

# 历史不会简单重复

ROSEFINCH  
INSIGHTS

“ 保护不能保证发展，但发展离不开保护。

——《富国的伪善》”

1. 宏观逆周期调节的关键在于财政扩张。政治局会议强调，坚持乘势而上，避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势。
2. 前两次“国九条”出台后，资本市场都迎来了一段时间较好的发展机遇，但历史不会简单重复，当前经济结构与增速、市场供求环境、上市公司和投资者结构都有了质的变化。市场变革出清的过程必然要经过压力风险，才能迎来更健康的发展。
3. 中国具有很强的工程化、模仿能力。中国发展人工智能的优势同样是具有超大规模的统一市场，庞大的制造业体系，从而可以容纳多个大型企业竞争，我们认为能够在中国市场脱颖而出的产品也能走向世界。
4. 产能过剩在任何实行市场经济体制的经济体都可能发生，表面看来并不好，但是另外一方面却意味着竞争加剧，竞争加剧意味着效率提升，这会推动进一步的创新，新的产品出来以后，需求就会超过新的产品的产能，这就是技术进步的路径。
5. 当前来看，降低利率的方向是相对确定的。一是从弗里德曼的通胀预期视角来看，以国债收益率为利率指标，当前的实际利率偏高，需要下降。二是从凯恩斯的流动性偏好视角看，以 A 股风险溢价作为利率的一个指标来看，当前的实际利率水平也处于相对高位。
6. 投资者在自身专业领域专注方向上，如果看好未来行业有空间和发展，公司经营安全有竞争力，企业家值得信任，行业寻底筑底阶段，资产价格低迷便宜的时候，大概率就是布局相关优势公司的机遇。



## 轻舟已过万重山 历史不会简单重复



年初以来，随着越来越多“全球制造业共振复苏”的数据验证，3月下旬开始，市场逻辑从“需要降息以实现软着陆”转化为“经济好+通胀更强”，摩根大通更称已为美联储利率最高上调至8%和最低触及2%做好了准备。标普、纳指和道指均跌至近两个月新低。2年和10年期美债收益率分别升破5.0%和4.60%，降息次数已经从一个极端压缩到另一个极端，全球股市波动率加大。

4月美ISM制造业PMI降至49.2，新增非农走低不及预期，在一定程度上意味着年初以来利率上行、金融条件再度收紧的效果开始显现。5月初FOMC会议态度均衡，缓和“重启加息”的担忧，于6月开始放缓缩表。从股指及美债收益率看，降息交易又起。市场对美联储降息预期的“折返跑”很大程度上来自通胀的波动。

美元指数今年在波动中升值了近4%，全球主要国家货币兑美元汇率呈现竞贬格局，日元创1990年来新低。美国经济强韧性、通胀处于高位、全球地缘政治冲突上升等是大概率是推动美元指数走强的重要因素。商品也放弃了“中国需求”定价的传统框架，比特币和黄金、白银历史新高，铜价突破10000美元。

国内1季度GDP超预期，1-2月是亮点，3月在高基数背景下同比增速放缓。4月PMI呈现出来的特征是“量基本稳定，价触底回升”。广发证券认为，1季度4.2%的名义GDP大概率是年内底部，后续三个季度名义增长率将随着平减指数上行中枢逐步上移。名义GDP不仅决定微观体感，也会影响股票、债券、汇率等领域的资产定价。

港股和A股继反弹之后，几乎与美股同步开始调整。但南向资金近两个月连续大额买入，外资也切换来中国资产，港股单日全市场成交量突破2000亿，流动性和持仓规模有所提升。自2月初低点至今，恒生科技和上证综指、沪深300分别反弹超过了37%、19%和18%，结构性机会不断增加。

政治局会议指出，“经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。由于内需始终疲软，4月国内PPI不及预期，各类通胀指标更多可能是筑底而非回升转暖。叠加“金融挤水分”的影响，社融和M1罕见负增长。需求不足固然有金融周期下行的影响，也有新冠疫情带来的“疤痕效应”。

为应对实体端有效需求不足、金融端风险偏好较弱的问题，彭文生博士认为宏观逆周期调节的关键在于财政扩张。政治局会议强调，坚持乘势而上，避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势。指出要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

“改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝”。改革充分发挥人口多、资金多的规模经济优势，“进一步解放思想、解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力”，调动勤奋聪明的中国人的积极性和创造性。“保护不能保证发展，但发展离不开保护”。美国采取了“去全球化”政策，遏制中国进步发展。“经贸科技问题的核心是中国人民的发展权利”。中国的对外开放也包括鼓励企业走出去开展合作。近期中国最高领导人对法、塞、匈三国进行国事访问。中法欧领导人三方会晤指出，都希望尽快停火止战、欧洲恢复和平，都支持乌克兰危机政治解决。

历史上，包括荷兰英美等在内，建设世界科技强国离不开金融强国。“国九条”指出，“推动资本市场高质量发展，有利于促进科技、产业和资本高水平循环，完善现代化产业体系，推动发展新质生产力；有利于丰富金融产品和服务，创造更多增加居民财产性收入的机会；也有利于发展股权融资，优化融资结构，完善中国特色现代金融体系”。

2004年，针对股市连续多年低迷及市场长期积累的股权分置的矛盾，市场存在的股权分置和根本性问题，《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台。2014年发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》。2024年国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，充分体现资本市场的政治性、人民性；体现强监管、防风险、促高质量发展的主线；问题导向特别是针对去年8月以来股市波动暴露出的制度机制、监管执法等方面的突出问题，推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾，严把发行上市入口关，加强现金分红、股份减持、量化交易等方面监管，督促行业机构履职尽责，严格强制退市标准，大幅提升违法违规成本等。

经过年报的验证，确定性强、业绩有亮的方向，涨幅涨速亮眼，其中少数龙头公司用横盘代替调整，不经意之间，似乎轻舟已过万重山。继第8次上市审核委员会审议会议在2月7日召开后，深沪交易所于5月16日召开第9次上市审核委员会审议会议，意味着市场恢复了常态化。

前两次“国九条”出台后，资本市场都迎来了一段时间较好的发展机遇，但历史不会简单重复，当前经济结构与增速、市场供求环境、上市公司和投资者结构都有了质的变化。市场变革出清的过程必然要经过压力风险，才能迎来更健康的发展。

“

## 中美两极格局将被强化 产能过剩的成因与应对

”

历史从全球化转向逆全球化，不仅是经济上的，而且是政治上的。

当前国际竞争主要发生在中国和美国之间。特朗普奉行孤立主义，主张对华脱钩，全面加征关税。拜登把中美关系定义为战略竞争，用产业政策、“小院高强”进行科技封锁，进一步通过俄乌战争把欧洲绑上反华战车，联合整个西方阵营封锁中国科技来源，限制中国产业升级空间，减少中国企业参与全球市场竞争。通过炒作地缘风险等方式“引导”外资主动撤离中国，通过供应链重组掏空中国工业基础，使中国经济增速放缓。美国则借助人工智能革命盘活经济竞争力，拉开与中国及欧洲的差距。

中欧关系与俄印关系是维持全球均势的重要前提之一，美国利用俄乌冲突破坏欧俄合作，欧洲失去战略自主能力，将被迫配合美国实施对华脱钩。倘若俄乌局势缓和，俄罗斯政局稳定，并获得欧洲的支持，修复日韩的关系，政治上则一定程度上恢复全球均势格局，经济上可能重塑全球化，瓦解美国对华科技封锁阵线，降低中国供应链风险，同时中国企业获得更大的市场空间。新能源、航空航天、生物医药、半导体数字经济等产业有望进一步具备全球竞争力。

4月2日晚，国家主席习近平应约同美国总统拜登通电话，强调战略认知问题始终是中美关系必须扣好的“第一粒纽扣”。中美关系一是以和为贵，二是以稳为重，三是以信为本。5月5日，在赴巴黎对法国进行国事访问之

际，习主席在法国《费加罗报》发表题为《传承中法建交精神共促世界和平发展》的署名文章，中方理解乌克兰危机对欧洲人民造成的冲击。乌克兰危机持续越久对欧洲和世界损害越大。中方期盼欧洲大陆早日重回和平稳定，愿同包括法国在内的国际社会一道，找到解决危机的合理路径。“以巴黎奥运会为契机，倡议运动会期间全球停火止战”。5月9日习主席在布达佩斯同匈牙利总理欧尔班举行会谈指出，欧洲是多极世界中的重要一极，是实现中国式现代化的重要伙伴。两国领导人就乌克兰危机深入交换了意见。习主席同俄罗斯总统普京会谈，双方一致认为政治解决乌克兰危机是正确方向。“俄方从来没有拒绝过谈判，希望通过和平手段全面、可持续、公正地解决这场冲突”。

过去3年国内楼市出现了大幅调整，美国股市仍在不断创出历史新高，后者是由业绩和科技推动的。达里奥认为“百年未有之大变局”其实是“时势造英雄”。当中美对抗加剧，疫情、债务泡沫和贫富差距扩大，很多变化都是时代推动的。

阎学通教授认为：中国应对战略有低、中、高之分。低战略目标就是避免冷战。中等目标是在两国避免战争的情况下，如何缩小彼此的实力差距。这种差距不光体现在GDP，而且涵盖科技、军事、文化等所有领域。高级别的目标则是塑造对中国有利的地缘政治环境。未来十年，美国有可能拉大同中国的实力差距，如果中国实施了正确的战略，也同样有可能会缩小同美国的实力差距。这都有一定的不确定性，但可以确定的是，中美都会拉大同其他国家的经济差距。所以，两极格局会被强化，而非被弱化。

耶伦访华再次强调了美国并不寻求与中国脱钩。担忧中国经济的某些特点对美国 and 全球造成的负面溢出效应越来越严重，而这些问题又因政府对特定产业部门的大规模支持而加剧。

历史上英美并不是自由贸易的生长地，很长一段时间里，它们都是世界上实行保护主义较强的国家。亚当斯密的《国富论》出版于1776年，80多年之后，英国才成为真正的自由贸易国家。美国第一任财政部长汉密尔顿，1791年向国会递交了《关于制造业的报告》，核心思想是，像美国这样的国家应该保护它的“幼稚产业”免受外来的竞争，直到它们能自立之时。在西方资本帝国主义列强进行殖民统治的第一次经济全球化时期，发展起来的商品、人员和资金的自由流动，在很大程度上是军事强迫或者殖民统治的结果，而不是因为市场力量的调动。1842年鸦片战争失败之后，中国被迫签订了《南京条约》，向英国“出租”香港，并丢掉了关税自主权。

事实上，近年来产业政策正在全球范围内回潮，比如美国的通胀削减法案、芯片补贴法案等等。根据国际货币基金组织与全球贸易预警的监测，2023年全球新推出2500多项产业政策，其中绝大多数是由发达经济体推出的。有三分之二的产业政策动机是出于缓解气候变化、提高供应链弹性和安全考虑。

中国的绿色产业取得长足的发展，在全球处于领先地位，但也面临保护主义压力。拜登政府5月17日发布对华301关税四年期复审结果，进一步提高对绿色产业如锂电池、电动汽车、光伏、关键矿产、半导体等产品的关税。中国新能源产业历经数十年长足发展，政府补贴可能在早期起到一些促进作用，但目前所具备的竞争优势根植于中国的规模经济、完整庞大的工业体系和丰富的人力资源，更离不开企业对研发创新的巨大投入以及企业家的不懈奋斗精神。

未来十年，半导体将在全球经济中发挥关键作用，从日常产品到国防和人工智能的前沿。芯片和科学法案已经成功的让台积电在美国本土设立厂，Intel、德州仪器拿到了大额补贴。国内也一样，资本支出背后都有国家意志和地缘需要，安全是底线思维。2024年《政府工作报告》首次提出“人工智能+”行动。2023年，华为全球销售在连续两年下降至6400亿元之后，重回7000亿元大关，净利润870亿元，同比提升144.5%。除了ICT基础设施业务保持稳健外，华为终端业务、云计算业务和智能汽车解决方案业务的增长比较明显。中国具有很强的工程化、模仿能力。中国发展人工智能的优势同样是具有超大规模的统一市场，庞大的制造业体系，从而可以容纳多个大

型企业竞争，我们认为能够在中国市场脱颖而出的产品也能走向世界。

“中国现在的经济规模太大了，以至于世界其他国家难以吸收这一巨大产能”。产能过剩在任何实行市场经济体制的经济体都可能发生,表面看来并不好,但是另外一方面却意味着竞争加剧,竞争加剧意味着效率提升,这会推动进一步的创新,新的产品出来以后,需求就会超过新的产品的产能,这就是技术进步的路径。

国内关于“产能过剩”的讨论,既涉及传统行业如钢铁、氧化铝、造船等,也涉及新兴行业如电动汽车、锂电池、光伏等。相比过去主要发生在传统产业,现在开始出现在一些新兴产业。北大国发院院长黄益平指出,过去产能过剩的矛盾主要集中在国有企业,现在可能更多集中在民营企业。这可能说明造成这一轮产能过剩问题的机制与之前有差别。主要原因还是中国经济正处在产业升级换代的关键时期,很多旧产业因无法持续发展亟需寻找新方向。一旦出现有发展潜力的行业,全国范围内的企业都会向这些行业集中,最终形成供给迅速膨胀。

从需求侧的角度看,经济总需求无非来自消费、投资和净出口,这三项中消费和投资可为我国自己掌握,外需则主要受国外影响。我国以中低端为主的制造业增加值占全球比重已经达到 30%,但人口只占全球 17.6%,消费占全球 13%左右。消费占 GDP 比重低,储蓄占比高,房地产和基建投资过去吸收了大量储蓄。需要更加重视国内消费需求的增长,通过壮大国内市场规模,为绿色产业发展、全球经济和产业合作奠定更坚实的基础。

在当前的形势下,只有财政也就是中央政府债务的外生性和逆周期性较强,是应对总需求不足、化解债务风险的较为有效的工具。彭文生博士建议可以从增量和存量两个维度思考债务化解。在债务增量方面,中央政府可以适当增加债务,政府的债务是当代人的资产,其增加提升企业和家庭部门的净资产,从而有助于企业和家庭部门去杠杆;在存量方面,以展期和降低利息为导向的债务重组则降低当前的还本付息负担。同时在这个重大不确定性四伏的时期,两个“毫不动摇”至关重要,坚持市场化法治化的原则,避免国企僵化固化,确保创新活力发展动力;保护民企产权、稳定各方预期,让民营企业感受到制度规则的稳定性、资产资本的确切安全性。坚持改革,继续开放!吴敬琏建议,“尽可能创造这样一种营商环境,使得个人和企业的千军万马能够往前冲,最终总有一些人和企业能够取得突破,那么就可以顺着这些突破的路径继续往前走”。

4月30日政治局召开会议,决定今年7月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议,主要议程是,中共中央政治局向中央委员会报告工作,重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。十八届三中全会把市场在资源配置中的决定性作用写入决定,提出国家治理体系、治理能力现代化的重大任务。总书记在庆祝改革开放40周年大会上的讲话中曾指出:40年来,我们解放思想、实事求是,大胆地试、勇敢地改,干出了一片新天地。政治局会议再次强调,进一步解放思想、解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力。从会议表述来看,基本思路是“以经济体制改革为牵引,以促进社会公平正义、增进人民福祉为出发点和落脚点,更加注重系统集成,更加注重突出重点,更加注重改革实效,推动生产关系和生产力、上层建筑和经济基础、国家治理和社会发展更好相适应”。

经过40多年改革,我们在解放和发展生产力与构建现代化治理体系两条主线上都取得重大进展。江晓娟撰文指出,下一轮深化改革,两条主线既要坚持又要创新:一是坚持解放和发展生产力这条主线,关键是创新各类资源配置效率,提高全要素生产率;二是坚持推进国家治理体系和治理能力现代化,关键是处理好各方面权责益关系,提高多元复杂诉求下协同治理能力。研究寻求牵一发动全身的重大改革任务。



## 实际利率水平处于相对高位 中美货币政策方向存在差异



M2 是中国居民和企业部门安全资产的主要部分, M2 增速从 2 月份的 8.7% 降至 3 月份的 8.3%、4 月份的 7.2%, 余额 301.19 万亿元。“货币政策在总量上有力支持了宏观经济大盘稳定”。货币信贷数据具有很强的前瞻意义, 近期 M2 增速的下滑值得警惕, 背后的原因主要是信贷需求弱和经济内生动能不足。

4 月 18 日, 人民银行货币政策司司长邹澜在国新办新闻发布会上表示, 总体看, 当前存量货币确实已经不低了, 当前我国经济结构调整在加快推进, 经济更为轻型化, 信贷需求跟以前相比有所转弱, 信贷结构优化升级。未来随着经济转型升级, 有效融资需求恢复, 社会预期改善, 资金沉淀空转的现象也会缓解。当前庞大的货币总量增长可能会放缓。

在 2 月通胀整体小幅走高的情况下, 3 月 CPI 同比 0.1%, 环比 -1.0%, PPI 同比 -2.8%, 环比 -0.1%, 总体再度证伪了通胀持续反弹的预期, 反映出经济需求弱勢震荡的格局; 4 月 CPI 同比 0.3%, 环比 0.1%, PPI 同比 -2.5%, 环比 -0.2%, 也无法反映出内需的显著改善, 更多是底部震荡特征。

一季度货币政策例会首次提及“在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化”, “社会预期偏弱”增加了市场不稳定。对物价的要求从“促进低位回升”更新为“促进温和回升”。人民银行有关部门负责人认为, 长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。当前长期国债收益率持续下滑的底层逻辑是市场上“安全资产”的缺失, 随着未来超长期特别国债的发行, “资产荒”的情况会有缓解, 长期国债收益率也将出现回升。央行表示, “央行在二级市场开展国债买卖, 可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”。

彭文生博士认为, 当前来看, 降低利率的方向是相对确定的。一是从弗里德曼的通胀预期视角来看, 以国债收益率为利率指标, 当前的实际利率偏高, 需要下降。二是从凯恩斯的流动性偏好视角看, 以 A 股风险溢价作为利率的一个指标来看, 当前的实际利率水平也处于相对高位。

但是, 确定的路径背后也蕴藏着不确定性。就前一个选项而言, 降低利率来促进需求上升可能需要考虑汇率端的约束, 更有效的措施是通过财政扩张来提振需求, 同时也通过提振信心来稳定汇率。对于后一个选项而言, 风险溢价下降的速度和幅度则受债务化解进程和地缘政治形势等因素的影响, 同样面临一定的不确定性。为应对这些因素、降低不确定性, 降低风险溢价这一选项最终同样需要各方发力。

政治局会议指出, 要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具, 加大对实体经济支持力度, 降低社会综合融资成本。要做好宏观政策取向一致性评估, 加强预期管理。5 月 17 日, 全国切实做好保交房工作视频会议在京召开, 30 年期超长期特别国债正式首发。

美 4 月 CPI 降温, 整体趋势向好, 但不足以推动很快降息。Powell 认为通胀的路径只是“更颠簸的下行”而非“反弹向上”。和 4 月的其他经济指标一起, 让市场摆脱了此前“再次加息”预期下的警惕模式, 道琼斯指数首次冲上 4 万点。“去通胀”非常艰难, 过往的中美贸易合作模式下, 边际上看是中国生产、美国消费。美推动“去中心化”全球产业链重置, 在宏观上意味着中国面临的是需求不足、通缩压力, 而美国则面临供给不足、通胀压力。中美两国之间内部需求的差异, 对外一定程度上则体现在汇率的变化上, 即人民币实际汇率贬值、美元实际汇率升值。当前美国通货膨胀率仍高居不下, 年内降息遇到阻力, 而中国目前仍有降息需求, 中美两国的货币政

策在方向上存在较大差异，这在一定程度上将体现在汇率变化上。

“

## 选择方向，前瞻布局

”

企业家的核心能力包括战略定力和执行力。在高速发展的增量年代，“大力出奇迹”，激进进取的战略和执行，曾让一大批企业快速发展，少数企业家跨越了一个个的台阶，迅速登上了自身梦想中才有的平台、舞台。进入高质量增长时代，企业战略选择不仅要对标全球视野保持前瞻性，经营管理的精细要求，治理结构的平衡制约和分享机制等更不可或缺。

投资也类似，定性选择方向是关键，还要具备前瞻布局的落地能力。目前在新能源、智能车、半导体数字经济等领域，守业更考验企业家精神，随着产能出清，和技术创新落地，领军公司会迎来盈利能力恢复和再次发展上台阶。

投资者在自身专业领域专注方向上，**如果看好未来行业有空间和发展，公司经营安全有竞争力，企业家值得信任，行业寻底筑底阶段，资产价格低迷便宜的时候，大概率就是布局相关优势公司的机遇。**

更新迭代后的朱雀基金投研团队在逆境中合作磨砺，研究能力、组织力和执行力均有所提升，在面临重大机会的时刻，需要聚焦勤奋学习和耐心坚持，以及奋力出击的悟性和决心。

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。