

摩根士丹利基金视窗

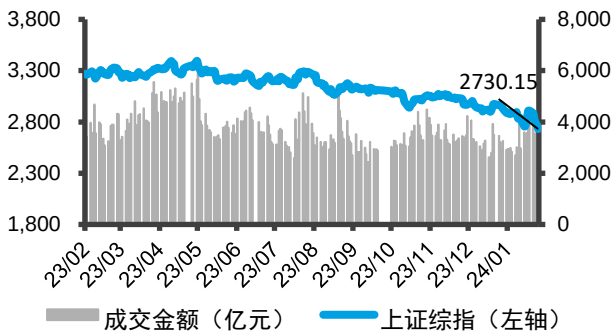
2024 年 2 月 5 日 第 6 期（总第 35 期）

市场洞察：市场短期受情绪驱动，预期非理性下跌有望修正

上周 A 股市场出现了快速杀跌，尤其是上周五悲观情绪迅速释放，上证指数一度跌破 2700 点达到 2666 的点位。上周上证指数下跌 6.19%、沪深 300 下跌 4.63%、万得全 A 下跌 9.27%，创业板指下跌 7.85%。从行业表现看，全部一级行业指数下跌，其中银行、家电、煤炭等跌幅相对较小，计算机、轻工、社服、零售等多个行业指数跌幅超 10%。红利指数较为抗跌，上周仅回落 1.45%，依然是年内表现最好的指数。上周市场日均成交 7557 亿元，再次出现下降。

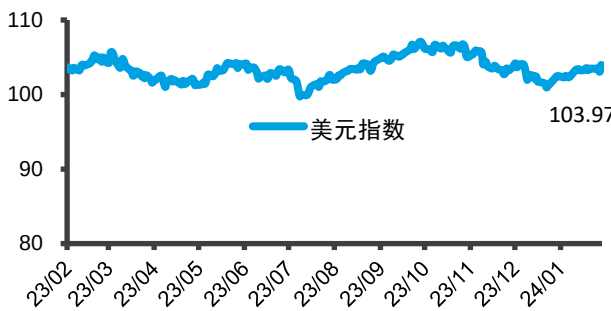
1 月份 PMI 公布，连续 4 个月处于荣枯线之下，生产指数仍然显著强于订单指数，供需持续失衡；从价格指数看，出厂价格指数为 47，连续四个月低于 50 且继续走低，原材料购进价格指数为 50.4，但依然维持在 50 以上。制造业毛利率继续承压，化工品等中游材料领域的供需两端均较弱。地方两会召开完毕，各地加权经济增长目标较 2023 年略有下降，其中多个省市的固定资产投资增速显著下滑，主要是受到了债务约束。2024 年全国约 1/3 的省份投资受限，而中央财政投入加大，此消彼长，这需要财政和货币政策加大力度。从中短期看，部分上市公司披露了年度业绩预告，预喜率在 42% 左右，集中于美容、非银、汽车、社服、公用事业等板块，除汽车之外机构持仓均处于较低水平，投资者关注

图表 1
上证综合指数近一年走势图



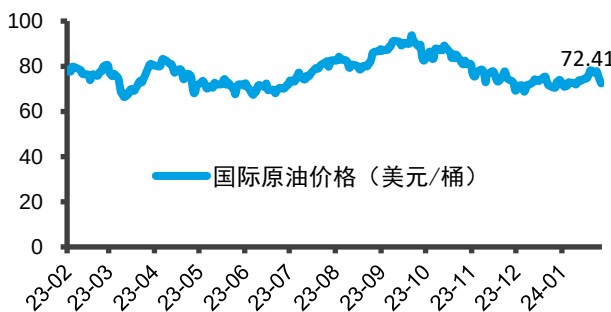
数据来源：Wind，截止日期：2024.2.2。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.2.2。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.2.2。

度也较低；部分领域如光伏硅片的公司首现单季度亏损，2024 年 1 季报展望一般。

海外方面，美国劳工部公布了 1 月份就业数据，新增非农就业人口增加 35.3 万人，为 2023 年 1 月以来最大增幅，远高于市场预期的 18 万人，去年 12 月就业人数也从 21.6 万大幅上修至 33.3 万人。美国强劲的就业数据推升了美元指数和美债收益率的上行，美股并没有因此受到压制，科技股继续大涨。

A 股市场短期非基本面问题，而是投资者信心问题，显然情绪已经过度悲观，我们认为这种非理性的下跌有望得到修正，短期是布局优质公司的绝佳时机。自下而上的行业选择和个股选择更为重要，一方面对于未来经营稳健、经营现金流充裕、资本开支下降的公司值得重视，这类公司具备较强的回购能力，另一方面，前期市场系统性的下行带来的一些细分行业龙头公司被错杀，这类公司已经具备很高的性价比。

专栏——研究员手记：

2024 年人工智能板块展望

2023 人工智能板块迎来高光时刻。产业生命周期视角，黄仁勋判断 “AI 迎来 iPhone 时刻，新一轮技术周期媲美 PC 和 iPhone 互联网”；盖茨认为 “GPT 是我一生中见到的两项最具革命性技术之一，可与 CPU、PC、互联网、移动电话的诞生同样重要。” 2023 年几乎看到各类公司发力 GPT4，龙头厂商搞军备竞赛公关大模型技术，但目前技术仍偏实验室和科研阶段、商业化早期阶段，还未构建出完整的商业闭环。

我们认为 AI 在 Gartner 曲线上的位置位于第一波高峰后的回落，以及第二波主升浪之前。应用（商业化）目前处在 0 到 1（ChatGPT），等待 N 的涌现。这一判断从资本市场表现也能得到验证，目前二级市场的重点关注对象为传统数字经济龙头，市场逻辑为 AI 作为辅助提效的工具能提效 ARPU、AI 扩大受众 MAU。然而这些均为线性增长、而非 0-1 的颠覆式新模式。回溯手机移动互联网（外卖、直播、短视频、滴滴打车）对 PC 互联网的升级，类似的汽车（电动车 vs 燃油车）对马车的替代，我们可以发现真正的产业趋势大概率是 “城头变幻大王旗”，而现在市场只定价了大模型的价值（OpenAI 值 900 亿美金），除 ChatGPT 外目前的 AI 应用还没有做到 AI Native。

展望未来，AI 技术高点的争夺战争仍要继续。预计未来几年全球将有约 1000 亿美金投入在其中，OpenAI 2023 年用于购买 GPU 的开销超过 30 亿美金，未来 OpenAI 训练至少还要 200-300 亿，我们预计 OpenAI 的竞争对手 Google 不会少于这个数字、预计 Anthropic 也要 100-200 亿的投入。现在 AIDC 能源消耗占 2-3%，预计未来将达到 10-20%，AI 的竞争未来本质上同时还是能源之争。过去几年我们看到大模型每 1-2 年迭代、训练每 18 月降本到原来

1/4、推理成本降低到 1/10，未来 AI 时代的摩尔定律也将继续推动技术前进。

从大模型和应用的角度来看，我们期待国内大模型厂商追上 GPT4 的水平，同时在投资上我们更期待应用端的机会。大模型是重资产，突破难度极大，但一旦胜出有望分走“最大的蛋糕”，而且其类似操作系统的定位使得市场最终需要的大模型不会太多。我们期待应用端的爆发，待 LLM 持续迭代到 GPT5，我们将有望迎来真正的 AI 时代，以及更大的投资机会。用于支撑应用的云计算的格局也可能发生巨变，IAAS+MAAS 将颠覆纯 IAAS。在 AI Native 的时代，可能还有我们当下远远无法想象的投资机会不断孕育出来，预计 2024 年 AI 仍将给产业和投资者带来惊喜。

(专栏作者：研究管理部 马子轩)

免责声明：本资料仅作为客户服务材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本文所载的观点、分析及预测仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利基金管理（中国）有限公司立场。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，也不构成任何业务、产品的宣传推介或对阅读者的投资建议、承诺和担保。本公司或本公司关联方、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。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。未经本公司事先书面许可，任何人不得将本资料或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，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
传真：(0755) 82990384
<https://www.morganstanleyfunds.com.cn/>