# 静待外部风险收敛或内部流动性负反馈缓解

报告日期：2026-11-20

策略分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
策略分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
策略分析师：陈博
执业证书号：S0010525070002
电话：18811134382
邮箱：chenbo@hazq.com

## 主要观点

### ● 市场异动

11 月 20 日市场继续下跌，其中上证指数下跌 0.87%，创业板指下跌 3.54%。全 A 成交额 1.43 万亿，较上一交易日增加 9%。银行（+1.29%）、煤炭（+0.33%）、石油石化（+0.31%）领涨，机械设备（-4.77%）、电子（-4.60%）、国防军工（-4.54%）领跌。风格方面，大盘风格如上证 50（+0.45%）领涨，成长风格如科创 200（-6.96%）领跌。

### ● 美联储加息趋紧预期升温，海外硬件板块大跌映射压制风偏

**美联储表态更加偏鹰，加息担忧加剧。**10 月 18 日，美联储公布 10 月 FOMC 会议纪要，纪要中提到若后续通胀数据表现恶化，部分委员认为下次会议应当考虑高于 25 个基点的加息幅度，还有委员表示若未来通胀难以下降，美联储需要转向更具限制性的政策立场。同时美联储理事沃勒表示，若不释放 1 月加息的信号，应当在 12 月加息 50 个基点。美联储表态偏鹰，加大了市场对后续加息路径和节奏进一步趋紧的担忧，冲击全球市场风险偏好，近日贵金属价格同步大幅下挫也在反应该风险。

**隔夜美股大幅跳水、日韩 AI 板块大跌，科技板块风偏继续下降。**11 月 19 日，纳斯达克指数高开低走，开盘涨超 1.5%，一度涨超 2%以上，但最终震荡收跌至-2.3%，盘中振幅高达 4.4%，多数科技标的同步跳水，如甲骨文从开盘涨超 3%跌至收盘下跌近 3%，博通从盘中涨近 4%到收盘跌超 2%等。受此映射，今日韩国综指、日经 225 分别下跌 5.2%、5.1%，三星电子、海力士、铠侠分别下跌 7.0%、5.9%、11.7%。

**基金清盘速度加快，市场微观流动性负反馈仍在延续。**截至 11 月 19 日，全部份额口径统计（含 A/C 份额）下，年内有 543 只基金完成清算，下半年清盘节奏提速，上半年月均清盘量达 25 只，下半年月均清盘数量达到 32 只，基金清盘数量增加进一步强化了市场微观流动性负反馈。

### ● 静待外部风险收敛或内部微观流动性负反馈缓解

**近期科技领域风险事件频出，市场波动剧烈。**一是美国监管有趋严迹象，包括 AI 超级禁令重回视野，前沿模型发布被纳入国家安全审查。美商务部工业与安全局 11 月中旬拟扩大先进 AI 芯片管制，限制首次从实体芯片出口延伸至第三国数据中心与跨境 AI 算力服务，对向受限国家企业提供远程算力的海外数据中心加强审查，并对新加坡、马来西亚、泰国、印尼、巴西等国特定芯片增设出口许可，同时美国国会也在推动芯片流向追踪与审查收紧法案。二是 AI 头部企业管理层出现较大变动，11 月 12 日黄仁勋辞任英伟达 CEO，AI 产业和“链主”企业英伟达发展前景增加不确定性。三是 AI 领域出现安全性事件，AI 修补漏洞引发"补丁雪崩"，波及 FAA 航班、多家银行与微软 Copilot，白宫网络总监换帅。**同时受通胀影响，美联储加息路径存在进一步收紧的不确定性。**

**静待外部风险收敛或内部微观流动性负反馈缓解。**近期 A 股表现弱势，主

要源自于两方面，一是国内微观流动性持续负反馈，二是外部风险扰动加剧。因此后续判断行情走势能否企稳反弹的重要观察点在于，一是美股能否企稳，按历史规律看，当出现产业趋势和估值担忧时，纳指调整幅度通常在 10%-15%左右，持续时长 1-2 个月，而 10 月以来纳指最大跌幅达到 13.5%，已持续 1.5 个月左右，近期纳指能否企稳反弹迎来重要观察节点。二是内部微观流动性能否出现边际改善，通常而言市场微观流动性出现自发性反转较难，需要政策进行强干预，后市需要密切关注是否有切断市场微观流动性负反馈的政策出台。

## ● AI 硬件端具备布局性价比

**多项扰动因素近期集中落地并快速甚至过度反应，当前市场仍面临内部微观流动性负反馈延续和外部风险扰动的影响。展望后市，当下市场整体风险偏好降至冰点，需静待外部风险收敛或内部微观流动性负反馈被切断后，预计才将展开可持续、有力度的反弹。配置思路上，7 月以来避险红利资产在风格切换的推动下持续新高，但从其本身的股息率支撑来看，性价比已然不足，因此当下加码红利或非良策。而 AI 硬件已经出现了巨大跌幅，外部风险如纳斯达克指数下跌也进入到了阶段性止跌回升的观察窗口，此外内部微观流动性负反馈已经进入监管视野，同样进入到了监管政策能否出台措施干预切换负反馈的观察窗口，当前波动剧烈、弱势犹在但反弹同样可能随时到来。若反弹到来，此前超跌的 AI 硬件端有望成为弹性最大的方向。同时根据我们的成长产业景气周期投资节奏框架推演，第二阶段尾声加速上涨行情临近但并未充分演绎出来，后续或将与市场超跌反弹同频共振，因此前期超跌的 AI 硬件端值得坚守和布局。此外部分具备强催化或者强景气支撑的品种也具备较强 α 支撑，如农产品链条等。综合评估后，建议重视以下三条投资线索：**

**第一条主线是坚守或布局 AI 硬件，为超跌反弹或尾声加速上涨行情做准备，包括光模块、PCB、CPO、光纤、液冷、存储及半导体设备链等。**根据框架，当下 AI 产业景气周期的资本市场演绎正处于第二阶段尾声加速上涨临近但并未充分演绎的时机，而历史规律上在尾声加速上涨期，时间有望持续 1 个月左右，幅度可观，产业趋势主线表现占优。

**第二条主线是 AI 下游应用方向的主题和扩散性机会轮动机会，主要包括机械设备、机器人、游戏、软件等。**其中机械设备同时受益多主题如机器人、商业航天、液冷、高端制造等主题辐射。机器人、游戏和软件一是天然作为 AI 算力最贴近方向，二是近期存在较多催化剂。

**第三条主线是具备强 α 支撑的农产品链条，包括农产品、化肥、农化制品等。**超强厄尔尼诺效应对农产品生存气候条件形成巨大变化，从而将对产量形成较大抑制，当前农产品价格已经出现趋势性涨价。

## ● 风险提示

美国 AI 产业发展出现实质性政策约束；美国科技龙头企业黑天鹅再现；微观流动性延续负反馈；海外芯片半导体估值消化持续担忧；美伊形势再现反复扰动；美联储货币政策紧缩预期再起；成长风格历史演绎规律的局限性和学习效应偏差等。

# 重要声明

**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

# 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

**公司评级体系**

买入—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6/12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6/12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6/12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。