保持耐心，勿失信心

报告日期： 2026-11-22

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：陈博
执业证书号：S0010525070002
电话：18811134382
邮箱：chenbo@hazq.com

联系人：张玥
执业证书号：S0010126020001
电话：18501994101
邮箱：zhangyue1@hazq.com

主要观点

● AI 叙事进一步恶化叠加美联储紧缩预期升温构成海外风险扰动，同时内部微观流动性延续负反馈，市场弱势超调。若欲止跌反弹，外部扰动和内部流动性负反馈缓和仍是必要条件，外部层面纳指跌幅够及阶段性调整区间上沿能否企稳，内部层面政策能否出台切断负反馈举措，均是重要观察点。配置上，红利累涨较多且股息率支撑不足，性价比下降，AI 产业链尤其是硬件跌幅巨大具备布局超跌反弹的性价比，此外具备强催化的 α 方向如农产品链亦可关注。

● 市场观点：保持耐心，勿失信心

市场热点 1：如何理解美联储 10 月议息会议纪要传递的信号？

美联储 10 月议息会议纪要整体释放偏鹰信号，一致认为通胀压力广泛且经济增长和就业市场表现均具有韧性，委员会内部进一步加息倾向较为明确。叠加近日美联储官员表态普遍偏鹰，市场对 12 月加息 25BP 已形成较强预期，但考虑到部分官员明确提出加息 50BP 或后续连续加息的可能性，12 月加息幅度仍存在上修空间，加息幅度和次数预期升温也是近期扰动海内外市场的重要因素。年内最后一次议息会议将在北京时间 12 月 10 日凌晨揭晓，在此前美国 11 月就业数据将成为观察美联储本次加息力度的重要事件。

● 行业配置：AI 硬件具备布局反弹的性价比

配置热点 1：近十年看，纳指大跌后如何才能反弹？

2016 年以来纳指 4 次大跌，大致可分为 3 种情形。一是快速下跌，短时间出清，如 2020 疫情，突发事件导致市场极度悲观预期下的流动性挤兑，随后政策全力兜底，回调压力一次性释放后进入反弹；二是下跌 2-4 个月，属于政策冲击型与紧缩恐慌型，随后在导致回调的政策出现明确缓和信号后纳指才开始反弹；三是长期下跌，持续 1 年左右，通胀高企，利率大幅抬升，导致估值和盈利同时回落，需反复磨底，开启反弹的原因在于，加息预期出现边际缓和以及企业盈利或技术出现重要的积极催化。整体来看，政策支撑或导致调整的扰动因素缓和是止跌的重要条件。而本次 10 月以来调整主要源于美联储加息预期扰动叠加 AI 叙事恶化，因此加息预期扰动或 AI 叙事缓和将是美股反弹的重要观察因素。

● 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；AI 产业发展叙事进一步恶化；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。

相关报告

1.策略周报《超跌反弹虽有波折但并未结束》2026-11-15

2.策略周报《反弹已至，坚定信心》2026-11-08

3.策略月报《超跌反弹 — 2026 年 11 月 A 股市场研判及配置机会》2026-11-01

正文目录

1 市场观点：保持耐心，勿失信心 3
1.1 市场热点：如何理解美联储 10 月议息会议纪要传递的信号？ 3
2 行业配置：AI 硬件具备布局反弹的性价比 4
2.1 配置热点：近十年看，纳指大跌后如何才能反弹？ 4
2.2 AI 硬件具备布局反弹的性价比 8
风险提示： 9

图表目录

图表 1 2018 年纳指走势 5
图表 2 2020 年纳指表现 6
图表 3 2022 年至 2023 年期间纳指表现 7
图表 4 2025 年纳指走势 8

1 市场观点：保持耐心，勿失信心

1.1 市场热点：如何理解美联储 10 月议息会议纪要传递的信号？

我们的观点：美联储 10 月议息会议纪要整体释放偏鹰信号，一致认为通胀压力广泛且经济增长和就业市场表现均具有韧性，委员会内部进一步加息倾向较为明确。叠加近日美联储官员表态普遍偏鹰，市场对 12 月加息 25BP 已形成较强预期，但考虑到部分官员明确提出加息 50BP 或后续连续加息的可能性，12 月加息幅度仍存在上修空间，加息幅度和次数预期升温也是近期扰动海内外市场的重要因素。年内最后一次议息会议将在北京时间 12 月 10 日凌晨揭晓，在此前美国 11 月就业数据将成为观察美联储本次加息力度的重要事件。

美联储 10 月议息会议虽维持利率不变，但会议纪要整体释放出偏鹰信号：

①通胀方面，价格上涨压力呈现广泛性，通胀风险整体偏向上行。会议纪要显示，大多数与会者认为通胀仍处于较高水平，能源价格高企仍是当前通胀压力的重要原因。同时，AI 基础设施建设带动相关产品需求持续超过供给能力，推动科技类消费品价格上涨，且价格上涨压力正逐步向更广泛的商品和服务领域扩散，通胀风险整体偏向上行。

②经济方面，美国经济增长仍具韧性，劳动力市场保持相对稳定，经济与就业状况尚未对加息形成明显约束。会议纪要中对美国经济活动的判断总体积极，与会者普遍认为，美国经济活动继续保持强劲扩张势头，稳健的居民消费支出和强劲的企业固定资产投资为经济增长提供支撑。劳动力市场总体稳定且接近充分就业，失业率仍处于较低水平。经济增长和就业市场表现均具有韧性，尚未对进一步收紧货币政策形成明显制约。

③货币政策方面，尽管 10 月议息会议维持利率不变，但委员会内部进一步加息的倾向较为明确。10 月议息会议以 10:2 的投票结果维持联邦基金利率目标区间在 3.75%-4.00%，其中 Lisa Cook 和 Beth Hammack 两位委员主张当次加息 25BP。会议纪要显示，支持当次加息的部分与会者认为，当前政策立场的限制性仍然不足，若推迟加息，可能导致高通胀进一步固化，甚至迫使美联储未来采取幅度更大、对经济扰动更强的紧缩措施。更值得关注的是，几乎所有与会者均认为，在基准情形下，后续仍有必要进一步提高政策利率；另有两位与会者提出，若后续通胀数据表现不佳，下一次会议可以考虑加息超过 25BP。由此来看，委员会内部进一步加息的倾向较为明确。

④近日美联储官员表态偏鹰，进一步加息的政策信号持续强化，但加息幅度和节

奏仍存在分歧。纽约联储主席威廉姆斯 11 月 17 日表示，后续仍有必要进一步加息以推动通胀回归 2%目标，但当前无需采取过于激进的政策行动，更倾向于渐进式收紧。美联储理事沃勒 11 月 18 日则释放更为激进的信号，主张 12 月加息 50BP，或在加息 25BP 的同时明确释放 2027 年继续加息的信号。费城联储主席保尔森 11 月 20 日表示，不排除连续多次加息的可能性，但强调应采取审慎、渐进的方式推进。**整体来看，美联储官员近期表态均释放偏鹰信号，12 月进一步加息的预期持续强化。**CME Fed Watch **显示 12 月美联储加息 25BP 概率约为 86%，市场基本形成 25BP 加息的基准预期。但考虑到当前通胀水平仍远高于政策目标，且价格上涨压力呈现广泛性，叠加部分官员已明确提出加息 50BP 或后续连续加息的可能性，12 月加息幅度仍存在上修空间。**后续 12 月议息会议前公布的美国 11 月就业数据也将成为判断美联储政策路径的重要观察窗口。

近期 APEC 会议期间，中俄美三国元首实现历史性首次会晤，大国沟通与合作释放积极信号，有助于稳定外部环境、提振市场信心。11 月 19 日，习近平主席同俄罗斯总统普京、美国总统特朗普在深圳举行三方会晤，这是中俄美三国元首历史上首次面对面会晤。习近平主席指出，“大国和则世界安，大国斗则世界乱”，强调三国应坚持相互尊重、和平共处、合作共赢和对话协商；普京表示，“捍卫《联合国宪章》宗旨、维护国际和平是三国共同责任”；特朗普则称，“今天我们创造了历史”，并强调三方应共同防止核扩散、维护世界和平稳定。会后，三国发表《中俄美元首和平宣言》，并就乌克兰危机、中东局势及防止核扩散等问题交换意见。整体来看，此次会晤有助于增进大国间沟通、管控分歧，为后续经贸合作和国际关系稳定创造积极条件，外部不确定性有望得到一定控制，对市场风险偏好形成一定支撑。

2 行业配置：AI 硬件具备布局反弹的性价比

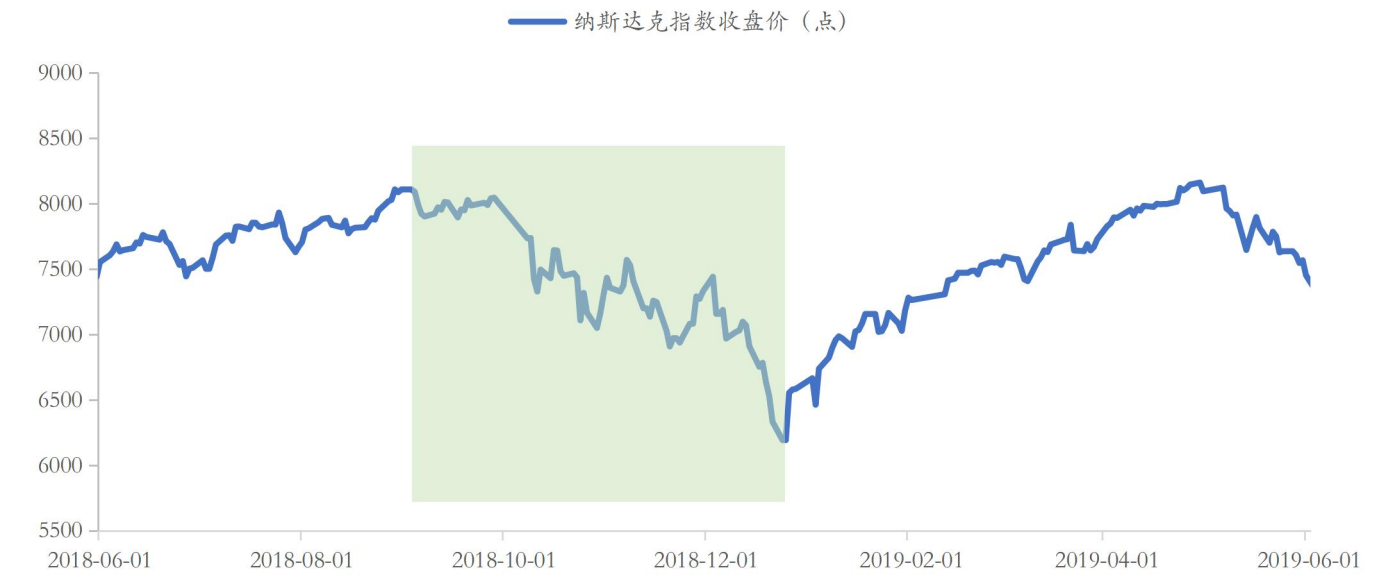
2.1 配置热点：近十年看，纳指大跌后如何才能反弹？

我们的观点：2016 年以来纳指 4 次大跌，大致可分为 3 种情形。一是快速下跌，短时间出清，如 2020 疫情，突发事件导致市场极度悲观预期下的流动性挤兑，随后政策全力兜底，回调压力一次性释放后进入反弹；二是下跌 2-4 个月，属于政策冲击型与紧缩恐慌型，随后在导致回调的政策出现明确缓和信号后纳指才开始反弹；三是长期下跌，持续 1 年左右，通胀高企，利率大幅抬升，导致估值和盈利同时回落，需反复磨底，开启反弹的原因在于，加息预期出现边际缓和以及企业盈利或技术出现重要的积极催化。整体来看，政策支撑或导致调整的扰动因素缓和是止跌的重要条件。而本次 10 月以来调整主要源于美联储加息预期扰动叠加 AI 叙事恶化，因此加息预期扰动或 AI 叙事缓和将是美股反弹的重要观察因素。

2018 年 9 月 4 日至 2018 年 12 月 24 日期间，纳指下跌 23.6%，持续 3.5 个月，美联储在 12 月完成年内第四次加息，联邦基金目标利率上限于 2018 年内连升四次，每次加息 25BP，总计抬升 100BP 至 2.5%，并持续缩表至 2018 年 10 月，达到月上限 500 亿美元，市场担心过度紧缩导致衰退。同时中美贸易摩擦升级，9 月 24 日起美国对 2000 亿美元中国商品加征 10%关税，全球增长预期下调。本轮基本面并未恶化但估值被快速压缩，属于流动性及政策恐慌下导致的回调。

反弹始于 2018 年年末至 2019 年年初，2019 年 1 月 4 日鲍威尔公开转鸽，明确"对加息保持耐心、灵活"，市场加息路径预期得到反转，2019 年内美联储并未再次加息反而于 2019 年 8 月开启降息周期。同时于 2018 年 12 月初，中美贸易磋商达成阶段性共识，双方同意停止升级关税等贸易限制措施，不再提高现有关税税率，也不对其他商品出台新的加征关税措施。数据面上，非农就业强劲、通胀回落，"软着陆"叙事取代"衰退"叙事，市场风险偏好得到修复。本轮反弹主要来自于政策表态的转向。

图表 1 2018 年纳指走势



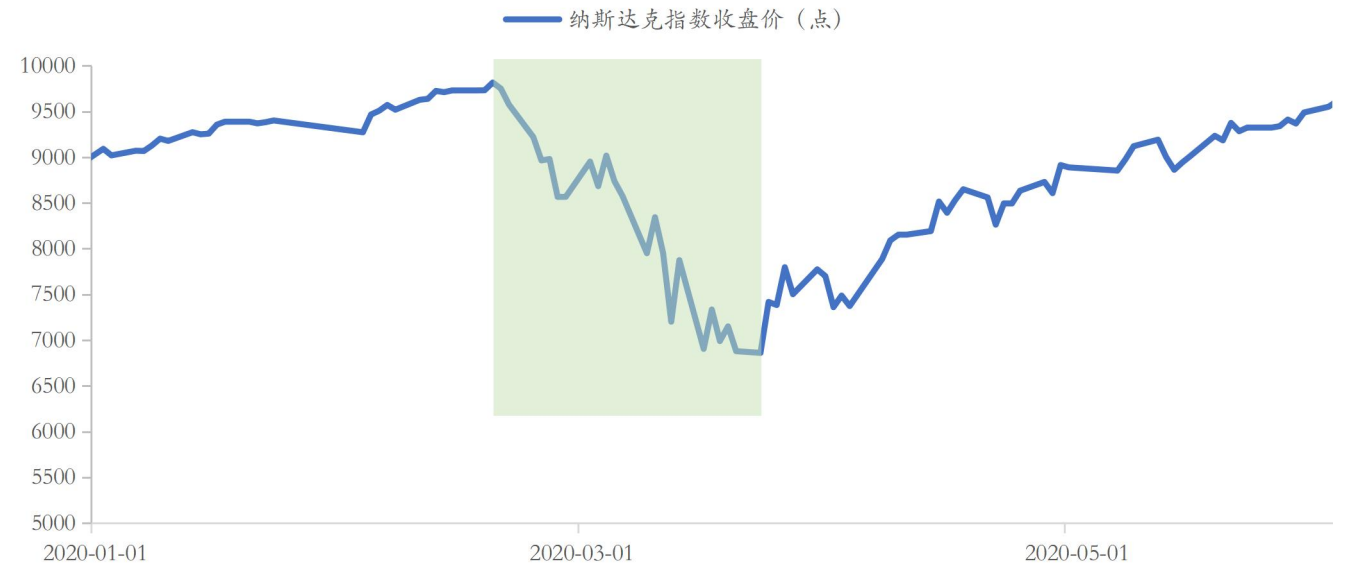
资料来源：Wind，华安证券研究所。

2020 年 2 月 20 日至 2020 年 3 月 23 日期间，纳指下跌 30.1%，持续 1 个月左右。2020 年初新冠疫情出现大规模扩散，3 月 11 日 WHO 宣布全球大流行，全球多数经济体开始进入停工停产状态。经济预期极度悲观情形下，通缩与衰退恐慌加剧，市场抛售换取现金，美债、黄金等传统避险资产同步下跌，信用利差飙升。流动性挤兑与被动去杠杆的连锁反应导致权益市场加速下跌。

政策全面介入是 V 型反转的核心。2020 年 3 月 15 日美联储紧急降息至零并重启 7000 亿美元 QE，3 月 23 日美联储宣布"无限量 QE"，并首次动用一级、二级市场

公司债工具直接购买信用资产，美联储通过设立多种紧急融资工具，直接向企业债、商业票据、市政债等信用市场提供资金支持，突破了传统“最后贷款人”只救助银行的边界。3 月 27 日《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》签署，约 2.2 万亿美元 CARES 法案落地，含居民直接发钱与薪资保护计划。随后美元指数回落、信用利差收窄。前期外生冲击后，政策开始全力兜底，3 月底纳指开始企稳并开启反弹。

图表 2 2020 年纳指表现

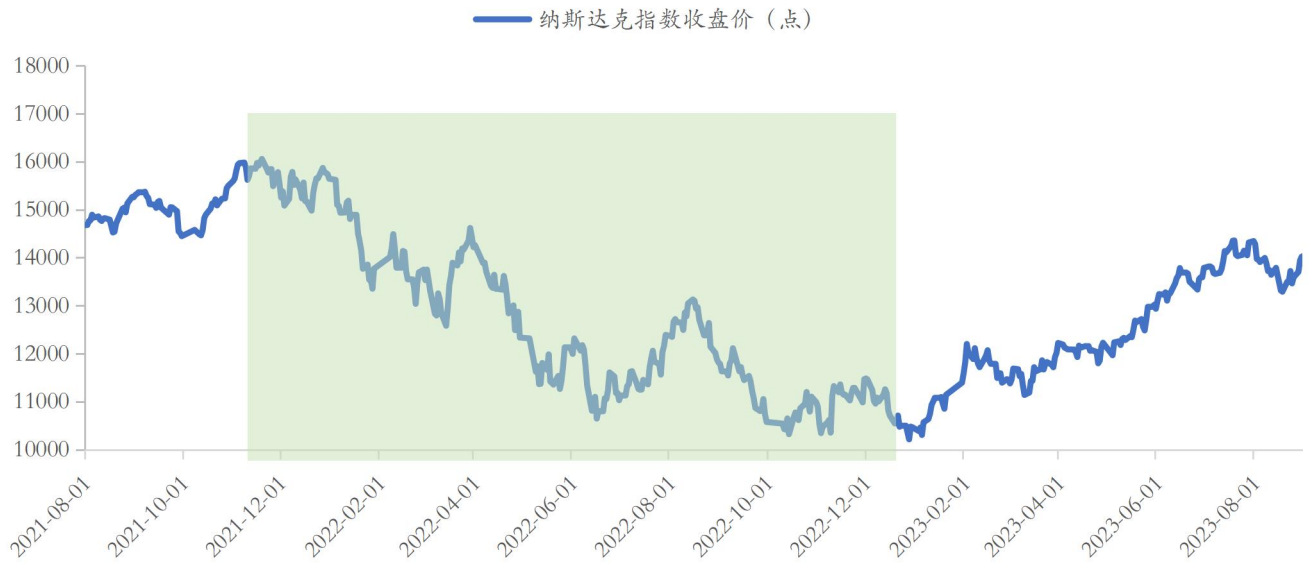


资料来源：Wind，华安证券研究所。

2021 年 11 月 22 日至 2022 年 12 月 28 日期间，纳指下跌 36.4%，持续 13 个月左右，是近十年最深、耗时最长的一轮，估值与盈利预期双杀。受疫情期间政策极度宽松、流动性扩张以及俄乌冲突大幅推高能源价格影响，美国 CPI 在 2022 年 6 冲至 9.1%创 40 年新高。为对抗通胀，美联储在 2022 年 3 月至 2023 年 3 月期间，1 年时间内加息 450BP，为 40 年最快，并同步缩表。同时 Meta、Amazon 等相继大规模裁员，盈利预期持续下修。本轮纳指下跌呈慢而反复特征，自 2021 年 11 月 22 日至 2022 年 3 月 14 日期间，纳指跌破 20%进入技术性熊市，真正底部却出现在 12 月 28 日，持续 401 个自然日。

市场对激进加息出现缓和预期，CHATGPT 引发新一轮科技升级预期。2022 年下半年美国通胀持续回落，市场逐步开始交易"加息终点"，2022 年 12 月 15 日美联储加息 50BP，较前期单次加息 75BP 的幅度有所回落，市场预期美联储加息节奏出现二阶导变化并有望逐步停止加息，同时于 2022 年 11 月 30 日，OpenAI 发布 ChatGPT，新一轮科技行情预期再起，AI 成为核心驱动，2023 年 3 月硅谷银行危机进一步强化了"停止加息"预期，5 月美联储完成最后一次加息，随后步入降息周期。

图表 3 2022 年至 2023 年期间纳指表现

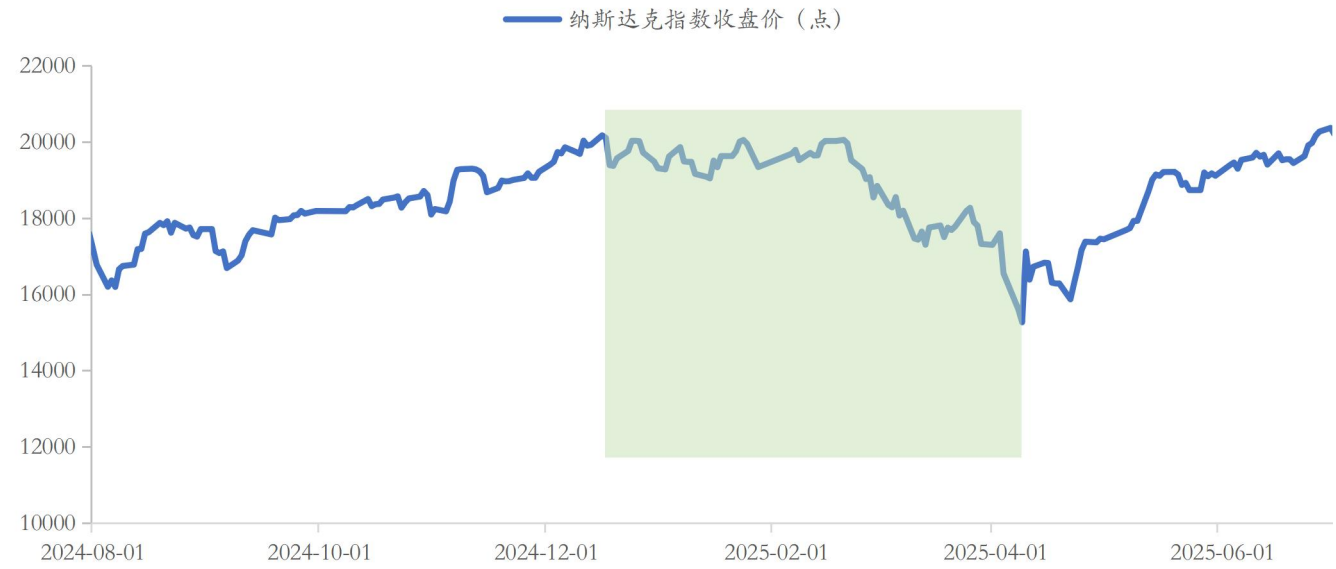


资料来源：Wind，华安证券研究所。

2024 年 12 月 17 日至 2025 年 4 月 8 日期间，纳指下跌 24.3%，持续 3 个半月左右，属于政策冲击叠加美元资产信用动摇导致的下跌。由于特朗普赢得总统选举后，市场开始对其关税政策的不确定性出现担忧。2025 年 4 月 2 日特朗普宣布"对等关税"，中方开始强硬反制。恐慌急剧升温，美元、美债、美股同步下跌，反映对美元资产信用的动摇。

4 月 9 日特朗普宣布暂停多数高额对等关税 90 天，TACO 交易初现，纳指单日上涨约 12.2%、标普 500 单日上涨 9.5%创 2008 年以来最大单日涨幅，政策急转弯成为底部触发点。随后 5 月中美日内瓦会谈达成阶段性缓和、美英贸易协议推进，不确定性再度消退，纳指进入持续上涨行情。

图表 4 2025 年纳指走势



资料来源：Wind，华安证券研究所。

2.2 AI 硬件具备布局反弹的性价比

AI 叙事继续恶化，微观流动性延续负反馈，11 月第 3 周海内外市场情绪快速走低，主要经济体股指纷纷大幅下跌。行业层面，涨少跌多，除避险红利类资产和少数消费白马小幅上涨外，其余板块整体大跌，尤其 AI 产业链和受美联储加息预期扰动的有色金属领跌。**当前市场同时面临外部风险扰动和内部微观流动性负反馈双重抑制，风险偏好弱势低迷，若市场欲止跌反弹，亦需此二者因素改善。展望后市，此二者因素迎来重要观察节点。海外方面，AI 蓄势变化叠加加息预期扰动，10 月以来纳指、标普 500、道琼斯三大指数最大跌幅分别超过了 18%、12%、10%，该幅度已经够及阶段性调整的历史区间上限，情绪快速释放后美股能否止跌回稳值得观察。国内方面，7 月以来已经发生数次微观流动性负反馈，政策能否采取措施切断负反馈也值得跟踪。配置思路上，7 月以来避险红利资产在风格切换推动下持续新高，但从其本身股息率支撑来看，性价比已然不足，因此当下加码红利或非良策。而 AI 产业链尤其硬件已出现巨大跌幅，当前内外扰动因素仍在，短期波动剧烈、弱势犹存，但若海内外因素一旦缓解、反弹可能随时到来。且若反弹到来，此前超跌 AI 硬件端有望成为弹性最大方向。当下位置看超跌的 AI 硬件端具备坚守和布局性价比。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时机，若海内外扰动因素缓解，超跌反弹有望与尾声加速上涨共振。

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；AI 产业发展叙事进一步恶化；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。