策略月报：政策底明确，右侧布局窗口打开（2026 年 12 月）

主要观点：

1. 市场回顾：全球资产再定价加剧，A 股月末放量反弹

11 月风险事件密集发酵，市场沿“利率—产业—资金”三条线索同步承压：美联储加息预期升温，压制全球权益估值中枢；英伟达相关扰动动摇 AI 产业链叙事，引发算力链估值重定价，科技成长风格首当其冲；国内融资余额持续回落，杠杆资金退潮放大下跌动量，形成负反馈。三重压力叠加，全球权益市场月内普跌、避险情绪进一步蔓延，美、日、韩、中主要股指及费城半导体指数相继跌破年线或持续运行于年线下方。

面对市场的持续调整，各国维稳举措明显加码。特朗普推动黄仁勋重返英伟达 CEO 席位，市场对 AI 产业链的信心逐步企稳；韩国宣布启动设立超 10 万亿韩元的市场稳定基金，并加强卖空监控；国内国常会明确加力发挥“国家队”稳市作用，政策底信号进一步显性化。在估值深度压缩与政策端加码的双重作用下，风险收益比逐步改善，月末全球主要股指走出修复性反弹，A 股亦在震荡寻底后于 11 月 27 日放量拉出长阳。

2. 经济环境：工业企业利润保持较好增速，投资、消费依然偏弱

利润端延续较快增长。1—10 月规上工业企业利润总额同比增 16.0%、10 月单月增长 20.1%，其中电子行业利润同比翻番，是主要拉动项；高技术制造业利润同比增长 50.9%，仍保持高速增长。盈利质量小幅改善，营业收入利润率同比提高 0.45 个百分点至 5.69%，但应收账款余额仍处于高位，回款压力未见明显缓解。

内需修复依然偏弱。1—10 月固定资产投资同比降 8.1%，10 月社零当月同比仅增 0.4%，消费复苏基础尚不牢固。外需延续高增长态势，1—10 月出口累计同比增长 22.7%，10 月当月同比大增 35.2%，高端制造产业链全球竞争优势持续兑现。

3. 政策环境：稳市机制持续升级，政策底信号显性确认

11 月稳市政策由“工具优化”向“机制升级”递进，资金端与交易端同步发力。资金端，结构性货币政策工具转向常态化操作：股票回购增持再贷款由阶段性安排转为长期制度，利率下调至 1.0%；证券基金保险互换便利扩容，从源头增强市场承接力。交易端，一揽子稳市组合拳密集落

报告日期：2026-11-29

执业信息
崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明
观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20261101 策略月报：孰能浊以止，静之徐清（2026 年 11 月）

20260929 策略季报：低波动防御，保留现金期权（2026 年四季度）

20260830 策略季报：弱美元预期下的配置策略（2026 年 9 月）

20260801 策略月报：K 型的撇和捺，估值的顶和底（2026 年 8 月）

20260707 策略季报：K 型分化，科技主线不变，注意再平衡（2026 年三季度）

20260715 策略月报：EPMI 景气持续，创业板创历史新高（2026 年 6 月）—补发报告

20260714 策略月报：与 2021 年的形似和神似（2026 年 5 月）—补发报告

20260713 策略季报：外部冲击显韧性，盈利复苏提信心（2026 年第二季度）—补发报告

地：融资保证金比例下限下调至 80%，创业板做市商制度加快推进，交易所实施降费让利，交易环境持续优化。

高层定调持续加码，制度安排走向显性化。国常会月内两次专题部署资本市场，首次明确“国家队”稳市表述，要求谋划出台增量政策，进一步优化中央汇金类平准基金运作，提供充足流动性保障。稳市思路由“隐性托底”转向“可预期的制度安排”，政策底信号由此得到显性确认。

4. 投资策略

（1）海外宏观：高利率环境约束仍存，外部不确定性犹存

美国通胀粘性强化加息预期，美债利率维持高位，全球权益资产持续面临估值重估压力。一方面，“芯片美元”逐步替代传统石油美元，全球资本流动更多锚定高波动的美股资产，放大汇率与资本市场波动风险；另一方面，美国对华算力、芯片管制持续加码，叠加年末美联储议息、新关税政策落地，外部风险点依然密集。此外，对 AI 产业的景气持续性需辩证看待：AI 产业高景气未必能在各产业环节间均衡传导；若分配机制不畅，则可能陷入“恩格斯停顿”式分配悖论。在此背景下，技术进步未必能直接转化为市场普涨行情，应警惕业绩兑现不及预期引发的估值收缩风险。

（2）估值水平：逐步进入历史底部区域

截至 11 月 26 日，上证指数收于 3476.88 点，对应 PB 约 1.36 倍，接近 1.22—1.35 倍的历史底部区域上限，安全边际初步显现。当日破净率达 12.60%，已超过 2025 年 4 月 7 日关税战冲击时的水平，个股风险出清较为充分；同时，政策底显性化有效降低了下行尾部风险。需注意的是，本轮中级行情属“机制建设型”修复，节奏或更多体现为时间维度的震荡整固，后续大概率进入多头偏强、多空反复拉锯的状态。

（3）核心配置思路

右侧布局窗口已经打开，建议投资者结合风险承受能力，适度提高权益仓位。个股层面，可关注回购意向明确、前期超跌、估值处于历史低位等方向；ETF 层面，可关注创新药、港股创新药、机器人及黄金等主题 ETF，兼顾成长修复与避险需求。

风险提示：国内方面，关注增量政策及政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级、美元指数上行及美联储政策路径变化等不确定性。

20260708 策略月报：未来产业藏牛股，PPI 潮起看周期（2026 年 3 月）——补发报告

20260121 策略月报：全球失序关注黄金，政策主线轮动出圈（2026 年 2 月）

20260104 策略年报：2026 年 A 股年度策略——心有猛虎，细嗅蔷薇

20251130 策略月报：震荡蓄势，来年可期（2025 年 12 月）

20251031 策略月报：持盈保泰，关注红利（2025 年 11 月）

20250929 策略季报：从“先信资本”到存款活化（2025 年第四季度）

20250629 策略季报：迎接中国资产的“DeepSeek 时刻”（2025 年第三季度策略报告）

20250330 策略季报：从激情燃烧到回归理性（2025 年第二季度策略报告）

20241230 策略年报：2025 年 A 股年度策略——柳暗花明，行则将至

20231229 策略年报：2024 年 A 股策略——向新而生，不离辎重

一、市场行情回顾

1.1 行情回顾

（1） 主要指数

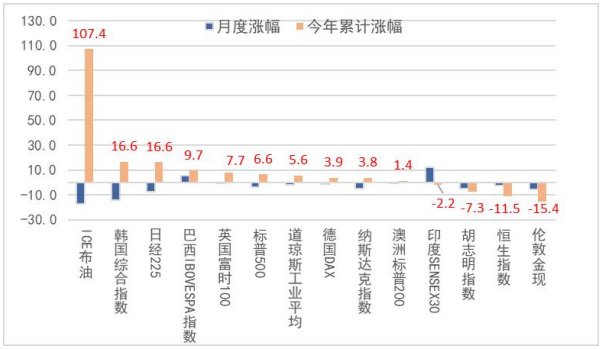
11 月海外大类资产整体走弱，呈现“利率压估值、AI 信仰动摇”的双重特征。美联储加息预期持续升温，系统性抬高风险资产折现率；英伟达相关扰动引发算力链估值重定价，压制全球科技风格。权益市场月内呈普跌格局。截至 11 月 27 日，韩国综合指数当月大跌 14.2%，日经 225 下跌 7.2%，纳指下跌 5.1%，恒生指数下跌 2.6%；黄金受利率上行压制月内下跌 5.7%，ICE 布伦特原油下跌 17.5%。

11 月下半月，市场波动加剧，全球主要股指接连失守关键点位。美国三大股指、日经 225、费城半导体指数（SOX）相继跌破年线，沪深 300、韩国综合指数则持续运行于年线下方，市场恐慌情绪蔓延。

面对持续的市场调整，多国维稳措施密集出台，政策应对力度明显加码。海外市场方面，特朗普政府向英伟达董事会施压，推动黄仁勋重返 CEO 一职，市场对 AI 产业链的信心逐步企稳。亚洲市场方面，韩国政府宣布启动自 2008 年以来首个超 10 万亿韩元的市场稳定基金，同时放宽上市公司回购申报上限并强化卖空监控。中国市场方面，国务院常务会议首次点名“国家队”，明确要求“加力发挥‘国家队’稳市作用”。在此背景下，11 月末相关股指迎来修复性反弹。

年度来看，市场表现显著分化。截至 11 月 27 日，ICE 布伦特原油报收 90.79 美元/桶，年内上涨 107.4%；伦敦现货黄金报收 3653.5 美元/盎司，下跌 15.4%。韩国综合指数、日经 225 年内上涨均超过 16%，巴西 IBOVESPA 指数上涨 9.7%，美国标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数涨幅在 3.8%—6.6%之间；恒生指数年内下跌 11.5%，胡志明指数下跌 7.3%。

图表 1 国际主要指数及大类资产涨幅（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/11/27）

图表 2 A 股主要指数涨幅（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/11/27）

11 月 A 股持续震荡探底，月末在政策催化下放量反弹。截至 11 月 27 日，上证指数报收 3606.49 点，月内上涨 0.2%，上证 50、沪深 300 分别上涨 3.4%、1.9%；科技成长方向领涨，科创 50 大涨 16.0%，创业板指上涨 1.3%；中小盘表现偏弱，中证 500 涨 0.8%，国证 2000、中证 1000 分别下跌 2.8%和 2.9%，北证 50 下跌 3.8%，万得全 A 基本持平。

2026 年下半年以来，市场整体承压，主要指数普遍收跌。其中，科创 50 年内逆势微涨 0.2%，为少数收正的宽基指数；上证 50 年内下跌 6.5%，上证指数、沪深 300 分别下跌 9.1%、12.2%，万得全 A 下跌 15.4%，创业板指下跌 23.7%，居主要指数跌幅前列。

（2）风格指数

年内风格分化显著，红利、低估值风格表现相对领先。截至 11 月 27 日，上证红利指数年内涨幅 8.2%，中证红利指数微跌 0.4%。低市净率指数下跌 2.1%，低市盈率指数下跌 6.0%，金融风格下跌 4.2%，稳定风格下跌 3.4%。高估值风格年内跌幅居前，高市盈率、高市净率指数跌幅均超 25%，周期、成长及中信上游、中游板块跌幅亦超 18%。背后是海外 AI 产业叙事边际转弱、交易拥挤度集中出清，叠加国内低利率环境下资金向高股息资产再平衡，防御属性资产估值支撑显著增强。

11 月当月风格边际修复，哑铃特征明显。中信 TMT 和金融风格分别上涨 3.5%和 2.4%，前期跌幅较深的科技成长方向率先反弹，避险属性仍受资金青睐。中信上游大跌6.7%，周期风格承压明显。这与政策底确认后风险偏好阶段性修复、超跌板块融资去化压力释放有关，同时油价与大宗商品需求预期转弱拖累上游周期板块表现。

图表 3 主要风格指数涨幅（%）

代码	指数	11月	10月	上半年	年内累计	2025年	对应主要申万行业
CI005917.WI	金融风格	2.4	-0.4	-12.6	-4.2	11.6	非银金融、银行、地产
CI005918.WI	周期风格	-3.7	-9.3	-4.3	-19.9	35.4	有色、基础化工、汽车、机械、电力设备、石油石化
CI005919.WI	消费风格	1.0	-2.6	-13.5	-9.2	6.6	医药生物、食品饮料、家用电器、农林牧渔
CI005920.WI	成长风格	0.8	-20.7	36.7	-18.4	43.9	电子、电力设备、计算机、通信、机械设备、国防军工
CI005921.WI	稳定风格	0.3	-0.7	-6.4	-3.4	0.0	公用事业、建筑装饰、交通运输、通信
CI005901.WI	中信上游	-6.7	-9.3	0.1	-18.1	60.2	有色、石油石化、煤炭
CI005902.WI	中信中游	-2.8	-13.9	8.8	-25.3	38.3	电力设备、机械设备、基础化工、国防军工
CI005903.WI	中信下游	-0.1	-4.8	-14.6	-14.4	10.7	医药生物、汽车、食品饮料、家用电器、农林牧渔
CI005904.WI	基础设施建设	-0.8	-3.2	-6.6	-8.0	5.2	公用事业、交通运输、建筑装饰、环保
CI005905.WI	中信TMT	3.5	-23.0	54.6	-10.8	44.7	电子、计算机、通信、传媒
801821.SI	高市盈率指数	3.1	-25.3	38.4	-25.3	30.9	电子、计算机、机械设备、国防军工、传媒、通信
801823.SI	低市盈率指数	0.4	-1.6	-10.6	-6.0	19.8	有色、银行、非银、食品饮料、电力设备、家用电器
801831.SI	高市净率指数	3.1	-31.2	59.8	-25.1	31.9	电子、通信、计算机、机械设备、电力设备、医药生物
801833.SI	低市净率指数	0.5	1.2	-13.0	-2.1	8.9	银行、建筑装饰、房地产、交通运输、石油石化
000922.CSI	中证红利	-1.9	1.8	-8.7	-0.4	-1.4	银行、煤炭、交运、有色金属、石油石化、基础化工
000015.SH	红利指数-上证	-1.8	2.3	-6.0	8.2	-5.1	银行、煤炭、交运、石油石化、纺织服饰、钢铁
399324.SZ	深证红利	-0.6	-3.1	-10.5	-19.5	5.4	家电、食品饮料、有色、医药生物、计算机、机械、传媒

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/11/27）

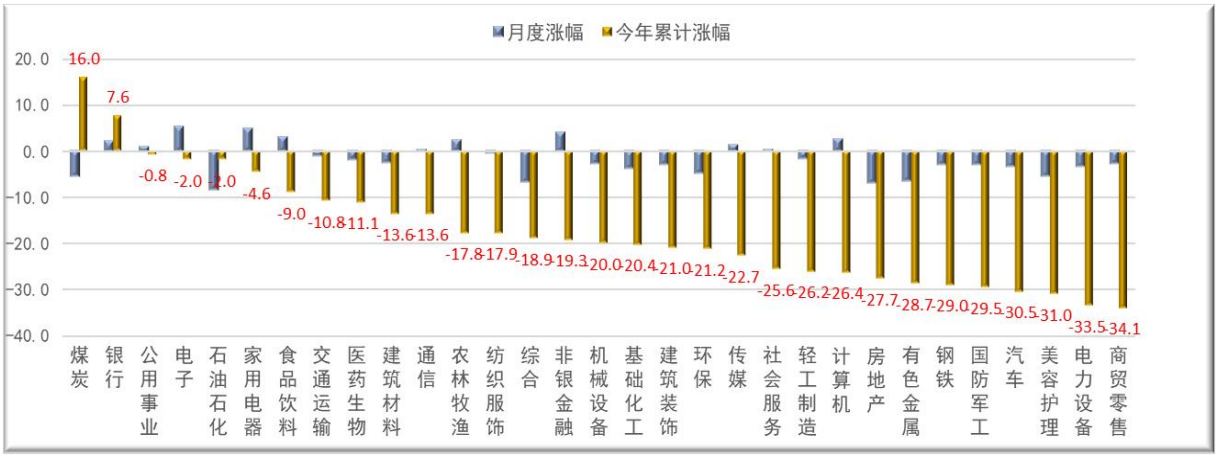
（3）行业指数

截至 11 月 27 日，申万 31 个一级行业中仅 2 个行业年内收涨，上涨行业占比为 6.5%，市场普跌特征显著。其中，煤炭和银行年内分别上涨 16.0%和 7.6%，高股息属性在年内大幅波动中提供了显著的防御价值；公用事业、电子、石油石化跌幅在 2%以内，相对抗跌表现凸显业绩确定性优势；商贸零售、电力设备、汽车、国防军工、房地产等 16 个行业年内跌幅超过 20%，制造业、房地产等行业估值压缩尤为剧烈。

11 月当月，政策底确认与风险情绪释放催化行业边际修复，电子、家用电器、非银金融、食品饮料、

计算机、农林牧渔、银行、传媒、公用事业、社会服务、通信等 11 个行业收涨，科技成长方向反弹最为突出，与防御属性方向共同构成修复格局。

图表 4 申万一级行业指数涨幅（%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026/11/27）

（4）推荐品种回顾

截至 11 月 27 日，累计推荐行业品种（不含宽基）19 只，1 只上涨，上涨比例 5.3%，仅红利板块上涨，涨幅为 0.9%。港股创新药 ETF、创新药 ETF 分别下跌 1.5%和 4.2%，表现相对较好，恒生科技 ETF、光伏 ETF、军工 ETF 等跌幅超过 30%。

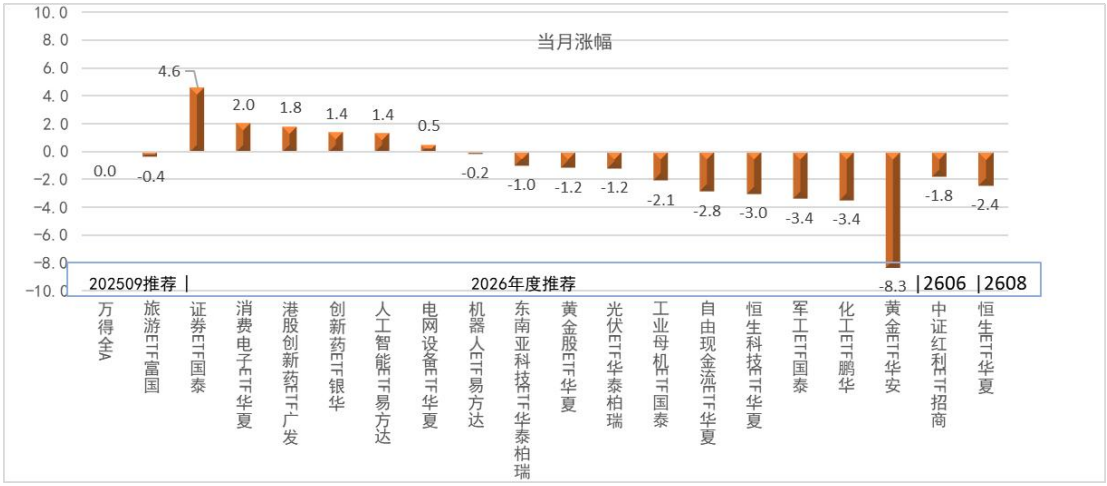
11 月当月，证券 ETF 涨幅 4.6%，消费电子 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、人工智能 ETF、电网 ETF 涨幅在 0%—2%之间；黄金 ETF 月内跌幅最大，达 8.3%。

图表 5 推荐 ETF 品种累计涨幅情况（%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2025 年三季报首推旅游 ETF，其统计起始日为 20250901）

图表 6 推荐 ETF 品种 10 月涨幅情况（%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（截至 2026 年 11 月 27 日）

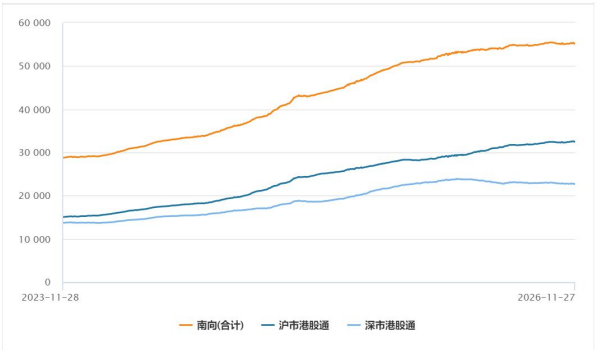
1.2 资金情况

（1） 南向资金

截至 11 月 27 日，南向资金累计净流入规模达 55211.2 亿港元。从资金结构来看，沪市港股通与深市港股通累计净流入分别为 32493.2 亿港元和 22718.0 亿港元。

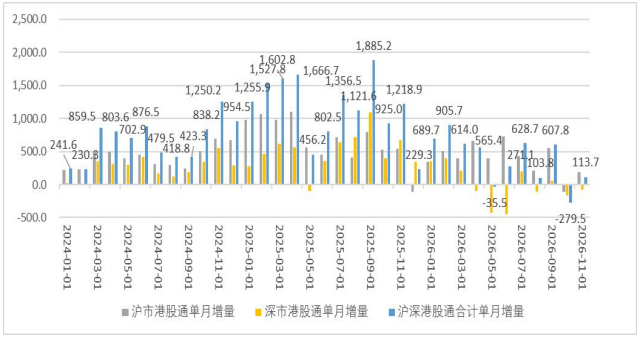
南向资金由流出转为净流入。11 月以来，南向资金合计净流入 113.7 亿港元，扭转了 10 月净流出 279.5 亿港元的态势。分渠道看，沪市港股通净流入 190.6 亿港元，深市港股通净流出 76.8 亿港元。

图表 7 南向资金累计净流入情况（亿港元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 8 南向资金单月流入情况（亿港元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

（2）两融资金

融资余额连续三个月回落，风险偏好持续下降。截至 11 月 26 日，融资余额为 21055.62 亿元，较上年末下降 4185.84 亿元（降幅 16.6%），较 9 月末减少 2097.15 亿元，连续三个月大幅下降；融券余额为 290.73 亿元，较上年末增加 165.31 亿元，较上月末增加 12.23 亿元。

融资交易情绪略高于2024年“924行情”启动前的水平。截至11月26日，11月以来融资买入额占A股总成交额的日均比例为7.95%，略高于2024年9月上旬、8月及9月均值（分别为7.34%、7.49%、7.90%）；从日度走势看，11月20日该比例一度降至6.98%，为年内最低水平，11月26日回升至7.54%，显示杠杆资金的交易情绪在探底后有所修复。

图表9 融资融券余额变动情况（亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策经济环境分析

2.1 经济环境分析

经济延续总体平稳、结构性分化特征。10 月，工业增加值当月同比增长 4.8%，较 9 月回落 0.7 个百分点；1-10 月，固定资产投资累计同比下降 8.1%，其中制造业、基础设施建设和房地产开发投资分别下降2.9%、5.1%和21.6%，降幅均高于预期值。社会消费品零售总额10月当月同比增长0.4%，较9月的1.1%明显放缓，消费复苏基础尚不牢固。

外需继续保持较快增长。1-10 月出口累计同比增速 22.7%，较 9 月提高 1.4 个百分点；10 月当月出口同比增长 35.2%，超出预期 1.95 个百分点，当月进口同比增长 41.6%，大幅超出预期。

货币金融层面，10 月末 M1 同比增速 4.4%，较 9 月明显回升，超出预期 1.45 个百分点，货币活化程度有所改善；M2 同比增速 7.1%，小幅回落。社融存量同比增长 7.2%，当月社融新增较预期少 3545 亿元，实体融资需求仍待提振。10月制造业PMI回落至49.3，非制造业商务活动指数49.7，回落至荣枯线下方。

图表 11 宏观经济数据概览

主要经济指标	预测值		实际值		10月实际比预期
	2026-11F	2026-10F	2026-10	2026-09	
工业增加值:月累计同比(%)	--	--	**5.3**	5.3	*
工业增加值:当月同比(%)	5.3	5.3	**4.8**	5.5	-0.5
固定资产投资:月累计同比(%)	--	-6.9	**-8.1**	-7.2	-1.2
固定资产投资:制造业:月累计同比(%)	--	-1.5	**-2.9**	-2.1	-1.4
固定资产投资:基础设施建设:月累计同比(%)	--	-3.3	**-5.1**	-4.2	-1.8
固定资产投资:房地产开发:月累计同比(%)	--	-20.7	**-21.6**	-20.6	-0.9
社会消费品零售总额:月累计同比(%)	--	--	**1.0**	1.1	*
进口金额:月累计同比(%)	--	--	**29.0**	27.5	*
出口金额:月累计同比(%)	--	--	**22.7**	21.3	*
社会消费品零售:当月同比(%)	2.1	1.1	**0.4**	1.1	-0.7
进口:当月同比(%)	26.6	30.4	**41.6**	31.1	11.2
出口:当月同比(%)	18.8	33.3	**35.2**	36.3	1.95
中国制造业采购经理指数(PMI):月末值	50.1	50.0	**49.3**	50.1	-0.7
中国非制造业采购经理指数:月末值	--	--	**49.7**	50.2	*
CPI:当月同比(%)	0.7	0.8	**0.7**	0.9	-0.1
PPI:当月同比(%)	5.5	5.4	**5.7**	5.0	0.3
M1:月末同比(%)	3.2	3.0	**4.4**	3.2	1.45
M2:月末同比(%)	--	7.2	**7.1**	7.2	-0.1
人民币贷款:月末同比(%)	--	4.7	**4.7**	4.8	0.0
人民币贷款:月累计新增(亿元)	--	114200.0	**114200.0**	115200.0	0.0
社会融资规模存量:月末同比(%)	--	7.3	**7.2**	7.1	-0.1
社会融资规模:月累计新增(亿元)	--	289562.0	**286017.0**	274588.0	-3545.0

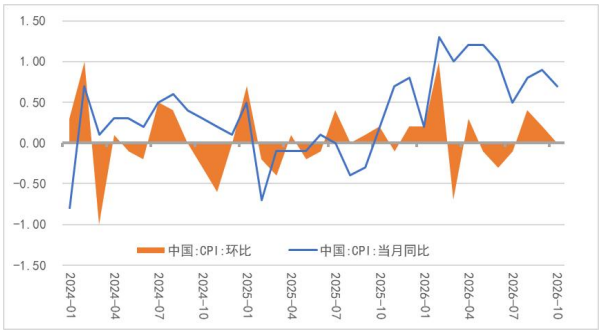
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

（1） CPI 与 PPI

10 月份，CPI 同比上涨 0.7%，环比持平，食品价格延续下降态势。分类别看，价格结构性分化特征明显。食品烟酒类价格持续下滑，当月同比下降 1.6%；其中猪肉价格下降 8.6%、鲜菜价格下降 16.9%、鲜果价格下降 3.8%、蛋类价格上涨 10.1%。非食品项中，交通和通信价格大涨 4.3%，医疗保健价格上涨 2.4%，教育文化娱乐价格上涨 1.5%，衣着价格上涨 1.1%，生活用品及服务价格上涨 0.2%；居住类价格下降 0.3%。

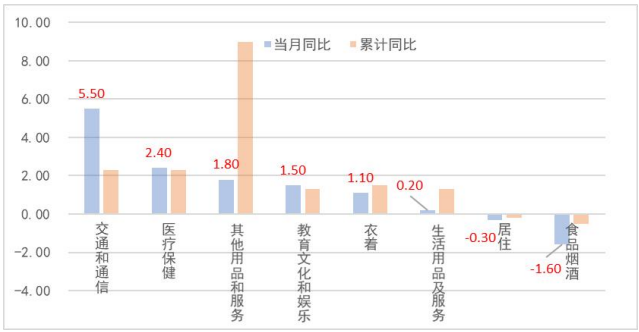
1—10 月，CPI 累计同比上涨 0.9%，其中食品价格累计同比下降 1.1%，降幅比上月扩大 0.2 个百分点；非食品价格上涨 1.3%；消费品价格上涨 1.0%，服务价格上涨 0.8%，均与上月涨幅持平。

图表 12 CPI 当月同比/环比（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 13 CPI 分项：当月同比/累计同比（%）

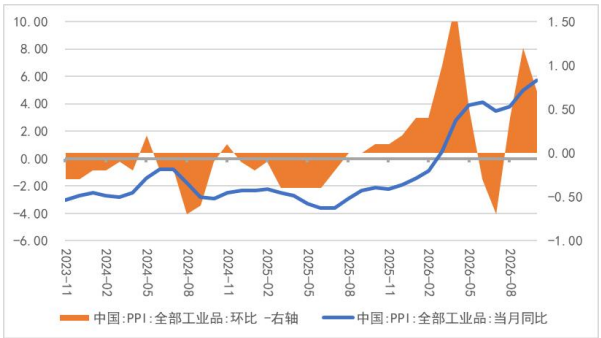


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

10 月份，PPI 同比涨幅显著扩大至 5.7%，升至年内高点；环比涨幅 0.7%，比上月下降 0.4 个百分点。生产端，采掘工业价格同比上涨 27.9%，原材料工业价格上涨 11.6%，加工工业价格上涨 3.5%；生活端，食品价格同比下降 1.6%，衣着类价格下降 1.3%，一般日用品价格下降 0.7%，耐用消费品价格上涨 1.4%。

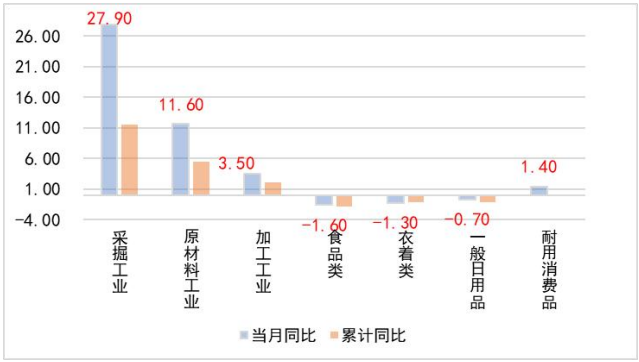
1—10 月，PPI 累计同比上涨 2.7%，生产资料价格累计上涨 3.7%，生活资料价格累计下跌 0.9%；生产端价格与生活端价格呈 K 型走势。

图表 14 PPI 当月同比/环比（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项：当月同比/累计同比（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

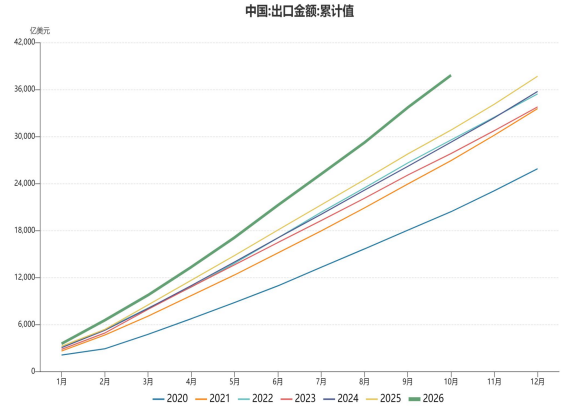
能源类、计算机通信电子设备制造业价格持续走强。**1-10 月，石油和天然气开采价格上涨 12.3%（前值 9.9%），煤炭开采和洗选业价格上涨 13.2%（前值 10.6%）**，有色金属矿采选业价格同比上涨 27.0%（前值 28.3%），有色金属冶炼及压延加工业价格上涨 21.2%（前值 21.6%），黑色金属矿采选业价格上涨 0.9%（前值 1.8%），**电气机械和器材制造业价格上涨 4.3%（前值 4.1%），计算机、通信和其他电子设备制造业价格累计上涨 2.6%（前值 2.2%）**。食品制造业价格同比下降 1.5%（前值-1.5%），酒、饮料和精制茶制造业价格下降 3.8%（前值-3.6%），医药制造业价格下降 4.2%（前值-4.3%），汽车制造业价格下降 2.2%（前值-2.2%），电力、热力生产和供应业价格下降 4.0%（前值-4.0%）。

（2）投资、消费、出口

出口：出口累计增速持续提升。2026 年 1-10 月份，我国出口金额 37827.61 亿美元，同比增长 22.7%，比 1-9 月份增速提高 1.4 个百分点，比去年同期增速提高 17.4 个百分点。10 月，出口当月值为 4123.30 亿美元，同比增速 35.2%。

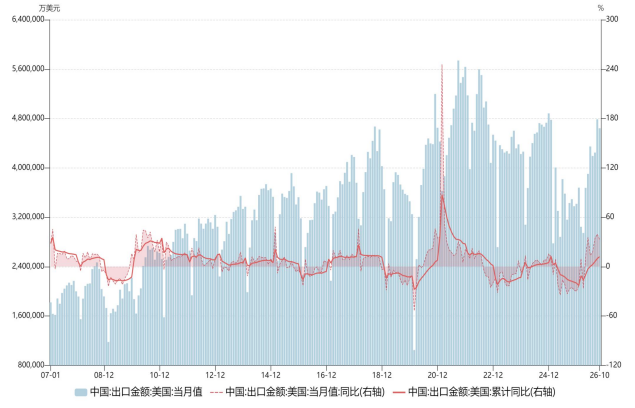
国内出口产品技术含量持续上行，高端制造产业链全球竞争优势持续兑现。1-10 月，“新三样”产品累计出口金额 2194.74 亿美元，同比增长 52.0%，持续拉动出口增长。其中，电动载人汽车（+79.5%）、锂离子蓄电池（+43.9%）保持高增速；太阳能电池出口增速 15.8%，增速连续两个月回升。集成电路（+111.1%）、3D 打印机（+113.8%）持续保持三位数高增速，无人驾驶航空器（+14.0%）、船舶（+27.7%）、汽车包括底盘（+52.2%）及电工器材（+26.8%）均维持较高景气度。

图表 16 中国出口金额月度累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 对美国出口累计值连续两个月正增长



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

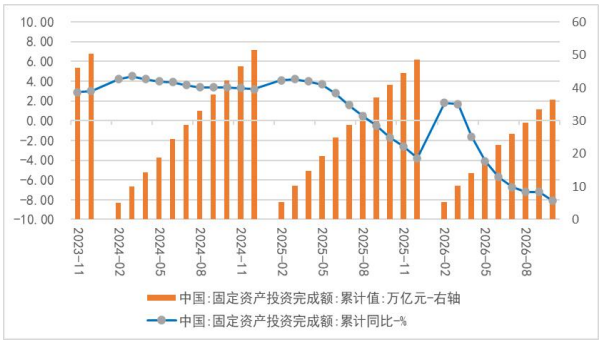
对美国出口增速显著提高。按海关口径（美元计价），1—10 月，我国对美出口累计值 3946.03 亿美元，同比增长 12.1%（前值 9.8%）；其中 10 月单月对美出口达 464.14 亿美元，同比增长 32.9%，月度增速连续三个月超过 30%。

对非美区域出口维持较高增速。对欧盟出口增长 17.2%，前值 16.4%（德国 20.5%，前值 19.1%；法国 11.7%，前值 10.9%；意大利 16.7%，前值 17.5%）；对英国出口增长 17.0%，前值 15.0%，对澳大利亚出口

增长 20.8%，前值 22.0%；对日本出口增长 9.5%，前值 9.1%；对韩国出口增长 43.9%，前值 39.1%。**对东盟国家**出口增长 30.5%，前值 28.7%（越南 32.1%，前值 31.1%；马来西亚 42.4%，前值 39.2%；泰国 38.2%，前值 35.3%；印度尼西亚 19.8%，前值 19.4%）。对拉丁美洲出口增长 16.6%，前值 14.9%（巴西 24.2%，前值 22.3%；墨西哥 11.8%，前值 10.2%；阿根廷 9.2%，前值 6.7%）；对印度出口增长 25.2%，前值 23.3%；对俄罗斯出口增长 33.0%，前值 33.1%；对非洲出口增长 24.0%，前值 24.5%。

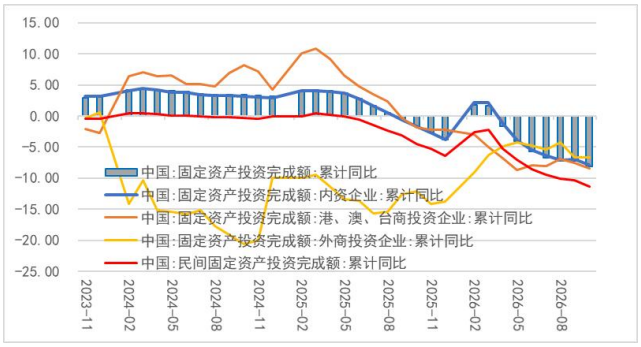
投资：累计投资降幅扩大。1—10 月，固定资产投资（不含农户）364824 亿元，同比下降 8.1%，比上月降幅扩大 0.9 个百分点。分主体看，国有控股企业投资同比下降 4.0%（前值-3.2%），降幅再度扩大；民间投资同比下降 11.4%（前值-10.4%）、港澳台商投资下降 8.4%（前值-7.6%）、外商投资下降 6.6%（前值-6.7%）。分类别看，制造业投资累计同比下降 2.9%，比上月降幅扩大 0.8 个百分点；基础设施建设投资下降 5.1%，比上月降幅扩大 0.9 个百分点；高技术产业投资增长 4.0%，比上月增幅收窄 0.9 个百分点。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产投资分项累计增速（%）



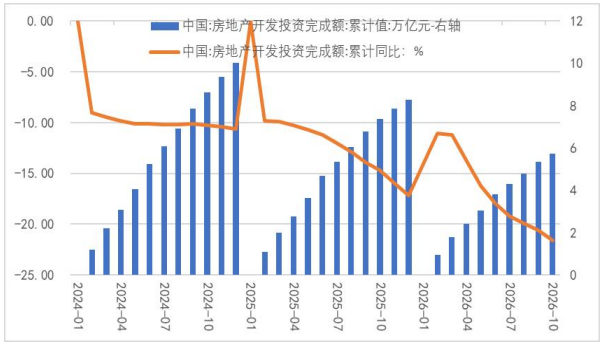
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

1-10 月，固定资产投资增长的行业主要包括：采矿业同比增长 2.5%（前值 3.2%），煤炭开采增长 12.5%（前值 11.6%），石油天然气开采增长 7.7%（前值 7.5%），纺织业增长 2.8%（前值 4.2%），**铁路、船舶、航空航天制造业增长 14.1%（前值 15.8%），计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.9%（前值 9.6%）。**

固定资产投资转负的行业增多，包括：通用设备制造业下降 1.2%（前值 1.1%），电气机械制造业下降 0.1%（前值 1.2%），年内增速首度转负；黑色金属矿采选业下降 5.2%（前值-1.9%），有色金属矿采选业下降 3.4%（前值-0.3%），医药制造业下降 9.2%（前值-8.1%），化学纤维制造业下降 11.7%（前值-11.4%），专用设备制造业下降 9.0%（前值-8.9%），汽车制造业下降 7.9%（前值-6.3%）；有色金属冶炼及压延业下降 4.9%（前值-5.1%），电力、热力、燃气及水生产供应业下降 6.8%（前值-6.9%），农副食品加工业下降 2.5%（前值-2.0%），食品制造业下降 10.7%（前值-10.3%），酒、饮料和精制茶制造业下降 10.3%（前值-8.6%）。此外，教育、卫生和社会工作、文体娱乐业投资累计同比降幅均超过 14%，显著低于固投平均水平。

地产：房地产开发投资及销售延续下降态势。10 月份，70 大中城市新建商品住宅销售价格指数当月同比下降 2.7%，环比下降 0.1%；二手住宅销售价格指数同比下降 4.4%，环比下降 0.2%，延续 2022 年以来的下降态势。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

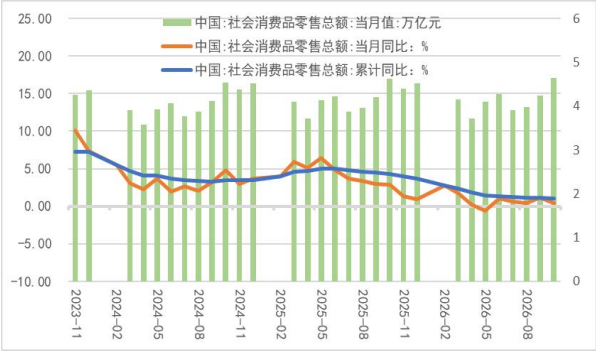
1-10 月份，全国房地产开发投资 57215 亿元，同比下降 21.6%（前值-20.6%）；其中，住宅投资 44102 亿元，同比下降 21.4%（前值-20.5%）。房屋新开工面积累计 3.70 亿平方米，同比下降 24.4%（前值-24.9%）。商品房销售面积累计 6.14 亿平方米，同比下降 13.7%（前值-13.2%）。商品房销售额累计 5.85 万亿元，同比下降 14.3%（前值-13.9%）。

10 月末，新建商品房待售面积 74412 万平方米，同比下降 1.7%；其中，待售 3 年以下面积 53652 万平方米，下降 5.3%。

1-10 月份，房地产开发企业到位资金 6.15 万亿元，同比下降 21.9%（前值-21.6%）。其中，国内贷款 8148 亿元，同比下降 33.4%（前值-33.1%）；自筹资金 22169 亿元，同比下降 21.9%（前值-21.4%）；定金及预收款 1.96 万亿元，同比下降 15.5%（前值-14.8%）；个人按揭贷款 8414 亿元，同比下降 22.1%（前值-22.1%）。

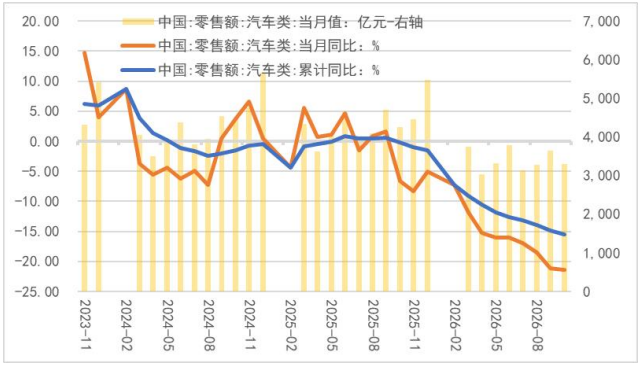
消费：社零消费低位徘徊。1-10 月份，社会消费品零售总额 41.65 万亿元，同比增长 1.0%，比上月增幅下降 0.1 个百分点。其中，城镇消费品零售额累计增长 0.9%，与上月增速持平；乡村消费品零售额增长 2.2%，比上月增速下降 0.1 个百分点。10 月当月，社会消费品零售总额 4.65 万亿元，同比增长 0.4%，比上月增速下降 0.7 个百分点。

图表 24 消费总额当月值 /当月同比 /累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 /当月同比 /累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

网上服务消费增速回落。1-10 月份，全国网上商品和服务零售额 169811 亿元，同比增长 3.7%（前值 4.4%）。其中，网上商品零售额 107274 亿元，增长 2.9%（前值 3.8%）；网上服务零售额 62537 亿元，增长 5.0%（前值 5.3%）。

各分项销售情况：1-10 月份，汽车类销售额累计 32653 亿元，同比下降 15.5%（前值-14.9%）；家用电器和音响器材类下降 4.2%（前值-4.9%），通讯器材类增长 16.5%（前值 18.1%），体育娱乐用品类下降 2.9%（前值-3.4%），家具类下降 4.5%（前值-4.7%），金银珠宝类下降 5.4%（前值-2.4%），中西药品类增长 4.0%（前值 4.0%），烟酒类增长 11.7%（前值 12.6%），饮料类增长 4.9%（前值 5.4%）。

（3）工业企业盈利

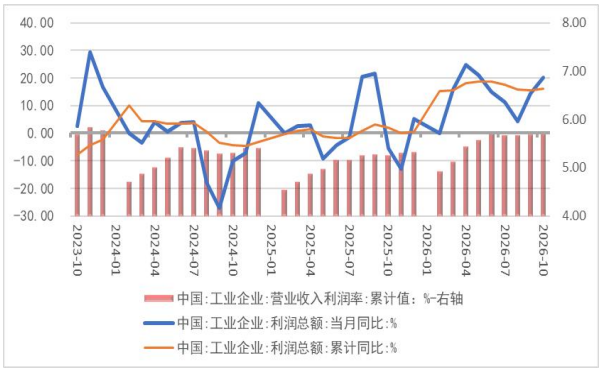
利润总额增速持续回暖。2026 年 1—10 月，全国规模以上工业企业利润总额累计达 67374 亿元，同比增长 16.0%（前值 15.5%）；其中 10 月单月利润同比大增 20.1%，较 9 月 14.4%的增速继续反弹。

盈利效率同比提升。1—10 月份，规上工业企业营业收入利润率为 5.69%，同比提高 0.44 个百分点，环比上行 0.01 个百分点。与此同时，企业每百元营业收入成本为 85.06 元，同比下降 0.42 元；每百元营业收入中的费用为 8.34 元，同比减少 0.15 元。10 月末，规上工业企业每百元资产实现的营业收入 73.1 元，同比增加 0.4 元；人均营业收入达 195.2 万元，同比增加 13.0 万元，这显示成本费用节约、企业资产运营效率与劳动生产率均有所改善。

企业回款压力仍然较大。截至 10 月末，规模以上工业企业应收账款余额 30.45 万亿元，同比增长 10.5%（高于营业收入增速 6.7%），升至年内高位水平；工业企业应收账款平均回收天数为 72.2 天，持续处于历史高位水平。与此同时，微观企业经营承压，9 月末亏损企业数量增至 149095 家，同比增加 2447

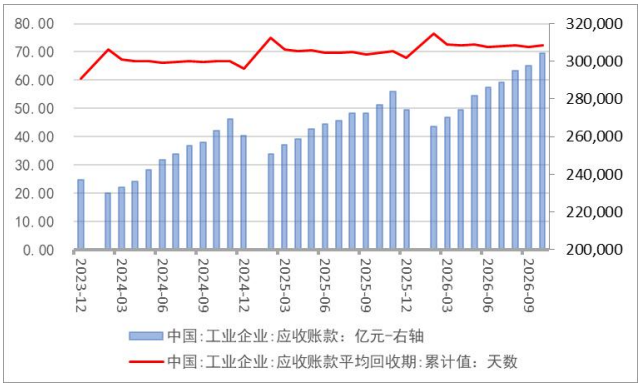
家。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比/营业利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

从利润分布看，结构分化特征显著，行业盈利呈现鲜明的冷热分化格局。

电子行业对利润增长支撑作用明显。1—10 月份，电子行业利润同比增长 100.9%，拉动全部规模以上工业企业利润增长 9.7 个百分点，是规模以上工业企业利润较快增长的重要支撑。从细分领域看，计算机整机制造、计算机外围设备制造行业利润分别增长 4.1 倍、2.0 倍，电子专用材料制造、电子电路制造行业利润分别增长 2.2 倍、81.6%。光电子器件制造、半导体分立器件制造行业利润分别增长 69.7%、57.5%。

高技术制造业利润增长持续领先。1-10 月份，规模以上高技术制造业利润同比增长 50.9%，增速高于全部规模以上工业 34.9 个百分点。从细分领域看，光纤制造、光缆制造行业利润分别增长 6.7 倍和 1.5 倍；航天器及运载火箭制造、航天相关设备制造行业利润分别增长63.2%、41.7%；口腔科用设备及器具制造、卫生材料及医药用品制造行业利润分别增长 35.3%、15.6%。

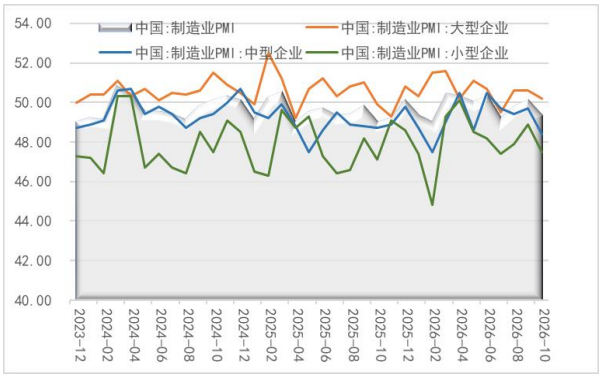
有色链利润高位回落，能源、石化链利润保持韧性。有色金属冶炼和压延加工业利润总额增长 71.7%（前值 79.7%）、有色金属矿采选业增长 60.2%（前值 68.0%）；煤炭开采和洗选业同比增长 61.4%（前值 57.0%），石油和天然气开采业增长 22.8%（前值 21.3%），化学原料和化学制品制造业增长 50.3%（前值 49.2%）。

部分中游制造、消费品行业及公用事业板块利润下滑幅度较大。汽车制造业利润总额同比下降 26.0%（前值-22.8%），电器机械业下降 8.0%（前值-5.9%），电力、热力、燃气及水生产和供应业下降 14.8%（前值-14.3%），酒、饮料和精制茶制造业下降 16.4%（前值-14.3%）。

（4）PMI 指数

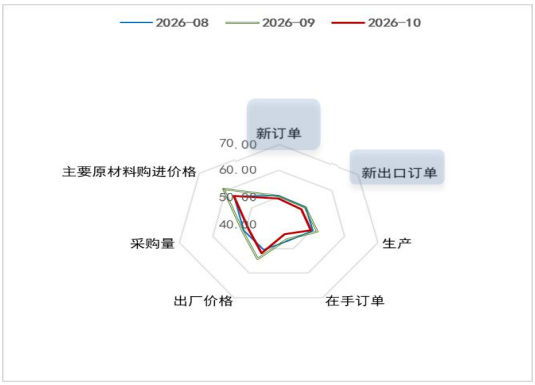
制造业 PMI：2026 年 10 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，较上月下降 0.8 个百分点。从企业规模看，**大型企业** PMI 达 50.2%，比上月回落 0.4 个百分点；中型企业 PMI 为 48.4%，回落 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 47.5%，回落 1.4 个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况（%）



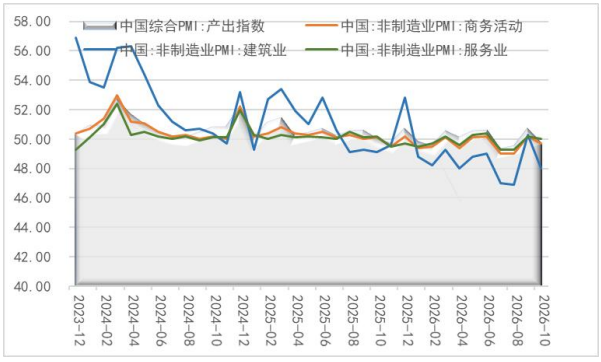
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

多个分项指数收缩。10 月份，新订单指数为 49.4%，环比下降 1.1 个百分点；新出口订单指数为 48.7%，环比下降 1.3 个百分点；在手订单指数 44.1%，环比下降 1.9 个百分点。生产指数 49.8%，环比下降 1.9 个百分点；采购量指数 48.9%，环比下降 2.1 个百分点；出厂价格指数 51.7%，环比下降 2.3 个百分点；主要原材料价格指数 56.8%，环比下降 4 个百分点。

结构上看，新质生产力延续良好发展态势，高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 51.3%和 50.6%，继续高于临界点；铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数均位于 53.0%及以上，产需活跃度较高；但消费品行业和高耗能行业 PMI 分别为 48.8%和 47.3%，比上月分别下降 1.9 和 0.7 个百分点，市场活跃度有所减弱。

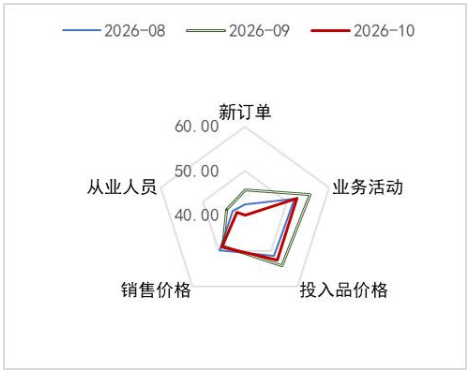
非制造业 PMI：非制造业整体延续收缩态势，服务业需求隐忧与建筑业边际修复并存。2026 年 10 月，非制造业商务活动指数为 49.7%，环比下降 0.5 个百分点；中国综合 PMI 产出指数 49.7%，环比下降 1.0 个百分点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

10 月份，服务业商务活动指数维持在 50.0%，比上月下降 0.2 个百分点，服务业新订单指数 45.2%，

比上月下降 1.5 个百分点。

10 月份，建筑业商务活动指数 48.0%，环比下降 2.3 个百分点。其中，新订单指数 40.0%，环比下降 5.7 个百分点；业务活动指数 52.3%，环比下降 3.1 个百分点；从业人员指数 42.0%，环比下降 2.3 个百分点；投入品价格指数 52.4%，环比下降 1.6 个百分点；销售价格指数 48.9%，环比上升 0.4 个百分点。

2.2 货币环境分析

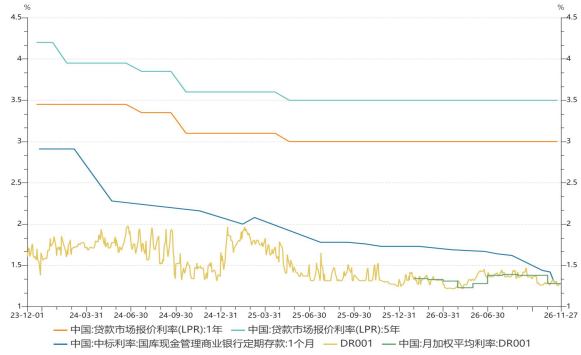
（1）利率：

11 月，央行推进政策利率“换锚”。自 2026 年 11 月 2 日起，央行在每个工作日开展固定利率、数量招标的隔夜逆回购操作，操作利率 1.25%，取代 7 天期逆回购利率的主要政策利率地位；7 天期逆回购转为税期、月末等时点的流动性调节工具。新框架以 DR001（银行业存款类金融机构间利率债隔夜质押式回购）为调控目标利率、隔夜逆回购利率为政策利率，央行通过日常操作引导 DR001 围绕 1.25%平稳运行，并经由货币市场利率、存单/债券收益率和银行负债成本，向 LPR 报价及更多元贷款定价基准传导。

11 月 20 日，1 年期、5 年期以上 LPR 分别维持在 3.00%和 3.50%不变，均为换锚后首期报价。11 月 27 日，DR001 约为 1.28%，较 10 月末小幅下行 1 个基点，较 9 月末均值回落 8 个基点，围绕 1.25%的政策利率中枢窄幅运行，资金面整体延续平稳宽松格局，流动性保持合理充裕。11 月 27 日，10 年期国债收益率报收 1.60%，比上月末下降 3 个基点，比上年末下降 26 个基点；1 年期国债收益率为 1.18%，比上月末上升 1 个基点，比上年末下降 16 个基点。

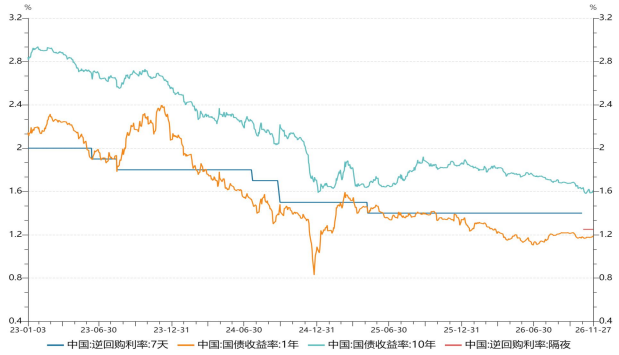
需要说明的是，1.25%的隔夜操作利率较原 7 天期利率低 15 个基点，主要是期限溢价所致，并非主动降息；但换锚客观上带来了“伴生效应”——利率走廊随之从 1.15%—1.65%调整为 1.00%—1.50%，DR001 的调控边界整体下移。

图表 32 DR001、LPR-1 年期及 5 年期、国库现金定存利率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天及 1 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

（2）货币投放

2026 年 10 月末，M2 余额 359.06 万亿元，同比增长 7.1%，比上月增速回落 0.1 个百分点；M1 余额 116.90 万亿元，同比增长 4.4%，比上月增速提高 1.2 个百分点；M1-M2 剪刀差-2.7%，比上月收敛 1.3 个

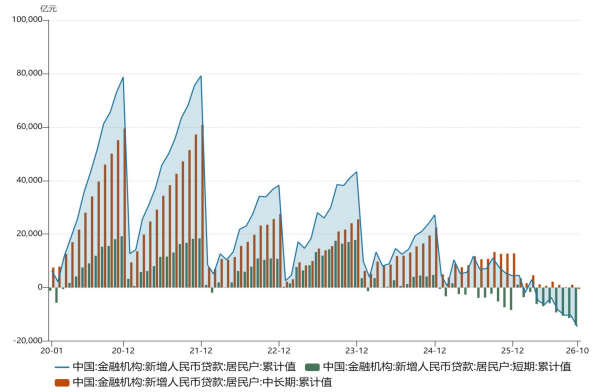
百分点。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 金融机构居民户新增人民币贷款转负（亿元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

政府债券净融资加快投放。2026 年 1-10 月份，社会融资规模增量累计为 28.61 万亿元，同比少增 2.29 万亿元（1-9 月同比少增 2.63 万亿元）。对实体经济发放的人民币贷款增加 10.91 万亿元，同比少增 3.61 万亿元（1-9 月同比少增 3.04 万亿元），是拖累社融总量的主要因素；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 2546 亿元，同比多增 3692 亿元（1-9 月同比多增 3397 亿元）。与此同时，直接融资渠道表现活跃，企业债券净融资 3.1 万亿元，同比多 1.27 万亿元（1-9 月同比多 1.18 万亿元）；非金融企业境内股票融资 5705 亿元，同比多 1842 亿元（1-9 月同比多 2191 亿元），显示股票融资速度放缓；政府债券净融资 11.49 万亿元，同比少 4592 亿元（1-9 月同比少 1.16 万亿元），显示政府债融资节奏明显加快。

10 月当月，社会融资规模增量为 11429 亿元，同比多增 3251 亿元。其中，**政府债券净融资 11835 亿元，同比多增 6983 亿元（9 月当月同比多增 3469 亿元）**；非金融企业境内股票融资 347 亿元，同比少增 348 亿元；社融口径新增人民币贷款减少 5846 亿元，同比多减 5692 亿元。金融机构口径下，9 月企事业单位中长期人民币贷款增加 1600 亿元，同比多增 1300 亿元；企事业单位短期人民币贷款增加 100 亿元，同比多增 2000 亿元；企业票据融资减少 3117 亿元，同比多减 8123 亿元；居民户中长期人民币贷款减少 1563 亿元，同比多减 863 亿元；居民户短期人民币贷款减少 2700 亿元，同比少减 166 亿元。

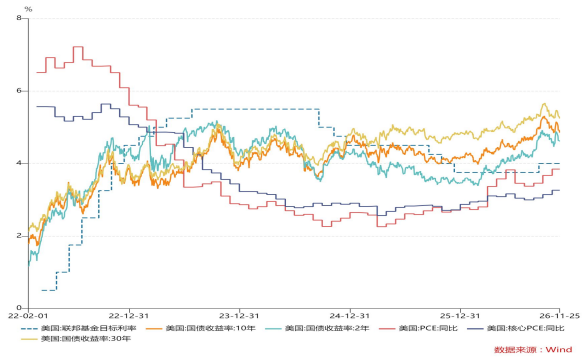
居民部门缩表压力加大，中长期信贷首次年内转负。截至 2026 年 10 月末，金融机构住户人民币贷款年内累计净减少 14600 亿元，比 9 月末多减 4300 亿元。结构上，居民短期贷款年内净减少 14100 亿元，比上月多减 2700 亿元，居民中长期贷款净减少 501 亿元，年内首次转负。

（3）美国利率及其他

美债收益率高位回落。截至 11 月 25 日，30 年期、10 年期和 2 年期美债收益率分别报收 5.24%、4.85%和 4.61%，分别比上月末下降 7、9 和 2 个基点，分别比上年末上升 40、67 和 114 个基点。

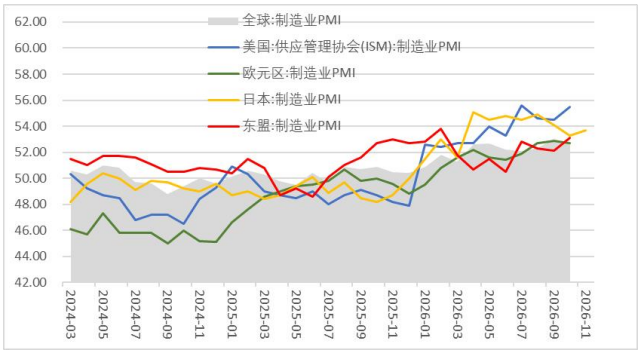
美国物价指数今年以来持续震荡走高，通胀粘性推升加息预期。10 月份，美国 PCE 同比上升 3.84%，比上月上升 0.17 个百分点；核心 PCE 同比上升 3.26%，比上月上升 0.12 个百分点。11 月 26 日，美联储利率观察工具显示，下次加息概率高达 98.6%。

图表 36 美国联邦基金利率/美国国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 主要国家制造业 PMI 指数（%）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

全球制造业 PMI 持续保持景气。2026 年 10 月，全球制造业 PMI 为 52.6%，连续 15 个月处于景气区间。东盟国家 PMI 为 53.1%，比上月上升 1.0 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 55.5%，比上月上升 1.0 个百分点；欧元区制造业 PMI 为 52.7%，比上月下降 0.2 个百分点。11 月，日本制造业 PMI 为 53.7%，比上月上升 0.4 个百分点。

■ **大国关系保持稳定，但经贸斗争依然复杂**

11 月 19 日，《中俄美元首和平宣言》发布。这是三国元首首次举行三方会晤，就国际秩序、经济发展、国家主权与全球安全达成四项共识：推动联合国改革，增加精炼石油产品供应，反对国际司法机构滥用管辖权，并重申“核战争打不赢也打不得”。这份不足三百字的文件，是大国在分歧中寻求最大公约数的务实表达，也被视为新时期大国协调互动的新范式，有助于推动大国关系重回协调合作轨道，维护大国关系战略稳定，使国际政治环境的不确定性风险相应回落。

但大国关系的战略稳定，并未消解经贸领域的现实博弈。11 月 25 日，美国贸易代表办公室（USTR）以所谓“产能过剩”为由，正式提议对包括中国、欧盟、日本、韩国、越南在内的 14 个主要贸易伙伴加征新的 301 关税。商务部新闻发言人何亚东在 26 日举行的例行新闻发布会上表示，美方 301 调查是典型的单边主义行为，严重破坏国际经济秩序，严重违反世贸组织规则，中方对此坚决反对。中方敦促美方纠正错误做法，回到通过对话协商解决问题的正确轨道上来。中方将密切关注事态进展，保留采取必要措施的权利，坚决捍卫自身正当权益。

2.3 政策环境分析：稳市机制升级，政策底信号显性确认

11 月政策呈现由“工具优化”向“机制升级”递进的清晰脉络：资金端通过常态化运用互换便利、将股票回购增持再贷款转为长期制度性安排，降低市场承接成本；交易端通过下调融资保证金比例、完善做

市机制与推出降费安排改善流动性预期；制度端则通过明确中央汇金公司类“平准基金”功能，强化稳市主体职责。

从政策定调看，国常会于月内两次就资本市场作出专门部署，并首次使用“国家队”稳市表述，推动稳市工作从金融监管层面进一步上升至宏观经济层面。“资本市场事关经济发展大局”的定调，进一步凸显了当前稳市工作的战略重要性。随着一系列稳市政策安排陆续落地，政策底轮廓愈发清晰，稳市思路正从“隐性托底”转向“可预期的制度安排”，为市场提供了相对明确的下行保护。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心解读	主要内容
11月2日，央行、金融监管总局、中国证监会召开支持资本市场两项工具座谈会	**支持资本市场两项工具转为常态化，回购增持再贷款降价扩面**	适时开展证券、基金、保险公司互换便利操作，进一步增加参与机构数量，适当降低互换费率，优化质押和操作模式。股票回购增持再贷款政策由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率由1.25%降至1%；金融机构坚持市场化定价原则，在再贷款利率基础上合理加点并增加贷款投放。
11月3日，央行开展证券、基金、保险公司互换便利操作	**互换便利操作重启，定向补充市场流动性**	31家证券、基金公司申报需求，申请额度超过1000亿元。互换便利采取"以券换券"方式，机构以以债券、股票ETF、沪深300成份股等资产为抵押，从中国人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。此举旨在提升相关机构的资金获取能力和股票增持能力。
11月5日，人大网发布《国务院关于金融工作情况的报告》（潘功胜受国务院委托11月3日汇报）	**稳市机制写入国务院报告，形成"央行—汇金—市场"闭环**	报告明确提出，实施好支持资本市场的货币政策工具，支持中央汇金公司发挥类平准基金作用，拓宽中长期资金来源、渠道和入市方式，巩固完善资本市场稳市机制。维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行。
11月6日，国务院常务会议召开	**完善资本市场稳市机制，增强股市内在稳定性**	会议指出，完善资本市场稳市机制，增强股市内在稳定性，促进资本市场平稳健康发展。
11月12日，2026年上海证券交易所国际投资者大会召开	**向全球投资者传递市场稳定、持续开放信号**	本届国际投资者大会以“交互融通 互利共赢——全球投资者共话中国资产安全、韧性、创新价值”为主题，围绕中国经济发展与科技创新、中国资产配置价值以及资本市场各领域改革发展等议题展开深入交流。
11月22日，沪深北交易所与中国证券登记结算公司推出稳市组合拳	**融资保证金下调、创业板做市商、交易所降费三箭齐发**	经证监会批准，沪深北交易所将融资保证金比例下限从100%降至80%，自2026年11月30日起实施，杠杆上限由1倍升至1.25倍。深交所就创业板引入做市商制度公开征求意见，为成长股定价提供"缓冲垫"。上交所新一批降费让利13.68亿元、全年超24亿元；深交所新增让利13.9亿元、全年超22亿元。中登公司继续暂免收取绿色公司债券、科技创新公司债券、民营企业公司债券（不含可转换公司债券）的证券登记费等费用，降低交易所债券市场交易成本。
11月27日，国务院常务会议研究持续深化资本市场投融资综合改革工作	**首次提出"国家队"稳市，稳市机制迈向制度化升级**	会议指出，资本市场事关经济发展大局。要坚持目标导向、问题导向，坚持逆周期调节和改革攻坚两手抓，持续完善资本市场稳市机制，实施好存量政策，谋划出台增量政策，促进资本市场平稳健康发展。要推动上市公司加大分红回购力度，加力发挥“国家队”稳市作用，进一步优化中央汇金公司的类“平准基金”功能，提供充足流动性保障。

资料来源：WIND、中国政府网、金圆统一证券研究所

（一）结构性货币政策工具常态化，资金端支持持续加码

11 月 2 日，中国人民银行会同金融监管总局、证监会召开支持资本市场两项工具座谈会，明确将股票回购增持再贷款由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率由 1.25%下调至 1%，并表示将适时开展证券、基金、保险公司互换便利操作。截至会议时点，互换便利余额为 1050 亿元；股票回购增持再贷款签约金额约 4400 亿元，累计发放超过 2800 亿元。截至 11 月 26 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行相继披露股票回购增持贷款业务进展。其中工、农、中、建四家银行已签订的

贷款合同及额度承诺金额合计超过 6000 亿元。

11 月 3 日，央行启动新一轮互换便利操作，共有 31 家证券公司和基金公司申报，申报额度合计超过 1000 亿元。总体来看，两项工具的“常备化”“降价扩面”，有助于降低上市公司回购增持和机构配置权益资产的资金成本，增强市场内生承接能力。

（二）交易机制与成本端同步优化，市场流动性预期得到修复

11 月 22 日，沪深北交易所与中国结算推出稳市“组合拳”。一是融资保证金比例下限由 100%降至 80%，自 11 月 30 日起实施，对应融资杠杆上限由 1 倍提高至 1.25 倍，有助于释放融资空间、盘活存量保证金；二是深交所就创业板引入做市商制度公开征求意见，有望提升成长股定价效率和流动性稳定性；三是沪深交易所推出新一批降费措施，预计 2026 年度整体降费金额分别超过 24 亿元、22 亿元，中国结算同步减免部分债券登记结算费用。

上述政策与此前的资金端工具接续发力，形成了“资金供给—交易机制—成本负担”的协同支持，有助于改善市场流动性预期。

（三）稳市机制明确化、制度化，政策底信号进一步确认

11 月 3 日，央行行长潘功胜受国务院委托在全国人大常委会作《国务院关于金融工作情况的报告》，提出实施好支持资本市场的货币政策工具，支持中央汇金公司发挥类平准基金作用，巩固完善资本市场稳市机制。

11 月 27 日，国务院常务会议进一步要求“加力发挥‘国家队’稳市作用”，明确提出“进一步优化中央汇金公司的类‘平准基金’功能，提供充足流动性保障”。相较前期“支持中央汇金公司发挥类平准基金作用”的表述，本次国常会进一步强调“加力发挥‘国家队’稳市作用”“提供充足流动性保障”“谋划出台增量政策”，标志着稳市力度持续加强，稳市机制正加快向可预期、常态化制度安排演进，政策托底信号已由“隐性预期”转向“显性确认”。

三、投资策略

3.1 市场估值水平

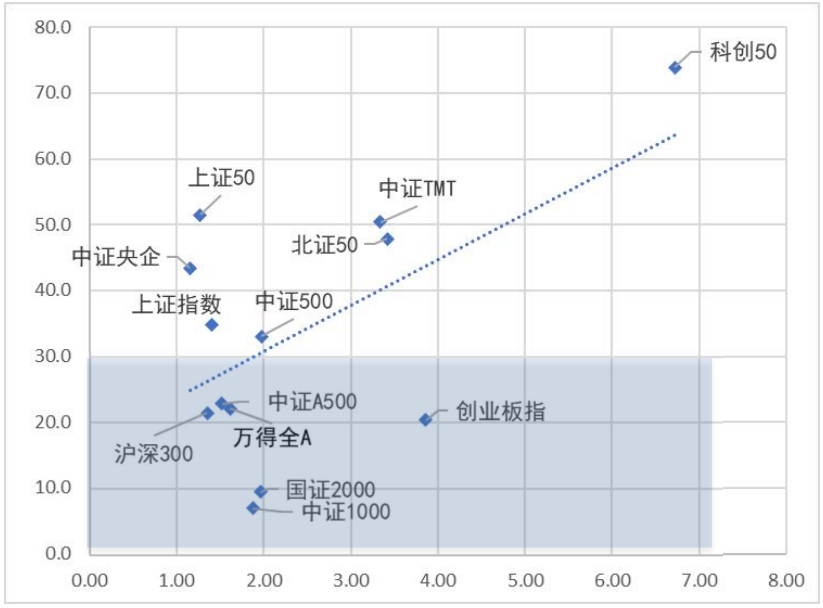
■ **万得全 A 及中小创指数估值回落至历史低水位区域**

截至 11 月 27 日，**万得全 A 市净率 1.62 倍，2010 年以来历史分位值 22.2%**，2025 年末市净率 1.84 倍（2010 年以来分位值 51.2%）。上证指数市净率 1.41 倍，分位值 34.8%；2025 年末市净率 1.50 倍（分位值 51.4%）；沪深 300 市净率 1.36 倍，分位值 21.5%，2025 年末市净率 1.49 倍（分位值 49.6%）；上证 50 市净率 1.27 倍，分位值 51.5%，2025 年末市净率 1.30 倍（分位值 56.5%）。

创业板指市净率 3.86 倍，分位值 20.4%，2025 年末市净率 5.49 倍（分位值 63.0%）；国证 2000 市净率 1.96 倍，分位值 9.5%，2025 年末市净率 2.69 倍（分位值 67.1%）；中证 1000 市净率 1.88 倍，分位值 7.0%，2025 年末市净率 2.47 倍（分位值 45.9%）；中证 500 市净率 1.97 倍，分位值 33.3%，2025 年末市净率 2.32 倍（分位值 58.1%）。北证 50 市净率 3.42 倍，分位值 47.8%，2025 年末市净率 5.06 倍（分位值 90.5%）；科创 50 市净率 6.72 倍，分位值 73.9%，2025 年末水平市净率 6.14 倍（分位值 65.3%）。

此外，**中证央企指数（000926.CSI）估值保持相对稳定，市净率为 1.15 倍**，分位值 43.4%，略低于 2025 年末水平（市净率 1.18 倍，分位值 48.2%）；中证 TMT 指数（000998.CSI）市净率 3.34 倍，分位值 50.4%，2025 年末市净率 3.80 倍（分位值 74.3%）。

图表 39 主要指数 PB（横轴：倍数）及 2010 年以来 PB 分位（纵轴：%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

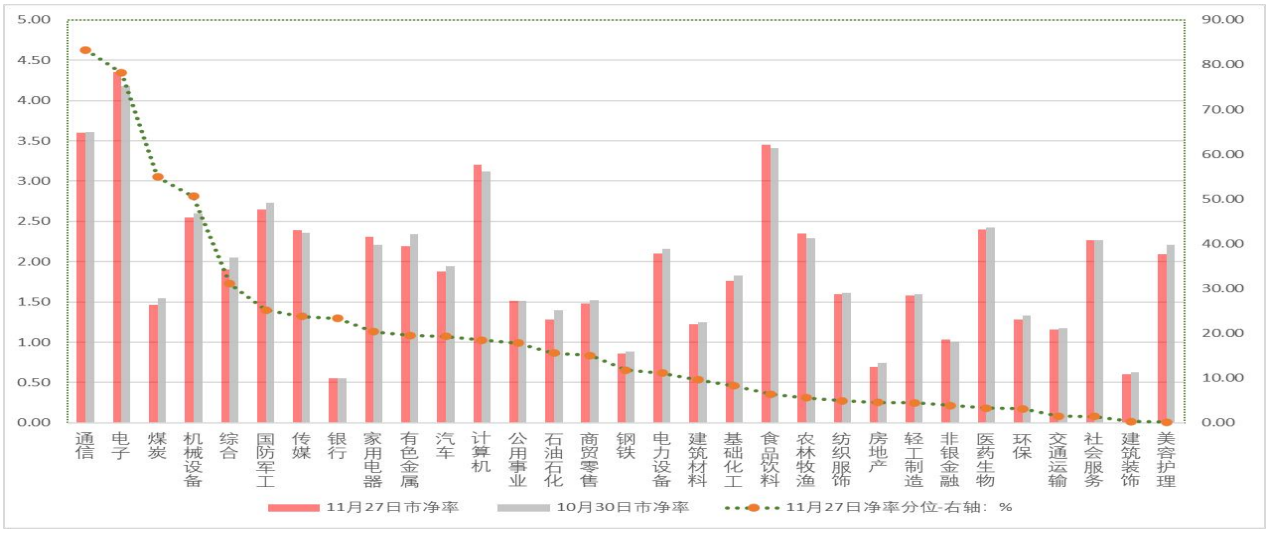
■ **行业估值情况**

多数行业 PB 回落至历史低水位。截至 11 月 27 日，美容护理、建筑装饰、社会服务、建筑材料等 14

个申万一级行业 PB 分位值已回落至 2010 年以来 10%分位以下，电力设备、汽车、有色金属等 8 个行业 PB 分位值处于 10%～20%区间，处于较低估值水位；通信（83.3%）、电子（78.2%）估值分位处于历史较高水位；煤炭、机械设备分位值约 50%，估值处于历史中位。整体来看，A 股多数行业的估值已得到较充分压缩。

从月度 PB 变动看，行业估值呈现结构性分化。截至 11 月 27 日，家用电器、电子行业 PB 较上月末分别上升超过 4%，领涨主要行业；农林牧渔、计算机、非银金融、传媒、食品饮料等行业 PB 估值亦有不同程度回升。另一方面，石油石化、综合、房地产、有色金属、煤炭、美容护理等行业 PB 估值则回落超过 5%，跌幅相对明显。

图表 40 申万一级行业市净率及市净率分位值（单位：倍/%）



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（市净率分位统计区间 2010/1/1 至 2026/11/27）

3.2 市场策略：政策底明确，市场底逐步显现，进入右侧布局窗口

四季度策略报告提示，投资者应重视“高美债利率+强美元”环境下的资产再定价风险，策略上宜保持防御姿态、保留现金期权。11 月策略报告进一步指出，年末风险因素兼具高度复杂性与不可预测性，全球权益资产或面临阶段性估值重估。四季度前两个月，市场演进基本验证上述判断：美联储加息预期升温、强美元延续，叠加美国中期选举“蓝色浪潮”、黄仁勋风波等事件冲击，避险情绪蔓延，多个国际股指相继跌破年线，前期提示的再定价风险已逐步兑现。

进入 11 月，随着资本市场持续调整，主要经济体相继出手维稳，中国稳市政策的升级尤为显著。国常会月内两次就资本市场作出专门部署，首次明确“国家队”稳市表述，将资本市场稳市从金融监管范畴提升至宏观经济治理层面。在“资本市场事关经济发展大局”的定调下，配合中央汇金类“平准基金”功能优化与流动性保障安排，政策底已由市场前期的“共识性预期”，转化为具有明确政策工具支撑的制度事实。

在政策端持续发力背景下，上证指数 11 月 26 日盘中低点 3455 点已具备成为本轮阶段性底部的核心条件，市场有望自当前位置展开以时间换空间的中期修复行情，当前亦具备适度提高权益仓位的基础。其依据有三：

一是估值已回落至历史底部区域。11 月 26 日，上证指数收于 3476.88 点，对应市净率 1.36 倍，触及历史底部区域上沿（上证指数市净率 1.22-1.35 倍区间通常界定为历史底部区域），估值安全边际已初步显现。

二是个股层面风险出清较为充分。11 月 26 日，703 家上市公司跌破净资产，破净率达 12.60%，已突破 2025 年 4 月 7 日关税战期间的水平，略低于 2024 年 2 月与 2024 年 9 月两个历史低点约 15%的破净率读数。值得注意的是，当前上证指数点位及估值水平较关税战时期高出约 10%，但破净率反而更低，表明估值压缩主要集中于个股层面，市场下跌广度较大，风险已得到较为充分的出清。

三是政策底显性化显著压缩下行尾部风险。从历史经验看，政策底通常领先市场底 1-3 个月，期间市场多以反复震荡的方式消化风险因素、充分吸收政策信息。本轮稳市政策力度空前且持续加码累积，已进入量变引发质变的临界阶段。政策底由隐性预期转化为显性信号，有效夯实市场信心托底效应，下行尾部风险得以显著压缩。

图表 41 2024 年以来重要历史低点时，A 股市场破净率情况

	上证指数	上证指数市净率	市净率小于等于 1 倍的股票家数（不含负值）	破净率	时点股票数量
2024/2/5	2702.19	1.13	810	15.45%	5244
2024/9/13	2704.09	1.12	826	15.61%	5292
2025/4/7	3096.58	1.24	544	10.16%	5356
2026/11/26	3476.88	1.36	703	12.60%	5581

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

需补充说明的是，本轮中期反弹整体爆发力度或弱于 2024 年“924 行情”。2024 年“924 行情”呈典型“预期冲击型”修复特征——由一揽子超预期政策一次性扭转市场定价逻辑，短期向上弹性极为显著；本轮则更偏“机制建设型”修复——前期下跌节奏过快，底部震荡磨合与筹码充分换手的过程相对不足，虽在政策持续加码下于 11 月 27 日一举扭转空头情绪，但后续反弹强度仍需观察。总体看，本轮修复更可能表现为时间维度上的震荡整固，而非空间维度上的快速反转，即通过底部逐步构筑、区间反复震荡来完成多头情绪修复，而非呈现快速 V 型反转。

同时需警惕，12 月外部风险事件冲击依然存在，包括 12 月 8—9 日美联储议息会议、美国新关税政策落地等，外围风险事件频发的格局尚未改变。但强力的稳市政策已有效遏制空头力量的持续扩张，后续市场大概率进入多空反复拉锯阶段，多头偏强主导的可能性较大，外围事件冲击或为逢低吸纳提供窗口。

策略上，此前我们强调，左侧投资者坚持逢低分批布局，右侧交易者继续观察企稳信号。随着政策底

确认、估值触底、破净率逼近历史低位，右侧布局窗口已经打开。建议投资者结合风险承受能力，适度提高权益仓位。个股层面，可关注回购意向明确、前期超跌、估值处历史低位等方向；ETF 层面，可关注创新药、港股创新药、机器人及黄金等主题 ETF，兼顾成长修复与避险需求。

2026 年度战略投资方向：紧跟《“十五五”规划建议》政策导向，重点布局六大战略赛道：一是新兴产业（新能源、新材料、低空经济、航空航天）；二是未来产业（量子科技、脑机接口、具身智能、核聚变能）；三是传统产业升级（有色、机械、化工）；四是关键核心技术突破（集成电路、工业母机、基础软件、生物制造）；五是政策支持型成长领域（国防军工、创新药、高端医疗器械、文旅消费）；六是区域战略高地（成渝、海南、福建）。

战术配置方向：年度报告聚焦 ETF 投资视角，从资产配置、宏观政策、行业景气、产业周期与估值水平等维度，提炼各细分方向的核心投资逻辑，建议 2026 年重点关注宽基、大类资产、科技创新、先进制造、上游周期、医药消费、红利低估七大类 19 个方向的 ETF。具体包括：沪深 300ETF、上证 50ETF；东南亚科技 ETF、黄金 ETF；人工智能 ETF、恒生科技 ETF、消费电子 ETF；机器人 ETF、光伏 ETF、电网设备 ETF、军工 ETF、工业母机 ETF、化工 ETF、黄金股 ETF、港股创新药 ETF、创新药 ETF、旅游 ETF、证券 ETF、自由现金流 ETF。2026 年 6 月，新增中证红利 ETF；8 月，新增恒生 ETF。

建议单一品种配置不超过 10%、单一风格敞口低于 30%，以提升组合抗波动能力。

3.3 专题论述

（1）重点推荐方向及市场情绪指数跟踪

图表 42 2026 年度策略重点关注方向

类别	序号	证券代码	证券简称	跟踪指数代码	跟踪指数名称	ETF关联联接基金代码
宽基类	1	510300.SH	沪深300ETF华泰柏瑞	000300.SH	沪深300	022699.OF,006131.OF,460300.OF,022948.OF
	2	510050.SH	上证50ETF华夏	000016.SH	上证50	005733.OF,022959.OF,001051.OF
大类资产	3	513730.SH	东南亚科技ETF华泰柏瑞	ASIATECP.SG	新交所泛东南亚科技指数	020516.OF,020515.OF
	4	518880.SH	黄金ETF华安	Au9999.SGE	SGE黄金9999	000216.OF,022653.OF,000217.OF
科技创新	5	159819.SZ	人工智能ETF易方达	930713.CSI	CS人工智	012733.OF,012734.OF
	6	513180.SH	恒生科技ETF华夏	HSTECH.HI	恒生科技	023763.OF,013403.OF,013402.OF
	7	159732.SZ	消费电子ETF华夏	980030.CNI	消费电子	018300.OF,018301.OF
先进制造	8	159530.SZ	机器人ETF易方达	980022.CNI	机器人产业	020972.OF,020973.OF
	9	515790.SH	光伏ETF华泰柏瑞	931151.CSI	光伏产业	012680.OF,012679.OF
	10	159326.SZ	电网设备ETF华夏	931994.CSI	电网设备主题	025856.OF,025857.OF
	11	512660.SH	军工ETF国泰	399967.SZ	中证军工	
	12	159667.SZ	工业母机ETF国泰	931866.CSI	中证机床	017472.OF,017471.OF
上游周期	13	159870.SZ	化工ETF鹏华	000813.CSI	细分化工	022792.OF,014942.OF,014943.OF
	14	159562.SZ	黄金股ETF华夏	931238.CSI	SSH黄金股票	021075.OF,021074.OF
医药消费	15	513120.SH	港股创新药ETF广发	931787CNY00.CSI	港股创新药(CNY)	019670.OF,019671.OF
	16	159992.SZ	创新药ETF银华	931152.CSI	CS创新药	012782.OF,012781.OF
	17	159766.SZ	旅游ETF富国	930633.CSI	中证旅游	
红利低估	18	512880.SH	证券ETF国泰	399975.SZ	证券公司	012362.OF,022509.OF,012363.OF
	19	159201.SZ	自由现金流ETF华夏	980092.CNI	自由现金流	023918.OF,023917.OF

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（2026 年 1 月 4 日推荐）

6 月策略报告，新增关注中证红利 ETF；8 月新增关注恒生 ETF。

■ **情绪指数低位出现上行迹象**

截至 2026 年 11 月 26 日，上证指数的情绪指数分位数录得 32.38%，自 7 月初以来已累计下行 34 个百分点，已处于偏低水平。11 月 27 日，读数为 32.87%，出现上行迹象，这对于多头是个积极信号。

图表 43 上证指数的情绪指数回落至偏低水平，出现上行迹象



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所（统计区间 2010/4/30-2026/11/27）

（2）人工智能热潮下的冷思考

■ **冷思考之一：AI 时代的“恩格斯停顿”现象**

11 月 16 日，美联储主席凯文·沃什在旧金山举行的生产率与就业工作组会议上发表讲话，重点讨论人工智能（AI）对美国经济增长、就业市场和货币政策的潜在影响。

沃什强调，美联储的职责既不是倡导也不是反对这项技术，而是认识到 AI 广泛应用将对经济产生重大影响，并为其可能带来的货币政策变化做好准备。他透露，美联储理事会工作人员已经开始运用模型框架，对未来几年 AI 可能带来的不同经济结果进行三种情景推演，并特别强调这些情景只是用于讨论的假设，并非美联储对未来经济走势的预测。

（一）沃什的三种情景假设及其市场影响

沃什提出的三种情景假设，分别对应 AI 技术演进的三种不同前景。第一种情景下，AI 显著提升生产率，经济增长成果由劳动者与资本所有者共同分享；第二种情景下，经济增长与就业表现呈现分化，AI 虽推动经济活动扩张，但技术进步对岗位的替代效应超过创造效应，就业市场不增反降，劳动者难以同步分享技术红利；第三种情景下，AI 投资回报不及预期，股票估值随之下挫，经济增长放缓、失业率明显攀升。

基于上述情景假设，这些情景对资本市场的影响可概括如下：第一种情景对应“普惠共赢、资产普涨”格局，AI 进入业绩兑现阶段，盈利增长支撑估值扩张，市场整体呈现牛市特征；第二种情景对应“总量增长、K 型分化”格局，经济层面呈现“宏观强、结构分化”的特征，资本市场则面临内部撕裂，风险偏好波动加剧；第三种情景对应“估值收缩、泡沫出清”格局，宏观经济面临衰退风险，市场经历剧烈去杠杆与价值重估，风险偏好快速降温。

图表 44 美联储主席凯文·沃什：人工智能影响美国经济的三种情景假设（2026-11-16）

AI发展前景	情景假设（沃什讲话）	潜在的市场影响
第一种情景	**AI显著提高生产率，经济增长成果由劳动者和资本所有者共同分享。**在这种情况下，美国实际国内生产总值（GDP）增速将持续高于长期平均水平，同时就业市场仍能维持在接近充分就业的状态。沃什认为，如果AI能够加快知识和创意的产生，美国经济可能迎来新的增长动力。	**【普惠共赢，资产普涨】** 经济与AI：AI带来的生产力红利被全社会共享，宏观经济进入“高增长、低失业、稳物价”的黄金期。 资本市场：AI进入“业绩兑现阶段”，业绩增长支撑估值扩张，资本市场整体呈现牛市特征。
第二种情景	**经济增长与就业表现出现分化。**AI推动经济活动扩张，GDP增速同样高于长期平均水平，但技术对部分岗位的替代效应超过对就业的补充作用。再加上劳动力市场调整存在摩擦，失业率可能升至与充分就业相对应的水平之上。这意味着，即使AI推动经济总量增长，劳动者也未必能够同步分享技术进步带来的收益。	**【总量增长，K型分化】** 经济与AI：呈现“宏观强、差异大”特征。AI技术快速迭代，但收入分配失衡加剧，失业率上升，总消费能力受限。 资本市场：内部撕裂极度严重。AI产业链估值因高增速维持高位溢价，而与居民消费绑定的传统资产面临估值下压，市场集中度过高带来流动性风险，市场风险偏好波动起伏大。
第三种情景	**AI投资回报不及预期。**沃什表示，在经历大规模资本投入和股市上涨之后，如果市场对AI未来收益的预期转弱，股票估值可能随之下跌，并引发经济增长放缓，失业率也会明显上升。此后经济虽然有望逐步恢复，但未必能够获得原本期待的生产率提升。	**【估值收缩，泡沫出清】** 经济与AI：AI投资陷入“无底洞”陷阱，资本开支大被迫幅削减导致科技周期下行，宏观经济面临衰退风险，失业率上升。 资本市场：AI相关资产遭遇“估值逻辑证伪”带来的剧烈崩塌。资本市场经历剧烈去杠杆与价值重估，风险偏好快速收缩。

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

（二）“恩格斯停顿”的当代回响

当前人工智能产业的演进特征，愈发贴近第二种情景假设——技术迭代推动经济总量扩张，但财富分配格局面临深度分化。而第二种情景的生成逻辑，与政治经济学中的一个经典命题高度契合。

2026 年 9 月 17 日，中国社会科学网刊载复旦大学马克思主义学院副院长张新宁教授的研究文章《技术进步分配悖论与破解“恩格斯停顿”之道》。文章援引恩格斯在《英国工人阶级状况》中对工业革命早期“生产率上升而劳动者收入停滞”悖论的揭示：英国劳均产出攀升约 46%，工人实际工资仅增长约 12%——技术进步“富了资本”，却“穷了工人”。这一现象后被经济史学界概括为“恩格斯停顿”。

人工智能并未颠覆这一规律。国际劳工组织估算，2004—2024 年全球劳动收入份额下降 1.6 个百分点，若维持原有分配份额，2024 年劳动者收入将增加约 2.4 万亿美元。以美国为例，1990 年至 2024 年间，工人每小时产出累计攀升约 97.9%，但小时工资实际增长仅为 42.2%。劳动者在新增财富中的分配占比持续下滑，技术能力的增强并不必然转化为劳动者财富的增长。

从微观机制看，这一悖论在 AI 时代呈现新的表现形式。2023 年 11 月，美国国家经济研究局（NBER）发布研究指出，生成式 AI 使平均生产率提高约 14%，且对经验较少者帮助更大；但生产率收益未必自动转化为加薪、工时缩减或就业增加。国际劳工组织 2025 年估计，全球约 1/4 的就业岗位处于生成式 AI 暴露

范围，其中 3.3%处于最高暴露等级，AI 的替代压力已向文案、编程、翻译等认知劳动领域延伸。这意味着，生产率提升与劳动报酬增长之间的传导链条，在 AI 时代面临更为复杂的结构性障碍。

（三）AI 技术变革中的分化与波动风险

需警惕的是，第二种情景并非稳态。在新技术扩散的初期阶段，若就业结构调整持续滞后于技术替代速度，且劳动报酬增长长期落后于生产率提升，则技术进步带来的新增财富或无法充分转化为居民消费这一有效购买力。资本回报相对上升与劳动收入增长相对乏力，或共同构成技术变革进程中的一组张力。若终端消费群体难以分享技术红利，分化压力将持续累积，并逐步侵蚀宏观经济内需基础。换言之，在基础性技术革命的扩散阶段，就业市场、收入分配乃至资本市场均可能经历较长时间震荡与再平衡。

对投资者而言，这意味着 AI 行情持续性判断不能仅看算力与模型迭代，还需跟踪劳动收入份额、居民消费能力与就业结构等分配端指标。这些指标既是判断第二与第三种情景分野的观察窗口，也是评估 AI 产业链估值可持续性的底层约束。不能简单认为 AI 来临、生产率大幅提高，股市就必然走高。

张新宁教授认为，从政治经济学角度看，“恩格斯停顿”本质是生产关系现象，而非单纯技术问题。破解之道首先在于以新质生产力重塑技术与劳动的关系，使技术进步更多体现为劳动生产率与劳动者能力的统一提升，促进居民收入与经济增长、劳动报酬与劳动生产率提升保持基本同步。

■ 冷思考之二：芯片美元

过去半个多世纪，美元国际地位主要依托石油贸易与美债信用。但这一根基正经历重塑。随着全球半导体贸易额在 2026 年二季度首次超越油气贸易，美元底层逻辑正迎来范式切换——“芯片美元”加速取代“石油美元”。与以往不同，此次支撑美元的并非主权信用，而是技术领导力；依托的不再是公共部门的国债，而是私人部门的权益市场。当美元融资基础日益绑定高波动的美国股市，全球资本流动或变得更加敏感脆弱，而这正是新体系与生俱来的内在代价。

（一）美国国家战略定调，保持人工智能的全球优势

从美联储宏观定调到白宫行政部署，美国决策层已将人工智能置于国家竞争力框架核心位置。

6 月 17 日，新任美联储主席凯文·沃什在就任后首次 FOMC 会后新闻发布会上，以较大篇幅谈及人工智能。他将 AI 定义为“美国创造力（American ingenuity）”的核心体现，并确认 AI 与数据中心建设已明确拉动 GDP 需求侧，将 AI 提升到宏观变量战略高度。其传达的核心逻辑在于：AI 发展是美国保持全球优势的必选项，对于这种由强劲生产率驱动的增长，美联储态度是“拥抱而非惧怕”。

9 月 19 日，美国总统特朗普在社交媒体发文称，将组建“人工智能部队”。他强调，人工智能代表着下一场工业革命或互联网浪潮，其规模和影响力将更为深远，甚至可能占到美国国内生产总值的 25%。9 月 29 日，特朗普签署行政令，将“人工智能”更名为“超级智能”；10 月 4 日，他又在社交媒体宣布组建“超级智能工作组”，以“确保美国在超级智能领域持续保持全球领先地位”。

（二）“芯片美元”：美元逻辑的切换与脆弱性

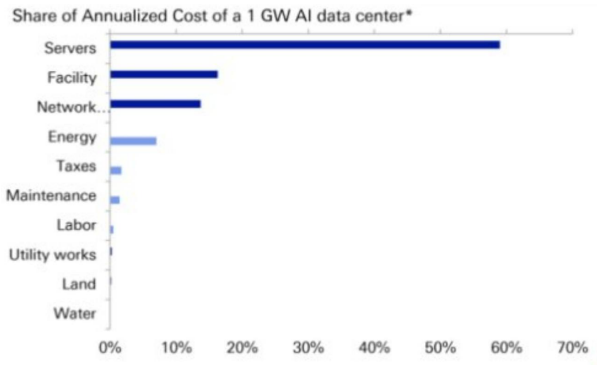
美元霸权底层逻辑迎来深度切换。德意志银行策略师 Mallika Sachdeva 于 11 月 16 日发布的外汇研

究报告指出，美元霸权底层逻辑正经历深刻范式切换，“石油美元正加速被芯片美元取代”。2026年二季度全球出口数据显示，全球半导体贸易额首次超越石油与天然气贸易额，为这一演变提供了关键数据支撑。过去，海湾国家将石油出口盈余投入美国国债，为美国政府提供融资；如今，亚洲国家将芯片贸易顺差投入美国股市，为AI科技巨头提供融资。这意味着，美元融资基础正从以主权信用为支撑、由公共部门中介的国债市场，逐步转向以企业盈利预期为基础、由私人部门中介的权益市场。

芯片在AI产业链中占据主导地位。芯片之于数字经济，堪比石油之于工业经济。在AI基础设施建设的成本结构中，半导体占据绝对核心。Epoch AI（美国独立非营利AI研究机构）分析显示，在1GW容量的美国超大规模数据中心中，服务器约占年化成本的60%；而半导体行业协会（SIA）数据显示，芯片价值占AI服务器机架总价值的95%。综合测算，芯片占AI数据中心总资本支出的比例超过50%。Bloomberg Intelligence估计，超大规模云计算厂商到2031年的资本支出承诺接近8万亿美元，这意味着仅AI领域就有望带来约4万亿美元的芯片需求。

美国在芯片领域占据核心主导。尽管芯片制造与封测环节主要集中在亚洲，但美国通过控制高附加值环节攫取行业绝大部分利润。伦敦国王学院学者Sean Kenji Starrs研究显示，芯片供应链中约50%的价值集中于设计环节，其中87%的收入由美国企业获取。此外，美国企业在电子设计自动化（EDA）软件领域占据近乎垄断地位，并控制着全球半导体制造设备约60%的收入。材料、制造与封测环节虽多在海外，但仅占行业总估值的30%左右。其结果是，全球半导体行业约70%的利润流向美国企业。

图表45 AI数据中心扩建成本中，芯片相关支出占比过半



数据来源：德意志银行研究部、WIND、金圆统一证券研究所

图表46 美国在芯片领域（资产、市值、利润、营业收入多个维度）占据极强主导地位



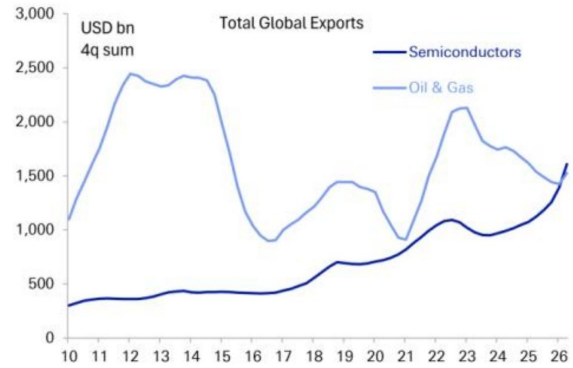
数据来源：德意志银行研究部、WIND、金圆统一证券研究所

美元回流机制发生根本性演变。德银报告提出“美国-亚洲芯片美元集团”概念，揭示全球资金回流机制底层逻辑正深度切换。在传统石油美元体系下，美元稳定性主要依托美国地缘政治领导力，资金多通过各国政府资产负债表（如购买美国国债）实现回流；而在新兴芯片美元体系下，美元支撑力量转向美国技术领导力，资金回流路径更多依赖私人部门资产负债表（如购买美国科技股）。报告直观刻画了这一体系的运行轨迹，描述了一个自我强化的循环：亚洲芯片出口产生顺差→资金买入美国AI相关股票→为美

国 AI 公司提供融资→AI 公司扩大芯片采购→推高亚洲芯片出口盈余。

这一闭环在当前的全球资本流动中已得到显著印证。国际货币基金组织（IMF）协调的证券投资调查数据显示，美国资产占韩国海外股票持仓的 70%，韩国散户投资者的这一比例更是高达 90%。日本投资者在 NISA（少额投资非课税制度）的推动下，亦大量配置了以美国为主的 ETF。过去一年间，外资流入美股的规模已突破 1 万亿美元/年，其中最大的增量来源正是亚洲；外资购买美股的规模，已达到购买美国国债规模的两倍以上。

图表 47 亚洲的芯片贸易顺差规模，已经追平了海湾国家的石油相关顺差



数据来源：德意志银行研究部、WIND、金圆统一证券研究所

图表 48 韩国 70%的股票投资集中在美国，而家庭层面的比例则超过 90%



数据来源：德意志银行研究部、WIND、金圆统一证券研究所

底层资产高波动性蕴含潜在脆弱性。这种循环性在支撑美元的同时，也可能给全球资金流动带来不稳定因素。报告指出，股票本质上比债券蕴含更高的风险。标普 500 指数近期的已实现波动率约为美国 10 年期国债的 3 倍，纳斯达克指数的波动率是标普 500 的 2 倍，而费城半导体指数的波动率更是标普 500 的 3 倍以上。

正如报告所言：“美国赤字融资越来越依赖流入波动性更高资产类别的资本，这最终将传导至更高的美元汇率波动。”这意味着，美元的融资基础正从低波动的美债转向高波动的美股，资本市场在承担更高风险的同时，也需要更高的风险补偿。

（三）英伟达风波

11 月中旬，英伟达 CEO 黄仁勋因个人争议叠加国家安全调查，引发一场颇具戏剧性的风波。11 月 8 日，黄仁勋就个人问题公开致歉；11 月 12 日，辞去总裁、CEO 及董事全部职务，董事会明确表态其不会复职，财政部长贝森特亦称英伟达领导人须从外部寻找。11 月 20 日，特朗普公开表示支持其回归；11 月 23 日，董事会一致投票恢复其职务——从闪辞到复职仅 11 天。其间英伟达市值大幅缩水，复职当日股价反弹超 31.48%。

特朗普表示，英伟达的成功关系美国经济全局，其公开支持黄仁勋留任，并与董事会直接沟通。11 月 23 日，特朗普在“真实社交”平台发文称：“美国需要黄仁勋执掌英伟达，以保障这家公司乃至美国

经济的成功与繁荣。”同日，特朗普连线 CNBC 王牌财经节目《Squawk on the Street》时强调，黄仁勋是天才，美国必须保护天才；美国更大的风险在于流失这套独有的下一代芯片设计能力，甚至被其他国家挖走核心人才。特朗普还称，黄仁勋脑中装着许多别人一无所知的芯片设计方案，以布莱克韦尔芯片为例，这种顶级芯片根本无法仿制。

这一结果在一定程度上表明，在 AI 已成为宏观变量的背景下，维护美国产业领先地位的优先级，阶段性压过了部分政治议程的考量。

（四）美国加强芯片管控

值得注意的是，英伟达风波并未改变美国对华科技管制的整体方向，反而推动管制维度进一步深化。

芯片管制范围延伸。11 月 16 日，美国商务部工业与安全局（BIS）发布《限制远程获取先进半导体》临时最终规则，并于 19 日起正式生效。该规则将管制对象从“芯片实物”延伸至“算力使用”，新增许可要求：当数据中心向总部或最终母公司位于 D:5 国家组或中国澳门地区的实体提供超过 1200 万总聚合处理性能（TPP）的算力时，相关先进计算物项须申请出口许可；TPP 是衡量芯片计算能力的聚合指标。规则同时将印尼、马来西亚、新加坡、泰国和巴西纳入先进计算物项的新增出口许可范围。这标志着“买不到芯片—租不到算力—海外代工亦受限”的三重封锁进一步成型。

执法同步跟进。11 月 23 日，BIS 将 7 家位于马来西亚、新加坡、泰国的算力租赁及服务器企业列入实体清单，适用“推定拒绝”原则，直接封堵转运通道。“普遍规则+精准点名”由此形成组合拳。

管制从单边走向盟友协同。11 月 15 日，美国与 9 个“硅和平”（Pax Silica）参与方签署《关于持久繁荣的安全基础的旧金山宣言》。该宣言强调经济安全是国家安全的基础，首次对需保护的敏感技术（支撑半导体供应链的货物、软件、材料、知识、零部件、投入品及生产手段）与关键基础设施（港口、码头、运输、通信、物流网络，及其依赖的 ICT 与能源基础设施、数字平台）作出共同定义，并设 5 个工作组。这是将出口管制逻辑向供应链全环节外溢的制度性尝试。

综上，**“芯片美元”正逐渐成为美元霸权的新支柱，美国的技术领导力也由此接棒地缘政治领导力，成为支撑美元信用的新基石。**从美国将 AI 提升至国家战略高度，到亚洲芯片顺差大规模回流美股，再到黄仁勋风波中产业利益优先于政治议程、对华管制由实体延伸至算力并推动盟友协同，一系列事件共同表明，美国正不遗余力地维护其在芯片领域的领先地位。

芯片在数字经济中的地位，已类似于石油之于工业时代——它既是核心生产要素，也正在成为美元信用的新锚点。围绕这一锚点展开的博弈，将持续重塑未来全球经济与资本市场的格局。但与此同时，新循环亦蕴含新脆弱性：随着美元融资基础由高波动的美股而非美债支撑，全球资金流动或将更加敏感，汇率与市场波动也可能随之加剧。

风险提示：国内方面，关注增量政策及政策落地效果、科技创新进展、经济复苏节奏等风险因素；海外方面，警惕地缘政治风险、贸易摩擦升级、美元指数上行风险及美联储政策等不确定性。

投资评级声明：

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20%以上；
		增持	股价相对强于基准 10%—20%；
		持有	股价相对基准波动±10%以内；
		卖出	股价相对弱于基准 10%以上；
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内，相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上；
		中性	相对基准波动±10%以内；
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上；

分析师声明：

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明：

法律许可的情况下，金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券，也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此，投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明：

金圆统一证券有限公司（以下简称“金圆统一证券”或“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制，但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此金圆统一证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下，金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻

版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

金圆统一证券营业网点

厦门地址：厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址：上海市中国（上海）自由贸易试验区陆家嘴环路 1233 号汇亚大厦 2301A、2302A 室

北京地址：北京市西城区武定侯街 2 号、4 号 10 层 F2-1（B）1001-05A