



“ 人为什么活着？必须得有鼓舞人心的东西，让你铭记于心，这就是我不停努力的原因。 ”

——马斯克

- 1、明显偏弱的社融信贷数据落地前，逆回购“抢跑”降息以引导市场和经济主体的预期。市场在悲观中看到了一线希望，对财政、产业等托底和稳增长政策有了些期待。
- 2、宏观有压力、股市不悲观。有卖方结合大类资产比价及交易指标统计，当前市场情绪已低至 18/12、20/03、22/04、22/10 附近水平。研究和投资工作也与坎坷压力伴生，但成功者必须战胜挫败感，在恐惧时候保持理性和勇气。
- 3、今天的科技变革包括了能源转型、信息技术和生命科学的变革等，长周期下三者相互促进。AI 带来的机遇则有望与 2018 年底之后的新能源和 2019 年下半年之后的新能源汽车媲美。
- 4、新能源是人类达成的共识，尤其是聚集了一批有追求有情怀的企业家！但世界上也没有完美，长期来看，光伏行业就是一部轰轰烈烈的技术迭代史，企业的核心竞争力始终来自长期研发投入和创新，相比产能扩张绝非一朝一夕。
- 5、进入青壮年的光伏产业面对三重压力：产能过剩、消纳和地缘政治。朱雀基金认为，产能过剩是审慎且具备核心竞争力公司通过技术创新驱动行业进步的机遇，也只有通过技术迭代，才能打破现有“一体化”的藩篱，重新走向“专业化”的产业发展轮回。
- 6、“心”是人生意义的设计师。成立伊始，我们将心注入“可持续创造价值”的事业。如果历史上我们的业务发展得益于创新实践和专注，未来在投资方向上，朱雀基金将继续把 3060+作为指引和鼓舞，支持助力以推动人类社会能源变革、数字转型、消费升级为愿景和梦想的创新公司、优势企业。



宏观有压力，股市不悲观



美制造业与非制造业数据疲弱，就业市场也出现了降温信号，而居民有钱消费服务业强，伴随欧洲能源危机大幅缓解，通胀见顶，Fed 召开 6 月 FOMC 会议，如期暂停本次加息，维持利率不变，放慢了紧缩的节奏。

美股已经接近牛市区域，过去一年里，认为通货膨胀将会冷却，并认为美联储将很快转向的乐观主义者“在市场的拔河比赛中取胜”。标普 500 指数的市盈率约为 19 倍，科技、通信服务和非必需消费品在今年贡献了大部分回报。在俄、伊原油供应超预期和对需求持续性的担忧下，油价持续震荡下跌，铜价近期波动较小，美元指数和美债利率变化不大。

国内商品整体以下跌为主，国家统计局数据显示，5 月 CPI 同比上涨 0.2%，环比下降 0.2%，PPI 同比下降 4.6%，环比下降 0.9%，上游能源和原材料价格回落，推动整体工业品价格回落，显示需求不足，5 月制造业 PMI 下降至 48.8，环比下降 0.4，连续 3 个月下降。年底年初退出“动态清零”并渡过感染高峰期后，激发了供给侧想象空间和旅游、用餐等服务消费，4 月开始经济恢复放缓、物价涨幅回落且信贷增长乏力，5 月进出口按美元计价均出现下降。

供给过剩的房地产、过度透支的地方杠杆亟待换挡，但体量大、产业链长的光伏、新能源车领域出现了阶段性产能过剩，化解和技术升级都需要时间，逆全球化趋势持续加大了需求和产能布局的不确定性；民营经济、数字经济和服务业遇到波折；**疫后结构性问题，与人口等社会经济趋势性因素、体制因素共振。**

股市没有看到抓手，**存量博弈进入减量**，人民币汇率贬值。6 月是下半年稳增长的重要窗口期，易纲行长指出预计 2 季度 GDP 同比增速会比较高，且 CPI 下半年有望逐步回升。**明显偏弱的社融信贷数据落地前，逆回购“抢跑”降息以引导市场和经济主体的预期。市场在悲观中看到了一线希望，对财政、产业等托底和稳增长政策有了些期待。**

拜登在 G7 会议上关于“与中国的关系将很快改善”的评论，以及双方外交的重新接触，意味着中美紧张局势可能阶段性缓和。中长期看，**需要“坚持底线思维和极限思维”来理解“战略定力”。**

“构建国内大循环是为了保证极端情况下国民经济能够正常运行，这同参与国际经济循环是不矛盾的。我们坚定不移实行高水平对外开放，敞开大门搞建设，一起合作实现共赢”。始终坚持以经济建设为中心。高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，基于新发展格局和建设统一大市场等战略，回到 1978 年我们开启改革开放时的初衷，坚持更市场化的改革，更法治化的治理，更可靠的产权保护，更包容的开放的制度，更自由的创新创业，是化解困境的根本路径。包括地方政府是中国经济的另一个发动机，迫切需要全国统一规划解决方案，下决心做大规模的重组，同时建立新的机制，约束新增债务。

追梦少年引发社会再次热议打破规则、放松管制。4 月召开的二十届中央全面深化改革委员会第一次会议上总书记强调，实现新时代新征程的目标任务，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。在需求侧依然有一些中长期结构性改革，包括 3 亿农民工的基本公共服务，农村土地产权制度改革，民企国企公平竞争问题等等，既解决效率问题，也解决需求。和宏观政策共振的话，中国经济增长的巨大潜力就会充分释放。

无论是世界级的企业还是中国各个行业的龙头公司，历史上经历苦痛艰难时，都离不开愿景和梦想的指引鼓舞。长期看，消费领域即使内循环也有广阔的空间，低迷时期“以最坏的情况去布局应对，有信心取得好的结果”，大的风险坦然面对。

今天的科技变革包括了能源转型、信息技术和生命科学的变革等，长周期下三者相互促进。新能源领域的光伏新技术、海风、消纳、储能、氢能等仍具备巨大的发展空间，部分领军企业家是从煤油灯时代跨越到今天的，有足够的韧性耐力，更充满推动全球能源转型革命的雄心。而 AI 带来的机遇则有望与 2018 年底之后的新能源和 2019 年下半年之后的新能源汽车媲美。

宏观有压力、股市不悲观。有卖方结合大类资产比价及交易指标统计，当前市场情绪已低至 18/12、20/03、22/04、22/10 附近水平，沪深 300 连续 3 年负收益，恒生指数连续 4 年负收益，海外仓位只有历史分位数的 20%，公募基金发行落入 8 年来的新低。

研究和投资工作也与坎坷压力伴生，但成功者必须战胜挫败感，在恐惧时候保持理性和勇气。

一方面不妨把经济增长前景想得严峻一些，谨慎甄别不同行业的周期和风险机会，以长期视角判断优势公司的价值和空间。

另一方面，值得思考的是为什么“情绪探底”发生的越来越频密？包括供求严重失衡，22 年公募股票型和混合型基金合计发行 4000 多亿，23 年前 6 个月约 1500 亿，但 22 年 IPO 和增发 13000 亿，23 年至今 5000 亿，近期还有某半导体公司和某农业龙头 830 亿。

是否意味着有资金轮动炒作各种概念，腾挪游戏恶化市场生态，结构性的高估导致市场无法正常有效进行资源配置？外资和部分大小非低位减持，也反映出很差的风险偏好？证监会主席指出：近期，股市波动有所加大，板块热点轮动加快，关于量化交易、市场公平性、资金短线炒作、行业机构责任等讨论增多。

“内心不渴望的东西，它就不可能靠近自己”。核心人的心力是企业长期发展的关键！找到合适的人才能一起成事，如果主要团队和合伙人都能够将心注入，朱雀基金就会形成强大的心力。从研究、模拟盘到实盘的投研一体化成果，在实践中才能锤炼直觉和真本事。打破稳定、促使开放、集中资源发力，突破提升自我。熵减能力弱的公司，走着走着就散了，熵减能力强的公司，也会遭遇困境，但总是充满活力！

“

**国际化趋势由商品转向制造出口
国内首次参与全球半导体大周期**

”

回顾过去半个多世纪，中美关系就是一部历经风雨但不断克难前行的历史。今天的中美关系已经大到不能倒，双方合则两利，斗则俱伤。中美关系再次站在历史十字路口。

中美关系阶段性缓和短期影响风险偏好，但中长期如何演变对多个产业发展布局影响更为深远，国际化的趋势现在是商品出口转向制造出口。根据 SEMI 的最新全球半导体设备市场统计，2023 年第一季度全球半导体设备销售额同比增长 9%至 268 亿美元，中国大陆 Q1 半导体设备销售额 58.6 亿美元，同比下降 23%，显然受到了美国半导体设备限制令的影响。

朱雀基金认为，作为一个成熟行业，全球半导体周期已经经历了近二十轮，每次通过出清竞争力不足的企业，来渡过产能过剩的危机，随后在新的一轮周期里，让龙头企业成长起来，每个赛道就两三家寡头公司，格局清晰。这个时候去重新打破格局，但是又不是依靠创新去打破格局，站在全球视野，就是一种价值毁灭。国内这几年半导体企业发展迅速，并第一次真正意义上参与进这一轮全球半导体大周期里。

库克、马斯克和杰米戴蒙、比尔盖茨的先后访华，既不是中美之间“政冷经热”格局的开始，也不是结束。问题是，这些跨国企业 CEO 回到美国之后，如何检视在华市场、业务和供应链的看法？

当然也应该意识到，拜登政府代表性有限，既不能完全代表民主党，更不能代表国会，明年还面临选举。出于达里奥所说的 5 种力量：债务问题、内部政治、外部地缘政治、自然行为，以及正在改变我们思维方式的技术变化，以及由此产生的结果。很难预测 5 年后“这个世界将是一个完全不同的世界”。

“

完成经济增长目标的压力上升 技术迭代驱动光伏重回专业化发展

”

5 月份经济数据全面低于预期，相比以前感受中国经济“很有钱、很有信心”，现在难以看到大的亮点。22 年招行金葵花客户的户均资产再次出现了负增长。社融信贷数据明显偏弱。企业缺乏扩张意愿，生产偏弱运行，资本扩张动力一般，居民部门作为顺周期主体，在对现金流量表预期不佳以及资产负债表结构分化的背景下整体行为偏保守。

相比年初社会普遍认为，考虑到低基数以及疫情管控放松后的报复性需求释放，2023 年全年经济增速可以轻松达到 5%，5 月工业增加值同比仅增长 3.5%，3、4 季度随着基数效应的提高，经济增速可能低于 2 季度，这意味着完成 5%年度经济增长目标的压力骤然上升。

就业是经济发展成果的晴雨表，更是经济发展的首要目标，当前年轻人失业率仍在 20%左右，到 2025 年我国应届毕业生规模将比 2022 年进一步增加 300 万，总数达到近 2000 万。今后几年既要消化过去三年的失业存量，又要面对城镇就业需求达到历史最高峰的事实，就业形势将更加严峻。

6 月 2 日国常会指出：要把打造市场化、法治化、国际化营商环境摆在重要位置，进一步稳定社会预期，提振发展信心，激发市场活力。从企业实际需求出发，在放宽市场准入、促进公平竞争、保护知识产权、建设统一大市场等方面，分批次加快推出针对性强、含金量高的政策措施。9 日国务院进行第二次专题学习强调，当好贯彻党中央决策部署的-executioner、行动派、实干家。16 日国常会指出，外部环境更趋复杂严峻，全球贸易投资放缓等，直接影响我国经济恢复进程。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。强调具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。

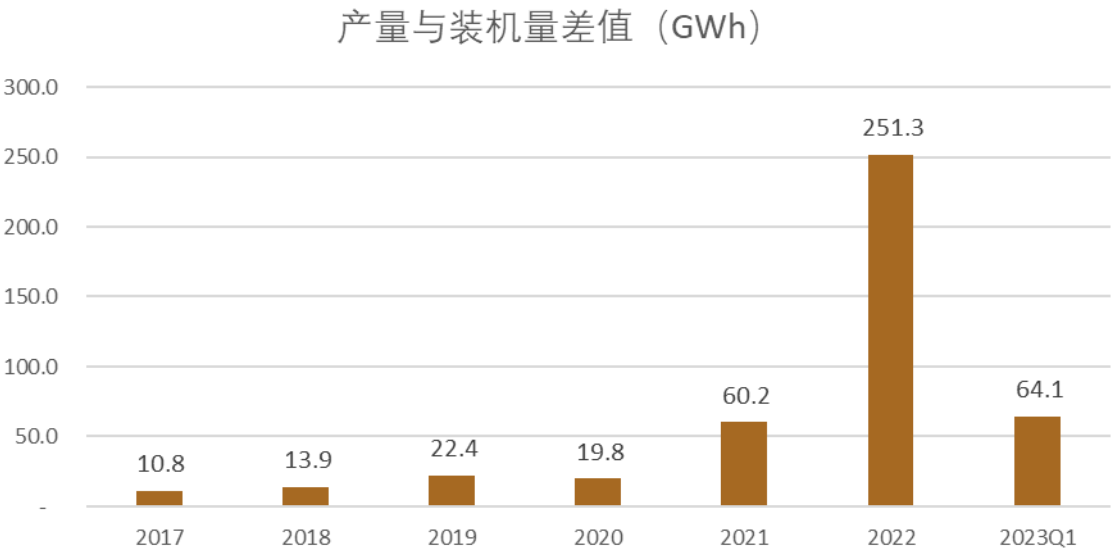
新能源是人类达成的共识，尤其是聚集了一批有追求有情怀的企业家！但世界上也没有完美，长期来看，光伏行业就是一部轰轰烈烈的技术迭代史，企业的核心竞争力始终来自长期研发投入和创新，相比产能扩张绝非一朝一夕。

继 12 年龙头破产、18 年 531 之后，进入青壮年的光伏产业面对着三重压力：产能过剩、消纳和地缘政治。考虑到逆全球化的周期和光伏新技术迭代已经进入无人区，以及这一轮包括各个传统行业的龙头公司加入，和地方政府的背书推动，新能源领域整体的洗牌调整需要时间，现在的价格战、专利战等各种战可能还在热身阶段。

但朱雀基金参考历史认为，产能过剩恰恰是审慎且具备核心竞争力公司通过技术创新驱动行业进步的机遇，也只有通过技术迭代，才能打破现有“一体化”的藩篱，重新走向“专业化”的产业发展轮回。

政策补贴压力和风险也有助于推动统一大市场的建设。消纳是阻力也是动力，风光的天然缺陷势必推动储能性价比的提升，和全离网（孤岛电网）输能的努力，并进一步推动电网改革进步。

6 月 2 日，国家能源局组织发布《新型电力系统发展蓝皮书》：绿电消费激励约束机制逐步完善，绿电、绿证交易规模持续扩大，以市场化方式发现绿色电力的环境价值；体现灵活调节性资源的市场价值；强调电网数字化和智能化；“柔直组网、可控换相、DC/DC 变换、直流断路器、高压大功率硅基和碳化硅基电力电子器件”等电力电子新技术是未来新型电力系统发展的重点。国际氢能委员会预计，2050 年氢能将承担全球 18% 的终端用能需求，明确“共同构建以电氢协同为主的终端用能形态，助力全社会实现深度脱碳”。



数据来源：wind，朱雀基金整理

据 wind 统计，22 年我国新能源汽车产销量分别为 633.7 万辆和 554.5 万辆，同比增长 93.3%和 83%。在新能源汽车产业快速发展的带动下，22 年我国动力电池产量 545.9GWh，同比增长 148.5%；出货量 465.5GWh，同比增长 150.3%，其中出口量为 68.1GWh；装机量 294.6GWh，同比增长 90.7%。

23 年 1 季度，我国新能源汽车产销量分别为 165.0 万辆和 158.6 万辆，同比增长 27.7%和 26.2%；国内动力电池产量约 130.0GWh，同比增长 26.3%；出货量约 108.5GWh，同比增长 66.8%，其中出口量 25.8GWh；装机量约 65.9GWh，同比增长 28.4%。

全球动力电池装机量 CR10 由 2021 年的 90.3%提升至 2023Q1 年的 95.6%。高增长的背后产量与装机量差值呈增大趋势，动力电池行业供需矛盾愈发凸显。其中，2022 年的差值高达 251.3GWh，除去 68.1GWh 的出口量，剩余约 180GWh 的动力电池处于库存状态。23 年 1 季度动力电池产量与装机量的差值依然处于高位，预

计电池厂与车厂将承受较大的库存压力。

王传福表示，汽车行业已进入淘汰赛阶段，不竞争不会有繁荣，竞争才有优胜劣汰。企业制胜首先要有核心科技，新能源汽车变革是一场技术革命，其次，要有好的战略方向，车型、技术路线选择很重要，还需要快速决策。电池企业竞争的下半场也从规模比拼切换至技术比拼，新势力从半固态/固态电池技术切入，致力于提升安全性和电池能量密度等。

“

国内降息支持实体经济 维持经济增长，伴随更高通胀

”

过去一年，中国广义货币增长速度加快，但对总需求和资产价格的促进作用似乎有限，近期数据尤其通胀和失业指标显示经济增速低于潜在水平。2013年3月M2余额突破100万亿元，疫情之初的2020年1月M2突破200万亿元，今年1-4月M2平均增速达到12.65%，5月余额达到282.05万亿。但前四个月社融增速是过去五年同比增速低点，5月社融增速9.5%，增量为1.56万亿元，比上年同期少1.31万亿元。1-5月份，全国房地产开发投资45701亿元，同比下降7.2%；1-5月商品房销售面积46440万平方米，同比下降0.9%，商品房销售额49787亿元，增长8.4%。

5月CPI同比回升，环比下行，PPI同环比延续负增，PPI-CPI剪刀差倒挂幅度加深。往后看，猪肉需求偏弱，居民端消费意愿较低，海外衰退风险逐步发酵，**内外需双弱的格局下低通胀环境或将延续。**

央行13日进行20亿元7天期逆回购操作，中标利率为1.90%。15日MLF延续小幅增量操作且利率跟随OMO下降10bp。从规模上来看，市场的流动性总量目前阶段是相对充裕的。从价格上来看，由于央行构建的是“7天逆回购利率+1年期MLF利率”的双核心政策利率体系，调降的节奏基本都维持一致。预计将通过MLF-LPR的传导路径引导银行降低实际贷款利率，支持实体经济，同时如果挂钩房贷利率的5年期品种下调也将对稳定居民部门的资产负债表起到一定支撑作用。朱雀基金认为，社融信贷数据明显偏弱，**央行先于MLF调整OMO利率可能蕴含降息似乎有刻不容缓的意味。**

土地财政的另一面，就是地方债务。本月辽宁省人大常委会表态重视债务风险，防止市县级债务风险向省级传导。湖南省委、省政府举办聚焦严禁统计造假、严控地方政府债务风险的专题培训班。大的宏观背景下，中央层面已经给出了非常明确的信号，加强地方债务管理，督促各级政府逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量。保住基层运转，隐性债务自己承担。

地方债总规模巨大但也不是商业债，若大规模违约，冲击很大。亟待建设新的机制，支持经济同时约束新的债务的增长。

财政部相关负责人表示，当前，地方政府债务主要是分布不均匀，有的地方债务风险较高，还本付息压力较大。我们已督促有关地方切实承担主体责任，抓实化解政府债务风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

6月议息会议美联储符合预期地维持政策利率在5.0%-5.25%。鲍威尔表示继续加息可能是合理的，如果信贷紧缩的影响变得更严重，会将其纳入利率决策考量中。

短期来讲，未来 1-3 个月，通胀可能会呈现出一定的惯性，继续向下走，但节奏可能比市场预期的慢一些。中期来看，未来 6 个月左右，主要看经济的热度状况，能否把总需求降下来。未来一到两年，通胀的走势要看货币供给条件。如果美国货币政策继续保持紧缩态势，通胀最终会下来，经济可能也会进入衰退。

彭文生博士认为，从更长期来看，和过去相比，当前全球宏观环境发生了根本性变化。未来若维持同样的经济增长，我们得接受更高的通胀；而为了维持同样的通胀，我们得接受更低的经济增长。

面对这个取舍，政府会怎么做？有两个因素值得考虑。一是，过去几十年，全球贫富差距大幅增加，许多国家都在朝着降低贫富差距、促进包容性增长的方向走，这意味着消费率上升、储蓄率下降，可能导致政策对通胀的容忍度上升。二是，美国、欧洲等国家的政府债务比较高，更高的利率对政府债务可持续性会产生负面影响。综合来看，政府可能会选择为维持经济增长而容忍比过去更高的通胀率。

“

**“心”是人生意义的设计师
将心注入“可持续创造价值”的事业**

”

一个国家的金融未来与其经济性质和发展模式关系密切。6.16 国常会强调，要把支持初创期科技型企业作为重中之重，加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。

陆家嘴论坛上，易主席围绕“坚定不移走好中国特色现代资本市场发展之路，更好助力中国式现代化”发表了演讲，包括更加精准高效支持科技创新，助力现代化产业体系建设，和坚持投融资协调发展，更好服务居民多元化金融需求等。

之后在中国证监会党委集体学习时进一步指出，不断完善资本市场基础制度，提高各类市场主体信息披露质量。更好发挥资本市场功能，为居民资产配置创造相协调的市场环境和生态，更好满足居民财富管理需要。坚决维护市场“三公”原则，不断增强投资者对市场的信任和信心。

三体世界，后面多是非线性。“心”是人生意义的设计师。成立伊始，我们将心注入“可持续创造价值”的事业。

如果说历史上我们的业务发展得益于创新实践和专注，未来在投资方向上，朱雀基金将继续把 3060+ 作为指引和鼓舞，支持助力以推动人类社会能源变革、数字转型、消费升级为愿景和梦想的创新公司、优势企业。

在运营管理上，以合伙人制为依托，共度时艰、舍我其谁，在实践中锤炼真本事，将挑战个人成长极限与公司进步融为一体，将朱雀基金发展转化为每一个参与奋斗者人生进步的阶梯。

“知而不行，是为未知”，我们不辞艰辛、渴望精彩，守住底线、持续努力。

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。