

摩根士丹利基金视窗

2025 年 6 月 16 日 第 23 期 (总第 103 期)

市场洞察：中期角度看，A 股市场或仍将沿着中国制造的主线演绎

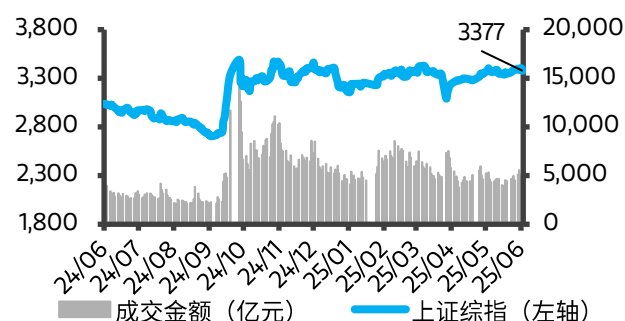
上周重回下跌，除创业板指有一定上涨外，上证指数、沪深 300 指数、万得全 A 指数均有小幅下跌，科创 50 指数则明显下跌。伦敦会谈对市场运行节奏有一定影响，会谈后投资者并没有形成一致的乐观预期，分歧显著；同时中东地缘风险继续上升，压制了投资者风险偏好，全球市场普遍下跌。A 股成长风格明显落后于价值风格，上周中大盘价值小幅上涨，其他风格下跌，大盘成长下跌较为明显。行业看，有色、石化、医药、农业等涨幅居前，食品饮料、计算机、建材、电子等跌幅居前。市场日均成交 1.37 万亿元，连续两周增加；截至上周四，融资余额保持平稳。

我们认为短期 A 股预计仍会受到风险偏好下行的影响，中东地缘局势如何发展难以评估，需要后续持续跟踪，预计其对国内整体影响极其有限，因此我们假定中东地缘冲突仅限于对 A 股市场情绪的短期影响。不过投资者短期的关注点可能会集中于能源安全等方向，上周五原油、油运等已经出现明显上涨。

中期角度看，A 股市场仍将沿着中国制造的主线演绎。从新能源、电动车到机器人，再到近年来的创新药，中国企业凭借着完备的产业链、高性价比一致在海外市场获得突破。过去几年新能源、电

图表 1

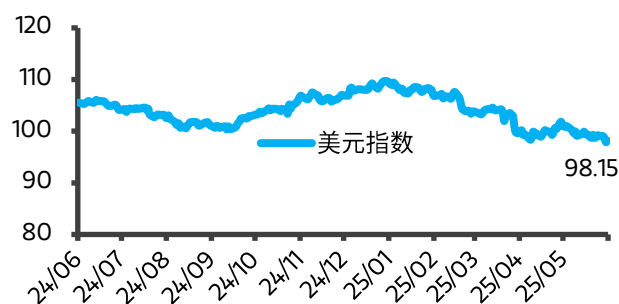
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.13。

图表 2

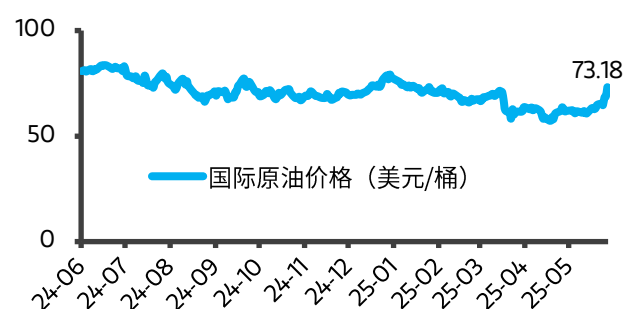
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.13。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.13。

动车等快速发展，国内公司在海外的市占率不断提升，但当需求增速由高速降为中低速时，产能供给过剩压力逐步显现，进而导致财务压力加大；对于电动车而言，海内外的市场空间还足够大，相关的核心公司业绩也持续新高，但价格压力持续存在。近期行业“反内卷”举措开始推出，我们认为这是非常积极的信号，对行业避免重蹈新能源覆辙很有帮助。除了机电设备之外，我们不难发现在游戏、消费等领域也有不少企业在海外获得了成功，我们认为这并非偶然因素，而是经济发展到一定阶段的必然。A 股当中有着大量具备这种潜力的公司。因此，我们继续看好几个方向：一是科技成长，估值回落到低位，AI 为长期趋势，产业逻辑很强；二是中国制造，包括高端机械、汽车、军工甚至医药等，其中优质的公司需要重视；三是新消费，部分公司不但牢牢占据国内市场主导地位，海外市场拓展也极为顺利，成为上市公司业绩的和新增长点。

专栏——基金经理手记

人工智能板块将持续具备投资价值

近期全球人工智能关注度回升，算力产业链标的估值也明显恢复。

我们认为本轮估值的恢复主要由于人工智能的需求持续性好于预期，背后是推理需求不断释放。根据火山引擎大会数据显示，豆包大模型的月度调用 tokens 数量大幅提升（2025 年 5 月同比 2024 年 5 月 token 调用增长 137 倍）。同时谷歌 Gemini 大模型的调用量也是急剧增长。针对高速增长推理需求和稳定迭代的训练需求，海外互联网厂商继续维持高资本开支投入。在今年一季度财报说明会上，微软、亚马逊、谷歌、Meta 等都对 2025 年的资本开支展望保持乐观，增速维持在历史上较高水平。

通过供应链的调研我们也发现，上游头部晶圆厂的先进封装产能 2025-2026 年持续供应紧张并且持续扩产。在当前时间点，客户对 2026 年的 AI 芯片、光模块需求已经有了更确定的指引。AI 算力产业链标的 2025-2026 年持续高增长的确定性不断加强，2025 年的 PE 估值逐步修复。

同时从结构上看，定制化芯片（ASIC）由于满足大模型推理要求的性能，同时具备更高的性价比，在海外互联网大厂的算力基础设施当中也将扮演更重要的角色。不管是谷歌的 TPU 还是亚马逊的 Trainium2 和下一代 Trainium3，已经展现在推理端越来越好的表现。微软和 Meta 预计也将积极推动自己 ASIC 芯片的流片和量产。和 ASIC 相关的供应链公司无论是 PCB 或者光模块厂商，也将具备较好的增长前景。

因此，我们可以看到无论是需求端，还是供应端，算力板块都呈现持续高景气的状态。而在整个科技板块内部，算力板块的 PE 估值最低，且相对海外算力标的明显低估。所以我们判断人工智能尤其

是算力板块，在 AI 大模型、AI Agent 持续在 B 端、C 端渗透的背景下，将持续具备投资价值。

(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/>