国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 15 日

A 股策略周报 20261115

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） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）
mouyiling@gjzq.com.cn jibowen@gjzq.com.cn

最黑暗处最光明

美元紧缩预期的高点

本周市场对美联储的紧缩预期有所加强，原因在于两个方面：一是美联储理事沃勒的发言释放出强烈的鹰派信号，明确表示美国核心 CPI 环比增速在 0.3%以上的话加息 50BP 是值得考虑的选项；二是其后公布的 10 月美国通胀数据超预期，核心 CPI 环比增长达 0.3%，根据彭博测算同比增速也从 1.9%上升至 2.1%。结构上看美国通胀压力可能更多来自于供给侧，油价维持高位推动能源和公共交通价格上升，电子硬件的紧缺传导至影音设备等娱乐商品价格的上行。在上述两重因素的共同作用下，本周投资者已开始定价美联储加息 50BP 的情境，同时市场认为截至 2027 年中美联储将再加息 3 次。值得注意的是，投资者对美联储紧缩预期的上升，其前提是 2025 年下半年以来在 AI 基建快速扩张的带动下美国就业市场和经济增长都出现了明显的改善；而一旦这一前提出现变化，美联储的紧缩力度可能会减弱。

AI 对美国经济拉动或将放缓

美国云厂商出于对公司现金流和流动性指标的考虑，在数据中心园区建设的过程中，越来越倾向于通过对数据中心开发商给出租赁承诺的方式，实现债务出表。截至 2026 年三季度，主要云厂商未开启的租赁承诺规模接近 1.3 万亿美元，约是其公司债未偿额规模的 2 倍。大型云厂商新增租赁承诺规模的变化，是观察 AI 对美国经济拉动情况的重要领先指标：五大云厂当季度新增租赁承诺规模的变化领先美国建筑业及制造业非农就业变化 1 个季度，领先信息设备投资对美国 GDP 拉动变化一个季度，领先美国普查局口径下数据中心建设支出 3 个季度。**值得注意的是，五大云厂在 26Q3 当季度的新增租赁承诺总和相比 26Q2 有所回落，且三个季度之前的 26Q1 新增租赁承诺相比 25Q4 同样放缓，这可能意味着在四季度时，AI 基建对美国就业、信息技术相关投资及非住宅建筑投资的拉动可能都会放缓。**黄仁勋在本周卸任英伟达 CEO 后，英伟达未来对新型云厂商支持力度可能存在减弱的风险，进而拖累 AI 基建对美国经济和就业的拉动作用，这会让 3 季度开始出现的放缓趋势得到确认，AI 投资对美国经济的拉动作用的高点或已经过去。

强美元的尽头将孕育希望

AI 投资对美国经济和就业的支撑作用可能正在减弱，美元紧缩预期的前提正在出现变化，美元开始走弱是未来更可能出现的情境。从过去一年的经验来看，强美元对于中国资产中非 AI 部分的压制明显年内出现 3 次美元持续走强的过程，分别是今年 1-3 月美元信用担忧集中交易后的反转时期、5-6 月美伊关系由激烈冲突转向谈判时期、8-9 月美国国债收益率大幅上升推动美元走强时期。在这 3 个时期中，A 股非 AI 板块和港股恒生科技指数在美元指数持续上行期均出现明显回调。值得注意的是，在美债收益率于 10 月初见顶后，花旗新兴市场经济意外指数持续回升。尽管整个市场仍在 AI 相关产业的前景不明之中彷徨，我们认为投资者不应该忽视事情的另一面，更多的机会将会出现：美国科技——强美元——压制非美资产的循环正在出现裂痕。

黎明之前

当前市场对美元紧缩的预期可能正处于最高点之上，随着 AI 对美国经济的拉动减弱，美元走弱与资本成本下降之路将更为清晰。未来随着新兴经济体景气度的改善与美元压制的解除，中国资产中非 AI 领域将会出现更多的机会，投资者应该保持乐观，相信最黑暗之处最光明。具体配置建议：第一，美元紧缩预期将逐步回落，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。

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

美元紧缩预期的高点 3
AI 对美国经济拉动或将放缓 4
强美元的尽头将孕育希望 6
黎明之前 7
风险提示 7

图表目录

图表 1： 10 月美国 CPI 增长超市场预期，彭博测算 10 月美国核心 CPI 同比增速上升至 2.1% 3
图表 2： 分细项来看，10 月能源、公共交通、娱乐分项环比增速高于美国 CPI 整体环比增速 3
图表 3： 市场已完全定价 2026 年 12 月美联储加息 25BP，甚至已开始定价加息 50BP 的情境 3
图表 4： 市场预期至 2027 年中美联储再加息 3 次 3
图表 5： 2025Q3 美国云厂商大幅扩张资本开支后，美国非农就业改善，行业上看建筑及制造业就业明显改善 4
图表 6： 信息技术相关投资活动的增长推动美国 GDP 环比折年率在 2026 年上行 4
图表 7： Meta Hyperion 数据中心的资本结构，通过租赁承诺的方式实现数据中心建设过程中的债务出表 4
图表 8： 当前主要云厂商租赁承诺规模约 1.3 万亿美元，约为表内公司债规模的 2 倍 4
图表 9： 2026Q3 主要云厂商当季度新增租赁承诺规模相比 Q2 有所降低 5
图表 10： 自 2025Q3 以来，当季度主要云厂商新增租赁承诺与下季度建筑+制造业非农就业增长高度相关 5
图表 11： 同样自 2025Q3 以来，主要云厂商新增租赁承诺和下季度美国信息设备投资对 GDP 的拉动高度相关 5
图表 12： 主要云厂商当季度新增租赁承诺额领先美国普查局口径下数据中心建筑支出 3 个季度 5
图表 13： 根据英伟达 2027 财年二季度财报，英伟达对云厂商的待生效购买协议及待生效租赁承诺规模合计达 560 亿美元 6
图表 14： 2026 年以来三段美元指数上行时期，A 股非 AI 相关行业整体表现以及港股恒生科技指数普遍表现不佳 6
图表 15： 自 2026 年 10 月初美债 10Y 收益率见顶后，新兴市场经济惊喜指数开始上行 7

美元紧缩预期的高点

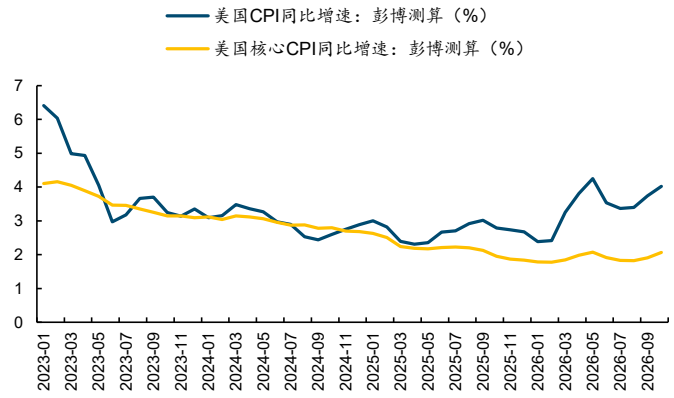
本周市场对美联储的紧缩预期有所加强，催化因素主要来自于两个方面。第一，美联储理事沃勒本周二在伦敦的讲话中展现出鹰派态度，明确提出“如果美国核心 CPI 环比增速在 0.3%以上的话，可能需要采取更强硬的货币政策，在 12 月议息会议上加息 50BP 是值得考虑的选项”。

第二，当天晚些时候公布的 10 月美国 CPI 数据显示美国仍然面临着较大的通胀压力，整体 CPI 环比增速 0.4%、核心 CPI 环比增长 0.3%，均超过市场一致预期。虽然去年 10 月美国由于联邦政府停摆导致去年 CPI 数据的缺失，但是参考彭博对美国物价指数的测算来看，今年 10 月美国核心 CPI 同比增速从 1.9%上升至 2.1%，整体 CPI 同比增速也上升至 4%以上。

具体到细分项来看，10 月美国 CPI 主要分项中环比增速高于整体 CPI 环比增速的是能源、公共交通以及娱乐。这表明当前美国通胀压力可能更多来自于供给侧：10 月油价维持高位，推动能源价格和公共交通价格水平的上升；娱乐分项价格的上涨可能是此前电子硬件供给紧缺后，价格传导的结果。

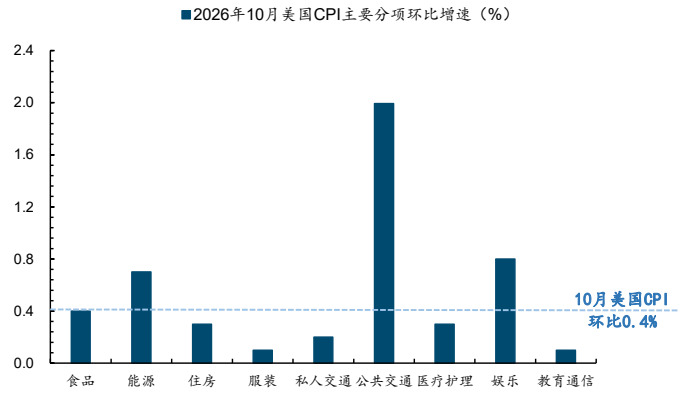
在上述两重因素的共同作用下，本周投资者对于美联储未来将加强紧缩措施的预期显著提高：从联邦基金期货隐含的投资者对美联储政策预期来看，当前市场已完全计价 12 月议息会议上美联储加息 25BP，并开始定价美联储加息 50BP 的情境；同时市场认为截至 2027 年中美联储将再加息 3 次。

图表1：10 月美国 CPI 增长超市场预期，彭博测算 10 月美国核心 CPI 同比增速上升至 2.1%



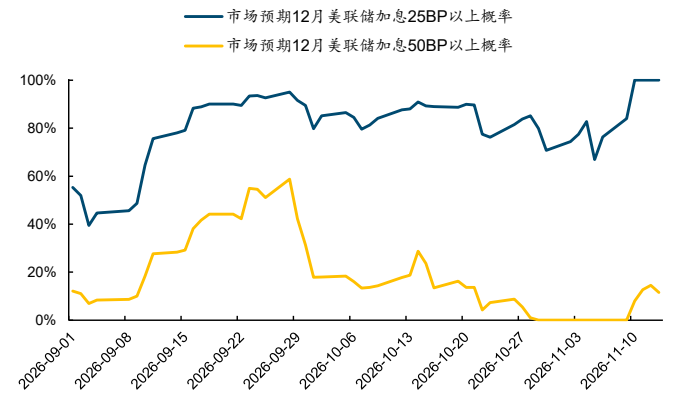
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：分细项来看，10 月能源、公共交通、娱乐分项环比增速高于美国 CPI 整体环比增速



来源：wind，国金证券研究所

图表3：市场已完全定价 2026 年 12 月美联储加息 25BP，甚至已开始定价加息 50BP 的情境



来源：CME，国金证券研究所

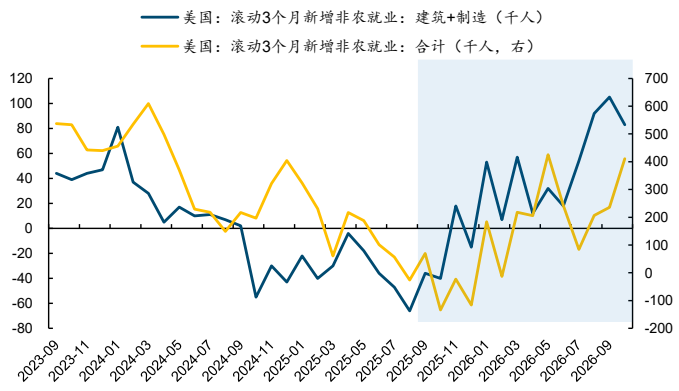
图表4：市场预期至 2027 年中美联储再加息 3 次



来源：Bloomberg，国金证券研究所

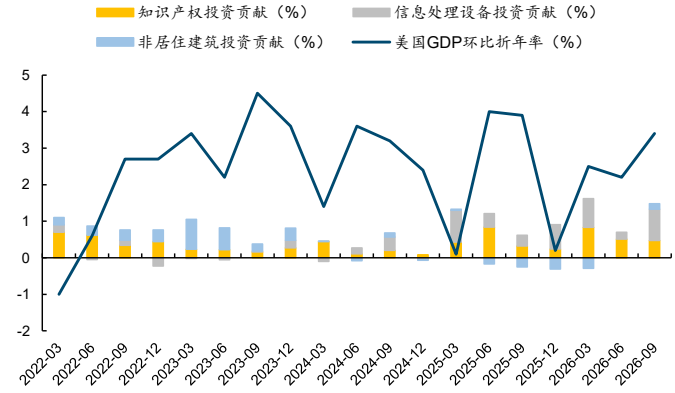
值得注意的是，投资者对美联储紧缩预期的上升，其前提是 2025 年下半年以来在 AI 基建快速扩张的带动下美国就业市场和经济增长都出现了明显的改善：自 2025 年下半年以来，滚动 3 个月新增非农就业人数触底回升，特别是直接受益于 AI 数据中心建设的建筑业和制造业新增就业人数出现明显改善；与此同时，在 AI 基建的推动下，信息技术相关投资对美国经济增长的拉动作用同样明显，2026Q3 美国实际 GDP 环比折年率达到 3.4%，其中信息处理设备投资、知识产权投资以及非居住住宅投资三项的共同拉动幅度便达到了 1.5%。美国就业和经济增速持续处于高位是美联储能够持续收紧货币政策的前提，而一旦这一前提出现变化，美联储的货币政策路径也会相应发生变化。

图表5：2025Q3 美国云厂商大幅扩张资本开支后，美国非农就业改善，行业上看建筑及制造业就业明显改善



来源：wind，国金证券研究所

图表6：信息技术相关投资活动的增长推动美国 GDP 环比折年率在 2026 年上行



来源：Bloomberg，国金证券研究所

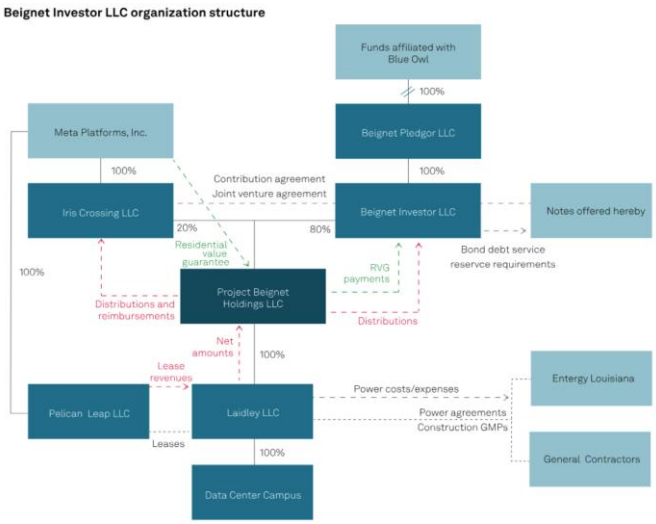
AI 对美国经济拉动或将放缓

美国的 AI 基建活动的扩张，越来越多地体现在云厂商的租赁承诺之中。谷歌、亚马逊等大型云厂商用于 AI 数据中心相关的资本开支快速增长，现金流压力持续加大，因此在数据中心园区建设的过程中，云厂商越来越倾向于通过对数据中心开发商给出租赁承诺的方式，实现债务出表。

举例来说，Meta 主导的 Hyperion 数据中心建设便是这一模式的典型范例：首先，Meta 和蓝色猫头鹰资本共同设立负责项目建设的 SPV 实体；之后，Meta 通过签订合同等方式对 SPV 给出租赁承诺，约定在数据中心建成后的 20 年内持续租用该数据中心园区并给出残值承诺；最后，SPV 通过 Meta 的租赁承诺在信贷市场获得融资。在这一过程中，由于 Meta 的租赁承诺尚未开始，因此其资产负债表内债务并未增加，同时也获得了未来对数据中心园区的使用权。

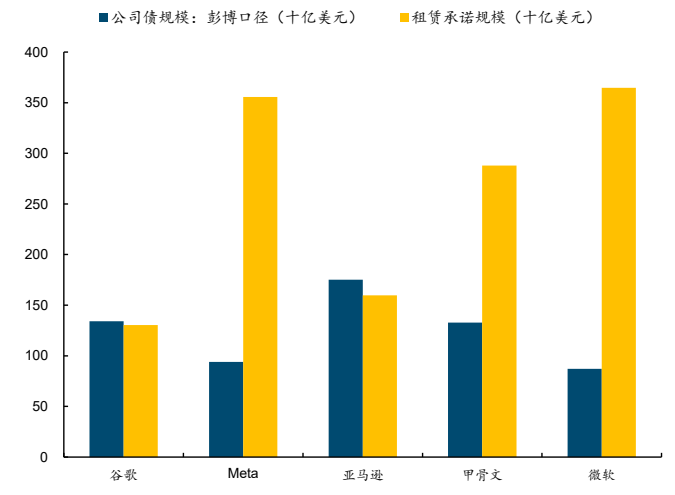
对于云厂商来说，这一模式通过将债务出表，进而使得其表内流动性指标处于更高的水平，因此云厂商对数据中心的租赁承诺规模迅速扩张，当前主要云厂商未开启的租赁承诺规模接近 1.3 万亿美元，约是其公司债未偿额规模的 2 倍。

图表7：Meta Hyperion 数据中心的资本结构，通过租赁承诺的方式实现数据中心建设过程中的债务出表



来源：Financing the AI Build-out，国金证券研究所

图表8：当前主要云厂商租赁承诺规模约 1.3 万亿美元，约为表内公司债规模的 2 倍

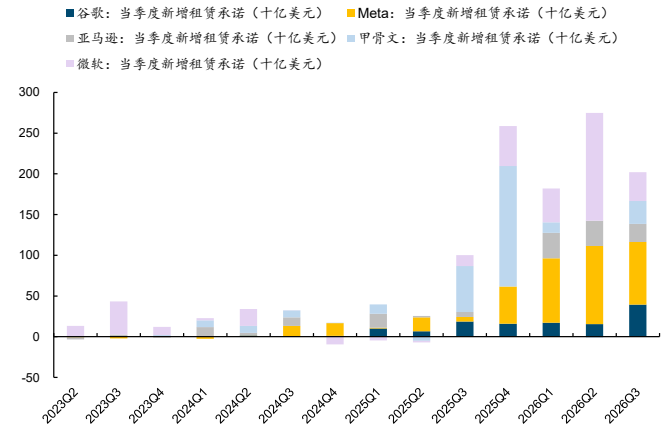


来源：wind，国金证券研究所

大型云厂商新增租赁承诺规模的变化，是观察 AI 对美国经济拉动情况的重要领先指标。自 2025 年三季度以来，五大云厂当季度新增租赁承诺规模明显扩张。在这一时期中可以观察到：五大云厂当季度新增租赁承诺规模的变化与下一季度美国建筑业、制造业新增就业人数，以及下一季度美国信息设备投资对 GDP 的拉动幅度之间都存在明显的正相关性；而对于美国普查局口径下的私人部门数据中心建设支出，云厂商新增租赁承诺对其领先的幅度大致在 3 个季度。

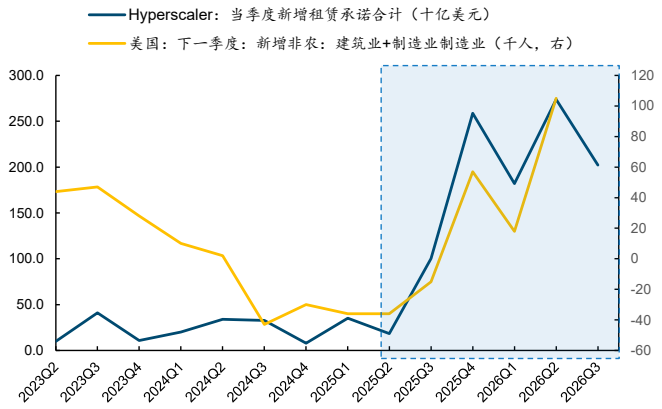
值得注意的是，从近期公布的美国云厂商三季报来看，五大云厂在 26Q3 当季度的新增租赁承诺总和相比 26Q2 有所回落，且三个季度之前的 26Q1 新增租赁承诺相比 25Q4 同样放缓，**这可能意味着在四季度时，AI 基建对美国就业、信息技术相关投资及非住宅建筑投资的拉动可能都会放缓。**

图表9：2026Q3 主要云厂商当季度新增租赁承诺规模相比 Q2 有所降低



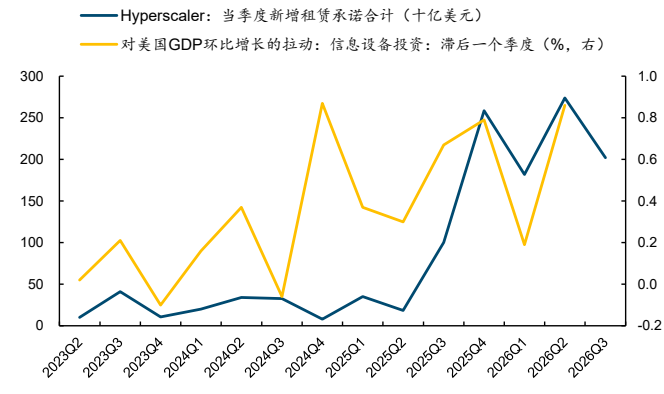
来源：wind，国金证券研究所

图表10：自 2025Q3 以来，当季度主要云厂商新增租赁承诺与下季度建筑+制造业非农就业增长高度相关



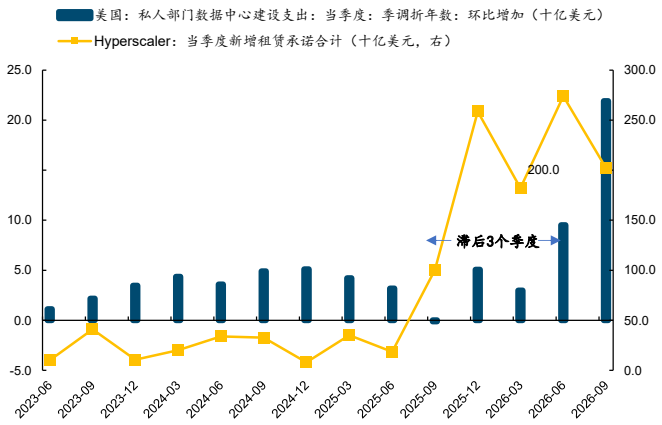
来源：wind，国金证券研究所

图表11：同样自 2025Q3 以来，主要云厂商新增租赁承诺和下季度美国信息设备投资对 GDP 的拉动高度相关



来源：wind，国金证券研究所

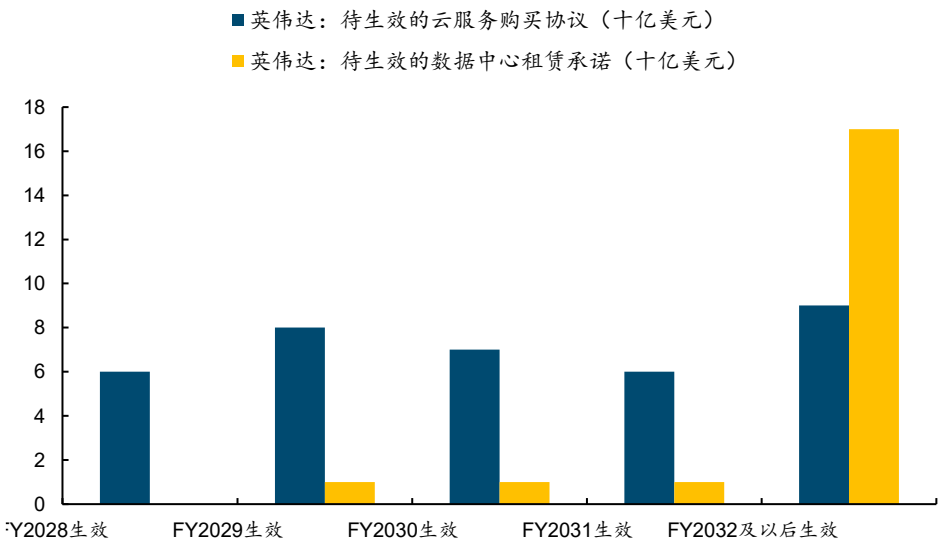
图表12：主要云厂商当季度新增租赁承诺额领先美国普查局口径下数据中心建筑支出 3 个季度



来源：US Census，国金证券研究所

此外，本周黄仁勋辞去英伟达 CEO 的职务，对于美国数据中心投资活动可能也有较大的影响。此前在黄仁勋的主导下，英伟达对于 Coreweave、Nebius 等新兴云厂商提供了大量的资金支持和担保承诺。英伟达在今年 1 月份和 3 月份分别股权投资的方式向上述两家公司各投资 20 亿美元，支持其数据中心的建设；此外，Coreweave 此前在其财报中也披露，英伟达对其未来可能出现的未出售算力的承诺购买规模达 63 亿美元。从英伟达截至目前最新公布的 2027 财年二季报来看，英伟达对云厂商给出的待生效云服务购买协议、待生效的云服务租赁承诺规模达 560 亿美元。黄仁勋在本周卸任英伟达 CEO 后，英伟达未来对新型云厂商支持力度可能存在减弱的风险，进而拖累 AI 基建对美国经济和就业的拉动作用。

图表13：根据英伟达2027财年二季度财报，英伟达对云厂商的待生效购买协议及待生效租赁承诺规模合计达560亿美元



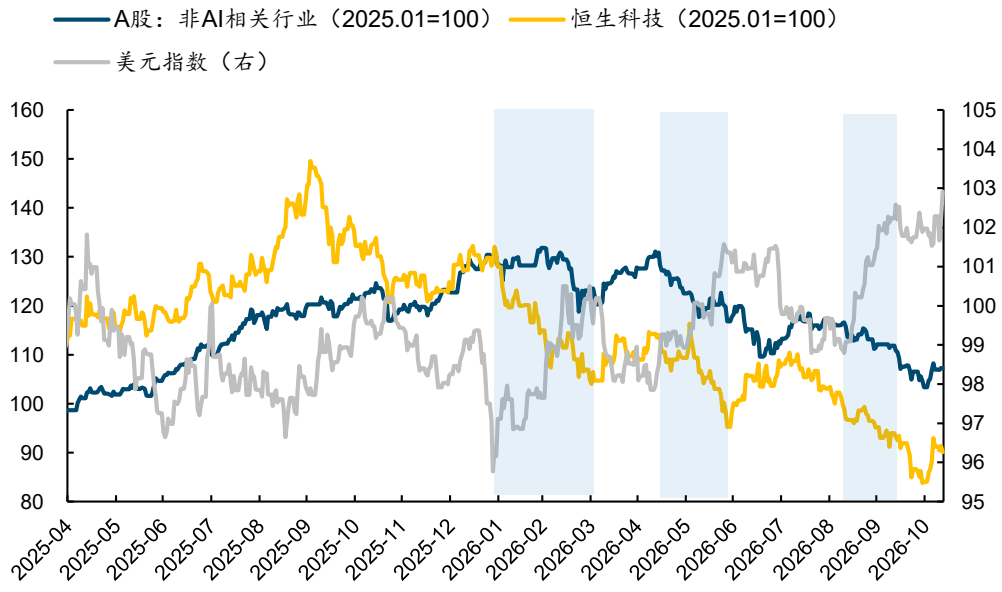
来源：Nvidia财报，国金证券研究所

强美元的尽头将孕育希望

美国新增就业和经济增长维持高位是当前投资者对美元紧缩预期的前提，但AI投资对美国经济和就业的支撑作用可能正在减弱。目前来看，这一前提正在发生变化，当前可能正处于市场对于美联储的紧缩预期最强的时刻，未来投资者对美联储的加息预期可能会有所降低，美元开始走弱是未来更可能出现的情境。

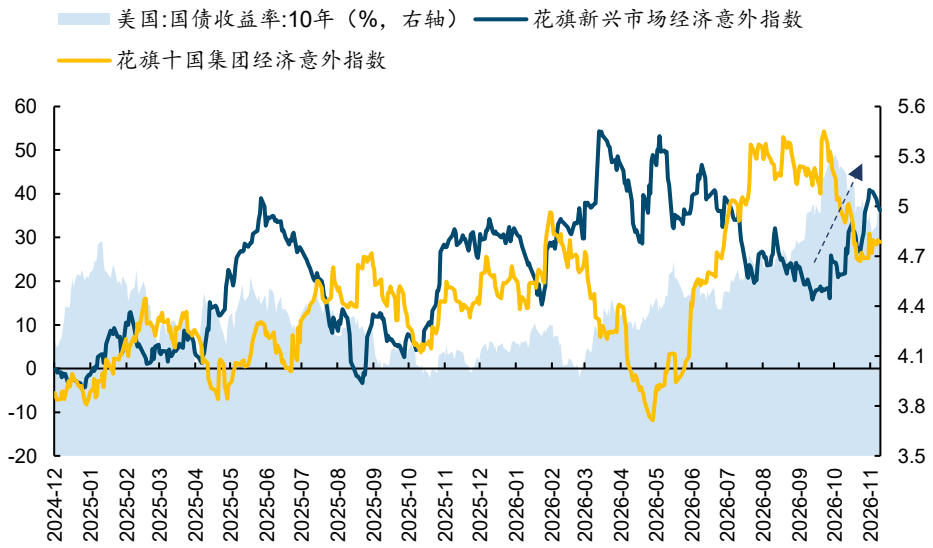
过去一年中共出现3次美元持续走强的过程，分别是今年1-3月美元信用担忧集中交易后的反转时期、5-6月美伊关系由激烈冲突转向谈判时期、8-9月美国国债收益率大幅上升推动美元走强时期。在上述3个时期中，强美元对于中国资产中非AI部分的压制明显，A股非AI板块和港股恒生科技指数在美元指数持续上行期均出现明显回调。值得注意的是，在美债收益率于10月初见顶后，花旗新兴市场经济意外指数持续回升。在美元紧缩预期回落后，更多的机会将会出现。

图表14：2026年以来三段美元指数上行时期，A股非AI相关行业整体表现以及港股恒生科技指数普遍表现不佳



来源：wind，国金证券研究所

图表15：自2026年10月初美债10Y收益率见顶后，新兴市场经济惊喜指数开始上行



来源：wind，国金证券研究所

黎明之前

当前市场对美元紧缩的预期可能正处于最高点之上，随着 AI 对美国经济的拉动减弱，美元走弱与资本成本下降之路将更为清晰。未来随着新兴经济体景气度的改善与美元压制的解除，中国资产中非 AI 领域将会出现更多的机会。具体配置建议：

第一，美元紧缩预期将逐步回落，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。

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，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

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