

“ 我们混合的自由企业制度惊人的生命力很容易被人忽视，它尽管有各种的缺陷，但是给整个世界带来了一个世纪的进步。 ——萨缪尔森 ”

1. 横向站在人民币资产的角度比较，A股中有市场空间和持续竞争力的优秀公司股权风险可控，长期看发展空间更大收益更高。
2. 过去40年的大部分历史Beta，都已经发生了结构性变化，能源安全碳中和、集成电路数字经济、电动车、机器人、内需医疗粮食安全、向西开放一带一路等方面的领军企业和重要参与者，才是不可或缺的。
3. 数字时代的经济安全竞争核心是数字技术优势。过去十年，中国半导体的崛起提醒人们，这些瓶颈并不是无限持久的，国家和政府可以找到绕过瓶颈的方法，技术变革也会削弱瓶颈的功效。
4. 历史上我国几次真正走出价格低迷，都伴随重大结构性改革，本轮或也不能例外。
5. 如果把稳增长注意力继续置于宏观政策上，副作用将会加大，更重要的是将会再次错失结构性改革的时机。并不仅是宏观政策可以短期见效，具有扩张效应的结构性改革同样可有立竿见影之效。
6. 在光景好时，市场经济的一般原则是有用的。然而，当经济进入衰退时，凯恩斯主义的治愈方案仍将发挥重要作用。
7. 除了“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力”，更重要的是A股里需要出现苹果、微软、可口可乐、三星、台积电等这样在全球范围都极具竞争力的长牛公司。



静候市场底 心安是归处



部分由于全球化再调整，美国近期所有数据都指向了经济强劲，“软着陆”概率加大。失业率年内总体回落趋势并不明显，7月CPI同比上涨3.2%，核心CPI同比4.7%，二者环比均为0.2%。全球制造业PMI降至3年最低位，而美国7月制造业产出环比增0.5%，新屋开工环比增3.9%。7月最后1周，FED宣布加息25个基点，目标区间上调至5.25%-5.5%，为2001年以来最高水平。鲍威尔表示，未来加息仍取决于数据，但今年不会降息。

8月第3周中国央行非对称性降息，1年期的MLF较7天OMO多降5bp。中国10年期国债收益率在2.6%附近，美国10年期国债收益率在4.2%附近，美国财政部最近公布的债务扩张计划也导致美债市场抛压有所增大。美元指数从7月中旬破100后反弹，离岸人民币兑美元反弹后跌破7.3。现货黄金跌穿1900美元至5个月新低，伦铜五连跌至近3个月低点。美股市盈率在26倍附近，已经与2021年牛市顶峰时接近。

6月底7月初，A股和港股市场政策预期不断发酵，加之中美关系出现回暖迹象，市场情绪有所反弹，而后进入博弈状态维持震荡走势，直至7月24日政治局会议召开，政策转向明显，各个主要股指随之上涨，但几乎同步于7月31日放量后开始调整，海外尤其欧美长钱离场，国内资金进场量不足。没有趋势性的增量资金，市场整体低迷、成交量持续下降跟利好频出相背离，沪深300指数市盈率在12倍左右，处于周期性低点。

与18年底政策喊话后迥异，当时自下而上有一大批又好又便宜的公司，而如今内外部大环境已经不同，打铁还要自身强。“要活跃资本市场，提振投资者信心”，值得庆幸欣喜，但绝不应该只反映在券商板块的短期放量拉升上。

7月中国制造业景气度再度收缩，服务业扩张加速，经济数据继续全面走弱。CPI同比下降0.3%，PPI同比降4.4%，依旧反映出经济需求整体不足。社融规模增量5282亿元人民币，实体融资总量上大幅收缩，信贷失速特征明显。“房地产市场供求关系发生重大变化”，民资房企再度爆雷，中植系全面暂停债务偿还，给本在底部徘徊的居民和企业信心带来了新的不安。

自2010年经济增长进入高速到中速的转型期以来，当前是最为复杂和迷茫的阶段。也许是疫情，把一些相对隐性的问题，都显性化了。以人为本，用历史眼光评估利弊得失。“**打造市场化法治化国际化营商环境**”，**顺应民意人心，以人性为基础、因势利导，包容自由创新，全社会的力量才得以催生带动，建设一个生机勃勃的市场经济社会。**

7月政治局会议指出，“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”，“适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”、“优化地方债务”、“要推动平台企业规范健康发展”和“把稳就业提高到战略高度通盘考虑”等。本轮稳增长政策出台密集、领域较多，显示出稳增长的决心。后续政策只要执行细化到位，应该就会消除向下的极端踩踏风险。

投资者信心与预期高度相关，对于包括政府在内的全体市场参与者一视同仁的法律约束是资本市场的基础。A股历史上，**如果具备基本面的支持，政策底之后，很可能会出现市场底。**展望下半年乃至24年，如果房地产、地方债、少数金融机构的重大风险隐患得到有效控制，综合考虑海内外流动性和当下的风险偏好，**横向站在人民币资产的角度比较，A股中有市场空间和持续竞争力的优秀公司股权风险可控，长期看发展空间更大收益更高，希**

望等待时间不会太长。

我们保持着进可攻退可守的投资策略，更重要的是，当时代变化的时候，基于历史的经验就成了包袱。过去 40 年的大部分历史 Beta，都已经发生了结构性变化，能源安全碳中和、集成电路数字经济、电动车、机器人、内需医疗粮食安全、向西开放一带一路等方面的领军企业和重要参与者，才是不可或缺的。

心安是归处，作为资产管理者，我们不断学习怎么掌握和处理预期，以豁达长久的态度，规避大的风险、把握长期机会，带着客户的托付穿越周期。同时作为坚持长期理念的组织，我们在动荡时代坚持自己内心确定的东西。

“

经济安全竞争核心是数字技术 没有创业者，硅谷就不会存在

”

继去年 10 月美国商务部工业和安全局（BIS）宣布了《出口管理条例》(EAR) 的一系列修订，严格限制中国企业获取发展高性能计算芯片、超级计算机以及特定半导体制造能力所需的设备、零部件、技术能力等之后，8 月 9 日美国总统拜登签署了“对华投资限制”行政命令，授权美国财政部长禁止或限制美国在三个领域对中国实体的投资，包括半导体和微电子、量子信息技术和某些人工智能系统。这项命令主要针对私募股权、风险投资、合资企业以及绿地投资。白宫强调，这不是一项经济行为，而是捍卫美国国家安全的行动，奉行针对中国“去风险”政策，而非经济“脱钩”。拜登还称经济增长疲软的中国是“定时炸弹”。

中美两国又一次处于何去何从的十字路口，需要双方再一次做出选择。今年是共建“一带一路”倡议提出十周年。值得注意的是，继 5 月在西安主持中国—中亚峰会前夕，习主席专门听取陕西省委和省政府工作汇报时指出，“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”。本月 27 日习主席在四川考察时强调，四川是我国发展的战略腹地，要加强成渝区域协同发展，**构筑向西开放战略高地和参与国际竞争新基地。**

“冷战”是二战的继续，二战又是一战的继续，而一战更是以往各种大小血腥权力争斗的继续。历史始于战争，也可以终了战争。从二战到“冷战”，它们的展开和结束，无论就当时列强的战略安排还是事后主流的历史叙述，基本上都秉承了欧洲优先的原则。

阎学通教授认为，国际政治在进步和倒退两者间循环的现象是确定的，国际秩序在稳定和动荡两者间循环是不可否认的。世界没有选择通过十字路口继续走向进步，而是选择了掉头，走向倒退。

“经济安全”这一概念在 20 世纪 70 年代曾产生过较大影响，如今在民粹主义思潮兴起的环境里，“经济安全”不仅重新产生国际影响，而且其影响力比冷战时期还大。大国的决策者们担心国际合作形成的相互依赖成为对方制约自己的战略手段，于是采取减少国际经济合作或缩短国际产业链的方法增强经济安全，即去全球化的政策。当多数大国采取去全球化的政策，就形成了逆全球化的历史潮流。

数字时代的经济安全竞争核心是数字技术优势，竞争有输赢，输的一方会失去国际主导地位，但并无灭亡危险。从苹果到华为到台积电，每一家在海峡两岸投资的公司都在暗中押注和平。美国对中国大陆获取芯片技术的限制表明，芯片行业的瓶颈是多么强大。而“台积电在中国台湾的非凡崛起表明，一家有远见、由财政支持的公司可以重塑整个行业”。

“没有创业者，硅谷就不会存在。真正的风险是安于现状，产能过大比产能不足要好”。张忠谋并不担心美国的政策切断了中国公司获得尖端半导体技术的机会。他指出美国公司将失去业务，中国会找到反击的方法。过去十年，中国半导体的崛起提醒人们，这些瓶颈并不是无限持久的，国家和政府可以找到绕过瓶颈的方法，尽管这样即费时又费钱。另外，技术变革也会削弱瓶颈的功效。

在 2023 年国内半导体设备年会上，尹志尧先生于专题演讲时，表示了对国内先进制程的半导体设备开发挑战的信心，他认为虽然如今欧、美、日企占了 85% 的半导体设备市场，但历史数据表示，CCP 蚀刻、ICP 蚀刻、PECVD、LPCVD、ALD、PVD、CMP、ECP、光学检测、电子束检测、MOCVD 等 11 类半导体设备，都是由中国留学生领衔或作为骨干开发。因为受到美方禁令影响，这些领域的大部分领军人物已经回国内，假以时日，国内还是有能力开发出具有国际竞争力的产品。

“

与其寄希望于宏观政策 不如关注结构性改革

”

统计局公布了 7 月份经济数据，总体而言，各项数据弱于季节性，主动去库的特征更加凸显，企业扩张生产意愿疲弱，居民行为保守，政府托底力度仍在。我们测算，在季节性节奏下完成 5% 的全年目标尚有挑战，若无政策助力经济走势回升到季节性水平之上，低位盘整将进一步持续。

LVMH 财报显示 EBIT 不及预期，市场认为这是高端市场开始萎缩的标示。台积电 3 季度指引营收及毛利率均低于预期，公司再度下调了全年半导体市场以及自身的展望，认为需求复苏不及预期，并且再次点出中国大陆的恢复进度比想象得要慢，同时客户在管理库存方面也比想象得要更加谨慎，虽然 AI 发展势头迅猛，但是并不能带动今年整体市场上扬。

尽管上半年我国电动载人汽车、太阳能电池、锂电池等“新三样”产品合计出口同比增长 61.6%，拉动整体出口同比增长 1.8%。但 7 月出口同比-14.5%，进口-12.4%。主要贸易伙伴来看，除俄罗斯（同比 51.8%），我国对主要贸易伙伴同比均处于负区间。

罗伯特·希勒曾说过，“中国经济面临的**最大风险是没有经历过衰退、萧条、危机，中国的发展太顺利了，一旦出现危机，就很难有正确的判断和应对**”。先行于经济的，是预期。目前预期比经济本身还要更弱，信心的修复似乎还有待时日，主动和被动去杠杆的叠加也难以出现明显的变化。市场有自发调节功能，但若远离均衡，则需借助强劲外力才能修复。**历史上我国几次真正走出价格低迷，都伴随重大结构性改革，本轮或也不能例外。**

近期国内医药医疗板块大幅下跌。1978-2005 年间，中国卫生总费用增加了 77 倍，其中个人的卫生开支增加了 198 倍，而同期医院、诊所、医生和护士数目的增加却分别只有 1-2 倍；1997-2005 年间，全国医科院校累计招生数达到 85.4 万人，而同期全国医生人数减少了 4.7 万人。

一方面大医院排大队，医生门诊的劳动量和劳动强度离谱得高，一方面医学院的毕业生又没有专业工作可以做。从结果看，医疗服务是我国开放程度最低的部门之一。医疗服务供求中间的代表“公立医院”，院长是政府任命的，医护人员的人事和编制受政府严格管制，医疗服务和药品的价格不是市场定价，而是行政价格管制。

周其仁教授列举了种种悖论来引出医改问题的所在：人均医疗费用的百倍增长，却没有引起医院和医生的同步增长；医疗资源处于垄断地位，但名义服务价格却非常低廉；医药市场竞争激烈，药价却不降反升；世界上但凡看病难的大都是因为免费，中国却集看病难与看病贵于一身……

国内医药领域腐败问题，“严重稀释了医药事业改革发展红利，蚕食了人民群众权益，既掣肘医疗、医保、医药事业改革发展，又影响了行业形象，也危害了医药卫生领域绝大多数人的利益”。九部门共同启动了为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。医药创新医疗改革事关社会核心诉求，核心应该是更好的以患者为中心，同时平衡支付方，医疗系统及从业者利益。亟待建立长效机制，实现标本兼治。

到2022年底，全球可再生能源发电装机总容量达到3372GW，22年可再生能源新增装机也达到创纪录的295GW，提升了近一成。2022年全球新增电力装机容量中，可再生能源占比83%。23年产能包括截止6月的计划新增产能，美国电力新装机容量比例：80%可再生能源（其中太阳能占了一半，风能和储能1/2），化石能源（天然气）大约20%，少量核能。23年上半年，我国可再生能源装机达到13.22亿千瓦，历史性超过煤电，约占我国总装机的48.8%。不同的是发展阶段，但相同的是非化石能源尤其光伏的生产制造。历史和现实地看，我们坚持做好自己的事，就没有过不去的坎。

全国生态环境保护大会7月17-18日在京召开。总书记强调，落实好碳达峰碳中和“1+N”政策体系，构建清洁低碳安全高效的能源体系，加快构建新型电力系统，提升国家油气安全保障能力。指出要推动有效市场和有为政府更好结合，将碳排放权、用能权、用水权、排污权等资源环境要素一体纳入要素市场化配置改革总盘子，支持出让、转让、抵押、入股等市场交易行为。

《关于做好可再生能源绿色电力证书全覆盖工作，促进可再生能源电力消费的通知》指出绿证是我国可再生能源电量环境属性的唯一证明，是认定可再生能源电力生产、消费的唯一凭证（1个绿证=1000度可再生能源电量）。绿证主要是为了认证、支持可再生能源的发展，使可再生能源发电获得绿色价值收益。中国不可能跟世界隔绝，也意味着碳价一定要放在成本核算中。

20日总书记主持召开中央财经委员会第二次会议，研究加强耕地保护和盐碱地综合改造利用等问题。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造工作部署电视电话会议28日在京召开。人民银行召开2023年下半年工作会议明确提出：指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。国家发改委发布恢复和扩大消费二十条措施。内需消费、医疗医药、能源转型、粮食耕地，包括民营经济、资本市场和一带一路，都是不可或缺的。

刘世锦老师近日指出，3年疫情，宏观政策已经尽力且呈疲态。近一年多来，M2保持12%左右的增速，而GDP平均增速不及5%，利率水平处在近年的低点，人民币与美元利率倒挂幅度扩大，货币政策继续放宽的空间已经不多。财政减税让利力度很大，各级财政已经绷得很紧。如果发债导向不对，也可能是加剧而非缓解经济转型困难。

如果把稳增长注意力继续置于宏观政策上，副作用将会加大，更重要的是将会再次错失结构性改革的时机。并不仅是宏观政策可以短期见效，具有扩张效应的结构性改革同样可有立竿见影之效。

他认为，现阶段中国有两个大的增长引擎，就是横向需求空间和纵向升级动能。从横向看，需求的扩展空间还比较大，要推进基本公共服务均等化，加快发展型消费，扩大中等收入群体，实质性扩大对既有支柱产业的需求。提高对低收入阶层特别是农民工的基本公共服务水平，可以在很大程度上激发需求潜力。从纵向看，通过稳定预期和信心、改善营商和发展环境，激励企业家精神，推动创新、新先导产业发展和经济社会转型升级。

未来难以预测，但是如果社会中存在着足够广泛的各类企业家，他们能够从事足够广泛的各类互利性交易，包括为得到信贷和风险资本而进行的交易，这样的社会就能够覆盖大量的可供选择的机会。强有力的个人主义激发了自力更生的企业家干劲十足、勇往直前的精神，创造财富和稳定，促进社会整体进步。但为企业家成功提供基本条件而言，一个秩序良好、治理得当的社会要发挥基础作用。

有谨慎的投资者认为：市场需要几年的政策稳定期才能充分恢复信心。我们看到具备全球竞争力的中国企业家已经通过尝试欧美建厂等各种努力，希望降低逆全球化趋势对自身发展的限制和收入利润的负面影响，更多的担心还是来自内部的不确定性。但毕竟企业家最大的乐趣和好胜心就是做好企业。所以只要还有钱和能力，就会继续尝试甚至拼搏，否则生活就似乎失去了乐趣和意义。而企业家最担心的，也是自己落伍了、抓不住机会。

中共中央、国务院发布了关于促进民营经济发展壮大的 31 条意见，明确“引导全社会客观正确全面认识民营经济和民营经济人士”。“改革开放始于拨乱反正。几个大的时间节点，思想解放、理论突破都起到了关键作用。上世纪七十年代末期，由阶级斗争为纲转到以经济建设为中心；九十年代初，确立了社会主义市场经济的改革方向；本世纪初，加入 WTO、融入全球化经济体系，都是立足解放思想、实事求是，抛开了原有的不合时宜的理论束缚，极大地解放了社会生产力，推动中国经济屡上新台阶。现阶段亟待在民营经济发展问题上有大的理论突破，为中国经济由要素驱动到创新驱动，基本实现现代化，在 2035 年达到中等发达国家水平，提供重要理论基础”。

“

债务周期的下半段开启 凯恩斯主义将发挥作用

”

7 月社融数据不及预期一半，有分析认为数据昭示的不仅是开始的结束，更是结束的开始，甚至债务周期的终结，我们必须适应一个债务去杠杆、金融去产能过程中的不稳定新常态。

中国人并非天生就风险偏好高，更多的是改革开放几十年来解放生产力，不断出现的创富神话，让我们拥有了更多追求梦想的勇气，再加上巨大的人口红利、阶层流动和财富阶梯，打开大部分居民的财富上升空间。“在债务周期的上行期，只要持有核心资产，就可以躺着赚钱。而在下半段，则要与时代一同经历资产负债表节衣缩食的命运”。

如果弗里德曼关于衰退时期增加货币供给的观点被证明是正确的，那么，2008 年以及之后一段时期的经历则证明了萨缪尔森的新古典综合更切中要害。在光景好时，市场经济的一般原则是有用的。然而，当经济进入衰退时，凯恩斯主义的治愈方案仍将发挥重要作用。

本次非对称性降息是央行逆周期调节操作中对实体经济和居民需求的支撑，总体上保持实际利率略低于经济增长率是合理的，有利于债务可持续，并可以给予经济增长适度的激励。此外，7 月社融存量为 365.77 万亿元，降息 15bps 节省的利息支出在 5487 亿元左右，对于缓解实体经济的债务压力也有一定作用。

商务部修订《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，将推动合理缩减外资准入负面清单，进一步取消或放宽外资准入限制。中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5。这个系数主要作用于企业境外融资，上调有利于增加境内美元流动性，缓和现汇市场人民币贬值压力，释放了稳汇率信号。

《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》指出，加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，删除了“市场在汇率形成中起决定性作用”的表述。人民币是不可自由兑换的，所以不可能出现挤兑。

今年上半年，国内 VC/PE 市场，募资 7341.5 亿元，下降了 23.5%，投资 2929.6 亿元，下降了 42%，一些头部机构的投资金额和数量下降甚至可能达到 80%。A 股市场，公募基金发行“冰点”，外资长线减持不断，股市情绪悲观。

中报陆续看到，7 月差的数据已经落地，资产价格走到一个极端，可能也意味着短期有反向博弈。此外海外 10Y 美债利率、美元指数都到了一定阻力位。“必然发生的从未发生过，没有预料到的却总是出现了”。达里奥表示，“显然需要像朱镕基在上世纪 90 年代末设计的那种大规模债务重组，只是规模要大得多”。

7 月底政治局会议“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”的新提法备受市场关注，“防风险”的政策高度进一步提升。之前一直搁置的地方债发行，8 月也开始提速了。从债市和理财、存款看，市场并不缺资金。中长期“要活跃资本市场，提振投资者信心”，让 A 股市场摆脱经济增长中枢下降的束缚。

除了“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力”，更重要的是 A 股里需要出现苹果、微软、可口可乐、三星、台积电等这样在全球范围都极具竞争力的长牛公司。40 年的改革开放已经培育选拔出的顶尖企业家，有能力带领中国企业在体量和质量上跟跨国企业比肩竞争，不断缩小差距，甚至在部分重要领域引领全球发展，更重要的是要在制度、政策、文化等方面，让他们在中国乃至世界范围内享有不受限的发展空间。

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。