

科技成长仍是主线 券商看好A股四季度延续上行趋势

临近9月底，A股进入高位震荡状态，即将到来的四季度能否重拾涨势突破前期高位备受关注。

近期多家券商陆续发布2025年四季度A股策略报告，整体上对后市持相对积极态度，认为上涨行情尚未结束，四季度市场有望继续挑战新平台；流动性上，人民币汇率回升吸引外资流入，内外政策共振有望使市场呈现出较多的主题性机会；风格上，四季度A股有望更加均衡。就投资而言，在聚焦科技成长主线的同时，也看好部分周期品种行情以及景气度改善的方向。

●本报记者 胡雨

从近一个月A股市场整体表现看，在日成交额持续保持在2万亿元以上的同时，主要股指出现明显分化，上证指数维持高位区间震荡态势，深证成指、创业板指继续震荡冲高。展望即将到来的四季度，A股上涨行情能否延续备受关注。

中国证券报记者梳理发现，当前多家券商均对A股2025年四季度走势持相对积极态度，认为市场有望继续挑战新平台、行情有望更进一步但波动率或加大，A股盈利可能出现结构性回升、政策想象空间较大和宏微观流动性改善将成为市

从近期A股市场风格看，其在延续轮动状态的同时，呈现出一定“高切低”态势。展望四季度市场表现，多家券商在继续看好成长风格的同时，认为市场整体风格有望进一步均衡。

国海证券策略首席分析师胡国鹏认为，考虑到四季度稳增长政策有望加码、全球货币政策与财政政策有望共振，叠加基金在年底前一定程度上存在止盈调仓

对于A股四季度行业板块配置，当前券商仍然建议把握以AI为代表的科技成长主线，此外也看好部分周期品种行情以及景气度改善的方向。

胡国鹏认为，随着ASIC（专用集成电路）技术趋势向上以及国内大厂需求有望增加，国产算力景气度或同步上升。就投资而言，在AI算力景气相对确定的背景下，PCB等相关板块的高增长趋势有望延续，液冷等细分领域投资机会建议关

■ 中国银河证券·中国证券报私募行业星耀领航计划

“星耀领航计划”走进知名量化私募鸣石基金

树立“科技赋能+守正发展”行业标杆

●本报记者 刘英杰

近日，“中国银河证券·中国证券报私募行业星耀领航计划”调研团队走进国内知名量化私募机构鸣石基金，围绕科技创新赋能投资、私募与科创企业双向协同、行业合规与社会责任等议题展开深入交流，共同探索科技与金融深度融合的新路径与新范式。

据悉，“星耀领航计划”致力于打造国内最具影响力的科创类私募赋能平台，聚焦挖掘并培育兼具科技创新能力与合规治理水平的私募管理机构。本次调研旨在进一步推动“领航者”经验的行业共享，助力构建科技、资本与实体经济良性循环的生态体系。

从金融场景到科技外溢

鸣石基金董事总经理周晟在接受中国证券报记者专访时表示，量化投资天生具备科技基因。“我们的方法论是建立在数据和实证基础上，从早期依赖经典理论，到近年



视觉中国图片

场向上的主要驱动因素。

就宏观环境而言，华金证券策略首席分析师邓利军认为，四季度我国出口增速仍有望维持一定韧性，制造业投资可能继续出现结构性改善，而“金九银十”和年底消费旺季来临有望推动消费在四季度出现低位回升态势，因此A股盈利可能出现结构性回升，PPI领先指标当前仍在修复或指向盈利上升周期短期未完、四季度继续筑顶；拉长时间尺度看，政策提升市场信心从而带动基本面修复和A股估值提升的中长期逻辑大概

率不会改变。

从政策层面看，日前美联储2025年首次降息落地且四季度有望继续降息，国内也将进入“十五五”规划政策部署关键期。在华安证券研究所副所长郑小霞看来，美联储降息对国内最大的影响在于推升人民币汇率进而引发全球资本流入中国，10月中旬之后市场会逐步转向对2026年经济与政策的预期，政策想象空间有望再次打开，内外政策共振有望使市场呈现出较多的主题性机会。

在外部资金有望随着美联储降息、人

民币升值流入国内市场的同时，国内流动性环境有望延续宽松。对此，财通证券策略分析师徐陈翼判断，居民有望加大权益类资产配置、基金回本后发行回暖等因素有望继续为市场贡献增量资金。“随着实际利率下行，居民资产有望继续流入权益类资产，当前股票和基金在中国居民资产中的占比较发达市场仍有较大差距；历史上净值回正的基金数量占比达到80%后，基金发行将迎来拐点，当前已接近这一指标；从杠杆资金看，融资余额仍有一定增量空间。”

需求，四季度市场风格可能会向价值回归并较三季度更加均衡，成长风格和价值风格均有机会。从历史表现看，2013年以来四季度价值风格占优的概率略高于成长风格，价值风格在全A盈利有弱复苏预期期间胜率相对更高一些。

对于成长风格四季度表现，郑小霞表示，其已成为本轮市场趋势性上涨行情中最核心的主线，预计仍将持续很长时间。

从产业景气周期支撑下的完整成长风格演绎过程看，当前仍处于前期阶段，算力及配套需求正在快速爆发且当前仍处于爆发期前期，产业趋势已获业绩证实；对于周期风格，四季度景气改善的细分领域相对较多，如稀土永磁、贵金属、工程机械、化学纤维等，相关机遇值得把握。

在同样看好成长风格的同时，浙商证券研究所副所长、策略首席分析师廖静池

还将目光投向了红利风格：“7月以来市场强势上攻使得红利风格受到冷落，但是从历史上看，在红利指数相对万得全A的超额收益明显偏离红利风格宏观友好度时，市场均出现‘回摆’效应。考虑到中证红利指数当前的股息率仍有吸引力，以及红利风格宏观友好度在经历连续下行后或止跌回升，我们认为四季度正好是布局红利风格的重要窗口期。”

注；此外，“人工智能+”行动配套举措落地后，AI应用及软件端也有望出现结构性机会。

对于周期方向，胡国鹏较为看好化工板块：“化工行业资本开支水平已来到历史偏低位置，行业近一年归母净利润同比增速也呈现改善趋势，‘反内卷’政策有望推动行业供给格局进一步优化。从结构上看，与新兴产业相关的领域和海外供给格局变化的领域市

场表现均亮眼，如PEEK材料、高端制冷剂等。”

除算力、液冷等AI方向投资机遇外，郑小霞还看好以下景气度改善方向：一是稀土永磁、贵金属；二是军工、券商、金融IT；三是电源设备、风电、整车、电池；四是轮胎、农药、化学纤维；五是工程机械；六是牛肉及乳制品。

徐陈翼认为，四季度市场波动加大，建议抱紧三条主线并在内部适度高低轮

动：一是以贵金属、工业金属为代表的有色金属板块，以光伏、锂电为代表的新能源板块，以及以券商、保险为代表的大金融板块等；二是AI硬件和AI应用方向，前者把握业绩释放节奏，后者把握情绪节奏，此外与技术出海相关的创新药当前应重视流动性逻辑；三是情绪消费和服务消费，看好的细分领域包括宠物经济、IP潮玩、美妆美护、黄金珠宝、新式餐饮等。

■ 中国银河证券·中国证券报私募行业星耀领航计划

“星耀领航计划”走进知名量化私募鸣石基金

树立“科技赋能+守正发展”行业标杆

●本报记者 刘英杰

来广泛应用机器学习、深度学习等人工智能（AI）技术，科技已成为行业进化的核心驱动力。”他说。

据了解，鸣石基金于2021年成立人工智能实验室“创世纪AI实验室（G-Lab）”，该实验室是鸣石基金旗下专注于AI在金融领域应用的研究机构。同时，公司自建高性能计算系统，在算力基础设施与算法研发上持续投入。周晟表示，国内量化行业最初与海外差距较大，但在人工智能等前沿领域甚至具备人才与场景优势，科技不仅帮助公司提升投资效能，也为行业实现“弯道超车”提供了可能。

在谈及私募机构与科创企业关系时，周晟始终强调“双向赋能”的价值。作为高端算力与算法的重要需求方，鸣石基金与多家芯片厂商及科技企业保持深度合作，从实际业务场景出发，为科创企业提供产品打磨与技术迭代的关键反馈。

与此同时，科创进步也正在反哺私募行

业发展，硬件算力的提升大幅缩短了策略研发周期，而多模态学习等新算法则拓展了投

资的认知边界。周晟表示，AI能够以非线性视角发现人脑难以捕捉的规律，实现从0到1的突破。鸣石基金在ESG因子等方面的研究已逐步外溢至更广泛的科研领域，未来不排除将技术能力拓展至更多相关场景。

搭建资源对接桥梁

对于“星耀领航计划”的平台作用，周晟给予了积极评价。他认为，证券公司与媒体作为“知根知底的资源整合者”，在连接私募机构与科创企业方面具有天然优势。中国银河证券等机构不仅能够理解私募管理人的技术需求，也同样清楚管理人能输出什么内容。这种精准对接，远比通用型平台更高效。

中国银河证券财富管理总部私募同业客户部负责人盖彬表示，鸣石基金在科技投入、合规治理与社会责任等方面的实践，为行业树立了“领航”标杆。“星耀领航计划”正是要通过赋能式投资，推动更多私募机构支持科技创新、践行守正发展。

值得注意的是，鸣石基金在社会责任方面的长期投入也令人关注。据介绍，公司多年来持续资助孤儿院、自闭症儿童关爱项目，并与多所高校合作设立实验室，支持人工智能、可持续发展等相关研究。

在周晟看来，社会责任并非附加项，而是组织健康发展的重要支撑。公平的文化能激发创造力，感恩的心态能防止盲目自大，这些价值观最终会反馈到公司的稳定与持续竞争力上。

面向未来，周晟表示，鸣石基金的愿景是成为“中国量化投资的权威”，这将不仅体现在策略能力上，更包括公司治理、合规体系与社会责任等方面的意义。“我们希望当人们谈论一家好的量化机构时，会以鸣石基金作为参考标准。”周晟对记者表示。

盖彬对记者表示，随着“星耀领航计划”的持续推进，鸣石基金等头部机构在科技赋能、生态共建与责任实践方面的探索，有望为中国私募行业的高质量发展提供更多可复制、可推广的范式。

供应持续收紧 钴价上涨撬动板块行情

●本报记者 葛瑶

日前，刚果（金）延长钴出口禁令至10月15日，并将实施出口配额制度，供需错配推动钴价今年以来大涨近四成。截至9月25日，洛阳钼业、华友钴业、格林美等钴概念股本周持续走强。

机构人士认为，在供应收紧以及需求持续增长的驱动下，钴价仍有较大上涨空间，相关产业链公司有望继续迎来盈利预期上修，估值存在修复空间。

上涨空间可期

据新华社报道，刚果（金）战略矿产市场监管控制局9月21日宣布，该国自10月15日起结束自今年2月以来实施的钴出口禁令，并于10月16日改为实行出口配额制度。消息公布后，钴概念股本周持续上涨，Wind数据显示，截至9月25日，洛阳钼业本周以来累计上涨10.87%，华友钴业累计上涨7.85%，格林美累计上涨4.41%。

美国地质调查局（USGS）数据显示，作为全球最大钴矿供应国，刚果（金）钴产量占全球总产量的76%。今年2月以来，刚果（金）实施为期四个月的钴出口禁令，6月份再次延长至9月22日，本次又将禁令延长至10月15日。据光大证券测算，2025年2月至10月的禁令期间，预计减少钴供应投放约14.16万吨，相当于2024年全球钴产量的近一半。

Wind数据显示，随着供应收紧，MB钴价（合金级）已从年初的14美元/磅攀升至9月24日的19.5美元/磅，涨幅近四成。

不过，机构普遍认为当前钴价仍远低于刚果（金）政府的预期。在新能源汽车对钴需求持续上行的背景下，钴价后续仍有较大上涨空间。

从供应端来看，中信证券预计，出口配额政策将使未来三年全球钴供应缺口超过30万吨。银河证券认为，考虑到2-3个月的海运船期，预计明年2月国内钴原料供给将出现明显短缺。从需求端来看，光大证券表示，随着新能源汽车需求旺季来临，叠加上游惜售、下游补库情绪较高，钴价或将获得强力支撑。

产业链公司有望受益

机构普遍认为，钴价上涨有望为相关上市公司带来明显业绩提升，产业链公司或迎来价值重估。

截至9月25日，洛阳钼业今年以来累计涨幅已超115%，成为本轮有色金属行情的焦点之一。中国银河证券有色金属行业首席分析师侯立表示，公司在铜、钴等关键金属领域占据领先地位，随着重点项目稳步推进，公司铜、钴板块有望迎来量价齐升。

另一行业龙头华友钴业今年以来累计涨幅超92%，该公司主要从事钴的新材料研发及制造业务。华友钴业在2025年半年报中提到，钴价上涨直接提升其相关产品的盈利能力，上半年钴产品营业收入为6.5亿元。近日，华友钴业在互动平台表示，本次美国收储进一步凸显钴作为战略金属的地位，未来，随着新能源汽车和消费电子领域的持续发展，5G、6G、AI、物联网、卫星通信等各类新技术的持续商业化应用，叠加供应端收缩钴供应，钴市场有望进入新一轮量价齐升周期。

此外，随着刚果（金）钴出口禁令延长，国内镍、钴有望迎来发展机遇。作为国内关键金属资源回收利用的领军企业，格林美半年报显示，年循环再生的钴资源已超过中国原钴开采量的350%。此外，公司在印度尼西亚的氢氧化镍（MHP）生产基地成效显著，2025年上半年，印尼镍资源项目自产钴金属3667吨，同比增长125%，有效对冲刚果（金）今年长达6个月钴禁令的影响。

西部证券电力设备新能源行业首席分析师杨敬梅认为，格林美受益于钴价上涨及国内钴自供能力提升，四氧化三钴盈利能力增强，预计公司2025年实现净利润16.30亿元，同比增长59.8%，维持对格林美“增持”的评级。

天风证券金属首席分析师刘奕町认为，短期来看，刚果（金）对钴的临时出口管控可能对市场预期和库存去化节奏有一定影响，后续出口指标分配具有不确定性，短时间內很难依靠印度尼西亚的MHP生产基地提供大量增量。建议关注供应链不受刚果（金）政策影响的标的，以及拥有印度尼西亚优质镍钴资源的标的。

刘奕町称，中长期来看，钴的价格中枢有望提升。刚果（金）在全球钴供应中的绝对体量难以被替代，出口配额制度正式落地后，资源储备丰厚、产能规模领先的企业将更具优势。



视觉中国图片