

六月观察 | 变局下的不变

在看不见的手推动下，对于自身利益的追求，必然使人选择对整个社会最为有利的工作。——
《国富论》

有效市场与有为政府的结合

实践是检验真理的唯一标准

受利率上升、通胀以及一些大型科技公司业绩不佳的拖累，4月纳指创出2008年10月雷曼危机以来跌幅最大的1个月，标普500为2020年3月新冠疫情爆发以来的最大单月跌幅。世界上最大和最广泛的债券指数彭博全球综合指数4月份的回报率为-5.48%，是自1990年1月该指数推出以来最差月度回报，该指数年初至4月的回报率为-11.30%。截至5月12日，全球上市股票市值从121万亿美元下降到了99万亿美元，而CEOT小麦、玉米、ICE布油分别上涨了53.2%、31.94%、42.7%。市场迅速定价着某种程度的经济衰退和通胀风险，美股的焦点从美联储转向了经济。

2020年3-5月曾有过非常短暂的衰退，前所未有的货币宽松和财政刺激、市场的迅速复苏和财富效应，产生了巨大的推动力。目前的市场环境正好相反。不仅货币紧缩周期已经开始，财政刺激也已经停止，消费者面临着持续的通胀压力，负财富效应雪上加霜。

年初至今，美元指数上涨了7.36%，欧元贬值了7.09%、日元贬值了11.15%，英镑贬值了7.68%，人民币贬值了5.27%，俄罗斯卢布中间价上涨了21.1%。俄乌冲突强化了2019年以来的世界两极格局，国际社会尤其以美为首的大国更加不遵守国际秩序，导致运输环节、生产环节供应紧张问题再次加剧，美国内经济还受到包括人造贸易壁垒在内的负面影响，综合可能导致其通胀长时间内维持在比较高的水平。在此背景下，**美债利率和美元都存在上行空间，美股或仍在熊市的上半场。**

国内经济方面，2021年需求收缩、供给冲击、预期转弱的“三重压力”加上22年俄乌冲突、海外货币收紧的外因，以及各地尤其上海疫情反复的内因，开始反映在4月新增社融规模和人民币贷款等方面。但在美股持续下跌和网络上众多的分歧、争论和迷失中，A股市场却从



4 月 27 日开始企稳反弹，难得硬气地走出了独立行情，尤其是自 21 年 7 月最高点下跌已超过 40% 的创业板指数，目前已反弹超过了 12%，交易量还未能有效放大，反映出市场有所期待中的观望态度。

从 2020 年开始的中外周期错位，后续是最终收敛于增长同步下滑，还是中国经济率先企稳复苏，在复杂外部环境下，高度依赖于内部促改革、稳增长与疫情防控的综合效果，也将决定后续国内各类资产价格表现，包括 A 股市场 18 年底以来慢牛格局的延续性。

从市场经济短短的几百年历史看，每一场经济大危机，都会带来政府与市场的边界，出现一些系统的变化。在美 30 年代大萧条中，凯恩斯开创的宏观经济学取代了亚当·斯密的微观经济学，但 70 年代陷入滞胀后，新古典经济学成为了主流，自由市场、金融混业、信贷扩张。50 年后的今天，经济理论又开始向中间回归，金融监管、分业经营、缩小贫富分化重新成为主流，政府通过财政扩张来稳定经济。

理论伴随管控，共同在效率与可持续性之间轮回。实践才是检验真理的唯一标准。如果再借助混沌理论的视角：从几乎一样的起始点出发，爱德华·洛伦茨的计算机模型生成的两个模式随着时间的推移，差别越来越大，直到原有的相似性完全消失不见。在今天的信息时代，复杂度和变数远超人类以往的所有经历，不仅计划经济失效，市场经济也需要更加尊敬实事求是的原则，政策制定和沟通都需要更强的能力和更大的努力。

26 日中央财经委员会第十一次会议提出“要统筹发展和安全两件大事”和“有问题及时纠偏”，429 政治局会议强调，“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”。“促进房地产市场平稳健康发展”，“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”。政治局就依法规范和引导我国资本健康发展进行第三十八次集体学习，明确要发挥资本促进社会生产力发展的积极作用。高质量发展义无反顾，扭转“预期转弱”最为关键，在“推动有效市场和有为政府更好结合”原则指引下，有形之手有为有序稳定同时，无形之手规范理性下提高效率更加关键。渴望再次看到只争朝夕、蒸蒸日上的局面。

外因方面，俄乌冲突给中国造成了困扰，面对美火上浇油，我们采取了中庸之道和平衡战术，对军事和经济事务做出了区分。营造有利于中国经济发展的和平环境仍然是重要的外交目标。几个世纪探索出的全球化路径，是科学技术进步的结果，也是人类社会发展进步的动力，

当其负面作用有所显现时, 可能会有停滞甚至倒退, 但最终利益格局和价值观的影响力会起到决定作用, 多数国家会做出相对理性的选择。

亿万市场主体是无形之手的重要组成部分。百年变局之下, 少数的大企业家, 作为领军主导产业发展的灵魂和火车头, 需要在“既要又要”中平衡应变。

当不确定性成为常态时, 不变的是不存幻想、稳字当头, 把中长期最大的困难设想好, 确保依然能够生存和发展。朱雀基金基本盘稳健, 三年规划中明确把组织建设放在重中之重, 在市场动荡期吸引人才, 强化业务和反思管理。负债端进一步追求稳定性、确定性同时, 思考和不同产品的匹配度; 资产端随着各方面变数加大, 追求盈利之外, 还要考虑包括通胀等在内的极端环境下的避险。

不变的是聚焦“3060+”领域的优势公司: 在我们看来, 一方面, 双碳方向不仅是一个突破滞涨的抓手, 也是投资、科技创新、制造业转型下的高质量增长, 能源安全和国际合作, 也在催化整个金融系统的改革和变化, 值得投入全力聚焦并做的更早、更细、更深。另一方面, 学习巴菲特“始终买好公司”和 BG“最好的投资方式试图找到极端的赢家, 在一些领域拥有少量能够成为真正领导者的股票”。定性上, 高度重视和关注有重大机遇的优秀公司, 即使成功可能性有限。同时也注意警惕和规避百年大变局中有颠覆性负面影响的公司, 即使是小概率事件。定量估值等方面, 要考虑卡位的风险和成本, 留有余地, 不能因为担心错过就违背了审慎的原则。

我们要求每一个研究员做真正洞悉行业各自领域发展的专家, 与整个“七子剑阵”心灵相通。我们要求全员时刻保持自驱力, 提升公司整体的战斗力和积极性。

主导全球化的根本因素是市场

自由竞争赋予市场成长的力量

复旦公卫团队 Nature Medicine 发文模拟中国大陆疫情可能。研究者基于 2022 年上海 Omicron 疫情的数据, 模拟了中国大陆在输入 Omicron 后, 在缺乏 NPI 和抗病毒药物的干预下, 只进行同源加强疫苗免疫的基线情况。结果显示或产生 1.122 亿有症状病例、510 万住院病例、270 万 ICU 重症病例和 160 万死亡病例。其中, 90% 以上的 ICU 病例将出现在 60 岁以上群体



中，且 ICU 床位的峰值需求约为当前供给的 15.6 倍，而这一短缺预估将持续约 44 天。此外，60 岁以上未接种疫苗的群体将占总死亡案例的 74.7%。结论认为，提升老年人疫苗接种水平、提高抗病毒药物的可及性以及维持非药物干预措施，可有效避免上述沉重医疗负担的发生。目前能够看到通过常态化核酸模式，各地恢复情况还是比较快的。张文宏《柳叶刀》发文称：上海抗击奥密克戎疫情的巨大努力对于中国在更大范围内走出此轮疫情至关重要。

4 月美国在其德国拉姆施泰因空军基地举行国防部长会议，41 国和北约、欧盟的代表参加。参加国经济总量占全球的三分之二以上。5 月芬兰、瑞典决定申请加入北约。12 日东盟-美国峰会在美举行，发表联合声明承诺将在今年 11 月升级与美的战略伙伴关系为“全面战略伙伴关系”。拜登总统提出了印太经济框架 (IPEF)。清华大学国际关系学院院长阎学通在《外交事务》发表“China's Ukraine Conundrum: Why the War Necessitates a Balancing Act”一文，主要向美国为首的西方战略界阐述了中国为什么在俄乌冲突爆发后，采取了中立的平衡策略：一是俄罗斯作为中国邻国中军事实力最强的大国，与其交恶并不符合中国的利益；二是即便中国与美国一道谴责俄罗斯，也改变不了美将中国作为战略竞争对象，以及美“印太”战略的加紧实施的现实；三是中国曾在冷战中被夹在美苏战略对抗的前沿，也付出了高昂代价，因此不愿重蹈覆辙。文章认为，只要美不对我东南某岛法理独立提供军事支持，则中国就会坚持平衡策略，不会对俄罗斯提供军事援助，并判断 2025 到 2035，国际发展的趋势可能是非常不同的，不是一个延续性的发展，而是会出现某些转折点。

一直力推“欧洲战略自主”理念的法国总统马克龙，主张欧盟要在科技、经济、能源、国防等领域拥有独立于中美俄等大国的自主能力。目标在未来五年的任期里建设一个“更独立的法国、一个更强大的欧洲”。“中方支持欧盟战略自主。中欧关系不针对、不依附、也不受制于第三方”。

“傲慢的国家主义者们并不明白主导全球化的根本因素不是技术而是市场，更不明白决定市场成长的不是哪个国家的力量，而是自由竞争推动的自然演化的力量”。美学者推演倘若西方像制裁俄罗斯那样制裁中国后中国反制，双方会付出什么样的代价？称相当于双方在经济金融层面上的互扔“核弹”，最终的结果是“确保双方的共同毁灭”。民主党在处理贸易问题上比共和党更具意识形态色彩。但随着中期选举临近，耶伦暗示，为了摆脱四十年来最高的通胀，



对削减特朗普时代普遍加征的中国进口商品关税持开放态度。美国贸易代表戴琪也表示，美国政府将采取一切政策手段以抑制物价飙升。

当前，我们谈论很多的脱钩、时代的结束，人的想法的脱钩才是最根本的。“承认我们无知，我们就留有更改和思考的可能性”。用博弈的思维去理解全球化是错误和短视的，而应该是一个个独立的国家和经济体，融合到整个世界经济体系中去，“去国家化”从而实现个人和企业的“国际化”。即便是美国所谓的全球化 2.0 版，也是继续全球化。而且，大多数跨国集团所谓的实施“中国+”战略，也符合我们双循环的选择，符合中国企业从“国内发展”努力走向“国内外共同发展”的逻辑。

正如 3 月两会记者会上，李总理在介绍 1 月生效的 RCEP，这个世界人口数量最多、成员结构最多元、发展潜力最大的自贸区时明确指出的，无论国际风云如何变幻，中国都会坚定不移地扩大开放。长江、黄河不会倒流。中国这 40 多年，从来都是在改革中前进、开放中发展。中国对外开放 40 多年了，发展了自己，造福了人民，也有利于世界。这是个机遇的大门，我们决不会也决不能把它关上。

企业家是发动一切的力量

规范资本是市场经济的必然阶段

受疫情冲击，4 月经济数据不出意外地全线回落。出口增速明显放缓，进口总额与上年持平。CPI 在能源及食品价格推动下温和抬升，地缘冲突持续使国际大宗商品价格高企，PPI 上游工业生产价格继续攀升，中下游制造业价格有所下降。社融存量大幅回落，住户企业部门信贷需求疲弱。全国城镇调查失业率为 6.1%，出现 2017 年以来历史第二高点。

有经济学家明确提出，“经济形势到了应该采取不计一切代价政策的时候”，当经济面临较大危机的时候，阻止系统性风险，必须放在宏观政策首位。投资者更关注边际变化：上海疫情在进一步走向可控的过程中；整车货运流量等高频数据显示经济逐步度过最差的时段。从 4 月 15 日降准、18 日央行“23 条”，到 26 日中央财经委会议部署基建，5 月 4 日新华社评“千方百计稳住市场主体”，15 日央行银保监会下调首套房贷利率下限，19 日调降 5 年期以上 LPR 利率，政策在继续累积的过程中。



中期角度,若排除疫情影响,宏观经济依然处于中高增长、中低通胀的环境。去年三四季度以来我国经济增速的下滑,主要是由于房地产行业出现短期断崖式大幅下滑所导致,当地政策转向后,有机会反弹企稳。在去年出口增长将近 30% 的大基数下,以及贸易加权人民币汇率明显升值的条件下,我国今年一季度出口实现了两位数以上的增长,进一步体现出中国制造业的强大竞争力。

制造业的终极特征之一是产能过剩,对控制通胀来说是好消息。疫情后央行相比海外克制谨慎,有效降低了宏观杠杆率。输入型的大宗商品通胀对中国的影响小于欧洲、日本、印度等国。本次大宗商品回落的性质也将是季度级别的修正,背景是需求减速、联储紧缩以及美债实际利率转正。

近日,英国《卫报》报道称,中国内部已经就能否扛住西方的全面制裁而开展了一些“压力测试”。香港金管局总裁余伟文出席立法会时,向议员讲解俄乌局势对香港金融影响,指金管局及银行业界已对不同情境都与银行业界草拟方案,当中包括资产被冻结或被剔出 SWIFT。

目前,美商务部正在调查中国企业是否利用柬埔寨、马来西亚、泰国和越南等渠道规避美对中国光伏产品的关税,计划于 8 月底前公布调查结果,届时或对来自上述国家的光伏产品加征具有追溯力的关税。美国本地光伏产业主要集中在下游电站开发与建设,本土制造产能不超过 8GW,完全无法满足本地的装机需求。美国太阳能产业协会表示,调查导致部分企业暂停对美光伏产品出口,部分光伏项目延期或取消。LBNL 关于等待并网的能源项目统计,可以看出光、储项目的待装机队列日益增加。加大对于中国企业东南亚产能的贸易壁垒,其实完全不符合美国的利益。

数据显示,2021 年全球虽然受到部分原材料出现阶段性紧缺、大宗商品涨价和物流成本快速上升的不利影响,但光伏新增装机规模仍保持持续增长势头,同比增长 31%,或将达到创纪录的 170GW。截至 2021 年底全球累计光伏装机规模或将达到 926GW,光伏发电已成为全球增长速度最快的可再生能源品种。随着今年全球光伏装机总量达到 1000GW,行业将迈入“太瓦时代”。站在碳中和角度来看,到 2030 年,全球新增装机需要达到 1500GW-2000GW,才能对全球能源转型形成有效支撑。

我们认为,“大力提升新能源发电能力、付出合理成本、不用中国企业产品”,三者是一个不可能三角。同时我们始终相信,“企业家是发动一切的力量”。国家层面应该要做好各种准备,

具体的企业经营单位的力量也必不可少,我们注意到新能源和电动车领域部分具备全球竞争力的企业在积极应对变局,准备加大海外的投入和投资。**企业家信心在地缘政治中也至关重要。**

科技造福社会,头部平台是重要的创新者和引领者。从全球视角比较来看,几大科技巨头在人工智能领域贡献了极大的力量。谷歌、Meta 及微软三大科技公司占据优势地位,公司拥有的顶级 AI 学者数量,无论是 top 10 还是 top 100 数量,均远多于高校和其他公司。

国内大部分头部平台也是经济中重要的创新者、改革者、引领者。未来平台企业不但要持续地推动国内的经济创新,还要争取参与全球的经济竞争。数字技术还通过广泛链接、智能匹配和信用塑造能力,提供更多市场化、广覆盖、可持续的共享机会,例如促进低能力人群的就业、交易、获得资源、提升自身能力等各个方面。

4 月 29 日召开的中共中央政治局会议提出,要促进平台经济健康发展,完成平台经济专项整改,实施常态化监管,出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。全国政协 5 月 17 日在京召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会,刘鹤副总理出席会议并讲话指出,全球数字经济正呈现智能化、量子化、跨界融合、深度渗透、变革速度指数化等新特征。要努力适应数字经济带来的全方位变革,提高综合国力和国际竞争力。数字经济发展必须坚持对外开放,**特别是着眼于人、着力于人,以开放促竞争,以竞争促创新。**

2021 年中央经济工作会议指出,“要正确认识和把握资本的特性和行为规律。社会主义市场经济是一个伟大创造,社会主义市场经济中必然会有各种形态的资本,要发挥资本作为生产要素的积极作用,同时有效控制其消极作用”。《21 世纪资本论》论证了一个命题:只要资本收益率超过经济增长速度,两极分化是必然的,宏观不稳定是必然的。从历史视角看,规范资本符合历史的逻辑,是市场经济发展的必然阶段。规范是为了发展,在发展中规范。

通胀导致资产价格重估

A 股资本流出压力缓解

中美贸易冲突阻滞了全球供应链之后,疫情蔓延和财政刺激货币宽松已经导致通货膨胀率持续上升,大宗商品价格持续高位,经济增长开始放缓,美联储升息压力加大。俄乌危机冲击能源和粮食供给,国际秩序破坏加剧,大宗商品价格再上新高,经济增长再度放慢。世界经济



从 08 年后的“三低一高”（低增长、低利率、低通胀、高债务）发展到今天的“三高一低”（高通胀、高利率、高债务、低增长），山雨欲来风满楼。美国 4 月份 CPI 同比增长 8.3%，低于 3 月份 8.5% 的增幅，但仍高于市场预期的 8.1%，PPI 同比增长 11.0%，均略低于 3 月份的增幅同时高于市场预期。

受美元指数不断上涨影响，铜、铝、铁矿石价格进入回落区间；受国际地缘政治影响，原油、天然气价格仍高位徘徊。今年后半年全球由于翘尾因素减弱，通胀读数可能下降。但是，价格相关指标依旧在高位，加息与金融市场动荡，可能加剧有色金属和能源价格的分离。美联储 5 月 FOMC 会议宣布上调联邦基金利率 50bp 至 0.75-1.00% 目标区间，6 月 1 日开始缩表。控制通胀仍是美联储首要目标。鲍威尔已将美国当下的通胀问题，定调为“史上最严重的通胀冲击”。但美联储也排除了在未来采取更激进选项的可能，暗含了对经济前景的担忧。伯南克指出：渐进主义是美联储在 2021 年年中没有更快地应对通胀压力的几个原因之一。疫情以来美债收益率持续低于金铜比也反映了美联储加息动作滞后。美债收益率曲线已出现倒挂，也警示 2023 年美国可能会进入衰退期。

在加息预期的支撑下，强势美元能帮助消化进口通胀，更将全球资金带入美元区。美元升值，但股票下跌，美债也下跌，十年期国债美国收益率到了 3%。俄乌冲突影响经济增长和物价，最直接的渠道是能源、粮食价格。这两个渠道对全球总体来讲是滞胀的影响，体现在美国通胀多一点，其他国家则是停滞多一点。在这种分化的影响下，通胀压力增加美国利率上升的动能。作为国际货币体系的储备货币提供者，美国货币政策一度极度宽松导致其资产估值水平较高。如果美国通胀在比较高的水平持续相当长的时间，进一步影响美国利率上升的空间和时间，资产价格的重估就会继续。

90 年代针对“通货再膨胀派”的批评，日本银行就认为，通货紧缩并非经济低速增长的原因，而是后果。日本所面临的真正挑战并非物价下降，而是在人口快速老龄化以及企业竞争力下降背景下潜在经济增长率的下降。毕竟短期来讲央行是最重要的市场利率决定者，但看远一点，即使央行短期不反应，投资者也要求有更高的利率来补偿通胀。

美元大幅升值背景下，人民币兑美元汇率贬值速度是 2015 年汇改以来最快的一次。对输入性通胀减轻带来不利影响，但也减轻了中美利差大幅缩窄后带来的资本流出压力。外因是条件，内因是根本，过去 10 年中，人民币跌破 7 的时间都是短暂的，背后应是中国贸易账户的



高顺差特征, 和中国制造业的强大竞争力。一旦汇率接近这一水平, 中国出口的韧性会重新显现, 中国资产的吸引力也会重新上升。事实上, 在人民币快速贬值期间, A 股的北向资金并未再出现持续的流出, 净卖出规模已经大幅收窄, 也表明资本流出压力有所缓解。

我们认为: 本轮人民币汇率贬值直接的驱动因素在于疫情造成的出口走弱。后续疫情对经济影响有所改善, 市场对美联储收紧预期较为充分, 汇率的波动有望降低。从过去的贬值周期来看, 汇率贬值和股票下跌存在一定同步性, 但更多是经济结果在两类资产价格中的反映。股票市场的拐点显著早于汇率, 对于经济基本面变化反映的更为灵敏。

智慧是武器, 谨慎是铠甲

勇气的最终来源是信仰

“重大底部出现在人人都忘记潮水仍会上涨的时候”。在低估值和政策底的共同作用下, A 股市场 4 月 26 日见底, 在风险偏好变化的支持下, 呈现出超跌反弹的特征。未来数月, 随着估值有所修复并逐步进入密集成交区, 板块和公司会依据各自基本面尤其是中长期的确定性进一步分化, 而市场可能进入震荡, 较难重现 2020 年疫情后的 V 型反转。一方面, 需要观察疫情发展、经济的恢复情况, 尤其是金秋重要会议的召开。另一方面, 也需要等待高通胀下高估值的美股下跌趋势影响结束, 由于 A 股和港股目前的货币周期与估值周期与美股相反, 外因只会形成短期冲击, 不会带来熊市。

长期看, 也许与人相似, 文明和民族也有自己的生命周期, “基因”起决定作用。投资需要顺大势逆人性, 当下虽然上证指数回到了 08 年的 3000 点, 但从高位跌去三分之一的创业板指数, 相比 12 和 19 年底分别还是上涨了 300% 和 100%, 也在从 A 股市场角度在印证, 高质量发展, 是中国经济未来唯一正确的方向, 和资本市场慢牛的基础。

创造现金流的股权才是世界上最值钱的资产, 未来几年, A 股总体具备供求两旺的前提。供给方面, 注册制后新上市公司数量会增加, 同时退市政策日益明确坚定, 将共同引领市场取舍, 资金自然会向优质公司集中。需求方面, 国内居民资产配置中股票的比例只有 10% 左右, 内需会被财富效应引领; 占 A 股市场 3% 比例的外国投资者, 比例也有机会大幅度上升。毕竟只要中美还是全世界投资机会最多的国家, 全球的投资者也别无选择。



人和组织的进步往往都伴随着风险承受能力的提升。这种提升有日积月累中物质上的积累，更有经过艰苦磨砺后精神上的强化。历史上每一次市场重大调整，对我们而言都是反思和进步的机遇。智慧是我们的武器、谨慎是我们的铠甲，而勇气的最终来源是信仰。

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。基金有风险，投资需谨慎。

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。

