

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

8月24日，中国人民银行发布公告称，将在8月25日以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限为1年期。鉴于8月有6000亿元MLF到期，当月央行将通过MLF操作净回笼1000亿元。央行同时宣布，将在8月27日至9月1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6000亿元。

8月26日，国新办举行新闻发布会，工信部介绍“十五五”推进新型工业化有关情况。工信部表示，未来五年将加快打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济、新型储能、智能机器人等新兴支柱产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信（6G）等未来产业成为新的经济增长点。同时加强关键核心技术攻关、提升先进制造能力、梯度培育优质企业、提速算力与新一代通信网络建设，综合整治“内卷式”竞争，打造市场化、法治化、国际化营商环境。

8月28日，中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，支持上市房地产开发企业再融资以及综合运用发行股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产。加大债券融资支持力度，支持房地产开发企业发行公司债券用于符合政策要求的房地产项目，鼓励发行商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）、不动产资产支持证券（ABS）。支持依托符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行不动产投资信托基金（REITs）或作为REITs扩募资产，稳慎推进商业不动产REITs发展。

二、债券市场

市场方面，上周债市焦点集中在资金面和权益市场，受资金价格持续偏高及股票上涨影响债券收益率有所反弹。短期内，前期长债收益率持续下行央行公开市场投放开始缩长放短导致资金价格抬升，但近期随着收益率反弹央行开始投放7D回购资金，收益率可能不会快速下行。展望后市，短期内债市在前期顺畅下行后短期缺乏继续下行动能、对利空敏感，预计以震荡整理为主，但考虑到基本面偏弱，中期债市依然偏乐观，预计短期反弹空间有限。

三、权益市场

上周市场延续震荡波动的状态，成交量在2.1万亿附近，全A指数先下后上但上周五在杰克逊霍尔偏鹰扰动和上周末前避险下回落，呈现被年线压制的形态，总体走势混沌，目前全A、上证指数等的年度涨幅就在0上下徘徊，市场没有明确的方向。

宏观层面，上周市场最为关注两大事件，一个是人工智能板块核心权重英伟达的季度业绩，另一个是周五晚上美国杰克逊霍尔年会沃什对货币政策的表态。

英伟达财报于美东时间8月26日盘后披露，FY27 Q2营收、EPS全面超预期，管理层指引FY28营收增速约70%（市场原预期45%），Rubin平台已于8月开始量产出货，Q3预计贡献约20%的数据中心收入，Networking、CPU收入亦成增量方向。英伟达盘后交易在管理层

释放信号之后大幅上涨,推动了全球AI市场的反弹。另外,英伟达上周宣布搭载GB200/Grace Blackwell的AI服务器价格明年初起多数配置涨幅将超过15%,反映算力厂商“强供需+成本压力”的同步传导,目前海外服务器租赁价格维持高位,显示了人工智能的需求仍然处于非常旺盛的状态。不过,市场的关注度已经不是当前的景气度,而是下一阶段有什么需求能接替AI Coding成为下一个增长点,目前没有大进展,另外杰克逊霍尔年会上,沃什的表态偏鹰,更关注短期AI投资等带来的短期利率走势影响,市场交易加息预期上行对风险偏好有不利影响,所以AI交易总体仍然处于震荡之中。

上周五A股收盘、美股开盘时,杰克逊霍尔年会举行,市场认为沃什表态鹰派,美股、黄金下挫,2年美债收益率大幅上行。我们分析,年会最核心的信息,不是“沃什是不是立刻要加息”,而是他第一次较系统地给出了自己的政策框架:坚持2%通胀目标不动摇、拒绝在正常时期依赖强前瞻指引、强调要看趋势、广度和交叉验证而不是一两个月数据,同时明确表示当前美国经济仍强、金融条件并不紧、通胀仍是政策重心。虽然从客观条件看,持续加息将加重美国国债利息负担,对财政形成现实约束,沃什的政策实际陷入了两难境地,但市场仍然先按此基调交易:9月加息概率上升、短端利率走高、美元走强;10年期美债收益率约升至4.68%-4.71%;美元指数上涨约0.4%-0.55%;黄金与美股科技股回落。

不过,目前科技和利率的关系非常复杂,如果简单的理解沃什偏鹰、利空科技,就过于粗糙。沃什在讲话中高度确认了AI资本开支与企业盈利的强劲现实:他明确提到,企业设备和无形资产投资过去四个季度同比增长约9%,且今年超过一半的资本开支增长很可能归因于AI相关基础设施建设;标普500企业过去一年利润增长超过20%;并表示将继续观察资本开支和盈利增速的二阶导。本质上,是AI需求的强劲带来了上游AI基建的持续提升,推动了资金需求的提升,进而推动利率上行。但对于AI企业本身而言,决定他们后续投资决策最重要的是预期需求ROI能不能完整覆盖投资周期里面的资金成本,目前CSP等厂商开始融资投capex,本质上是其通过计算分析后,认为投资收益远高于融资成本,所以扛着高利率也要干。目前算力投资的收益率处于非常高的位置,回报率惊人,正常情况下加息也不会影响他们的决策,真正影响的还是上面说的下阶段需求的问题,目前市场看到了需求持续提升的模糊信号,在一边投资、一边验证,如果验证结论继续积极,那么投资就会继续,可能进一步呈现利率上行、AI投资继续加速的情况,只靠加息无法抑制AI投资的火热,K型分化会持续甚至进一步加深;但如果对需求的信心下降,则投资可能减速,减少利率的支撑,所以我们认为目前最重要的是跟踪AI需求,这进一步拆分成大模型能力、AI应用的开发、下游的接受反馈等等分支。

我们对后续需求保持乐观预期,短期市场可能因沃什的鹰派信号小幅调整,但展望9月,或许还有一系列重磅事件会发生,以自主可控为核心的国产AI板块可能会相对走强。

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。