上周权益市场分化，大部分指数下跌，价值风格更抗跌

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

11 月 13 日，国家发改委、国家能源局印发**《“十五五”新型储能实施方案》**，锚定 2030 年前碳达峰目标，建设能源强国，坚持高质量发展主线，统筹发展和安全，综合平衡各类电源、电网及调节能力的关系，巩固提升新型储能产业核心竞争力，全面支撑新型能源体系和新型电力系统建设。到 2030 年，新型储能由规模化发展阶段步入市场化发展阶段，全国新型储能装机规模达到 3 亿千瓦，平均储能时长 3 小时左右。

11 月 13 日，证监会主席吴清在首届中国资本市场学术年会开幕式上致辞称，进一步深化市场微观结构研究，需要深入研究改善资本供给结构，加快发展壮大长期资本、耐心资本；深入研究改善预期引导机制，减少“羊群效应”“短期化”交易等带来的市场波动；还要深入研究评估量化交易、股份减持等制度规则的优化和公平合理的监管安排，切实保护好投资者合法权益。

二、债券市场

市场方面，债市在央行抬升资金价格纠偏与信用债基持续赎回等压力下，债券收益率持续反弹，其中政金债与信用债受赎回影响调整幅度更大。短期内债市焦点有：一是流动性风险。随着近期债市回调以及华发事件等影响，债基遭遇持续赎回，在低等级信用债流动性不足的情况下，机构持续卖出高流动性的二永债及信用债，导致收益率持续反弹；二是央行对长债、超长债的合意水平。月初因债券收益率快速下行，央行通过抬升银行间资金价格纠偏，导致市场情绪转弱，收益率开始上行。从上周周四周五市场表现来看，目前债市已有负反馈现象出现，短期内观察央行是否释放稳流动性措施，若本周依然没有该类措施，预期债市会继续负反馈直至监管释放稳流动性措施。中期逻辑方面，一是基本面方面受内需持续偏弱及美国AI叙事转弱的影响，后续大概率边际转弱；二是从10月信贷数据看，国内信贷需求依然偏弱，机构依然存在资产荒，叠加货币政策整体维持偏宽松基调，债市中期逻辑依然没变。

三、权益市场

上周市场分化，大部分指数下跌，价值风格更抗跌，国证价值和国证成长分别下跌 0.80%和 1.27%，港股大幅下杀，美股小幅反弹。美元指数大幅上行到 103.4，创年内新高，离岸人民币兑美元在 6.67 附近震荡。

上周 A 股走出倒 V 型行情，市场波动显著放大。周三在科技板块带动下迎来强势反弹，但周四、周五连续冲高回落，再度深度回调。下面从宏观、产业主线、板块结构与后续观察要点，梳理上周核心变化。

宏观层面，美国 CPI 数据超预期，叠加美伊谈判反复，市场对美联储 12 月加息预期升温，美债收益率上行、大宗商品承压，全球风险偏好受到压制。此前市场持续博弈的矛盾并未缓解，AI 基建持续扩张推高融资成本，而融资成本上行反过来压制 CSP、云厂商资本开支

能力，形成双向约束。海外利率上行对高估值成长板块的估值折现压力更直接，但需要注意，外部流动性是扰动因子，A 股中长期定价仍取决于国内基本面、政策力度与产业兑现节奏。

科技主线是上周最大变量：黄仁勋事件快速发酵，从相关舆情发酵、媒体持续跟进，到正式宣布辞职仅用时 3 天，在全球科技产业链引发剧烈震动。当前市场集中博弈七大类不确定性问题：

1.是否释放监管收紧信号：美国监管层对硅谷华人高管、华人科技从业者的审查力度是否进一步抬升，其他华人高管是否面临同类风险；

2.英伟达自身治理与经营风险：新任 CEO 遴选难度、核心高管与工程师团队稳定性以及事件对全球 AI 资本开支信心的冲击；

3.技术路线、供应链与认证节奏：对于英伟达原有技术路线，特别是英伟达力推的 CPO 路线，全球供应链合作框架是否发生变动。即便路线不变，短期决策放缓、供应链认证延后，也会带来全球算力供给的预期下修。英伟达目前 2 年一升级的算力架构平台与黄仁勋个人的风格高度相关，其他 CEO 能否做到，目前是个未知数。

4.算力生态融资平台的持续性风险：英伟达此前联合华尔街机构推出算力融资平台，计划动员超 5000 亿美元第三方资本支持新兴云厂商算力建设，英伟达提供剩余价值支持与信用背书。市场担忧：在管理层动荡背景下，该融资担保机制能否持续。若支持规模收缩，会直接压制新云厂商的算力扩产计划，进而影响英伟达远期芯片订单、全球 AI 资本开支节奏。

5.竞争格局：AMD、博通等竞争对手短期存在情绪层面的利好，但中长期业绩弹性仍绑定全球 AI 产业β，不是简单的替代红利；

6.对华科技管制预期：事件抬升市场对美国进一步加码科技封锁的担忧，北美算力产业链不确定性上升，国内自主可控逻辑被强化；

7.国内算力供给约束：国内企业获取海外高端算力的不确定性进一步加大，对国内大模型、AI 应用厂商的算力供给、迭代节奏形成中长期压力。

上述问题都属于中长期产业层面的复杂变量，短期没有明确答案，市场情绪会持续受不确定性压制。短期核心观察窗口集中在 18 日英伟达的会议及相关问询结果，重点看董事会对 CEO 遴选、供应链、对华业务、算力融资平台的表态。不过，订单层面看，英伟达远期订单已经排得较满，硬件交付、供应链落地的基本面短期未必立刻断裂，本轮定价更多是治理风险溢价的重定价。

在 AI 板块内部,除英伟达这条扰动主线外,产业兑现的主线依然是 AI 商业化落地速度。上周 Anthropic 正式递交 IPO 文件，路演中向投资者展示长期产业愿景，包括远期通过大模型助力攻克癌症等方向，强化市场对长期算力需求持续扩张的想象空间。路演层面，Anthropic 围绕变现速度、长期变现空间、盈利增长路径三条主线向投资者论证商业模式可行性：

第一，变现速度：用已经兑现的高斜率收入数据证明企业端落地不是远期故事。公司展示商业化启动后收入快速抬升，高付费企业客户数量高速扩张，过去 12 个月贡献 10 万美元以上收入的客户突破 1.19 万家，千万美元级大客户约 250 家，存量客户净收入留存率极高。核心逻辑是客户一旦将 Claude 嵌入业务流程，调用量会持续爬坡，收入增长具备自我强化的正循环；同时收入结构以按量 API 付费为主，天然跟随客户业务扩张弹性增长，不需要漫长的销售转化周期，以此证明 AI 商业化变现速度显著快于传统软件。

第二,变现空间:分为两层叙事,一层是存量渗透空间,当前财富500强企业在Anthropic上的支出占其IT总预算比例仍极低，从单点部门试用走向全公司规模化部署、叠加智能体等更高的工作负载，单客户ARPU仍有巨大抬升空间；另一层是长期产业天花板，公司把知识工作的经济价值定义为40万亿美元以上，对应全球约10亿知识工作者，空间极其巨大。除此之外还有市场热议的远期生命科学、药物研发等场景，公司提出借助大模型加速新药研发、远期攻克癌症等愿景，把AI定位成可以改造科研、医疗等万亿级赛道的底层生产力工具，打开长期算力需求和收入想象。

第三，盈利增长路径：回应市场最核心的质疑——“大模型是不是永远烧钱”。公司给出清晰的降本提效路线：一是算力效率持续迭代，通过模型本身优化、多芯片异构算力池，持续压低算力成本占营收比重；二是业务结构向高毛利推理倾斜，降低训练算力的刚性支出压力；三是规模效应摊薄研发、销售费用，给出长期调整后经营利润率35%以上的目标。同时主动披露长期算力承诺，用“收入增速显著高于算力成本增速”的历史数据，证明单位算力的商业化回报在持续提升，打消投资者对算力投入吞噬利润的担忧。

当然也要看到，这套叙事仍有明显约束：收入高度依赖按量计费，客户需求具备弹性，可随时下调调用量；大额算力合同是长期刚性支出，存在成本与收入的期限错配风险，这也是投资者在追捧之余的核心分歧点。

虽然Anthropic当前1.4万亿美元估值相比此前市场预期的峰值2万亿美元明显下调，但本次IPO录得超过6倍超额认购,反映机构资金对头部AI模型企业的长期配置意愿仍在，对AI板块情绪形成一定对冲提振。

Anthropic提出的这些点，是我们后续需要重点跟踪的内容。AI只有真正创造价值，其巨量的算力capex才可能持续，这个产业革命才能证明自己不是泡沫。上周端侧AI关注度明显抬升，以AI眼镜为代表的端侧硬件经过多年迭代，产品体验、销量逐步改善。端侧AI是值得持续跟踪的中长期方向。算力板块内部出现明显分化：北美算力链外部扰动变量多、不可控性强；国产算力、国产替代方向受益于算力自主的刚性诉求，逻辑相对更坚挺。

整体来看，当前市场处于外部流动性约束、海外算力龙头治理风险、国内产业兑现节奏验证三重博弈环境。短期情绪容易被海外事件驱动，波动放大；但AI板块的胜负手，最终仍然落在国内厂商的商业化变现、订单落地、生态适配等可验证基本面指标上，我们对AI的中长期趋势充满信心。

展望本周，重点跟踪以下事件：1.英伟达18日投资者会议及问询会。2.Anthropic将于本周正式挂牌交易，关注二级市场投资者的看法。3.A股市场内部的流动性负反馈是否已经结束，上周已经看到了一部分流动性冲击到尾部的信号，市场有自然修复的可能性。

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。