

## 摩根士丹利基金视窗

2024 年 5 月 27 日 第 21 期 (总第 50 期)

## 市场洞察：市场有所回调，期待政策持续发力

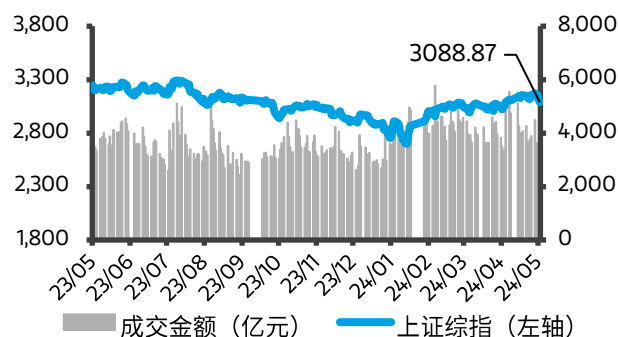
上周 A 股市场显著下跌，中证红利相对抗跌，下跌 0.67%，上证指数下跌 2.07%，沪深 300 指数下跌 2.08%，科创 50 下跌 3.61%。总体看，成长风格跌幅较大，尤其是小盘成长下跌较多。从行业表现看，煤炭、公用事业、农业三个行业上涨，地产、轻工、计算机、建材等跌幅居前，地产链整体回落。市场日均成交额为 8517 亿元，与前一周基本持平。

近期市场有所回调，悲观情绪略有升温。由于当前的市场主要有政策预期推动，在看到明显的基本面改善之前，需政策持续发力才能对市场形成支撑，我们认为在地产政策之后，下一步值得期待的政策是改革。上周济南座谈会讨论内容十分广泛，涉及电力体制改革、创投资本、民营企业、民生问题等等，改革是此次座谈会的主要议题。每一次重大改革均会激发出更大的市场活力、释放出更强的生产力，三中全会即将召开，有望提出一系列的改革方案，这将是一个基于长期的政策规划，有助于扭转投资者对于中长期的悲观预期。因此，A 股市场的长期逻辑有望逐步明朗。

市场的一个重要的基本面变量来自于地产政策出台后的效果。股价先行之，目光转向真实销售情况。上周为政策落地期，本周可能才刚开始进入观察期，结构性改善是可以预见的，而持续改善需

图表 1

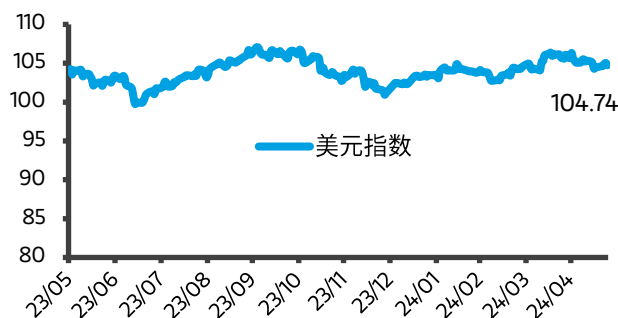
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.5.24。

图表 2

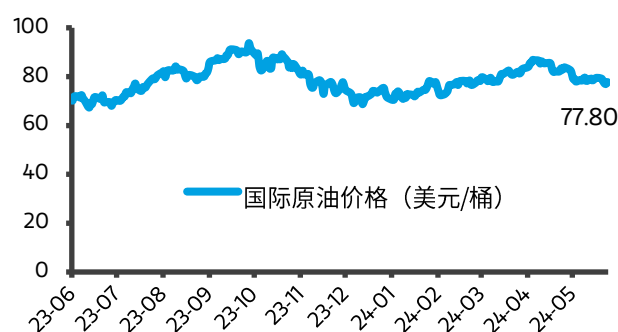
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.5.24。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.5.24。

要更多时间，因此，地产链并未被证伪，一旦有持续的温和改善，这意味着巨大的预期差，从而对市场形成强大的驱动力。

上周市场还受到了地缘事件、美联储鹰派表态等影响，我们认为其影响偏短期，不再构成衡量中长期市场价值的因子。未来有几个方向值得重视，一是本身基本面稳定、现金流充裕，且可预见的周期内有望保持一定增长的品种；二是高端制造中资本开支已经下降、产能已经出清的细分领域；三是地产链，一旦销售有企稳迹象，市场信心有望得到提升。

## 专栏——研究员手记：

### 从行业巨头财报看人工智能新趋势

上周，英伟达发布最新季度财报，财务口径 2025 年一季度收入 260 亿美元，环比增长 18%，同比增长 262%，好于前期指引的 240 亿美元。一季度 GAAP 毛利率维持在 78.4% 的较高水平，好于预期，二季度毛利率基本符合预期。同时公司发布 1 拆 10 的拆股计划，有利于提高流动性。

分业务来看，数据中心业务一季度收入 193.92 亿美元，网络产品一季度收入 31.71 亿美元。今年一季度作为英伟达从 H 系列准备过渡到 B 系列的一个季度，实现环比 29% 的增长已经表现较为优异。同时市场关注度很高的新平台 Blackwell 已于第二季度展开生产，有望于三季度上量，四季度发货至数据中心，整个进展好于预期。Blackwell 预计将有很大的部分采用 Rack 机柜的形式出货，AI 计算不再是芯片的问题，而是系统的问题，客户更多从 TCO 的角度思考成本。Hopper 需要 50 个系统配置供应商，而 Blackwell 需要 100 个系统配置供应商，Blackwell 极大程度地扩张了英伟达的产品范围。而对于 H 系列，市场担忧过渡期需求减弱，但公司提到交货紧张持续到 2025 自然年度。

需求结构分析看，推理占比 40% 不变，训练需求没有如预期般迅速走弱，我们判断一方面和主权政府客户投入训练有关，另一方面中小客户需求依然维持投入。

从英伟达的财报和说明会看，我们可以看到三个行业趋势。第一，随着推理需求占比提升，大模型训练的参数数量级不断提升，算力集群系统 TCO 成本的重要性逐步增强。从 8 卡互联的服务器到 GB200 NVL 72 的 72 卡互联的机柜结构，性能可以大幅提升同时单位算力成本明显下降，再匹配 InfiniBand 和以太网交换机，可以支持更庞大的集群比如十万卡集群。

第二，AI GPU 的迭代逐步加速以满足 AI 大模型训练和推理对性能的需求，从 24 个月迭代一次缩短到 12 个月迭代一次。英伟达加速的技术迭代一方面有利于降低单位计算成本提升客户采购意愿，另一方面进一步巩固了自身的技术领先优势，拉开了与竞争对手的差距。

第三，需求端更加多元化，大型云厂商占需求比例下降到 40%，而主权 AI、企业端、垂直领域创业企业等客户占比提升。正如说明会提到的，大型云厂商只是首个通过 GPU 加速工作负载并节省金钱和能源的客户类型，后面 AI 会加速所有行业。主权人工智能是指一个国家利用自己的基础设施、数据、劳动力和商业网络生产人工智能的能力，各国正在通过各种模式建立国内计算能力。而企业和初创公司在垂直领域也在不断探索可以逐步落地的人工智能应用，已经看到明显的视频、自动驾驶方面的应用存在很大的需求。技术层面看，整个技术架构从通用 CPU 到 GPU 加速计算，从指令驱动软件到意图理解模型，从检索信息到执行技能，是推动需求持续拓展的核心。（风险提示：文中涉及个股不构成任何投资建议。）

(专栏作者：研究管理部 李子扬)

---

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/>