2026 年 11 月 15 日

配置再平衡，应对外部输入性风险

——投资策略周报

策略研究团队

韦冀星（分析师）
weijixing@kysec.cn
证书编号：S0790524030002

曹晋（分析师）
caojin1@kysec.cn
证书编号：S0790526070003

● **本周，全球主要股指多数收涨，A 股输入性风险仍有扰动**

本周（11.9-11.13），日韩台显著修复、欧洲主要市场稳步上涨，美股振幅收窄、基本修复上周跌幅。环比上周，A 股和港股均由强转弱，科创 50、上证指数、创业板指、恒生指数和恒生科技涨跌幅为 2.1%、-0.4%、-1.6%、-3.5%和-6.5%。周内，证监会主席吴清提及，“中国资本市场从未像今天这样与全球资本市场高度联动、传导共振。面对高度不确定的外部环境和输入性风险，需要我们加强对全球资本市场周期变化、资产定价逻辑演变、风险传导联动等规律性认识。”**数据显示，2026 年 A 股受海外风险事件冲击的次数较往年显著提升，仅次于 2008 年。**年内冲击事件类可分为三类：地缘风险、AI 产业链资本开支及海内外杠杆资金去化、美国政治不确定性的外溢。

● **美国中期选举：权力制衡的实现更符合经济长远利益**

2026 年美国中期选举结果落地后，美股市场波动显著加剧。历史表现来看，**当美国参众两院多数党均不属于总统所属政党，从中期选举至新国会议员上任期间，美股大概率收涨。**我们认为，该现象背后的定价逻辑并非完全来自不确定性的落地，而是相较于两党政策主张的潜在对立，“三权分立”形成的权力制衡更符合美国长远利益，而新国会成员就任前，市场对经济预期整体偏乐观。**下一阶段更需要防范的尾部风险来看，**2006 年共和党输掉参众两院，小布反而在 2007 年选择增兵。随后国际油价持续上行，2008 年一度突破每桶 140 美元，进一步加重美国居民和企业的负担。特朗普在外交军事领域却仍有很大自主权，若选择升级军事行动，经济下行压力、通胀冲击和风偏收紧就可能同时发生。

● **美联储 12 月加息或成定局，科技云厂商的扩张节奏有结构性挑战**

美国 10 月通胀数据依旧顽固，且美联储官员表态偏鹰，当前美债定价显示市场预期 12 月加息已成定局。复盘历史，美联储转入加息周期至最后一次加息，美股多数收涨。我们认为，加息更像对美国经济的压力测试，不陷入衰退反映需求侧有较强支撑，权益市场的定价偏乐观。当下美股挑战在于，当美国云厂商开始需要融资维持资本开支增长时，高利率环境下维持盈利增长预期和经营稳健性。

● **投资建议：配置继续再平衡，加强内需关注，科技等待二次点火**

当前市场处于“后拥挤时代”，旧叙事未破、新叙事未立，配置仍重视四个方向：**（1）红利：**7 月以来持续强调其再平衡价值，资金负反馈尚未结束，四季度仍具备配置价值；**（2）小微盘：**交易结构优势尚未完全消失，但需关注风险偏好和流动性变化；**（3）内需消费：**此前提出的内需政策窗口逐步临近，盈利斜率放缓提升政策发力必要性，叠加消费板块低估值、低预期，重视潜在预期差；**（4）科技：**长期产业叙事未破，但短期缺乏新增积极强逻辑，继续关注 G 与ΔG 共振方向，等待新的产业催化和资金右侧确认。

● **风险提示：**宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

相关研究报告

《AI 浪潮下中美经济的增长路径—宏观经济 2027 年度投资策略》-2026.11.15

《AI 计价锚从投入走向账单，品质/健康/时尚消费持续释放—海外市场 2027 年度策略报告》-2026.11.10

《创新引领，多点开花—医药行业 2027 年度投资策略》-2026.11.10

目　录

1、 本周，全球主要股指多数收涨，A 股和港股由强转弱 3
2、 2026 年，A 股输入性风险显著提升 4
2.1、 美国中期选举：权力制衡的实现更符合经济长远利益 5
2.2、 美联储 12 月加息或成定局，科技云厂商的扩张节奏有结构性挑战 5
3、 投资建议：配置继续再平衡，加强内需关注，科技等待二次点火 6
4、 风险提示 7

图表目录

图 1： 本周（11.9-11.13），A 股相较全球权益市场表现较弱，日韩台表现较强 3
图 2： 本周，多数行业由涨转跌，红利相关板块占优，周内通信和电子涨幅收窄 4
图 3： 2026 年以来，A 股受海外输入性风险冲击频率显著提升 4
图 4： 中期选举后，参众两院多数党均不属于总统所属政党情况下，美股仍多数收涨 5
图 5： 当前美债隐含市场预期是 12 月加息已成定局、小概率加息 50 基点 6
图 6： 美联储加息周期内，三大指数多数时间收涨 6

1、 本周，全球主要股指多数收涨，A 股和港股由强转弱

本周（11.9-11.13），全球权益表现：日韩台显著修复、欧洲主要市场稳步上涨，美股振幅收窄、基本修复上周跌幅。环比上周，A 股和港股均由强转弱，科创 50、上证指数、创业板指、深证成指、恒生指数和恒生科技分别录得涨跌幅为 2.11%、-0.41%、-1.59%、-1.85%、-3.45%和-6.50%。

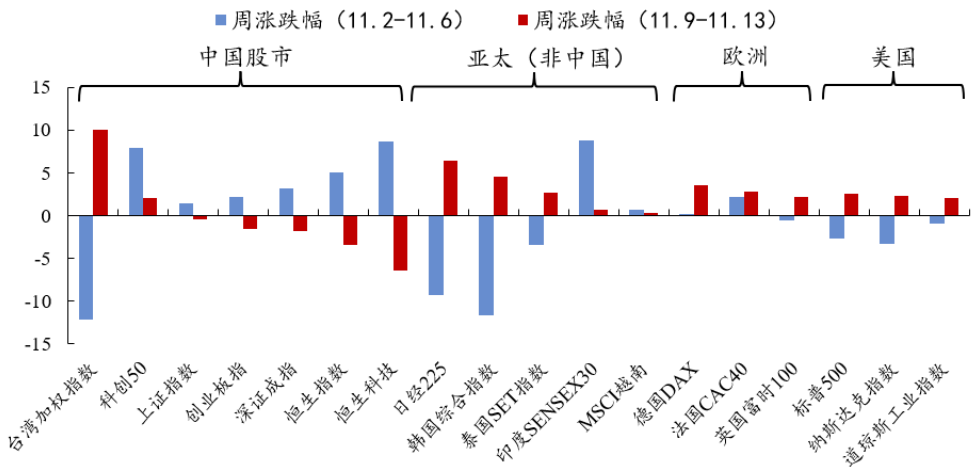
国内宏观层面，CPI 和 PPI“剪刀差”扩大至 5 个百分点，创年内最大差值。受食品价格回落、能源价格上涨等因素影响，10 月份我国 CPI 同比上涨 0.7%，核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅均比 9 月回落 0.2 个百分点；PPI 同比上涨 5.7%，涨幅比 9 月扩大 0.7 个百分点，创近 52 个月新高。

海外方面，美国 10 月通胀超预期，美联储理事沃勒表示，支持 12 月加息，同时对加息 50 个基点持开放态度。美国 10 月 CPI 环比上涨 0.4%；核心 CPI 持平于 0.3%。受去年美国政府停摆影响，本次 CPI 未公布同比数据。

美国 10 月 PPI 同比上涨 6.5%，创 2022 年 11 月以来新高，前值升 6.3%；环比上涨 0.3%，前值由 1.30%修正为 1.4%。

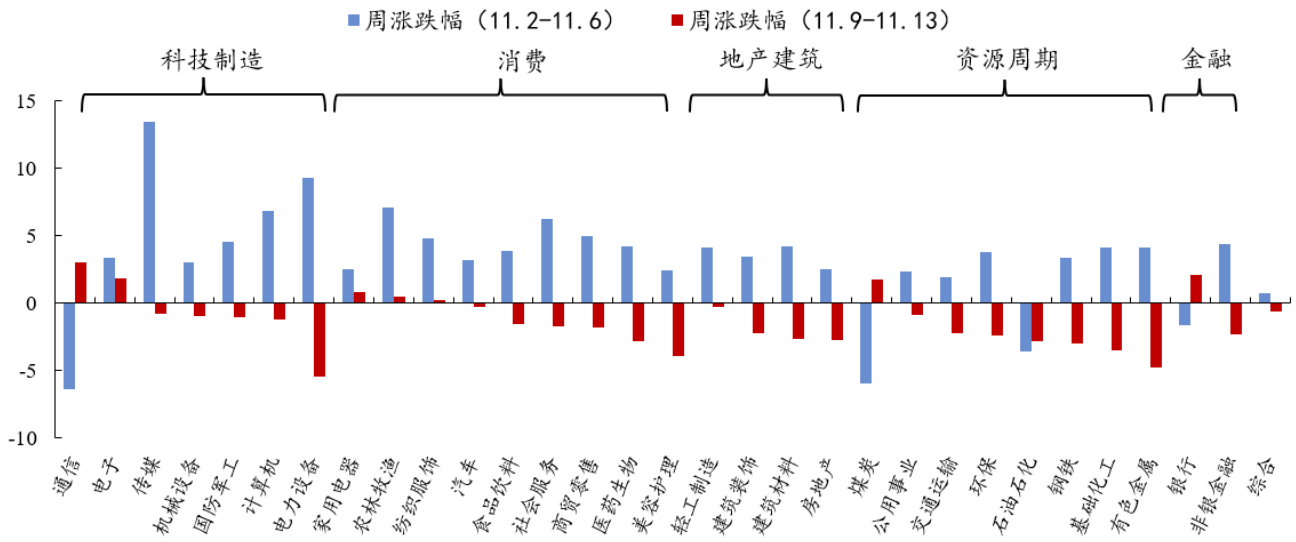
此外，英伟达宣布 CEO 黄仁勋辞职，CFO 科莱特·克雷斯出任临时 CEO，引发英伟达股价大幅波动。

图1：本周（11.9-11.13），A 股相较全球权益市场表现较弱，日韩台表现较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周，多数行业由涨转跌，红利相关板块占优，周内通信和电子涨幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

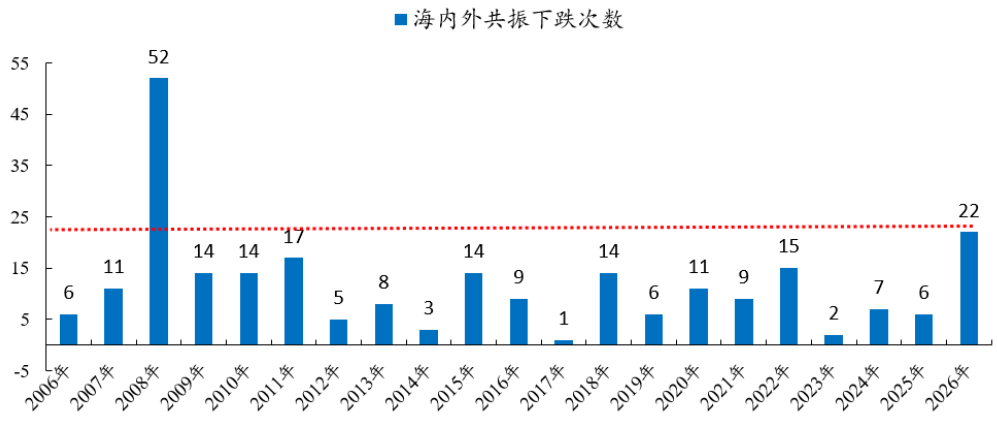
2、 2026 年，A 股输入性风险显著提升

周内，证监会主席吴清在首届中国资本市场学术年会开幕式上的致辞中提及，“中国资本市场从未像今天这样与全球资本市场高度联动、传导共振。面对高度不确定的外部环境和输入性风险，需要我们加强对全球资本市场周期变化、资产定价逻辑演变、风险传导联动等规律性认识。”

我们统计了 2006 年以来，历年 A 股与海外共振回调的频率，以此刻画外部输入性风险。（统计口径为：万得全 A 当日跌幅超 1.5%，且美股三大指数和日韩股市至少有一个在当天调整幅度超 1.5%）

数据显示，2026 年 A 股受海外风险事件冲击的次数较往年显著提升，仅次于 2008 年。从年内冲击事件类型来看，主要分为三类：中东地缘风险、AI 产业链资本开支及海内外杠杆资金去化、美国政治不确定性的外溢。

图3：2026 年以来，A 股受海外输入性风险冲击频率显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、 美国中期选举：权力制衡的实现更符合经济长远利益

2026 年美国中期选举结果落地后，美股市场波动显著加剧，而历史上美国总统所在党派在中期选举失利并不罕见。对此，我们复盘参众两院多数党均不属于总统所属政党情况下，美股的表现——

多数情况下，美国总统所属党派丢失参众两院多数党后，截至新国会议员上任，美股仍收涨。1974 年是美国在中期选举后，罕见三大指数均下跌的时期，而原因是多方面的，包括石油危机推动的滞涨环境下美联储持续加息，以及水门事件后副总统拉尔德·福特接任。

我们认为，该现象背后反映的主要定价逻辑并非完全来自不确定性的落地，而是相较于两党政策主张的潜在对立，“三权分立”形成的权力制衡更符合美国长远利益。而新国会成员就任前，市场对经济预期整体偏乐观。

2006 年共和党输掉参众两院，小布什没有因此收缩伊拉克战线，反而在 2007 年选择增兵。随后国际油价持续上行，2008 年一度突破每桶 140 美元，进一步加重美国居民和企业的负担。当然，2008 年金融危机的根源是房地产和信用体系，不能简单归因于战争和油价，但这段历史值得今天高度警惕。

特朗普如今同样丢掉国会两院，国内政策空间受到约束，外交军事领域却仍有很大自主权。更何况，美国与伊朗的战争已经持续数月，如果特朗普反而选择升级军事行动，油价重新大涨至高位，经济增长下行与通胀反弹就可能同时发生，美联储的宽松空间也会被压缩。这才是我们认为下一阶段更需要防范的尾部风险。

图4：中期选举后，参众两院多数党均不属于总统所属政党情况下，美股仍多数收涨

			美国总统		国会		中期选举当选至就任前涨幅（%）		
	当选时间	就任时间	在任总统	所属党派	参议院（多数党）	众议院（多数党）	道琼斯工业平均	纳斯达克指数	标普500
1970中期选举	1970-11-03	1971-01-03	理查德·尼克松	共和党	民主党	民主党	10.67		10.35
1974中期选举	1974-11-05	1975-01-03	杰拉尔德·福特	共和党	民主党	民主党	-3.45	-5.25	-3.24
1986中期选举	1986-11-04	1987-01-03	罗纳德·里根	共和党	民主党	民主党	1.74	-2.18	0.26
1990中期选举	1990-11-06	1991-01-03	乔治·H·W·布什	共和党	民主党	民主党	2.85	7.85	2.33
1994中期选举	1994-11-08	1995-01-03	比尔·克林顿	民主党	共和党	共和党	0.78	-2.46	-0.86
1998中期选举	1998-11-03	1999-01-03	比尔·克林顿	民主党	共和党	共和党	5.46	21.75	10.58
2006中期选举	2006-11-07	2007-01-03	乔治·W·布什	共和党	民主党	民主党	3.05	2.42	2.67
2014中期选举	2014-11-04	2015-01-03	贝拉克·奥巴马	民主党	共和党	共和党	2.69	1.89	2.00
2026中期选举	2026-11-04	2027-01-03	唐纳德·特朗普	共和党	民主党	民主党	1.08	-0.93	-0.10

数据来源：Wind、开源证券研究所（2026 年美股数据截至 2026-11-15）

2.2、 美联储 12 月加息或成定局，科技云厂商的扩张节奏有结构性挑战

美国 10 月通胀数据仍支持 12 月加息，且美联储官员表态偏鹰，当前美债定价显示市场预期 12 月加息已成定局。11 月 10 日，美国 10 月 CPI 环比上涨 0.4%，前值涨 0.6%；核心 CPI 环比上涨 0.3%前值涨 0.3%。

数据披露前，美联储理事克里斯托弗·沃勒表示，“如果今天晚些时候公布的 10 月 CPI 数据与此前两个月的读数相似，即核心 CPI 环比涨幅维持在 0.3%左右，甚至更高，那么可能就需要采取更有力的政策行动”，并称“在这种情况下，我认为应该在 12 月会议上考虑将政策利率上调 50 个基点”。

据芝加哥商品交易所“美联储观察”工具，美联储 12 月加息 25 个基点的概率为 88.5%，加息 50 个基点的概率为 11.5%。

复盘历史来看，美联储转入加息周期后，从首个加息日截至最后一个加息日期间，美国三大股指多数情况下收涨。我们认为，加息更像对美国经济韧性的压力测试，在限制性利率环境下不陷入衰退反映需求侧有较强支撑，权益市场的定价偏乐观。

而当下美股的挑战在于，当美国云厂商开始需要融资维持资本开支增长时，能否在高利率环境下维持盈利增长预期和经营稳健性。于亚洲市场而言，投资者短期风偏仍受息差预期压制，且云厂资本开支前景短期压制亚洲 AI 供应链的订单预期。

图5：当前美债隐含市场预期是 12 月加息已成定局、小概率加息 50 基点

	CME FEDWATCH TOOL-CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/12/09	0.0%	88.5%	11.5%	0.0%	0.0%	0.0%	--	--
2027/01/27	0.0%	23.5%	68.1%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/03/17	0.0%	7.1%	37.0%	49.9%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/04/28	0.0%	4.5%	26.1%	45.2%	21.9%	2.1%	0.0%	0.0%
2027/06/09	0.0%	2.7%	17.4%	37.5%	31.4%	10.2%	0.9%	0.0%
2027/07/28	0.0%	2.3%	15.1%	34.4%	32.3%	13.4%	2.3%	0.1%
2027/09/15	0.0%	2.0%	13.3%	31.7%	32.6%	16.1%	3.9%	0.4%
2027/11/17	0.3%	3.5%	15.9%	31.8%	30.3%	14.4%	3.4%	0.4%

数据来源：Wind、CME FedWatch（数据截至 2026-11-14 20 点）

图6：美联储加息周期内，三大指数多数时间收涨

美联储加息起始日	最后一次加息日	持续交易日	道琼斯工业平均	纳斯达克指数	标普500
2026-09-17	2026-11-15	42	1.72	-3.24	0.13
2022-03-17	2023-07-27	342	3.58	4.57	4.12
2015-12-17	2018-12-20	758	28.79	28.74	19.02
2004-06-30	2006-06-29	505	7.47	6.85	12.03
1999-06-30	2000-05-16	223	1.10	40.70	8.48
1997-03-25	1997-03-25	1	-0.42	0.44	-0.23
1994-02-04	1995-02-01	250	-3.03	-4.95	-2.14
1988-03-30	1989-05-17	287	23.22	17.58	22.07
1987-08-27	1987-09-24	20	-5.01	-3.08	-4.44
1987-01-05	1987-05-22	98	16.39	15.33	14.49
1985-07-25	1985-09-06	31	-0.98	-2.48	-1.74
1985-01-24	1985-03-28	45	-1.10	2.75	1.26
1984-03-29	1984-08-09	93	4.21	-0.27	3.54
1983-03-31	1983-08-11	93	2.72	9.89	5.32

数据来源：Wind、开源证券研究所（右三列为涨跌幅、单位%；统计区间为首次加息至最后加息）

3、 投资建议：配置继续再平衡，加强内需关注，科技等待二次点火

展望后市，我们认为市场仍处于“后拥挤时代”的再平衡阶段。极致拥挤压力已经明显缓解，但资金风险偏好尚未全面修复；盈利增长仍有结构性亮点，但整体盈利斜率面临压力；AI 长期叙事尚未结束，能够重新带动市场上修预期的新催化仍需等待。在这一环境下，我们继续强调控制组合波动，重视相对收益与绝对收益的

平衡。

（1）继续重视红利资产的配置价值。7 月以来，我们在提示科技拥挤风险的同时，持续强调红利方向的再平衡价值。近期银行等高股息资产相对坚挺，反映出在市场风险偏好下降、盈利预期波动加大的环境中，稳定现金流和股东回报仍具有较强吸引力。考虑到当前资金负反馈尚未完全结束、市场缺乏持续性的新增主线，我们认为红利在四季度仍具有配置价值，但需进一步区分股息可持续性、盈利稳定性及估值水平。

（2）保持对小微盘结构性机会的关注。此前我们看好小微盘的重要依据，是其相对于高拥挤科技资产的交易结构优势，以及再平衡过程中资金配置范围的扩散。当前这一逻辑并未完全消失，但随着市场整体风险偏好下降，小微盘自身也会面临流动性和交易波动的影响。后续应更加重视交易结构、市场宽度及流动性变化，在风险偏好企稳后寻找更好的参与时机。

（3）内需政策渐近，重视消费板块的潜在预期差。我们此前提出，随着经济内生修复动力仍然偏弱、盈利增长斜率面临放缓压力，后续内需政策进一步发力的必要性正在上升，政策窗口有望逐步临近。10 月制造业 PMI 再度回落，也反映出当前内需修复仍面临一定压力。与此同时，相较于前期高度集中的科技交易，部分消费板块经历了较长时间的估值调整，市场对其盈利修复的预期相对谨慎，具备一定的预期差空间。尤其在科技短期缺乏新增强逻辑、资金仍处于再平衡阶段的背景下，内需消费有望成为下一阶段值得重视的配置方向。我们建议重点关注潜在政策催化较强、估值与盈利预期处于相对低位，以及需求改善后盈利弹性较大的消费细分领域。

（4）科技长期叙事未破，但短期仍需等待二次点火。我们对科技产业长期发展的判断没有发生根本变化，国产算力、自主可控、AI 应用及产业链外溢仍然可能孕育新的投资机会。但经历本轮调整后，市场面临的主要问题已经从交易拥挤转向盈利兑现与资金负反馈，而短期尚未出现足以重新推动产业预期大幅上修的新增强逻辑。虽然拥挤度已经回落至相对合理的水平，但筹码压力缓解并不意味着资金立即回流。现阶段我们仍建议保持耐心，优先关注盈利增长具有较强确定性、ΔG 有望进一步上行的方向，等待新的技术突破、产业催化及资金右侧确认后再提高配置力度。

4、 风险提示

宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn