

半年度观察

从“不容错过”到“不可或缺”

THE MIDDLE OF THE YEAR
INSIGHTS

“ 当事实发生变化时，我就会改变我的想法。先生，你是怎么做的？ ”

——凯恩斯

- 1、市场是动态的、相关的、多义的，富含理性和动物精神，需要基于事实变化调整大的策略。
- 2、新发展格局下多个产业总体方兴未艾，存在竞争调整压力，依靠市场化机制和企业家精神，以时间换空间，绝不会走日本 30 年的老路。
- 3、如果说过去的大逻辑是“不容错过”，包括城镇化过程中的五朵金花、WTO、消费升级，互联网、苹果产业链，医疗卫生教育等等，可以说“每个行业都有一个腾讯”。
- 4、新发展格局下的投资逻辑可能转变成“不可或缺”：生态气变和能源安全、数字经济 AI 和国产半导体、粮食畜禽和航天国防、基本医疗消费服务、向西开放等。
- 5、经济发展要不停打破约束条件，应对气候变化从根本上讲可以理解为，人类社会通过创新打破新的发展约束条件。而当创新能力一旦形成，将会对经济社会发展带来超过预期的一种增长动能。
- 6、底线思维下企业家精神不容有失，资产定价更加审慎，存疑公司不怕错过。
- 7、只有做好了应对极限世界的物质和思想准备，才会去期待更猛烈的暴风骤雨。

“

分化的全球指数
反转的一致预期

”

上半年的市场，对我们过去的认知产生了挑战。去年底展望 23 年的宏观交易主题有两个共识，一是中国经济复苏，二是美国经济放缓衰退。

6 个月之后，对中国经济已经从 1 季度的乐观到 2 季度的悲观。标准普尔 500 指数和纳斯达克指数分别上涨了 15.91% 和 31.73%，后者创下 40 年来的最佳上半年开局，FANG+ 指数上涨 74.11%，苹果公司成为首家跨越 3 万亿美元市值的公司，美股的反弹也并不局限于个别大型科技公司，标普酒店业、航空业和零售业在这 6 个月分别实现了 37.64%、31.63% 和 26.2% 的回报，小盘股罗素 2000 指数在上半年录得 7.24% 的收益。

同时各地出现了明显的分化：日经 225 指数上涨了 27.19%，日本股市处于约 33 年来的高点附近；MSCI 欧洲指数上涨了 8.95%，孟买 sensex30 指数上涨 5.88%。中国台湾加权指数上涨 19.65%，而沪深 300、创业板指和恒生科技指数分别下跌了 0.75%、5.61% 和 5.35%，恒生指数整体市净率跌破 1 倍；相比 20 年 10 月中国在 MSCI 新兴市场指数中的权重达到的峰值 43.24%，5 月权重已下降到 29.2%。

A 股投资者缺乏赚钱效应但 IPO 为全球之最，基金销售清冷，企业家不愿意回购，中小企业信心不足，大企业压缩投资囤积现金，过冬心态殊途同归。市场是动态的、相关的、多义的，富含理性和动物精神，需要基于事实变化调整大的策略。

美国 5 月份耐用品订单、消费者信心、新屋销售和开工都显示出经济需求旺盛，经济在 FED 大幅升息下表现出超出市场预期的韧性，果断的政策反应避免了硅谷银行可能造成的灾难性后果。

联储 6 月 FOMC 会议纪要显示更为鹰派立场后，美债 2Y 和 10Y 收益率自今年 3 月以来，分别短暂再度突破 5% 和 4% 关口；6 月美国 CPI 以及核心 CPI 增速均低于预期，PPI 同比增速从上月的 1.1% 放缓至 0.1%，创 2020 年 8 月以来新低，又推动利率回落，美元指数 1 年多来也首次跌穿 100 关口，年初至今下跌 3.49%，但兑人民币和日元分别上涨 3.49% 和 5.84%，兑欧元下跌 5%。欧元区 6 月 CPI 初值报告为 5.5%，是 2022 年 1 月以来的最低水平，已明显低于 22 年 10 月报告的 10.6% 的峰值。

国内进入 2 季度以来，低基数效应与五一、端午假期及 520、618 购物活动共同作用，经济延续复苏态势，但环比增速有所放缓，经济增长内生动力不足问题逐渐凸显。今年 1-5 月全国规模以上工业企业利润下降 18.8%，恢复的基础仍不牢固。6 月制造业 PMI 为 49%，非制造业 PMI 降至 53.2，连续 3 个月下降。价格指数的下行同样令人忧虑，消费需求的不足逐步向中上游行业传导，企业盈利压力的偏弱形成了一定的负循环效应。

中国经济处在发展阶段转换长周期和疫情影响短周期叠加的状态。上世纪 90 年代日本的资产负债表衰退，是人口周期、房地产周期、资产价格周期，以及产业周期多种因素共振的叠加，中国虽然在人口结构和房地产周期上和其有相似性，也只有居民部门和部分地产企业正处于缩表的状态，大部分企业部门资产负债表并未受损，地方债务问题有望得到国有银行为主的金融机构支持。新发展格局下多个产业总体方兴未艾，存在竞争调整压力，依靠市场化机制和企业家精神，以时间换空间，绝不会走日本 30 年的老路。

而短期政策只能是给长期释放一个窗口期，政策成本上升同时边际效应也在下降，更需要坚定不移地推进改革创新和开放，包括构建高水平市场经济体制，调动市场主体基础作用；积极创新和产业发展，包括能源转型和数字经济、内需服务在内，高水平开放避免闭门造车，利用全球资源 and 市场等，获得更广泛的新动能，保持经济中长期高质量发展。

7 月 6 日总理主持召开经济形势专家座谈会强调“要保持战略定力”。必须完整、准确、全面贯彻新发展理

念，加快构建新发展格局，努力推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。要注重打好政策的“组合拳”，要注重把握转型的“窗口期”，要通过增强工作的互动性来增强决策的科学性。

易行长在经济研究上发表文章表示，保持正的利率，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，总体上有利于为经济主体提供正向激励，有利于经济社会的长期可持续发展。尤其是在全球经济仍可能处在长期调整期的环境下，**需要做好中长跑的准备，有利于维护长期发展战略机遇期，也有利于维护广大人民群众的根本利益。**

经济在底部区域，近期美元快速下跌提升了全球风险偏好，6月开始的补库存也使得工业生产等数据有可能在未来1、2个月短暂地超市场预期，加之近期的“组合拳”等，推动了指数企稳和行业轮动。市场调整融资艰难，也有助于缓解光伏、新能源车等热点行业产能过剩的担心。政策利率和国债利率则可能会陷入窄幅震荡的格局。

对此，我们的应对是：**债基久期谨慎，股基为中等仓位，集中在能力圈内确定的机会和合适的资产价格上。**一方面向市场学习，反思了个别领域产业逻辑上大而化之、落地不实的倾向，和证券投资上的莫知莫觉。另一方面牢记“金玉永辉”，在正确的方向上坚持，但能力和实力是基础，文化是底蕴，对投资结构的信心和团队的互信不可或缺。

《大萧条的孩子们》书中记录，伟大的精神价值产生于萧条之中，许多家庭失去了汽车，但是却找到了灵魂，从而勇气倍增。

历史上看，有的企业在极限之下遭遇灭顶之灾，也有的得以凤凰涅槃和重生壮大。底线和极限思维下的投资也是一种人生历练，赚本事的钱才可持续，越不容易的路越精彩。**只有做好了应对极限世界的物质和思想准备，才会去期待更猛烈的暴风骤雨。**

“

重新定义全球化 底线与极限思维

”

耶伦访华期间交流：“美国和中国是世界上最大的两个经济体。我们彼此深深地融为一体。拜登总统和我不认为美中关系是一场大国冲突。我们仍然是世界上最大、最具活力的经济体。我们还坚定捍卫我们的价值观和国家安全的信念。在这个背景下，我们寻求与中国建立建设性和公平的经济关系”。但身体更加诚实，6月22日《美印联合声明》发布，拜登同莫迪宣布美印两国是“世界上最亲密的伙伴之一”的愿景，以希望、雄心和信心展望21世纪民主国家间的伙伴关系。

近日PV Magazine报道，国内某太阳能企业的组件已被禁止进入美国。这可能标志着“对中国多晶硅的事实上的禁令”，对企业而言这是无法控制的地缘政治风险。

中国2009年超过加拿大成为美国的第一大进口国。但今年1-5月美国从中国的进口额同比下降25%，被墨西哥和加拿大超越。中国在美国商品进口中所占的比例预计15年来将首次从第一位跌落。

台积电集团创办人张忠谋演讲“重新定义全球化”，认为全球化使得国与国之间，人与人之间不平等加剧了。谈及全球化的裂解和“美国制造”，在不伤害本国国家安全、伤害先进科技、经济领先条件下，允许本国企业

在国外获利，也允许国外企业在我国交易。“各位想想这样还算是全球化吗？”中美之间的矛盾客观存在，只要美国坚持“小院高墙”的政策，中美之间的关系就是一个“冲突大于合作”的基本态势。

秦刚和布林肯的会谈通稿里面有这样一句话，“**中方致力于构建稳定、可预期和建设性的中美关系**”。也许意味着中美双方的政策都有可能是对方不接受、认为是负面的。但是这样一个对方认为都是负面的政策是有限度的，不能够超过对方的预期，能做到这一点就是稳定的。

“中美关系再也回不到过去，也无需回到过去”。美国的策略就是把中美竞赛放在一个清晰的范围内，其作为优势的一方可以为所欲为，而我们的应对应该就是跳出对方的舒适圈。

6月19日，国务院总理李强在柏林总统府会见德国总统施泰因迈尔。李强指出，中德没有根本利害冲突，合作基础扎实，发展动力强劲。我们对中德合作的前景充满信心。同德国工商界代表座谈交流表示，我们理解各方都有自己的安全关切，重要的是如何合理界定和防范风险。**不合作才是最大的风险，不发展才是最大的不安全**。20日李强在柏林总理府同德国总理朔尔茨共同主持第七轮中德政府磋商。朔尔茨表示，政府磋商机制体现了德中关系的特殊重要性。德中经贸和双向投资联系紧密，德方无意对华脱钩，愿同中方加强双多边合作，促进世界发展繁荣。

进一步向西开放！5月17日在西安主持中国—中亚峰会前夕，总书记专门听取陕西省委和省政府工作汇报时强调，“在西部地区发挥示范作用”。更加深度融入共建“一带一路”大格局。积极参与西部陆海新通道建设，充分发挥中欧班列西安集结中心作用，加快形成面向中亚南亚西亚国家的重要对外开放通道，在联通国内国际双循环中发挥更大作用。

7月11日总书记主持召开中央全面深化改革委员会第二次会议指出，当前，我国发展面临复杂严峻的国际形势。**要坚持底线思维、极限思维**，抓紧健全国家安全保障体制机制，着力提升开放监管能力和水平。**要把构建更高水平开放型经济新体制同高质量共建“一带一路”等国家战略紧密衔接起来**，积极参与全球治理体系改革和建设。

“

中美经济周期错位 地方政府积极化债

”

今年2月与5月、6月人民币兑美元汇率发生了两次显著贬值，2月贬值的主要原因是美元指数显著走强（外因），人民币有效汇率并未下降。但5、6月贬值的主要原因可能并非美元指数走强，与1季度相比，2季度中国宏观经济增长走弱，这可能是人民币兑美元汇率贬值的最重要原因。



来源：Wind，朱雀基金。统计时间较短，不预示未来发展趋势，观点具有时效性，仅供分析参考，不构成对基金业绩的保证，也不构成任何投资建议或承诺。

从三驾马车的增长格局而言，固定资产投资增速的回落最为显著。2023年3月，固定资产投资累计同比增速为5.1%，其中制造业、房地产、基建三大投资累计同比增速分别为7.0%、-5.1%与8.8%。到2023年5月，固定资产投资累计同比增速下降至4.0%，上述三大投资累计同比增速分别下降至6.0%、-6.0%与7.5%。以美元计价的出口同比增速回落也很显著，由2023年3月的14.8%下降至4月的8.5%，继而下降至5月的-7.5%。虽然受同比因素推动，3月至5月的社消零同比增速均超过10%，但5月的增速也从4月的18.4%回落至12.7%。

CPI同比增速由1月的2.1%下降至6月的0%，PPI同比增速则由1月的-0.8%下降至6月-5.4%。虽然调查失业率1至5月由5.5%下降至5.2%，但16岁-24岁群体的调查失业率却由17.3%上升至20.8%。

高频金融数据同样印证了经济增速下行与内部需求不振。狭义货币M1同比增速由1月的6.7%下降至6月的3.1%，M1与M2的增速差继续上行，创下近17个月的高点，存款活化程度有限，实体经济活跃度相对偏弱。

相比之下，虽然美国经济同比增速不如中国，但美国失业率低于中国，CPI增速高于中国。意味着当前中美经济周期处于不同阶段，美国经济存在过热迹象，而中国经济则存在相反迹象。宏观经济层面的差异性决定了两国货币汇率的走势。

腾景宏观预测数据显示，下半年GDP增速为5.3%左右，全年合计在5%以上，预计可达5.5%，全年呈N形走势，年末有所上扬。随着疫情影响不断减弱，货币、财政、地产、产业等各项政策将积极生效，市场主体信心提升，预计下半年内需随着消费恢复而逐步回暖，经济增长将延续修复态势。

经济日报刊发《对经济复苏要有信心更要多些耐心》的文章。人民银行货币政策委员会2023年第二季度例会对货币政策的定调仍是稳健的货币政策精准有力，从总量和结构上持续发力，响应国常会加大宏观政策调控力度，下个季度将以跨周期调节的方式继续为实体经济提供有力支持。

人民银行和国家金融监督管理总局发布关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知。朱雀基金认为，主要原因还是当前阶段地产债务的化解远未达到风险大幅缓解的状态，无论是房企还是银行层面都需要压力的持续缓解。地产面临的问题更多在需求侧而不是金融侧，经营性现金流的影响大于融资现金流，核心的掣肘还是在于销售恢复的不足。房住不炒根本性地改变了地产的政策逻辑。住建部倪虹部长撰文阐述了对

当前阶段地产行业现状和发展模式的理解，指出地产目前经历的是增量收缩模式下发展模式的整体变革，行业逻辑会渐进性地发生显著的变化，需要更长的时间来消化模式的调整。

地方政府在中国经济增长中举足轻重，其债务问题也是中国经济的核心问题之一。地方政府的收入和债务压力已经开始影响到公共服务能力。

7月初《国务院关于2022年中央决算的报告》写到当前的工作重点指出：“督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量，逐步降低风险水平。督促地方强化预算约束和政府投资项目管理，充分开展财政承受能力评估，量力而行开展项目建设，严禁建设形象工程、政绩工程以及脱离当地财力可能的项目。对新增、少报漏报隐性债务和化债不实等问题及时查处、追责问责”。

通过债务置换化解地方政府债务风险会引发道德风险，历史上看导致地方债务规模越来越大。“有些事情是不是好事实事，不能只看群众眼前的需求，还要看是否会有后遗症，是否会‘解决一个问题，留下十个遗憾’”。报告明确了要守住中央“坚决不救”的底线，化债主要立足自身努力，通过债务展期、出售资产等方式逐步化解风险；其次花钱要量力而行，再不能为了GDP超出能力上项目和搞形象工程。

在中央的这种态度下，近期地方政府也开始立足自身努力，协商金融机构积极化债。

“

转变增长模式，变危局为机会 从“不容错过”到“不可或缺”

”

许小年教授将中国经济增长划分为两个阶段，一个是1978年到1990年代中晚期，认为这是坚持了亚当斯密模式的增长阶段，然后从1990年代中晚期以来，转而进入实行凯恩斯模式的增长阶段。

多年执行凯恩斯主义政策积累了中国经济的主要风险：地方政府债务、银行资产质量恶化和房地产市场泡沫，三者紧密缠绕，化解需要从根本上转变经济增长模式。

经济衰退未必是件坏事，能变危局为改革机会。回归亚当斯密模式，不靠资源投入数量的增加，而靠资源配置效率和使用效率的提高。政府在经济中的角色不是取代市场，主导经济活动，而是破除陈旧体制对经济的束缚，调整政策，修改法律，满足市场发展的需要，减少管制，让民间创造力和市场机制得以自由发挥。

苹果公司成为史上首家市值达到3万亿美元的公司，达到了英国股票总市值的水平。当前世界上共有5家市值超过1万亿美元的公司，苹果、微软、谷歌、亚马逊和英伟达，还有之前也曾到过万亿美元市值的特斯拉和Meta，它们都是在法治环境的机制中被投资人投票选出来的。

7月7日证监会发布消息，目前平台企业金融业务存在的大部分突出问题已完成整改。下一步，金融管理部门将完整、准确、全面贯彻新发展理念。坚持“两个毫不动摇”，落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。12日总理主持召开平台企业座谈会指出，平台经济在时代发展大潮中应运而生，在全面建设社会主义现代化国家新征程大有可为。希望大家大力弘扬优秀企业家精神，保持对市场的敏锐感知和敢拼敢闯的干劲。强调各级政府要着力营造公平竞争的市场环境，完善投资准入、新技术新业务安全评估等政策，健全透明、可预期的常

态化监管制度，降低企业合规经营成本，促进行业良性发展。

7月6日总书记考察调研指出，能源保障和安全事关国计民生，是须臾不可忽视的“国之大者”。11日中央全面深化改革委员会第二次会议，审议通过了《关于建设更高水平开放型经济新体制促进构建新发展格局的意见》、《深化农村改革实施方案》、《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》、《关于高等学校、科研院所薪酬制度改革试点的意见》、《关于进一步深化石油天然气市场体系改革提升国家油气安全保障能力的实施意见》、《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》。

总书记在主持会议时强调，建设更高水平开放型经济新体制是我们主动作为以开放促改革、促发展的战略举措，要围绕服务构建新发展格局，以制度型开放为重点，聚焦投资、贸易、金融、创新等对外交流合作的重点领域深化体制机制改革，完善配套政策措施，积极主动把我国对外开放提高到新水平。要立足我国生态文明建设已进入以降碳为重点战略方向的关键时期，完善能源消耗总量和强度调控，逐步转向碳排放总量和强度双控制度。

会议强调，要科学合理设计新型电力系统建设路径，在新能源安全可靠替代的基础上，有计划分步骤逐步降低传统能源比重。要健全适应新型电力系统的体制机制，推动加强电力技术创新、市场机制创新、商业模式创新。经济发展要不停打破约束条件，应对气候变化从根本上讲可以理解为，人类社会通过创新打破新的发展约束条件。这实际上是一个创新过程，不会一帆风顺，而当创新能力一旦形成，将会对经济社会发展带来超过预期的一种增长动能。

辛保安撰文指出，一是坚持系统思维开展能源转型研究，二是深化电力保供形势分析与技术创新，三是推动电力创新链产业链融合发展，四是深入研究新型电力系统发展路线图。朱雀基金分析，能耗“双控”与碳排放“双控”的区别是：最初的能耗“双控”对非化石能源消费也有限制，但碳排放“双控”对不产生碳排放的非化石能源消费没有限制；碳排放“双控”对非能源活动也有限制，但能耗“双控”则没有。向碳排放“双控”转变，有利于促进可再生能源发展和产业的高质量发展，有利于促进碳排放控制与国际接轨。

从宏观上看，名义GDP增长是决定长期资本回报率的核心因素。如果经济需要在更低的增长水平才能达到均衡，无论是企业家还是投资者都需要调整自己的预期，在安全稳健的前提下，寻求发展和收益机会。企业经营坚守主业升级能力，降低负债确保现金流稳定。

爱因斯坦把认知能力分成五个等级：机灵、聪明、卓越、天才和简单。投资简单，但不容易。改革开放中诞生成长起来的A股市场投资，如果说过去的大逻辑是“不容错过”，包括城镇化过程中的五朵金花、WTO、消费升级，互联网、苹果产业链，医疗卫生教育等等，可以说“每个行业都有一个腾讯”。新发展格局下的投资逻辑可能转变成“不可或缺”：生态气变和能源安全、数字经济AI和国产半导体、粮食畜禽和航天国防、基本医疗消费服务、向西开放等。底线思维下企业家精神不容有失，资产定价更加审慎，存疑公司不怕错过。

我们以可持续创造价值为初心和愿景，始终努力发掘陪伴支持未来世界的世界冠军、明日中国的中国之最。作为客户财产的管理者守护者，需要努力确保配置的资产如何穿越更长的周期和惊涛骇浪，保值增值不被灭失。

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。