



“ 我没有背景，这一切都是我努力所得。

—— 《满江红》 ”

- 1、每一轮全球加息周期总会有牺牲者，主要发达经济体货币政策的快速调整在产生外溢效应的同时，内溢影响日益显现。
- 2、高利率带来的美国金融市场的脆弱性仍未彻底消除，即便风险偏好修复，此次事件也会对美国金融条件产生持续的负面影响。除了通胀和就业这两个显性目标，风险管理这个隐形目标的权重再次上升。时隔近 30 年之后，欧美中央银行再次面临在物价稳定和金融稳定之间取得平衡的问题。
- 3、中长期空间巨大的产业必然吸引多方面各种资源涌入，内卷是制造业的发展规律，而充分竞争是淘汰落后企业的有效方式，本身都是市场原动力。可以说，不内卷无进化。
- 4、中国优势制造业必须面对走向全球制造的挑战，才能继续升级为人类社会发展历史中值得尊重的国际巨头。
- 5、对于前瞻性的技术领域，筛选出优秀标的需要更深的产业链覆盖能力，从细微中发现幼苗，一旦看准，则坚定出手，等待市场形成共识，在前瞻过程中需要耐心，做到在研究和投资上持续的坚守。
- 6、每一轮热点轮动过程中，实际是市场筛选优秀公司的过程，错过不可悲，可悲的是错过整个未来，因此做到敬畏市场，从市场中学习，为研究起到事半功倍的效果。
- 7、判断未来的大树需要从学习森林开始，长期研究积累是投资的前提和基础，但十几年的投资创业经历也不断告诫我们，往往在自身最熟悉聚焦的领域，成功是失败之母。



美国金融市场的脆弱性仍未消除 内卷是制造业发展律，无内卷不进化



每一轮全球加息周期总会有牺牲者，主要发达经济体货币政策的快速调整在产生外溢效应的同时，内溢影响日益显现。本月美国硅谷银行遭遇大规模储户挤兑并引发一系列全球性连锁反应，其中瑞士信贷作为全球系统重要性金融机构受到了冲击。

事件发生后，美国联邦存款保险公司迅速接管硅谷银行并承诺向所有储户全额偿付，美联储也推出了针对所有银行的救助性贷款计划，瑞士联邦政府也宣布，瑞士信贷将被瑞银集团收购。

美债利率在 2y 破 5%、10y 破 4% 后也终于迎来了大幅回调，2Y-10Y 倒挂幅度也迅速从超 100bp 收敛至 60bp 左右。美股下跌幅度比较温和，尤其纳指年初以来上涨超过了 12%，特斯拉降价和 chatgpt 直接推动部分个股大幅反弹之外，毕竟加息确实已经放缓。美元指数大幅回落，欧元日元人民币借机反弹，由于风险偏好以及对应的需求预期引导，近期油价整体下跌显著同时金价大幅上涨，铜价回到 9000 美元。

国内商品持续出现下跌，反映出一定旺季不达预期的迹象，也表明市场对后续固定资产投资的预期有所回落。A 股调整幅度超过了我们的预期，市场快速轮动炒作，但赚钱效应下降，似乎也意味着全面注册制背景下，不同行业和中长期基本面将成为股价最重要的驱动力，主动投资者必须建立健全相关的可持续盈利模式。

SVB 事件没有演化成雷曼时刻，也没有成为美联储的转折点，3 月加息 25bp 至 4.75-5% 得到 FOMC 全员支持，欧央行也坚持加息 50bp。毕竟相对于金融市场的不确定性而言，本轮银行危机对实体经济的影响远小于 2008 年。但高利率带来的美国金融市场的脆弱性仍未彻底消除，即便风险偏好修复，此次事件也会对美国金融条件产生持续的负面影响。

除了通胀和就业这两个显性目标，风险管理这个隐形目标的权重再次上升。时隔近 30 年之后，欧美中央银行再次面临在物价稳定和金融稳定之间取得平衡的问题。如果平衡不好，欧美经济将会陷入滞胀态势。对中国而言，一方面欧美经济衰退带来出口下行压力，另一方面欧美资产风险溢价上升，增加了中国通过财政货币放松支持内需的空间。

近日中国央行宣布了降准 0.25%，释放约接近 5000 亿元中长期资金。同时在四季度中国货币政策执行报告中提出“稳固对实体经济的可持续支持力度”，意味着无论从关注债务还是关注资产价格的角度，除了硅谷银行高期限错配和高业务集中度导致的风险，以及美联储从过度宽松到急剧加息带来的货币条件大逆转，更需要重视 80 年代以来的过度金融化、混业经营以及 2018 年美国金融“监管倒退”的制度环境的影响。证监会 23 年机构监管工作会议强调坚持监管的政治性、人民性和专业性，聚焦主责主业，努力构建集约型、专业化、高质量的行业发展新格局。

1-2 月份数据显示，经济仍然处于弱修复态势中，趋势较为明确。但市场更关注上层建筑导向和国际形势变化对不同行业长期影响。近期 ChatGPT4 的横空出世和特斯拉公布 PLAN3 计划等，进一步加剧了 A 股市场对竞争内卷等问题的担忧。

我们的观察和认知是，中长期空间巨大的产业必然吸引多方面各种资源涌入，内卷是制造业的发展规律，而充

分竞争是淘汰落后企业的有效方式，本身都是市场原动力。

如光伏产业发展不同阶段都曾出现过的产能过剩，反而促进了有核心竞争力的公司不断升级产品、管理和服务能力，催生出了世界一流的龙头企业，企业也成为了科技创新的主体。各领域优势公司、专精特新企业恰恰是这样的环境快速成长走出来的，可以说，**不内卷无进化**！

而面对风云变幻的地缘政治，一方面中华民族伟大复兴不会孤立存在，全球化的底层逻辑是优势互补，服务人类社会升级、利益共享，绝不是把全世界的钱都赚到中国，企业参与国际竞争同时也在树立 global local 的发展理念，服务所在国并带动当地就业繁荣等。

另一方面，备豫不虞也成为了参与国际竞争的常态，不仅涉及战略性矿产资源的对外依存度，包括中国制造业从产品进而产能进入欧美，都应该做出各个方面最坏的准备。李总理用“四千”精神来鼓励民营经济群体，强调要营造市场化、法治化、国际化营商环境，更鼓励相关企业“不仅做中国行业龙头，更要做世界行业龙头”！

自古以来，中国从来不缺乏企业家精神。在日益复杂激烈的竞争环境下，公司的**核心竞争力取决于核心团队“常精进”的意愿和能力**。

我们致力于发现和聚焦于推动双碳、数字经济等大时代进程的核心公司和关键节点企业，并积极参与支持其事业发展。综合评判重大环境的不确定性在相关资产价格上已得到了较为充分的体现，秉承产业逻辑，努力站在行业领先视角前瞻判断，探索发现相对正确的方向，在不确定性加大中更加重视企业家的信念和综合能力，进而企业的比较优势，证券投资打 6、7 成概率的仗，主要以公司生命周期为维度进行卡位，不试图以预测大环境调整变化选择投资风向。

“

**外部环境不确定因素显著增多
独立自主探索现代化道路多样性**

”

总书记参加全国政协十四届一次会议联组会指出，党的十九大以来的 5 年，是极不寻常、极不平凡的 5 年。我国发展的外部环境急剧变化，不确定难预料因素显著增多。

在中国共产党与世界政党高层对话会上的主旨讲话中指出：我们要秉持独立自主原则，探索现代化道路的多样性。我们要弘扬立己达人精神，增强现代化成果的普惠性。坚决反对通过打压遏制别国现代化来维护自身发展“特权”。

根据美贸易数据，美国从中国进口的货物总值从 2018 年的 5385 亿美元下降至 2022 年的 5368 亿美元，同期中国占美国的进口份额从 21.2% 下降到 16.5%。与之相对应，欧盟 27 国从中国进口的货物总值从 2018 年的 3426 亿欧元上升到 2022 年的 6260 亿欧元，同期中国占欧盟进口份额从 17.9% 上升到 20.8%。

外长秦刚在十四届全国人大一次会议记者会上回答中外记者提问明确表示，中欧是两大文明、两大市场、两大力量。中欧开展交往完全是基于彼此战略利益独立作出的选择。不管形势如何发展，中方始终视欧盟为全面战略伙伴，支持欧洲一体化。中国支持中东国家战略自主，反对外部势力干涉中东国家内政。中国愿做中东安全

稳定的促进者、发展繁荣的合作者、团结自强的推动者。

美文化崇尚丛林法则、弱肉强食，侵略性强，即使对于欧洲盟友，经济上也并不关心，竞争不择手段。政客往往受民意左右。

中国外交对美态度进一步明朗，有助于各方正视现实、明确预期和“红线”。毕竟“对于大众来说，抽象的爱国主义和战争往往能激发起巨大的热情，但真正的战争危险临头却是另外一回事，尤其是一场代价可能十分高昂的战争”。习主席在同普京总统就乌克兰问题交换意见时，也谈到了“历史上看，冲突最后都需要通过对话和谈判解决”。

“

**制造业是我国经济的根基所在
优势制造业必须走向全球制造**

”

国家统计局公布 2 月份制造业采购经理指数（PMI）为 52.6%，比上月上升 2.5 个百分点。总的来看，随着节后复工返岗进程的推进，2 月制造业 PMI 数据进一步确认了复苏方向，且结构上出现了一定的改善。

总书记在参加十四届全国人大一次会议江苏代表团审议时强调，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。指出加快构建新发展格局，是推动高质量发展的战略基点。要把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，加快建设现代化产业体系。

“任何时候，中国都不能缺少制造业”。要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。李强总理答记者问务实真诚，明确了今后政府工作中要重点把握的 3 个方面：牢固树立以人民为中心的发展思想、集中力量推动高质量发展、坚定不移深化改革开放。

本届中央政府对 GDP 总量目标的关注度持续淡化，更加关注基层民众的生活质量和经济增长的质量，确定今年中国经济预期增长目标定为 5% 左右。具体工作当中，打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险的组合拳。明确以新一轮政府机构改革为契机，切实加强政府自身建设，突出抓四件事：大兴调查研究之风、扎实推进依法行政、提高创造性执行能力、坚决守住廉洁底线。

总理调研第一站选在了湖南的两个制造业重镇，株洲和长沙，并主持召开先进制造业发展座谈会指出，**实体经济特别是制造业是我国经济的根基所在**。随着国内外形势发生复杂深刻变化，我国制造业发展面临一个重要关口，我们坚守制造业的决心不能动摇，做强制造业的力度必须加大。

要紧紧围绕制造业高端化、智能化、绿色化发展，加强战略统筹谋划，推进高水平科技自立自强，推动传统制造业改造升级和战略性新兴产业培育发展，加快中国制造向中国创造、中国产品向中国品牌转变。

西方经济学家多数都认为产业政策、政府干预是低效的，但一些国家实践新自由主义的结果引发了去工业化、贸易逆差和债务危机，各国政策制定者开始重新考虑实行产业政策。此前美国只有地方政府为了吸引投资而减免企业地方税，但《芯片法案》《通胀削减法案》为联邦层面的政府补贴开了先例。

本月欧洲正式公布《净零工业法案》草案。朱雀基金认为，欧盟对于碳中和的目标推进仍然较为坚定，**法案更**

多地是在强调供应链的自主可控诉求，并不是为了针对中国，一定程度也是对于美国 IRA 法案的一种回应。

基于历史数据，欧美光伏装机量全球占比在 30%左右，且属于利润最为丰厚的两个市场。在逆全球化的背景下，欧美出台的供应限制政策叠加近期海外经济衰退预期，引发了市场对于光伏需求不确定性的担忧。

但相比上一轮的破局之道是国内扩大内需，和发展先进产能、不断降本。新一轮的挑战是在平价之后，除了需求结构的多元化，和扩大先进产能、提升技术创新之外，供应端的多元化布局，走出去成为必要的一步，对企业全球化的运营、管理能力等方面提出新的要求。包括欧美合作伙伴、供应链管理方面，龙头公司结合东南亚实践等，已有了积极准备和安排。在资源建筑等领域走出去之后，**中国优势制造业必须面对走向全球制造的挑战，才能继续升级为人类社会发展历史中值得尊重的国际巨头。**

20 年 4 月《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》首次将数据要素单列于要素市场化配置。组建国家数据局继续做加法，像能源局一样归由国家发改委管理。在数字经济时代，朱雀基金认为，由于生产方式主要以开发利用数据为主，因此核心资源是数据资源。数据作为新的生产要素，已经成为与劳动力、资本、土地一样重要；但其又有自身特殊性，对人类来说意味着两个第一次：不是从大自然获得资源，而是自己生产了资源；资源在使用中变得越来越值钱。

而以 AI 为代表的技术进一步提升了生产效率函数。生成式 AI 正在推动 AI 的快速应用，AI 越来越像是一个下一代通用技术。“等待着被 AI 革命”的传统行业，就像当年被互联网化那样，引发了全球企业制定 AI 战略的紧迫感。英伟达宣布正针对 AI 的发展需求不断改进软硬件设计，提供新的商业模式。AI 行业正朝着更高算力、更低综合成本、更低使用门槛的方向发展。

美国商务部再度宣布将包括 CPU 芯片核心企业在内的 28 家中国企业列入了实体清单。刘鹤副总理月初调研时强调，**发展集成电路产业必须发挥新型举国体制优势，用好政府和市场两方面力量。**进入 AI 的实干年代，大量的数据、世界级的执着企业家、优秀的人工智能科学家，主动、积极支持人工智能发展的政府。

年轻的研究员们更愿意相信，中国在人工智能的发展与应用方面会比较快的与美国匹敌。随着中国市场经济的建设进步，民营经济和国有经济，逐渐形成了相辅相成、协同并进的市场化竞争关系。“民营经济是我们党长期执政、团结带领全国人民实现‘两个一百年’奋斗目标和中华民族伟大复兴中国梦的重要力量”。

白重恩老师强调，要让民营企业放心，要让全体人民放心，要让全世界的人民对中国放心，必须要改善全民的科学素质，才能做科学的决策，形成一个容纳有逻辑、有事实支撑的言论环境。

“

**热点轮动是筛选优秀公司的过程
长期研究积累是投资的前提和基础**

”

2 月的通胀数据显著低于市场预期。“可持续支持”可能成为今年货币政策演进的主线。易纲在国新办新闻发布会上表示，近年来人民银行精准有力实施好稳健的货币政策，保持币值稳定。人民银行判断 2023 年我国通胀水平总体保持温和是主基调。短期看通胀压力是可控的；但从更长期看，外部环境还有难以预料的事情，**需求也在逐步恢复，要对通胀保持警惕。**

两项巨大的政策行动拯救了硅谷银行的储户，基本化解了市场担心的银行业系统性风险。瑞银与瑞信的合并交易跳过了股东会批准，以牺牲瑞信的股权及债权人作为代价。之后美联储加息 25bp，确认加息周期逐步接近尾声，但中期路径较一个季度前并未改变。通胀方面商品已经在降、房租马上将降、只有超级核心通胀难降，需要用高利率来压制。

政策指引与朱雀基金判断基本一致，即美联储有总量货币政策和结构化政策两套工具，前者用来应对通胀等长期问题，后者用来解决短期的银行流动性问题。

具体来看，点阵图基本维持不变，也就是说近期事件没有改变中期的利率路径，还剩余一次加息并且维持至年底，年内完全不会降息。说明委员对于现在银行风险的态度：美国银行业健康且有韧性，SVB 只是个案，今后将加强监管，通胀问题和风险问题要分割来看。

记者会上鲍威尔也明确回复：银行风险下的信贷紧缩对加息有替代作用，但仍要保持一定的紧缩，言外之意是本来的紧缩幅度和持续性还要更强，银行风险承担了一部分降通胀的功能，但尚不是转向的推动力。

金融危机后，美国金融部门在强监管下整体杠杆处于较低水平，当前的经济和金融体系相对健康，政府和央行在应对危机方面的能力也有所增强，因此发生大面积的债务危机的可能性并不高。同时区别于 08 年美国的系统重要性大银行位于风暴核心，本轮问题主要在区域银行，根源还在于个体自身的风险管理问题。

与 08 年资产价格暴跌，杠杆崩溃重创相比，本轮居民部门目前并没有受到负面影响，企业的融资成本反而下降，大型科技公司占比高的纳指和标普 500 指数也表现坚挺。但考虑到美国区域银行高达数万亿美元的资产负债表，后续更广泛的金融市场影响映射还值得观察。对我们的启示而言，中国应继续推动金融业的分业经营，以资本市场作为促进创新的主战场。应该也是本轮金融监管改革架构调整的目的之一。

美国仍将持续加息进程，直至通胀结束或通胀心态逐渐消退，但其加息幅度将大规模收窄，相比 22 年股票和固收市场的“双降”现象，对于资产价格影响相对较小。我们去年底判断，今年美债长端收益率以及美元对于新兴市场的负面冲击会比去年明显弱化，全年看是抵抗式下跌，而人民币将有望震荡升值，中国资产的吸引力将会改善提升。

全面注册制意味着投资密度已是全球之最的 A 股权益性融资规模可能继续提高，但如此高强度的融资性资本投入也保证了新产业、创新公司的层出不穷。

朱雀基金认为针对目前热点频繁更迭的市场表现状况，投资上应做好几方面的应对：

- 1) 在科技发展大趋势上，做好前瞻性的布局：近期热门的人工智能、卫星等领域，均在我们视野范围内，是确定的未来技术进步的方向，股价表现的时间超出我们预期，因此对于既定的看好方向，积极提前把握；
- 2) 保持强的定力和独立判断：对于前瞻性的技术领域，筛选出优秀标的需要更深的产业链覆盖能力，从细微中发现幼苗，一旦看准，则坚定出手，等待市场形成共识，**在前瞻过程中需要耐心，做到在研究和投资上持续的坚守**；
- 3) 错过则总结经验，积极把握未来，做到敬畏市场：**每一轮热点轮动过程中，实际是市场筛选优秀公司的过程，错过不可悲，可悲的是错过整个未来**，因此做到敬畏市场，从市场中学习，为研究起到事半功倍的效果。

判断未来的大树需要从学习森林开始，长期研究积累是投资的前提和基础，但十几年的投资创业经历也不断告诫我们，往往在自身最熟悉聚焦的领域，成功是失败之母。

经过努力迭代，朱雀基金的投研团队专业能力整体得以提升，会进一步考验管理整合和市场营销能力建设。我们正努力从“人决定组织”转型为“组织成就人”，依托组织能力圈、生态圈的进步、互动，促进组织整体持续进化升级，同时实现个人发展等诉求。

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。