

November 26, 2024 01:20 AM GMT

Investor Presentation | Asia Pacific

全球及中国经济和市场展望

MORGAN STANLEY ASIA LIMITED

邢自强

中国首席经济学家

Robin.Xing@morganstanley.com

+852 2848-6511



Morgan Stanley appreciates your support in the 2025 Extel (ex-Institutional Investor) Asia Research Team Survey. Request your ballot [here](#).

中文版研究报告

查看同系列内容



This translated report is made available for convenience only and is excerpted from the original research report published in English. In the event of any discrepancy between the translation and the original research report, the content in the original research report will prevail. The original research report can be found here: [A Protracted Deflation Battle \(November 25, 2024\)](#).

本翻译报告仅供参考之便，摘自以英文发表的原版研究报告。如果翻译与原版研究报告有任何不一致之处，以原版研究报告中的内容为准。原版研究报告可在此处查看：[A Protracted Deflation Battle \(November 25, 2024\)](#)。

For important disclosures, refer to the Disclosure Section, located at the end of this report.

一：中国经济展望

知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。
覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。
挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级资本市场。
涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。
提供研报专业定制服务。

(免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用)

CR 全球资讯精读



入宝藏群请加
quanqizixun8

全球资讯精读

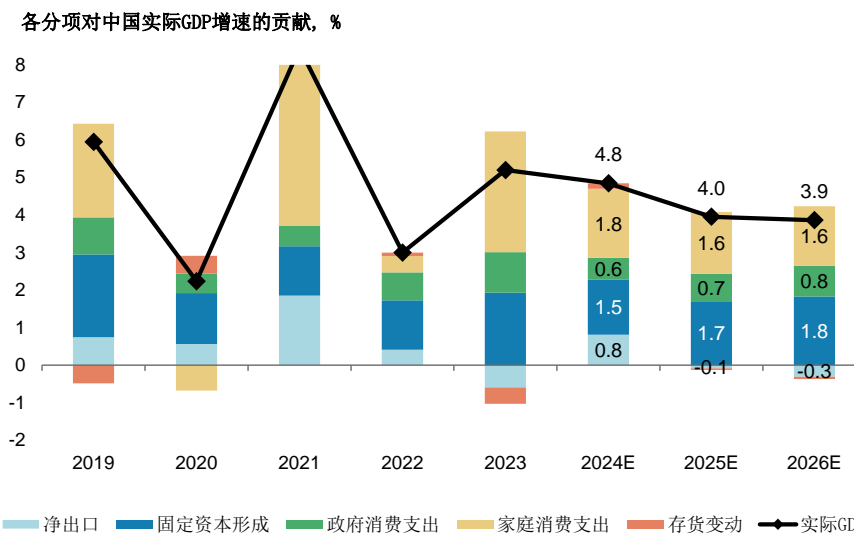
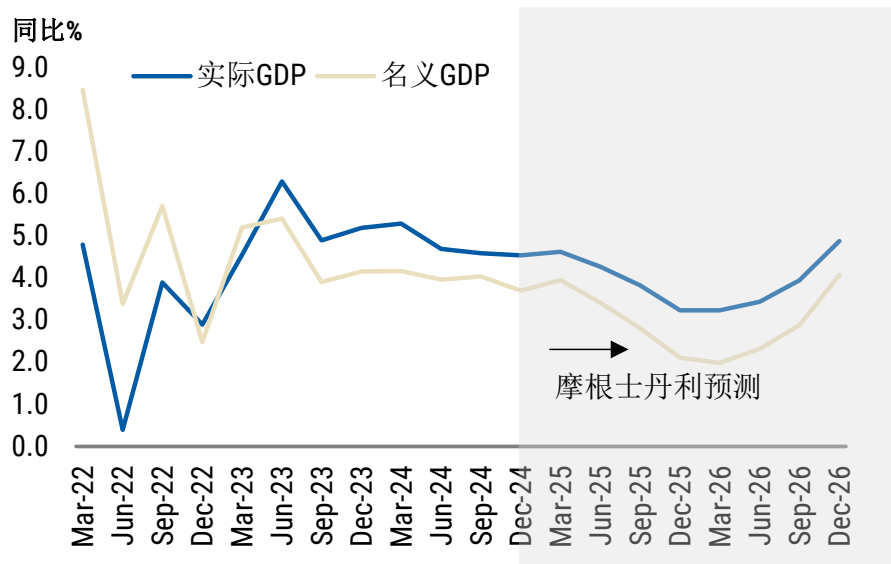


知识星球

中国经济展望 目前的政策转向难以阻挡经济下行

预计未来两年经济增速将有所放缓...

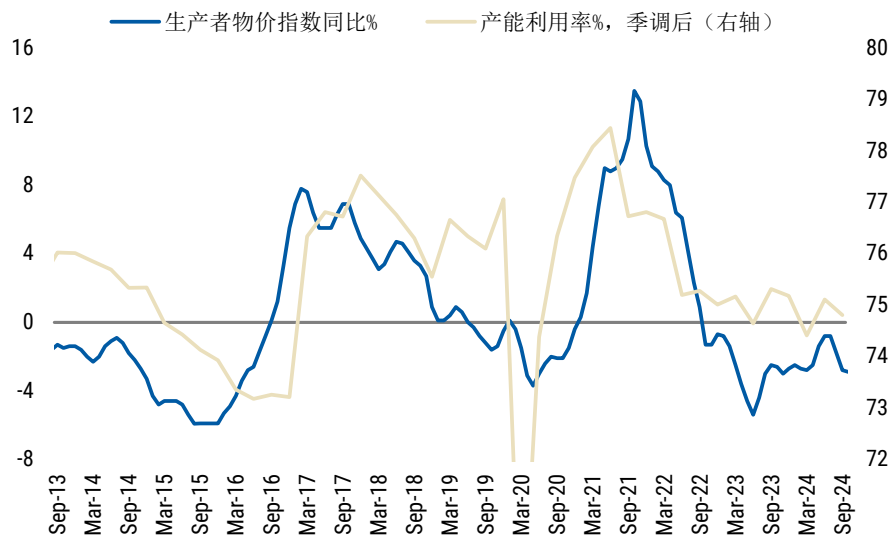
...主要原因在于美国关税的冲击和根深蒂固的通缩压力



资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部预测

中国经济展望 通缩压力将持续存在

美国关税可能加剧中国的产能过剩问题...



...导致通缩压力挥之不去



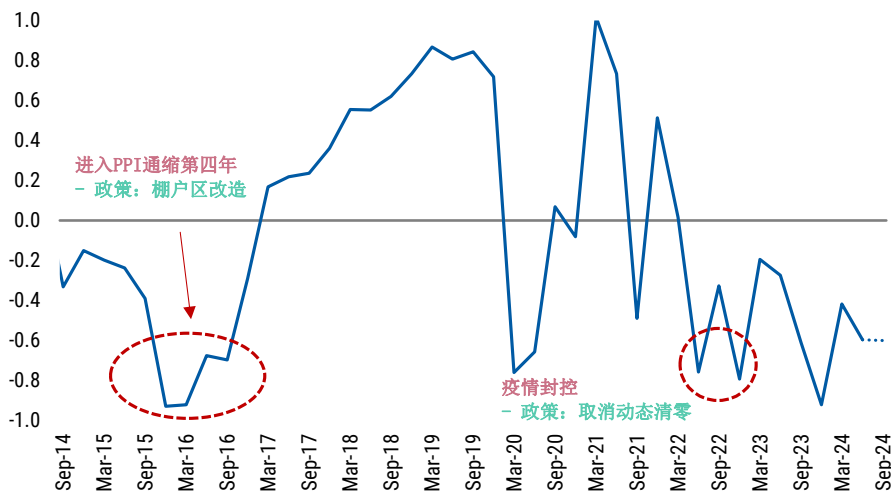
资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部预测

中国经济展望 民生反馈或许会触发以需求侧为主的第三轮政策刺激

我们编制了社会感知指数来追踪民生反馈

社会感知指数是如何编制的?

中国社会感知指数 (Z-Score)



社会感知指数

该指数旨在追踪社会所感受到的经济压力，并识别潜在的政策拐点。它是一个每季度发布的综合的Z-score (标准分数)。包括以下成分:

- 国家统计局发布的家庭人均可支配收入增速
- 央行公布的就业信心扩散指数
- 民生事件数量
- 恩格尔系数

资料来源: CEIC, China Labor Bulletin, 摩根士丹利研究部



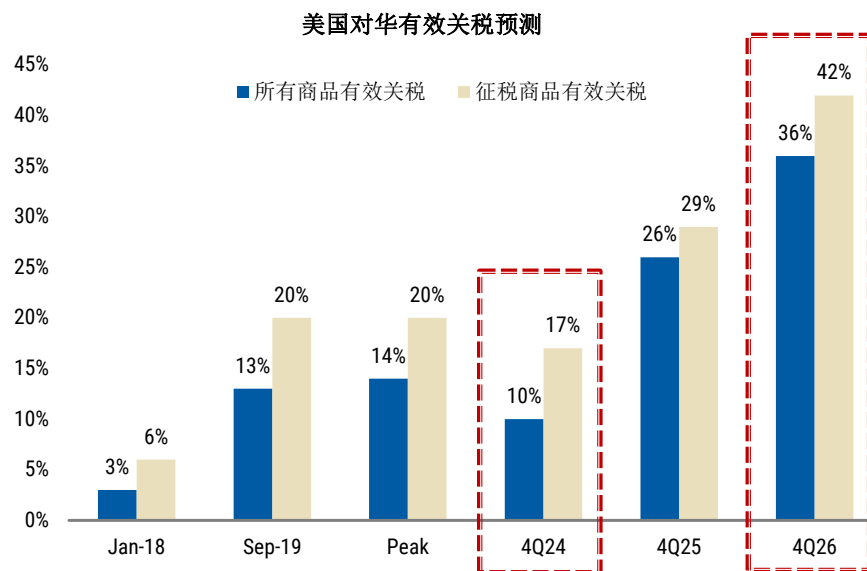
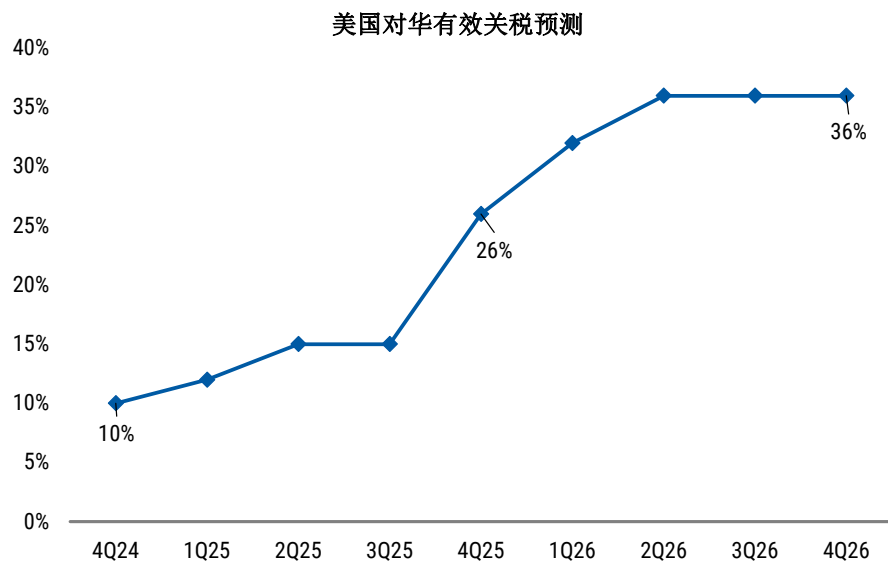
一手调研纪要&研报

助理微信
限时领8折优惠

中国经济展望 美国未来两年或将分阶段对华加征关税

预计美国将逐步提高自华进口商品关税

对华有效关税2025年底将达到26%，2026年底达到36%



资料来源: US Census Bureau, 摩根士丹利研究部预测; 右图脚注: 针对所有商品, 有效关税峰值出现在2020年1月。针对征税物品, 有效关税峰值出现在2019年9月。

中国经济展望 美国关税会对中国带来怎样的冲击

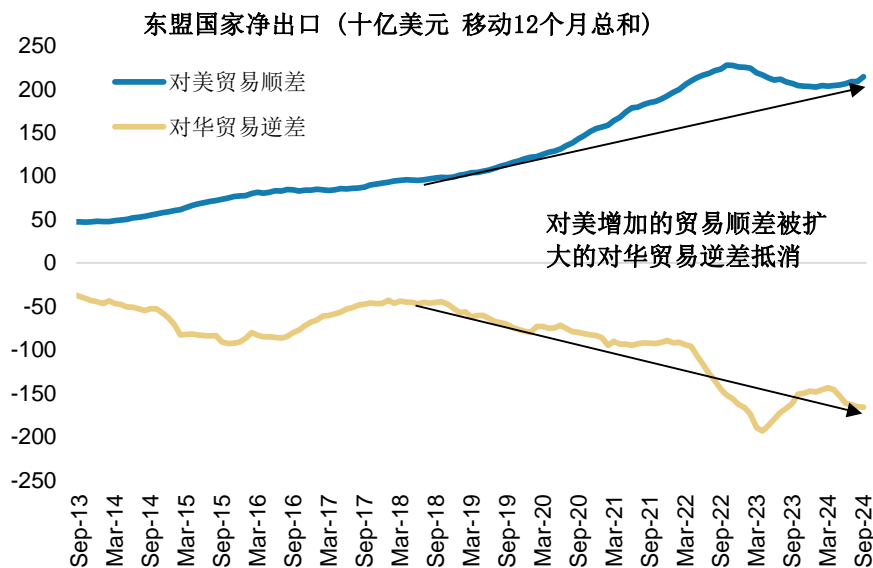
美国关税对中国经济的影响			
	实际GDP增速	名义GDP增速	政策举措
情形1: 对中国征收50%/60%的关税	关税冲击可能弱于2018-19年 (2018年一季度到2019年三季度期间关税冲击大约1个百分点)。国内外企业在过去几年里进行了产业链重塑，能够更好地应对贸易冲突。	美国关税冲击进一步加剧国内产能过剩，同时决策层更加关注产业链自主， 通缩压力加剧。	-决策层可能会 加大财政和货币刺激 来减轻关税影响 - 但政策组合可能仍以供给侧为重点 ，以加强产业链自主
情形2: 对中国征收50%/60%的关税， 对全球其他国家征收10%的关税	冲击将类似于或高于2018-19年。 主要由于全球需求疲软，中国企业绕道出口难度增加，以及全球产业链陷入割裂导致企业信心不振。	通过出口来消化过剩产能进一步受阻， 通缩压力高于情形1。	

资料来源: 摩根士丹利研究部

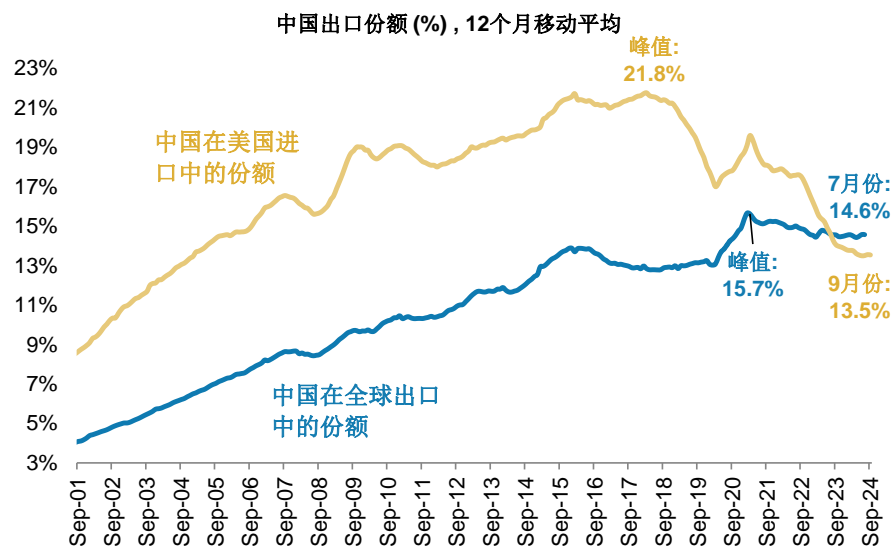
中国经济展望

由于过去几年的供应链重塑，中国此次能够更好地应对中美贸易摩擦...

东盟增加了对美贸易顺差，同时对华贸易逆差也在扩大



尽管美国减少了对华进口，但中国在全球的出口份额依然稳健



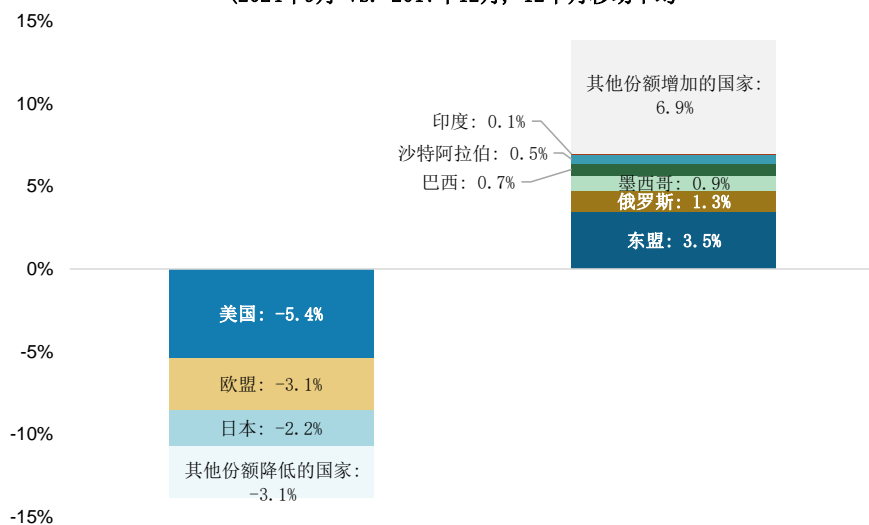
资料来源: Haver, IMF, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 ...得益于新的出口竞争力和出口市场

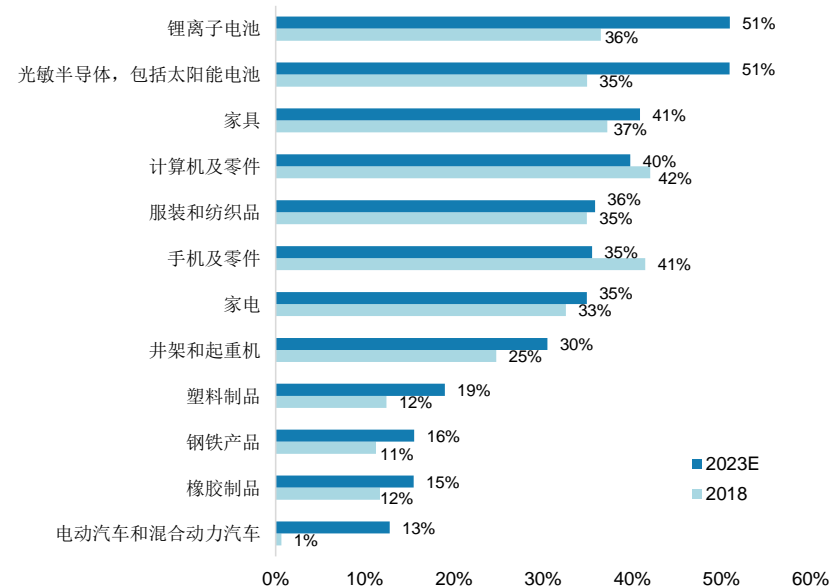
中国通过开辟新的出口目的地实现了供应链分散

同时在一些新的产品领域培养出了竞争力

各国在中国（包括香港）出口中份额的变化
(2024年9月 vs. 2017年12月, 12个月移动平均)



中国不同产品类别出口份额



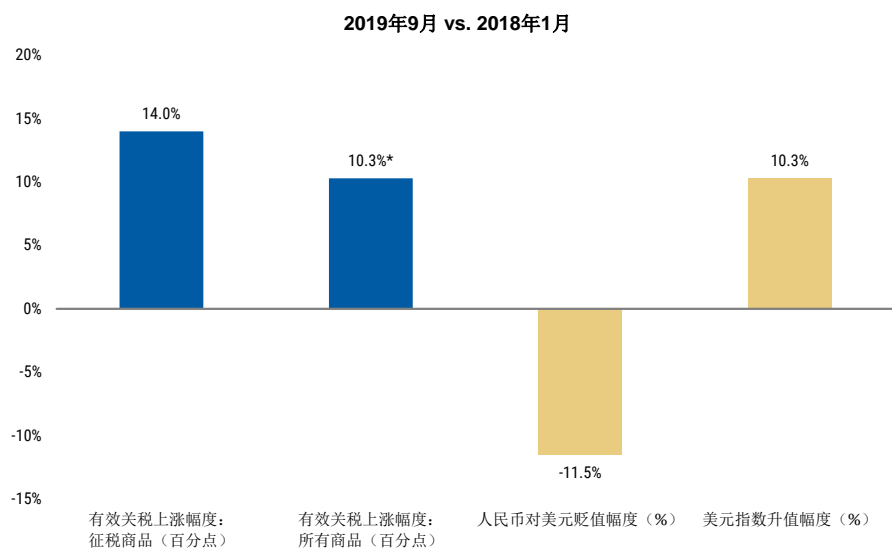
资料来源: 海关总署, CEIC, 摩根士丹利研究部

中国经济展望

央行可能倾向于更温和的人民币贬值来抵消部分关税影响

2018-19年, 人民币贬值抵御了部分关税冲击

央行此次可能倾向于通过更加温和的人民币贬值来减弱关税冲击



我们为何认为央行此次将倾向于更加温和的人民币贬值?

- 1 过去几年的供应链调整已减少了中国对美国的贸易敞口。
- 2 中国在经济基本面以及中美利差上的起点较低, 人民币大幅贬值可能导致资本自发性地外流。

因此, 我们预计美元兑人民币汇率将在**2025年年底达到7.60**, 到**2026年年底将达到7.75**, 人民币较当前水平累计贬值 **~7%**。

资料来源: CEIC, IMF, 摩根士丹利研究部预测。*所有商品: 有效关税峰值出现在2020年1月。

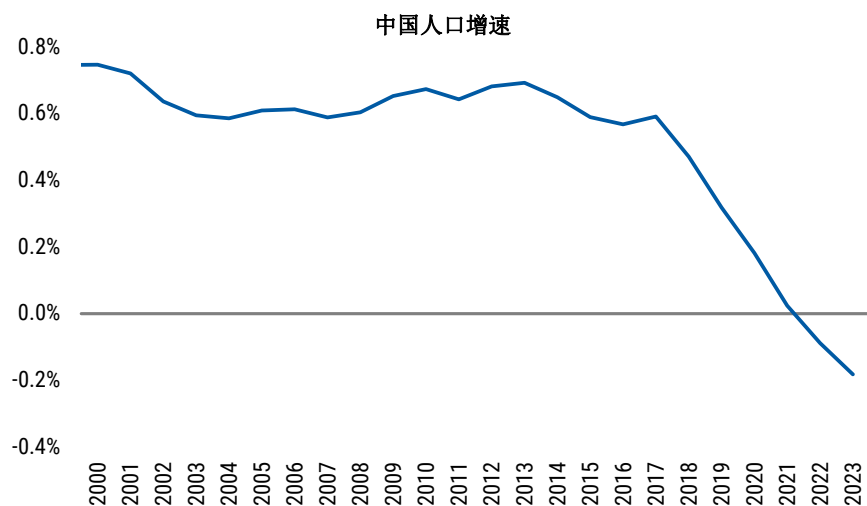
中国经济展望 不同出口产品可能受到的关税影响

产品类别（基于HS分类）	目前美国对中国进口的关税税率	关税涨幅空间（假设最终关税税率为60%）	美国在中国出口中的份额	中国在美国进口中的份额
矿产品	5.8%	54.2%	1.8%	0.2%
杂项制品（主要是玩具、运动器材和家具）	7.3%	52.7%	27.4%	47.7%
机械和电气设备	9.1%	50.9%	15.2%	23.0%
化工	10.4%	49.6%	8.3%	6.3%
木浆	12.4%	47.6%	15.6%	17.6%
光学、计量、医疗及外科用仪器	12.8%	47.2%	16.9%	10.1%
鞋、帽、伞等	12.9%	47.1%	21.8%	41.6%
塑料和橡胶	13.8%	46.2%	15.9%	21.3%
动物产品	14.3%	45.7%	9.2%	3.5%
植物产品	18.3%	41.7%	6.1%	2.1%
基础金属	18.6%	41.4%	10.5%	14.6%
纺织	19.0%	41.0%	15.7%	25.0%
木制品	19.2%	40.8%	19.2%	9.4%
石料、水泥制品等	20.0%	40.0%	13.0%	22.0%
食品、饮料和烟草	24.0%	36.0%	11.9%	2.6%
运输设备	25.6%	34.4%	8.5%	4.3%
生皮、皮革、旅行用品、手提包等	36.4%	23.6%	16.4%	22.8%

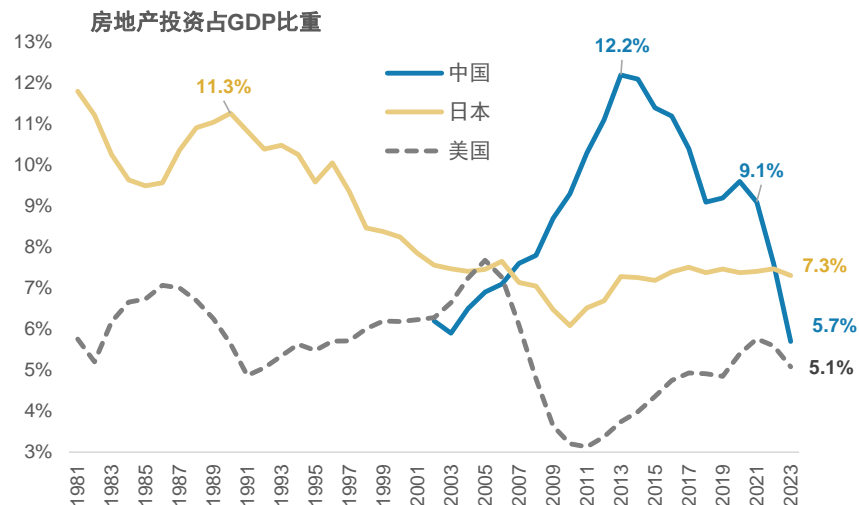
资料来源: CEIC, DataWeb, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 房地产业需要调整来适应人口结构的变化

2018年之后人口增速显著下滑



经过几年的调整，目前中国房地产投资占GDP的比重更加合理

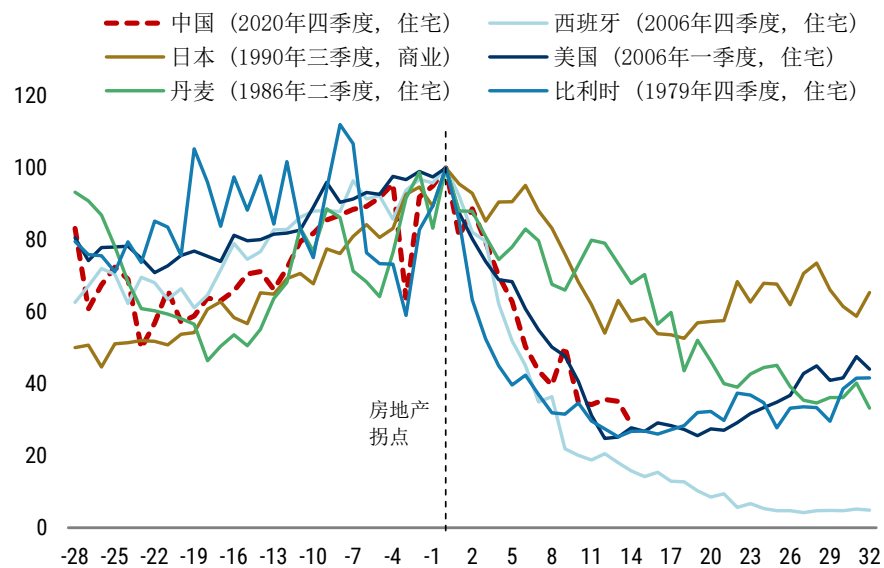


资料来源: Haver, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 房地产市场仍在调整当中

房地产“量”的调整已基本完成...

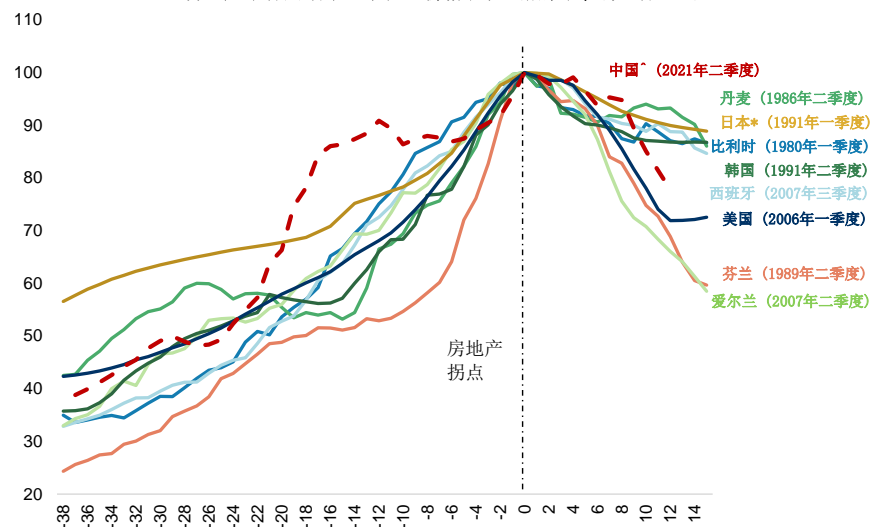
房地产新开工 (峰值 = 100)



房地产拐点前后相隔季度

...而“价”的调整仍在继续

房地产下行周期中二手住宅价格表现 (指数化, 第0期=100)



房地产拐点前后相隔季度。括号内数字代表房价峰值时期

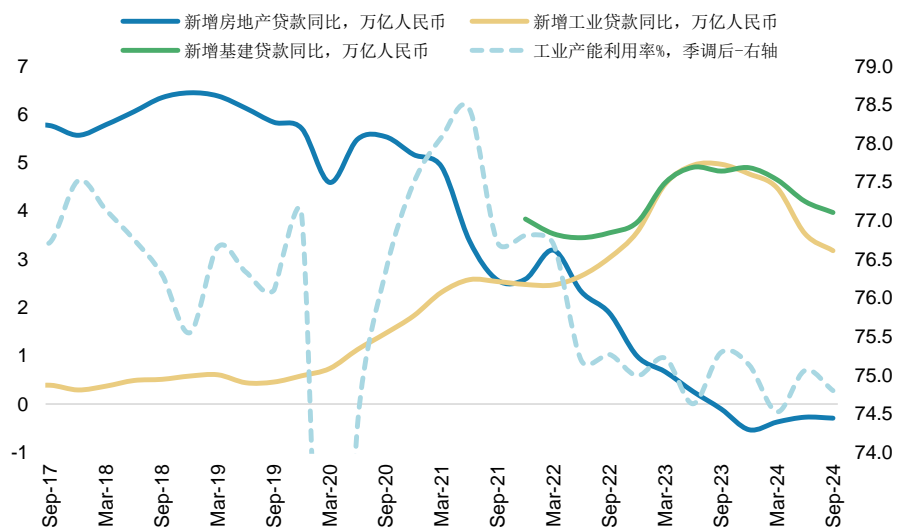
*日本：城镇地区土地价格

中国：六个主要城市二手房价格

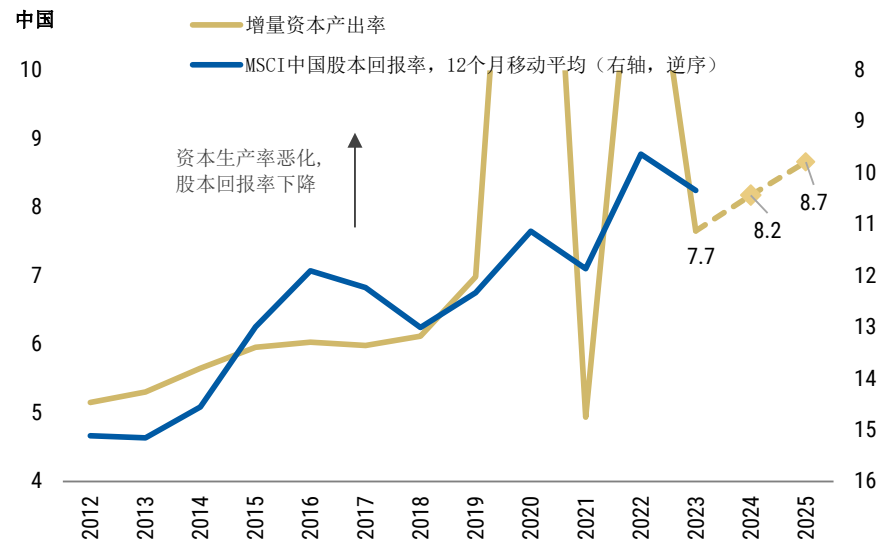
资料来源: Haver, BIS, 中原地产, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 政策框架仍然以供给侧为主

工业贷款增速依然高企



投资回报率在不断下滑

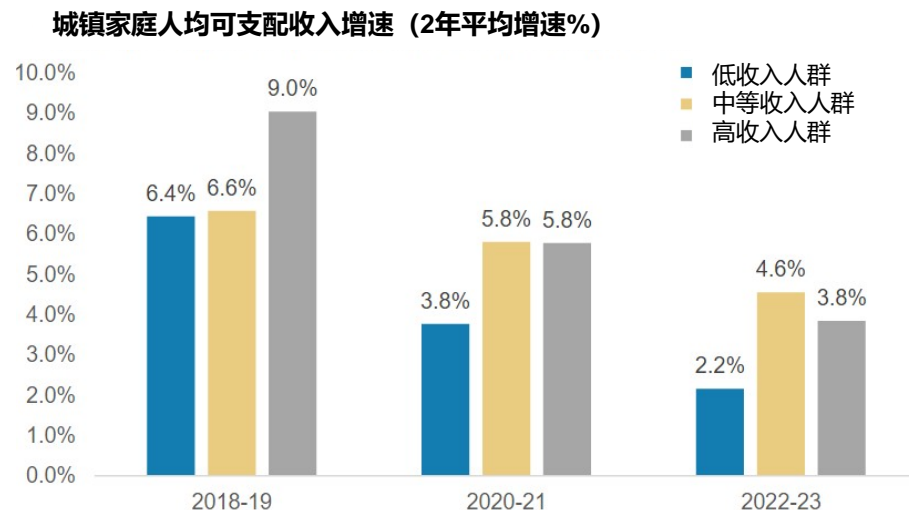


资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部预测

中国经济展望 国内工资增速放缓, 低收入人群受到了较大的冲击...

通缩环境导致企业利润收窄, 使得工资增速承压...

...尤其是低收入人群

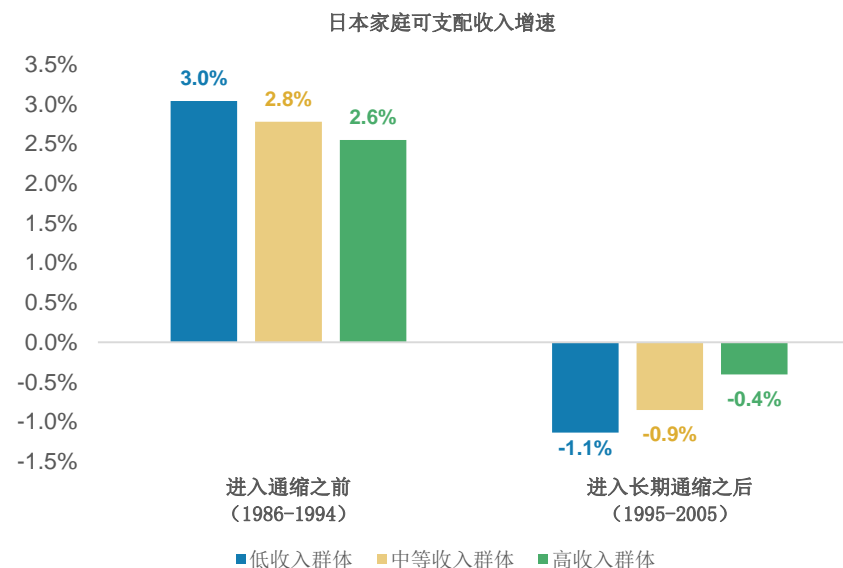
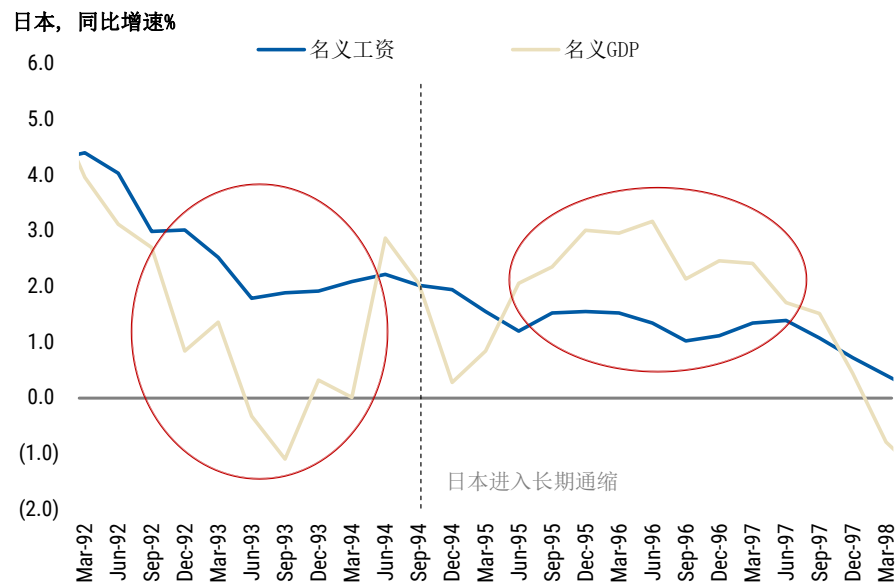


资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 ...这与日本当年的经验也相吻合

财政发力不足导致通缩持续，最终企业被迫压降工资增速...

...低收入人群首当其冲

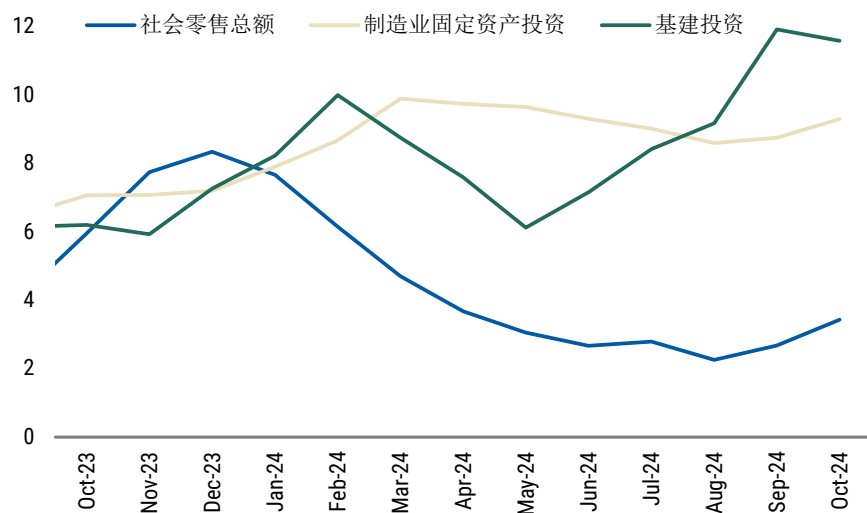


资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 收入放缓也拖累了家庭消费支出

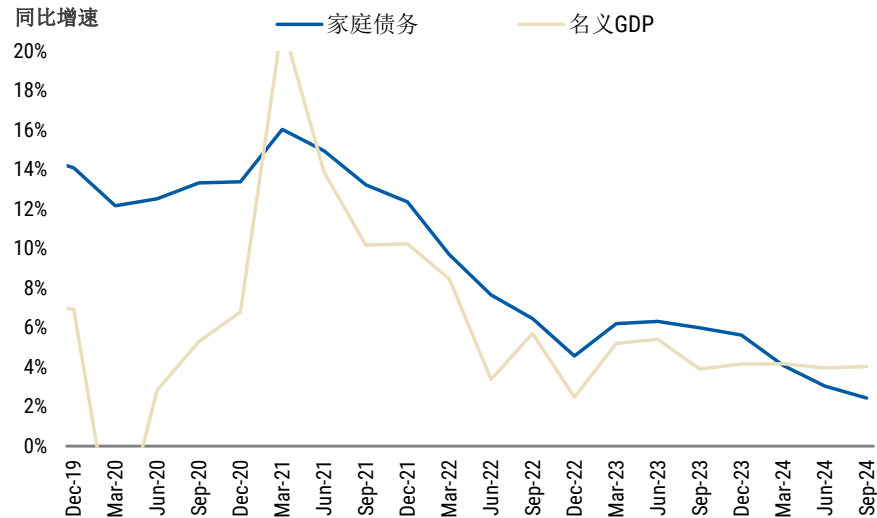
消费增速已经放缓

同比增速%，3个月移动平均



同时家庭部门也出现了一些去杠杆的迹象

同比增速

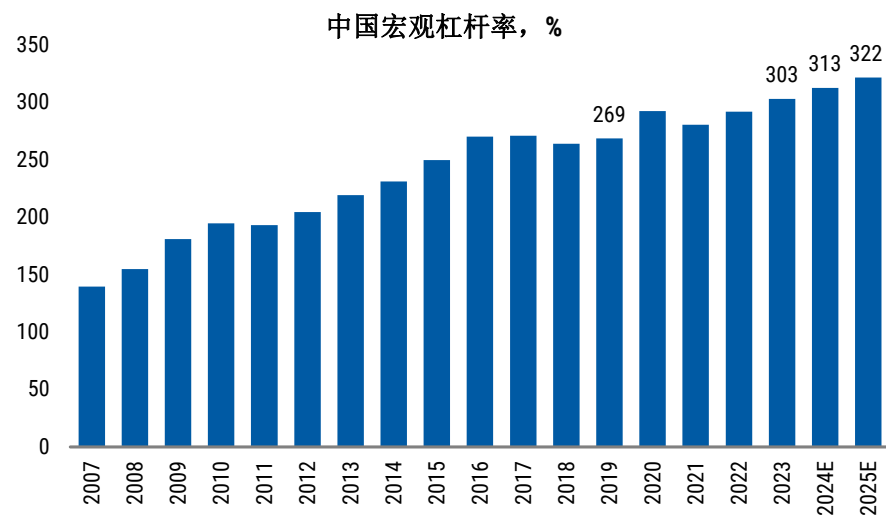
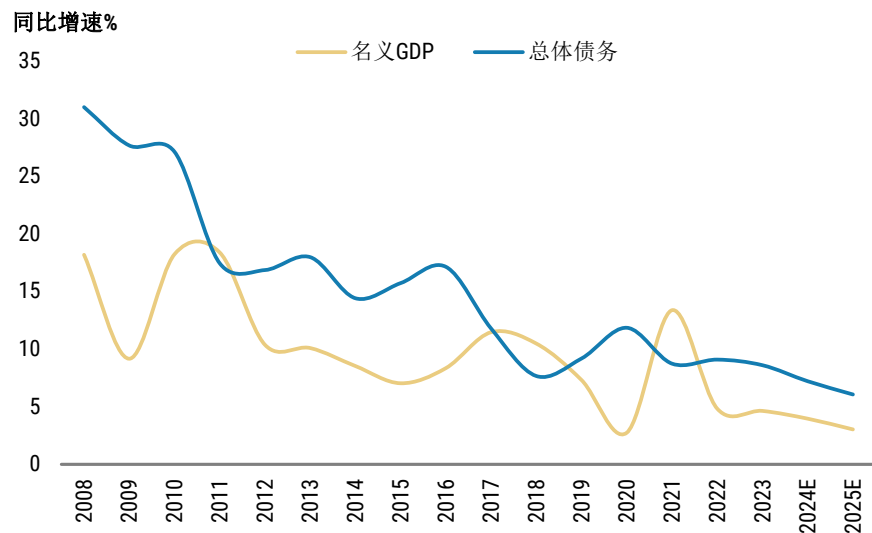


资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 通缩环境下，宏观杠杆率不降反升

尽管债务增速有所放缓，但通缩环境导致名义GDP增速持续低于债务增速...

...意味着宏观杠杆率未来会进一步抬升

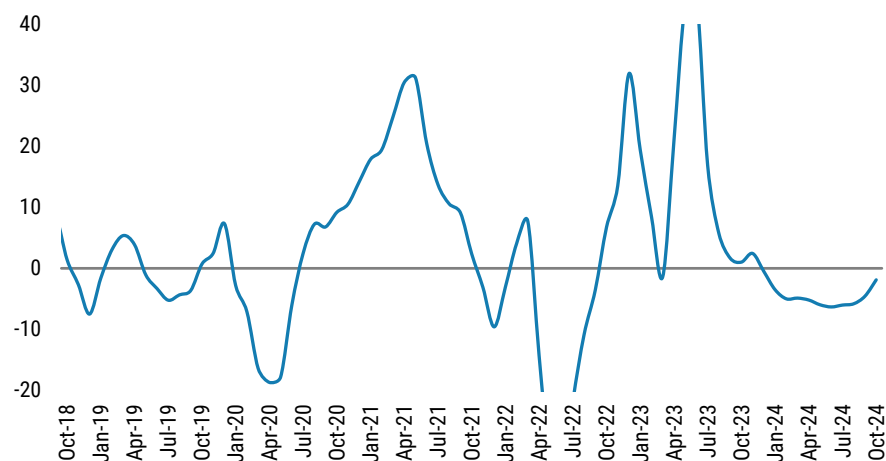


资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部预测

中国经济展望 同时财政压力也将恶化

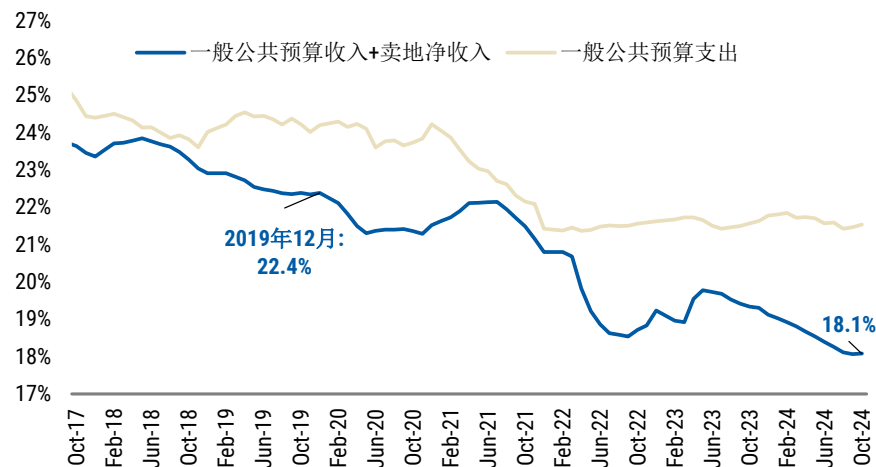
政府税收收入疲软

税收收入同比增速%，3个月移动平均



自2019年年底以来，税收收入和卖地净收入合计占GDP的比重已经下降了4个百分点

占GDP比重 (12个月移动平均)

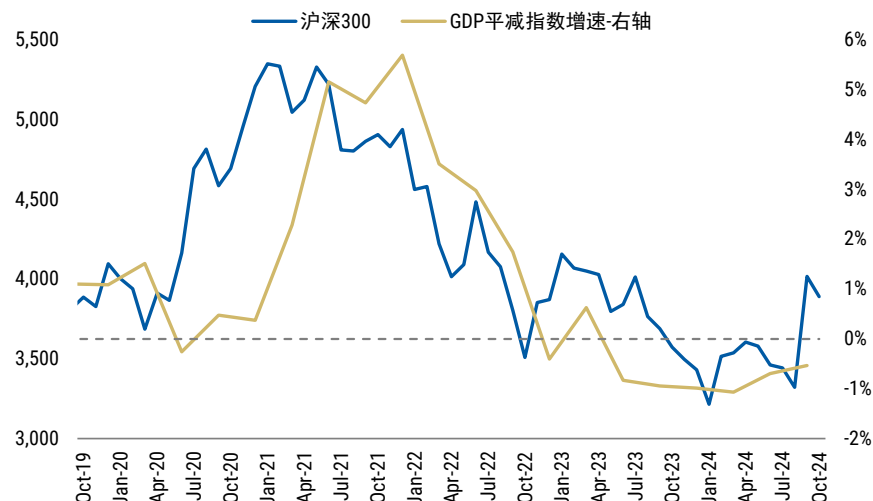
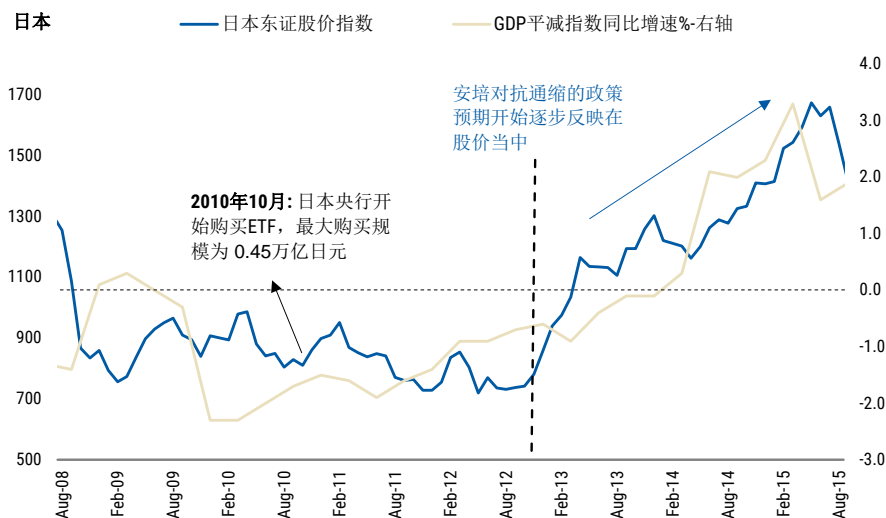


资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 实现有力的再通胀对于长期提振股市至关重要

日本2010年代初的资产购买计划仅对股市产生了短期的提振效果，安倍上台之后股市才出现了更加持续的上扬

打破通缩是提振股市的关键



资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 如何看待第一轮政策，以及第二轮政策何时出？

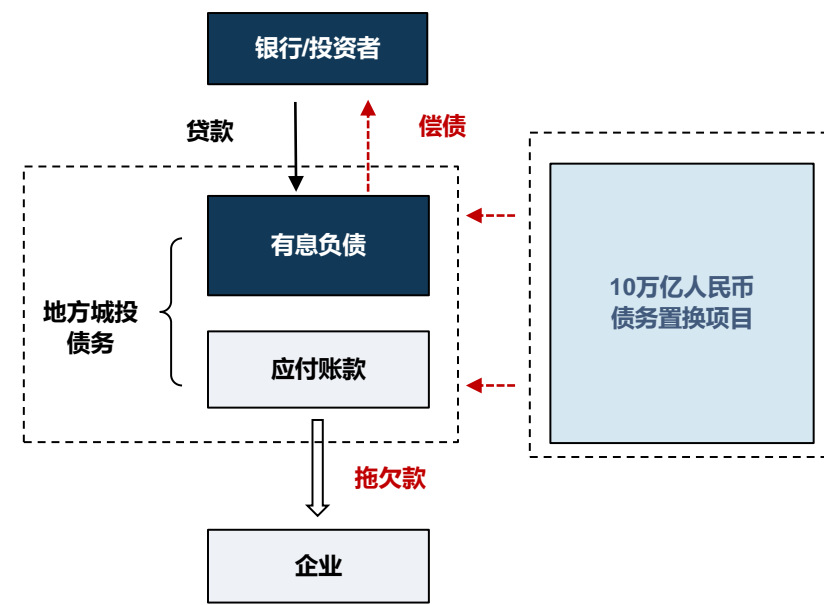
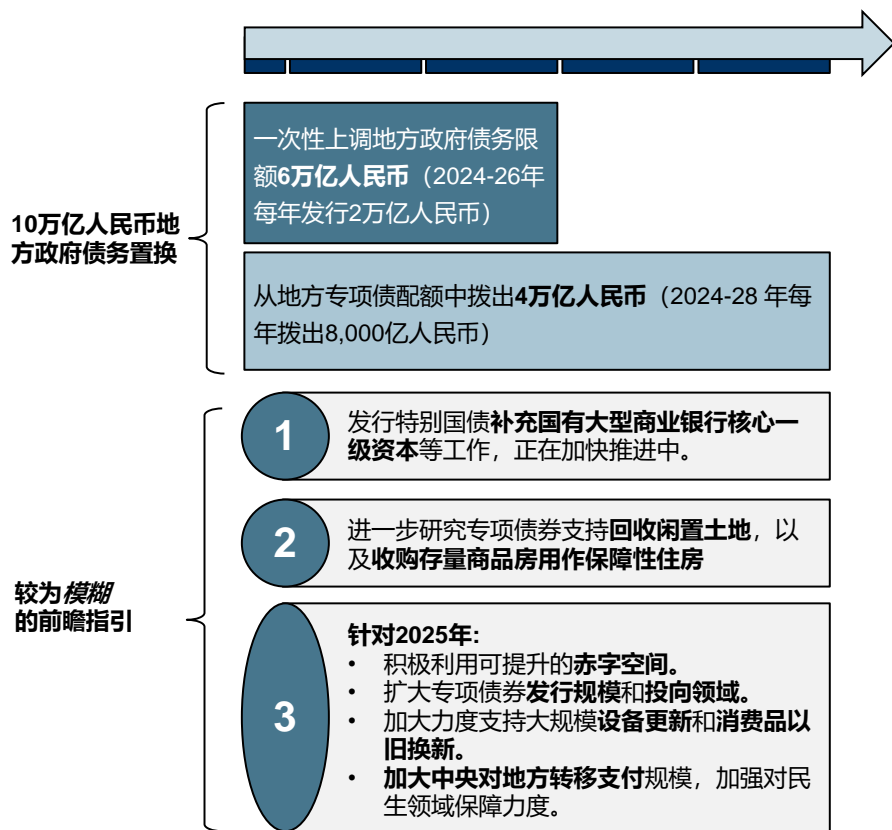
1	Q: 10万亿人民币的债务置换能否提振经济？
	A: 是的。这将为地方政府释放更多的流动性用于 维持基本公共开支 。
2	Q: 第二轮政策刺激何时公布？
	A: 我们预计决策层将在 未来2-3个月内 公布。
3	Q: 第二轮政策的力度和组合如何？
	A: 新一轮政策仍将以 供给侧为重心 ，规模达 2万亿人民币
4	Q: 美国关税威胁是否会导致决策层在政策上主动应对？
	A: 不会。北京或将采取 渐进反应式 的应对模式，至少在初期会是这样。
5	Q: 央行是否会允许人民币大幅贬值来减轻关税冲击？
	A: 不会。跟2018-19年相比，此轮贸易摩擦央行或倾向于人民币 更加温和的贬值 。

资料来源: 摩根士丹利研究部

中国经济展望 第一轮政策：地方债务置换

11月全国人大常委会要点

债务置换机制



资料来源: 摩根士丹利研究部

中国经济展望 等待第二、第三轮政策的到来

财政刺激	宣布时间	资金来源	对实体经济的支持
第一轮	2024年9月至11月	五年内进行10万亿人民币的债务置换 <ul style="list-style-type: none"> 上调地方政府债务限额6万亿人民币（2024-26年每年发行2万亿人民币） 从地方政府专项债配额中拨出4万亿人民币（2024-28年每年拨出8,000亿人民币） 	<ul style="list-style-type: none"> 间接支持，通过增加地方政府流动性来偿还对企业欠款并维持基本公共开支
第二轮	2024年12月-2025年3月	2025年，广义财政赤字（占GDP比重）扩大1.4个百分点（约2万亿人民币） <ul style="list-style-type: none"> 官方赤字率：3.7%（2024年为3%） 超长期特别国债：2万亿人民币（2024年为1万亿人民币） 增加地方专项债额度约5,000亿人民币，加大央行抵押补充贷款使用，以抵消土地出让金持续下滑的影响 	<ul style="list-style-type: none"> 大部分财政刺激仍将用于基建和制造业投资 只有约三分之一将用于支持消费/社会福利和房地产去库存
第三轮	?	中央政府进一步加杠杆	<ul style="list-style-type: none"> 减免个人社保缴费2-3年 全方位的生育支持计划

资料来源: 政府网站, 摩根士丹利研究部预测

中国经济展望

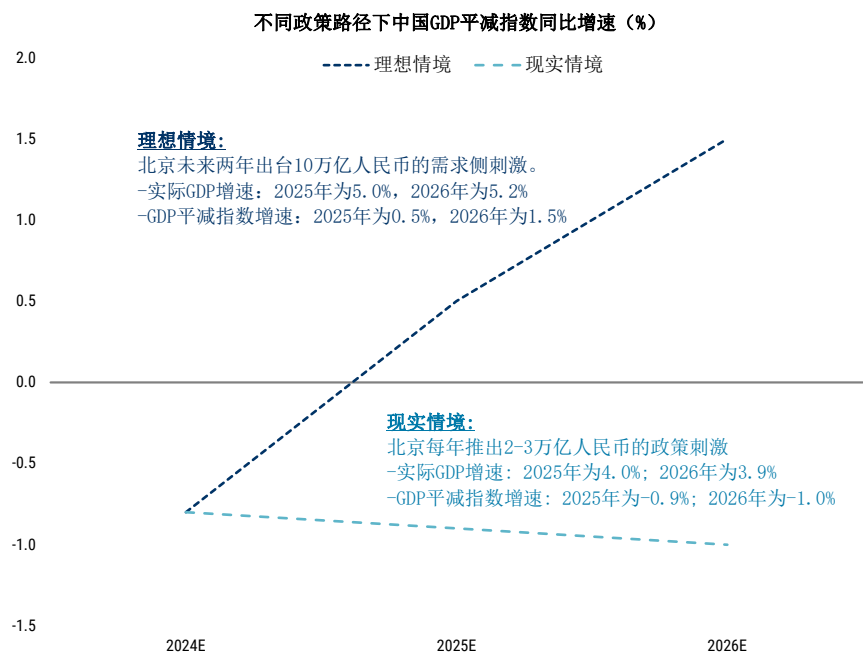
“5R”再通胀框架: 在“重组”和“重振信心”方面取得积极的进展

2025年底预期进度	政策措施	理想情况
 <p>再通胀 (20-25%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 财政赤字（占GDP比重）扩张0.5个百分点 政策利率下调30个基点；存款准备金率下调50个基点（预计年底前再下调25-50个基点） 	<ul style="list-style-type: none"> 未来两年推出以消费为主的10万亿人民币财政刺激 采取更有力的货币宽松措施降低高企的实际利率
 <p>再平衡 (20%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 3,000亿人民币债务融资用来支持大规模设备升级和消费品以旧换新 政策制定者已采取初步措施控制铜、铝、锂电池和太阳能光伏等行业新增产能 	<ul style="list-style-type: none"> 社会福利支出大幅增加，释放家庭储蓄用于消费 启动“供给侧改革2.0”，淘汰低效产能
 <p>重组 (60-80%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 为期五年、总额10万亿人民币的地方政府债务置换计划 城中村改造货币化安置100万套 将政府债券使用范围扩大到房地产收储 地方债务结存限额中分配4,000亿人民币用于补充地方财力 5,000亿人民币房地产收储项目。全国层面房贷首付比例降至最低水平。取消房贷利率下限 	<ul style="list-style-type: none"> 中央政府/准财政拨款3-4万亿元帮助消化住房库存 全国范围内的住房需求刺激举措 制定全面的地方政府融资平台化债方案，在中央政府、地方政府、央行和银行之间平均分担化债成本
 <p>改革 (25%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 可能推出一些温和的股市和财政改革 	<ul style="list-style-type: none"> 国企改革提高公共部门生产率 财政改革缓解地方政府资金压力
 <p>重振信心 (50-60%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 进一步规范企业执法、监管行为。 推出新的再贷款和互换便利工具来支持股市 出台新“国九条”来促进股市投资回报 	<ul style="list-style-type: none"> 在结束自2021年以来的监管重置方面释放更明确的信号 进一步激发资本市场活力 进一步扩大服务业开放

资料来源: 政府网站, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 再通胀之路: 理想与现实

不同政策路径下的通胀水平



资料来源: 摩根士丹利研究部预测

政策事件时间线

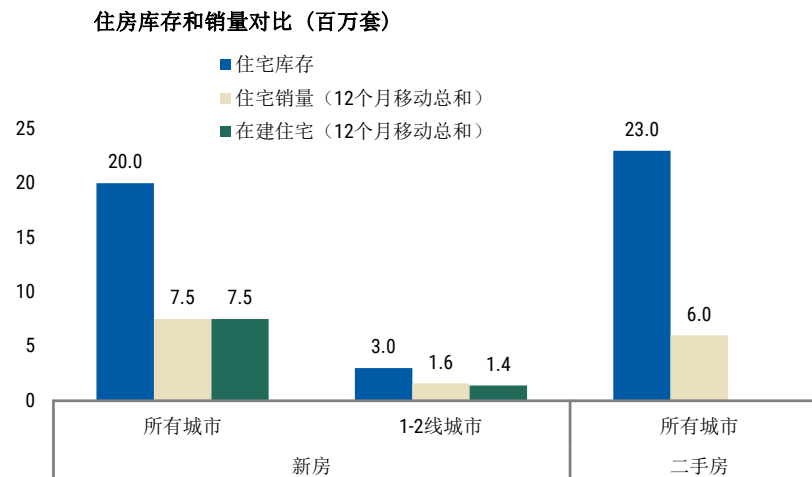
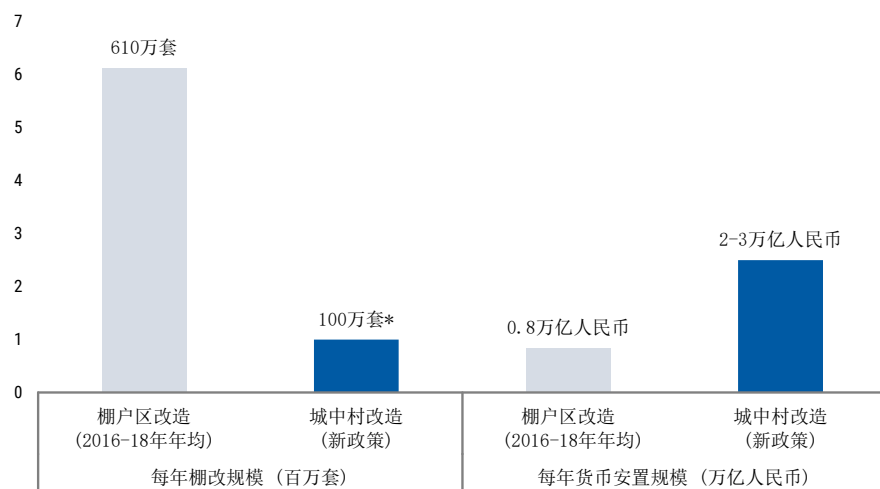
- **2024年9月24日: 央行新闻发布会**
存款准备金率、政策利率以及按揭贷款利率和首付比例下调。8,000亿元人民币的股市支持工具。
- **2024年9月26日: 政治局经济会议**
提出要“促进房地产市场止跌回稳”，并“实施有力度的降息”
- **2024年10月8日: 国家发改委新闻发布会**
提前部署2,000亿人民币基础设施建设资金
- **2024年10月12日: 财政部新闻发布会**
 - 从1.4万亿人民币地方结存限额中分配4,000亿人民币用于补充地方财力
 - 北京提出要较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务。具体数字没有公布。
- **2024年11月8日: 全国人大常委会**
通过了一项为期5年，涉及10万亿人民币的地方政府债务置换项目

- **2024年12月中旬: 中央经济工作会议**
会议将确定2025年GDP增长目标（具体数字可能在明年3月的全国人大上披露）和政策方向。北京方面越来越注重引导市场预期，这意味着**会议披露某些举措**（如消费品以旧换新、分配地方专项债用于土地回购和房地产收储）**的规模或时间表的可能性在上升。**
- **2025年3月5日: 全国人大**
宣布**增长目标和财政预算**，以及需求侧刺激的一些细节。
- **2025年4月底政治局会议**
最高领导层可能会讨论**对关税的政策反应**，届时美国对中国的关税计划将更加明朗。
- **2025年7月底政治局会议**
最高领导层可能会评估明年上半年经济增长并**调整政策立场**。
- **2025年四季度五中全会**
领导层将讨论“**十五五**”**规划草案**，该草案通常涉及结构性改革和确定国家重点基础设施项目。

中国经济展望 打破通缩新三大工程 #1: 助力房地产去库存

采用货币化安置来进行100万套城中村改造项目为房地产去库存迈出了积极的一步

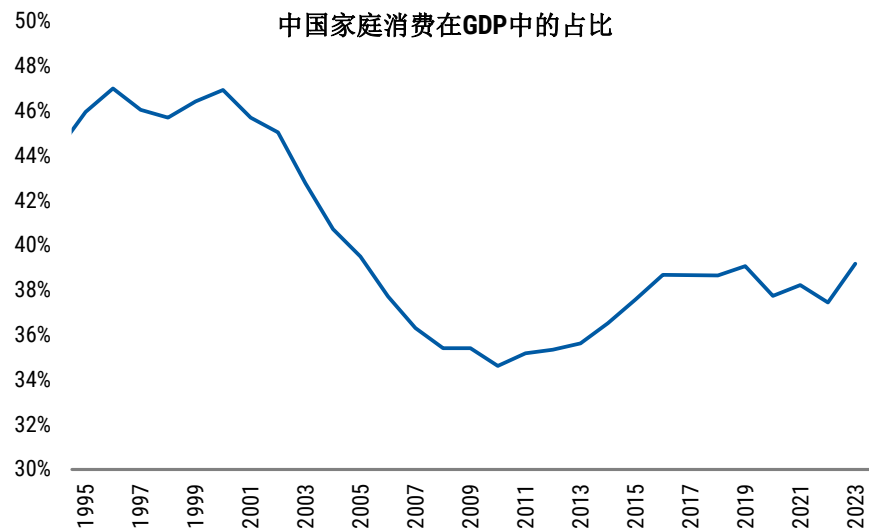
然而相比一二线城市，低线城市库存较高，之后仍将面临较大的压力



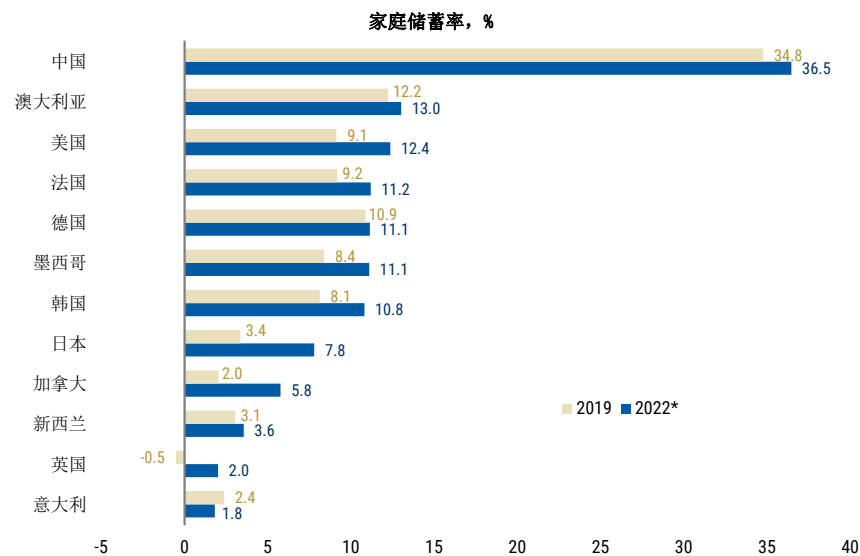
资料来源: 政府网站, CEIC, 中指研究院, 克而瑞, 摩根士丹利研究部。*这里我们假设100万套城中村改造将在1年内完成, 全部为货币化安置。

中国经济展望 打破通缩新三大工程 #2: 社会福利改革

中国家庭消费占GDP的比重仍然较低



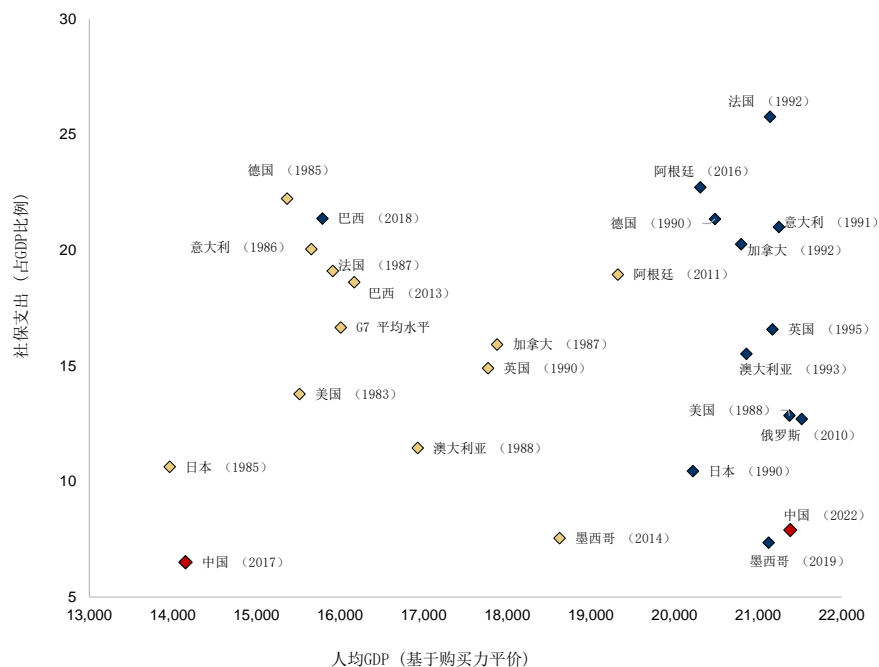
增加社保支出将有利于释放居民防御性储蓄用于消费



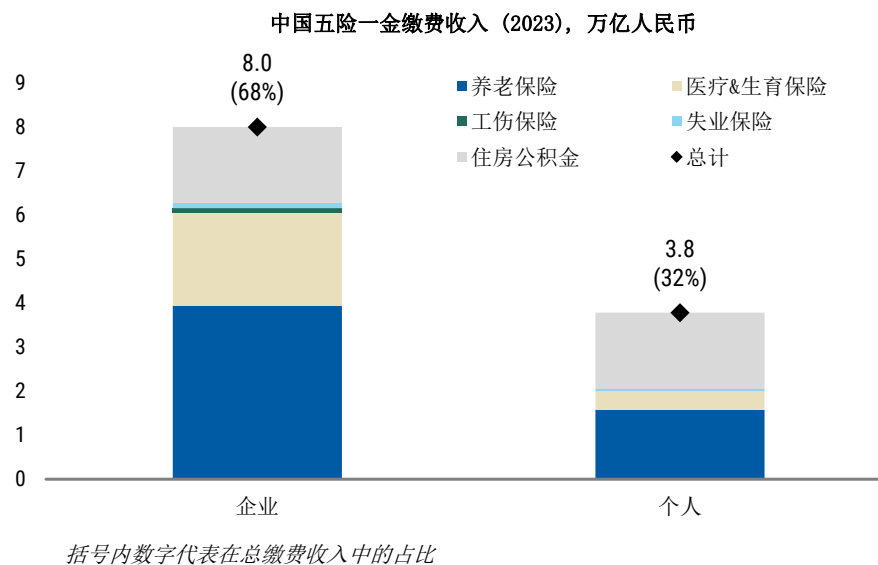
资料来源: CEIC, OECD, 摩根士丹利研究部. *如2022年数据缺失, 则用2021年数据代替

中国经济展望 中国的社保支出水平较低

中国需要提高自身较低的社会福利支出



减免个人社保缴费将有助于支持家庭消费



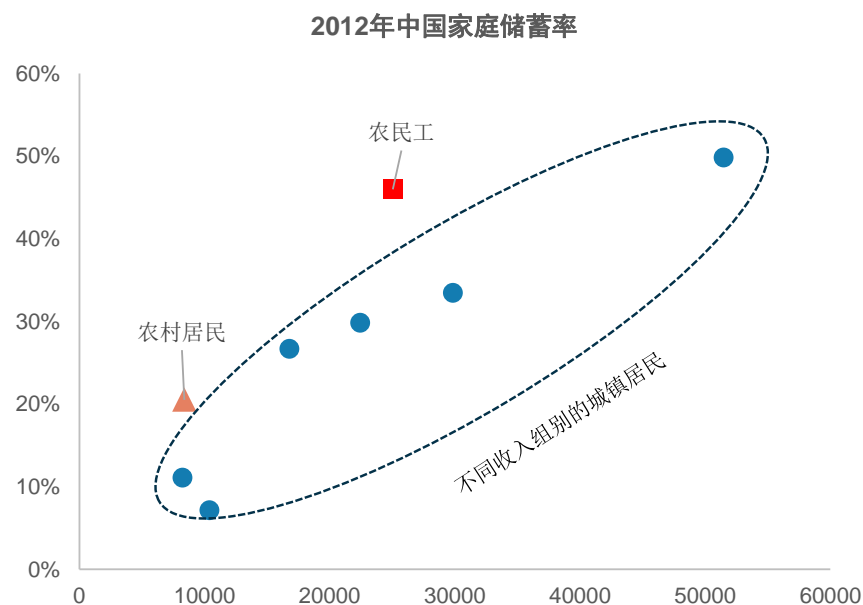
资料来源: OECD, CEIC, 财政部, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 社保体系也不完善

中国的社会福利系统存在覆盖不平衡以及系统碎片化的问题

养老保险 (2023)		
	城镇职工基本养老保险	城乡居民基本养老保险
覆盖人群 (百万人)	521	545
平均社保支出 (人民币)	44,912	2,671
养老金替代率	44% (2020年)	12.5% (2018年)
养老保险结余(万亿人民币)	6.4	1.5
医疗保险 (2023)		
	城镇职工基本医疗保险	城乡居民基本医疗保险
参保人数 (百万人)	371	963
平均医保支出 (人民币)	4,785	1,086
医保结余 (万亿人民币)	3.9	0.8

对农村居民及农民工的社会保障不足

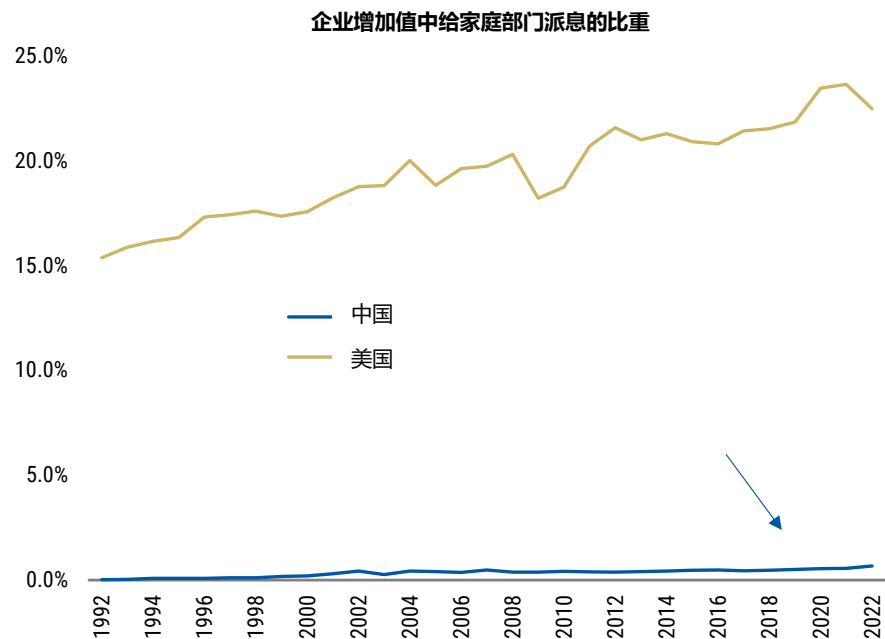
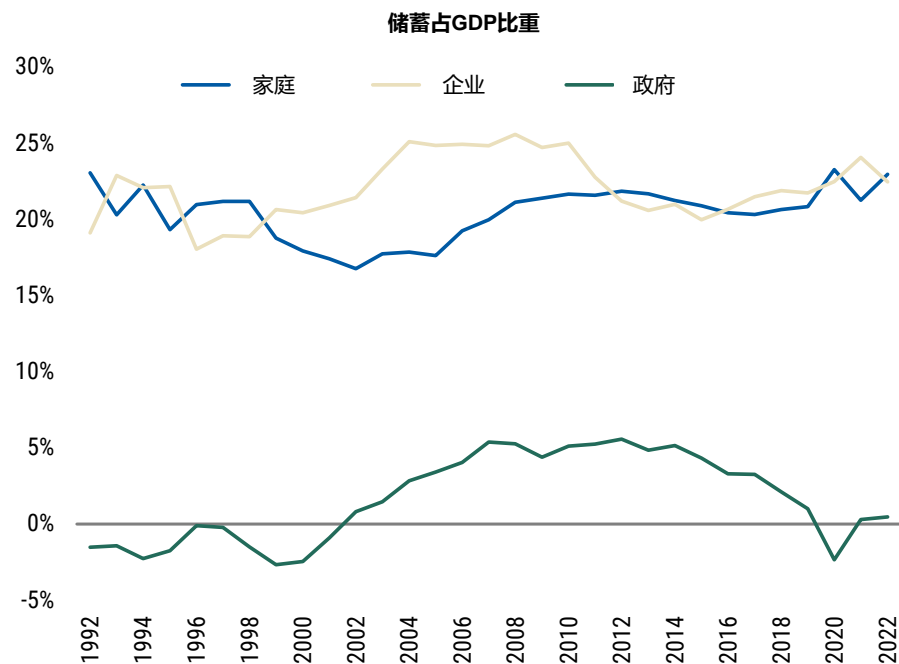


资料来源: Haver, CEIC, 国家医疗保障局, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 实现经济再平衡是一项复杂的任务

储蓄高企的现象不仅仅出现在家庭部门，企业部门也是

企业储蓄高企的背后是较低的派息率

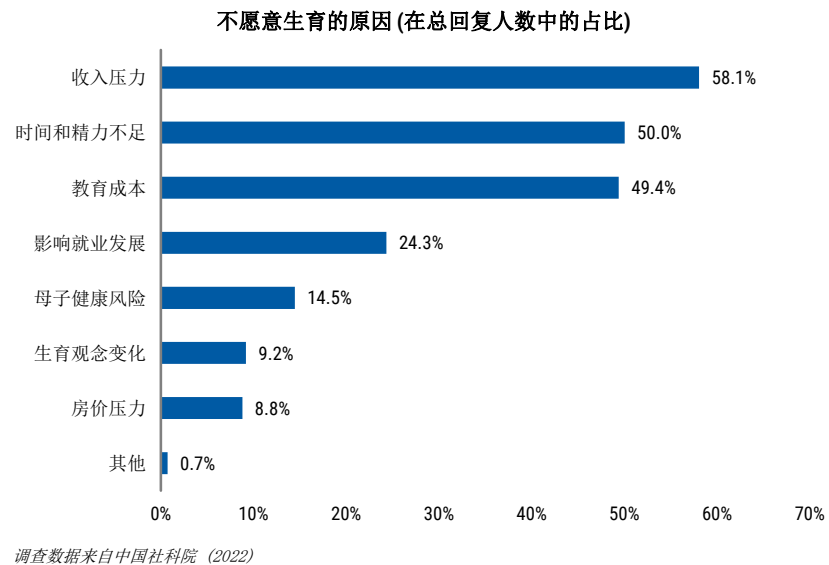
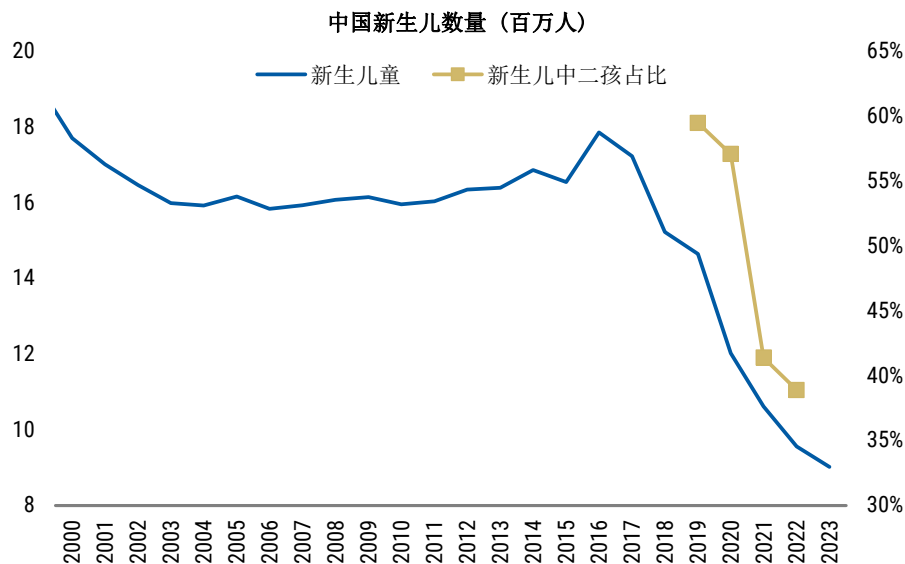


资料来源: CEIC, Haver, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 打破通缩新三大工程 #3: 生育补贴

新生儿数量显著下滑，其中二孩生育意愿也在降低

收入压力是低生育率背后的主要原因之一



资料来源: CEIC, 国家卫健委, 社科院, 摩根士丹利研究部

中国经济展望 不同情境下的经济增速

	实际GDP增速%	GDP平减指数增速%	名义GDP增速%
2022	3.0	2.0	4.8
2023	5.2	-0.5	4.6
2022-2023 Avg	4.1	0.7	4.7
2024E	4.8	-0.8	4.0
基准情境: 通缩持久战			
2025E	4.0	-0.9	3.0
2026E	3.9	-1.0	2.9
上行情境: 政府实施有力的消费刺激推动经济再通胀			
2025E	5.0	0.5	5.5
2026E	5.2	1.5	6.7
下行情境: 美国对中国征收50%/60%的关税, 并对其他国家征收10%的统一关税			
2025E	3.6	-1.1	2.5
2026E	3.4	-1.5	1.8

资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部预测



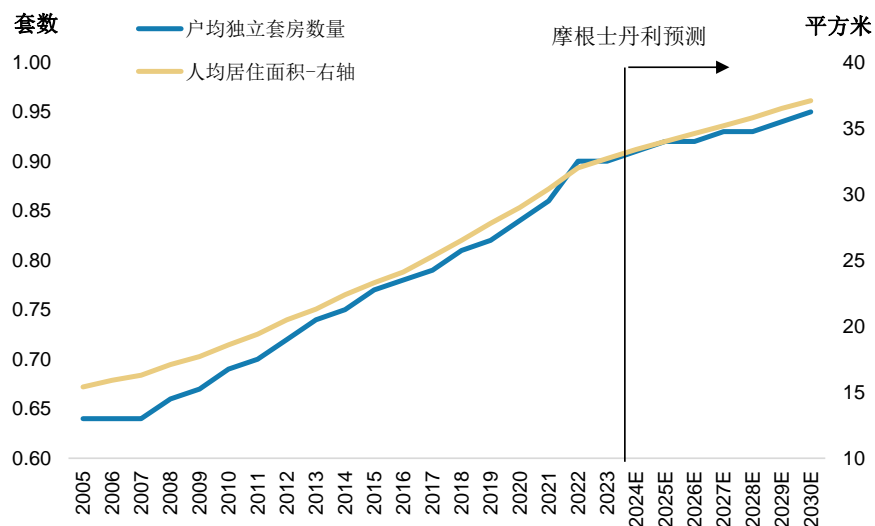
一手调研纪要&研报

助理微信
限时领8折优惠

二：结构性机会和挑战

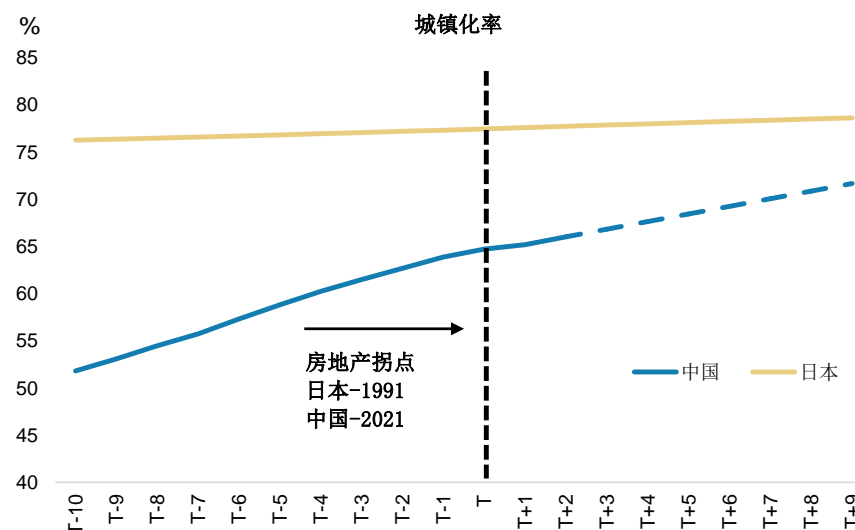
结构性机会和挑战-房地产 长期来看，国内楼市仍有基础需求支撑

未来房市支撑因素在于居民的改善性住房需求...



中国户均套数及人均居住面积均明显低于发达国家：
 美国户均套数为1.10，人均居住面积为65平方米；
 日本户均套数为1.16，人均居住面积为40平方米；
 德国户均套数为1.02，人均居住面积为48平方米

...以及持续进行的城镇化进程

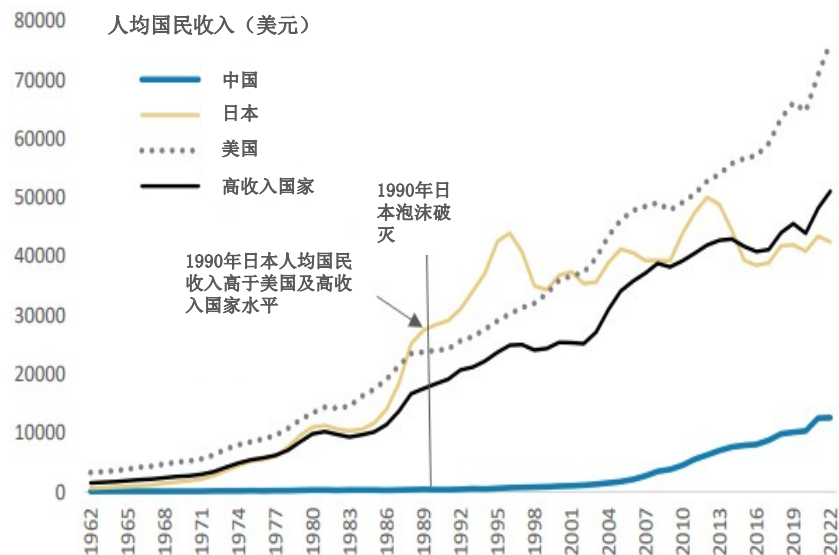
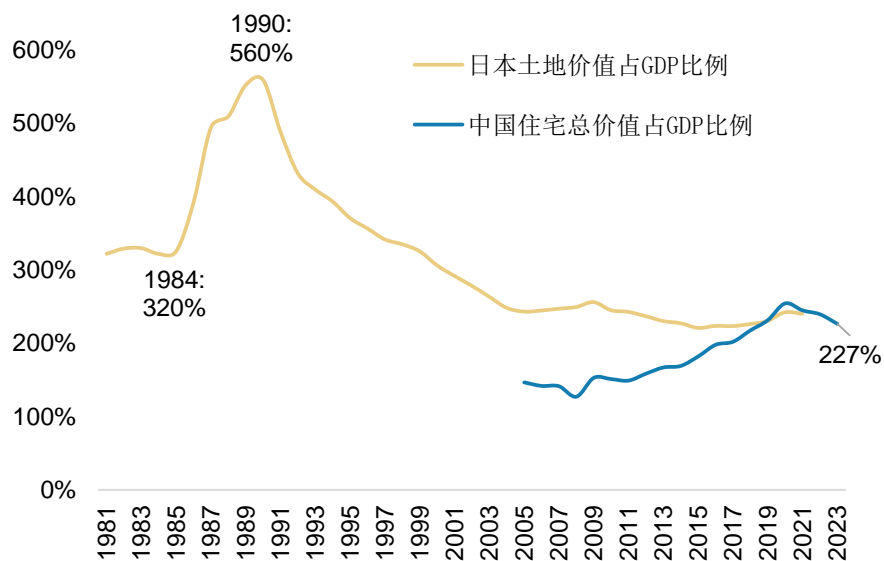


资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部预测

结构性机会和挑战-房地产 房地产拐点之后，中国与日本相比有更好的基本面支撑

拐点之前中国的房地产行业累计升值幅度低于日本

中国目前较低的人均收入意味着未来有更多的追赶空间

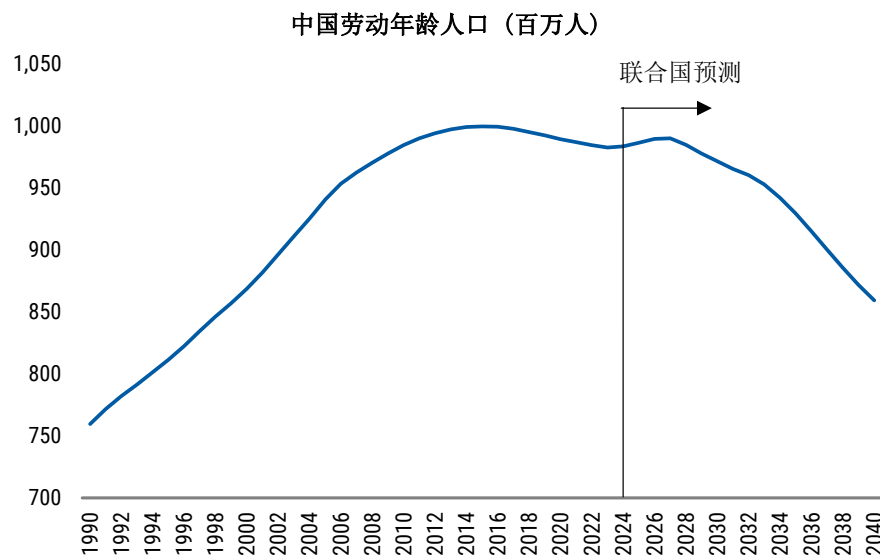
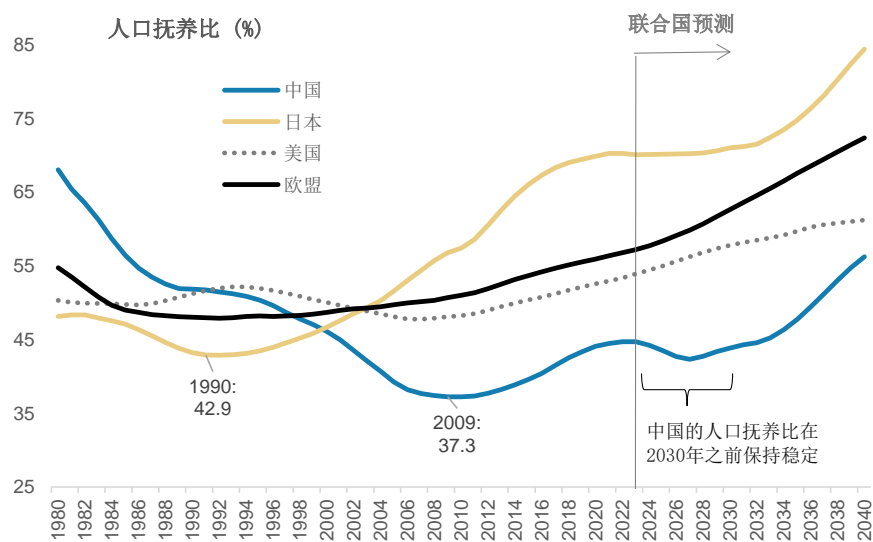


资料来源: CEIC, Haver, 摩根士丹利研究部预测

结构性机会和挑战-人口 未来几年中国的人口结构变化未必有想象中那么糟糕

2030年之前中国的人口抚养比将基本保持稳定

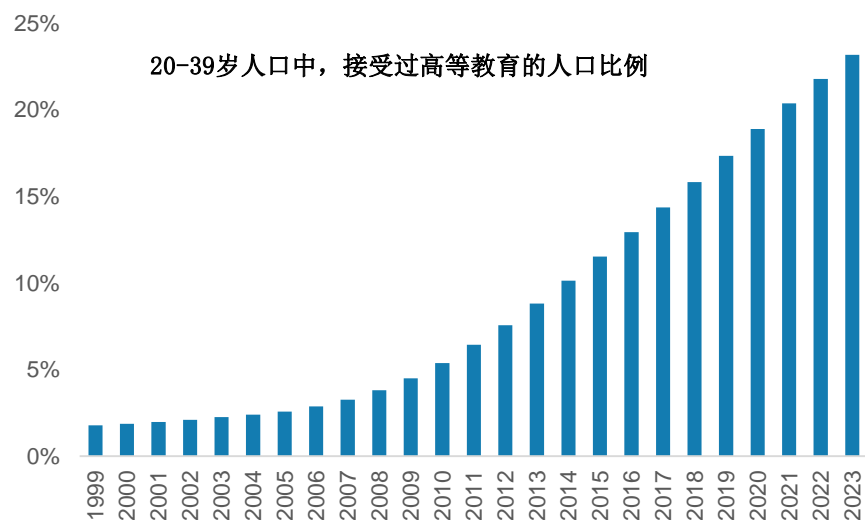
生育率下跌对劳动力的拖累要到2030年之后才能明显地看出来



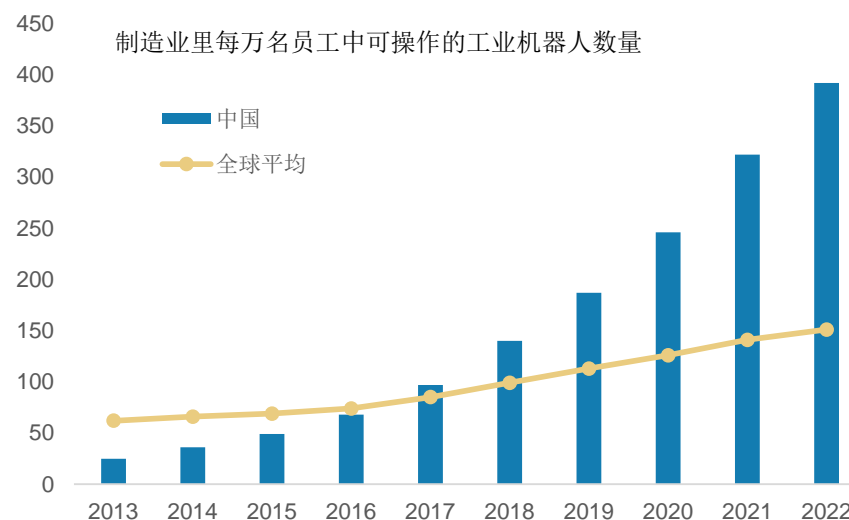
资料来源: Haver, 摩根士丹利研究部

结构性机会和挑战-人口 劳动力质量的改善和工业自动化将支撑生产力的提升

中国的劳动力质量出现了显著的改善



制造业在自动化方面突飞猛进

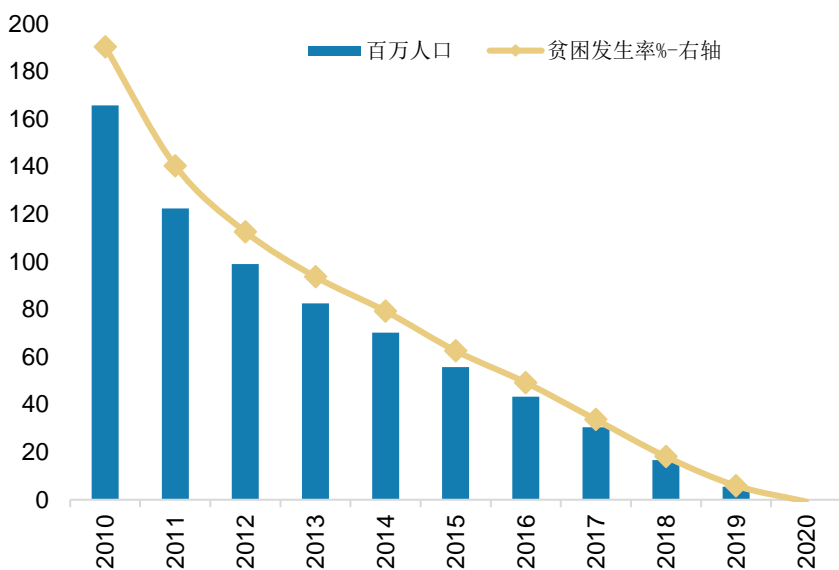


资料来源: CEIC, 国际机器人联合会, Haver, 摩根士丹利研究部

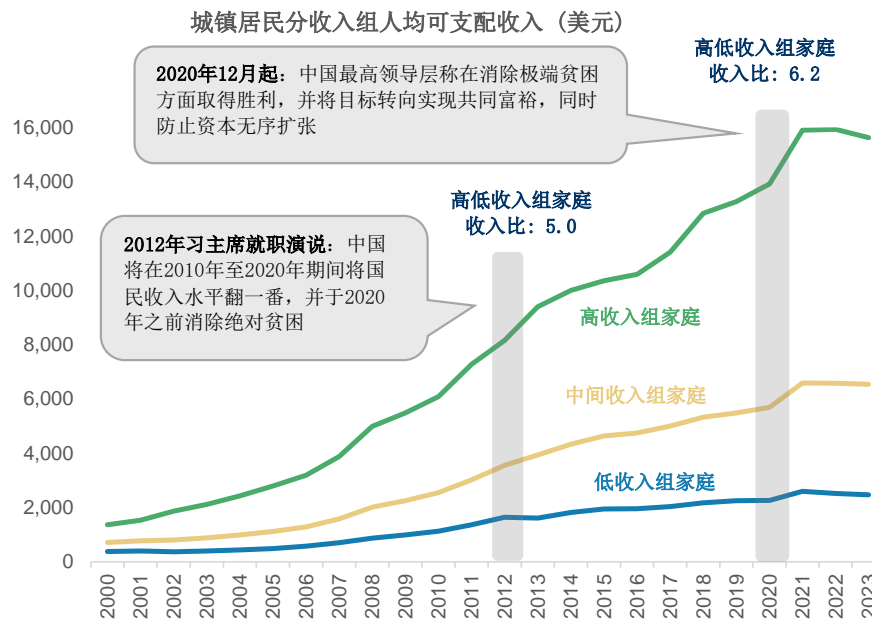
结构性机会和挑战 从“发展为第一要务”到“统筹发展与安全”

中国已经消除了绝对贫困

农村贫困人口 (2010年农村贫困标准)



新的政策重心: (1) 社会公平 (2) 数据安全 (3) 科技自主



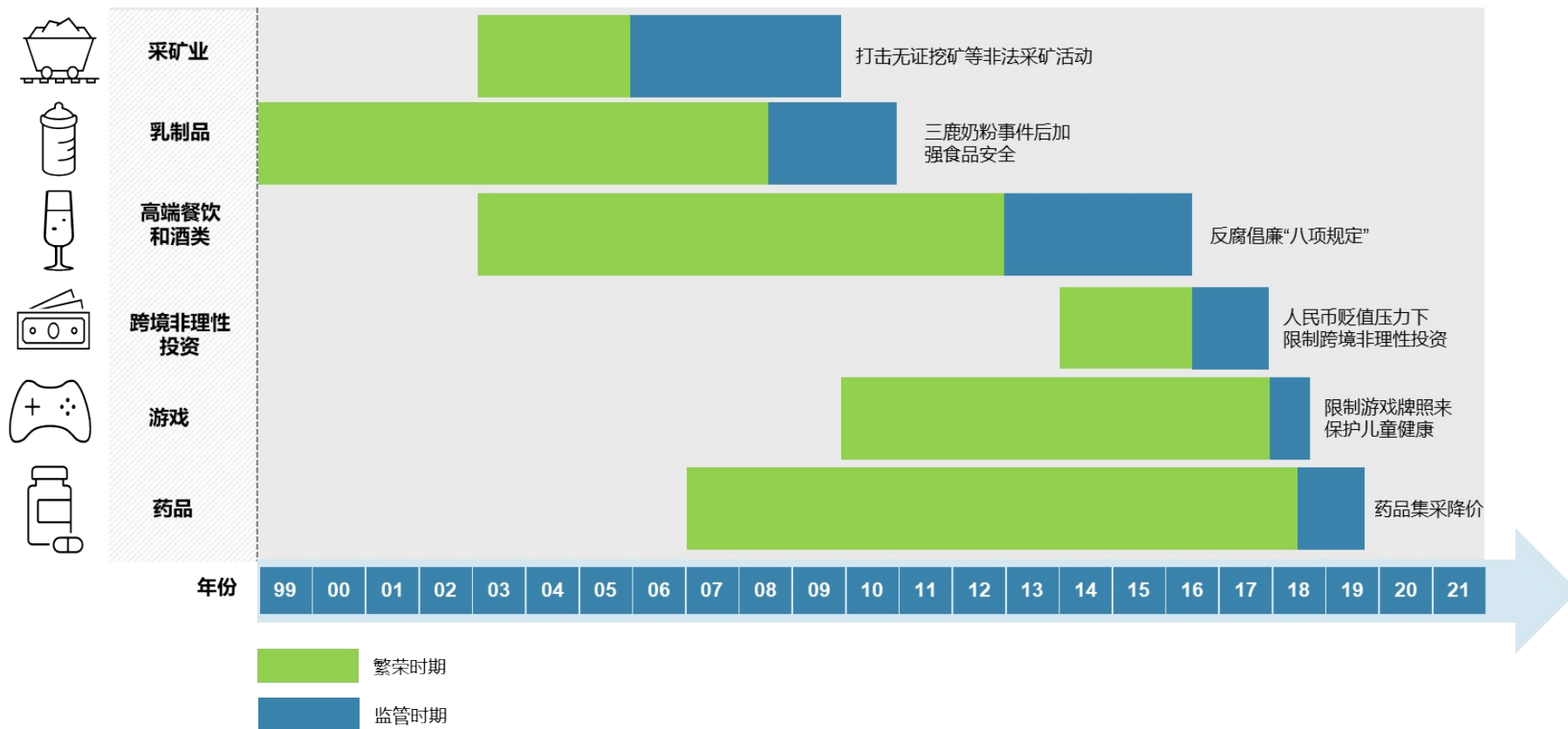
资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部

结构性机会和挑战 监管重置下的投资机遇



资料来源: 摩根士丹利研究部

结构性机会和挑战 中国的监管相对于行业发展有所滞后



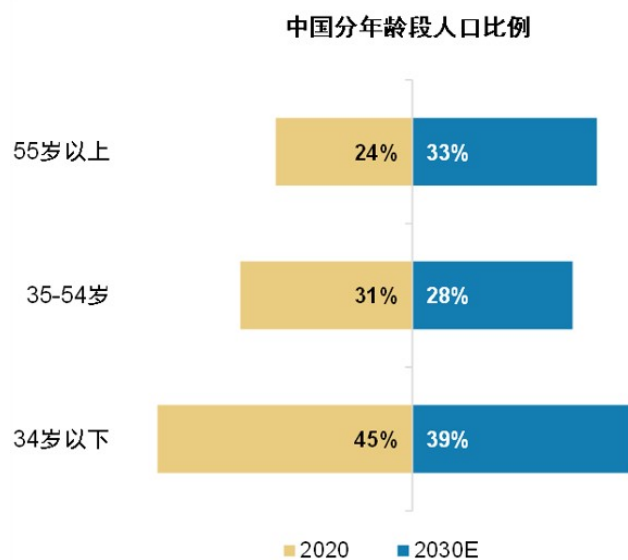
资料来源: 摩根士丹利研究部

结构性机会和挑战
更数字化、更环保和更市场化的城市化2.0

	城市化 1.0		城市化 2.0
政策侧重点	<ul style="list-style-type: none"> 区域再平衡 	➤	<ul style="list-style-type: none"> 大型城市群
土地	<ul style="list-style-type: none"> 大城市的土地供应较为紧张 	➤	<ul style="list-style-type: none"> 为大城市、城市群的土地供应松绑
人口	<ul style="list-style-type: none"> 户籍政策旨在防止人口过量流入大城市 	➤	<ul style="list-style-type: none"> 放开放宽除个别超大城市外的城市落户限制，畅通劳动力流动渠道
资源流向	<ul style="list-style-type: none"> 政策主导 	➤	<ul style="list-style-type: none"> 市场主导
基建	<ul style="list-style-type: none"> 铁公基 	➤	<ul style="list-style-type: none"> 新基建
关键举措	<ul style="list-style-type: none"> 西部大开发 振兴东北 	➤	<ul style="list-style-type: none"> 长三角一体化 粤港澳大湾区

资料来源: 新华社, 国务院, 摩根士丹利研究部

结构性机会和挑战 2030年消费蓝图



演变行业 未来几年将迎来结构性变化

- 新的商业模式
 1. 平台经济
 2. 供应链管理以及销售渠道服务
 3. 采取C2M的商业模式
 4. AI, AR及VR技术的进一步应用
- 新的产品供应
 1. 家电行业: 智能家电
 2. 汽车行业: 新能源汽车

新兴行业 目前行业规模较小但未来十年可能产生巨大变化

- 情感陪伴
- 康复医疗
- 服务机器人 (专业及私人使用)
- 婚恋服务
- 更加重视环境、社会责任和公司治理的企业

落后行业 可能会因未来消费趋势变化而受到冲击的成熟行业

- 低端酒类
- 基础必需品
- 传统汽车
- 传统家电

扩张行业 未来几年将迎来结构性变化

- 物业管理
- 医疗服务
- 养老院及医疗陪护服务
- 健康险
- 国内及入境游
- 旅游消费, 尤其是免税品购物
- 到家服务

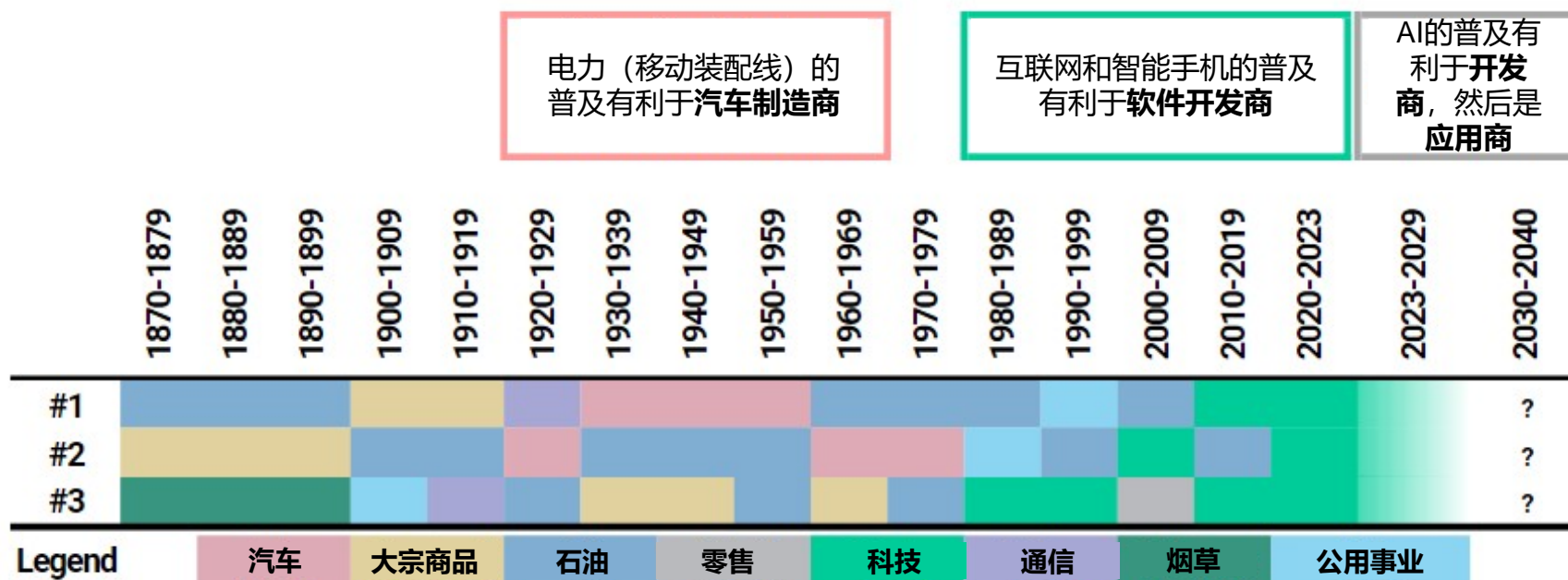
资料来源: CEIC, 摩根士丹利研究部预测

三：全球大趋势

全球大趋势: 科技 全球仍处于AI技术扩散的早期阶段; 2024是AI应用之年



各年代全球市值前三的企业



资料来源: Reuters, 摩根士丹利研究部

全球大趋势: 科技 不同阶段AI对于生产力的提升



目前:

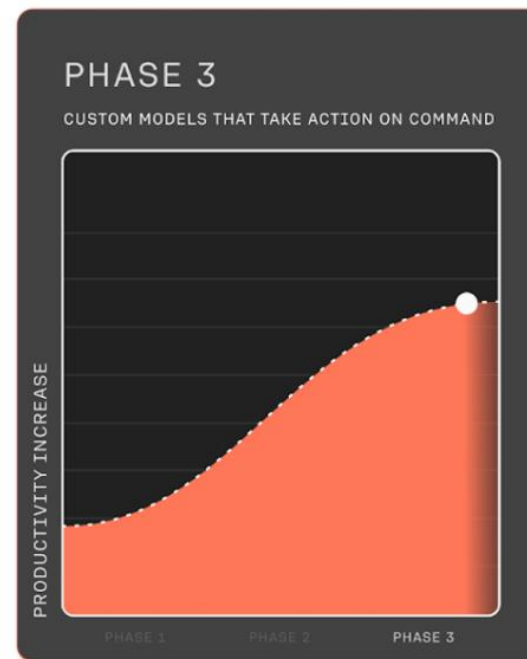
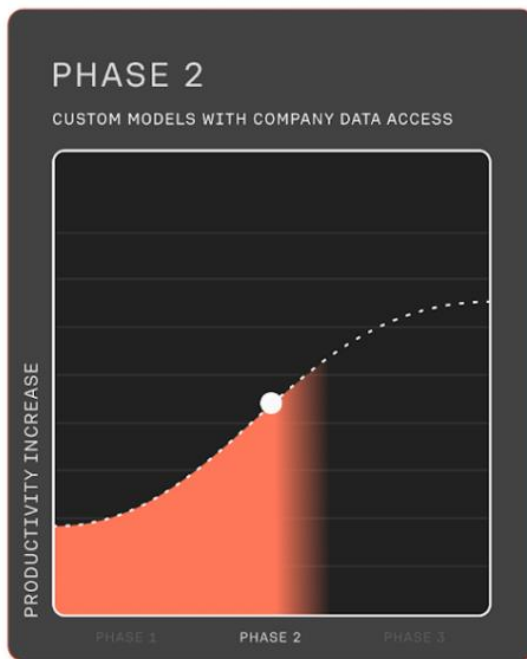
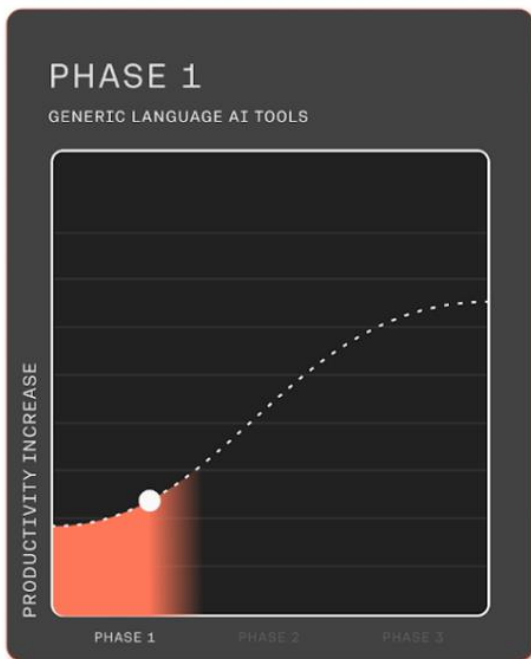
采用通用语言工具 (如ChatGPT)

2024-25:

基于私有数据的自定义模型
(如微软的Co-Pilot)

远景:

能够处理用户复杂指令的自定义模型



资料来源: AlphaWise (October 2023), FactSet, 摩根士丹利研究部预测。N=100 (美国和欧洲数据)

全球大趋势: 科技 AI提高生产力的一些早期证据



客服	美国国家经济研究局	使用基于AI的对话助手可将工作效率（以每小时解决的问题来衡量） 平均提高 14% ，对新手和低技能工人的影响最大，对有经验和高技能工人的影响最小	
AI辅助编程	GitHub Copilot	“使用 GitHub Copilot 的开发人员在 工作效率上提高了55% ” --Scott Guthrie, 微软云计算和AI部门执行副总裁	AMZN Code Whisperer “内部测试CodeWhisperer结果显示编程任务 完成速度提高了57% ， 成功的可能性也提高了27% ” --Adam Selipsky, 亚马逊AWS部门CEO
	PayPal	“人工智能已经使编程团队的 工作效率提高了30% ，我们预计前台和后台部门都有类似的改进” --Dan Schulman, PayPal前CEO	
	Airbnb	“通过使用AI工具例如GitHub Copilot，我认为我们的员工，尤其是开发人员，在中短期内可以很容易地将 生产力提高30% ” --Brian Chesky, Airbnb CEO	
AI辅助写作	MIT研究	针对453名受过大学教育的专业人士的研究表明，ChatGPT 提高了使用该技术的人的平均生产力以及工作满意度。 在写作任务上花费的平均时间减少了40%，同时产出量也增加了18% 。	
其他领域	哈佛大学研究	针对758名BCG 咨询顾问的研究表明，使用了人工智能的顾问 平均多完成了12.2%的任务量，速度也快了25.1% ，同时产出质量也 比对照组高出了40%以上 。	
	Unity	“一些可能需要一群艺术家3个月才能完成的事情， 现在只需要大约10分钟 。最初，大多数人会认为创建新的3D内容需要3个月的挑战。但是创成式AI将允许所有人在 10分钟内到达那里 ” --Marc Whitten, Unity公司战略顾问	
	Abode	早期的客户反馈表明，Firefly使得 生产力提高了20% ， 每周节省了大约8小时 ，为更多高附加值的工作腾出了时间。	

数据来源: 摩根士丹利研究部, 公司数据, 美国国家经济研究局, MIT, 哈佛商学院

全球大趋势: 科技 人形机器人在未来将替代部分劳动力



Ranked

Tier	行业	美国就业人数 (百万人)	可被替代的人 数 (百万人)	替代比率	
1	建筑和开采	6.2	4.4	70%	人形机器人采 用时间 2028
1	生产	8.8	6.0	68%	
1	农业、渔业和林业	0.4	0.3	67%	
1	建筑和地面清洁和维护	4.4	3.0	67%	
1	安装、维护和维修	6.0	4.0	66%	
1	医疗保健服务	7.1	4.6	66%	
1	食品制作和服务	13.2	8.4	64%	
1	个人护理和服务	3.0	1.9	61%	
2	保护服务	3.5	2.0	58%	人形机器人采 用时间 2036
2	运输和物料搬运	13.8	7.6	55%	
2	销售及相关	13.4	5.8	43%	
2	医疗保健从业人员和技术人员	9.3	3.8	41%	
2	生命、物理和社会科学	1.4	0.5	39%	
2	建筑与工程	2.5	0.8	33%	
3	教育和图书馆	8.7	2.9	33%	人形机器人采 用时间 2040
3	办公室和行政支持	18.5	4.4	24%	
3	管理	10.5	1.3	12%	
3	艺术、设计、娱乐、体育和媒体	2.1	0.2	11%	
3	业务和财务运营	10.1	0.6	6%	
3	法律	1.2	0.0	2%	
3	社区和社会服务	2.4	0.0	1%	
N/A	计算机和数学	5.2	0.0	0%	
	总计	151.9	62.7	41%	

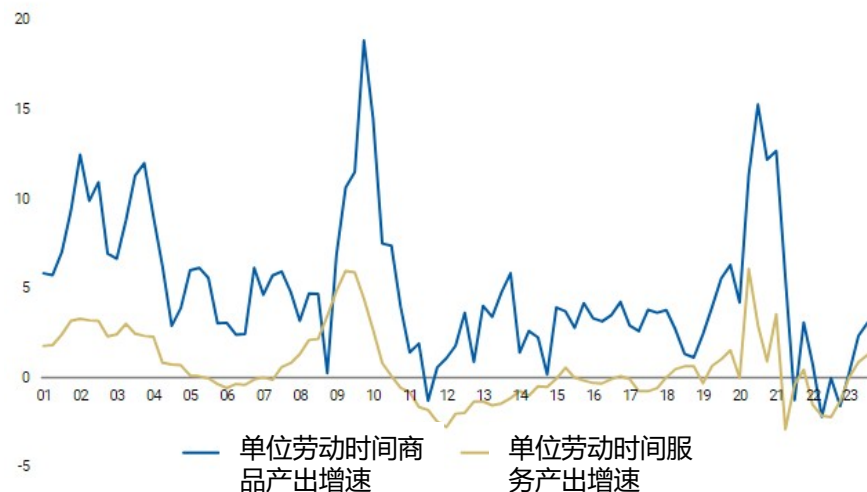
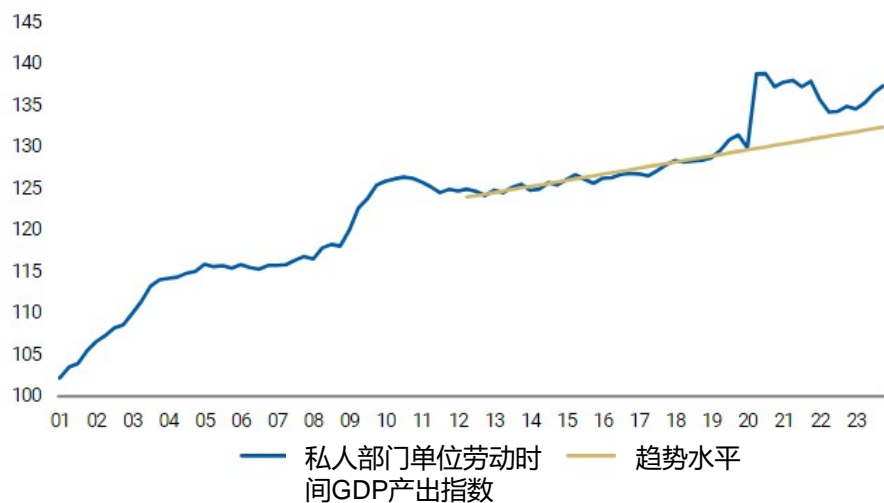
资料来源: 美国劳工部, 摩根士丹利研究部

全球大趋势: 科技 从经济学的角度审视AI对生产力增速的影响



目前的生产力已经高于趋势水平

未来，服务业生产力的提升速度可能快于商品

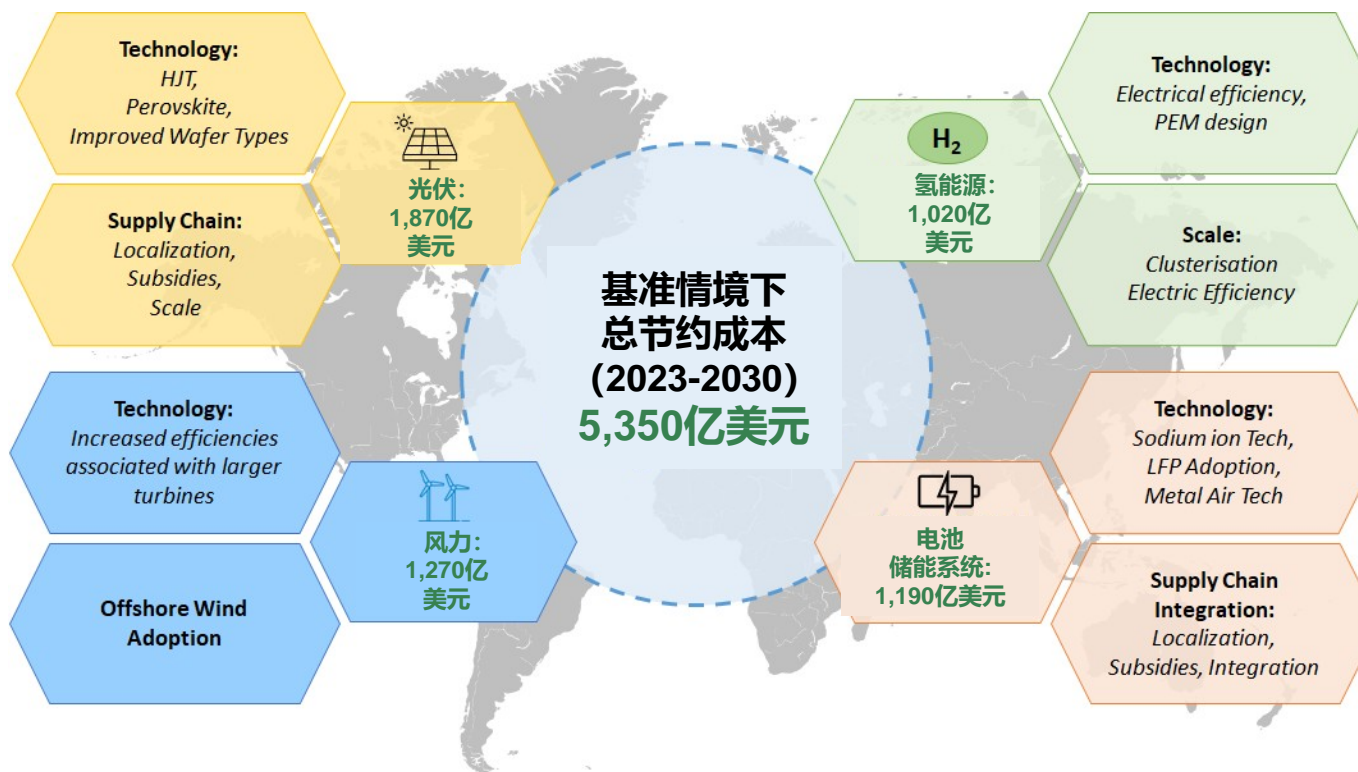


资料来源: 美国经济分析局, 美国劳工统计局, 摩根士丹利研究部

全球大趋势: 减碳 到2030年, 更加廉价的清洁电力将超过化石燃料发电



我们估计, 到2030年, 向低碳能源的转型和技术创新将累计节约成本5,000亿美元以上, 并使我们更接近碳中和目标。



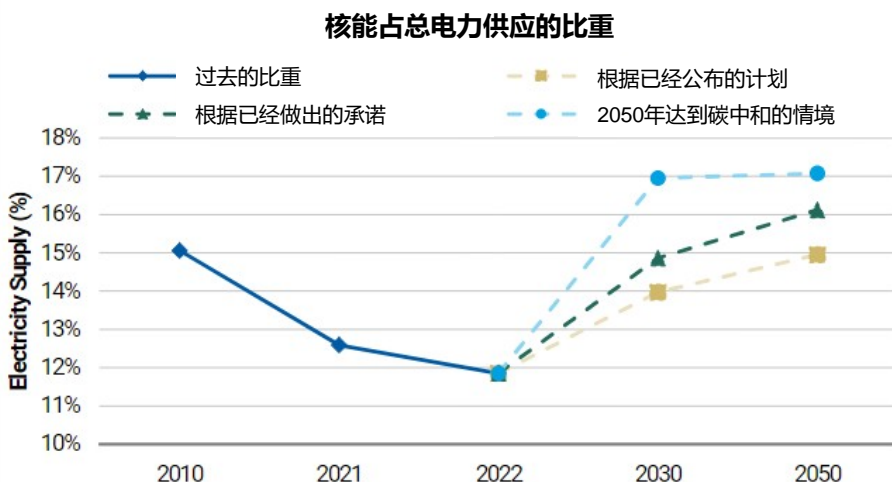
资料来源: 摩根士丹利研究部预测

全球大趋势: 减碳 减碳方面的其他努力



核能: 到2050年的潜在投资将超过1.5 万亿美元

市场化的设计: 碳边境调节机制



向欧盟提供以下商品的主要出口伙伴

	中国	印度	英国	韩国
铝	共同分担	出口国负担	出口国获益	出口国获益
水泥	负担最小	负担最小	出口国获益	负担最小
化肥	负担最小	负担最小	出口国获益	负担最小
钢铁	负担最小	负担最小	出口国获益	负担最小

- 出口国负担: 出口国的碳强度高于欧盟, 并且产品具有很高的价格弹性
- 出口国获益: 出口国的碳强度低于欧盟
- 负担最小: 对欧盟的贸易敞口很小
- 共同分担: 适用于价格弹性不高也不低的产品

资料来源: 国际能源署, 摩根士丹利研究部预测

Disclosure Section

Information and opinions in Morgan Stanley Research were prepared or are disseminated by one or more of the following, which accept responsibility for its contents: Morgan Stanley Asia Limited, and/or Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (Registration number 199206298Z) and/or Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (Registration number 200008434H), regulated by the Monetary Authority of Singapore (which accepts legal responsibility for its contents and should be contacted with respect to any matters arising from, or in connection with, Morgan Stanley Research), and/or Morgan Stanley Taiwan Limited and/or Morgan Stanley & Co International plc, Seoul Branch, and/or Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N. 67 003 734 576, holder of Australian financial services license No. 233742), and/or Morgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd (A.B.N. 19 009 145 555, holder of Australian financial services license No. 240813, and/or Morgan Stanley India Company Private Limited having Corporate Identification No (CIN) U22990MH1998PTC115305, regulated by the Securities and Exchange Board of India ("SEBI") and holder of licenses as a Research Analyst (SEBI Registration No. INH000001105), Stock Broker (SEBI Stock Broker Registration No. INZ000244438), Merchant Banker (SEBI Registration No. INM000011203), and depository participant with National Securities Depository Limited (SEBI Registration No. IN-DP-NSDL-567-2021) having registered office at 18th Floor, Tower 2, One World Center, Plot- 841, Jupiter Textile Mill Compound, Senapati Bapat Marg, Lower Parel, Mumbai 400013, India Telephone no. +91-22-61181000; Compliance Officer Details: Mr. Tejarshi Hardas, Tel. No.: +91-22-61181000 or Email: tejarshi.hardas@morganstanley.com; Grievance officer details: Mr. Tejarshi Hardas, Tel. No.: +91-22-61181000 or Email: msic-compliance@morganstanley.com which accepts the responsibility for its contents and should be contacted with respect to any matters arising from, or in connection with, Morgan Stanley Research and their affiliates (collectively, "Morgan Stanley").

For important disclosures, stock price charts and equity rating histories regarding companies that are the subject of this report, please see the Morgan Stanley Research Disclosure Website at www.morganstanley.com/researchdisclosures, or contact your investment representative or Morgan Stanley Research at 1585 Broadway, (Attention: Research Management), New York, NY, 10036 USA.

For valuation methodology and risks associated with any recommendation, rating or price target referenced in this research report, please contact the Client Support Team as follows: US/Canada +1 800 303-2495; Hong Kong +852 2848-5999; Latin America +1 718 754-5444 (U.S.); London +44 (0)20-7425-8169; Singapore +65 6834-6860; Sydney +61 (0)2-9770-1505; Tokyo +81 (0)3-6836-9000. Alternatively you may contact your investment representative or Morgan Stanley Research at 1585 Broadway, (Attention: Research Management), New York, NY 10036 USA.

Global Research Conflict Management Policy

Morgan Stanley Research has been published in accordance with our conflict management policy, which is available at www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies. A Portuguese version of the policy can be found at www.morganstanley.com.br

Important Disclosures

Morgan Stanley is not acting as a municipal advisor and the opinions or views contained herein are not intended to be, and do not constitute, advice within the meaning of Section 975 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

Morgan Stanley Research does not provide individually tailored investment advice. Morgan Stanley Research has been prepared without regard to the circumstances and objectives of those who receive it. Morgan Stanley recommends that investors independently evaluate particular investments and strategies, and encourages investors to seek the advice of a financial adviser. The appropriateness of an investment or strategy will depend on an investor's circumstances and objectives. The securities, instruments, or strategies discussed in Morgan Stanley Research may not be suitable for all investors, and certain investors may not be eligible to purchase or participate in some or all of them. Morgan Stanley Research is not an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any security/instrument or to participate in any particular trading strategy. The value of and income from your investments may vary because of changes in interest rates, foreign exchange rates, default rates, prepayment rates, securities/instruments prices, market indexes, operational or financial conditions of companies or other factors. There may be time limitations on the exercise of options or other rights in securities/instruments transactions. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realized. If provided, and unless otherwise stated, the closing price on the cover page is that of the primary exchange for the subject company's securities/instruments.

The fixed income research analysts, strategists or economists principally responsible for the preparation of Morgan Stanley Research have received compensation based upon various factors, including quality, accuracy and value of research, firm profitability or revenues (which include fixed income trading and capital markets profitability or revenues), client feedback and competitive factors. Fixed Income Research analysts', strategists' or economists' compensation is not linked to investment banking or capital markets transactions performed by Morgan Stanley or the profitability or revenues of particular trading desks.

With the exception of information regarding Morgan Stanley, Morgan Stanley Research is based on public information. Morgan Stanley makes every effort to use reliable, comprehensive information, but we make no representation that it is accurate or complete. We have no obligation to tell you when opinions or information in Morgan Stanley Research change apart from when we intend to discontinue equity research coverage of a subject company. Facts and views presented in Morgan Stanley Research have not been reviewed by, and may not reflect information known to, professionals in other Morgan Stanley business areas, including investment banking personnel.

Morgan Stanley may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views in this report.

To our readers based in Taiwan or trading in Taiwan securities/instruments: Information on securities/instruments that trade in Taiwan is distributed by Morgan Stanley Taiwan Limited ("MSTL"). Such information is for your reference only. The reader should independently evaluate the investment risks and is solely responsible for their investment decisions. Morgan Stanley Research may not be distributed to the public media or quoted or used by the public media without the express written consent of Morgan Stanley. Any non-customer reader within the scope of Article 7-1 of the Taiwan Stock Exchange Recommendation Regulations accessing and/or receiving Morgan Stanley Research is not permitted to provide Morgan Stanley Research to any third party (including but not limited to related parties, affiliated companies and any other third parties) or engage in any activities regarding Morgan Stanley Research which may create or give the appearance of creating a conflict of interest. Information on securities/instruments that do not trade in Taiwan is for informational purposes only and is not to be construed as a recommendation or a solicitation to trade in such securities/instruments. MSTL may not execute transactions for clients in these securities/instruments.

Morgan Stanley is not incorporated under PRC law and the research in relation to this report is conducted outside the PRC. Morgan Stanley Research does not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any securities in the PRC. PRC investors shall have the relevant qualifications to invest in such securities and shall be responsible for obtaining all relevant approvals, licenses, verifications and/or registrations from the relevant governmental authorities themselves. Neither this report nor any part of it is intended as, or shall constitute, provision of any consultancy or advisory service of securities investment as defined under PRC law. Such information is provided for your reference only.

Morgan Stanley Research is disseminated in Brazil by Morgan Stanley C.T.V.M. S.A. located at Av. Brigadeiro Faria Lima, 3600, 6th floor, São Paulo - SP, Brazil; and is regulated by the Comissão de Valores Mobiliários; in Mexico by Morgan Stanley México, Casa de Bolsa, S.A. de C.V. which is regulated by Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Paseo de los Tamarindos 90, Torre 1, Col. Bosques de las Lomas Floor 29, 05120 Mexico City; in Japan by Morgan Stanley MUFG Securities Co., Ltd. and, for Commodities related research reports only, Morgan Stanley Capital Group Japan Co., Ltd; in Hong Kong by Morgan Stanley Asia Limited (which accepts responsibility for its contents) and by Morgan Stanley Bank Asia Limited; in Singapore by Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (Registration number 199206298Z) and/or Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (Registration number 200008434H), regulated by the Monetary Authority of

Singapore (which accepts legal responsibility for its contents and should be contacted with respect to any matters arising from, or in connection with, Morgan Stanley Research) and by Morgan Stanley Bank Asia Limited, Singapore Branch (Registration number T14FCO118); in Australia to "wholesale clients" within the meaning of the Australian Corporations Act by Morgan Stanley Australia Limited A.B.N. 67 003 734 576, holder of Australian financial services license No. 233742, which accepts responsibility for its contents; in Australia to "wholesale clients" and "retail clients" within the meaning of the Australian Corporations Act by Morgan Stanley Wealth Management Australia Pty Ltd (A.B.N. 19 009 145 555, holder of Australian financial services license No. 240813, which accepts responsibility for its contents; in Korea by Morgan Stanley & Co International plc, Seoul Branch; in India by Morgan Stanley India Company Private Limited having Corporate Identification No (CIN) U22990MH1998PTC115305, regulated by the Securities and Exchange Board of India ("SEBI") and holder of licenses as a Research Analyst (SEBI Registration No. INH000001105); Stock Broker (SEBI Stock Broker Registration No. INZ000244438), Merchant Banker (SEBI Registration No. INM000011203), and depository participant with National Securities Depository Limited (SEBI Registration No. IN-DP-NSDL-567-2021) having registered office at 18th Floor, Tower 2, One World Center, Plot- 841, Jupiter Textile Mill Compound, Senapati Bapat Marg, Lower Parel, Mumbai 400013, India Telephone no. +91-22-61181000; Compliance Officer Details: Mr. Tejarshi Hardas, Tel. No.: +91-22-61181000 or Email: tejarshi.hardas@morganstanley.com; Grievance officer details: Mr. Tejarshi Hardas, Tel. No.: +91-22-61181000 or Email: msic-compliance@morganstanley.com; in Canada by Morgan Stanley Canada Limited; in Germany and the European Economic Area where required by Morgan Stanley Europe S.E., regulated by Bundesanstalt fuer Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) under the reference number 149169; in the United States by Morgan Stanley & Co. LLC, which accepts responsibility for its contents. Morgan Stanley & Co. International plc, authorized by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority, disseminates in the UK research that it has prepared, and research which has been prepared by any of its affiliates, only to persons who (i) are investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended, the "Order"); (ii) are persons who are high net worth entities falling within Article 49(2)(a) to (d) of the Order; or (iii) are persons to whom an invitation or inducement to engage in investment activity (within the meaning of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000, as amended) may otherwise lawfully be communicated or caused to be communicated. RMB Morgan Stanley Proprietary Limited is a member of the JSE Limited and A2X (Pty) Ltd. RMB Morgan Stanley Proprietary Limited is a joint venture owned equally by Morgan Stanley International Holdings Inc. and RMB Investment Advisory (Proprietary) Limited, which is wholly owned by FirstRand Limited. The information in Morgan Stanley Research is being disseminated by Morgan Stanley Saudi Arabia, regulated by the Capital Market Authority in the Kingdom of Saudi Arabia, and is directed at Sophisticated investors only.

The trademarks and service marks contained in Morgan Stanley Research are the property of their respective owners. Third-party data providers make no warranties or representations relating to the accuracy, completeness, or timeliness of the data they provide and shall not have liability for any damages relating to such data. The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI and S&P.

Morgan Stanley Research, or any portion thereof may not be reprinted, sold or redistributed without the written consent of Morgan Stanley.

Indicators and trackers referenced in Morgan Stanley Research may not be used as, or treated as, a benchmark under Regulation EU 2016/1011, or any other similar framework.

The information in Morgan Stanley Research is being communicated by Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch), regulated by the Dubai Financial Services Authority (the DFSA) or by Morgan Stanley & Co. International plc (ADGM Branch), regulated by the Financial Services Regulatory Authority Abu Dhabi (the FSRA), and is directed at Professional Clients only, as defined by the DFSA or the FSRA, respectively. The financial products or financial services to which this research relates will only be made available to a customer who we are satisfied meets the regulatory criteria of a Professional Client. A distribution of the different MS Research ratings or recommendations, in percentage terms for Investments in each sector covered, is available upon request from your sales representative.

The information in Morgan Stanley Research is being communicated by Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch), regulated by the Qatar Financial Centre Regulatory Authority (the QFCRA), and is directed at business customers and market counterparties only and is not intended for Retail Customers as defined by the QFCRA.

As required by the Capital Markets Board of Turkey, investment information, comments and recommendations stated here, are not within the scope of investment advisory activity. Investment advisory service is provided exclusively to persons based on their risk and income preferences by the authorized firms. Comments and recommendations stated here are general in nature. These opinions may not fit to your financial status, risk and return preferences. For this reason, to make an investment decision by relying solely to this information stated here may not bring about outcomes that fit your expectations.

Registration granted by SEBI and certification from the National Institute of Securities Markets (NISM) in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors. Investment in securities market are subject to market risks. Read all the related documents carefully before investing.

© 2024 Morgan Stanley

知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。
覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。
挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级市场。
涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。
提供研报专业定制服务。

CR 全球资讯精读



入宝藏群请加
quanqizixun8

全球资讯精读



知识星球

(免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用)