



“ 我们需要金融，但是如今我们拥有的太多了。

—John Kay ”

1. 研究重点放在能力圈内大的机遇上，判断行业公司发展空间、回报能力以及确定性。选时不如定价，投资上宁左勿右。今逆境使人进步，明不辞顺势而为。
2. 消费级芯片和 HPC 的差异现在全球观点比较清晰。前者可以继续全球化，而 HPC 在各国是很重要的战略性基础资源，必须要确保主权在我。算力是基础，如果不能在先进半导体制造领域领先，大概率就无法在 AI 领先。
3. 新质生产力，简单理解，就是利用新技术全方位提升全要素生产率。这个意义上说，AI 可能是最重要的新质生产力。数字技术和新的绿色技术，为我们提升全要素生产率开辟了日益增多的新赛道。新质生产力和经济增长的关系，是相互支撑的。
4. 风电和光伏这两种可再生能源的输出功率波动性难以完全消除。未来风电和光伏的消纳模式或将不再是简单的大规模并网，而是需要与其他产业进行深度融合，实现就地直供和消纳。
5. 中央提出金融强国需要一个强大的货币，一个强大的货币意味着投资者对以其计价的安全资产与风险资产的需求都强，也就是安全资产需求不是因为风险偏好下降驱动的，而是均衡利率高。
6. A 股头部公司市值集中度低于相对成熟美股和港股市场，在 PE 的分布上右侧肥尾严重，大概率主要源于后排中小公司的估值相对较高，与 A 股早期供不应求，以及过去相当长时期内受到以成长投资为主流的投资风格影响有关。
7. 二八分化之下投资的挑战，从博弈猜心比手快，到更需要判断行业的发展空间和确定性、公司的竞争格局和回报能力、企业家精神等。



选时不如定价，投资宁左勿右



年初以来，美国市场整体呈现股涨债跌走势，市场认为美国经济软着陆的概率显著上升。在 AI 大潮推动下，自去年 10 月以来，纳斯达克、标普 500 和道琼斯工业平均指数连续四个月反弹，均创历史新高。尽管英国、日本和德国经济处于技术性衰退中，但欧洲股市和日本股市也创下历史新高。年初以来，日经 225 指数上涨超过 18%，突破了 1989 年的高点 40000 点关口，台湾加权指数涨幅超过 10%，迭创新高突破了 20000 点，印度孟买 SENSEX 指数也开启了连续第 9 年的上涨。

英伟达、AMD、台积电、微软、META 等齐创历史新高，其中英伟达过去 16 个月上涨了近 10 倍，今年以来上涨超过 76%，继市值（2.3 万亿）超越了谷歌母公司 Alphabet、亚马逊等巨头后，最新又超过沙特阿美，成为全球第三大公司，仅次于微软和苹果。

美元、美债已基本回到 2023 年 12 月中旬鲍威尔意外“鸽派”转向前的水平。但黄金创出了历史新高，黄金是去中心化的天然信用秩序的载体，享有类似的非主权货币逻辑。从黄金美元到石油美元和算力美元，英伟达的底层逻辑是 AI 大时代。

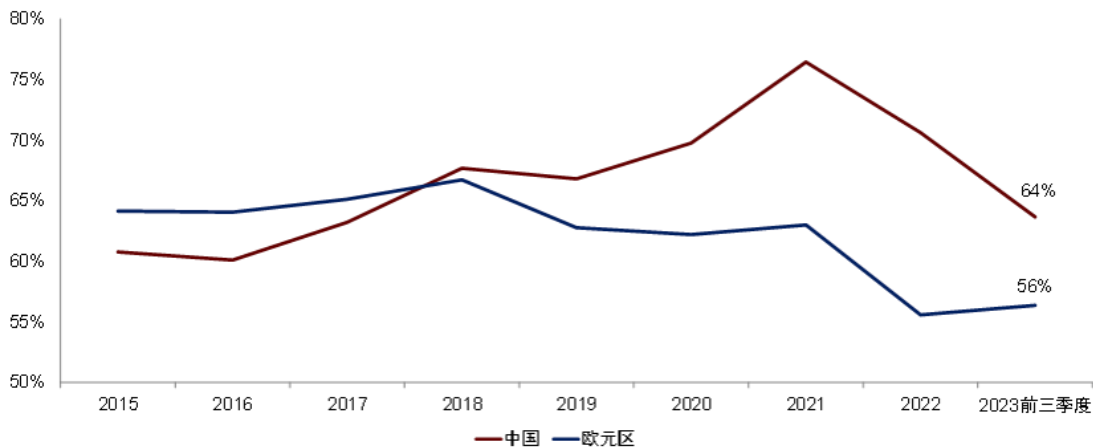
由于 AI 的驱动，美股大型科技公司业绩处在快速成长期，市场某些公司看起来还没有估值泡沫的迹象。但 2023 年标普指数上涨 24%，当前美股上涨集中在少数权重股，市场集中度升至自 1972 年以来的最高水平。

布伦特原油上涨至 85 美元，LME 期铜触及 9000 美元/吨，金铜价格在技术面上突破长期阻力位。美国通胀顽固，1 月 CPI 数据显著超预期，2 月核心 CPI 环比增长 0.4%，同比增长 3.8%，均高于预期的+0.3%和+3.7%。2 月 PPI 同比上涨 1.6%超预期，环比加速涨 0.6%。美联储需要审慎地出台利率政策，美降息路径将更加曲折。

中国证券监督管理委员会主席吴清表示“一旦市场严重脱离基本面，出现非理性剧烈震荡、流动性枯竭、市场恐慌、信心严重缺失等极端情形，该出手就果断出手，纠正市场失灵”。2 月 6 日中央汇金公司发布公告，将持续加大增持 ETF 规模和力度，坚决维护资本市场平稳运行。

龙年春节过后，上证指数修复了 20 年线，沪深 300、创业板指的年线均已翻红。截至 3 月 12 日，科创 50 和北证 50 分别下跌 5%和 17.5%。市场开始出现淡化总量逻辑的趋势，对微观逻辑、行业动向会给予更高的关注，半江瑟瑟半江红。部分 ETF 和外资离场、两融资金减缓，偏股基金新发募集超过 170 亿。

相对美国名义GDP的比例（美元计价）



来源：Wind

2020 年疫情暴发后，中国、美国和欧元区三大全球经济体的相对规模发生了变化，表现为美国经济相对中国和欧元区上升。以美元计价的 GDP 来看，2020 年至 2023 年，欧元区相对美国经济的比例下降了约 7%。疫情初期，中国经济相对美国的比例上升。日本衰落数十年间，从占美国 GDP 的近 80%到去年的 15%左右。上世纪 90 年代，日本股票的市值约占全球股市的 45%，领先于美国的 33%。到 2024 年，美国股市的总市值，已经超过了 50 万亿美元，占到全球所有股市市值比例的 50%左右了。

过去一年，中国保持了战略定力。宏观经济表现相对略微疲弱，“外需下滑和内需不足碰头，周期性和结构性问题并存，一些地方的房地产、地方债务、中小金融机构等风险隐患凸显”。从其他国家的历史进程来看，房地产与债务调整可能持续较长时间。

当前经济面临的有效需求不足大概率具有跨周期特征。总需求不足在实体层面体现为储蓄过剩，意味经济供求平衡所要求的实际利率的均衡水平下降，同时，预期偏弱在金融层面体现为安全资产需求增加，导致包括风险溢价在内的实际利率上升。“畅通货币政策传导机制,避免资金沉淀空转”，与美内生性强不同，国内货币政策更加注重外生性（精准发力），“2024 年人民币汇率将继续在合理的均衡水平上保持基本稳定”。

彭文生博士认为，未来相当长的一段时间，“财政扩张、央行扩表”是促进经济可持续复苏的有效手段，有利于提升均衡利率水平、降低风险溢价，支持金融强国所要求的强大货币。GDP 目标 5%+狭义赤字 3%+特别国债 1 万亿的组合与保守预期一致，广义赤字率的小幅抬升来自特别国债，财政发力以中央显性加杠杆为主，温和扩张。新华社指出，“进一步全面深化改革，着力破解深层次体制机制障碍和结构性矛盾，充分激发全社会创新创业创造活力，使中国式现代化建设披荆斩棘、一往无前”。

对投资者而言，下跌是风险，更是启示。好的策略，预见未来，好的研究，前瞻判断。投资者关注基本面，交易员关注彼此，量化分析师关注数据。二八分化是趋势，跟市场比聪明，不如比勤奋、比坚持、比智慧。研究重点放在能力圈内大的机遇上，判断行业公司发展空间、回报能力以及确定性。选时不如定价，投资上宁左勿右。今逆境使人进步，明不辞顺势而为。



先进半导体或是主权 AI 的基础设施



过往全球经济在边际上是“中国生产，美国消费”的模式。2018年特朗普政府增加关税，中美两国经济面临“脱钩”压力，使得中国内部需求不足和美国内部供给不足的问题更加突出。拜登政府着眼于产业政策，通过的《通胀削减法案》与《芯片与科学法案》有效拉动了美国境内制造业的建造支出。

AI技术和以往所有技术的不同在于其革命性的变化，一种新的认知、进步、改善生活的方式，与人的能力互补，可能成为一种世界赖以生存的生态。

英伟达 CEO 黄仁勋接受采访时表示，对“主权 AI 能力”重要性的认识，是相当全球化的，每一个国家都希望，能够在这一重要基础设施上进行建设。欧洲议会高票通过《人工智能法案》，以将欧洲“打造成为该领域的领导者”。李总理北京调研强调，人工智能是发展新质生产力的重要引擎。要加快提升算力水平，推进算法突破和数据开发使用。国家级 AI 硬件需求激增，带动尖端芯片出现惊人需求。OpenAI CEO 阿尔特曼回应“7 万亿美元 AI 芯片工程”称，“事实的核心在于，我们认为世界将需要更多的人工智能计算芯片”。

围绕对华半导体出口管制，拜登政府已要求日本、荷兰、德国、韩国扩大对象并加强监督，并以“国家安全”为由对来自中国的智能网联汽车发起调查。继 X、Tiktok 后，欧委会正式对阿里巴巴速卖通 Aliexpress 启动是否违反欧盟《数字服务法》(DSA) 的调查。艾萨克·阿西莫夫曾说过：生命最大的悲哀莫过于科学汇聚知识的速度，快于社会汇聚智慧的速度。

“希望与中国竞争，而不是发生冲突，”美中并非没有共同利益。中国经济稳定发展需要政策支持，更需要改革开放作为新动能。全球化再次加速，外部环境提供多种机遇，面对那些企图把我们排除在全球化进程之外，想把我们“推下车”的挑战，我们绝不能自己“跳车”。努力参与全球分工体系，并不断提升水平。消费级芯片和 HPC 的差异现在全球的观点比较清晰了。前者可以继续全球化，而 HPC 在各国是一个很重要的战略性基础资源，必须要确保主权在我。

算力是基础，如果不能在先进半导体制造领域领先，大概率就无法在 AI 领先。国内半导体制造目前生产良率不高，这是从工艺、设备到材料等多方面限制所造成的现状。即使这样艰难的生产，我国企业也要维持住 AI 芯片算力的发展，目标是尽力和国际先进水平在同一舞台上，等到 AI 能作用于真实生产力的一刻。

“

提升全要素生产率 数字与绿色技术开辟新赛道

”

中国经济处在转型期，由过去的高速增长转向高质量发展。近几年，我国实际上处在一个中速增长阶段。过去几年由于疫情的冲击，一定程度上打乱了转型的进程，但从去年开始，我国基本摆脱了疫情的干扰，逐步回归到正常的增长轨道上。2023 年，我国 GDP 增长了 5.2%。但需要注意的是，2022 年增速的基数相对较低。2022 到 2023 年两年间平均增速实际上是 4.1%。

总理政府工作报告中指出，“世界经济增长动能不足，地区热点问题频发，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。我国经济持续回升向好的基础还不稳固，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰”。



来源：Wind

中国应对 1997 年和 2008 年后两轮危机主要是依赖出口、基建和住房投资，今天，提高国内需求，尤其是推动消费的增长，是解决当前面临的经济金融挑战、减轻通缩压力、恢复金融均衡的关键。在居民的消费结构中，生存型消费即衣食住行需求基本上满足了，扩大消费的重点应该放在发展型消费上面，就是居民在住房、医疗、教育、社会保障等方面的需求，而这方面政府的基本公共服务非常重要。无论生存型消费还是发展型消费，最后都要落在提升收入上。

中长期推动改革开放，进一步提升要素的市场化流动，提高城市化水平和质量。我们现在的人均 GDP 约为 1.3 万美元，距离高收入国家的门槛只有一步之遥。国家提出了中长期的发展目标，到 2035 年基本实现社会主义现代化，达到中等发达国家的人均 GDP 水平，大概是 3 万到 4 万美元。与目前相比，有差不多 2 万美元的增长空间，这就是我们的追赶潜能，大概率主要依靠服务业的增长和农业、工业的转型升级。

另外，最近几年随着新的技术革命，依靠数字技术和绿色转型两大新技术革命的驱动，也给我们提供了新的增长潜能（中国去年 GDP 增长的 40%来自清洁能源）。刘世锦老师指出，追赶潜能和新技术潜能融合在一起，在国际范围内就会形成我们新的竞争优势。要把这些潜力利用好，横向把现在 9 亿中低收入群体的收入水平往上提升，纵向推动产业转型升级。

2024 年政府工作任务将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”放在首位。充分发挥创新主导作用，加快推进新型工业化，提高全要素生产率，促进社会生产力实现新的跃升。在“深入实施科教兴国战略，强化高质量发展的基础支撑”之后，提出“着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环”。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。要求“坚定不移深化改革，增强发展内生动力”，和“扩大高水平对外开放，促进互利共赢”。全面落实促进民营经济发展壮大的意见及配套举措，进一步解决市场准入、要素获取、公平执法、权益保护等方面存在的突出问题。弘扬优秀企业家精神，积极支持企业家专注创新发展、敢干敢闯敢投、踏踏实实把企业办好。加快全国统一大市场建设。着力推动产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等方面制度规则统一。出台公平竞争审查行政法规。专项治理地方保护、市场分割、招商引资不正当竞争等突出问题。谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革部署。深化收入分配、社会保障、医药卫生、养老服务社会民生领域改革。

总书记 3 月 5 日参加他所在的十四届全国人大二次会议江苏代表团审议时强调，要牢牢把握高质量发展这个首要任务，因地制宜发展新质生产力。各地要坚持从实际出发，根据本地的资源禀赋、产业基础、科研条件等，有选择地推动新产业、新模式、新动能发展，用新技术改造提升传统产业，积极促进产业高端化、智能化、绿色化。

中共中央政治局 2 月 29 日就新能源技术与我国的能源安全进行第十二次集体学习。总书记指出，应对我国能源发展的一系列挑战，出路就是大力发展新能源。强调新能源发展已经具备了良好基础，我国成为世界能源发展转

型和应对气候变化的重要推动者。要把能源技术及其关联产业培育成带动我国产业升级的新增长点，促进新质生产力发展。

新质生产力，简单理解，就是**利用新技术全方位提升全要素生产率**。这个意义上说，AI 可能是最重要的新质生产力。数字技术和新的绿色技术，为我们提升全要素生产率开辟了日益增多的新赛道。新质生产力和经济增长的关系，是相互支撑的。

近期新能源行业的反弹表现在很大程度上突出**呈现了周期属性下的预期拐点。但从实际生存状态上看，光伏行业依然处在阶段性的困难中**，价格下探导致很多企业已经在亏现金；但从发展周期看，行业应该是处于筑底的阶段；而从技术发展的层面看，光伏行业正在变好。

政策层面，陕西把创建榆林能源革命创新示范区作为贯彻落实能源安全新战略的具体行动。内蒙成为继广东、河北等地之后取消绿氢危化品属性的地区。山东、四川出台免除氢能汽车高速通行费等政策。国家能源局加快新能源大基地建设，积极发展分布式新能源，加强新型调节性电源建设实施可再生能源替代行动，精心培育壮大新能源产业。

风电和光伏这两种可再生能源的输出功率波动性难以完全消除。**未来风电和光伏的消纳模式或将不再是简单的大规模并网，而是需要与其他产业进行深度融合，实现就地直供和消纳**。这种趋势将有助于提高能源利用效率、降低能源成本、保障能源安全，同时也为风电和光伏产业的可持续发展提供了新的机遇和挑战。长期看，新型电力系统的建设是实现新能源、储能、氢能、冷热、气体等多种能源能量双向流动的关键环节。

“

预期偏弱背景下安全资产需求增加 财政扩张、央行扩表是促进复苏有效手段

”



来源：Wind

2月中国CPI同比上涨0.7%，环比上涨1.0%，好于市场预期，CPI同比涨幅也在五个月后再次转正，但PPI同比下降。一般认为，若消费者物价指数(CPI)连跌两季，则表示经济出现通缩。相比狭义通缩，广义的通缩还应包括消费品以外的经济要素，特别是资产，包括房地产和股票等金融资产的通缩。过去几年中国的货币供应

量维持在较高增速水平，但判断货币供给多寡还需考虑同期的货币需求。从这个角度来看，判断经济是否有通缩压力不仅要看商品价格，也要看风险溢价。

彭文生博士指出，一个值得关注的现象是，应对疫情的货币扩张在美国带来通胀上升，但美元汇率升值，由此美国名义 GDP 相对其他经济体的比例上升。货币对内贬值、对外反而升值，背后反映了投资者对美国安全资产与风险资产需求同时上升。这导致了 2023 年美国股票普遍上涨、美元升值的组合。

中央提出金融强国需要一个强大的货币，一个强大的货币意味着投资者对以其计价的安全资产与风险资产的需求都强，也就是安全资产需求不是因为风险偏好下降驱动的，而是均衡利率高。很显然，经济的需求下行压力不支持安全资产与风险资产都强的组合。



来源：Wind

以名义利率减通胀率来衡量，中国的实际利率水平处在过去 10 多年的较高水平。虽然人民币名义利率低于美元利率，实际利率则是中国高于美国。应对实际利率水平高于均衡水平的一个手段是货币放松，另一个手段是财政扩张直接拉动需求，降低过剩储蓄，起到提升均衡利率水平的作用。

彭博士认为，在金融周期下半场，债务问题化解需要系统性措施，尤其财政与货币政策的协同。提升均衡利率水平，同时降低风险溢价、提升通胀预期，综合作用下更有利于刺激总需求扩张。“展望 2024 年，一方面要观察财政扩张的进程和力度，包括“三大工程”等，另一方面要关注央行的资产负债表变化情况”。

两会中，潘行长表示，将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，统筹兼顾银行业资产负债表健康性，继续推动社会综合融资成本稳中有降。易纲指出，当前要加强金融政策与财政等其他政策的协调配合。强省出力，弱省化债，地方可动用的投资能力进一步萎缩。

毛主席在中国共产党第七次全国代表大会上作的闭幕词中，引用了中国古代寓言“愚公移山”：现在也有两座压在中国人民头上的大山，一座叫做帝国主义，一座叫做封建主义。中国共产党早就下了决心，要挖掉这两座山。我们一定要坚持下去，一定要不断地工作，我们也会感动上帝的。这个上帝不是别人，就是全中国的人民大众。

国务院总理李强 2 月 2 日主持召开国务院常务会议指出，建设市场化、法治化、国际化一流营商环境，是应对经济下行压力、提振经营主体信心的重要举措。要更加注重回应经营主体突出关切，加快建设全国统一大市场，加强宏观政策取向一致性评估，营造稳定透明可预期的政策环境。

总书记 2 月 19 日主持召开中央全面深化改革委员会第四次会议强调，今年是全面深化改革又一个重要年份。要坚持用改革开放这个关键一招解决发展中的问题，应对前进道路上的风险挑战。改革举措要有鲜明指向性，奔

着解决最突出的问题去，改革味要浓、成色要足。

网信办“清朗”系列专项行动，重点开展的 10 项整治任务中，包括整治散布传播涉企虚假不实信息，蓄意造谣抹黑企业、企业家，以“舆论监督”名义对企业进行敲诈勒索等问题。司法部、国家发改委和全国人大法工委等部门在酝酿制订《民营经济促进法》，用立法的形式保护民营经济，促进民营经济发展，体现了治理民营经济手段的不断成熟。

“

成熟市场二八分化是趋势 A 股头部公司市值集中度偏低

”

好的资本市场让有能力企业家获得更多融资，创造就业机会，为社会贡献税收、创造价值；让投资者通过股市获得回报，把储蓄跟融资有效衔接起来，形成良性循环。

历史上的牛市一般可分三个阶段，从只有极少数的人开始意识到情况正在改善，到大多数人认为改进实际上正在发生，直至最后每个人都认为情况只会变得更好。我们应当关注，如何从规则制度上建立完善的金融市场秩序，如何从行政司法上切实保护好小股东的利益，以及财政货币和其他政策大的变化。

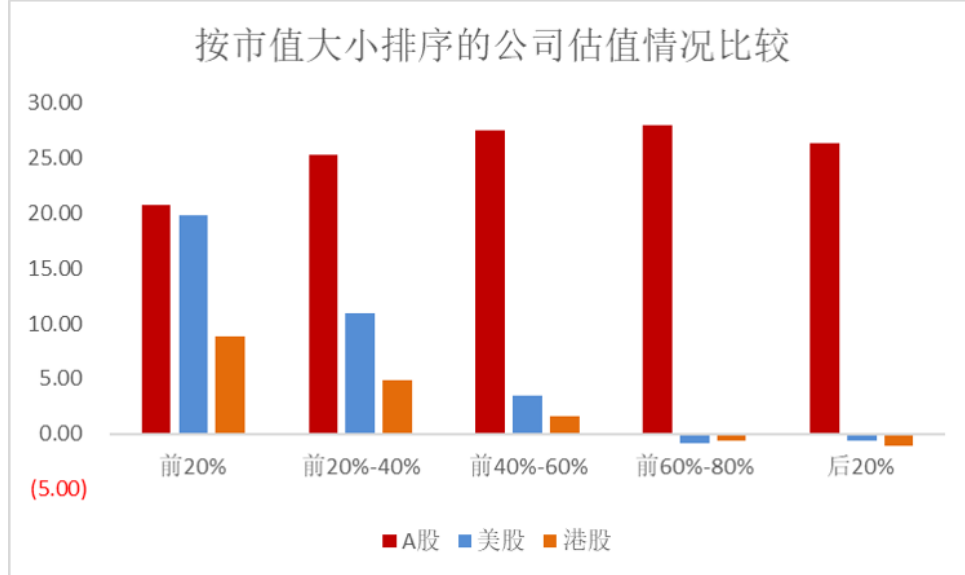
朱雀基金认为，A 股头部公司市值集中度低于相对成熟美股和港股市场，在 PE 的分布上右侧肥尾严重，大概率主要源于后排中小公司的估值相对较高，与 A 股早期供不应求，以及过去相当长时期内受到以成长投资为主流的投资风格影响有关。

按市值大小排序的分组市值中位数情况（单位：亿元人民币，2023 年底）

	A 股	美股	港股
前 20%	258.13	1215.66	216.15
前 20%-40%	93.28	185.21	22.92
前 40%-60%	53.66	42.84	5.60
前 60%-80%	35.52	9.72	1.89
后 20%	22.72	1.34	0.57

数据来源：wind、ifind

按市值大小排序的分组 PE 中位数情况（2023 年底）



数据来源：wind、ifind，截止 2023.12.31

按市值大小排序的分组中，涨跌幅中位数（2023年）

	A股	美股	港股
前20%	-1.7	17.8	-7.4
前20%-40%	-1.9	14.4	-15.8
前40%-60%	1.6	5.0	-12.7
前60%-80%	3.3	1.9	22.0
后20%	12.3	49.4	32.0

宏观环境、金融生态、资本市场本身都在发生变化：从公司发展的角度，相比前二十年，如今的总量经济增速放缓，使得行业和公司寻求高增长的难度增大，公司能否成长对企业家的要求更高；从投资者的角度，不确定性增加、风险溢价提高，过去给予小公司成长性的高溢价或将不可持续；从金融市场流动性的角度，未来的流动性环境也偏向于存量腾挪；随着注册制的不断推进，小市值公司的壳资源价值大概率也不可持续，只有当估值合理偏低时，才有并购价值，通过退市实现二级市场资源优化再配置，“有进有出、优胜劣汰”或将成为常态。

二八分化之下投资的挑战，从博弈猜心比手快，到更需要判断行业的发展空间和确定性、公司的竞争格局和回报能力、企业家精神等。

“中国特色金融发展之路既遵循现代金融发展的客观规律，更具有适合我国国情的鲜明特色，与西方金融模式有本质区别”。吴清主席在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问：从监管方面来说，重点是突出两个字，一个是“强”，一个是“严”。提高上市公司质量，从监管上说，主要有严把入口、狠抓日常、畅通出口、压实责任四个方面。

其中狠抓日常、加强上市后监管，目前突出抓三件事：一是防假打假，二是规范减持，三是推动分红。畅通出口主要加大退市力度，强制退市和主动退市都将付诸行动。一方面，设置更加严格的强制退市标准，做到应退尽退。另一方面，完善吸收合并等政策，进一步拓宽多元退出渠道，也鼓励推动一些公司主动退市。中国证监会315出台了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》，和《关于加强上市公司监管的意见（试行）》。明确坚守各板块功能定位，全面完善减持规则体系，构建以减持管理办法为核心，董事和高管、创投基金减持特别规定为补充的“1+2”规则体系。提出加强现金分红监管，增强投资者回报。推动上市公司加强市值管理，提升投资价值。加强对重组上市监管力度，进一步削减“壳”价值。

“保护投资者特别是中小投资者合法权益是证监会最重要的中心任务，这也是资本市场监管工作政治性、人民性的直接体现”。《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》，校正行业机构定位：把功能性放在首要位置，正确处理好功能性和盈利性关系。行业早涝保收应该成为历史。引导行业机构坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向。

朱雀基金将立足“差异化发展、特色化经营，结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细”。客户角度着眼长期，有信心让资产驱动负债。

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。