2026 年 11 月 28 日
策略类●证券研究报告

十二月可能震荡反弹，成长占优

定期报告

分析师 邓利军
SAC 执业证书编号：S0910523080001
denglijun@huajinsc.cn

投资要点

◆ **复盘历史，影响 12 月 A 股市场走势的主要因素是政策和外部事件、流动性等。**（1）2010 年以来 12 月 A 股表现偏震荡，其中 2012、2015、2019 当年上半年上涨，下半年出现回落，12 月上证综指均上涨。（2）在上半年市场普遍上涨，下半年出现回落的年份里，政策和外部事件、流动性是影响 12 月走势的核心因素。一是政策和外部事件是驱动 A 股走强的核心因素。二是流动性对驱动 A 股走强也有重要影响。（3）在所有年份中，影响 12 月 A 股市场走势的主要因素是政策和外部事件、流动性、年底基金调仓等。一是政策和外部事件是影响 12 月走势的核心因素，尤其是在宏观与外部环境较差的年份中， 12 月政治局会议对 12 月 A 股走势影响较大。二是流动性的松紧对 12 月走势也有重要影响。三是 12 月基金调仓对 A 股走势也有一定影响。

◆ **当前来看，A 股 12 月可能震荡反弹。**（1）12 月政策和外部事件可能偏积极。一是 12 月政策仍可能偏积极：首先，12 月政治局会议和中央经济工作会议可能聚焦稳增长，定调可能进一步积极；其次，近期国常会对资本市场的表态显示短期政策维稳资本市场的意愿较强，12 月稳市政策可能加速落实。二是 12 月外部风险仍可能有限：首先，12 月美伊冲突的负面影响可能有限；其次，12 月中美关系可能维持平稳。（2）12 月经济和盈利可能修复回升。一是 12 月经济可能继续低位有所修复。二是 12 月企业盈利可能继续处于上升趋势中。（3）12 月流动性可能维持宽松。一是 12 月宏观流动性可能维持宽松：首先，12 月海外流动性预期可能维持平稳；其次，12 月国内央行可能维持流动性宽松。二是 12 月股市资金流入可能边际改善。

◆ **12 月科技成长和部分周期、消费行业可能相对占优。**（1）复盘历史，震荡筑底后超跌的产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优。一是下跌期间低估值稳定类和产业趋势上行的行业相对占优。二是震荡筑底后一个月内，政策导向和产业趋势上行的行业相对占优。三是底部出现前超跌的行业在触底后可能领涨。（2）当前来看，今年 12 月超跌的科技成长和部分周期、消费行业可能相对占优。一是 A 股 12 月可能处于震荡筑底后的阶段。二是 12 月科技成长和部分周期、消费行业的政策支持可能持续：首先，12 月科技成长行业的支持政策可能持续；其次，12 月部分周期行业可能受到政策支持；最后，12 月提振消费的政策可能持续出台和落实。三是 12 月科技成长和部分周期行业景气可能上升。四是当前超跌的是科技和部分周期行业。

◆ **12 月行业配置：建议配置科技成长、部分周期和消费等行业。**（1）今年中央经济工作会议召开前，科技成长、部分周期行业可能相对占优。一是复盘历史，12 月 1 日至中央经济工作会议召开前，产业趋势上行或景气预期改善的行业相对占优。二是当前来看，今年中央经济工作会议召开前科技成长、部分周期行业可能相对占优。（2）当前成长行业中的通信、电子、机械设备等行业估值性价比较高。（3）12 月建议逢低配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的电子（国产半导体、AI 硬件）、通信（AI 硬件）、机械（机器人）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、有色金属、医药（创新药、AI 制药）、军工（商业航天）等；二是券商、消费等基本面可能边际改善的行业。

◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。**

相关报告

短期震荡筑底，均衡配置 2026.07.25
科技调整何时结束？2026.07.18
科技风格扩散何时结束？2026.7.11
业绩期科技仍可能是主线 2026.7.5
七月基本面主导，科技仍是主线 2026.6.27
美伊冲突结束后 A 股会如何演绎？2026.6.21
短期调整结束了吗？2026.6.13
科技拥挤度偏高后会如何演绎？2026.6.6

内容目录

一、十二月可能震荡反弹 3
（一）复盘历史，A 股 12 月走势主要受政策和外部事件等因素驱动 3
（二）今年 12 月可能震荡反弹 5
二、行业配置：12 月建议配置科技成长、部分周期和消费 8
（一）12 月科技成长和部分周期、消费行业可能相对占优 8
（二）中央经济工作会议前，科技成长、部分周期可能相对占优 12
（三）当前成长行业中的通信、电子、机械设备占优 13
（四）12 月配置科技成长、部分周期和消费等行业 15
三、风险提示 16

图表目录

图 1 ：A 股 12 月走势主要受政策和外部事件、流动性等因素驱动 4
图 2 ：2018 年以来 12 月基金重仓股指数表现存在一定分化 5
图 3 ：基金调仓对 12 月行情可能有一定影响 5
图 4 ：近期石油沥青装置开工率略有回升 6
图 5 ：近期一二三线地产周成交依然偏弱 6
图 6 ：规模以上工业企业利润有所回升 7
图 7 ：9 月 PPI、CPI 稳定增长 7
图 8 ：美国 10 月 PCE 和核心 PCE 均有回升 7
图 9 ：12 月有 4000 亿元 MLF 到期 7
图 10 ：市场预测 12 月美联储大概率加息 8
图 11 ：12 月融资、外资大概率流入 A 股 8
图 12 ：2005 年以来上证综指下跌区间 9
图 13 ：2005 年以来下跌区间内表现相对占优的行业 10
图 14 ：2005 年以来底点出现后 1 个月、3 个月 TOP3 行业相对万得全 A 的超额收益率 10
图 15 ：2005 年以来出现底部后 1 个月、3 个月 TOP5 申万一级行业涨跌幅变化最大行业 11
图 16 ：2026.5.13 下跌以来申万一级行业涨跌幅 12
图 17 ：近 10 年中央经济工作会议召开前市场表现、占优行业及政策重点 13
图 18 ：成长一级行业中电子、电力设备、通信等估值性价比较高 14
图 19 ：成长二级行业中通信设备、元件、其他电子等估值性价比较高 15
图 20 ：硅料现货价企稳 16
图 21 ：10 月集成电路出口同比持续增长 16

一、十二月可能震荡反弹

（一）复盘历史，A 股 12 月走势主要受政策和外部事件等因素驱动

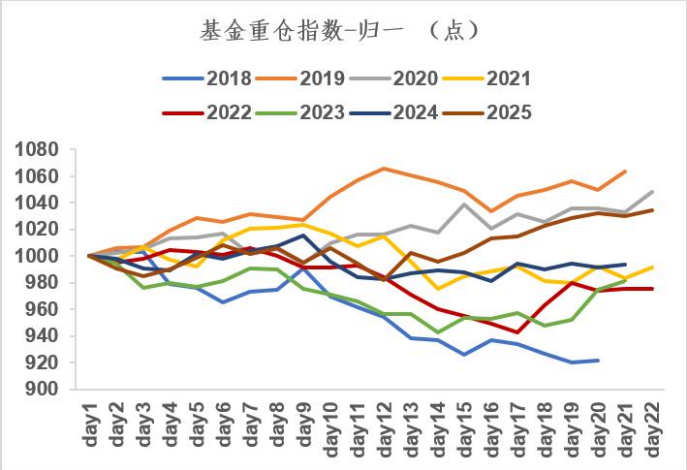
复盘历史，影响 12 月 A 股市场走势的主要因素是政策和外部事件、流动性等。（1）2010 年以来 12 月 A 股表现偏震荡，上证综指 16 年中有 8 次在 12 月上涨，其中 2012、2015、2019 当年上半年市场普遍上涨，下半年出现回落，12 月上证综指均上涨。（2）在上半年市场普遍上涨，下半年出现回落的年份里，政策和外部事件、流动性是影响 12 月走势的核心因素。一是政策和外部事件是驱动 A 股走强的核心因素，例如 2012 年十八大换届落地、市场预期基建、地产边际放松，2015 年中央经济工作会议提出供给侧改革政策，2019 年中央经济工作会议提出“新基建”且中美第一阶段经贸协议达成。二是流动性对驱动 A 股走强也有重要影响，例如 2015 年国际货币基金组织决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子，2019 年美债下行、美联储进入降息周期。（3）在所有年份中，影响 12 月 A 股市场走势的主要因素是政策和外部事件、流动性、年底基金调仓等。一是政策和外部事件是影响 12 月走势的核心因素：首先，在宏观与外部环境较好的年份中，例如 2010、2014、2015、2016、2017、2020、2021、2024、2025 年，12 月政治局会议对 12 月 A 股走势影响较小，如 2016 年经济企稳修复，政治局会议继续坚持稳增长、推进供给侧改革，但 12 月上证综指依然下行，2017 年企业盈利持续改善，政治局会议强调稳中求进、高质量发展，当月上证综指同样偏震荡；其次，在宏观与外部环境较差的年份中，例如 2011、2012、2013、2018、2019、2022、2023 年，12 月政治局会议对 12 月 A 股走势影响较大，如 2012 年欧债危机持续发酵、国内经济持续下行，政治局会议提出增强宏观调控的前瞻性、针对性、灵活性，扩大内需，积极稳妥推进城镇化，风险偏好显著修复，12 月上证综指上涨，2018 年美联储持续加息、中美贸易摩擦持续升级、基本面压力较大，政治局会议首次明确提出“提振市场信心”，落实“六个稳”，着力解决民企融资难题、支持民营经济发展，驱动风险偏好阶段性改善，2019 年中美贸易摩擦反复扰动、下半年 PMI 回落、内需偏弱，政治局会议强调做好逆周期调节，稳增长、稳就业，注重以改革激活内需，驱动 12 月上证综指上涨。二是流动性的松紧对 12 月走势也有重要影响：首先，流动性偏宽松时 A 股 12 月走势可能偏强，如 2014 年 11 月底央行两年多来首次降息，2021 年 12 月央行接连下调支农再贷款、支小再贷款利率和金融机构人民币存款准备金率，2024 年、2025 年 12 月美联储降息等；其次，流动性收紧可能导致市场走弱，如 2010 年央行上调金融机构人民币存贷款基准利率，2013 年 12 月美国逐步退出 QE 的同时国内银行间拆借利率全面上涨等。三是 12 月基金调仓对 A 股走势也有一定影响：首先，基金四季度仓位变化与 12 月重仓股表现存在一定正向关联，复盘 2018—2025 年，主动偏股型基金四季度仓位有 6 年较三季度上升，其中 2019、2020、2025 年仓位分别上升 3.66、2.69、2.10 个百分点，12 月当月上证综指分别上涨 6.2%、2.4%、2.0%；其次，基金重仓股 12 月表现存在一定月内分化，但不同年份差异较大，如 2018、2021、2022、2024 年基金重仓股均呈现上半月相对较强、下半月转弱的特征，2019、2020 年上下半月均取得正收益，表现出较强的趋势延续性，2023 年则呈现上半月下跌、下半月修复的走势，2025 年下半月表现明显强于上半月。

图 1：A 股 12 月走势主要受政策和外部事件、流动性等因素驱动

年份	上证涨跌幅（%）	制造业PMI（%）	商品房销售面积当月同比（%）	社零当月同比（%）	出口金额当月同比（%）	DR007分位数（%）	上证综指PE分位数（%）	政策/外部事件
2010	-0.4	55.2→53.9	14.5→17.8	15.5→16.2	34.9→17.9	80.3→97.8	72→56.1	央行上调金融机构人民币存贷款基准利率
2011	-5.7	49→50.3	-1.7→-6.7	18.8→18.6	13.8→13.3	90.8→98.9	12.5→9.7	央行降准；标普下调欧美多家大银行信用评级
2012	14.6	50.6→50.6	30.4→-3.7	17.7→17.2	2.8→14.0	81.7→95.3	6.4→11.7	政治局会议提出要更加有预见性地加强和改善宏观调控
2013	-4.7	51.4→51	14.8→0.7	14.2→14.5	12.7→4.2	95.8→98.2	6→2.7	流动性大幅缩紧，银行间拆借利率全面上涨；美国逐步退出QE
2014	20.6	50.3→50.1	-11.1→-4.1	13.3→13.7	4.7→9.7	83.8→97.6	12→48.4	央行两年多来首度降息
2015	2.7	49.6→49.7	8.6→1.6	11.7→11.9	-7.1→-1.9	48.0→46.5	66.6→72.3	国际货币基金组织执董会决定将人民币纳入特别提款权（SDR）货币篮子；美联储加息
2016	-4.5	51.7→51.4	7.9→11.8	11.1→10.2	-1.5→-6.3	84.0→61.5	70→63.4	美联储加息；证监会加强杠杆收购监管
2017	-0.3	51.8→51.6	5.3→6.1	9.5→10.9	11.5→10.7	86.8→98.2	59.5→61.4	美联储加息
2018	-3.6	50→49.4	-5.1→0.9	10.1→9.4	3.9→-4.6	68.2→75.2	11.3→9.5	美联储加息；孟晚舟被拘押
2019	6.2	50.2→50.2	1.1→-1.7	7.2→8.6	-1.3→8.1	60.6→73.4	22.2→28.1	中美第一阶段经贸协议达成
2020	2.4	52.1→51.9	12.0→11.5	-2.8→-1.8	20.5→18.0	52.6→57.4	63.6→59.4	国内疫情防控较好；中央经济工作会议定调不急转弯
2021	2.1	50.1→50.3	-14.0→-15.6	12.1→8.5	21.5→20.6	64.7→55.4	38.6→44.9	央行下调支农再贷款、支小再贷款利率；下调金融机构人民币存款准备金率
2022	-2.0	48→47	-33.3→-31.5	2.7→5.4	-10.4→-12.6	39.7→64.0	21.3→20.2	美联储加息；进一步优化落实新冠肺炎疫情防控的十条措施出台；12月5日央行降准
2023	-1.8	49.4→49	-21.3→-23.0	4.6→5.5	0.7→2.1	59.3→39.1	26→24	美国在南海问题上对菲律宾支持，地缘关系紧张
2024	0.8	50.3→50.1	3.2→0.4	3.2→4.8	6.6→10.7	19.2→38.1	47.7→50.5	美联储降息；政治局会议、中央经济工作会议定调积极
2025	2.1	49.2→50.1	-17.9→-16.6	2.9→1.3	5.8→6.4	10.2→34.7	72→56.1	美联储降息；政治局会议、中央经济工作会议定调继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取 11、12 月数据比较，日频数据取 11、12 月最后一个交易日数据比较；分位数计算从 2005 年起）

图 2：2018 年以来 12 月基金重仓股指数表现存在一定分化



资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：基金调仓对 12 月行情可能有一定影响

年份	12月基金重仓股涨跌幅（%）			Q4主动偏股型仓位变化幅度
	12月	上半月	下半月	
2018	-4.58%	0.40%	-4.96%	-4.40
2019	6.62%	4.69%	1.84%	3.66
2020	6.97%	3.66%	3.19%	2.69
2021	-1.24%	0.34%	-1.58%	1.83
2022	-1.40%	0.33%	-1.72%	2.56
2023	-1.90%	-3.44%	1.60%	0.87
2024	0.37%	0.56%	-0.19%	-0.07
2025	4.51%	0.50%	3.99%	2.10

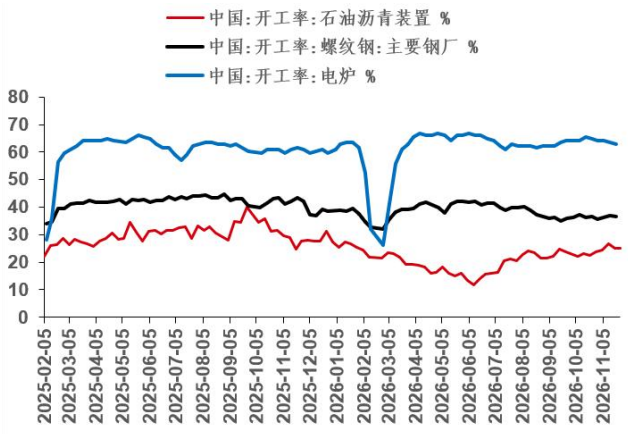
资料来源：华金证券研究所，wind（注：上半月统计时间为 12/1-12/15，下半月统计时间为 12/16-12/31；基金仓位变化计算方式为 Q4-Q3）

（二）今年 12 月可能震荡反弹

12 月政策和外部事件可能偏积极。（1）12 月政策仍可能偏积极：一是经济政策上，近期发改委召开会议调度督促政府投资资金支付使用和项目储备工作，强调资金要尽快拨付、形成实物工作量，加快重大项目储备，此外《服务贸易 “十五五” 规划》和《新一代通信网建设实施方案》印发，显示加大投资、提振内需和加快“六张网”建设等稳增长政策短期继续加速落实，展望 12 月，政治局会议和中央经济工作会议可能聚焦稳增长，定调可能进一步积极，在外需可能面临一定回落压力下，明年财政、货币可能继续双宽松，加大投资、提振内需等稳增长政策可能加力实施。二是资本市场政策上，近期国常会表态要优化汇金类平准基金功能，强化国家队稳市、流动性保障，完善社保、年金、保险等中长期资金入市配套政策，推动上市公司加大分红、回购，严打财务造假、违规减持，同时近期沪深北交易所下调融资保证金比例下限、深交所就创业板做市商细则征求意见，交易所降费等一揽子稳市机制，显示短期政策维稳资本市场的意愿较强，稳市力度不断增大，展望 12 月，类平准基金稳市功能不断实施、长期资金入市、加大上市公司回购和分红、严打违规减持和上市等稳市政策可能加速落实。（2）12 月外部风险仍可能有限：一是美伊冲突短期升级的可能性较小，霍尔木兹海峡油轮事件后油价并未持续冲高，继续在 90 左右震荡，显示当前市场已充分反映了美伊冲突导致的油价和通胀上行的担忧，展望 12 月，共和党反思中期选举失败从而尽快解决美伊冲突的意愿不会改变，美伊双方仍可能寻求谈判，一旦谈判或冲突解决，油价可能下行且通胀担忧可能缓解。二是近期中美元首在 APEC 会议再次会面，确立中美建设性战略稳定关系，遵循相互尊重、公平、对等原则，达成拉长合作清单、管控分歧、防止冲突升级的共识，同时中美贸易理事会农业工作组首次会议在北京召开，落实元首会晤共识，展望 12 月，尽管中美科技博弈可能有扰动，但中美双方仍可能以落实元首会晤共识为主，中美关系可能维持平稳。

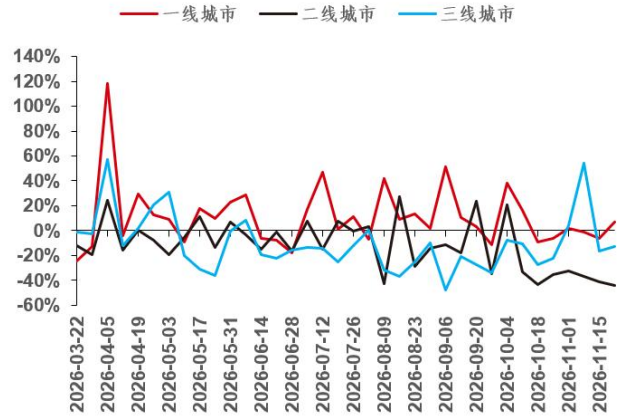
12 月经济和盈利可能修复回升。（1）12 月经济可能继续低位有所修复。一是近期一二三线地产周成交依然偏弱，展望 12 月，地产放松政策可能延续，但地产销售和地产投资增速均可能继续偏弱，在 AI 产业趋势持续上行和支持科技创新的政策不断实施下，12 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速可能继续上行，同时在企业盈利修复和发展新质生产力等政策下 12 月制造业投资增速也可能企稳，而近期螺纹钢、石油沥青装置开工率略有回升，在重大工程和重大项目建设加速、稳增长政策可能加码下，12 月基建投资增速可能企稳有所回升。二是今年以来出口持续高增，自 6 月以来出口维持在 20%以上的高增速，9 月和 10 月同比增速更是高达 35%以上，主要是海外 AI 算力需求高增导致高新技术行业出口同比大幅增长，展望 12 月，AI 产业趋势可能继续上行，同时美国制造业 PMI 近期持续维持高位，显示海外需求短期仍可能维持较强，中国制造业和成本优势可能持续，12 月出口同比可能继续维持较高增速。三是随着年底消费旺季的到来，同时消费品以旧换新等提振消费的政策持续实施，12 月消费增速可能有所企稳回升。（2）12 月企业盈利可能继续处于上升趋势中。一是 10 月规模以上工业企业利润累计同比增长 16.0%，较 9 月的 15.5%累计同比增速再次回升，同时 10 月单月同比增速高达 20.1%，较 9 月的 14.4%的同比增速明显回升，显示短期企业盈利维持上升趋势，展望 12 月，PPI 同比增速可能继续维持高位，工业企业利润增速因此可能继续上行。二是 A 股三季报盈利继续维持正增长，主要受电子等科技成长行业和有色金属、石化等周期行业盈利高增推动，展望 12 月，这种趋势可能延续，A 股盈利可能继续维持一定的增速。

图 4：近期石油沥青装置开工率略有回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：近期一二三线地产周成交依然偏弱



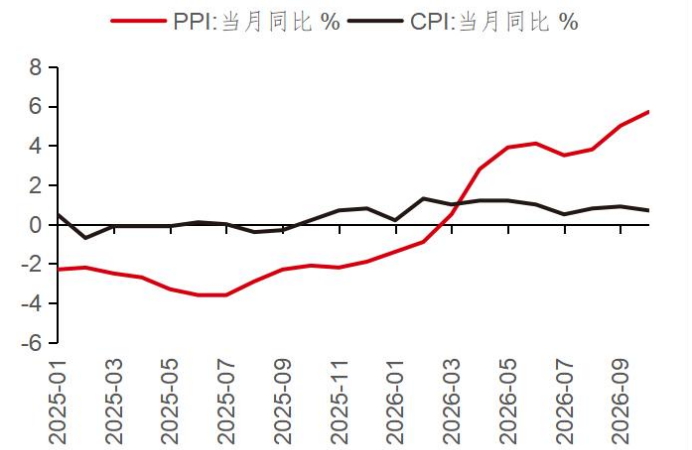
资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：规模以上工业企业利润有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

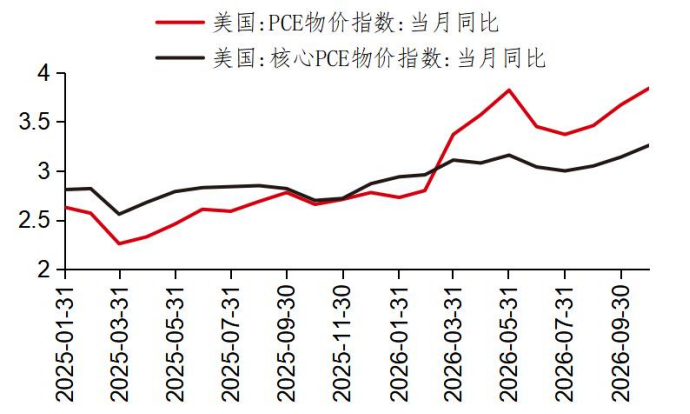
图 7：9 月 PPI、CPI 稳定增长



资料来源：华金证券研究所，wind

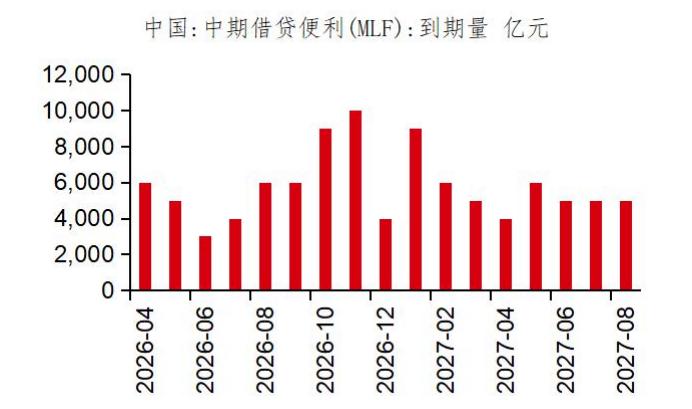
12 月流动性可能维持宽松。（1）12 月宏观流动性可能维持宽松。一是美国 10 月 PCE 和核心 PCE 分别同比增长 3.8%和 3.3%，较 9 月的 3.7%和 3.1%均有所回升，美联储短期加息预期上升，展望 12 月，尽管 12 月美联储可能加息，但油价近期已高位回落至 90 美元/桶左右震荡，且美国短期就业仍偏弱，美国 12 月通胀仍可能有所回落，美联储短期可能难连续加息，海外流动性预期维持平稳。二是近期美元指数受 12 月加息预期上升影响而出现回升，但美国债务风险仍较高，且美联储短期可能难连续加息，美元指数 12 月可能继续维持震荡，同时出口高增导致结售汇差持续上升，人民币汇率 12 月可能继续震荡偏强，海外对国内宽松的影响较小，且国内 12 月将有 4000 亿元 MLF 到期，在国内稳增长压力较大下，12 月国内央行可能继续加大资金投放，维持流动性宽松，不排除进一步降准降息。（2）12 月股市资金流入可能边际改善：一是历史经验来看，2016-2025 年的 10 年期间，外资 12 月净流入 7 次，融资 12 月净流入 4 次，12 月外资、融资平均分别流入 341 亿元、70 亿元。二是 11 月以来融资净流出 2097 亿元，自今年 6 月的高点以来融资净流出超 9000 亿，融资余额已回落至 2.1 万亿左右，展望 12 月，随着短期维稳政策和力度可能进一步上升，市场情绪一旦企稳，融资、外资等股市资金可能回流，同时新发基金可能继续维持一定的水平。

图 8：美国 10 月 PCE 和核心 PCE 均有回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：12 月有 4000 亿元 MLF 到期



资料来源：华金证券研究所，wind

图 10：市场预测 12 月美联储大概率加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/12/9	0.0%	0.9%	99.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.3%	34.8%	64.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.1%	13.6%	46.4%	39.8%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.1%	10.5%	38.7%	41.4%	9.4%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.1%	7.6%	31.0%	40.6%	18.1%	2.6%
2027/7/28	0.0%	0.2%	8.2%	31.2%	40.1%	17.7%	2.5%
2027/9/15	0.0%	0.6%	9.3%	31.7%	39.0%	17.0%	2.4%
2027/11/17	0.2%	3.2%	16.0%	33.9%	32.4%	12.6%	1.7%

资料来源：华金证券研究所，CME（注：数据统计截至 2026/11/27）

图 11：12 月融资、外资大概率流入 A 股

开始时间	结束时间	年份	外资净流入（亿元）	融资净流入（亿元）	新成立偏股型基金份额（亿份）
2016/12/1	2016/12/31	2016	67.19	-363.80	407.67
2017/12/1	2017/12/31	2017	85.66	-21.30	410.23
2018/12/1	2018/12/31	2018	161.42	-131.20	228.79
2019/12/1	2019/12/31	2019	729.94	534.90	736.88
2020/12/1	2020/12/31	2020	572.39	248.55	1748.37
2021/12/1	2021/12/31	2021	889.92	-119.17	1346.43
2022/12/1	2022/12/31	2022	350.13	-198.44	322.87
2023/12/1	2023/12/31	2023	-129.26	-132.18	308.72
2024/12/1	2024/12/31	2024	-	203.00	372.04
2025/12/1	2025/12/31	2025	-	676.78	590.14

资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：12 月建议配置科技成长、部分周期和消费

（一）12 月科技成长和部分周期、消费行业可能相对占优

12 月科技成长和部分周期、消费行业可能相对占优。（1）复盘历史，震荡筑底后超跌的产业趋势上行和政策导向的行业表现相对占优。一是下跌期间低估值稳定类和产业趋势上行的行业相对占优：首先，低估值稳定类行业表现相对占优，如 2005.3.8-2005.7.11、2015.11.11-2016.1.28 的银行，2021.12.13-2022.4.26、2023.5.8-2024.2.5 的煤炭，2024.5.20-2024.9.13 的非银金融；其次，产业趋势上行的行业表现也相对占优，如猪周期上行周期下的 2007.10.31-2008.11.4 的农林牧渔，化妆品涨价趋势下的 2011.4.18-2012.12.3 的美容护理，出境游高增和免税预期大幅上升下的 2013.12.4-2014.4.28 和 2018.1.26-2019.1.3 的社会服务，半导体国产化趋势和 TWS 耳机需求爆发下的 2019.4.19-2020.3.23 的电子，国产操作系统需求上升下的 2022.8.17-2022.10.31 的计算机。二是震荡筑底后一个月内，政策导向和产业趋势上行的行业相对占优：首先，政策导向的行业相对占优，如 2005.7.11-2005.8.11 受益于股权分置改革政策的计算机，2008 年 11 月受益于“四万亿”政策的建筑材料，2012 年 12 月和 2024 年 9-10 月受益于稳增长和资本市场政策的非银金融，2016 年 2 月受益于供给侧改革政策的有色金属，2019 年 1 月受益于家电下乡和地产放松等政策的家电，2022 年 11 月受益于地产放松政策的房地产；其次，产业趋势上行的行业相对占优，如移动互联网浪潮下的 2014 年 5 月的计算机，国内疫后修复预期上升和消费升级大趋势下的 2020 年 4 月的食品饮料，新能源大趋势下的 2022 年 5 月的汽车，人工智能产业趋势上行下的 2024 年 2 月的计算机。三是底部出现前超跌的行业在触底后可能领涨：2005 年以来的 11 次大级别底部形成过程中，下跌期间涨幅排名 25 名之后的行业，全部都在筑底后一个月涨幅排名前 10，有 9 次在筑底后一个月涨幅排名前 5。（2）当前来看，今年 12 月超跌的科技成长和部分周期、消费行业可能相对占优。一是 A 股 12 月可能处于震荡筑底后的阶段：首先，根据前述分析，A 股当前已经处于震荡磨底阶段，大级别底部区域可能已形成，12 月 A 股可能震荡反弹；其次，比照历史复盘经验，政策导向、产业趋势上行、超跌的

行业表现相对占优。二是 12 月科技成长和部分周期、消费行业的政策支持可能持续：首先，近期《新一代通信网建设实施方案》、广东省算力“十五五”规划等发布，显示短期支持科技创新的政策仍在持续落实，展望 12 月，中央经济工作会议可能定调进一步发展新质生产力、支持科技创新等，加快算力网等“六张网”建设，12 月科技成长行业的支持政策可能持续；其次，12 月中央经济工作会议可能继续强调加大投资和反内卷，在重大工程和重大项目及“六张网”建设等加速下，部分周期行业可能受到政策支持；最后，近期《关于加强消费基础设施建设 促进消费投资良性互动的指导意见》发布，从城乡商业设施、服务消费设施、出行消费设施等五大领域部署 20 项任务，显示短期消费支持政策持续，展望 12 月，中央经济工作会议可能聚焦扩大内需、提振消费等方向，提振消费的政策可能持续出台和落实。三是 12 月科技成长和部分周期行业产业趋势或景气预期可能上升：首先，近期运营商第二批大规模智算集采启动，国产昇腾超节点、Hi-One NPO 近封装光引擎推出，ISSCC 披露国产 HBM 相关技术方案，HBM 配套、Chiplet、晶圆键合、玻璃基板成为攻关重点，同时部分半导体设备订单增加，显示近期科技成长产业趋势仍在上行，展望 12 月，AI 产业大会、算力峰会、半导体设备论坛等会议举行，特斯拉 Optimus 可能发布、运营商年度集采、卫星互联网组网发射等催化可能密集落地，12 月科技成长行业产业趋势可能持续上行；其次，12 月美联储可能加息，落地后流动性预期可能边际改善，黄金等贵金属价格可能上行，同时 AI 需求可能继续推升小金属等有色金属景气，同时油价维持高位推升化工行业景气，12 月周期行业景气可能上升。四是当前超跌的是科技和部分周期行业：2026 年 5 月 13 日以来，跌幅靠前的行业是通信、电子、建材、有色金属、机械设备、电新等科技和周期行业。

图 12：2005 年以来上证综指下跌区间



资料来源：华金证券研究所，wind（数据截至 11 月 24 日）

图 13：2005 年以来下跌区间内表现相对占优的行业

排名	2005/3/8 2005/7/11	2007/10/31 2008/11/4	2011/4/18 2012/12/3	2013/12/4 2014/4/28	2015/11/11 2016/1/28	2018/1/26 2019/1/3
1	银行	农林牧渔	美容护理	社会服务	银行	社会服务
2	食品饮料	医药生物	食品饮料	轻工制造	家用电器	美容护理
3	交通运输	建筑装饰	房地产	综合	美容护理	银行
4	公用事业	通信	银行	计算机	房地产	农林牧渔
5	国防军工	计算机	医药生物	电子	食品饮料	计算机
27	机械设备	煤炭	建筑材料	环保	环保	综合
28	煤炭	社会服务	国防军工	农林牧渔	计算机	有色金属
29	综合	非银金融	机械设备	国防军工	建筑装饰	电子
30	环保	国防军工	通信	非银金融	交通运输	传媒
31	电子	有色金属	电力设备	煤炭	国防军工	环保
排名	2019/4/19 2020/3/23	2021/12/13 2022/4/26	2022/8/17 2022/10/31	2023/5/8 2024/2/5	2024/5/20 2024/9/13	
1	电子	煤炭	计算机	煤炭	非银金融	
2	计算机	房地产	国防军工	家用电器	公用事业	
3	建筑材料	银行	医药生物	银行	电子	
4	医药生物	建筑装饰	社会服务	公用事业	通信	
5	美容护理	综合	综合	石油石化	银行	
27	建筑装饰	机械设备	汽车	社会服务	房地产	
28	交通运输	汽车	基础化工	美容护理	食品饮料	
29	石油石化	国防军工	电力设备	电力设备	美容护理	
30	钢铁	电力设备	建筑材料	计算机	轻工制造	
31	煤炭	电子	食品饮料	传媒	建筑材料	

资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：2005 年以来底部出现后 1 个月、3 个月 TOP3 行业相对万得全 A 的超额收益率

排名	2005/7/11				2008/11/4				2012/12/3			
	T+30		T+90		T+30		T+90		T+30		T+90	
1	计算机	22.7	国防军工	34.5	建筑材料	53	建筑材料	76	非银金融	28.4	环保	55.1
2	石油石化	20.1	电力设备	29.7	电力设备	47.4	电力设备	67.7	银行	22.9	国防军工	55
3	银行	17.6	机械设备	24.6	机械设备	38	国防军工	67.5	国防军工	21.8	非银金融	37.9
排名	2014/4/28				2016/1/28				2019/1/3			
	T+30(行业)		T+90(行业)		T+30(行业)		T+90(行业)		T+30(行业)		T+90(行业)	
1	计算机	7.7	有色金属	17.9	有色金属	8.8	综合	15.9	家用电器	15.3	计算机	58.9
2	通信	5.5	汽车	15.2	农林牧渔	5.1	食品饮料	15.1	食品饮料	12	农林牧渔	55.1
3	电子	4.3	国防军工	12.7	综合	4.8	石油石化	14.5	非银金融	11.6	非银金融	51.4
排名	2020/3/23				2022/4/26				2022/10/31			
	T+30(行业)		T+90(行业)		T+30(行业)		T+90(行业)		T+30(行业)		T+90(行业)	
1	食品饮料	16.8	美容护理	45.1	汽车	21.3	电力设备	47.4	房地产	23.4	食品饮料	34.9
2	医药生物	14.8	食品饮料	35.2	电力设备	19.9	汽车	42.4	建筑材料	17.8	非银金融	26.5
3	农林牧渔	11.9	社会服务	34.5	国防军工	17.6	国防军工	30.5	传媒	15.7	传媒	24.2
排名	2024/2/5				2024/9/13							
	T+30(行业)		T+90(行业)		T+30(行业)		T+90(行业)					
1	计算机	25.8	有色金属	30.6	非银金融	37.7	商贸零售	71.1				
2	通信	25.1	通信	28.1	计算机	34.3	计算机	69.1				
3	电子	22.9	汽车	25.8	房地产	29.4	综合	63.5				

资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：2005 年以来出现底部后 1 个月、3 个月 TOP5 申万一级行业涨跌幅变化最大行业

统计项目		2005-07-11	2008-11-04	2012-12-03	2014-04-28	2016-01-28	2019-01-03
底部后一个月	排名提升TOP1	计算机（24→1）	有色金属（31→8）	国防军工（28→3）	煤炭（31→4）	环保（27→5）	家用电器（26→1）
	排名提升TOP2	机械设备（27→6）	建筑材料（22→1）	建筑材料（27→6）	农林牧渔（28→8）	有色金属（21→1）	电子（29→9）
	排名提升TOP3	煤炭（28→7）	社会服务（28→11）	通信（30→14）	有色金属（25→6）	石油石化（16→4）	煤炭（23→5）
	排名下降最大	食品饮料（2→31）	美容护理（9→30）	美容护理（1→30）	纺织服饰（7→23）	银行（1→27）	社会服务（1→31）
底部后三个月	排名提升TOP1	机械设备（27→3）	国防军工（30→3）	国防军工（28→2）	国防军工（29→3）	有色金属（21→1）	电子（29→4）
	排名提升TOP2	环保（30→6）	有色金属（31→7）	电力设备（31→13）	煤炭（31→5）	非银金融（24→9）	综合（27→8）
	排名提升TOP3	综合（29→5）	社会服务（28→6）	建筑材料（27→14）	有色金属（25→1）	环保（27→14）	家用电器（26→10）
	排名下降最大	交通运输（3→29）	食品饮料（10→31）	食品饮料（2→31）	社会服务（1→25）	美容护理（3→27）	银行（3→31）
统计项目		2020-03-23	2022-04-26	2022-10-31	2024-02-05	2024-09-13	
底部后一个月	排名提升TOP1	建筑装饰（27→8）	电力设备（30→2）	建筑材料（30→2）	计算机（30→1）	房地产（27→3）	
	排名提升TOP2	商贸零售（24→6）	汽车（28→1）	食品饮料（31→5）	传媒（31→6）	美容护理（29→5）	
	排名提升TOP3	交通运输（28→17）	国防军工（29→3）	房地产（21→1）	电力设备（29→8）	建筑材料（31→10）	
	排名下降最大	电子（1→30）	银行（3→31）	国防军工（2→31）	银行（3→30）	公用事业（2→31）	
底部后三个月	排名提升TOP1	商贸零售（24→5）	电力设备（30→1）	食品饮料（31→1）	电力设备（29→9）	房地产（27→5）	
	排名提升TOP2	交通运输（28→15）	国防军工（29→3）	建筑材料（30→4）	计算机（30→10）	轻工制造（30→9）	
	排名提升TOP3	汽车（26→14）	汽车（28→2）	传媒（22→3）	国防军工（23→7）	建筑材料（31→12）	
	排名下降最大	计算机（2→25）	房地产（2→30）	国防军工（2→31）	煤炭（1→26）	公用事业（2→31）	

资料来源：华金证券研究所，wind（上表统计下跌时申万一级行业的涨跌幅排名在底点出现 1 个月、3 个月后的变化，如 2005.7.11 底部后一个月的计算机 24→1 代表行业在下跌期间的的排名是 24，底部出现后一个月排名提升至 1）

图 16：2026.5.13 下跌以来申万一级行业涨跌幅

行业	涨跌幅（%）
通信	-38.5%
电子	-28.7%
建筑材料	-26.0%
有色金属	-25.3%
综合	-24.6%
机械设备	-22.8%
电力设备	-21.8%
基础化工	-19.7%
环保	-19.7%
房地产	-19.4%
国防军工	-18.9%
轻工制造	-15.6%
建筑装饰	-14.6%
美容护理	-14.3%
社会服务	-13.4%
汽车	-13.3%
钢铁	-13.1%
商贸零售	-12.6%
计算机	-12.4%
农林牧渔	-11.7%
纺织服饰	-10.2%
医药生物	-9.9%
传媒	-7.7%
石油石化	-6.8%
非银金融	-4.6%
煤炭	-4.5%
交通运输	-4.0%
公用事业	-2.8%
家用电器	4.7%
食品饮料	8.4%
银行	8.5%

资料来源：华金证券研究所，wind（数据截至 2026.11.27）

（二）中央经济工作会议前，科技成长、部分周期可能相对占优

今年中央经济工作会议召开前，科技成长、部分周期行业可能相对占优。一是复盘历史，12 月 1 日至中央经济工作会议召开前，产业趋势上行或景气预期改善的行业相对占优：首先，产业趋势上行的行业表现占优，如半导体国产化和无线耳机产业趋势驱动的 2019 年底的电子，消费升级大趋势下的 2020 年底的食品饮料，人工智能大模型不断迭代带动应用需求上升的 2023 年底的传媒，AI 产业趋势上行驱动算力需求爆发的 2025 年底的通信；其次，景气预期改善的行业也相对占优，如供给侧改革政策导致景气预期改善的 2016 年底的石油石化、2017 年底的消费，跨境电商和国货电商及悦己消费上升导致景气预期改善的 2018 年底的美容护理，“双碳”政策导致煤炭价格上行从而推升景气度的 2021 年底的煤炭，防疫政策优化后消费复苏预期上升从而推升景气度的 2022 年底的食品饮料，城市更新和限产等政策推升景气预期的 2024 年底的

钢铁。二是当前来看，今年中央经济工作会议召开前科技成长、部分周期行业可能相对占优：首先，尽管英伟达事件可能导致 AI 降速，但 AI 需求依然高增，海外算力需求仍可能维持较高增长，同时国产算力、半导体等产业趋势可能不断上升，机器人不断更新迭代，景气预期也可能改善，整体来看科技成长行业产业趋势仍可能维持上行；其次，AI 硬件可能使得小金属等有色金属景气度维持较高水平，同时油价回落、美联储加息落地等可能使得贵金属价格修复回升，短期部分周期行业景气预期可能改善。

图 17：近 10 年中央经济工作会议召开前市场表现、占优行业及政策重点

年份	市场表现	占优行业	政策重点
2016	-5.17%	石油石化	三去一降一补、房住不炒、供给侧改革
2017	-0.86%	食品饮料	深化供给侧改革、破立降、金融风险防控
2018	-2.55%	美容护理	强化逆周期调节、建设制造强国
2019	2.64%	电子	稳字当头、三大攻坚战
2020	-0.44%	食品饮料	强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力
2021	0.97%	煤炭	稳宏观经济大盘、宏观政策稳健有效
2022	1.24%	食品饮料	稳增长、稳就业、稳物价
2023	-0.95%	传媒	高质量发展
2024	3.30%	钢铁	提振消费、提高投资效益，整治“内卷式”竞争，科技创新、新质生产力、人工智能+
2025	1.33%	通信	扩大内需、提质增效、新质生产力、统一大市场

资料来源：wind,华金证券研究所（上表统计每年 12.1 至会议召开前夕市场表现及占优行业）

（三）当前成长行业中的通信、电子、机械设备占优

当前成长行业中的通信、电子、机械设备等行业估值性价比较高。一是成长一级行业中的通信、电子等行业估值性价比较高：首先，9 月 22 日以来，成长一级行业中的通信、电子、机械设备、电力设备、国防军工跌幅较大，分别下跌 45.4%、37.0%、28.9%、26.9%、24.3%；其次，电子、电力设备、通信、国防军工、机械设备当前 PEG 较低，分别为 0.25、0.40、0.75、0.85、0.98。二是成长二级行业中的通信设备等行业估值性价比较高：首先，9 月 22 日以来，成长二级行业中的通信设备、元件、其他电子、半导体、通用设备跌幅较大，分别下跌 51.2%、48.1%、34.8%、29.5%、29.3%；其次，其他电子、半导体、航海设备、通信设备、元件等当前 PEG 较低，分别为 0.14、0.16、0.18、0.20、0.27。

图 18：成长一级行业中电子、电力设备、通信等估值性价比较高

成长一级行业各指标表现								
行业	涨跌幅(%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速（%）	预测PEG	预测PEG历史分位数（%）	成交额占万得全A比（%）	成交额占比历史分位数（%）	换手率（%）	换手率历史分位数（%）
电力设备	-26.9%	22.4%	0.40	7.2%	6.4%	14.2%	1.7%	27.0%
国防军工	-24.3%	11.0%	0.85	9.4%	2.4%	23.8%	1.7%	49.7%
计算机	-20.5%	13.9%	1.51	51.7%	6.0%	28.7%	2.9%	51.1%
汽车	-17.9%	7.3%	1.09	79.9%	3.9%	31.2%	1.7%	39.9%
医药生物	-14.1%	4.4%	1.15	24.0%	5.7%	38.3%	2.0%	66.3%
传媒	-13.0%	4.2%	1.27	70.1%	3.2%	55.2%	3.4%	71.0%
机械设备	-28.9%	11.4%	0.98	31.0%	7.7%	81.4%	2.1%	55.8%
通信	-45.4%	8.4%	0.75	3.2%	7.5%	89.7%	1.6%	32.0%
电子	-37.0%	41.3%	0.25	0.0%	24.3%	90.4%	2.8%	69.8%

资料来源：wind，华金证券研究所（数据截至 11 月 26 日）

图 19：成长二级行业中通信设备、元件、其他电子等估值性价比较高

行业	涨跌幅(%)	基本面	估值		情绪			
		预期营收增速（%）	预测PEG	预测PEG历史分位数（%）	成交额占万得全A比（%）	成交额占比历史分位数（%）	换手率（%）	换手率历史分位数（%）
通信设备	-51.2%	38.7%	0.20	0.4%	6.1%	85.3%	3.4%	57.5%
元件	-48.1%	45.2%	0.27	0.3%	5.1%	92.4%	4.8%	84.2%
其他电子Ⅱ	-34.8%	85.2%	0.14	18.4%	0.6%	44.6%	3.4%	52.8%
半导体	-29.5%	70.5%	0.16	0.7%	14.5%	95.3%	3.1%	62.8%
通用设备	-29.3%	13.1%	0.92	28.4%	3.3%	84.5%	3.3%	60.8%
其他电源设备Ⅱ	-27.7%	15.5%	0.62	28.5%	0.5%	28.9%	1.0%	12.6%
自动化设备	-27.5%	24.5%	1.16	46.7%	2.2%	90.3%	2.5%	54.7%
专用设备	-25.2%	7.9%	0.86	25.9%	1.9%	53.9%	2.0%	50.2%
消费电子	-24.7%	38.9%	0.43	0.4%	3.1%	71.4%	1.9%	43.2%
光学光电子	-24.7%	6.1%	0.87	52.5%	1.8%	57.8%	1.8%	46.5%
风电设备	-21.9%	11.6%	0.92	79.6%	0.3%	14.2%	1.5%	26.6%
电池	-19.9%	47.9%	0.36	2.3%	2.2%	29.8%	1.8%	28.7%
军工电子Ⅱ	-19.4%	10.3%	2.84	89.9%	1.0%	37.5%	2.0%	37.2%
地面兵装Ⅱ	-19.2%	4.2%	3.10	79.9%	0.2%	52.2%	1.9%	44.6%
航空装备Ⅱ	-18.7%	1.2%	4.08	91.8%	1.0%	61.2%	1.7%	59.0%
航天装备Ⅱ	-18.3%	7.5%	5.89	88.4%	0.2%	60.4%	1.3%	40.0%
光伏设备	-17.8%	-0.5%	0.00	13.8%	1.4%	18.5%	1.7%	40.7%
航海装备Ⅱ	-17.6%	31.8%	0.18	20.5%	0.3%	42.1%	1.3%	56.3%
电机Ⅱ	-14.7%	7.6%	3.30	96.9%	0.3%	35.9%	2.2%	27.8%
游戏Ⅱ	-14.7%	18.6%	0.56	35.2%	0.7%	30.5%	3.4%	60.2%
医疗服务	-14.7%	15.4%	0.98	13.4%	1.4%	80.5%	2.4%	75.6%
汽车零部件	-14.5%	8.9%	1.57	93.2%	2.8%	42.6%	2.1%	44.7%
生物制品	-14.4%	2.0%	0.00	0.3%	0.6%	45.3%	1.2%	50.3%
电网设备	-13.4%	14.5%	1.10	57.0%	1.5%	38.4%	1.8%	38.2%
软件开发	-12.6%	8.0%	1.86	65.3%	2.0%	24.0%	2.3%	31.3%
化学制药	-12.4%	5.1%	1.09	19.1%	1.5%	24.0%	1.7%	46.4%
IT服务Ⅱ	-11.9%	16.0%	-5.72	1.8%	2.7%	46.6%	3.6%	62.3%
计算机设备	-11.0%	16.2%	0.85	13.0%	1.3%	23.3%	2.3%	36.3%
电视广播Ⅱ	-9.2%	-2.2%	-9.67	14.6%	0.3%	83.9%	4.2%	94.4%
汽车服务	-8.2%	-7.1%	0.58	29.6%	0.1%	43.2%	2.1%	78.6%
乘用车	-7.1%	5.4%	1.01	69.3%	0.2%	2.3%	0.5%	5.6%
医疗器械	-4.4%	11.2%	1.50	57.7%	1.0%	44.3%	1.4%	28.0%
工程机械	-3.9%	13.1%	0.91	86.8%	0.3%	16.1%	1.0%	29.8%
广告营销	-3.6%	6.8%	1.17	62.4%	0.7%	52.3%	3.5%	65.9%
轨交设备Ⅱ	-3.4%	5.2%	2.08	83.1%	0.2%	38.4%	0.6%	42.6%
医药商业	-1.3%	2.6%	2.49	98.9%	0.3%	19.4%	1.5%	55.1%
中药Ⅱ	-1.3%	-1.5%	5.07	82.6%	0.5%	17.3%	1.1%	18.4%
商用车	0.1%	13.5%	0.43	42.0%	0.2%	13.4%	1.0%	3.0%
影视院线	2.4%	-8.3%	-6.08	10.7%	0.7%	82.1%	5.8%	89.7%
出版	3.0%	-4.9%	2.00	80.6%	0.6%	74.8%	2.2%	75.4%
数字媒体	3.4%	2.9%	72.79	99.7%	0.6%	81.6%	6.0%	86.1%

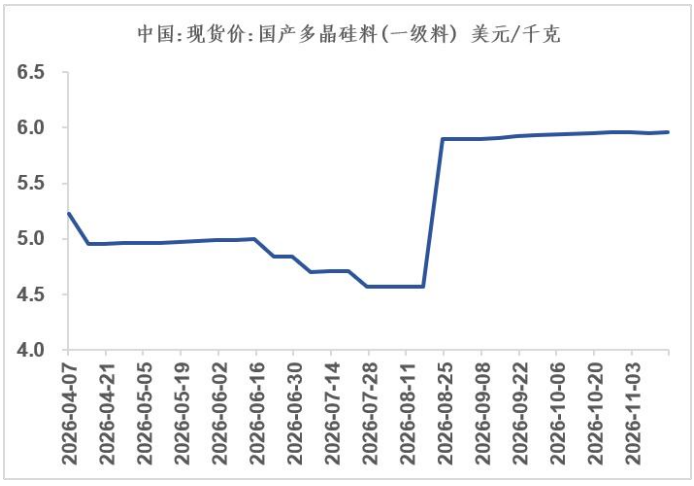
资料来源：wind,华金证券研究所（数据截至 11 月 26 日）

（四）12 月配置科技成长、部分周期和消费等行业

12 月建议逢低配置：一是政策和产业趋势向上且超跌的电子（国产半导体、AI 硬件）、通信（AI 硬件）、机械（机器人）、传媒（AI 应用、游戏）、计算机（AI 应用）、有色金属、医药（创新药、AI 制药）、军工（商业航天）等；二是券商、消费等基本面可能边际改善的行业。（1）电子：一是 2026 国际电子电路（深圳）展览会将于 12 月 2-4 日在深圳国际会展中心举行，大会以“AI 驱动科技”为主题，汇聚多家龙头企业，集中展示 AI 在 PCB 全流程制造中的落地场景。二是国际集成电路展览会暨研讨会将于 12 月 9-10 日在深圳重磅举办，聚焦集成电路、电子元器件与供应链生态，助力技术研发、产品设计与市场应用全链条协同。三是 10 月集成电路出口金额 395.94 亿美元，同比增长 137.6%。（2）通信：一是 IEEE 全球通信大会将于 12 月

7-11 日在澳门特别行政区举行，汇聚电信技术、系统与基础设施等领域突破性研究成果。二是 2026 算力产业生态高质量发展大会暨 Token 工厂生态合作大会拟于 12 月 11 日在北京举办，大会围绕算力自主创新、算电协同、标准共建、生态协同等方向，助力算力产业高质量发展。（3）机械：一是 2026 年 12 月 10-11 日，第七届中国机器人行业年会暨 LeadeRobot 颁奖典礼将在杭州滨江举行，大会覆盖具身智能、核心零部件自主可控、全球化出海等议题，集中展现机器人年度创新成果与发展趋势。二是第三届中国具身智能与人形机器人创新峰会将于 12 月 22-23 日在苏州举办，聚焦具身大脑 AI 算法、核心零部件等，打通“技术-供应链-量产-落地”全链路。（4）传媒：2026 年度游戏产业报告预计于 12 月发布，将公布全年收入、用户规模及细分赛道增速。（5）计算机：一是 2026 第二届“人工智能+”产业生态大会将于 12 月 1-3 日在北京举办，大会聚焦破解行业 AI 产业痛点，搭建高端交流、供需对接的平台。二是第二十一届中国 IDC 产业年度大典将于 12 月 10-11 日在北京举办，大会以“智能生长，算电有度”为主题，聚焦算力、能源与智能产业协同，覆盖 Token 工厂、AIDC 能源、国产超节点等前沿议题。（6）医药：2026 深圳国际医疗器械展览会将于 12 月 9-11 日在深圳举办，展会涵盖智能医疗机器人、医用光学仪器等全产业链产品，为国内外买家采购提供合作平台。（7）军工：第十六届中国国际航空航天博览会将于 2026 年 12 月 7-13 日在广东珠海举办，本届恰逢中国航展创办 30 周年，以“一展三区”形式举办，近 50 个国家和地区超 1100 家企业参展，海军首次拓展海上维度实装参展，多型现役装备首次公开。（8）券商：12 月中旬将召开中央经济工作会议，定调 2027 年经济工作。（9）消费：冰雪旅游在消费券与目的地营销推动下热度抬升，北京、黑龙江等地已启动冰雪消费券投放。

图 20：硅料现货价企稳



资料来源：华金证券研究所，wind（数据截至 11 月 16 日）

图 21：10 月集成电路出口同比持续增长



资料来源：华金证券研究所，wind

三、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及

预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
办公地址：
上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层
北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层
深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn