

Morgan Stanley

摩根士丹利

INVESTMENT MANAGEMENT

摩根士丹利基金

2024年度A股投资策略报告

2024年1月

核心观点

预期 2024 年 A 股上市公司盈利将有明显改善

A 股上市公司业绩在 2023 年中二次探底，增速爬坡为大概率事件，预计 2024 年全 A 上市公司业绩增速在 5% 以上。结构上看，上游资源品、下游消费相对稳定，中游制造可能仍有阶段性下行，科技板块部分领域业绩有望兑现。

预计无风险利率下行与流动性改善有望带来估值修复

A 股估值水平为近年低位，股债比达到 2 倍左右的水平，估值具备较大修复空间；资金面是影响估值修复的最大因素，短期基金发行、北向资金等可能仍有拖累，下半年海外降息及国内政策效果先后有望带来资金面改善；海外因素对 A 股压制最强的阶段已经过去，美联储降息较为明确，分子端将有明显改善。

A 股料将在 2024 下半年迎来转机，看好科技创新引领的产业增长

在 2024 年经济平稳的假设前提下，以 TMT 为首的成长股有望在上半年继续占优。中央经济工作会议明确提出科技创新引领现代化产业体系建设，并且是 2024 年的首要工作；全球角度，AI 浪潮是长期趋势。下半年在经济企稳、盈利改善、利率下行的背景下 A 股市场有望迎来转机，核心资产估值修复。

宏观经济分析

海外：美国通胀下行趋势明确，美联储或将开启降息周期

2023 年美国的经济显示出通胀已经趋势性下降，但核心通胀韧性很强，加之就业数据、美债供给等因素，国债收益率超预期上行。2023 年 3 季度全球股市受此冲击出现明显回调。

图表 1

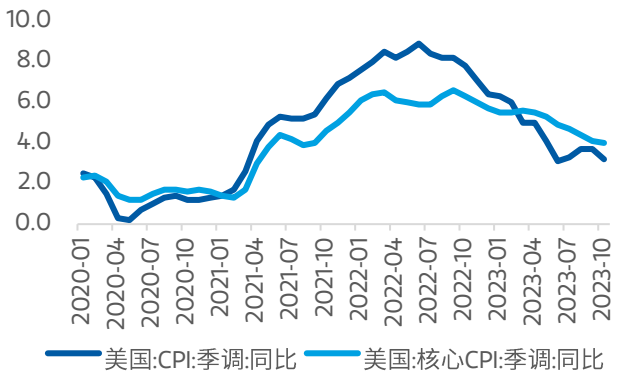
美国十年期国债收益率 (%)



数据来源：Wind，数据时间：2020.1.2-2023.12.8。

图表 2

美国 CPI (%)

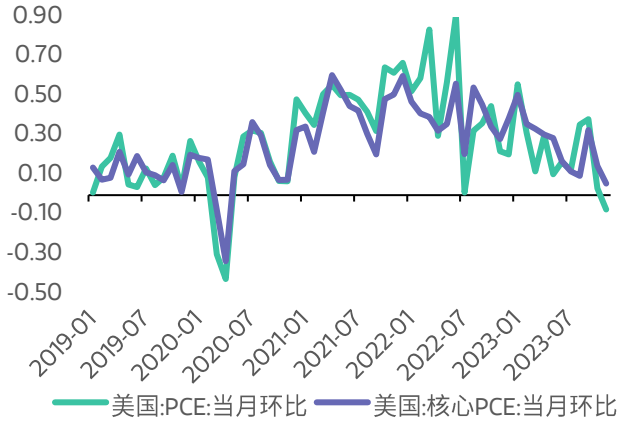


数据来源：Wind，数据时间：2020.1-2023.10。

美联储降息路径取决于金融条件、增长、劳工市场和通胀，当前通胀是决定联储降息的核心变量，即使增长保持韧性，甚至劳工市场没有明显减速，只要通胀特别是核心 PCE 环比折年增速回落较快，美联储或仍然会选择提前降息。

图表 3

美国 PCE 环比 (%)



数据来源：Wind；数据时间：2019.1-2023.11。

根据 CME 数据，市场对美联储 2024 年 3 月降息概率预期提升至 75%。

回顾历史，美联储暂停加息之后全球股市估值均有所抬升。例如 2004 年美联储开启了一轮长达两年的加息周期，纳斯达克上行趋势比较明显，基本为震荡市；A 股市场则持续低迷，下跌时间超过两年，直到 2006 年上半年才有所修复。2006 年下半年美联储基本确认结束加息，全球市场共振，A 股也加速上行。2015 年美联储开始一轮加息周期，2018 年底美联储结束加息进入观察期，2019 年中美联储开始降息。美联储暂停加息之后 A 股市场持续上行。

图表 4

2004 年-2007 年美国加息周期股市表现



数据来源：Wind；数据时间：2004.1-2007.12。

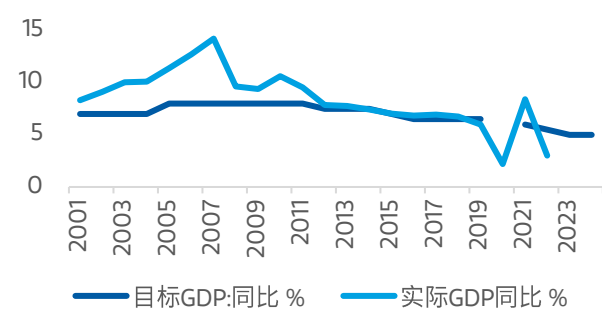
中国：预计 2024 年中国 GDP 增速保持平稳

2023 年政府预期 GDP 增速为 5%左右，截至 2023 年前3季度，实际GDP同比达到5.2%，全年完成5%几乎没有悬念。

预计 2024 年政府继续将 GDP 目标增速定在 5%左右，而中央政府加杠杆是实现这一目标的重要基础。如果经济能在非基数因素下实现 5%增速，其增长质量将高于 2023 年。但从节奏上看，可能需到 2024 年中才能得到验证。

图表 5

历年中国 GDP 目标增速与实际增速对比

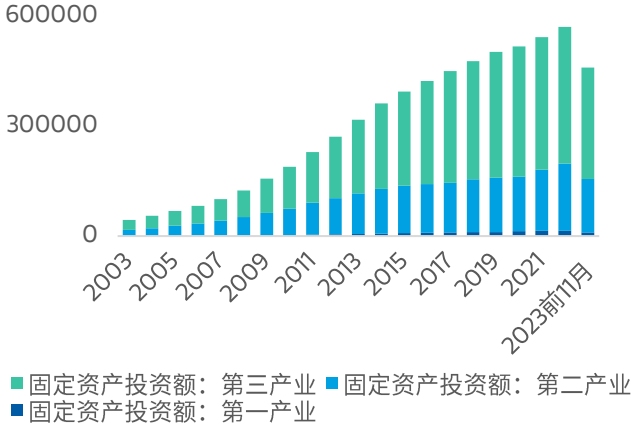


资料来源：Wind，数据时间：2001-2023。

投资端：地产投资是当前经济最主要拖累。截至 2023 年 11 月，中国固定资产投资累计增速为 2.9%，低于年初 5%以上的预期，主要是地产增速下行较快。

图表 6

中国固定资产投资完成额（亿元）



资料来源：Wind。

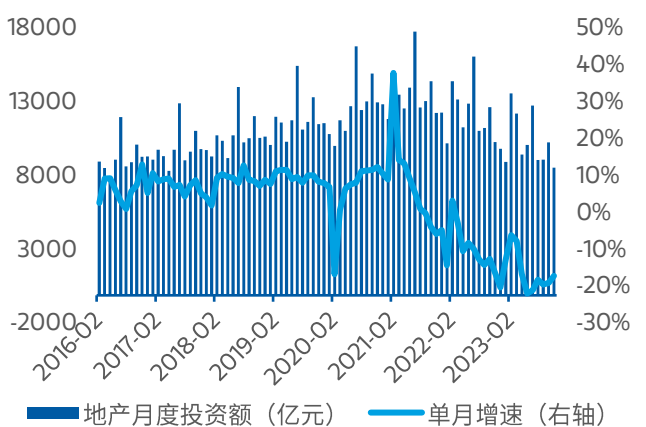
其中基建和制造业投资仍保持了较高的水平，但是呈现趋势性走弱；而地产投资累计下滑 9.4%。由于房企销售依然低迷，拿地大幅下滑，预期2024年地产投资下滑的趋势可能会延续。

2023 年以来多数月份房地产投资额不足万亿，单月增速在（-15%，-20%），这是今年经济最主要的拖累项。2021 年之前地产销量持续创历史新高，相对而言仍保持上行趋势。2021 年之后地产长周期拐点被疫情所掩盖，依靠疫后自然复苏难以支撑。

考虑到地产销售尚未看到明显改善，2024 年地产投资增速仍有可能阶段性负增长。

图表 7

房地产投资增速



资料来源：Wind，数据时间：2016.2-2023.11。

2022 年-2023 年，由于利率的下行，部分居民存量按揭利率远高于当期利率，出现了还贷潮，导致居民中长期贷款增速大幅走低。

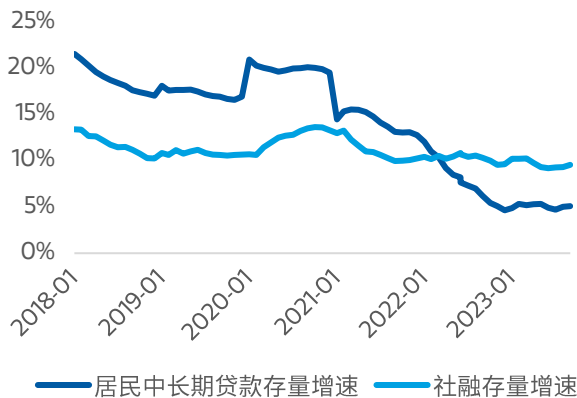
尽管多地放松了各类需求端限制，考虑到当前房价尚未企稳，预计行业仍有一段时间的下行。

中央政治局会议首次作出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”的表述，提出“适时调整优化房地产政策”。这意味着承认房地产长期周期拐点的出现。当前地产政策聚焦三方面：

- 1、逐步取消各类限制性措施，以起到缓解需求下降过快的风险；
- 2、化解房企流动性风险，以防止对金融系统造成严重冲击、供给断崖式收缩等；
- 3、通过三大工程探索房地产发展新模式，同时起到稳定投资的作用。

图表 8

中国居民中长期贷款增速



资料来源：Wind，数据时间：2018.1-2023.10。

财政方面，截至 2023 年 11 月，国有土地出让收入累计为 4.2 万亿，同比下滑 17.9%，地方政府债务扩张受限，导致财政支出持续下滑，2023 年前 11 个月公共财政和政府性基金支出增速下滑近 0.5%。

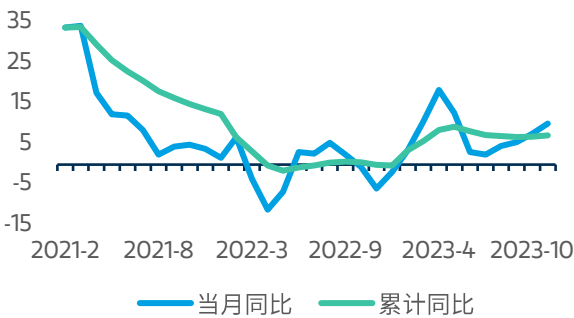
2023 年 10 月份，财政部表示将发行 1 万亿元国债，其中 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元。尽管地方债务受限，但中央加杠杆空间较大，预计 2024 年国债将继续增发，真正实现财政发力，投向为基础设施建设和三大工程。

消费端：从消费的角度看，2023 年呈现了显著的恢复性增长。社零和服务业在 2022 年低基数效应下增速显著高于 GDP 增速。截至 2023 年 11 月，社零增速达到 7.2%，服务业生产指数累计同比达到 8%。

展望 2024 年，消费的恢复性因素消失，基数抬升，预计消费增速在 5% 左右。

图表 9

社会消费品零售总额增速（%）



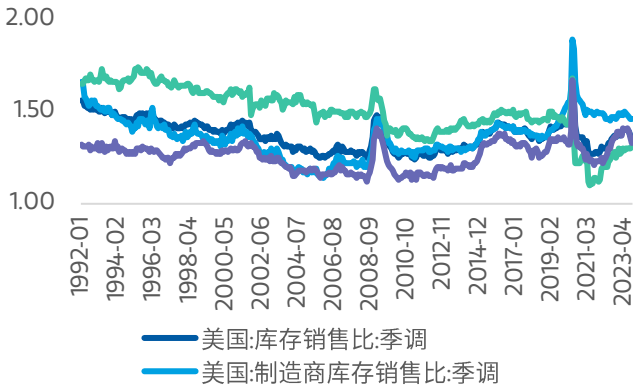
数据来源：Wind，数据时间：2021.2-2023.11。

出口端：美国库存处于低位，对中国外需有拉动作用，中国出口增速经历二次探底后有望企稳。

截至 2023 年 9 月份，美国批发商库存增速降至低位，预计 2024 年上半年进入补库阶段。从零售商角度看，库销比在 1.3 左右，为历史相对低位，正处于补库阶段；批发商库存存在消耗过程中。

图表 10

美国库销比



资料来源：Wind，数据时间：1992.1-2023.9。

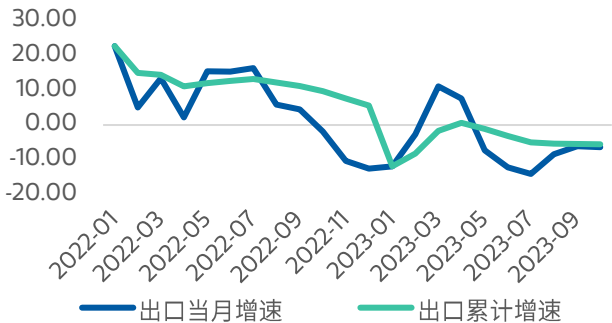
2023 年中国出口增速前低后高，上半年大幅下滑，下半年逐步收窄。但全年增速大概率为负，对经济呈现负向拉动。

中国对美出口已经出现改善，单月增速转正，如果 2024 年美国补库将对中国的出口带来更为明显的拉动；欧洲经济持续疲弱，2024 年边际上对中国出口

的拖累可能不会更差。整体看中国出口压力最大的阶段可能已经过去。

图表 11

中国出口增速 (%)



资料来源：Wind，数据时间：2022.1-2023.10。

A 股市场展望

盈利：预期 2024 年全 A 盈利较 2023 年将会有明显改善

截至 2023 年 3 季度，A 股上市公司净利润增速为-2.86%，其中 2 季度单季度大幅下滑 9.6%；扣除金融和石油石化的净利润降幅则更大，前 3 季度下滑 6.18%，单 2 季度下滑 12.9%，可喜的是 3 季度业绩得到改善，单 3 季度净利润增速转正。

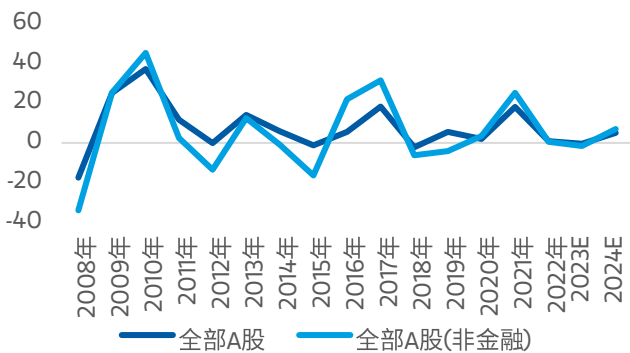
基于 2024 年经济增速及行业结构，预计 2024 年全 A 上市公司净利润增速在 5%，较 2023 年明显改善。

2024 年盈利增速相对较高的板块预计主要集中在信息技术、医疗保健、消费服务、中游制造等领域；

信息技术领域受益于新技术趋势的催化以及新一轮库存周期的拉动，盈利增长确定性较高，其中电子、计算机、通信等均有望较 2023 年改善；医疗保健领域一方面 2023 年基数较低，另一方面，反腐等短期冲击逐渐弱化，行业盈利改善空间较大。

图表 12

A 股市场上市公司历年净利润增速及 2023-2024 年盈利展望



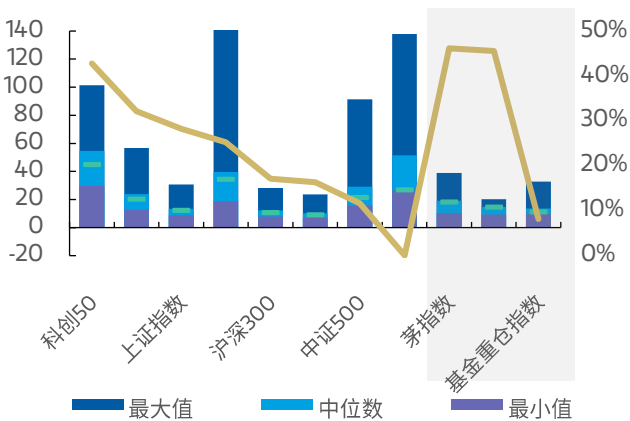
资料来源：Wind，数据时间：2008-2024。

估值：无风险利率与流动性有望带来估值修复

2010 年以来创业板指、中证 500、上证 50、沪深 300 等指数估值分位数位于 20%以下，估值较高的科创 50 估值分位数也位于 50%以下。行业角度多数估值分位数位于中位数区间，17 个行业估值分位数位于 30%以下。

图表 13

2010 年以来 A 股主要指数估值分位数



资料来源：Wind，数据时间：截至 2023 年 12 月 22 日。

沪深 300 指数、上证 50 指数的静态 PE 自 2021 年开始下滑了 3 年，创业板指则下滑了近 3 年 6 个月，基本与 2011-2014 年中的下滑区间相当。

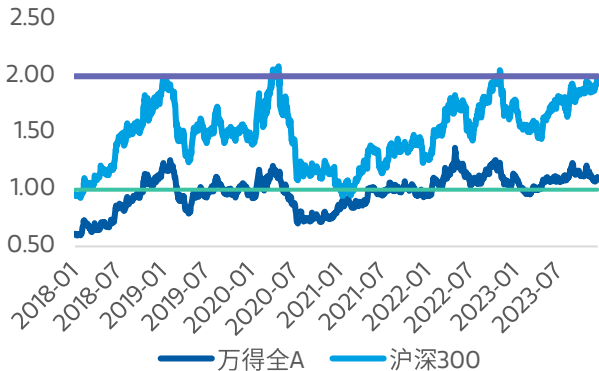
创业板指当前静态 PE 为 27 倍，历史上创业板估值降至 30 倍以下，后续均迎来大幅上涨。

上证 50 指数静态 PE 在 9 倍左右，过去 12 年上证 50 指数静态 PE 在 8-15 倍之间波动，下行风险与上行空间相比，已经具备较高的性价比。

从股债性价比角度看，回顾过去五年，股债比达到 2 倍后市场见底概率极高，目前沪深 300 估值再次回到历史低位。

图表 14

股债比（按中国十年期国债收益率）

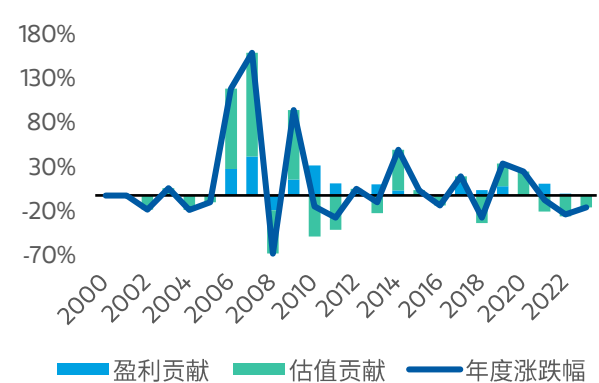


资料来源：Wind，数据时间：截至 2023 年 12 月 7 日。

估值修复由无风险利率、流动性、风险偏好等驱动。2021 年以来，国内无风险利率持续小幅下降，但由于美债收益率的持续上行，国内无风险利率下降对估值的影响失效。A 股市场的流动性也处于相对缺失状态。

图表 15

沪深 300 盈利与估值贡献



资料来源：Wind，数据时间：2000-2023（2023 年数据截至 12 月 15 日）。

2024 年美联储将有望降息，同时国内实际利率具备下行空间，具有降息和降准的可能，因此将呈现国内外无风险利率同时下降。预计美联储降幅将显著大于国内央行，中美利差收敛，北向资金预计会较 2023 年显著改善，进而带来 A 股市场流动性的改善。

2023 年公募基金发行继续降温，截至 2023 年 11 月，股票型加偏股混合型基金发行规模为 2873 亿元，较 2022 年进一步下降，较 2021 年则大幅下降，公募缺乏增量资金。北向资金的情况则与公募基金发行情况类似，截至 2023 年 11 月，北向净流入仅 566 亿元。

图表 16

北上资金流入情况



资料来源：Wind，数据时间：2014-2023（2023 年数据截至 11 月）。

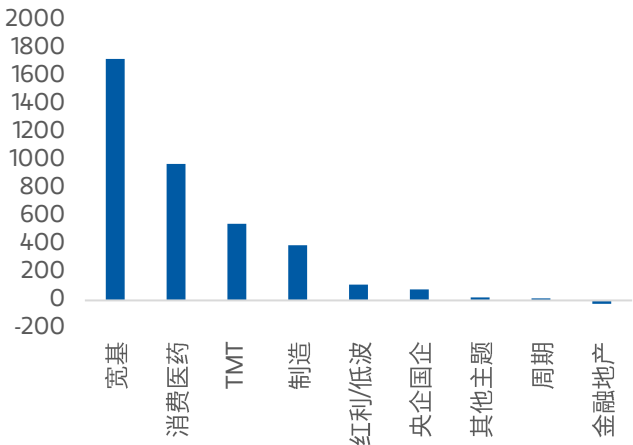
2024 年上半年预计公募基金与北向资金两个资金来源变化不大，考虑到市场对未来基本面定价较为充分，下半年基金发行及北向资金改善的可能性较大，主要基于海外降息及国内财政发力带来的效果显现。

另外，ETF 是 2023 年比较重要的增量资金投向，在市场震荡加剧之后，投资者借助 ETF 产品低位布局 A 股资产的意愿持续高增。2023 年 1-10 月股票型 ETF 申购规模达 3840 亿份，尤其是沪深 300、科创 50 为代表的宽基类产品，成为很多投资者逆向均衡配置的选择。

偏股型 ETF 仍将是偏股基金中重要的结构性增量。ETF 产品矩阵仍在不断完善，多只科创板、国证 2000、芯片等 ETF 仍在等待发行审批。预计 2024 年 ETF 新产品发行维持较高水平，对 A 股市场继续起到支撑作用。

图表 17

2023 年 ETF 净申购分布



资料来源：Wind，数据时间：截止 2023.10。

行业分析

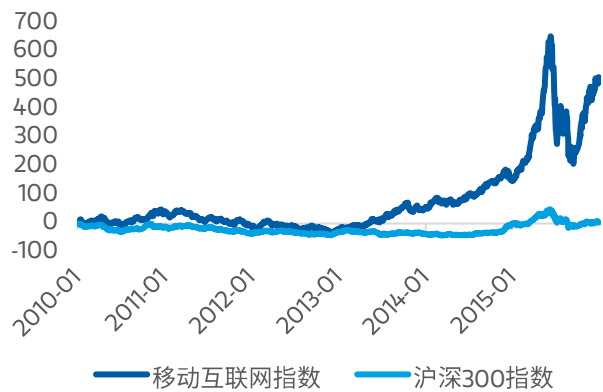
OPENAI 开发的 GPT4 进一步彰显了人工智能的力量，其他科技巨头也纷纷下场开发自己的模型。我们认为人工智能将会是第四次工业革命，广泛赋能各行各业。

科技制造：AI 浪潮席卷市场，华为产业链值得重点关注

回顾过去几十年科技股表现，在巨大的科技浪潮推动下，相关的科技板块展现出了显著的超额收益。2009 年-2016 年，全球智能手机出货量从 1.74 亿部增加到 14.73 亿部，年均复合增长率 35.66%；中国移动互联网用户数也快速增长，成就了一大批互联网企业，移动互联网引领了 21 世纪第二个十年的经济增长。

图表 18

移动互联网指数表现



资料来源：Wind，数据时间：2010 年 1 月 1 日-2015 年 12 月 31 日。

人工智能已经发展多年，以 CHATGPT 为代表的人工智能企业取得重大突破，人工智能指数在 2023 年获得显著超额收益，有望在未来几年持续获得资本市场追捧。

另外，值得一提的是华为生态逐步构建为自主可控的基石，华为有望在更多领域获得突破。在汽车智能化领域，华为通过领先技术加速赋能更多车企。问界新 M7、M9 预定量均超出预期，智界 S7 首发搭

载华为途灵智能底盘和 HARMONYOS4 智能座舱。华为引领智能汽车领域发展，未来华为与更多车企的合作，有望助力汽车智能化驾驶的不断升级。

近年来华为手机逐步回归，同时在大模型、GPU、通信等中众多领域均有重大突破，华为链逐步成为资本市场投资的重要线索。

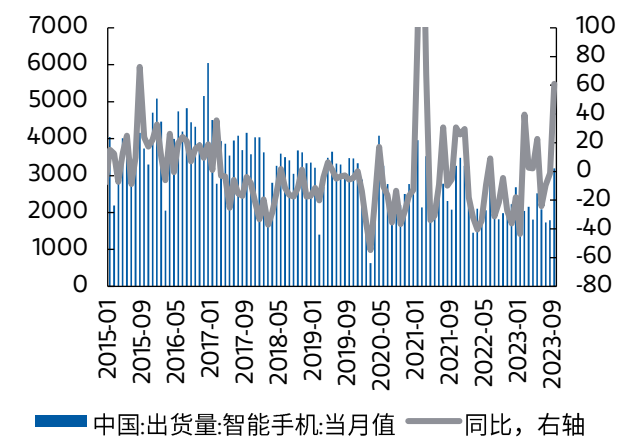
消费电子及半导体：产业周期触底回升

消费电子国产化趋势有望成为估值支撑的重要催化剂。2023 年 8 月沉寂已久的华为重新上线新机，9 月下旬华为召开全场景新品发布会，新品涉及平板、可穿戴、AIOT、智能汽车等多领域，标志着以华为高端手机为代表的产品全面回归。意味着不仅芯片实现国产化，其余众多设备及零部件厂商此前推进的跨期合作，通过自研、并购等方式推进对关键零部件业务的布局已取得成效，消费电子国产化得以确认。

产业周期至底，新一轮景气周期到来可期，未来业绩支撑行情上涨的阶段未至但可期。此前国际半导体产业协会发布报告指出，全球半导体景气已在今年二季度落底，但库存去化过程比预期慢，预计半导体产业将在明年第二季度复苏。而当下国内代表性企业库存去化显著。

图表 19

中国智能手机出货量（万）



资料来源：Wind, 数据时间：2015.1-2023.9。

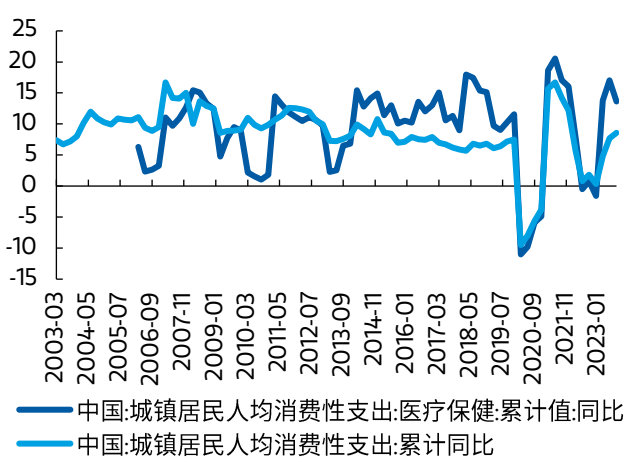
医疗保健：需求潜力依然较大

人口老龄化的背景之下内需依旧强劲，从药品和医疗器械人均消费额的比例（药械比）看，我国目前药械比水平仅为 2.9，与全球平均药械比 1.4 的水平仍有一定差距，表明我国医疗器械市场未来仍存在较大增长空间。

医药生物板块在近三年经历了较大的调整。从医药行业的风险端来看，集采、谈判降价、医疗反腐等政策因素经过消化后边际影响已经越来越小，行业中不少企业也在积极进行转型。从行业的长期增长逻辑来看，医药行业仍然具备较强的长期增长动力。在老龄化、居民疾病谱变化的大背景下，医药行业中仍然存在很多未被满足的临床需求，这些细分行业及行业中的企业未来一段时间有望在业绩端保持高速增长。同时，部分行业/企业仍然处于高速增长的初期阶段，具备较大的增长空间。

图表 20

居民对医疗保健相关的消费性支出增速



资料来源：Wind, 数据时间：2003.3-2023.9。

高股息品种：超额有望延续

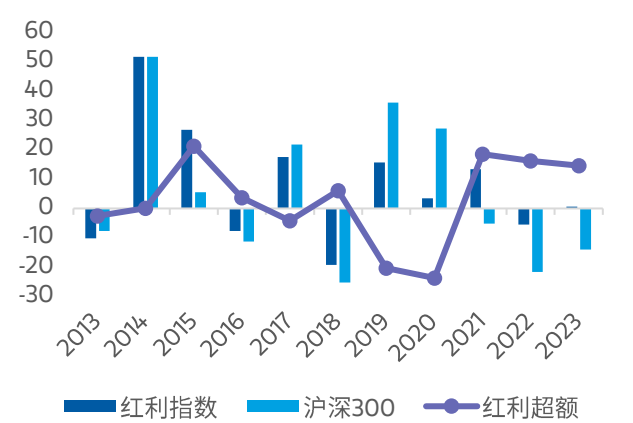
日本在经济增速放缓、资产负债表恶化、人口增长乏力后，高股息风格在绝大多数时间内占优。

由于多数投资资产价格下跌，机会成本显著下降，高股息品种作为稳健的收益品种获得资金青睐。A

股市场中过去三年红利资产连续获得超额收益，并在 2021、2023 年两年获得绝对收益。

图表 21

红利指数历年表现 (%)



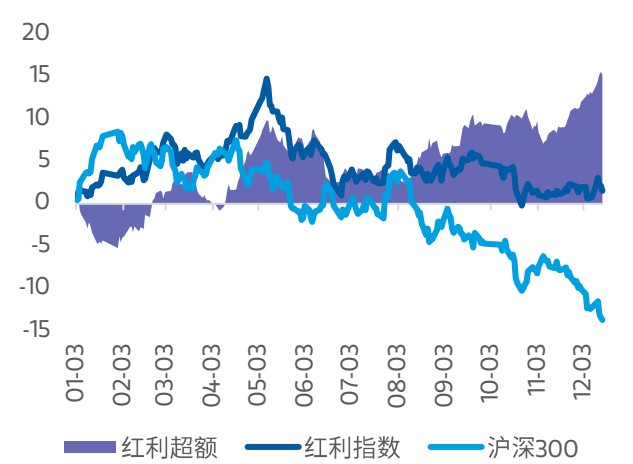
资料来源：Wind，数据时间：2013-2023（2023 年数据截止 12 月 15 日）。

高股息品种属于一种防御资产，但在中国经济未来进入平稳增长阶段后，高股息的价值会进一步突显。

A 股市场中 2023 年大部分时间红利指数跑赢市场，在 2024 年经济弹性不大的假设下，红利超额有望延续。

图表 22

2023 年红利指数超额收益表现 (%)



资料来源：Wind，数据时间：2013-2023（2023 年数据截止 12 月 15 日）。

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（“本公司”或“基金管理人”）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