

# 大摩闭门会：机器人来了……瞄准你的投资组合 20260602

## 生产力周期早期：AI 基建增速警示与跨行业二阶受益机会分析

### 摘要

- AI 基建盈利预期已充分计价，市场正转向劳动力结构变化（GLP-1 普及+机器人）驱动的生产力爆发周期。
- 半导体产能面临过剩风险，需警惕资本开支增速见顶引发的 MAG7 及科技股大规模轮动。
- 消费零售呈现“赢家通吃”平台化趋势，建议增持沃尔玛、亚马逊等拥有庞大数据集的平台，减持传统品牌。
- 能源配置偏向天然气而非石油，核心逻辑为 AI 数据中心巨大的热能需求驱动天然气基础设施建设。
- 医疗健康板块权重回落至 8% 的历史价值拐点，具备 AI 红利进攻性与夏季市场波动的防御性双重价值。
- 国际市场催化剂增多：看好韩国造船业（制造业韧性）、拉美大宗商品及欧洲军事/工业重建主题。
- 金融板块基本面稳固，受大选及能源股负相关压制后，随 IPO/并购恢复及监管放松，正进入重新布局期。

### Q&A

#### 您能否介绍一下摩根士丹利近期推出的主题型 SMA 产品及其构建流程？

大约在 2025 年底至 2026 年初，公司推出了主题型 SMA 产品，作为个股策略平台的一部分。该投资组合的构建主要基于几个驱动因素：首先，与摩根士丹利研究部门的分析师和策略师合作，确定希望配置的主题方向，例如多极世界、AI 扩散、能源转型或长寿主题。其次，由宏观团队从顶层视角决定如何在这些主题间分配资源。最后，由专门的团队负责投资组合的优化、风险管理、跟踪误差预算以及构建自下而上投资组合所需的各项具体工作。最终形成一个包含约 80 只股票的投资组合，目前其管理规模已接近 5 亿美元。

在当前市场环境下，您认为哪些投资主题和领域最令人兴奋，尤其是市场尚未充分关注的潜在机会？

当前正处于一个将持续十年的生产力爆发周期的早期阶段。市场目前过度聚焦于 AI 基础设施建设，如算力构建和数据中心扩张，这些领域的盈利预期调整已相当乐观。然而，市场尚未充分关注两个关键点：第一，生产力的提升不仅由 AI 驱动，还与劳动力结构的变化有关。随着 GLP-1 类药物的普及（预计未来 5 到 10 年内使用率将从美国人口的 6-7% 提升至 30%），更健康的人群将重返劳动力市场，结合 AI 驱动的机器人技术，将共同提升劳动生产率。第二，市场目前高度集中于半导体、IT 硬件和 AI 相关动力股，而对未来的二阶受益行业，如传统工业、医疗健康、金融和银行业等关注较少，这些领域是当前研究投入的重点。

考虑到当前宏观经济中的通胀前景、地缘政治冲突以及利率等因素，您如何看待这些因素对 AI、生产力提升等长期结构性主题的影响？

市场已逐渐将国内外的政策冲击（无论是国内政策变动还是一年前的解放日事件，或是数月前的伊朗事件等地缘政治风险）视为暂时性的干扰，类似于“弹窗广告”。市场的主线叙事始终聚焦于人工智能、美国经济的韧性以及创新经济，核心是企业盈利。过去近一年，盈利表现的广度确实在提升。在资产配置方面，平衡高风险一致性、高风险调整后回报与市场大幅集中上涨的现实，正变得愈发困难。尽管存在这些宏观因素，但由财政支持的长期结构性主题，如科技前沿、制造业回流、基础设施重建等，构成了市场的稳定力量和持续主线。此外，当前的金融环境非常宽松。年初市场普遍预期的美联储降息，目前已基本被市场消化，鉴于美国经济表现强劲且企业盈利增长符合预期，降息的实际影响有限。

当前美国经济呈现出 K 型复苏，部分行业异常增长而消费者信心却处于历史低位，您如何看待这种经济分化现象？以及除了这种分化，您还有哪些其他的担忧？

经济分化现象是 2020 年新冠疫情后史无前例的货币与财政刺激措施的副产品，这些措施推高了资产价格，使拥有资产的群体受益，并通过房价和股市持续体现。同时，高粘性通胀虽然已从 9% 的高位回落，但仍高于 2-3% 的目标区间。从长期看，缺乏稳固中产阶级的社会结构是不可持续的。未来可能会出现两种形式的正常化：一是财政支出加大，但支出重点将转向支持市场参与者和提升可负担性；二是资产价格（房地产或股票市场）的再通胀将回归到更正常的复合增长率，从而减弱顶层群体的超额收益。

在当前市场中，您认为哪些概念或板块可能被过度炒作，存在潜在风险？

半导体行业存在一些瓶颈，最初是 2023 年的英伟达 GPU，后来转移到内存，现在似乎更多集中在 CPU 上。市场已经订购并投入了大量产能，但这些产能未来可能无法被同时充分利用，届时计算基础设施等领域的增速可能会放缓。尽管近期



市场出现分化，但 MAG7 并未展现出其典型的 23%至 24%的超额表现。一个潜在的风险是，如果相关领域的资本支出增速从当前水平开始放缓，可能会引发市场的大规模轮动。然而，考虑到 MAG7 在市场中的巨大权重，它们也可能成为轮动中的最大受益者。因此，关注的焦点并非支出的绝对水平，该水平仍将保持高位以支持长期主题，而更应关注其增速何时见顶甚至放缓。

**贵方基金目前专注于公开市场股票，但如何看待私营企业对公开市场的影响？未来是否会考虑将私募股权或另类资产纳入投资范围？**

团队一直对各种可能性持开放态度。例如，近期首次与 MSM 合作，在一个股息基金的基础上叠加了由 Parametric 执行的备兑看涨期权策略，这表明我们愿意通过公司内部的大型投资管理机构探索更多合作。从更宏观的视角看，虽然团队专注于公募股票基金，但与公司内部负责家族办公室和私募市场尽职调查的分析师团队交流日益频繁，以了解行业前沿趋势。财富管理业务在私募市场领域正逐步演变，不仅在产品开发和创新方面表现出色，还在积极探索成为流动性提供者，致力于为寻求流动性的私募资产持有者与寻找差异化投资机会的投资者牵线搭桥，让后者能接触到原本无法触及的投资机会。

**对于国际市场，特别是新兴市场、欧洲和亚洲的投资前景有何看法？哪些地区目前更具吸引力？**

过去，国际市场因缺乏增长催化剂而常被视为价值陷阱，尤其是在 2008 年后，全球增长主要由美国的科技巨头（如早期的 FANG）驱动。然而，在过去的 12 到 18 个月里，国际市场的基本面催化剂正在增多，而其估值仍相对较低，持仓比例也相对不足。具体来看各个地区：亚洲市场的核心驱动力在于人工智能相关的支出，供应链方面重点关注韩国和台湾，而应用端则聚焦于中国的互联网和科技领域。值得一提的是，韩国的造船业重要性也日益提升，这与西方制造业为增强冗余性和韧性而推进的本土化趋势相符。拉丁美洲市场呈现出积极态势。首先，过去两年的选举周期显示出政治风向正向中间和右翼倾斜，市场对此反应正面。其次，大宗商品价格预计将在一段时间内保持高位，这对区域内的产油国构成利好。最后，贸易和经济政策也趋于积极。欧洲市场长期以来被认为不适合投资，但情况正在发生变化。随着美国转向多极化格局，欧洲正进行一代人以上首次大规模的军事、工业和财政投入。从更长远的角度看，乌克兰局势最终尘埃落定后，可能会出台类似于二战后马歇尔计划的重建复苏方案，这将利好欧洲的建筑、水泥材料及工业企业。

**当前内存行业的定价模式和投资前景如何？**

内存行业似乎正从周期性的商品化模式转向签订长期合同的模式，部分企业已在推进这一转型。尽管如此，内存定价问题依然非常突出。市场上存在更便宜的内存应用场景、更经济的采购渠道以及成本更低的实际应用方案。因此，市场给予



这些半导体周期股中低个位数的市盈率定价，未必是错误的判断。

### 如何看待当前消费零售行业的格局、投资逻辑以及人工智能对其产生的影响？

消费零售行业正呈现出类似科技领域“赢家通吃”的格局。以沃尔玛、亚马逊和开市客为例，这三家公司在过去一年合计占据了零售新增销售额的 45%。这些平台型企业通过抢占市场份额，产生了巨大且稳定的经常性现金流，并将其再投资于业务发展，这构成了它们的核心差异化优势。因此，在消费零售领域的投资策略应是增持平台类企业，减少对品牌的关注。在估值方面，不应惧怕这些平台型企业看似较高的估值倍数。市场愿意为它们业务的稳定性支付更高溢价，其估值也因此持续走高。人工智能将对该行业产生深远影响。零售平台拥有庞大的客户数据集，它们已经并将继续成为 AI 的主要采用者，以提升净利润。同时，AI 可能会降低打造品牌资产的门槛，这对许多现有品牌构成了潜在挑战。过去几年，许多全球消费品牌在美国市场单位增长饱和后转向中国，但在中国市场也遇到了增长困境。

### 从投资组合配置的角度看，如何评估加密货币的价值及其在数字金融领域的长期潜力？

将加密货币作为整体资产配置的一部分具有一定合理性。为了提升收益，可以承担部分业务的更多波动，但配置比例应非常小。加密货币本身只是更广泛的数字区块链基础设施的一种体现。该基础设施的长期收益来源于产品创新，例如金融资产代币化、稳定币以及其他能够实现高效资金转移的平台。

### 当前金融板块的基本面和市场表现如何？

金融板块的基本面稳固且健康。资本市场活动、IPO 和并购日程正在恢复，相对陡峭的收益率曲线也提供了有利环境。此外，监管放松允许资本回流。尽管基本面良好，但该板块近期表现不佳，这完全可以用中期选举的因素来解释。通常情况下，金融板块和能源板块的表现呈现负相关关系。鉴于能源板块近期表现强劲，目前正开始逐步重新布局金融板块。预计选举结束后，金融板块会有更好的表现。

### 对于能源板块，特别是天然气领域，有何投资见解？

在能源板块内部，当前应更具选择性，倾向于投资天然气而非石油。我们一直看好并大量布局天然气基础设施和天然气生产商。其背后的驱动因素之一是数据中心资本支出的大幅增长，因为运行 GPU 需要巨大的热能支持，而天然气是目前最丰富、成本最低且相对最清洁的能源形式。



### 如何看待稀土领域的投资环境，特别是中美关系和国内监管政策的影响？

2025 年，中美在稀土领域曾陷入类似“囚徒困境”的局面，即美国调整计算和关税政策，而中国则调整稀土政策。此后局势出现缓和，并且预计这一缓和趋势将持续，因为美国部分知名汽车企业已因无法获得电池所需矿物而面临生产困难。与此同时，也需关注美国国内监管环境的变化。加州及其他地区拥有储量可观的稀土资产，但受限于监管政策尚未开采。

### 机器人行业目前处于哪个发展阶段？

机器人行业正处于发展的起步阶段。

### 医疗健康板块的投资价值体现在哪些方面？

医疗健康板块近期表现不佳，其在标普 500 指数中的相对权重已回落至 8%，这一水平在 2025 年年中曾被视为价值拐点。该板块具备三大独特吸引力：第一，进攻性。它不仅受益于人口结构和创新趋势，还能享受到 AI 应用和普及带来的红利。第二，防御性。在市场高度集中于 AI 资本开支领域且可能出现波动的背景下，该板块的业绩韧性、股息优势等防御属性凸显，尤其适合夏季传统淡季的市场环境。第三，该板块目前被市场低配且不受青睐，存在潜在的配置价值。

### 在人工智能时代，对于下一代的职业发展有何建议？

建议关注基本面和文化。许多基于数学层面的工作未来都可能实现自动化，这意味着情商的价值将更加凸显。可以关注那些与创意功能相关的领域，例如现场娱乐、体育产业（如体育经纪人或创意工作者）、音乐等。此外，人工智能的发展将大幅降低创业的进入壁垒。对于有好的创意和想法的人来说，这是一个巨大的机遇。因此，应鼓励孩子们进行创造性思考，勇于尝试，并尽早深入接触和学习使用这些新兴工具。