东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宏观周报 20261122

AI 链全球清算的外溢与承接再检验

2026 年 11 月 22 日

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003
luzhe@dwzq.com.cn
证券分析师 唐遥衍
执业证书：S0600524120016
tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《大浪与潜流：条件式渐进修复——政策、盈利、筹码三重确认下的 2027 年 A 股年度展望》

2026-11-17

《通胀隐含油价预期偏乐观，加息仍有升温空间——海外周报 20261116》

2026-11-16

【模型研判】

- 截至 11 月 20 日，低频月度宏观模型 11 月分数为-2 分，历史上该分数出现后万得全 A 指数后续一个月上涨概率 28.57%、平均涨跌幅-2.09%；高频日度模型近 5 个交易日信号在-4 至 4 之间波动、周内先高后低；技术择时端科创 50 指数出现“局部底、左侧信号 2”（风险度处于低位的超跌信号，存在一定概率回踩）。

【本周复盘】

- 本周（11 月 16 日—11 月 20 日）A 股在外围 AI 链清算冲击下缩量下行、周五加速：周一低开震荡（上证指数-0.87%），周二半导体链独立反弹（科创 50 指数盘中涨逾 3%），周三、周四维持分化韧性（科创 50 指数分别+2.20%、+1.83%），周五在隔夜外盘拖累下跳空加速下行（上证指数-1.23%、险守 3500 点），全周万得全 A 指数下跌 6.39%。
- 结构上呈“权重抗跌、小盘出清”的二元定价极值：银行上涨 3.16%、上证红利指数上涨 1.63%，沪深 300 指数仅下跌 1.54%，而中证 2000 指数下跌 13.68%、万得微盘股指数下跌 15.47%，国证大盘价值指数与巨潮小盘成长指数的周内收益差约 12 个百分点、为年内之最。海外与跨资产呈“股债金同向重估”：费城半导体指数单周下跌 17.13%、标普 500 指数下跌 8.61%，伦敦金现下跌 8.91%至 3534.64 美元/盎司，10 年期美债收益率下行约 23 个基点至 4.92%。
- 资金面呈“两融去化、ETF 大额承接”的对向结构：两融余额自 11 月 12 日高点回落约 640 亿元至 22097.71 亿元，周五 ETF 资金整体净流入 899.25 亿元、创 2025 年 4 月 8 日以来最高。事件方面，10 月国民经济数据发布（规上工业增加值+4.8%、社零+0.4%）、11 月 LPR 连续第 18 个月持稳，APEC 深圳峰会与中俄美元首会晤发表《中俄美元首和平宣言》。

【下周展望】

- 下周（11 月 23 日—11 月 27 日）进入 FOMC 前哨表态密集期，11 月 26—27 日为美国感恩节假期（薄流动性放大波动）、11 月 27 日为本报告框架的周度核验日、11 月 30 日中国 11 月 PMI 验证基本面；《和平宣言》在能源供应与关税衔接上的后续跟进共同构成事件窗口。
- 核心矛盾为“AI 清算的止跌检验 vs 内部承接的持续性”：外部跟踪“费城半导体指数—英伟达—AI 融资窗口”三级链（费城半导体指数站回 9000 点且英伟达止跌回稳为清算降级信号）；内部以 ETF 净流入连续性、两融去化斜率、成交能否稳定在 1.3 万亿元上方为承接成色的三个读数。本周已出现两项正向读数（美债收益率回落约 23 个基点、ETF 净流入创 2025 年 4 月 8 日以来最高），修复条件正在累积，若两者同向改善则区间回归、超跌成长端具备技术性修复条件。

【中期观点】

- 三阶段框架更新：阶段一“调整磨底”已完成；阶段二本周的快速回撤一次性释放了估值与情绪压力，区间框架重估为万得全 A 指数 5000—5500 点、上证指数 3450—3700 点的宽幅震荡带；阶段三“布局窗口”（12 月—次年 1 月）临近，起点条件为“AI 清算止跌+承接工具延续”。当前正向读数正在累积：AI 融资窗口尚未关闭、美债收益率回落约 23 个基点、ETF 承接创纪录、超跌端左侧信号再现——“超跌成长修复+低波内需接力”的赔率优于继续减配。

【基金配置】

- 组合层面出现一处值得关注的边际变化：量化组合 V2 由上期“通信 1 只+银行 2 只+电力 1 只+30 年国债 1 只”的低波防御结构，切换为“通信+黄金股+有色金属+卫星+中韩半导体”，弹性仓位占比由 1/5 升至 5/5、防御与债券资产全部退出——模型的弹性仓位在提高，指向其对下周的判断由防御优先转向“不妨稍微乐观一点”。

【风险提示】

- 1）模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的事件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 本周市场复盘 4
1.1. 行情复盘 4
1.2. 资金复盘 6
1.3. 事件复盘 6
1.4. 拥挤度与风险度 8
2. 模型展示 9
2.1. 大盘指数宏观模型结果展示 9
2.2. 各大指数技术分析模型结果展示 10
2.2.1. 主要宽基指数模型结果展示 10
2.2.2. 风格指数模型结果展示 11
2.2.3. 申万一级行业指数模型结果展示 12
3. 市场观点与结构判断 13
3.1. 下周核心矛盾与事件优先级 13
3.2. 结构判断 14
3.3. 关键观察窗口与触发条件 15
4. 中期展望 16
4.1. 中期路径与阶段推演 16
4.2. 市场核心逻辑主线 17
4.3. 分品种分阶段配置 18
4.4. 情景假设与触发条件 18
5. 基金配置建议 19
6. 风险提示 20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 2026 年 11 月 20 日主要宽基指数风险趋势模型综合图.....11
图 2: 2026 年 11 月 20 日风格指数风险趋势模型综合图.....12
图 3: 2026 年 11 月 20 日申万一级行业指数风险趋势模型综合图.....13

表 1: 主要指数周度表现（2026 年 11 月 13 日收盘至 2026 年 11 月 20 日收盘）.....4
表 2: 申万一级行业周度涨跌（2026 年 11 月 13 日收盘至 2026 年 11 月 20 日收盘）.....5
表 3: 海外关键品种周度表现（2026 年 11 月 13 日至 2026 年 11 月 20 日）.....5
表 4: 资金面核心指标（2026 年 11 月 13 日—2026 年 11 月 20 日）.....6
表 5: 关键事件时间线（2026 年 11 月 16 日—2026 年 11 月 21 日）.....8
表 6: 主要指数与行业拥挤度（风险度 TR，2026 年 11 月 13 日→2026 年 11 月 20 日）.....9
表 7: 万得全 A 指数低频月度宏观模型结果（2026 年 11 月）.....10
表 8: 万得全 A 指数高频日度宏观模型结果（2026 年 11 月 16 日-2026 年 11 月 20 日）.....10
表 9: 关键日历（2026 年 11 月 23 日—12 月 9 日）.....14
表 10: 结构信号与关注度汇总（截至 2026 年 11 月 20 日）.....15
表 11: 中期观点变化对照（2026 年 11 月 14 日至 2026 年 11 月 21 日）.....17
表 12: 分品种分阶段结构观察表（2026 年 11 月—次年 1 月）.....18
表 13: 情景假设与触发条件（2026 年 11 月—次年 1 月）.....19
表 14: 后续一周主观方向 ETF 推荐（基金重仓股报告期为 2026 年 9 月 30 日）.....20
表 15: 后续一周量化方向 ETF 推荐（基金重仓股报告期为 2026 年 9 月 30 日）.....20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 本周市场复盘

1.1. 行情复盘

本周大势是“外部 AI 清算主导的缩量下行、周五加速”的组合：周一（11 月 16 日）低开震荡，算力硬件与 CPO 链大幅走低、银行股逆势创新高；周二（11 月 17 日）宽幅震荡，半导体链独立反弹（科创 50 指数盘中涨逾 3%）；周三（11 月 18 日）探底回升；周四（11 月 19 日）小幅调整、光刻机链延续活跃；周五（11 月 20 日）在隔夜外盘大幅回落拖累下跳空加速下行，上证指数盘中低点 3500.83 点、险守 3500 点关口，全市场超 5200 只个股下跌、成交回升至 1.43 万亿元。全周万得全 A 指数下跌 6.39%收于 5194.02 点。

指数层面呈“权重抗跌、小盘出清”的分层结构：大盘与红利宽基的跌幅显著小于中小盘与微盘股，上证 50 指数、上证红利指数与中证红利指数是主要指数中仅有的正收益品种；科创 50 指数周中一度连涨三个交易日、周五补跌；港股回调更深，恒生指数与恒生科技指数跌幅居前。

表1：主要指数周度表现（2026 年 11 月 13 日收盘至 2026 年 11 月 20 日收盘）

指数	周涨跌	说明
上证指数	−2.77%	收于 3533.79 点，周五盘中低点 3500.83 点
深证成份指数	−6.49%	收于 10256.39 点
创业板指数	−8.82%	收于 2212.13 点，周一单日下跌 4.37%
科创 50 指数	−3.80%	收于 1231.09 点，周二至周四累计约+4.7%后周五补跌
科创 100 指数	−13.79%	收于 1220.18 点
沪深 300 指数	−1.54%	收于 3954.57 点，权重与红利贡献缓冲
上证 50 指数	+0.39%	收于 2785.92 点，全周收涨（另两只收涨的是上证红利、中证红利指数）
中证 500 指数	−7.11%	收于 6006.08 点
中证 1000 指数	−11.15%	收于 5648.63 点，周五单日下跌 4.89%
中证 2000 指数	−13.68%	收于 2351.93 点，小盘端出清
北证 50 指数	−13.29%	收于 759.90 点
万得全 A 指数	−6.39%	收于 5194.02 点，周五单日下跌 2.78%
万得微盘股指数	−15.47%	收于 453830.51 点，全市场跌幅最深一档
上证红利指数	+1.63%	收于 3324.75 点，防御属性兑现
中证红利指数	+0.34%	收于 5529.78 点
恒生指数	−5.19%	收于 22410.80 点
恒生科技指数	−7.92%	收于 3511.14 点，周内显著调整

数据来源：Wind，东吴证券研究所

板块层面，申万一级行业“七涨二十四跌”：银行、食品饮料、家用电器、非银金融等防御与内需方向逆势收涨，成长与制造端普遍承压，传媒、机械设备、通信跌幅居前。主题上“红利类债券化”与“AI 下游退潮”并行——建设银行、工商银行、中国银行、长江电力等周五盘中创历史新高，AI 漫剧、影视院线连续回落、多股跌停。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表2：申万一级行业周度涨跌（2026 年 11 月 13 日收盘至 2026 年 11 月 20 日收盘）

涨幅最高的前八行业	周涨跌	涨幅最低的前八行业	周涨跌
银行	+3.16%	传媒	-15.25%
食品饮料	+1.07%	机械设备	-11.92%
家用电器	+0.87%	通信	-11.75%
非银金融	+0.61%	国防军工	-11.23%
交通运输	+0.36%	综合	-10.86%
煤炭	+0.31%	有色金属	-10.52%
公用事业	+0.24%	商贸零售	-9.59%
石油石化	-0.36%	计算机	-9.55%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外与跨资产的核心叙事是“全球 AI 链清算的时区接力”与“股债金同向重估”：周五费城半导体指数单日下跌 10.73%、英伟达全周下跌约 23%，亚太与欧洲主要股指同步调整（台湾加权指数创 1991 年以来最差单周）；跨资产上，10 年期美债收益率下行约 23 个基点，伦敦金现一周内连续失守四道整数关口，比特币跌破 60000 美元。

表3：海外关键品种周度表现（2026 年 11 月 13 日至 2026 年 11 月 20 日）

品种	周涨跌	收盘/读数	说明
标普 500 指数	-8.61%	6910.39	全周大幅下挫、科技端领跌
纳斯达克 100 指数	-10.43%	25028.98	科技端深调
费城半导体指数	-17.13%	8408.59	周五单日下跌 10.73%
CBOE 波动率指数（VIX）	+86.0%	35.89	周五（2026 年 11 月 20 日）盘中一度突破 40、单日上涨 26.2%，创 2025 年 4 月以来最高
伦敦金现	-8.91%	3534.64 美元/盎司	周五低点 3502.98 美元，连续失守四道整数关口
布伦特原油	-3.90%	92.63 美元/桶	周内 92—98 美元区间
WTI 原油	-5.17%	83.98 美元/桶	11 月 20 日单日上涨 0.93%；本周累跌 5.17%、连续第三周下跌
10 年期美债收益率	-23 个基点	4.92%	避险买盘推动、加息定价回吐
美元指数	+0.41%	103.84	周内一度创 18 个月新高
离岸人民币	基本持平	6.6745	对美元大体稳定（11 月 20 日纽约尾盘较前一交易日上涨 189 点）
COMEX 黄金	-8.94%	3539.00 美元/盎司	11 月 20 日单日下跌 3.98%、与伦敦金同步下挫

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2. 资金复盘

本周资金面呈“两融连续去化、ETF 单日大额承接”的对向结构：两市融资余额自 11 月 12 日高点 22738.21 亿元回落至 22097.71 亿元（截至 11 月 17 日、累计回落约 640 亿元），11 月 16 日、17 日单日分别减少 214.10 亿元、186.04 亿元，与“下跌即去化”的短线模式一致；成交层面，万得全 A 指数口径周内日均成交约 1.42 万亿元（上周约 1.67 万亿元），周四低点 13146 亿元、周五回升至 14311 亿元。承接端出现标志性读数：周五（11 月 20 日）ETF 资金整体净流入 899.25 亿元（股票型净流入 919.14 亿元、宽基型净流入 923.63 亿元），创 2025 年 4 月 8 日以来最高纪录，本轮（2026 年 9 月 28 日以来）股票型 ETF 累计净流入已超 6700 亿元。

表4：资金面核心指标（2026 年 11 月 13 日—2026 年 11 月 20 日）

指标	上期（2026 年 11 月 12 日）	本期（2026 年 11 月 17 日）	变化
融资余额（亿元）	22738.21	22097.71	−640.50、较 11 月 12 日高点连续去化
融资余额单日变化（亿元）	—	−214.10（11 月 16 日）/ −186.04（11 月 17 日）	与“下跌即去化”的短线模式一致
融资买入额（亿元）	1733.79	待披露	交易所 T+1 披露口径
日均成交额（亿元，万得全 A 指数口径）	16626	14175	−2451（−14.7%）
单日成交峰值（亿元）	19459（2026 年 11 月 12 日）	14942（2026 年 11 月 16 日）	缩量下行、无放量对冲
稳市工具进展	互换便利第三批券商购入；回购增持再贷款申报超 2000 亿元；2000 亿元买断式逆回购预告（2026 年 11 月 16 日）	11 月 16 日 2000 亿元买断式逆回购落地；隔夜逆回购大额操作（11 月 17 日净投放 2540 亿元、11 月 18 日净回笼 138 亿元）；11 月 20 日 ETF 净流入 899.25 亿元、创 2025 年 4 月 8 日以来最高；年内回购近 1300 家、超 1500 亿元；11 月国债做市支持操作	承接工具由“预告”转向“落地 + 加码”

数据来源：Wind，东吴证券研究所

资金面的天平仍由承接端主导，但两条腿的节奏并不一致：“缩量下行 + 尾盘承接”与上周的“高位缩量”形成镜像——杠杆资金去化斜率尚未放缓、ETF 流入仍以单日脉冲形态出现。承接的连续性（而非单日量级）是下周需要验证的第一读数。

1.3. 事件复盘

本周事件按四条线索展开：其一，全球 AI 链清算的“链条级”外溢——IMF 提示 AI

请务必阅读正文之后的免责声明部分

循环融资规模超 1 万亿美元、约三分之二由债务融资支撑，美银调查显示全球基金大幅砍仓科技股（净超配比例由 37%降至 12%、创 2006 年以来最大单月降幅），周五费城半导体指数单日下跌 10.73%、英伟达下跌超 14%，而 SpaceX 约 440 亿美元 GPU 融资仍完成定价并获超额认购，构成“融资窗口未关、外部风险未出清”的反向组合；其二，国内基本面与政策议程——10 月国民经济数据发布（规上工业增加值同比+4.8%、社零总额同比+0.4%、1—10 月固定资产投资同比−8.1%），11 月 LPR 报价连续第 18 个月持稳，央行隔夜逆回购维持大额操作、11 月 16 日开展 2000 亿元买断式逆回购；其三，外交兑现——APEC 第三十三次领导人非正式会议 11 月 18—19 日在深圳举行，中俄美三国元首会晤并发表《中俄美元首和平宣言》；其四，稳市与监管——证监会回应“要求基金公司上报全部产品 AI 敞口”传言不属实、联合公安部公布 4 起编造传播资本市场虚假信息典型案例，年内上市公司回购近 1300 家、金额超 1500 亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表5：关键事件时间线（2026 年 11 月 16 日—2026 年 11 月 21 日）

日期	事件	市场含义
2026 年 11 月 16 日	中国 10 月国民经济数据发布（规上工业增加值同比+4.8%、社零总额同比+0.4%、1—10 月固定资产投资同比−8.1%、规上工业发电量同比−2.1%）；证监会国际顾问委员会第 23 次会议在沪召开；财政部公布 11 月国债做市支持操作；IMF 提示 AI 循环融资规模超 1 万亿美元、约三分之二由债务融资支撑；A 股算力硬件与 CPO 链大幅走低（中际旭创下跌近 10%、创年内新低）	国内基本面平稳但内需与投资修复斜率待政策接力；外部 AI 融资结构风险进入定价
2026 年 11 月 17 日	央行开展 7140 亿元隔夜逆回购（利率 1.25%）、公开市场净投放 2540 亿元；美银 11 月基金经理调查显示科技股净超配比例自 37%降至 12%、创 2006 年以来最大单月降幅；商务部披露中加经贸磋商成果（豁免措施延长 2 年、钢铝豁免扩大）；沪深两市融资余额回落至 22097.71 亿元	流动性呵护与外部资金行为“劈叉”；杠杆去化与外资减配科技同步
2026 年 11 月 18 日	央行开展 7002 亿元隔夜逆回购、当日净回笼 138 亿元；证监会新闻发言人回应“要求基金公司上报全部产品 AI 敞口”传言不属实；腾讯控股三季度营收 2073.36 亿元（同比+8%）、单季资本开支 814.33 亿元；英伟达发布 2027 财年第三财季业绩（营收 1158 亿美元、同比+103%）	监管预期澄清；科技龙头“业绩兑现与股价清算”并存
2026 年 11 月 19 日	美联储 10 月 FOMC 会议纪要（几乎所有官员认为未来数月进一步加息可能是合适的）；APEC 第三十三次领导人非正式会议 11 月 18—19 日在深圳举行并就亚太共同体建设提出“深圳展望”；中俄美三国元首会晤、发表《中俄美元首和平宣言》；阿里巴巴 2027 财年第二季度净利润 644.20 亿元（同比+213%）	外部利率路径仍偏紧；外交兑现的即期定价权重被链条级清算覆盖
2026 年 11 月 20 日	11 月 LPR 报价公布（1 年期 3.0%、5 年期以上 3.5%、连续 18 个月持稳）；A 股加速下行（上证指数下跌 1.23%、险守 3500 点，全市场超 5200 只个股下跌）；港股恒生科技指数下跌 3.78%、网易绩后下跌 17.60%；南向资金净买入 118.12 亿港元；Apollo 与高盛宣布约 440 亿美元 SpaceX GPU 融资完成定价并获超额认购；银行、红利多股盘中创历史新高	内外承接与清算正面对撞；融资窗口未关、外部风险未出清
2026 年 11 月 21 日	美东 11 月 20 日美股三大股指大幅收跌（标普 500 指数下跌 3.70%、纳斯达克综合指数下跌 5.28%）：费城半导体指数下跌近 11%、英伟达下跌超 14%；10 年期美债收益率报 4.92%（下行 12 个基点）；伦敦现货黄金创约 14 个月新低；比特币跌破 60000 美元；据统计，11 月 20 日 ETF 资金整体净流入 899.25 亿元、创 2025 年 4 月 8 日以来最高纪录	全球 AI 清算的“时区接力”完成；国内承接工具出现标志性读数

数据来源：财联社、华尔街见闻、新浪财经、东方财富、新华社、人民日报等多源快讯（经多源核对），东吴证券研究所整理

1.4. 拥挤度与风险度

拥挤度结构呈“整体低位、成长端超跌与左侧信号再现、防御端拥挤度积累”的镜像特征。万得全 A 指数风险度自 6.43 回落至 0.88（低风险、综合评分 53.88）；成长端出现“超跌 + 左侧信号”组合——创业板指数风险度回落至−2.09（超跌状态）、科创 50 指数风险度 11.33 并升级为“局部底、左侧信号 2”（评分 65.98），与 2026 年 10 月下旬“局

请务必阅读正文之后的免责声明部分

部底右侧信号”的形态构成前兆对应，但在链条级外部冲击未止前，左侧信号的兑现需依赖外部条件配合；防御端拥挤度开始积累——上证红利指数风险度升至 55.57（中风险）、银行风险度 97.31（高风险）；资源端贵金属风险度自 14.69 回落至 5.54。总体上，本周的快速下挫把各类标的风险度普遍压回低位区间、成长端左侧信号再现，估值与情绪的同步压缩为后续修复提供了更厚的安全垫。

表6：主要指数与行业拥挤度（风险度 TR，2026 年 11 月 13 日→2026 年 11 月 20 日）

标的	11-13 风险度	11-20 风险度	方向	状态与信号
万得全 A 指数	6.43	0.88	↓	低风险（评分 53.88；“局部底”信号酝酿）
科创 50 指数	7.93	11.33	↑	低风险（评分 65.98；局部底、左侧信号 2）
半导体	7.75	8.39	↑	低风险（评分 57.93；左侧信号消退）
电子	5.90	2.88	↓	低风险（评分 58.92）
创业板指数	−0.20	−2.09	↓	超跌状态（评分 58.16；未见右侧确认）
沪深 300 指数	5.26	3.26	↓	低风险（评分 62.16）
贵金属	14.69	5.54	↓	低风险（评分 51.04；清算式下跌、动量回落）
证券II	15.64	15.19	→	低风险（评分 63.51）
银行	91.66	97.31	↑	高风险（评分 40.81；拥挤度进一步积累）
上证红利指数	54.99	55.57	↑	中风险（评分 57.40；防御端拥挤度上行）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 模型展示

2.1. 大盘指数宏观模型结果展示

大盘指数宏观模型是从基本面、资金面、国际面、估值面、技术面等五个维度对万得全 A 指数进行打分测算。宏观模型包括低频月度宏观模型和高频日度宏观模型。

低频月度宏观模型更新时间为每个月 1 号。模型分数波动范围为：-10 分~10 分。模型分数大于等于 0 分时，看好下个月万得全 A 指数的收益率表现。

截至 2026 年 11 月 20 日，大盘指数低频月度宏观模型后续 11 月的分数是-2 分，说明模型认为 wind 全 A 指数后续一个月可能为负收益。历史上该分数出现后，后续一个月 wind 全 A 指数上涨概率为 28.57%，平均涨跌幅-2.09%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表7：万得全 A 指数低频月度宏观模型结果（2026 年 11 月）

日期	基本面	资金面	国际面	估值面	技术面	综合信号
2026/11/01	-1.00	1.00	0.00	-1.00	-1.00	**-2.00**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

高频日度宏观模型更新时间为每天早上开盘前。模型分数波动范围为：-10 分~10 分。模型分数大于等于 0 分时，看好下个交易日万得全 A 指数的收益率表现。（注：部分指标，如融资买入额和美国国债利率等，早上开盘前才会更新数据）

截至 2026 年 11 月 20 日，近 5 个交易日大盘指数高频日度宏观模型信号在-4 至 4 之间波动、周内先高后低（11 月 16 日高点 4、11 月 19 日低点-4、11 月 20 日回升至-1），整体表现偏谨慎，说明模型认为指数后续走势仍有待观察。

注：模型更新时，由于 2026 年 11 月 20 日缺少资金面中融资买入额数据（2026 年 11 月 23 日早上开盘前更新），采用了线性外推的方法对融资买入额进行了预估计算。

表8：万得全 A 指数高频日度宏观模型结果（2026 年 11 月 16 日-2026 年 11 月 20 日）

日期	基本面	资金面	国际面	估值面	技术面	综合信号
2026/11/16	3.00	1.00	0.00	-1.00	1.00	**4.00**
2026/11/17	1.00	-1.00	0.00	-1.00	1.00	**0.00**
2026/11/18	1.00	-1.00	-2.00	-1.00	1.00	**-2.00**
2026/11/19	-1.00	-1.00	-2.00	-1.00	1.00	**-4.00**
2026/11/20	1.00	0.00	-2.00	-1.00	1.00	**-1.00**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 各大指数技术分析模型结果展示

技术分析模型，又名风险趋势模型，主要分为两个维度：1、趋势维度；2、风险维度。

模型结果展示的图中，纵坐标为趋势维度，趋势越高，代表价格上涨的动力越强；趋势越低，代表价格向下调整的动力越强。

模型结果展示的图中，横坐标为风险维度，风险度越高，代表价格向下均值回归的力量越强；风险度越低，代表价格向上均值回归的力量越强。

综合评分 =（趋势 +100– 风险）/2。

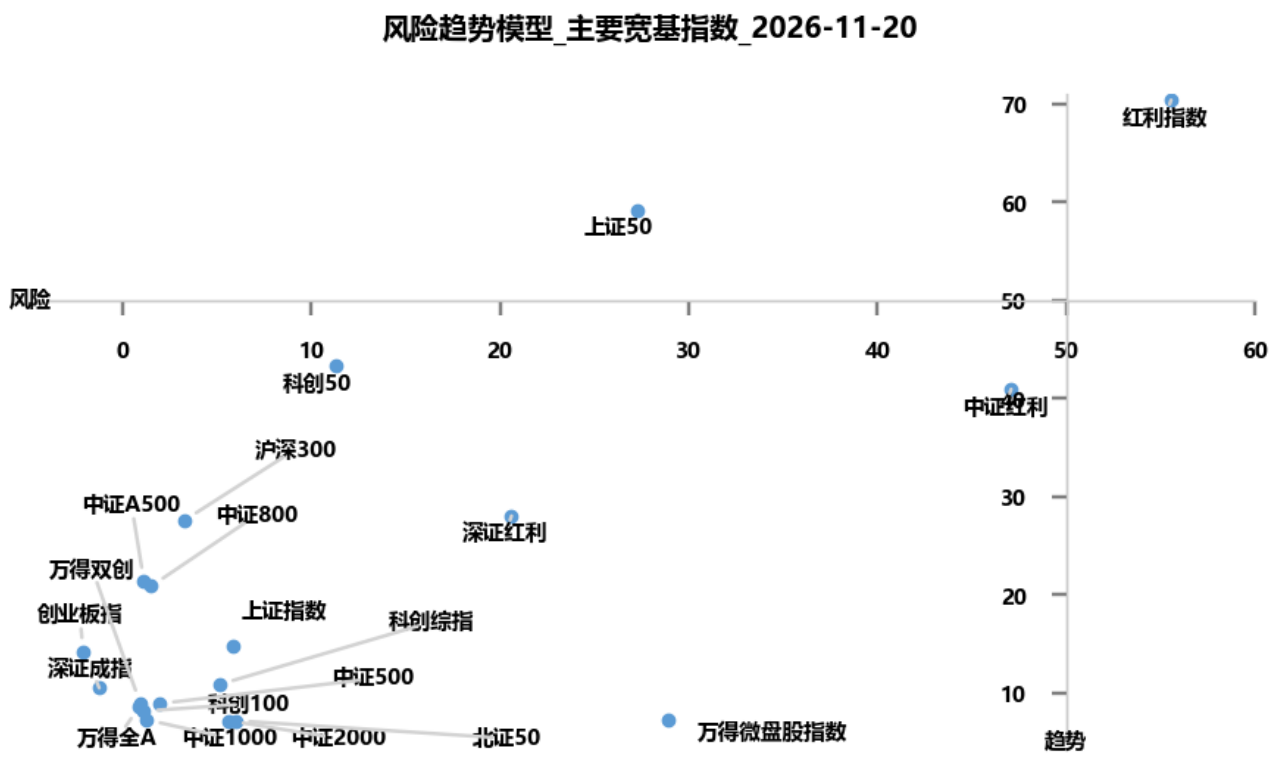
综合评分越高，代表标的值博率越高。

注：模型结果仅代表分析日期当天，标的风险趋势的状态，并不代表对未来涨跌的预测。

2.2.1. 主要宽基指数模型结果展示

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图1：2026 年 11 月 20 日主要宽基指数风险趋势模型综合图

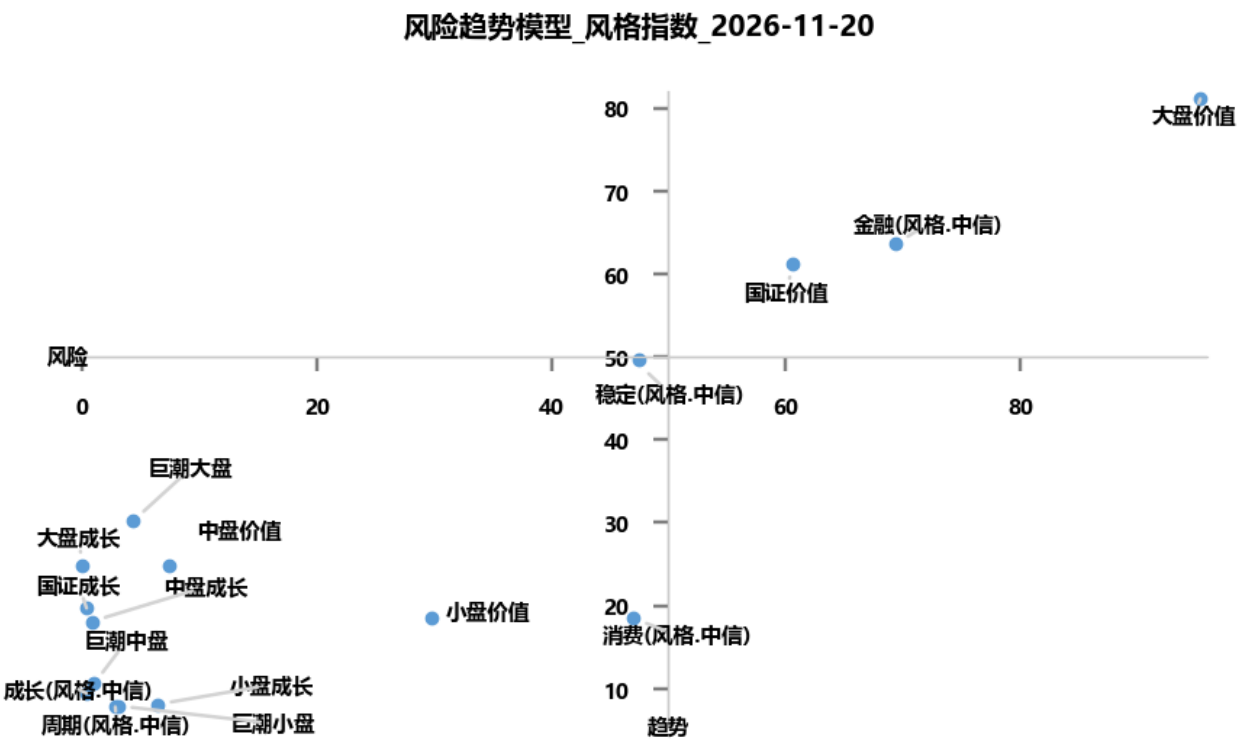


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.2. 风格指数模型结果展示

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：2026 年 11 月 20 日风格指数风险趋势模型综合图

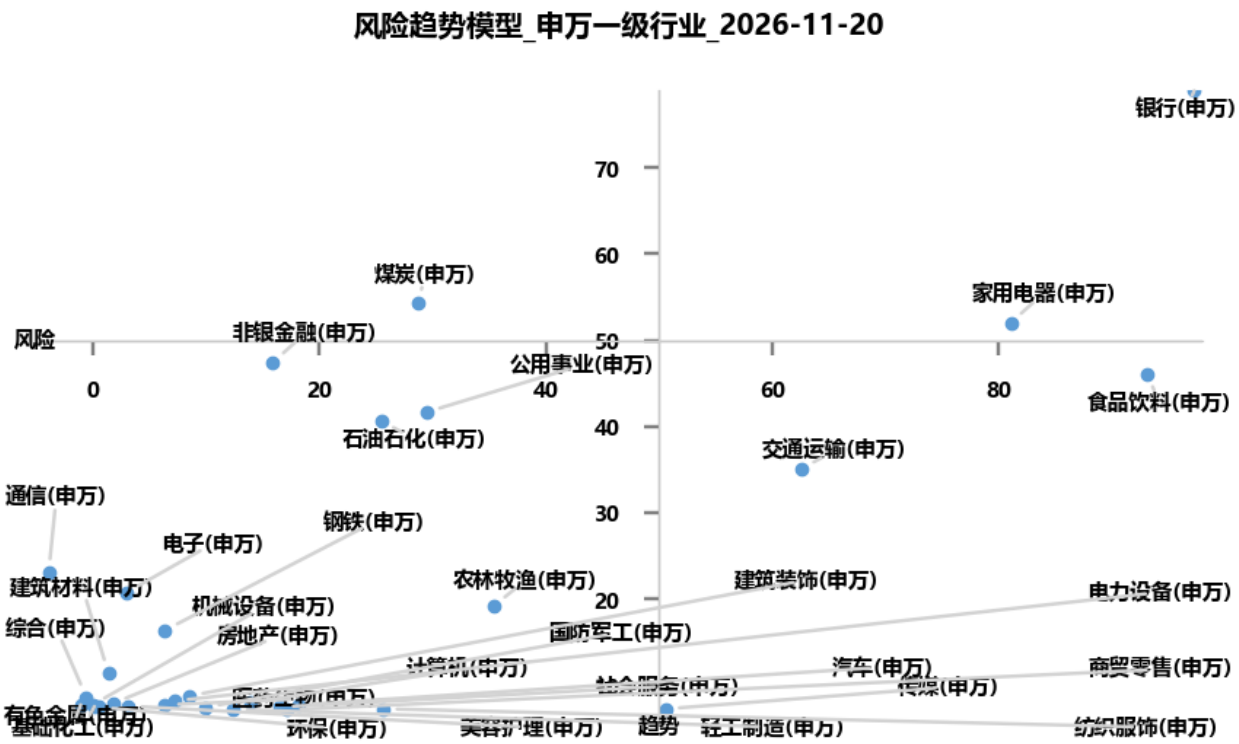


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2.3. 申万一级行业指数模型结果展示

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：2026 年 11 月 20 日申万一级行业指数风险趋势模型综合图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 市场观点与结构判断

3.1. 下周核心矛盾与事件优先级

下周（2026 年 11 月 23 日—11 月 27 日）的核心矛盾为“AI 清算的止跌检验 vs 内部承接的持续性”：外部维度，“融资窗口未关 + 估值消化未止”并存——SpaceX 约 440 亿美元 GPU 融资完成定价并获超额认购（融资未关闭）与费城半导体指数、英伟达的快速下行（风险未出清）构成一组方向相反的信号，跟踪“费城半导体指数—英伟达—AI 融资窗口”三级链（费城半导体指数站回 9000 点且英伟达止跌回稳为清算降级信号，费城半导体指数跌破 8000 点为清算深化信号，出现取消发行或认购不足为链条信用信号）；内部维度，周五 ETF 净流入 899.25 亿元能否形成连续性、两融去化斜率是否放缓、成交能否稳定在 1.3 万亿元上方，是承接成色的三个读数。事件层面呈“政策与假期混合周”特征：11 月 23 日进入 FOMC 前哨表态密集期，11 月 26—27 日为美国感恩节假期（薄流动性放大波动），11 月 27 日为本报告框架的周度核验日，11 月 30 日中国 11 月 PMI 验证基本面。下周的第一观察变量是“外部清算止跌与内部承接延续的赛跑”——本周已

请务必阅读正文之后的免责声明部分

出现两项正向读数（10 年期美债收益率回落约 23 个基点、周五 ETF 净流入 899.25 亿元创 2025 年 4 月 8 日以来最高），修复条件正在累积；若费城半导体指数止跌回稳、ETF 净流入连续两个交易日以上、两融去化放缓，则区间回归、超跌成长端具备技术性修复条件；若清算深化、ETF 流入呈单日脉冲后空白且两融加速去化，则指数下移一个区间带。

表9：关键日历（2026 年 11 月 23 日—12 月 9 日）

时间	事件	关注点
2026 年 11 月 23 日	FOMC 前哨表态密集期	12 月政策路径的前瞻信号
2026 年 11 月 26 日—27 日	美国感恩节假期（26 日休市、27 日半日）	流动性窗口（薄流动性放大波动）
2026 年 11 月 27 日	本周判断周度核验日（AI 清算/承接/成交/两融/科创 50 指数信号）	框架验证窗口
2026 年 11 月 30 日	中国 11 月 PMI	基本面验证
2026 年 12 月 1 日	英伟达管理层人事美国国会听证（以官方日程为准）	AI 链治理不确定性的关键节点
2026 年 12 月 8 日—9 日	美联储 12 月 FOMC 会议	加息路径定价（25 vs 50 个基点讨论）
2026 年 12 月中旬	中央经济工作会议预期窗口	政策定调
持续	AI 融资窗口（SpaceX 等后续份额与新发行）	链条级清算的判别要件

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 结构判断

（1）成长端（超跌修复的条件检验）：科创 50 指数“局部底、左侧信号 2”（评分 65.98）与创业板指数“超跌状态”的组合，在 2026 年的两次先例（5 月、10 月）中均由外部冲击缓和触发右侧信号；观察条件为“费城半导体指数止跌 + 宽基 ETF 承接延续”，本周已出现初步正向读数（美债收益率回落、ETF 承接创纪录），若外部清算继续缓和，超跌端在各方向中的修复弹性居前；若外部清算深化，超跌状态则不具备独立的修复动能。（2）防御端（兑现后的拥挤度管理）：银行与红利相对收益连续兑现、拥挤度上行（上证红利指数风险度 55.57、中风险；银行风险度 97.31、高风险），其角色由单一防御属性转向两端平衡的一端，内部性价比正向低波内需扩散（食品饮料上涨 1.07%、家电上涨 0.87%）——这是结构由“防御独强”向“两端共振”过渡的早期迹象。（3）资源与周期：有色金属下跌 10.52%、贵金属下跌 8.83%，受金属价格回落拖累，观察条件为金属价格企稳（黄金周五低点 3502.98 美元后的企稳信号），资源端超跌修复的弹性大于制造端。（4）跨市场前哨（港股/中概）：恒生科技指数下跌 7.92%、纳斯达克中国金龙指数逼近 2024 年 8 月低位区域，是“中国资产风险偏好”的前哨读数，观察条件为港股与中概先于 A 股企稳（南向资金周五净买入超 118 亿港元）。（5）算力硬件（光模块/先进封装）：链条波动率显著放大（中际旭创、新易盛、天孚通信周内三度切换），观察条件

请务必阅读正文之后的免责声明部分

以“回调缩量+波动率收敛”为前提，观察方向从弹性最大的硬件向稳定性更强的国产算力与存储迁移。

表10：结构信号与关注度汇总（截至 2026 年 11 月 20 日）

方向	拥挤度信号（2026 年 11 月 20 日）	本周表现	结构判断	关注度
算力/半导体（科创 50 指数/半导体）	左侧信号 2（评分 65.98）；半导体风险度 8.39	科创 50 指数−3.80%、半导体−8.34%	超跌+左侧信号、兑现已依赖外部条件	关注（条件式）
算力硬件（光模块/先进封装）	波动率显著放大、情绪极值切换	通信−11.75%、通信设备−14.21%	筹码博弈加剧、等待波动收敛	观察（控制节奏）
防御（银行/红利）	拥挤度积累（银行 97.31、上证红利指数 55.57）	银行+3.16%、上证红利指数+1.63%	兑现后拥挤度管理、转向低波内需	关注（回调再评估）
贵金属（黄金股）	风险度 5.54（低风险）	贵金属−8.83%	清算式下跌、等待价格企稳	观察
煤炭	风险度 28.75（中低风险）	煤炭+0.31%	迎峰度冬与价格传导逻辑	关注
电力设备/光伏	高位回落、拥挤度中性	电力设备−8.34%、光伏设备−11.36%	筹码消化、等待催化	关注度较低
有色金属	风险度−1.10（超跌区间）	有色金属−10.52%	全球定价压制、等待企稳	关注度较低
券商	风险度 15.19（低风险）	证券II+0.06%	工具链执行者+对冲属性	关注
高弹性（万得微盘股指数/北证 50 指数）	万得微盘股指数出清、北证 50 指数偏弱	万得微盘股指数−15.47%、北证 50 指数−13.29%	叙事杠杆出清尚未结束	观察

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 关键观察窗口与触发条件

下周观察框架围绕三个窗口：（1）外部清算窗口（日度）——跟踪“费城半导体指数—英伟达—AI 融资窗口”三级链，降级信号为费城半导体指数站回 9000 点且英伟达止跌回稳，深化信号为费城半导体指数跌破 8000 点，链条信用信号为 AI 融资出现取消发行或认购不足；当前状态为费城半导体指数 8408.59 点（周五单日下跌 10.73%）、英伟达全周下跌约 23%。（2）内部承接窗口（日度）——ETF 净流入连续两日以上、两融去化放缓、成交稳定于 1.3 万亿元上方为“承接有效”三要素；若 ETF 流入呈单日脉冲后空白且两融加速去化，则指数下移一个区间带。（3）事件窗口（11 月下旬）——12 月 FOMC 加息定价的后续演变、中央经济工作会议预期（12 月）、11 月 PMI（11 月 30 日）、《和平宣言》后续跟进（能源供应与关税衔接）。此外新增跨市场前哨窗口（日度）：跟踪台湾加权指数、韩国综合股价指数、日经 225 指数、软银与恒生科技指数在亚太时段的开

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盘方向，若亚太时段率先转暖并连续两个交易日收涨，则外部清算的边际缓和信号成立——这是本周之后最值得期待的转折读数。

（1）波动率条件优先、回调确认为准。成长端（半导体、科创 50 指数）的“局部底、左侧信号 2”提示风险收益比改善，但左侧信号是超跌状态下的信号（风险度处于低位时出现），历史上存在一定概率的回踩，观察条件以“回调缩量 + 波动率收敛”为前提、关注回调确认。（2）外部清算作为核心约束、条件分级跟踪。以“费城半导体指数—英伟达—AI 融资窗口”三级链的分级信号跟踪外部风险状态，条件改善与恶化均以公开数据确认。（3）防御端“兑现后再评估”。银行与红利连续兑现后，其观察角色由单一防御属性转向两端平衡的一端，以回调为再评估形态。（4）流动性与节奏。震荡期的观察以“缩量企稳 + 承接延续”为条件，关注流动性冗余的必要性；事件窗口前后暂缓新增方向性判断。（5）修复条件已在累积。美债收益率回落、ETF 承接出现创纪录读数、AI 融资窗口尚未关闭、超跌端左侧信号再现，四条正向读数同时出现，对应的姿态是“在区间下沿附近逐步提升关注度、以回调为参与形态”，而非在情绪极值处继续减配。

4. 中期展望

4.1. 中期路径与阶段推演

三阶段框架更新：阶段一（2026 年 10 月下旬—11 月上旬）“调整磨底”已完成——万得全 A 指数自 5425 点修复至 5710.23 点高点；阶段二（2026 年 11 月中下旬）进入“外部冲击再定价期”——本周 6.39%的单周回撤快速释放了链条级外部冲击带来的估值与情绪压力，指数一次性回到新的区间带；阶段三（2026 年 12 月—次年 1 月）“布局窗口”（中央经济工作会议、12 月 FOMC、跨年流动性）临近，起点条件为“AI 清算止跌 + 承接工具延续”，而这两项条件本周均已出现正向读数（美债收益率回落约 23 个基点、ETF 承接创 2025 年 4 月 8 日以来最高、AI 融资窗口未关闭）。区间框架重估为宽幅震荡带：万得全 A 指数 5000—5500 点、上证指数 3450—3700 点；向上触发条件为 AI 链止跌 + 承接延续 + 波动率收敛，区间下沿对应当前估值与政策承接的支撑位置。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表11：中期观点变化对照（2026 年 11 月 14 日至 2026 年 11 月 21 日）

维度	上周观点	本期更新	变化
外部约束	外部紧缩深化（美债 5%上方、12 月加息）+AI 链治理重构	外部 AI 链“链条级”清算升级为首要约束（费城半导体指数单周−17.13%）	升级
万得全 A 指数基准区间	维持 5400—5900 点（回调验证中）	下修至 5000—5500 点（宽幅震荡带）	下修
阶段定位	阶段二“修复持续性检验”进行中	进入“外部冲击再定价期”（估值与情绪快速出清）	过渡
原油	90—105 美元区间维持、重心下移	92—98 美元区间（布伦特收 92.63 美元）	微调
黄金	3900—4100 美元区间（利率压制主导期）	下破至 3500 美元附近（清算式下跌）	下修
美债	5.0%—5.3%区间（12 月 FOMC 前）	下破至 4.92%（避险买盘推动）	下修
防御—成长结构	防御动能修复、结构两端平衡	防御兑现+拥挤度积累、成长端超跌待外部条件	整固
波动来源	外部利率冲击+AI 链治理事件	全球 AI 链清算的“时区接力”（亚太→欧洲→美国）	更新

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 市场核心逻辑主线

（1）外部 AI 清算线（本期首要约束，压力释放最快的阶段已过）：以“费城半导体指数—英伟达—AI 融资窗口”三级链跟踪——本周 AI 链的估值溢价被快速压缩，融资窗口仍开放（SpaceX 约 440 亿美元 GPU 融资完成定价并获超额认购）、信用市场未见机构级违约，外部约束的边际压力正在减弱，止跌企稳是后续的主要观察方向。（2）国内承接线：稳市工具链与 ETF 承接构成修复的内生支撑，11 月 20 日 ETF 资金整体净流入 899.25 亿元、创 2025 年 4 月 8 日以来最高，本轮（2026 年 9 月 28 日以来）股票型 ETF 累计净流入已超 6700 亿元，年内回购近 1300 家、超 1500 亿元；衰减信号是 ETF 由净流入转向持续净流出或成交中枢跌破 1.3 万亿元。（3）利率与商品线：10 年期美债收益率回落至 4.92%、周降约 23 个基点，外部利率约束边际缓释；黄金与金属端的快速调整同步压缩了资源端拥挤度，为后续修复腾出空间。（4）结构收敛线：国证大盘价值指数与巨潮小盘成长指数的收益差达年内极值（约 12 个百分点），“分化极值的均值回归”将成为 12 月结构行情的主要动力源之一，触发条件同样是外部清算收敛。（5）底部信号线：科创 50 指数出现“局部底、左侧信号 2”（评分 65.98）、创业板指数处于超跌状态；该信号为超跌状态下的信号（风险度处于低位），历史上存在一定概率回踩，但其兑现条件（外部缓和+承接延续）本周已现两项正向读数。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4.3. 分品种分阶段配置

表12：分品种分阶段结构观察表（2026 年 11 月—次年 1 月）

品种/方向	阶段一（11 月上旬·已收官）	阶段二（11 月中下旬）	阶段三（12 月—次年 1 月）	结构要点
超跌成长（半导体/科创 50 指数）	关注（右侧确认）	关注（左侧信号 2）	关注度中性	左侧转右侧依赖外部清算收敛
算力硬件（光模块/先进封装）	关注（跟踪）	观察（波动收敛后）	关注	筹码博弈加剧、等待企稳
AI 应用与传媒	关注	关注度较低（叙事出清）	观察	多股连续跌停、叙事杠杆出清中
防御（银行/红利）	关注度中性（动能修复）	关注（回调再评估）	关注度中性	拥挤度积累、内部转向低波内需
油价降温受益（航空/物流/化工中下游）	关注	关注度中性	关注	布伦特 92—98 美元区间、等待兑现
资源（油气/煤炭）	关注度较低	观察	观察	煤炭迎峰度冬、油气溢价出清
贵金属（黄金股）	关注	观察（清算式下跌）	关注度中性	金属价格企稳为前提
券商	关注	关注（低拥挤度）	关注度中性	工具链执行者 + 并购主线
电力设备/光伏	关注度较低	观察	关注	筹码消化、储能方案催化
高弹性（北证 50 指数/万得微盘股指数）	观察	关注度较低（出清中）	观察	政策 + 业绩双筛
现金与短债	关注度中性	关注（冗余管理）	关注度中性	外部清算期的流动性安排

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.4. 情景假设与触发条件

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表13：情景假设与触发条件（2026 年 11 月—次年 1 月）

情景	相对可能性	触发条件	市场含义
基准：清算收敛、区间回归	最高	外部估值与情绪快速出清→费城半导体指数止跌回稳→AI 融资持续成功定价→南向与 ETF 承接延续	指数在 5000—5500 点带内震荡修复，超跌科技端修复弹性大于防御端
乐观：外部稳定 + 承接超预期	较高	费城半导体指数站回 9000 点、英伟达止跌回稳；ETF 净流入连续两日以上且量级维持；10 年期美债稳定于 5%下方	区间上修、成长端修复加速，科技成长与低波内需共振
悲观：清算深化、区间下移	中	AI 融资出现取消发行或认购不足→信用利差走阔→被动资金负反馈→政策工具加码	区间整体下移、风险重估扩大，防御类资产与现金相对占优
尾部：外部融资与信用共振	极低	融资窗口关闭与信用事件同时出现（判别要件见 4.2）	政策工具强度决定下行深度，此类组合的持续时间通常有限

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 基金配置建议

基金配置方向，我们以 ETF 为主。筛选 ETF 时，要求基金成立时间满一年，同时最新一期季报基金规模大于一亿元。

根据上述研判，市场短期仍以宽幅震荡中的底部信号检验为主，建议以“防御（银行/红利/低波内需）+ 超跌成长修复”的哑铃结构均衡配置。需要重点提示的边际变化来自量化端：本期量化组合 V2 由上期的“通信 ETF 国泰 + 银行 ETF 易方达 + 银行 ETF 华宝 + 电力 ETF 广发 + 30 年国债 ETF 鹏扬”（弹性仓位占比约 1/5、低波防御为主）切换为“通信 ETF 国泰 + 黄金股 ETF 永赢 + 有色金属 ETF 南方 + 卫星 ETF 永赢 + 中韩半导体 ETF 华泰柏瑞”，弹性仓位占比提升至 5/5，银行、电力与债券类资产全部退出。量化模型的弹性仓位在提高，说明模型认为下周不妨稍微乐观一点——这与本报告“修复条件正在累积、赔率优于继续减配”的判断方向一致。主观组合本期为“养殖 ETF 国泰 + 半导体设备 ETF 广发 + 银行 ETF 华宝 + 红利低波 50ETF 南方 + 家电 ETF 国泰”，维持防御与超跌成长两端均衡的哑铃结构。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表14：后续一周主观方向 ETF 推荐（基金重仓股报告期为 2026 年 9 月 30 日）

代码	简称	重仓股 1	重仓股 2	重仓股 3	重仓股 4	重仓股 5
159865.SZ	养殖 ETF 国泰	牧原股份	温氏股份	海大集团	正邦科技	新希望
560780.SH	半导体设备 ETF 广发	中微公司	北方华创	拓荆科技	长川科技	华海清科
512800.SH	银行 ETF 华宝	招商银行	兴业银行	工商银行	交通银行	农业银行
515450.SH	红利低波 50ETF 南方	格力电器	雅戈尔	五粮液	双汇发展	伊利股份
159996.SZ	家电 ETF 国泰	格力电器	美的集团	三花智控	海尔智家	麦格米特

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表15：后续一周量化方向 ETF 推荐（基金重仓股报告期为 2026 年 9 月 30 日）

代码	简称	重仓股 1	重仓股 2	重仓股 3	重仓股 4	重仓股 5
515880.SH	通信 ETF 国泰	新易盛	中际旭创	工业富联	天孚通信	亨通光电
517520.SH	黄金股 ETF 永赢	紫金矿业	赤峰黄金	中金黄金	山东黄金	山金国际
512400.SH	有色金属 ETF 南方	紫金矿业	洛阳钼业	北方稀土	中国铝业	赤峰黄金
159206.SZ	卫星 ETF 永赢	睿创微纳	航天电子	中国卫星	复旦微电	移远通信
513310.SH	中韩半导体 ETF 华泰柏瑞	SK 海力士 (SK HYNIX)	三星电子 (SAMSUNG ELEC)	寒武纪	北方华创	中微公司

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

1）模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；

2）宏观经济不及预期；

3）发生重大预期外的事件。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn