

上周权益市场分化，价值风格更抗跌

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

10月19日，证监会主席吴清宣布高质量建设资本市场系列措施，包括同意首批18只主动ETF注册、择机修订发布上市公司证券发行注册管理办法及配套规则、加快推动出台上市公司监管条例、支持证券行业并购重组和后续整合、筹建基金业运行监测中心、发文推动AI合规应用、提升QFII投资运作便利度、加快推进人民币股票交易柜台和REITs纳入沪深港通等。证监会还将稳步推出北证50ETF、北交所新股市值配售、创新性评价标准、优化新三板分层管理等一系列举措。

10月20日，中国10月LPR出炉，1年期LPR为3%，5年期以上LPR为3.5%，均连续17个月保持不变。

10月21日，证监会和北交所共同明确北交所下一步发展路线图：将发布北交所创新性评价标准，让企业“对号入座”、明确申报预期；完善北交所发行承销制度，稳妥实施新股市值配售；推进北证50ETF落地，加大公募基金供给力度；完善做市商激励约束机制，降低做市成本；促进北交所、新三板一体化高质量发展。

二、债券市场

市场方面，上周金融街论坛明确利率锚由7天期切向隔夜，叠加DR001利率稳在1.26%，10年期国债收益率一度刷新低点、逼近1.6%，随后金融时报提示不要将换锚当作降息炒作，叠加超长债窗口指导和权益市场剧烈波动，债券自上周三起开始止盈，全周冲高回落。目前债市逻辑仍是政策定方向、监管定节奏、资金定空间，市场关注点在于隔夜逆回购能否常态化、MLF缩量续作后的中长期流动性缺口、税期与跨月叠加的资金扰动。若隔夜投放持续放量、隔夜操作利率与DR001利差稳定在5bp以内，换锚的降息含义或将逐步兑现，10年国债收益率下限有望下移至1.55%-1.60%；若缩量与匿名资金提价延续、资金中枢向1.30%回归，则本轮定价则可能已属透支，后续大概率偏震荡运行。

三、权益市场

上周权益市场分化，价值风格更抗跌，国证价值和国证成长分别下跌1.49%和1.93%，港股、美股均下跌。美元指数在102附近震荡，离岸人民币兑美元来到6.67的年内新高位置。

上周中美日韩市场再度共振下跌，A股市场在前4天表现疲软，上周四出现恐慌下跌迹象，上周五在上午大跌的情况下完成了日内深V反转。

上周走势复杂。海外方面，中东区域的摩擦持续加剧，伊朗加码袭击海峡游轮，虽然美国官方和一部分统计机构都声称实际的原油通行量已经恢复较大比例，但油价仍然在高位持续上行，全球通胀压力继续加大。与此同时，欧洲暴乱范围扩大，美国发布新版对外投资限

制拟议规则。这些都是对市场的不利因素，而目前权益市场情绪脆弱，利空可能更容易被情绪放大。

国内方面，上周金融街论坛上，监管机构联合发布了对资本市场的一系列改革、提振措施，从对市场的影响来看，大部分属于中长期措施，短期影响最大的是北交所，如市值打新政策能快速落地，那么有望给北交所引来一批新增资金，是短期最确定的利好，但具体落地时间目前仍不清楚。

上周港股特别是恒生科技下跌幅度更大，有部分市场解读为与海外信托资金补税需要卖出股票有关，10月22日确实是过渡期申报截止日，看起来有所关联，但实际上申报日并不是实际缴款日，实际缴税日可以延后，甚至申请跨年，所以理论上因缴税带来的卖出不会这么集中，上周的下跌可能更多的还是与全球市场一起的共振。

人工智能方面，上周 SpaceX、超威电脑、Meta 公布季报，SpaceX、超威电脑的业绩大超预期，显示算力需求仍然高企，Meta 如果剔除一次性诉讼带来的利润拖累，也略超预期，且进一步上修 2026 年的资本开支下限。高频数据看，上周北美数据中心租赁价格仍然维持高位，B 系列高端卡需求最强，同时在 Rubin 系列服务器开始逐步出货的情况下，H 和 A 系列老卡仍然有一定市场。这些一定程度上说明了目前人工智能的算力需求仍然非常强劲且可持续。但在油价、利率压力持续增加的情况下，市场更关注的是企业的融资问题而非远期股市，上周对融资需求最高的新云服务公司的 CDS 利差仍然在小幅走扩，市场情绪仍然较低，我们还需要更多 CSP 厂商提供更多的信息。

上周最强的是人形机器人、物理 AI 两个密切相连的板块，三个催化同周落地：政策方面，10月19日商务部等9部门《关于加快推进科技兴商的意见》明确“加速脑机接口、具身智能等前沿科技成果向市场转化”；产业方面，Optimus 产量较 Q2 的数十台/周提升 10 倍以上，供应商普遍周产大几百台并收到周产上千指引，OpenAI 更是进一步加码，放出 20 多个机器人岗位；事件催化方面，10月22日特斯拉电话会提到 2027 年末达到年产百万台的产能准备，且 2027 年底有望在解决数据与灵巧手可靠性后开启外售，同期英伟达 GTC 柏林持续加码物理 AI。不过，产业景气度并没有太多提升，上周的几项事件进一步强化了人形机器人产业爆发的确定性，但其兑现时间可能仍然较为遥远，从交付时间的表述来看，“2027 年底对外交付”和今年 1 月达沃斯的口径时间点一致，但客户范围做了收敛：从“向公众销售”收紧为“先面向外部企业客户交付，家用 C 端往后排”。

如果把人形机器人也看做 AI 应用的一个重要方向，我们可以看到，最近 2 个月，市场上针对 AI 应用的板块在快速轮动，从医药领域的 AI4S 暴涨，到短剧，到现在的物理 AI 和端侧 AI，这本质上是在 AI 基建持续发展之后，市场需要切实落地的应用来支持全产业链的持续正向发展，此前我们分析，上半年明星应用是 AI Coding，但其他的大体量应用市场还在挖掘，AI4S、AI 视频、RSI、企业 agent、物理 AI、端侧 AI 等都是未来重要的产业方向，目前在逐步走出一系列重要的进展，我们保持密切关注。

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。