



“ 昨天是段历史，明天是个谜团，而今天是天赐的礼物，要珍惜。”

——《功夫熊猫》”

- 1、从 6-12 个月角度去看，紧缩结束是大趋势。但现实 4-5% 的无风险收益对所有风险资产来说却是一个很高的标准。
- 2、国内外投资者对于经济复苏的置信度不同。春节后“貌似是结构性的悲观还是压倒了周期性的乐观”。海外太着急，国内太悲观。
- 3、全年经济向好恢复是大概率的事件，后续宏观层面对市场的影响会慢慢减弱，而企业盈利对 A 股的影响权重将明显上升。
- 4、人工智能的进步增强了人类的思考、推理、学习和表达能力，拥有和不拥有这种人工智能技术的国家之间可能出现生产力的代差。未来 AI 竞争除了人才竞争和资金投入的竞争，也是监管的竞争。
- 5、历史上看未来和机会是都是创造出来的，需要在任何悲观情况下看到和争取积极因素。以更大力度推进改革开放，将机遇转化为现实增长率。
- 6、对于通胀而言，重要的也已经不是拐点而是回落速度和终点水平。美联储也处于观察期，肯定的是已经开始放缓加息的节奏和幅度了。总体国内资产中期面对一个温和的环境。
- 7、商业世界和自然界几乎是一样的，类似诸多物种，很多行业企业都会消亡，它们都在遵循着自然界的规律。伟大的才是好的（Greatness is good）。



企业盈利对 A 股影响明显上升 公平、效率与创新是高质量发展的核心



超预期的 1 月非农就业人数、CPI、PPI、零售销售数据等，共同描绘出一个经济韧性十足、劳动力市场火热的美国年初经济图景。2 月 PMI 初值英国全面改善、欧美整体改善，主要国家都回到 50 以上。

同时受到通胀和经济韧性的向上驱动，10 年期美债收益率收复了年内全部下行，连续挑战 4% 关口，回到 3.95% 高点，挂钩加息预期的 2 年期美债收益率达到 4.65%，接近去年高点，3、6、12 个月美债收益率处于 2007 年中期以来的最高水平。美元指数从 101.5 反弹至 105，LME 铜跌破 8700，金银价格从高位下跌近 1 成。油价仍然由需求所驱动，布油跌近 80。国内商品方面，SHFE 螺纹钢价格持续上涨达到了 4289 元/吨。

多方因素的共同推动下，此轮反弹中定价最积极的人民币汇率，过去 1 个多月从 6.71 下跌至 6.98。中美股市压力显著均有调整，去年 10 月以来涨幅最大的恒生科技股和纳斯达克中国科技股指数均回撤超过了 15%，国内创业板、科创板调整幅度也超过了沪深 300 和上证综指。

去年以来全球市场处于“持续交易金融紧缩放缓”中，深刻定价了加息放缓，相关数据的公布成为这一交易的暂停键，美股看到了软着陆风险进一步降低的可能场景，也看到了通胀尤其是核心服务通胀进一步顽固、使得联储不得不进一步紧缩的风险，从偏向分子端到警惕分母端。虽然从 6-12 个月角度看，紧缩结束是大趋势。但现实 4-5% 的无风险收益对所有风险资产来说却是一个很高的标准。

春节之前，A 股的投资逻辑非常直接：经济复苏的强预期，防疫放开后的消费困境反转，信贷开门红，地产、平台监管等各类政策系统性转向后的风险偏好回升。

但内地投资者经历了三年疫情的影响，对于经济本身的长期下行压力仍怀有较大担忧。而海外投资者更容易接受上述简单逻辑的推演，指向了直白的经济复苏、困境反转，前期悲观的程度越大，在逆转以后回补的力度越强，美元下跌也带来了新兴市场的重新流入。国内外投资者对于经济复苏的置信度不同。春节后“貌似是结构性的悲观还是压倒了周期性的乐观”。海外太着急，国内太悲观。

近期调研数据显示，生产端的确恢复的更快更好，但对需求端普遍持观望态度。“开局即决战，起步即冲刺”，企业家们对各级各地政府扑面而来的热情应接不暇，相比过去三年开开停停，不由自主都在倍速努力。要“全面深化改革开放，推动高质量发展，进一步引导经营主体强信心、稳定社会预期，努力实现经济运行整体好转”。表明了保持经济合理增长的紧迫性和重要性。全年经济向好恢复是大概率的事件，后续宏观层面对市场的影响会慢慢减弱，而企业盈利对 A 股的影响权重将明显上升。

展望未来，公平、效率与创新是高质量发展的核心。“既要创造更高的效率，又要更有效地维护社会公平，更好实现效率与公平相兼顾、相促进、相统一”。

境由心生、事在人为。应对人口老龄化、地缘政治等长期问题方面，移民、资本输出和科技进步是必然选择。前者难度比较大，后者如 ChatGPT 存在技术差距和管控问题，鼓励制造业走出去是资本输出主要形式。中央也要求“优化生产力布局，推动重点产业在国内外有序转移，支持企业深度参与全球产业分工和合作，促进内外产业深度融合，打造自主可控、安全可靠、竞争力强的现代化产业体系”。

支持鼓励光伏、新能源车等领域具备全球竞争力的企业和整个供应链一起走向全球，打破贸易壁垒，服务整个人类社会相关产业升级进步。实践“深度参与全球产业分工和合作，用好国内国际两种资源，拓展中国式现代化的发展空间”。

就像中国的经济结构转型一样，中国金融业的发展也同样面临着从“量”向“质”的转型过程。“注册制改革的本质是把选择权交给市场，强化市场约束和法治约束。说到底，是对政府与市场关系的调整”。也有助于券商和基金同业思考回归资本集约型的增长方式，重视自身核心竞争力建设而不是一味扩张规模。

有创业者比喻，创业就像是悬崖纵身而下，然后在下落的过程中组装一架飞机。**能力和实力的积累既是长期坚持的结果，也是坚定前行的基础。**今天的我们已经有幸能够在不断强化进化自己能力圈的同时，全身心地做热爱喜欢，同时对社会发展有价值的事业。

“

人类社会或将再次进入波折阶段 办好自己的事更为重要

”

俄乌冲突爆发1周年之际，俄罗斯总统普京发表国情咨文，几个小时后美国总统拜登也在波兰进行了一场关于乌克兰局势的演说，“针锋相对”展现出截然不同的世界观。普京强调是“西方发动了战争，而俄罗斯正在用武力制止战争”。拜登称“这场战争从来都不是必需”，并誓言继续支持乌克兰，“乌克兰永远不会成为俄罗斯的胜利”。同日外交部长秦刚宣布中方正式发布《全球安全倡议概念文件》。强调“中国的发展离不开安全的国际环境。同样，没有中国的安全也就没有世界的安全”。

二十大报告明确概括了中国式现代化，“走和平发展道路的现代化”是5个科学内涵之一。**随着地缘政治风险进一步提升，人类社会再次进入波折阶段，如何捍卫我们自己的核心利益挑战巨大。办好自己的事更为重要。**我们也注意到，尽管受制于政治与安全压力，大部分盟国于未来相当长时间内仍会追随美国，但他们会趋向于增加自主性，最大限度维护本国利益。

王毅15日飞抵巴黎，法国当天决定取消对来自中国旅客入境限制措施的消息，爱丽舍宫声明明确提到“法中合作应对全球挑战的问题”。期待双方合作“今明两年取得新的大发展”，通过共同庆祝建交60周年，“展示法中关系的深厚底蕴”。中方表达愿同法方全面重启各领域对话交流，“把中法关系的引擎再次发动起来”。王毅离开巴黎后来到罗马，在会见意大利副总理兼外长塔亚尼时，传递“重启对话合作”的期望。

美国主要从政治角度，想长期遏制住中国，两党态度一致，甚至硅谷企业也开始担心管制“没法和中国做生意了”？欧洲企业主要担心经济上“有饭大家吃的问题”，除了政府补助之外，中国有特别大的市场，和狼性的企业，欧洲企业“无法竞争”？

全球化过程中成长壮大起来的中国制造业面对的是“胡萝卜加大棒”：如光伏行业，过去十年实现了跨越式发展，已成为我国为数不多在国际上具有核心竞争力，产业链完整、自主可控，国际国内双循环的优势产业，摆脱了“装备、技术、市场”三头在外的被动局面，实现了光伏制造业、装机量、发电量连续多年“世界第一”。

近年来美国、欧盟、印度、韩国等国通过多次反补贴、反倾销、201、301、反规避等贸易手段遏制我国光伏产业发展。2021 年 6 月以来，美国先后实施了 WRO 暂扣令，发布所谓的“涉疆法案 UFLPA”、推动世行等多家国际金融机构供应链追溯，欧盟也紧随其后实施强迫劳动立法，韩国要求碳足迹认证等。为实现能源安全和独立，降低对中国新能源产业的依赖，美国、欧盟、印度等国先后发布了《2022 削减通胀法案》（IRA 法案）、欧盟“欧 8 条”等各项激励措施，鼓励制造业本土化。我国光伏行业面临日益严峻和复杂的国际贸易环境。

去年 12 月 30 日，商务部会同科技部发布了关于《中国禁止出口限制出口技术目录》修订公开征求意见的通知，拟将“光伏硅片制备技术”纳入目录，引起媒体普遍关注和行业内的担忧。

相比人工智能技术 2016 年在 B 端相关应用落地，ChatGPT 所带来 C 端 AI 应用与每一个人的工作与生活息息相关。相比 OpenAI 在看不到前景和没有明显效果的大型语义模型上，早期非常坚定地做了投入并取得了突破性的成功。国内 AI 公司过去更多将资源投入在人工智能视觉层面，百度和谷歌也面临着 AI 颠覆传统搜索业务商业模式的风险。人工智能的进步增强了人类的思考、推理、学习和表达能力，拥有和不拥有这种人工智能技术的国家之间可能出现生产力的代差。

未来 AI 竞争除了人才竞争和资金投入的竞争，也是监管的竞争。目前并不是所有地区和国家的政策法规都允许使用 OpenAI 的产品服务。欧盟计划更新其即将出台的《人工智能法案》（AI Act）。国内《新一代人工智能伦理规范》只是提出了一系列管理规范、研发规范和使用规范，但是距离系统和全面的人工智能监管法案还很远。

科技部近日表示，将把人工智能作为战略性新兴产业，作为新增长引擎，继续给予大力支持。一是推动构建开放协同的人工智能创新体系，加快基础理论研究和重大技术攻关。二是推动人工智能与经济社会深度融合，在重大应用场景中锤炼技术，升级迭代，培育市场。三是推动建立人工智能安全可控的治理体系。四是全方位推动人工智能开放合作。政治局第三次集体学习时强调，加强基础研究，是实现高水平科技自立自强的迫切要求，是建设世界科技强国的必由之路。

“

四大有利条件助力高质量发展 前瞻正确的产业政策发挥重要作用

”

2022 年中央经济工作会议对 2023 年及今后一段时间的经济工作作出了全面部署，强调发展必须是高质量发展。“当前经济工作的几个重大问题”包括着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置、通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资、要继续发挥出口对经济的支撑作用，加快建设现代化产业体系，确保国民经济循环畅通，加快实现产业体系升级发展。总书记重要讲话精神和党中央重大决策部署都表明了保持经济合理增长的紧迫性和重要性。

江小涓老师认为，以人均 GDP1.3 万美元作为高收入国家的起点线，以美国的人均 GDP7.3 万美元作为顶点线，将这个高收入区间五等分，初步实现现代化至少要进入倒数第二档，即人均 GDP 进入 2.5 万至 3.7 万美元之间，按 2.5 万美元这个下限算，就要求在未来 13 年保持大约年均 5% 的增长率，这个计算中还要考虑国内外通胀因素、人民币汇率变化以及人口变化等。同时还要考虑各国人均 GDP 也在同步增长，即高收入各个区间段的标准也在提高。即使到 2035 年之后，我们也应该努力保持较快增长。

2009 年之前的 30 年，我们平均增速在 10% 以上，2009 年依然保持着 10.5% 的增速。但 2019 年疫情暴发前就感受到保持 6% 左右增速的压力较大。究其原因，是支撑我们过去高速发展的条件发生了改变。从国际经验看，在进入高收入发展阶段后，增长速度减缓的压力会持续存在。

随着经济社会发展，我们积累了新的有利条件，面临新的机遇：一是科技能力显著提高。2021 年中国 R&D 经费支出达到 27864 亿元，仅次于美国，居于全球第二位，占 GDP 比重提升至 2.44%，已接近经合组织（OECD）国家的平均水平。

二是超大规模经济体优势。从消费看，我国有世界最大规模的人口，城镇化率不断提升，国内消费快速增长。从生产看，我国制造业规模全球第一，产业门类齐全，产业链相对完整，分工体系效率较高，应对全球经济波动和不确定事件的弹性和韧性较强，具有较强的国际竞争力。

三是我国人力资本仍然具有综合竞争力。虽然劳动力成本持续上升，但劳动力质量也显著提升。

四是新能源产业、数字经济发展快规模大，尤其前者领先世界。

“对于不可控的事情，我们要保持乐观和自信。对于可控的事情，我们要保持谨慎和节制”。从历史上看未来和机会是都是创造出来的，需要在任何悲观情况下看到和争取积极因素。以更大力度推进改革开放，将机遇转化为现实增长率。切实落实“两个毫不动摇”，深化国资国企改革、提高国企核心竞争力，和营造市场化、法治化、国际化营商环境。

同时值得注意的是，一方面在我们进入了并跑或领跑地位的产业领域，前瞻正确的产业政策在历史上起到了重要作用。如 2021 年全球新能源汽车销量为 660 万台，我国销量为 330 万台，占比高达 50%；2022 年，全国水电、风电、光伏发电等可再生能源年新增装机再创历史新高，占全国新增发电装机的 76%，成为我国新增电力装机的主体。国家能源局预计，到 2025 年，我国风电和太阳能发电量有望在 2020 年的基础上翻一番，在全社会新增的用电量中，可再生能源电量或将超过 80%。

煤炭代替柴薪用了 300 年，石油成为主流用了 100 年时间，光伏氢能作为下一代能源可能也需要数以百年的时间，但在“双碳”这个目标指引下，“也许我们 3、40 年中就必须完成这个迭代”。期待尽快出台绿氢的管理与标准体系、产业链的扶持政策。

而继 22 年 6 月，美国《清洁竞争法案》（以下简称 CCA）草案向外界展示了美国“碳关税”的雏形之后，本月欧洲议会正式通过了欧洲碳边界调整机制（CBAM）协议，21 日欧盟基准碳配额主力期货合约价格(EUA)历史首次突破每吨 100 欧元，与国内碳“市场”价格进一步拉大。

另一方面，随着产业结构调整和市场发育更加成熟，地方政府在区域经济规划上可以发挥更大的作用。如陕西省 21 年中发布“关于进一步提升产业链发展水平的实施意见”，明确了 23 条重点产业链，22 年经济增长预期目标为 5.5% 左右，打造先进制造、现代能源、文化旅游、战略性新兴产业等万亿级产业集群，构建具有陕西特质的现代化产业体系。

不仅反映出当地经济的传承和方向，也明确了各方面包括资本聚焦的方向。“推进中国式现代化是一个探索性事业，还有许多未知领域，需要我们在实践中去大胆探索，通过改革创新来推动事业发展，决不能刻舟求剑、守株待兔”。



通胀的回落速度和终点是关键 少数对的决定就能够创造奇迹



1 月 CPI 同比 2.1%，PPI 同比-0.8%，均明显低于预期。朱雀固收组认为，总体来看近期通胀仍然处于较为稳定的状态，呈现出一定的反弹趋势，但无论是绝对的增速水平，还是偏重于食品和脉冲式的旅游服务需求的结构，都不足以在短期引发对货币政策调整的担忧。但中期来看，**核心通胀的弱反弹趋势已经确立，对政策的放松力度预计会形成一定的约束。**

1 月份信贷数据和社融数据整体较强，反映了开局之年，自上而下更加重视稳增长，把拼经济的意志传递给了银行和资本市场。监管方面，商业银行资本管理办法降低了居住用房地产信贷的风险权重、大幅提高了银行持有同业资产的风险权重，引导资金由同业流向实体。

在基本面修复明朗和监管的共同作用下，下旬利率债市场打破了 2 月份以来的僵持走势，各期限收益率出现明显上行。货币政策总体基调上延续四季度例会的要求，强调总量稳定和结构发力。

对于通胀的表述，相较于上季度强调的“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，此次“有效需求不足仍是主要矛盾，短期看通胀压力总体可控”和“中长期看，物价水平具备保持基本稳定的有利条件”，释放出当前货币政策的主要关注点还是支持实体经济，通胀暂不会对货币政策形成较强约束。

美 1 月 CPI 环比 0.5% 走高，同比 6.4% 继续回落但幅度放缓。美联储 2 月 FOMC 会议，如期加息 25bp 至 4.5-4.75%。对于通胀而言，**重要的也已经不是拐点而是回落速度和终点水平。**联储也处于观察期，继续“数据依赖”，走一步看一步，但肯定的是已经开始放缓加息的节奏和幅度了。总体国内资产中期面对一个温和的环境。

“着力扩大有收入支撑的消费需求、有合理回报的投资需求、有本金和债务约束的金融需求”，**这三点是政策正确发力的重要基础，也是把握政策合理边界的根本遵循。**总书记在求是杂志上发表文章，其中对于有效防范化解重大经济金融风险进行了重点表述，强调防范房地产业引发系统性风险和防止形成区域性、系统性金融风险。

全面注册制的落地进一步把选择权交给了市场，依靠市场和法治约束。中金指出，中国金融体系构建“双支柱金融体系”。在这个体系下，银行推行普惠金融，提高金融的可获得性和服务范围。与此同时，资本市场则通过打造成成熟的一级，二级市场支撑突破性和渐进性创新，两者在促进机会公平，提高融资效率上都将发挥其不可忽视的作用。

证监会 2023 年系统工作会议指出，建设中国特色现代资本市场，是中国式现代化的应有之义，是走好中国特色金融发展之路的内在要求。要稳步提高直接融资比重、推动培育体现高质量发展要求的上市公司群体等。强调统筹推动提高上市公司质量和投资端改革。

巴菲特今年致股东的信中表示，伯克希尔获得令人满意的结果实际上只是十几个真正好的决策的结果。“**杂草会随着花朵的盛开而凋零。随着时间的推移，只需要少数几个对的决定，就能够创造奇迹**”。格雷厄姆更是说过一生中赚的所有钱的一半以上都来自 1 只股票。

商业世界和自然界几乎是一样的，类似诸多物种，很多行业企业都会消亡，它们都在遵循着自然界的规律。**伟大的才是好的**（Greatness is good）。我们以产业逻辑为依据，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，提升认知能力和水准。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。还有就是不断优化负债端。

这一切的背后都离不开团队建设。创业团队是根基，业务能力之外，自驱力、责任心、风险精神、承压能力会凝结成企业的文化和持续的动力。我们观察多家过去 2、30 年从创业公司成长出来的巨型企业，灵魂人物和核心团队多数没有大的变更。我们历史上团队升级迭代是爬坡过坎，也是个永无止境的过程。成功的传帮带过程往往意味着各方的有效提升，也给我们带来新的机遇。

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。