

上周权益市场总体回撤，成长风格占优，债市波动较小

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

9月10日，国新办举行新闻发布会，介绍金融领域贯彻落实“十五五”规划、推动金融强国建设有关情况。央行副行长陆磊介绍，《金融强国建设“十五五”规划》正式出台，重点任务包括健全金融宏观调控体系、全面加强金融监管、有效防范化解金融风险等，总体目标是到2030年形成中国特色现代金融体系的总体框架。“十五五”时期，央行将进一步优化货币政策框架体系，在货币政策目标、工具、传导等各环节更加科学、前瞻。“十五五”资本市场改革路线图明确，总体目标是打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。实施更具包容性的发行上市、并购重组等制度，努力将A股市场打造为境内优质企业上市首选地。严格执行并持续完善退市制度。加强稳市场机制建设，拓宽中长期资金来源和入市方式。聚焦欺诈发行、财务造假、操纵市场、内幕交易等重大违法行为，加强监管和投资者保护。

二、债券市场

市场方面，上周债市波动较小，债市行情进入极致低波的拉扯。当前核心关注点有：一是央行操作仍是“削峰填谷”、数量极度克制，隔夜DR001在1.4%左右波动；二是9月政府债供给提速与美债10Y一度逼近5%的外部约束。展望后市，缺乏增量信息破局前，低波震荡格局大概率延续，上有顶、下有底，中期趋势未变但下行速率较8月放缓。

三、权益市场

上周市场总体回撤，国证价值和国证成长分别下跌1.40%和下跌0.67%，港股下跌，美股也回撤。美元指数在99.1附近震荡，离岸人民币兑美元在6.71附近震荡。

上周A股整体延续缩量震荡、快速轮动的运行格局，市场整体做多动能偏弱、进攻意愿不足，上周一大涨，但后续4天持续调整，核心源于两大约束：一是外部宏观不确定性持续升温，海外通胀与美联储政策预期反复扰动风险偏好。二是国内经济压力加大，产业层面缺乏重磅顶层催化与增量政策落地，市场难以形成全面上攻的共识与主线。

从A股自身运行基底来看，当前市场指数整体位置、全市场估值水平均处于年内相对低位，前期悲观情绪与避险抛压已基本出清，市场进一步深度下跌的空间被大幅压缩。当前市场体现出“跌不动、难大跌、缺反弹”的底部震荡特征，整体处于存量博弈、防御蓄势的状态。

海外方面，上周可总结为旧有通胀担忧持续发酵、新增地缘黑天鹅冲击，双重压力共振持续收紧全球流动性预期。

旧有核心担忧聚焦美联储政策与全球通胀韧性。上周国际油价持续上行，进一步推升全球通胀粘性，叠加美国8月PPI、CPI数据接连落地，上周五公布的美国8月核心CPI环比上涨0.3%，大幅超出市场0.2%的一致预期，通胀超预期反弹直接推动美联储9月加息25BP

的市场概率飙升至 90% 左右，较周初大幅抬升。受此影响，美国短期国债收益率持续上行，不过长短端利率期限溢价小幅压缩，市场基本定价 9 月加息落地，同时开始计价年内二次加息的潜在预期，海外紧缩周期的持续性超出前期市场乐观判断。

新增黑天鹅来自中东地缘局势的进一步恶化，全球能源供应链风险全面升级。在霍尔木兹海峡航运受限、原油运输风险偏高的基础上，胡塞武装进一步加码封锁曼德海峡，全球两大关键能源航运通道同步承压，直接推动布伦特原油价格强势突破 100 美元/桶。到周末，海湾局势仍然不明了，但海湾 6 国和伊朗宣布了本周 9 月 14 日将召开外长会议，可能会对海峡给出一个方案，油价周末小幅回调，但具体方案仍需博弈。

在大盘整体受海外紧缩压制的背景下，上周 A 股内部分化很大，仅算力板块表现较好，而这也是在 2026 年 8 月 31 日至 2026 年 9 月 4 日当周下跌后的反弹。

具体来看，算力板块反弹具备多重坚实催化共振。其一，2026 年 8 月 31 日至 2026 年 9 月 4 日当周落地的三大核心产业事件（Astra、Cybercab、李飞飞世界模型）持续发酵，产业链逻辑不断强化；其二，高盛周末重磅发布行业研报，大幅上调 2026 - 2028 年全球高速光模块出货量与需求预期，上调幅度显著，直接夯实光模块赛道中长期高景气逻辑；其三，上周行业光博会顺利举办，多家头部厂商集中发布新一代高速光模块、算力互联新技术、新产品，技术迭代节奏持续超预期，验证产业升级趋势；其四，MLCC、电子布、光纤等继续涨价，印证需求的持续强劲。

从宏观与产业的对冲逻辑来看，本轮算力 AI 板块的逆势走强具备合理性。一方面，虽然美联储加息预期大幅升温、成长股估值普遍承压，但 AI 算力板块处于产业高景气爆发期，赛道业绩兑现能力、行业增速远高于市场平均水平，短期 25BP 的加息冲击对高景气赛道的压制效果有限。同时，当前美国通胀反弹主要由能源价格和一次性的通信价格调整等驱动，核心通胀整体仍处于下行大趋势，只要油价不再持续单边暴涨，通胀难以形成新一轮失控式反弹，美联储不会开启持续加息周期，整体流动性收紧力度可控，对 AI 高成长赛道的估值压制是短期、有限的。

另一方面，在 K 型经济下，美联储加息带来的流动性收缩效应，更多挤压的是消费、传统周期、地产链等低景气、弱成长板块，这类板块缺乏业绩与产业逻辑支撑，更容易受流动性波动冲击。而 AI 算力板块凭借清晰的成长逻辑、持续的业绩兑现，有可能成为存量资金避险+抱团的核心方向，部分市场观点认为本次加息为短期修复性加息、并非紧缩重启，因此上周五美股在利空完全落地后走出修复行情，进一步缓解了 A 股科技板块的外部压力。

除了盘面行情与宏观逻辑外，本周 AI 板块出现具备中长期影响的关键产业信号，需要重点跟踪。近期 OpenAI、Anthropic 两大全球头部 AI 研发机构接连发声，提出需要放缓前沿通用人工智能研发节奏，优先完善 AI 安全、技术对齐、风险管控等配套体系。

市场部分偏空观点将该表态解读为“大模型基础能力迭代见顶、技术突破陷入瓶颈”，认为前沿 AI 研发已无增量空间，企业只能借助安全议题释放烟雾弹。但我们倾向于认为：头部机构主动提出放缓前沿研发、优先补齐安全对齐体系，恰恰印证其尚未发布的在研大模型、前沿 AI 技术大概率实现了新一轮智能跃迁，模型能力、通用智能水平突破原有边界，随之而来的技术风险、伦理风险、应用风险同步大幅提升，倒逼企业必须优先完善安全管控与技术对齐体系，规避技术失控风险。该信号预示全球 AI 技术迭代仍在持续突破，并非产业拐点到来，后续需密切跟踪头部机构技术落地、安全规范落地进度，短期不轻易对 AI 产业趋势下悲观定论。另外，如果海外真放缓研发，对于处于追赶者角色的国产大模型显然是有利的。

展望本周市场，需重点跟踪三大核心变量：一是中美会晤相关安排是否落地，有望带来风险偏好修复的增量利好；二是中东地缘局势、海峡航运封锁进展，直接决定油价走势与全球通胀压力，是当前最大的不确定性变量；三是美联储9月议息会议正式落地，加息节奏、点阵图指引、后续政策表态影响全球流动性与成长股估值体系。当前A股已提前消化海外利空，处于主动防御的底部区间，整体估值安全边际充足，市场下行空间有限。板块配置层面，在存量博弈、结构分化的行情下，弱景气板块难以获得持续资金青睐，我们继续坚定锚定业绩确定性强、技术迭代持续、需求高增的大科技核心赛道，密切跟踪。

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。