

摩根士丹利基金

2024年中期A股投资策略报告

2024年7月

核心观点

2024年上半年国内经济相对平淡，上市公司业绩经历二次探底，A股市场先抑后扬。预计上市公司业绩逐季改善，全年预估实现5.5%左右的利润增速。当前A股估值在全球处于中低水平，下半年具备较大的估值提升空间，动力来自于：资本市场制度进一步完善、上市公司质量提升、投资者利益得到更多重视；全球将迎来货币宽松，部分发达经济体已经开启降息；三中即将召开，改革红利释放。

我们重点关注的方向主要有以下几方面。

科技制造：过去一年多通信行业伴随着海外AI的发展表现突出，未来科技板块当中主要由国内因素主导，看好半导体、国产算力等；同时受益于海外制造业景气度高企及国内大规模设备更新政策的推出，机械设备同样值得重视。

困境反转：受政策、行业自身周期等影响，过去两年股价下跌，中长期仍有上行空间且有望在今年迎来改善的行业，如军工、医药、锂电等可能会在下半年迎来拐点。

其他板块：利率持续下行，居民存款保持较高增长，企业投资回报率持续降低，高股息有望继续成为获得稳健绝对收益的板块；同时看好受益于电力体制改革的发电及电力设备、受益于外需向好且全球定价的部分资源品、受益于更加重视市值管理的央企。

市场回顾

权益市场：全球市场整体上行，A 股分化较明显

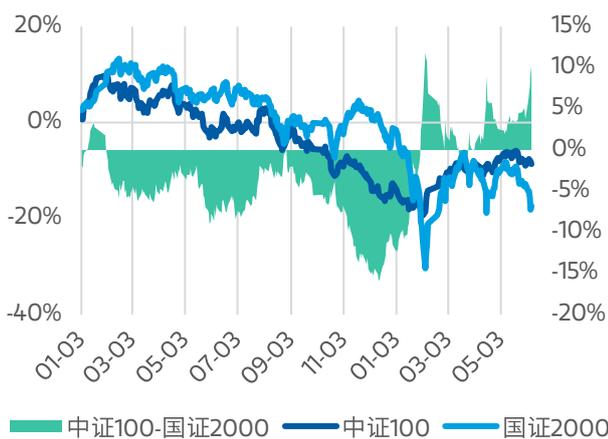
今年以来全球股市整体呈现上行，台湾指数、日经 225、纳斯达克等表现较好，A 股也有一定表现。海外制造业持续回升、美股科技股强势表现、货币紧缩周期高点已过是市场上涨的重要原因。

今年上半年，A 股分化较为明显，小盘股下跌较为明显。年初 A 股遭遇了流动性风险，跌幅较大，当前上证指数自低点已有较大反弹。

风格方面，2023 年小盘股整体强于大盘股，过去 6 个月市场风格转向大盘股。去年 12 月以来，量化监管、杠杆资金清理、财务指标恶化等因素导致小盘股表现持续落后于大盘股。2024 年上半年，小盘股遭遇三轮下跌，大盘股则相对稳健。按照历史规律看，当一种风格持续两个月后，往往会发生改变，不排除未来风格会阶段性收敛，中长期看，大盘股仍有望占优。

图表 1

2023 年以来大小盘指数表现



数据来源：Wind，数据时间：2023.1.3-2024.6.7。

基本面：经济弹性仍不足，企业利润增速探底

2024 年 1 季度我国 GDP 达到 5.3%，超出预期，但名义值增速仅为 4.2%，显示价格指数的拖累仍然较大。

从三大领域对 GDP 的拉动看，1 季度最终消费支出对经济的贡献率为 73.7%，疫情之前为 60%，主因地产业拖累下投资的力度下降。自 2022 年 4 季度以来投资对经济起到了很好的稳定作用，而今年 1 季度降至 0.63%。

过去连续 5 个季度出口对 GDP 均为拖累项，今年 1 季度开始出现正贡献，而且拉动超过了投资，达到了 0.77%。

中长期看，投资与出口的拉动合计在 1%左右，消费拉动在 3.5-4%的水平，在经济越来越依靠消费支出的情况下，经济的弹性在下降。

图表 2

GDP (%)



资料来源：Wind，数据时间：2022Q1-2024Q1。

工业部门来看，2022 年以来工业增加值持续走低，自 2023 年下半年略有恢复，今年 1 季度工业增加值增速已经显著高于 5%；而价格指数依然偏弱，自 2023 年 6 月起 PPI 降幅超 3%，今年以来有所收窄，截至 2024 年 5 月 PPI 收窄至 -1.4%。

历史上在外需和房地产的拉动下，量多强于价，量价齐升的阶段持续较短，2010 年 4 万亿投资、2016

年供给侧改革、2021 年外需爆发，带来量价齐升。预计 2025 年价格可能会有阶段性改善。

图表 3

工业增加值与 PPI (%)

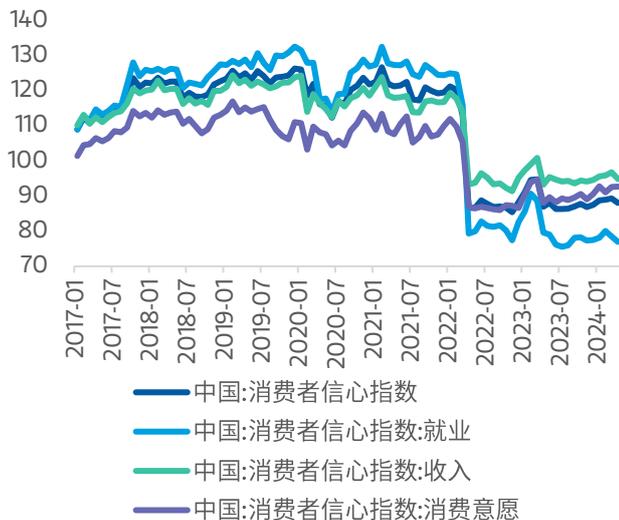


资料来源：Wind，数据时间：2009.1-2024.4。

消费方面，中国消费者信心指数处于历史偏低水平，尽管消费意愿缓慢爬升，但就业信心不足，导致信心指数回升缓慢。目前影响消费者信心的因素有两个，一是地产疲弱，二是中小企业压力较大。在看到地产企稳之前，消费者信心持续大幅改善的可能性不高。

图表 4

社会消费品零售总额增速 (%)



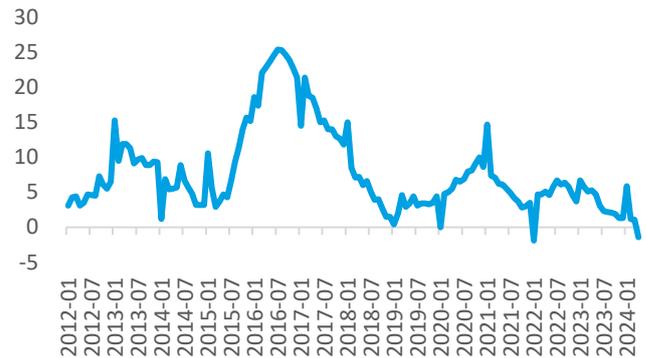
资料来源：Wind，数据时间：2017.1-2024.4。

从 M1 增速看，2024 年 4 月份为-1.4%，M1 转负有其特殊情况，但整体处于历史低位，反映了企业投资意愿的下降，背后是资本回报率的降低。

未来看，M1 大概率处于底部区域，持续上行仍有一定难度。这意味着上市公司利润增速也接近触底，但向上的弹性仍取决于价格指数的表现。

图表 5

中国 M1 增速 (%)



资料来源：Wind，数据时间：2012.1-2024.4。

2024 年 1 季度，由于价格指数的影响，上市公司营收增速持续走低；净利润增速再次探底，全 A 净利润下滑 4.83%；全 A 非金融下滑 5.2%。

基于价格指数在缓慢回升，叠加基数原因，预计 2 季度开始上市公司净利润或将逐步抬升。

图表 6

全 A 非金融盈利预测



资料来源：Wind。

A 股市场展望

政策端：新国九条将释放制度红利

4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，这是继 2004 年、2014 年两个“国九条”之后，时隔 10 年国务院再次出台资本市场指导性文件，为资本市场改革指明方向和路径。其中，本次新“国九条”明确了市值管理的基调，丰富了监管引导的方向与上市公司开展市值管理的手段。

我们认为新国九条的发布，从中长期将释放制度红利，首先，IPO 发行方面显著收紧，此前两次国九条均为放松；其次，提高上市公司质量方面，有硬性指标，如现金分红、减持约束等；第三，明确的退市标准，使得退市力度或将显著加大。

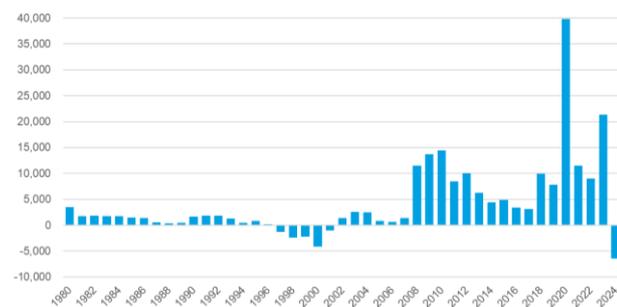
外围影响：全球开启货币宽松

今年以来，陆续有发达经济体开始降息，3 月份瑞士率先降息，随后瑞典、加拿大、欧洲央行均调降了利率水平。

美国降息预期多次摇摆，最新的就业数据强于预期，但通胀弱于预期，今年基准情景下有望出现两次降息。

图表 7

美国债务净增金额（亿美元）



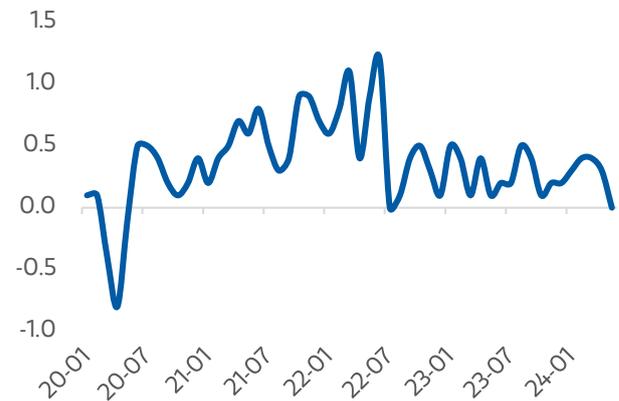
资料来源：Wind。

因巨额补贴、军费等开支攀升，及高企的利率，美国政府债务利息支出从 2022 年开始大幅上升。美国财政部 2020 年-2023 年四年累计发行 80 万亿美元国债，2023 年发行 22.7 万亿美元，四年累计净增国债 8.2 万亿美元，当前累计 34.5 万亿美元未偿公共债务，但是外国投资者仅持有 8 万亿，大部分利息支出内部消化。

因此，尽管美国经济依然保持韧性，但是债务压力对于降息是一个不可忽略的因素。美国 CPI 近两个月再次进入下行趋势，且环比降至 0 附近，这是近两年美国 CPI 环比首次持平。

图表 8

美国 CPI 环比 (%)



资料来源：Wind，数据时间：2020.1.1-2024.6.7。

美国当前的失业率回升至 4% 的水平，如果未来 CPI 同比回落至 3% 附近、失业率回升至 4.2% 附近，则大概率将触发美联储降息操作。

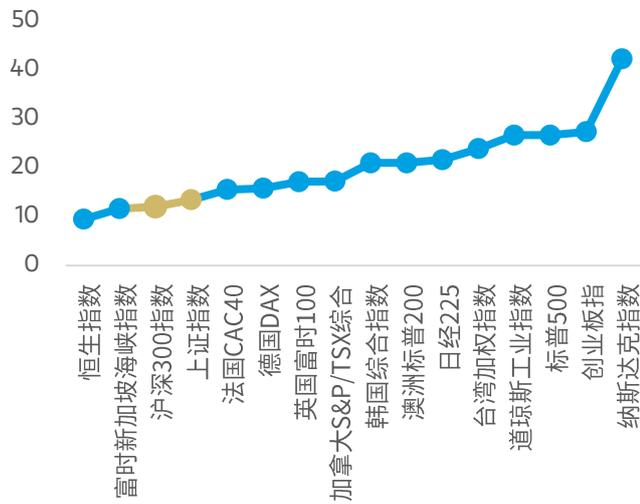
总体而言，全球货币宽松大环境即将开启。

估值：整体处于低位

当前，A 股估值处于历史较低水平，全 A 动态 PE 仅为 12.05 倍，全 A 静态 PB 仅为 1.43 倍。指数来看，沪深 300 指数静态 PE 为 12 倍，处于全球估值当中较低水平。

图表 9

全球主要股指 PE (TTM)



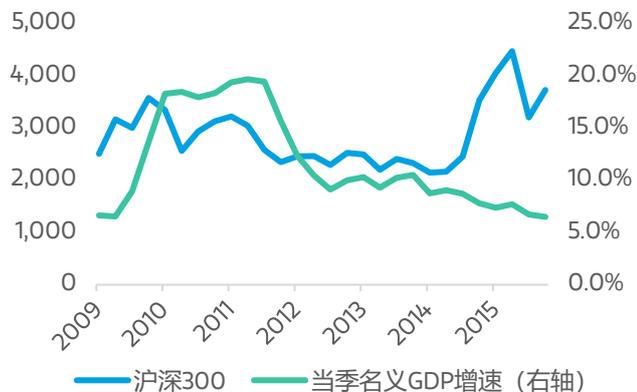
资料来源: Wind, 数据时间: 截至 2024.6.7.

总结来看, 股票市场会随着投资者对经济的预期而背离。历史上当经济增速开始下行时, 市场整体偏弱, 随着投资者对经济的预期更加充分, 估值回到较高的性价比, 市场反而开始上行。

当前经济增速逐步走平, 对股市的压制作用下降。经济走势不必然形成股市的拖累。我们认为当前股市已充分消化宏观经济。

图表 10

2009 年-2015 年指数与经济增速



资料来源: Wind.

行业分析

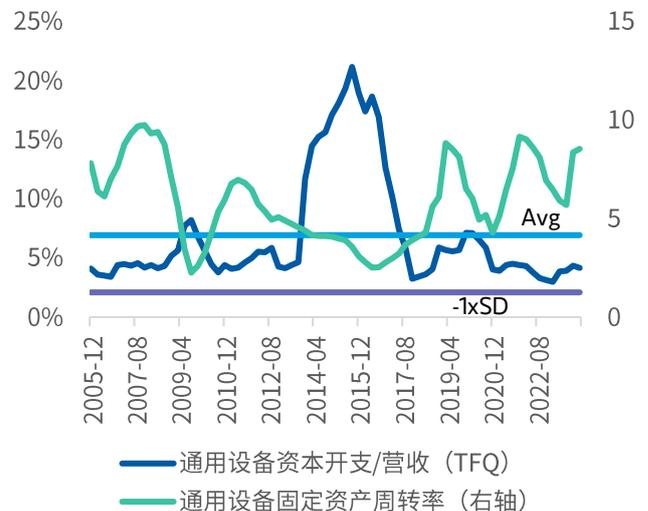
中游制造: 设备更新带来增量需求

今年国务院制定了大规模设备更新政策, “存量设备更新” 或将是制造业投资的主要线索: 上游纺织设备、电网设备等将跟随受益; 交运及农机设备中, 财政支持明确, 具备更新意愿和能力的船舶、商用车、农机以及处于更新周期且下游盈利改善的铁路轨交可能受益。

另外, 通用设备 (手工具、集装箱、机床等) 产能利用率和资本开支自 2023 年第三季度以来回升; 商用车 (重卡、客车) 产能利用率自 2023 年第一季度以来回升, 资本开支自 2023 年第四季度以来回升, 上述行业资本开支/营收都尚未修复至历史中枢。我们看好周转率回升但资本开支仍处于低位领域。

图表 11

通用设备处于主动扩产阶段



资料来源: Wind, 数据时间: 2015.12-2024.3.

另外, 新兴经济体制造业普遍回升, 我们认为新兴市场将是拉动中国出口的主要力量。

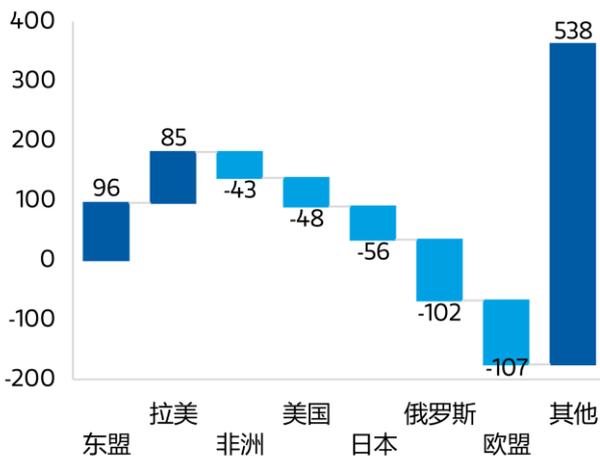
2024 年中国出口显著改善, 前 5 个月出口金额达到 1.4 万亿美元, 较 2023 年同期增加 362.67 亿美元, 其中东盟、拉美增量合计 181 亿美元, 占据增量的 50%。

今年以来美国补库是外需的重要驱动力，但是中国对直接终端需求国的出口并没有增长。东盟、拉美作为重要的制造业经济体承担了对发达经济体的出口，起到了中国出口的桥梁作用。

如果未来美国补库力度加大，外溢效应将会导致中国对美直接出口回升。

图表 12

2024 年中国各地区出口增量（亿美元）



军工：中期调整进入尾声

首先，我们认为军工的中期调整有望完成，过去压制军工最主要的因素是中期调整，此前的批量订单交付完毕，每个五年计划在中期会进行调整，在型号、数量和价格等方面根据实际情况进行调整，例如削减老旧型号采购量，研制型号转批产，核心型号优化后增订等。调整完毕后行业需求、订单将迎来新一轮的高景气周期，拉长维度看武器装备的建设没有发生变化。6 月初已有公司开始接受大额订单，或标志着国防建设进入了新的景气周期。

其次，C919 进入交付期。截至 2024 年 6 月 10 日我国 C919 国产大飞机共交付 6 架，C919 进入产能建设和交付爬坡阶段，订单需求饱满。波音、空客、中国商飞预测 2022-2041 年民用客机累计交付量达 40000 架以上，其中 75% 左右为单通道喷气客机，新增需求与替换需求兼具；未来 20 年预计将有

9284 架客机交付中国市场，其中单通道喷气客机 6288 架。供给端，C919 交付量逐年增长，根据中国商飞计划目标与产能释放节奏，按照年产量 135 架，产业溢出系数 1.05 的保守测算，预计 2028 年 C919 将带来年均 140 亿美元左右市场规模。

此外，卫星互联网也进入建设周期。卫星互联网已进入正式建设周期，有望受益于低轨通信卫星网络等航天基础设施建设而保持高景气态势。近期，蓝箭申报“鸿鹄三号”星座，将在 160 个轨道平面上总共发射 10000 颗卫星；同时中国星网、中国移动等三大央企成立中国时空信息集团，集聚央企力量，整合多产业资源，提升我国时空产业竞争力；承担时空信息产业链链长职责，有望成为北斗导航领域的“运营商”，推动北斗民用场景逐步落地。

医药：反腐影响弱化，创新药获得政策支持

全球医药创新迎来新的大适应症时代，最近一两年，在传统的肿瘤与自免等大病种之外，医药产业相继在减重、阿尔兹海默症、核医学等领域取得关键突破，行业蛋糕有望随之快速做大。2024 年政府工作报告中提及支持创新药产业发展。此后，包括北京、广州、珠海在内多地相继发布支持生物医药产业或创新药械高质量发展的相关政策。叠加本次重点工作任务的内容，真正具备全球竞争力的企业将受益。国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》的通知，对创新支持力度明显提升，从基本医保支付方式改革、商业健康险支付、加快创新药审评审批、创新药成果转化平台建设等多方面支持创新药发展。

国内市场主要的看点是院内市场复苏，因为去年的基数是前高后低，再加上医疗反腐的常态化，边际影响弱化，从业绩角度看，行业下半年增速有望提升。从政策展望来看，下半年第十批药品集采预计将要开展，经过此前多轮集采洗礼，市场对此预期已经较为充分，预计对市场的负面冲击有限。从行

业整体估值上看，目前估值处于行业近年来的相对低位。

锂电：产能过剩有望缓解

锂电方面，从产能角度看，锂电行业扩产步伐在 2023 年中已经显著放缓，相比多数中游制造业而言，有望更早进入产能利用率回升周期。

另外，锂电企业积极拓展海外市场。从去年开始，中资锂电企业掀起出海匈牙利浪潮，欧洲电池联盟负责人托雷·塞克尼斯在 2023 年世界动力电池大会上介绍，2025 年欧盟对动力电池的需求将达到 550GWH，2030 年将升至 1000GWH。而当前欧洲本土产能暂无法满足所有需求，故中国动力电池企业此时出海获利前景可观。

电新：受益于电力改革

5 月 14 日，国家发展改革委发布《电力市场运行基本规则》，明确了电力市场成员包括经营主体、电力市场运营机构和提供输配电服务的电网企业。经营主体在之前基础上增加了储能企业、虚拟电厂等新型经营主体，并增加了容量交易。该规则将于 2024 年 7 月 1 日起正式施行。此次发布的规则为推动全国统一的电力市场建设提供了政策指引。

5 月 23 日，总书记召开企业和专家学者座谈会，这是 2020 年 7 月以来总书记首次召开同类座谈会。国电投董事长被列为参会企业代表的首位，同时深化电力体制改革亦列为首项建议。电力体制改革的相关政策有望在三中全会后推出。由于近年来新能源加快发展，尤其是光伏新增装机速度远超行业预期，目前新能源面临的消纳问题逐渐明显，今年 1 季度光伏/风电利用率 96%/96.1%，同比下降 2.0/0.7 个百分点。市场普遍预期风/光利用率有进一步下降的压力。结合本次会议选择国电投这一全国最大的绿电运营商作为电力行业代表，电改可能会优先解决新能源消纳问题，并保障利用率底线，措施可能包括提高电网灵活性调节能力、提高新能源市场电量

占比、进一步推行分时电价、完善现货和辅助服务市场，以及出台储能容量电价等。

6 月 1 日，《求是》杂志刊发国家电网董事长署名文章《能源安全新战略引领电力事业高质量发展》。提出统一开放、竞争有序的电力市场体系是实现电力资源优化配置的重要基础。国家电网将助力新要素新业态发展，不断提高管理服务水平，推动完善电力价格形成机制。加强风光水火储联营、源网荷储一体化等新业态准入规范、市场主体权责、交易模式等研究，促进多能互补。完善新能源、分布式电源、虚拟电厂、用户侧储能等参与电力市场机制。

6 月 4 日，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》，要求加快推进新能源配套电网项目建设。对 500 千伏及以上配套电网项目，每年组织国家电力发展规划内项目调整，并为国家布局的大型风电光伏基地、流域水风光一体化基地等重点项目开辟纳规“绿色通道”，加快推动一批新能源配套电网项目纳规。

央企：市值考核有望推动上市公司质量全面提升

2023 年，国资委提出“一利五率”考核指标体系，并在年底首提“市值管理”，从“鼓励”过渡至“考核”。

2024 年 1 月，国资委表示“将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核中，引导重要企业负责人更加重视所控股上市公司市场表现。”

未来国企做好市值管理的途径主要包括：一方面，提高核心竞争力，即提高上市公司盈利能力、改善公司治理体制；另一方面，增强核心功能，向上市平台注入优质资产，加强市场沟通，减少信息不对称。

我们认为市值考核有望推动央企上市公司质量全面提升。

总结来看，我们后续将重点关注以下几方面机会：

科技制造：过去一年多通信行业伴随着海外 AI 的发展表现突出，未来科技板块主要由国内因素主导，看好半导体、国产算力等；同时受益于海外制造业景气度高企及国内大规模设备更新政策的推出，机械设备同样值得重视。

困境反转：受政策、行业自身周期等影响，过去两年股价下跌，中长期仍有上行空间且有望在今年迎

来改善的行业，如军工、医药、锂电等可能会在下半年迎来拐点。

其他板块：利率持续下行，居民存款保持较高增长，企业投资回报率持续降低，高股息有望继续成为获得稳健绝对收益的板块；同时看好受益于电力体制改革的发电及电力设备、受益于外需向好且全球定价的部分资源品、受益于更加重视市值管理的央企。

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