



“ 当企业家创造财富时，无论节约与否，财富都会增长；当企业家停止创造财富时，无论如何节约，财富都不增长。 ”
——凯恩斯

- 1、与海外的不同在于，3 年疫情中资产负债表的恶化和收入预期等中长期压力抑制了居民的扩张行为，今年来信贷与 M2 高增，通胀持续偏弱，民间投资增速低位徘徊。3 月经济数据公布时点成了风险资产开始调整的转折点。
- 2、当前中国缺的不是低成本的流动性，更紧要的是将流动性转化为购买力的居民与企业部门信心。人活在希望当中，信心的改善不能依靠脉冲式的需求端刺激，更需要把基本调节功能还给市场。
- 3、资本市场周期性特征明显减弱，曾经具有决定性意义的仓位安排已让位于“赛道”和个股的选择。产业逻辑看错的务必纠错止损，证券投资失误的结合市场调整。
- 4、从出口结构上来看，汽车和新能源产业链增速强劲，也验证了产业升级和结构改善的逻辑。中国企业走出去是中国供应链与国际融合的正确趋势。
- 5、当市场走极端时候更要坚持反复审视后的理性判断，制造业取代传统能源是中长期变革，产能过剩、技术、资源瓶颈和传统利益阻挠等贯穿其中，但其背后的人类社会进步趋势不可阻挡。
- 6、在一个日益不确定的世界中，未来越来越难以预测，走向成功的基础必须依靠整个团队的实力，既依靠内部学习提升，也注重借助外力站得更高看得深远，能力圈、生态圈缺一不可。



信心比黄金更重要 市场结构性特征将长期演绎



海外银行的风险爆发之后，美国债利率下了一个大的台阶，和 GPT 共同推动了美股尤其是科技股上涨。3 月美核心 CPI 同比增长 5.6%，面对带有韧性的就业和有粘性的通胀数据，FED 在 5 月继续维持加息概率仍然较大，而 3 月零售销售环比下降 1%，后续欧美经济增长放缓概率提升。

美元指数走弱再次接近 100，海外市场商品价格整体有所反弹，铜价上涨至 9000 美元以上，国际油价兼受到 OPEC+减产驱动大幅上涨，金价叠加避险情绪接近历史新高，逆全球化和去金融化的新趋势下，美国的金融优势带来的竞争力下降，其他国家尤其中国的金融劣势的约束作用也下降。

领先于总量显著超预期的经济数据，上证综指和科创 50 都创出了年内新高，从算法、算力到场景、数据，中特估之外，AI 相关股票的热炒是近期最大的主题，但是向经济复苏主线的切换并不顺畅。从 1 季度的经济数据来看，向上的宏观趋势相对确定，经济总体仍将处于恢复通道，震荡向上的判断没变，但微观主体避险化及结构分化的问题仍旧存在。

与海外的不同在于，3 年疫情中资产负债表的恶化和收入预期等中长期压力抑制了居民的扩张行为，今年来信贷与 M2 高增，通胀持续偏弱，民间投资增速低位徘徊。3 月经济数据公布时点成了风险资产开始调整的转折点。

目前经济正处复苏，还是会陷入通缩？成为了新的宏观争议。朱雀基金回顾了美日欧历史上流动性陷阱阶段，尽管当下我国经济存在需求弱、低通胀的类似特征，但政策利率调整空间较多，叠加需求回暖已有迹象，更重要的是新发展格局下，能源转型、数字经济、国家安全战略体系建设和乡村振兴等方面产业竞争力强、空间巨大。

结构性问题的解决只能通过改革，当前中国缺的不是低成本的流动性，更紧要的是将流动性转化为购买力的居民与企业部门信心。人活在希望当中，信心的改善不能依靠脉冲式的需求端刺激，更需要把基本调节功能还给市场，政府着力改善企业营商环境，保证公平竞争，保护产权、投资，从内心尊重企业家群体，给经济特别是民企喘息和恢复的时间，同时改善民生，促进消费，注重稳定地缘政治预期，让社会经济内生动能潜移默化的自己转起来。二十届中央全面深化改革委员会第一次会议指出，要把全面深化改革作为推进中国式现代化的根本动力，作为稳大局、应变局、开新局的重要抓手。

巴菲特现身日本东京接受 CNBC 电视采访表示，“I'm 92 and I have got other things to worry about”，他举了核威胁、下一个大流行病等。一如既往地感恩出生地点和出生时间。

马克龙带领法国商务团访华，中方高规格接待，双方形成内容丰富的联合声明，在当下有着积极的战略意义。总书记强调，中方始终从战略高度和长远角度看待中欧关系，对欧政策保持稳定性和连续性。中国式现代化和欧洲一体化是双方各自着眼未来作出的战略选择，双方要做彼此发展道路上可信、可靠的合作伙伴。

冯德莱恩离开北京后在欧洲议会发表讲话，我们绝不能忽视中国转变成一个现代经济强国，关键的全球参与者，以及诸多尖端技术领导者的重要性，这必定会塑造未来几十年的全球文明和进步。“与中国脱钩对欧洲是

不可行、不可取、甚至不切实际的”。

国际形势不确定之下，抛弃新能源等投入 AI 是 A 股近期最大的动向，中国高端制造全球化，和国产替代自主可控之间，估值走向了两极化。保守主义先驱伯克说过：历史是上帝意志的不断提升，是流动的社会。AI 时代“计算即决策”，在计算完成之前，也许没有人知道计算的结果。

光伏和新能源车作为中国高端制造全球化竞争的第一梯队，企业家们选择了继续努力前行、拥抱希望，毕竟“文明的命运取决于人类的选择（流浪地球 II）”。市场走向极端的时候投资者更需要保持理性。

不谋全局者，不足谋一域。我国经济在百年未有之大变局的惊涛骇浪中转型高质量发展，经济增长模式和融资模式深刻转型。

权益市场方面，资本市场周期性特征明显减弱，伴随新旧经济领域此消彼长，和注册制下机构定价效率提升等深刻变化，**市场结构性特征将长期演绎**，给投资者提出了更高要求，既要在总量研究框架上不断完善宏观和政策面系统性研究，并加强对全球经济金融环境和地缘政治环境的跟踪；更要在微观层面聚焦，以建立对行业发展和产业政策的前瞻判断能力，对公司和企业家多视角理解认知；还要具备中观视野，从光伏风电氢能到储能消纳，从航空到航天，从电动车到智能化，从半导体移动互联网到 AI，从制造业全球化竞争到农业消费医疗等的内循环，实现对一个产业上中下游的利润传导分析，和对不同行业配置价值的横向比较能力等。

曾经具有决定性意义的仓位安排已让位于“赛道”和个股的选择。**产业逻辑看错的务必纠错止损，证券投资失误的结合市场调整。**

“

中国全力推进多极化世界

”

达里奥认为世界正处于一个危险的边缘，面临三个我们生平没有见过，但已经在历史上发生过多次的、改变国内和世界秩序的大事件：巨额债务的货币化，最大财富和价值观的鸿沟及其引发的巨大的内部冲突，和世界大国的冲突。

“中国式现代化版权属于中国，机遇属于世界”。美国押注于一个两极分化的世界，而中国正在全力推进一个更加多极化的世界。

4 月 6 日，举行了中法欧三方会晤，习近平主席同马克龙总统共同出席中法企业家委员会第五次会议闭幕式并致辞指出，中欧是推动世界多极化的两大力量，有着广泛战略共识、共同利益以及深厚合作基础，中欧合作直接关乎亚欧大陆繁荣和全球格局稳定。中方将继续从战略高度和长远角度看待和发展中欧关系，支持欧洲一体化建设，支持欧盟团结繁荣。

马克龙表示，法方反对“脱钩断链”，希望打造更加稳健开放的供应链。上个世纪 60 年代，法国总统戴高乐将军不顾美国和西方对中华人民共和国的围剿封堵打压政策，毅然决然地率先予以外交承认，成为与中国建立正式大使级外交关系的第一个西方大国。随后的法兰西第五共和国历届总统，在对华政策上也都坚守了“戴高乐主义”的特立独行理念。现今，法国和美国两国的总统也在对华政策上具有不同的认识。中法共同发表了长达

51 项条款、几乎涵盖所有领域的联合声明。

沙特阿拉伯内阁批准了该国加入上海合作组织的决定。巴西总统卢拉首次域外出访，正式开启访华之旅，“要重振中巴两国的友好关系”。新加坡总理李显龙对华进行正式访问期间，提升中新为“全方位高质量的前瞻性伙伴关系”。

在中国发展高层论坛 2023 年年会上，格奥尔基耶娃表示，在国际货币基金组织，我们对两件事持谨慎态度。第一，脱离经济逻辑。我们对在经济决策中引入过多地缘政治因素持保留意见。第二，我们非常反对把所有生产制造都搬回本土。“请记住，贸易并非昨天才发明的。几千年来，分工、贸易一直在改善人民的生活，且仍将如此。它仍然是世界变得更富裕、更安全的基石”。

李强总理在博鳌亚洲论坛 2023 年年会开幕式上演讲：以人类命运共同体理念为引领为世界和平与发展注入更多确定性。“过去几十年，亚洲之所以能取得世界瞩目的发展成就，离不开总体和平稳定的大环境；未来亚洲要实现更大发展，决不能生乱生战，否则就会自断前程”。



结构性问题的解决只能通过改革 数字经济的关键是规模经济



统计局公布 2023 年 3 月份经济数据以及一季度 GDP 数据。GDP 同比 4.5%，国内出口总额同比+0.5%，固定资产投资同比+5.1%，规模以上工业增加值同比 3%，社会消费品零售总额同比增速由 1-2 月的 3.5% 上升至 3 月的 10.6%，和 3 月的 PMI 数据共同反映出经济结构性修复的特征。

消费、投资、出口本身有强弱区分，即便在消费内部、投资内部的不同细分行业上，也有强弱和节奏区别。高技术产业投资及基建投资增速维持在高位，民间投资及民间制造业投资 3 月当月同比增速均由正转负。场景类消费景气居高不下，商品类消费仍有修复空间，消费复苏物价下降，分化之下利率重回震荡。多地政府债务压力较大，地方领导积极招商引资促发展，但基于短期的冲刺风险压力都很大，志在长远需要眼光和定力。

所有的结构性问题可能都是利益关系调整问题，结构性问题的解决只能通过改革。二十届中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过了《关于强化企业科技创新主体地位的意见》、《关于加强和改进国有经济管理有力支持中国式现代化建设的意见》、《关于促进民营经济发展壮大的意见》等。会议强调，深化国有企业改革，着力补短板、强弱项、固底板、扬优势，构建顶层统筹、权责明确、运行高效、监管有力的国有经济管理体系。指出支持民营经济发展是党中央的一贯方针。要充分考虑民营经济特点，完善政策执行方式，加强政策协调性，推动各项优惠政策精准直达，切实解决企业实际困难。

李强总理 4 月 14 日主持召开国务院常务会议指出，就业是民生之本。“消费是一切生产的唯一目的，而生产者的利益，只在能促进消费者的利益时，才应当加以注意”。中国需要从投资驱动型增长转向消费驱动型增长，拥抱绿色增长，刘世锦老师指出，政府应在消费方面管得多一些，投资上管得少一些。政府财政支出结构应作出重大调整，逐步由经济建设型政府转为公共服务型政府。

3 月出口增速同比 14.8%，较前值（1-2 月累计同比）大幅回升 21.6%，进口增速同比-1.4%，较前值回升 8.8%，贸易差额 881.9 亿美元。总体来看出口走势强于预期，一方面来自于海外需求维持了一定的韧性，并未

出现持续显著的下行，另一方面贸易摩擦对国内出口的冲击存在，但是发展中国家的转手和资本品需求形成了一定的支撑，中国和发展中国家的贸易关系也逐步从竞争转化为互补，一带一路也有所拉动。

从结构上来看，汽车和新能源产业链增速强劲，也验证了产业升级和结构改善的逻辑。进而**中国企业走出去是中国供应链与国际融合的正确趋势**。

中国境内的出口和中国企业的出口这两个概念也将分开：中国境内的出口，可以维持份额，但是很难上升，而中国企业的出口份额将会上升。就像当年日本企业在海外建厂，有全球竞争力的中国企业去越南、印尼、印度、墨西哥甚至欧美建厂，虽然不能形成本土的GDP和出口，但切切实实能创造企业产值和利润，扩大实力和投入，也有机会驱动本国货币和股市上涨。

7日国常会研究推动外贸稳规模优结构的政策措施。指出要想方设法稳住对发达经济体出口，引导企业深入开拓发展中国家市场和东盟等区域市场。



资料来源：Wind，中国信息通信研究院，中金公司研究部。注：虚线为线性估计值。

中国经济在过去几十年经历了高速发展。从基本面来看，九十年代到本世纪头几年，“人口红利”是中国经济增长的重要驱动因素。过去的十几年，房地产与金融相互促进，由此导致的顺周期性（“金融周期”）弱化了经济的短周期波动，强化了中国经济的中周期（15—20年）的波动。人口红利已经在消退，去年中国人口总量更是首次下降，金融周期也处在下行调整期。

中金公司彭文生博士认为数字经济是一个特别值得关注的方面：**数字是通用技术**，从数字产业化到产业数字化，对几乎所有经济活动均有影响。从农业社会的土地到工业经济的生产性资本，再到当前的数字经济的数据，除了劳动力之外，其他生产要素的相对重要性都发生了改变，**体现在规模经济效应**，这是理解数字经济对增长和分配含义的关键切入点。

大型经济体规模优势的基础实际上就是人口规模。这是因为人口数量是分工的基础，与几百万人口的小国相比，拥有十亿人口的大国的分工空间更大。有鉴于此，中国的人口规模优势是中国未来利用规模经济效应推动经济发展的最大基础。

利用数字经济促进增长的关键是要发挥好外部规模经济。首先，促进数字经济的可竞争性。其次，利用数字经

济促进经济增长并让发展成果更多惠及全体人民，还需要其他政策的配合，形成良性的利益驱动机制。

马斯克在 Tesla23Q1 的交流中再次强调，汽车是软件生态的承接载体，在维持经营健康的前提下，愿意以中短期的利润换取更高的市占率，为未来软件增值服务打下用户基础。虽然国内新势力在软件付费的商业模式上存在差异，但无一例外将软件开发放在了新的战略高度。此次上海车展，朱雀基金感受到车企在设计语言、硬件配置整改上的效率有明显提升，产品周期迭代也在变快。

“生存”逻辑下，硬件和外形设计的低壁垒加剧了行业内卷的程度。在智能化对用户端产生差异化使用体验之前，车企只能选择“高性价比”路线维持生存。理想、华为、小鹏已进入“无图”城区智驾时代，进入后期“软件工程能力”后，用户的使用频率和体验都将进一步提升，结合数据的累积优势，有望逐步走出“价格战”的怪圈。

在 2023 华为全球分析师大会上，轮值董事长孟晚舟表示数字化是全行业的共同机遇，2026 年全球数字化转型支出将达到 3.41 万亿美元。华为预计，到 2030 年通用计算能力将增长 10 倍，AI 计算能力将增长 500 倍，全球联接总数达到 2000 亿，万兆企业 Wifi 渗透率达 40%，云服务占企业应用支出比例为 87%。西门子宣布与微软合作，使用生成式人工智能工具来改进其工业工作流程，加速和简化西门子的设计、工程、制造和运营流程。

国家网信办起草《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，从产品生成内容、算法设计、训练数据、知识产权等方面进行规范。

本月欧洲议会以 487 票赞成、81 票反对和 75 票弃权通过了新的欧盟碳边界调整机制（CBAM）的规则，这项机制旨在激励非欧盟国家提高其气候雄心，并确保欧盟和全球气候努力不会因生产从欧盟转移到政策不太雄心勃勃的国家而受到破坏。CBAM 涵盖的产品包括铁、钢、水泥、铝、化肥、电力、氢气以及特定条件下的间接排放。这些产品的进口商必须支付生产国支付的碳价格与欧盟碳排放交易体系中碳配额价格之间的差价。CBAM 将从 2026 年至 2034 年逐步实施，与欧盟交易体系逐步取消免费配额的速度相同。

与此同时，以光伏为代表的中国新能源行业面临着地缘政治引发的海外市场不确定性和国内产能过剩双重压力。光伏行业的核心驱动力在于“廉价”的“清洁”能源。随着组件价格的稳定下降，光伏发电的性价比凸显，朱雀基金看好行业的长期成长空间同时，从年初开始谨慎关注行业的中期风险：光伏的发展历史也是惊人的相似，21-22 年在硅料涨价的带动下，主产业链处于涨价通道，行业产值迅速增长。同期产能建设在市场空间、资本市场、地方政府等共同加持下，比拼供应链、财务、政策甚至胆气，没有技术变革的同质化扩产日新月异，直至严重内卷。

23 年之后，随着硅料等瓶颈逐步打开之后，新瓶颈石英砂成本占比低，国内外产能也开始逐步释放，主产业链降价趋势是明确的。一方面，降价会进一步刺激需求的迅速释放，继 22 年海外全面开花之后，国内去年积攒的需求今年已经开始爆发，但电网消纳（尤其国内）压力也开始体现某些地区（山东山西）峰期负电价和大基地缓建等方面，进而导致对 24 年需求增速放缓的担忧；另一方面，进入以价换量的阶段，行业可能面临“通缩”风险，产业链的降价引发竞争格局洗牌和盈利能力的双杀风险，来得越晚可能伤害越大！

长期看市场出清有利于资金技术等各方面准备充分者在低迷期并购整合、强者恒强。同时掌握新技术、新场景和消纳等卡脖子环节的优势企业也将获得更大的确定性发展空间。

光伏技术将持续推动光伏电池效率提升、光伏电力成本下降及光伏产业规模扩大。利用光伏发电进行电解制造

绿氢的光伏-电解路线也有望成为最廉价的绿氢制取方法。从长远来看，绿氢深度参与的“光伏+”系统是整个社会实现深度脱碳和可持续发展的关键所在。

“

世界面临逆全球化和去金融化趋势 人民币地位提升不可避免

”

3月CPI同比为0.7%，PPI同比为-2.5%，均延续下行趋势。3月社会融资规模增量53800亿人民币，预期45000亿人民币，前值31600亿人民币。新增人民币贷款38900亿人民币，预期33000亿人民币，前值18100亿人民币。M2货币供应同比12.7%。通胀数据和金融数据一弱一强。国家统计局新闻发言人表示，总的来看，当前中国经济没有出现通缩，下阶段也不会出现通缩。

通货紧缩是指在现行价格条件下，由于货币供应量的减少，以致商品和劳务的供给超过需求，经济衰退，市场银根趋紧，货币流通速度转慢，货币价值高估，总体物价水平在一段时间内持续下降。

今年以来广义货币供应量M2增速超12.5%，处于较高水平，货币需求（社融）同比增速在9%-10%，低于货币供应增速。同时，一季度GDP实际增速为4.5%，社零累计同比5.8%，防疫因素褪去后，经济有所恢复、部分需求回暖。从概念上对于中国面临通缩形势的论断还无法得到支撑。

朱雀基金观察，货币政策表态逐渐展现边际收敛态势。自央行货币政策委员会去除“逆周期调节”，只保留“跨周期调节”说法后，央行在新闻发布会上的发言进一步提及结构性政策工具的退出。目前结构性货币政策工具规模已经达到6.4万亿，占央行资产负债表15%左右，成为了基础货币投放的重要部分，结构性货币政策工具更多关注的是结构而非总量，尤其是针对经济薄弱环节和重点支持领域，存量工具的退出和增量工具的投放会伴随着经济结构的调整持续进行，形成相对常态化的工具执行体制。

总量方面本次央行相对于前期会更为强调稳定和平衡，在一季度经济数据符合预期，复苏态势仍然持续的情况下，总体进入了货币政策的观察期，央行短期内以维持稳定的流动性环境，观察经济复苏的成果为主，中长期则更多开始关注防风险，尤其是利率波动造成的金融层面的风险。在跨周期调节的环境下，央行对政策的稳定性的重视程度也在提升，会着力于避免货币政策的大起大落，视角上更加关注长期的平衡而非短期的波动。

近期以新兴市场为代表的去美元化加速，巴西宣布与人民币的清算安排，东盟商讨减少对美元等主要货币依赖，加强本地货币使用，包括中国海洋石油公司向法国出售的液化天然气，将首次采用人民币支付。再次引发市场对全球“去美元化”与人民币国际化相关议题的关注。

根据世界银行和联合国贸发组织数据，2021年中国GDP占全球比例为18.40%，在全球商品出口中的份额为15.07%，分列世界第二和第一。2022年末人民币占全球外汇储备的比例仅为2.69%，23年1月在国际支付中的占比更是仅为1.91%，而2021年美国GDP和商品出口全球占比分别为24.15%和13.00%，但22年末美元在全球外汇储备中占比高达58.36%，23年1月的国际支付占比为40.12%。这种严重不对称的局面是难以持续的，人民币在国际货币体系中地位的提升不可避免。

但自从21世纪以来，中国的经济增长屡创奇迹，美国在除中国外的发达经济体中，增速仍然最快，相对份额依

然稳固，在这个意义上，“与其在现在说人民币要挑战美元的国际地位，不如说先挑战欧元、英镑和日元等的地位更切合实际”。另一方面，中国作为现有国际秩序的受益者和主要参与方，既有责任维护二战后逐步形成的国际秩序，也有义务不断完善之。既不谋求“取而代之”，也不搞“另起炉灶”，只希望现有国际秩序更公平、更公正，如实反映联合国各成员国的实力。

所以，人民银行多年来一直在国际货币基金组织中持续推动 IMF 增加中国政府的基金份额，同时提高人民币在基金货币篮子中的比例。目前中国政府在 IMF 的份额是 6.5%左右，排在美国和日本之后，位居第三位，基金货币篮子中的份额第五位，12%左右。至于人民币在国际金融市场的外汇交易占比、人民币作为储备货币的百分比，都还比较低，但发展趋势是向上的，要继续顺应市场、敬畏市场。

近期彭文生博士撰文指出，过去 40 年美元体系的基础是全球化和金融化。全球金融危机后，金融监管加强、贸易摩擦增加，**新冠疫情和俄乌冲突进一步加剧了经济逆全球化和去金融化的趋势**。在新的国际货币体系中，美元和人民币存在既竞争又合作的内在要求。进一步来看，**促进人民币国际化，不必一切以资本账户开放为着力点，应该更加重视中国实体经济的竞争力**。

维护币值稳定和金融稳定是人民银行的两项中心任务。易行长在 2023 中国金融学术年会暨中国金融论坛年会上的讲话指出：币值稳定有两重含义，一是物价稳定，二是汇率基本稳定。

过去五年，人民银行资产负债表规模年均仅增长 3%左右，保持了基本稳定，同期我国广义货币供应量和社会融资规模年均增速都在 10%左右，与近 8%的名义 GDP 年均增速基本匹配。利率方面，我们同样保持相对审慎和留有余地。并坚持让市场在汇率形成中起决定性作用。过去五年和十年，我国 CPI 年均涨幅也都在 2%左右，而且波动幅度较小。过去五年，人民币对美元汇率波动率均值约 4%，比以前有所提高，略小于实施浮动汇率制度的主要货币的平均波动水平，说明人民币汇率是比较稳定的，我国外汇市场具有韧性，有能力实现动态均衡。

过去二十年，国际清算银行计算的人民币实际有效汇率升值了约 40%，年均升值约 2%，人民币对美元升值了约 20%，年均升值约 1%，支撑了我国 GDP 总量和人均 GDP 换算成其他国际货币后，能保持平稳增长。在保持币值稳定的基础上，中央银行还必须维护好金融稳定。

3 月美 CPI 整体同比 5.0%略低于预期，核心 CPI 同比 5.6%符合预期，PPI 同比增速降至 2.7%，创两年多来最低水平。在非农劳动参与率上升，空缺率下降、经济数据下滑背景下，给市场更多通胀有望降温的信号。接下来几个月的基数会继续走高，所以整体 CPI 会维持快速下行态势。投资者更有信心美联储加息接近尾声，后续视角落在经济本身。

但美国金融方面的风险仍未彻底终结，在前期先经历了快速宽松，再经历快速紧缩的情况下，造成的风险因素仍然存在。银行业的问题虽然率先爆发，但是非银部门的潜在风险更加值得关注，从对实体经济的影响而言，会影响后续的信贷投放和经济，乃至信用信贷风险。欧美风险溢价上升，或增大中国货币政策空间，要进一步重视金融行业的分业经营。



极端市场中更要保持理性 能力圈、生态圈缺一不可



23 年 A 股市场投资分化迅速走向纵深，AI 相关股票大幅上涨，朱雀基金已形成紧迫感，积极调整视野和力量，在算法、算力、数据等 AI 产业链上深入研究，强化能力等待更合适的卡位机会，不敢低估长期的变化。同时观察到了半导体复苏进度低于预期，但是结合半导体的历史，周期反转的趋势是确定的，期待调整中的加仓机会，也不在左侧高估短期。

当市场走极端时候更要坚持反复审视后的理性判断，制造业取代传统能源是中长期变革，产能过剩、技术、资源瓶颈和传统利益阻挠等贯穿其中，但其背后的人类社会进步趋势不可阻挡。

我们有幸亲历了企业家精神推动科技创新降本提效、行业进步团队升级、坚定全球化布局的历史进程，今天的我们对长期更有信心，行业竞争内卷只会推进发展进化和催生更强大的龙头企业，国内传统力量终会让位于科技进步的升维动力，地缘政治纷争不会改变人类命运共同体的终局。中期需要强化中观视野，在后新能源发展阶段，充分比较不同领域（风光、储能、消纳）及其各个环节（主产业链、装备、耗材等）的确定空间和盈利能力，实现前瞻卡位，有韧性地把投资战略判断坚持下去，毕竟长期投资于保持异常高增长率的卓越企业是非常有价值的。还有新发展格局下内循环的农业、航空航天、医疗服务等方面，调整后的优势公司更有吸引力。

在过去的五年里，我们在专注领域不断聚焦，而每次市场调整都是研究和公开剖析错误的机会，将教训深刻地铭记在脑海中才能吸取改进。

在一个日益不确定的世界中，未来越来越难以预测，走向成功的基础必须依靠整个团队的实力，既依靠内部学习提升，也注重借助外力站得更高看得深远，能力圈、生态圈缺一不可。其中人的作用和团队合力是核心，选拔培育具备研究实力、个性适配、兼具强烈责任心的投资研究团队需要时间和实践积累。

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。