国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 08 日

A 股策略周报 20261108

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组
分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） mouyiling@gjzq.com.cn
分析师：吴晓明（执业 S1130525060005） wu_xiaoming@gjzq.com.cn
分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003） wuhuimin@gjzq.com.cn

市场重构的开始

全球算力开启同步回调

本周（2026 年 11 月 2 日至 11 月 6 日，下同）美股市场波动显著放大，受中期选举出炉，民主党完成“两院”横扫影响，市场开始重新评估美国中期选举后 AI 数据中心扩张面临的政策风险，AI 算力链遭遇集中抛售，其中费城半导体指数周四一度创下历史第二跌幅，恐慌情绪蔓延下，全球风险资产显著承压，而黄金、美债等避险资产出现上涨。仅从政策风险本身而言，对于数据中心加强监管审查本就跨越了党派界限，差异更多在于涉及限制的范围与程度，相较之下民主党更为严格，更多候选人支持实施禁令或暂停措施。市场反应剧烈的根本原因可能依然是**在前期的云厂商三季报中，AI 相关盈利与现金流的兑现速度难以匹配资本开支的扩张幅度，未来投资回报与融资可持续性的核心矛盾仍未得到解决，叠加核心云厂商（META、微软、谷歌、亚马逊与甲骨文，下同）的资本支出预期二阶导的放缓，任何潜在的下调风险都容易被市场解读为硬件景气周期实质性见顶的信号**，而中选落地后民主党的“大获全胜”使得这一担忧进一步加剧，最后引发市场全面避险。

美国 AI 虹吸效应走弱，利率顶部基本确认，下行空间需要观测

客观而言，当下更多依然是市场预期层面的变化，考虑到作为近两年来美国经济增长的主要拉动项，AI 数据中心建设本身具备较强的就业与收入创造能力，因此后续仍需密切跟踪各当选人政策的实质性落地情况以及完成新的审查与成本分摊后，云厂商数据中心项目的最终回报率情况。而对于未来 AI 行情新一轮的趋势上涨，更重要的可能还是未来能否出现新的应用场景落地或向宏观各行业实现更广泛渗透的证据，并带来投资回报率的抬升，最终跑通“云业务增长→现金流修复→资本开支扩张”的正向循环。对于美债利率而言，AI 资本支出放缓预期进一步增强，然而从 10 月美国制造业 PMI 与非农数据显示当下美国经济基本面仍具备韧性，叠加油价处于高位，短期下行空间仍有待观测，利率的快速下行仍需要等待 AI 融资出现快速收缩的实质性信号或美伊出现重大缓和后油价出现回落。

强势美元的尾声，波动中中国资产展现韧性

尽管面临海外扰动，本周在维稳资金入市、市场回购等稳定资本市场力量的共同努力下，叠加本身低的估值水平，与美国 AI 产业链具备一定的脱钩性，A、H 股展现出一定韧性，沪深 300 结束连续 12 周的下跌，而恒生指数/恒生科技周度上涨 5.1%/8.6%，表现全球主要市场中相对占优。**这轮全球 AI 减速，从长期看减弱了美元资产吸引全球资金的能力，对于非美资产来看是中期利好，中国资产更是其中重要选择，因此长期看不应悲观。**从市场宽度来看，无论是全 A 还是科技股内部，本周均出现触底回升，A 股韧性之下市场宽度出现边际改善。结合此前我们持续跟踪的交易指标来看：①两融担保比例截至本周四数据为 262.6%，相较上周五的低点 245.56%出现回升。不过，考虑到周五海外市场波动下 A 股也出现下跌，倘若考虑周五的市场调整（假设其余条件不变，按照万得全 A 的 1.86%测算），则周五的两融担保比例可能相较周四回落至 257.7%左右。②当前市场隐含波动率仍在高位，当前科创 50、创业板指、中证 1000 的隐含波动率进一步均上升至近三年 95%以上的分位数水平，而上周五则处于近三年 90%以上的分位数。

万物的将生未生

考虑到中国资产内生的稳定性依然牢固，叠加近期维稳政策力度的加强，中国资产的吸引力正在加强。AI 减速下资本成本下降之路已经清晰，前半段冲击来自于资本回报的同步下降，后半段全球将迎来机遇。部分业绩韧性与边际改善信号已经出现，我们建议从宏观+行业两条线上寻找防御配置线索。具体配置建议：第一，美国实际利率见顶回落，**黄金**有望迎来机遇，后续关注美伊地缘烈度是否回升，然而中期的底部正在确立；第二，对于能源链（**煤炭，石油，油运**）而言，短期价格下跌后的压力测试期过后，将继续受益于全球对能源的补库需求，事实上能源链本身也是资本成本波动与地缘冲突下的韧性资产；第三，财报视角下建议关注：①高景气延续：**医疗服务、航运港口，以及有色、化工中的细分领域**等；②困境反转策略：纺织服装的细分领域，以及**造纸、炼化及贸易、医疗器械、快递、乳制品**等。具体筛选过程参考前期业绩分析专题报告《2026 年 Q3 业绩深度解读：寻找应对市场波动的结构性线索》。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

内容目录

1、海外算力链遭遇抛售，美国 AI 虹吸效应走弱 3
2 A 股交易面数据更新：是否出清完毕 4
3、海外高波动期，做多中国内生的稳定性 6
4、风险提示 7

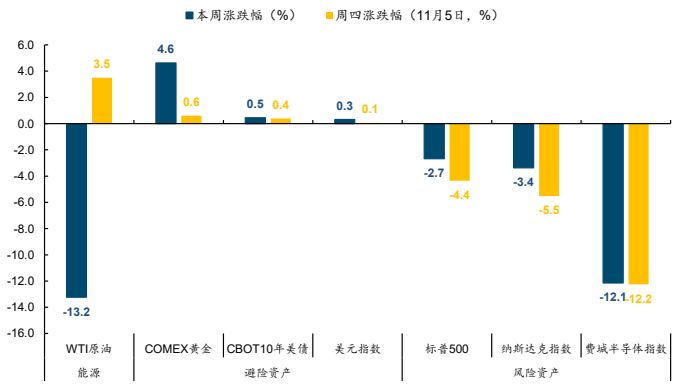
图表目录

图表 1： 本周 AI 算力链“抛售潮”拖累全球风险资产表现，避险情绪显著升温 3
图表 2： 本周波动率抬升至 2025 年 4 月特朗普关税、2026 年 2 月美伊冲突伊始水平 3
图表 3： 对于数据中心加强监管审查本就跨越了党派界限，相较之下民主党更为严格 3
图表 4： 基于当前的市场预期，五大云厂商资本支出增速的二阶导将在 2026 年 Q3 见顶 3
图表 5： 受项目延期预期影响，本周部分 AI 算力硬件环节与 Neocloud 的 5 年 CDS 快速抬升 4
图表 6： 近期闭源模型 Token 市场规模相对云厂商债务再度出现向下拐点 4
图表 7： 2025 年 Q1 以来，AI 相关投资对于美国 GDP 的拉动力显著抬升 4
图表 8： 10 月非农数据显示当下美国经济基本面仍具备韧性 4
图表 9： 本周宽基指数 ETF 资金净流入创下近两年新高 5
图表 10： 近期决策层市场维稳相关表态梳理 5
图表 11： 本周相对低估值、与美国 AI 相关度偏低的市场成为“避风港” 5
图表 12： 截至本周四回升至 262.6%的水平 6
图表 13： 本周主要宽基指数波动率继续上升，目前科创 50、创业板指、中证 1000 均上升近 3 年至 95%以上 6
图表 14： 市场宽度来看，本周全 A 和科技股均出现回升 6

1、海外算力链遭遇抛售，美国 AI 虹吸效应走弱

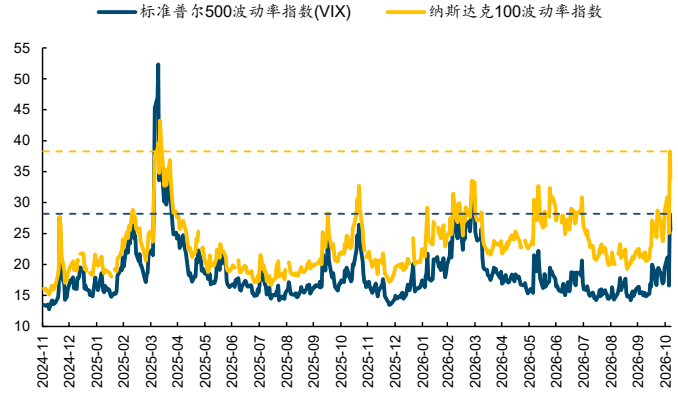
本周（2026 年 11 月 2 日至 11 月 6 日，下同）美股市场波动显著放大，受中期选举出炉，民主党完成“两院”横扫影响，市场开始重新评估美国中期选举后 AI 数据中心扩张面临的政策风险，AI 算力链遭遇集中抛售，其中费城半导体指数周四一度创下历史第二跌幅，恐慌情绪蔓延下，风险资产显著承压，而黄金、美债等避险资产出现上涨。仅从政策风险本身而言，对于数据中心加强监管审查本就跨越了党派界限，差异更多在于涉及限制的范围与程度，相较之下民主党更为严格，更多候选人支持实施禁令或暂停措施。市场反应剧烈的根本原因可能依然是**在前期的云厂商三季报中，AI 相关盈利与现金流的兑现速度难以匹配资本开支的扩张幅度，未来投资回报与融资可持续性的核心矛盾仍未得到解决，叠加核心云厂商（META、微软、谷歌、亚马逊与甲骨文，下同）的资本支出预期二阶导的放缓，任何潜在的下调风险都容易被市场解读为硬件景气周期实质性见顶的信号**，中选落地后民主党的“大获全胜”使得这一担忧进一步加剧，最后引发市场全面避险。

图表1：本周 AI 算力链“抛售潮”拖累全球风险资产表现，避险情绪显著升温



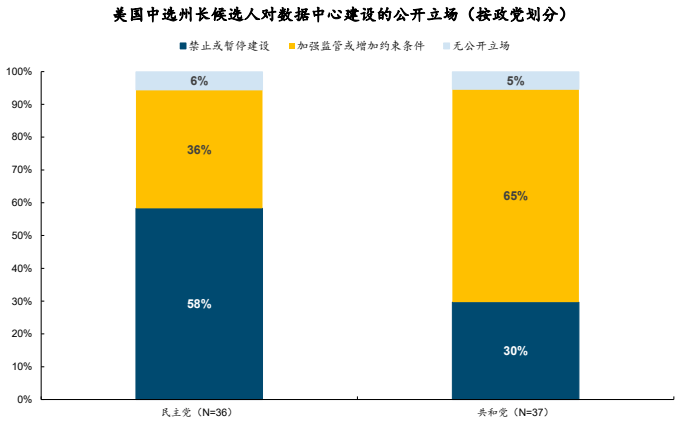
来源：wind，国金证券研究所

图表2：本周波动率抬升至 2025 年 4 月特朗普关税、2026 年 2 月美伊冲突伊始水平



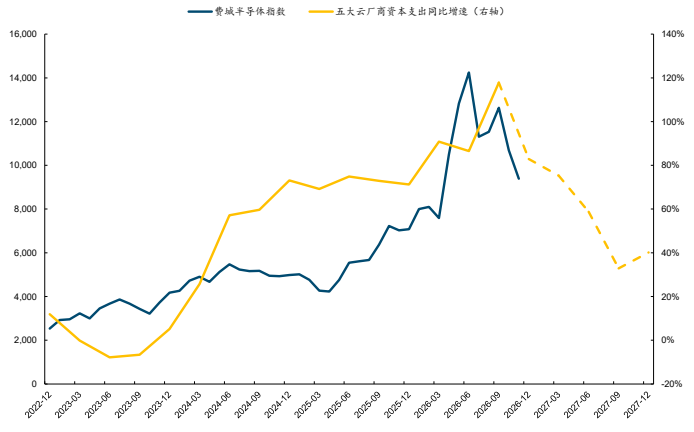
来源：Wind，Bloomberg，国金证券研究所

图表3：对于数据中心加强监管审查本就跨越了党派界限，相较之下民主党更为严格



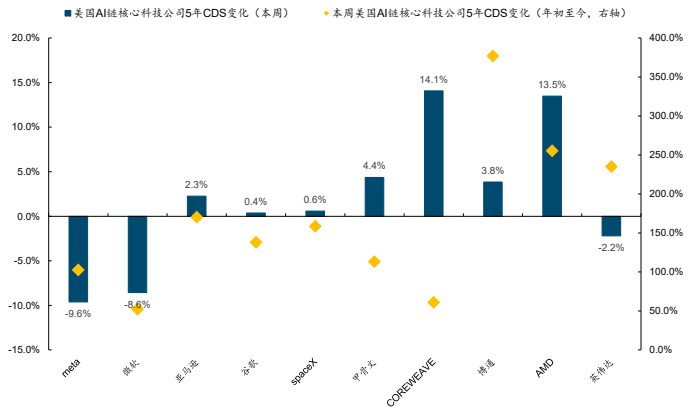
来源：Datacenterwatch，国金证券研究所

图表4：基于当前的市场预期，五大云厂商资本支出增速的二阶导将在 2026 年 Q3 见顶



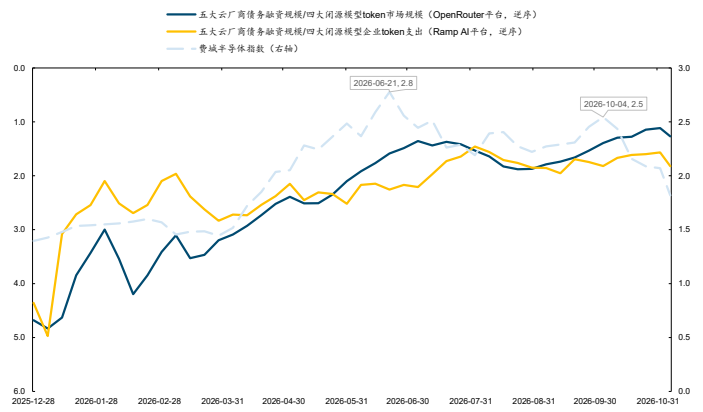
来源：Wind，Bloomberg，国金证券研究所

图表5：受项目延期预期影响，本周部分AI算力硬件环节与Neocloud的5年CDS快速抬升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

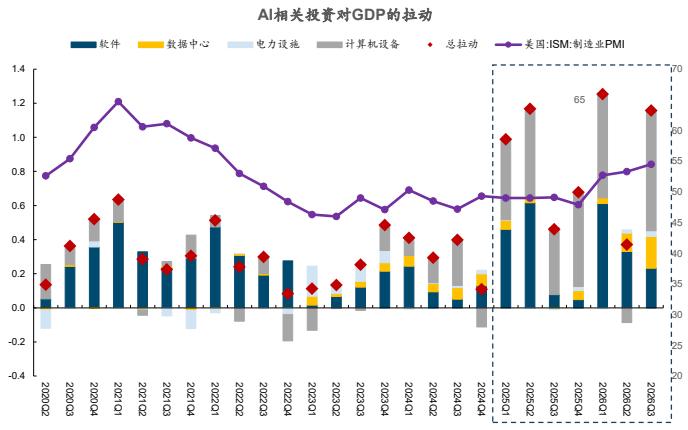
图表6：近期闭源模型Token市场规模相对云厂商债务再度出现向下拐点



来源：Ramp AI，OpenRouter，Wind，国金证券研究所

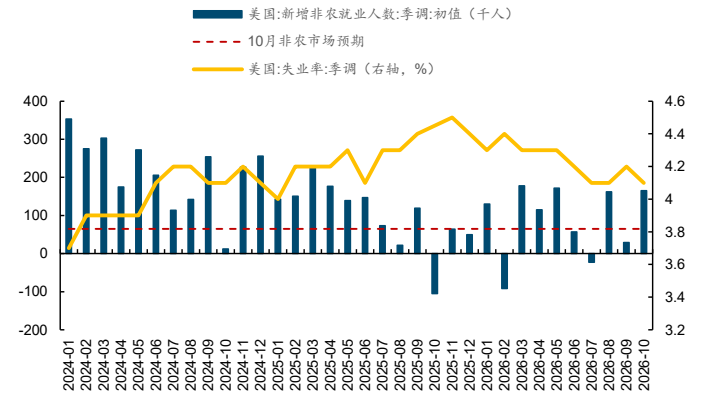
客观而言，当下更多依然是市场预期层面的变化，考虑到作为近两年来美国经济增长的主要拉动项，AI 数据中心建设本身具备较强的就业与收入创造能力，因此后续仍需密切跟踪各当选人政策的实质性落地情况以及完成新的审查与成本分摊后，云厂商数据中心项目的最终回报率情况。而对于未来 AI 行情新一轮的趋势上涨，更重要的可能还是未来能否出现新的应用场景落地或向宏观各行业实现更广泛渗透的证据，并带来投资回报率的抬升，最终跑通“云业务增长→现金流修复→资本开支扩张”的正向循环。对于美债利率而言，AI 资本支出放缓预期进一步增强，然而从 10 月美国制造业 PMI 与非农数据显示当下美国经济基本面仍具备韧性，叠加油价处于高位，短期下行空间仍有待观测，利率的快速下行仍需要等待 AI 融资出现快速收缩的实质性信号或美伊出现重大缓和后油价出现回落。

图表7：2025年Q1以来，AI相关投资对于美国GDP的拉动力显著抬升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表8：10月非农数据显示当下美国经济基本面仍具备韧性

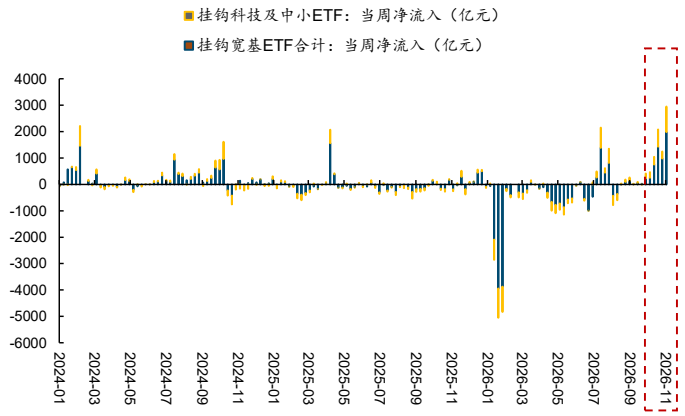


来源： Wind，国金证券研究所

2 A股交易面数据更新：是否出清完毕

尽管面临海外扰动，本周在维稳力量、市场回购以及稳定资本市场的共同努力，叠加本身与美国 AI 产业链具备一定的脱钩性与横向更低的估值水平，A、H 股展现出一定韧性，沪深 300 结束连续 12 周的下跌，而恒生指数与恒生科技周度上涨 5.1%与 8.6%，在全球主要股指中表现占优。**这轮全球 AI 减速，从长期看减弱了美元资产吸引全球资金的能力，对于非美资产来看是中期利好，中国资产更是其中重要选择，因此长期看不应悲观。**

图表9：本周宽基指数ETF资金净流入创下近两年新高



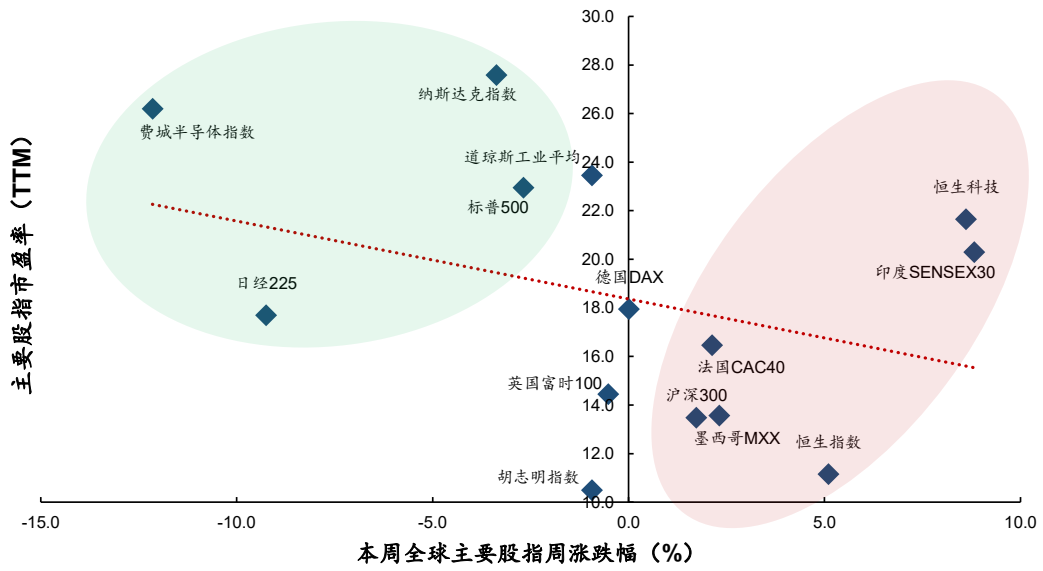
来源：wind，国金证券研究所

图表10：近期决策层市场维稳相关表态梳理

日期	机构/事件	主要政策或表态
2026/10/10	2026金融街论坛年会讲话	1、将密切跟踪境内外市场动态，加强风险研判和政策工具储备，巩固完善稳市机制建设，着力加强新型业务风险防范，“高度警惕境外挂钩A股个股的杠杆产品等新风险点”，持续筑牢资本市场风险防波堤、防浪堤。 2、推动健全适配长期投资的长周期考核机制，扩大中长期资金来源、渠道和入市方式，持续深化公募基金改革，壮大市场稳定力量。 3、继续鼓励有条件的上市公司加大回购增持力度，更好回报投资者。
2026/10/30	证监会党委（扩大）会议	全力稳市场稳预期，深化投融资综合改革，完善全链条监管体系，持续提升资本市场韧性和信心，确保‘十五五’开局之年资本市场各项任务圆满完成
2026/11/2	中国人民银行 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	1、为维护资本市场稳定，提升市场韧性和信心，将继续加强政策支持，进一步优化政策要素和实施细则，激励金融机构用好用足政策工具。 2、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。 3、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。
2026/11/6	国务院常务会议	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。

来源：新华网，证监会官网，国金证券研究所

图表11：本周相对低估值、与美国AI相关度偏低的市场成为“避风港”



来源：wind、国金证券研究所

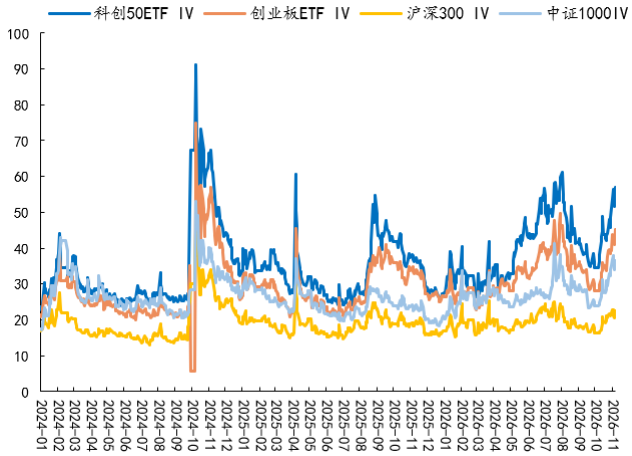
与此同时，从市场宽度来看，无论是全A还是科技股内部，本周均出现触底回升，A股韧性之下市场宽度出现边际改善。结合此前我们持续跟踪的交易指标来看：①两融担保比例截至本周四数据为262.6%，相较上周五的低点245.56%出现回升。不过，考虑到周五海外市场波动下A股也出现下跌，倘若考虑周五的市场调整（假设其余条件不变，按照万得全A的1.86%测算），则周五的两融担保比例可能相较周四回落至257.7%左右。②当前市场隐含波动率仍在高位，当前科创50、创业板指、中证1000的隐含波动率进一步均上升至近三年95%以上的分位数水平，而上周五则处于近三年90%以上的分位数。

图表12：截至本周四回升至262.6%的水平



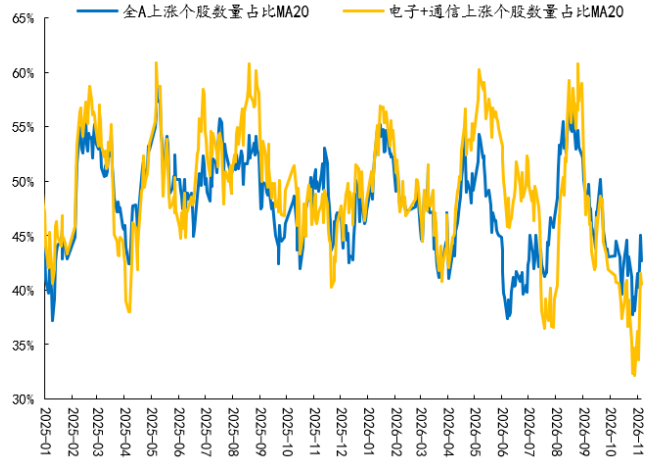
来源：wind、国金证券研究所

图表13：本周主要宽基指数波动率继续上升，目前科创50、创业板指、中证1000均上升近3年至95%以上



来源：Wind，国金证券研究所

图表14：市场宽度来看，本周全A和科技股均出现回升



来源：Wind，国金证券研究所

3、海外高波动期，做多中国内生的稳定性

考虑到中国资产内生的稳定性依然牢固，叠加近期维稳政策力度的加强，中国资产的吸引力正在加强。AI 减速下资本成本下降之路已经清晰，前半段冲击来自于资本回报的同步下降，后半段全球将迎来机遇。部分业绩韧性与边际改善信号已经出现，前期被市场错杀的非 AI 领域领域可能是更具性价比的选择。具体配置建议：

第一，美国实际利率见顶回落，**黄金**有望迎来机遇，后续关注美伊地缘烈度是否回升，然而中期的底部正在确立；

第二，对于**能源链（煤炭，石油，油运）**而言，短期价格下跌后的压力测试期过后，将继续受益于全球对能源的补库需求，事实上能源链本身也是资本成本波动与地缘冲突下的韧性资产；

第三，财报视角下建议关注：①高景气延续：**医疗服务、航运港口**，以及**有色、化工**

中的细分领域等；②困境反转策略：**纺织服装的细分领域，以及造纸、炼化及贸易、医疗器械、快递、乳制品**等。具体筛选过程参考前期业绩分析专题报告《2026 年 Q3 业绩深度解读：寻找应对市场波动的结构性线索》。

4、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。

特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
8 [illegible] 大厦

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究