盘京投资 | 月度观点

盘京投资 2026年11月5日 15:06 北京 听全文

市场回顾

10月份，上证指数跌6.33%，失守3600点；创业板指跌23.02%，科创50跌24.13%；恒生科技跌11.73%，纳斯达克跌5.3%。创业板指距6月高点回撤44.9%，接近腰斩。

只看跌幅，这是一次惨烈的调整，但更重要的是：这是全球资本市场第一次集中地、认真地为"人工智能到底能不能赚钱"算了一笔账。算账的结果是不确定，而不确定，是估值最大的敌人。

这轮下跌表面上从股价开始，实际上它从债市开始。下跌的雷，埋在借钱的地方。

过去两年，美国冒出一批新兴算力云厂商。它们不造芯片，也不做模型，做的是"贷款买楼、收租还贷"的生意：向投行和私募信贷借钱，买英伟达的显卡，建数据中心，再把算力按小时租给大模型公司。

这门生意只看两个数字：借钱的利息，和出租的租金。租金高于利息，差价就是利润，借得越多赚得越多。两年里算力供不应求，租金远高于利息，这个模式跑得飞快。

到今年10月，差价第一次被打穿。美国最大的算力租赁公司CoreWeave，今年4月发债借钱，约定每借100元，一年付9.75元利息。到10月中旬，同一张借条在市场上转手，只卖到79元，当初借出100元的人，愿意用79元认赔出局；而愿意接手的人，算下来年回报要超过16%才肯买入。这已经是一门比较难的生意，埃隆·马斯克在社交媒体表示，两百多家同类公司里只有少数能活下来。

利息一旦高过租金，这门生意就从"越借越赚"变成"越借越亏"。而这类公司恰恰是过去两年买卡最激进的一批买家。链条因此清晰：融资成本上升，扩张放缓，芯片订单预期随之下修，硬件全链条下跌，最后全球科技股一起跌

三张财报，把远虑变成近忧

10月最后一周，美国三家巨头的财报，把疑问从“以后会不会有问题”变成“现在有点问题”。

谷歌：营收增长25%，云收入翻倍，但净利润下降25%，自由现金流净流出90亿美元。自由现金流说白了就是账上真正剩下的钱。云增长越快，说明买卡越多；利润下滑，说明这些卡还没开始赚钱。财报后股价单日跌12.64%，2004年上市以来最大单日跌幅，市值蒸发约5000亿美元。

亚马逊：一个季度买设备花772亿美元，去年同期351亿；自由现金流从净流入148亿变成净流出424亿。钱花出去了，电商主业只增长2%。

英特尔：四季度指引远低于预期，单日跌28.58%，52年来最大单日跌幅。

三张财报放在一起，市场读出的结论是：AI的投入是确定的，回报是不确定的，而股价是按确定的回报来定的。所以不是业绩变差了，是定价的基准变了。

同样的逻辑在A股和港股演了一遍。国内的光模块和电路板，问题不是不好，是不够好。

光模块龙头中际旭创，三季度营收277.69亿元，同比增长171.8%，毛利率46.6%，订单排到2027年。但净利润环比只增8.5%，二季度是38%。拖累来自汇兑损失和股权投资的账面浮亏，营业利润其实基本符合预期。新易盛营收环比降13%、净利环比降19%，打破了连续几个季度环比加速的节奏。天孚通信利润略低于预期。

财报出来后，天孚通信单日跌19.77%，新易盛跌11.06%，中际旭创跌8.53%。三家公司距6、7月高点普遍回撤六成，市值合计蒸发超一万亿。而事实是订单没砍，毛利率在高位，产能还在扩，产业逻辑没坏。真正的问题只有一个：预期定得太满。

当一只股票按“每季度都必须更好”来定价，“和去年比很好、和上季度比一般”就等于坏消息。在预期打满的地方，不超预期就是低于预期。

AI革命是真的，但多空都成立

AI对传统行业的改造正在真实发生：客服、编程、检索、药物筛选、材料计算，效率提升显而易见。这些不需要争论，争不出结果的是另一件事：全社会为AI投入的、以万亿美元计的资本，能不能在可预期的时间里变成企业账上的利润。

看多的人有一套完整逻辑：每一轮技术革命，前期投入都看起来“过了头”。铁路、电力、互联网，当年都被骂过泡沫，但回报只是迟到，从没缺席。

看空的人也有完整逻辑：铁路修完能收运费，电网建完能收电费，都是用几十年的资产；而算力每两年左右就换代，新一代一出，上一代的租金和残值同时往下掉。这不是资产，是消耗品。

于是没有答案的市场会呈现一种特殊的状态。没有主线，只有主题；不看估值，只看故事；涨跌由资金决定，而不是业绩。10月的A股，就是这种状态的样本。

31个行业只有6个上涨：石油石化涨14.49%，银行涨6.63%，食品饮料涨6.19%：全是有现金流、有分红、看得懂的方向。

全月上涨个股667只，下跌4904只；跌超20%的1301只，跌超30%的350只；创年内新低的4580只，占全市场82%。

资金青睐的地方，一是主题：机器人、AI短剧，不需要业绩验证、只需要想象空间，成了存量资金为数不多的游乐场。二是“跌透了”的地方：比如食品饮料，有资金开始博弈明年回升。这是一枚硬币的两面：因为看不清，所以选择赌。

估值扩张的阶段结束了，接下来是业绩兑现

传统行业的压力也是真实的。

第一是油，布伦特原油10月冲到每桶117美元，年内涨超80%。霍尔木兹海峡商船遇袭、沙特阿美油田遭无人机攻击，这是供给问题。高油价对中下游制造业就是硬成本。

第二是汇率，人民币升到6.67附近。出口同样卖7美元的货，去年汇率7.2能换回50元人民币，现在只能换回46.7元，要保住利润就得涨价，而涨价可能丢掉客户。

一个做外贸的老板，今年要同时面对原料涨价、运费涨价、汇率升值、海外需求走弱。四件事凑在一起，就是需求压制。

10月的下跌，让很多人开始怀疑：AI是不是泡沫？

我们的立场不变：泡沫的问题，从来不是"技术是不是真的"，而是价格是否透支了未来。

技术是假的，泡沫会破得很快；技术是真的，泡沫也会破，只是破完之后东西还在，价格重新来过。AI的产业趋势没有结束，但估值扩张的阶段可能结束了，接下来是业绩兑现。

我们要做的，是在泡沫破完之后，手里还拿着对的资产。短期看，杠杆资金和市场情绪的出清仍需要时间，市场或继续波动。中长期看，AI 已上升为战略层面的长期方向，应用端的商业模式也在逐步验证，我们对科技成长的长期产业逻辑没有改变，希望最终握住的东西，经得起下一个周期的检验。



— 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 167

留言

写留言

还没有留言，来写首评