2026 年 11 月 10 日

科技专题分析报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组
分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） songxuetao@gjzq.com.cn
分析师：厉梦颖（执业 S1130526030001） limengying@gjzq.com.cn

蓝色海啸之后：中期选举如何重定价 AI

美国中期选举的结果超出市场预期，德州州长易主让数据中心监管成为 AI 交易的焦点，但选举对 AI 产业的实际冲击远小于股价的反应。限制数据中心是两党共识，争论的核心是建设成本由谁承担，美国维持 AI 领先的国家战略不会因此改变。从项目进度看，2026 年新增算力大多已经开工，影响主要集中在尚未开工的 2028 年项目上，最终取决于各州暂停审批的持续时间。科技股的下跌更多源于高估值、现金流转弱和拥挤持仓，选举只是触发器，去杠杆式下跌消化较快，但硬件板块的估值逻辑正在从资本开支转向现金流。对 A 股而言，科技股此前已先行去杠杆，后续行情将更多取决于 AI 应用能否兑现收入。

风险提示

美国数据中心监管落地力度超预期；AI 商业化进展不及预期；美股去杠杆持续时间超预期。

内容目录

核心观点：..... 4
一、 中期选举改变美国政治格局，德州州长选举引发 AI 股灾 4
二、 AIDC 成为地方政治焦点，建设成本和投资节奏面临重新分配 7
1. 限制数据中心已成两党共识，社区成本成为新的监管重点 7
2. 德州政策收紧方向明确，落地方式仍存在较大不确定性 9
3. 2027 年投资受影响相对有限，2028 年新增建设需要重新评估 9
4. 建设成本将从社区转向开发商，数据中心开发模式趋近"配套开发" 10
三、 美国科技股暴跌主要体现预期与杠杆的双重调整，硬件产业链首先承受估值压力 10
1. 科技股集中下跌，杠杆资金去化放大市场波动 10
2. 这一跌早已开始，选举只是触发器 11
3. 高杠杆新型云厂商受冲击更大，成熟云厂商和存量算力相对受益 12
4. AI 投资从硬件扩张转向软件和应用，资本将更关注真实现金流 13
四、 对 A 股：美国 AI 战略不会因选举逆转，中美竞争和投资逻辑将更加重视应用收入 13
1. 美国两党均支持 AI 领先，分歧更多集中在监管和利益分配 13
2. 美国算力建设受约束或凸显中国工程优势，但出口管制存在加码风险 13
3. A 股已先行去杠杆，后续行情取决于应用收入的验证 14
风险提示 15

图表目录

图表 1： 截至 11 月 8 日，美国中期选举参议院结果 4
图表 2： 截至 11 月 8 日，美国中期选举众议院结果 4
图表 3： 截至 11 月 8 日，美国中期选举州长结果 5
图表 4： 2024 年美国大选结果 5
图表 5： 全美 41%的规划数据中心容量位于州长主张暂停的州 5
图表 6： 主张暂停的九州中，德州规划容量最大，且近半数为自备燃气电厂项目 6
图表 7： 主张暂停州的规划数据中心园区集中在德州、中西部和东南部 6
图表 8： 美国中期选举前后 AI 相关资产涨跌幅 6
图表 9： NBC 出口民调呈现选民对数据中心的态度 7
图表 10： 德州近六成选民反对在本社区建设数据中心，6 月至 8 月反对比例保持稳定 7
图表 11： 德州城市、郊区和农村选民均以反对在本社区建设数据中心为主 7
图表 12： 德州共和党选民对建设数据中心意见分化，民主党和独立选民以反对为主 8
图表 13： 逾九成州长候选人支持禁止、暂停或附条件开发数据中心 8

图表 14： 民主党州长候选人更倾向于暂停，共和党候选人更倾向于附条件开发 8
图表 15： 德州数据中心年度投资四年增长近 20 倍，2026 年九成以上来自在建项目 9
图表 16： 2028 年新增数据中心容量最大的 13 个州，九成以上仍处于规划阶段 10
图表 17： 11 月 5 日 AI 产业链分环节涨跌幅 11
图表 18： 费城半导体指数与纳斯达克 100 指数走势（2025 年末=100） 12
图表 19： 选举前后指数走势（11 月 3 日收盘=100） 12
图表 20： 11 月 5 日收盘较 2026 年内收盘高点回撤 13
图表 21： 费城半导体、韩国与中国市场年内走势（2025 年末=100） 14
图表 22： 美股 11 月 5 日大跌后，亚洲市场 11 月 6 日开盘与收盘表现（较前一交易日收盘） 15

核心观点：

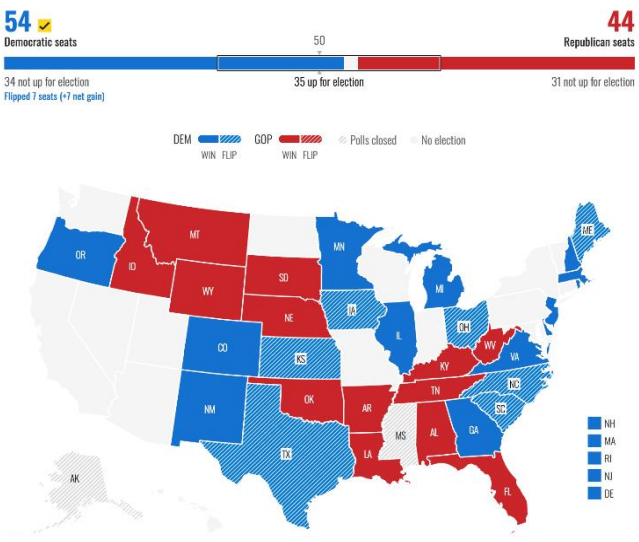
1. 选举冲击被高估，对 AI 投资的实际影响有限。民主党胜选幅度超出预期，德州易主让数据中心监管成为市场焦点，但约四分之三的 2027 年新增算力已经开工，选举难以改变其投产节奏。影响主要落在尚未开工的 2028 年项目上，最终取决于各州暂停审批的持续时间，而非是否设限。
2. 限制数据中心是两党共识，美国 AI 战略不会因选举逆转。从竞选立场到国会立法，两党争论的焦点都是数据中心的电力、水资源和基础设施成本由谁承担，而非是否发展 AI。从拜登到特朗普，扩大 AI 技术和基础设施能力的国家战略一脉相承。未来的变化是建设成本从居民转向开发商，而不是美国放缓 AI 投入。
3. 科技股下跌主因是估值和杠杆，选举只是触发器。费城半导体指数自 6 月高点回撤 38%，其中近三成发生在选举之前，高估值、云厂商自由现金流转负和拥挤持仓早已埋下调整的基础。去杠杆式下跌消化较快，截至 11 月 9 日，纳斯达克 100 指数已基本回到选举前水平，但半导体修复明显滞后，硬件板块的估值逻辑正在重估。
4. 行业分化加剧，投资逻辑从资本开支转向现金流。高杠杆的新型云厂商对建设延误最为敏感，拥有存量算力的大型云厂商相对受益。硬件板块依靠资本开支上修实现估值扩张的空间已经不大，AI 投资机会将逐步向模型、软件和应用等能够产生持续现金流的领域扩散。
5. A 股已先行去杠杆，后续行情取决于应用收入的验证。科创 50 和创业板指较 6 月高点均已回撤四成以上，美股大跌次日，A 股科技股低开后跌幅收窄，表现出一定韧性。中美竞争仍将围绕先进芯片、基础设施和应用商业化展开，A 股能否重新走强，取决于 AI 应用能否兑现收入。

一、 中期选举改变美国政治格局，德州州长选举引发 AI 股灾

11 月 3 日美国中期选举后，民主党拿下参众两院。截至 11 月 8 日的计票，参议院民主党 54 席、共和党 44 席，密西西比和阿拉斯加两席仍未出结果。民主党在参议院净增 7 席，分别来自德州、南卡罗来纳、堪萨斯、爱荷华、俄亥俄、北卡罗来纳和缅因，其中前三个州长期是共和党的票仓。

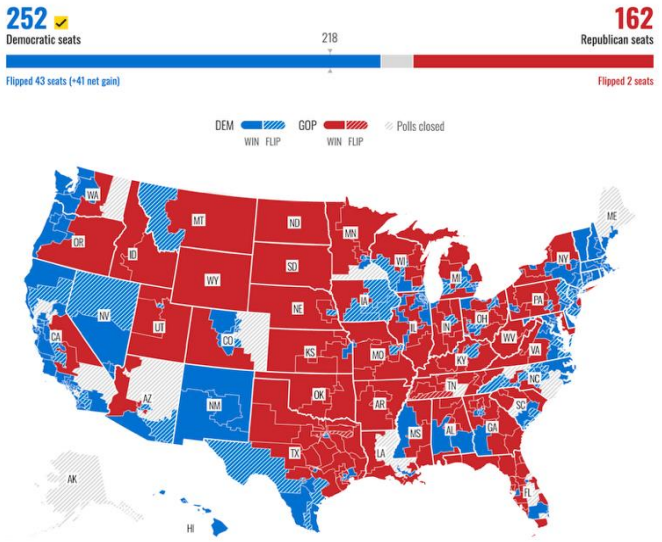
众议院民主党已确定 252 席，还有 21 席在计票，NBC 预计最终在 259 席左右，比上届净增约 40 席，远超 218 席的多数线。州长选举中，民主党从共和党手里拿下德州、佐治亚、俄亥俄、爱荷华和内华达，这五个州在 2024 年大选中都投给了特朗普。

图表1：截至 11 月 8 日，美国中期选举参议院结果



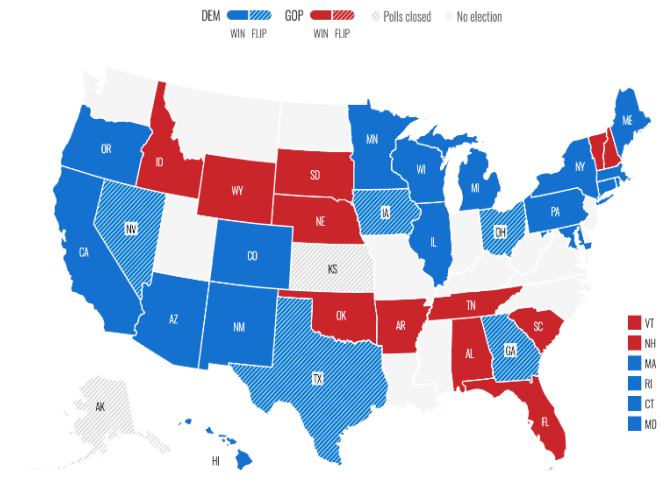
来源：NBC，国金证券研究所

图表2：截至 11 月 8 日，美国中期选举众议院结果



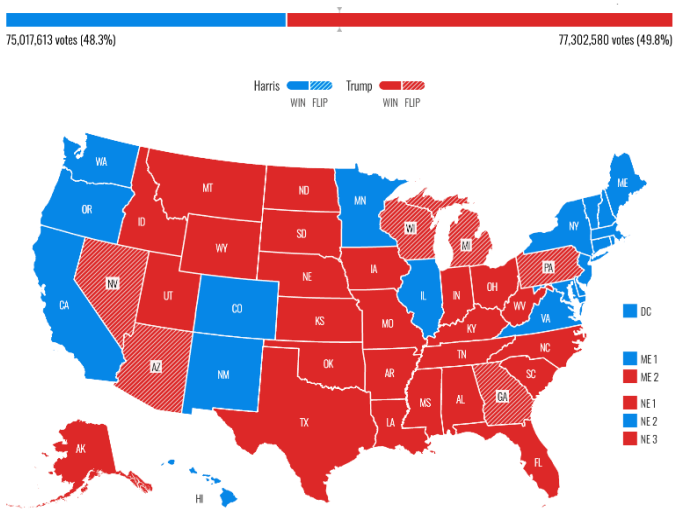
来源：NBC，国金证券研究所

图表3：截至 11 月 8 日，美国中期选举州长结果



来源：NBC，国金证券研究所

图表4：2024 年美国大选结果



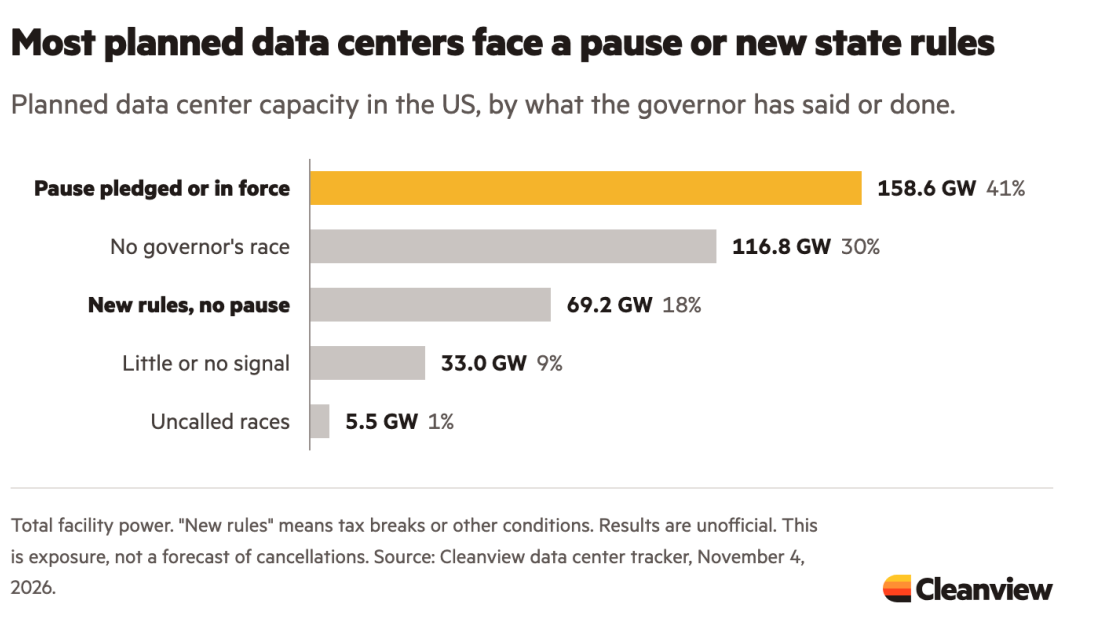
来源：NBC，国金证券研究所

市场意外的并非谁赢。选前预测市场已基本反映民主党取得两院控制权的预期：11 月 3 日 Kalshi 显示，民主党赢得众议院的概率约为 94%，赢得参议院的概率约为 73%。

超出预期的是民主党赢的幅度，以及在传统红州州长选举中的突破，其中德州最典型。民主党候选人 Gina Hinojosa 以约 53%对 46%击败现任州长 Greg Abbott，竞选花费只有 Abbott 的八分之一左右。她是 1995 年 Ann Richards 卸任后德州第一位民主党州长，也是德州第一位拉丁裔州长。

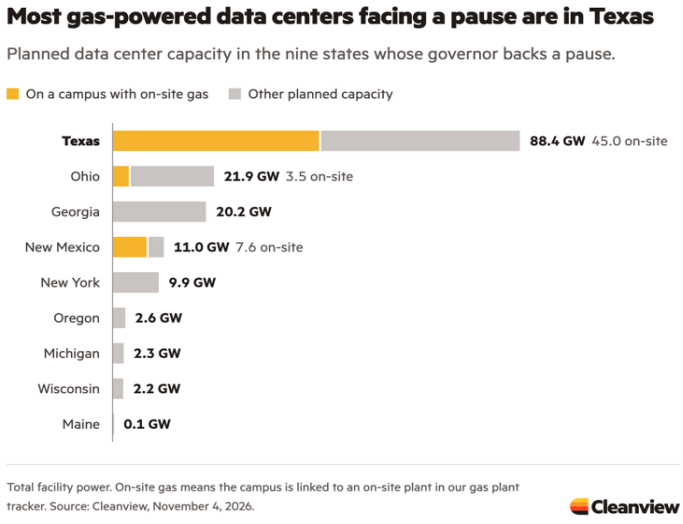
德州州长换人，对 AI 产业的影响远超一般的地方选举。Hinojosa 在竞选中主张暂停新的数据中心审批，取消部分税收优惠，而德州是全美数据中心规划最集中的州。据 Cleanview 统计，德州规划容量 88.4 吉瓦，约占全美的两成多，是俄亥俄（21.9 吉瓦）和佐治亚（20.2 吉瓦）两州之和的两倍多。德州之外，还有八个州的州长主张暂停或延长已有的暂停措施，九州合计规划容量 158.6 吉瓦，约占全美的 41%。这些项目的审批、电力建设和投资节奏都需要重新评估。

图表5：全美 41%的规划数据中心容量位于州长主张暂停的州



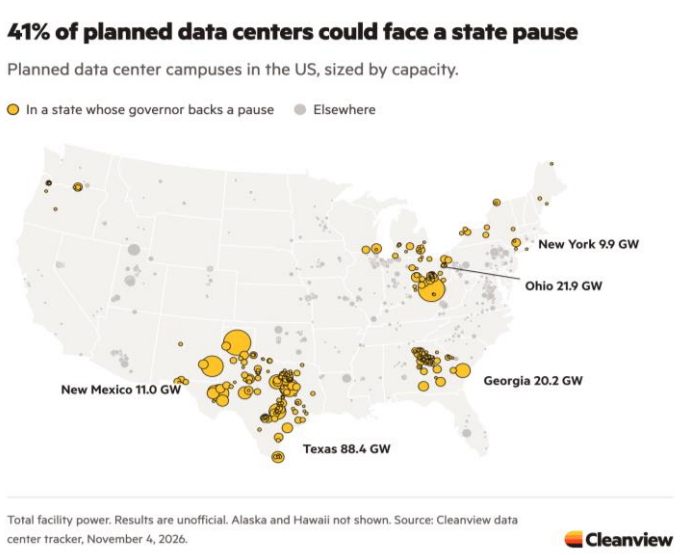
来源：Cleanview，国金证券研究所

图表6：主张暂停的九州中，德州规划容量最大，且近半数为自备燃气电厂项目



来源：Cleanview，国金证券研究所

图表7：主张暂停州的规划数据中心园区集中在德州、中西部和东南部



来源：Cleanview，国金证券研究所

市场的反应分两步。11 月 4 日，美股主要指数上涨，道指上涨 1569 点，标普 500 指数和纳斯达克综合指数分别上涨 1.58%和 1.44%，但 AI 产业链内部已经开始分化。数据中心设备和电力类股票多只下跌，超大型云厂商同样明显走弱。微软、亚马逊则逆势分别上涨 6.7%和 6.1%，市场认为新增建设受限后，大型云厂商的资本开支压力将有所减轻。

11 月 5 日，抛售扩散至整条 AI 产业链。纳斯达克综合指数下跌 5.52%，纳斯达克 100 指数和费城半导体指数分别下跌 6.36%和 12.25%，均为 2020 年 3 月以来最大单日跌幅。英伟达下跌 9.3%，Nebius 和 CoreWeave 分别下跌 14.9%和 9.8%，三倍做多半导体 ETF（SOXL）下跌 38.7%。**市场担忧的并非民主党执政本身，而是重点州的数据中心政策可能打乱既定的建设计划，而这些计划早已反映在资本开支预期和股价之中。**

图表8：美国中期选举前后 AI 相关资产涨跌幅

类别	标的	代码	11月4日	11月5日	11月6日	11月5日较年内高点	年内高点日期
指数	纳斯达克综合指数	^IXIC	1.44%	-5.52%	1.09%	-11.90%	2026-10-06
	纳斯达克100指数	^NDX	0.91%	-6.36%	1.35%	-14.72%	2026-10-06
	标普500指数	^GSPC	1.58%	-4.36%	0.31%	-5.95%	2026-10-06
	道琼斯工业指数	^DJI	3.03%	-3.44%	-0.46%	-5.20%	2026-08-05
	费城半导体指数	^SOX	-3.13%	-12.25%	4.21%	-38.43%	2026-06-22
	VIX波动率指数	^VIX	-20.26%	69.66%	-9.01%	-9.24%	2026-03-27
大型科技/云厂商	微软	MSFT	6.68%	-3.58%	-0.99%	-3.58%	2026-11-04
	亚马逊	AMZN	6.12%	-2.19%	-0.35%	-8.38%	2026-08-03
	谷歌	GOOGL	3.18%	-2.20%	0.78%	-29.82%	2026-05-13
	Meta	META	1.44%	-3.96%	0.84%	-22.19%	2026-09-24
	甲骨文	ORCL	-1.95%	-6.93%	0.82%	-53.59%	2026-06-01
半导体	英伟达	NVDA	-3.17%	-9.26%	2.78%	-24.09%	2026-10-06
	高通	QCOM	5.33%	-9.49%	5.52%	-37.55%	2026-05-29
	三倍做多半导体ETF	SOXL	-8.81%	-38.71%	12.48%	-86.41%	2026-06-22
新型云厂商	CoreWeave	CRWV	-9.90%	-9.83%	6.28%	-68.36%	2026-05-06
	Nebius	NBIS	-6.67%	-14.94%	7.58%	-58.01%	2026-06-18
	IREN	IREN	-11.24%	-16.95%	20.02%	-73.42%	2026-05-27
数据中心设备与电力	Vertiv	VRT	-12.89%	-14.02%	3.47%	-53.03%	2026-05-14
	伊顿	ETN	-9.86%	-7.38%	4.50%	-28.90%	2026-08-12
	Quanta Services	PWR	-11.65%	-12.30%	6.25%	-35.17%	2026-05-06
	Vistra	VST	-13.83%	-6.15%	10.55%	-37.35%	2026-01-15
	Constellation Energy	CEG	-6.71%	-2.47%	4.30%	-34.57%	2026-01-02
其他	特斯拉	TSLA	-3.34%	-10.77%	4.23%	-23.91%	2026-01-05
	SpaceX	SPCX	-3.81%	-9.05%	8.62%	-38.74%	2026-06-16

注：涨跌幅按收盘价计算，较前一交易日。红色为上涨，绿色为下跌。年内高点为 2026 年以来最高收盘价，SpaceX 自 2026-06-12 有交易数据起计。道指 11 月 4 日上涨 1569.40 点，11 月 5 日下跌 1833.06 点。

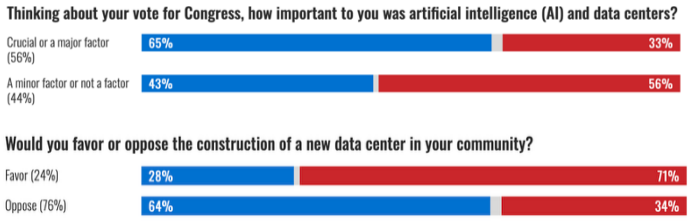
来源：FMP，国金证券研究所

二、 AIDC 成为地方政治焦点，建设成本和投资节奏面临重新分配

1. 限制数据中心已成两党共识，社区成本成为新的监管重点

AI 和数据中心是本次中期选举中影响选民投票的重要议题。NBC 全国出口民调显示，56%的选民认为 AI 数据中心是影响其国会投票的关键或重要因素，76%的选民反对在自己的社区新建数据中心。反对者中 64%投票支持民主党，但仍有 34%投票支持共和党，可见反对情绪并不局限于民主党选民。这种情绪在选前已有相当基础。德克萨斯大学 8 月的民调显示，57%的德州登记选民反对在本社区建设数据中心，农村和郊区选民的反对比例均为 60%，共和党选民中支持与反对的比例也基本持平。

图表9：NBC 出口民调呈现选民对数据中心的态度



来源：NBC，国金证券研究所

图表10：德州近六成选民反对在本社区建设数据中心，6 月至 8 月反对比例保持稳定

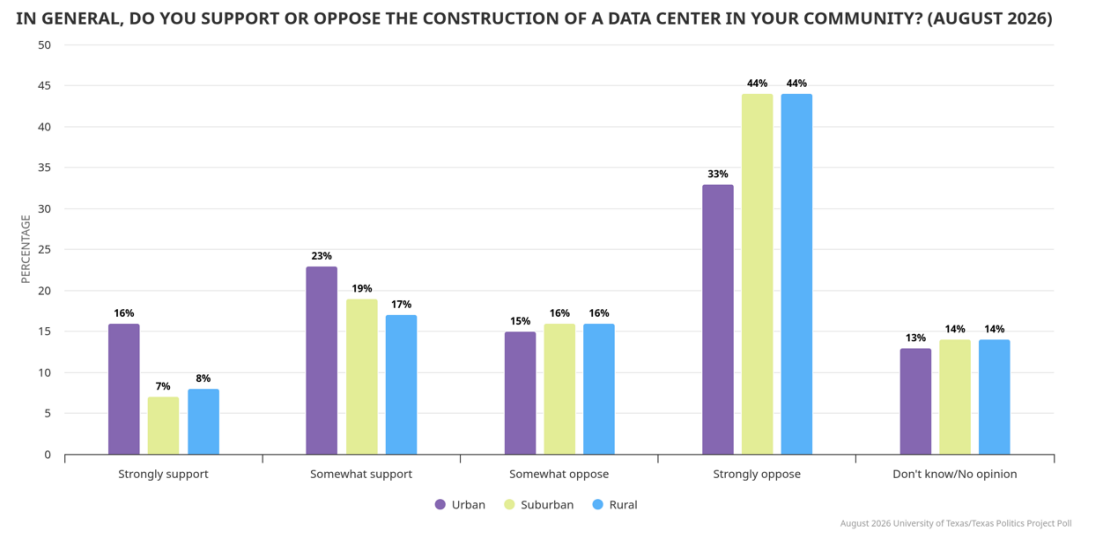
In general, do you support or oppose the construction of a data center in your community? (University of Texas/Texas Politics Project Poll)

	Strongly support	Somewhat support	Somewhat oppose	Strongly oppose	Don't know/No opinion	TOTAL SUPPORT	TOTAL OPPOSE	NET
August 2026	10	20	16	41	14	30	57	-27
June 2026	9	20	14	42	16	29	56	-27

Percentages may not add up to 100 due to rounding.

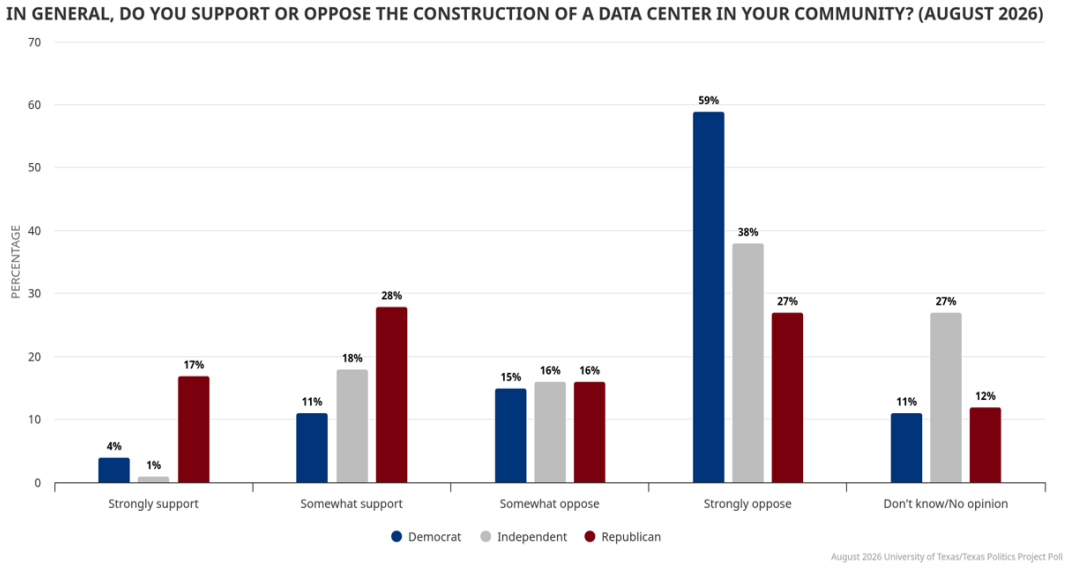
来源：University of Texas/Texas Politics Project Poll，国金证券研究所

图表11：德州城市、郊区和农村选民均以反对在本社区建设数据中心为主



来源：University of Texas/Texas Politics Project Poll，国金证券研究所

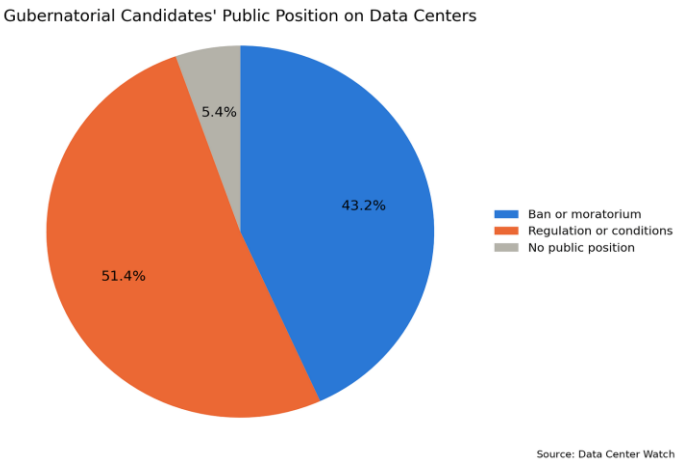
图表12：德州共和党选民对建设数据中心意见分化，民主党和独立选民以反对为主



来源：University of Texas/Texas Politics Project Poll，国金证券研究所

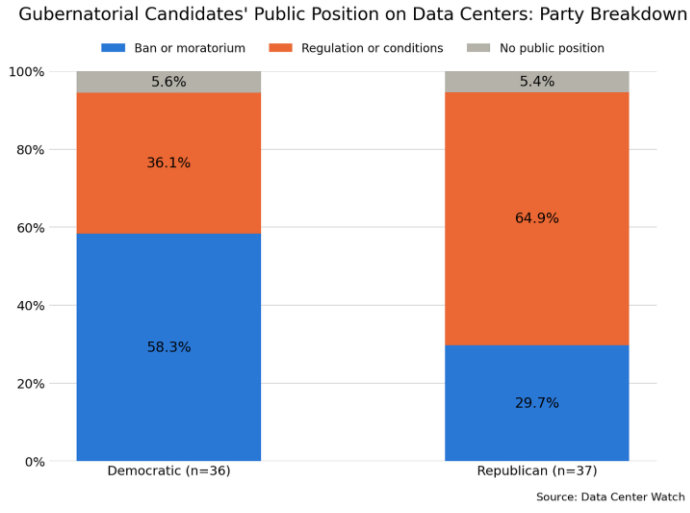
限制数据中心的主张早已越过党派界限，两党的分歧在于限制的方式，而非是否限制。从竞选立场看，Data Center Watch 跟踪的 36 个州 74 名州长候选人中，超过九成支持禁止、暂停或附条件开发，在德州、俄亥俄、密歇根等八个州，两党主要候选人都主张某种形式的暂停。民主党候选人更倾向于直接暂停，约六成持此立场，但共和党候选人中也有三成支持。这种立场最终延续到了选举结果中，在已出结果的州长选举中，34 名胜选者有 32 人支持加强监管或限制建设。这意味着无论哪党执政，数据中心都将面临更严格的审批和更高的成本分担要求，政策差异更多体现在选择暂停审批还是附加条件。

图表13：逾九成州长候选人支持禁止、暂停或附条件开发数据中心



来源：Data Center Watch，国金证券研究所

图表14：民主党州长候选人更倾向于暂停，共和党候选人更倾向于附条件开发



来源：Data Center Watch，国金证券研究所

立法层面的变化更能说明问题。两党争论的焦点已不再是是否支持数据中心建设，而是建设成本由谁承担。联邦层面，民主党在今年 1 月提出《Power for the People Act》，要求数据中心承担因其接入而新增的输电成本，并单独设立电价类别。9 月，共和党主导的《Ratepayer Protection Act》在众议院以 417 票对 3 票通过，要求大型数据中心承担为其新建的发电和输电成本，仅有 3 名民主党议员投下反对票。州层面，宾州众议院 6 月以 134 票对 68 票通过 HB 2650 法案，将数据中心的销售税豁免与就业、电价、用水和社区回馈等条件挂钩，同样获得两党支持。这些立法的力度仍然有限。联邦法案只要求各州审议相关标准，并不强制采纳，宾州法案也尚待州参议院表决。**但从政策方向看，"谁受益、谁付费"已成为两党共识，数据中心的建设成本将从居民和公共部门逐步转向开发商。**

地方反对已开始影响具体项目。Data Center Watch 统计显示，二季度全美至少 45 个数据中心项目因地方反对受阻，

涉及计划投资近 680 亿美元。据彭博，选举当天，46 项限制数据中心的地方公投获得通过或预计通过，其中至少 17 项直接禁止大型数据中心。

2. 德州政策收紧方向明确，落地方式仍存在较大不确定性

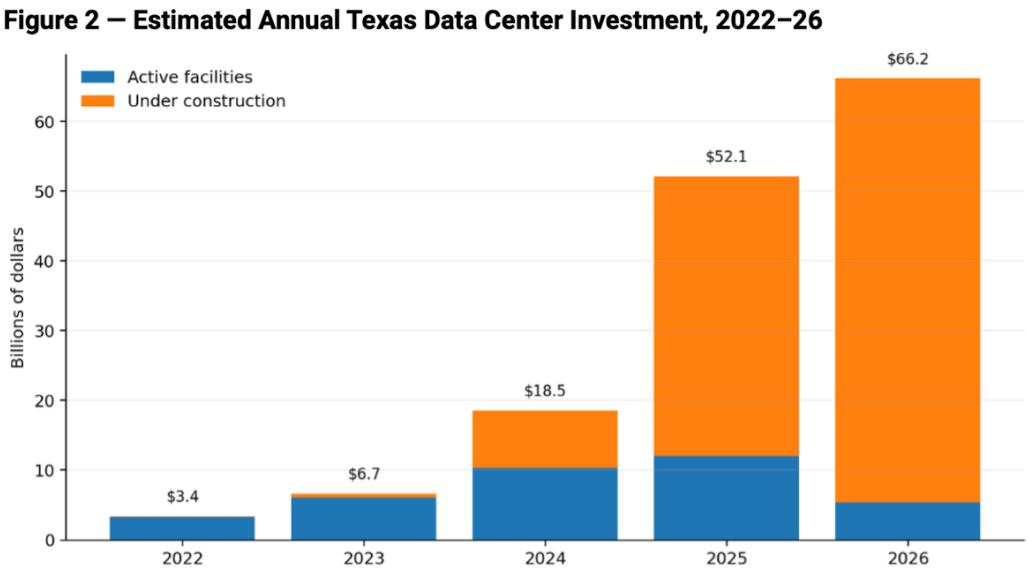
德州是此次 AIDC 政策变化的焦点，也是科技股大跌的直接诱因。新当选州长 Gina Hinojosa 主张，在州议会就用水、电价、产权和空气质量出台保护措施之前，暂停新的数据中心许可。她同时提出取消数据中心补贴，要求企业证明居民电费和水费不会因此上涨，禁止使用保密协议，并要求项目雇用工会工人。选举改变的是限制措施的持续时间和条件，而非德州是否设限。

德州的监管收紧并非始于此次选举。ERCOT 电网接入排队中的项目超过 474 吉瓦，是该电网历史最高负荷的五倍以上，其中约九成新增用电申请来自数据中心。面对这一压力，现任共和党州长 Abbott 已于 8 月要求对数据中心项目开展全面审核，未通过审核的项目将被拒绝接入电网，9 月又要求在审核完成前暂停发放所有数据中心相关许可。民主党胜选强化了一个已有的监管趋势，市场将其视为全新的政策冲击，在一定程度上高估了选举本身的影响。

Hinojosa 的主张短期内也难以转化为全面禁令。她将于 2027 年 1 月 19 日就职，而共和党仍以 19 席对 12 席控制州参议院，任何长期政策调整都需要与州议会协商。Hinojosa 在选后接受 CNN 采访时表示，她并不排斥数据中心本身，但数据中心必须成为"对德州人有利的合作"，在相关保护法律到位之前需要先暂停建设。据路透社报道，她也表示德州可以继续与马斯克的企业合作，但须按照州政府设定的条件进行。

经济上的约束同样会限制政策力度。莱斯大学贝克研究所估算，德州已运营和在建数据中心的年度投资从 2024 年的约 185 亿美元增至 2025 年的约 521 亿美元，2026 年可能达到约 662 亿美元，对本地建筑、电力工程、就业和税收的拉动十分显著。数据中心选址相对灵活，一旦监管过严，项目可能转向路易斯安那、俄克拉荷马等州。社区保护的诉求推动州政府收紧监管，而投资外流的风险又限制了收紧的力度，两者权衡之下，德州更可能走向附条件建设，而非长期禁止。

图表 15：德州数据中心年度投资四年增长近 20 倍，2026 年九成以上来自在建项目



来源：Rice University's Baker Institute for Public Policy，国金证券研究所

3. 2027 年投资受影响相对有限，2028 年新增建设需要重新评估

选举对数据中心建设的影响，关键不在于各州政策收紧到什么程度，而在于项目处于哪个阶段。已获得许可、完成融资并进入建设阶段的项目受影响有限，尚未完成许可、电力接入和投资决策的项目则更容易受到新政策约束。

SemiAnalysis 测算，2027 年新增规模排名前 20 的州计划新增容量 33.8 吉瓦，其中约四分之三已经开工，选举结果难以改变这部分产能的投产节奏。真正的扰动来自德州的许可冻结。如果冻结延续至 2027 年州议会常会结束，暂停将从 9 月起持续约 8 个月，等到新规则夏末生效，则接近一年。暂停期间厂房建设仍可推进，但新增发电设备无法获批安装，部分已在建园区的后续供电阶段可能因此延误。这类影响集中在个别项目的投产节奏上，对 2027 年整体新增容量的冲击有限，压力主要留给尚未开工的 2028 年项目。

2028 年的情况明显不同。SemiAnalysis 预计全美 2028 年净新增 62.2 吉瓦，新增规模最大的 13 个州合计 43.5 吉瓦，占全国的 70%，其中约 40.5 吉瓦尚未开工，占比达 93%。德州一州新增 18 吉瓦，接近全国的 30%，同样有 93%仍处于规划阶段。SemiAnalysis 在选前测算，若主张暂停的候选人全部胜选，涉及 2028 年计划投产容量约 30 吉瓦，若仅附条件派胜选，则约为 5.7 吉瓦。从德州、佐治亚等州的结果看，实际情况更接近前者。2027 年面临的主要是工程问

题，2028 年面临的则是政治问题，最终影响大小取决于各州暂停的持续时间。

从资本开支看，彭博行业研究预计选举结果可能使科技公司 2027 年约 1.4 万亿美元的 AI 基础设施投入减少 5%至 7%，最多 10 吉瓦数据中心容量无法按期投产。这一估计比 SemiAnalysis 更悲观，可视为 2027 年的下行情形，但削减的主要是边际增量，大部分支出已有订单和在建项目支撑。如果建设成本上升、投产节奏放缓，2028 年资本开支增速可能低于此前预期。

图表 16：2028 年新增数据中心容量最大的 13 个州，九成以上仍处于规划阶段

Top 13 States by Datacenter Capacity Planned for 2028, Excluding Virginia and Mississippi

Net 2028 capacity additions, gigawatts (GW)

State	2028 additions (GW)	Planned (%)
Texas	18.0	93%
Ohio	🔒	🔒
Georgia	🔒	🔒
Indiana	🔒	🔒
Arizona	🔒	🔒
Oklahoma	🔒	🔒
Pennsylvania	🔒	🔒
Missouri	🔒	🔒
Illinois	🔒	🔒
Wyoming	🔒	🔒
West Virginia	🔒	🔒
Oregon	🔒	🔒
Iowa	🔒	🔒
Total	43.5	93%

semianalysis

Source: SemiAnalysis Datacenter Industry Model
sales@semianalysis.com

来源：SemiAnalysis，国金证券研究所

4. 建设成本将从社区转向开发商，数据中心开发模式趋近"配套开发"

新的监管规则并不会削弱算力需求本身，改变的是建设成本由谁来承担。过去，数据中心接入电网所需的发电和输电投资，在相当程度上由当地居民和其他用电户分摊。未来，开发商除了采购 GPU 和建设机房，还需要承担更大比例的自建发电、电网升级、供水系统、社区补偿和就业配套成本，并可能被要求雇用工会工人、放弃保密协议。这与中国房地产开发企业在项目中配套建设道路、学校和公园有相似之处，数据中心正在从单纯的设备投资，转变为需要承担区域公共成本的综合开发项目。

头部企业已经开始主动调整。谷歌于 11 月 5 日宣布在怀俄明州投资 170 亿美元建设数据中心，承诺支付园区全部用电费用，并直接承担因自身增长带来的基础设施成本。园区由配套建设的 702 兆瓦燃料电池电厂供电，并采用风冷以减少用水。OpenAI 也在选举次日发布承诺，将全额承担其自有园区的用电成本，并基本不再与地方官员签订保密协议。这些承诺与民主党州长的政策诉求高度重合，说明头部企业正在主动接受由开发商承担成本的新规则，以换取项目落地。

成本上升对不同企业的影响并不相同。现金流充裕的大型云厂商更容易消化新增的配套成本，也更有能力通过自建电源绕开电网瓶颈。依赖外部融资、以项目滚动扩张的新型云厂商，则将同时面对更高的建设成本和更长的投产周期，资金压力明显更大。

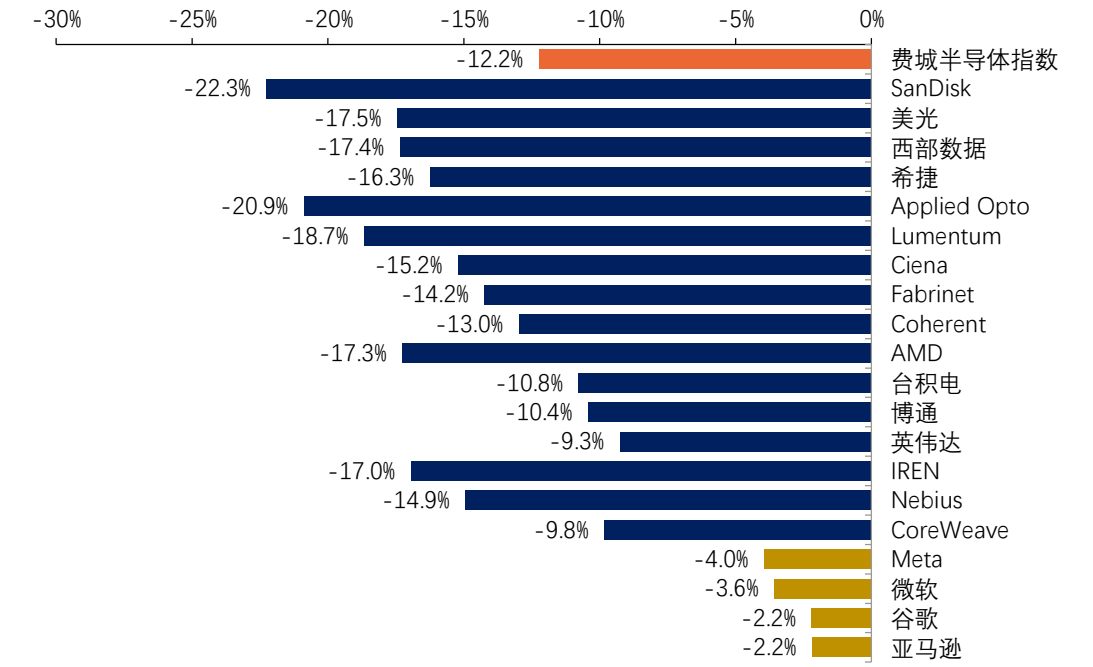
三、 美国科技股暴跌主要体现预期与杠杆的双重调整，硬件产业链首先承受估值压力

1. 科技股集中下跌，杠杆资金去化放大市场波动

11 月 5 日美国科技股的大幅下跌，在 AI 产业链内部呈现明显分化。存储和光通信跌幅最大，SanDisk、美光等存储股下跌 16%至 22%，Lumentum 等光通信股下跌 13%至 21%，明显超过同日的费城半导体指数，新型云厂商也受到较大冲击，大型云厂商跌幅则相对有限。跌幅较大的公司通常具有共同特征，即估值已充分反映多年的资本开支高增长、持

仓集中度高，或依赖高杠杆融资扩张。这一调整幅度难以完全由基本面变化解释，更多是资本开支预期下修、交易拥挤和杠杆平仓共同作用的结果。

图表17：11月5日AI产业链分环节涨跌幅



来源：FMP，国金证券研究所

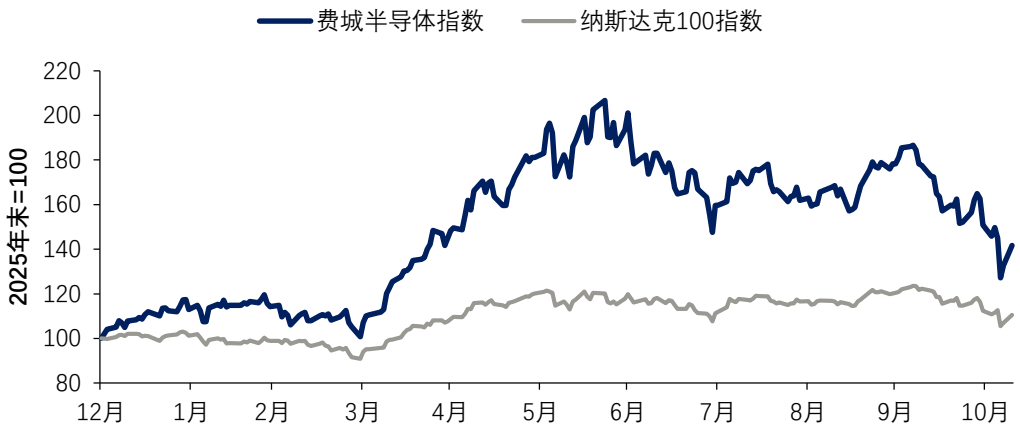
此前AI硬件股快速上涨，吸引了大量趋势交易和杠杆资金。高盛主经纪商数据显示，10月中旬科技板块占其全球对冲基金客户净持仓的23.5%，处于过去五年的90%分位。市场对GPU、HBM、光模块、存储和数据中心建设的需求预期不断上修，部分股票已提前反映2028年甚至更远的盈利。德州暂停审批等超预期政策出现后，投资者开始重新评估项目进度，股价下跌又触发风控、止损和去杠杆，形成"估值调整、减仓、继续下跌"的负反馈。11月5日，散户单日净卖出规模创下2020年以来的最高水平。这与此前韩国和A股科技股的杠杆去化过程相似，说明美国AI交易同样存在拥挤持仓和高波动的问题。

硬件行业本身还具有制造业周期。存储、服务器、光模块等产品在需求快速增长时容易出现阶段性紧缺和涨价，但随着新产能释放，价格和利润率可能回落。中国企业在部分设备和存储领域推进国产替代，也将改变全球供给格局。即使AI长期需求持续增长，硬件企业也未必能维持高峰期的增速和利润率。未来硬件企业的定价将更看重真实订单、经营现金流、产能利用率和资本回报，而不再单一依赖资本开支超预期。少数供给瓶颈环节仍有超额收益，但硬件板块整体依靠资本开支上修实现估值扩张的空间已经不大。

2. 这一跌早已开始，选举只是触发器

把时间线拉长看，11月5日并不是下跌的起点。费城半导体指数自6月22日见顶，到11月5日收盘已累计回撤38%，其中选举前已较高点回撤近三成。纳斯达克100指数9月底的滚动市盈率约35倍，标普500前十大成分股的权重接近四成，高估值和高集中度是过去一年涨幅累积的结果，此轮回调更多是对此的修正，而非由选举本身引发。资金层面的撤离同样早已开始。高盛主经纪商数据显示，截至10月15日当周，对冲基金减持科技股的速度为至少十年来最快，半导体是卖出金额最大的板块，净杠杆率降至一年来低点48.6%。

图表18：费城半导体指数与纳斯达克100指数走势（2025年末=100）

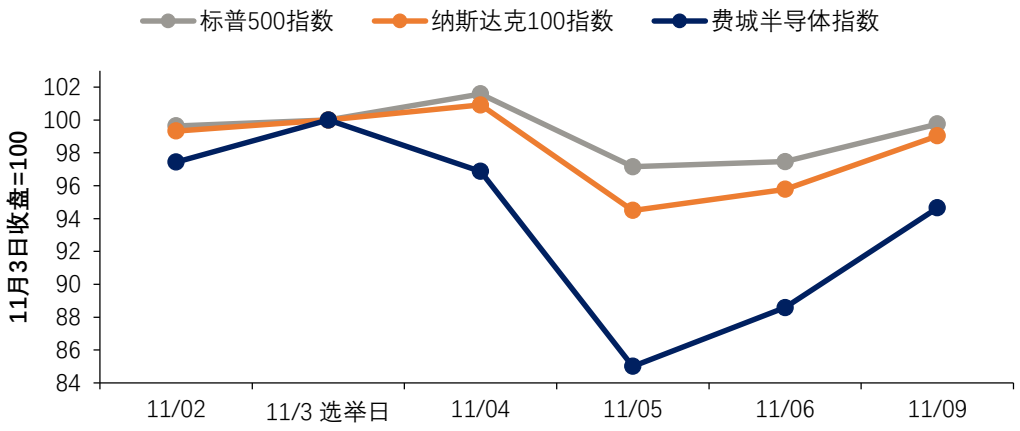


来源：FMP，国金证券研究所

硬件产业链在全球定价，韩国和A股科技股先于美股调整，已提前反映资本开支增速见顶的预期。10月13日，韩国KOSPI单日下跌5.5%，SK海力士下跌10%。截至10月26日，A股两融余额10月下降超过1400亿元。收入端同样没有提供新的驱动。微软Azure增速48%、英伟达数据中心收入同比增长117%，数据亮眼，但已在一致预期之内，2026年约7600亿美元、2027年超过1.3万亿美元的云厂商资本开支预期也已充分定价。更值得关注的是现金流。Meta、谷歌和亚马逊三季度自由现金流均转为负值，微软10月发行约250亿美元债券，Meta则通过增发普通股和强制可转换优先股募资。依靠外部融资支撑算力扩张，使这类资产对利率和市场情绪更加敏感。

估值处于高位、现金流转弱、增速边际放缓，美国AI股的结构性挤泡沫并不意外。主因是估值和现金流，催化剂是选举，放大器是仓位和杠杆。这类去杠杆式下跌，主要跌幅通常在几个交易日内完成。截至11月9日收盘，纳斯达克100指数和标普500指数已基本回到选举前水平，但费城半导体指数仍低于选举前5.3%，说明硬件板块的调整不只是杠杆出清，还包含估值逻辑的重估，后续走势将更多取决于盈利。

图表19：选举前后指数走势（11月3日收盘=100）



来源：FMP，国金证券研究所

3. 高杠杆新型云厂商受冲击更大，成熟云厂商和存量算力相对受益

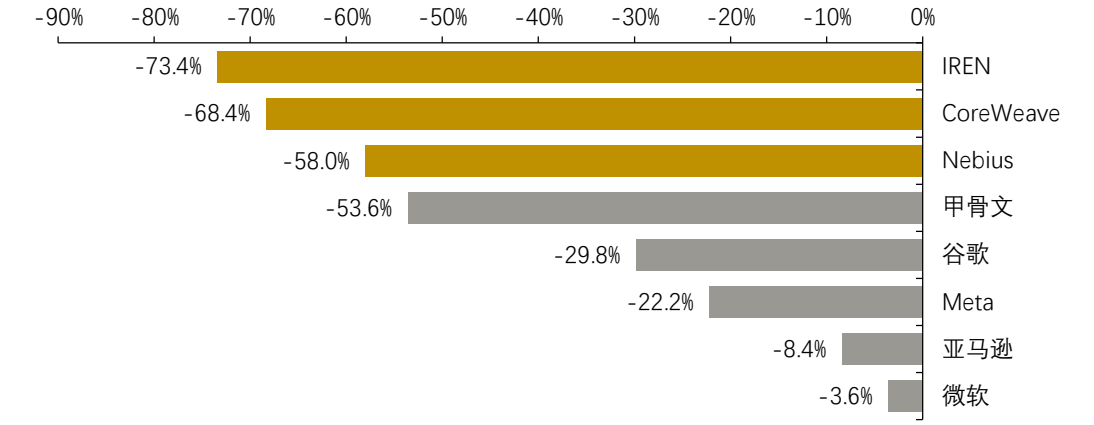
建设成本和审批周期的变化，对不同云厂商的影响并不相同。新型云厂商通常先获取长期算力订单，再以订单、GPU和数据中心资产抵押融资，滚动建设新项目。这一模式杠杆高、周转快，一旦审批延迟、机房无法按期通电，收入确认后移，利息、折旧和运营成本却照常发生，项目回报率随之下降。这与过去中国房地产的开发模式有相似之处，扩张期高周转能迅速放大规模，建设周期拉长或融资收紧时，资金链对交付进度会变得高度敏感。

已拥有大量通电机房的大型云厂商则可能形成相对优势。新增供给放缓会提高存量算力的利用率和商业价值，而充裕的内部现金流、稳定的客户和较低的融资成本，也使其更有能力消化建设成本的上升。股价已反映这一分化。截至11月5日，IREN、CoreWeave较年内高点分别回撤73%和68%，微软仅回撤约4%。

不过，存量算力价格上升也意味着模型厂商的训练和推理成本提高，模型企业需要更快的收入增长才能维持算力投入。

产业链的压力可能从硬件建设端逐步传导至模型和应用端，最终仍需要依靠收入增长和算力效率提升来消化。

图表20：11 月 5 日收盘较 2026 年内收盘高点回撤



来源：FMP，国金证券研究所

4. AI 投资从硬件扩张转向软件和应用，资本将更关注真实现金流

AI 投资的重要变化，是资本开支增速逐步让位于真实收入、现金流和算力利用率。硬件需求最终来自模型和应用。如果模型厂商无法持续扩大付费收入，云厂商就难以长期维持高额的算力采购和数据中心建设。反之，如果 AI 能在企业软件、编程、科研、创新药和机器人等场景实现商业化突破，就能提升模型收入、Token 用量和算力利用率，为硬件产业链提供更稳定的需求。AI 投资机会将逐步从硬件扩散至模型、软件、互联网应用、AI for Science 和物理 AI 等能够产生持续现金流的领域。

市场去杠杆也可能推动资产配置的变化。选举后美债收益率下行，国际油价一周内大幅回落，此前受能源和融资成本压制的消费、医药、化工、房地产和部分周期行业有望改善。AI 内部的投资也将从高度集中的硬件交易，逐步扩展至软件、模型和应用，形成更加分散的增长来源。

四、 对 A 股：美国 AI 战略不会因选举逆转，中美竞争和投资逻辑将更加重视应用收入

1. 美国两党均支持 AI 领先，分歧更多集中在监管和利益分配

民主党在地方选举中主张更严格的 AIDC 监管，并不意味着其反对 AI 产业发展。拜登政府时期，美国已将半导体、模型研发和数据中心基础设施提升至国家战略层面。2022 年 8 月签署的《芯片与科学法案》为半导体产业提供约 527 亿美元支持，其中 390 亿美元用于制造业激励，132 亿美元用于研发和人才培养。2023 年 10 月，拜登政府签署 AI 行政令，覆盖技术创新、风险管理、竞争和人才等领域。

这一战略在两届政府之间保持了连续性。2024 年 9 月，拜登政府成立 AI 数据中心基础设施工作组，统筹推进数据中心建设的相关政策，并由能源部和联邦许可委员会分别推进电力配套和审批提速。卸任前，拜登又签署行政令，要求国防部和能源部各自在联邦土地上至少选出 3 处地点用于建设 AI 数据中心。特朗普政府延续了这一方向，于 2025 年 7 月签署加快联邦数据中心基础设施许可的行政令。两届政府在监管方式和政策细节上有所不同，但扩大美国 AI 技术和基础设施能力的目标一致。

这一共识背后有经济和资本市场的现实考量。AI 推动大型科技企业的收入和估值增长，科技股吸引全球资本流入美元资产，支撑美国资本市场和长期融资能力。在政府债务规模庞大、需要持续吸引海外资金的背景下，科技领先对经济增长、资本市场和国家竞争都至关重要，两党都缺乏主动放弃 AI 领先优势的动机。如前文所述，两党的分歧主要在于数据中心的电力、水资源和基础设施成本由谁承担，这意味着未来 AIDC 监管将提高企业成本，但不会改变美国持续投入 AI 的方向。

2. 美国算力建设受约束或凸显中国工程优势，但出口管制存在加码风险

中期选举之后，中美科技竞争仍将持续。拜登政府于 2022 年 10 月对先进计算芯片实施新一轮出口管制，2023 年 10 月和 2024 年 12 月又两次收紧规则，扩大芯片性能限制、半导体设备和高带宽存储的管制范围。特朗普政府在部分科技和经贸议题上更强调交易和谈判，但维持先进算力领先的战略目标没有改变。民主党掌控国会后，对华先进技术政策可能出现新的立法和监督要求，但国会控制权的变化不等于新的出口管制已经出台，具体措施仍取决于行政执行、国会立法、企业利益和中美经贸谈判。相比具体政策工具，两党维持前沿 AI 领先的战略共识更加稳定。

美国数据中心建设受到更多地方约束，可能凸显中国的工程优势。如果美国企业需要承担更多电力、供水和社区补偿成本，审批周期拉长，新增算力的投产速度将受到影响。中国在模块化机房、供配电设备、冷却系统、施工和工程组

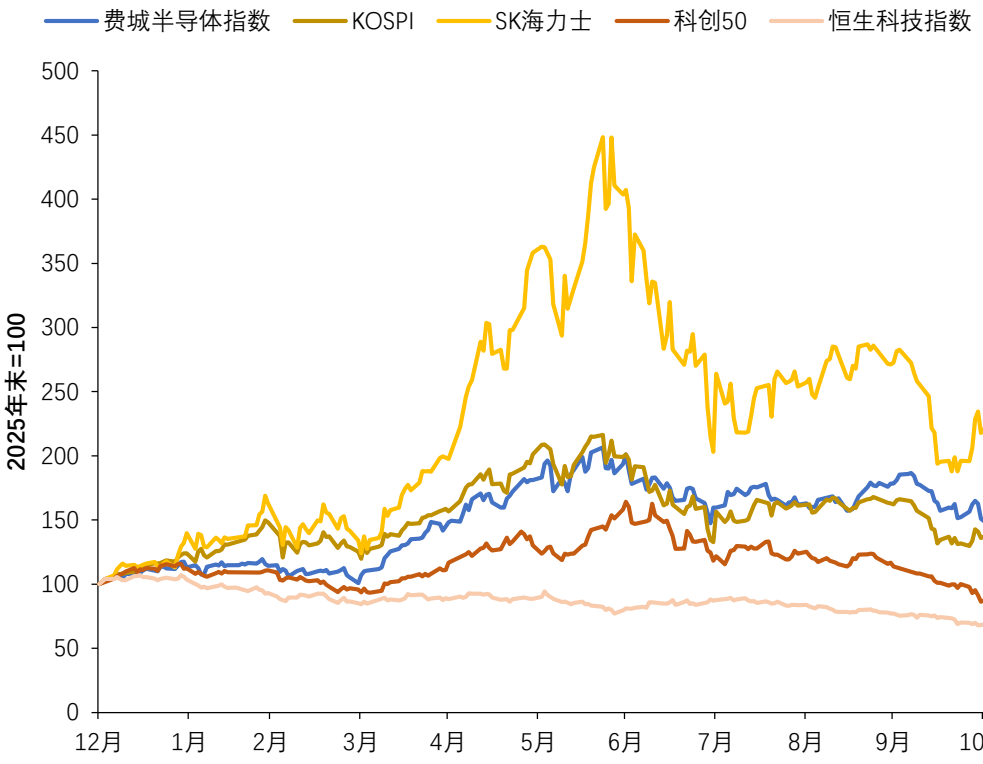
织方面具有效率优势，部分采用模块化、预制化方案的数据中心项目，从开工到投运已缩短至 100 至 120 天左右。

但工程效率不等于中国已经消除先进芯片和训练算力方面的差距。中国仍需推进自主 GPU、高带宽存储、系统适配和模型推理效率，同时防范美国对关键设备、软件和技术服务实施新的限制。中国开源模型和工程效率的提升，有望继续缩小应用层面的能力差距，但也可能促使美国保持高强度的 AI 投入。中美 AI 竞争仍将围绕先进芯片、基础设施、模型效率和应用商业化展开。

3. A 股已先行去杠杆，后续行情取决于应用收入的验证

A 股科技股此前已经历较明显的杠杆去化和估值压缩，科创 50 和创业板指较 6 月高点均已回撤四成以上。

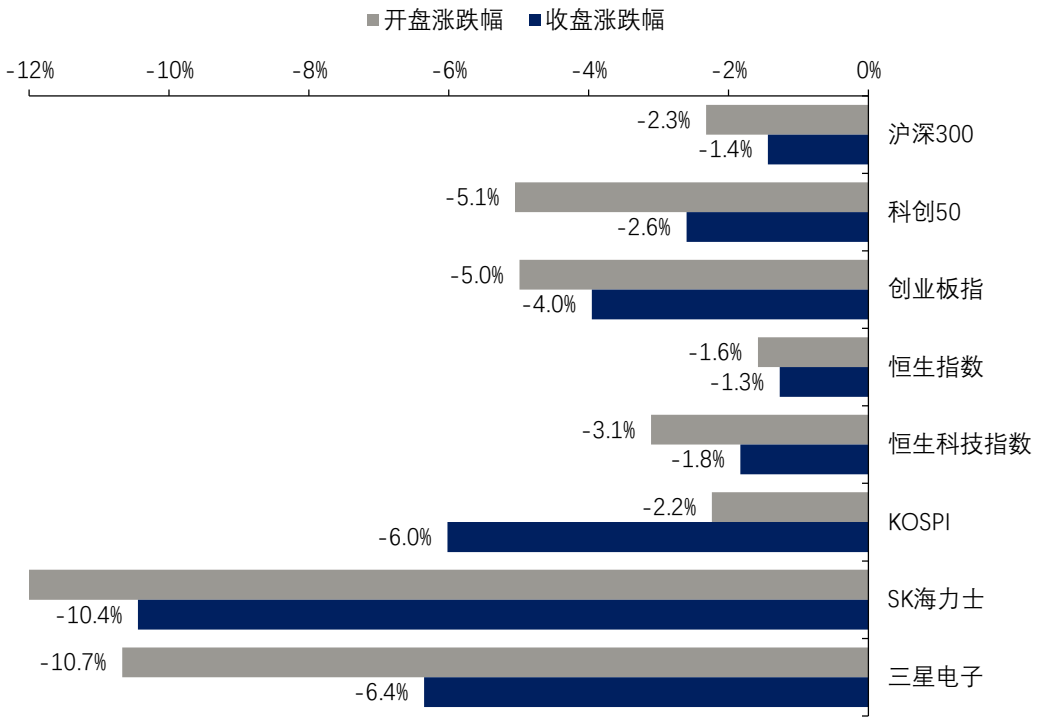
图表21：费城半导体、韩国与中国市场年内走势（2025 年末=100）



来源：东方财富、FMP，国金证券研究所

美股大跌后的 11 月 6 日，A 股科技股大幅低开，科创 50 低开 5.1%，盘中一度翻红，收盘跌幅收窄至 2.6%，恒生科技指数收跌 1.8%，表现出一定韧性。相比之下，同样经历过杠杆去化的韩国市场继续大跌，KOSPI 收跌 6.0%，SK 海力士下跌 10.4%，说明存储等硬件环节对美国 AI 资本开支的敏感度仍然很高。A 股的调整是否完成，仍需跟踪融资余额、杠杆 ETF、机构持仓、成交量和长期资金流向。去杠杆降低了集中抛售的风险，但能否重新形成上涨趋势，仍需收入和产业基本面的验证。

图表22：美股11月5日大跌后，亚洲市场11月6日开盘与收盘表现（较前一交易日收盘）



来源：东方财富、FMP，国金证券研究所

中美 AI 产业都将进入更加可持续的发展阶段。美国需要重新协调数据中心投资与社区居民之间的成本分配。中国则在政策层面明确，优先在劳动力紧缺、环境高危等岗位推广人工智能应用，同时发挥其创造新岗位的作用，减缓对就业的替代影响。资本市场可能在这一过程中经历反复的估值调整，但产业的长期发展最终取决于 AI 能否持续创造实际的经济价值。

风险提示

美国数据中心监管落地力度超预期：若德州等州的暂停审批持续时间超过一年，或扩大至已开工项目的后续供电和许可环节，2027 年新增算力可能出现较大规模延误，云厂商资本开支和硬件需求将低于预期。

AI 商业化进展不及预期：若模型和应用的付费收入增长放缓，云厂商在自由现金流转负、外部融资增加的情况下可能下调资本开支，AI 产业链的估值调整将从硬件扩散至云服务和应用领域。

美股去杠杆持续时间超预期：若融资条件收紧或盈利不及预期，拥挤持仓的去化可能延续，并通过全球资金联动传导至韩国、A 股等市场，导致科技股出现超出基本面的大幅波动。

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 号新闻大厦 8 层南侧

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