

上周权益市场分化，成长风格占优，债市演绎牛平行情

作者：蜂巢基金投研团队

一、政策要闻

8月10日，英伟达宣布与Apollo、贝莱德、黑石、博枫、高盛和KKR合作，设立独立的算力融资平台，为AI基础设施建设筹集逾5000亿美元第三方资本。英伟达8月10日已与这六家金融机构签署谅解备忘录，相关合作仍需签署最终协议后方可生效。英伟达将与这些公司合作，设立专门的大规模资金池，以具有吸引力的融资利率为英伟达客户提供资金支持。

8月12日，中国央行发布**二季度货币政策执行报告**指出，下阶段要及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给，推动经济持续向新向优向好发展。继续实施好适度宽松的货币政策，**综合运用并适时调整货币政策工具，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松**，引导社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。中国央行表示，将继续平稳有序推动货币政策操作框架改革完善。灵活精准开展各项操作，保持流动性总量在合适水平，更好引导货币市场短端利率平稳运行。结合一级交易商需求，逐步增加隔夜逆回购的操作频率，进一步畅通政策利率向市场利率的传导。央行预计本轮主要经济体央行货币政策调整将相对温和，冲击可能小于以往。**人工智能大规模投资拉动总需求、推动经济增长、推升通胀的效应已在显现，但提升生产效率、降低成本、降低通胀的效应仍有待观察。**

二、债券市场

市场方面，上周债市在“央行操作范式切换+基本面数据走弱”双重驱动下继续演绎牛平行情。具体看，周一CPI、PPI走弱点燃超长债一骑绝尘，10Y国债再破1.70%创年内新低；周二至周三央行连续OMO零投放引发止盈扰动，但周三尾盘公告将连续4日开展隔夜逆回购，收益率全曲线快速下行；周四二季度货政报告披露DR001合意水平1.31%附近、政策利率或从7D向隔夜温和换锚，10Y下破1.69%；周五OMO连续第四天零投放但隔夜逆回购开展3490亿，10Y国债进一步下行至1.675%本轮新低，尾盘7月金融数据偏弱但市场反应钝化。随着央行开始加大隔夜回购投放频率，叠加货币政策报告也开始讨论隔夜回购，未来政策利率或由7天回购转向隔夜回购，在隔夜回购的精细化调控下未来资金面波动预期更小，短债波动会进一步降低；另外近期超长债下行幅度较多，行情拥挤度明显提升，利差压缩至历史低位后赔率下降，筹码松动风险累积。展望后市，短期顺风环境仍在，但行情或已进入下半场，节奏把握比方向选择更重要，若出现滞涨迹象，需引起警觉。

三、权益市场

上周市场分化，成长风格占优，国证价值和国证成长分别下跌0.91%和0.12%，港股下跌，美股小幅上涨。美元指数在99.6附近震荡，离岸人民币兑美元在6.75左右震荡。

上周A股延续“缩量震荡、结构分化”的节奏，大盘权重承压、小微盘领跑，科技、医药等相对较强，顺周期板块仍然疲软，大盘日均成交量在2-2.5万亿之间，市场的情绪没有

继续提升，存量博弈下资金集中向“AI 硬件（光通信/CPO、存储/半导体材料）+医药”两条主线靠拢。

宏观层面，海外通胀回落、加息预期降温，但长端利率仍高，美国 7 月 PPI、核心 PPI 同比回落、弱于预期，市场定价的美联储 9 月加息概率降至 35% 以下，预计概率可能会持续下修。但是，10 年、30 年长端美债收益率回落后再回升，仍处于非常高的位置，期限利差拉大，欧洲、日韩等全球长债收益率均处于高位，显示市场对于其国家的长期通胀和经济压力担忧持续增加，目前美债规模已经接近 40 万亿，后续压力还会持续攀升。美债目前是一把双刃剑，一方面影响利率预期，另一方面美债本身也可能成为一个特朗普 TACO 的筹码，特别是应对地缘方面，上周美伊就霍尔木兹海峡谈判反复，伊朗表态强硬，油价与风险偏好受扰动，仍是外部重要变量。国内货币政策继续释放“稳增长+增量工具”信号，有利风险偏好企稳；但地缘不确定性、长端美债高位、A 股增量资金不足及解禁供给仍构成扰动。

大科技板块上周继续反弹，人工智能方面，细分应用的 AIDD 板块继续强势，但板块容量不大，大资金仍然继续关注算力板块的修复。海外美股、日韩的科技股票已经持续修复，其原因与 AI 叙事的修复有关，上周，北美和我们核心企业公布的最新季报进一步强化短期业绩、订单和 capex 的确定性。海外光器件公司 Lumentum 上周业绩与前瞻“全面超预期”，强调 NPO 和 CPO 两大路线短期并行，叠加 FCC 担忧缓解，催化光通信反弹；港股互联网龙头本周公布财报，二季资本开支大超预期的达到同比+176% 的增速，和海外 CSP 一样，自由现金流转负，显示国内云/AI 投入强度上行，利多上游算力与互连链条订单验证，国内两大晶圆厂公布的 2 季报也大超预期，印证了国内半导体领域的高景气度。

总体看，市场在经历了 7 月的大幅调整之后，目前处于继续修复之中，产业节奏上看，虽然 7 月尝试再平衡，但从中报和产业预期的角度来看，人工智能一枝独秀、其他大部分板块尚未看到拐点的局面并没有改变，或者说人工智能和其他板块的景气度之间的差距还没有看到收敛，这种情况下市场大概率不会改变风格，从景气度和基本面角度看，后续还是继续看好大科技板块。但是，美债收益率的持续上行，以及国内成交量萎靡（意味着流动性不足，只能持续轮动）两大因素是短期较大的掣肘，短期可能维持震荡，后续需要看到更多的信号，比如人工智能板块景气度继续强势且能盖过利率上行的压制，国内投资者信心逐步修复让更多资金再度回到场内等，可能需要一定的耐心。但中长期看，继续看好大科技板块的表现。

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。