

跟时间赛跑

国际政治的最终目标不论是什么，但权力总是其最直接的目标。争取权力的斗争在时间和空间上都是普遍存在的。——《国家间的政治》摩根索

战略机遇期宝贵

机遇与挑战并存

受俄乌冲突及其综合因素影响，本月纳斯达克综合指数跌入熊市，CBOE 波动率再次突破 35。最近一年里中概股指数从高点下跌超过了 80%，恒生科技指数下跌 68%。沪深 300 和恒生指数的市净率已经低于 2008 年最低点，趋近跌破 1，市盈率逼近 2008 年最低点。卢布兑美元暴跌近半，反复刷新历史新低。美元指数升破 99，离岸人民币兑美元一度收盘到达 6.3109，创出 18 年 4 月以来新高，全球货币似乎已成为 G2。COMEX 黄金和 ICE 布油最高分别到达 2078 和 139，小麦期货飙升至历史高点。买家而非卖方罢工引发了广泛的大宗商品涨价。

3 月 14-15 日，伴随着对全球第二大经济体中第二大股票市场和最大债券市场是否具有投资性的荒谬争论，恒生科技指数连续两日暴跌超 18%，沪深 300 单日跌幅超 4.5%，买盘力量脆弱、踩踏和产品预警涌现。16 日，国务院金融稳定和发展委员会重磅表态，宣布研究了关于宏观经济运行、房地产企业、中概股、平台经济治理、香港金融市场稳定等问题，强调“保持中国经济健康发展的长期态势，共同维护资本市场的稳定发展”。当天恒生科技指数单日暴涨 22.2%，次日又上涨超 7%，沪深 300 连续 3 个交易日上涨。美股三大指数也持续了反弹。

“三重压力”下，市场近忧地产，中虑外需，关于人口红利、互联网、全球化“3 个长周期顶点”的担忧也再次升温。经济结构调整改善过程漫长，前瞻主动施为至关重要。

本轮下行压力最大的时候是去年 3 季度，双限政策推升大宗商品上涨而且导致很多企业停产，对互联网以及教育领域的整顿冲击同时，南京疫情叠加了北方水涝，房地产投资断崖式下行。随着政策纠偏并明确转向稳增长，中短期经济的钟摆性往复力量已有所恢复，奥密克戎传染性强但危害性低，大多数为无症状感染者，防疫政策调整的呼声渐成主流。



1978 年以来的改革开放成果说明，与其政治上与外国进行深度绑定，不如经济上与全世界实现水乳交融；与其寄希望于与竞争对手实现战略缓和，不如踏踏实实把自己的事情办好。

继苏联解体之后，经历着 18 年以来中美贸易战的压力测试，俄乌战争或成为改变世界的历史事变，会再次给予我们启迪和思考。在全球化各国发展不均衡和西方大国内部矛盾加剧背景下，人类社会和平发展阶段可能再次中断。同时在能源转型和数字智能化两个客观大势的推动下，“文明的冲突”将以新的方式呈现。

月初“纽约时报”发表了名为“新轴心”的文章，俄总统普京参加冬奥会也引发了“默许论”。中华文明绵延 2000 多年，历史上从未绑定任何强国强权。当前，“主张和平、反对战争”也是中国对待俄乌冲突的基本立场。中方关于尊重各国主权和领土完整、遵守联合国宪章宗旨和原则的基本立场是一贯的。

“国家是时间河流上的行船”，时间在中国一边，作为一个政治稳定和有着充足发展潜力的大国，假以时日我们的和平崛起是必然结果。未来的核心变量是“时间”，俄乌战争的持续时间不确定，确定的是中国经济转型升级所需要的战略机遇期可能缩短了。最能争取发展时间的战略，就是我们最明智正确的战略。同时整个国家经济社会、各个行业、公司都需要跟时间赛跑。

宏观方面，外因关键还是战争持续的时间和涉及范围，一战上帝先派战争再派疫情，这次疫情在战争之前。若俄乌冲突持久化，供应链和粮食安全，包括中美贸易战在内，都存在升级的风险，加大滞涨风险。我们需要结合战局变化审慎观察。

内因关键在于“必须实现创新成为第一动力、协调成为内生特点、绿色成为普遍形态、开放成为必由之路、共享成为根本目的的高质量发展”。任何时代背景下，资本财富都会向增长和生产率提升最快的行业和企业聚集。

研究历史上的滞胀格局，不同的经济和政治环境、应对举措以及产业发展空间，导致不同经济体的经济环境和股票市场的分化较为明显。中观视角，不同行业需要在新的框架下重新审视定性，需要以 2-3 年为维度思考，极端情况下能否经受西方针对俄罗斯式的全方位制裁？在全球有降维打击能力、竞争力强的行业可能获益；进步迅速但尚未形成全球竞争力的产业对其空间需要谨慎调整；可能导致相关行业国内限制政策调整优化；有利于农业和国内稀缺资源优



势企业；涉军产业借鉴俄乌冲突武器装备变化、数字化升级、战略战术得失等。微观公司层面，积极创新、富有竞争力企业，和具备高度社会责任感的企业家是“高质量发展的微观基础”。

市场角度，俄乌冲突之前不在我们框架之内，需要重新思考变化。短期流动性恶化导致美元加速升值，对新兴市场资产产生了拖累，又加之对中美关系紧张的担忧加剧，中概和港股成为重灾区。境内外市场一度处于超卖状态，“刚不可久，柔不可守”，市场越怂投资者应该越坚定。

后续若俄乌冲突缓和，美元流动性风险带来的短期冲击平复，全球资金会重新流向新兴市场资产，尤其中国不仅内生性的通胀压力低于欧美国家，货币政策仍有继续宽松的空间，而且地缘冲突使全球供应链的恢复需要更长的时间，中国的制造业优势将进一步得到体现，外需的高景气度有望维持更长的时间。

然而中期来看，俄乌冲突即使结束，对商品供给格局产生的破坏难以立即逆转，在全球通胀中枢水平明显上升的大背景下，市场担心联储加息导致中美政策利差进一步收窄，预示资本流出和汇率贬值压力的积累，**向我们稳增长政策工具的选择提出挑战。金融市场定价也难言“以我为主”**，一些资产的高估值已经开始调整。对中国来讲，和全球赛跑，用好正常的财政货币空间，争取通胀之前能够把中国经济提振起来，稳中求进、创新引领，这是我们的机会，也是我们的挑战。

投资需要重新评价现实，更加审慎苛刻的看待确定性等。朱雀基金在自身能力范围内，从历史、产业周期，和公司、企业家生命周期角度评判公司综合价值和能力，强调资产估值定价客观理性。投资聚焦生态圈内在全球有较大竞争优势的公司，和其产业链上的细分行业领军中型公司，重视长期确定性收益，包括能力圈明日之星公司，以卡位的心态近距离学习行业发展和公司格局变化。**毕竟，投资真正的意义在于投身推动人类社会进步。**

抗疫模式的探索与演变

中美关系再次处于关键时刻





本月香港疫情在快速增长状态下，每百万人口的新增确诊数据已经下降，每百万人口的死亡人数已经达峰。欧美国家的群体免疫，也是以巨大的死亡为代价的。作为人口大国，我们有着超 2 亿 60 岁以上老年人，“中华民族的集体性格里，又把亲情和生命看得高于一切”，张文宏医生强调，“不能躺平的原因，是要付出巨大死亡代价”。

抗击疫情到了新的阶段，既要避免一刀切，也不能发生“规模性的疫情反弹”。高层会议要求“**统筹好疫情防控和经济社会发展**”。大疫三年，值得注意的是，港府宣布暂停全民监测计划，取消“熔断机制”，学校将恢复面授、分 3 阶段放开社交距离措施等。

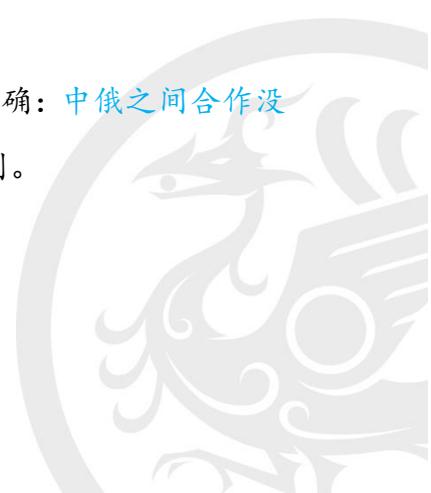
考虑到危害降低，以及“封城”类严厉管控对社会经济、消费需求和供应体系影响巨大，这一波之后，应对疫情的措施或许也会逐步调整，全民接种疫苗 3 针、有针对性用药，结合个人注重防护。

俄乌冲突还处在胶着状态。美国和西方对俄罗斯进行了史无前例的制裁：从金融、能源、通信、铁路、航空航运等领域，到半导体、电信通信、航空电子设备等关键技术，和文艺体教、政治外交。不仅涉及 SWIFT，更冻结了俄罗斯央行一半的外汇储备，意在破坏和动摇俄罗斯整个宏观经济秩序乃至政治基础。私营部门甚至行动更快，迅速终止在俄罗斯长期的商业和投资关系。

美对乌克兰的外交政策堪称阳谋。“08 年开始的金融危机，是一个具有全球意义的转折点，全球治理不得不做出重新调整和安排”。在美国和欧洲，资本主义民主面临挑战，引发了乌克兰的内战、希腊的混乱、英国脱欧，特朗普的崛起和各国民粹主义的抬头，西方世界遭遇了冷战结束以来的最大危机。

拜登版印太战略报告表明，中美两国之间的竞争和斗争具有长期性和全方位两个基本特点。这场脱钩大赛中，中美一度走在了前面，而欧洲与中国都有借力对方的需求。**邻居没法选择，和睦相处才能各自安心发展，一切事在人为**。相信不同大国会站在各自社会历史发展和综合利益等角度、有所作为。

秦刚大使在回答凤凰卫视关于“中俄是全面战略协作伙伴”问题时明确：**中俄之间合作没有禁区，但也是有底线的**，这个底线就是联合国宪章所确立的宗旨和原则。



习主席 18 日应约同美国总统拜登视频通话。拜登表示,“上海公报”发表 50 年后的今天,中美关系再次处于关键时刻,中美关系如何发展将塑造 21 世纪的世界格局。习主席强调指出“乌克兰局势发展到这个地步,是中方不愿看到的。中方历来主张和平,反对战争,这是中国历史文化传统”。

双碳目标与数字经济

经济发展的新动能

“在当前的复杂形势下,最关键的是坚持发展是党执政兴国的第一要务,坚持以经济建设为中心,坚持深化改革、扩大开放”。2 月制造业、建筑业、服务业和综合 PMI 指数均较上月上升,都高于临界点。腾景高频模拟显示,二经济在压力中筑底,内生增长动能逐渐发力。但 3 月多地局部疫情,可能导致内循环增长动能受到一些扰动,俄乌冲突叠加美元加息周期使外部均衡充满不确定性。全年维度来看,上半年将是政策发力最密集的时期,1、2 季度或成为经济环比增长最快的时点。

若稳增长目标在上半年达成,政策变化有可能快于市场预期,叠加海外滞胀风险增大,全年经济动能或将呈现前高后低的趋势。看经济增长,要看国内实际增长,也要看按现价美元计算的 GDP。刘世锦老师认为,如何衡量经济高质量增长?那就要看全要素生产率是否提升。全要素生产率跟汇率有紧密联系。简而言之,用现价美元计算的中国经济增长实际上由两部分构成,一部分是实际增长,另一部分是汇率升值效应。

而汇率升值的基础就是坚持高质量发展,从而实现全要素生产率提升。2020 年中国 GDP 是 14.7 万亿美元,2021 年达到 17.7 万亿美元,增加 3 万亿美元,这个增量在中国历史上是从来没有过的。

这些数据说明了一点:中国经济已经到了新的增长阶段。我们还是要保持一定的经济增长速度,与此同时要实现高质量增长,也就是宏观经济基本稳定、微观经济富有活力、结构持续转型升级。宏观经济政策最重要的功能就是维持经济短期的平衡和稳定。最重要的增长动能其实是来自于结构性潜能。



过去三十多年,我们的结构性潜能是房地产投资、基建投资和出口,近年明显减弱改变后,必须要挖掘包括城镇化、数字化和绿色化在内的新的结构性潜能并充分发挥出来。

从经济发展规律、产业趋势和政策方向上看,新能源和数字经济具备长期发展逻辑。俄乌冲突也体现出能源革命重要性与现代战争数字化特征,是双碳和数字经济战略重要性的验证。

江小涓老师指出,我国具有发展数字经济的有利条件:一是数字市场规模巨大,二是数字基础设施发展迅速。数字技术能够全面显著提升服务业效率。同时,通过数字生产者服务创新,向农业、制造业等各个经济领域赋能,提高各类经济行为的效率并创造出巨大的新增长空间。数字服务还天然适合服务国内国际两个市场和利用国内国际两种资源。

根据《“十四五”数字经济发展规划》,我国数字产业化部分的增加值占 GDP 比重将由 2020 年的 7.8% 提升至 10.0%, 因此年增长率要达到 GDP 增长速度的 2.1 倍。如果产业数字化部分的增长速度也 2 倍于 GDP 增长速度,到 2025 年,数字产业化和产业数字化两部分产出合计将超过 GDP 总量的 50%,对经济增长的贡献超过 1/3,数字经济将成为国民经济总量的半壁江山和增量的主要贡献来源。

16 日刘鹤副总理主持会议表示,关于平台经济治理,有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案,坚持稳中求进,通过规范、透明、可预期的监管,稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作,红灯、绿灯都要设置好,促进平台经济平稳健康发展,提高国际竞争力。贝莱德首席执行官芬克在 2022 年度股东信中表示,为了应对乌克兰冲突造成的能源冲击,许多国家都在寻找新的能源。这将不可避免地减缓世界在短期内向净零转型的进程,但从长远来看将加速世界许多地区向更绿色能源的转变。

本月欧盟委员会提出一项名为 REPowerEU 的方案,计划在 2030 年前逐步摆脱对俄罗斯化石燃料的依赖,并决定将在明年冬季之前联合采购天然气、液化天然气和氢气。欧盟碳关税(CBAM)在欧盟理事会获得通过。德国计划加速使用可再生能源,到 2035 年实现 100% 清洁能源,比之前的战前目标提前 15 年。SEIA 主席强调,需要大力发展美国本土光伏制造业。国家发改委和能源局印发了《“十四五”现代能源体系规划》和《氢能产业发展中长期规划(2021-2035 年)》,明确了氢能是未来国家能源体系的重要组成部分,强调了氢能在构建清洁低碳、安全高效的能源体系中的支撑地位,指出了绿氢的重要地位和今后的可持续发展性。



新能源的发展过程中，**电力发展**是首要的。“十四五”期间，我国将重点建设发展智能电网新能源体系，需要先进的通信、信息和控制技术，需要以特高压电网为骨架支撑，将为电力设备及新能源、电子、计算机等行业带来增量。伴随着新能源的发展，传统汽车行业也将迎来变革。

推动能源革命和数字产业还有赖于市场化领军企业的引领和推动。相比互联网，处在稳定上升期的“新制造”是年轻人的“新大厂”。新一轮汽车产业变革横跨了能源和智能化两个环节。某造车新势力已将 24 个月左右的时间作为底线思维或者压力测试，思考市场空间和竞争格局，更专注于国内 2 亿辆燃油车保有量的替代。“**我们唯有以自我成长的确定，来应对世界百年未有之大变局中的不确定**”。大家都在全力跟时间赛跑！

货币数量型工具为主，价格型手段为辅

高估值资产可能面临调整

美国 2 月份 CPI 再创新高，达到 7.9%。疫情下的供给出现问题，叠加货币政策宽松导致本轮通胀超出预期。腾景预测美国 CPI 当月同比可能因基数效应从二季度开始下降，但俄乌冲突加剧了原油和大宗商品价格的波动。

截至 3 月 22 日，中美利差 10 年期 50bp，5 年期 30bp。历次股债“双弱”的时期都伴随有跨境资金流出压力。外资在 2020 年新冠疫情冲击后首次净减持中国境内债券。外汇局公布 2 月份银行涉外收付款逆差 65 亿美元，为两年来首次；证券项下净流出资金高达 323 亿美元，创历史最高。

国内货币政策比较克制，保持量的宽松。美联储 3 月议息会议宣布 2018 年以来首次加息，取消了疫情相关经济说辞，新增地缘风险担忧。点阵图显示有 12 名委员认为 2022 年至少再加息 6 次，基准利率可能上升到接近 2% 的水平。鲍威尔表示持续加息是合适的，最快可以在 5 月开始缩表。

我国逆周期或稳增长措施能在一定程度对冲资本流出压力。但该对冲力量相较联储加息而言似是有限的。市场担心未来中美政策利差若进一步收窄，将对我国稳增长政策工具的选择提出挑战。

经过连续两年的升值，人民币从 7.1 升至 6.3，有足够的空间应对，央行也乐于看到人民币温和贬值。另一方面美债收益率已经较为充分的体现了后续紧缩节奏的加快，且美国经济已经开始出现一定的增速放缓的趋势。在中国货币政策维持稳定的情况下，中美利差进一步大幅压缩或出现倒挂的概率相对较低。历史上，为减少利差收窄的干扰，我国政策发力可能更倾向于以货币数量型工具为主、利率价格型手段为辅的组合来应对内外迥异的环境。金稳委会议提出“货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长”。总体来看国内货币政策预计仍将存在一定以我为主的空间，内部环境仍然是宏观政策发力的重点。流动性仍将维持稳定充裕的格局，从而对国内的资产定价起到一定的稳定作用。

乌克兰是全球主要的农产品生产国和出口国，其农业部长近日表示，乌克兰今年的春播面积可能会比 2021 年的规模减少一半以上，至约 700 万公顷。但拉长去看，即使没有俄乌冲突，全球通胀中枢未来十年甚至更长时间可能也难以回到 2019 年的水平。

“通胀是长期问题，是一个大周期的轮回”，彭文生博士认为，除了新冠肺炎疫情冲击带来的明显滞胀迹象。在人口老龄化、产业链调整、碳中和三个中长期力量影响下，全球经济的供给约束在增加。需求端中美本轮货币投放的差异在于，中国主要靠信贷，美国一半靠财政，存在内生和外生货币的差异。和过去 30 年、40 年相比，全球通胀中枢水平会有明显上升。

宏观金融将朝着“紧信用、松货币、宽财政”的方向深化，也就是金融监管抑制信贷扩张，货币增长支持财政扩张，其效果主要是通胀上升，而不是信贷带来的资产价格上升和贫富分化，一个重要的附带影响是过去累积的一些资产的高估值可能面临调整。

宏观没有选择

中观调整视角，微观积极赛跑

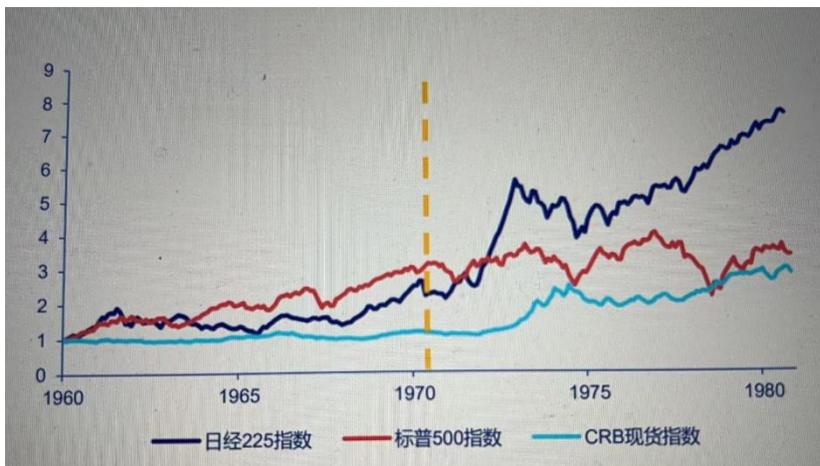
回顾历史滞胀格局下，关键不在于冲突持续时间，而在于不同国家政策措施下经济结构能否升级换挡。不同经济体的经济环境和股票市场的走势也会随之分化。





如 70 年代大滞胀阶段，德国同样面临油价飙升带来的输入型通胀压力，但借助其制造业的竞争优势不断扩大在全球的出口份额，对德国经济和包括货币、股市在内的资产都形成了较强的支撑。

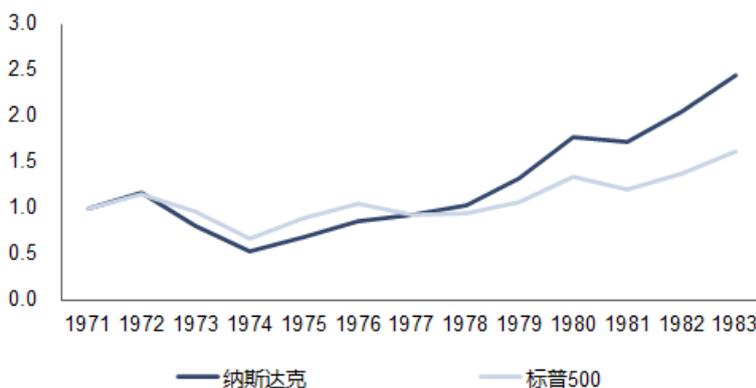
日本在 1965 年 10 月到 1970 年 6 月，经历了长达 57 个月的“伊弉诺景气”，被称为“日本奇迹”，68 年日本国内生产总值超过德国，成为仅次于美国的世界第二经济大国。类似我国 2003 年加入 WTO 后时期，不仅承接了大量欧美制造业，家电、汽车等耐用消费品普及率也同时在这个时期快速提升，出现了索尼、松下等一批家电品牌，日本股市明显好于美股。



来源：Wind，朱雀基金

受益于价格上涨的能源和必需消费品之外，高附加值行业更加容易通过高盈利缓解滞胀格局带来的压力，在信息技术革命背景下，里根、克林顿政府先后政策鼓励推动，半导体和计算机技术逐渐转化成生产率，英特尔、苹果、AMD 等代表性公司表现也充分反映在同期纳指超额回报等方面。

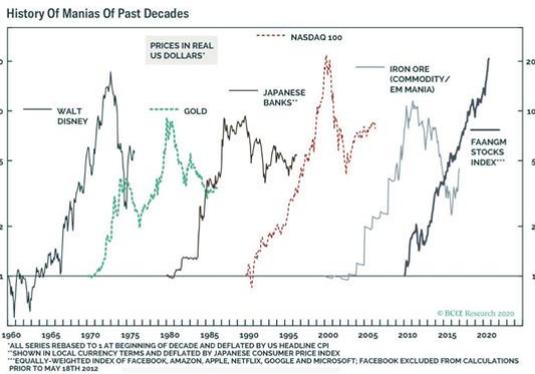
1970年代滞胀时期纳斯达克跑赢标普 500





来源: Wind, 朱雀基金

其中滞涨较为明显的 1973-1982 年, Intel 收入从 1973 年的 6620 万美元提升至 1982 年的 9 亿美元, 研发投入从 460 万美元增加至 1982 年的 1.31 亿美元, 占营收的比例持续维持在 10% 以上, 高比例的研发投入支撑公司在技术领域的持续领先。Intel 的股价表现出显著的超额收益, 从 1975-1982 年累计收益率达到 869%。将时间维度进一步延伸, 过往 60 年来看, 每个 10 年均有属于时代阿尔法的资产, 可以获得极大的超额收益, 对于对抗外部波动作用显著。



“实现高质量发展是我国经济社会发展历史、实践和理论统一”。刘鹤副总理指出, 加强实现高质量发展的动力和保障包括: 加快构建新发展格局、深化供给侧结构性改革为主线、坚持改革开放和始终坚持“两个毫不动摇”。坚持“建制度、不干预、零容忍”的政策方针。按照市场化法治化国际化原则, 稳妥处理好资本市场运行中的问题, “凡是对资本市场产生重大影响的政策, 应事先与金融管理部门协调, 保持政策预期的稳定和一致性”。从某种意义上可以说, 高质量发展是资本市场的基础和底气, A 股市场又是高质量发展的映射和推动力。

回顾历史上成功从滞涨中走出的公司, 把握时代的最大机会是有效对冲滞涨的手段, 那么我们目前的最大机遇或在于 3060, 而产业链中具备全球拓展能力的龙头公司或将更有效地对抗滞涨压力。同时, 在滞涨期保持审慎的态度有助于降低长期布局的成本, 对提升未来收益空间有更高价值。朱雀基金作为投资者, 和任何一个市场主体一样: 宏观没有选择, 中观调整视角, 微观积极赛跑。

巴菲特曾说, 即使这场冲突升级为另一场冷战或第三次世界大战, 他也不会套现。你总要把你的钱投到某些东西上。。

回顾改革开放的历史路径，不自信的人没有大出息，站在今天看，不爱自己祖国的投资者未来或许也难以成功。“商业模式决定我们发展的高度，而价值观决定我们能走多远”。投资者选择和定价需要具备对时代、行业和公司、企业家的认知和判断能力。经过一些重大事件的磨砺，相信 A 股市场也会更加成熟。

“时间，而不是时机，是在股市中积累财富的关键”。当然前提是正确的方向。我们强调在能力圈内定性比较企业综合竞争力和价值观，**警惕完美的逻辑和过度的自信，强调估值合理谨慎**，不断摸索改进产业逻辑研究在证券投资上的落地方法。

本文件非基金宣传推介材料，仅作为本公司旗下基金的客户服务事项之一。

本文件所提供之任何信息仅供阅读者参考，既不构成未来本公司管理之基金进行投资决策之必然依据，亦不构成对阅读者或投资者的任何实质性投资建议或承诺。本公司并不保证本文件所载文字及数据的准确性及完整性，也不对因此导致的任何第三方投资后果承担法律责任。

本文所载的意见仅为本文出具日的观点和判断，在不同时期，朱雀基金可能会发出与本文所载不一致的意见。本文未经朱雀基金书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

