平安证券（香港）研究

2026 年 11 月 23 日

《环球市场周报》

熊市反弹可期，但还不是全面做多的时机。

分析师

张楠

CE No.BFE323

852-3762 9785

Nathan.n.zhang@pingan.com

核心观点

本周 AI 主线踩踏引发全球风险资产集中抛售，美股科技股领跌，亚洲半导体跌幅更深。美国出口管制、黄仁勋辞职、英伟达链循环融资受质疑与 Anthropic 巨量上市共同压缩数据中心交易空间，但当期盈利仍有韧性。VIX 与实际波动率飙升后，空头平仓可能触发强烈熊市反弹，外资乐观的 2027 年展望也可能吸引抄底资金；但美联储转向仍需未来数月通胀和就业走弱配合。黄金或因货币政策回归中性而反弹，但财政扩张放缓和政治极化见顶将削弱原有牛市斜率。

本周是一轮 AI 主线踩踏带动的全球风险资产集中抛售。截至 11 月 20 日，标普 500 和纳斯达克综合指数全周分别下跌 8.6%和 10.0%，费城半导体指数下跌 17.1%，英伟达下跌 22.9%；台湾加权指数和韩国 KOSPI 分别下跌 17.5%和 8.0%。VIX 收于 35.89，盘中升至 40.03，美元指数全周小幅走强，黄金与比特币未能提供有效避险。市场已经从下修 AI 盈利预期，转入压缩估值、降低杠杆和全面避险的阶段。

一、数据中心交易的利空从需求扩展到供给与融资

本轮暴跌的直接原因，是数据中心交易坏消息密集、股票供应增加与拥挤杠杆同时作用。Anthropic 于 11 月 19 日以 83 美元发行上市，首日收涨 17.1%，次日下跌 8.5%，盘中一度逼近发行价。这笔巨型 IPO 原本可以为 AI 资产提供新的定价锚，实际却在短期内吸收资金、增加股票供给。随后，动量策略转向、杠杆仓位平仓和被动风控共同放大跌幅，抛售由新云厂商扩散至芯片、存储、服务器和大型科技公司。

英伟达面临的是业务空间、融资模式和财务可信度的同时重估。路透社 11 月 20 日报道称，美国证券交易委员会正在审查英伟达潜在的会计问题，但调查不等于认定违规，具体事项也尚未披露。在黄仁勋离任、出口合规审查加强的背景下，投资者对区域收入口径、客户质量和关联融资安排更为敏感，愿意给予的估值溢价随之下降。

德鲁肯米勒的退场反映了市场能见度下降，而不是简单否定 AI 技术。他在本周访谈中表示，过去 50 年很少像现在这样难以判断未来 12 个月的市场方向，目前并不做多股票，投资目标转向资本保全。他仍认为 AI 基础设施可能出现战术性交易机会，但不再把这一环节视为过去四年那样的主要增长引擎，更关注 AI 应用和模型公司从出售 Token 转向交付任务的能力。

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、出口管制与循环融资削弱数据中心扩张闭环

美国对华科技限制已经从芯片实物出口延伸到境外算力服务。美国商务部工业与安全局 11 月 16 日发布、19 日生效的新规，将马来西亚、新加坡、泰国、印度尼西亚和巴西的相关芯片及服务器交易纳入更严格的许可管理；境外数据中心向中国等受限制主体提供超过规定门槛的远程算力，也需要申请许可，存量业务设有 90 天过渡期。这不是对所有东南亚数据中心的笼统禁止，但其实际效果是压缩中国相关需求、提高合规成本，并限制英伟达通过第三国算力租赁间接覆盖的市场空间。

英伟达支持新云厂商的循环融资模式，在股价下跌和信用收紧中更难自我维持。此前，英伟达通过股权投资、采购承诺和 GPU 残值担保支持新云厂商融资，新云厂商再采购 GPU 并建设数据中心，形成“资本投入—抵押融资—芯片采购—收入增长”的闭环。当 GPU 价格、数据中心估值和股权融资能力同时下降时，这一链条会反向运行，抵押品价值下降与融资成本上升将迫使建设项目推迟。

现阶段需要下修的是未来建设斜率和盈利质量，而不是立即否定当期盈利。英伟达 2027 财年第三季度收入约 1158 亿美元，同比增长 103%，毛利率仍接近 75%，说明当前订单和交付尚未同步转弱。真正的压力在未来几个季度：出口许可、融资条件和客户资本开支若持续收紧，数据中心建设将放缓，相关产业链的盈利增速和股价上涨动能都会减弱。亚洲市场对半导体出口和外资流动更敏感，本轮冲击是否持续超出盈利下修本身，我们目前仍缺乏足够把握，需要继续观察订单和资金流向。

三、熊市反弹将很快出现，但政策转向仍有时滞

短期做空资金平仓可能带来一次强烈的熊市反弹。VIX 和实际波动率快速上升后，趋势资金已经明显降低风险敞口，部分 AI 资产也进入超卖区域。一旦利空没有继续增加，空头回补和波动率回落可以带来幅度较大的反弹。但在融资条件和盈利预期尚未稳定前，这种反弹首先应理解为短期修复，而不是调整已经结束。

外资年度展望的乐观假设，可能让抄底资金比基本面改善更早入场。高盛和摩根士丹利近期均给出标普 500 指数 8700 点的 2027 年目标，核心假设是科技和 AI 投资增速下降但仍保持增长，企业盈利继续扩张。两家机构对 2027 年盈利增长的判断大致在 11%至 14%，摩根士丹利还预计超大规模云厂商资本开支达到约 1.7 万亿美元。真正的分歧更可能出现在 2028 年以后，即折旧、融资成本和商业化收入能否覆盖既有投资。这个一年期展望有其合理性，也会为市场提供抄底锚，**但反弹后预计市场会再度回踩，调整幅度也可能不小。**

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。

美联储的鹰派态度软化，需要未来数月通胀和就业数据配合。目前通胀和就业仍然偏强，12 月加息 25 个基点已是高度确定的基准情景。较乐观的情形是 12 月成为本轮最后一次加息、明年不再加息，但这需要消费、就业和通胀连续走弱来验证。沃什一直反对前瞻性指引，意味着他更倾向等待数据，而不是提前用口头承诺安抚市场，政策转向因此可能落后于资产价格调整。

本周美债收益率下行说明市场已开始交易增长风险，但还不能等同于政策转向。11 月 13 日至 20 日，2 年期美债收益率由 4.88%降至 4.63%，10 年期由 5.15%降至 4.92%，避险买债暂时压过了加息定价。我们理解的新均衡是：AI 展望和建设增速下降，但企业盈利仍保持正增长，利率因增长风险回落，估值在更低增长与更低贴现率之间重新寻找平衡。这个均衡能否稳定，仍取决于通胀是否随后回落。

四、财富效应和房地产决定利率下行能否持续

美股大跌对消费的影响将在未来数月逐步显现。美国股票财富集中于高收入家庭，而这一群体也是消费韧性的重要来源。如果股市不能快速形成 V 形修复，财富缩水会先影响可选消费，再影响招聘、资本开支和收入预期，最终为美联储软化立场提供条件。相反，如果股市迅速收复跌幅，负财富效应会被削弱，政策转向所需的经济证据也会更晚出现。

房地产是财富效应之外最值得观察的强制抛售渠道。美国 10 月成屋销售折年数降至 375 万套，成交量已处于长期低位，说明高利率下买卖双方都在观望。下一步需要观察的不仅是成交继续低迷，而是股价下跌、收入预期转弱或失业上升是否迫使部分业主降价出售。低成交本身还不是强制抛售的证据，但一旦挂牌量与降价成交同步增加，房地产会把金融资产调整传导至消费、银行抵押品和地方财政。

五、黄金的反弹条件在增加，但原有牛市叙事需要重估

黄金本周与股票同步下跌，说明其短期仍受美元、实际利率和去杠杆约束。伦敦现货黄金价由 11 月 13 日的每盎司 3890 美元降至 20 日的 3569 美元，全周下跌约 8.3%。当市场集中补充美元流动性时，黄金也会被出售，避险属性并不能抵消所有流动性冲击。

未来数月货币政策从紧缩回到中性偏宽松，可能给黄金带来一轮反弹。如果负财富效应、消费和房地产逐步走弱，美联储加息终点将逐渐清晰，实际利率和美元对黄金的压制会减轻。但即使停止加息，若财政扩张势头下降，黄金也未必能复制过去两年的上涨斜率。更大胆的假设是，本次中期选举超预期向民主党中间派靠拢，回头看可能

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。

成为美国极化政治见顶的标志；若这一情景成立，财政失控和制度冲突的尾部溢价也会下降。这仍属于需要验证的情景，而不是当前事实。

芯片管制和原油结算共同说明，美国技术与美元体系仍具有强约束力。BIS 新规直接证明的是美国仍能依靠技术、许可和境外执法约束全球算力流动，并不能单独证明所有新经济交易都必须使用美元。但美伊冲突后，原油跨境结算仍以美元为主，非美货币结算更多集中在受制裁国家和局部双边通道，尚未形成强劲、独立且可扩展的替代体系。几年前著名分析师 Zoltan 关于大宗商品更广泛转向非美货币结算的设想（布雷顿森林 3 体系），现阶段尚未得到充分验证。对黄金而言，去美元化逻辑并未消失，但更可能先体现为央行储备多元化，而不是全球贸易迅速摆脱美元。

本周关注

11 月 25 日美国 10 月 PCE 及其对 12 月加息幅度的影响；英伟达、Anthropic 和新云厂商能否止跌，VIX 与信用利差是否回落；美国成屋挂牌、降价成交及消费高频数据是否显示财富效应扩散；BIS 远程算力规则的执行细节和英伟达 SEC 调查进展；美伊谈判、美元指数与黄金能否重新恢复负相关。

本文信息来源于 Wind、美国财政部、美国劳工统计局、全美房地产经纪人协会、美国商务部工业与安全局及《联邦公报》、英伟达财报、纳斯达克和 Anthropic 公开信息；监管事件参考路透社、《华尔街日报》等公开报道以及德鲁肯米勒在 TomorrowX 峰会的公开访谈。

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 3501-3508 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。