

“ 正是这些伤痕，造就了我们。

—— 《闪电侠》 ”

1. 沪深 300 成交量接近去年底，把每天换手相对恒定的量化成交去掉的话，还没到 2018 年的极端位置。MSCI 中国指数和沪深 300 指数目前的动态市盈率，较五年均值分别低 18%和 11%，与发达市场和除中国以外的新兴市场相比，分别低 40%和 30%，均处于历史区间低位。我们关注的行业角度，多数公司跌到了长期价值里面。
2. 4 季度经济在政策边际影响下有望周期性企稳，国内的利率水平维持低位，在 11 月 APEC 会议前，中美先后成立了涉及贸易、经济与金融领域的 3 个工作组，市场的超跌反弹值得期待。但中长期决定股市命运的关键在于投资回报和法治环境。
3. 科技创新力度加大，叠加市场低迷和再融资控制，也是一种供给侧改革，有助于光伏、新能源车、半导体等领域过剩产能出清，改变投资者预期。
4. 系统性风险的释放已经反映在估值等方面，虽然中短期似乎看不到明显反转迹象，但反弹中基本面有拐点的行业也有望创出新高，行业弱的优势品种也会有较强的阿尔法。
5. 近期某龙头企业中止 160 亿定增，高景申请撤回发行上市申请文件，另一龙头企业公开宣称押注 BC 技术路线。虽然难以改变 24 年（光伏）行业产能过剩的事实，但是已经在影响 25 年行业供需状态和竞争格局的预期。
6. 融资收紧和技术升级共同推进着光伏供给侧改革，进而带动行业进步，在有玄奘之志的企业家带领下，行业份额和盈利能力将再次向具备正确价值观和持续创新能力的公司集中。
7. 这个时候和位置，一些质地好的公司已经是亏时间不亏钱了，少数基本面出现向好变化的公司应该已经走出了底部进入右侧，毕竟股价是跟着盈利预期走。需要警惕精准抄底的心态，把重心放在行业和公司拐点寻找和判断上。



坚定信心，保持耐心 投资于变革的推动者



9月以来，尽管披露的经济数据显示出美国经济韧性较高，但包括工商业、居民贷款增速、成屋销售等很多其它指标，出现了拐头向下的趋势。而美联储大幅提高今明2年经济预测，下调了未来3年的失业率，维持利率在5.25%-5.5%不变。10Y国债收益率显著上行，带来全球风险偏好回落，贵金属、商品（油铜）和全球股指开启调整，美股震荡加大，各类资产共振放大风险。

美以外的其他发达国家尽管通胀高位，但经济压力加大，欧央行最后一次加息结束、英国央行本月意外没有加息，日本央行维持货币政策不变。

本轮疫情，美国政府超强财政刺激，赤字率超过08年金融危机，达到了历史上从未有过的15%。截至2023年7月的12个月财政赤字/GDP，已经达到了8.4%。美联储太过乐观了。他们要么会对通胀上升、要么对经济面的疲软感到吃惊，或者两种情况都可能成为现实，以滞胀的形式实现。

美国与非美国家经济与货币政策分化有所加剧，导致美元指数再度上涨。在人民币汇率本身受到央行强力窗口指导之时，人民币金成了交易汇率贬值的最佳替代品，类似的还有人民币计价的原油和铁矿。从主要农产品的价格走势来看，也不同程度受到货币贬值的影响。“锁定”汇率会带来价格扭曲，导致国内的压力更大。后续汇率压力要真正缓解，还需要等待美联储加息周期接近尾声，以及国内各项政策的持续加码和见效、经济数据逐步验证基本面修复趋势。

A股8月陆股通出现史上最大单月净流出（897亿元），9月继续流出。公私募仓位均较为谨慎。沪深300成交量接近去年底，朱雀基金量化组统计，把每天换手相对恒定的量化成交去掉的话，还没到2018年的极端位置。MSCI中国指数和沪深300指数目前的动态市盈率分别为10倍和11倍，较五年均值分别低18%和11%，与发达市场和除中国以外的新兴市场相比，分别低40%和30%，均处于历史区间低位。我们关注的行业角度，多数公司跌到了长期价值里面。

8月数据显示国内经济触底。社销零售总额触底反弹，工业增加值同比从7月3.7%到8月5.5%，前者代表了居民端的消费好转，后者说明企业端收入和业绩好转。8月份社融规模增量3.12万亿元，人民币贷款增加1.36万亿元，同比数据均有所增加。CPI也从-0.3%转正为0.1%。9月份制造业PMI，4月份以来首次升至扩张区间，制造业景气面有所扩大。

“确保完成全年目标任务”的基调下，当前的一揽子化债政策后续会陆续推进，已经消除了地方政府债务风险无序发展引发较大风险的可能。但全国房地产开发增速、商品房销售面积和销售额均继续下滑。“房地产供求关系发生重大变化”判断下，尽快调整优化过往限制性举措或已成为自上而下的现实选择。在此背景下放开限购和降息降准，增加个人所得税抵扣额等减轻居民负担。后续降息还有空间但影响汇率。

长期预期的改善还得看收入端。创业创新更是勇敢者的事业，需要精神，更需要土壤。一切曾经以为是天赋的，也随时可以被取走。

4季度经济在政策边际影响下有望周期性企稳，国内的利率水平维持低位，在11月APEC会议前，中美先后成

立了涉及贸易、经济与金融领域的 3 个工作组，市场的超跌反弹值得期待。但**中长期决定股市命运的关键在于投资回报和法治环境**。从这个角度思考，悲观也是一种力量。数字化、全球化、能源变革……时代的力量不可逆转。

十九届六中全会审议通过的《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》明确指出：“文化大革命”结束以后，在党和国家面临何去何从的重大历史关头，党深刻认识到，只有实行改革开放才是唯一出路。

从优秀企业角度来看，对市场环境存在的不确定性已经有了充分准备，财务和海内外产能建设等投入保持谨慎，战略上立足长期，建设自身的核心竞争力。**科技创新力度加大，叠加市场低迷和再融资控制，也是一种供给侧改革**，有助于光伏、新能源车、半导体等领域过剩产能出清，改变投资者预期。

坚定信心，保持耐心。我们希望在市场悲观中，更有效把握自身能力圈内、持续建设核心竞争力、提高市场份额和盈利能力的公司。经过了近 2 年时间的下跌，系统性风险的释放已经反映在估值等方面，虽然中短期似乎看不到明显反转迹象，反弹中基本面有拐点的行业也有望创出新高，行业弱的优势品种也会有较强的阿尔法。

长期而言我们相信，是增长和创新决定宏观经济的发展方向而不是相反，“**投资于变革的推动者**”，是朱雀基金投研团队一代又一代不变的梦想和实践！时势造英雄、英雄促时势。投资没有捷径，赚本事的钱，所有参天大树都有成长的过程，当今环境下风吹草动都会放大。

值得庆幸的是，包括对于双碳、数字经济、农业、医疗、重点消费领域的研究，朱雀基金的覆盖能力已经从 5 年前的点，成长为线甚至面。一方面警惕产业逻辑上规避颠覆性、方向性错误，另一方面，证券投资践行，顺大势逆小势，更充分把握能力圈内的机会。

“

扩大开放之门 走稳改革之路

”

美国在 G20 上继续推动印度-太平洋国家经济一体化，跟越南提升至最高级别的全面战略伙伴关系。国内政治变化和盟友压力也是美国谋求恢复对华接触的动力。

美国商务部长来华访问，与中方一致同意设立新的商业问题工作组，旨在寻找解决贸易和投资问题的方案，并推进美国在中国的商业利益。重申“小院高墙”方法出口管制，仅针对涉及明确的国家安全或人权影响的技术，而不是为了遏制中国的经济增长。之后中美又公开成立了“经济工作组”和“金融工作组”。

美国有教育、企业、金融三大开放系统。从近代以来，我们已经经历了两次开放，第一次开放是两次鸦片战争失败之后的被迫开放；第二次开放是小平领导下的主动开放，加入国际社会，与国际接轨。现在进行的“高水平对外开放”是第三次开放，即“规则、规制、标准 and 管理的制度型开放”。**中国过去 40 年的高增长，来自于市场化法治化国际化、企业家精神和全球三百年的技术积累。**

江小涓认为，实现高质量发展需要做到四点：第一，需要外循环提供更多资源和市场，为经济增长带来新动能，“两种资源，两个市场”；第二，需要参与高水平全球分工体系，为产业升级提供新动能；第三，需要高水平国际科技合作，为科技自立自强提供新动能，关键领域的自主创新也至关重要；第四，高质量发展需要参考对标高标准经贸协议，为深化国内改革提供新动能。当然，投资也是最好的沟通方式之一。

9月12日,《中共中央国务院关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路建设两岸融合发展示范区的意见》发布。27日中共中央政治局就世界贸易组织规则与世界贸易组织改革进行第八次集体学习。总书记指出,加入世界贸易组织是我国对外开放的里程碑。事实表明,我国加入世界贸易组织不仅加快了自身发展,也惠及全球。以开放促改革、促发展是我国现代化建设不断取得新成就的重要法宝。今年是改革开放45周年,要继续做好自身改革这篇大文章,既扩大开放之门,又将改革之路走稳。

“

周期性叠加结构性问题 企业精神和科技创新是脊梁

”

朱雀基金固收组观察到,8月工业企业经营数据在总量上出现了变化,第一次呈现出了主动补库的态势,量价齐升,利润率修复,8月暑期经济特征释放需求+价格因素边际改善+政策持续吹风呵护信心带来增量利润。9月制造业PMI数据延续“产需修复+价格回升”的特点,生产改善依旧好于需求,且采购有所增加,生产经营活动预期较强,后续核心观察点仍在需求持续性。地产方面成交“金九银十”季节性延续,但二级市场情绪有所放缓,投资端延续底部弱震荡,开发商信心恢复断断续续。

货币政策方面,央行第三季度例会延续稳健和精准有力的定调。化债方面,内蒙古发行再融资一般债券,地方政府重启发行特殊再融资债券,地方隐性债务化解工作逐步推进落实。房地产政策优化方面,当前进入“大步快跑”阶段,打开了限购城市首付比例调整的空间。

全国新型工业化推进大会9月22日至23日在京召开。要求在强化科技创新、保障产业安全上持续用力,在优化产业结构、促进体系升级上持续用力,在推动工业数字化、绿色化转型上持续用力,在深化改革开放、增添动力活力上持续用力。

财政部印发《数据资源相关会计处理暂行规定》。华为持续不断的海量研发投入,带来了以Mate60上麒麟、盘古AI、卫星通信等各种科技应用为代表的种种技术突破,对华为产业链起到了牵引效果。不仅提高我国本土供应链的稳定性,还将推动我国相关产业向高端环节延伸,促进产业链的升级进化,再次表明外部打压会反向促进自主,技术封锁不是最佳选择,并不能保证实现最初的目标,只会让全球经济付出巨大代价。

计划经济思路本质上是政府主导经济,市场经济思路是市场配置资源、企业家主导经济。政府主导靠的是计算和强制命令,企业家主导靠的是想象力、判断力和应付不确定性的综合能力,催生带动市场的扩大和技术的迭代。

如《企业家精神理论史》所述,“纵观历史,企业家精神一直是经济活动和国家繁荣的主导力量。在古代,它表现在军事领导和战略上,常常关乎性命。然而,它是随着市场经济的发展而全面开花的。今天企业家精神激发了另一种进步力量——技术,从而产生了指甲锉和智能手机等多样化的消费产品。人工智能(AI)可能是当前的技术狂潮,但其最终用途和方向将由企业家的头脑和那些愿意押注其对消费者的效用的人来决定。”

新能源推动下,能源体系具备了制造业特征,国内光伏锂电等技术处于国际先进水平,氢能、燃料电池、新型储能、碳捕集封存及利用等等领域创新活跃,能源数字化智能化发展步伐加快。预计明后年绿电发电量占比将达到20%这个关键台阶。从设备成本占比、研发费用占比、以及公共设施依赖等多个角度看,国内绿电经济已展现出了领先全球的规模优势、成本优势,并通过将制造业与数字经济相结合,进一步放大制造业的规模效应。

欧洲为加速本土光伏制造业，于去年开始进行过了大量财政补贴以及激励政策，尽管欧洲光伏需求依旧旺盛，但大量的新投资以及与中国供应商之间的激烈竞争导致市场产能过剩，光伏产业链价格持续下跌。欧洲太阳能行业（SolarPowerEurope）协会表示，欧洲光伏企业面临破产的风险，这将破坏欧盟重建 30GW 太阳能供应链的目标。

从美国市场来看，由于产业链相对独立，并且脱离中国光伏产业链，在一定程度上受产业链降价影响较小，但由于目前仍依赖东南亚进口光伏产品，在进口低成本光伏产品竞争下，其重建光伏制造业的计划短期或也难以达到预期。

需要关注的是，光伏 23 年底主产业链四个环节产能均超 800GW，对应明年 400GW 装机、475GW 组件需求，进入成年的光伏产业再次进入了艰难时刻。近期某龙头企业中止 160 亿定增，高景申请撤回发行上市申请文件，另一龙头企业公开宣称押注 BC 技术路线。

虽然难以改变 24 年行业产能过剩的事实，但是已经在影响 25 年行业供需状态和竞争格局的预期。融资收紧和技术升级共同推进着光伏供给侧改革，进而带动行业进步，在有玄奘之志的企业家带领下，行业份额和盈利能力将再次向具备正确价值观和持续创新能力的公司集中。

近日，欧盟委员会主席冯德莱恩宣布，将对来自中国的电动汽车发起反补贴调查。欧盟碳边境调节机制（CBAM）过渡期实施细则也将于今年 10 月 1 日起正式生效。结合 2022 年美国的《通胀削减方案》和今年初欧盟的《净零工业法案》草案，目标都是通过产业政策，兼顾碳中和和经济发展，来提升清洁技术的本地产能，把绿色转型和产业发展结合起来。

近年来中国品牌新能源车在欧份额快速提升，对欧洲本土电动汽车发展造成一定冲击。中国汽车品牌渗透率从 2020 年的 3% 上升至今年的 8%，Canalys 预计 2025 年比重将提升至 16.5%。中国汽车整车出口从长期停留在总产量的 5% 以下，经过疫情三年的猛增，今年总量可逼近 500 万辆，为世界第一，出口比例接近各汽车主要出口大国 20% 的水平。

据测算，中国新能源车欧洲出口份额占出口总份额的 30%+（包括特斯拉中国），如果未来关税等贸易保护政策实质性落地，可能倒逼国内车企出海欧洲布局产能。同时，欧美贸易保护主义存在本质差异：汽车对于欧洲国家属于支柱性产业，与民生强挂钩。

而传统能源还与美元等相关，与虎谋皮的政治意味更浓。相比欧盟的贸易保护受益方包括所有本地经营企业，美国更优先本土企业，会造成贸易关系的扭曲。政策层面我们需要认真研究世界贸易规则，妥善处理贸易纠纷。促进世界贸易发展、平复贸易发展给局部带来的负面影响，坚持长期主义，注意平复对进口市场的短期冲击。企业层面，尽快实施出口转型，由汽车产品出口向资本和技术输出转型。

近日第十次中欧经贸高层对话在北京举行。双方承诺保持双向开放，为对方企业提供公平、非歧视的营商环境。双方同意共同维护和加强以世贸组织为核心、以规则为基础的多边贸易体制，反对单边主义和保护主义。双方同意构建稳定互信的产业链供应链，共同维护全球产业链供应链韧性和稳定，反对“脱钩断链”。第三次中德高级别财金对话在法兰克福达成 25 点共识。

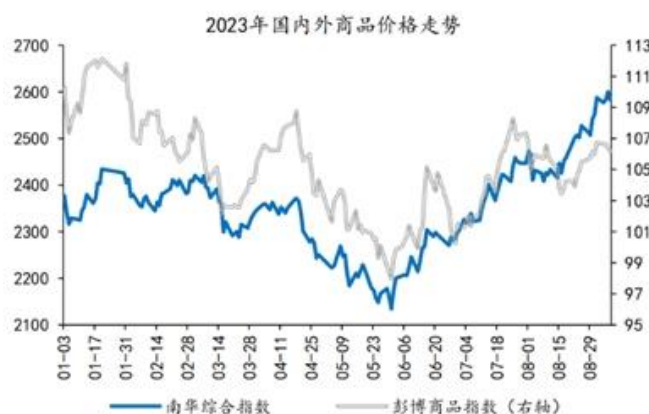
鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的发言，重申 2% 通胀的通胀目标不变，根据未来数据决定政策路径，可能会采取进一步加息。总体看，下半年中长期美债的供给并未显著增加，对利率的抬升只是阶段性的。而通胀和就业数

据呈回落趋势，意味着美联储本轮加息周期很可能已结束。同时，高利率也开始对美国的财政产生明显的付息压力，进而对经济形成拖累，美债收益率大概率接近顶部。

历史上美国实际利率趋势性上行发生在 1919 年、1946 年和 1979 年。前两个时间段对应两次大战结束后，全球人口爆发式增长，是推动实际利率上升的主要原因；1979 年更是计算机技术带来的信息化革命，促使劳动生产率大幅提高。当下的人工智能还不能像当初计算机技术一样，在短时间内大幅提高整个社会的劳动生产率。而且世界已经在经历结构性变化，去全球化下地缘政治风险甚至战争降低全球供应链效率，并和碳中和一起提高能源成本，美国加税增加投资和社会保障。虽然还看不到恶性通胀，但 2% 的目标可能需要随着世界改变了，持续维持高位不安全也不现实。

美元指数的升值，有利于美国控制通胀，但对于其他国家和地区，则是货币贬值和通胀压力，加大滞胀风险。中国人民银行表示“金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定”，“坚决防范汇率超调风险”。决定 9 月 15 日起，金融机构外汇存款准备金率由现行的 6% 下调至 4%。

5 月 31 日以来，国内外大宗商品双双走强，其中国内商品的表现更为突出。



来源：Wind

“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段”。目前来看短期风险在中央的高度关注下预计会有明显的缓解。

近日彭博新闻社交流观点，主导全球资本流动数十年的主流经济论述正在快速反转。美、日、欧也都面临各自的挑战，并担心中国需求减弱对全球经济和本国公司的影响。

改革开放机遇，市场化获得资源，凭本事吃饭，历史把极大的幸运给了这一代企业家，加上自己的上进心，短短 3、40 年的时间已经反复证明，在一个良性的社会政治经济环境下，企业家精神有能力披荆斩棘。**企业精神和科技创新，才是 A 股不可或缺的脊梁。**

“

**警惕精准抄底心态
把握行业与公司拐点**

”

继股权分置改革之后，“九字方针”原则下的注册制，进一步推动 A 股市场向法治化、市场化、国际化发展，也是对全社会而言阻力最小、空间最大的方向。希望提高 IPO 门槛和减持新政、“深化并购重组市场化改革”，能

共同倒逼企业有效发挥利用资本市场并购整合功能。这对于改善 A 股的供需关系，避免借壳炒股套利，塑造长期健康的环境影响深远。

对于居民和企业的资产配置而言，在当前的历史低位估值水平下，只要社会经济的预期稳定明朗，基本面有望复苏向上，股票资产的性价比就会凸显。

我们观察到近期主要股东主动增持意愿增加，部分是觉得公司真值这个钱了，也真心看好自己公司的中长期发展。场内的投资者感觉跌不下去，场外的希望把握再跌 10-20%的空间，不愿意下手也开始担心错过。

我们判断这个时候和位置，一些质地好的公司已经是亏时间不亏钱了，少数基本面出现向好变化的公司应该已经走出了底部进入右侧，毕竟股价是跟着盈利预期走。需要警惕精准抄底的心态，把重心放在行业和公司拐点寻找和判断上，尤其重视专注领域内市场选出来的明日之星和珠穆朗玛，毕竟行业空间大、竞争格局好、企业家专注优秀的公司的在任何市场都是非常稀缺的，历史上看，推动时代进步、能够成为巨人的公司更是极少数的。

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。