平安证券（香港）研究

2026 年 11 月 2 日

环球市场周报

美股重挫：财报冲击、选举恐慌与中东升级三重叠加

分析师

张楠

CE No.BFE323

852-3762 9785

Nathan.n.zhang@pingan.com

核心观点

本周美股的重挫并非单一财报利空，而是市场第一次同时检验 AI 交易的三个层次：最外层是 CoreWeave 等 Neocloud（新云厂商）的融资裂缝，中间层是 Alphabet（谷歌）、亚马逊的自由现金流恶化，最内层则是 AI 问答与 AI Agent 对搜索、电商旧商业模式的侵蚀——价格由外向内重估融资成本、现金流与护城河。市场提前定价民主党近 70% 概率赢下两院、将强化 AI 监管与加税，叠加中东升级，恐慌被进一步放大。美联储暂停但不转鸽，10 年期收益率回落更多反映增长担忧而非通胀缓和，股债对冲并不牢固。我们认为，短期下跌趋势已经形成，选举落地前资金将保持谨慎，快速反弹较为困难；但短期紧缩不等于否定 AI 趋势。真正要观察的是信用压力会否从个别高杠杆公司扩散为系统性融资收缩——这将决定本轮利率回落最终走向健康的通胀路径，还是脆弱的被迫转向路径。

本周市场的最大焦点不是美联储，而是科技股连续遭遇财报与信用冲击。10 月 FOMC 维持利率不变，整体符合预期，但 CoreWeave 等 Neocloud 的融资压力、Alphabet 和亚马逊的自由现金流恶化，以及 AI 问答与 AI Agent 对搜索和电商平台既有模式的冲击，共同改变了市场对 AI 交易的定价方式；中东局势在周末继续向选举后升级的方向发展，两股压力最终演变为集中的避险抛售。周五纳指下跌 2.86%，费城半导体指数下跌 7.2%，英特尔单日下跌 28.58%；全周纳指下跌 2.0%，标普 500 下跌 0.57%。10 年期美债收益率则回落至 4.925%。我们认为，本轮调整不是简单的“业绩不及预期”，而是市场沿着“边缘高杠杆主体—核心科技巨头—既有商业模式”的路径，由外向内重新评估 AI 扩张的资金成本、现金流和护城河。技术形态走弱、选举结果与中东政策都将在下周揭晓，短期市场情绪仍应以谨慎为主。

一、AI 交易的调整由边缘向核心传导：融资、现金流与商业模式同时被重估

本轮美股暴跌不是 AI 需求突然消失，而是市场开始同时检验 AI 交易的三个层次：最外层是 Neocloud 等边缘算力公司的融资结构，中间层是大型科技公司的自由现金流，最

如此报告被平安证券（香港）以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券（香港）作出的投资建议，平安证券（香港）或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

内层则是 AI 对搜索、广告和电商平台既有商业模式的侵蚀。价格调整也大体沿着这条路径由外向内展开——先杀杠杆最高、现金流最弱的资产，再传导至资产负债表更强的核心公司。

第一层是 Neocloud（新云厂商）的信用压力。10 月以来，CoreWeave 股价单月下跌约 32%，部分无抵押债券收益率升至 15%左右，五年期 CDS 一度突破 1100 个基点；Nebius 和 IREN 同期跌幅也分别超过 30%和 40%。这类公司以高负债建设数据中心、采购 GPU 并出租算力，前期投入大、回收周期长，对融资利率和资本市场情绪高度敏感。融资利率上行首先压低其股权估值，随后抬高新债和项目贷款成本，再反过来限制数据中心建设进度。Firmus 撤回约 50 亿美元 IPO，说明压力已经不只体现在二级市场价格，也开始影响一级融资。我们倾向于认为，这仍是对弱资质、高杠杆发行人的局部信用收缩，而不是 AI 需求本身的系统性证伪；但它是本轮调整最早、也最清晰的裂缝。（本段提到的均为新云厂商）

第二层压力传导至 Hyperscalers（超大规模云厂商）。Alphabet（谷歌母公司）三季度总收入同比增长 25%，但财报后股价仍下跌 12.3%；亚马逊过去 12 个月自由现金流为负 424 亿美元，Alphabet 三季度自由现金流为负 90.7 亿美元，微软同期仍保持 186.3 亿美元正自由现金流，所受到的冲击相对有限。这说明市场并非无差别抛售科技股，而是在区分谁能用经营现金流支持 AI 扩张，谁需要更多依赖发债、增发和外部融资。今年科技与 AI 基础设施企业已通过债市融资接近 5000 亿美元，信用利差和 CDS 同步上升，意味着高资本开支不再天然被视为增长期权，而开始被要求用现金流、回报率和融资可持续性来证明。

第三层压力来自 AI 独角兽公司的期限错配。Anthropic 的 S-1 文件显示，2026 年上半年收入达到 162.9 亿美元，Q3 收入据公开报道进一步升至 168 亿美元、环比增长约 45%，尚不能说收入已经停滞；真正的问题在于，公司同时签下了巨额、长期且部分不可取消的算力采购承诺。招股书披露的未来基础设施支出承诺至少 5180 亿美元，而不可取消多年合约的剩余履约义务只有约 108 亿美元。换言之，成本端已经按未来高增长提前锁定，收入端却仍主要依赖客户按量付费。一旦收入增速从极高水平回落，或者新增算力集中上线压低利润率，亏损和再融资需求都会重新放大。

第四层是 AI 对既有业务的自我蚕食。Google 仍拥有 91%左右的全球搜索份额，但搜索收入增速已从一季度的 19%降至三季度的 12%，公司也在业绩会上承认 AI Mode 查询的变现率低于传统搜索。用户通过 AI 问答直接获得整理后的答案，减少了点击搜索结果和广告链接的过程，这意味着 AI 越强，传统搜索广告的单位变现效率越可能下降。类似逻辑也出现在电商领域：如果 AI Agent 能够跨平台比价并直接完成下单，就会绕开站内搜索广告、推荐位和冲动购买环节，压低 Amazon、Walmart 等平台的流量分配

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

权和广告溢价。当然，履约、物流、支付和售后仍是平台护城河，不能据此推导电商模式已经被击穿；但市场已经开始为“AI 既带来新收入，也侵蚀旧收入”的结构性矛盾定价。

当前尚不能判断 AI 周期终结，但“高利率维持越久，AI 扩张越需要证明自身回报”已经成为市场共识；纳指较 10 月高点回撤近 8%，标普 500 与道指跌回 50 日均线下方，也说明调整已从个别高杠杆公司扩散为对 AI 交易整体结构的重新定价。

二、市场提前定价民主党赢得中期选举，是加大市场冲击的重要原因

民主党在本次中期选举中高举加强 AI 监管，减慢数据中心建设来争取选票。最新民调显示民主党有接近 70%概率会同时赢得参议院和众议院的控制权。如果民主党控制两院，可能会推行部分不利当前商业的政策。包括针对富人和企业的加税政策，推动国会开启针对特朗普政府及家族商业行为的调查，政策不确定性上升将压抑商业投资。民主党赢得两院控制权被资本市场认为会造成短期冲击。

延缓数据中心建设已经成为两党竞选议员的“共识”。两党候选人为争取地方选民，纷纷要求暂停或延迟数据中心建设、加强电力和用水约束。美银 10 月研报统计，36 场州长选举中已有 20 场出现暂停建设或审批的政策主张。宾大安纳伯格公共政策中心的调查显示，69%的民主党支持者和 54%的共和党支持者反对在本社区建设数据中心——这不是单纯的党派分歧，而是生活成本、地方财政与基础设施负担共同形成的跨党派议题。

部分传统支持共和党的农业州在本次选举中出现“背叛”。制造业没落的农业州过去数年一般更青睐特朗普的加关税等保护主义政策，但在今年由于美伊冲突导致柴油价格大涨，他们使用农用机器的成本大幅上升。中美贸易谈判缓慢，中方没有如上一轮贸易战时大量购买美国农产品。特朗普现在支持的“超级人工智能”和农业州一般居民的生活更没有关系，他们看到的反而是数据中心建设造成土地的占用，以及带来的生活成本的上升。

三、美联储暂停但不转鸽，股债跷跷板揭示高利率约束

10 月 27-28 日 FOMC 将联邦基金利率维持在 3.75%-4.00%，本身没有超预期鹰派，但也谈不上转向宽松。声明将经济评估由“稳健”上调为“强劲”，库克与哈马克两名委员投下反对票、主张立即再加息 25 个基点。沃什重申实现物价稳定“没有借口或条件”，拒绝提供前瞻指引。会议后 12 月加息概率升至约 85%。沃什对“通胀更高却暂不加息”的回答，是承认金融条件已经收紧，同时坚持通胀目标不容打折。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

长端利率则从另一个方向反映 AI 调整的影响。10 年期美债收益率从 10 月初 5.3%以上回落至目前的 4.925%，本周再下行约 6 个基点。近期美股下跌与美债利率下行的跷跷板，说明市场正在定价 AI 增长减速，也说明高利率已经成为 AI 科技公司难以长期承受的约束：利率越高，外部融资越困难，建设进度和估值都需要下修；而股价下跌和增长担忧又反过来压低长端收益率。

四、1997-1998 年的启示：利率回落有健康与脆弱两种路径

1997 年 3 月，美联储在经济过热背景下加息 25 个基点至 5.5%。这次加息与全球美元融资条件收紧，是随后亚洲金融危机的诱因之一；危机爆发后，美联储全年按兵不动。1998 年俄罗斯违约与 LTCM 危机进一步冲击金融体系，美联储最终在 9 月至 11 月连续三次降息、累计 75 个基点，其中包括 10 月 15 日的会间紧急降息。这段历史的意义不在于简单预测危机重演，而在于说明：当金融条件过度收紧时，外部冲击和信用事件可以反过来改变货币政策路径。

当前也有相似的影子，如果 AI 建设减速进一步扩散为信用事件，联储的加息空间自然会受到限制。但我们认为，长端利率回落存在两条完全不同的路径。健康的路径是美伊冲突缓和、油价回落、通胀下降，利率随通胀风险解除而下行；脆弱的路径则是地缘冲突持续、油价与利率维持高位，最终通过更多信用风险事件和经济减速迫使政策转向。后者虽然也能带来利率下降，却意味着权益市场和实体经济需要先承受更大的损失。

历史同样提醒我们注意差异。1998 年降息时，美国通胀较低、财政处于盈余，联储拥有比当前更大的政策空间；今天油价与通胀仍高、财政赤字更大，不能期待风险事件一出现，美联储就会迅速救市。

经历上周暴跌后，市场短期下跌趋势已经形成，短期内资金会保持较为谨慎，要快速反弹并再次形成上涨趋势较为困难。但短期紧缩不代表 AI 趋势已经结束，历史上中期选举结束后的数月美股一般能获得正收益，我们会密切关注中期选举结果，以及市场情绪的修复进展，再进一步判断本次下跌对 AI 发展节奏造成的影响。

本周关注

11 月 3 日中期选举，选举后获胜党的政策观点表述；美国对伊军事选项与外交斡旋的最新进展；科技公司 CDS、信用利差和新债发行情况，以及后续大型科技公司财报对资本开支与现金流的进一步验证。美股能否在关键技术位置企稳，维持震荡是较佳的情景假设。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

数据与内容来源

本文数据与事实来自美联储 10 月 FOMC 声明及沃什发布会、相关公司三季度财报及业绩会、Anthropic 向美国证监会提交的 S-1 文件、CME FedWatch、LSEG/Tradeweb 及公开行情与信用市场数据；地方选举与数据中心监管参考 Ballotpedia、路透社及美银公开研究观点；历史部分参考美联储历次声明、芝加哥联储对 1998 年危机的政策复盘；中东动态参考央视新闻、中央社及其他公开报道。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。

免责声明

分析员声明

主要负责编制本报告之研究分析员确认：（1）所有在本报告所表达的意见真实地反映其对本报告内所评论的发行人（“该公司”）及其证券当时的市场分析的个人意见。（2）其薪酬过去、现在或未来，没有直接或间接与本报告所表达的市场分析意见或建议有关连。

根据香港《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》所适用的范围及相关定义，分析员确认其本人及其有联系者均没有（1）在研究报告发出前 30 日内曾交易报告内所述的股票；（2）在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的股票；（3）担任本研究报告所评论的发行人的高级人员；（4）持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。

免责声明

本报告由平安证券（香港）有限公司（下称“平安证券（香港）”）提供。平安证券（香港）已获取香港证券及期货事务监察委员会（“SFC”）第 1 类（证券交易）和第 4 类（就证券提供意见）受规管活动牌照。

本报告所载内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等，并非及不应被理解作为提供明示或默示的买入或沽出证券的要约，亦不构成要约或邀请的一部分，而且本报告或其中的任何内容都不构成与订立任何合同或承诺有关的基础或依赖，也不作为任何诱因。

本报告的信息来源于平安证券（香港）认为可靠的公开数据并真诚编制，纯粹用作提供信息，当中对任何公司或其证券之描述均并非旨在提供完整之描述，平安证券（香港）并不就此等内容之公平性、准确性、完整性或合理性作出明示或默示之保证，亦不对因使用本报告或其内容或与此有关的其他方面而产生的任何损失承任何责任。

本报告表达之所有内容、意见和估计等均可在不作另行通知下作出更改，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

对部分司法管辖区而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法规、规定或其他注册或发牌的规则。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告所提到的证券或不能在某些司法管辖区出售。

本报告所列之任何价格仅供参考，并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。本文件并无对任何交易能够或可能在那些价格执行作出声明或保证。此外，平安证券（香港）以理论模型为基础的估值是基于若干假设，并不一定能够完全反映证券的真实价值。由平安证券（香港）研究或根据任何其他来源作出的不同假设或会产生截然不同的结果。

证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。如果一个投资产品的计价货币乃投资者本国或地区以外的其他货币，汇率变动或会对投资构成负面影响。过去的表现不一定是未来业绩的指标。某些金融产品的交易（包括涉及金融衍生工具的交易）会引起极大风险，并不适合所有投资者。

此外，谨请阁下注意本报告不构成投资建议。分析员并无考虑阁下的个人财务状况和可承受风险的能力。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险。因此，阁下于作出投资前，必须自行作出分析并咨询阁下的法律、税务、会计、财务及其它专业顾问（如需），以评估投资建议是否合适。

平安证券（香港）控股有限公司及/或其在香港从事金融业务的关联公司（下统称“平安证券（香港）集团”）可能持有该公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该公司的证券，且该等权益的合计总额可能相等于或高于该公司的市场资本值的 1%或本报告所讨论的该公司证券的 1%。一位或多位平安证券（香港）集团成员公司的董事、行政人员及/或雇员可能是该公司的董事或高级人员。平安证券（香港）集团成员公司及其管理人员、董事和雇员等（不包括分析员），将不时持长仓或短仓、作为交易当事人，及买进或卖出此研究报告中所述的公司的证券或衍生工具（包括期权和认股权证）；及/或为该等公司履行服务或招揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。平安证券（香港）集团成员公司曾任本报告提及的该公司的联席保荐人、联席环球协调人和联席账簿管理人等，或现正参与或涉及本报告所讨论证券的庄家活动，或在过去 12 个月内，曾向本报告提及的该公司提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。平安证券（香港）集团成员公司在过去 12 个月内就投资银行服务收取补偿或受委托及/或可能现正寻求该公司投资银行委托。

平安证券（香港）或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。本报告只供指定收件人使用，不得复印、派发或发行本报告作任何用途，平安证券（香港）可保留一切相关权利。

投资评级系统由平安证券（香港）建构，只反映平安证券（香港）对该证券及/或指数之自家建议，只作参考用途。

地址：香港中环皇后大道中 99 号中环中心 35 楼 3501-08 室
电话：(852)37629688
电邮：research.pacshk@pingan.com
平安证券（香港）2026 版权所有。保留一切权利。

如此报告被平安证券(香港)以外其他金融机构转发，该金融机构将独自承担其转发报告的责任。如该金融机构的客户欲就本报告所提到的证券进行交易或需要更多资料，应联系该转发的金融机构。本报告不是平安证券(香港)作出的投资建议，平安证券(香港)或其任何董事、雇员或代理人概不就因使用本文件内所载数据而蒙受的任何直接或间接损失承担任何责任。