

摩根士丹利基金视窗

2024 年 11 月 11 日 第 44 期 (总第 73 期)

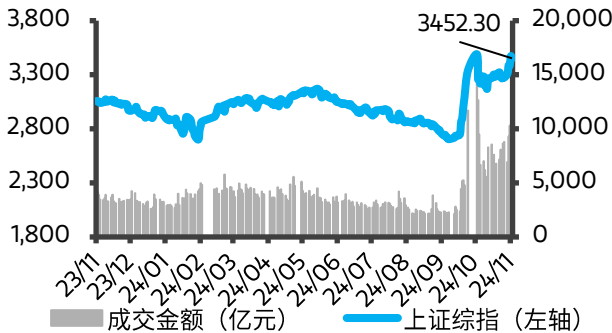
市场洞察：财政政策预计仍将是影响 A 股的核心变量

上周 A 股市场强势上涨，各大指数全面上行，创业板指、科创 50、中证 2000 指数均实现了 9% 以上的涨幅，上证指数上涨 5.51%、沪深 300 指数上涨 5.50%。行业方面，计算机、军工、非银等指数涨幅超 10%，银行、公用事业、煤炭等低估值品种表现较为落后。日均成交额近 2.4 万亿元，主题板块活跃度极高。

美国大选落地，特朗普胜出，明年国内出口压力或将显著加大，因此投资者对国内政策关注度骤增，财政政策预计仍是影响 A 股的核心变量。上周五全国人大常委会闭幕，会后财政部举行新闻发布会，正式披露近期的财政政策，包括提高 6 万亿的地方政府债务限额用于化债、安排 4 万亿专项债用于化债等。

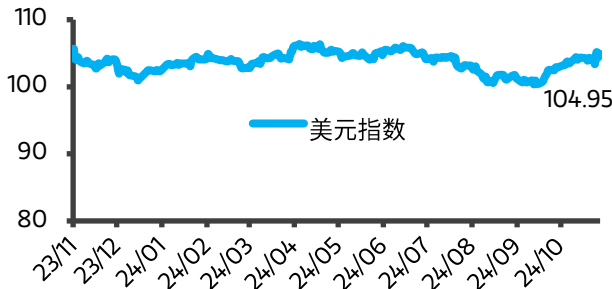
我们将财政部的政策分为两类，一是化债、国有行注资、土地收储等支持政策，二是“两重”与“两新”等直至政策，两类政策工具针对性有所不同，前者着力防范国内风险，后者着力刺激需求。当前投资者更为期待第二类政策，并会认为上周五的政策低于预期，从中概指数的表现可见一斑，不过我们认为这是对财政政策的误读，今年 1 万亿超长期特别国债加去年增发的万亿国债力度已经较

图表 1
上证综合指数近一年走势图



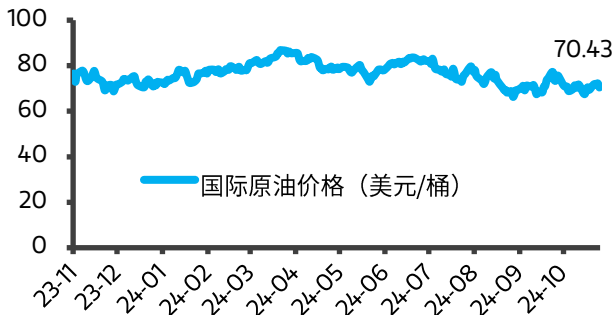
数据来源：Wind，截止日期:2024.11.8。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2024.11.8。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.11.8。

大，年内继续推出类似政策可能性较低，而明年则值得期待。财政部明确表示我国政府还有较大举债空间，同时发行特别国债补充国行资本、专项债券土地收储等政策在制定中、“两重”与“两新”的支持等也有望在未来落地。总体而言，年内推出的财政政策符合预期，而且增量政策也将持续推出，我们对此信心不减。

当前市场处于业绩真空期，估值因子优于业绩因子，主题板块的活跃度预计能够维持，寻找产能供给拐点、业绩拐点为更有效的策略，我们认为在部分中游制造领域出现的概率较大。同时，过去受制于经济悲观预期逐步加重而导致估值中枢大幅下移的部分顺周期板块也值得重视。中期而言，我们对市场保持乐观看法，短期经济数据出现改善迹象，未来仍有政策值得期待，这为明年上市公司业绩改善提供了很好的基础。

专栏——基金经理手记：

当前人工智能投资的分歧点解析

本轮人工智能高速增长背后的驱动主要来源于行业巨头在大模型、云计算等方面的大规模投入所带来对算力等相关基础设施的需求，以 GPU、光模块等为代表的算力公司业绩从去年到今年迎来了长达四个到六个季度的高速增长。在经历了这样的高速增长后，市场中对于人工智能板块的投资逐渐出现了一些分歧或担忧：

1、AI 的高增速要结束了吗？

第一个担忧来源于有部分投资者担心，本轮云厂商对算力需求的高增速结束后，整个 AI 板块的景气度会出现断崖式的下跌。

对此，我们可以从如下几个方面来分析：

首先从算力产业的技术端方面来看，算力产业的技术迭代速度正在加快，光模块从 100G 迭代到 400G 用了 3 年，但是从 800G 到 1.6T 的迭代预计只需要 2 年，未来的迭代时间可能会更短。其次，下游供给端方面，近期的公开信息也显示，台积电和英伟达的业绩展望到 2026 年需求依然向好。

而在云厂商对算力的需求上，虽然不会像过去一样达到 30%或 50%的增速，但其整体的需求仍然是稳定或上行的。近期行业巨头的相关业绩信息也体现出对人工智能的投资带来了正面的反馈，谷歌最新一季的业绩增速远超预期，受益于 AI 的推动，其云计算业务和广告业务客户满意度均得到大幅提升，并吸引到了更多订单。而且，随着 OpenAI 推出新大模型“草莓”，聚焦在推理能力的提升，对算力又提出了新需求，或形成新的驱动。整体来看，目前在可跟踪的行业里，算力产业的景气度依然排在前列。

此外，虽然云计算巨头们对 AI 的投入增速会出现下降，但从我们的观察来看，更多的其他行业巨

头们正在增加对 AI 的投入，用以增强客户服务、提升产品体验等，因此从整体来看，AI 板块的景气度不会出现断崖式的下跌，预计在未来的两三年内，各行各业对 AI 算力的需求依然会维持增长的态势。

2、AI 出现泡沫化了吗？

投资者关注的另一焦点是当前 AI 板块的估值是否出现了泡沫化的迹象。这个问题也可以从两个维度来看，第一个维度是横向与其他产业处于景气上行周期时的估值对比，历史上电动车，新能源在业绩上行景气周期时，对应第二年的估值 PE 都在 30 倍到 40 倍甚至更高。目前国内算力行业龙头公司对应 2025 年的估值，万得一致预期不到 30 倍，并不算贵。

纵向比较 TMT 行业的估值来看，在当时景气上行的 4G/5G 创新周期，相关光模块、PCB 等行业龙头对应第二年的估值为 35 倍甚至接近 40 倍，而人工智能引领的可能是一轮更大的科技浪潮，其估值并未达到当时的估值水平。

当前市场上出现的担心主要是由于过去两年行业大幅上涨且涨幅远远领先其他行业后带来的恐高情绪，如果接下来行业有新的催化或爆款应用出现，这些情绪可能就会得到缓解。评判行业估值的合理性还需基于对人工智能产业趋势的判断，这个趋势目前来看并没有结束，也没有被证伪，所以当前以算力为代表的 AI 板块估值依然处于相对合理的区间。

(专栏作者：权益投资部 雷志勇)

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/>