

盘京投资 | 月度观点

盘京投资 盘京投资 2025年11月7日 15:05 北京

10月市场整体以震荡为主，上证指数保持缓慢上行，全月收涨1.9%，沪深300基本持平，全A指数基本持平。科技龙头风格冲高回落，创业板指下跌1.6%，科创50下跌5.3%。

价值风格表现稍好，大盘价值涨4.1%，科技风格冲高回落，科技龙头指数下跌4.2%。从风格演进来看，市场似乎回到低波红利+小微盘的交易偏好，可能是10月的关税冲击使得市场有明显的防御意愿。

行业方面，反内卷、顺周期的板块表现相对强势，表现较好的行业有煤炭、钢铁、有色、石油石化，做多的力量有明显左侧布局2026年资源品行情的迹象。表现较差的行业主要集中在此前涨幅较大的领域，以及三季报不及预期的板块，TMT、汽车、房地产整体跌幅较大。

无产业，不牛市

10月份科技龙头指数下跌4.2%，市场中关于这轮科技主导的结构牛市的讨论见仁见智。在中美博弈背景下，中国科技产业的突破被赋予了更高的战略地位，中国企业在全球人工智能产业链中扮演的角色也举足轻重。我们对于这个产业的发展抱有乐观态度。

久违的4000点，2万亿的两市成交，市场处于一个相对热情的环境当中，但结构和风格的分化使得操盘层面并不容易。但我们认为比较有利的条件是：我们确实面对了一个比较难以想象的产业趋势，这来自人工智能。

产业趋势的出现，让成长型的投资风格看到了希望，这也是三季度以来类似风格的基金业绩表现较好的原因，包括创新药在内的产业趋势让这一类投资经理抓到了机会。目前来看，AI的趋势还看不到尽头。

资本市场最大的魅力是定价未来。虽然目前还有很多投资人持怀疑态度，这也是正常的，因为他们的逻辑是这个产业还没有形成闭环。大厂收入甚微，但投入巨大，大家担忧的是资本开支如何持续的问题。其实这也容易理解，美团、京东在上市之前也都是大幅亏损、连年亏损，但是在他们上市之后也都给投资人带来了巨大的回报。把未来的梦想进行定价，就是资本市场最伟大的功能，《伟大的博弈》这本书中有详细论述。

AI有泡沫了吗？

今年美国大学生的失业率比全国平均失业率还要高，我们倾向认为是AI把所有入门级的工作岗位消灭掉了，另外包括微软、亚马逊、Meta都表态要调减招聘人数。AI已

经深刻影响了人类固有生活轨迹。

Sora模型的问世，按照黄仁勋的说法，在Sora模型下我们可以准确地刻画一个杯子掉落的物理过程，准确刻画一个人、一个机械手去抓取一个杯子的物理过程，只要我们让模型理解了物理世界，机器人就近在咫尺。

我们这代人将有机会见到科技的飞速进步给我们的工作和生活带来的巨大变化。库兹韦尔在《奇点临近》中提出“加速回报定律”，预测人工智能的指数级发展将导致2045年技术奇点，届时机器智能将全面超越人类。他在2024年TED演讲中重申，通用人工智能的实现将彻底改变经济增长、医疗和人类寿命，这一观点基于指数级技术发展的预测，强调未来技术突破将加速推进人类文明进程。

回到“泡沫论”的说法，科技的主线是公认的，但难言整体乐观。板块市值、估值、累积涨幅以及资金参与度，与历史上的互联网泡沫、互联网+、茅指数、新能源的记忆都有诸多相似，**诸多成分股的业绩很难在短期甚至中期兑现，这与A股的参与者结构、生态有关。**

这些是独立于产业之外的，产业的实际情况是景气足够、需求旺盛，如果五万亿美金的英伟达只对应明年不到30倍的市盈率，在美股这个市场也就难言泡沫一说。另外是相关产业链的A股公司，明年不到20倍甚至也就15倍呢？看不到资本开支增速衰减，看不到利润增速衰减，在当下这个阶段我们是乐观派，我们认为这件事情远远没有结束。

大国博弈

虽然乐观，但过程中要小心求证。人工智能是两个大国的军备竞赛，谁都不能轻易掉队。我们在10月份的关税冲突中沉着冷静，稀土这张牌卓有成效。按照目前多方面推演求证，接下来应该会有一段时间的蜜月期，这是产业的窗口期，也是我们自信的来源。我们设定了若干个关键指标，用来跟踪大模型迭代的瓶颈时点，包括大厂资本开支降速的可能性。

2025年以来我们已经连续被关税干扰，以4月份为情绪的制高点。随着时间的演进，随着稀土事件带来的信心，关税对经济的负面影响会越来越小，随之我们投资者对关税的敏感程度也会逐步淡化。中国资产有望向上修复，这也是在低利率环境之下的重要动力和必然选择。



在贸易谈判、三季报、四中全会召开结束后，市场进入到一段时间的业绩、事件、政策真空期，市场缺少决定方向的催化剂。进入11月份，市场可能进入到一个相对艰难的阶段，包括风格的切换，以公募基金主导的高低切有可能发生，赚钱效应可能有限，但值得期待年底的春季躁动。

从企业盈利的角度，由于低基数、资源品和科技的业绩改善幅度较大，A股的盈利出现了改善，A股基本面保持平稳。

结构性牛市依然存在，增量资金仍然在通过各种渠道入市，但节奏相对平稳。根据我们掌握的数据，最近一段时间里场内资金包括机构和个人，有相当比例在做止盈卖出

和赎回，然而庆幸的是场外踏空资金比例更高，造就了我们当前所处的两到三万亿成交量盛景。

基于我们跟踪的产业和细分领域上市公司，立足当前时点我们信心满满。在供给创造需求的大时代，我们都是文明的见证者。希望每一个投资者都可以分享市场的红利，祝大家投资顺利！



— 免责声明 —

在阅读本资料后，务必请您细阅此重要声明。

- 请确认您或您所代表的机构是一名“合格投资者”（参照中华人民共和国证券、基金相关法律法规认定要求），并将遵守对您适用的司法区域的有关法例及法规。
- 本资料所载内容仅供参考，并不构成广告或分销、销售要约，或招揽买入任何证券、基金或其他投资工具的邀请或要约。
- 投资涉及风险，投资者应详细审阅本公司基金产品的发售的文件以获取进一步资料及了解有关投资于股票及衍生品或股权等市场所涉及之风险因素，并寻求适当的专业投资和税务咨询意见。基金的股份或单位价格及其收益可升可跌，而过往的基金表现数据并不预示基金未来的表现。
- 本资料所提供的信息并非投资建议或税务咨询意见，投资者不应依赖本资料所提供的信息作出投资决策。
- 上海盘京投资管理中心（有限合伙）及雇员不对本资料所提供信息之任何错误或遗漏承担任何法律责任。您在任何情况下均不得复印、复制或再分发本资料的全部或其任何部分，或对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。
- 与本资料有关的所有版权、专利权、知识产权及其他产权均为上海盘京投资管理中心（有限合伙）所有。本公司概不向浏览本资料的人士发出、转让或以任何方式转移任何种类的权利。

盘京投资

