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 26 日，中国人民银行设立债市非银大额赎回互换便利，用于在资管机构面临群体性流动性风险、债券市场出现系统性压力的特定情景下，支持具有系统性影响的银行理财子公司、公募基金管理人（或对应母行、证券母公司等），从人民银行借入央行票据用于市场回购融资，以购买本公司（或资管子公司）遭赎回公募产品的符合条件的债券或产品份额，并向央行抵押。

10 月 30 日，中国人民银行正式公告政策利率“换锚”。中国人民银行发布公告称，为进一步优化短端利率调控机制，从 2026 年 11 月 2 日起，公开市场操作进行如下调整：一、每个工作日开展隔夜逆回购操作招标，采用固定利率、数量招标。目前操作利率为 1.25%。二、7 天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，主要在税期、月末等时点开展。三、原在 7 天期逆回购操作利率基础上加减点的其他工具，包括临时正/逆回购、境外央行类机构回购工具等，均调整为在隔夜逆回购操作利率基础上加减点，加减点幅度不变。

二、债券市场

市场方面，因隔夜逆回购连续顶格投放稳住跨月资金、权益连跌推升避险情绪，上周前四日收益率持续下行；周五国企地产信用事件触发理财赎回与基金抛售，收益率在单日大幅回吐。目前债市核心逻辑主要在于资金价格、监管以及华发事件对债市流动性的冲击。考虑到当前市场久期偏高，叠加信用利差处于极低水平，短期抛售可能会带来收益率较大反弹，不过随着市场的学习效应，叠加央行刚刚推出BNSF工具，预期利率债、二永债及高等级信用债等资产受流动性冲击时间会较历史情况大大缩减，回归到资金面及缺配置逻辑，但部分资质偏弱的类城投债可能因市场担心信用风险的提升，叠加极低的信用利差，后续信用利差大概率会重新定价走扩。

三、权益市场

上周市场分化，国证价值和国证成长分别上涨 1.83%和下跌 7.16%，港股、美股均下跌。美元指数在 102 附近震荡，离岸人民币兑美元进一步升值到 6.65 的年内新高位置。

上周全球科技板块延续下行，而且跌幅明显放大，之前市场里大家觉得韧性很强的 MAG7 和纳斯达克，这一轮也扛不住，开始大幅杀跌。

导火索就是上周三家 CSP 集中披露的财报，交出的数据让市场比较失望，核心矛盾就是 AI 加速变现的预期落空。在此之前，OpenAI、Anthropic 的三季度 ARR 增速已经放缓，低于此前一致预期，市场已经意识到 AI Coding 这条线的高增长开始碰到天花板；本来大家寄希望于 CSP 财报，能在企业端、C 端落地场景给出更扎实的收入验证，结果这次财报季的情况和上一轮很像：凡是和算力投入、资本开支相关的指标，基本都超预期，但是落到商业化变现、付费转化的核心数字，大多含糊其辞，缺少可核验的增量收入证据。这里最关键的一点，

Agent 的落地渗透、用户试用，是可以拿出来讲故事的；但 Agent 带来的真实增量收入，是要放进财报、经过审计的。几家大厂都选择优先讲前者。在 10 年期美债收益率维持在 5%附近的环境下，这种没法被审计、难以量化的叙事增长，估值一定会被折价。更麻烦的是谷歌、亚马逊的主业压力也在浮出水面，尤其是广告业务，正持续受到 AI 搜索分流、转化链路重构的挤压。一旦它们最核心的主业造血能力被削弱，在长端利率居高不下的环境里，市场自然会开始掂量：还能持续靠自有现金流、外部融资，去支撑这么高的 AI 资本开支吗？所以越来越多资金选择投出怀疑票。

从费城半导体和韩国等核心 AI 股票在 7 月的时候见顶回落之后，AI 行情的叙事主线早就切换了，市场不再只看供给端产能，重心全部压到下游变现验证上。所以我们能看到，不管英伟达、台积电怎样反复强调算力需求旺盛，这类供给端的利好，已经很难再拉动盘面，真正能形成正向催化的，只有需求端的收入证据。但到上周最新一轮 CSP 财报落地，市场还是没有等到想要的需求兑现信号，对股票进一步压缩估值。

A 股这边的处境会更难一些。国内算力产业链绝大多数公司都处在供给端的硬件赛道，高度依赖海外大厂的资本开支周期。上周，赛道里几家龙头公布三季报，业绩大幅低于预期，个股大跌，进一步放大了板块内部的悲观情绪。

更值得警惕的是，连续下跌之后，市场已经进入容易触发负反馈的阶段，融资盘、止损盘的抛压一旦形成共振，就会出现踩踏式的流动性冲击。如果本周没有有力的外部变量去托住情绪、打断这个循环，盘面有继续向下冲击的风险。但现在回头看，能扭转预期的外部力量是什么，目前还很难看清。这种流动性压力也不是 A 股独有的，上周五海外出现了一组很反常的资产定价：原油走高，但美股、黄金同步大跌，这种避险资产和风险资产一起抛售、只有油价走强的组合，往往是美元流动性边际收紧的信号。

本周要高度关注流动性冲击的情况，目前处于负反馈阶段，但同时也处于大幅超跌阶段，如果有超预期利好带来企稳，反弹的力量也可能很大，所以操作难度很大，多看少动为好。另外，美国中期选举进入关键时间，也需要密切关注。

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。