# 信心仍待提振

报告日期：2026-11-25

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 25 日市场下跌，其中上证指数下跌 2.03%，创业板指下跌 4.19%。全 A 成交额 1.39 万亿，较上一交易日减少约 16%。食品饮料（+0.69%）、煤炭（+0.07%）、银行（+0.05%）领涨，电子（-6.12%）、电力设备（-5.47%）、机械设备（-4.44%）领跌。风格方面，成长风格如科创 200（-6.92%）领跌，红利风格如中证红利（-0.44%）相对抗跌。

● 关税摩擦与地缘冲突扰动再起，市场风险偏好进一步下降

**特朗普政府酝酿新一轮全球关税。**据《金融时报》报道，特朗普准备本周公布针对主要贸易伙伴加征更多关税，中国、欧盟等 16 个经济体被列入名单，新的关税可能叠加于美国总统特朗普第二任期内已实施的关税之上，关税风险扰动加剧。后续需持续关注名单细节、税率水平与实施节奏，以及相关经济体的应对表态。

**美伊冲突连续扰动，地缘风险溢价再度上升。**24 日伊朗军队总司令称将进一步收紧霍尔木兹海峡封锁，美国财政部 23 日宣布对伊朗新一轮制裁，涉及约 24 家伊朗货币兑换商、空壳公司以及相关人员，重点打击伊朗通过地下银行网络规避制裁的活动，11 月 25 日 ICE 布油价格涨近 2%。

● 外部风险扰动和内部微观流动性负反馈缓解仍需等待

**当前外部风险扰动仍然较多。**一是 AI 监管风险，虽黄仁勋重回英伟达使得 AI 代表性企业的经营风险边际下行，但需要注意的是，中期选举结束后民主党对 AI 的监管仍然保持高压态势。二是加息路径风险，同时美伊冲突持续存在扰动，通胀短期难以回落，美联储加息路径存在进一步收紧的不确定性。三是关税扰动再起，市场风偏再度受抑。

**继续关注内部流动性负反馈和海外扰动是否缓释。**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，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，11 月 22 日监管层推出稳市组合拳，融资保证金比例下限由 100%降至 80%，理论上可释放近 4000 亿元增量资金，叠加创业板拟引入做市商制度与一揽子降费，可一定程度上阻断"下跌—追保—卖出"的流动性负反馈，近期监管对流动性的维稳意图明显，但外部风险因素扰动仍存。

● AI 硬件端具备布局性价比

**展望后市，市场面临的外部风险扰动和内部微观流动性负反馈均迎来重要观察节点。海外方面，AI 叙事变化叠加加息预期扰动，10 月以来纳指、标普 500、道琼斯三大指数回调已经较为明显，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，政策能否继续采取措施进一步**

**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，但若海内外因素出现重大积极转折、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。**若反弹来临，前期回调较多的 AI 硬件主线表现有望占优。

**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；美国科技代表性企业黑天鹅再现；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。