

上周权益市场震荡分化，价值风格占优，债市收益率有所反弹

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

9月1日，财政部、国家税务总局联合发布公告，从9月1日起，外籍个人从外商投资企业取得的股息红利所得，不再免征个人所得税，应按照20%税率缴纳个人所得税。取消该项免税政策后，外籍个人在我国缴纳的个人所得税可以抵免其向母国缴纳的税款，实际税负不会增加。

9月4日，中国证监会就私募投资基金募集新规征求意见。新规明确“卖者尽责、买者自负”的基本原则，明确募集方式，细化禁止性行为规范，完善合格投资者资产规模、收入水平和投资经历等认定标准，并强化穿透监管要求。严禁通过份额拆分转让等方式降低合格投资者标准或突破投资者人数限制，严禁开展任何形式的保本保收益、诱导性宣传、虚假宣传等违法行为。在资金募集过程中，新规明确，未按要求开立和使用募集结算专用账户，最高罚20万元。

二、债券市场

市场方面，上周债市主线逻辑是“资金转松+政策消息驱动下的震荡走强、牛平延续”。具体看，周一，地产政策密集落地与8月PMI回升至49.8，超长端止盈消化后企稳；周二起跨月资金显著转松，但债市反应平淡；周三至周四利率牛平，长端跟随降息传闻及8000亿新型政策性金融工具利率调降消息走强；周五消息面清淡，债市窄幅震荡，尾盘3M买断式等额续作5000亿。目前债市主要焦点在于：一是供给端，9月政府债净融资或达1.4-1.75万亿、为年内高点，但发行节奏平滑、新增地方债以中短期项目债为主，对超长端实际冲击小于总量，压力集中在月中至下旬；二是需求端，基金久期处历史高位、交易拥挤，季末银行预防式储备流动性；三是资金面和央行公开市场操作。考虑到8月债券收益率突破1.7%快速下行后，央行公开市场开始收紧资金面，短期内债市难有明显下行催化，但考虑到当前基本面偏弱，债市反转概率较低，短期债市大概率偏震荡。节奏上，月初资金转松存在做多窗口，中旬缴款、税期与数据披露扰动增多，但基本面偏弱+融资需求难起，拥挤交易下形成趋势性调整概率不高；品种上，关注10Y国开、5Y政金及5-7Y普信债的骑乘价值。

三、权益市场

上周市场总体回撤，价值风格占优，国证价值和国证成长分别上涨0.83%和下跌3.22%，港股分化，美股延续反弹。美元指数回调到99.2附近，离岸人民币兑美元升值突破6.71，创年内新高。

上周A股整体震荡走弱、量能萎靡，市场风险偏好整体偏谨慎，核心压制因素来自两大外部变量：一是美国就业、通胀数据和不同官员的表态反复扰动美联储货币政策路径，9月加息预期在高位持续摇摆；二是中美会晤相关变数尚未落地明朗。在核心宏观与地缘不确定性靴子落地前，场外增量资金持续观望，场内无主动做多力量，市场整体呈现典型的存量博弈格局。

盘面核心特征为极致缩量、快速轮动、资金再平衡、抱团微盘：资金从高位成长赛道出逃，优先布局微盘股、防御属性板块与短期强事件催化题材。防御端，厄尔尼诺气候预期持续发酵，带动农林牧渔、种植链等农业板块逆势走强；事件题材端，芒果台短剧赛道热度扩散，传媒短剧板块获得阶段性资金抱团；军工板块迎来军贸突破，催化军工行情。整体来看，上周板块热点持续性普遍偏弱，一日游、快速切换特征明显，市场操作难度大幅提升。

指数层面，沪指、深成指波动相对可控，创业板、科创成长指数调整幅度更大，核心受海外流动性预期扰动、成长赛道资金调仓兑现影响。不过，我们认为当前市场大概率无系统性杀跌风险，仅为不确定性下的仓位再平衡，整体等待关键信号落地后的方向选择。

板块方面，上周军工板块成为市场热点，核心催化来自国产高端战机出口的重大地缘市场突破：乌兹别克斯坦在独立日庆典官方公开歼-10CE 战机入列画面，实锤该机型正式列装服役，成为继巴基斯坦之后歼-10CE 全球第二个海外用户。本次事件具备极强产业与地缘拐点意义：此次是中国四代半主力战机首次落地中亚市场，正式打破俄制战机对中亚空域近 70 年的垄断格局，标志着我国高端主战军机出口实现从传统市场向中亚核心地缘市场的突破，彻底打开国产先进军机、机载系统、配套弹药的海外放量预期。不过，军工出海难度极高，大部分还是国内军工的需求，对于军工企业的业绩弹性还需要持续跟踪。

AI 板块，延续大幅分化格局，呈现硬件与软件分化、A 股与外盘分化的双重特征，市场交易逻辑发生明显切换。

外盘维度，AI 硬件产业链逐步企稳反弹，费城半导体等科技指数呈 V 型走势，产业端的强势带动二级市场资金有望逐步脱离流动性利空压制，但反观 A 股 AI 硬件板块，受市场资金结构再平衡的影响，虽然有液冷板块表现亮眼，但总体持续探底调整。在目前阶段，A 股 AI 硬件经过持续回调，板块及核心标的估值泡沫已经大体出清，估值性价比持续抬升，行业基本面、订单逻辑未发生逆转，我们认为后续进一步下探空间可能已十分有限。

同时，市场尝试探索 AI 应用端的增量机会，包括芒果台新剧《后西游记》代表的 AI 视频向长视频进军的尝试，工业软件、办公软件等 TO B 板块的 AI 应用机会，理论上都有较大空间，当大模型能力持续提升并伴随着 TOKEN 价格持续下降后，AI 应用的开发难度持续下降、效果持续提升，我们密切关注 AI 应用的能力和商业进展，在硬件持续投入达到目前的量级之后，后续 AI 应用出现爆款应该是产业的自然结果。

上周五晚间，美国 8 月非农就业数据大幅超市场预期，直接推升美联储 9 月加息概率，美债收益率上行，短期加剧全球流动性收紧担忧。但市场出现明显的结构性背离：美股大盘承压震荡，AI 硬件、半导体产业链却集体逆势反弹，我们认为一方面是因为目前阶段物价比就业数据更重要，但更重要的核心原因是上周 AI 产业三大里程碑式重磅发布，对冲了流动性利空，成为科技资产的核心定价主线。

本轮三大产业突破，完整勾勒出 AGI 与具身智能的落地闭环，有可能后续重塑市场对 AI 行业迭代节奏与商业化空间的预期：

1、OpenAI GPT-6 Astra：测试评分全面高于 GPT-5.6 和 Fable 5.1, OpenAI 称 AGI 快来了，测试看总体能力提升有限但成本、运行时间有较大节省，核心突破为原生 Computer-Use 电脑操作能力，可自主完成 3D 建模、游戏开发、全流程软件操作与闭环迭代，从目前众多用户的测试反馈看，Computer-Use 让很多用户有另人惊艳的跃迁感，这有望推动任务工作流的持续提升。

2、特斯拉 Cybercab：全球首款无方向盘、无踏板的量产 Robotaxi 开启试点，依托端侧轻量化世界模型实现实时路况预测与自主决策，打通自动驾驶与人形机器人通用具身智能技术栈，为 AI 物理端侧落地、商业化运营提供真实场景支撑。

3、李飞飞 Atlas 世界模型：突破传统 2D 视频生成局限，原生输出可交互 3D 空间、点云数据，实现三维场景重建、任意视角生成与时空模拟，补齐大语言模型空间认知短板，打通“真实世界采集-虚拟仿真-智能体训练”的完整链路，是物理世界数字化、AI 具身训练的核心底座。

三者分别对应数字世界智能执行、物理世界实体行动、三维空间仿真模拟，形成完整的 AGI 产业落地闭环，虽然从测试看，实际能力都还需要进一步的提升，但这些证明 AI 产业迭代速度远超市场预期，我们保持密切观察。

向后看，由于本周五才公布美国最重要的物价数据，直接决定了 9 月的货币政策，所以市场可能仍然处于防御状态，甚至已经提前下跌 price in 一部分加息预期，总体市场可能继续维持缩量+快速轮动的状态，我们认为不能因为加息风险就去看空科技股，对于景气度强的板块，也是短期干扰，产业的进展有可能突破利率的压制。

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。