盘京投资 | 月度观点

盘京投资 2026年10月12日 15:00 北京 63人

01 市场回顾

9月全月呈现“缩量阴跌+风格再平衡”的格局。三季度，创业板录得27.80%的跌幅、科创50则为-30.70%，双双刷新历史最大单季度跌幅纪录，创业板跌幅超过2015Q3股灾（-27.14%）和2016Q1熔断（-26.53%）。这是一个高拥挤、纯估值挤压的三季度，属于"无杠杆助推的估值出清"，下行更扎实。

行业方面，银行、地产9月份收红，属于避险+政策催化，月末最后一个交易日医药和美容护理拉升，除以上4个行业外的剩余27个申万一级行业在9月份统统为负收益；有色金属暴跌12.87%，背后是贵金属+锂矿双杀。

缩量是9月份最大的信号，日均1.81万亿，较6月份日均3.11万亿的成交量几乎腰斩。客观地说，整个三季度并非基本面的崩塌，而是"讲故事"与"看业绩"两种定价方式的此消彼长：在缺乏新的积极信号的窗口期，人工智能板块迎来了一次因资金过度扎堆而引发的集体出逃。

02 跌的不是基本面，是叙事

人工智能板块自7月以来已持续调整近三个月。期间，市场先后抛出了三个疑问：大模型公司的收入增速放缓，是否意味着算力需求见顶？云厂商在算力上的巨额投入，现金流入能不能覆盖支出？以及最关键的一条：AI的故事讲得越来越复杂，是不是意味着这条主线已经走向尾声？

我们倾向的答案是：都不成立。

收入增速放缓，本质上反映的是行业竞争格局的变化，而非算力需求的萎缩。国产开源大模型越过"真正能日常使用"这道门槛之后，头部公司的收入被重新分配，这本身就是行业进入成熟期的标志。把"行业竞争变化"误读为"需求萎缩"，是当前市场最普遍的认知陷阱。当旧的观察指标失效后，需要切换的不是判断，而是视角：云业务的增速、二手AI芯片的市场价、租用AI计算资源的价格，这些更能反映真实供需的数据显示，需求依然旺盛的证据是完整的。

云厂商现金流入少于支出，是阶段性现象，而非趋势性逆转。海外AI公司的定价参照系，已经从"在算力上的投入规模"转向"把投入转化为收入与现金流的能力"。能完成这一循环的公司正在获得更高的估值，而仅靠"未来还会加大投入"的预期支撑的标的，正在被市场无情下调估值。这是一场定价标准的重建——从靠板块联动赚钱走向靠个股精选赚钱，从讲故事走向看业绩，从拼增速走向拼质量。看似是利空，本质上是这条主线走向成熟的必经之路。

至于AI的故事讲得越来越复杂、没有上半年那么清晰，更不是终点。在缺乏新故事的窗口期，资金最容易选择"集体撤退"，这恰恰放大了短期波动，而波动本身，正是研究型投资者超额收益的来源。

03 扎堆，本身就是最大的风险

判断行情的脆弱性，看的不是融资余额，而是资金在结构上的集中度。在经济两极分化的背景下，全市场资金一股脑涌向AI上游硬件，即使整体没有杠杆，扎堆到了极致，市场情绪一旦转弱，集体出逃就是必然。9月28日的盘面已经给出了标准答案：全场4500只个股下跌的背景下，只有石油天然气收红，煤炭、红利指数微跌抗跌。资金在不确定面前，第一反应永远是躲进确定性和现金流。这不是市场对AI的否定，而是对AI板块内部过度扎堆标的的集中出清。

本月全球利率版图最值得关注的信号，不是美联储本月已加息0.25个百分点的"利空出尽"，而是10年期美债收益率盘中触及5.23%、30年期升至约5.5%，分别创下2007年与2004年以来的新高。

物价一直压不下来，是问题的根源。原本市场以为美联储最多让利率在高位多撑一段时间，结果变成了10月还可能再加息一次。这对那些主要靠"未来才能赚大钱"的成长型科技股是最不利的环境：决定它们股价的核心逻辑，是把未来的钱按今天的利率打个折，利率越高、折扣越狠，估值就被压得越低。全球这类资产都在被压低，新兴市场同样跑不掉。

与此同时，人民币的呵护力度达到近年最强水平：央行将9月28日至10月8日的隔夜逆回购每日操作上限提升至1万亿元，中期借贷便利（MLF）在到期后续作，并多投放了2000亿元；可像股票一样买卖的债券基金（俗称债券 ETF）市场规模正式突破1.01万亿元。资金找到了股债跷跷板的另一头，债券基金作为"持券过节"的工具，正在成为越来越多机构与高净值客户的"第三条路"。

两套利率撕裂的结果，是A股成长股被左右夹击，一面是业绩兑现速度被国内经济两极分化拖慢；另一面是估值被美债利率持续压低。当全球资金的主导权重新向美元资产倾斜时，A股的成长股估值回升注定要比以往更曲折、更漫长。

04 市场展望

7月份以来我们的产品净值出现了一定程度的回撤，我们不用"市场因素"作为推卸责任的挡箭牌。回撤的本质，是组合在AI硬件方向持仓偏重带来的预期反映。我们自8月开始降低科技仓位、保留现金应对季末波动，但坦率地说，调整的节奏确实慢于市场变化的节奏，这是我们必须承认的失误，也是后续需要修复的纪律。但我们不会因此放弃对AI产业趋势的判断。

接下来四季度及2027年，我们重点关注以下几条线索：

其一，盈利差距正在收窄。 港股2026年盈利虽仍为负增长（恒指约-3.4%，对应标普超过30%），但2027年一致预期盈利增速回升至约13%，恒生科技在低基数上预期修复超过50%；恒指与标普500的盈利增速差有望从今年约29个百分点收窄至明年约3个百分点。而估值端，恒指2027年预期市盈率仅9.8倍，较标普500（约18.6倍）便宜近一半，较沪深300（约11.9倍）也便宜约18%。业绩差距收窄与估值差距悬殊的组合，意味着港股的性价比在持续积累。

其二，利率仍是最大的压制变量。 美债10年期收益率在5.3%附近的高位，使得港股对全球资金的风险溢价处于2015年以来极低分位，这是指数级行情尚未展开的核心原因。若油价回落带动通胀压力缓解、美债收益率回到5%以下，分母端压力将明显缓解，盈利修复才能更充分地反映到股价上。

其三，资金与供给的阶段性扰动仍在。 南向资金今年净买入明显放缓（前9个月约4,400亿港元，去年同期约1.4万亿），9-10月及12月为解禁高峰，IPO扩容亦在持续，短期内需求与供给的再平衡仍需时间。但制度端的利好在累积：险资获准投资港股通ETF、香港首个五年规划落地、恒生科技指数扩容至50只等，均为中长期资金入市创造条件。

其四，A股的机会与约束并存。A股方面，光模块龙头股票受到美国FCC政策压制，机构持仓过于集中，表现明显走弱，部分股票9月低点已经低于7月，同时A股日均成交金额逐月萎缩，从全年的2.5万亿降低到9月的1.7万亿，情绪再度进入低迷期，港股则继续调整，恒生指数年内下跌约4%，恒生科技指数受盈利下修与利率压制的双重影响年内下跌约23%，而金融、能源、创新药等有业绩支撑的板块逆势上涨，市场内部结构分化极为显著。

AI产业链的业绩兑现仍是A股最强的投资线索，但部分环节估值已出现泡沫化倾向，需要紧密跟踪AI应用端需求的接棒情况；非AI相关的传统制造、消费等板块，机会更多来自超跌反弹与均值回归，弹性相对有限。就A股权重指数而言，我们判断未来一个阶段上行和下行的空间都相对有限，结构性行情仍将延续。

总体而言，我们判断四季度市场以震荡分化为主：指数层面空间有限，但低位方向和盈利修复方向的结构性机会正在增加，港股估值已具备较强吸引力，风险收益比在明显改善。

— 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



阅读 1647

留言

写留言

还没有留言，来写首评