东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

# 宏观周报 20261102

# 中选临近，大类资产如何交易？——海外周报 20261102

2026 年 11 月 02 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 张佳炜
执业证书：S0600524120013
zhangjw@dwzq.com.cn
证券分析师 韦祎
执业证书：S0600525040002
weiy@dwzq.com.cn
证券分析师 王茁
执业证书：S0600526010001
wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《“抢出口”或对四季度出口形成支撑》

2026-11-01

《全球 AI 信用重定价，政策维稳下持续磨底》

2026-11-01

■ **核心观点：**上周，科技巨头财报加剧了市场对 AI 资本开支可持续性及投资回报的担忧，叠加中东局势反复，美股先涨后跌、美债利率下行、贵金属金银同步下跌。**本周关注美国中期选举和 10 月非农就业数据。**对于 10 月非农就业，需关注就业结构是否进一步恶化、是否出现供给修复带来的失业率进一步上行。**就策略而言，当下需要留意的是 AI 融资风险带来的避险交易是否会转化为流动性冲击，导致股跌债涨的避险跷跷板变成股债双杀的流动性风险。**不过，这种风险难以在左侧预判。短期看，**以色列议会选举刚刚结束，美国中期选举即将到来，地缘风险仍然较大。美国中期选举的结束意味着未来相对更清晰的政治格局，有望缓解当前市场过重的观望情绪和过高的风险溢价。交易上，稳妥的投资策略是注重平衡和市场中性，偏主观的投资策略则是逆向投资。**

■ **大类资产：**上周（10 月 26 日至 11 月 1 日），AI 投资回报担忧继续扰动海外市场。期间，科技企业融资及商业化进展的消息一度提振风险偏好，但随后谷歌、亚马逊等科技巨头财报再度引发市场对资本开支与现金流的担忧，叠加中东局势反复，美股先涨后跌、美债利率下行、贵金属金银同步下跌。

■ 就策略而言，**当下需要留意的是 AI 融资风险带来的避险交易是否会转化为流动性冲击，导致股跌债涨的避险跷跷板变成股债双杀的流动性风险。**不过，这种风险难以在左侧预判。短期看，**美国中期选举的结束意味着未来相对更清晰的政治格局，有望缓解当前市场过重的观望情绪和过高的风险溢价。交易上，稳妥的投资策略是注重平衡和市场中性，偏主观的投资策略则是逆向投资。**另一方面，**若近期避险情绪未进一步扩大并引发流动性冲击，部分传统成长板块或受益于美债利率大幅下行带来的宏观流动性环境的改善。**不过也需注意的是，**高利率对 AI 的影响也开始进一步凸显，若市场逐步定价油价→通胀→利率上行，则美债利率对传统板块和 AI 的负面影响将开始趋同。**

■ **海外经济：**上周公布的美国经济数据总体保持稳健，新屋销售、耐用品订单、谘商会消费者信心指数等好于预期，26Q3 美国 GDP 超预期向好，彭博美国经济意外指数大幅走高。与此同时，因近期公布的消费支出、失业率、一系列调查指标逊于预期，欧元区经济意外指数大幅下调。

■ **本周前瞻：①美国中期选举：**美国当地时间 11 月 3 日为美国 2026 年中期选举的正式投票日，一般 0—1 天就能确认结果。据 Polymarket 预测，民主党两院横扫概率为 71%，只拿下众议院的概率为 24%。**对于中选的最终结果，定性来看，只要共和党丢掉了众议院，参议院在手与否对特朗普的意义区别已然不大；定量来看，两院输掉的席位数之于两院输掉与否更加重要。中选对美国经济和市场的影响主要来自两个维度。**首先，**中选结果影响国防开支，**进而影响美伊&俄乌局势与通胀；此外，**中选结果影响广义财政，**两党或陷入更复杂的囚徒困境。其次，**中选结果也将影响数据中心建设，**因民主党议员普遍更倾向于收紧 AI 相关基建。不过这一影响更多来自州层面，且不确定性较低。

■ **②10 月美国非农就业：**北京时间 21:30，BLS 将公布美国 10 月就业数据。分析师预计 10 月新增非农 6.5 万，标准差 2 万，预计失业维持 4.2%不变；Kalshi 交易员定价新增非农 6.5 万，失业率 4.2%。此前 9 月非农数据显示，在前期世界杯、开学季等的扰动消退后，就业结构回归高集中度、就业扩散度偏低等结构特征，美国劳动力市场供需双弱趋势尚未改变。对于 10 月非农就业，**需关注就业结构是否进一步恶化、是否出现供给修复带来的失业率进一步上行。**

■ **风险提示：**美伊局势不确定性风险；特朗普政策超预期风险；美联储政策超预期风险



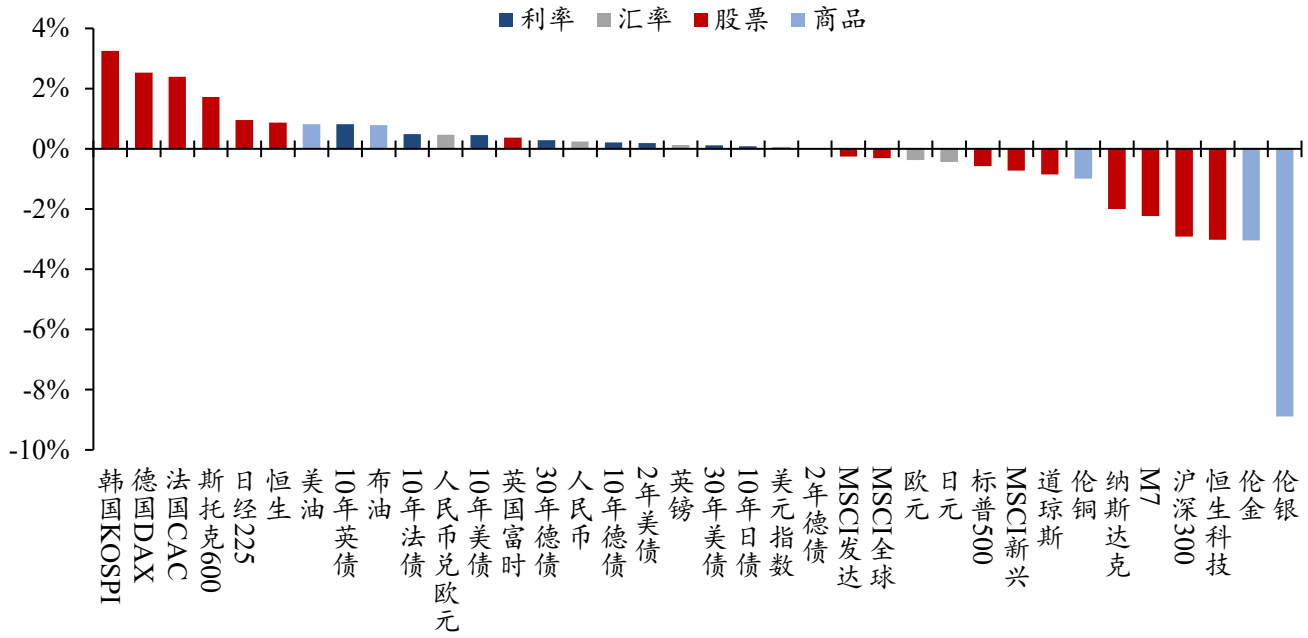
请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 1. 大类资产

## 1.1. 上周回顾

上周（10 月 26 日至 11 月 1 日），**AI 投资回报担忧继续扰动海外市场。期间，科技企业融资及商业化进展的消息一度提振风险偏好，但随后谷歌、亚马逊等科技巨头财报再度引发市场对资本开支与现金流的担忧，叠加中东局势反复，美股先涨后跌、美债利率下行、贵金属金银继续承压**。具体来看，周初，Anthropic 提交的 IPO 申请及其披露的数据表明，算力投入转化效率改善、客户结构更加多元，叠加 Meta 股权融资获得超额认购，市场情绪回暖，芯片股带动美股上涨。周三，美联储维持利率不变，表态被市场解读为略偏鸽派，美股延续小幅上涨。但随后两个交易日，大型云服务厂商披露的 26Q3 财报再次分化：微软盈利与现金流表现较好，谷歌则因搜索业务增长不足、自由现金流转负而大跌，亚马逊资本开支超预期、现金流大幅净流出进一步加剧担忧。受此影响，美股科技股连续两日遭遇抛售，资金向医疗、金融及小盘股轮动；期间，叠加市场担忧美国在中期选举后扩大对伊朗军事行动，周五科技股抛售加剧，美股普遍下跌。债市与大宗商品方面，避险需求与加息预期降温推动美债收益率延续回落，贵金属金、银同步下跌。

**图1：上周（10 月 26 日至 11 月 1 日）大类资产回报率**




数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

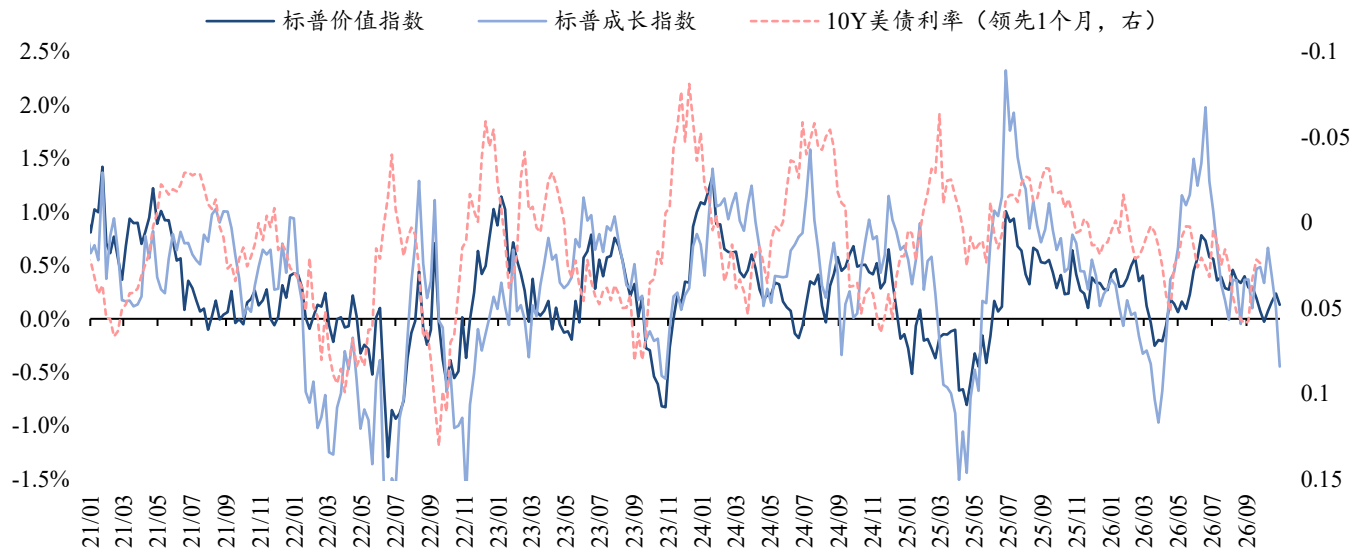
**全周来看，美股与非美股市表现分化**。M7 主导美股几大股指下跌，而主要受存储芯片龙头企业财报支撑，韩国 KOSPI 指数周中大涨，全周上涨 3.25%，领涨全球股市；欧洲股市受益于资金轮动而普遍收涨。中东地缘冲突升级担忧下，油价上涨，布伦特原油周五回升至 117 美元/桶附近的高位。**债市方面，美债前半周保持震荡，随后在科技股抛售带来的避险情绪支撑下上涨**。与此同时，**贵金属金、银延续下跌，黄金跌破 3900 美**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**元/盎司，白银跌近 9%，领跌全球主要大类资产**。一方面，科技股抛售引发跨资产减仓与变现压力，流动性压力下，贵金属的避险属性消退；另一方面，白银此前的实物紧缺状况缓解，而相关领域投资需求偏弱，工业属性及较高的波动进一步放大其跌幅。

就策略而言，**近期 AI 产业链的显著调整主要来自对大型云服务厂商还款能力的担忧，而非对 AI 需求和技术本身的质疑，当下需要留意的是 AI 融资风险带来的避险交易是否会转化为流动性冲击，导致股跌债涨的避险跷跷板变成股债双杀的流动性风险**。不过，这种风险难以在左侧预判。短期看，以色列议会选举刚刚结束，美国中期选举又即将到来，地缘政治风险仍然较大。美国中期选举的结束意味着未来相对更清晰的政治格局，有望缓解当前市场过重的观望情绪（缺乏买盘）和过高的风险溢价（向政治不确定性索要风险补偿），即中选的落地有助于权益资产风险偏好的修复。交易上，稳妥的投资策略是注重平衡和市场中性（理想方式例如多金空银、多硬件空软件以确保市场中性，隔绝流动性风险），偏主观的投资策略是逆向投资，在当前已经偏低、中选进一步逼近的时机择机逐步抄底超跌的权益资产。

**图2：美债利率变动与标普价值与成长指数回报率走势**




数据来源：彭博、东吴证券研究所；标普指数=3 个月移动平均的指数周度变动，美债利率=3 个月移动平均的利率净变动；右轴单位为 bps

另一方面，若近期避险情绪未进一步扩大并引发流动性冲击，短期看，部分传统成长板块或受益于宏观流动性环境的改善：近期 AI 降温令美债利率大幅下行，且更多并非来自对 AI 需求和技术本身的质疑，此种环境下，美债利率下行带动的金融条件宽松可能反过来给传统板块、尤其是传统成长板块带来支撑，在一定程度上形成股债跷跷板效应。从过往周期来看，除了因衰退担忧引发的股跌债涨，大多数时期美债收益率的下行往往对传统成长板块带来滞后的流动性宽松传导。不过也需注意的是，高利率对 AI 的影响也开始进一步凸显，若市场逐步定价油价→通胀→利率上行，则美债利率对传统板块和 AI 的负面影响将开始趋同。

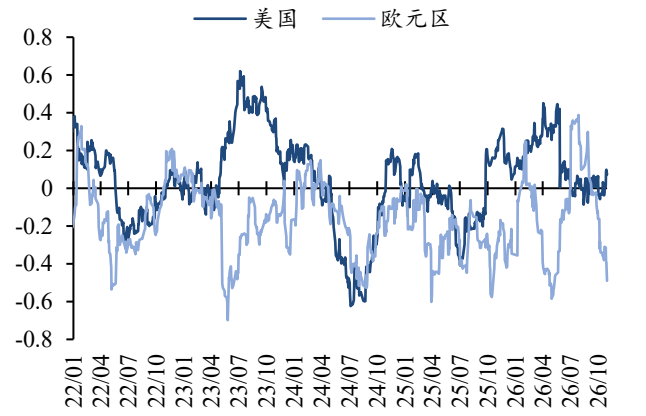

请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 2. 海外经济

## 2.1. 上周回顾

上周公布的美国经济数据总体保持稳健，其中新屋销售、耐用品订单、谘商会消费者信心指数等好于预期，26Q3 美国 GDP 超预期向好，彭博美国经济意外指数大幅走高。与此同时，因近期公布的消费支出、失业率、一系列调查指标逊于预期，欧元区经济意外指数大幅下调。

**图3：彭博美国和欧元区经济意外指数**




数据来源：彭博、东吴证券研究所

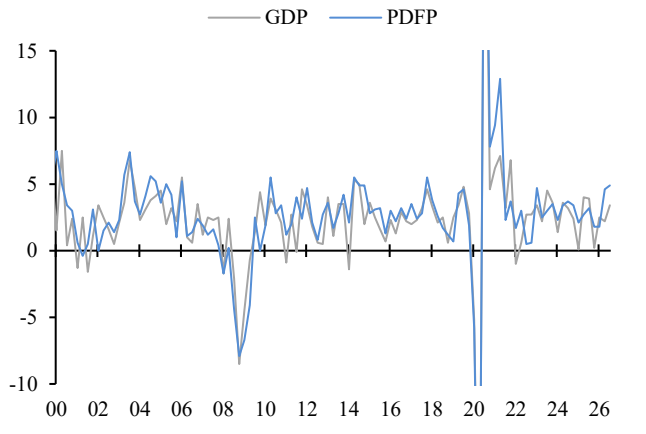
**图4：彭博美国经济意外指数增长和通胀分项**




数据来源：彭博、东吴证券研究所

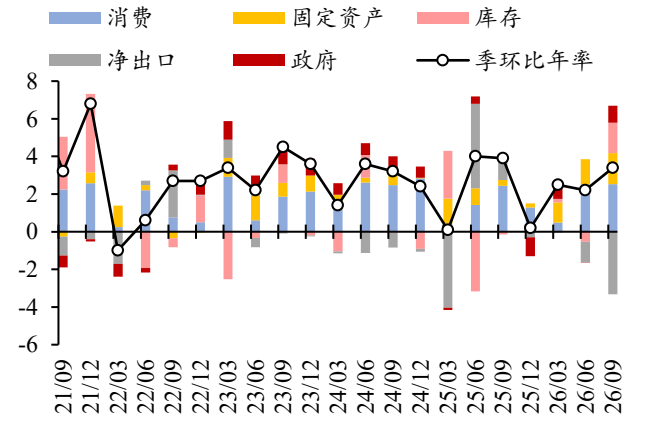
26Q3 美国 GDP 季环比年率初值+3.4%，预期+3.2%，前值+2.2%。从结构来看，私人消费拉动+2.52%，固定投资拉动+1.66%，库存变化拉动+1.61%，反映经济内生性增长动能的 PDFP（国内私人最终购买）增速录得+4.9%，是 21Q3 以来最高。其中，私人消费的强劲增长来自好于预期的居民部门财务状况（详见*《假期海外市场回顾》*），企业固定资产投资方面，信息设备对固定资产投资拉动+4.81%，软件和研发分别拉动+1.29%、+1.20%，AI 产业相关投资合计拉动 GDP+1.33%，自 2025 年以来连续成为美国 GDP 增长的稳健增量。

**图5：美国 GDP 与私人国内最终购买**




数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

**图6：美国 GDP 主要分项环比年率增速**

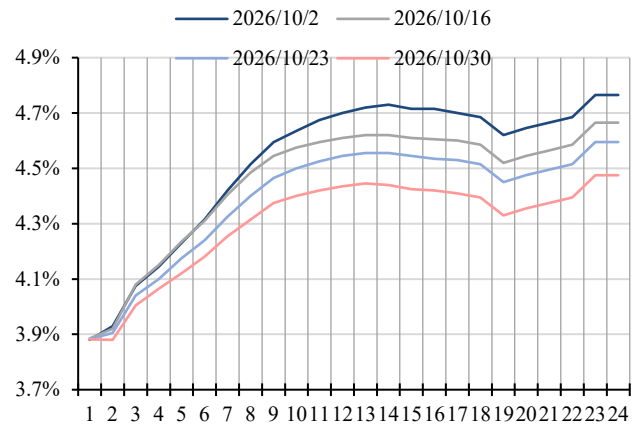



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%


请务必阅读正文之后的免责声明部分

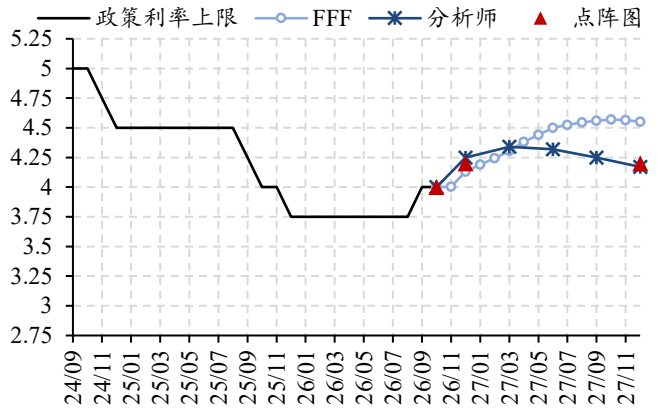
货币政策方面，10 月美联储 FOMC 会议以 10:2 维持政策利率不变，符合市场与分析师的预期。会议声明对近期经济活动的描述更加乐观，同时认为需要积累更多信息以使得政策能确保通胀的及时回落。发布会上，沃什暗示 10 月不加息的原因包括：①9 月已撤出部分货币宽松，其效果仍有待观察；②当前指标不错，市场隐含通胀预期稳定；③下一阶段信息更丰富（等待中期选举的结果、中东局势的变化、AI 发展的走向）。

**图7：联邦基金期货隐含政策利率**




数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为未来月份数

**图8：美联储政策利率路径预期**




数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

向前看，近期因 AI 交易降温和科技股大幅调整带来的增长担忧，加息预期连续回落。不过，考虑到美国核心 CPI 环比连续 2 个月超预期、持续处于高位的油价已经带来通胀扩散风险，今年 12 月加息应为大概率事件；2027 年的利率路径仍将取决于中期选举结果对美国通胀和增长的影响。

## 2.2. 本周前瞻：美国中选与非农

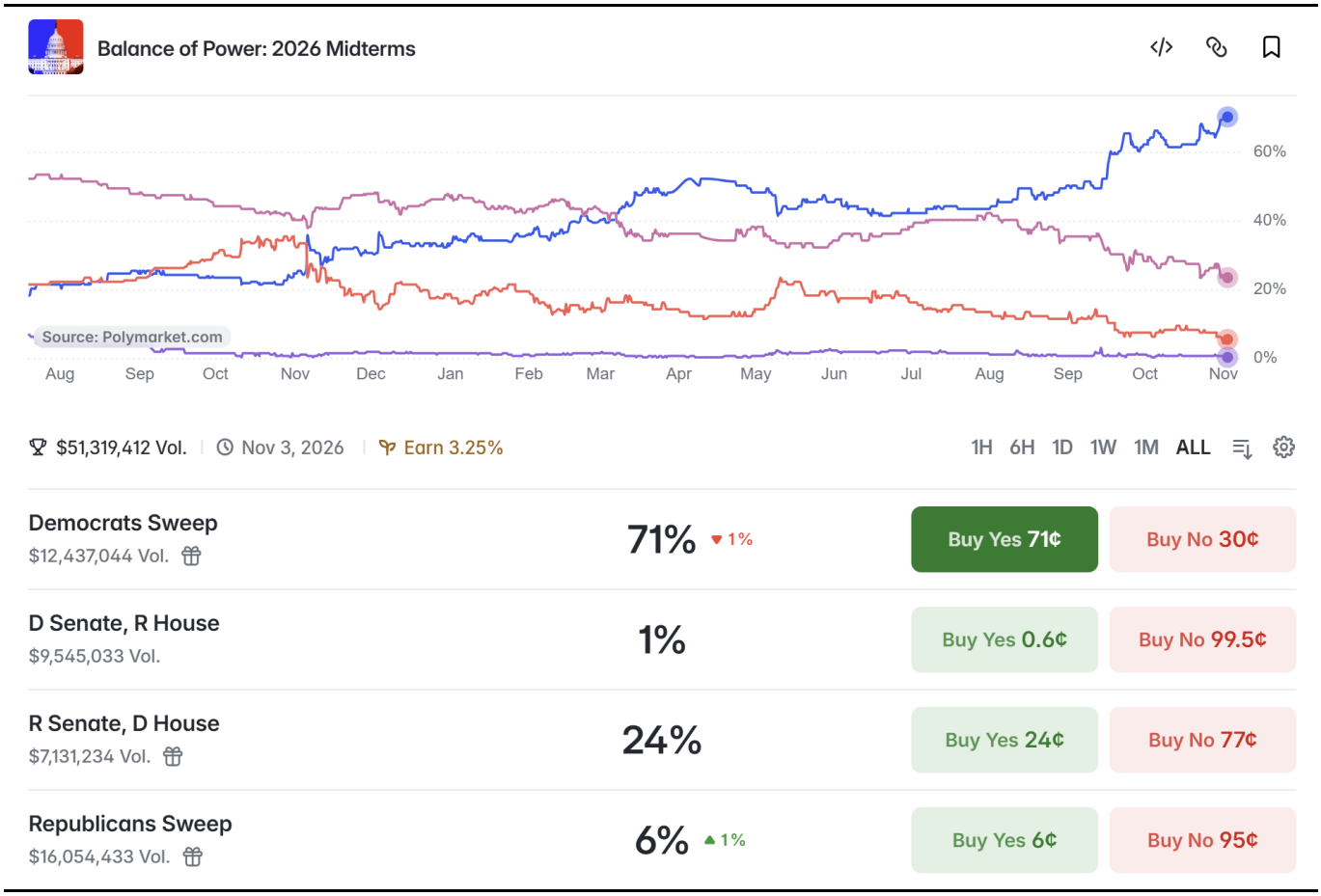
美国当地时间 11 月 3 日（周二）为美国 2026 年中期选举的正式投票日。此前，提前投票和邮寄投票已陆续开始。各州投票站的关闭时间从美东时间 11 月 3 日 18:00—24:00 不等，对应北京时间 11 月 4 日 6:00-12:00。除 2022 年关键席位竞争激烈、邮寄选票计票时间太长导致耗时 8 天才确定两院归属外，一般 0—1 天就能确认结果。从流程上看，新一届国会统一于 2027 年 1 月 3 日就职，新任州长则在 2026 年 12 月至 2027 年 1 月陆续就职。

根据 Polymarket 预测，民主党拿下众议院、参议院的概率分别为 94%、71%。综合来看，民主党两院横扫概率为 71%，只拿下众议院（即共和党仍守住参议院）的概率为 24%，共和党横扫概率仅 6%。对于中选的最终结果，定性来看，只要共和党丢掉了众议院，参议院在手与否对特朗普的意义区别已然不大，因为共和党将失去国会横扫优势，无法利用协调程序的简单多数规则绕开冗长辩论，通过对己有利的法案（例如 2017 年的 TCJA 和 2025 年的 OBBBA）。定量来看，两院输掉的席位数之于两院输掉与否更加重要。如果两院都只各输掉了 1 席，那需要“搞定”的民主党人数便只有 2 人。反之，如


请务必阅读正文之后的免责声明部分

果共和党守住了参议院但在众议院大败（例如只拿下了 200 席），那么众议院对共和党的掣肘可能是非常尖锐的。

**图9：Polymarket 对美国中期选举结果预测**




数据来源：Polymarket、东吴证券研究所

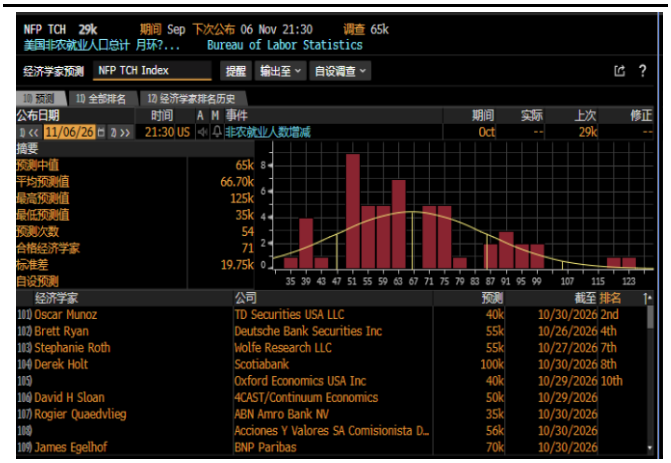
就中选及其结果的影响而言，我们认为，**中选本身就是不确定性的一大来源**。围绕中选席位的争夺本身就容易演绎出很多的不确定性，例如近期的科技股调整、地缘局势不确定性的放大。但随着中选结果的尘埃落地，大类资产的风险溢价对应消除，市场情绪与风险偏好更易恢复。

**中选对美国经济和市场的影响主要来自两个维度**。首先，中选结果影响国防开支，进而影响美伊&俄乌局势与通胀。中选后若共和党失去横扫优势，则民主党可能以拒绝提高中东相关国防开支为由限制特朗普在中东的行动，这可能倒逼特朗普更早在中东撤军，进而缓解油价。此外，中选结果影响广义财政，两党或陷入更复杂的囚徒困境。民主党对财政支出的诉求主要集中在医保、低收入家庭的教育与食品补助，并且反对增加国防和移民执法开支，这可能让两党陷入囚徒困境的博弈：特朗普妥协则合作宽财政，特朗普拒绝则可能陷入紧财政，带来增长风险。其次，中选结果也将影响数据中心建设，因民主党议员普遍更倾向于收紧 AI 相关基建。不过这一影响更多来自州层面，且不确定性较低。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

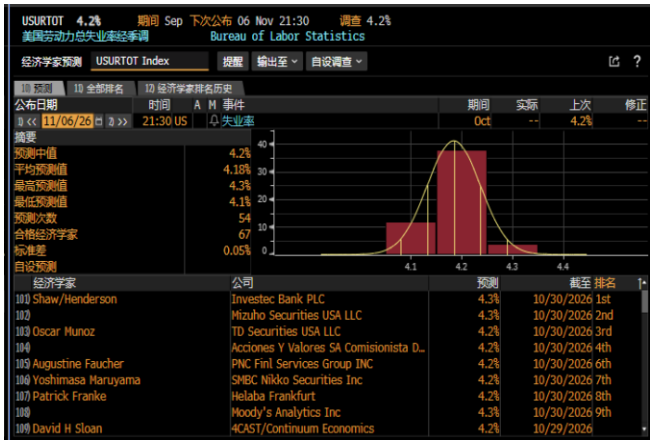
北京时间 21:30，BLS 将公布美国 10 月就业数据。综合各方预测数据来看，①分析师预计 10 月新增非农 6.5 万，标准差 2 万，前值 2.9 万；预计失业维持 4.2%不变；②从交易员预期来看，Polymarket 定价新增非农≥10 万的概率为 21%，0—2.5 万的概率为 19.6%，5—7.5 万的概率为 19%，分布非常离散；Kalshi 定价新增非农 6.5 万，失业率 4.2%。

**图10：彭博分析师对 10 月新增非农一致预期**




数据来源：彭博、东吴证券研究所

**图11：彭博分析师对 10 月美国失业率一致预期**




数据来源：彭博、东吴证券研究所

此前 9 月非农数据显示，在前期世界杯、开学季等的扰动消退后，就业结构回归高集中度、就业扩散度偏低等结构特征，美国劳动力市场供需双弱趋势尚未改变；并且劳动力供给的边际修复是 9 月失业率反弹的主导因素。对于 10 月非农就业，需关注就业结构是否进一步恶化、是否出现供给修复带来的失业率进一步上行。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 3. 风险提示

美伊局势存在不确定性，油价可能再度走高，全球央行收紧货币政策；

特朗普政策超预期，令美国增长前景不确定性走高；

美联储政策超预期，加息更快落地。

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

**免责声明**

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**东吴证券投资评级标准**

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn