



以经济建设为中心

人类大部分积极的行为来自于自发的乐观主义，而非计算后的理性预期。——凯恩斯 (animal spirit)

水浅行小舟，水深走大船

尊重规律，坚守能力圈

通货膨胀高位运行下，4月美长债收益率持续攀升，中美10年期国债收益率自2010年以来首次出现倒挂，相比蓝筹为主的道琼斯指数，纳斯达克指数较为承压。美元指数升超101，但人民币汇率在贸易顺差、类避险属性和低通胀支撑下展示了较强韧性，政策仍将“以我为主”。疫情导致封城等对社会经济活动影响巨大，A股和港股全线走低，创业板指从高位下跌1/3至2200点，回吐了过去22个月的升幅。大宗商品、农产品价格跟随俄乌冲突进程在高位起伏。

苏联解体后俄罗斯最重要的经济指标之一——卢布兑美元汇率，在俄乌战争爆发后几天，叠加国际制裁，一度跌至1美元兑121.5卢布的纪录低点，但随着普京的反制裁措施等，又一次飙升至俄罗斯入侵乌克兰前的水平。俄罗斯股市恢复交易后，MOEX指数也从2月24日最低点1681.55最高反弹至2700点上方。

投资中最大的风险就是没有预见到的风险。在高通胀和美联储转向紧缩背景下，俄乌战争大幅加剧了全球经济陷入滞胀的风险，全球债券市场利率普遍提升。相比美国处于经济过热的状态下，中国面临房地产周期等带来的下行压力，最近两个月的疫情又明显加大了复苏进程的不确定性，国内货币政策目前重增长而轻通胀，总体保持了充裕的流动性供给。接下来战争和疫情对资产带来的短期影响可能接近尾声，中长期需要结合历史看待未来变化发展。

社会安定是最大的道理。俄乌战争再次展示了美国和西方霸权主义的巨大现实压力，其带来的影响将是非常深远的。从借鉴角度，也许类似苏联解体，这场战争对我们的价值极大。一方面，西方世界会更加重视经济与军事的同盟，连同之前和中国的贸易战，很多关系国家安全的核心产业供应链将逐步向自身或者盟友国家转移。中国会更加从底线思维角度考虑粮食、能源、国防和核心科技安全等。另一方面，去年中国与美国在内的西方国家贸易总额高达36000

亿美元。作为全球最大的两个经济体，中美有着很多共同的利益，从人类进步发展角度，两国应该有智慧找到并建立共赢之道，让整个世界可持续的生存发展而不是宣告全球化终结。

经济也是硬道理。总书记《促进我国社会保障事业高质量发展、可持续发展》文章中指出，“什么时候都不能忘记一个道理，经济发展和社会保障是水涨船高的关系，水浅行小舟，水深走大船，违背规律就会搁浅或翻船”。毕竟防疫是术是策略，社会稳定、人民至上是本是战略。“民生要托底、货运要畅通、产业要循环”。以经济建设为中心，“紧信用、宽财政、松货币”的思路下政策出台更早更快。福祸相依，前瞻性和较为充分的准备是放开的必要条件。判断下半年，本轮疫情对经济的短期冲击有望消退，同时基建投资有望逐步落地体现为实物量，海外补库存仍能为出口提供韧性。但房地产部门的疲软态势难以显著缓解，经济有望在一个较低的水平上逐渐筑底。

逆境可能是一份礼物。尽管年初以来美股已经有所下跌，但考虑到无风险利率中枢的大幅抬升，当前市盈率隐含的风险溢价依然处于 08 年以来的最低水平，相比当前标普股息率比 10 年期美债收益率低 100bp 以上，美股反而变得比年初更贵。尤其俄乌战争爆发后，不仅美股在全球股票大类资产中充当了避风港的角色，印日英法德加等国股市也均收复了 2 月 24 日以来的失地。A 股市盈率倒数与国债利率的差值处于显著高位，长期来看权益类资产的收益率处于近年来较高水平，风险偏好处于偏低位置。

自信心乃至信仰，是黑暗中最大的希望。如果说，在和平年代的正常情境下，股市更多是基本面的反映，那么在战争、瘟疫等特殊情境下，股价更多是预期或者说希望的晴雨表。回顾股市在二战等重大历史时期的表现，在不确定性环绕，理性决策难以实现的环境中，动物精神不仅是优秀投资者的必备特质，也成了推动人类历史前进的核心力量。实力决定定力，国内资本长期坚定的信心是 A 股走势的关键。也许由于历史短暂和制度原因，A 股还没有足够的时间和机制，培养出一批经历过多轮周期并有所收获的巴菲特、索罗斯们，以及 BG、LC 这样的公司。

朱雀团队在 08 年（实力生存）、12 年（注册制冲击和投资方向）、还是 16 年（负债端硬伤），每次经历市场大的动荡时期，都能够自身反思学习、与时俱进，之后才站上一个新的台阶。今天的朱雀基金拥有更强的团队和实力心态，更有信心团结一致在正确的方向上努力进取。**投资坚守在能力圈内高质量发展方向上，重点布局两头，有全球竞争力甚至引领推动全球相关**

领域进步升级的领军公司、内循环统一大市场的基础产业老大，市场越悲观越需要坚守仓位不放。同时也要警惕和规避百年大变局中有颠覆影响的小概率事件。

俄乌冲突会进一步推动欧洲能源转型，欧盟要摆脱对俄罗斯的能源依赖，必须进一步发展光伏、风能、氢能、核能和电力设施建设，都需要中国光伏和相关产业链的支持，有助于中国进一步通过帮助欧盟完成新能源转变加深中欧纽带。第 23 次中国-欧盟领导人会晤期间，欧盟极其强调俄乌局势在与中方对话的分量和重要性。和中国讨论了俄乌局势对世界经济、粮食和能源安全等的影响。双方同意在气变和能源转型上继续合作，以应对紧迫的全球挑战。

中美关系是国际关系主体，避免系统脱钩很大程度上取决于我们能否理性对待“即使美国把中国看作敌人，中国也不要美国看作敌人”，需要大的外交家。1982 年 8 月，时任外交部长黄华曾对联合国秘书长德奎利亚尔说过：不会依附任何一个超级大国，中国不会打“美国牌”去对付苏联，也不会打“苏联牌”来对付美国，也绝不允许任何人玩“中国牌”。中国对美国的开放，不仅使得中国与美国、日本和西欧有着广泛的经济和技术联系，也极大地改变了亚洲的国家关系。21 日习主席在博鳌亚洲论坛 2022 年年会开幕式上演讲指出：国际社会发展到今天已经成为一部复杂精巧、有机一体的机器，拆掉一个零部件就会使整个机器运转面临严重困难，被拆的人会受损，拆的人也会受损。过去几十年，亚洲地区总体保持稳定，经济持续快速增长，成就了“亚洲奇迹”。亚洲好世界才能更好。

现代经济依赖科学、发明与企业的结合

“能源危机”其实是“能源革命”

1 季度的 GDP 同比增速为 4.8%，虽然相对 2021 年 4 季度的 4% 出现了显著改善，但距离两会制定的 5.5% 的增速目标仍然存在较大的差距，后续三个季度 GDP 增速需要达到 5.7%-5.8% 的水平才能够完成增速目标，政策需要调整和持续发力。“3 月经济受冲击远超预期，不利因素未见拐点。经济冷风下，我们需要点燃篝火，温暖广大市场主体，鼓舞信心”。腾景高频模拟显示，疫情多地散发给工业生产带来短暂性冲击，输入性通胀压缩了需求扩张动力。

可以感受到相关政策层面急切努力的脉搏,刘鹤副总理主持召开保障物流畅通和产业链供应链稳定专题会议。会议要求,坚持以人民为中心,脑中要有全局。要足量发放使用全国统一通行证,核酸检测结果 48 小时内全国互认,实行“即采即走即追”闭环管理。要逐个攻关解决重点地区突出问题。要着力稳定产业链供应链,发挥重点物流电商等龙头企业作用。创造条件全面复工复产。

中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见发布。主要目标是:持续推动国内市场高效畅通和规模拓展、加快营造稳定公平透明可预期的营商环境、进一步降低市场交易成本、促进科技创新和产业升级、培育参与国际竞争合作新优势,和以国内大循环和统一大市场为支撑,有效利用全球要素和市场资源,使国内市场与国际市场更好联通,推动制度型开放,增强在全球产业链供应链创新链中的影响力,提升在国际经济治理中的话语权。建设全国统一大市场包括统一的基础市场制度,统一的市场监管水平、统一的资源和要素市场,统一的商品和服务市场和市场设施高标准联通。统一大市场并不是一些人曲解的由政府之手来进行统一的计划经济,而是通过消除对市场公平竞争的阻碍,消除行政壁垒,消除对市场的干预,形成一个商品自由流动,要素自由配置的市场。

福特汽车创始人 Henry Ford 曾说过:如果我当初问用户需要什么,他们会说:一匹更快的马。持续发展的现代经济必须有科学、发明和企业的结合。这是现代经济与之前时代的根本区别。人类走出农业社会的“循环往复”,发达国家走出中等收入陷阱,关键在于实现科学、发明和革新的大量涌现,从而产生收益递增、具有先导性的部门。“这个过程靠大规模的基础研究储备,靠高素质、具备社会价值观的企业家精神,靠政府对此的不断理解和尊重,以实现政治进程和经济进程的相互促进”。

新的变革,正在来临。作为欧洲能源转型意愿增强的缩影之一,德国联邦经济部长提出一揽子能源措施,以推动德国可再生能源发展,包括修订可再生能源法(EEG)。目标到 2030 /2035 年,可再生能源电力占比分别达到 80%/100%。英国商业、能源和产业战略部国务大臣提出了一个扩大可再生能源发电的目标,到 2030 年,英国的太阳能发电装机容量要从目前的 14GW 增加到 50GW,海上风电装机容量从 11GW 增加到 50GW,陆上风电装机容量从 15GW 增加到 30GW,核电装机容量从 7GW 增加到 16GW。拜登政府计划利用《国防生产法(DPA)》来加强可再生能源和电动汽车电池中使用的关键矿物的开采和加工。保护印度本土制造的 ALMM 政策实施将被延期

半年以上，主要因为印度本土光伏组件产能无法满足其装机需求。国家发改委等印发《氢能产业发展中长期规划(2021-2035 年)》，氢能成为未来国家能源体系的重要组成部分。燃料电池汽车、氢能交通仅是氢能利用的先导领域、突破口，其使命是带动氢能的全面应用和发展。可再生能源制氢规模潜力更大，更加清洁可持续，随着成本下降，将成为重要氢源。这也意味着氢作为能源在长周期储能，作为原料在合成氨、合成甲醇、炼化、冶金场景应用空间更大。

当下能源价格上涨更多是短期的供需错配造成的，俄乌战争背景下被拉长。在全球减碳背景下进一步促进能源结构改变升级，从这个角度“能源危机”其实是“能源革命”，是生产力提升背景下当今和未来的主旋律。

从世界范围看，粮食用于口粮、工业和饲料的消费比例大体已形成 4:2:4 的结构。目前，我国口粮自给率超过 100%，但饲料用粮缺口巨大，在我国进口粮食中占比达到 80%左右。2020 年大豆进口首次超过 1 亿吨，“我们不仅仅要向耕地要粮食，还要向海洋森林，向人工合成、生物学等科技也要粮食”。类似基因编辑技术，转基因的开放，基因编辑技术的应用，还有合成生物学，这些领域技术上的突飞猛进，意味着这些领域的技术周期开启了。新种子法的出台，意味着中国的知识产权的保护跟国际市场完全跟国际接轨，共同影响着未来 10-20 年行业趋势性的变化。

游戏行业每年产值约 3500 亿，每一次版号停发对于行业而言，都是一轮小的供给侧改革。新闻出版总署正式发布 2022 年 4 月份国产网络游戏审批信息，45 款游戏获批。短短 20 年间，互联网从一个“猫”+电话线起步走到今天，中国网民总数已达到 10.11 亿，网络普及率 71.6%，马化腾说，社会价值就像是一片土壤，它是整个企业发展的根基，根扎得越深，长在上面的用户价值和产业价值，才能更加枝繁叶茂。三者相辅相成，三位一体。

并非稳定不变，而是以“稳”应对
以经济建设为中心，稳定宏观经济

3 月国内 CPI 同比上涨 1.5%保持稳定，食品价格下跌和能源价格上涨相互抵消，PPI 同比上涨 8.3%，环比自去年 12 月见底以来，连续 3 个月增速提高。主要因为地缘政治等因素推动国际大宗商品价格持续上行，上游行业持续涨价，而且生产资料环比远高于生活资料，价格向



下游传导受阻，中下游企业明显承压。3 月美国 CPI 同比上升 8.5%，不过核心 CPI 同比上涨 6.5%，略低于市场预期，PPI 创下 2010 年开始有记录以来的最大涨幅。欧元区 3 月份 CPI 上涨 7.5%，PPI 同比增长 11.2%，由于高度依赖俄罗斯能源，欧洲通胀的升幅更是远高于预测。目前美国经济依旧非常强劲，相比于 2008 年，美国消费者的杠杆率处于历史低点，充足的就业，工资持续上涨，同时受益于疫情期间的对于大众的补贴政策，居民的储蓄在疫情期间增加超过 2 万亿美元。

然而通胀的持续，让快速加息不可避免。在年底之前，FOMC 还有六次会议。尽管加息不会使石油和天然气价格更低，也不会提供更廉价的劳动力市场，但市场价格已反映出 6 次加息，每次 25 或 50 个基点。我们认为，利率本身是宏观环境和市场交易的结果。美联储承认政策曲线落后于市场曲线，然后又急于用多次、大幅加息及加快缩表的方式来弥补。美国利率曲线近期持续呈现出走平状态，国债 10Y-2Y 利差已经开始出现倒挂，货币收紧对经济负面作用的预期已经逐步反映在资产定价中。美债收益率持续上行，也导致中美利差整体处于显著的收缩状态，部分期限利差已经出现倒挂。

中美利差更多是双方货币政策的结果而非原因，当下我国面对“三重压力”，央行不断强调货币政策自主性，总体稳健偏松。美国核心目标是控制通胀，美联储加速收紧货币政策，在此背景下中美利差收窄是自然的结果。

当前美债收益率的走势将更多取决于 CPI 的拐点。腾景预计美国 3 月 CPI 同比继续创新高后触顶，下半年大概率开始回落。

央行本次降准幅度比较克制，中金公司认为原因包括：结构性货币政策力度加大，其他渠道也在提供流动性，大幅降准的紧迫性不强；避免过强的信号效应扰动汇率；MLF 到期减少、存款准备金率已经较低，也在一定程度上会影响央行的决策。

彭文生博士指出，当今世界经济面临百年未有之变局。即便我们的生产和生活都恢复正常，仍然存在四方面导致未来长期的供给约束的因素：**人口老龄化、碳中和、全球产业链调整以及和平红利下降**。当下全球经济可能面临根本性的大转折，过去低通胀、低利率的环境将发生根本性变化，滞胀压力不是一个短期问题。

我们理解“稳中求进、稳字当头”的“稳”不是一切都稳定不变，而是在当今世界经济的百年变局中要以“稳”应对。在宏观政策的选择上，应该有进有退，财政进取，信贷退守；在



经济增长、控制通胀、防范风险三方面追求平衡，促进宏观经济的稳定。当前中国应采取“紧信用、宽财政、松货币”的政策思路。三者之间，相对来说现阶段财政扩张的副作用更小。财政到位了，松货币的必要性下降，汇率的贬值压力就小了。即使财政扩张抬升了一定通胀，也要好于继续依靠信贷吹大地产泡沫和债务风险，也好于当前国际地缘环境下面临人民币较大贬值压力的结果。

美元指数过去 11 个月已经上涨超过 11%，今年初以来，日元兑美元贬值 9%，英镑、欧元对美元贬值 5%。相比 20 年 3 月美元指数 102，人民币兑美元依然升值了 10%，但 4 月第 4 周几个交易日里，美元兑离岸人民币汇率贬值超过 1600 点，达到 6.5454，创 2021 年 10 月以来新高。

理论上汇率的两大定价因素一是贸易顺差，二是实际利差。从人民币兑美元的短期走势看，近期汇率突破 3 月以来的盘整态势。除了美元指数和利差影响，也反映出疫情冲击供应链，导致出口增速趋势放缓的担心，央行一季度调查问卷“出口订单指数”也超季节性下降。当前人民币汇率在较高水平上的调整，未必是件坏事，去年以来持续攀升也负面影响出口，但货币政策需要注意宽松节奏，监管部门也应注重维护外资配置人民币资产的节奏，减少因非经济因素带来的意外冲击，尤其避免资本外流的隐忧再现。

如前述分析，我们可能已经度过了美联储紧缩的第一个阶段，但仍然要高度关注和警惕未来形势的非线性发展变化。毕竟无论与 18 年，还是 15 年“811 汇改”相比，今天局面更复杂，我们融入全球化的程度也更深入。根据国际经济学的“不可能三角”，如果未来出口和实际利差大幅变化，汇率的双边波动特征会更强。如果人民币贬值和经济下行互相螺旋式影响，A 股会持续下跌；而如果人民币贬值对经济产生正向的效果，A 股尤其相关领域上涨，北向资金也会回流。

所以，在俄乌冲突加剧全球滞胀风险，和经济存在疫情附加冲击的背景下，关键还是坚持以经济建设为中心，宏观经济大盘稳定，是汇率稳定的最根本保障。

21 日《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》正式对外发布。金融危机以后，中国经济依靠全面加杠杆维持了较高的增长，但负债端的压力已经开始反噬。积极的财政政策更多地投入到减税、降费、转移支付等再分配政策。企业和居民杠杆率的修复，自下而上活力的激发，是中长期经济增长最根本的源泉和动力。



“我国证券市场投资者数量已突破 2 亿大关，境内专业机构投资者和外资持仓占流通股的比重由三年前的 17.6% 增长至 24.3%，我国资本市场日益成为居民财富和全球资产配置的重要引力场”。但目前我国养老金资产规模远低于发达国家，养老储蓄占 GDP 比例约 12%，G7 国家平均超过 60%，养老金储蓄有助于变短钱为长钱，增加资本市场活水。历史证明，每一次经济转型都需要金融业的推动。尽管自由市场和监管都并不完美，也没有人知道每一场危机会发生到何种程度，但政府的威信和坚定应该是危机中的信心之一。

善战者，无智名，无勇功

聚焦未来时代的伟大公司

俄乌冲突和上海疫情打乱了整个市场春节后的节奏，世界已经改变，并将持续改变？中美金融市场似乎要率先于经济和产业脱钩？如果判断我们已经处在一场严重的危机中，就绝不要浪费。

历史上每一个大的调整后，在震荡磨底的过程中，想猜测指数选时，类似算命误打误撞。但市场底是由个股底构成的，空间维度比时间维度更容易判断，近期上市公司的回购数量和金额增加也是一个积极信号。尤其从长期的角度看，“善战者，无智名，无勇功”。能源转型革命和数字经济、农业科技、航天等领域不仅是时代的诉求，更是推动社会和时代前进的力量，日新月异令人兴奋，也是带动国内资本市场走向成熟的旗手和抓手。

注册制下新股破发常态化意味着打新时代的结束，对一级市场投资人而言，相比能不能上市和什么时候上市更重要的问题是，公司到底能走多远、长多大？所在行业和企业家的能力最终能撑起一个多大市值的公司？美国的公众公司已从 1996 年的峰值 7300 家，到现在只剩下 4800 多家，与之相对应的，由私募股权基金投资的企业从 1600 家增长到了上万家。越来越多的公司更加愿意成为私有化的企业而非公众公司，如果公众公司的数量长期萎缩，对于美国资本市场的影响也将是巨大的，趋势值得研究。

无论变局动荡加剧还是证券化“无差别溢价”的逐步消失，都意味着微观层面分化会更加明显：行业巨头各方面积淀厚、确定性高、议价能力强现金流稳定，各种细分龙头的成长不确定加大。前者容易招徕和稳定住更优秀的团队，后者如不能积极有效和前者绑定，先降低估值

再看业绩，即使有业绩没有确定性也不见得就有估值，当然人的作用更是日益关键。底线和必要的谨慎甚至能决定生死。

A 股市场主动管理型基金分散组合的方法模式演绎难度会日益加大，交易型或被量化 CTA 等挑战？板块和赛道投资被指数化低费率取代？没有能力深入精选出长期成长的公司，长大的公司不敢集中重仓？**聚焦买代表未来时代伟大公司的眼光、魄力、财力是投资者越来越重要的综合能力。**小公司看人更重要，大公司的人曾被证明过，但持续进步还是要靠正确的人做正确的事。“人要随才成就，才是其所能为”，我们坚定聚焦高质量发展的引领企业。我们最大的财富，也正是思想文化和人才的积淀，与时俱进的能力和道路自信，以及工作管理方法的积累等等。

注：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。

