投资策略

半年度策略

证券研究报告

2026 年 11 月 27 日

# 沉潜蓄力，春山可望

2027 年上半年 A 股投资策略报告

**分析师：费小平**
SAC 执业证书编号：
S0340518010002
电话：0769-22111089
邮箱：fxp@dgzq.com.cn
**分析师：尹炜祺**
SAC 执业证书编号：
S0340522120001
电话：0769-22118627
邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn
**分析师：曾浩**
SAC 执业证书编号：
S0340523110001
电话：0769-22119276
邮箱：zenghao@dgzq.com.cn
**分析师：熊越**
SAC 执业证书编号：
S0340524080001
电话：0769-22118627
邮箱：xiongyue@dgzq.com.cn

## 上证指数月线走势




数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 投资要点：

- **2026 年 A 股冲高回落。**沪指年初延续修复惯性，5 月中旬在政策预期与 AI 景气带动下触及年内高点、创近十年新高，此后持续调整，11 月下旬回落至 3500 点下方，全年呈“前高后低、结构分化”格局。
- **2027年上半年市场环境分析：**
- **经济：**国际环境方面，全球经济的基准情形是“通胀见顶、紧缩收尾、温和复苏”，能源供给修复是关键的正面变量，AI投资是重要的增长支柱，而地缘谈判与AI回报验证是最主要的下行风险。国内方面，内需接续发力，服务消费扩容与“十五五”重大项目落地形成支撑，价格温和修复带动企业盈利改善，财政与货币政策协同发力，经济有望稳中提质。
- **资本市场：**政策将持续深化投融资综合改革，不断提升资本市场韧性和信心。一是科学把握投融资节奏和结构，优化上市公司增减持回购制度。二是聚集市场主体多方合力，上市公司不断加大增持回购分红力度，险资权益配置规模有望继续扩大，公募基金改革和对外开放有望进一步提升资金供给，壮大市场稳定力量。
- **市场因素：**A 股上市公司盈利增速高位回落，产业链分化加剧；估值回落至历史中枢，全球比价仍占优；机构持仓规模总量收缩，长钱逆势加仓。
- **2027 年上半年市场展望：**沉潜蓄力，春山可望。2026 年 A 股冲高回落，前期估值压力在年内得到释放，同时完成风格再平衡，资金从高估值成长流向低估值红利，为下一阶段行情夯实基础，这正是"沉潜"的含义。当前估值已回到历史中枢附近，横向对比全球主要市场仍具比价优势，股债比抬升，权益资产吸引力提升。基本面与政策面的积极因素正在累积：企业盈利增速虽自高位回落，但随着积极财政与适度宽松货币协同发力、政策效果逐步显效，盈利有望企稳、修复广度拓宽；投融资综合改革持续深化，汇金、证金、社保等长钱逆势加仓，险资权益配置比例创 2022 年披露以来新高，中长期资金仍是市场"压舱石"。海外方面，美联储加息周期大概率在上半年收尾，全球流动性有望边际改善，能源供给修复亦将缓解通胀压力。蓄力之后，春山可望：随着估值消化充分、基本面企稳回升、增量资金稳步入场，市场具备企稳向上的演绎空间。不过情绪修复仍需时间，短期或有反复，外需回落与 AI 回报验证的不确定性也可能带来波动。投资者宜保持耐心与信心，在休整期优化持仓结构，于估值合理处布局，把握结构性机会。
- **操作策略及投资主线：**

1) **低利率与长钱增配共振下的红利资产配置主线：**宏观环境呈现三个有利于稳定现金流资产的特征：低利率或成常态；盈利修复覆盖面仍待扩散；长钱配置需求抬升，险资、汇金、社保持续增配。关注金融、公用事业、交通运输及部分有色。

2) **估值与盈利错位下的 AI 产业化与自主可控主线：**板块估值回落至历史低位，盈利端走强，AI 产业链需求释放是推力。制度上，科创板“1+6”改革、创业板第四套标准等或将提升包容性。关注算力硬件、半导体设备材料、AI 应用、军工电子等。

3) **外需接续转换中的内需修复与消费扩容主线：**稳增长结构中的内需权重可能正在被动上升，内需板块估值与盈利或均处于较有吸引力的位置。财政政策有望延续积极取向，发力方式或更向民生与消费倾斜，消费支持或从商品补贴转向服务消费与居民收入。建议关注食品饮料、医药生物、家用电器、汽车、社会服务、农林牧渔等。

- **行业配置：**建议**超配金融、TMT、食品饮料、机械设备、煤炭、电力设备等行业，**标配公用事业、交通运输、家用电器、有色金属、医药生物、农林牧渔、建筑装饰等。
- **风险提示：**海外经济超预期下滑，导致外需回落，国内出口承压；高利率环境使全球经济增速明显放缓，压缩国内资金面；海外信用收缩引发风险外延。

本报告的风险等级为中风险。
本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

# 目　录

1.2026 年 A 股市场回顾：指数前高后低，行业普跌红利占优 ..... 4
2.2027 年上半年市场环境分析：国内经济稳中提质，资本市场韧性增强 ..... 5
2.1 2027 年上半年经济与政策展望：全球经济温和回升，国内经济结构优化提质 ..... 6
2.1.1 全球 2027 年上半年经济前瞻：加息尾声与 AI 支撑下的温和复苏 ..... 6
2.1.2 国内 2027 年上半年经济与政策展望：于结构优化中稳中提质，政策转向结构引导 ..... 13
2.2 2027 年上半年资本市场展望：深化投融资综合改革，推动资本市场“十五五”高质量发展 ..... 22
2.2.1 深化投融资综合改革，提升市场韧性和信心 ..... 23
2.2.2 聚集市场主体多方合力，改善资金供给，壮大市场稳定力量 ..... 25
2.3 市场因素分析：盈利换挡，资金再平衡 ..... 29
2.3.1 盈利：增速高位回落，产业链分化加剧 ..... 29
2.3.2 估值：回落至历史中枢，全球比价仍占优 ..... 30
2.3.3 机构持仓规模：总量收缩，长钱逆势加仓 ..... 32
3. 2027 年上半年市场展望与操作策略：沉潜蓄力，春山可望 ..... 35
3.1 2027 年上半年市场展望：沉潜蓄力，春山可望 ..... 35
3.2 操作策略及行业配置：超配金融、TMT、食品饮料、机械设备、煤炭、电力设备等行业 ..... 37
4. 风险提示 ..... 41

# 插图目录

图 1：上证指数 2026 年走势回顾 ..... 4
图 2：2026 年各大指数涨跌幅 ..... 5
图 3：2026 年申万一级行业涨跌幅 ..... 5
图 4：主要经济体制造业 PMI 数据 ..... 6
图 5：世界银行预测全球贸易量增长率 ..... 6
图 6：欧美日英 CPI 同比增速 ..... 7
图 7：欧美日英核心 CPI 同比增速 ..... 7
图 8：美国基准利率 ..... 8
图 9：欧央行基准利率 ..... 8
图 10：美国 PMI 指数 ..... 9
图 11：美国非农就业和失业率 ..... 9
图 12：欧元区 PMI 指数 ..... 10
图 13：欧元区 GDP 增长率 ..... 10
图 14：日本 PMI 指数 ..... 10
图 15：日本 GDP 增长率 ..... 10
图 16：美国 CPI 数据 ..... 11
图 17：美国 PCE 数据 ..... 11
图 18：欧洲 CPI 数据 ..... 12
图 19：日本 CPI 数据 ..... 12
图 20：FOMC 目标利率预测：CME FedWatch Tool ..... 12
图 21：国际机构对 2027 年全球 GDP 实际增长率预测 ..... 13
图 22：GDP 当季同比增速 ..... 14
图 23：GDP 累计同比贡献率 ..... 14
图 24：出口同比增速 ..... 15
图 25：CPI 和 PPI 同比增速 ..... 15
图 26：社零增速 ..... 15

图 27：投资累计同比增速 ..... 15
图 28：服务类与消费品 CPI 同比 ..... 16
图 29：“更多消费”占比保持低位（%） ..... 16
图 30：地产新开工面积、竣工面积和销售面积同比 ..... 17
图 31：商品房待售面积 ..... 17
图 32：制造业投资回升的行业分布或较为集中 ..... 17
图 33：民营企业预期的改善可能仍需要时间 ..... 17
图 34：信息传输业投资增速表现亮眼 ..... 18
图 35：运输业投资累计同比增速 ..... 18
图 36：对东盟出口增速表现亮眼 ..... 18
图 37：出口价值总指数 ..... 18
图 38：生活资料和生产资料当月同比 ..... 19
图 39：消费品与服务价格当月同比 ..... 19
图 40：一般公共预算支出累计同比增速 ..... 20
图 41：宏观杠杆率 ..... 20
图 42：LPR 一年期和五年期利率 ..... 21
图 43：社融存量同比增速 ..... 21
图 44：国际机构对中国经济增速预测（%） ..... 21
图 45：各板块 IPO 募集金额（亿元） ..... 25
图 46：退市家数（家） ..... 25
图 47：企业重要股东的增持力度有待加强 ..... 26
图 48：企业回购金额（亿元） ..... 26
图 49：股票型基金发行份额（亿份） ..... 28
图 50：QFII 机构新增数量 ..... 28
图 51：申万行业净利润占比变动及 2026Q3 上市公司净利润同比增速情况（%） ..... 30
图 52：A 股主要指数估值水平 ..... 31
图 53：A 股主要指数近十年市盈率分位数 ..... 31
图 54：全球主要指数估值水平及分位数水平 ..... 31
图 55：股债比 ..... 31
图 56：申万一级行业市盈率（倍） ..... 32
图 57：申万一级行业市盈率近十年分位数（%） ..... 32
图 58：国内机构投资者持仓 A 股市值占比（%） ..... 33
图 59：机构持仓市值变化（亿元） ..... 33
图 60：各类新发行公募基金比例（%） ..... 33
图 61：各类私募基金存量规模（亿元） ..... 33
图 62：汇金、证金等重要机构持股市值（亿元） ..... 34
图 63：保险公司投资于股票和基金余额（亿元） ..... 34
图 64：北向资金成交额占沪深两市成交额（%） ..... 35
图 65：北向资金占流通 A 股市值（%） ..... 35

# 表格目录

表 1：2026 年资本市场重要事件及政策 ..... 24
表 2：板块归母累计净利润同比增速（%） ..... 29

## 1.2026 年 A 股市场回顾：指数前高后低，行业普跌红利占优

**2026 年指数冲高回落，沪指年内高低点相差近 800 点。**年初市场延续上年末的修复惯性，沪指一度上探 4200 点上方，2 月末站稳 4100 点上方；3 月受海外扰动影响回调至 3900 点下方，4 月起在政策预期与 AI 产业链景气带动下重拾升势，5 月中旬触及年内高点，创近十年新高，双创指数同步走强。此后市场进入持续调整，沪指 7 月跌破 3800 点，并在 10—11 月调整步伐加快，11 月下旬回落至 3500 点下方，为年内最低，创业板指、深证成指同步创出年内新低。全年呈现“前高后低、结构性分化”的走势。

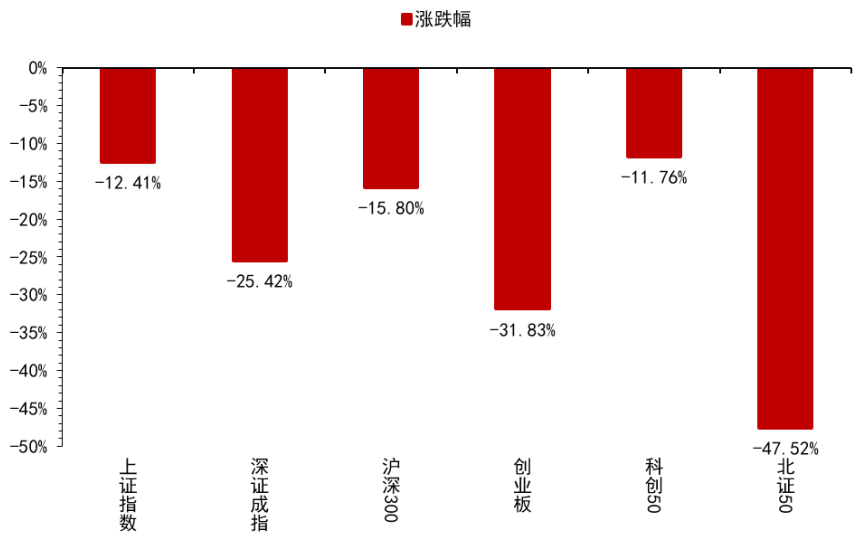
图 1：上证指数 2026 年走势回顾




数据来源：Wind，东莞证券研究所（数据截至 11 月 25 日）

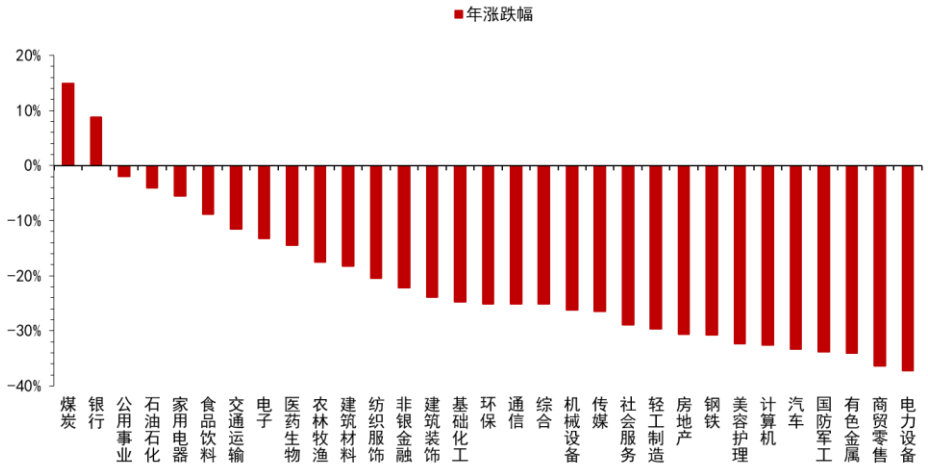
截至 2026 年 11 月 25 日，主要指数全线回调：上证指数、深证成指、沪深 300、创业板指、科创 50 和北证 50 指数分别下跌 12.41%、25.42%、15.80%、31.83%、11.76%和 47.52%。行业板块多数下跌，31 个申万一级行业中仅煤炭、银行两个行业收涨，涨幅分别为 14.92%和 8.75%；公用事业、石油石化、家用电器、食品饮料跌幅相对较小；电力设备、商贸零售、有色金属、国防军工、汽车跌幅居前，均跌超三成。

图 2：2026 年各大指数涨跌幅




数据来源：Wind，东莞证券研究所（数据截至 11 月 25 日）

图 3：2026 年申万一级行业涨跌幅




数据来源：Wind，东莞证券研究所（数据截至 11 月 25 日）

## 2.2027 年上半年市场环境分析：国内经济稳中提质，资本市场韧性增强

2026 年，中国经济在能源冲击与外部环境变化中保持韧性，外需高增与价格修复共同支撑了全年增长。面对错综复杂的内外部环境，我们将从经济、政策、市场、资金等维度，系统解构 2027 年上半年市场环境的核心脉络。

## 2.1 2027 年上半年经济与政策展望：全球经济温和回升，国内经济结构优化提质

### 2.1.1 全球 2027 年上半年经济前瞻：加息尾声与 AI 支撑下的温和复苏

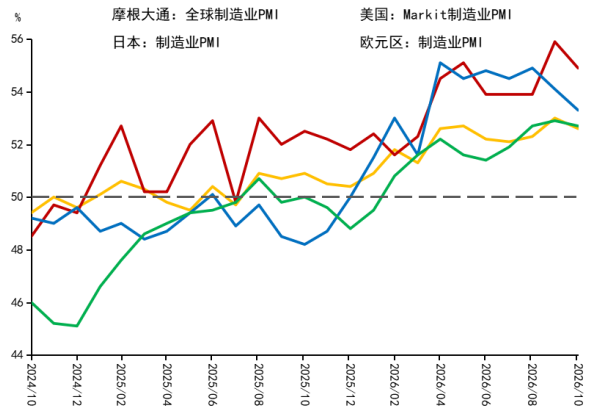
**（1）2026 年全球经济回顾：能源冲击反复、加息周期重启、AI 驱动分化**

**2026 年，中东战事引发的能源供给冲击成为贯穿全年的核心变量，全球经济的运行主线由年初的“通胀回落、降息可期”全面转向“能源通胀、货币收紧、增速分化”。**霍尔木兹海峡通行反复受阻，布伦特原油两度冲高至 110 美元/桶以上，全球通胀在二季度显著反弹后于高位徘徊；主要央行政策范式逆转，美联储 9 月重启加息，欧央行 6 月、9 月连续两次加息，日本央行两度加息至 31 年来最高水平；与此同时，AI 相关资本开支持续扩张，成为对冲能源冲击与利率上行的重要力量。全年看，全球经济呈现“总量韧性、结构分化、通胀偏高”的特征，增长与政策的不确定性均明显高于 2025 年；IMF 预计 2026 年全球通胀率升至 4.7%，10 年期美债收益率一度突破 5.3%，利率与通胀的组合成为压制消费与估值的关键因素。

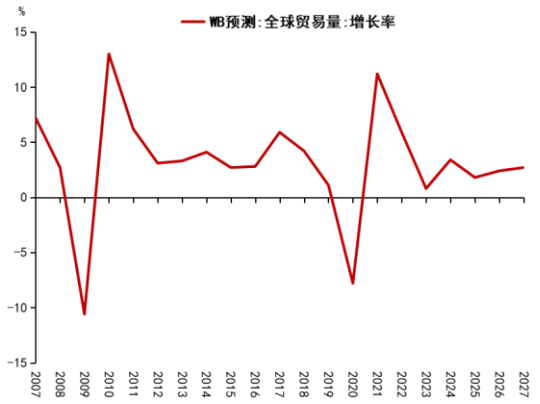
**能源冲击下全球增长韧性超出预期，AI 投资、库存缓冲与供给替代形成三重支撑。**2026 年全球制造业 PMI 从 1 月的 50.9%震荡升至 9 月的 53.0%，10 月小幅回落至 52.6%，连续 10 个月位于荣枯线上方；其中，美国制造业 PMI 由 1 月的 52.4%升至 10 月的 54.9%，欧元区由 49.5%升至 52.7%，显示能源成本上升对工业生产的压制明显弱于 2022 年。贸易方面，各国释放战略储备、非海湾产油国增产以及企业提前补库，部分对冲了海峡受阻的冲击，10 月世贸组织（WTO）发布最新一期《全球贸易展望与统计》报告，预计 2026 年货物贸易量将增长 3.9%，大大高于 3 月份预测的 1.9%。分季度看，美国一季度、二季度实际 GDP 环比折年率分别为 2.5%和 2.2%，三季度回升至 3.4%，高于市场预期的 3.2%；欧元区一季度 GDP 同比增长 0.6%，二季度回升至 1.3%；日本前三季度 GDP 环比折年率分别为 1.9%、1.7%和-0.1%。国际机构随之修正预测，IMF 在 10 月《世界经济展望报告》中将 2026 年全球增速上调 0.1 个百分点至 3.1%，但较 2025 年的 3.5%仍明显放缓，世界银行与联合国的预测均为 2.5%，OECD 为 2.9%。总体看，增长并未失速，但动力来源趋于集中：AI 相关投资、能源出口国的供给替代与各国财政补贴构成主要支撑，私人消费在实际收入受损的背景下表现分化。

图 4：主要经济体制造业 PMI 数据

图 5：世界银行预测全球贸易量增长率



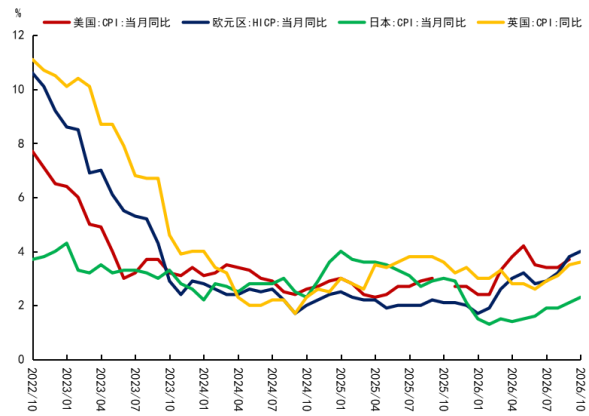

数据来源：iFinD，东莞证券研究所




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

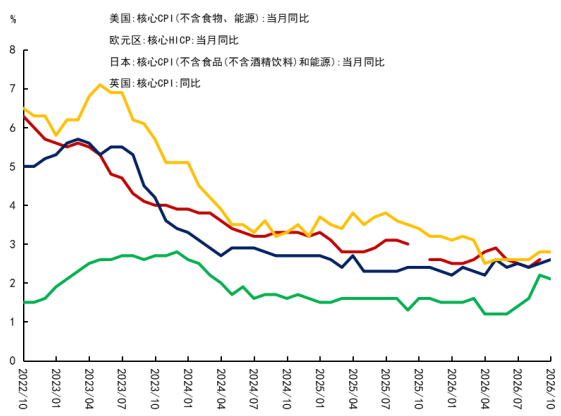
**全球通胀冲高回落后再度走强，能源是主要推手，核心通胀相对温和但广度有所扩散。**美国 CPI 同比由 1 月的 2.4%升至 5 月的 4.2%，此后回落至 8 月的 3.4%，9 月受能源价格与基数影响再度回升至 3.7%；核心 CPI 则由年初的 2.5%升至 5 月的 2.9%后回落至 8 月的 2.4%，9 月回升至 2.6%左右，核心商品与服务价格涨幅总体可控。欧元区 HICP 由 1 月的 1.7%升至 10 月的 4.0%，5 月核心通胀曾跳升至 2.6%，能源净进口经济体受冲击更为显著；日本 CPI 由 1.5%升至 10 月的 2.3%，核心 CPI 同步上行，涨薪与日元贬值推动内生通胀逐步确立。IMF 预计 2026 年全球通胀率为 4.7%，较 2025 年上升 0.6 个百分点，OECD 预计 G20 通胀率为 4.1%。值得注意的是，8 月以来美国核心 CPI 环比连续三个月维持在 0.3%附近，能源之外的价格压力尚未完全消退，通胀预期对油价的敏感度明显上升。

图 6：欧美日英 CPI 同比增速




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 7：欧美日英核心 CPI 同比增速

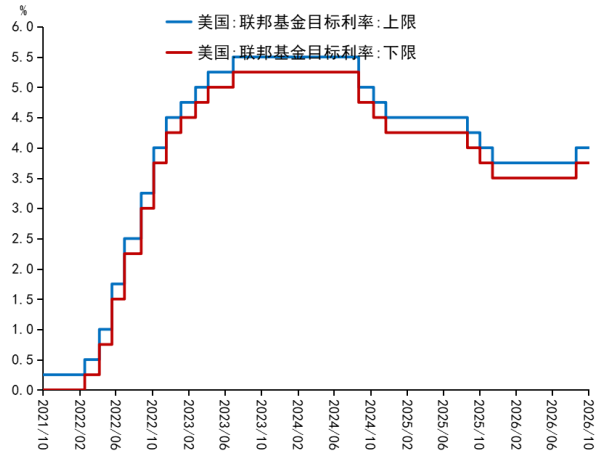



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**全球货币政策同步转向紧缩，为本轮周期最显著的变化。**美国方面，美联储在 7 月前连续维持利率于 3.50%—3.75%，9 月 17 日加息 25 个基点至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息；10 月 29 日以 10 票赞成、2 票反对维持利率不变，声明将经济评估由“稳健”改为“强劲”，强调需要等待更多信息决定货币政策立场；沃什

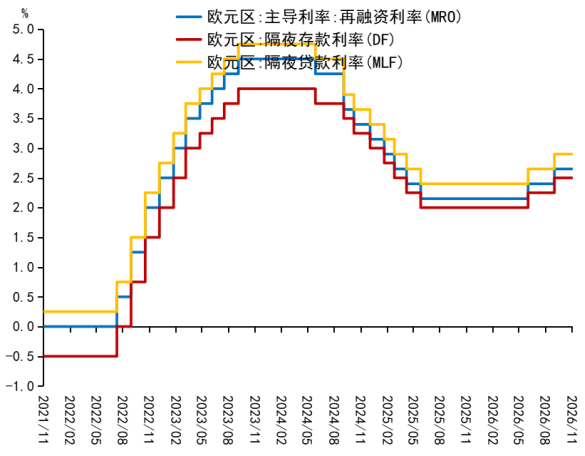
表示，信贷环境有所收紧，但无法被称为紧缩，为后续加息埋下伏笔，叠加 10 月通胀数据超预期以及就业市场韧性，市场对 12 月加息至 4.00%—4.25%的定价一度超过 90%。欧洲方面，欧央行于今年 6 月和 9 月各加息 25 个基点，存款机制利率、主要再融资利率和边际贷款利率分别升至 2.50%、2.65%和 2.90%，为 2023 年 9 月以来首次转向，并停止对到期证券本金再投资。日本方面，今年以来日本央行已于 6 月和 9 月分别加息 25 个基点，将政策利率上调至 1.25%，达到 1995 年以来的最高水平；并且这两次会议间隔仅三个月，为 1990 年以来最短加息间隔。此外，韩国央行 7 月、8 月连续加息至 3.00%，英国央行虽维持 3.75%不变但已有三票主张加息，全球主要央行自 2022 年以来首次形成同步紧缩。

图 8：美国基准利率




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 9：欧央行基准利率




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**财政与金融条件同步收紧，长期利率升至近十五年高位。**美国方面，减税法案的支出效应与国防开支扩张叠加，使赤字与付息压力居高不下，三季度战略石油储备释放接近极限，进一步削弱了应对能源冲击的缓冲能力；欧元区方面，防务支出上升与能源补贴扩大了财政缺口，法国、意大利的赤字约束重新成为市场关注点；日本方面，加息推高国债付息成本，财政可持续性与货币政策正常化之间的矛盾更加突出。受国债供给增加、财政风险溢价上升与 AI 企业大规模发债共同影响，主要经济体长期国债收益率普遍升至 15 年高位，10 年期美债收益率 11 月中旬再度升至 5.1%上方，2 年期美债收益率升至 4.8%，期限溢价明显走阔。高利率通过估值、融资成本与汇率三条渠道传导至实体与金融市场，也成为制约 2027 年增长与政策空间的核心变量。

**地缘冲突与 AI 回报验证构成另外两条主线，全球经济呈明显的 K 型分化。**地缘方面，美伊冲突自 2 月底爆发后多次在缓和与升级之间拉锯，伊朗以海峡通行、制裁解除与资产解冻为核心诉求，美国则坚持核问题优先，经由霍尔木兹海峡的原油运输持续受阻、油轮遇袭事件频发；布伦特原油在 5 月和 10 月两度冲高至 114 美元和 117 美元附近，11 月以来随着中东局势缓和以及产油国出口恢复，油价回落至 90 美元/桶附近。政治方面，11 月 3 日中期选举后民主党重夺参众两院，分裂政府格局降低了财政进一步扩张的可能性，但也增加了 12 月政府再度停摆的风险。结构方面，AI 资本开支持续高增，但市场关注点已从“投资规模”转向“回报兑现”，科技股波动明显

加大；AI 链、资源链景气与传统的周期、消费形成鲜明反差，K 型分化由行业层面延伸至就业与收入层面。

**综上所述，2026 年全球经济在能源冲击与货币紧缩的双重约束下仍实现温和增长，但增长动能高度集中于 AI 相关投资与产业链，通胀中枢抬升、利率高位运行、分化加剧构成全年主线。**能源价格虽较年内高点回落，但海峡通行尚未实质恢复，通胀的二次传导仍在延续；主要央行同步紧缩的滞后效应将在 2027 年逐步显现，AI 投资的可持续性也有待盈利验证；与此同时，美国分裂政府、欧洲财政约束与日本债务压力限制了逆周期调节的空间。这些因素相互交织，使 2027 年上半年全球经济仍然面临较多不确定性，也加大了我们判断增长与政策路径的难度。我们判断，2027 年上半年的关键不在于总量增速的拐点，而在于通胀、政策与地缘三条线索能否在同一时间窗口内形成共振。

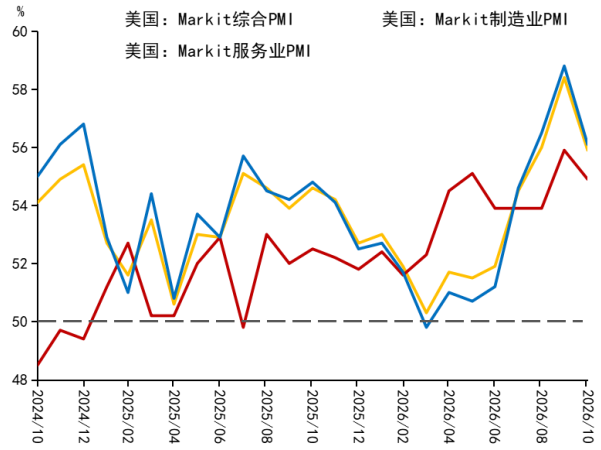
**（2）2027 年上半年全球经济与政策展望：紧缩周期见顶、通胀温和回落、增长分化修复**

**展望 2027 年上半年，若美伊谈判取得实质进展、霍尔木兹海峡如 IMF 基准假设自 3 月起逐步恢复通行，能源对通胀的推升将明显减弱，全球通胀有望于一季度见顶后回落；美联储加息周期大概率在上半年收尾，欧央行接近本轮终点，日本央行仍是唯一持续加息的主要央行；全球增长在 AI 投资与能源供给修复的支撑下温和回升，但财政退坡、债务约束与 AI 回报验证构成制约。**IMF 在 10 月预计 2027 年全球 GDP 增速将回升至 3.4%，通胀回落至 4.1%，世界银行与 OECD 分别预计明年全球 GDP 将增长 2.8%和 3.0%。总体判断，2027 年上半年全球经济将呈现“增长温和修复、通胀高位回落、政策由紧转稳、分化仍在延续”的格局。

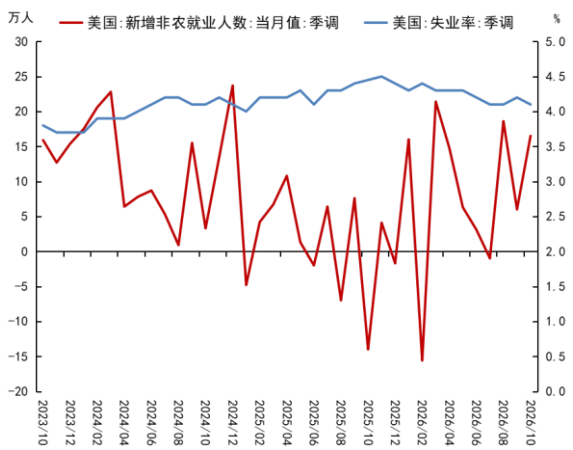
**第一，美国经济韧性犹存但增速放缓，欧元区弱复苏延续，日本扩张受加息制约。**美国方面，2027 年上半年经济增长的支撑仍主要来自 AI 相关投资与居民消费，但两者均在边际走弱。2026 年三季度信息处理设备投资环比折年率高达 37.3%、AI 相关投资合计拉动 GDP 1.1 个百分点，这一强度难以线性外推，随着基数抬升以及数据中心在电力、土地与审批上的约束显现，投资增速大概率较 2026 年放缓；居民消费受实际收入增速回落与就业市场降温约束，三季度 3.8%的环比折年率难以持续，住宅投资在高利率下再度转负，耐用品消费增速也已回落。财政方面，中期选举后民主党重夺参众两院，分裂政府使新增财政刺激的落地难度上升，2026 年 12 月若再度出现政府停摆，将拖累 2027 年一季度 GDP 与就业数据，债务付息压力也压缩了逆周期调节空间。我们预计美国 2027 年 GDP 增速在 2.1%—2.4%区间，IMF、美联储与 OECD 分别预计 2.3%、2.4%和 2.1%，失业率维持在 4.1%—4.3%的低位，美国经济更接近“温和减速”而非衰退。

图 10：美国 PMI 指数

图 11：美国非农就业和失业率



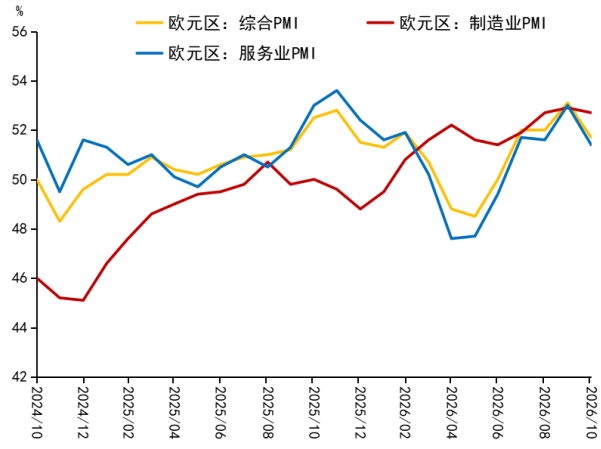

数据来源：iFinD，东莞证券研究所




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

欧元区方面，能源价格回落带来的贸易条件改善是 2027 年最主要的正向变量，防务与基础设施支出形成增量，欧央行预计 2027 年增长 1.4%，IMF 与 OECD 分别预计 1.2%和 1.0%。但加息的滞后效应仍在向信贷、投资与房地产传导，德国在财政扩张支撑下增速有望持平于 1.1%，法国、意大利受赤字约束，西班牙依靠旅游与服务业维持相对强势，区域分化难以收敛。日本方面，AI 相关半导体出口与资本开支维持景气，但政策利率升至 1.5%以上将抬升国债付息成本、抑制企业投资与居民消费，IMF 与 OECD 均预计 2027 年增长 0.7%；日本内需对增长的贡献可能进一步下降，经济更依赖外需与财政刺激。

图 12：欧元区 PMI 指数




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

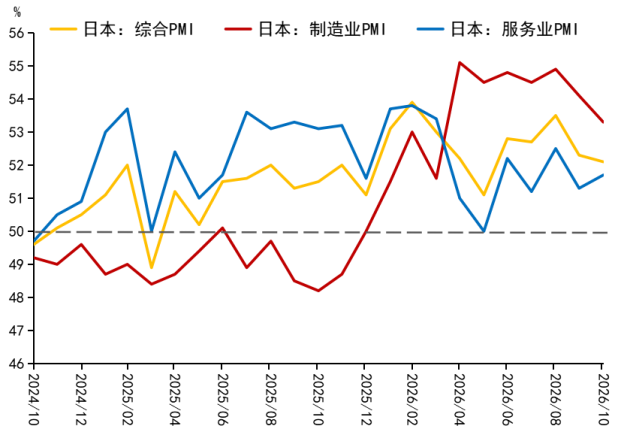
图 13：欧元区 GDP 增长率



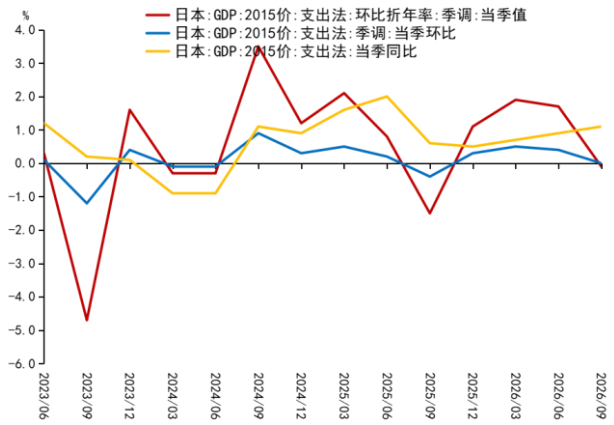

数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 14：日本 PMI 指数

图 15：日本 GDP 增长率



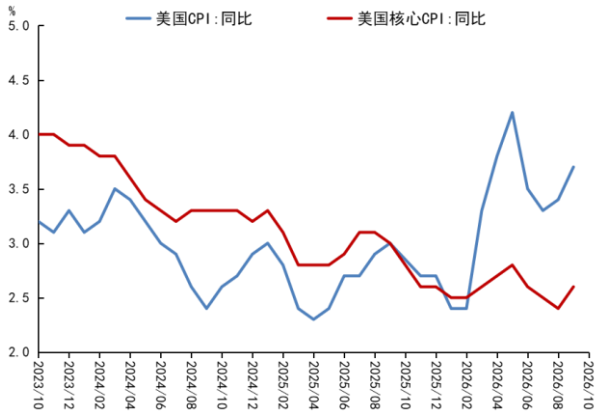

数据来源：iFinD，东莞证券研究所




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

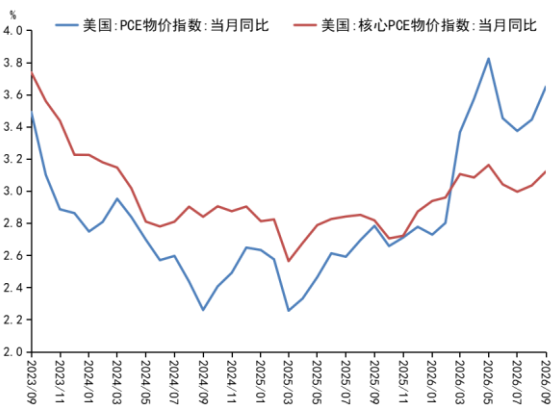
**第二，美国通胀一季度见顶后回落，欧元区上半年仍明显高于目标，日本通胀中枢上移。**美国方面，2026 年 10 月 CPI 环比上涨 0.4%，其中能源贡献显著，随着明年二季度的高基数到来，只要油价不再度冲高，2027 年一季度后能源对 CPI 同比的贡献将明显减弱，彭博预测美国 CPI 同比在一季度见顶、二季度回落至 2.2%左右。但核心通胀的回落更慢：住房租金、医疗与保险等服务价格仍有粘性，超级核心 CPI 同比约 2.3%，关税向核心商品的传导虽属一次性冲击，但在上半年仍会抬高部分商品价格；美联储预计 2027 年核心 PCE 为 2.5%，回落速度慢于总体通胀，意味着“通胀达标”更多依赖基数效应而非需求降温。

图 16：美国 CPI 数据




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 17：美国 PCE 数据

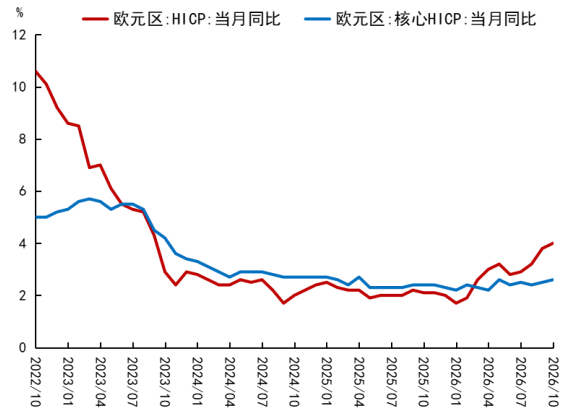



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

欧元区方面，拉加德明确表示通胀在 2027 年上半年仍将明显高于 2%的目标，能源向服务与工资的二次传导是主要风险，随着能源价格回落与高利率作用显现，通胀有望在 2027 年底前后回归目标，欧央行预计 2027 年通胀为 2.5%，OECD 预计 G20 通胀回落至 3.6%。日本方面，涨薪与日元贬值推动核心 CPI 维持在 2%附近，食品与能源补贴退出可能带来阶段性抬升，但需求端尚不足以支撑通胀持续超调，日本央行更关注“工资—物价”循环能否稳固。IMF 预计 2027 年全球通胀回落至 4.1%，但美

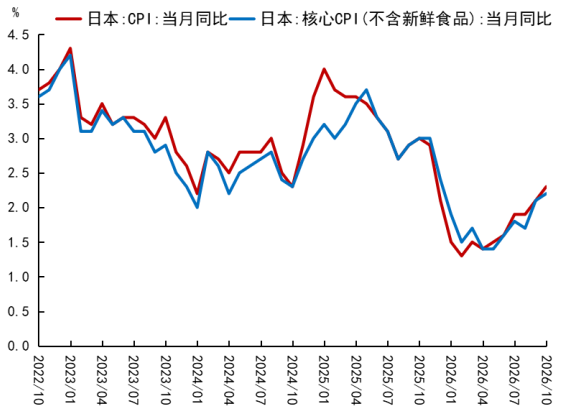
国和欧元区核心通胀要到 2028 年年中才降至 2%，上半年政策难以实质性转松。

图 18：欧洲 CPI 数据




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 19：日本 CPI 数据




数据来源：iFinD，东莞证券研究所

**第三，美联储加息周期上半年收尾，欧央行接近终点，日本央行继续正常化。**美国方面，市场当前定价 2026—2027 年累计加息约 55 个基点、政策利率终点在 4.25%—4.50%区间，美联储 9 月点阵图中位数则指向 4.00%—4.25%的平台，两者相差约一次加息。10 月会议以 10 票赞成、2 票反对维持利率不变，两位委员主张再加息 25 个基点，内部鹰派分歧意味着“暂停”不等于“转向”。若明年一季度通胀确认见顶、就业温和走弱，最后一次加息可能落在 3 月或 6 月；若油价再度反弹、核心通胀广度继续扩散，则不排除推迟至三季度。由于核心通胀回落缓慢，降息最早或在 2027 年底，全年政策利率大概率维持高位；沃什主席“缩表优先、降息靠后”的政策框架意味着即使加息结束，资产负债表与金融条件仍将偏紧，长端利率的下行空间还受国债供给与期限溢价约束。欧洲方面，存款机制利率已达 2.50%，机构调查普遍认为本轮终点即在当前水平附近，上半年大概率按兵不动。欧央行已停止对到期证券本金再投资，资产购买计划与紧急资产购买计划持仓以平稳节奏缩减，量化紧缩与高利率叠加使金融条件偏紧；仅在地缘再度升级、通胀二次反弹时保留一次加息可能，传导保护工具仍是应对市场割裂的备用手段。政策利率距中性水平已不远，进一步加息对增长的边际伤害上升，欧央行更倾向于维持高利率更久，而非继续抬升。日本方面，市场预期政策利率在 2027 年 3 月底升至 1.50%、二季度升至 1.75%，OECD 预计 2027 年底达到 2%；日本央行拟在 2027 年 4 月后停止缩减国债购买规模，加息与缩表节奏的错位将成为国债收益率曲线的主要扰动。实际利率仍为负值意味着正常化尚未结束，但节奏取决于“春斗”薪资与日元走势；若加息快于市场预期，套息交易逆转可能通过汇率与跨境资本流动外溢至全球风险资产。总体而言，2027 年上半年更接近“最后一次加息”的确认期，而非宽松周期的起点。三大央行政策节奏的差异，将主导 2027 年上半年美元、欧元与日元的相对强弱，并通过汇率与跨境资本流动影响新兴市场的金融条件。

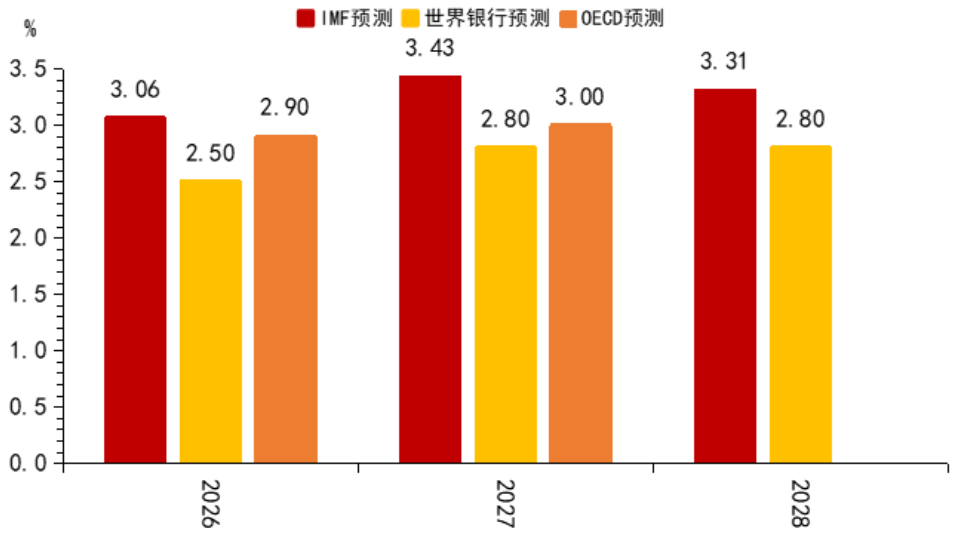
图 20：FOMC 目标利率预测：CME FedWatch Tool

| 会议时间 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2026-12-09 | | | 95.10% | 4.90% | | | | |
| 2027-01-27 | | | 35.10% | 61.90% | 3.10% | | | |
| 2027-03-17 | | | 15.50% | 46.90% | 36.00% | 1.70% | | |
| 2027-04-28 | | 2.20% | 19.80% | 45.40% | 31.20% | 1.50% | | |
| 2027-06-09 | | 0.90% | 9.90% | 31.00% | 39.20% | 18.20% | 0.80% | |
| 2027-07-28 | | 1.10% | 10.40% | 31.20% | 38.70% | 17.80% | 0.80% | |
| 2027-09-15 | | 1.00% | 9.00% | 28.10% | 37.60% | 20.90% | 3.40% | 0.10% |
| 2027-11-17 | 0.60% | 6.00% | 20.90% | 34.00% | 27.20% | 10.00% | 1.30% | |

数据来源：iFinD，东莞证券研究所（数据截至 11 月 23 日）

**总体来看，我们认为 2027 年上半年全球经济的基准情形是“通胀见顶、紧缩收尾、温和复苏”，能源供给修复是最关键的正面变量，AI 投资是最重要的增长支柱，而地缘谈判与 AI 回报验证是最主要的下行风险。**根据 Wind 数据，截至 2026 年 11 月，IMF、世界银行和经合组织预计 2027 年全球经济同比分别增长 3.4%、2.8%和 3.0%。若地缘缓和顺利兑现，全球增长有望向 3.4%的预测上沿靠拢；若冲突长期化、油价重回 100 美元上方，则通胀回落与加息收尾均将推迟，全球经济可能重回“类滞胀”格局。对投资者而言，明年上半年需关注通胀见顶的确认时点、美联储议息会议对于加息的表态，以及霍尔木兹海峡通行恢复的进展。

图 21：国际机构对 2027 年全球 GDP 实际增长率预测




数据来源：Wind，东莞证券研究所

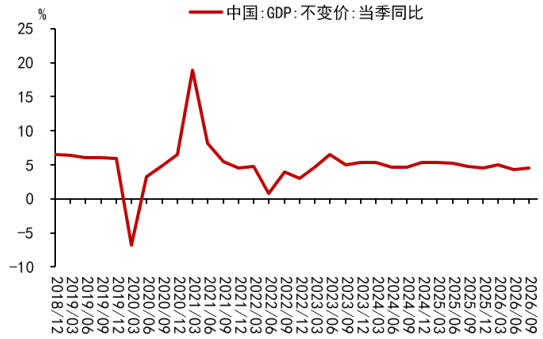
### 2.1.2 国内 2027 年上半年经济与政策展望：于结构优化中稳中提质，政策转向结构引导

#### （1）2026 年国内经济：外需表现亮眼，内需修复仍需巩固

2026 年中国经济在外部环境复杂多变、结构转型持续深化的背景下，呈现生产端总体稳定、外需表现亮眼、内需修复仍需巩固、价格温和回暖的特征。前三季度国内生产总值同比增长 4.6%，其中一、二、三季度分别增长 5.0%、4.3%和 4.5%，二季度

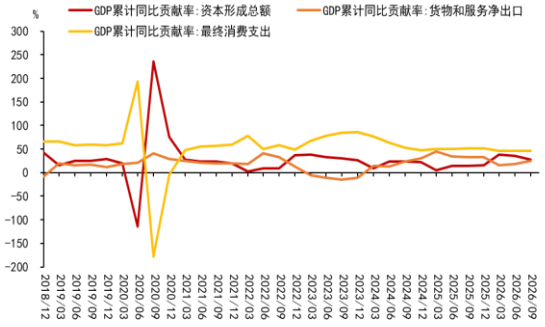
受补贴退坡与基数抬升影响有所回落，三季度企稳回升。与 2025 年相比，增长的动力结构出现明显切换，净出口贡献上升，消费与投资的支撑作用减弱。

图 22：GDP 当季同比增速




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：GDP 累计同比贡献率




数据来源：Wind，东莞证券研究所

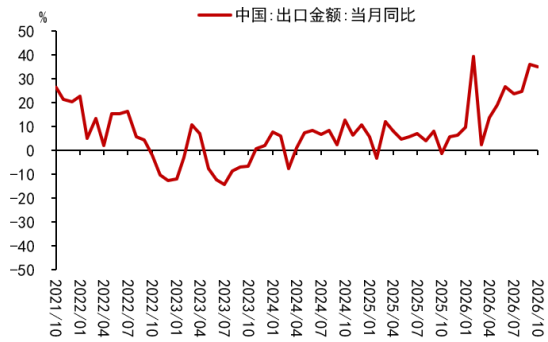
外需是 2026 年表现最超出预期的变量。以美元计价，1—10 月出口累计同比增长 22.7%，10 月单月增速达 35.2%。这一轮高增长并非来自传统劳动密集型产品，而更多源于人工智能相关产业链需求的集中释放，集成电路等高新技术产品需求快速扩张，叠加部分商品价格上涨，共同推高了出口金额增速。

价格体系逐步走出低通胀区间。PPI 同比从年初的-1.3%持续回升，10 月达到 5.7%，为 2022 年 6 月以来较高水平；CPI 同比由年初的 0.2%温和抬升至 10 月的 0.7%，扣除食品和能源的核心 CPI 上涨 0.8%。价格回升的来源有两个方面，一是重点行业产能治理对供给端形成一定约束，汽车制造业价格在连续三个月环比下降后于 10 月转为持平；二是国际有色金属、原油等大宗商品价格上涨带来输入性影响。价格由负转正，为企业名义营收与利润修复提供了基础。

内需修复的节奏相对平缓，是 2026 年经济运行中较值得关注的方面。1—10 月社会消费品零售总额累计同比增长 1.0%，10 月单月增长 0.4%。若按包含服务的新口径观察，社会消费商品和服务零售总额增长 2.5%，其中服务零售额增长 4.9%，商品零售额增长 0.9%，服务消费快于商品消费，对商品端形成一定补充，但力度仍有提升空间。固定资产投资同比下降 8.1%，其中房地产开发投资下降 21.6%，制造业投资下降 2.9%，基础设施投资下降 5.1%。投资内部呈现明显分化，铁路船舶航空航天、电子信息等领域保持较快增长，部分传统行业投资有所放缓。就业总体稳定，10 月全国城镇调查失业率 5.1%，但青年群体就业压力犹存。

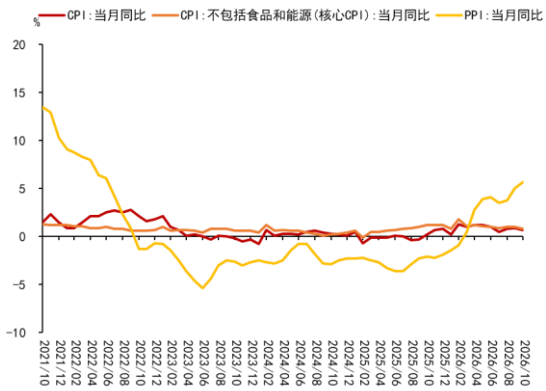
政策层面保持了较为积极的取向。财政端，2026 年赤字率按 4%左右安排，赤字规模 5.89 万亿元，发行超长期特别国债 1.3 万亿元、地方政府专项债券 4.4 万亿元，一般公共预算支出首次突破 30 万亿元。货币端延续适度宽松，1 年期与 5 年期以上 LPR 分别维持在 3.0%和 3.5%，10 月末社会融资规模存量同比增长 7.2%。政策利率框架亦出现调整，公开市场主要操作品种期限拟切换为隔夜，这一定价机制的变化对后续利率传导路径的影响值得持续跟踪。

图 24：出口同比增速



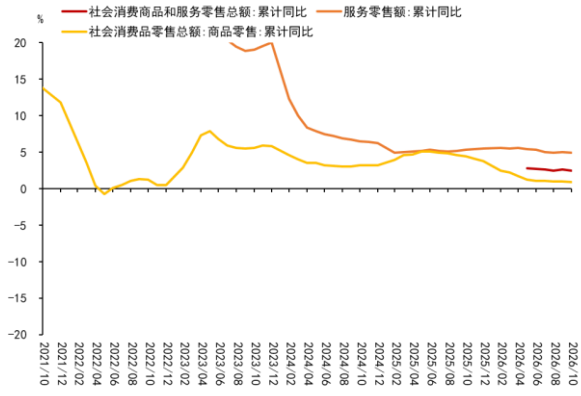

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 25：CPI 和 PPI 同比增速



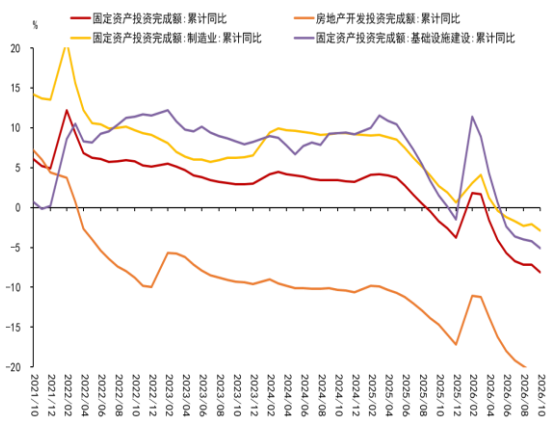

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 26：社零增速




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 27：投资累计同比增速




数据来源：Wind，东莞证券研究所

总体看，2026 年经济运行在总量上较好地完成了预期目标，结构上仍有进一步优化空间。外需与内需、生产与消费、上游价格与下游需求之间的温差同时存在，这种不平衡或构成理解下一阶段经济运行的起点。

**（2）2027 年上半年国内经济与政策展望：在结构优化中寻求动能的接续**

从当前的增长结构与政策环境看，2027 年上半年中国经济的关键看点可能仍在于增长动力的接续。2026 年由外需高增和价格修复共同支撑的格局，或将面临基数抬升与外需温和回落的环境变化，经济运行能否保持平稳，较大程度取决于内需修复的力度能否形成有效接续。财政与货币均保持了必要的支持强度，政策工具的使用方式正从总量扩张更多转向结构引导，这一转变对经济运行质量的影响，可能比总量增速本身更值得关注。

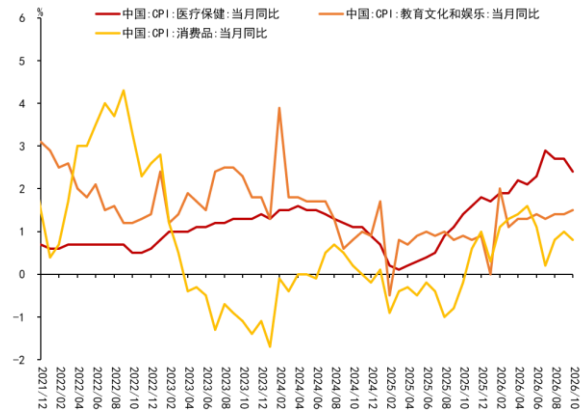
**消费的修复方向相对明确，回升的斜率则或仍需观察。**方向上的确定性可能主要来自政策重心的迁移。商品端以旧换新补贴已连续两年高强度实施，更新需求被较大

程度前置，继续依靠补贴拉动的边际效率或将减弱；服务消费的政策权重则明显上升，《扩大消费“十五五”规划》已将扩大服务消费、升级商品消费作为主要抓手，服务零售额 1—10 月增长 4.9%、高于商品零售 4 个百分点，或可为这一方向提供现实基础。

服务消费的扩容，或大体沿三条线索展开。一是文旅、文体、健康、养老等领域，政策持续推动提质惠民，地方促消费的思路也从发放消费券转向兼顾短期提振与长期培育。二是“投资于人”导向下的民生支出扩张，教育、医疗、托育、养老等公共服务供给增加，本身即可能构成服务消费的增量。三是入境消费与免税政策的延续，离境退税“即买即退”等措施或对服务贸易项下的消费形成一定补充。服务消费的扩容更多体现为对商品消费的补充而非替代，二者在就业与收入链条上的联动，可能仍是消费修复能否持续的关键。

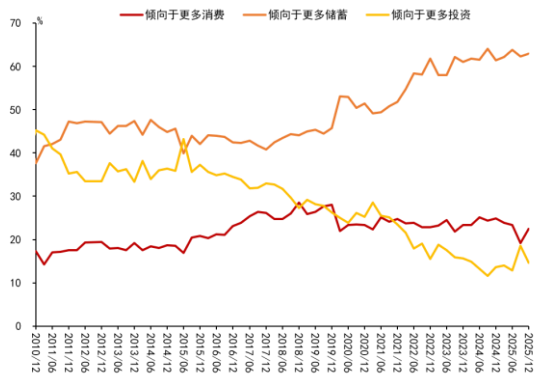
商品消费的修复弹性，则可能受制于两个条件。其一是居民收入预期，2026 年城镇调查失业率虽维持在合理区间，但青年群体就业压力犹存，预防性储蓄倾向的改善尚需时间，消费倾向的修复通常慢于收入增速的修复。其二是资产价格的财富效应，房地产价格尚未全面企稳，较高的待售面积仍需时间消化，居民资产负债表修复的进度在很大程度上影响可选消费的回升。这两方面条件的改善或都难以一蹴而就，消费更可能呈现渐进修复的态势。

图 28：服务类与消费品 CPI 同比




数据来源：Wind，东莞证券研究所

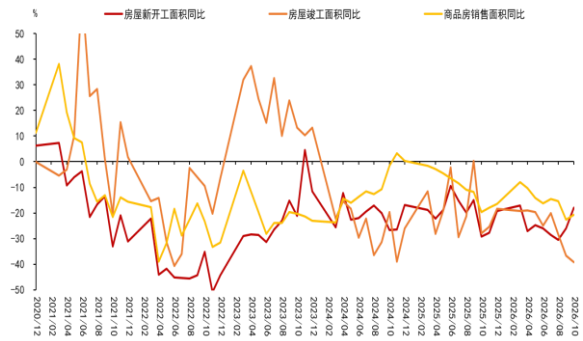
图 29：“更多消费”占比保持低位（%）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

**投资端方面，地产影响边际减弱，制造业与基建的结构性作用更为显现。房地产投资方面，房地产开发投资或仍将处于低位，但同比降幅有望逐步收窄。**2026 年 1—10 月房地产投资累计同比下降 21.6%，自 2022 年 4 月以来持续在负值区间运行。2026 年 10 月房屋新开工面积、竣工面积和商品房销售面积同比分别录得-17.95%、-39.11%和-20.70%，地产市场或仍处于筑底阶段。不过价格层面出现一些积极信号，部分重点城市房价环比企稳，核心区域成交活跃度有所回升，但全国库存压力尚未化解。政策基调延续“严控增量、优化存量、提高质量”，房地产投资或已非短期稳增长的主要工具，行业修复可能更多体现为结构性、区域分化的过程，核心城市有望率先企稳，三、四线城市的调整周期可能更长。

图 30：地产新开工面积、竣工面积和销售面积同比




数据来源：Wind，东莞证券研究所

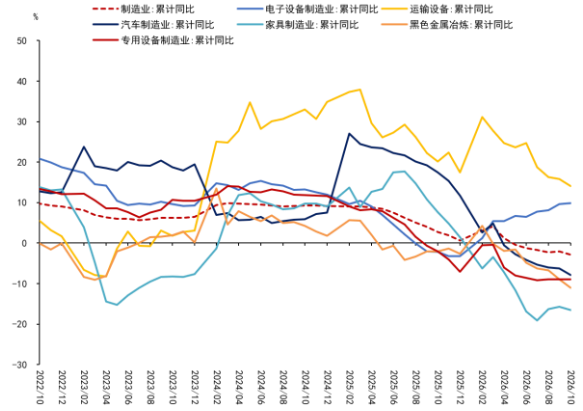
图 31：商品房待售面积




数据来源：Wind，东莞证券研究所

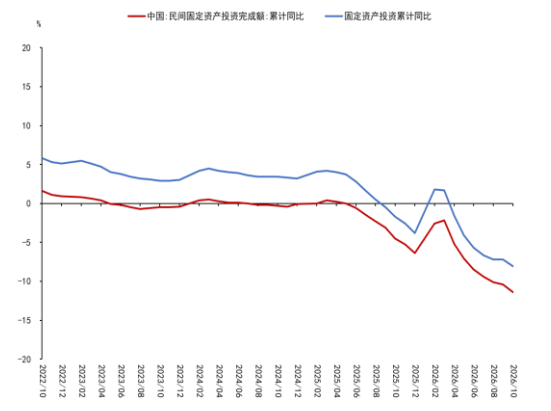
**制造业投资方面，制造业投资有望逐步走出负增长，但回升的行业分布较为集中。**2026 年制造业投资下降 2.9%，降幅较 1—9 月有所扩大，投资主要集中在铁路船舶航空航天、电子信息等少数景气行业。支撑因素可能主要有三个方面：一是人工智能算力与先进制造相关产业链的资本开支仍处扩张期，计算机、通信和其他电子设备制造业 1—10 月增长 9.9%；二是大规模设备更新形成的中长期技改需求仍在释放；三是产能治理推动落后产能退出，供需格局改善后优势企业的扩产意愿可能有所回升。制约则在于部分传统制造业产能利用率仍有待提升，中小企业盈利修复尚不充分，民间投资 1—10 月下降 11.4%也反映出民营企业预期的改善可能仍需要时间。

图 32：制造业投资回升的行业分布或较为集中




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 33：民营企业预期的改善可能仍需要时间

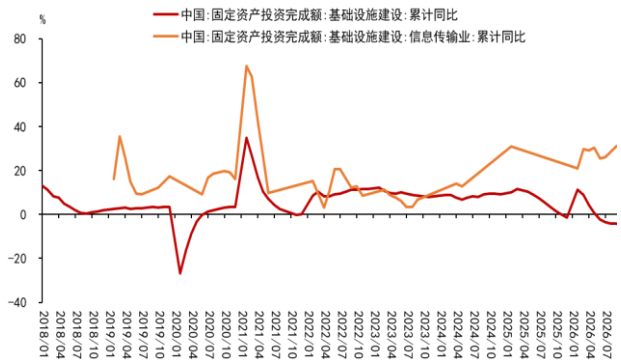



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**基建投资方面，基础设施投资有望在政策接力下温和修复。**2026 年 1—10 月基础设施投资下降 5.1%，其中信息传输业增长 32.0%、航空运输业与水上运输业均增长 12.5%，传统交通水利领域受地方财力影响相对明显。支撑因素可能主要来自两方面，一是新增专项债额度有望进一步提升，且用于项目投资的比重提高，地方建设资金的压力或相应缓解；二是“十五五”重大工程项目逐步进入集中落地期，实物工作量形成节奏有望改善。制约则在于地方政府财力空间，土地出让收入或将承压，增量财力

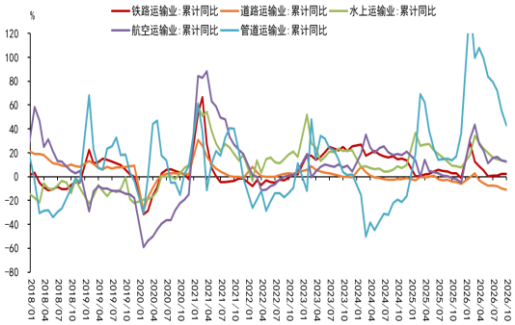
可能相对有限。结构上，能源、信息、航空等新基建领域有望继续主导基建投资方向。

图 34：信息传输业投资增速表现亮眼




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 35：运输业投资累计同比增速

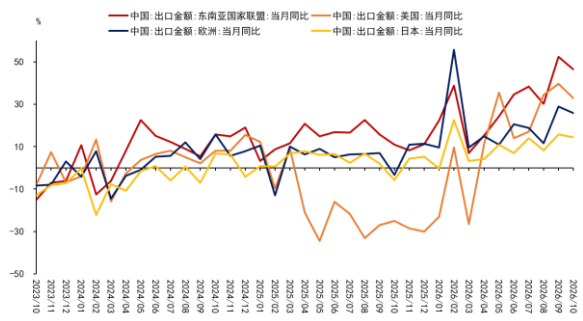



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**外贸方面，高基数下读数或有所回落，实际景气仍需区别看待。**2026 年 1—10 月出口增长 22.7%，人工智能相关产业链需求的集中释放叠加部分商品价格上涨，共同对金额增速形成了推升。随着基数抬升，2027 年出口读数或将回落，但更值得关注的可能是回落的方式与结构，而非回落本身。

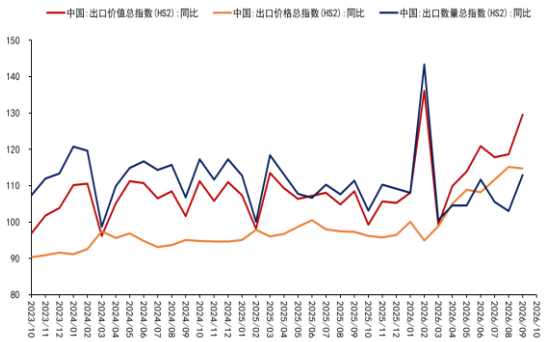
出口回落的幅度可能小于简单线性外推的结果，原因或大致有三。其一，资本开支放缓并不必然等同于需求萎缩，全球算力基础设施建设仍在推进，只是扩张斜率或趋缓，存量订单的交付与产业链补库存需求或仍将对出口形成支撑。其二，全球供应链的紧平衡状态或可提供额外支撑，主要经济体推动产业备份与回流，客观上可能增加了对资本品与中间品的需求，机械与电力设备等资本品出口在2026年已有所表现。其三，非人工智能领域或存在一些结构性亮点，东盟等新兴市场需求景气度相对较高，中国—东盟自贸区合作持续深化，市场多元化格局的缓冲作用可能有所增强。从进口看，其修复斜率可能更多取决于内需修复的力度，若设备更新与基建项目落地有所加快，资本品与中间品的进口需求或有望相应改善；贸易顺差规模较 2026 年可能有所收窄，净出口的拉动作用或相应减弱。

图 36：对东盟出口增速表现亮眼




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 37：出口价值总指数

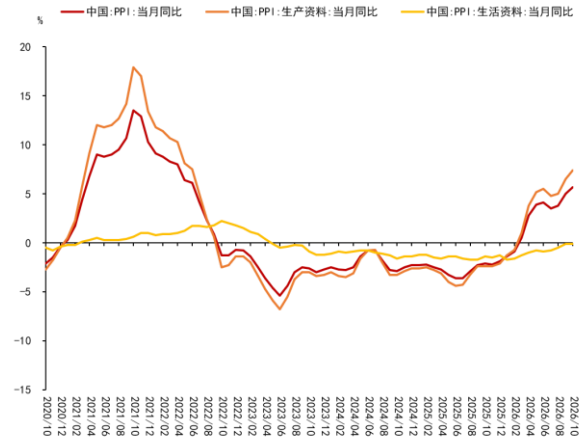



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**通胀方面，PPI 同比读数或下移，CPI 有望温和回升。**PPI 方面，同比读数下移的可能性较大，环比能否维持正增长或更值得关注。读数下移的直接原因可能是基数，2026 年下半年 PPI 环比持续为正形成的同比高基数，或将在 2027 年同期显现，即便环比继续上涨，同比读数也可能自然回落。支撑因素或依然存在，重点行业的价格自律与产能退出对上游价格仍有一定支撑；制约则在需求端，价格向中下游的传导并不充分。总体看，PPI 环比有望保持正增长，同比读数虽有回落，但回到深度负增长的可能性或相对有限。CPI 方面，CPI 有望延续温和回升态势。支撑因素可能主要来自服务价格修复，服务消费扩容或带动文体、旅游、健康等领域价格上涨，房租与劳动密集型服务价格随就业改善而回升，食品端猪肉价格的下行空间可能相对有限。制约则在于商品价格传导效率与居民消费意愿，若商品零售价格持续低迷，CPI 的回升幅度可能也会受到一定限制。

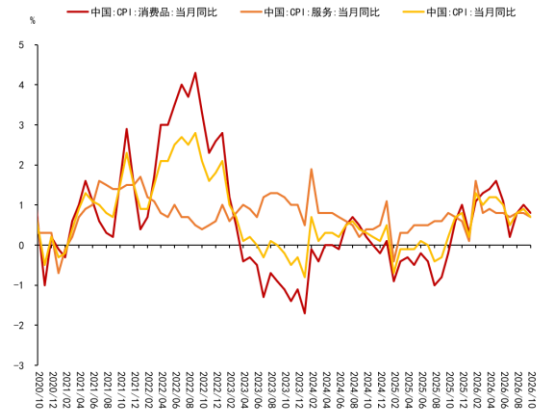
价格修复的意义可能不止于读数本身。PPI 由负转正意味着企业营收名义增速回升，在成本相对刚性的条件下，利润弹性往往会被放大，这对 A 股盈利的判断或具有直接意义。但也需看到，价格向盈利的传导存在时滞，行业分化明显，上游资源品与中游制造的价格涨幅差异，可能在一定程度上决定利润的分配格局。

图 38：生活资料和生产资料当月同比




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 39：消费品与服务价格当月同比




数据来源：Wind，东莞证券研究所

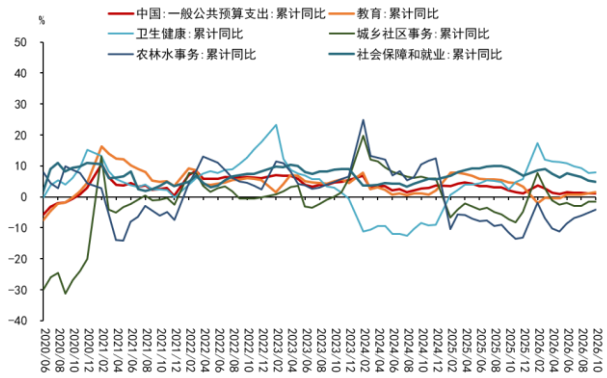
**财政政策方面，赤字率有望维持较高水平，支出结构进一步向民生与消费倾斜。**2027 年财政政策有望延续积极取向，但发力方式与 2026 年或有所不同。从政策导向与市场预期看，预算内赤字率维持在 4%左右的可能性较大，超长期特别国债与地方政府专项债发行规模或仍将保持在一定的水平，用于项目投资的比重有望进一步提高。广义赤字方面，由于置换存量隐性债务的再融资债逐步退出，全口径赤字规模可能较 2026 年略有收敛，但财政对实体经济的实际支持力度，未必会随全口径赤字规模同步变化。

财政发力的方向有望更明确地向民生与消费倾斜。2026 年社会保障和就业、教育、科学技术、卫生健康等重点领域支出增幅已处于近三年同期较高水平，一般公共预算支出首次突破 30 万亿元。2027 年这一趋势有望延续：一是“投资于人”导向下，

生育支持、养老保障、医疗卫生等领域支出有望继续增加；二是消费端的支持方式或从商品补贴更多转向服务消费与居民收入，财政资金可能更侧重提升消费能力，而非直接补贴商品购买；三是重大项目建设的资金保障或继续加强，专项债用于项目投资的比重有望提高。

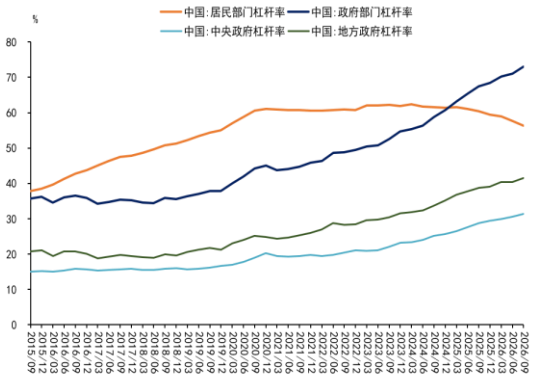
财政政策对经济的实际拉动，关键可能在于两个环节。一是资金下达与项目储备的匹配，2026 年专项债发行进度与项目落地节奏存在错位，若 2027 年提前批额度下达更早、项目储备更充分，一季度实物工作量有望好于季节性水平。二是地方政府的支出意愿，化债压力缓解后，地方在民生与建设之间的取舍，可能较大程度影响财政乘数的大小。两环节的改善程度，或可作为观察财政发力的重要线索。

图 40：一般公共预算支出累计同比增速




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 41：宏观杠杆率




数据来源：Wind，东莞证券研究所

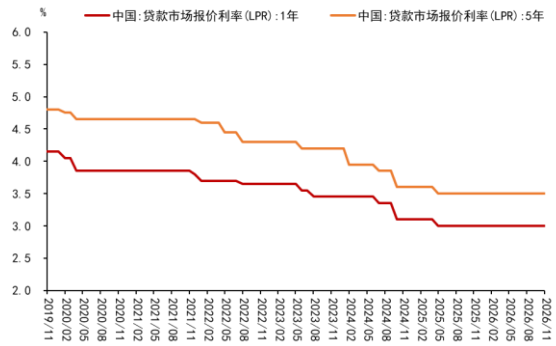
**货币政策方面，政策框架改革仍是主线，关注结构性货币政策。**货币政策在 2027 年的重心或更多转向框架改革与结构引导，结构性工具的操作频率可能高于总量工具。判断依据可能主要有三。其一，贷款利率已降至较低水平，2026 年三季度货币政策执行报告指出，与海外相比我国贷款利率已相对较低、企业债信用利差较窄，这或在一定程度上意味着进一步降息的必要性有所降低。其二，银行净息差持续承压，继续下调 LPR 对银行体系稳健性的影响仍需综合权衡。其三，物价已由负转正，“促进物价合理回升”的目标已部分实现，宽松的紧迫性可能相应减弱。这几点或共同指向一个取向：政策发力可能更多依靠定向工具而非全面宽松。

政策框架的变化或值得重点关注。2026 年金融街论坛提出研究将公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜，使隔夜回购利率逐步承担主要政策利率职能。这一调整的意义可能在于理顺利率走廊、提升政策利率向市场利率的传导效率，本身并不等同于降息，但可能改变短端利率的波动特征与曲线形态。若该机制在 2027 年上半年逐步落地，货币市场利率的波动区间或有所收窄，短端利率对政策信号的敏感度可能上升，对债券市场的定价逻辑也可能产生一定影响。

总量工具方面，2027 年上半年仍存在降准可能，或主要用于对冲政府债券发行带来的流动性扰动与信贷投放的中长期资金需求。结构性工具有望继续承担主要职能，

科技创新、绿色低碳、普惠小微、服务消费等领域或是重点支持方向，养老、消费等新设再贷款工具的额度与适用范围有望进一步扩展，结构性工具的落地节奏与使用频率可能高于总量操作。对资产价格而言，货币政策的影响正从总量宽松驱动转向结构引导与框架优化驱动，流动性对估值的直接推动力可能有所减弱，而盈利与产业趋势对定价的权重或将上升。

图 42：LPR 一年期和五年期利率




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 43：社融存量同比增速

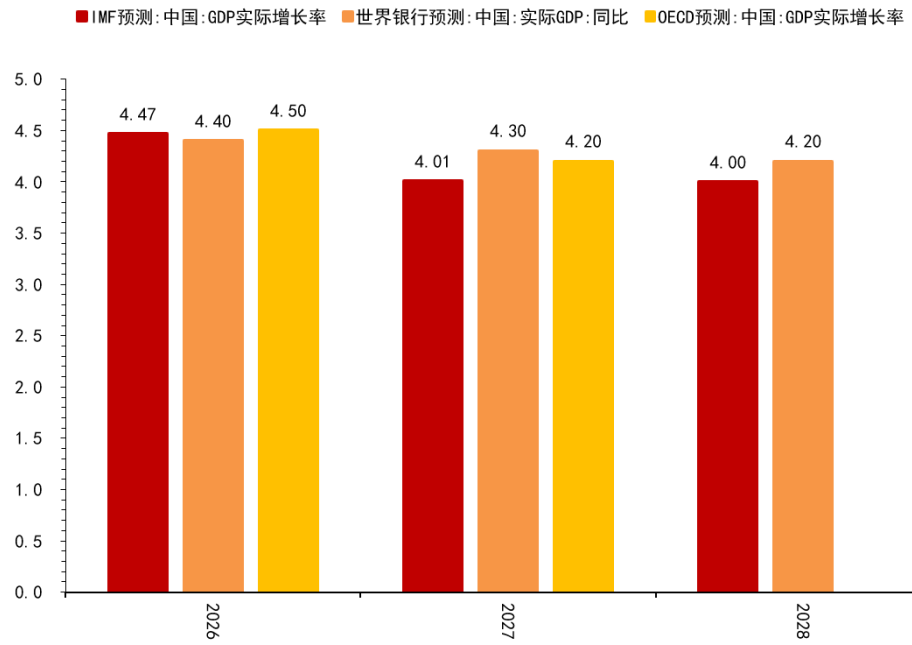



数据来源：Wind，东莞证券研究所

综合来看，2027 年上半年经济运行的关键词，可能仍是结构优化与价格修复。外需支撑较 2026 年有所减弱，内需修复则需要时间，二者的接续节奏或在较大程度上决定经济运行表现。财政与货币均保持了必要的支持强度，但工具使用正从总量扩张转向结构引导，政策作用或更多体现为引导作用。同时仍有一些方面或需持续跟踪。外需仍有不确定性，但或彰显韧性；内需修复方向清晰但弹性尚待增强；价格基数抬升使同比读数承压，若环比动能不足，低通胀预期仍有可能反复。不过，支撑经济平稳运行的因素亦在积累。服务消费扩容、制造业升级与“十五五”重大项目落地，或共同构成内需接续的抓手；PPI 环比转正后企业营收与利润的修复，也可能对投资意愿形成正向反馈。价格因素与政策前置这两个变量若能兑现，市场对 2027 年企业盈利预期或存在上修空间。综合而言，2027 年中国经济有望在结构优化中保持稳健增长，经济增长的质量与可持续性将继续提升。

**根据 Wind 数据，截至 11 月 24 日，IMF、世界银行以及 OECD 对我国 2027 年 GDP 同比增速的最新预测分别为 4.01%、4.30%和 4.20%，对我国未来经济增速保持稳健增长的预期。**

图 44：国际机构对中国经济增速预测（%）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：Wind 数据显示，OECD 并未对 2028 年全球经济增速进行预测，故相关数据存在缺失。

## 2.2 2027 年上半年资本市场展望：深化投融资综合改革，推动资本市场“十五五”高质量发展

2025 年 7 月中央政治局会议强调，深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心。国家“十五五”规划纲要和金融强国“十五五”规划也都对资本市场作出战略部署。“十五五”规划纲要提出要提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能。

而证监会副主席也明确“十五五”资本市场核心目标，即打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，以持续深化投融资综合改革为牵引，以提高制度包容性、适应性为导向，以依法从严加强监管为保障，加快推进实施新一轮的资本市场改革开放。力争到 2030 年，资本市场建立 40 周年之际，资本市场高质量发展的新格局基本形成，综合实力与国际竞争力明显提高。

2027 年作为 “十五五”规划实施承上启下的关键之年，我们认为政策将持续深化投融资综合改革，不断提升资本市场韧性和信心，共同推动资本市场“十五五”高质量发展。

首先，要继续深化投融资综合改革，在科学把握投融资节奏的同时在结构上进一步优化，继续改善资本供给结构，加快发展壮大长期资本、耐心资本，提升市场韧性和信心；在入口端仍需做优做精，同时优化上市公司增减持回购制度，推动常态化退市机制。其次，聚集市场主体多方合力，改善资金供给。上市公司要持续优化公司治理，不断加大增持回购分红力度；政策支持与长周期考核进一步引导险资权益配置规模有望继续扩大；公募基金改革和对外开放有望进一步提升资金供给。

### 2.2.1 深化投融资综合改革，提升市场韧性和信心

今年是“十五五”开局之年，证监会深入落实国家“十五五”规划和新“国九条”部署，一体推进防风险、强监管、促高质量发展，市场基础制度逐步完善，全链条监管体系不断健全，投融资综合改革持续推进，资本市场动能向新、结构向优、生态向好，有效回报投资者、有力服务经济社会高质量发展。

在今年年初的证监会系统工作会议，研究部署 2026 年工作中就明确，要持续深化资本市场投融资综合改革，提高制度包容性、适应性和竞争力、吸引力，努力实现质的有效提升和量的合理增长，切实增强市场内在稳定性。会议提出“五个坚持”，明确提出继续深化公募基金改革，持续拓宽中长期资金来源渠道和方式，全力营造“长钱长投”的市场生态，持续提升上市公司规范运作水平，完善分红回购、股权激励和员工持股等制度安排，为全年资本市场指明政策方向。

今年 6 月份 2026 陆家嘴论坛上，吴清主席发表主题演讲，明确要更好地服务新质生产力和经济高质量发展，提出主动拥抱新一轮科技革命和产业变革，持续增强资本市场制度包容性、适应性，做好科技金融大文章。政策引领科技创新和产业创新深度融合，为我国本土高科技产业投融资提供了重要支撑。7 月政治局会议也提出深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心。而在今年 11 月份，央行更是启动开展第三批互换便利操作，操作金额 1000 亿元；同时降低增持回购再贷款利率。随后沪深北交易所自 11 月 30 日起将融资保证金比例下限从 100%降低至 80%，并同步推出新一批降费措施，创业板也将引入做市商制度，凸显对资本市场的持续关注和积极政策导向。

不过也要看到，随着国际形势复杂多变、人工智能快速发展，以及中国式现代化的全面提速，资本市场的发展也面临严峻挑战。首先，外部环境复杂多变，全球经贸格局和治理体系新旧交替、规则重构，地缘政治冲突延宕反复，主要经济体政策走向不确定性加大，全球资本市场正在经历新一轮的资产再定价、再平衡。需要不断增强确定性制度供给，不断提升抵御各类“黑天鹅”“灰犀牛”等重大风险事件的能力和韧性。其次，这一轮以人工智能为代表的科技革命，从科技创新到产业变革的边界更加模糊，其对经济金融和资本市场的发展也将带来深远影响和挑战，需要更好地统筹发展与安全。再次，中国金融结构的深刻变革，人口结构变化、低利率环境下资产配置深度再平衡，以及中国式现代化和金融强国的使命任务，都需要资本市场提供全链条、接力式的金融服务，需要更加强大的资本市场。

展望 2027 年上半年，我们认为政策将继续深化投融资综合改革，在科学把握投融资节奏的同时在结构上进一步优化，强化对新型前沿科技企业的上市融资支持，同时也要支持新型消费、传统产业升级等不同领域优质企业上市发展，促进市场均衡协调发展。未来将继续改善资本供给结构，加快发展壮大长期资本、耐心资本，进一步推动主动性 ETF 发展；推动互换便利常态化运作；同时进一步强化上市公司增持回购制度，以及评估量化和减持制度的优化。在入口端仍需做优做精，同时优化上市公司增减持回购制度，推动常态化退市机制，促进资本市场资源有效配置与中长期平稳健康发展。

**优化投融资和资本供给结构改革，聚集全方位合力，提升市场整体韧性。**

**在制度方面，**此前科创板“1+6”改革落地，设置科创成长层，重启未盈利企业适用的第五套上市标准。而 2026 年 6 月 17 日上交所发布专项指引，第五套标准适用范围扩展至人工智能大模型企业，并支持量子科技、生物制造、具身智能等前沿赛道，凸显对新型前沿科技企业上市融资支持，而从吴清主席在中国资本市场学术年会的讲话来看，新型消费、传统产业升级也将获得政策关注，市场投融资结构进一步优化。**在市场层面，**需要聚集全方位合力，推动央行互换便利常态化运作，为市场主体提供更多的低成本资金支持。同时结合央行政策推动回购增持再贷款的制度优势，鼓励和支持上市公司主体积极参与，提升市场信心。同时在长线资金上，有望进一步扩充主动型 ETF 基金规模，优化险资中长线考核制度，进一步夯实耐心资本规模，持续提升资本市场韧性。

表 1：2026 年资本市场重要事件及政策

| 政策层级 | 重要事件及政策内容 |
|---|---|
| 证监会 | 1 月发布《公开募集证券投资基金业绩比较基准指引》 |
| 证监会 | 3 月发布《关于短线交易监管的若干规定》 |
| 全国人民代表大会 | 3 月发布《十五五规划纲要》，提出要提高资本市场制度包容性、适应性，健全投资和融资相协调的资本市场功能 |
| 证监会 | 4 月发布《关于深化创业板改革 更好服务新质生产力发展的意见》 |
| 中央政治局 | 4 月政治局会议提出要稳定和增强资本市场信心 |
| 国务院 | 6 月发布关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见 |
| 证监会等八部委 | 5 月发布《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》 |
| 证监会主席 | 6 月证监会吴清主席在 2026 年陆家嘴论坛上的主题演讲：进一步健全投融资相协调的资本市场功能更好地服务新质生产力和经济高质量发展 |
| 中央政治局 | 7 月政治局会议提出：深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心 |
| 证监会 | 7 月就完善上市公司再融资规则公开征求意见 |
| 证监会 | 8 月发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》 |
| 证监会 | 9 月就《私募投资基金募集监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见 |
| 国新办 | 9 月举行“开局起步‘十五五’”系列主题新闻发布会，介绍金融领域贯彻落实“十五五”规划、推动金融强国建设有关情况 |
| 证监会 | 10 月就《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》及配套规则公开征求意见 |
| 证监会主席 | 10 月证监会吴清主席在 2026 金融街论坛年会上的主题演讲：统筹发展和安全 坚持开放与合作 奋力谱写资本市场“十五五”高质量发展新篇章 |
| 央行 | 11 月央行开展第三批互换便利操作，操作金额 1000 亿元，31 家证券、基金公司参与投标，中标费率为 10 个基点 |
| 沪深北交易所 | 11 月沪深北交易所通知，自 11 月 30 日起将融资保证金比例下限从 100%降低至 80%；沪深交易所、中国结算推出新一批降费措施；创业板将引入做市商制度，科创板做市规则同步酝酿修订 |

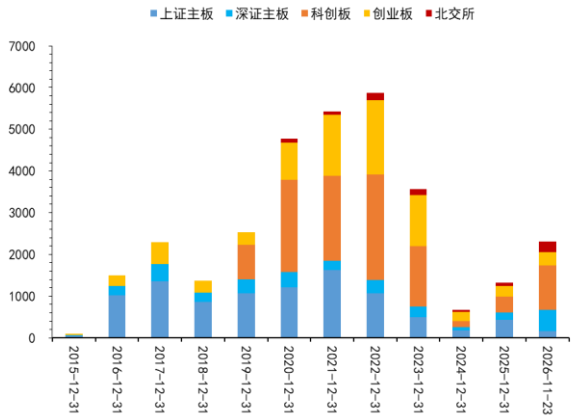
资料来源：证监会，Wind、东莞证券研究所

**IPO 市场融资凸显“科技含量”，未来融资节奏有望保持平稳。**截至 2026 年

11 月 20 日，2026 年 IPO 家数和融资金额分别为 137 家和 2302.73 亿元，较 2025 年全年分别增加 21 家和增加 985.02 亿元。2026 年整体股权融资较 2025 年有所上升，但总体规模仍维持在中等水平。分板块来看，科创板、创业板、主板及北交所上市新股数分别为 20 家、23 家、23 家、71 家，分别较 2025 年全年增加 1 家、减少 10 家、减少 15 家和增加 45 家。从家数来看，北交所融资家数占比较多。而从融资规模来看，科创板（截止 11 月 20 日）今年融资 1062.32 亿元，占今年总融资额 46%，凸显资本市场“科技含量”明显提升。同时，我们也看到，9 月份之后市场整体的融资规模有所回落，未来的融资节奏依然可控，有望保持平稳。而从结构上，除了部分“硬科技”龙头之外，部分新型消费、传统产业升级等领域优质企业也有机会获得融资支持，促进市场均衡协调发展。

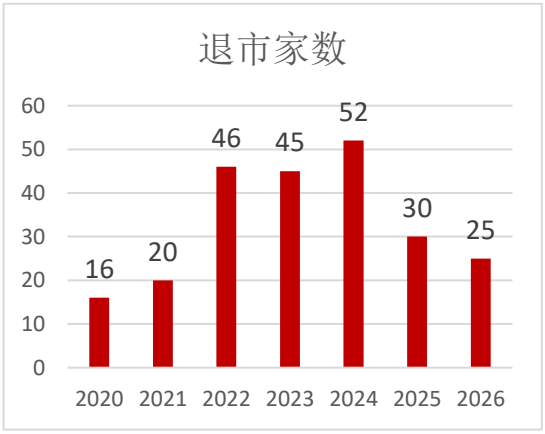
**常态化退市机制持续推进，优化市场生态。**截至 2026 年 11 月 20 日，2026 年共有 25 家 A 股上市公司退市，较 2025 年全年减少 5 家。2026 年以来，退市原因主要涵盖财务型退市、规范型退市、交易型退市、重大违法强制退市、主动型退市和其他型退市等，其中财务型退市居多。而从退市主体来看，既有主板公司，也有创业板和科创板公司，凸显退市制度落地的全面性。当前多元退市格局初步形成，资本市场优胜劣汰机制有效运转，预计未来常态化退市机制将持续推进，有望推动资本市场优化资源配置功能的有效发挥，优化市场生态，促进资本市场中长期健康平稳发展。

图 45：各板块 IPO 募集金额（亿元）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 46：退市家数（家）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 2.2.2 聚集市场主体多方合力，改善资金供给，壮大市场稳定力量

国家“十五五”规划和金融强国建设对我国资本市场发展提出新的要求，当前我国资本市场运行底层逻辑已悄然发生深刻变化，中国资产的配置价值更加凸显。展望 2027 年上半年，我们认为政策将更多聚焦市场主体的多方合力，持续推进制度创新，优化和改善资金供给，不断壮大市场稳定力量，持续提升市场韧性和信心。

**上市公司主体受益于政策引领，有望持续优化公司治理，不断加大增持回购分红力度，提高公司投资价值，强化投资者回报。**

管理层在多次会议中表示，鼓励有条件的上市公司加大回购增持等力度，更好回

报投资者。今年 10 月 18 日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，设立股票回购增持再贷款，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票，进一步提振市场信心。政策明确将回购再贷款由阶段性安排转为长期制度性安排，利率大幅下调至 1%，较初期 1.75%下降 75BP，有望为市场带来持续稳定资金支持。数据显示，股票回购增持再贷款签约金额达 4400 亿元，发放超 2800 亿元。

数据显示，今年以来上市公司的重要股东呈净减持态势，但减持规模较 2025 年明显减少，近期更是持续呈现出净流入态势。具体来看，2026 年（截止至 11 月 20 日）上市公司的重要股东净减持 723.74 亿元，较 2025 年的净减持规模明显下降。2026 年 1—4 月减持的月均减持规模较大，但 5、6 月份出现大额净增持。10 月、11 月再度出现月度净增持态势，凸显出上市公司在增持层面的变化。

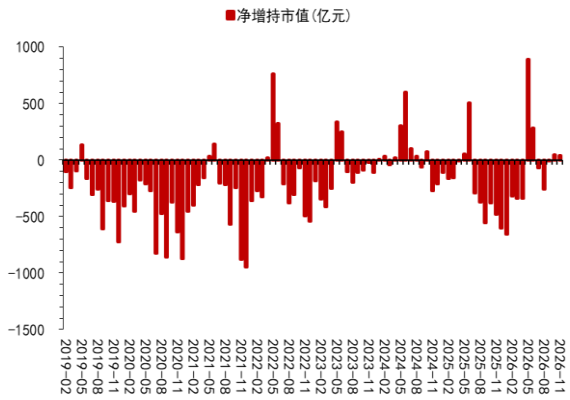
此外，今年以来，不少上市公司也积极开展股份回购，回购股份的积极性稳步提升。数据显示，今年前 10 个月，沪深两市 645 家上市公司披露 700 单 2377 亿元股份回购计划，其中回购注销金额 1150 亿元，占比近 50%，747 家公司实际实施回购 1345 亿元，回购计划金额、实际回购金额、回购注销金额及占比均创历史新高。截止 11 月 20 日，今年最新的实际回购金额达到 1569 亿元，已经超过 2025 年全年回购金额，今年实际回购实施金额有望创出历史新高。

值得注意的是，上市公司管理层发布增持以及上市公司发布回购公告的金额远超实际落地金额，意味着后续增持和回购力度有望延续，特别是在央行增持回购再贷款政策的支持下，相关增持回购动作有望在 2027 年上半年继续推进，为市场带来持续的资金支持。

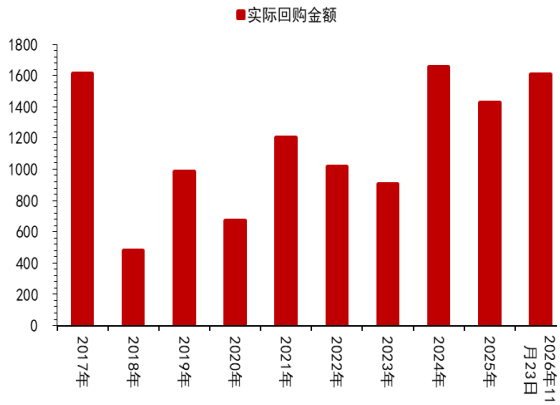
**央行 11 月开展第三批互换便利操作，进一步提升机构参与度。**从机构层面，央行在 11 月份再次扩大互换便利业务的参与机构范围和资金额度，开展第三批互换便利操作，申请额度超过 1000 亿元。目前 31 家证券公司和基金管理公司参与，近日就开始操作。此前在 2024 年 9 月，人民银行会同证监会、金融监管总局推出证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款两项新的货币政策工具。截至今年 10 月底，已开展了两批次互换便利操作，28 家证券公司和基金管理公司参与，合计金额 1050 亿元。而此次开展第三批互换便利操作，有望进一步提振市场信心，推动以证券公司、基金公司为代表的机构积极参与，强化行业机构的专业投资能力和带动效应，预计未来互换便利将逐步常态化，成为机构参与市场的重要政策工具。

图 47：企业重要股东的增持力度有待加强

图 48：企业回购金额（亿元）



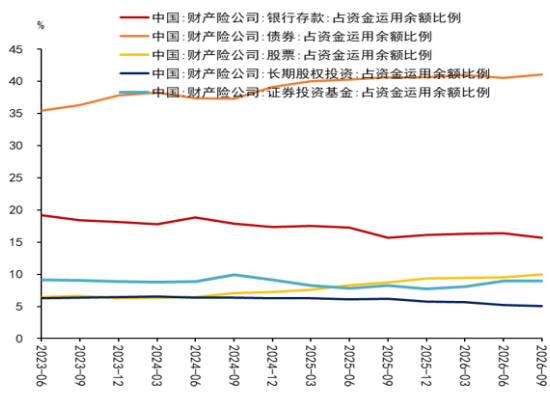

数据来源：iFinD，东莞证券研究所




数据来源：Wind，东莞证券研究所

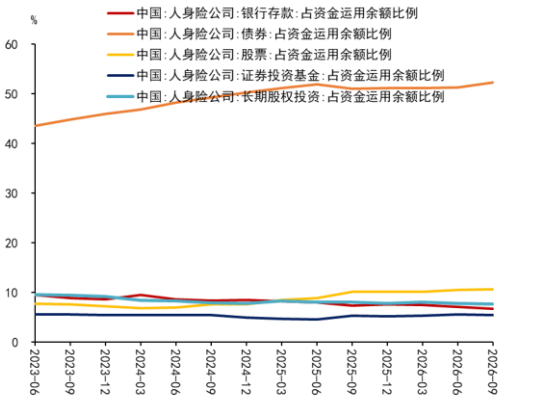
**政策支持与长周期考核进一步引导险资“长钱长投”，险资权益配置规模有望继续扩大。**政策鼓励推动健全适配长期投资的长周期考核机制，扩大中长期资金来源、渠道和入市方式，壮大市场稳定力量。险资作为“长钱长投”的重要力量也受到政策持续关注。金融监管总局 8 月发布《保险公司资产负债管理办法》，明确要求人身险公司净投资收益覆盖率≥100%，引导险资加大高股息权益资产配置；2026 年 9 月落地 700 亿元特别国债，直接向中国人寿、中国人保等 5 家保险机构补充核心资本，有望直接扩大险资权益配置空间。截至 2026 年 9 月，财产险公司的股票、长期股权投资、证券投资基金占资金运用余额比例分别为 9.95%、5.07%和 8.97%。人身险公司的股票、长期股权投资、证券投资基金占资金运用余额比例分别为 10.6%、5.47%和 7.69%。其中，人身险公司和财产险公司投资于股票占资金运用余额比例持续走高并创历史新高。在政策支持以及未来全面落实三年以上长周期考核背景下，预计 2027 年上半年险资入市力度继续加大，权益资产配置比例有望进一步提升，为市场带来增量资金。

图 53：财产险公司各资产占资金运用余额比例




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 54：人身险公司各资产占资金运用余额比例



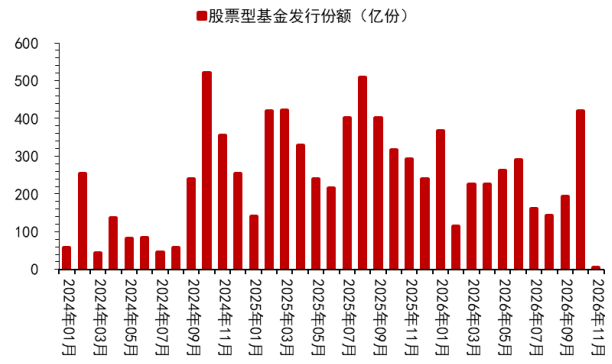

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**公募基金改革和对外开放有望进一步提升资金供给。**2026 年公募基金改革进入

深水区，核心围绕“重规模”向“重回报”转型落地。年初费率改革继续推进；随后行业激励约束体系首次纳入基金利润率、盈利投资者占比等投资者盈亏指标；10 月份《公开募集证券投资基金运作管理办法（征求意见稿）》公开征集意见，有望在发行门槛、投资灵活度、风格管控、治理效率等方面全面优化。从数据来看，截止 11 月 20 日，权益类基金资产净值接近 9 万亿，股票型基金和混合型基金资产净值较 2025 年底均有所回落，不过被动型指数基金资产净值占比明显提升。而从发行数据来看，今年累计发行股票型基金份额 2400 多亿份，总体保持稳定。特别是近期证监会批准首批 18 只主动 ETF 注册，将推动基金产品创新发展，为市场引入更多增量资金。

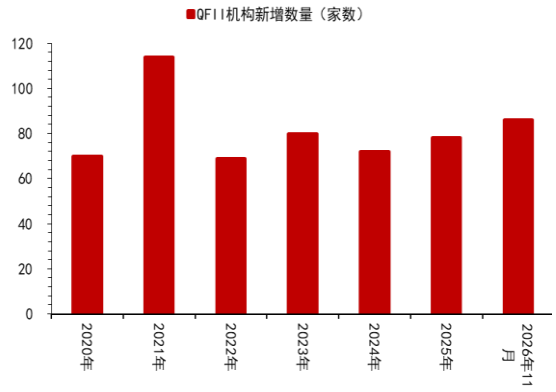
而进一步扩大资本市场对外开放，提升 QFII 投资运作便利，有望为市场带来更多外部资金配置需求。近几年获得 QFII 资格的海外机构数量持续增加，今年截止 11 月 20 日，新增 QFII 机构数量达 86 家，超过了 2025 年。管理层已明确，将从市场、机构、产品等方面入手，进一步提高跨境投融资便利化水平，提升 QFII 投资运作便利度，支持境内外机构合作推出更多基于中国资产的指数和产品。预计未来 QFII 机构数量有望持续增加，QFII 投资国内市场的力度不断加大。

图 49：股票型基金发行份额（亿份）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 50：QFII 机构新增数量




数据来源：Wind，东莞证券研究所

**总的来看，2027 年作为 “十五五”规划实施承上启下的关键之年，我们认为政策将持续深化投融资综合改革，不断提升资本市场韧性和信心，共同推动资本市场“十五五”高质量发展。首先，要深入落实国家“十五五”规划和新“国九条”部署，以金融强国和资本市场“十五五”规划为重要指引，继续深化投融资综合改革，在科学把握投融资节奏的同时在结构上进一步优化，继续改善资本供给结构，加快发展壮大长期资本、耐心资本；在入口端仍需做优做精，同时优化上市公司增减持回购制度，推动常态化退市机制。其次，聚集市场主体多方合力，改善资金供给，壮大市场稳定力量。上市公司要持续优化公司治理，不断加大增持回购分红力度，强化投资者回报；央行互换便利操作常态化进一步提升机构参与度；政策支持与长周期考核进一步引导险资“长钱长投”，险资权益配置规模有望继续扩大；公募基金改革和对外开放有望进一步提升资金供给；最终促进资本市场资源有效配置**

**与中长期平稳健康发展。**

## 2.3 市场因素分析：盈利换挡，资金再平衡

### 2.3.1 盈利：增速高位回落，产业链分化加剧

此前上市公司公布了 2026 年三季报数据，尽管 2026 年三季度国内经济延续修复态势，但受内需修复节奏偏弱、上年同期基数抬升、资本市场活跃度回落导致非银金融投资收益的高基数消退等因素影响，A 股上市公司盈利增速较上半年有所回落。2026 年前三季度全部 A 股归母净利润同比增速为 7.96%，增速较 2026 年上半年回落约 10.66 个百分点。

从产业链来看，上游方面，受资源品价格中枢上移、AI 数据中心与新能源需求拉动，有色金属板块前三季度净利润同比增长 74.42%，但增速较中报回落 15.83 个百分点，价格对利润的拉动有所减弱；石油石化、煤炭板块分别增长 34.52%和 21.41%，保持正增长。受地产链需求偏弱、钢价承压影响，钢铁板块净利润同比下降 73.45%，降幅较中报扩大 32.11 个百分点；受生猪价格下行、养殖亏损影响，农林牧渔板块净利润同比下降 149.43%，仍处深度亏损。

中游方面，资源品涨价对中游成本的挤压逐步显现，利润增速普遍回落。电力设备板块前三季度净利润增长 16.78%，较中报的 38.01%明显放缓；机械设备增长 4.0%，小幅改善；基础化工增长 27.74%，较中报回落 11.27 个百分点。受需求偏弱影响，轻工制造净利润下降 22.65%，建筑材料下降 57%，降幅均较中报扩大。

下游方面，房地产前三季度净利润较上年同期减亏 78.88 亿元，但行业整体仍处于筑底阶段；家用电器下降 9.4%，食品饮料下降 6.7%，社会服务和汽车分别下降 7.82%和 23.2%，降幅较中报扩大，反映居民消费意愿偏弱、价格竞争延续；医药生物增长 15.55%，商贸零售增长 45.74%，保持高增长，是消费板块中少数的亮点；纺织服饰下降 1.47%，降幅收窄。TMT 行业方面，电子板块净利润增长 234.34%，AI 算力硬件是主要拉动；计算机增长 36.76%，但较中报回落 18.52 个百分点；通信增长 7.32%，小幅改善；传媒下降 5.7%，由正转负。金融板块方面，银行净利润增长 3.73%，较中报小幅改善，净息差压力缓解、负债成本下行形成支撑；非银金融下降 15.49%，较中报的 63.58%大幅转负，主要受 2025 年同期高基数与三季度市场波动影响。

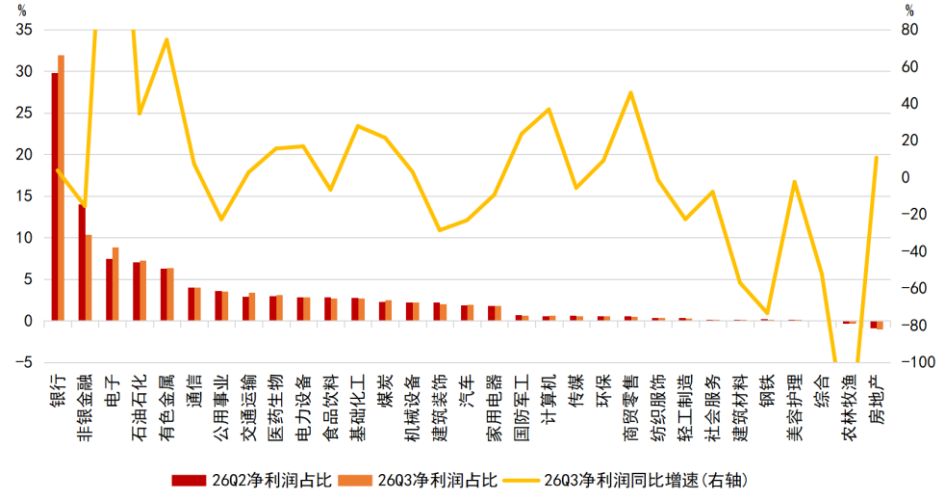
展望 2027 年上半年，稳增长接续政策将进入落地见效期。2026 年 7 月政治局会议定调宏观政策“发力提效”，积极财政与适度宽松货币协同发力，财政加快债券资金发行使用；9 月国常会部署盘活地方债限额、增加结构性再贷款；央行三季度货币政策报告提出加力实施资本市场支持工具。往后看，我国经济呈现动能向新、结构向优的态势，随着政策持续落地显效，基本面有望稳步修复，A 股盈利增速有望回升，修复广度逐步拓宽。

表 2：板块归母累计净利润同比增速（%）

| 板块 | 24Q3 | 24Q4 | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 | 26Q2 | 26Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 全部 A 股 | -0.15 | -2.00 | 3.53 | 2.59 | 5.73 | 2.40 | 8.69 | 18.62 | 7.96 |
| 全部主板 | -0.13 | -1.97 | 3.53 | 2.59 | 5.73 | 2.41 | 8.72 | 18.63 | 7.98 |
| 创业板 | -4.60 | -11.15 | 15.72 | 9.29 | 16.73 | 20.22 | 22.59 | 32.84 | 22.61 |
| 科创板 | -28.82 | -34.47 | -50.64 | -12.33 | 14.13 | 59.72 | 706.99 | 455.21 | 436.48 |
| 北证 A 股 | -8.77 | -8.17 | 4.79 | 2.99 | 4.46 | -2.07 | -0.45 | 16.67 | 2.13 |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 51：申万行业净利润占比变动及 2026Q3 上市公司净利润同比增速情况（%）

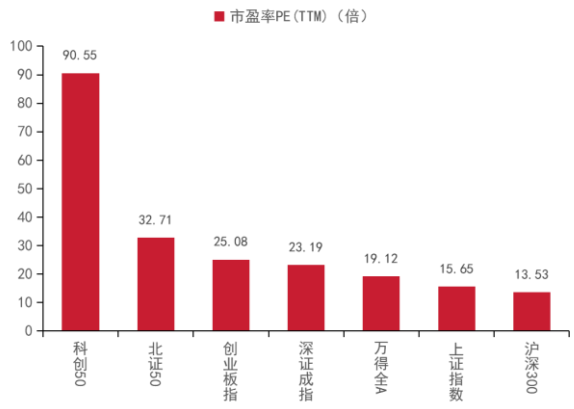



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

### 2.3.2 估值：回落至历史中枢，全球比价仍占优

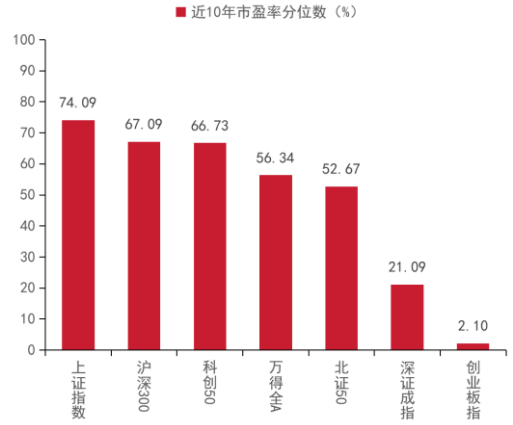
**从整体估值来看，根据 Wind 数据，截至 11 月 20 日，全部 A 股 PE（TTM）为 19.12 倍，处于 10 年估值分位数的 56.34%。**上证指数、深证成指、创业板指、沪深 300、科创 50 和北证 50 指数的 PE（TTM）分别为 15.65 倍、23.19 倍、25.08 倍、13.53 倍、90.55 倍、32.71 倍，分别处于 10 年历史估值分位数的 74.09%、21.09%、2.1%、67.09%、66.73%和 52.67%（其中科创 50、北证 50 上市均不足十年，这两个分位是成立以来的分位）。经过 2026 年下半年的回调，A 股消化前期悲观预期，与去年同期相比，主要宽基指数的估值分位普遍下移，整体估值已经回到中枢附近。与全球主要指数的估值相比，处于全球主要市场的估值洼地，性价比优势正在显现。从股债比来看，万得全 A 股债比达到 4.68，处于近 5 年分位数的近 80%左右，股票相对债券的收益优势凸显，权益资产取得正收益的概率较高。**总体来看，无论是横向对比还是纵向对比，当前指数估值已经释放了较多压力，估值修复的基础逐步夯实；同时，股债比抬升，大类资产配置视角下权益资产吸引力持续提升。在流动性维持合理充裕、政策托底发力、盈利预期逐步改善的背景下，2027 年上半年 A 股估值有望继续温和修复，修复更可能表现为中枢抬升、结构分化，而非全面拔估值。**

图 52：A 股主要指数估值水平



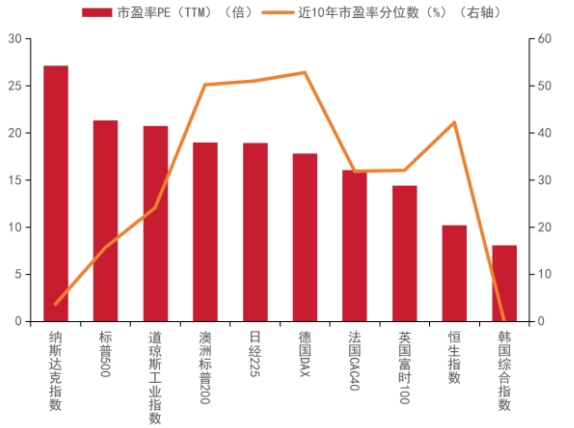

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 53：A 股主要指数近十年市盈率分位数



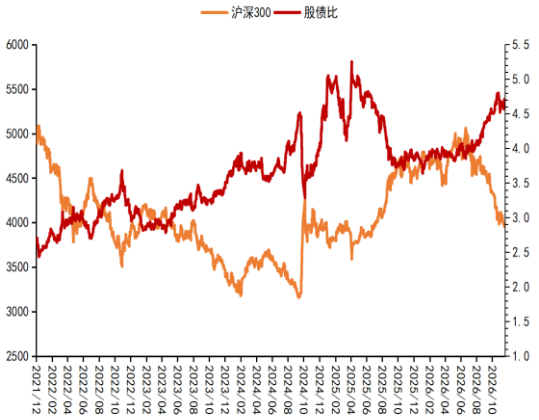

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 54：全球主要指数估值水平及分位数水平




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 55：股债比

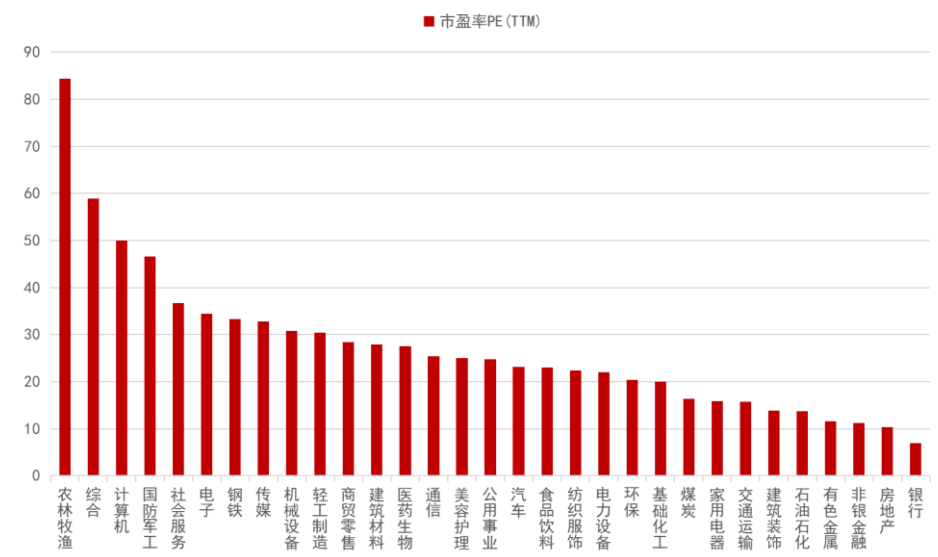



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**分行业来看，估值收缩是普遍现象，31 个申万一级行业中，估值分位高于 50%的仅 11 个**。截至 2026 年 11 月 20 日，农林牧渔、钢铁、煤炭、建筑装饰高于历史 80%分位，综合、银行、建筑材料、公用事业、轻工制造处于历史 70%—80%分位，家用电器、机械设备处于历史 50%—60%分位，其余 20 个行业估值普遍回落到中枢以下，有色金属已接近 0%分位，美容护理、通信、非银金融、国防军工分别为 0.33%、1.96%、2.76%和 2.88%，处于历史更低的分位数位置。从估值绝对值来看，银行市盈率估值相对较低，在 10 倍以下水平，而农林牧渔、综合和计算机的估值均在 50 倍以上。与 2026 年年初估值相比，行业估值的收缩集中在成长板块，计算机、电子、通信、房地产和国防军工等行业板块的估值较年初降幅较大。随着资本市场投融资综合改革落地、稳市机制常态化运行，以及社保、年金、保险等中长期资金持续入市，行业估值有望继续向上修复。但修复更可能是结构性的：银行、煤炭、公用事业等高分位板块的空间取决于盈利兑现，估值弹性有限；电子、计算机、国防军工、电力设备等低分位板

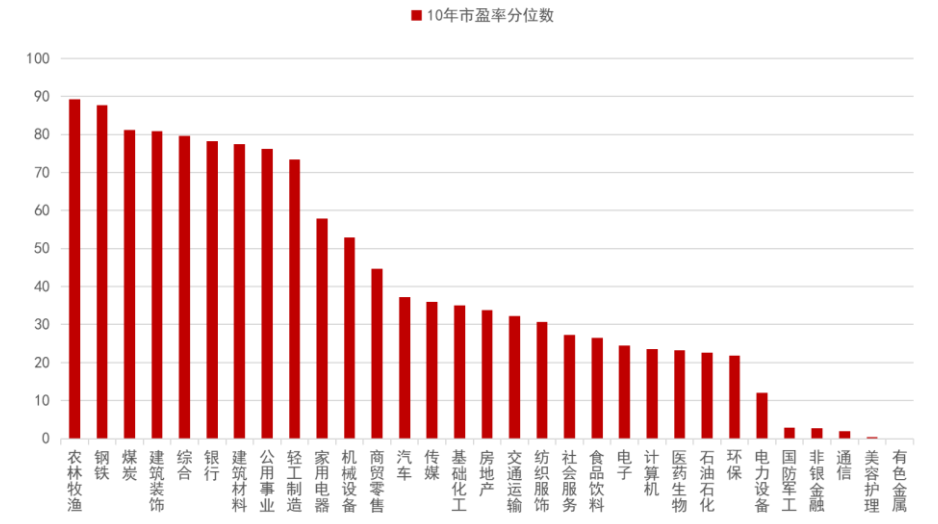
块，在盈利企稳后具备更大的修复弹性。

图 56：申万一级行业市盈率（倍）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 57：申万一级行业市盈率近十年分位数（%）



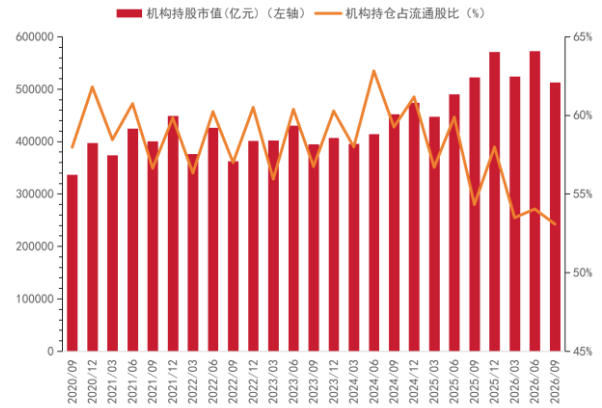

数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 2.3.3 机构持仓规模：总量收缩，长钱逆势加仓

**机构持仓规模方面，**截至 2026 年三季度末，所有 A 股机构投资者持股市值达 51.28 万亿元，较 2025 年末减少 10.18%。同期万得全 A 指数下跌 3.35%。此外，A 股机构投资者持仓市值占流通股市值比例达 53.08%，较 2025 年末减少 4.47 个百分点。具体来看，机构持仓规模前五位分别是一般法人、基金、陆股通、保险公司和非金融类上市公司。其中，一般法人机构持 A 股市值 40.41 万亿元，占据机构持仓的主导，

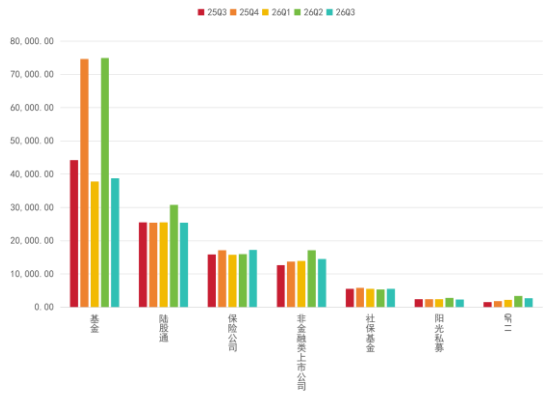
在机构总持仓中占比达 78.8%，对比 2025 年末增加 3.97 个百分点。而基金持仓规模环比下滑较为明显，2026 年三季度末基金持 A 股市值为 3.88 万亿元，环比大幅回落 48.19%。

图 58：国内机构投资者持仓 A 股市值占比（%）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 59：机构持仓市值变化（亿元）

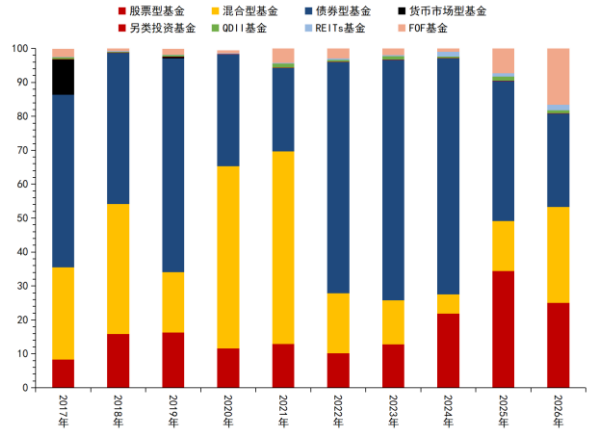



数据来源：Wind，东莞证券研究所

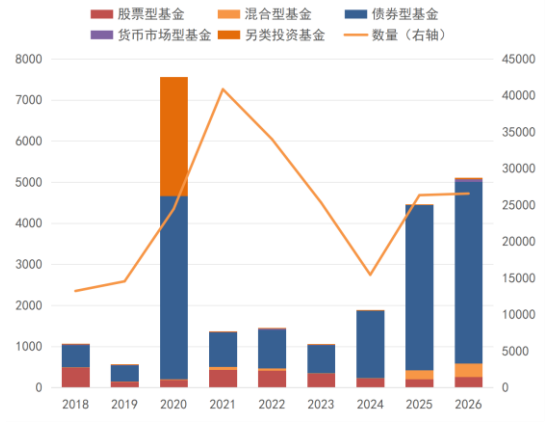
**基金发行方面，公募基金发行呈现“只数增、规模减”的特征。**公募基金方面，根据 Wind 数据，截至 2026 年 11 月 20 日，公募基金新发行基金 1729 只，合计约 9652 亿份，只数较去年同期增加 386 只，份数较去年同期发行规模减小 842 亿份，公募基金发行数量较去年同期有所增加，但规模有所减少，募资难度明显上升。从结构上看，新发股票型基金 743 只，发行份额 2419 亿份，只数较去年同期增加 19 只，但份数较去年同期发行规模减小 1188 亿份；新发混合型基金 458 只，发行份额 2727 亿份，只数和份数较去年同期增加 197 只和 1213 亿份。新发股票型基金和债券型基金分别占新发基金比例的 25.06%和 28.26%，占比较 2025 年分别下降 9.31 个百分点和 14.13 个百分点。混合型基金在新发基金中占比最高，为 28.26%，占比较 2025 年上升 13.82 个百分点。从存量变化来看，截至 11 月 20 日，公募基金累计份额达到 34.5 万亿份，较 2025 年末增加 2.5 万亿份。从资产净值来看，公募基金资产净值为 39.6 万亿元，较 2025 年末增加 2 万亿元。私募基金方面，从增量来看，截至 11 月 20 日，私募累计新发行规模达到 5108.31 亿元，较 2025 年同期增加 647.87 亿元，发行数量减少 880 只，呈现“规模升、数量降”的特征。

图 60：各类新发行公募基金比例（%）

图 61：各类私募基金存量规模（亿元）



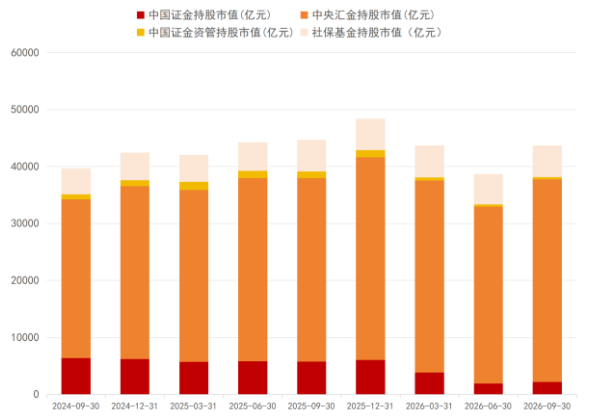

数据来源：Wind，东莞证券研究所




数据来源：Wind，东莞证券研究所

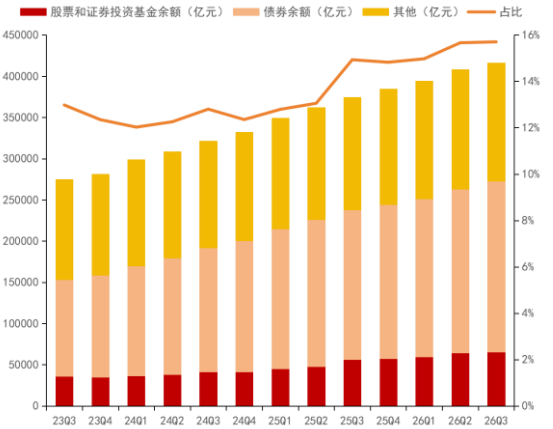
**重要机构方面，汇金、证金、社保基金持股规模继续扩张。**截至 2026 年三季度末，以汇金、证金和社保为首的机构持股市值达 4.38 万亿元，较 2026 年二季度末增长 13.07%，同期沪深 300 下跌 12.5%，机构持股逆势上升，稳定市场的作用明显。其中中国证金持股市值 2171 亿元，环比增长 14.39%，中央汇金持股市值 3.56 万亿元，环比增长 14.42%，中国证金资管持股市值 368 亿元，环比增加 10.18%，社保基金持股市值 5571 亿元，环比增长 3.91%。保险资金方面，权益配置比例续创新高。截至 2026 年三季度末，保险公司资金运用余额 41.64 万亿元，同比增长 11.1%。其中，人身险公司和财产险公司投资于股票和证券投资基金的余额合计达到 6.54 万亿元，同比增长 16.88%，在保险公司资金运用余额中的占比达到 15.7%，投资于股票和证券投资基金的余额规模和占比均创下 2022 年该数据披露以来最高。

图 62：汇金、证金等重要机构持股市值（亿元）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 63：保险公司投资于股票和基金余额（亿元）

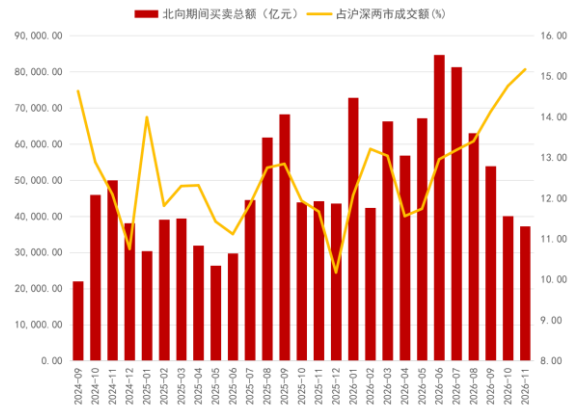



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**北向资金方面，成交额自 7 月高点回落，但占沪深两市成交额的比重不降反升。**2026 年 6—7 月，北向月度成交额突破 8 万亿元，为本轮高点；8 月以来连续三个月回落，由于同期两市成交额收缩得更快，从 7 月的日均 2.68 万亿元降至 11 月日均的 1.6 万亿元，北向成交占比由 2025 年 12 月的 11.7%升至 2026 年 11 月的 15.2%。持股方面，截至 2026 年 11 月 20 日，陆股通持有 A 股市值约 2.5 万亿元，约占 A 股流通

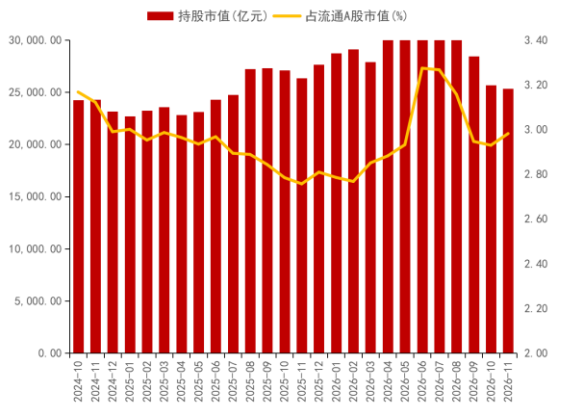
市值的 2.98%。与 2025 年末相比，持股市值减少 2324 亿元，占比却提高 0.17 个百分点，占比逆势上升并非外资加仓，而是同期 A 股流通市值收缩幅度更大，属于分母收缩带来的被动抬升。南向资金方面，截至 11 月 20 日，今年累计净流入约 4254 亿港元。

图 64：北向资金成交额占沪深两市成交额（%）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 65：北向资金占流通 A 股市值（%）




数据来源：Wind，东莞证券研究所

**总体来看，2026 年三季度机构持仓随市场调整收缩，但资金结构分化明显。**全部 A 股机构持股市值 51.28 万亿元，较 2025 年末减少 10.18%，占流通市值 53.08%；基金持仓大幅回落，一般法人占比升至 78.8%。与总量收缩相反，长钱仍在加仓：汇金、证金与社保合计持股 4.38 万亿元，环比增 13.07%，险资股票与基金投资余额 6.54 万亿元，占比 15.7%，创 2022 年披露以来新高。资金供给端呈“量增价减”：公募新发 1729 只、9652 亿份，只数增 386 只、份额减 842 亿份；私募新发 5108 亿元。外资交易活跃但持仓下降，北向成交占比升至 15.2%，陆股通持仓减少 2324 亿元；南向净流入 4254 亿港元，较峰值放缓。**展望 2027 年上半年，机构资金的增量仍主要来自长钱。投融资综合改革落地、稳市机制常态化，叠加社保、年金、保险权益比例提升和理财、养老金入市制度完善，中长期资金仍是市场的“压舱石”。**

# 3. 2027 年上半年市场展望与操作策略：沉潜蓄力，春山可望

## 3.1 2027 年上半年市场展望：沉潜蓄力，春山可望

2026 年指数冲高回落，沪指年内高点突破 4200 点后震荡下行，市场赚钱效应转弱，展望 2027 年上半年：

**从经济形势看，全球经济有望在加息尾声与 AI 支撑下温和回升，国内经济稳中提质。**国际环境方面，展望 2027 年上半年，能源供给修复是最关键的正面变量，AI 投资是最重要的增长支柱，而地缘谈判与 AI 回报验证是最主要的下行风险。若美伊谈判取得实质进展、霍尔木兹海峡如 IMF 基准假设自 3 月起逐步恢复通行，能源对通胀的推升将明显减弱，全球通胀有望于一季度见顶后回落；美联储加息周期大概率在上半年收尾，欧央行接近本轮终点，日本央行仍是唯一持续加息的主要央行；

全球增长在 AI 投资与能源供给修复的支撑下温和回升，但财政退坡、债务约束与 AI 回报验证构成制约。若冲突长期化、油价重回 100 美元上方，则通胀回落与加息收尾均将推迟，全球经济可能重回“类滞胀”格局。因此，基准情形下 2027 年上半年全球经济将呈现“增长分化修复、通胀见顶回落、货币紧缩收尾”的格局。国内市场方面，展望 2027 年上半年，经济运行的关键仍在于结构优化与价格修复的接续。2026 年由外需高增与价格回升共同支撑的格局，将面临基数抬升与外需温和回落的转换，经济增长能否保持平稳，较大程度取决于内需修复的力度。方向上，服务消费扩容、制造业升级与“十五五”重大项目落地是三个主要抓手，消费政策重心从商品补贴转向服务消费与居民收入，商品消费的修复弹性则仍要看居民收入预期与资产价格财富效应。投资端地产影响边际减弱，制造业与基建的结构性作用更为显现。外贸读数回落属自然现象，但金额增速与实际出口量存在分化，剔除价格后的实际影响或更平缓。价格方面，PPI 同比读数虽有下移，环比有望维持正增长，CPI 延续温和回升，价格修复对盈利的支撑值得期待。政策层面，财政延续积极取向但更向民生与消费倾斜，货币政策重心转向框架改革与结构引导，结构性工具的操作频率可能高于总量操作，政策作用更多体现为托底与引导。基准情形下，2027 年上半年国内经济有望在结构优化中稳健增长，增长的质量与可持续性将继续提升。

**资本市场方面，2027 年作为“十五五”规划实施承上启下的关键之年，政策将持续深化投融资综合改革，不断提升资本市场韧性和信心，共同推动资本市场“十五五”高质量发展。**首先，以金融强国和资本市场“十五五”规划为重要指引，继续深化投融资综合改革，在科学把握投融资节奏的同时在结构上进一步优化；在入口端仍需做优做精，同时优化上市公司增减持回购制度，推动常态化退市机制。其次，聚集市场主体多方合力，改善资金供给，壮大市场稳定力量。上市公司要持续优化公司治理，不断加大增持回购分红力度；央行互换便利操作常态化进一步提升机构参与度；政策支持与长周期考核进一步引导险资“长钱长投”，险资权益配置规模有望继续扩大；公募基金改革和对外开放有望进一步提升资金供给。

**从市场环境来看，A 股上市公司盈利增速自高位回落，估值同比回落到历史中枢，全球比价仍占优。**2026 年前三季度全部 A 股归母净利润同比增长 7.96%，较上半年回落 10.66 个百分点；全部 A 股 PE（TTM）19.12 倍，处于近十年 56.34%分位。政策端持续加力：7 月政治局会议定调宏观政策“发力提效”，积极财政与适度宽松货币协同发力，财政加快债券资金发行使用；9 月国常会部署盘活地方债限额、增加结构性再贷款；央行三季度货币政策报告提出加力实施资本市场支持工具。往后看，我国经济呈现动能向新、结构向优的态势，随着政策持续落地显效，基本面有望稳步修复，盈利增速有望企稳，修复广度逐步拓宽。

估值方面，无论是横向对比还是纵向对比，当前指数估值已经释放了较多压力，估值修复的基础逐步夯实；同时，股债比抬升，大类资产配置视角下权益资产吸引力持续提升。在流动性维持合理充裕、政策托底发力、盈利预期逐步改善的背景下，2027 年上半年 A 股估值有望继续温和修复，修复更可能表现为中枢抬升、结构分化，而非全面拔估值。

**从市场参与者来看，机构持仓随市场调整收缩，但资金结构分化明显。**基金持仓回落较快，一般法人占比被动提升。与总量收缩相反，长钱仍在加仓：汇金、证金与社保合计持股 4.38 万亿元、环比增长 13.07%，保险资金投资于股票和证券投资基金的余额 6.54 万亿元、占资金运用余额 15.7%，规模与占比均创 2022 年披露以来新高。资金供给端则呈“量增价减”，外资交易活跃而持仓下降。随着资本市场利好政策效能持续释放、监管持续强化，我们预计 2027 年上半年政策将继续推动中长期资金入市，基金、社保、险资、养老金、理财等长线资金进一步加大配置力度，成为维护市场平稳健康运行的“压舱石”和“稳定器”。

**最后，**从市场走势来看，2026 年指数冲高回落，沪指年内高低点相差近 800 点。年初市场延续上年末的修复惯性，沪指一度上探 4200 点上方，但在政策预期与 AI 产业链景气带动下上行的同时，估值压力逐步累积；3 月受海外扰动影响回调，4 月起重拾升势，5 月中旬触及年内高点，创近十年新高，双创指数同步走强，但此后动能未能延续，市场转入持续调整，7 月跌破 3800 点，10—11 月调整步伐加快，11 月下旬回落至 3500 点下方，为年内最低。全年呈现“前高后低、结构性分化”的走势，行业普跌、仅煤炭与银行收涨。

**因此，对 2027 年上半年行情，我们保持战略乐观，“沉潜蓄力，春山可望”。2026 年 A 股市场冲高回落，沪指年内高低点相差近 800 点，前期累积的估值压力在年内得到较为充分的释放。市场在消化估值的同时，也完成了风格的再平衡，资金从高估值成长板块流向低估值红利资产，为下一阶段行情夯实了基础，这正是“沉潜”的含义所在。当前市场估值已回到历史中枢附近，横向对比全球主要市场仍具备比价优势，股债比抬升，大类资产配置视角下权益资产吸引力持续提升。而基本面与政策面的积极因素正在累积：企业盈利增速虽自高位回落，但随着积极财政与适度宽松货币协同发力、政策效果逐步落地显效，盈利有望企稳，修复广度逐步拓宽；资本市场投融资综合改革持续深化，汇金、证金与社保等长钱逆势加仓，险资权益配置比例创 2022 年披露以来新高，中长期资金仍是市场的“压舱石”。海外方面，美联储加息周期大概率在上半年收尾，全球流动性环境有望边际改善，能源供给修复亦将缓解通胀压力。蓄力之后，春山可望：随着估值消化充分、基本面企稳回升、增量资金稳步入场，市场具备企稳向上的演绎空间。不过，市场情绪的修复仍需时间，短期或仍有反复，外需回落与 AI 回报验证的不确定性也可能带来阶段性波动。投资者宜保持耐心与信心，沉潜蓄力——在市场休整期优化持仓结构，春山可望——于估值合理处布局业绩主线，紧扣政策指引与产业趋势，把握结构性机会。**

## 3.2 操作策略及行业配置：超配金融、TMT、食品饮料、机械设备、煤炭、电力设备等行业

2026 年指数冲高回落，沪指年内高低点相差近 800 点，市场赚钱效应转弱。从行业来看，31 个申万一级行业中仅煤炭、银行两个行业收涨；公用事业、石油石化、家用电器、食品饮料跌幅相对较小；电力设备、商贸零售、有色金属、国防军工、汽车跌幅居前，均跌超三成。市场风格由成长转向红利。

展望 2027 年上半年行情，我们保持战略乐观，“沉潜蓄力，春山可望”。**2026 年 A 股市场经历了一轮休整，估值已回到历史中枢附近，风格完成再平衡，为下一**

**阶段行情夯实了基础。不过市场情绪的修复仍需时间，短期或仍有反复。但中期来看，“十五五”规划政策指引、资本市场投融资综合改革、美联储加息周期收尾带来的全球流动性边际改善、低利率环境下的资产配置需求、中长期资金持续入市，均对市场构成积极影响。投资者宜保持耐心与信心，沉潜蓄力，把握结构性机会。操作上，随着政策效果逐步显效、企业盈利企稳，基本面与流动性的双轮驱动或成为市场主旋律。在此背景下，低估值安全边际、高股息防御属性、业绩成长确定性强以及较强科技特征的行业板块或更受市场青睐。**

**建议结合产业政策、行业景气、机构布局等多方面因素，优选重点行业和公司，中线布局，把握市场修复机会，可从以下三条主线来布局：**

**（1）低利率与长钱增配共振下的红利资产配置主线：**宏观环境呈现三个有利于稳定现金流资产的特征。一是低利率或成中期常态，10 年期国债收益率已降至 1.6%附近，货币框架改革与结构引导并行，总量空间或相对有限，但中枢大幅上行的概率也较低，更可能是低位震荡。二是盈利修复覆盖面仍待扩散，改善集中于上游及中游部分环节。三是长钱配置需求系统性抬升，险资权益上限上调后持续增配，汇金、社保亦在增持。定位上，这条主线更接近股息回报与增量资金配置需求的匹配，而非估值抬升，属于底仓而非弹性品种。建议以股息率与分红稳定性筛选，关注金融、公用事业、交通运输及部分有色。

**（2）估值与盈利错位下的 AI 产业化与自主可控主线：**科技板块或同时具备“估值或得到部分消化”与“盈利表现亮眼”两个条件。相关板块估值已回落至历史低位。但盈利端并未同步走弱。AI 产业链需求集中释放是重要推力。制度上，科创板“1+6”改革、创业板第四套标准、做市落地或提升流动性与包容性。建议紧扣国产替代与科技创新，关注算力硬件、半导体设备材料、AI 应用与军工电子等。海外 AI 资本开支若下修，可能压制映射板块。

**（3）外需接续转换中的内需修复与消费扩容主线：**稳增长结构中内需的权重可能正在被动上升，而内需板块的估值与盈利或均处于较有吸引力的位置。财政政策有望延续积极取向，发力方式或更明确地向民生与消费倾斜，消费支持方式或从商品补贴转向服务消费与居民收入。建议关注食品饮料、医药生物、家用电器、汽车、社会服务、农林牧渔等，同时关注居民收入预期与消费意愿的修复情况。

综合来看，行业方面，我们建议**超配金融、TMT、食品饮料、机械设备、煤炭、电力设备等行业，**标配公用事业、交通运输、家用电器、有色金属、医药生物、农林牧渔、建筑装饰等。

**（1）金融**

银行方面，净息差压力或仍存，但负债端成本的下行有望逐步对冲资产端收益率的回落。存款利率市场化调整持续推进，定期存款占比偏高的银行受益可能更为明显；与此同时，央行通过降准与国债买卖等工具维持流动性合理充裕，银行负债结构有望改善。需要说明的是，国债买卖在改善负债端的同时也会压低债券收益率、对资产端收益形成一定约束，其净效应取决于负债成本下行幅度与资产重定价

节奏的对比。资产质量方面，化债压力缓解后，地方平台相关敞口风险或趋于收敛，零售不良虽有扰动但整体可能可控。

非银方面，保险或受益于利率企稳与权益市场回暖，在新保险合同准则下投资收益弹性可能较为明显；寿险负债成本随预定利率下调而下降，利差损压力有望随之收窄；险资权益配置比例提升，也可能带来自身投资收益的改善。券商则有望直接受益于资本市场投融资综合改革，并购重组、财富管理、机构业务或构成增量，市场成交与两融活跃度若能维持，业绩弹性可能值得期待。政策端持续引导中长期资金入市，金融板块整体具备低估值、高股息特征，在保险资金、社保基金、被动 ETF 等增量资金的配置中或占据重要位置——其中保险资金在刚性负债成本与 OCI 账户计量方式下对稳定分红资产的需求，可能是这一配置行为更直接的驱动。

**(2) TMT**

电子方面，AI 数据中心需求或依然强劲，持续拉动 PCB/CCL、服务器与交换机等硬件需求；智能手机、PC 等传统消费电子需求可能温和复苏，AI 眼镜、AR/VR、机器人等新兴领域则有望提供增量弹性。国产替代方面，半导体设备、材料、汽车芯片等环节或仍处于替代进程中，外部环境的不确定性也可能进一步强化自主可控的紧迫性，产业链安全诉求有望持续转化为设备与材料环节的订单。

计算机方面，国内科技巨头正加快布局超节点技术，通过架构创新与生态整合突破单芯片制程受限的局面，国产 AI 算力底座有望逐步成形，算力产业链或是主要受益方向。同时，AI 应用或从概念走向落地，政务、金融、制造等场景的商业化进度可能值得跟踪。

通信方面，6G 标准研究持续推进，系统架构的关键决策有望逐步明确，或为长期方向提供指引；基站、光缆、数据中心等基础设施建设或仍在推进，蜂窝物联网模组从库存调整中复苏，可能带来器件、设备与服务运营的新增需求。

传媒方面，游戏版号发放趋于常态化，头部厂商新品周期或已启动，出海业务有望成为重要增长极；影视院线或受益于线下消费场景修复，票房与观影人次有望回暖；AI 技术对内容生产的降本增效或持续显现，在游戏研发、影视制作、广告投放等环节的应用有望逐步落地，AI 应用商业化或率先在传媒领域看到成效。出版与数字阅读等细分领域现金流相对稳定，也具备一定防御属性。

**（3）食品饮料**

估值方面，板块经连续调整后，市盈率处于历史低位，估值分位回落至较低区间，前期的高估值压力或已得到较为充分的释放，安全边际相对充足。

基本面方面，白酒板块或仍处于库存消化阶段，渠道库存与批价是核心观察指标，龙头企业凭借品牌力与渠道掌控力，在调整期中的份额有望进一步集中，分红率提升或也增强了配置吸引力。大众品方面，成本端原材料价格或相对温和，为毛利率改善提供空间；需求端则可能取决于居民消费意愿的修复节奏，餐饮供应链、休闲食品等细分领域或有望率先受益于消费场景的恢复。

政策方面，财政支出结构或更明确地向民生与消费倾斜，消费支持政策可能从补贴商品消费，更多转向补贴服务消费并着力提升居民收入，居民消费能力有望逐步提升；服务消费扩容与居民收入改善，也可能间接带动食品饮料需求。建议关注白酒龙头与具备渠道优势的大众品企业。

**（4）机械设备**

制造业投资方面，整体增速或有所回落，但结构分化可能较为明显，人工智能算力与先进制造相关产业链的资本开支或仍处于扩张阶段，计算机、通信和其他电子设备制造业投资可能维持较快增长，或带动上游专用设备与自动化装备需求。铁路船舶航空航天等景气行业的投资也可能保持较高增速，对高端装备形成支撑。

设备更新方面，大规模设备更新政策催生的中长期技改需求或仍在释放，传统产业的数字化、智能化改造可能构成持续的更新需求，工程机械、通用设备等领域的更新周期或有望逐步启动。

出口方面，全球供应链紧平衡与主要经济体推动产业备份，客观上增加了对资本品与中间品的需求，机械与电力设备等资本品出口已有所表现，这一趋势有望延续。建议关注 AI 产业链相关的自动化设备、高端装备以及受益于设备更新的通用机械。不过若制造业投资进一步走弱，设备需求释放节奏可能慢于预期。

**（5）煤炭**

供给方面，煤炭行业新增产能有限，产能核增与超产核查趋严，供给端弹性明显下降；在能源安全政策导向下，产量或更多以保供稳价为目标，价格运行有望更趋平稳，行业运行的稳定性有望提升。

需求方面，火电可能仍是电力供应的压舱石，新能源装机快速增长虽对火电形成一定替代，但在用电量持续增长的背景下，其对火电发电量的替代效应或部分被用电量增长所对冲，火电发电量或仍将保持相对稳定；化工用煤、钢铁用煤需求则可能与下游景气相关，整体需求或呈现温和波动。

盈利与分红方面，煤价中枢相对稳定可能使行业盈利具备较强的可预期性，龙头企业现金流或较为充沛、资本开支或有限，分红比例有望持续提升，股息率在低利率环境下可能具备明显吸引力。建议关注长协占比高、分红稳定的龙头企业。不过若煤价超预期下行，可能直接压缩行业盈利；同时需注意，高股息资产的价值以低利率环境为前提，若长端利率显著上行或龙头公司资本开支、分红政策发生变化，其股息率吸引力与估值支撑可能相应减弱。

**（6）电力设备**

估值方面，估值或已处于历史低位区间，前期因产能扩张与价格竞争带来的估值压缩可能较为充分。

需求方面，电网投资可能保持较高景气，特高压、配电网改造与数字化建设持续推进，或为一次设备（变压器、开关等）与二次设备（继保、自动化等）提供稳定订单；海外电网改造与新能源配套需求或也在增加，电力设备出口已有所表现。

新能源装机方面，光伏、风电装机或仍将增长，但增速可能有所放缓，行业内部或更多体现为结构分化。

供给方面，整治低价无序竞争与产能治理推动落后产能退出，价格竞争格局有望边际改善，具备技术优势与成本优势的企业盈利或有望率先修复。储能领域或受益于电力市场化改革、容量电价机制与新能源配储要求，其增长驱动相对独立于装机增速，可能构成新的增长点。建议关注电网设备、储能以及具备出海能力的电力设备企业。若产能出清进度慢于预期，价格竞争可能延续。

## 4. 风险提示

第一，内需恢复不及预期，消费表现较弱，从而加大经济稳增长压力。
第二，海外经济超预期下滑，导致外需回落，国内出口承压。
第三，全球主要经济体超预期延长加息周期，高利率环境使全球经济增速明显放缓，压缩国内资金面。
第四，海外信用收缩引发风险事件，可能对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

## 东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| **行业投资评级** | |
| 超配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 | |
|---|---|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告 |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

## 证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22115843
网址：www.dgzq.com.cn