

上周权益市场总体回调，价值风格占优，债市收益率下行

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

9月20日，中国9月LPR出炉，1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%，均较8月保持不变，已连续16个月“按兵不动”。

9月24日，中国人民银行宣布，为保持银行体系流动性充裕，9月24日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展8000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限为1年期。与此同时，为更好匹配银行体系短期流动性需求，央行将在9月28日至10月8日开展隔夜逆回购操作，采用固定利率、数量招标，每日操作量不超过10000亿元。分析指出，9月MLF续做加量2000亿元。考虑到9月两个期限品种的买断式逆回购均为等量续做，这意味着当月央行中期流动性操作合计加量2000亿元，连续第三个月保持净投放，净投放规模较8月高1000亿元。

二、债券市场

市场方面，上周债市在跨季呵护与做多情绪带动下震荡走强、超长端领涨。周一、周二，地产政策预期与中美会谈消息扰动、权益走强压制债市，整体表现平淡；周三，央行持续呵护跨季，MLF增量续作、隔夜逆回购操作上限提升至1万亿，资金面明显转松，叠加机构持券过节需求，TL涨势带动超长端走强、收益率曲线平坦化；周四，海外避险升温、权益大幅调整，股债跷跷板效应下债券收益率明显下行，30Y国债收益率下破2.11%。全周1Y国债活跃券小幅上行0.15bp至1.2130%，10Y下行0.63bp至1.6700%，30Y下行4.45bp至2.1070%。近期债市无主要矛盾点，核心关注点在于跨季跨节资金的呵护力度、机构持券过节行为、三季度货币政策会首提“关注长债收益率变化”，以及全球债市抛售潮的外溢影响。展望后市，跨季跨节资金面有望平稳、机构持券过节意愿较强，做多情绪或延续；但收益率已接近年内低点、交易盘较为活跃，需关注季末机构行为及节后大额逆回购到期的扰动，中期依然维持偏乐观看法。

三、权益市场

上周市场总体回调，价值风格占优，国证价值和国证成长分别下跌0.68%和2.25%，港股同样回调，美股反弹。美元指数继续上行到101以上，来到年内高位，离岸人民币兑美元回调到6.72附近。

上周为中秋和国庆长假前的交易周，只有四个交易日，市场再度进入长假前的避险交易模式，整个市场冲高回落，成交量也是先上后下。

除了长假因素影响以外，上周最大的宏观事件为习主席对美国的国事访问，截止前一周周末，我国尚未就该事项进行明确答复，导致市场风险偏好承压，直到上周一确认了将访华，且访问时长达到3天，粉碎了此前部分说会延后或只有一天的悲观预期，市场放量反弹了两天，但由于对最终能达成什么结果，市场也不敢有过于乐观的期待，所以后续市场又再度回落。到上周四，前一晚美国PMI超预期导致加息预期再度提升，美债收益率继续上行，美股

回落，前期较强的人工智能板块回调，情绪传导到 A 股，可能同时还叠加了对中美会晤谈判结果不乐观的预期，市场在上周四录得了较大的回调。

截止上周末，国事拜访已经结束，从晚宴情况、领导讲话内容、双方的互动情况等，我们认为会晤的情况应该比上周四市场表现出来的预期要好很多，总体看，中美共达成了八项共识，在 5 月会晤的结果之上进一步的明确双方的关系，美国似乎是第一次正式承认对中国“公平、对等”的关系，而且年内双方可能还有两次的会晤，分别在 APEC 会议和 G20 会议，这意味着后续双方的沟通会更加密切，虽然本次会晤在关税、科技、管制、军事等事务上明确落地的项目不多（也可能后面会有更多职能部门来进行披露），但后续的会晤安排，意味着双方团队都有更多的任务和成果可以在接下来落地，为后续再度见面营造更好的氛围。总体上，我们认为元首会晤的结果是比预期更加乐观的，元首会晤的着眼点不在于具体的事务，而在于进一步强调了两国关系的方向和相处底线。

产业层面，Muse 的持续火热推动美股的 AI 持续向上，在油价和美债收益率再度走高的不利情况下，美股纳斯达克指数一度历史新高、费城半导体指数创近期新高的态度，显示全球范围内对 AI 的产业趋势和乐观预期的认可度是毋庸置疑的，利率影响股票估值的分母，但更重要的是 EPS 代表的分子和未来的预期。国产 AI 市场同样如此，上周阿里巴巴的云栖大会上，阿里巴巴公布了重磅的新算力芯片、新大模型训练计划和未来算力建设计划，持续强调国内算力的供不应求，中国和全球都是处于强劲的 AI 产业革命之中。A 股周度演绎冲高回落的走势，还是由于假期效应和内部存量博弈的问题，我们还是强调，相比短期的资金博弈和来回轮动，目前更重要的是紧跟产业趋势和做好长期投资的心态，我们持续坚定看好大科技板块。

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。