宏观经济深度报告

过峰后的再平衡—2027年大类资产主线

核心观点

2027全球制造业景气拐折将成为定价主线，增长压力首先反映在盈利上，同时中美政策各自面临约束，全年需适度降低对绝对回报的期待，与此同时，部分资产比价极端化，不妨关注“再平衡”带来的机会。

周期转折：景气见顶，政策有别

本轮制造业景气周期自2023年6月低点起运行已达40个月，超过历史平均，前期全球流动性收紧的滞后影响也逐步显现。

在政策应对上，美国核心通胀仍有黏性，货币条件难以迅速转松；国内政策兼顾稳增长与结构转型，传统需求刺激力度受限。盈利调整与政策兑现之间的时间差，将决定全年行情的节奏。

美国股债：利率趋降，盈利承压

美债趋势向下，空间受通胀与债券供给约束。制造业回落将压低增长预期，但就业对景气的敏感度下降，使订单走弱向政策宽松的传导偏慢。国债与AI企业发债共同增加久期供给，美债收益率下行难言顺畅。

美股盈利降速，估值支撑与信用约束并存。宏观景气度下行下盈利承压，前期积累的较高利润率缓冲估值压力，信用利差走阔则限制市盈率扩张，预计标普500全年涨跌幅为个位数。

中国股债：股市磨底，债牛延续

A股盈利承压，较高风险溢价提供估值支撑。出口对上市公司利润的拉动将减弱；制造业景气走弱也使风险溢价缺少系统性收窄动力。不过当前股权风险溢价接近历史均值上方两倍标准差，估值继续压缩的空间不大，磨底过程中仍可能存在阶段性反弹机会，港股则有望先于A股企稳。

债券有望延续走强，但利率债赔率受限，信用反而可能存在阶段性博弈机会。制造业回落将削弱PPI修复的持续性，推动30年与10年国债利差向2024年收敛；当前期限利差已较窄，全年行情以慢牛为主，需等待货币政策调整来打开利率下行空间；信用债利差已经显著调整，未来或存在结构性机会。

大宗商品：需求转弱，价格分化

工业需求降温与额外价格支撑退坡，共同压低原油和铜的价格中枢。原油需求支撑弱于今年，地缘溢价存在回吐空间；铜则面临传统工业采购放缓、AI需求预期调整及美国集中搬库动力减弱。

黄金重新受到实际利率约束。2026年3月以来，金价与实际收益率的相关性，按照这种相关性推算，黄金下跌空间或已比较有限。跨资产联动增强削弱黄金的独立避险作用，黄金“就低不就高”，波动性显著加大，金银比则提示白银价格值得关注。

风险提示：海外市场动荡。

经济研究·宏观深度

证券分析师：邵兴宇
010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

证券分析师：王奕群
0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980525110002

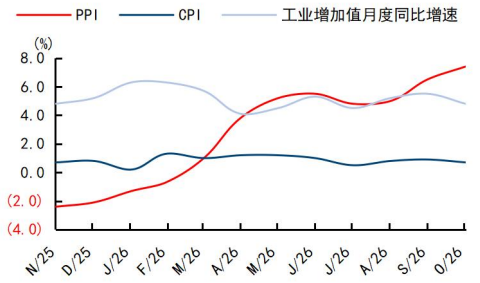
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-8.10
社零总额当月同比	0.40
出口当月同比	35.20
M2	7.14

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济深度报告-美丽新世界/Brave New World—2027年海外宏观主线》——2026-11-26
《宏观经济深度报告-雄关漫道真如铁—2027年国内宏观主线》——2026-11-26
《美丽新世界——“科技-政治”双周期下的若干思考》——2026-11-22
《宏观经济深度报告-中期选举后的“变”与“不变”》——2026-11-03
《宏观经济深度报告-有形之手（7）：年内财政“托”得住经济吗？》——2026-09-10

内容目录

周期转折：景气见顶，政策有别 4
美国股债：利率趋降，盈利承压 4
美债利率下行，但空间受限 4
美股盈利降速，估值支撑与信用约束并存 5
中国股债：股市磨底，债牛延续 6
A 股进入底部形成阶段 6
中债呈现胜率高赔率低的格局 8
大宗商品：需求转弱，价格分化 9
原油与铜：需求降温，额外溢价退坡 9
黄金：实际利率回落支撑温和上涨 10
小结：迈向新均衡 11
风险提示 13

图表目录

图1： 货币条件指向全球制造业景气周期见顶 4
图2： 本轮美国通胀仍具有黏性 4
图3： AI 使得就业中枢和敏感性均下降 5
图4： AI 挤占长久期融资 5
图5： 制造业景气度回落决定美股盈利增速承压 6
图6： 信用压力直接压制美股估值 6
图7： 标普 500 前瞻市盈率已经偏低 6
图8： 出口影响 A 股利润增速边际变化 7
图9： A 股风险溢价已经处于较高水平 7
图10： A 股历次回调平均路径 7
图11： 铜油比与沪深 300 走势 7
图12： 港股往往先于 A 股见底 8
图13： AH 溢价显著偏离历史中枢 8
图14： 这一溢价信号具有交易价值 8
图15： 超长债利差与贷款高度相关 9
图16： 信用利差处于较高水平 9
图17： 原油供需平衡价格在 75 美元上下 10
图18： 制造业景气度直接影响油价中枢 10
图19： 铜价亦与工业需求息息相关 10
图20： 全球铜库存结构性变化或将迎来拐点 10
图21： 黄金重新与实际利率挂钩 11
图22： 黄金强烈受到其他资产影响，避险属性大大削弱 11
图23： 金银比显著高于历史水平 11
图24： 金银比择时仍然存在一定胜率价值 11

当前，全球流动性收紧动摇了 AI 叙事，一场下跌在资产价格中蔓延。当潮水退去，站上 2027 的岸边，全球景气周期切换几成定局。我们不妨沿着这条线索，逐类审视股、债、商品在新的周期位置上的相对价值。

周期转折：景气见顶，政策有别

对于 2027 年大类资产定价而言，最为确定的线索，是全球制造业景气周期将见顶回落。周期持续时间与货币金融条件共同指向制造业扩张已进入尾端。

从时间维度看，本轮景气上行已超过历史平均周期。自 2023 年 6 月低点 46.0 起算，本轮景气已历时 40 个月，超过约 35 个月的历史均值。

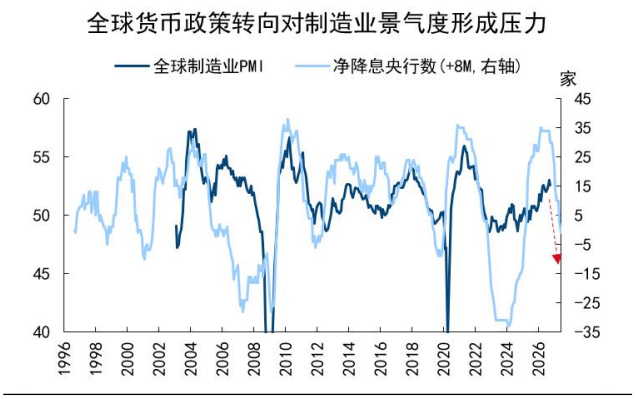
从货币金融条件看，全球政策转紧将进一步压低总需求。目前全球央行货币政策集体收紧，历史经验表明融资成本上升将推动全球制造业景气于 2026 年四季度至 2027 年二季度间见顶回落。

在这一共同背景下，中美不同的应对策略则决定各自资产表现的差异。

对于美国，政策面临的核心约束在于通胀尚未充分回落，货币条件难随景气回落迅速转松。目前看，美国通胀仍维持较强黏性，核心服务中同比涨幅超过 3%的分项占 64%，“上涨面”较广。即使未来油价下降可以先缓解总体通胀，核心价格改善仍需时间，至少明年上半年美国货币政策仍难宽松。

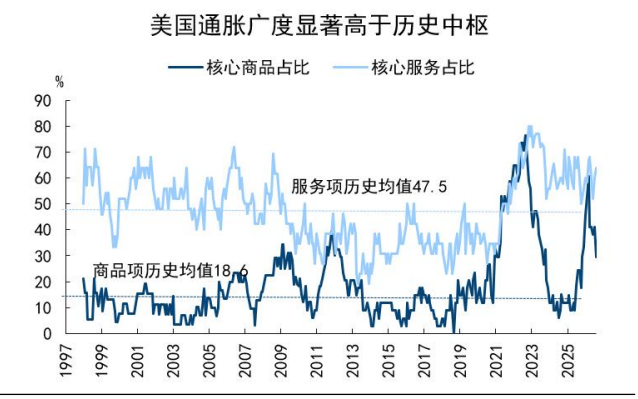
对于国内，政策需要兼顾“守底”与“谋远”，外需回落难以通过传统需求刺激充分对冲。全球补库放缓叠加中欧贸易摩擦，出口对企业收入和利润的拉动将减弱，内需接力的必要性上升。但政策仍将着力平衡稳增长与调结构两大目标，传统部门需求恢复偏慢，整体盈利面临压力。

图1：货币条件指向全球制造业景气周期见顶



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：本轮美国通胀仍具有黏性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美国股债：利率趋降，盈利承压

美债利率下行，但空间受限

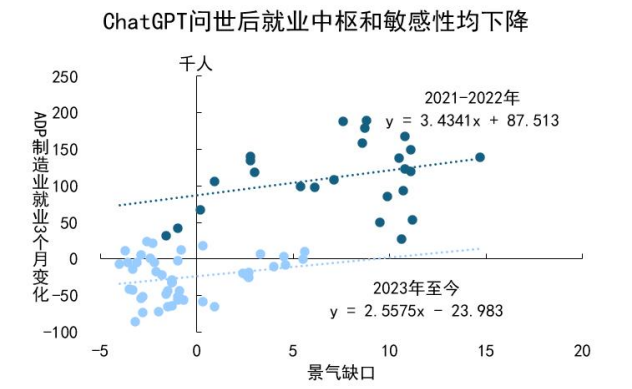
美债方面，增长回落推动收益率中枢下移，但通胀黏性使得美联储面临两难，下行过程难言顺畅。

对于美债，增长利好的兑现，取决于订单走弱能在多大程度上带动就业降温。2023年以来，美国就业对景气的敏感度显著下降。相较2021—2022年，就业变化相对景气缺口的回归截距由+8.7万人降至-2.4万人，斜率由3.43降至2.56。也就是说，就业中枢已下移，同等景气变化对应的就业冲击也有所减小，货币宽松转化大概率滞后。

此外，AI融资仍对美债形成挤压。AI在建项目仍需设备采购、电力接入等接续性投入，融资需求短期内维持高位。企业长债与国债共同吸收长期配置资金，使市场承接久期仍需一定的收益率补偿。

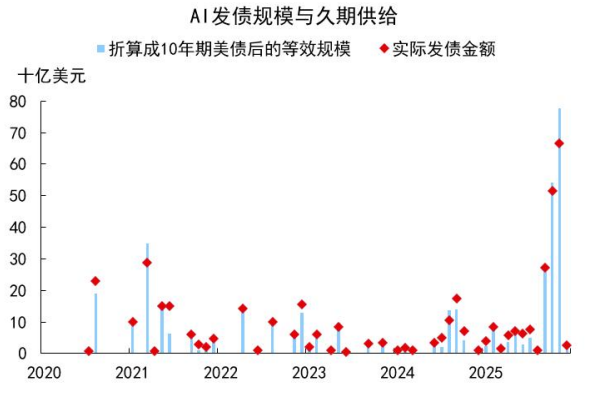
由此，美债大方向向下，但通胀黏性与AI融资限制下行幅度和节奏。

图3：AI使得就业中枢和敏感性均下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：AI挤占长久期融资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

美股盈利降速，估值支撑与信用约束并存

美股首先面临的问题是盈利端压力。标普500过去12个月EPS同比增长32.74%。这一增速包含前期订单集中兑现的贡献。随着补库进入尾声，周期行业的新增收入将先行下降，盈利增速大概率将随之下修。

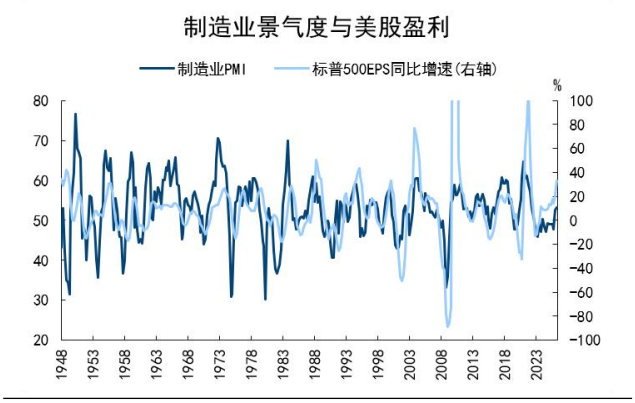
估值端的情况则要相对复杂一些。一方面高利润率为美股估值提供了支撑，另一方面高利率环境和信用利差走阔又对估值形成了约束，两项叠加，限制了估值变化幅度。

一方面，较高利润率缓冲了估值压力。截至2026年10月，标普500前瞻利润率升至16.8%，与此同时未来12个月市盈率为18.3倍，显著低于过去5年和10年均值。从盈利估值匹配情况看，当前估值已有折价。

另一方面，信用补偿上升压缩估值扩张空间。今年下半年以来，美国信用利差水平已然经历了一轮飙升。通胀黏性和高利率下，信用投资者要求更高补偿。即使美债收益率温和下降，权益投资者要求的风险补偿仍可能上升，市盈率扩张受到约束。

上述两个因素共同指向明年美股回报偏低。**整体上，我们维持对美股库存周期级别调整的判断，预计标普500全年涨跌幅或将在个位数。**

图5：制造业景气度回落决定美股盈利增速承压



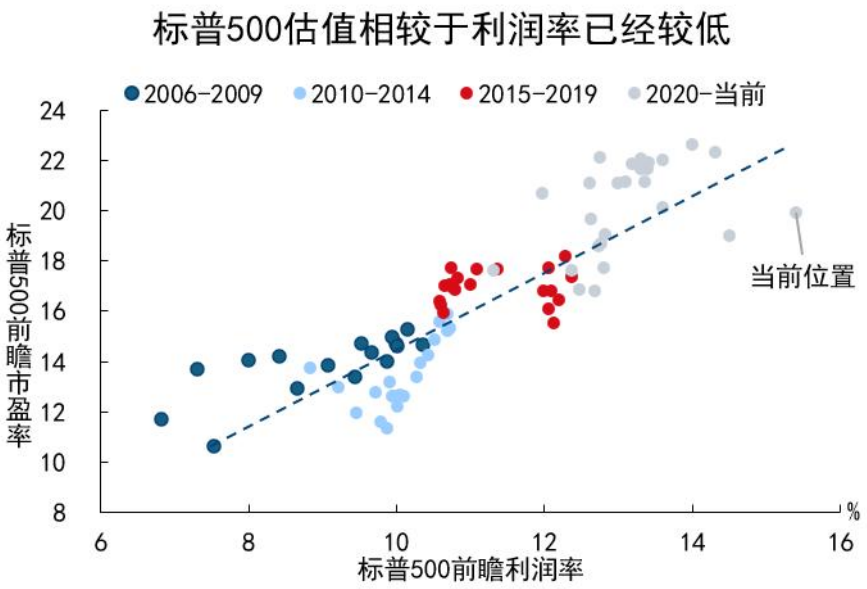
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：信用压力直接压制美股估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：标普 500 前瞻市盈率已经偏低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中国股债：股市磨底，债牛延续

A 股进入底部形成阶段

明年 A 股将进入底部形成阶段，盈利压力与估值支撑并存。需求退坡使指数缺少持续上行的盈利基础，较高风险溢价与低利率则提供了缓冲。

盈利端，出口拉动减弱将成为 A 股盈利的主要压力。从宏观层面来看，出口因素很大程度上影响了我国上市公司利润增速的边际变化。随着海外景气回落，2027 年出口特别是算力出口对 A 股收入和利润的结构性贡献将下降。

估值端，景气走弱压制风偏，风险溢价难有系统性下降。历史上，全球制造业景

气与 A 股风险溢价存在周期共振。订单扩张、盈利预期改善时，投资者愿意降低风险补偿，估值随之上升。进入下行阶段，收入和利润的不确定性增加，市场要求的补偿提高。在既定宏观主线下，较难重现风险偏好改善的估值行情。

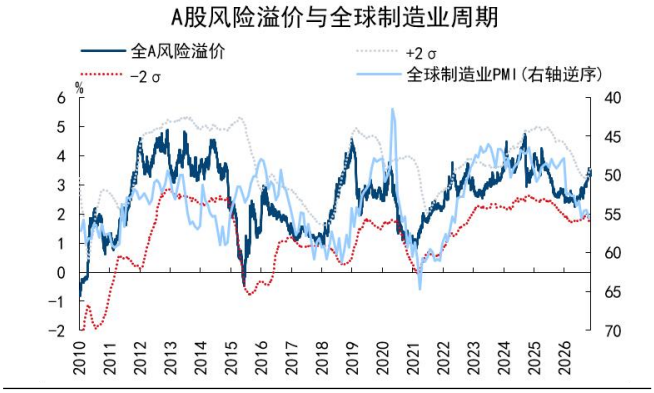
不过，当前较高的股权风险溢价也提供了支撑。截至 2026 年 11 月 25 日，万得全 A 股权风险溢价已经超过 3.5%，接近两倍标准差上限，也就是说当前估值已包含较高风险补偿。综合看，风险溢价难以趋势性收窄，但估值继续大幅压缩的概率也不高。

图8：出口影响 A 股利润增速边际变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：A 股风险溢价已经处于较高水平

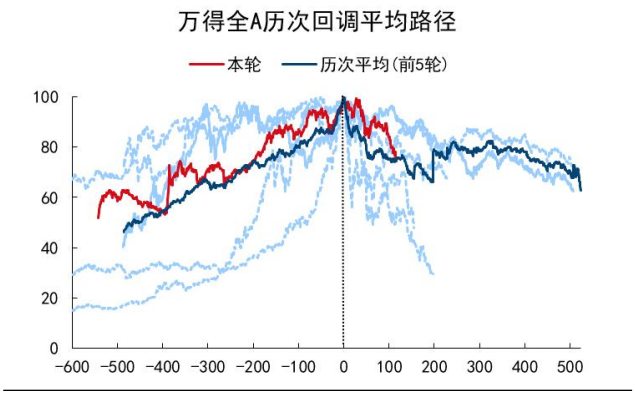


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

历史回调路径表明，底部形成往往需要一些时间。回顾此前 A 股历史上 5 次回调，阶段高点出现后第 100 个交易日平均下行幅度约为 25%，与本次调整幅度大致相当，调整时长中位数则在 196 个交易日。

节奏上，A 股仍将存在一些阶段性机会。资产比价则有助于我们把握磨底中的边际机会。历史上铜油比曾帮助我们提前判断 A 股运行节奏，例如今年 3 月铜油比由月初 168.92 降至月末 95.39，率先提示能源成本上升对工业盈利环境的冲击。考虑到明年原油价格中枢下移的基本共识，A 股大概率仍将具有一些阶段性机会。

图10：A 股历次回调平均路径



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：铜油比与沪深 300 走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

此外，从过往经验看，港股往往先于 A 股见底。关于港股配置价值，AH 溢价率的均值回归特征提供了另一个视角。我们以恒生 AH 股溢价指数相对 200 日滚动均值的两倍标准差穿越为信号，向上穿越正两倍标准差时做多恒生、做空沪深 300，向下穿越则反向操作。回测显示，2022 年以来这一策略累计收益达到+54.19%，

年化收益 9.98%，夏普比率 1.29，最大回撤仅 5.34%。当前 AH 溢价率再度处于偏高区间，港股端的配置价值随之显现。

图12：港股往往先于 A 股见底



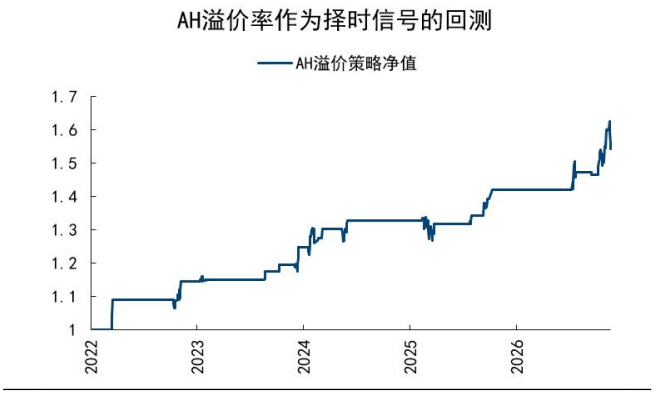
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13：AH 溢价显著偏离历史中枢



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14：这一溢价信号具有交易价值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中债呈现胜率高赔率低的格局

国内债券有望延续走强，但利率债赔率受限，信用反而可能存在阶段性博弈机会。

基本面上，“通胀换增长”背景下，外需放缓将进一步压低自主融资需求。国内新增项目接续偏慢，需求主要是结构性的，难以带动信用全面扩张。明年外需进一步降速，信贷投放压力上升，银行资金将更多转向债券配置。

政策上，适度宽松与供给缩量将共同支撑债市。货币政策一端，增长、外需和权益市场承压，资金面缺乏类似 2025 年一季度持续收紧的窗口，保证了宽松的货币

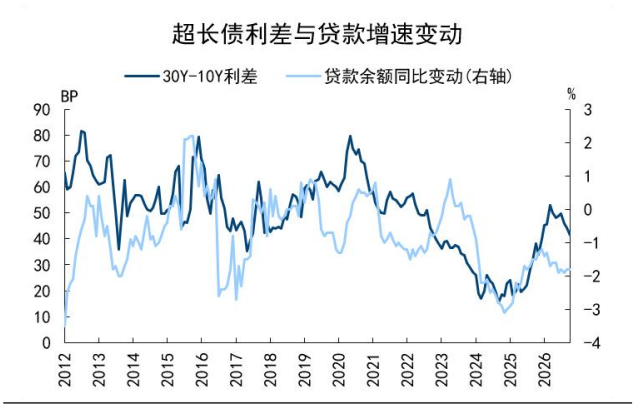
环境。财政政策一端，双“630”节点以及“828”新政限制新增投资，信用扩张力度有限。与此同时，6 万亿元债务置换收官，相关再融资债供给边际减少。总之，资金相对宽松、供给压力缓解，将提供拉长久期的基本条件。

超长端看，PPI 修复预期回落将推动 30 年与 10 年利差收敛。目前看，30Y-10Y 利差 40BP 以上，明显高于 2024—2025 年一度到达约 15-20BP 的低位。明年“通胀换增长”逻辑下平减指数预期较为温和，叠加长债供给压力减轻，超长端期限补偿有望回落，30 年与 10 年利差向下收敛。

行情节奏上，本已较低的期限利差将使本轮牛市偏缓。10Y-1Y 利差均值由 2020—2024 年的 68BP 降至 2025 年以来的 43BP，收窄约 25BP。因此，全年看，收益率中枢缓慢下移，超长端利差压缩提供相对收益，利率中枢的全面下移则需要货币宽松打开空间。

信用债方面，利差显著调整，或存在结构性机会。定性来看，近期风险事件反而提供了配置机会。近期地方风险事件以来信用承压，主要源于涉事主体具有“国企、地产、城投”三大标签，背后均存在大量弱主体，市场对出发系统风险担忧升温。但往后看，重大会议召开前“稳字当头”，信用利差存在阶段性博弈机会，具体看：银行二级资本债与永续债凭借供给稀缺和较高票息，配置价值仍在；城投债临近 2027 年 6 月退平台节点，定价逻辑从政府信用回归主体现金流与再融资能力，强弱平台之间的分化明显拉大，部分优质资产亦有机会。定量看，当前信用利差也已处于超出一倍标准差的较高区间，结构机会出现。

图15：超长债利差与贷款高度相关



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16：信用利差处于较高水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

大宗商品：需求转弱，价格分化

原油与铜：需求降温，额外溢价退坡

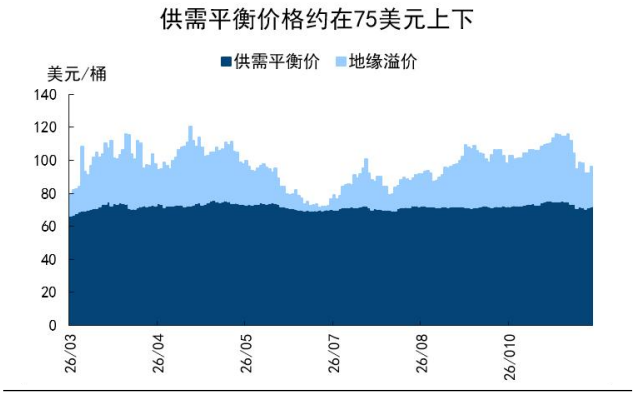
未来一年原油受需求减速影响，节奏则取决于地缘风险因素。

需求端看，明年制造业景气对原油的拉动将同步减弱。尽管市场公认本轮油价飙升的直接诱因是地缘冲突，但值得注意的是，本轮油价持续高位也是在全球制造业景气度显著回升背景下发生的。随着全球景气周期拐点到来，油价的需求支撑将弱于今年。

供给端，油价仍包含较高的地缘溢价。自今年 3 月以来，实际供给能力受损使原

油供需均衡价格从 60 美元/桶抬升至 75 美元/桶左右，以当前布油价格 90 美元/桶来看，其中包含的地缘风险溢价大致在 15 美元左右。随着中东张力在“超级周”（美以选举）后出现缓释信号，市场重新评估美伊冲突持续时间，地缘溢价存在回吐空间。

图17：原油供需平衡价格在 75 美元上下



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：制造业景气度直接影响油价中枢



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

铜也面临与原油类似的调整。

首先，需求压力来自工业需求放缓与 AI 资本开支降温。制造业景气回落将降低加工企业的采购和补库意愿。此前 AI 与电力投资为铜提供了需求增量，中选后部分州对数据中心建设的监管和能源限制出现升级，新增用铜需求的兑现速度将低于原先预期。

其次，中期选举后关税预期变化则削弱了美国集中搬库的动力。此前潜在关税推动货源向美国转移，抬高当地采购量，也造成其他市场货源偏紧。中选后，市场对激进铜关税的预期降温，新增搬库需求随之放缓。

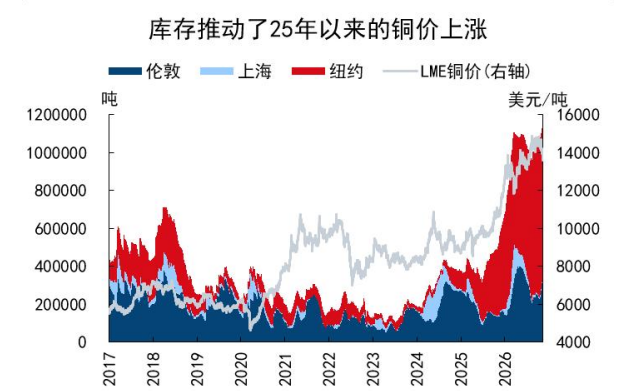
总之，原油面临地缘溢价回吐，铜面临 AI 需求预期下修和搬库交易退潮，两者又共同处于工业需求转弱的阶段，2027 年价格重心均偏下行。

图19：铜价亦与工业需求息息相关



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：全球铜库存结构性变化或将迎来拐点



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

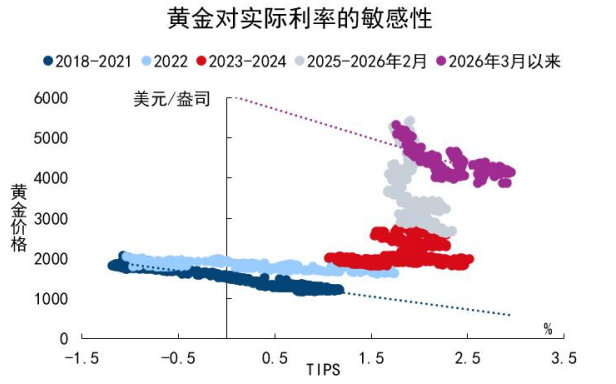
黄金：实际利率回落支撑温和上涨

黄金有望小幅上涨，实际利率见顶回落构成主要支撑，但波动或将显著加大。

利率方面，实际利率对黄金的定价作用重新增强。2026 年 3 月以来，金价与 TIPS 实际收益率重拾强相关性，相关系数达到-0.75，实际利率变化再次成为金价波动的重要解释。从这一数据关系来看，实际利率每上升 25BP，对应黄金价格下调 184 美元，据此推算，黄金的下跌空间或许已经比较有限。

配置方面，跨资产联动增强，黄金“就低不就高”。近期黄金与纳指、比特币、VIX 的相关性均升至历史极高位，意味着黄金不再特立独行，而是与风险资产高度同涨同跌。在主要大类资产中，任何一个出现下跌，黄金“蓄水池”大概率都会被同步抛售、跟随回落，难以起到对冲作用，因此成为“既不避险、也不抗通胀”的尴尬资产。景气周期下行之下，机构整体削减风险敞口，黄金往往也成为被出售换取流动性的对象之一，金价波动显著加大。

图21：黄金重新与实际利率挂钩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：黄金强烈受到其他资产影响，避险属性大大削弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

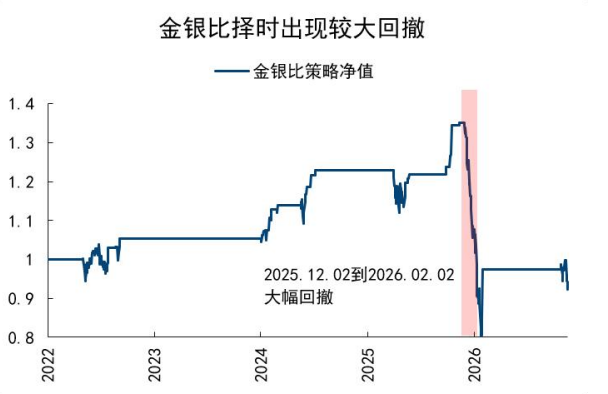
金银比的含义同样值得留意。黄金偏金融避险，白银则由工业需求主导，金银比本质上是避险溢价的镜像，存在均值回归的力量。回测显示，2022 年以来金银比多空策略胜率高达 83.9%（31 笔中 26 笔盈利），而当前看，金银比提示白银可能已经相对黄金超跌。同时，也需警惕白银等市场“深度浅”，易被操纵形成持续偏离的可能，典型的例子就是今年初的白银逼仓潮。

图23：金银比显著高于历史水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24：金银比择时仍然存在一定胜率价值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结：迈向新均衡

总而言之，2027 年需要适度降低对总量回报的期待。全球制造业景气周期见顶回落，是全年最具确定性的主线；中美政策各有约束，又使需求走弱难以立即得到充分对冲。随着需求扩张对资产价格的支撑减弱，新的定价秩序逐步形成：海外美债收益率趋于下行，但降幅受限，美股全年回报偏低；工业品普遍承受需求降温的压力；国内则延续股市磨底、债市慢牛的格局。与此同时，一些资产比价极端化，不妨关注“再平衡”带来的机会。

风险提示

海外市场动荡。

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

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

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

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032