资本开支合计约 2304 亿美元，同比增长 117.8%，其中亚马逊与 Alphabet 占合计支出的约 55.8%。从预测路径看，2027 年美国私人投资预计增长 5.1%，高于 2026 年的 4.8%，但季度环比折年增速可能由上半年的 4.5%—4.6%逐步回落至第四季度的 3.8%。私人投资仍将支撑经济增长；全年增速虽高于 2026 年，但下半年环比动能放缓后，对增长的新增拉动会减弱。

图表4：科技公司现金资本开支集中扩张，五家合计同比翻倍



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

注：截至 2026 年三季度。包含全部现金资本开支，非官方 AI 资本开支拆分；未计融资租赁本金；甲骨文财季对齐相邻日历季。分项与合计的 0.1 十亿美元差异来自四舍五入。

美国数据中心项目储备依然庞大，但规划容量与实际投资之间存在较大落差。 根据截至 2026 年 10 月的公开项目跟踪，美国已宣布或处于建设阶段的数据中心相关电力规模约 345.9GW，其中在建项目约 69.6GW，其余主要属于规划项目。已标注目标年份的项目中，2027 年约 32.5GW、2028 年约 52GW。电网接入、变压器与燃气轮机交付、建设许可和土地取得等因素将持续制约项目建设进度。由于数据中心从资本承诺到正式投运需要经历融资、审批、设备订货、施工和并网等多个环节，已开工及已签约项目仍可能在 2027 年继续支撑投资，而新增项目的投资决策将更加依赖融资成本、建设条件与预期回报。

中期选举后的政策环境进一步增加了 AI 资本开支的不确定性，电力成本、建设许可及监管责任可能成为新增投资的重要约束。 美国国会围绕前沿模型风险披露、开发者责任、可控关闭能力及超人工智能开发限制提出不同强度的政策方案，相关提案的立法进度与通过概率存在差异。相较于模型监管，数据中心电价及电网成本分摊可能更快影响企业投资决策。算力中心集中建设将提高局部电网改造、备用容量和调峰需求，若相关成本向居民及中小企业转嫁，地方政府和公用事业监管机构将面临更强的政治压力。专用供电合同、自建电源比例及电网接入费用将直接影响项目内部收益率，部分融资成本较高、缺乏长期租赁合同或电力供应不确定的项目可能因此延期、缩量甚至取消。相对原规划，新增投资减少 30%—40%可以作为压力情景。

图表5：新增项目审批、并网和融资摩擦增加 2027—28 年投资下修风险

数据中心：州级执行分化



170GW 56.1%　91GW 30.0%　8GW 2.6%　34GW 11.2%

合计269GW（88.8%）位于有相关选举的州；选举覆盖并不等于停建或延期。

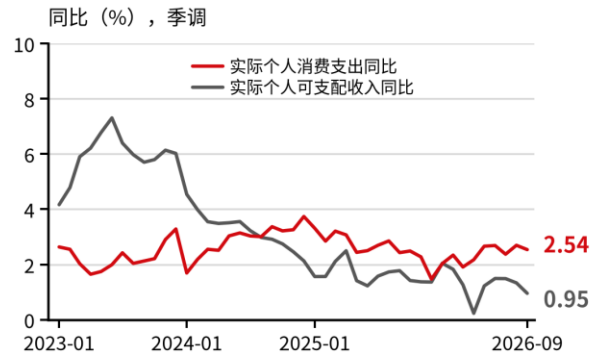
重点五州：政治结构与项目投资敞口

州	州长/参院/众院	容量 / 全国占比	宣布投资 / 全国占比
得州 TX	D / R / D	65.9GW / 25.7%	11,500亿美元 / 19.6%
弗州 VA	D / D / D	17.3GW / 6.7%	5,275亿美元 / 9.0%
宾州 PA	D / D / D	14.7GW / 5.7%	3,892亿美元 / 6.6%
佐州 GA	D / R / 待定	10.5GW / 4.1%	3,042亿美元 / 5.2%
俄州 OH	D / R / R	8.3GW / 3.2%	6,324亿美元 / 10.8%
五州合计	—	116.7GW / 45.5%	30,033亿美元 / 51.1%

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

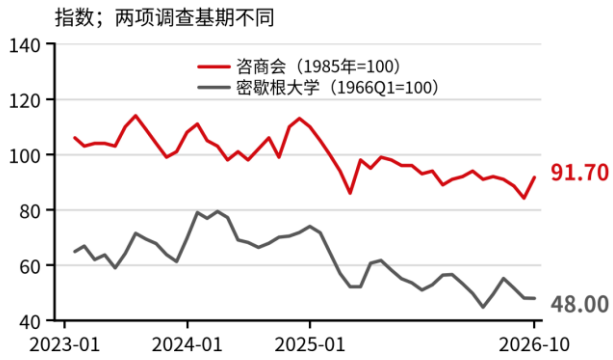
居民消费仍是缓冲投资周期波动的重要力量，但收入增长与信用条件限制消费进一步加速。服务消费覆盖医疗、住房、交通、休闲及专业服务等相对稳定的领域，受到就业存量、工资收入和居民资产负债表支持，具有一定惯性。前期资产价格上涨形成的财富效应有助于支撑高收入群体消费，但高利率下的信用成本、偏低的储蓄率及收入增长分化，意味着居民难以持续依靠储蓄下降和财富效应扩大支出。能源价格回落将改善实际购买力，有助于维持消费韧性。2027 年居民消费预计增长 2.2%，较 2026 年的 2.4%温和放缓，季度增速则维持在 2%左右，仍能为经济提供相对稳定的内生需求。

图表6：美国实际消费保持增长，收入增速放缓



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

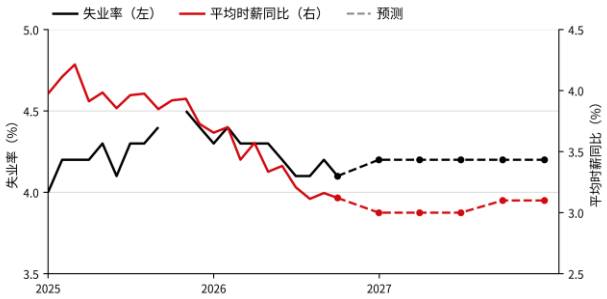
图表7：美国消费者信心改善仍不均衡



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

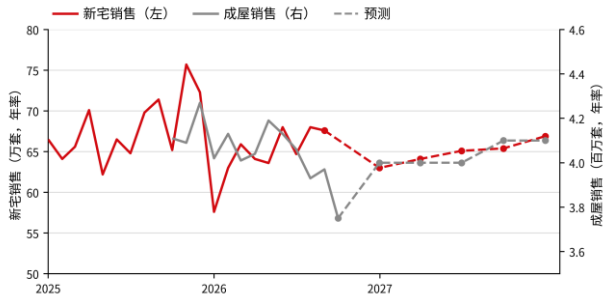
就业与住房市场预计保持总体稳定，为经济温和扩张提供进一步支撑。2027 年美国失业率预计维持在 4.2%，非农就业月均增加约 6 万人，平均时薪同比增速由 2026 年的 3.3%放缓至 3.1%，反映劳动力市场招聘需求有所降温，但就业没有出现明显收缩。住房方面，较高按揭利率仍将限制住宅投资和存量住房交易，不过随着通胀回落及融资条件改善，新宅销售预计由 2026 年的 64.0 万套小幅回升至 2027 年的 65.2 万套，成屋销售也有望温和修复。整体来看，AI 资本开支仍将支撑 2027 年美国经济增长，但新增投资贡献逐步放缓，服务消费及就业韧性则有望减缓增长中枢下移的速度。

图表8：美国劳动力市场展望



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表9：美国住房市场展望



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

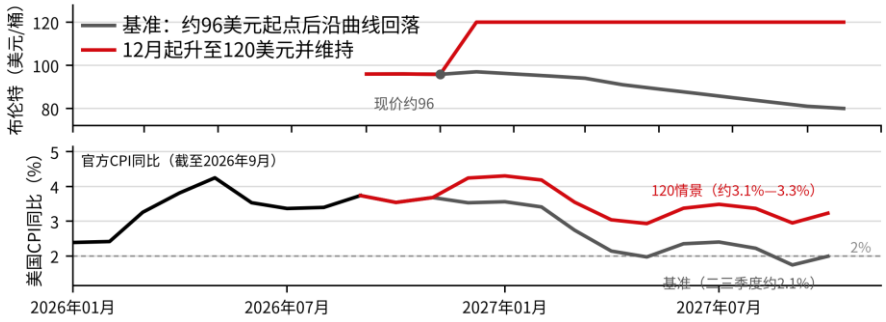
（二）通胀：价格冲击逐步消退，核心通胀仍有黏性

2027 年美国通胀预计明显回落，但关税、能源和核心服务价格的调整时点存在差异，通胀向政策目标收敛仍需时间。2025 年以来的关税上调通过进口商、零售商和终端消费者逐步向商品价格传递，在缺少新一轮显著加征关税的情况下，一次性价格水平调整不会持续以相同幅度推高同比通胀。若相关调价在 2026 年逐步完成，2027 年同比基数效应将更加明显，关税相关商品通胀可能率先回落。在关税基数效应集中显现、其他分项相对稳定的情景下，2027 年 4 月核心 PCE 同比存在较快回落至 2.5%附近的可能。

能源价格将是影响 2027 年整体通胀路径的重要变量。2026 年原油价格较长时间处于每桶约 100 美元附近，抬升汽油、运输、化工及部分服务成本。随着同比基数抬升，只要油价不再持续上涨，能源分项对

整体 CPI 的直接贡献便有望逐渐减弱，但前期能源成本通过运输合同、生产费用及服务收费向核心价格传导仍存在时滞。若中东能源供应逐步稳定，2027 年布伦特原油向 80 美元/桶附近回落，将减轻美国企业和居民成本负担，改善实际购买力；若地缘冲突再度升级，推动油价升至 120 美元以上，整体通胀可能重新面临显著上行风险。能源价格的变化将对整体通胀形成较大影响，但核心通胀的回落程度仍取决于间接传导及服务需求变化。

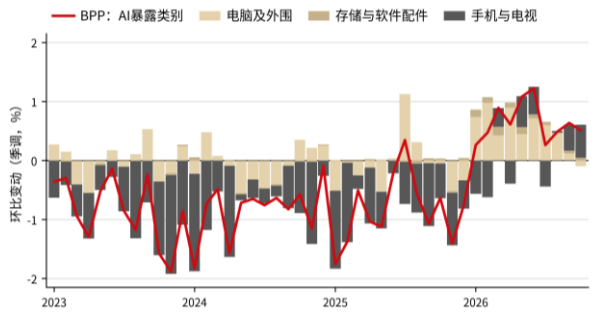
图表10：油价决定整体通胀的情景弹性，核心传导仍需单独评估



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

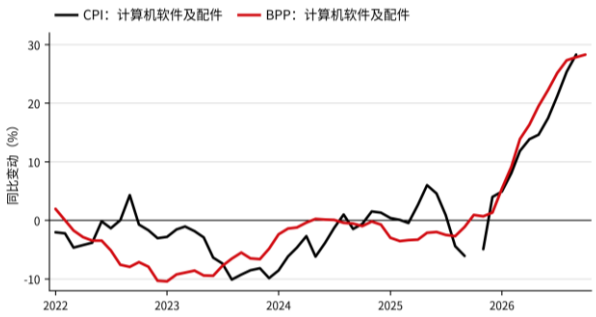
AI 相关需求对通胀的影响正在分化，商品价格冲击边际减弱，电力和建设成本压力仍具有局部持续性。前期 AI 投资扩张及内存芯片供应紧张推高部分消费电子产品价格，但相关商品的月度涨价动能已出现放缓迹象。彭博经济研究数据显示，AI 相关商品 2026 年 10 月环比上涨 0.5%，低于当年 6 月 1.3%的峰值，对 CPI 的边际贡献亦有所下降。与此同时，数据中心建设与电网扩容仍可能推高局部电价、工程及设备成本，但相关压力向全国核心消费价格的传导程度有限且存在时滞。展望 2027 年，AI 相关商品通胀降温有利于核心价格回落，而住房服务、工资成本及居民消费韧性仍将决定核心通胀的收敛速度。

图表11：AI 驱动通胀环比脉冲正在放缓



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表12：计算机软件及配件通胀趋于放缓

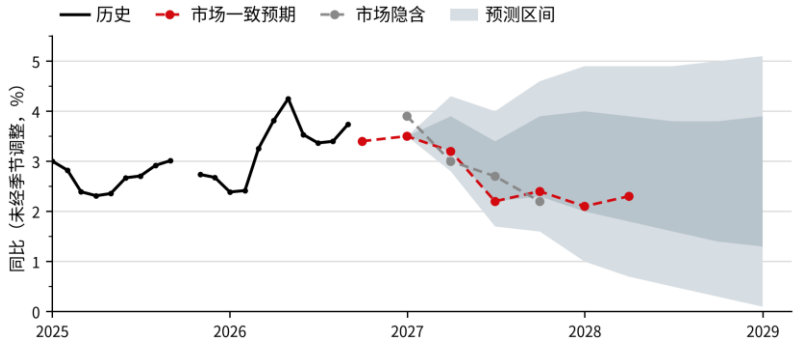


资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

总体来看，2027 年美国通胀预计由 2026 年的阶段性高位逐步回落，核心价格压力缓解相对缓慢。根据经济预测，2027 年 CPI 同比涨幅预计由 2026 年的 3.5%降至 2.5%，PCE 价格指数由 3.4%降至 2.5%，核心 PCE 由 3.1%降至 2.5%。季度路径显示，整体 CPI 可能在上半年较快回落，第四季度同比降至 2.1%；核心 PCE 则由 2026 年第四季度的 3.2%逐季回落至 2027 年第四季度的 2.4%。关税价格传导减弱及能源同比

压力下降将成为通胀回落的主要推动因素，但服务价格黏性意味着核心通胀仍可能在较长时间内高于 2%的政策目标。通胀方向逐步改善，有利于居民实际购买力修复，也为政策调整打开一些空间。

图表13：市场隐含美国通胀路径



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

（三）财政政策：高赤字持续，财政冲量与支出结构分化

美国财政政策预计在 2027 年继续维持扩张状态，但高赤字对经济增长的支持效率可能进一步下降。美国财政部数据显示，2026 财年联邦财政赤字约 1.99 万亿美元，较上年增加约 2170 亿美元，占 GDP 的 6.2%。尽管经济维持扩张，联邦政府收支失衡仍然较为突出。按照国会预算办公室 2026 年 2 月基线，2027 财年联邦财政赤字约 1.89 万亿美元，占 GDP 的 5.7%。持续高企的财政赤字意味着政府支出仍将为经济提供一定支持，但随着债务规模扩大和融资成本维持高位，财政扩张对经济增长的边际拉动可能趋弱。

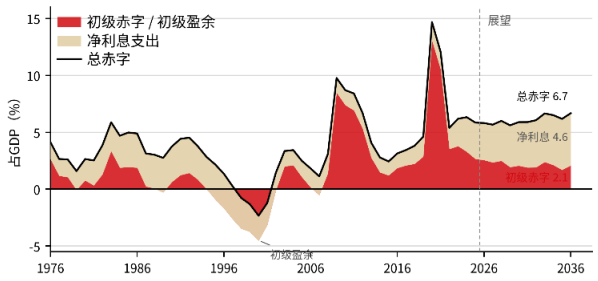
图表14：财政赤字维持约 2 万亿美元，支出规模继续扩大

指标（万亿美元）	2026财年	2027财年E
总支出	7.40	7.77
收入	约5.40	约5.89
财政赤字	1.99	1.89

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

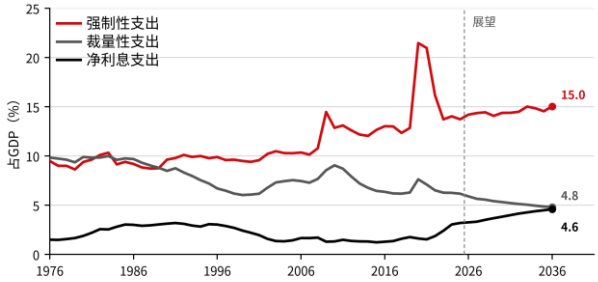
财政支出增长越来越受到社会保障、医疗福利及国债利息负担牵引，新增财政资源的配置空间受到挤压。按照美国国会预算办公室基线，2027 财年社会保障、联邦医保及净利息支出分别约为 1.77 万亿、1.37 万亿和 1.11 万亿美元，三项合计超过 4 万亿美元。随着人口老龄化和债务存量上升，强制性支出与利息负担在联邦预算中的占比持续提高，压缩裁量性财政政策空间。财政赤字规模与财政冲量含义不同：即使赤字维持在较高水平，若新增支出主要来自利息和既有转移支付，对当期实际需求的增量推动仍然有限。2027 年财政政策可能继续支持经济扩张，但对实际 GDP 增长的边际贡献预计相对温和。

图表15：净利息支出上升使赤字率难以下降



资料来源：美国国会预算办公室 中信期货研究所

图表16：强制性支出与净利息推升财政负担



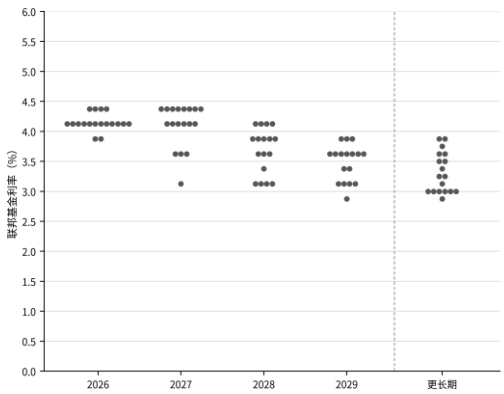
资料来源：美国国会预算办公室 中信期货研究所

中期选举后的国会权力结构变化，将进一步影响财政支出的规模与方向。民主党取得国会两院控制权后，更可能通过拨款及债务上限谈判调整医保补贴、社会福利及非国防支出，对额外国防拨款的约束也可能增强。与此同时，已实施减税政策的延续将限制财政收入增长，关税收入则可在一定程度上改善政府现金流，但最终效果仍取决于有效税率、进口规模及贸易政策调整。在两党政策分歧持续的情况下，2027 年财政政策预计维持小幅宽松，但大规模新增刺激的空间有限，预算谈判也可能加大财政支出的季度波动。

（四）货币政策：通胀约束仍居首位，政策调整保持谨慎

2027 年美联储货币政策预计延续谨慎调整的特征，核心通胀黏性仍是限制政策转向的主要因素。2026 年 9 月美联储加息 25 个基点后，联邦基金利率目标区间升至 3.75%—4.00%，10 月会议维持不变。11 月公布的 2026 年 10 月 CPI 数据显示，核心 CPI 环比上涨 0.3%，三个月年化增速升至 3.7%，反映部分服务及其他成本压力仍然较强。

图表17：9 月点阵图显示 2026 和 2027 年政策利率中枢仍在 4.1%附近



资料来源：美国联邦储备委员会 中信期货研究所

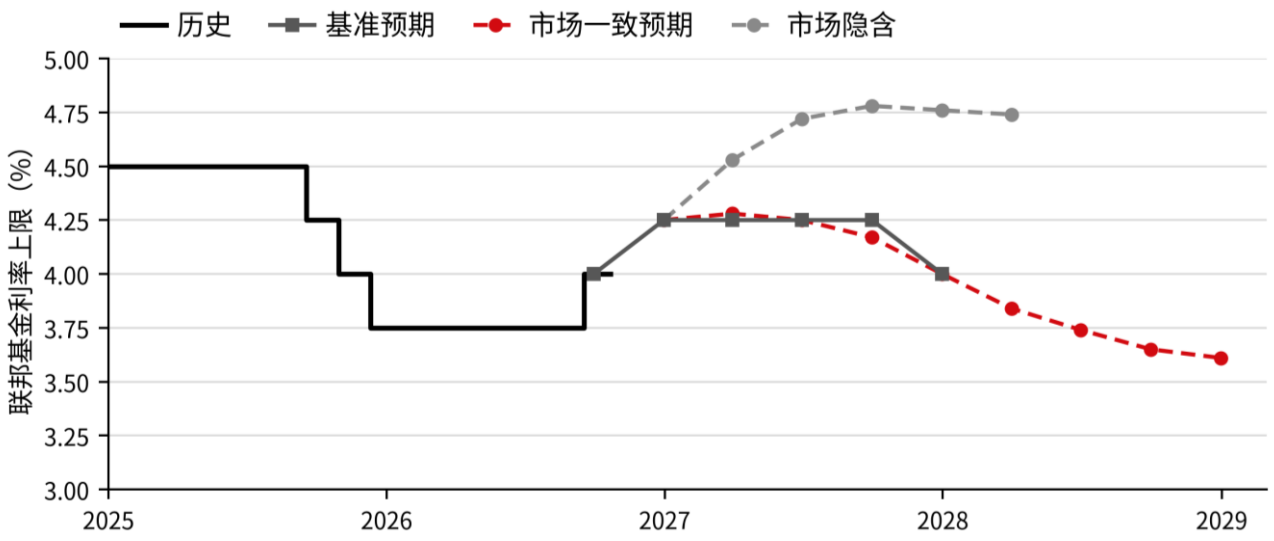
注：美联储 2026 年 9 月 15－16 日会议经济预测摘要；点为个别委员对年末（或更长期）联邦基金利率目标区间中点或目标水平，四舍五入至 1/8 个百分点；18 名委员提交预测，其中一人未提交 2028 和 2029 年预测。

2027 年通胀逐步回落有望改善政策调整空间，但核心服务价格与经济增长韧性可能限制宽松幅度。一方面，关税传导逐渐完成、能源价格同比压力下降，将推动整体 CPI 及核心 PCE 回落，核心 PCE 预计由 2026 年的 3.1%下降至 2027 年的 2.5%。另一方面，私人投资仍维持较快增长，居民消费保持相对稳定，失业率预计维持在 4.2%，意味着经济基本面还不会迫使美联储迅速转向宽松。与此同时，AI 技术扩散可能提高生产率，也可能通过岗位替代改变就业与增长之间的关系，使 GDP、就业和通胀的政策信号更加复杂。

从全年政策路径看，2027 年美联储可能先继续评估政策是否足够限制，再转向根据通胀回落和就业变化调整。年初若核心通胀继续偏强，进一步收紧政策的风险仍然存在；随着关税基数效应增强和能源价格压力缓和，市场可能逐渐增加对政策正常化的预期。不过，经济增长预计维持在 2.2%左右，劳动力市场整体稳定，美联储仍有条件把限制性政策维持较长时间。若 2026 年 12 月及之后继续加息，政策利率可能在 2027 年第一季度升至 4.33%左右，再缓慢回落至第四季度的 4.18%，全年可下调的空间相对有限。即使下半年通胀继续改善，货币政策也可能采取渐进式调整，以避免价格压力再次反弹。

货币政策对实体经济的传导，还将受到长期融资成本与金融条件变化影响。持续较高的财政赤字和国债供给可能支撑期限溢价，使政策利率与长期国债收益率的变动幅度出现差异。同时，AI 投资回报、科技企业盈利及信用利差变化，可能通过资本市场和融资渠道影响企业投资意愿。如果资本开支回报低于预期，信用条件收紧可能先于经济总量明显放缓，进而影响就业和消费。因此，2027 年货币政策需要在通胀回落、经济韧性与潜在信用压力之间进行权衡。整体来看，通胀下行方向逐渐明确，但高利率环境可能延续较长时间，政策正常化预计保持谨慎。

图表18：市场隐含美联储利率路径



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

注：市场与一致预期的分歧主要集中于 2027 年利率终点。彭博调查及 9 月点阵图均指向 4.00%－4.25%，而 11 月中旬期货隐含利率约 4.45%－4.60%，高出 35－60 个基点。差异部分源于期货概率加权定价、尾部加息风险及调查时点滞后，同时反映市场对通胀黏性及进一步加息的担忧。

三、国内宏观：内需发力，接棒出口

我们对 2027 年的中国宏观经济持平稳的预期。我们对 2027 年中国宏观的总体判断是，经济延续平稳运行的基调，增长动能的结构会发生切换。2026 年支撑增长的出口在高基数与海外需求下行的背景下大概率回落，外需对增长的贡献下降，基建、消费为代表的内需接棒成为政策主线。价格层面，2026 年由上游推动的再通胀难以延续，2027 年工业生产者出厂价格中枢回落，居民消费价格仍在低位运行。政策层面，财政维持谨慎扩张，中央财政加杠杆的特征更明显，货币政策以框架改革和结构性工具为主，总量宽松空间有限。

（一）出口：2026 年高增长奠定基础，2027 年增速有所回落

2026 年 1—10 月，中国出口额同比延续强劲增长态势，AI 产业链需求高景气、中东地缘扰动下出口替代效应、欧洲旺季需求前置以及中美关系边际改善为主要支撑。以美元计价，1—10 月中国出口额累计同比增长 22.7%，明显高于 2025 年全年的 5.4%。此外，年初以来，作为全球经济风向标的韩国以及与我国出口结构相似的越南出口亦表现亮眼，印证 AI 投资扩张下全球外需韧性。

拆分来看，2026 年中国出口额同比高增主要受到以下四方面因素支撑。

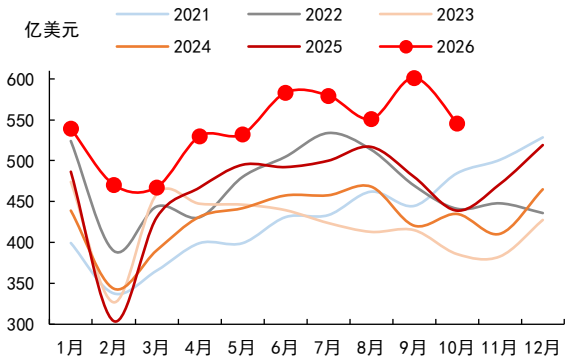
1）全球 AI 链需求持续扩张，带动我国高新技术品出口高增。特朗普上任以来，美国持续推动 AI 基础设施建设及相关产业投资，带动全球算力需求快速增长，我国电子信息产业链出口表现亮眼。1-10 月，我国集成电路、自动数据处理设备、高新技术品出口额同比维持高增；与之同时，年初以来，韩国单月半导体出口额同比持续高于 100%，而去年单月增速始终不超过 45%，进一步印证全球 AI 链需求景气。

2）中东地缘扰动下，我国能化、铝制品出口优势凸显，高油价下新能源汽车出口亦表现亮眼。2 月底以来，中东地缘冲突持续扰动区域内能源供应及工业生产，部分铝冶炼、石化产能受损，海外供给缺口为我国相关工业品出口优势凸显。10 月我国未锻轧铝及铝材、成品油出口额分别同比增长 38.7%和 80.3%。此外，高油价进一步放大新能源汽车相对燃油车的使用成本优势。

3）欧洲对华贸易壁垒趋严，进口需求前置明显。2026 年以来，欧盟逐步加强对中国商品的贸易限制，其中 7 月起取消低值包裹关税豁免，对纺织服装、鞋靴、箱包、玩具等跨境电商商品形成一定影响，部分企业通过提前出货、增加海外仓备货应对政策调整。同时，欧盟对中国混合动力汽车进口的限制预期，以及对化工、家具、机械等商品进一步采取贸易保护措施的可能性，也促使部分欧洲进口商提前采购。

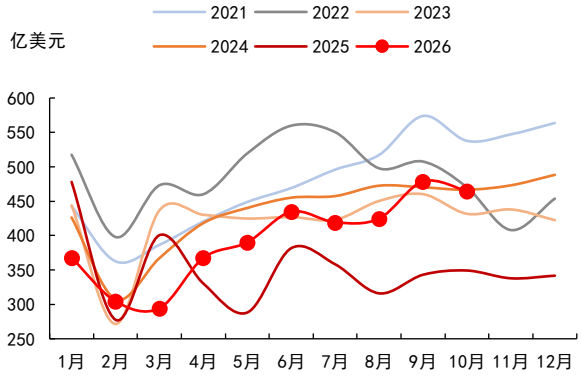
4）美国关税政策调整叠加中美经贸关系改善，推动对美出口修复。2026 年 2 月，美国最高法院撤销特朗普政府原有对等关税，美国对华税率下降。此后，5 月中美元首会晤及 9 月经贸磋商取得积极进展，双方就 300 亿美元对等降税框架达成共识，涉及玩具、家电、婴儿用品等中国对美出口商品。贸易环境边际改善叠加美国需求韧性，对我国出口形成一定支撑。

图表19：中国对欧出口月度金额走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表20：中国对美出口月度金额走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

展望 2027 年，预计中国出口额同比增速将较 2026 年回落 10-16 个百分点。主要受到四方面因素影响：**第一，高基数影响；**4 月以来中国单月出口额同比均在 10%以上，6 月以来均在 20%以上。**第二，AI 投资需求收缩预期；**美国中期选举后市场对民主党将加强对 AI 产业投资及数据中心建设的监管预期强化，叠加美欧日加息对经济的滞后影响，欧美进口需求或逐步走弱，AI 链需求扩张放缓；**第三，市场对中东地缘局势缓和预期增强，**我国能化、铝制品和新能源链出口优势或下降，此前部分替代性出口份额或将回吐；**四是美欧对华贸易壁垒的不确定性仍存；**中美的关税暂缓将于 2027 年 1 月到期，欧盟对华关税覆盖范围是否会进一步扩大亦存在不确定性。

综合上述因素，我们对 2027 年中国出口表现做出三种情景假设：

1）乐观情景下，预计 2027 年中国出口额同比增长 7%—10%。基于以下情景推断：第一，2027 年 1 月新国会就职后，美国民主党对 AI 产业的监管虽有所收紧、但企业资本开支收缩速度偏缓，全球 AI 产业链需求高位边际小幅回落，但仍保持较强韧性；此外，美欧日等主要经济体在一季度结束加息，海外需求从二季度起走弱压力逐渐加大；第二，中东局势虽有所缓和，但地缘局势反复，区域内受损工业产能恢复相对缓慢，我国铝制品、能化品等出口替代效应缓慢回吐。第三，中美经贸关系保持稳定，中美关税暂缓进一步延期，欧盟对华关税覆盖范围未进一步扩张。在此情况下，2027 年中国出口有望维持较快增长，但受 2026 年高基数影响，增速仍将明显回落。

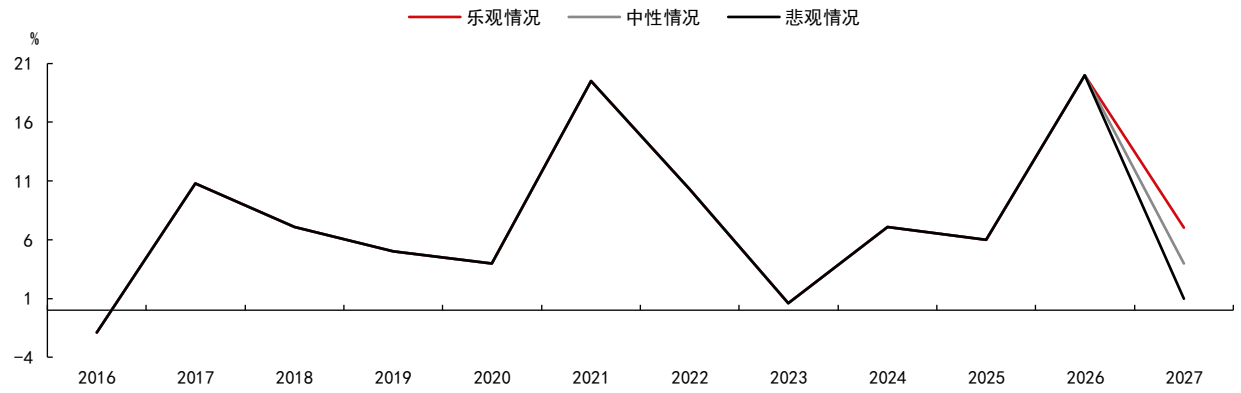
2）中性情景下，预计 2027 年中国出口额同比增长 3%—6%。基于以下情景推断：第一，美国民主党加强对 AI 投资及数据中心建设的监管，全球 AI 资本开支增速放缓明显，全球 AI 需求回落明显；且一、二季度海外主要经济体加息延续，对消费和就业的滞后影响一季度起持续显现。第二，中东局势逐步缓和，反复风险大幅回落，中东部分受损产能恢复生产，我国此前获得的替代性出口份额回吐明显。第三，1 月中美关税暂缓到期后，关税博弈风险再起，且欧盟对华关税覆盖范围有所加大。在此情况下，预计一季度出口仍具韧性，二季度起增速逐步回落，全年出口增长明显放缓。

3）悲观情景下，预计 2027 年中国出口额同比回落至 0%附近甚至转负。基于以下情景推断：第一，民主党推动更严格的 AI 产业监管，美股走弱、美联储持续加息及高利率环境对经济的负反馈于一季度起快速体现，欧美消费和投资需求明显收缩。第二，中东局势明显缓和，海峡通行恢复至战争前水平，中东区域内工业生产和出口能力快速恢复。**第三，**中美对等关税暂缓 1 月到期后，经贸磋商进展不及预期，美国对华再落地 10%以上关税，且欧盟贸易保护政策持续加码。在以上多重因素和高基数共同作用下，2027 年

中国出口额同比可能出现明显下行，全年同比增速回落至 0%附近甚至负增长。

基于上述分析，我们的基准预测是 2027 年中国出口额同比增速将较 2026 年回落 10-16 个百分点，乐观和中性情景出现的概率相对较高。节奏上，上半年出口表现或将明显好于下半年，预计前三季度出口额同比增速或呈现逐季回落特征，四季度出口额增速或边际改善。具体来看，一季度受 AI 链需求韧性仍存及高利率、股市走弱对海外需求传导存在时滞的支撑，出口仍具一定韧性；二季度起，随着高基数效应凸显及外需走弱逐步显现，出口增速或将逐季回落。考虑到外需走弱压力将于二季度逐步显现，三、四季度若海外央行货币政策转向、重回降息周期，有望对出口形成边际改善；而美联储降息对实体经济体的传导至少需要 3-4 个月，出口的边际改善或于四季度显现，反弹幅度或受限。

图表21：2027 中国出口额同比增速情景预期



资料来源：Wind 中信期货研究所

（二）基建与地产：六张网或为主要抓手，地产拖累继续收敛

投资方面，“六张网”建设有望成为 2027 年扩大有效投资的重要支撑，投资动能将更多体现为电网扩容、城市设施更新与数字基础设施升级。从投资规模看，“十五五”期间全国电网固定资产投资预计超过 5 万亿元；水网投资需求将突破 6 万亿元；城市地下管网预计投资约 5 万亿元、建设改造约 77 万公里；算力网方面，预计智能算力规模由 1590EFLOPS 提升至 9800EFLOPS，对应年复合增速约 43.9%；通信网方面，信息基础设施累计投资 3.8 万亿元，新建 5G-A 基站 50 万个，2030 年 50G-PON 端口达到 100 万个；物流网建设重点推进枢纽与产业紧密协同，到 2030 年，社会物流总费用与 GDP 的比率降至 13.1%，较“十四五”末下降 0.8 个百分点。**从资金投入看，**2026 年 8000 亿元新型政策性金融工具已完成投放，较 2025 年的 5000 亿元增加 60%，或有效补充项目资本金以带动配套融资。预计 2027 年财政在专项债、超长期特别国债与政策性金融工具等方面或仍能维持较强强度，为相关建设提供充足的资金支持。

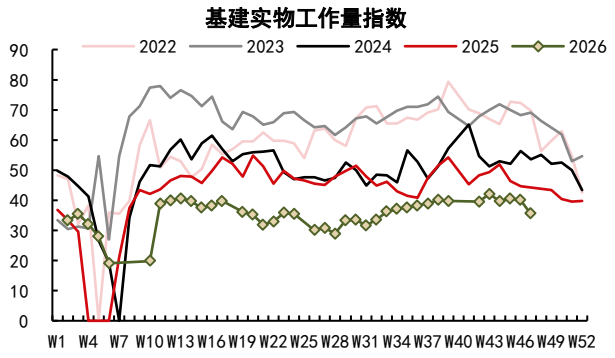
图表22：“六张网”在“十五五”时期的主要计划

类别	“十五五”时期主要计划
水网	规划防洪减灾、供水灌溉、水生态保护修复等 3 方面 9 个类型共 400 多个水网重大工程
新型电网	预计将投资超过 5 万亿元，规划建设输电通道和省间互济工程，分层分区优化特（超）高压交流网络，并实施配电网提质更新及农网改造等工程
算力网	加快全国一体化算力网建设，加快算电协同发展，智能算力规模由 2025 年的 1590 EFLOPS 提高至 2030 年的 9800 EFLOPS
新一代通信网	全面建成覆盖完善、性能领先的新一代通信网，新建 5G-A 基站 50 万个；到 2030 年，5G（含 5G-A）用户普及率达到 95%
城市地下管网	投资约 5 万亿元，建设改造燃气、供排水、供热等管网约 77 万公里，补齐薄弱环节，提升城市安全韧性
物流网及现代流通网络	有效实现枢纽与产业紧密协同、通道与网络内外联通、设施与装备绿色智能、规则与信息全域互通，促进有效降低全社会物流成本，推动社会物流总费用与国内生产总值（GDP）的比率降至 13.1%，较“十四五”末降低 0.8 个百分点

资料来源：新华网 中信期货研究所

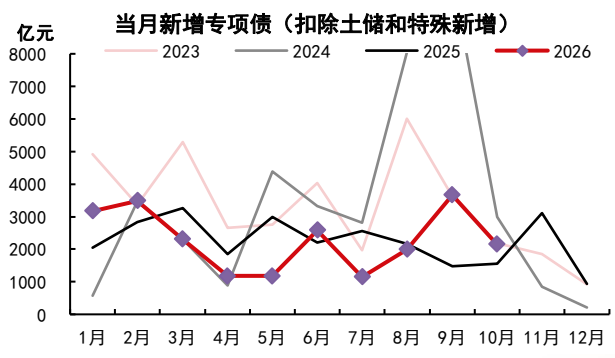
但从实物工作量的角度而言，2026 年新建项目偏低所带来的变化或在 2027 年上半年持续。该变化主要聚焦在传导速度增加以及传导效率降低两个方面。2026 年 9 月四大建筑公司新签合同额 6031 亿元，同比下降+2.7%。对于传导速度，2026 年基建资金对实物工作量的领先性从约 3 个月降低到约 1.5 个月，因此若资金在 11 月之前加速，仍有较高比例兑现在今年的实物工作量之上。对于传导效率，2026 年一季度为资金到位情况的最佳窗口期，但从中信期货实物工作量指数观察来看，当季实体商品消费仅为 2026 年年内最佳，整体水平仍低于往年同期。因此，尽管我们认为 2027 年基建资金或仍不低，但若期待实物工作量需求有明显起色，对资金的集中度要求亦相对较高。

图表23：基建实物工作量指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表24：当月新增专项债（扣除非项目建设用途）

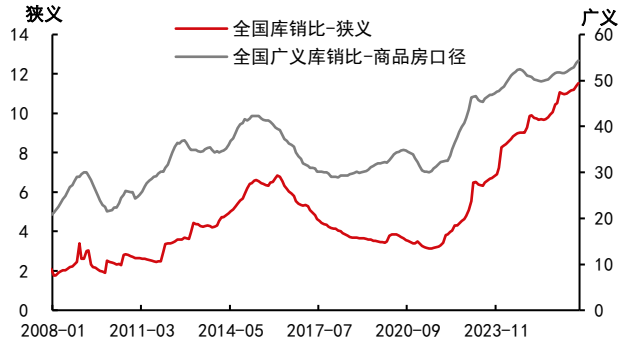


资料来源：Wind 中信期货研究所

地产方面，2026 年三季度以来政策频出，但驱动至投资尚需时日，预计 2027 年地产对整体基本面的拖累或有所放缓，但缺乏上行驱动。三季度以来地产增量政策主要体现在三个方面，一是公积金调整，二是现房销售制度，三是地产贷款贴息。但政策思路仍以“严控增量、优化存量”为主，更有利于提升居民

购房预期，但从投资视角来看对增量的推动相对有限。**从内生动能角度来看，2027 年预计地产投资传导的两条路径均有进一步改善，但传导至投资或至少在 2027 年下半年。**从销售端传导来看，2026 年地产销售确有明显好转，但更多体现在二手房之上，这对新房销售有一定侵蚀作用，使得地产企业销售回款上行驱动不足，对于拿地与新开工的传导尚需时日。从融资端传导来看，2026 年政策对地产企业融资的救助保持稳定，预计 2027 年仍有增量资金，以助力房企现金流修复。但从 2025 年收储计划开始起，两年内流入到土地储备的总量保持稳定，短期未看到明显加速。截至 2026 年 11 月 23 日，地方政府专项债中用于土地储备的金额约为 3795 亿元，与 2025 年同期的 4394 亿元强度相当。

图表25：地产库存有所回升



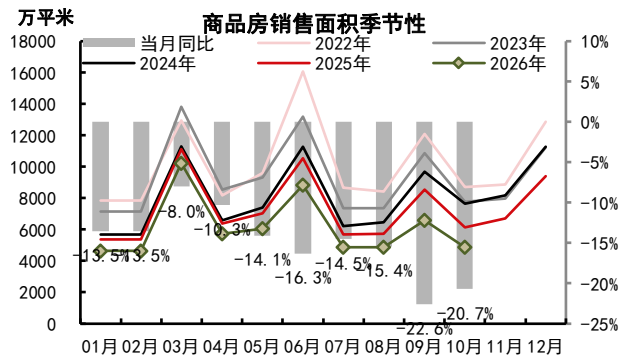
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表26：一线城市租金回报率与 30 年国债收益率



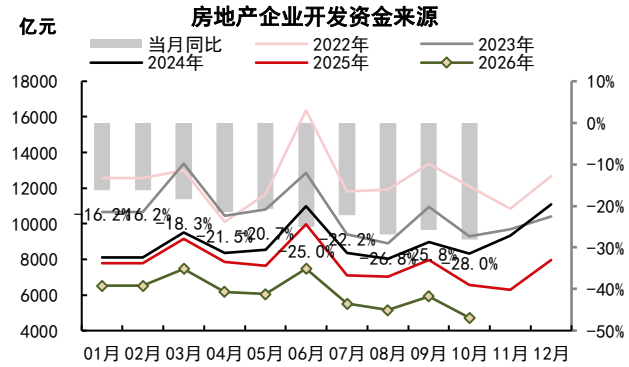
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表27：商品房销售面积季节性



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表28：房地产企业开发资金来源



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）通胀：PPI 中枢大幅回落，CPI 低位运行

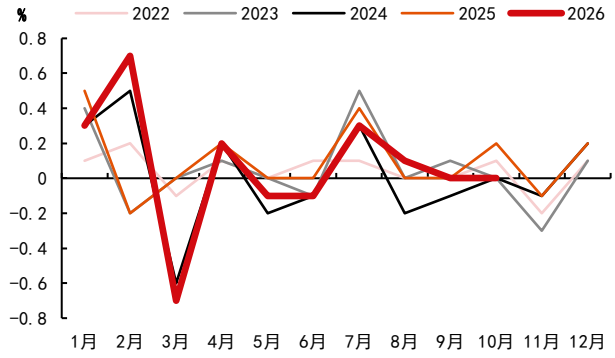
我们对价格走势的判断，建立在同比拆解和分项结构两条主线上，不做总量的简单外推。同比读数可以拆为翘尾因素和新涨价因素，前者由上一年价格的年内走势决定，属于能够直接计算的部分，后者对应预测期内供需和价格的边际变化，需要结合分项机制判断。把两部分分开，可以区分哪些读数变化是基数带来的算术结果，哪些才是价格趋势的实际变化。

CPI 而言，我们从八大分项的方向和权重入手，重点衡量猪周期和能源两条弹性最大的线索。猪价由能繁母猪产能和传导时滞决定，节奏相对清晰，能源价格取决于地缘和大宗商品走势，外生变量属性更强，

两者方向相反、相互对冲，构成总指数的主要波动来源。核心居民消费价格反映内需的基本温度，服务价格受人工成本和消费升级支撑具有刚性，共同决定指数的上下边界。沿这一框架，分项的边际变化可以持续跟踪和验证，一旦猪价、油价或核心价格偏离假设，预测区间也需要相应调整。

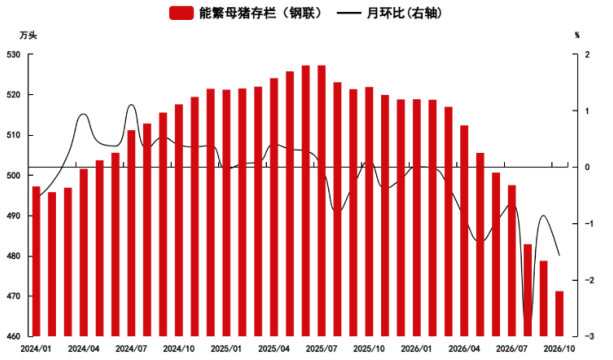
我们判断 2027 年 CPI 同比仍维持 0-1%的低位，核心是猪价回升与油价回落两条线索的对冲。向上的变量来自猪价，能繁母猪存栏自 2025 年四季度持续去化，产能收缩后猪价在 2027 年有望温和回升，对食品项形成支撑。向下的变量来自能源，地缘局势缓和是基准情形，油价中枢回落，交通工具用能源的高基数与价格回落将削弱交通通信分项的拉动，一升一降相互对冲。其他方面上，鲜菜和其他食品我们用高频批发价加季节性，核心 CPI 层面我们使用产出缺口、工资和服务价格惯性预测。综合来看，今年核心 CPI 环比动能温和，反映内需价格压力仍存，0-1%的中枢判断更具参考性。

图表29：今年核心 CPI 动能偏缓



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表30：去年四季度以来，能繁母猪存量持续去化

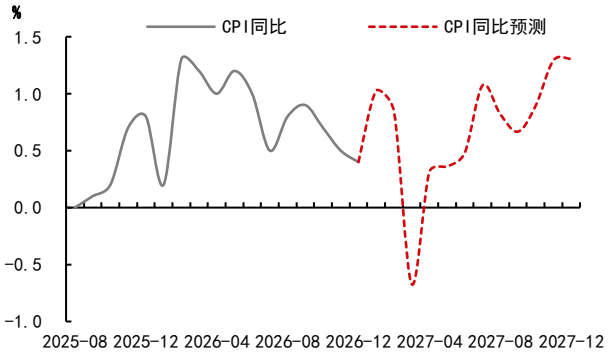


资料来源：钢联 中信期货研究所

PPI 的判断要区分结构，今年 PPI 再通胀向下游传导并不顺畅，意味着总量中供给主导的格局未发生显著变化。2026 年 10 月工业生产者出厂价格同比上涨 5.7%，价格回升由生产资料主导，生产资料同比上涨 7.4%，是典型的上游成本推动；生活资料同比下降 0.1%，食品、衣着、一般日用品均为负增长，上游涨价未传导到下游，终端需求偏弱。这种上游热、下游冷的结构，决定了 2026 年的再通胀是成本驱动而非需求驱动。

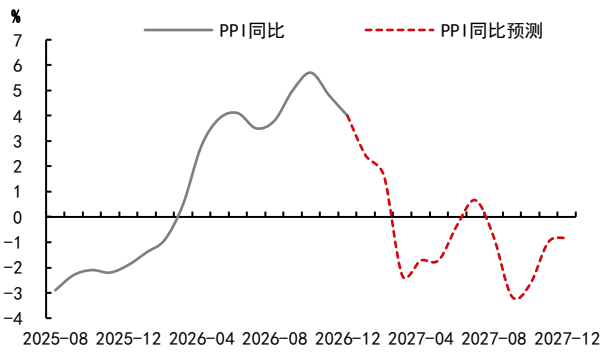
在地缘冲突缓解的基准预期下，我们预计 2027 年 PPI 中枢将回落至-1%左右，节奏上前高后低，同比低点可能突破-3%。机制在于成本驱动的逆转，地缘缓和后能源的地缘溢价退出，采掘和原材料在高基数下同比大幅下行，带动生产资料价格回落，生活资料受需求偏弱约束维持低位，难以接力。我们使用原油、铜等大宗商品经资金成本和仓储成本调整后的远月期货合约价格作为对应月份的价格中枢，来预测 2027 年 PPI 走势。一季度受 2026 年同期基数影响，同比仍可能为正，此后整体回落。四季度在油价中枢回落与高基数叠加下，同比低点可能转负。这一回落是成本推动退潮，而非需求收缩导致的全面通缩，观察重点是核心需求能否企稳。

图表31：CPI 同比预测



资料来源：同花顺 中信期货研究所

图表32：PPI 同比预测



资料来源：同花顺 中信期货研究所

（四）消费：服务消费支撑消费增长

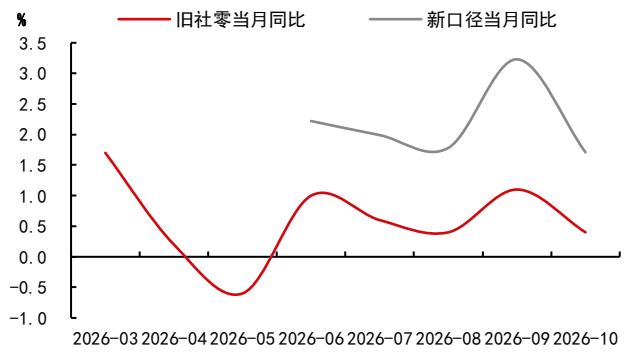
观察消费需要区分两个口径。传统口径为社会消费品零售总额，主要统计实物商品零售和餐饮收入，把交通、旅游、文体、医疗、教育等服务消费排除在外，市场长期以这一口径作为观察消费的核心指标。2026 年 6 月，国家统计局首次合并发布社会消费商品和服务零售总额，把服务零售纳入，形成商品加服务的社会消费商品和服务零售总额新口径，目前市场对新口径的关注仍然较少。

从 2026 年数据看，新口径增速持续高于旧口径，这得益于今年服务消费的高增。旧口径 1-10 月增长 1.0%，新口径前 1-10 月增长 2.5%，其中服务零售 1-10 月增长 4.9%，商品零售 1-10 月增长 0.9%。用今年前 10 个月数据测算，新口径内部商品权重大约六成、服务权重大约四成，服务消费以四成的权重贡献了更高的增长。

2027 年旧社零口径的消费增长中枢我们判断在 2%左右，新口径中枢约 3%-3.5%。新口径方面，考虑服务消费占比继续提升，居民人均服务性消费支出占消费支出比重 2025 年已达 46.1%，而服务零售增速持续高于商品，我们判断新口径 2027 年消费增长中枢约在 3%-3.5%，比旧社零口径高约 1-1.5 个百分点。支撑来自服务消费的韧性和占比提升，向下的约束是商品消费仍受收入和耐用品前置消费影响，两个口径结合可以更完整地刻画消费从商品为主向商品和服务并重的转变。

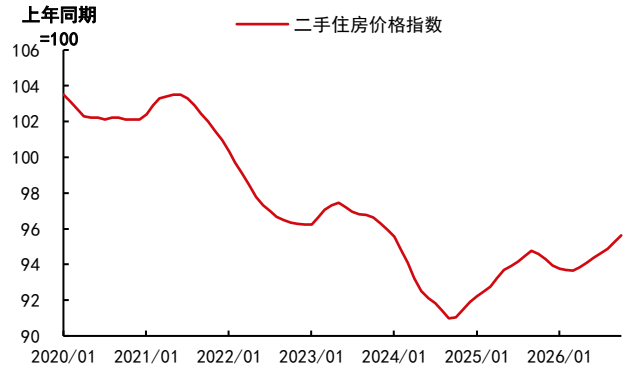
消费增长略低于经济增长的机制有三层：一是居民资产负债表的压制继续存在。从全国层面看，全国存量二手房价格仍在下行，反映出居民部门的现金流量表虽有增长，但资产负债表仍有压力。**二是以旧换新政策的前置效应虽然减弱，但仍然存在。**2025 年以旧换新政策前置了部分商品需求，形成较高基数，2026 年家用器具、汽车等耐用品销售承压，随着透支步入尾声，2027 年这一拖累有望减小。三**是人口结构的中长期约束**，2025 年末总人口减少 339 万人，60 岁以上人口占比 23.0%，总人口下降、老龄人口占比提升对大众消费的总量弹性形成约束。

图表33：新旧口径消费同比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表34：地产价格偏弱使居民资产负债表仍受压制



资料来源：Wind 中信期货研究所

（五）财政与货币政策：财政谨慎扩张，货币发力结构性工具

2027 年在“十五五”第二年与党的二十一大召开年重合的背景下，预计政策仍将重视经济的稳定增长，推动规划重大工程、扩大内需。回顾近五轮五年规划第二年与党代会召开年前后的政策安排，稳定经济社会发展环境、保持宏观政策连续性是较为一致的政策诉求。2002、2007、2012、2017 和 2022 年中，四年采取积极财政，五年货币政策均属稳健，反映稳增长与防风险的统筹要求。其中，各时期经济环境差异较明显，2002 年 GDP 增长 9.1%，处于加入世贸组织后经济增长加快的前期；2007 年增长 14.2%，为“十一五”期间最高，政策更侧重控制投资信贷扩张、防止经济过热；2012 年增长 7.9%，经济增速位于高位但较上年明显回落，稳增长压力有所加大；2017 年增长 6.9%，为“十三五”期间最高，经济阶段性企稳，政策兼顾增长与金融风险；2022 年受疫情和房地产调整影响，增长 3.1%，为“十四五”期间最低，政策托底需求较强。

图表35：五年规划第二年与党代会召开年前后的经济政策基调

年份	经济基调和财政货币政策相关表述
2002 年 “十五”第二年 十六大召开	经济基调：扩大和培育内需，促进经济较快增长 财政货币：继续实施“积极的财政政策和稳健的货币政策”，保持必要力度；拟发行长期建设国债 1500 亿元
2007 年 “十一五”第二年 十七大召开	经济基调：加强改善宏观调控，控制投资、信贷扩张，提高增长质量和效益 财政货币：实行双稳健；中央财政赤字预算 2450 亿元，较上年预算减少 500 亿元
2012 年 “十二五”第二年 十八大召开	经济基调：“坚持稳中求进”，扩大国内需求特别是消费需求，兼顾稳增长、调结构和管理通胀预期 财政货币：积极财政、稳健货币；赤字率预算 1.5%左右，强调适时适度预调微调

2017 年 “十三五”第二年 十九大召开	经济基调：“坚持稳中求进工作总基调”，推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求 财政货币：“财政政策要更加积极有效”“货币政策要保持稳健中性”；赤字率预算 3%，与上年相同
2022 年 “十四五”第二年 二十大召开	经济基调：“稳字当头、稳中求进”，着力稳定宏观经济大盘，政策发力适当靠前 财政货币：积极的财政精准可持续，稳健货币灵活适度；赤字率预算 2.8%左右，支出规模较上年扩大 2 万亿元以上。

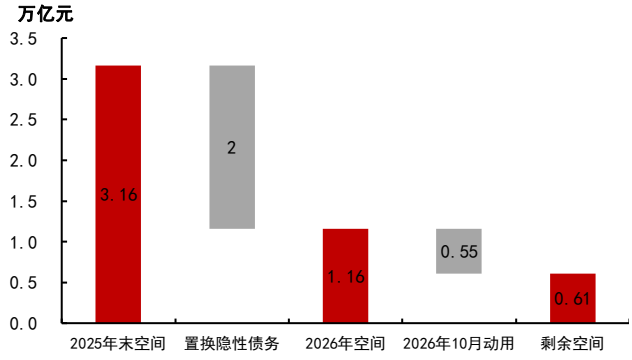
资料来源：新华网 中信期货研究所

我们预计 2027 年财政维持积极，赤字率仍为 4%左右，对应赤字规模约 6.2 万亿元，较 2026 年增加约 3000 亿元。这一判断的机制在于当前中央政府杠杆率偏低，仍有加杠杆空间。在地方政府融资平台无法继续提供间接资金支持的背景下，稳增长主要依靠中央财政。

主要的财政工具上，我们预计 2027 年超长期特别国债规模小幅上升至 1.4 万亿元，继续支持“两重”建设和“两新”工作。新型政策性金融工具 2027 年我们判断维持 8000 亿元。新增专项债额度小幅上升 0.2 亿元至约 4.6 万亿元，政策重点在结构而非总量，一方面用于重大项目资本金，另一方面承担缓解地方政府现金流压力的功能，其中一部分用于化债，额度可能向经济大省倾斜。土地出让金下行背景下，经济大省的财政支出敞口更值得关注。

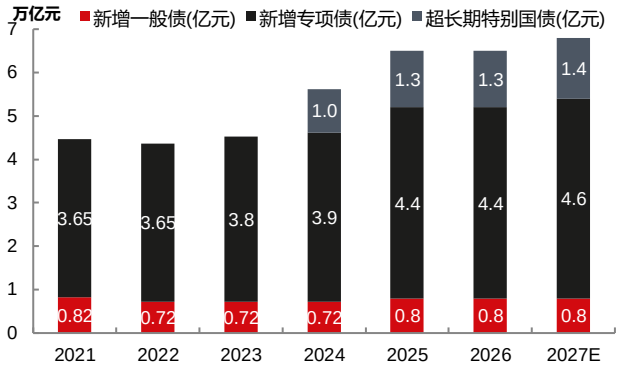
结存限额是需要重点说明的工具，明年四季度继续动用这一工具的空间已大幅收窄。结存限额即法定债务限额与债务余额之间的差额，近几年四季度财政部接连使用其作为增量财政工具后，空间已大幅收窄。财政部数据显示，截至 2025 年底，全国地方政府债务余额 54.82 万亿元，限额 57.99 万亿元，结存空间约 3.16 万亿元，但其中 2 万亿元已明确用于置换存量隐性债务，2026 年内可相机动用的空间约 1.16 万亿元。这一工具近年持续使用，2022 年动用 5000 亿元用于项目建设，2024 年动用 4000 亿元补充综合财力、保障“三保”，2025 年动用 5000 亿元兼顾化债与重大项目，2026 年 10 月再动用 5500 亿元后，可相机动用的空间将降至约 6000 亿元。2026 年新增地方政府债务限额约 5.2 万亿元会形成新的限额，但实际发行同步增长，结存差额不会等额扩大。综合看，结存限额并未枯竭，但可相机抉择的自由空间已明显收窄，2027 年四季度继续大额动用的余地有限，财政增量更多依靠新增限额，结存限额更适合作为年内相机调节的补充工具，而非稳定的增量来源。

图表36：2027 年起结存限额空间可能受限



资料来源：同花顺 中信期货研究所

图表37：2027 年预期债券结构



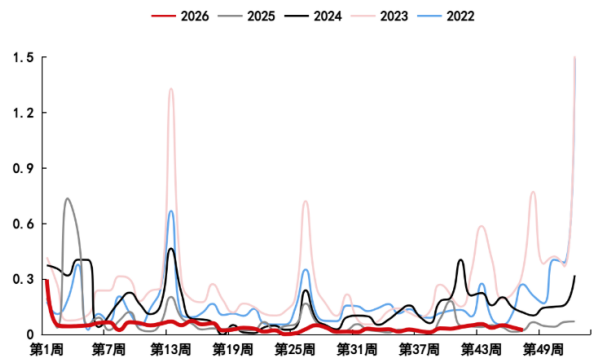
资料来源：同花顺 中信期货研究所

2027 年的货币政策预计不会出现显著变化，总量宽松空间有限。我们预计社会融资规模增速延续小幅回落，全年运行在 6.6%—7.0%区间。总量宽松受限主要受两方面约束，一是名义利率已处于历史低位，2026 年 10 年期国债收益率降至 1.60%附近，企业贷款加权平均利率 2.96%，进一步下行的边际效应递减；二是当前商业银行净息差已经较低，难以进一步压低资产端收益率；三是从当前的资金面状况来看，中国货币条件已经较为宽松，货币政策进一步进行总量宽松的必要性有所下降。

货币政策框架的价格型转型是 2027 年最值得关注的制度变化。2026 年 11 月初，央行主要政策利率由 7 天逆回购利率切换至隔夜逆回购利率，通过换锚优化短端利率调控机制，此前利率走廊已收窄至 50 个基点并新增隔夜逆回购工具。这一变化的方向是逐步淡化数量型中介目标，更加注重发挥利率调控作用，2026 年 10 月 1 年期 LPR 为 3.00%、5 年期以上为 3.50%，新发放贷款中挂钩隔夜利率的浮动利率探索已经启动，2027 年政策利率的引导作用将进一步增强。

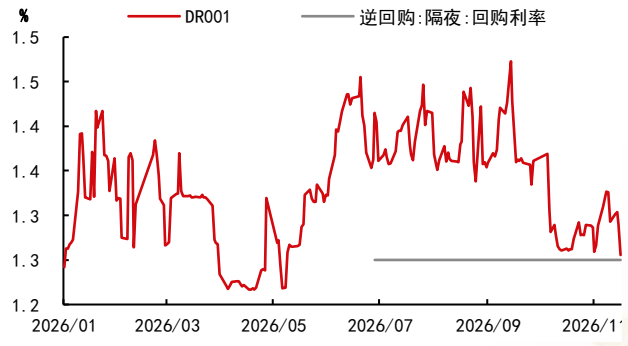
结构性工具是货币政策发力的主要方向。截至 2026 年 6 月末，支持金融“五篇大文章”的结构性货币政策工具余额达 4.6 万亿元，“五篇大文章”贷款同比增长 10.9%，科技、绿色、普惠、养老、数字等领域贷款增速均高于全部贷款平均增速。2027 年结构性工具的投向有望继续优化，重点配合新质生产力、科技自立自强与基础设施建设，扩大抵押补充贷款规模以支持基建投资止跌回稳，是较可能的结构性扩容方向，结构性工具在总量平稳的基调下承担更多逆周期调节任务。

图表38：R007-DR007 利差维持低位



资料来源：同花顺 中信期货研究所

图表39：换锚后，资金利率已非常靠近政策利率



资料来源：同花顺 中信期货研究所

（六）经济政策：“十五五”规划的定量目标的指示意义

2026 年是十五五规划开局之年，《纲要》以专栏形式列出 20 项主要指标，按约束性和预期性分类，是各部委专项规划的总依据，各专项规划在这一框架下进一步细化到具体数字。我们重点梳理带明确数量目标的文件，对只作定性表述的部分如实说明，避免把规划没有写明的数字当作既定目标。

消费和服务业的定量目标较为清晰。《扩大消费“十五五”规划》由国家发展改革委、商务部编制，提出到 2030 年社会消费品零售总额达到 60 万亿元左右。以 2025 年社零 50.12 万亿元、2026 年按约 1%增速估算约 50.62 万亿元为基数，从 2026 年到 2030 年实现 60 万亿元对应四年年化增速约 4.3%，后续四年消费修复需要服务消费和政策持续发力。服务业方面，国务院《关于推进服务业扩能提质的意见》提出，到 2030 年服务业总规模迈上 100 万亿元台阶，2025 年服务业总规模为 80.9 万亿元，五年年化增长率须达 4.4%。

财政领域没有单独发布以财政发展命名的总规划，其定量目标主要落在年度预算安排，长期制度改革以定性表述为主。《纲要》现代财政制度部分明确深化零基预算改革、提高直接税比重、推进消费税征收环节后移并稳步下划地方、适当加强中央事权，这些是制度方向，没有给出具体税率或比重的数字目标。

金融领域的两份核心规划同样以框架性目标为主，没有公开的硬性数量指标。《中国人民银行“十五五”改革发展规划》2026 年 8 月印发，配套出台 9 份行动方案，重点在健全货币政策体系、利率传导机制和五篇大文章部署；《金融强国建设“十五五”规划》2026 年 9 月出台，明确到 2030 年形成中国特色现代金融体系总体框架，到 2035 年基本建成，表述均为定性目标。

除上述领域外，各部委专项规划普遍设置了明确的 2030 年定量目标：

图表40：各部委“十五五”专项规划主要定量目标（2030 年）

领域	规划文件	2030 年定量目标
能源	新型能源体系建设规划	非化石能源消费比重 25%，风光装机比重超 50%，非化石发电量比重 50%，能源综合生产能力 58 亿吨标准煤
可再生能源	可再生能源发展规划	可再生能源消费 18 亿吨标准煤，发电装机 35 亿千瓦，年发电量 6 万亿千瓦时，风光装机 28 亿千瓦以上
循环经济	循环经济发展规划	主要资源产出率较 2025 年提高 16%，大宗固废年利用 45 亿吨，再生资源年循环利用 5.1 亿吨，产业产值 8 万亿元
数字经济	《纲要》主要指标	数字经济核心产业增加值占 GDP 比重由 10.5%提升至 12.5%
电子信息	电子信息制造业发展规划	规上企业营业收入突破 30 万亿元，研发投入强度 3.5%
人工智能	国家数据局公开目标	人工智能相关产业规模突破 10 万亿元
物流	物流网建设实施方案	社会物流总费用与 GDP 比率由 13.9%降至 13.1%
邮政	邮政业发展规划	邮政行业收入 2.4 万亿元，快递业务量 2700 亿件

旅游	旅游强国建设规划	国内出游 83 亿人次、总花费 7.7 万亿元，入境旅游 1.9 亿人次
健康	国民健康“十五五”规划	人均预期寿命 80 岁，居民健康素养 40%，15 岁以上吸烟率降至 20%
体育	体育强国建设规划	人均体育场地 4 平方米，经常锻炼人数比例 40%，产业总规模超 7 万亿元
农业	加快农业农村现代化规划	粮食综合生产能力 1.45 万亿斤左右，农业及相关产业增加值 25.8 万亿元，农业科技进步贡献率 67%
海洋	国家发展改革委公开目标	海洋生产总值突破 13 万亿元
交通	综合交通运输部署	立体交通网主骨架建成率 95%，铁路营业里程 18 万公里、其中高铁 6 万公里
城镇化	《纲要》主要指标	常住人口城镇化率由 67.89%提升至 71%

资料来源：国务院及各部委“十五五”专项规划文件 中信期货研究所

把这些定量目标与 2027 年的年度判断结合看，可以得到两点认识。其一，内需发力的必要性有适当上升。2027 年作为“十五五”第二年，社零和服务业增速需要较 2026 年边际抬升，才能支撑 2030 年的台阶目标，这构成继续偏积极的财政政策延续的内在要求。**其二，制造业投资仍需发力，意味着结构性货币政策工具或成更重要的产业支持政策。**能源、循环经济、数字经济等领域的目标多为比重和产能指标，对应设备更新、新型基础设施和绿色产业的投资需求，会持续牵引制造业投资和结构性货币政策的投向，这部分需求在 2027 年仍有政策支撑。

四、大类资产配置观点：行至半山，谨慎配置

总结以上对 2027 年宏观形势的展望，我们对明年全球大类资产可能交易的潜在逻辑总结为**货币政策预期、经济增长预期与财政政策**三条主线：

①货币政策的紧缩预期或在一季度收紧后逐步缓和。我们当前的基准情形是二季度起，美联储为首的海外主流央行将暂停加息以观察政策效应。

②经济增长预期受阻。美国中期选举后，民主党收紧 AI 基础设施建设以及几大云厂商未来资金投入的可持续性担忧共同形成增长边际放缓的叙事，增长更多靠内生动能而非外部变量。货币紧缩预期收敛可能也难以缓解这种担忧。

③美国财政政策总体受阻，但中国可能小幅发力内需。白宫、议会由两党分治的情况下，美国新财年的正式拨款方案仍有变数，民主党或掣肘共和党的财政开支。而在外需整体放缓，出口高基数的基准情形下，我们预计中国财政或小幅发力内需，以提振经济增长表现。

这三条主线决定了全年的交易节奏。一季度，联储仍在加息、美元偏强，国内财政进入发行密集期，资产的金融属性整体受压，防御占优。二季度联储暂停是第一个关键窗口，贵金属率先企稳，国债或将在 PPI 转负和资产荒驱动下重新走强。下半年，随着 PPI 降幅收窄、财政实物工作量落地、内需接棒，企业盈利预期出现拐点，权益和工业金属的产业逻辑接棒，生猪等供给周期品种也进入兑现期，组合或可从防御转向修复。

因此，我们认为 2027 年各类资产的核心矛盾不在于总量趋势有多强，而在于驱动因子在年内会出现两次明确的切换。第一次是海外货币政策的拐点，我们预期美联储在一季度完成最后一段加息后，二季度转向暂停，全球资产的利率压力或自此见顶。第二次是国内名义增长的拐点，PPI 在一季度末由正转负、三季度见底，出口下半年回落，内需在财政发力下接棒，盈利和价格的预期随之重新定价。

在这样的交易逻辑与节奏演绎下，我们认为从年度角度而言，或存在如下资产配置机会：

1、大宗商品：多头标配黄金、生猪，空头标配原油、碳酸锂。

1）贵金属：一季度后半段起多头标配黄金。贵金属 2027 年的交易逻辑，核心是压制因素如何解除，而非长期多头逻辑是否成立。央行购金、去美元化和财政可持续性担忧提供的长期支撑始终都在，甚至明年还将有所增强（见中信期货宏观研究组报告《11 月资产配置：还有哪些未被定价的海外地缘风险？》）。明年一季度黄金或仍将受紧缩的货币政策预期压制，而二季度是逻辑切换的关键窗口。随着负反馈出现，联储暂停加息后市场将提前交易紧缩周期见顶预期，贵金属的上方空间才可打开。因此贵金属可能将走出先抑后扬的整体走势，投资者需要注意交易节奏。

2）有色金属和新能源金属：有色金属普遍面临需求承压与紧缩货币的双重压制，建议关注供需基本面相对较弱的碳酸锂、氢氧化锂等品种的空配机会。当前铜、铝等品种的需求预期较为悲观，但由于同样相对较为紧张的供给，使得下行空间或相对有限，建议投资者关注供给放量的碳酸锂、氢氧化锂等品种的高位空配机会。

3）黑色建材：黑色金属矛盾仍不突出，难以形成年度级别的趋势性机会，暂不推荐。明年黑色金属的供需并未发生足够的变化：基建需求有潜在修复空间但仍有限，而地产仍是黑色建材的相对拖累项，基本面并未发生趋势性变化，价格或更多围绕成本线附近博弈。

4）能源化工：美国退出伊朗冲突的基准情形下，重点关注当前原油“地缘溢价”的回落空间。我们认为结束伊朗战事或是美国两党的共同意愿——共和党或将中期选举的惨败归咎于地缘局势带来的高通胀，而民主党也将在相应程序上掣肘白宫。结合明年全球总需求整体放缓的背景，原油价格中的“地缘风险溢价”或存较大回落空间。但也需注意这一交易线索建立在地缘风险大幅回落的推演下，投资者需关注预期反转风险。

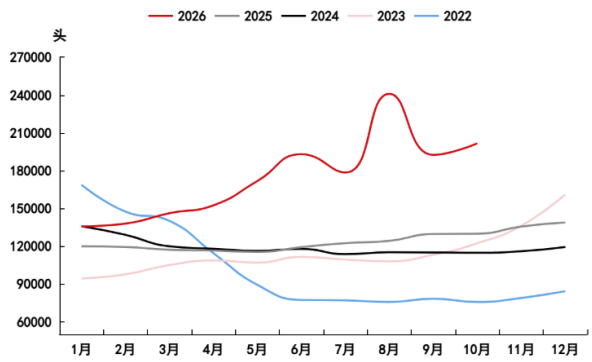
5）农产品：多头标配生猪，但需要注意交易节奏。农产品的驱动主要来自自身供给周期和天气，与国内名义增长的相关性低，在宏观逻辑偏弱的年份提供独立的交易线索。上半年能繁母猪去化逻辑仍将继续演绎，这构成生猪在产能去化周期较好的做多机会。建议继续关注能繁母猪产能去化进程等中期供给节奏指标，以及新生仔猪数、出栏均重等短期供给指标。

图表41：美元利率紧缩程度为近十年极值，基本面担忧下进一步收紧空间较小



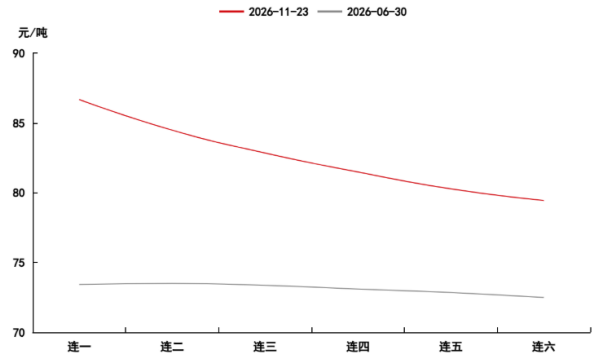
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表42：淘汰母猪量大幅抬升，有助中期供给去化



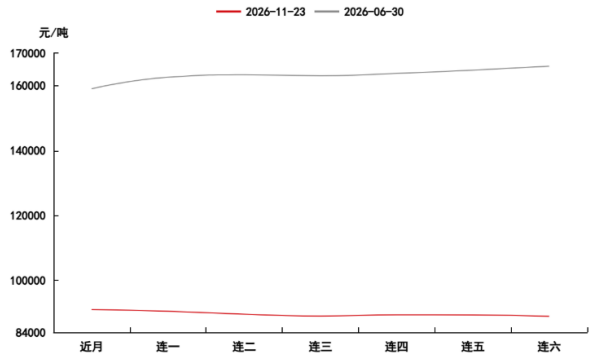
资料来源：钢联 中信期货研究所

图表43：布伦特原油远期合约大幅贴水



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表44：远期供应担忧使碳酸锂由远期合约升水变为贴水

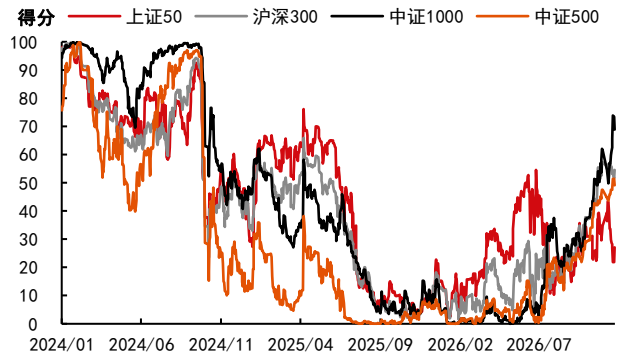


资料来源：Wind 中信期货研究所

2、中国股指：多头标配红利低波，但需注意节奏，关注调整后的赔率机会以及内需结构性机会。内需财政政策倾向于温和发力，通胀维持低位，意味着企业的名义盈利增长或较为平缓，指数缺乏趋势性上行的基础。因此市场主线仍趋于防御，而资产荒和低利率趋势让高股息、现金流稳定的低波价值股相对占优，资金把这类资产当作类债券配置，在利率整体下行的环境中仍有配置价值。但这一策略的交易拥挤度也在上升，需要关注资金拥挤风险。同时，需要关注海外经济增长与货币政策预期快速变化的可能，若海外压制因素转向积极，则中国股指的基本面预期也将产生变化。同时，明年政策存在发力内需的可能，也可以关注内需层面的结构性机会。

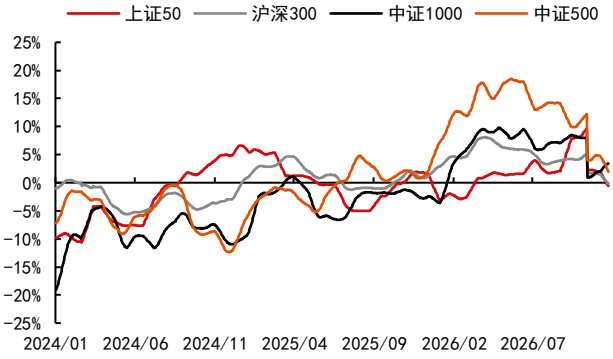
3、债券市场：多头标配 T。基于我们所做的通胀全年低中枢运行，PPI 一季度末转负，叠加出口下半年增速回落，而内需财政温和发力的展望，我们认为在名义增长回落，融资扩张偏温和的宏观环境中，基本面将重新为利率下行打开空间。但需要关注到，当前曲线已经相对平坦，依靠超长久期获取资本利得的空间已然受限，建议配置 T。

图表45：股指估值仍未来到极致吸引力区间



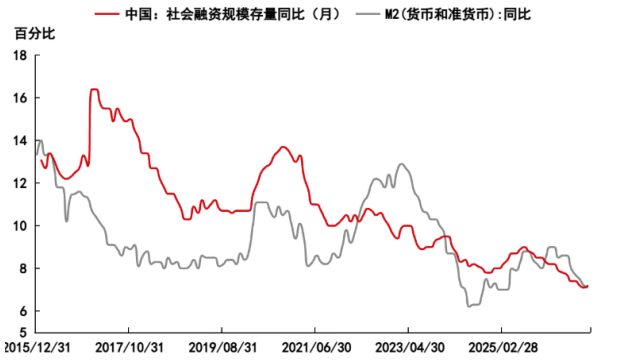
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表46：市场对于股指未来 12 个月预期 EPS 的 63 日变化快速下修



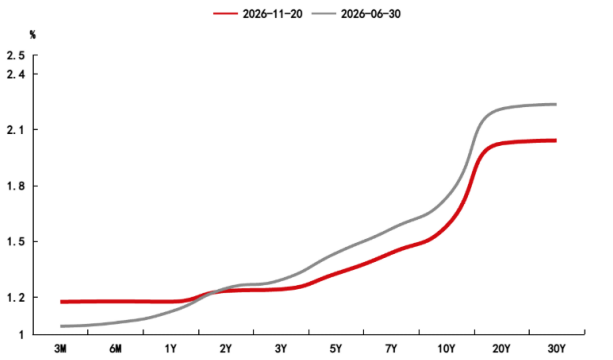
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表47：社融增速偏低，资产荒逻辑仍将延续



资料来源：同花顺 Bloomberg 中信期货研究所

图表48：曲线已相对转平，超长久期策略空间受限



资料来源：同花顺 中信期货研究所

风险提示：1）地缘政治局势存在反复风险；2）海外主流国家央行超预期收紧；3）海外经济超预期回落；4）国内政策和经济不及预期；5）贸易摩擦反复

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com