上周权益市场迎来反弹，成长风格反弹更强

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

11 月 2 日，**中国人民银行会同金融监管总局、中国证监会等部门先后召开证券、基金、保险公司互换便利座谈会和股票回购增持再贷款座谈会**，听取金融机构业务进展及意见建议，研究部署用好用足政策工具有关工作，支持资本市场健康稳定发展。会议提出，适时开展证券、基金、保险公司互换便利操作，进一步增加参与机构数量，适当降低互换费率，优化质押和操作模式。**股票回购增持再贷款政策由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率由 1.25%降至 1%**；金融机构坚持市场化定价原则，在再贷款利率基础上合理加点并增加贷款投放。

11 月 2 日，**中国人民银行发布公告称，为支持资本市场健康稳定发展，将于 11 月 3 日开展证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）操作，互换期限 1 年，可视情展期。**目前有 31 家证券、基金公司申报需求，申请额度超过 1000 亿元。SFISF 由中国人民银行于 2024 年 10 月创设，核心机制是支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产为抵押，向央行换入国债、央行票据等高等级流动性资产，所获资金专项用于股票及股票 ETF 的投资和做市，不得挪作他用。自创设以来，SFISF 已先后于 2024 年 10 月及 2025 年 1 月完成两次操作，规模分别为 500 亿元和 550 亿元。

11 月 2 日，**中国证监会集中部署多项稳市场稳预期举措**。具体来看，证监会将调整优化护盘式回购，把“破发”纳入护盘式回购情形，取消上市满 6 个月、集合竞价不能申报等限制。证监会要求上市公司严格履行稳股价承诺、超募及时回购、设立回购专项基金，并抓紧修订《上市公司股份回购规则》。证监会引导和鼓励首批 18 只主动 ETF 加快建仓，推出更多新指数股票 ETF，研究推出股债恒定比例等多资产指数基金。证监会还将指导券商优化融资风险控制指标，适度释放融资空间。

二、债券市场

市场方面，在隔夜逆回购常态化、非银大额赎回互换便利托底与华发如期付息的共同作用下，债券市场完成修复，上周五权益调整带动风险偏好下降，10Y 下破 1.60%，30Y 突破 2.04%阻力，创年内新低。具体看，上周一，早盘受华发相关个券大跌拖累，债市延续调整，午后配置盘与交易盘承接买盘，收益率快速下行；上周二，央行恢复隔夜逆回购操作、华发如期付息，赎回压力未再发酵，债券收益率继续下行；上周三，隔夜资金 DR00 降至 1.2591%，创四个月新低，债券延续乐观情绪，收益率继续下行；上周四，央行买断式逆回购缩量续作，净回笼 2000 亿元中期资金，叠加权益市场反弹，10 年以内债券继续下行，超长债收益率略有反弹；上周五，权益调整，风险偏好下降，带动 10 年国债和 30 年国债继续创年内新低。当前随着央行换锚后隔夜利率 1.25%成为整条曲线锚，短端与 10 年期品种受益于资金红利，30 年期品种受交易盘仓位约束。市场中期逻辑方面，一是基本面方面，内需持续偏弱，外需随着美国 AI 叙事转弱，后续大概率边际转弱；二是从央行换锚及公开市场投放看，资金面大概率延续宽松，而临近年末财政政策力度有限；三是临近年末，按照历年经验，部分机构需要为明年开始提前配置，在信贷需求不足的情况下债券配置需求依然较强，整体上债市大概率延续偏强运行。结构上，随着短债接近 1.3%的位置，接近隔夜利率，后续空间有限，

但风险也有限；长债虽然 10 年国债已经跌破 1.6%，但考虑到宽松的资金面及配置需求，大概率继续压利率曲线，收益率继续下行，不过需要警惕政策调整带来的收益率反弹，长债波动可能会增加。

三、权益市场

上周市场迎来反弹，成长风格反弹更强，国证价值和国证成长分别上涨 0.90%和 3.35%，港股反弹，美股延续下跌。美元指数在 102 附近震荡，离岸人民币兑美元小幅回调到 6.67 附近。

上周市场全面反弹，不同板块力度不一，我们认为上周的行情是几个方面的综合作用。

第一是政策托市带来的流动性反弹，11 月 2 日，央行、金融监管总局、证监会联合召开股票回购增持再贷款座谈会，政策由阶段性安排转为长期制度性安排，再贷款利率由 1.25%降至 1%，护盘式回购拟新增“破发”触发条件、取消上市满 6 个月的限制；同日证监会明确社保基金、基本养老金、保险资金、公募基金、证券公司等机构投资者“整体逆势加仓”。11 月 2 日起公开市场操作正式换锚，隔夜逆回购利率 1.25%成为主要政策利率。资金结构上，11 月 4 日两融余额 23004.45 亿元、融资余额 22718.19 亿元，已从年内高点降至 2.3 万亿附近，平均担保比例约 250%，TMT 融资余额占比约 33%。这实际上是一次高杠杆资金向低杠杆资金的置换:向下的被动卖盘清掉了一大截,但托底是宽基 ETF 资金流入形成的,向上的弹性暂时没有杠杆资金接力。总体向下的杠杆出清逐步增加,或带来超跌反弹的机会。

第二是美国中期选举尘埃落地,民主党全面胜利,且超预期的获得了多数州州长的职位,市场交易“民主党上位”的逻辑，利好新能源、医药、电力建设等板块，利空 AI 数据中心等板块，且由于民主党总体倾向于反对伊朗战争，市场也交易原油的下跌。特别是要注意 AI 基建板块的巨震，直接催化是民主党要求的暂停新建数据中心审核的议案。不过，这个市场上争议很大，首先民主党的原文是说并不反对数据中心，只是反对因数据中心而对人民生活成本的冲击，只要建立了监管框架就能继续推动；其次，及时暂停，暂停的也是新申请，目前已经获批的已经有很多项目了，本身就已经排队到 2028 年，只要明年年中能恢复审批，那么实际影响不大；再次，市场也认为美国目前经济增长核心依靠 AI，民主党嘴上说暂停，但也不敢真因此而拖累 AI 的发展，且民主党领袖佩诺西等人披露的个人股票投资也是以 AI 为主。

当然，对于 AI，其实是否暂停数据中心只是次要逻辑，核心逻辑还是对 AI 变现能力的担忧，从 7 月以来，市场一直在找 Coding 以外的新增长点，目前确实还没有更多的证据，这才是目前 AI 投资持续调整的核心。但如果找到新增长点，那么美国企业、居民都会自发去支持数据中心，民主党的政策也可能迅速反向，所以核心在于“需求”。

事实是不是这么悲观呢？我们认为,短期技术层面超跌,叙事层面看不清,但中长期看,应用大概率能跑出来，短期 AI 视频已经证明了快速增长的能力，AI4S、RSI、企业 agent 等快速推动，应用一直在增长，只是短期可能不像 Coding 这种超级单品这么亮眼，但其他多个领域叠加起来，对 AI 收入和算力需求的增长也是持续推动的。从投资上来说，现阶段更多着眼于应用是合理的，近期传媒板块、端侧 AI 等应用板块逐步走强，但应用大部分还是在叙事领域，也即市场认为应用最终能跑出来，而算力已经在兑现高速增长，只是市场怀疑增长的持续性，我们两边都保持密切的关注。

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。