

摩根士丹利基金

2023年中期A股投资策略报告

2023年7月

核心观点

预期全年经济为温和复苏态势

2023年下半年国内经济预计依然维持温和复苏态势，全年经济增速有望达 5-5.5%。一季度经济经历恢复性复苏后，二季度环比动能有所转弱，但下半年随着库存周期和价格指数触底反弹，经济有望企稳回升。

流动性宽松逐步显现

国内货币政策保持积极，6月份开启年内首次降息；美联储仍在加息途中，但三季度有望结束此轮加息周期。四季度全球货币政策有望进入共振阶段，人民币贬值压力缓解，北向资金有望呈现净流入趋势。

A股上市公司盈利拐点出现在今年一季度

今年一季度A股上市公司净利润实现1.4%的增速，改变了去年业绩增速下行的趋势，业绩增速出现拐点，预计全年A股盈利增速在5-10%，而去年为-0.8%左右。

A股处于预期和估值低点，看好成长与消费

由于二季度经济环比增长动能下降，带来市场预期处于低点；从估值角度，A股处于历史中枢以下，且显著低于海外市场；考虑到经济表现相对温和，机会更多来自于符合现代化产业体系下的科技、高端制造及业绩稳健且具备估值优势的医药和消费。

宏观经济分析

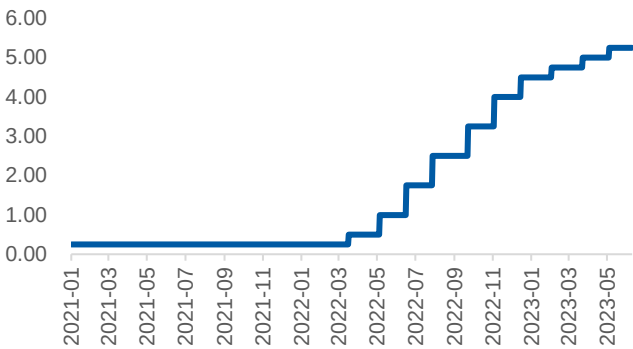
海外：美联储加息进入尾声

自去年 3 月以来，美联储累计加息 500 bps，是历史上少有的一轮强力加息周期。

6 月份美联储宣布暂停加息，自 3 月份以来放慢了加息步伐，每隔两个月加息一次，基准情形下，7 月份加息之后加息周期结束。悲观情形下，美联储未来仍有两次以上加息，发生在 7 月、9 月，极端情况 11 月初仍有可能加息。

图表 1

美国目标利率走势 (%)



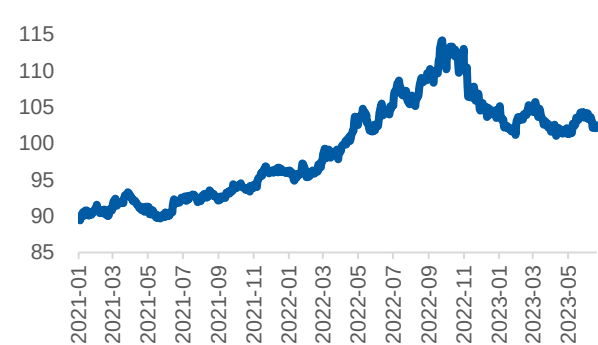
数据来源：Wind，数据时间：2021.1.1-2023.6.9。

在美联储加息尾声，美元指数趋势性上行的概率大幅下降，预计在未来逐步进入震荡下行的阶段。

回顾历史，当美联储结束加息周期后，美元多在高位维持较长时间的震荡，之后随着经济回落而走弱。

图表 2

美元指数



数据来源：Wind，数据时间：2021.1.4-2023.6.22。

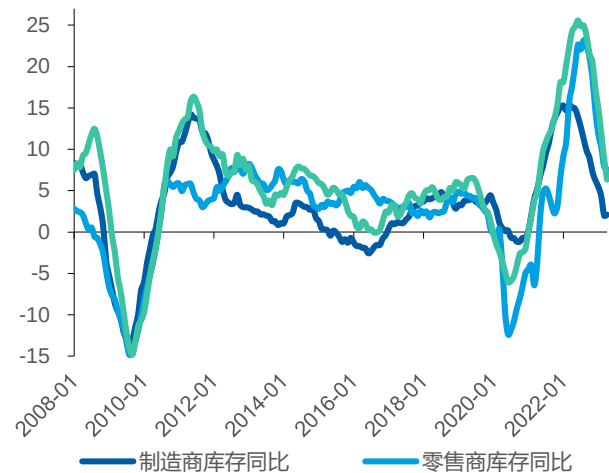
2023 年 4 月，美国制造商及批发商库存分别约为 8567 和 9157 亿美元，同比增速分别约为 2% 和 6%。从规模上看，制造商和批发商库存规模见顶回落趋势明确。

分行业看，绝大多数制造端 35 个行业类别及细分行业同比增速与批发商 22 个行业类别及细分行业同比增速相对上月均持续呈现出回落的趋势。

库销比方面，4 月制造商和批发商库销比延续回落趋势，读数分别为 1.5 和 1.4，主要为生产端的周转率加快和销售端的持续回落所致。

图表 3

美国库存同比 (%)



数据来源：Wind；数据时间：2008.1-2023.4。

中国：预期全年经济为温和复苏态势，流动性宽松逐步显现

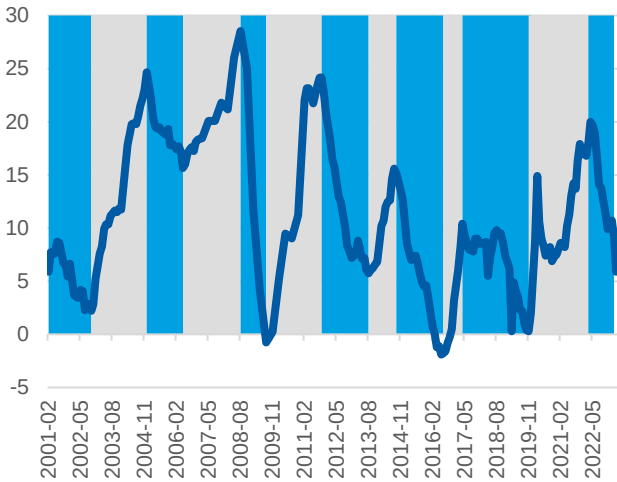
今年国内经济复苏的节奏预期全年维持温和复苏态势。年中是经济压力较大的时期，下半年经济增长动能有望缓慢回升。今年 4 月份工业企业库存增速降至 5.9%，目前去库存经历了 11 个月，过去几个周期持续 21 个月左右。

企业收入增速有所企稳，三季度有望进入被动去库阶段。当收入增速与库存增速接近后，主动去库存阶段有望结束，并进入被动去库存阶段。

当企业进入被动去库存阶段，供需矛盾改善，价格有望企稳，从而迎来工业企业利润增速抬升。

图表 4

工业企业产成品库存 (%)



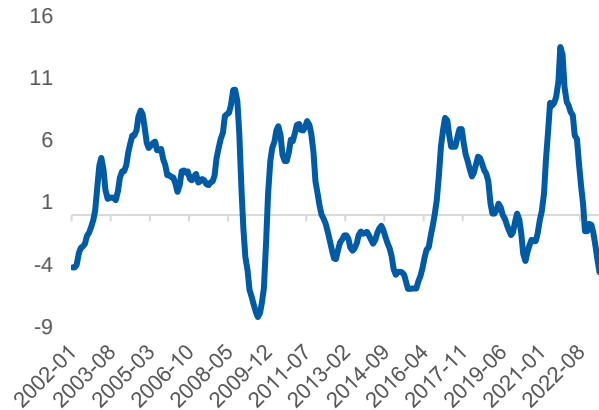
数据来源：Wind；数据时间：2001.2-2023.4。

2023 年 5 月中国 PPI 为-4.6%，增速延续下行，已经处于历史底部区域。

预计未来一个季度之内看到 PPI 同比增速开始出现收窄，环比增速转正。

图表 5

2023 年 5 月 PPI 达到历史底部区域 (%)



数据来源：Wind；数据时间：2002.1-2023.5。

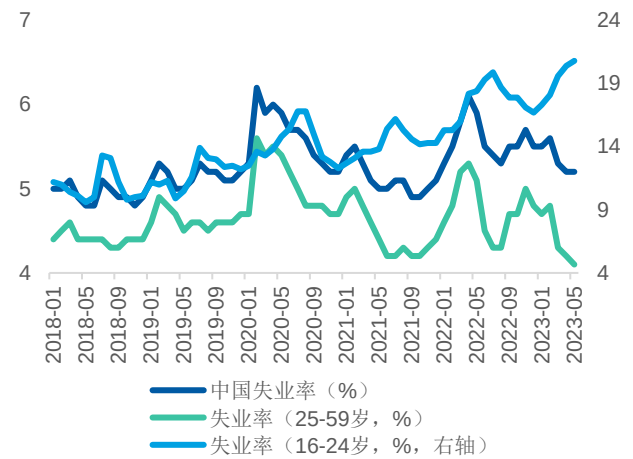
就业方面，近一年来中国城镇失业率已经呈现出下行趋势，就业问题为结构性问题。

2023 年 5 月，31 个大城市调查失业率为 5.5%，全国城镇调查失业率为 5.2%。大城市失业率高于全国整体，意味着，大城市失业率高于小城市。

根据统计局数据，“16~24 岁青年人总量大概有 9600 多万，其中很多是在校学生，未真正进入到劳动力市场，进入到劳动力市场寻找工作的有 3300 多万，这 3300 多万当中有 2600 多万已经找到工作，大概有 600 多万目前还在寻找工作。”青年就业人口占全国比重为 5.7%左右，比重并不高。

图表 6

中国城镇调查失业率

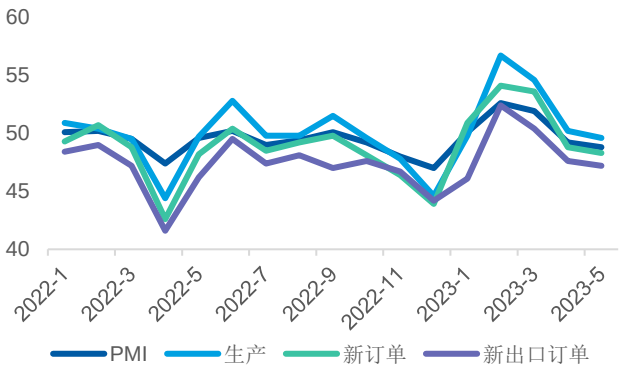


资料来源：Wind，数据时间：2018.1-2023.5。

截至 5 月份，中国制造业 PMI 连续出现回落，并跌破荣枯线。核心原因在于一季度的恢复性复苏带来订单的集中释放，而后续的订单不足。展望下半年，预计三季度开始景气度开始缓慢回升。

图表 7

中国制造业 PMI



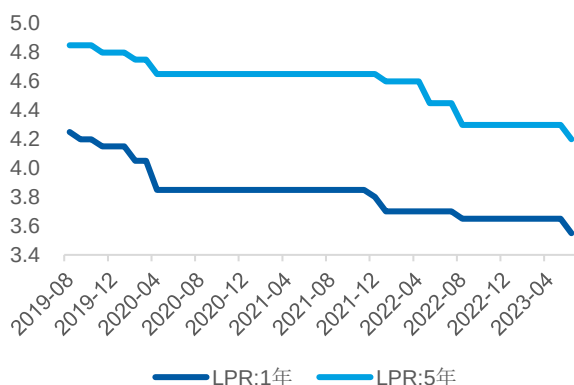
资料来源：Wind，数据时间：2022.1-2023.5。

流动性方面，2023 年 6 月 20 日中国贷款市场报价利率（LPR）下调，1 年期 LPR 为 3.55%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，均下调了 10BPS，6 月 15 日中期借贷便利（MLF）由 2.75%下调 10BPS 至 2.65%，此次 LPR 下调与 MLF 保持同步，确认了此次降息正式落地，央行上一次降息为 2022 年 8 月 22 日。

美联储加息周期接近尾声，中美利差有所收敛，降息带来的资金流出压力下降，此次 LPR 调降有可能是新一轮降息周期的开启。

图表 8

中国贷款市场报价利率（LPR，%）



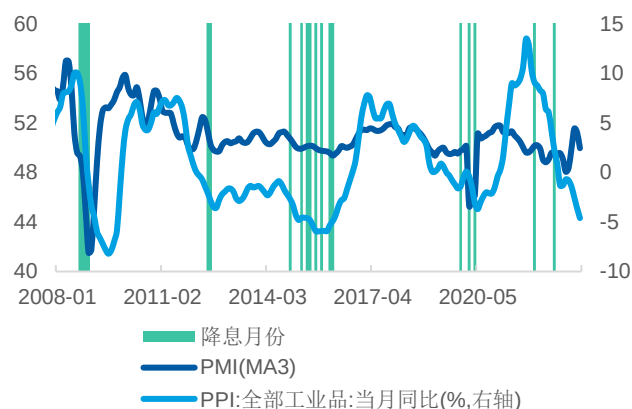
资料来源：Wind，数据时间：2019.8-2023.6。

观察 2008 年-2022 年 20 次降息落地后的窗口期，从 PMI 和 PPI 视角看，降息往往发生在经济下行期，且从过去几轮降息潮的经验看，一轮降息的初期阶段，宏观经济往往仍处于筑底阶段；而临近降息潮结束时，PMI 则多迎来企稳回升，PPI 的反映则略有滞后。

降息后能否出现指数级别的反转，一定程度上取决于实体或信用条件能否有实质性改善。并非每次降息都能带动市场强势反转，大盘能否反转的核心仍取决于经济是否有实质性改善，如 2009 年 1 月、2012 年 10 月、2016 年 3 月、2020 年 3 月后股市大幅反弹，都伴随 PMI 触底回升。

图表 9

降息对经济的影响



资料来源：Wind，数据时间：2008.1-2023.5。

图表 10

降息对市场的影响



数据来源：Wind，数据时间：2008.1-2023.5。

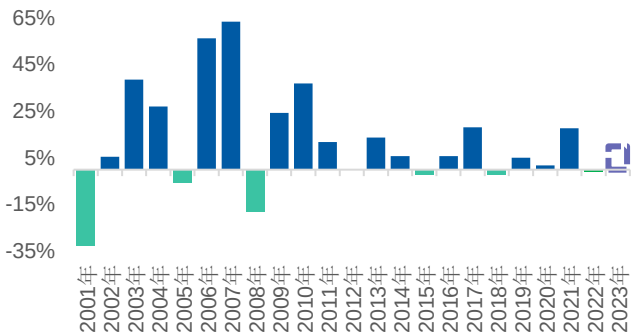
A 股市场展望

盈利：一季度为上市公司盈利拐点

2023 年一季度为上市公司盈利拐点。全年 A 股上市公司净利润增速预计在 5-10%，较去年显著提升。

图表 11

A 股上市公司盈利增速



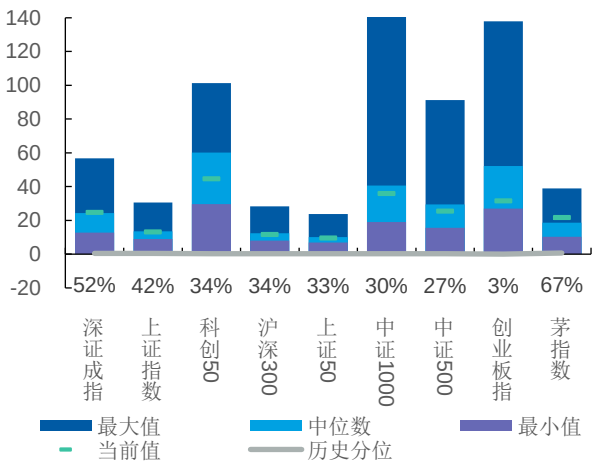
资料来源：Wind，数据时间：2001-2023。

估值：处于历史较低水平

从历史上看，A 股多数指数估值分位数处于较低水平，沪深 300、上证 50、中证 1000、科创 50 等指数位于历史估值的 1/3 分位。

图表 12

A 股市场指数 PE 估值分位



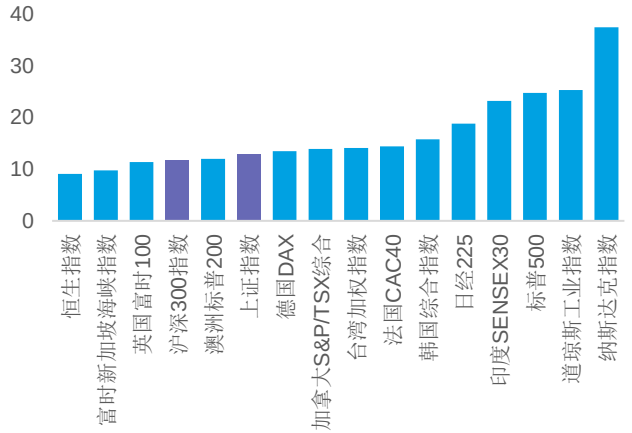
资料来源：Wind，数据时间：截止 6 月 21 日

截至 2023 年 6 月 21 日，沪深 300 指数静态估值仅为 11.7 倍，而标普 500 指数静态估值为 24.8 倍，差

距明显拉大。并且显著低于经济低速增长的日本等国家的估值。

图表 13

全球主要股票市场指数 PE (TTM)



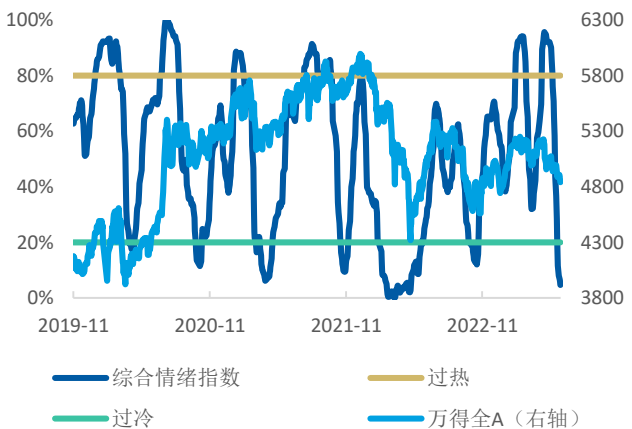
资料来源：Wind，数据时间：截止 2023.6.21。

从市场综合情绪指数来看，2023 年 6 月上旬市场处于过冷阶段，市场情绪过于悲观，目前正在缓慢回升。

当市场综合情绪指数处于低位时，市场大概率也处于底部区域，下行风险很小。

图表 14

市场情绪指数



资料来源：Wind，数据时间：2019.11.5-2023.6.2。

过去十年 A 股上市公司整体净利润增速在 0-15% 的区间波动，中枢在 6%。估值的波动远大于净利润增速的波动。一般经历两年左右的估值收缩后，会再次进入估值扩张阶段。

今年国内流动性宽松，海外美联储有望结束加息周期，政策面更加积极友好，A 股具备估值扩张基础。

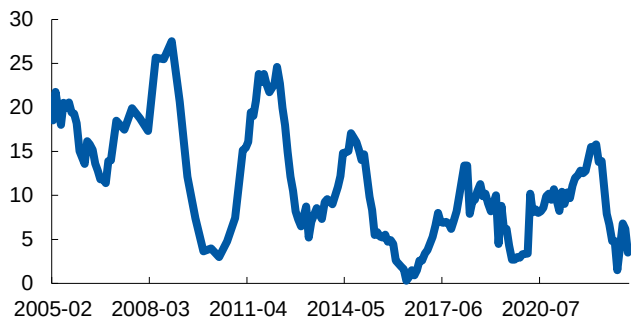
产业趋势：高质量发展关键领域

我国当前处于高质量发展的重要时期，尤其是在国产替代的关键领域，当前国产化率较低、后续具有较大增长空间的细分领域值得长期看好，主要集中在通用机械、信息技术、半导体、医药等领域，未来随着技术突破打破壁垒，更有望受益于国产替代进程。

制造业部分优势领域延续强势，从通用设备和专用设备的利润总额增速看，4 月份处于抬升阶段，与去年低基数有一定关系。但从库存看，部分领域如通用机械库存已经提前见底。

图表 15

通用设备制造业库存同比 (%)



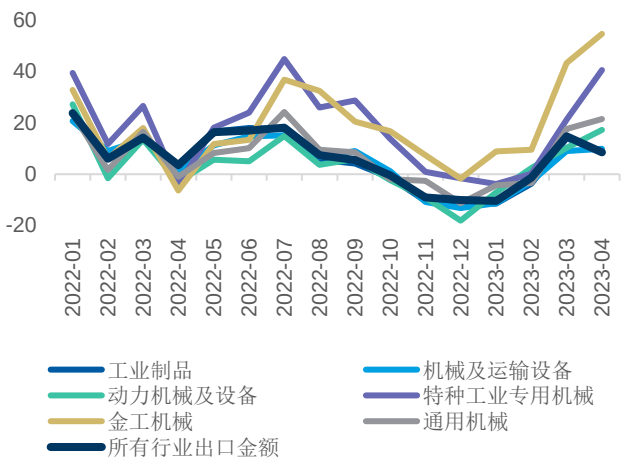
资料来源：Wind，数据时间：2005.2-2023.4。

在工业大类中，装备制造业工业增加值增速最高，去年并没有低基数因素。出口的拉动可能是最重要的因素，根据部分企业的反馈，国内企业订单持平，但海外订单仍面临着较高增长。

中国制造优势在传统轻工业存在被其他新兴市场替代的风险，但偏中高端制造业（主要集中在机械设备等领域）存在一定技术门槛，中国仍保持了很强的优势。

图表 16

中国工业制品出口增速 (%)



资料来源：Wind，数据时间：2022.1-2023.4。

行业分析

高端制造：具备较大提升空间

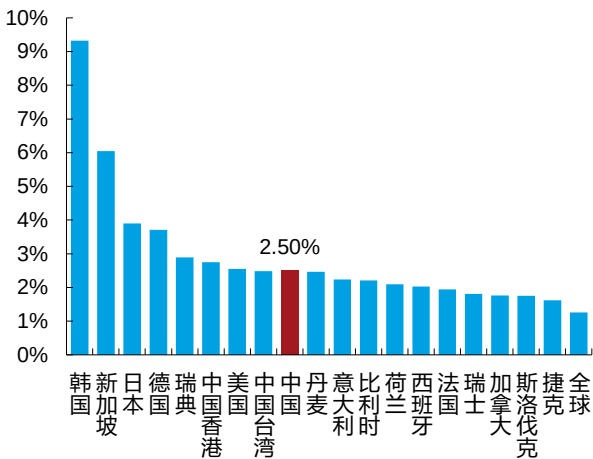
基于国产化率、渗透率等指标以及当前所处的产业周期，看好半导体、工业母机、机器人等，这些领域中的多数环节的国产化率不足 50%，具备很大的提升空间。

工业机器人：工业机器人密度是衡量一个国家制造业自动化程度的关键指标。随着我国制造业转型升级进程的不断加速，工业领域的自动化、智能化转型等新兴领域产生了大量需求。

为应对人口老龄化，持续推动生产水平提高，加快实现高质量发展，我国工业和信息化部发布了《“十四五”机器人产业发展规划》，重点强调推动中国成为全球机器人技术和产业进步的领先者。2023 年工业和信息化部、教育部、公安部等十七部门印发《“机器人+”应用行动实施方案》，明确主要目标：到 2025 年，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番。

图表 17

2022 年工业机器人密度率



资料来源：Wind

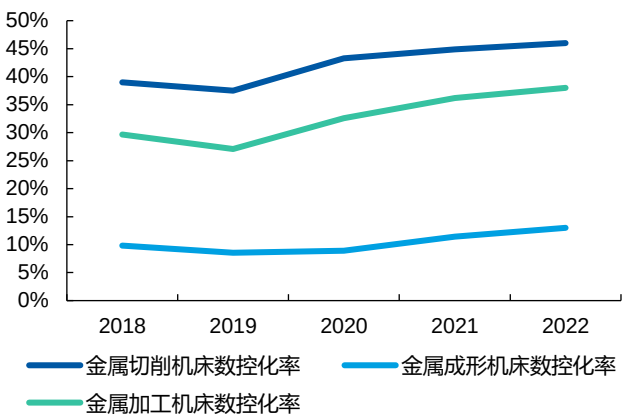
数控机床：全球机床行业规模约 712 亿美元，中国为全球最大机床市场。根据 GENDER RESEARCH 数据显示，2018-2020 年全球机床行业消费总额出现下滑，

2021 年迎来反弹，同比增长 6.5%，全球机床的消费金额达到 711.68 亿美元。根据德国机床制造商协会数据，中国是世界最主要机床消费市场，2021 年消费额达到 238.9 亿美元，占比接近接近 34%，远超第二名美国。

根据数控金属切削机床产量占金属切削机床总产量的比例计算得到金属切削机床产量数控化率。近年来，中国机床行业产量数控化率波动提升，以金属切削机床产量数控化率为例，从 2015 年的 31.15% 上升至 2022 年的 46%。

图表 18

中国机床数控化率



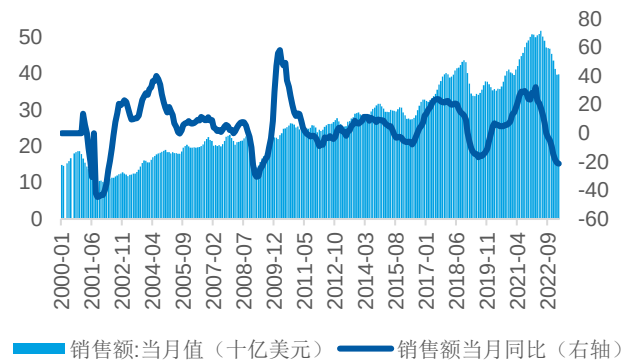
资料来源：GENDER RESEARCH, 数据时间：2018-2022。

半导体：根据市场调查机构 GARTNER 发布的预测，2023 年半导体总收入相较于 2022 年的 5996 亿美元，预计同比下降 11.2%，至 5320 亿美元。但 2024 年有望实现大幅增长，达到 6309 亿美元，增幅约为 18.5%。今年一季度销售收入下降 19.6%，意味着上半年收入收窄。

全球半导体销售周期平均持续 40 个月左右，而本轮全球半导体周期的高点在 2021 年的 8 月，如果下行周期经历 20 个月，今年年中有望迎来拐点，因此在 2023 年下半年很有可能再度看到全球半导体周期的见底回升。

图表 19

全球半导体销售额

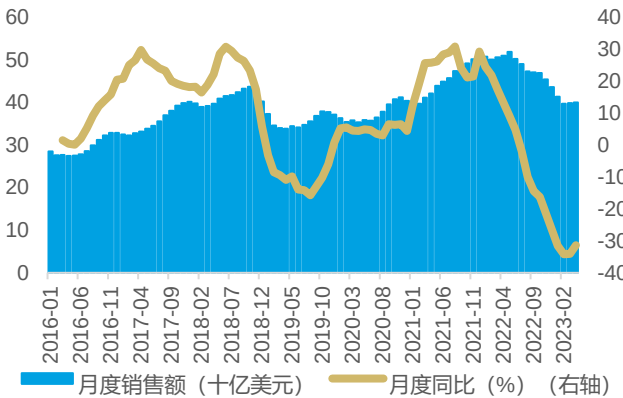


资料来源：Gartner，数据时间：2000.1-2023.3.

全球晶圆产能正逐步向中国转移，2015-2021年，中国大陆生产的晶圆产能在全球的占比从 9.7%逐步升至 16%，据 SEMI 预计，到 2024 年将进一步提高到 20%左右。并且，近两年国内新建晶圆厂数量持续增加，有望带动国内晶圆产能上行。

图表 20

中国半导体销售额



资料来源：SEM，数据时间：2016.1-2023.4.

新能源：维持高景气

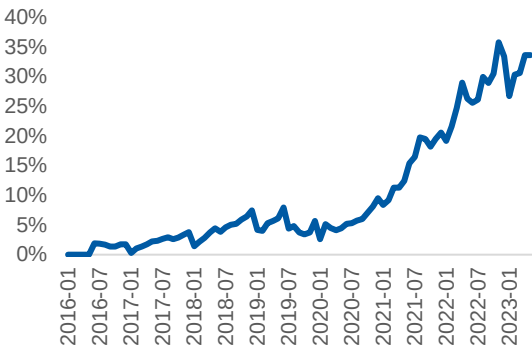
新能源汽车：2022 年全球新能源汽车销量 1065 万辆，增长 64%，渗透率仅 13%，预计今年接近 1400 万台；2022 年中国实现电动车销量 689 万辆，同比增长 93%，渗透率不到三成左右。预计今年在高基数情况下仍有望实现 30%以上增长，达到 900 万台

以上，渗透率超过 30%，在电动车渗透率达到 50% 以前，处于快速增长期。

政策加码新能源汽车渗透和充电基础设施建设。2023 年 6 月 2 日，国常会研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施，明确提出要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系，加强动力电池系统、新型底盘架构、智能驾驶体系等重点领域关键核心技术攻关。

图表 21

中国新能源汽车渗透率



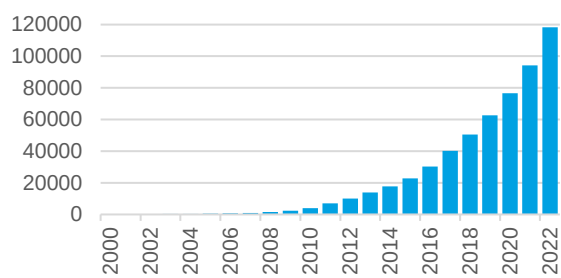
资料来源：Wind，数据时间：2016.1-2023.5.

光伏：在光伏系统成本大幅降低的背景下，国内风光大基地落地进程将加快，同时，户用、工商业等分布式光伏市场渗透率将提升。预计全年国内光伏装机 130-150GW。

海外光伏装机主要区域清洁能源需求旺盛，2023 年光伏装机有望超过 220GW，同时伴随本国光伏产业链振兴计划，叠加贸易摩擦的缓和，海外市场有望对中国光伏产量维持高增长态势。

图表 22

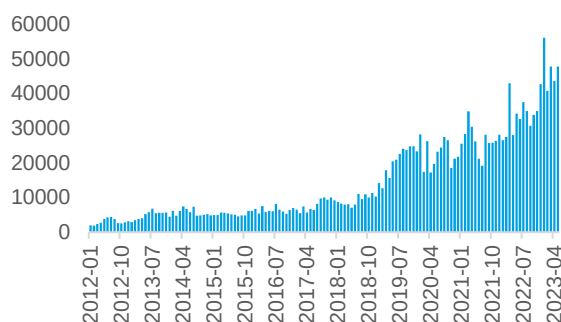
全球光伏累计装机规模（万千瓦）



资料来源：wind，数据时间：2000-2022.

图表 23

中国光伏电池出口数量（万个）



资料来源：wind，数据时间：2012.1-2023.4.

数字经济：未来重要的经济形态，处于景气度快速提升阶段

数字经济是未来重要的经济形态，成为大国抢占竞争制高点的必经之路；当前数字经济领域中不少细分行业正处于景气度快速提升的阶段。

2022 年 10 月以来，政策重心聚焦数字经济。在新的宏观经济形势下，数字经济产业相关支持政策正加速出台。二十大报告强调“统筹发展和安全”，增加了国家安全相关内容，强化经济、重大基础设施、金融、网络、数据等安全保障体系建设。

数字经济是未来重要的经济形态，成为大国抢占竞争制高点的必经之路。数字经济指的是利用数据来引导资源发挥作用、推动生产力发展的新经济形态，体现为数字产业化和产业数字化两种方式，据 2021 年工信部数据，德国、英国、美国数字经济占 GDP

比重均超过 65%，数字经济已经成为拉动大国经济发展的重要引擎。

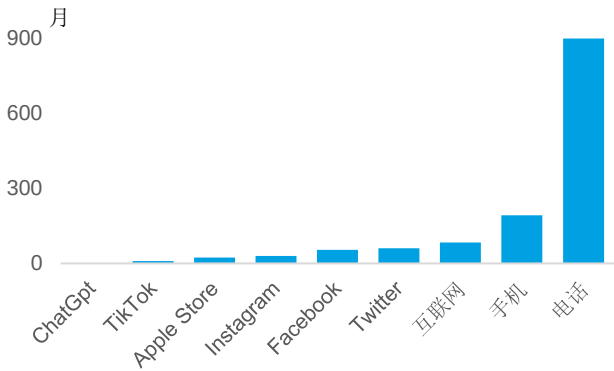
数字经济为工业 4.0 提供原材料。工业 4.0 指的是基于数字化和智能化的新工业发展阶段，数据要素在此阶段扮演着日益重要的角色。目前我国工业数据的利用率尚处于较低水平，但是工业现场的数据具备体量大、价值量高和关联性强等特点，未来通过充分挖掘数据价值，有望推动工业 4.0 发展。

数字经济产业趋势上也有积极变化，根据新华社报道，人工智能应用 CHATGPT 在推出仅两个月后月活用户已经突破 1 亿，拉开了大语言模型和生成式 AI 产业蓬勃发展的新篇章。

参考借鉴 2013-2015 年 TMT 行情，在经历了估值抬升阶段后，未来数字经济板块或将进入基本面驱动阶段。在基本面驱动阶段中，政策端、技术端的逻辑都在逐渐强化，从这两个角度出发，数字经济中订单好转、业绩显现的领域值得重点看好。

图表 24

主要科技产品达到 1 亿用户所需时间



资料来源：中国社会科学网、金融界、人民网、海通证券

生物医药：长期需求稳定，当前院内复苏确定性明显

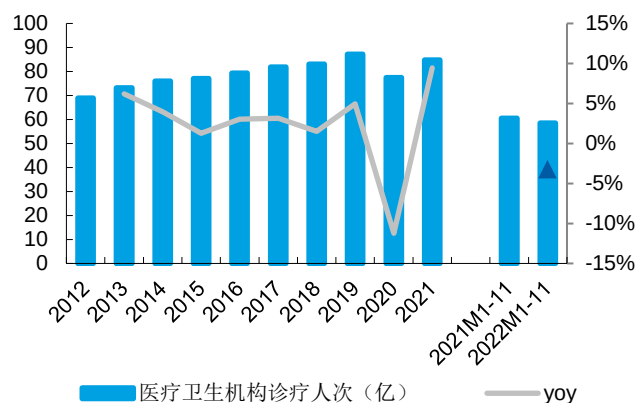
诊疗缺口有望带来医药需求恢复性增长。对比来看，2020 年底，新加坡放宽社交距离之后，各类医疗机构入院量、手术量明显反弹。2022 年 3 月，新加坡公立医院入院量基本恢复至疫前水平。

2020-2022 年中国诊疗、住院、手术量缺口较大。2020 年全国医疗卫生机构诊疗人次同比下降 11%，入院人数同比下降 13.5%；而疫情之前五年，两项指标年复合增速为 2.8%、5.4%，手术量增速高达 9.6%。

诊疗缺口有望在未来逐步弥补，从而带来医药需求呈现恢复性增长。

图表 25

中国医疗卫生机构诊疗人次（亿）



资料来源：wind

免责声明及风险提示：本资料仅作为观点介绍材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本资料中的信息及数据均来源于已公开或获许可使用的资料，摩根士丹利基金管理（中国）有限公司对这些信息及数据的准确性、完整性及适用性不作任何保证。本资料中的观点、分析仅代表本公司投资、研究团队观点，不代表本公司立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何宣传推介或对投资人的投资建议、承诺和担保。本公司及其关联方、雇员、代理人不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。本资料版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本资料内容进行任何形式的发布、复制、引用或转载，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。

摩根士丹利基金管理（中国）有限公司
深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场二座19楼

邮编：518048
电话：(0755) 88318883