

上周权益市场总体回调，价值风格占优，债市收益率下行

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

10月9日，公募基金运作管理办法时隔12年迎来系统性修订。证监会就修订公募基金运作管理办法及配套规则公开征求意见。本次修订支持权益类基金发展，拟将股票基金、混合基金、公募FOF成立门槛降至5000万元；对指数基金触发举牌、短线交易、减持等予以适度豁免；完善“迷你基金”监管要求；删除发起式基金成立满3年规模不足2亿元强制清盘的相关规定。同时，纠正“高位发行”等问题，严管“风格漂移”和“赌押赛道”，提高违法行为法律责任。

二、债券市场

市场方面，受房贷贴息政策及PMI超预期影响，节前债券收益率有所反弹。周四节后首日，债市在平淡中小幅收跌，消息面较为平淡，主要受节前恐高止盈情绪延续及基金赎回担忧扰动；周五债市强势牛平，中短端受节前冲量资金赎回影响继续上行，中长期债券显著修复、超长端领涨，主因权益放量下跌的股债跷跷板、隔夜利率回落至1.3%以及央行公布9月国债买入1000亿元释放呵护信号。核心关注点在于节后基金赎回与止盈回吐压力、政府债供给预期生变、降息预期再度发酵，以及10月下旬税期、9000亿MLF到期与跨月叠加的资金扰动。展望后市，基本面偏弱及货币政策适度宽松构成看多基础，但PMI回暖止盈、增量政策发力及海外高利率带来阶段性扰动，短期以震荡消化政策预期为主，关注资金价格与增量政策。

三、权益市场

上周为国庆后首个交易周，2个交易日，市场延续下跌，价值风格相对占优，国证价值和国证成长分别上涨0.62%和下跌2.17%，港股反弹，美股继续反弹。美元指数在102以上继续小幅上行，离岸人民币兑美元在6.7附近震荡。

在十一期间，海外市场总体情况向好，美国非农偏弱让年内加息预期大幅下降，油价虽然仍然在高位，但跟踪机构显示全球油运对霍尔木兹海峡的依赖度在持续下降，石油通航在缓慢提升。海外市场方面，十一期间标普500、纳指、日经225续创新高或大涨，AI推动的迹象较为明显。存储进入超级周期、三星预计进一步大幅上调明年HBM价格，海外投行上修台积电未来2年资本开支预期，AMD与两大龙头大模型企业达成货物和股权交换的协议，美国光通信龙头迈威尔给出5年10倍的营收增长目标。OpenAI一口气发布模型攻克722个数学难题的数学成果，包括拟黎曼猜想等超高难度问题，显示AI4S和RSI路径还在继续加速。Anthropic被报道启动IPO筹备工作，可以看到，虽然有AI监管、AI控速等问题围绕，但AI产业的发展还在持续加速，海外资本市场持续给予正反馈。

国内方面，十一之前央行正式公布房贷贴息政策，对以150万以下价格带房子为主体的三四线城市形成重要支撑，我们密切观察后续落地后市场的反应情况。十一期间消费和旅游市场缓慢增长，由于今年中秋和国庆长假之前只有3天，部分人通过请假3天可以获得一个

超长假，出游特别是长程游的比例明显提升，但消费总量的增速仍然温和。电影票房大幅减少，可能与供给和外出旅游人数增加有关。

科技方面，海外涨势持续，但以 FCC 为代表的压力仍在，摩根士丹利 10 月 1 日的报告推演，FCC 针对中国产光收发器的潜在限制最可能在 3.2T 代际落地，并存在“物料清单(BOM)美国本土价值占比 $\geq 65\%$ ”的豁免路径；由于 3.2T 出货预计到 2029 年才明显爬坡，对营收的短期冲击有限，整体格局对 Lumentum、Coherent 构成利好。总体看，目前尚没有证据证明大摩的推断，FCC 也没有更多的信息说明，若按此报告情境推断，我们目前的光模块、无源器件公司基本不受影响，但光芯片、DSP 等国产替代的道路难度可能会变得更大，这方面需要持续关注。但更重要的是，整个光通信板块的前景随着 Scale-up 的推进在快速提升，美国的头部算力企业更加强调客户的技术和配合，而非像美国政府一样更看重政治打压，我们相信我们的优秀企业会凭借持续的研发发力，获取越来越高的份额，我们在未来持续看好以 AI 为代表的大科技板块。

风险提示：本材料为客户服务材料，既不构成基金宣传推介材料，也不构成任何法律文件。本材料所载信息和观点仅供阅读者参考，既不构成蜂巢基金对其管理的基金进行投资决策的必然依据，也不构成蜂巢基金对阅读者的任何投资建议或承诺。