

上周权益市场全面下跌，价值风格更抗跌

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

10月12日，财政部、税务总局发布公告，自2027年4月1日起，将新能源汽车的增值税出口退税率由13%下调至9%。出口消费税政策不作调整，继续适用消费税退（免）税政策。

10月16日，商务部、科技部发布公告称，拟修订《中国禁止出口限制出口技术目录》，增列部分人工智能、生物医药、光伏技术。经批准，现向社会公开征求意见，并同步对相关技术实施出口前登记管理。此次公开征求意见涉及人工智能、生物医药、光伏三个领域40项技术。

二、债券市场

市场方面，上周债市延续强势，长端因央行公开市场持续呵护、跨季后资金面持续宽松、股债跷跷板效应以及配置盘欠配等因素共振，使得收益率再创年内新低。目前债市焦点在于监管指导长债投资的力度、金融街论坛政策信号和资金面的可持续性。我们认为，监管意在防风险而非紧缩，只影响节奏但不改趋势，另外受国内需求持续偏弱影响，货币政策大概率延续偏宽松政策，核心在于利率锚是否更换以及政策利率调节节奏，整体做多逻辑未破。

三、权益市场

上周权益市场全面下跌，价值风格更抗跌，国证价值和国证成长分别下跌0.80%和6.00%，港股、美股均下跌。美元指数在102附近震荡，离岸人民币兑美元在6.7附近震荡。

上周全球风险资产共振下跌，不仅我们下跌幅度较大，日韩也是，韩国综指下跌14.46%，日经225指数下跌5.37%，费城半导体指数下跌11.41%，全球宏观风险持续，AI产业压力加大，市场结构压力再度爆发，从下跌速度、下跌程度看，与今年7月的情景很像。

从宏观风险看，中东的战争情况持续胶着，伊朗扩大对游轮的打击程度，全球原油库存持续消耗，油价持续高位且进一步上行，特朗普对俄油的购买杯水车薪，目前美国已经没有能力短期解决中东的问题，导致通胀风险持续加剧，而上周美国的CPI和PPI接连超预期，推动加息预期抬升，对风险偏好产生了严重压制。

AI产业方面，上周遭遇了三重打击：

1、融资利率提升对整个产业的威胁，英伟达的核心合作伙伴CoreWeave五年期信用违约互换（CDS）利差突破1000个基点，债券二级市场收益率飙升至约15%，落入高风险垃圾债区间，其股价在周三、周五两日大跌，上周累计跌超25%。压力正在向更广的AI基建融资扩散，为若干数据中心提供融资的债券一周内平均收益率升至11%，而投资者对BB+级高收益债的要求回报约为7%。

2、ARR 方面也承压,上周 Anthropic 正式公布 2026Q3 收入 168 亿美元、环比增长约 46%,而 Q2 的环比增速约为 145%;按月度平滑测算,9 月底 ARR 约 694 亿美元,低于 TickerTrends 追踪的 768 亿美元,业绩虽然仍然高速增长,但斜率放缓,低于乐观预期,导致市场压力加大。

3、技术供给冲击:上周长鑫科技总裁宣布 4F²架构研发取得关键进展,预计年底推出融合这项技术的新一代 DDR5 RDIMM 产品,面向服务器内存市场——这直接冲击了海外存储厂商的定价权预期,韩国存储遭受巨大冲击。不过,从产业层面看,存储技术的提升是有助于算力成本下降的,这一条只是对存储厂商的冲击,而对整个算力产业链应属于利好,只是目前市场情绪脆弱,个股的下跌情绪很容易传染出去。

最后是市场结构方面,核心是筹码和拥挤度问题,按成交额占比 MA5 的近一年分位数衡量,AI 硬件内部的高拥挤方向仍集中在 PCB 材料(覆铜板、玻纤布、电子树脂)与 PCB,处在 90%分位以上;而光芯片、800G/1.6T 光模块、国产算力芯片已回落到 70%分位以下的低拥挤区间。但是,更重要的是个股的细分拥挤度,如单票融资余额和平仓压力、资管产品的赎回卖出压力等,虽然表面上看融资融券大部分还有较大的维持担保比例空间,但在 6、7 月高点附近以满额杠杆建仓成长股的账户,以及 8 月反弹阶段新增融资的账户,大概率已普遍落入“补仓线至平仓线”区间,一旦下跌,止损、平仓盘可能继续增加。另外,对于公募基金、银行理财、券商资管和信托、私募等产品,很多在近期年内收益率从高位回落至零附近,面临收益率由正转负的临界点,虽然这些产品大部分没有固定的止损、平仓规则,但从投资心理看,收益率由正转负时投资者大概率会紧急止盈防止转负,所以如果进一步下跌,也会有进一步的卖压。总体看,在这种不对称的卖压结构上,市场会呈现“下跌比反弹更容易”的情况,很适合空头发力,下跌引发更多的平盘,给空头助力。

从目前的市场结构看,市场情绪极度走弱,截止 2026-10-16 收盘,上证指数、上证 50、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50、北证 50、中证全指(替代口径)这 11 条序列,收盘价全部低于 MA20、MA60、MA120 与 MA250,10 条中有 9 条构成 MA20<MA60<MA120 的严格空头排列(中证 2000 因 MA20 略高于 MA60 而不构成严格排列,但其收盘同样位于全部均线下方、近 20 日下跌 8.37%)。同时,11 个指数的近 20 日与近 250 个交易日涨跌幅无一为正。从指数层面看,已经全部进入空头趋势之中。从行业层面看,只有银行、煤炭维持多头趋势。

但现在也不一定是进一步切换价值风格的时点,很显然“继续切价值”的最佳时点已经过去——银行近 5 年 PE 分位 99.67%、成交额占比近一年分位 97.51%、7 月以来累计上涨 16.6%、国有大行股息率收窄至约 3.5%;这不是说会跌,而是说边际赔率已经不高。上周涨得最好的两个行业(银行、食品饮料)在拥挤度上已经处在一年高位,而跌幅最大的两个行业(通信、计算机)拥挤度反而已跌到低位。这意味着切价值是在拥挤度高位接仓,而博弈算力是在拥挤度低位接仓——两者的赔率结构在两周内发生了换位。

所以,目前处于非常难操作的状态,从神秘资金出手的角度来看,目前大概率处于阶段性低位位置,但更重要的是产业,如果没有基本面的改善,仅仅托底是很难坚持多久的。基本面方面,我们看到 AI 承压,但 AI 应用方面在短剧、网安等方面有所托底,创新药、油运、快递等部分行业基本面有持续走好的趋势,但这些板块规模较小,还难以承接大资金,我们认为还是要看到 AI 层面的好消息才行。

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。