研究所
分析师：李起
SAC 登记编号：S1340524110001
Email：liqi2@cnpsec.com
分析师：高晓洁
SAC 登记编号：S1340526020001
Email：gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《海外宏观周报：选后美股有望修复》- 2026.11.17

宏观观点

海外宏观周报：美股在跌什么？

核心观点

我们认为，流动性收紧是本轮美股下跌的主因，企业盈利仍对股价构成支撑。三季度科技板块仍是标普 500 盈利增长的主要贡献者之一。英伟达最新一季营收达 1,158 亿美元，高于市场预期的 1,091 亿美元，下一财季营收指引也高于预期。经过 11 月以来的调整，美股信息技术板块相对标普 500 的估值溢价已基本消失。中期选举后的监管预期变化和英伟达相关事件加重了科技股卖压，但从财报看，企业经营状况尚未出现与股价跌幅相应的恶化。

本轮调整中，长端美债收益率和油价均已回落，美股跌幅却进一步扩大。我们认为，相比利率走势，流动性收紧更能解释这一分化。美联储本期仅安排到期本金再投资，未安排用于补充银行准备金的新增购债。与此同时，美国财政部继续积累现金，其在美联储的一般账户（TGA）余额预计将于 11 月下旬达到本季度峰值。在此期间，资金从银行体系流入财政账户，商业银行准备金承压。另外，上周 Anthropic 在纳斯达克上市，公开发行规模创全球 IPO 纪录。在资金面本已偏紧的情况下，大额新股认购进一步分流了其他科技股的买盘，加重了美股的短期下行压力。

我们继续看好美股，**上周美股**大幅回调，**短线已有反弹空间。**12 月财政资金回流有望推动市场回升。美国财政部预计，TGA 余额在 11 月下旬的峰值约为 1.025 万亿美元，12 月末的余额假设为 8,500 亿美元。随着财政支出落地，资金将从财政账户回到银行体系，缓解准备金压力。若美联储重启用于补充准备金的购债操作，流动性改善还会加快。在企业盈利保持增长、科技股估值已明显回落的背景下，财政资金回流将为本轮调整后的反弹提供支撑。

风险提示：

若核心通胀大幅上行，美联储 12 月议息会议可能超预期鹰派，或 AI 企业信用利差持续走阔，科技龙头下调盈利指引，科技股可能承压，削弱风险资产整体反弹动能。

目录

1 海外宏观事件与数据跟踪 4
2 美联储观点跟踪 7
3 风险提示 10

图表目录

图表 1： 美国初请失业金人数（万人）.....5
图表 2： 美国续请失业金人数（万人）.....5
图表 3： 美国密歇根大学消费者信心指数.....5
图表 4： 美国密歇根大学通胀预期（%）.....5
图表 5： 美国 NAHB 住房市场指数.....5
图表 6： 美国零售销售额.....6
图表 7： 市场预期今年 12 月和明年 1 月各加息一次.....9

1 海外宏观事件与数据跟踪

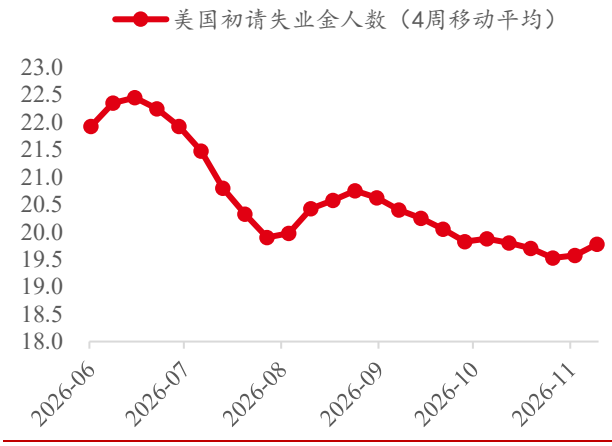
美股大幅回调，英伟达业绩增长未能阻止半导体板块的抛售。上周标普 500 指数下跌 8.6%，纳斯达克 100 指数下跌 10.4%，罗素 2000 指数下跌 7.5%。英伟达公布的 2027 财年第三季度营收为 1,158 亿美元，高于市场预期的 1,091 亿美元；净利润为 653 亿美元，高于预期的 604.1 亿美元。公司给出的第四财季营收指引中值为 1,300 亿美元，也高于分析师预期的 1,252.5 亿美元。周五，路透社报道称，美国证监会对英伟达的调查涉及其会计处理，股价再度承压。长线投资者持续卖出半导体股票。半导体指数全周下跌约 17%，防御性板块和住宅建筑商相对抗跌。

美国零售销售增速放缓，工业产出意外下降。10 月零售及餐饮服务销售额环比增长 0.2%，与市场预期一致，低于 9 月的 0.8%。汽车及零部件经销商、家具家居店销售额分别下降 1.6%和 2.3%；剔除汽车、汽油、建材及餐饮服务后，零售销售仍增长 0.6%，高于预期的 0.4%。工业方面，10 月产出由上月增长 0.7%转为下降 0.4%，市场原预计增长 0.1%。拖累主要来自公用事业和采矿业，制造业产出仍增长 0.3%。住房市场同样偏弱，11 月住宅建筑商信心指数由 29 降至 25，市场原预计持平。

避险买盘推动美债反弹。截至上周五，10 年期降至 4.94%，下降 19 个基点。尽管美联储官员仍在讨论进一步加息，后半周科技股抛售加剧，资金转向国债避险，短端收益率回落幅度大于长端。

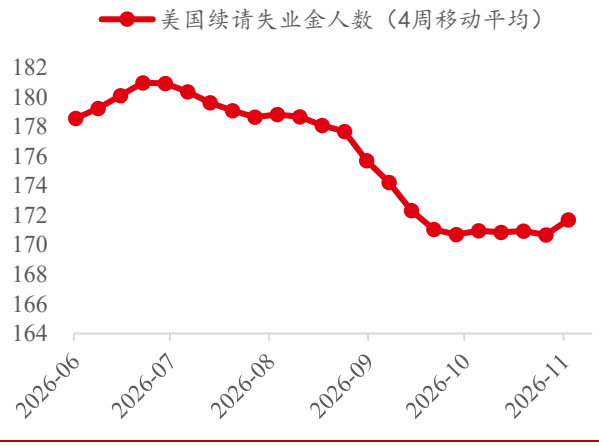
霍尔木兹海峡周边交火时有发生，卡塔尔继续斡旋。周二，伊朗向美军在巴林的雷达设施发射无人机，美军随后空袭伊朗革命卫队位于霍尔木兹海峡的一处导弹发射阵地。周五晚，卡塔尔代表团赴德黑兰会谈。伊朗副外长表示，伊方仍在通过卡塔尔等中间方寻求外交解决的机会。周六，英国海上贸易行动办公室接到两起油轮在阿曼海塞卜附近遇袭的通报，一起报告船尾中弹，另一起报告机舱中弹。当天，巴林一处民用工业设施遇袭起火，伊朗革命卫队则称其打击目标为驻巴林美军。周日，沙特主导的联军又通报拦截了一枚射向沙特西部的胡塞武装导弹。

图表1：美国初请失业金人数（万人）



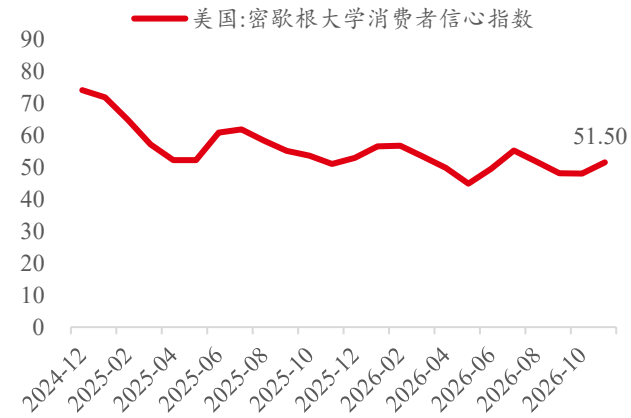
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：美国续请失业金人数（万人）



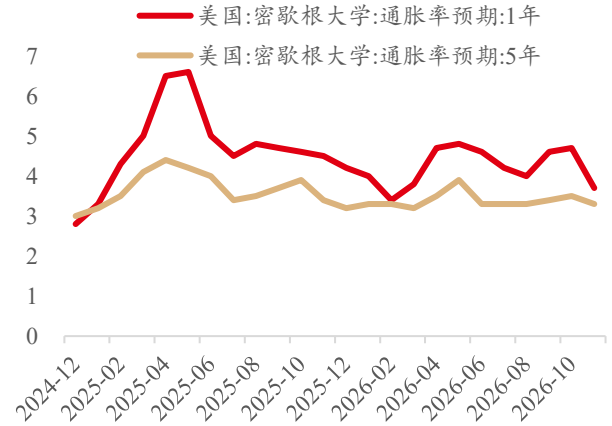
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：美国密歇根大学通胀预期（%）



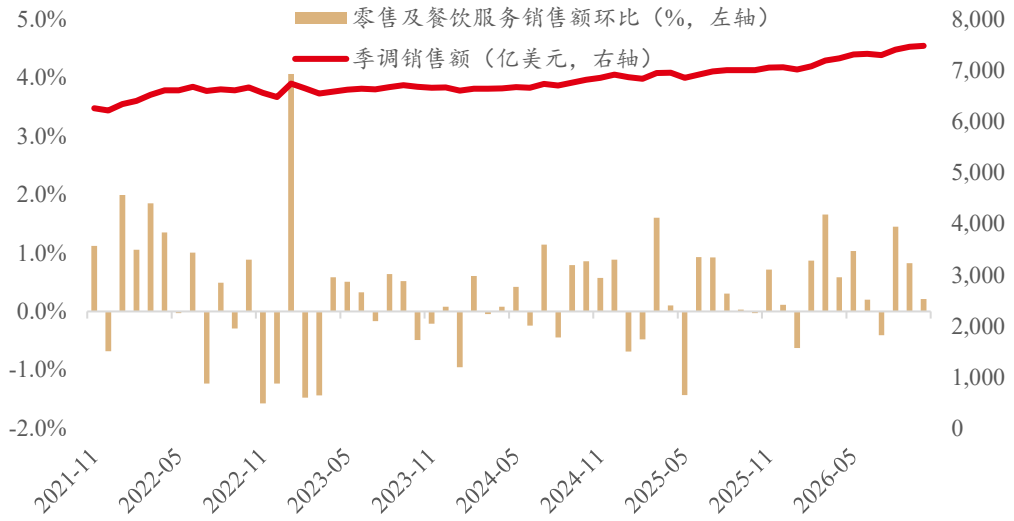
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：美国 NAHB 住房市场指数



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：美国零售销售额



资料来源：iFinD，FRED，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 10 月 FOMC 会议纪要：

11 月 18 日公布的纪要显示，多数与会者支持 10 月维持利率不变，主要考虑是观察 9 月加息如何影响融资和支出，以及 AI 投资能否维持当前强度。对于此后的政策，几乎所有与会者都认为，若通胀和就业按预期发展，进一步加息可能是合适的。分歧主要在于加息幅度：两位与会者提出，若随后公布的通胀数据不利，下次会议可以考虑加息超过 25 个基点。纪要还显示，多数与会者注意到，AI 相关债务增长较快，部分融资结构复杂、透明度较低；若投资回报不及预期，风险可能通过融资关系传递给其他企业和金融机构。

2. 美联储主席沃什：

沃什在生产率与就业专题会议上表示，美国生产率近几个季度表现较好，但尚无充分证据表明其长期增速已经上了一个台阶。他列举了 AI 影响经济的几种可能路径：如果生产率提高、收益由劳动者和资本所有者共享，经济可以在接近充分就业的同时实现更快增长；如果岗位替代快于新岗位创造，GDP 增长和失业率上升也可能同时出现。若前期投资最终无法兑现预期回报，股价回调还可能拖累经济。他强调，这些是政策研究情景，未就 12 月利率决定给出指引。

3. 纽约联储主席威廉姆斯：

威廉姆斯表示，AI 投资扩张和股市财富效应分别支撑了企业投资和居民消费，经济增长较强，就业市场稳健，但通胀没有朝预期方向回落。AI 投资和股市财富效应继续支撑需求，若这两项支撑延续，明年可能还需要进一步加息。不过，他认为当前并不需要大幅调整利率，过去几个月的政策调整正在发挥作用。

4. 美联储理事沃勒：

沃勒表示，涨价已扩展至受油价影响较小的服务项目。更令他担忧的是，部分企业开始把持续提价视为常态，一旦这种定价习惯形成，压低通胀的难度将上升。他提出两种选择：12 月一次加息 50 个基点；或者先加息 25 个基点，同时通

过会后声明或主席发布会明确信号，让市场理解明年 1 月可能再次加息，此后仍可能继续收紧。

5. 美联储副主席杰斐逊：

杰斐逊指出，油价上涨一方面推高物价，另一方面侵蚀居民实际收入、压低需求，美联储需要权衡通胀和就业两端的损失。他还区分了 AI 投资的短期和长期影响：数据中心和设备采购已经推高需求，生产率改善带来的供给扩张则需要时间，因此两者可能先后对通胀产生相反影响，短期内经济可能先承受涨价压力。

6. 美联储理事库克：

11 月 20 日，库克解释了她在 10 月会议上支持加息的原因。她认为，当前金融条件仍偏宽松，9 月的一次加息尚未明显约束 AI 投资，较高的股票估值也在支撑居民消费。通胀长期高于目标，企业定价和工资谈判纳入更高通胀预期的风险随之上升。若推迟收紧，今后可能被迫以更大幅度加息，就业和金融市场付出的代价也会更高。

7. 美联储理事巴尔：

巴尔表示，居民消费稳健，企业投资强劲，失业率仍低。相比就业，持续高通胀给家庭带来的压力更为突出。按他对经济前景的判断，美联储仍可能需要进一步加息，使通胀及时回到 2%的目标。

8. 克利夫兰联储主席哈玛克：

哈玛克表示，价格压力正在扩散，劳动力市场也出现重新趋紧的迹象。她倾向于以较小幅度、较稳定的节奏加息，使家庭和企业能够预估借贷成本并调整支出。如果通胀进一步恶化，现有政策落后于形势，她不排除加大单次加息幅度，但认为目前尚未到这一步。

9. 费城联储主席保尔森：

保尔森表示，劳动力市场接近充分就业，通胀仍然偏高，进一步渐进加息是合适的。谈及政策沟通，她认为，美联储应解释就业和通胀发生怎样的变化会促使其调整利率。公众理解这一判断依据后，即使美联储没有预告某次会议的决定，也可以随数据变化调整预期。

10. 明尼阿波利斯联储主席卡什卡利：

卡什卡利表示，美国需求强于他的预期，就业市场也有韧性。数据中心投资虽然增长很快，仍对融资成本敏感；若利率显著更低，流入该领域的资金还会更多。他认为，接连发生的供给冲击推高了物价，美联储需要防止高通胀改变公众的长期预期。

11. 芝加哥联储主席古尔斯比（2027 年票委）：

古尔斯比表示，近期价格压力已超出关税和能源的直接影响，通胀向目标回落的迹象有限。数据中心建设正在占用设备、人力和电力，而企业要经过较长时间才能把新技术转化为生产率增长。在此期间，若投资需求超过经济的供给能力，AI 建设热潮将给通胀带来额外压力。

图表7：市场预期今年 12 月和明年 1 月各加息一次

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/12/9	0.0%	6.5%	93.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	2.5%	39.6%	58.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	1.1%	19.6%	48.1%	31.1%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.9%	16.1%	42.6%	34.4%	6.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.7%	12.3%	36.0%	36.4%	13.0%	1.5%
2027/7/28	0.0%	0.7%	12.1%	35.5%	36.4%	13.6%	1.7%
2027/9/15	0.0%	0.7%	11.7%	34.8%	36.4%	14.2%	2.1%
2027/11/17	0.1%	2.7%	16.0%	35.1%	32.3%	12.0%	1.7%

资料来源：Fed Watch，中邮证券研究所

3 风险提示

若核心通胀大幅上行，美联储 12 月议息会议可能超预期鹰派，或 AI 企业信用利差持续走阔，科技龙头下调盈利指引，科技股可能承压，削弱风险资产整体反弹动能。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本61.68亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048