高盛2027年展望：

中国经济将保持稳健增长 出口韧性有望延续



视觉中国图片

日前，高盛发布2027年中国经济及股票市场展望。高盛预计，2027年中国经济将保持稳健增长，出口韧性有望延续。在资本市场方面，高盛将港股在亚太市场配置中的评级由中性上调至超配，认为企业盈利改善将成为推动市场上涨的重要动力。

高盛首席中国经济学家闪辉、高盛首席中国股票策略师刘劲津在策略会上对媒体表示，中国工业体系的竞争优势、高科技产业的发展以及上市公司股东回报的改善等，均将为投资者带来值得关注的结构性机遇。

● 本报记者 葛瑶

出口韧性彰显产业竞争力

高盛预计，2027年中国国内生产总值（GDP）将增长4.5%，略高于当前市场普遍预期的4.4%。闪辉表示，出口保持较强韧性、房地产对经济增长的拖累减弱以及财政紧缩力度放缓，是高盛作出上述判断的主要依据。

对于AI投资增速放缓对出口的影响，闪辉认为，需要区分出口金额和出口量。从出口金额来看，今年AI相关产品对中国出口增长的贡献较大，但从出口量来看，增长动力广泛分布于传统出口产品、新能源产品、化工产品、机械设备等多个领域。

“很多工业产品都在驱动中国出口增长，这是整个工业体系竞争力的一个体现。”闪辉表示，只要全球经济保持稳定增长，凭借中国产品较强的竞争力，预计未来数年中国出口量仍将保持较好的增长态势，中国产品在全球市场所占份额有望进一步提升。

基于对中国出口较为乐观的判断，高盛对未来几年中国贸易顺差和经常账户盈余的预测也高于市场普遍预期。闪辉认为，中国贸易顺差有望继续扩大，这也是支撑人民币进一步升值的重要因素。

与此同时，中国经济结构转型持续推进。按照高盛的测算口径，近年来，广义房地产产业占中国经济的比重已由接近30%降至约15%，高科技产业占中国经济的比重则不断提升，目前已超过房地产产业所占比重。未来，随着高科技产业进一步发展，其对经济的贡献有望持续增加。

企业盈利修复支撑市场表现

在股票市场方面，高盛预计，2027年MSCI中国指数、沪深300指数将分别上涨23%和10%，其中港股的潜在回报相对较高。

高盛认为，受全球利率居高不下及港股限售股解禁等因素影响，2027年年初市场或有所波动，随着财政拖累减弱、美联储加息周期可能迎来拐点，年内市场风险偏好有望逐步改善。

“未来一年，我们认为盈利增长还是股票回报非常重要的推动力。”刘劲津表示，在全球主要股票市场中，高盛此次对亚太市场的配置策略作出较大调整，其中将港股由中性上调至超配，主要基于企业盈利、市场估值和投资者仓位三个方面的考虑。

从企业盈利来看，刘劲津预计，2027年MSCI中国指数每股盈利增速将升至15%左右。一方面，今年部分互联网平台企业加大补贴力度，形成较低的盈利基数，预计明年补贴竞争将有所缓和；另一方面，AI商业化变现相关业务保持较快增长，这一趋势有望在明年延续。

从市场估值来看，当前港股估值处于近年来较低水平。刘劲津认为，如果未来一年企业盈利如期修复，投资者在港股市场获得正回报的概率较高。

从投资者仓位来看，高盛提供的数据显示，目前海外对冲基金对中国股票的净敞口仅处于3%分位，而总敞口处于过去五年的67%分位，表明海外投资者在中国市场仍较为活跃，持续挖掘个股和行业投资机会。

与此同时，全球主动管理型新兴市场及亚洲基金对中国股票的配置已由长期低配回到接近中性水平。刘劲津表示，这与中国股票在相关基准指数中的权重变化有关，也反映出部分海外中长期投资者的持仓保持相对稳定。

对于南向资金，刘劲津预计，2027年南向资金净流入规模有望回升至1000亿美元。其中，提高股东回报将成为吸引内地投资者的重要投资主题，港股市场在这一主题下拥有较多具备吸引力的投资标的。

寻找AI以外的结构性投资机遇

“明年除了AI以外，我们还可以投什么？”刘劲津说，这是过去一两个月海外投资者向高盛问得较多的问题。

今年以来，全球投资者对AI产业链的配置比例一度快速攀升。刘劲津在近期美国路演中发现，当前投资者普遍关注明年全球AI资本开支能否达到预期。高盛认为，在看好AI产业长期发展前景的同时，投资者有必要在行业和市场之间进行更加均衡的配置。

从中国市场来看，高盛此次将医药、消费服务、半导体三个行业的配置评级由中性上调至超配，并继续看好银行和电商板块。

刘劲津认为，医药是中国股票市场中具有较高增长确定性的行业之一，也是中国企业出海的重要领域。当前，部分医药企业的估值仍具备吸引力。在消费服务领域，餐饮、旅游等相关板块估值处于历史较低水平，明年现金流表现值得期待。

对于备受市场关注的AI产业链，刘劲津表示，高盛仍然看好AI产业的长期发展前景，但考虑到投资者仓位以及海外AI资本开支方面存在的不确定性，高盛调整了科技板块内部的配置策略，将科技硬件板块下调至标配，将半导体板块上调至超配。相较于更多依赖全球AI资本开支的科技硬件板块，半导体板块能够更直接地受益于国内AI产业发展和相关产业政策支持。

除科技创新之外，上市公司股东回报也是高盛重点关注的投资主题。刘劲津表示，从全球范围来看，中国上市银行具有较为明显的估值优势，在市场波动期间还能够为投资者提供相对稳定的分红回报。

值得关注的是，海外投资者对中国上市公司股东回报的关注度正在提升。刘劲津透露，过去一两个月，不少海外投资者向高盛咨询中国市场中与股东回报相关的投资机会。除银行股之外，越来越多积极实施股票回购、提高分红水平的中国上市公司也进入投资者视野。

五家券商债券承销额突破万亿元 部分中小券商靠私募债扩大规模

● 本报记者 谭丁豪 刘英杰

Wind数据显示，截至11月25日中国证券报记者发稿时，今年以来券商债券承销额达15.63万亿元，相当于去年全年的97.85%。中信证券等五家券商承销额均突破万亿元。分品种看，地方政府债和非政策性金融债承销额已超过去年全年，私募债则为浙商证券、开源证券等带来业务增量。

分析人士认为，头部券商覆盖的机构投资者较多，在大额债券分销上更具优势。中小券商熟悉当地产业，可围绕企业研发投入、绿色转型等融资需求，拓展科创债、绿色债承销业务。

头部券商市场地位进一步巩固

Wind数据显示，截至11月25日记者发稿时，今年已有23家券商债券承销额超过千亿元。其中，中信证券、国泰海通证券、中信建投证券、中金公司和华泰证券的承销额均突破万亿元，合计达8.12万亿元，占券商债券承销总额的51.95%。2025年全年，承销额突破万亿元的也是这五家，合计份额占比为52.15%。

中信证券仍是唯一一家年内承销额超过2万亿元的券商，已承销债券5798只，金额达2.17万亿元。中信证券在券商债券承销市场的份额为13.86%，在一般公司债和中期票据两个品种中所占份额更高，分别为18.66%和18.73%。

国泰海通证券排名超过中信建投证券，升至第二。2025年全年，国泰海通证券债券承销额较中信建投证券少约921亿元。今年以来，国泰海通证券债券承销额达1.75万亿元，比去年全年多1041.06亿元，领先中信建投证券约1574亿元。国泰海通证券今年以来参与承销地方政府债1260只，比去年全年多250只，在券商地方政府债承销中的份额由6.48%升至9.47%。

今年按总承销份额排名前十的券商与去年全年相同，合计承销债券11.07万亿元，市场份额为70.83%，较去年全年提高0.43个百分点。除国泰海通证券外，中金公司、申万宏源证券和中国银河证券的承销额也已超过各自去年全年水平。申万宏源证券承销额由6081.42亿元增至7067.64亿元，其中地方政府债和非政策性金融债两项业务的市场份额均有提升。

两类债券承销额已超去年全年

财政部数据显示，今年前三季度，全国发行地方政府债券8.81万亿元，其中新增债券4.23万亿元，再融资债券4.58万亿元。新增债券中，专项债券占比超过八成。

截至11月25日记者发稿时，今年以来地方政府债承销额已较去年全年增长3.18%，华泰证券地方政府债承销份额为15.10%，居券商首位。

非政策性金融债券的承销进度更快，年内承销额已较去年全年增长7.87%。以商业银行发债为例，今年7月，华夏银行在银行间债券市场发行400亿元三年期金融债券，票面利率为1.53%。据华夏银行公告，此次发债旨在充实资金来源，优化负债期限结构，促进业务的稳健发展。中信证券担任牵头主承销商，国泰海通证券、广发证券等担任联席主承销商。

广发证券今年以来债券承销总额达4305.03亿元，较去年全年增加786.49亿元。公司年内参与承销非政策性金融债195只，接近去年全年的199只，在该品种中的承销份额已由4.19%升至5.55%。

兴业证券的增量还来自资产证券化业务。截至11月25日记者发稿时，公司债券承销总额达2674.42亿元，较去年全年增长54.00%。在非政策性金融债承销中，公司市场份额由0.96%升至1.97%。在证监会主管的资产支持证券（ABS）业务中，公司参与的产品由去年全年的278只增至572只，市场份额由2.87%升至5.08%。

私募债带动中小券商承销规模增长

截至11月25日记者发稿时，券商一般公司债、私募债承销额分别相当于去年全年的94.00%、93.42%。国泰海通证券以9.88%的份额居私募债承销首位。浙商证券的私募债承销份额为5.08%，约为其总承销市场份额的五倍。

今年以来，浙商证券参与承销私募债320只，比去年全年多30只。公司债券承销总额达1587.16亿元，较去年全年增长33.31%，总承销排名由第22位升至第20位。

开源证券今年以来参与承销私募债33只，去年全年为4只。公司债券承销总额由去年全年的56.42亿元增至169.04亿元，总承销排名由第77位升至第49位。

今年4月，中科创星科技投资有限公司在上交所非公开发行公司债“26创星K1”，由开源证券担任主承销商。这是中科创星首次在交易所发行科技创新公司债券，发行规模2亿元，期限5年，票面利率2.60%。募集资金主要通过向基金出资的方式，投向光电芯片、人工智能等领域处于初创期、早期阶段的科技企业。

业内人士认为，头部券商拥有较广的机构客户网络，在承销大额地方政府债、金融债时，更容易组织资金认购。中小券商则可从熟悉的区域和产业入手，围绕当地企业研发投入、绿色转型等融资需求，储备科创债、绿色债等项目。一些中小微企业单笔融资规模较小，头部机构受服务成本制约较难覆盖，区域券商有机会成为这些企业进入债券市场的合作伙伴。

今年以来券商债券承销份额排名前三十

截至11月25日记者发稿时

今年排名	机构	2026年以来承销份额（%）	2025年全年承销份额（%）	去年排名	名次变化
1	中信证券	13.86	14.09	1	持平
2	国泰海通证券	11.17	10.28	3	上升1位
3	中信建投证券	10.16	10.66	2	下降1位
4	中金公司	8.72	8.40	5	上升1位
5	华泰证券	8.05	8.52	4	下降1位
6	申万宏源证券	4.52	3.81	7	上升1位
7	中国银河证券	4.45	4.30	6	下降1位
8	东方证券	3.58	3.57	8	持平
9	国开证券	3.32	3.33	9	持平
10	招商证券	3.01	3.25	10	持平
11	广发证券	2.75	2.20	13	上升2位
12	光大证券	2.71	2.59	11	下降1位
13	平安证券	2.53	2.59	12	下降1位
14	兴业证券	1.71	1.09	19	上升5位
15	国信证券	1.51	1.63	15	持平
16	中航国际证券	1.47	2.03	14	下降2位
17	国投证券	1.30	1.09	18	上升1位
18	东吴证券	1.17	1.11	17	下降1位
19	国金证券	1.06	0.93	21	上升2位
20	浙商证券	1.02	0.75	22	上升2位
21	中泰证券	0.99	1.13	16	下降5位
22	财通证券	0.87	0.71	24	上升2位
23	国联民生证券	0.84	1.07	20	下降3位
24	山西证券	0.63	0.57	27	上升3位
25	天风证券	0.53	0.74	23	下降2位
26	长城证券	0.52	0.60	25	下降1位
27	华福证券	0.49	0.43	30	上升3位
28	财达证券	0.48	0.60	26	下降2位
29	首创证券	0.41	0.44	29	持平
30	财信证券	0.38	0.33	31	上升1位

数据来源/Wind 制表/谭丁豪

机构11月以来调研近1800家上市公司

后市看好物理AI等方向机遇

● 本报记者 胡雨 吴玉华

Wind数据显示，11月以来，截至11月25日中国证券报记者发稿时，已有近1800家上市公司接待机构调研，机械设备、电子等行业是机构重点关注的方向。在二级市场整体承压的背景下，部分被调研标的股价11月以来逆势反弹，汽车、纺织服饰、家用电器等行业部分标的涨幅居前。

对于相关板块的后市投资机遇，业内人士较为看好物理AI、消费电子等方向。其中，在物理AI方面，看好机器人、AIDC、智能驾驶三条产业链；受益于存储价格下行以及Agent快速落地，消费电子板块有望迎来盈利修复。

光智科技11月最受关注

光智科技深耕红外业务。Wind数据显示，截至11月25日记者发稿时，其11月以来累计接待199家机构调研，是同时期最受机构青睐的标的。从公司披露的调研纪要看，机构关注的问题包括公司三季度锗业务情况、在应对磷化铟行业原材料涨价风险方面有哪些举措等。

光智科技表示，报告期内，光纤锗（四氯化锗）产品受下游AI及通信需求拉动，收入同比大增95.84%，基本盘进一步夯实。面对下游持续增长的需求，公司也进行了前瞻性的上游资源布局。公司依托先导科技集团在铟金属资源及高纯材料提纯方面的能力，提前做好供应链布局，主要从供应安全与成本锁定两个维度应对上游原材料价格波动风险。公司将持续跟踪上游市场行情，统筹做好供应链管理。

Wind数据显示，截至11月25日记者发稿时，11月以来已有近1800家上市公司接待机构调研。除光智科技外，百济神州、步科股份、安集科技、震裕科技、海天瑞声、中际旭创、协创数据等多家公司均接待了超过150家机构调研，关注度相对较高。从披露的调研纪要看，公司第三季度总体经营情况、财务指标变动情况等与基本面相关的话题，备受机构关注，具体包括第三季度财务费用增加的原因、研发投入增长较快的原因、毛利率提高的原因、如何应对原材料价格上涨等。

随着国内企业“走出去”进程不断推进，海外业务成为不少上市公司获取增量成长空间的重要抓手，海外市场拓展情况也成为机构11月调研时关注的重点。

步科股份主要从事运动控制和人机交互核心部件的研发、生产、销售以及相关技术服务，当被问及公司海外布局对业务拓展的助力时，步科股份表示，公司现已在美国硅谷、日本名古屋及德国斯图加特设立子公司，未来公司将视情况在海外更多城市增设办事处并吸纳当地人才，推动销售模式由传统的阶段性出差向常态化本地深耕转型，从而为全球市场的长远发展夯实基础。

部分被调研标的逆势上涨

从二级市场表现看，包括A股在内的全球主要权益市场11月以来遭遇明显震荡，前述同时期被调研的上市公司多数股价下跌，但也有部分公司股价逆势上涨。

安集科技11月以来累计接待169家机构调研，数量在同时期被调研的上市公司中居第四位。Wind数据显示，截至11月25日收盘，11月以来公司股价累计反弹近24%。安集科技公布的调研纪要显示，公司三大业务板块的成长空间、自研磨料的进展情况等受到机构关注。

安集科技表示，公司目前主营化学机械抛光液、功能性湿电子化学品、电镀液及添加剂三大板块，未来增长主要来源于国内客户的产能建设，新技术新工艺带来的增量需求，开拓海外市场、服务国内外资客户带来的增量机遇等。公司基于自产氧化铈磨料的抛光液产品，覆盖从成熟制程到先进制程的抛光应用，相关测试论证进展顺利，多款产品已实现量产销售，供应量呈持续增长趋势。

包括安集科技在内，截至11月25日收盘，前述11月以来被调研的上市公司中，有264家公司股价同时期上涨，其中36家公司股价期间涨幅在25%以上，走出结构性行情。这些逆势上涨的标的较为集中地分布在电子、医药生物、机械设备等行业，涨幅居前的标的有不少来自汽车、纺织服饰、家用电器等周期、消费行业。

从近期市场表现看，在前期热门科技板块调整的同时，部分消费行业板块表现活跃，或已在市场调整过程中呈现出较强韧性，其投资价值在市场风格再平衡的过程中越发受到机构关注。

关注物理AI等方向机遇

从11月以来机构调研上市公司的行业分布情况看，机械设备、电子两大行业均有超过200家公司获得机构调研，数量明显领先于其他行业，显示出机构对这两大行业的“偏爱”。医药生物、基础化工、电力设备、汽车等行业均有超过100家公司接待机构调研，关注度同样较高。

从二级市场表现看，物理AI概念板块近几个交易日跌幅相对较小。日前，特斯拉开始向早期体验用户推送FSD V15，这使不少机构加大了对物理AI在汽车、人形机器人等领域应用前景的关注。

中信证券汽车零部件行业首席分析师李景涛认为，特斯拉处于全球物理AI产业链头部梯队，坚定看好特斯拉在自动驾驶和机器人领域的发展前景，建议关注特斯拉产业链核心公司，同时关注智能驾驶行业头部软硬件供应商，以及智能驾驶研发进展领先的主机厂的投资机会。

东吴证券汽车行业首席分析师黄细里建议按“行情先到机器人，产业先到汽车”的思路布局物理AI，看好三条主线：一是机器人产业链，优先关注海外链，总成环节以及电机、减速器、丝杠等核心部件环节部分标的值得关注；二是AIDC产业链，其受AI主线整体影响较大，三季度末至年底，资金或转向高股息板块进行均衡配置；三是智能驾驶产业链，从战略布局角度建议关注模型与芯片全栈自研能力较强的厂商、具备基座模型与场景运营能力的厂商以及核心硬件环节标的。

对于电子板块，开源证券电子行业首席分析师陈蓉芳认为，消费电子板块或将迎来盈利修复。从成本端看，存储成本回落有望打开整机及供应链盈利修复空间；从创新端看，Agent快速落地正在重塑终端交互与产品形态，市场预期从寻找单一亿级大单品，转向看好苹果端侧AI以及OpenAI、Meta等多品类硬件新品的持续涌现和放量。展望未来，零部件厂商有望摆脱降价挤压，迎来盈利修复，涵盖多场景与细分品类的端侧AI硬件产业链有望迎来放量增长。