

始于人性，兴于人性

JUNE
INSIGHTS

“病毒还会存在，大流行已经过去。从机场出来的一刹那，深感一切都没有发生，一切都已经发生。”
——张文宏

- 1、人性可能是“我们拥有的最美好的事物”，无论是追求幸福生活、金钱和地位，还是依靠内驱力推动向更高的地方攀登，直至超越自我、追求改变世界、推动人类社会进步。
- 2、经过之前的下跌，A股市场已经部分反映了经济预期，包括信心不足的问题。积极的财政政策和有力的货币政策有望“形成扩大需求的合力”。即使后续经济动量总体仍偏弱，但经济的各主要驱动会是分化而非共振下行。
- 3、对于新能源供给侧的担心已经在估值上得到了较充分体现，但能源革命方兴未艾，消纳侧改善和创新提升供给效率和能力的机会将集中反映在优势公司上，可再生能源的结构性增长趋势依然强劲。
- 4、如果说 20-22 年是光伏平价，那么 23-24 年很可能是光储平价的元年，朱雀基金认为，辅材、光储平价、消纳是明确受益的三个方向。
- 5、疫后复苏和一般的经济周期不同，它对短期周期特征有影响，并且有长远的结构性影响。宏观政策需要把周期和结构结合起来，做到从投资转向消费，从金融转向财政。
- 6、相比 150 多年前开始的工业革命替代和解放人类体力，在全世界摧枯拉朽；这一次人工智能是解放和替代人的脑力，可能比工业革命变化更大，速度更快，无法阻挡。
- 7、投资者无法选择时代，朱雀基金聚焦于推动中国经济效率提升、生活方式改善、可持续发展的主要产业领域，在宏观环境日益复杂多变的背景下，该模式注重优势企业中长期发展和企业家精神的特点，使得我们更能够在短期迷茫的时候找到长期的锚。



A 股部分反映经济预期 危机是自身出清的过程



美 1 季度 GDP 同比增长 1.1%，低于预期。4 月消费者信心指数创 9 个月新低，ISM 制造业 PMI 47.1%，继续处于收缩区间，CPI 同比增速 4.9%（两年来首次低于 5%），PPI 同比放缓至 2.3%。

银行业风波持续发酵，债务上限问题也扰动市场。5 月 FED 连续第十次加息，本轮已累计加息 500BP。但美股表现良好，尤其纳指年初以来上涨超过了 20%，**做多美国大型科技股是当前最拥挤的交易。**

国内 4 月的经济数据显著偏弱，经济复苏遇到了较为严重的波折。M1 低增速+M2 高增速，信贷储蓄化。国债是表现最好的资产类别，10 年期国债收益率接近 2.7%，国内工业品单边下跌，金融属性和低库存支撑下的铜也开始补跌。相较德意法日韩和中国台湾地区主要股指今年来 2 位数以上的涨幅，创业板和香港恒指下跌，A 股整体表现平淡，人民币再次破 7。值得注意的是，**22 年以来人民币兑美元和创业板走势表现相关度较高。**

危机也是自身清理出清的过程，美国经济具备应对危机的能力和承受力。中国经济改革开放以来潜在的危机都被控制住了，前 3、40 年高速增长带来的杂质需要清理。当前国内经济处于复苏早期，货币供应充足，但内生动力不足，内需不足、信心不振，美打压升级、外企订单减少，同时存量的社会债务规模巨大。

虽然 1 季度信贷 M2 高增，但大量货币以预防式储蓄的方式沉淀下来，利率和货币流通速度下降，并未转化为消费和投资流入实体经济循环。中央政府要求准确把握今年经济发展新形势新要求，加快建设以实体经济为核心的现代产业体系，抓制造、抓创新、抓融合，扩内需稳外需，同时着力防范房地产、地方债等重点领域的风险。

党的二十大把高质量发展明确作为全面建设社会主义现代化国家的首要任务，其中构建高水平社会主义市场经济体制，包括坚持和完善两个毫不动摇，完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，加快建设世界一流企业。构建全国统一大市场，深化要素市场化改革，建设高标准市场体系。完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等市场经济基础制度，优化营商环境。

人性可能是“我们拥有的最美好的事物”，无论是追求幸福生活、金钱和地位，还是依靠内驱力推动向更高的地方攀登，直至超越自我、追求改变世界、推动人类社会进步。市场经济顺应了人性，创造了高度发达的生产力，但还需要有一种体制能够弥补人性不好的一面，就是法治经济，叠加信仰和道德的力量，才能“让最具创造力的、最雄心勃勃的人，只能给我们人类干好事，不能干坏事”。

民营企业是由若干个有血有肉、充满个性、野心满满的人物自由组合，是市场活动的源泉，是市场经济的基石，发挥了“56789”的重要作用。**民营企业有信心，则经济有活力、就业有保障、政府有税收。**要给市场活力和空间，自下而上发挥全社会的创造力和能动性，依靠市场经济体系，这是个系统工程。

“历史长河时而风平浪静、时而波涛汹涌”。人类在工业革命中取得巨大进步之后，如何应对正在到来的 AI 智力升级？历史上看科技进步并不必然增加幸福。3 年抗疫的结果对国内和全球的影响将长期存在。“世界又一次站在历史的十字路口”。中美角力是持久战，我们以稳为主、防风险具有前瞻性。逆全球化趋势下，全球化企业一方面考虑发展要兼顾安全，外资企业担心在中国的产能供应能力，国内企业也担心海外市场和供应链的

安全问题；另一方面要积极寻找反作用力，包括内循环能力建设，和产业、研发外移等长期安排。“经济建设是党的中心工作”，二十届中央财经委员会第一次会议提出“五个坚持、五个不能”，指出要大力建设世界一流企业，倍加珍惜爱护优秀企业家，大力培养大国工匠。

资本市场服务高质量发展，主要表现为市场化的资源配置功能、激励约束机制两方面。治标治本，“建制度、不干预、零容忍”，才能脱虚向实，避免市场沦为资金腾挪游戏的地方。**经过之前的下跌，A股市场已经部分反映了经济预期，包括信心不足的问题。**毕竟相比债券市场综合反馈经济预期和现实，股票市场反应预期，经济“内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力”，积极的财政政策和有力有望“形成扩大需求的合力”；**即使后续的经济动量总体仍偏弱，但经济的各主要驱动会是分化而非共振下行。**

从我们专注的一些领域来看，**对于新能源供给侧的担心已经在估值上得到了较充分体现，但能源革命方兴未艾**，消纳侧改善和创新提升供给效率和能力的机会将集中反映在优势公司上，可再生能源的结构性增长趋势依然强劲；消费低于预期也反映在体育用品、农业食品等领域，但如果对后续经济和政策抱有信心，不仅优势公司的估值吸引力加大，Z世代消费者带来的消费习惯和品牌偏好变化更值得关注；AI革命让AGI（通用人工智能）的可能性大大提升，将进一步推动产业数字化，缓解成本和效率等问题，机会巨大；还有人口老龄化带来的医疗保健需求以及生产率的增長。

大胆假设质疑，小心求证探索，躬身入局，逼近真相，**基于中长期产业逻辑的定性判断是基础和根本。**同时不仅有体量高回报机会越来越少，证券投资的竞争对手也日益强大，基本面主动投资只能恪守价值和成长，谨慎定价、果断取舍，一旦起心动念想赚把交易的快钱，可能就注定难以成功。

“

两极格局带来不确定性 智慧比胆识重要

”

冷战结束后出现的全球化，由经济市场化、政治民主化两部分构成。全球化是由跨国公司推动，得到美国政府支持。中国加入了世界贸易组织之后，一贯支持经济全球化发展。

全球化加剧国内和国际两级分化，数字经济加速社会两极分化，自由主义极端化催生的民粹主义成为了逆全球化思想基础。作为倒退的历史趋势，逆全球化从全球化中孕育产生。16年英国脱欧，政府用权力反对全球化。18年美对华贸易战，制裁和脱钩策略被经常性使用，全球化企业被迫收缩供应链。相关国家中小企业的需求和政府去全球化的战略政策相结合，形成了今天逆全球化的趋势。

21年9月，古特雷斯在第76届联大发言，“我担心我们的世界正朝向两种不同的经济贸易和金融体系，以及技术规则发展;两种不同的人工智能发展方法，以及最终两种不同的军事和地缘政治战略。一旦出现这样的情况将带来麻烦。它会比在冷战时期更难以预测”。今年4月，马克龙接受采访表示，“欧洲必须为战略自主而战”，应成为“第三极”力量。阎学通教授认为马克龙和古特雷斯的讲话意味着世界上两极格局已经形成，还指出了这一次**两极格局的特点就是不确定性。**

在此背景下，拜登政府采用了萨克斯18年提出的“小院高墙”战略。20年10月，十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出了，要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。20大报告中“推进高水平对外开放”是高质量发

展 5 项主要内容之一。

论经济规模，中美居全球首两位，两国均有多元化业务，“中国经济和全球经济的其他部分就像连体双胞胎”，更重要的是，即使各自有其社会问题，但中美两国在政治上都相对较为稳定。**智慧比胆识重要！**

“

潜在增长率和资产负债表压力并存
周期复苏和长期经济结构有机统一

”

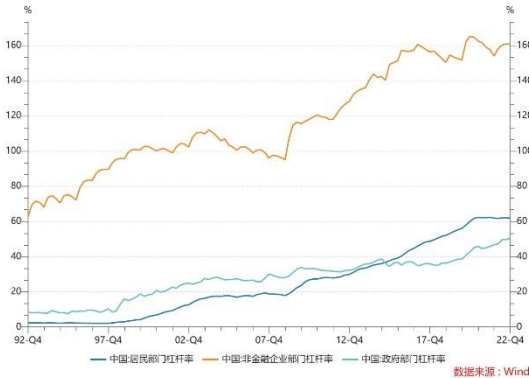
4 月 CPI 同比 0.1%，PPI 同比 -3.6%，社会融资规模增量 12200 亿人民币，预期 20000 亿人民币，前值 53800 亿人民币。除私营部门的信心之外，结构和总量上没有显著的亮点。疫情三年，22 年底宏观杠杆率达到 295.9%，高于美国的 257.4%，房地产债务和地方政府的债务负担都进一步加重。

宏观杠杆率变动的国际比较（%）

	2019	2020	2021	2022	2019年以来的增速
全球	227.8	257.6	247.4	238.8	10.4
发达经济体	272.6	309.1	295.2	275.8	3.2
新兴经济体	189.6	214.7	208.4	208.0	18.4
美国	255.1	294.3	277.7	257.4	2.3
中国	263.1	292.0	284.7	295.9	32.8
中国（CNBS）	246.6	270.9	262.8	272.9	26.3

资料来源：BIS，CNBS

潜在增长率下滑和资产负债表衰退并存。朱雀基金分析存量的社会债务规模约 340 万亿左右，政府部门主要包括政府债券和城投债，以及贷款中的较大部分，如果按照基础设施行业的贷款来分析，规模大概在 160 万亿左右，地产主要包括个人住房贷款和企业的开发贷款，以及企业债券中的一小部分，不到 55 万亿。具体到部门的杠杆率，居民部门债务占 GDP61.9%，企业部门 160.9%，政府部门 50.4%。



相关部门下发通知，要求各银行控制通知存款、协定存款利率加点上限。2015 年 10 月开始去杠杆，通过以时间换空间，18 年以后社融规模增长与名义 GDP 增速基本匹配。但贸易战和疫情接踵而来，累积为当下巨量的

存量债务，压低成本和延长期限，用低利率债务置换高利率，用低成本长期的资金来缓释风险。1 季度货币政策执行报告中对存款的要求增加“保持利率水平合理适度”的表述。

疫后复苏和一般的经济周期不同，它对短期周期特征有影响，并且有长远的结构性影响。

彭文生博士认为，从周期视角来看，疫后复苏与传统的经济周期不同在于消费先行。从中期的角度而言，思考未来复苏的持续性和高度，仍需要回到传统的经济周期。而结构性地来看，疫情以后收入差距和债务这两个传统的问题有所加重。叠加了疫情三年期间地缘政治方面的转变，我国经济更要靠内需，即消费和投资。投资的问题是债务负担太重，消费的问题是中低阶层收入增长太慢。

所以宏观政策需要把周期和结构结合起来，做到从投资转向消费，从金融转向财政。M2 变化的两个来源，财政体现为财政政策和货币政策的协同，信贷体现为货币政策和金融监管的协同。金融化程度下降，就是要使信贷的重要性下降，财政的作用增加，从操作上加强金融监管、加大中央财政扩张力度。新供给学派强调政府加大对教育、医疗、创新等公共领域的投入，既能够刺激短期的经济增长，又有助于改善长期的增长潜力。

李云泽在国家金监总局揭牌仪式上表示，将全力以赴，履职尽责，全面落实服务实体经济、管控金融风险、深化金融改革三大任务。依法将各类金融活动全部纳入监管，努力消除监管空白和盲区，大力推进央地监管结果，牢牢守住不发生系统性金融风险底线。

“

**中美战略竞争的核心是数字技术
人工智能的变革可能超过工业革命**

”

中共中央政治局 4 月 28 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议指出，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力。会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系。强调恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。指出要坚持“两个毫不动摇”，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。强调要全面深化改革、扩大高水平对外开放。推进国家治理体系和治理能力现代化。稳住外贸外资基本盘。会议指出，要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。

在西安主持中国—中亚峰会前夕，总书记听取陕西省委和省政府工作汇报时强调，着眼全国大局发挥自身优势明确主攻方向。要立足自身产业基础和资源禀赋，坚持把发展的着力点放在实体经济上，在巩固传统优势产业领先地位的同时，勇于开辟新领域、新赛道，培育竞争新优势。做强做优现代能源产业集群。李总理 19 日主持召开国务院常务会议强调要在深化改革上下更大功夫，进一步优化产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等市场经济基础性制度，健全激励约束和考核评价体系，完善适应全国统一大市场建设的体制机制。

我们面对的实际上是两种不同的实体经济，一种是传统的竞争力下降、过剩严重的实体经济，另一种是数字化赋能、生产率大幅提升的实体经济。数字经济在大国的国民生产总值中或者国家财富的比重不断上升，意味着相比冷战时期美苏竞争地上、海洋、天空、宇宙等自然空间，中美竞争是在自然空间和人类创造的一个新空间“网络空间”同时进行。

中美战略竞争的核心是数字技术。美国政府在去年 7 月通过了“芯片与科学法案”，国家立法和中国进行科学技术上的竞争。而数字技术的核心除了芯片在硬件上的表现，GPT-4 已化茧为蝶。4 月 11 日国家网信办发布关于《生成式人工智能服务管理办法(征求意见稿)》，指出“利用生成式人工智能（AIGC）生成的内容应当体现社会主义核心价值观”。七国集团（G7）参会者 30 日同意对人工智能采取“基于风险”的监管。目前《欧盟人工智能法案》被认为是世界范围内首部广泛适用于各类 AI 技术的法案。业界呼吁“我们真的应该避免中心化人工智能在人类文明中的主导地位”！OpenAI CEO 建议，AI 监管应该建立起类似原子能机构这样保证核不扩散的国际组织，根据硬件和能源使用情况监控所有 AI 公司，所有超过能力阈值的系统都需要接受审核。

相比 150 多年前开始的工业革命替代和解放人类体力，在全世界摧枯拉朽；**这一次人工智能是解放和替代人的脑力，可能比工业革命变化更大，速度更快，无法阻挡。**但肯定也是双刃剑，释放人性、也将考验人类社会智慧。“一代人解决一代人的问题”。政府包容审慎监管有利于技术能够负责任地推广。

4 月 25 日，欧盟理事会投票通过碳边境调节机制（CBAM），地缘政治背景下欧洲新的贸易壁垒正式立法通过。钢铁、铝、电力、水泥、化肥等行业被纳入首批执行“碳关税”范围。5 月 16 日，拜登正式否决了此前参众两院通过的《恢复东南亚四国太阳能电池板关税的提案》，理由是美国本土产能不会一蹴而就。后续该议案将返回两院重新投票。总书记在陕讲话再次强调，推进经济社会发展绿色化、低碳化，加快产业结构、能源结构、交通运输结构和用地结构调整，促进能源产业绿色转型，积极稳妥推进碳达峰碳中和。消纳是目前全球新能源发展面临的问题。**如果说 20-22 年是光伏平价，那么 23-24 年很可能是光储平价的元年，朱雀基金认为，辅材、光储平价、消纳是明确受益的三个方向。**

芒格说：“**我们是特定时期和完美机会的产物**”。投资者无法选择时代，朱雀基金聚焦于推动中国经济效率提升、生活方式改善、可持续发展的主要产业领域，在宏观环境日益复杂多变的背景下，**该模式注重优势企业中长期发展和企业家精神的特点，使得我们更能够在短期迷茫的时候找到长期的锚。**模式的核心在于团队能力圈和生态圈的建设和不断进步。还需要结合不同客户的诉求和特征，选拔出特长和性格更加匹配的投资经理等。朱雀基金也始终努力把人的价值放在第一位。

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。