上周权益市场全面下跌，价值风格显著占优

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

11月18日，**国家主席习近平出席亚太经合组织工商领导人峰会开幕式并发表主旨演讲。**习近平指出，亚太地区汇集了世界上最重要的湾区，湾区经济具有鲜明的开放性、协同性、外溢性。中方支持成立世界湾区经济合作联盟，深化各湾区交流互动，探索亚太经济合作新路径。中方坚定不移推动共建“一带一路”高质量发展，欢迎亚太地区企业积极参与，共谋发展机遇、共享发展成果。中方将从降低关税、扩大准入，到探索规则、管理、标准等深水区改革，全面落实制造业准入又准营，稳步扩大服务业领域开放，为全球企业来华投资兴业提供更稳定、更可预期的优质环境。

11月20日，政策利率“换锚”后首期LPR出炉。中国11月1年期LPR报3%，5年期以上品种报3.5%，均连续18个月保持不变。

二、债券市场

市场方面，上周债市先跌后修复。短期核心逻辑仍是政策取向与负债端的两端拉扯，一是资金价格能否稳在1.25%附近，反映央行是否容忍长债收益率过快下行，决定利率是否有下行空间；二是信用债基赎回是否真正结束，决定二永债与信用利差能否继续收窄。中期逻辑方面，一是基本面受内需持续偏弱以及美国AI叙事转弱影响，后续大概率边际转弱；二是从10月信贷数据看，国内信贷需求依然偏弱，机构依然存在资产荒，叠加货币政策整体维持偏宽松基调，债市中期逻辑依然没变。

三、权益市场

上周市场全面下跌，价值风格显著占优，国证价值和国证成长分别上涨1.73%和下跌5.21%，港股大幅下杀，美股录得2020年3月以来的最大周度跌幅。美元指数再度创年底新高到103.9附近，离岸人民币兑美元在6.67附近震荡。

上周美、日、韩、A股、港股同步走弱，全球AI成长主线进入预期重定价阶段。指数缩量调整，成长板块内部剧烈分化；资金从高弹性AI应用、算力上游兑现利润，向低估值防御资产、宽基ETF避险转移。港股科技同步承压，海内外多重事件共振成为TMT板块核心定价变量。

宏观层面，APEC会议召开，同期在深圳举行中俄美三国元首单独会晤并发表《中俄美元首和平宣言》，外交层面取得阶段性共识，但美国对华科技封锁、产业打压的节奏并未放缓，背后是美国两党博弈、共和党内部对华鹰派力量抬升，短期难以出现实质性缓和，因此对风险资产的正向催化有限。

美联储方面，多位联储官员释放偏鹰表态，市场下调降息预期，定价高利率维持更久，长端利率压制成长估值。

AI 产业链是上周波动核心。英伟达披露 Q3 财报，营收、指引、回购均超市场预期，财报本身质量较强，但市场两大担忧持续发酵：一是市场质疑在黄仁勋离任之后，英伟达能否长期维持产品迭代与战略稳定性；二是整个 AI 产业长期投资回报、变现路径的问题，短期仍没有清晰答案。做空机构 Hunterbrook 发布针对 AMD 的做空报告，指控其存在出口合规、与实体清单企业业务往来疑点，引发市场对 AMD 的合规风险担忧。本次除 Hunterbrook 做空报告之外，美国众议院外交事务委员会也在同一天公开了 BIS 对华 AI 芯片出口许可卷宗，披露 AMD 曾申请向国内企业出口 60 万颗 AI 芯片，其中 30 万颗拿到许可，委员会主席 Brian Mast 主动公开这批记录，本身就是国会层面发起的合规审视，属于议员主动把 AMD 对华芯片流转问题放到公开审查视野；但注意目前只是卷宗公开、启动审视，监管机构尚未正式立案，也没有出具违规认定结论，和做空报告属于两条相互共振的线索，共同推升市场对 AMD 出口合规风险的担忧。

Anthropic 上市进一步放大市场分歧：上市前市场已经担忧大额 IPO 分流科技板块流动性；上市首日冲高回落、次日接近破发，叠加其特殊解锁规则（首日即可释放 10%员工合格股份），二级市场对其商业化、现金流兑现的信任度快速下降，情绪急剧回落。

国内层面，港股互联网龙头集中披露三季报，头部企业资本开支规模显著超预期，但现金流承压，管理层认为 2026 剩余时间、2027 年资本开支维持在峰值区间震荡，2028 有可能回落，这导致市场对国内云厂商 AI 资本开支增速的预期显著低于海外 CSP 的乐观假设。叠加广告、游戏主业增长承压，以及 AI 变现难题和海外同源、国内商业化兑现压力更大的现实，国产算力贝塔情绪持续走弱。

AI 应用板块同样承压：一方面行业共性难题——AI 商业化变现路径仍不清晰；另一方面，海外持续收紧算力、模型蒸馏链路的准入约束，可能放缓国内大模型能力迭代、推理成本下行节奏，拉长 AI 应用的盈利兑现周期，压制应用端估值。

整体来看，上周宏观、产业层面利空集中落地、发酵，市场本身处于下行趋势当中，多重预期共振之下成交量进一步萎缩，资金持续流出成长赛道，抱团银行等高股息红利资产；小盘、微盘股流动性快速丧失、跌幅居前，交易结构上和 2024 年 1 季度的负流动性冲击有相似之处。若无额外流动性层面的边际扶持，市场短期情绪修复难度偏大。

站在当前位置，市场对于 AI 长期属性的预期差已经拉到极大：一部分资金坚定将 AI 视作一轮长周期产业革命，短期波动只是牛市中的深度回调；另一部分资金则直接判定本轮 AI 行情属于巨大泡沫。但无论长期结论偏向哪一端，当下资本市场的定价已经由利空情绪主导；如果下跌继续演化，资本市场与产业端会形成负反馈——算力融资、模型企业融资、上下游资本开支收缩，哪怕 AI 最终确实是产业革命，产业落地的节奏、投入力度、商业化推进速度，也会被资本市场的紧缩明显拖慢。这也引出一个很难回答的问题：如果 AI 主线阶段性熄火，谁能接力成为新的增长主线？答案并不乐观：资金当下抱团银行等高股息红利板块，但红利板块短期拥挤度快速抬升，博弈性价比下降；产业端层面，国内宏观、人口、内需的约束客观存在，内生亮点稀缺；出口赛道里，科技类标的持续遭遇海外管制打压，可选择方向收窄，剩下具备持续增长逻辑的主线，创新药或是为数不多的大产业方向，其余机会更多集中在零散、细分的小众赛道。

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。