专题报告 2026-11-19

通胀粘性强化紧缩预期，美股估值与投资回报面临再定价

程靖茹
宏观研究员
从业资格号：F03133937
交易咨询号：Z0024328
☎ 0755-23375134
✉ chengjr@wkqh.cn

王鑫钰（联系人）
宏观研究员
从业资格号：F03160444
✉ wangxy30@wkqh.cn

报告要点：

美国 10 月通胀数据反映价格压力仍具粘性，生产端成本上涨进一步强化美联储 12 月加息预期。美国 10 年期国债收益率重新站上 5%，持续约束权益市场估值。与此同时，尽管英伟达及主要云厂财报显示 AI 需求仍保持较快增长，但资本开支扩张与现金流回报之间的矛盾尚未缓解。美股近期调整反映市场正重新评估高利率环境下科技企业的投资回报与估值合理性。展望后市，若通胀改善不足以推动利率预期下修，科技股估值修复空间将持续受到约束，权益市场仍需警惕进一步调整的风险。

通胀粘性强化紧缩预期，美股估值与投资回报面临再定价

截至当地时间 11 月 17 日，标普 500 指数收于 7340.53 点，纳斯达克综合指数收于 24328.38 点，较 10 月 23 日分别回落约 3.7%和 6.3%，美国 10 年期国债收益率升至 5.10%。美股自 10 月下旬以来的调整，反映了市场对货币政策与科技企业盈利预期的重新评估。随着美联储议息、通胀数据及主要科技企业财报陆续落地，市场关注点已经从短期结果转向高利率环境的持续时间，以及 AI 资本投入能否形成足够的长期回报。

首先，最新通胀数据并未提供足够的政策宽松依据，美联储进一步加息的预期得到强化。11 月 10 日公布的美国 10 月 CPI 环比上涨 0.4%，虽然较 9 月的 0.6%有所放缓，但仍处于偏高水平。核心 CPI 环比上涨 0.3%，连续三个月维持这一增速，表明基础通胀压力尚未明显消退。与此同时，10 月 PPI 环比上涨 0.3%，同比上涨 6.5%，创 2022 年 11 月以来最高同比增幅。剔除食品、能源及贸易服务后的 PPI 环比仍上涨 0.5%，同比上涨 4.9%。生产端成本压力持续偏高，意味着此前能源价格上涨的影响尚未完全消退，部分价格压力仍可能向消费端传导。如果终端需求不足以支持企业同步提价，成本上涨或将进一步压缩企业利润率。

通胀持续偏高正在改变市场对美联储后续政策路径的判断，而利率预期的重新定价比单次加息更加重要。10 月 28 日美联储维持政策利率在 3.75%-4.00%不变，但此后公布的经济数据未能支持市场重新交易宽松预期。截至 11 月 17 日，利率期货隐含 12 月加息 25 个基点的概率约为 96%，权益市场开始进一步关注 2027 年的政策利率路径。与此同时，美国 10 年期国债收益率重新升至 5%以上，不仅提高成长股未来盈利的折现率，也增加企业融资成本。即使 12 月美联储按市场预期加息，也不意味紧缩压力已经充分得到释放。若后续政策利率预期继续上移，科技股仍可能面临进一步的估值调整。

与此同时，科技企业盈利增长与资本开支扩张之间的分化，正在成为影响美股走势的另一核心矛盾。10月底公布的云厂财报显示，微软Azure、Alphabet旗下Google Cloud 及亚马逊 AWS 收入分别同比增长 48%、103%和 39.3%，反映出 AI 基础设施需求仍保持较快增长。但企业资本开支增速同样显著，亚马逊预计 2026 年现金资本开支约 2200 亿美元，Meta 第三季度自由现金流转为负 21.2 亿美元。尽管 AI 投资推动云业务收入增长，但持续扩张的资本投入正在对企业现金流形成压力，投资效率与资本回报周期的关注明显提高。

11 月 17 日公布的英伟达财报进一步验证 AI 基础设施需求的强劲程度。公司第三财季收入达到 1158 亿美元，同比增长 103%，其中数据中心收入同比增长 110%，并预计下一财季收入达到 1300 亿美元。然而，英伟达在财报公布前股价年内已累计下跌约 16%，说明权益市场开始重新评估当前估值能否得到长期盈利的支撑。对于芯片供应商而言，云厂资本开支扩张能够直接转化为收入；但对于下游云厂，算力投资仍需经过较长时间才能形成稳定现金回报。随着折旧及融资成本持续上升，AI 产业链内部的盈利分化可能进一步扩大，市场定价也将逐渐从收入增长转向资本回报率。

除宏观与企业基本面外，中期选举结果进一步增加了财政及产业政策的不确定性。11 月 3 日中期选举后，民主党预计将在 2027 年 1 月取得参众两院控制权，共和党推动既定财政与能源政策的难度将明显上升。国会与总统之间的政策博弈，可能影响未来能源项目审批、输电设施建设及大型数据中心的成本分担机制。政治因素对权益市场中长期的影响存在较大不确定性，短期则需重点关注货币政策与科技企业盈利变化。

综合来看，美股当前面临的主要风险是此前高增长预期正在受到更高融资成本的约束。如果通胀维持较强粘性，美联储需要在更长时间内保持限制性政策，高估值科技股将难以获得持续的估值扩张支持。与此同时，AI 产业正从资本投入快速扩张阶段逐渐进入投资回报验证阶段，若未来盈利增长无法匹配此前的高增长预期，估值与盈利预测下修可能形成相互强化的调整压力。对于 A 股及港股，外部影响主要通过全球风险偏好和 AI 产业链订单预期传导。美国长期利率维持高位，可能压制全球成长型资产估值，而海外云厂资本开支指引变化，则将直接影响光通信、半导体、算力设备及数据中心相关产业链的盈利预期。不过，当前 AI 需求尚未出现全面收缩迹象，相关产业链内部仍可能存在结构性分化。

因此，短期权益市场宜维持审慎判断。尽管科技龙头盈利仍保持较快增长，为市场提供一定基本面支撑，但通胀粘性、紧缩预期及资本回报不确定性仍对估值构成约束。在高利率环境未出现明确改善之前，美股进一步调整的风险仍值得关注。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表公司观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn