

盘京投资 | 月度观点

盘京投资 盘京投资 2025年12月5日 15:05 北京

11月指数整体以震荡调整为主，上证指数下跌1.7%，沪深300下跌2.5%，WIND全A下跌2.2%。科技风格调整幅度较大，科创50下跌6.2%，创业板指下跌4.2%，市场回到低波红利和小微盘的交易特征。随着市场调整，日成交量开始萎缩，11月下旬逐步回落至2万亿以下，11月28日全市场成交额1.6万亿，为近三个月以来最低成交额。

指数当月表现符合我们在月初的判断，“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。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。



机会还是陷阱？--AI泡沫的担忧泛起。

在11月份的观点中，我们简单论述了关于人工智能泡沫论的看法，下面我们展开谈谈产业中发生的事情，“泡沫”因何而来，机会又因何发生。

市场对于头部企业AI资本开支的担忧来到一个新的高度。今年以来，AI资本开支超过4000亿美元，主要用于数据中心和基础设施建设，数据中心债务发行飙升112%至254亿美元，据瑞银测算，私人信贷AI相关贷款在2025年增至9000亿美元，增幅近翻倍。

Meta于今年10月份发行300亿美元企业债，这是自2023年以来美国高评级公司债券的最大单笔发行，同时启动私人信贷融资，债务/权益比率从2024年的14%升至2025Q3的26%。另一边的Oracle总债务超1054亿美元，在拿到OpenAI的合同后，需要未来4年额外融资1000亿美元，穆迪评级公司已将其展望调整为负面。Meta、Oracle等公司的举债投入以及OpenAI近段时间以来的舆论危机，引发市场对头部企业债务螺旋的担忧。

除了财务方面，还有老生常谈的“美股太贵”的问题。人工智能带动美股科技连涨三年，涨幅巨大，代表公司NVIDIA自2023年1月至今积累近12倍涨幅，纳斯达克100指数涨幅近140%。巨大涨幅带来估值的高企，像AI软件股Palantir的预测市盈率达到180倍，Tesla也接近180倍，均远超想象，进一步加剧了投资者对AI泡沫的担忧。与此同时，脆弱的市场还出现了一些不和谐的声音：

大空头Burry，其执掌的赛恩资产于11月4日，在13F备案披露今年三季度购入100万份NVIDIA看跌期权（名义价值1.87亿美元）和500万份Palantir看跌期权（名义价值9.12亿美元），占其组合主导。市场认为做空NVIDIA和Palantir是他在押注AI泡沫破灭的信号。

不过要注意的是，这类名义价值并非实际投入资金，比如其购买Palantir看跌期权的实际支出仅920万美元，名义价值是按标的股票市值计算的理论敞口，常被媒体误读为实际投入。



另外软银集团清仓出售NVIDIA股份，市场认为软银作为英伟达曾经最大的投资者，清仓暗示AI峰值已至。然而孙正义在本周一东京的一个论坛上表示，软银那么做只是因为需要募集资金投入数据中心建设等项目，以及投资很重要的OpenAI，笑称是哭着卖出英伟达股票。

种种因素让这个“泡沫”开始人人喊打了，而事物的另一面：那些出资以及举债的投资人在想什么？为了烘出这个泡沫吗？



人人喊机会的时候，可能才是泡沫。--AI的投资胜率几何？

我们实际看到的是，美国主要科技巨头AI投资并没有折损利润，前四大规模云服务商为例，尽管不断增加AI投入，但其自身造血能力强劲，在庞大的业绩基数下依然保持了不错的利润成长。

根据2025年Q3最新财报，Google Cloud、Microsoft Azure和AWS的云订单持续旺盛，反映AI基础设施、企业云迁移和预留容量承诺的强劲需求。

云厂商	积压订单规模	增速	关键驱动因素
Google Cloud	\$155bn	+82%YoY; +46%QoQ	AI 企业合同(如 Gemini 模型和 Vertex AI 平台)占 70% 以上; 数亿级交易超过过去两年总和; 容量紧张到 2026 年。
Microsoft Azure	\$392bn	+51%YoY +6.5%QoQ	Azure 云承诺和 OpenAI 相关合同主导; 商业软件+AI 服务订单强劲; 预计 2026 年转化率>80%。
Amazon AWS	\$200bn	+25%YoY +2.6%QoQ	预留基础设施和 AI 服务订单增长; 供应约束预计持续数个季度。

仅以上三家总积压订单规模接近8千亿美元，部分由于供应瓶颈如GPU/数据中心容量导致部分订单延迟履行。三大云厂巨大的资本开支对应的是客户旺盛的需求。

谷歌开始进入良性循环。

11月20日，Google正式发布Nano Banana Pro，在官方体系中被命名为Gemini 3 Pro Image，目标是实现“工作室级别的精度和控制”。相比几个月前的 Nano Banana，这次升级几乎重构了谷歌图像生成能力的上限。从文本渲染、多图一致性，到世界知识、摄影级控制和信息可视化，Nano Banana Pro 在多个维度显著拉开了与上一代、乃至整个行业同类产品的差距。

投资产生创新，创新吸引用户，用户生成收入，收入支撑投资。Google的闭环始于2023年Gemini推出，到今年三季度已相对成熟。资本市场也给出了标志性的反馈，11月14日，“股神”入场，巴菲特的Berkshire Hathaway披露三季度首次买入谷歌母公司Alphabet，是其股票组合的第10大持股，更强化了市场对AI的信心。

AI已经对全社会产生了巨大影响，IMF、PwC、McKinsey均对人工智能在未来五年对全球GDP的增长给予积极评价。我们的日常生活彻底改变，Sora类视频日均播放量超TikTok，情感陪伴AI月活跃用户1.2亿。另外还有医疗革命：AI药物发现周期从10年缩短至18个月，AI影像诊断肺癌准确率96%，世界卫生组织估算2025年AI已拯救全球约400万生命。

当然还有一些影响比如能源紧张：AI成为全球第五大电力消费者（超过荷兰全国）。就业压力会直观一些，根据美国求职面试辅助平台FinalRoundAI数据，2025年科技裁员14.1万人，AI直接取代超1万人，集中在白领和入门级员工，毕业生失业率已超过全社会失业率平均水平。（文中数据来源：各公开网站、第三方预测、Bloomberg等）

我们认为AI是机遇与风险并存，未来在电商、视频、AI智能体、机器人以及AI眼镜等端侧硬件方面有巨大变现潜力。当前市场对AI投资的担忧，与其说是AI泡沫，不如说是由于投资和收入的不匹配，阶段性地可能出现某些公司过度超前投资，导致个体财务风险，从而引发对阶段性投资节奏的担心。对我们来说：AI投资具有显著的长期吸引力，但整体市场情绪将在波动中震荡前行。



投资展望：

进入12月，2025年即将收官。市场在经历了三个月的震荡之后，未来的方向选择尤为关键。2026年是关键一年，当前各项数据较弱，12月政治局会议和中央经济工作会议定调经济政策更加积极的概率较大，有助于提升当前对于经济和企业盈利修复的信心。

2025年1月实施的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》要求商业保险资金提升A股投资比例，每年初包括前一年12月份又是保险开门红，新增保费配置股票需求增加，12月也是提前布局好时机。美元指数走弱和人民币汇率走强为外资流入提供了基础。进入年底年初居民存款增加较多，而过去两年权益基金业绩普遍较好，居民配置权益基金的概率增大。12月容易形成各路增量资金的共振，从而形成跨年行情。

近期大宗商品走强，LME铜价和白银价格均创历史新高，今年10月下旬以来，国内定价大宗商品不同程度走强。2026年是十五五开局之年，也是二十一大会议前的一个完整年度，稳增长力度有望加大，反内卷力度也有望加强。传统行业经历了较长时间的资本开支下行，在建工程也转为负增长，一旦需求改善，价格有望出现较为明显的攀升。

美联储仍在降息周期中，美国2026年将迎来中期选举，特朗普政府对经济改善有更高诉求，2026年有望形成中美经济的共振之年，从而形成大宗商品和资源品的行情。美股的人工智能股票可能会有较大波动，但所谓泡沫在美股崩溃很难。

写在最后的话：回望过去一年，中国资本市场在震荡中完成蓄势，而政策、估值、盈利、资金构筑的多重支撑，已为长期向好奠定坚实基础。流动性环境宽松向好，叠加上市公司基本面逐步改善，市场正迎来结构性修复的关键窗口。当前A股估值处于历史相对合理区间，无论纵向对比还是全球横向比较，都具备显著配置性价比，但需要注意的是大小盘风格差异极大，在交易层面需要谨慎对待。

未来，盘京投资将继续深耕优质赛道和核心个股，聚焦高成长标的，以专业投研能力把握结构性机会。保持耐心与定力，在时间的复利中与投资人共享中国经济转型与资本市场发展红利。



— 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

