

上周权益市场总体下跌，价值风格占优，债市收益率震荡

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

8月20日，中国8月LPR报价出炉，1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%，均与7月持平，已连续15个月维持不变。

8月21日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取新一代通信网建设情况汇报，部署进一步清理拖欠企业账款工作，研究持续改善空气质量有关工作。会议指出，要积极顺应新一轮科技革命和产业变革趋势，牢牢把握新一代通信网建设的机遇，坚持应用牵引、适度超前，统筹推进基础网络、空间网络、国际网络、融合网络建设，巩固提升我国信息通信业竞争优势。

二、债券市场

市场方面，上周受央行调研机构购买长债消息影响，交易盘开始止盈，债券收益率有所反弹。短期内市场焦点主要在于税期扰动下资金面能否边际转松，隔夜利率持续偏高将对行情形成压制。展望后市，因基本面偏弱中期方向未改，短期或以适度回踩加横盘震荡消化筹码。

三、权益市场

上周市场总体下跌，价值风格占优，国证价值和国证成长分别上涨0.69%和下跌1.12%，港股反弹，美股下跌。美元指数大幅下行到99以下，离岸人民币兑美元升值到6.72左右，创年内新高。

上周A股走出“进二退一”的高波动结构：周一普涨放量、周三大幅杀跌、周四缩量修复、周五缩量震荡，周度主要宽基悉数收跌，显示在外部长端利率扰动、增量资金不足与业绩验证窗口交织下，日均成交额缩量至2万亿左右，市场持续处于存量博弈+结构轮动的状态。

上周，美债成为了全球风险资产的最大压力来源，市场出现了“美元下跌+长端美债收益率上行+油价上涨+黄金上涨”这一反常的结构，资产之间的关系发生了变化，历史上市场常见框架是：美元与黄金负相关，美债收益率与黄金负相关，油价上涨若推高通胀和加息预期，则黄金往往承压；而美元与美债收益率很多时候同向。但上周显示市场开始定价主导变量切换：过去更习惯用美联储短端利率来解释，因此美债收益率上行=美元走强=黄金承压，但本轮更重要的驱动，已经从短端政策利率预期转向了长端期限溢价、财政/债务风险溢价、AI资本开支带来的久期供给挤压、以及地缘供给冲击。当长端收益率的上行更多来自“坏利率上升”而不是“好增长/更鹰的联储”时，美元未必同步走强，黄金也未必下跌，反而可能因美元信用与财政可持续性担忧而上涨。

更具体地说，上周资产价格的背离，本质上是三个力量同时作用的结果：第一，油价上涨主要在交易地缘供给约束，而不是需求过热，所以它对黄金的影响不再通过“更强加息预

期”完整传导；第二，美债长端上行主要由期限溢价抬升驱动，而非短端加息预期上修，因此美元与美债收益率的传统正相关被削弱；第三，黄金近期定价权重从“实际利率压制”部分切换到“财政赤字、债务货币化担忧、去美元化与央行购金”上，导致其与长端实际利率出现阶段性脱钩。

向后看，由于目前国际局势的复杂性，资产的定价因子也会更加复杂，“美元弱、长端利率高、黄金强、油价高波动”可能会成为接下来一段时间更常见的组合。能否恢复到前面的情况，需要看三大因素：1 是霍尔木兹海峡的解决情况，是否让市场对美国的领导力再度恢复信心并传导到美国债需求；2 是联储重新建立清晰可信的反应函数；3 是美国财政/债务与久期供给压力出现实质缓和。我们将密切关注。

产业方面，上周 AI 板块周三因为美债和企业 ARR 预期数据扰动带来暴跌。债券收益率和 AI 投资的关系目前非常复杂，长债收益率的持续提升当然会对成长股估值和 AI 的融资产生影响，但目前看，首先目前 AI 企业特别是 CSP 企业的算力业务和云业务 ROI 大幅高于融资成本，所以并不介意融资成本的小幅提升，影响可控，其次，长债收益率的上行，其中有一部分因素就是预期 AI 企业的发债挤出对国债的需求，这两者相互影响，目前我们认为核心还是跟踪 AI 需求的增速是否能让企业维持高于融资成本的 ROI，在此情况下，利率上行对 AI 的投资影响可控。

另外，上周三大跌的另一个原因，是外媒报道 Anthropic 的 7 月 ARR 只有 650 亿美金，虽然维持高速增长状态，但大幅低于商业调查机构 YipitData 此前给的 750 亿的数据，同时 OpenAI 在 2 季度的营收增速也低于预期。我们对此分析：首先，数据的口径目前还有争议，但如果就按这数据来看的话，虽然属于维持高增速，但增速下滑，市场属于再一次对过于乐观预期的修正；其次，6、7 月有美国禁令的冲击，以及 OpenAI 在 7 月 GPT5.6 上市之后下调 API 定价、补贴 Codex 额度的行为对 Anthropic 的 Claude 形成竞争压力，OpenAI 的营收也可能大幅提升，我们要结合两家的数据一起看，目前数据还不完全。而且，其中可能也有我们开源模型的影响，现在 CSP 厂商越来越多引入性价比高的开源模型来丰富模型路由了，所以单看 O 和 A 这两家很重要，但他们在市场的占比在逐步下降。第三，这个事件对 AI 投资是什么冲击？我们此前分析过，目前市场对 Coding 的叙事已经告一段落，现在寻找的是 Coding 之外的新需求爆点，如企业 agent、RSI、AI4S、具身智能等，后面这几个应用目前市场很关注且暂时还没有靠谱的产品或者数据，但由于企业全力在推进，随时有可能出现爆品带来新的催化。

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。