

“政治是可能性的艺术、可行性的艺术、是次优的艺术。”

——俾斯麦

- 1、2022 年标志着一个时代的结束，尽管全球通胀已经达到顶峰并有所缓和，但世界不太可能回到 2008 年以来的低通胀时代，世界也不太可能回到过去近 15 年里普遍存在的负/零/低利息。
- 2、A 股、港股和中概股强势反弹，北上资金刷新月度净买入历史纪录（北向 1413 亿元，南向累计净买入 3 亿元），整体交易疫后复苏的逻辑，大消费、金融地产、新能源都有各自向好的逻辑支持。
- 3、强预期、弱现实之下，A 股市场应该是在震荡中重心上移，而不会是一波单边牛市。当下恢复最显著的可能是原来病情最严重的业态；但是持续性更强的一定是最强劲的生命体。
- 4、在中国经济穿越周期向高质量发展转型升级的进程中，投资者建立对冲，提前布局关键。需要大格局，深刻的产业洞察和稳定的负债端等。“以末致财、用本守之”。以 10 年甚至更长时间为期，高筑墙、广积粮，建立自己的根据地。
- 5、整体来看，央行 2023 年的工作重心仍是保证流动性向实体的传导，以支持稳增长、稳就业和稳物价的工作，货币政策稳健的基调延续，但需密切关注经济基本面反弹和通胀出现上行信号后货币政策发生的相应变化。
- 6、股票价格除了自身基本面，也受到自上而下流动性、风险偏好等因素的较大影响。然而真正赚大钱的投资，还是赚未来的大行业领袖企业生命周期的钱，而不是选时。



负利率时代暂告终结 今年 A 股市场重心可能震荡上移



2022 年的痛苦成为了 2023 年的收益，通胀和经济数据，在新年的第一周有了一个良好的开端，全球股票和固定收益市场初现峥嵘。全球负利率债券的总市值已于 2023 年 1 月 4 日归零（最多时负利率债券的总值曾达 18 万亿美元），标志着负利率时代暂告终结。

截止 1 月 25 日，费城半导体、纳斯达克、标普 500、道指分别上涨了 15.28%、8.09%、4.6%、1.8%，CBOE 波动率下跌了 11.98%，至历史平均波动水平 19.5 之下。亚洲新兴市场 and 欧洲股市延续了去年 10 月份开始的轰轰烈烈，德国 DAX、法国 CAC、英国富时 100 至今分别最高上涨了 28.7%、26%、16%；恒生、恒生科技、纳斯达克中国科技指数更是分别上涨了 51%、68%、79%。同期美元呈现弱势，离岸人民币兑美元一度上涨近 10% 至 6.7，回到了 5-8 月份的平台。

海外商品有所反弹，布油和 LME 铜最高分别达到 88 和 9300 美元以上，COMEX 黄金从最低点一度反弹超过了 20%，一方面美元指数持续下行，金融环境的紧缩预期持续改善，市场的风险偏好有所改善；另一方面中国需求环境的预期有所好转，对部分工业金属的预期改善起到积极作用。中长期对商品影响的核心因素仍然在于需求，全球经济增速的下行预计会对商品价格形成下行压力。

美联储 12 月 FOMC 会议纪要显示，通胀进一步加剧的风险确实低于去年，但当前的通胀绝对水平依然太高，距离货币政策目标（2%）太远，因此还需要将高利率维持更长时间（higher for longer）。未来加息后利率达到的水平比市场预料的更高（绝大多数联储官员都将他们的利率峰值、即终端利率预期水平上调至 5% 以上）。

2022 年标志着一个时代的结束，尽管全球通胀已经达到顶峰并有所缓和，但世界不太可能回到 2008 年以来的低通胀时代，世界也不太可能回到过去近 15 年里普遍存在的负/零/低利息。这对投资者来说是一个范式的转变。2022 年的戒断是痛苦的，但尽管如此，在我们进入 2023 年时，还是出现了机会。

A 股、港股和中概股强势反弹，北上资金刷新月度净买入历史纪录（北向 1413 亿元，南向累计净买入 3 亿元），整体交易疫后复苏的逻辑，大消费、金融地产、新能源都有各自向好的逻辑支持，且在当下基本面数据真空、政策连续出台的背景下，市场容易抢跑估值修复（悲观时候看当下，乐观时候看未来），连续的阳线融化着 1 年来的阴郁积雪。

结合我们去年底以来的判断，经历了一整年海内外突发事件的冲击，俄乌冲突走向相对明朗。“对于我们这么大的经济体而言，保持经济平稳运行至关重要”，经济会议要求“加强各类政策协调配合，共促高质量发展合力”。

A 股市场有望回到起步于 2018 年底慢牛轨道上来，第一步是风险偏好修复，第二步是经济和盈利的企稳回升。外资基于海外经验，认为放开的交易高度确定，北上资金短期情绪已处于高位。但从居民杠杆率、地产市场调整影响居民资产负债表和失业率上升居民收入增速下行、财政刺激政策不同角度影响等各个方面，**中国和美国及海外其它国家的现状存在较大不同，不能简单参考海外的经验。**

12 月防控政策迅速转向之后，整体“吃劲”但对经济社会生活的影响日益明显减轻，伴随春节开始的报复性消费可能会持续一段时间。但**大疫三年，病去如抽丝**，无论居民部门进入大的去杠杆周期，还是疫情期间收入锐减

和债务增加，都意味着消费的复苏会后劲不足。房地产企业也需要 1-2 年时间修复自己的资产负债表，才有能力重新融资和扩张。基建在去年的高基数下上升幅度有限。出口可能面临一定的温和收缩。由此，利率（尤其上半年）也不会有太多的向上压力。

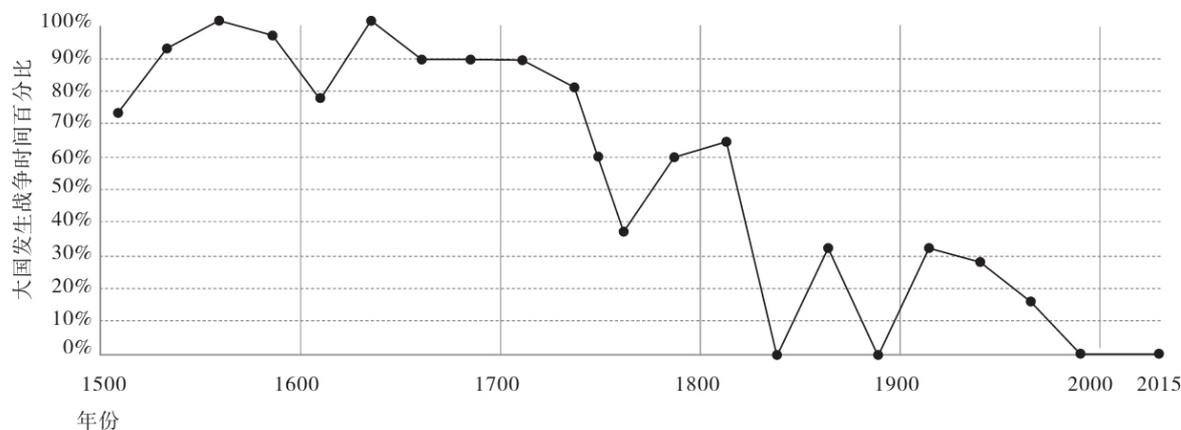
强预期、弱现实之下，A 股市场应该是在震荡中重心上移，而不会是一波单边牛市。当下恢复最显著的可能是原来病情最严重的业态；但是持续性更强的一定是最强劲的生命体。

2022 年，中国前三季度 GDP 增速是从 1990 年算起第一次低于亚洲经济增速。历史上看，无论对照美国的几次萧条，还是日本失去的 30 年，中国可能需要数年调整期去消化房地产和基建这两个发动机失去动力后的低迷，直到有足够大体量的类似新能源、电动智能车等产业的此消彼长。在中国经济穿越周期向高质量发展转型升级的进程中，投资者建立对冲，提前布局关键。需要大格局，深刻的产业洞察和稳定的负债端等。“以末致财、用本守之”。以 10 年甚至更长时间为周期，高筑墙、广积粮，建立自己的根据地。

“ 世界格局加速演变 人类能找到比杀戮更聪明的办法 ”

世界格局加速演变，要避免大国冲突全面上扬。也许就像上个世纪，苏联和美国竞争激烈，但设法避免了战争。如果理性占据上风，中美战略竞争不太可能演变成热战，因为双方的伤亡和损失都将难以想象。没有赢家，只有输家。

马克斯·罗泽制作的图表，显示了 1500 年到 2015 年“大国间发生战争”的比例。1500-1800 年左右，至少 70% 以上的时间大国之间都在打仗，这个比例后来逐渐下降，到近期，大国之间的战争已经非常少了。世界在变得更加和平，生活在资源越来越丰富、文明越来越进步的当代，我们希望，对于抵达政治秩序，人类能找到比相互杀戮更聪明的办法。“如果一个问题没有解决方法，就可能不是个要解决的问题，而是有待时间去克服的事实（西蒙·佩罗斯）”。



资料来源：《可能性的艺术：比较政治学 30 讲》，刘瑜

中国正在追求经济全球化，而美国仍在坚持军事安全上的全球化。在冲突中保持中立是大多数国家选择的立场。两极化是人类非常愚蠢和不幸的选择。

许倬云新年里感慨道：中国摸索这条道路，70年来走得很辛苦，颠颠簸簸，最近经过了一段繁荣，我们面临世界的局面，也不会有同样的繁荣的机遇，被拖下水呢还是避免被别人拖下水？甚至帮助别人浮起来？更重要的是如何安顿内部、如何在找路中间不要迷路？更要紧的，找路的实践不要自相冲突、不要破裂！“14亿人口这条船太大，不能沉！沉了的话地球跟着一起下海！”

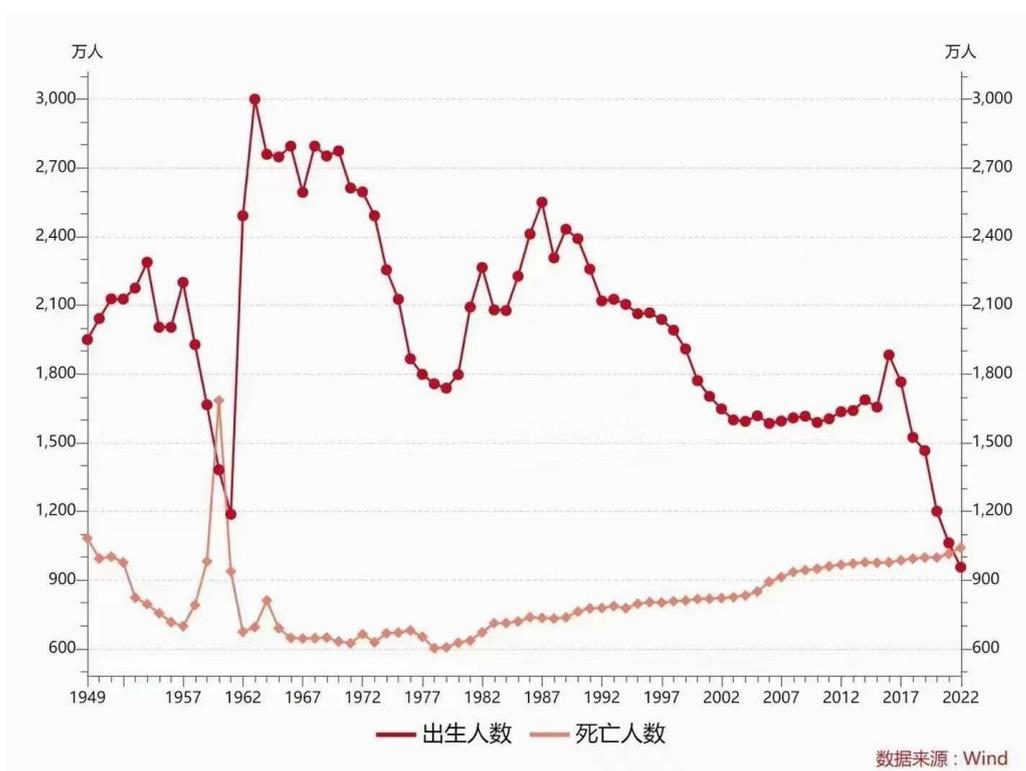
今年达沃斯年会主题“在分裂的世界中加强合作”有很强的现实针对性，刘鹤演讲时表示，当前，中国正在加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。中国的基本国情决定了必须对外开放，不断提高对外开放质量和水平。关于如何解决世界合作问题，他提出了包括“加强国际宏观政策协调，平衡好治理通胀和稳定增长的关系”（目前一些国家采取的应对思路是“通胀-加息-衰退-复苏”。需要注意的是，本轮通胀是复合型通胀，成因复杂，除了需求侧因素外，应当供需两端同时发力，同步修复产业链供应链，高度重视能源安全、粮食安全）在内的三点观察。

“

经济总量的压力仍然存在 核心在于扭转预期和凝聚长期信心

”

对中国经济来说，2022年并非好年头，统计局公布全年不变价GDP同比3.0%，这是1978年经济改革开放以来倒数第二低的年度增速（最低增速是2020年的2.2%，倒数第三低的是1990年的3.9%），略高于原定目标5.5%的一半。此外，一直下降的人口出生率首次降至6.77‰，低于人口死亡率7.37‰，是1960年以来首次出现这种情况，年末全国人口141175万人，比上年末减少85万，步入负增长了。同时城镇化率只提高0.5%，房地产销量下降26%，这些指标都是彼此相关的。2023年，印度可能取代中国，成为世界上人口最多的国家，而中国还将增加近3000万老年人口。



在观察人口绝对数量变化的同时，还要关注人口素质的提高，尤其是适龄劳动人口（15-59岁），虽然这个比例应该是十年前就见顶了，但劳动者受教育程度在提升。朱雀基金固收组认为，从中长期来看中国经济还是具有维

持韧性的基础，主要是居民受教育程度提升带来的工程师红利的释放，将持续驱动劳动力要素的效率提高，一定程度上能够抵消人口绝对数量下降的影响。

另外，全球主要发达经济体实际人均 GDP 低于 2 万美元的情况下，年平均经济增速仍然可以维持在 6%左右。未来十年，中国经济仍然具备维持较为稳定增速的基础，年均实际增速很可能介于 5%至 6%之间。

本轮疫情后国内社会生活恢复有可能在 1 季度完成，这个新年，承载着三年来太多的憧憬，经济仍在探底，但政策暖风渐起。作为社会的微观基础，疫情期间收入锐减和债务增加使得居民资产负债表恶化，现阶段经济结构转型仍在进行中，在降低对地产依赖度的情况下，经济总量的压力虽然伴随着政策纠偏而缓解但仍然存在。

目前来看，核心还是在于扭转预期和凝聚长期信心，让微观主体充分发挥活力。

刘鹤副总理在达沃斯回顾中国经济过去 10 年，GDP 从 54 万亿元增加到 121 万亿元，人均预期寿命从 74.8 岁提高到 78.2 岁，对世界经济增长的贡献率达到 36%左右。总结了 5 点经验：必须坚持**发展是第一要务**（“**发展是硬道理**”），坚持以经济建设为中心；必须坚持社会主义市场经济改革方向；必须坚持全方位扩大对外开放；必须坚持依法治国；必须坚持创新驱动发展（发展教育，重视人力资本的提升，**重视金融、科技、产业的三角循环**，努力提高劳动生产率）。“**这些经验是我们从改革开放以来一直奉行的重要做法，必须长期坚持，毫不动摇**”。“**为政之道，以顺民心为本，以厚民生为本，以安而不扰为本**”。

如果说公元前 7 世纪的管仲和前 4 世纪的商鞅，分别意味着中国历史经济社会中出现了市场经济和计划经济的雏形。2000 多年来，经历了十几次对历史进程产生了重大影响的重大的经济变革，包括**政府与商人，稳定与发展关系**的不断适应背后，也都能找到管仲和商鞅变法的影子。最近 40 多年改革开放下的经济崛起大发展，与其说是“**人类行为的意外后果**”，倒不如说是 2000 年经济变革史的一次合理性演进。

企业的土壤是市场，市场有多大企业就有多大，美国有那么多世界 500 强的核心原因在于其世界第一大经济体给予的空间。过去几十年，全球的创新基本上可以总结为 G2 模式，即以**美国为代表的发达国家引领全球进行科技创新，创新成果通过中国的工程师红利和超大规模市场快速商业化**。“在 G2 模式之下，美国企业通过中国制造业体系和大市场快速商业化创新成果，获得的收益可以反过来支持进一步创新；中国在这个过程中‘干中学，学中干’，技术追赶也取得了很大成就，甚至在一些领域已经快速赶上”。全球都受益于中美之间的创新合作模式，享受了低成本的创新成果。

现在这样的模式遇到了挑战的背景下，私人部门的活力和韧性将成为政策所要平衡的关键。工信部部长金壮龙接受采访指出：**建设现代化产业体系，关键在振兴制造业**。“我们将**锻长板、补短板、强基础**，全面提升产业体系现代化水平”。能源就是人类的基础设施，信息就是跑在高速公路上的汽车(AI)。

行业企业层面，朱雀基金关注的公司都在各自领域积极作为。马斯克在财报会议中提及优秀的中国车企同时，Tesla 率先打响 23 年高端电车价格战，行业竞争压力扩大。朱雀基金先进制造 2 组认为，行业发展来看，只有降价才能展现电动车的更高性价比，加速对传统燃油车的替代。可类比当年福特 Model T，从 1910 年的 950 美元售价降到 1923 年的 269 美元，考虑到货币贬值和人均收入的增加，汽车消费的定位也从高到低演变，从而加速了汽车在美国的普及，并引领了汽车工业的加速进步。特斯拉在工业制造和供应链方面做到的高效率和规模效应推动成本不断下降，是技术进步的成果。对于新势力会形成很强的鲶鱼效应，将加速优胜劣汰迫使大家不断优化产品策略、制造工艺和效率提升、供应链控制、研发投入的平衡，做到短期和长期更好的协调。



明年面临的真正问题是高利率持续 密切关注货币政策的变化



12月CPI同比1.8%，环比0%，PPI同比-0.7%，环比-0.5%。朱雀基金固收组指出，对核心CPI而言，疫情防控放松之后面临的不确定性在增加，首先是城市内部的劳动力供给可能受到一定短期冲击，其次部分接触性服务业的需求有望边际改善，结合低基数效应，核心通胀反弹的趋势可能会有所凸显；且从海外经济体的情况来看，疫情防控放松之后都存在核心通胀上行的过程；工业品价格维持低迷态势，能源类环比下行较为明显，但黑色和有色金属价格开始出现反弹。通胀目前尚未构成政策核心的关注因素，但是疫情防控放松之后，供给侧和需求侧的不确定性均较为明显，需要持续关注通胀上行的潜在压力。

整体来看，央行2023年的工作重心仍是保证流动性向实体的传导，以支持稳增长、稳就业和稳物价的工作，货币政策稳健的基调延续，但需密切关注经济基本面反弹和通胀出现上行信号后货币政策发生的相应变化。过去十年经济年均增长6.2%，金融机构总资产大幅增加到400多万亿元，目前我国外汇储备保持在3万亿美元以上，股市债市规模位居全球第二。

继12月欧元区通胀率连续第2个月回落后，美国12月CPI同比上升6.5%，为自2022年年中达到峰值以来连续第6个月放缓；CPI环比下降0.1%，为两年半来首次环比下降，都完全符合市场预期（而前两个月数据当时都低于预期）。美联储的判断虽不一定正确，但确实是审慎的，因为试错成本过高。

明年真正面临的问题是，5%这个利率水平保持的时间会相对比较长；未来世界里，通胀可能也回不到从前。另一个很有意思的变化是：历史上美元指数的快速上升阶段，80年代美元指数160是南美债务危机，1998年美元指数120是亚洲金融危机，这一次美元指数最高114左右，市场感受最强烈的是美国的核心朋友圈英镑、欧元和日元的大幅贬值，这可能是世界经济版图重构的一个确认，这些非美的发达国家的经济实力占比已经逐步被中国、印度、印尼这些国家所上升取代。

美联储必须保持信誉。霍华德说，在宣布战胜通胀之前，美联储不仅需要确信通胀已经接近2%的目标，而且还需要确信通胀心理已经消失。未来几年，通货膨胀和利率至少在一段时间内它似乎仍可能高于“金融危机”之后我们所习惯的水平。全球化正在放缓或逆转，美联储也面临着如何处理其资产负债表的问题。我们已经从2009-2021年的低回报世界回归了完全回报世界，将受到经济增长、通货膨胀、利率以及外生事件的影响，所有这些都是不可预测的。“这就是我所说的沧桑巨变。我们永远不知道我们要去哪里，但我们应该知道我们在哪里”。



知行合一是投资的灵魂 真正赚大钱的投资来自于少数“超级公司”



“知不知，上矣。不知知，病矣（道德经73章）”。知行合一是投资的灵魂，比长（判断生命周期）不比短（预期差）。巴菲特的文章和访谈，核心都是“如何去寻找优秀的企业”。胸中有森林，才能知大树，研究格局的形

成过程是离不开勤勉，想到后要第一时间行动，把精力聚焦在评价公司核心竞争力和发展空间上，尤其是对企业家的评判能力（重中之重，但也是个动态的过程，优秀的领军人物太稀缺，尤其现在这个不确定的时代），形成大致正确的定价能力等。如果思考不能落实在行动中，或者行动了但没有下重手，意义也很有限。

朱雀基金历史上，判断未来时纠结难免，即使最成功的案例也绝不是一帆风顺的，对于善于思考的投资者而言，艰苦的投资实践过程有助于洞察能力的提升。每一次相关公司股价的较大变化都是市场在提示我们，也是重新把握的机会。

值得注意的是股票价格除了自身基本面，也受到自上而下流动性、风险偏好等因素的较大影响，自下而上研究投资过于脱离自上而下、孤芳自赏，也会贻误战机，下不了重手成不了大事。毕竟即使在美国这个全球最成功的股市中，大部分公司并不能跑赢国债，甚至消失在历史长河中，少数“超级公司”贡献了绝大部分涨幅。

然而，真正赚大钱的投资，还是赚未来的大行业领袖企业生命周期的钱，而不是选时。由于天然的外溢性（风险），监管反复明确“压实金融机构及其股东的主体责任”，真正的自信和放松应该来自商业模式更可持续，并结合建设团队综合能力形成了有效支撑。民营企业股东责权明确。适度的规模和生态协同是朱雀基金的追求，确保可持续创造价值和自身盈利能力。历史上看，只有行情和风格偏好处于某种极值的时候，预测择时的胜率会高一些。相比过去一年的宏观大年，对于中国之外的世界经济，2023 将是艰难的一年，中美两国关系也处于调整期。去年底市场对 A 股预期比较一致、普遍乐观，但由于担心经济复苏、外部环境等，内心底气并不足。

有史以来最高的 17.8 万亿元的新增储蓄，较之前三年平均每年 10 万亿元左右的规模高出约 80%。如果普遍为此担忧，那么就不必担忧；如果无人担忧，反而应该忧虑。从逆向思维的角度，这些超额储蓄大概率成为未来行情的动能。毕竟房地产只是区域性资产，只有多元开放规模庞大的资本市场才是国内民众的终极财富储值工具。已成为全球第二大经济体的中国，内循环体量巨大，其中制造业 GDP 已是美国、日本、德国这三个国家制造业创造的 GDP 之和，少数电动车、新能源制造领域的公司已经具备了全球领先的竞争优势，得到了全球投资者的关注和认可。

价值投资基于现实世界的商业底层逻辑，是比股市更大的系统，但市场和股价的波动会远大于正常的基本面变化。所以巴菲特才会说：做 CEO 让我成为更好的投资者。索罗斯下注宏观演绎下的各类金融资产价格变化，更多赚的是其他市场参与者的钱，优胜劣汰的结果，会造成市场的不断升级变化、效率提升，但面对着量化 AI 这样的高维竞争对手越来越大的挑战。

朱雀基金以产业逻辑为依据，投资体系和方法趋于稳定。首先，避免行业上南辕北辙，在专注领域不断进取学习。其次，实践中深刻认识到，优秀公司也是最好的学校和合作伙伴，公司研究精益求精杜绝浅尝辄止。每一次有效的前瞻提升也意味着新的机遇，相信朱雀基金投研团队经过过去两年的迭代升级，成果会逐步充分显现在工作实践中。

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。