

中国银河证券：

投资者应抓住“以我为主”时间窗口

建议关注AI产业链投资机遇

11月28日，中国银河证券全球科技投资论坛在北京举办，会议以“大重构、大变革”为主题。中国银河证券党委委员、副总裁罗黎明在会上表示，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，这种转变体现在产业结构的优化升级，新旧动能的加快转换，以及绿色发展的深入推进。资本市场作为科技创新与实体经济的桥梁，承载着推动经济转型升级的重要使命。

对于明年市场展望，中国银河证券表示，2025年，新旧动能转换下，市场将迎重估，新动能估值或聚势提升。虽然未来投资环境不确定性较强，但预计我国政策将主动作为，基本面修复预期向好，带动A股螺旋震荡上行，投资者应抓住“以我为主”时间窗口，建议关注AI产业链的投资机遇。

● 本报记者 刘英杰

国内经济转型迫切性 大幅提升

面对我国经济转型升级的关键时期，中国银河证券首席经济学家、研究院院长章俊在会上发表了“底层逻辑变化下的科技创新路径——从土地财政到新质生产力”主旨演讲。

“今年9月底以来一揽子超出市场预期政策极大增强了市场信心，其背后是国内和国际政治经济的底层逻辑转变。”章俊认为，全球经济正处于以AI为引领的第四次科技变革前夕，国内经济转型的迫切性大幅提升。为此，本轮政策转向旨在为经济转型提供更多的安全垫。

章俊表示，伴随“防风险”系列政策逐步落地，未来中国经济增长需要更多依靠科技领域的实质性突破，而科技转型发展也必然要求融资体系由过去间接融资为主更多转向直接融资，地方政府发展方式也将由“土地财政”转向“股权财政”，由投资型政府转向服务型政府。当前，我们应以国内政策“确定性”拥抱全球经济“不确定性”，以经济转型和结构改革拥抱新一轮科技革命。



中国银河证券全球科技投资论坛现场

公司供图

市场将在新旧动能转换下迎重估

在大会上，中国银河证券首席宏观分析师张迪与首席策略分析师杨超分别从宏观与策略角度对2025年中国经济和资本市场情况进行了预测。

张迪发表了“初窥2025：以确定性拥抱不确定性”主题演讲。他认为，“以我为主”将是2025年中国经济工作的主线，对于宏观政策的连贯性和一致性抱有信心。

张迪预计，财政政策方面，赤字率提升至3.5%，广义赤字率有望回升至12.5%；货币政策方面，继续实施较大幅度的降准、央行公开市场净买入国债以及相机抉择实施降息，全年政策

AI产业链投资机会可期

随着人工智能在海内外关注度的迅速提升，其投资机遇和发展前景牵动着投资者的心弦。中国银河证券研究院多名首席分析师表达了对行业前景的看好。

中国银河证券研究所所长助理、计算机首席分析师吴砚靖发表“AI大浪潮下的新动能投资范式解读”主题汇报。吴砚靖认为，AI代理（Agent）的崛起正重塑AI产业链并带来投资新机遇。预计到2028年，中国AI代理市场规模将激增至8520亿元，年复合增长率达72.7%。AI代理技术的快速发展，标志着从训练为主到推理为主

利率的累计降幅可能在20BP，引导5年期LPR下调40BP-60BP。

张迪称，展望2025年的中国宏观经济，可以期待更多内需的修复，尤其是消费和基建。中性情形下，预计2025年实际GDP增长4.8%。权益市场方面，依旧维持乐观态度。虽然外部环境的变化扰动依然值得关注，但投资者更应该抓住“以我为主”的时间窗口。

杨超在会上发表了“重构·聚势——2025年A股市场投资展望”主题演讲。他认为，新旧动能转换下，市场将迎重估，新动能估值或聚势提升。“未来投资环境不确定性较强，

的转换，企业资本支出将呈现从研发性资本支出为主到经营性资本支出为主的转变，AI应用生态或迎来繁荣期。建议投资者关注具备核心技术优势和垂直领域卡位优势的软件公司。

中国银河证券通信首席分析师赵良毕、电子首席分析师高峰与产业专家在科技及制造分会场的深度对话中就“人工智能产业链深度解析及投资机会挖掘”展开了深入讨论。

赵良毕认为，当前我国大力发展数字经济，人工智能逐渐成为数字经济高质量发展的核心抓手，算力基础设施成为发展人工智能底座，打开增

量市场空间。作为AI基石的光通信企业、运营商有望迎来更大更持续的发展机遇。

高峰表示，在承接全球产业转移的过程中，我国逐步从早期凭借劳动力成本优势承接简单的组装和加工订单，再到规模化发展，引入自动化设备对产线进行升级改造，向产业链高附加值环节迈进。发展至今，中国电子制造业已覆盖产业链中从最上游的芯片设计到终端品牌各个环节，其中以手机组装、消费电子零部件、芯片封装为首的部分环节已经具备较强的竞争力，未来市场拓展有望超预期。

量市场空间。作为AI基石的光通信企业、运营商有望迎来更大更持续的发展机遇。

高表示，在承接全球产业转移的过程中，我国逐步从早期凭借劳动力成本优势承接简单的组装和加工订单，再到规模化发展，引入自动化设备对产线进行升级改造，向产业链高附加值环节迈进。发展至今，中国电子制造业已覆盖产业链中从最上游的芯片设计到终端品牌各个环节，其中以手机组装、消费电子零部件、芯片封装为首的部分环节已经具备较强的竞争力，未来市场拓展有望超预期。

供大于求格局笼罩 生猪市场旺季恐难旺

● 本报记者 马爽

8月中旬以来，生猪价格开启下滑通道，即使11月传统需求旺季来临，也未能改变这一态势，当前已经逼近8元/斤，期间累计跌幅更是超22%。

业内人士表示，由于气温下降缓慢，腌腊猪肉需求并未开始大范围启动，市场终端需求缺乏有效支撑，叠加供应较为充足，因此近期生猪价格承压下跌。未来，随着气温逐渐下降，达到适宜腌腊水平之后，生猪市场终端需求有望明显改善。不过，考虑到养猪端出栏压力依然较大，年内生猪价格或难有显著的上漲表现。

生猪价格逼近8元/斤

11月以来，全国生猪价格延续下跌态势。国家统计局最新发布的数据显示，截至11月中旬，生猪（外三元）价格为16.3元/公斤，较11月上旬价格下跌0.7元/公斤，而10月下旬该数据为17.4元/公斤。

卓创资讯生猪分析师邵莹吉表示，生猪市场终端需求疲软，同时由于近期气温下降缓慢，腌腊猪肉需求并未大范围启动，造成生猪市场需求端缺乏有效支撑，叠加供应较为充足，因此11月以来生猪市场“旺季不旺”。

中信建投期货养殖行业首席分析师魏鑫表示，11月并非生猪终端需求真正的“旺季”。传统的腌腊猪肉旺季有望在12月中旬展开，同时春节旺季也将在临近春节时展开，彼时的需求边际增长空间将会更大。

实际上，本轮生猪价格下跌始于今年8月中旬。国家统计局发布的数据显示，8月中旬生猪（外三元）价格达到阶段高点20.9元/公斤。此后，生猪价格出现震荡下跌，按照11月中旬最新数据计算，8月下旬以来生猪（外三元）价格累计下跌22.01%。

“今年下半年以来，生猪出栏数量陆续恢复，市场由供不应求再次转为供大于求。”卓创资讯生猪行业高级分析师邵魏鑫表示，考虑到腌腊猪肉旺季来临以及临近年关，养殖企业、二次育肥户以及散养殖户积极安排生猪出栏，但由于近期天气降温缓慢，腌腊猪肉对生猪需求带来的提振作用有限，难以应对供应端持续释放的压力。

除了生猪市场自身供需因素，方正中期期货养殖研究员宋从志认为：“肉食品价格持续低迷，尤其禽肉及牛羊肉价格常年处于低位，也令生猪价格独木难支。”

市场看跌心态逐渐增强

生猪价格开启下滑通道之后，养殖端看跌心态逐渐增强。邵莹吉介绍，尤其是进入11月之后，生猪需求端未有明显起色，但养殖端出栏节奏呈叠加快态势，导致市场看跌情绪渐浓，这其中散养殖户的表现尤为明显。

卓创资讯监测的数据显示，截至11月14日，生猪交易均重为125.6公斤，较2023年同期增加1.15公斤。邵莹吉表示：“前期二次育肥生猪出栏，带动生猪交易均重上行，给生猪市场带来了一定的供应压力。”

生猪自繁自养及仔猪育肥盈利水平也呈现回落态势。卓创资讯监

测的数据显示，截至11月23日，全国生猪自繁自养理论盈利值为387.28元/头，环比减少112.94元/头，同比增加433.18元/头；仔猪育肥理论盈利值为221.75元/头，环比减少88.84元/头，同比增加334.20元/头。

邵魏鑫表示，受供应端集中释放带来生猪价格下跌的影响，近期自繁自养及仔猪育肥盈利水平均有所下降。不过，部分散养殖户、二次育肥户仍对旺季腌腊猪肉需求持有乐观预期，保持着看涨情绪，进而产生“三次育肥”模式。

从供应端来看，魏鑫表示，目前生猪市场供应仍处于增长趋势中，且未来养殖端还将面临相对集中的出栏情况。从长期来看，生猪市场供应增长趋势并未出现逆转，能繁母猪以及新生仔猪数量依旧保持增长，预计到明年上半年，生猪市场供应将延续增长趋势。

宋从志认为，本年度生猪养殖企业经历累计10个月左右的高水平盈利阶段，部分大型企业的现金流及资产负债表得到较大程度改善，但行业整体以降本增效为主要经营目标，叠加再扩张步伐放缓，因此当前市场整体产能难言过剩。但在高盈利水平激励下，单位母猪生产效率得到较大提高，这也是本年度影响生猪供给的主要边际变量。

需求方面，魏鑫表示：“生猪市场本身是以供给量来决定需求量的，因此需求的好坏基本不能用数量表示，只能以价格作为体现。”

宋从志认为，受制于宏观环境及替代品价格低迷拖累，当前生猪市场终端需求整体依然乏善可陈。

年内明显上涨概率不大

未来随着气温进一步下降，腌腊猪肉需求启动后，是否会提振生猪价格？

宋从志认为，在当前市场整体供需格局趋于宽松的情况下，生猪价格中期高点大概率已经出现，只不过由于产能数据环比增幅较小，因此生猪价格迅速跌破养殖成本的概率不大。不过，从边际上来看，基础农产品价格呈现周期性下跌，长期对生猪价格运行重心形成明显拖累。因此，对于生猪产业来说，由于成本持续下降，盈利周期有望继续保持，但价格可能难以明显上涨。

在邵莹吉看来，11月底，气温或会降至适宜腌腊水平，届时生猪市场终端需求有望显著增加。不过考虑到2024年生猪整体市场需求同比下滑，年内剩余时间内需求同比增长幅度或不会太大。同时，从大猪存栏数量来看，当下仍有一部分尚未出栏，生猪价格即使在短期内出现反弹，市场供大于求态势也难以扭转。12月，终端需求或将保持高位运行，但年内养猪端出栏压力较大，当下部分养殖集团出栏进度完成情况欠佳，届时或有加速出栏动作，导致生猪价格下跌。

魏鑫认为，年前生猪价格存在需求端支撑，且今年二次育肥以及压栏力度不算太强，对价格形成的压力有限，预计整体将以震荡偏稳为主。不过，2025年生猪价格可能会有比较明显的下行空间，尤其是在需求回落之后，市场整体将面临较大的供应压力，上半年有望回落至14元/公斤左右，低点甚至可能跌破12元/公斤。

市场流动性充裕

A股连续42个交易日成交额破万亿元

● 本报记者 吴玉华

11月28日，A股市场震荡调整，截至收盘，深证成指、创业板指均跌逾1%。整个A股市场超2500只股票上涨，逾110只股票涨停，供销社、食品等板块活跃。市场成交小幅放量，成交额为1.53万亿元，已连续42个交易日成交额超1万亿元。

分析人士认为，当前市场交易活跃，流动性充裕，短期进一步调整空间有限，对A股市场中长期向上趋势持乐观态度。

市场震荡调整

Wind数据显示，截至28日收盘，上证指数、深证成指、创业板指、科创50指数、北证50指数分别下跌0.43%、1.26%、1.76%、0.23%、0.10%，上证指数报收3295.70点，创业板指报收2169.80点。

当日A股成交额为1.53万亿元，较前一个交易日小幅放量，其中沪市成交额为5581.64亿元，深市成交额为9322.96亿元。截至28日，A股市场已连续42个交易日成交额超1万亿元，距离2021年7月21日-9月29日创下的连续49个交易日成交额超1万亿元纪录已经不远。

28日整个A股市场上涨股票数为2530只，113只股票涨停，2699只股票

下跌，7只股票跌停。

从盘面上看，供销社、食品等板块表现活跃，Kimi、航运、CPO等板块调整。申万一级行业中，综合、商贸零售、环保行业涨幅居前，分别上涨1.91%、1.78%、1.38%；传媒、通信、家用电器行业跌幅居前，分别下跌1.52%、1.42%、1.39%。

领涨的综合行业中，漳州发展、南京公用涨停，特力A涨逾8%，浙农股份涨逾7%。商贸零售板块中，供销大集、跨境通、赫美集团、广百股份、深赛格等多股涨停。

增量资金加速入场

从资金面情况来看，来自股票型ETF的增量资金加速入场。

Wind数据显示，上周股票型ETF资金净流入94.98亿元，而本周股票型ETF资金加速流入市场，截至11月27日，本周前3个交易日股票型ETF资金净流入213.70亿元。

具体来看，本周前3个交易日广发中证A500ETF净流入超40亿元，汇添富中证A500ETF、易方达中证A500ETF净流入均超20亿元，南方中证1000ETF、南方中证A500ETF、华夏中证A500ETF、A500基金、华安创业板50ETF净流入均超10亿元。可以看到，净流入金额居前的多为中证

A500ETF。

从主力资金层面来看，Wind数据显示，28日沪深两市主力资金净流出342.64亿元，相较前一个交易日净流出金额出现增加，其中沪深300主力资金净流出101.57亿元。沪深两市出现主力资金净流入的股票数为2002只，出现主力资金净流出的股票数为3098只。

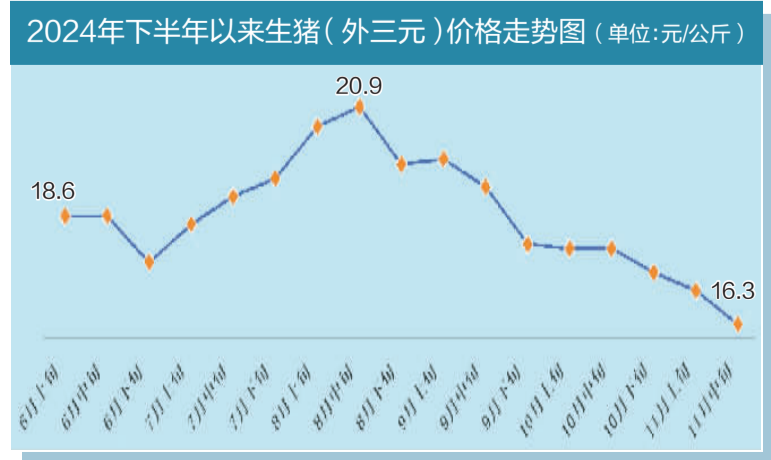
行业板块方面，28日申万一级行业中仅有6个行业出现主力资金净流入，其中房地产、环保、纺织服饰行业主力资金净流入金额居前，分别为3.77亿元、2.87亿元、0.94亿元。在出现主力资金净流出的25个行业中，传媒、计算机、通信行业主力资金净流出金额居前，分别为53.21亿元、47.15亿元、35.05亿元。

个股方面，宗申动力、中科曙光、供销大集主力资金净流入金额居前，分别为12.00亿元、5.18亿元、4.81亿元。川发龙蟒、汤姆猫、东方财富主力资金净流出金额居前，分别为20.57亿元、19.72亿元、18.13亿元。

民生证券首席策略分析师牟一凌表示，阶段而言，各类参与者的“退潮”仍在继续，而中证A500ETF依然是市场的主要买入力量之一。

调整空间有限

Wind数据显示，截至28日收盘，万



数据来源/国家统计局 制图/马爽