平安证券（香港）研究

2026 年 11 月 9 日

环球市场周报

民主党大胜引发 AI 基建重估，强劲非农限制利率下行空间

分析师

张楠

CE No.BFE323

852-3762 9785

Nathan.n.zhang@pingan.com

核心观点

本周民主党在中期选举取得全面胜利，重新控制参众两院，并赢得多个关键摇摆州，反映选民对高通胀、关税、伊朗战争及特朗普治理表现的集中否定；更重要的是，胜选力量主要来自中间偏左而非激进左翼。市场随后先交易地缘风险下降和选后估值修复，再迅速重估 AI 数据中心审批与融资风险，半导体、存储、光通信及新云厂商承压，存量算力龙头相对占优。强劲非农显示劳动力市场仍不支持货币政策快速转松。我们判断，分裂政府、中东尾部风险下降和 AI 建设减速降低了美债利率与通胀再上行风险，但短期数据仍可能反复，12 月仍不能排除加息，利率回到资本市场舒适水平仍需时间。

本周市场的主线是：选举压低了地缘与财政尾部风险，却抬高了 AI 建设与融资的不确定性；强劲非农又限制了利率快速转松的空间。上周我们已提示，民主党控制两院可能推出不利商业的政策，尤其是延迟 AI 数据中心建设，本周市场开始为此定价。

一、民主党中间派超预期胜选改变政策约束

民主党大胜是对特朗普执政表现的明确否定。民主党重新控制参众两院，并赢得多个关键摇摆州的州长、副州长和参议员选举，这可能开启未来数年的新政治周期；选民的不满集中在生活成本、关税推高进口价格、伊朗战争推升油价以及治理承诺落空。

民主党超预期获得胜选，这比胜选本身更值得关注。此次胜选者不少来自务实、中间偏左阵营，他们放弃激进文化议题，聚焦“治理与生计”（Governance & Cost of Living），回应受物价困扰的家庭；大量温和派独立选民和中间选民认为国会对白宫制衡不足，转而支持不带极端意识形态色彩的民主党人。

分裂政府有利避免极端政策，但不会让政策停摆。新国会将用拨款、调查和立法牵制特朗普；这能限制行政选择，但不会造成政策瘫痪，也不会取代总统权力。因此，选举是对政策路径的再约束，不是对既有议程的全面逆转。

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。

二、超预期的选举结果引起资本市场剧烈波动

选举落地后的第一波交易是风险溢价修复，第二波是 AI 建设链重估。选前美股已计入选举不确定性和中东升级风险；特朗普承认败选后，市场先交易地缘风险回落和分裂政府利好，随后转向 AI 监管与数据中心审批担忧。11 月 4 日道指上涨 3.03%、纳指上涨 1.44%，11 月 5 日纳指下跌 5.52%、费城半导体指数下跌 12.25%，抛售随后扩散至工业和金融。

AI 产业链内部已经分化：存量算力龙头相对受益，新建产能链承压。已有数据中心、算力合同和客户关系的龙头，因供给扩张放慢而相对占优；更依赖新建产能的半导体、存储、光通信和新云厂商（Neo cloud），则对许可、并网和建设延期更敏感。高估值叠加现金流兑现后移，动量因子便容易遭到集中平仓，并向周期板块传导。

中东尾部风险下降，但远未消失。民主党掌握拨款权可约束伊朗战事，共和党内部也有反对声音；但总统仍掌握行政和外交权，市场只是下调升级概率，并非认为风险归零。

数据中心审批的关键约束不在联邦禁令，而在州级政治，尤其是得州。高盛估算，可能收紧监管的州合计约占全美规划数据中心容量的 45%，其中得州约占 26.7%；得州民主党赢得州长、副州长及联邦参议员等关键选举后，新政府可能延长新许可和并网审批暂停，首先影响项目开工、设备交付与收入确认，并通过得州的高占比改变全国新增供给的时间分布。

反对数据中心不等于反对 AI，真正约束来自电价、水资源和社区收益分配。争议核心是居民电价、电网改造成本和当地收益分配；若成本由居民承担、收益有限，审批收紧就有政治基础。联邦全面禁令仍受总统否决和立法程序制约，实际约束主要在州和地方，应关注许可、并网和成本分担，而不是推演全国停建。

多数项目会被延迟，而不是被取消；但远期项目的估值会先受损。摩根大通预计，已开工、已融资项目将支撑 2027 年资本开支，2028 年以后未获批或未融资项目的不确定性更高；这意味着近期交付仍有存量项目托底，远期规划则更依赖融资落实、能源保障和客户信用。

审批延迟直接击中新云厂商的期限错配，这是抛售扩散的原因。市场本就担忧 Anthropic、OpenAI 等前沿模型公司的收入兑现与长期算力承诺不匹配；高利率下，新云厂商又面临高杠杆和股债融资压力。一旦投产和现金回收后移，利息支出、设备折旧与客户预付款的期限匹配会更紧张，上游订单预期也随之下修。

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。

本轮调整是 AI 建设节奏、融资结构与回报率的再定价，而不是 AI 需求或技术周期的终结。若收入分配机制改善、项目融资清晰且模型商业化继续推进，部分延迟项目仍可能恢复；反之，高杠杆、未融资和缺乏长期客户的项目将面临更持久的约束。

三、非农就业数据超预期

10 月非农表明劳动力市场仍偏强，尚不足以为宽松打开大门。新增就业 16.5 万人，高于市场预期的 6.5 万人；失业率降至 4.1%，家庭调查就业连续第三个月明显增加，劳动参与率上升，平均时薪环比增长 0.4%；结合此前 JOLTS 离职率较高、ADP 显示工资增长较强，就业市场的韧性仍不支持政策快速转向。

四、美债利率和通胀上行尾部风险减少，但回落仍需时间

美债利率上行的尾部风险已经下降，但下行能走多远取决于通胀，还有美伊谈判进展。分裂政府压缩追加财政扩张空间，国会制约和共和党内部反对压低中东升级风险，AI 建设放慢减少长期融资需求，法国、英国财政压力又带来避险买债；11 月 6 日 2 年期和 10 年期美债收益率分别为 4.51%和 4.86%，本周 10 年期约下行 8 个基点。

利率回落的短期约束仍在通胀和财政，而非增长。最新就业数据强劲，财政刚性支出、国债供给、关税以及油价绝对水平仍制约通胀回落，短期通胀和就业数据仍可能反弹。

未来一年通胀回落的方向更清晰，但回到资本市场“舒适”的水平仍需时间。AI 基建减速和美伊局势缓和会提高通胀回落的确定性，但仍需经济增长、通胀和融资条件共同验证；我们倾向于认为，**10 年期美债此前 5.3%—5.4%的高点较难突破**，短期仍可能高位震荡，**只有通胀确认回落或美伊谈判取得实质进展，利率才可能进一步下行。**

本周关注

11 月 10 日美国 10 月 CPI，重点观察核心服务、关税传导与油价回落的综合影响；11 月 9 日、10 日和 12 日美债拍卖，关注供给承接及期限溢价变化；11 月 17 日英伟达财报，关注交付节奏、客户需求与资本开支链条的相互印证；美伊谈判、油价和得州审批政策，验证地缘风险与数据中心建设假设；12 月 FOMC 前的就业和通胀数据，评估政策路径是否出现新的变化。

本文信息总括来源于官方选举结果、美国劳工统计局（BLS）、美国财政部、美联储、公司公告，以及高盛、摩根大通、野村等外资大行研究和公开媒体。文中情景分析为我们基于公开信息作出的主观推演，相关信息可能存在后续修订，不构成投资建议；市场有风险，投资需谨慎。

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 36 楼 3601 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。