

反者道之动？

ROSEFINCH
INSIGHTS

“历史是这样创造的：最终的结果总是从许多单个的意志的相互冲突中产生出来的，而其中每一个意志，又是由于许多特殊的生活条件才成为它所成为的那样。这样就有无数互相交错的力量，有无数个力的平行四边形，由此就产生出一个合力，即历史结果。——恩格斯”

1. 近期增量资金取向相对一致，周期性行业表现优异，龙头不断创出新高。当其基本面有瑕疵或股息率不再有吸引力，“避险”资产就可能成为风险的新来源，反者道之动？某些子行业率先调整出清，基本面出现边际好转，就可能会成为新的“稀缺资产”，现在应该是自下而上思考布局的时候了。
2. 港股市场今年表现相对较好，不仅由于港股估值更低、股息率较高，也因为流入香港市场的增量资金更加多元健康，在一定程度上避免了存量甚至减量博弈。
3. 内外部因素均指向优势制造企业需要走出去，逐步实现产能、就业、供应链、利益等的本土化（友岸近岸不如在岸），真正成为全球化的企业。落地海外产能绝非易事，需要综合考虑供应链体系、生产成本、人才储备、利益分配等因素。龙头企业的试错和引领非常重要。
4. 没有企业的时代，只有时代的企业。时代背景不同，增长的难度变大，确定性的东西比增长的故事更有吸引力，行业公司的韧性、适应性至关重要。
5. 珍惜行业基本面或者预期向上、估值合理低估的龙头公司，重点布局；积极关注基本面和资产价格都在底部区间的优秀健康公司，观察基本面变化和市场映射，在坚持持有人利益的前提下，尝试逆向布局。



Live in boring times 思考布局新的“稀缺资产”



上半年，纳指和标普 500 涨幅分别达到 18.1%和 14.5%，而道指仅上涨 3.8%。AI 主题占据了主导地位，进一步提升了整个市场的集中度。英伟达市值一度超过 3 万亿美元，和微软、苹果并列，三家公司合计市值已高达 10 万亿美元，占据了美国整个股市市值的 20%。欧洲 MSCI 指数也创下了历史新高。从疫情爆发时的低点至今，标普 500 和纳指涨幅 150%左右，日经 225 指数、德国 DAX30 和法国 CAC 涨幅 130%附近，印度 NIFTY50+270%，台湾加权指数+130%，俄罗斯 MICEX10+70%。反者道之动？

近期美公布的一系列数据，包括非农、失业率、工业订单、ISM 服务业 PMI 等，夯实了基本面边际转弱的情况，6 月整体 CPI 和核心 CPI 也都明显低于预期，联储对通胀将持续下降至 2%左右更有信心，综合“特朗普交易”，美股市场风格切换，纳指下跌道指上涨，科技股回调、市场上涨的宽度增加，前者估值受抑，后者定价经济放缓软着陆，因为货币和财政双宽松的信仰，叠加财富效应，美股整体上还是韧性十足。金价创出新高，而铜价不涨反跌，美债美元下行。

2 月市场调整后，继 2004 年和 2014 年后的第 3 个“国九条”落地，重点在于推动资本市场高质量发展，旨在增强股东回报，加强监管防范风险、打击造假操纵等方面。

低风险资产呈现“资产荒”，10 年期国债收益率短期在 2.2-2.4%波动，30 年期的国债收益率跌破 2.5%，中证 REITs 指数今年上涨了 8.65%。增量资金取向相对一致，煤炭、石油、水电和银行等典型的周期性行业表现优异，龙头不断创出新高。当其基本面有瑕疵或股息率不再有吸引力，“避险”资产就可能成为风险的新来源，反者道之动？

上半年股票型及偏股混合型基金累计新发 1103 亿元，占公募基金合计募集规模的 15%，权益发行规模 10 亿元以上仅只有 3 只产品。港股市场今年表现相对较好，不仅由于港股估值更低、股息率较高，也因为流入香港市场的增量资金更加多元健康，在一定程度上避免了存量甚至减量博弈。

6 月以来全球地缘博弈节奏明显加快。朝鲜和俄罗斯签署《全面战略伙伴关系条约》，这是冷战后第一次东亚国家和欧洲国家签署军事同盟协议。欧洲右转，强调“经济安全”，欧盟理事会正式通过了《净零工业法案》，欧盟委员会决定正式对进口自中国的纯电动汽车征收临时反补贴税。英国左转，工党 14 年来首次击败保守党。美国的内乱也已经开始了，11 月的大选及可能引发的“争斗”或是今年较大的变数。

上半年经济数据显示，出口增长从去年上半年的-8%大幅反弹至正的 10%，但整体经济增速却比去年上半年减速 0.4 个百分点，总内需在去年上半年的基础上明显减速，特别是消费需求增速下滑至罕见的 2%；出口的强势在一定程度上也意味着海内外的长期不平衡，或将进一步激化对外的摩擦。

内外部因素均指向优势制造企业需要走出去，逐步实现产能、就业、供应链、利益等的本土化（友岸近岸不如在岸），真正成为全球化的企业。“中国独一无二的命运是，在其他古代文明消亡以后很久，中国的文明坚持了下来：这种坚持所包含的意义不是僵化，而是一系列的再生”。反者道之动？

十一届三中全会开启了一个新时代，即**改革开放**。十八大对国家的发展模式作出了重大的调整，**经济发展进入“新**

常态”，即从高速增长转型到中高速增长，从以往的发展导向模式转型成为发展和治理兼顾的模式。二十大提出了“中国式现代化”，二十届三中全会重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。强调“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”。

“金融在经济中起到了提高资源配置效率和降低风险的作用，是经济中不可或缺的一部分，是现代经济的核心”。二十届三中全会提出“落实好宏观政策，积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力”。

海内外流动性逐步恢复，当前股票市场的供需关系大概率也处于有利的状态：一方面，经过过去3年的市场调整，股票市场的供给端（包括各类杠杆以及外资等）得到出清，M2/沪深A股总市值（流通市值）的比值达到历史较高水平；另一方面，资本市场新“国九条”带来了制度变革，进一步改善了股票市场的供需平衡关系。

在此背景下，某些子行业率先调整出清，基本面出现边际好转，就可能会成为新的“稀缺资产”，现在应该是自下而上思考布局的时候了。

朱雀基金耐心坚持，长期聚焦建设能力圈，珍惜行业基本面或者预期向上、估值合理低估的龙头公司，重点布局；积极关注基本面和资产价格都在底部区间的优秀健康公司，观察基本面变化和市场映射，在坚持持有人利益的前提下，尝试逆向布局。Live in boring times，才更有机会见到价格低于其价值的高质量资产。资管行业英雄不问出处，艰难时刻更考验研究能力和投资魄力、取舍。

“

“工业革命”的驱动力是技术浪潮 科技进步未必带来政治进步

”

整体来看，欧盟极右翼政党有三大主张：反移民、反环保、贸易保护。欧洲的右转，有历史和现实因素。冷战后欧洲的高福利社会，是建立在全球化与多极化之上的，美国的廉价国防、俄罗斯的廉价能源、中国的廉价商品，左右逢源，一定程度上共同支撑了欧洲的经济繁荣。在俄乌战争爆发后，被迫选边站，在中美战略竞争中大幅向美国倾斜，进而欧洲国家把“经济安全”作为制定战略的重要根据或者思考方向。俄乌战事已经持续多年，进入临界点，各方均显疲态，都在寻找“台阶”得到一个有利于己方的结局。

中国作为一个不结盟的全球性发展中大国，崇尚和平共处五项原则，5月普京第五次担任总统后首访中国，双方这次发表的联合声明再次明确了中俄关系不是同盟关系。7月习主席会见匈牙利总理欧尔班强调，中欧之间没有地缘政治矛盾，没有根本利益冲突。乌克兰危机早日停火止战，寻求政治解决，符合各方利益。当前的重点是遵守“战场不外溢、战事不升级、各方不拱火”三原则，尽快推动局势降温。中方一直在以自己的方式积极劝和促谈，鼓励和支持一切有利于和平解决危机的努力。

从布雷顿森林会议到马歇尔计划，冷战是从经济领域开始的。“美苏经济分裂是冷战形成的基础，而这种经济分裂的结果也决定了冷战的结局”。1949年乔治凯南长电报中曾说：归根结底，这场美国与苏联的竞争中，最终的结果并不取决于我们的武器、军队以及其他一切，而取决于哪个社会内部具有更强大的精神活力。二十届三中全会提出，“教育、科技、人才是中国式现代化的基础性、战略性支撑”。

美国的强大也在于其提供了一个自由开放的平台，包括开放的教育和人才体系、开放的企业系统和开放的金融体

系，美国发达的几个区域包括波士顿湾区、纽约湾区和旧金山湾区，移民和外国人占了 40%。所谓“工业革命”，其背后驱动力无一例外都是技术浪潮：第一次工业革命，由蒸汽动力技术所推动，美国是“追赶国”；第二次工业革命，则由电力和内燃机等技术牵引，美国是“并进国”；第三次工业革命，引擎是芯片和软件等信息技术，美国是“领先国”。OpenAI 又给人类带来了第四次工业革命。

中国在新能源领域拥有成本优势，美国在人工智能领域拥有创新优势，中美经济本该是互补关系。然而，并不是每次科学技术的进步都带来人类政治进步，阎学通教授指出，从 1900 年科学技术进步到今天，我们经历了一战、二战、冷战和今天的逆全球化，技术进步是线性的，但国际政治则时而进步、时而倒退。

去年底，中美两国元首在旧金山会晤期间，一致同意在平等和尊重的基础上恢复两军高层沟通、中美国防部工作会晤、中美海上军事安全磋商机制会议，开展中美两军战区领导通话。要避免俄乌战争开始进入一个“下行”周期后，亚太地区的冲突“上行”。“只要东亚地区能不形成北约这样的多边军事同盟，东亚地区目前的和平状态维持到明年这个时候，应该是做得到的”。

5 月底，国务院总理李强在首尔与韩国总统尹锡悦、日本首相岸田文雄共同出席第九次中日韩领导人会议。韩、日领导人表示，韩日中合作时隔四年多重启具有重要意义。

6 月 17 日至 19 日，中央军委政治工作会议在陕西延安召开。总书记指出，当前，世情、国情、党情、军情都在发生复杂深刻变化，我军在政治上面临的考验错综复杂。

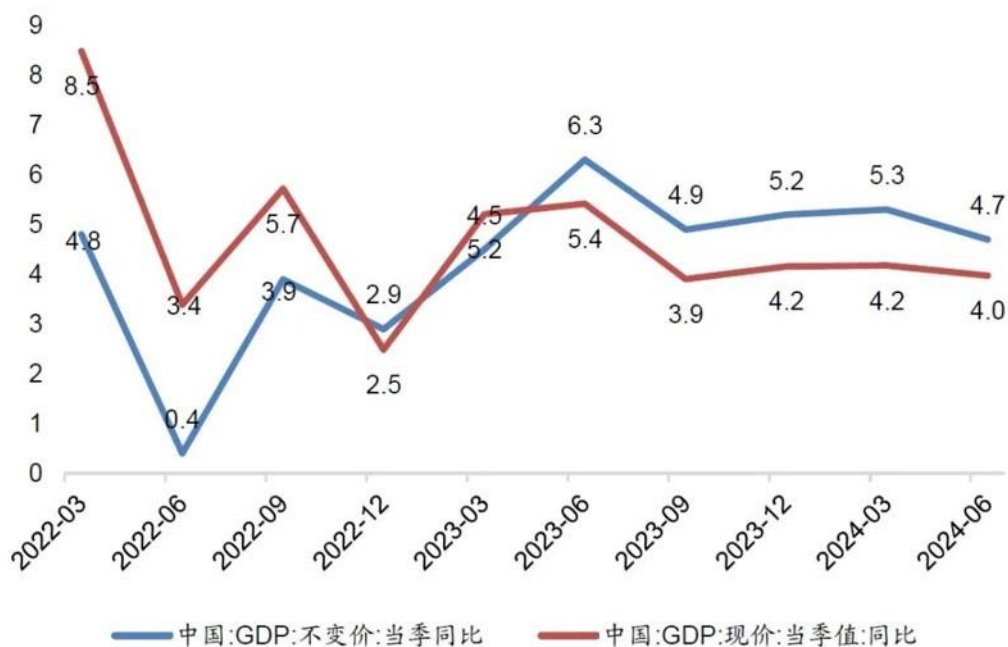
“

**从 Globalization 到 Internationalization
依赖外需不可持续，提振内需仍要加力**

”

2024 年二季度实际 GDP 同比 4.7%，名义 GDP 同比为 4.0%，低于一季度的 4.2%。名义增长率中枢更待提升。1-6 月固定资产投资同比增 3.9%，社会消费品零售总额同比增 2%，全国城镇调查失业率为 5%。2023 年四个季度的名义 GDP 同比分别为 5.2%、5.4%、3.9%、4.2%。

图1: 名义GDP当季同比 (%) 与实际GDP当季同比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二十届三中全会“分析了当前形势和任务，**强调坚定不移实现全年经济社会发展目标**”。“落实好宏观政策，**积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力**，加快培育外贸新动能，扎实推进绿色低碳发展”。在二季度 GDP 同比增速较一季度有所放缓的背景下，这一系列表述尤为重要。

据有关统计，与国际横向相比，中国居民可支配收入占 GDP 比重约为 43%，比发达国家一般低 20 个百分点，比同类发展程度国家也低 10 个百分点左右。

2022 年，我国居民工资性收入仅占 GDP 的 24.2%，而美国达到 56.9%，欧盟在 48% 左右，智利、墨西哥也都在 40% 左右。我国社福利和保障支出的 GDP 占比，按照 OECD 测算口径，2022 年我国该方面的支出比重大约为 10.1%，而 OECD 国家平均值为 21.1%。下半年，如何有效调动需求是个重要的宏观问题。二十届三中全会提出，“**在发展中保障和改善民生是中国式现代化的重大任务**”。“**解决好人民最关心最直接最现实的利益问题，不断满足人民对美好生活的向往**。要完善收入分配制度，完善就业优先政策，健全社会保障体系，深化医药卫生体制改革，健全人口发展支持和服务体系”。

中国与西方之间的冲突和紧张的底层存在经济结构的变化。自 2009 年以来，商品贸易的顺差上，中国第一德国第二。2009 年到 2019 年间，中国大致每年是 2500—3000 亿美元的顺差，德国是 2000—2500 亿美元的顺差，中国比德国高一点。但是到了 2021 年的时候，中国的顺差突然到了 4000 多亿美元，德国没有大的变化；接下来 2022 年中国到了 8760 亿美元，德国受能源价格的影响，顺差大减，中国的贸易顺差几乎占了全球的 80%。目前美国是全球最大贸易逆差国，中国是最大顺差国。

出口的强势也意味着海内外的长期不平衡，容易造成对外的摩擦。欧盟除对中国进口电动汽车实施反补贴调查外，据不完全统计，欧洲政策方向又排查四个对中共的风险点，分别是传统芯片、风力涡轮机、数字化 5G 网络和清洁能源生物柴油。美国的政策更加明确，全球化 (globalization) 这个词在政府文件中已经不使用了，改成了国际化 (internationalization)，这是两个不同的概念，3 个国家合作就算是国际合作，而全球化是指与全世界大多数国家的合作。

特斯拉上海工厂目前明确通知，因电子电器类供应链资产较轻，考虑首选将该类零部件的供应链转移至海外，后

续可能也会涉及其他产品。《特朗普互惠贸易法》将把美国放在首位，减少贸易逆差，竞选纲领明确全面贸易关税，实现美国制造业、供应链的全面回流，希望芯片本土化。

弗里德曼曾撰文：廉价的进口产品可能会使一个国家整体上更加富裕，但它们也会损害大量工人的利益。消费者支出在国民收入中所占的比例非常低，而随着劳动年龄人口的减少和技术进步的放缓，导致回报递减，过去推动经济增长的高水平投资支出已经变得不可持续。显而易见的解决办法是将更多收入转移到家庭，从而增强消费需求。

《公平竞争审查条例》5月经国务院第32次常务会议通过。自2024年8月1日起，不得给予特定经营者税收优惠或选择性、差异化的财政奖励或者补贴。中国目前的财税体制奠定于1994年，实行中央和地方于不同税种的分税制度，这一制度已经运行了整整30年。二十届三中全会提出，“必须完善宏观调控制度体系，**统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性**”。

另一方面，出海是越来越重要的大势所趋。但落地海外产能绝非易事，需要综合考虑供应链体系、生产成本、人才储备、利益分配等因素。龙头企业的试错和引领非常重要。

在全球贸易壁垒加剧和国内产能过剩建设背景下，中国光伏在困境中求发展，而受益于政府补贴和政治正确，美光伏龙头第一太阳能(FSLR)市值一度超过300亿美金，一跃成为全球市值较高的光伏企业之一。中国光伏企业正在加速“出海”。两家组件龙头公司与当地客户合作，已在美国建厂投产。另外几家公司在中东等国积极拓展，与全球排名第五的主权财富基金PIF合作，PIF也是沙特实现“2030远景目标”的主要投资方，以及沙特多个大型光伏电站背后的主要投资方。动力电池龙头公司则放弃了美国建厂计划，改为技术授权服务，为了响应欧洲市场需求，先后宣布在的德国和匈牙利建厂。

“

美联储降息预期强化 央行稳汇率决心不变

”

央行发布了上半年数据，6月末，广义货币（M2）余额305.02万亿元，同比增长6.2%，增速环比下滑0.8个百分点；人民币贷款余额250.85万亿元，同比增长8.8%。上半年社会融资规模增量累计为18.1万亿元，比上年同期少3.45万亿元。《金融时报》相关报道指出，当前金融总量指标增速回落，是有效融资需求偏弱、打击资金空转、债市分流存款，以及经济结构转型等多种因素共同作用的结果。

在第十五届陆家嘴论坛上，潘功胜行长在主题演讲“中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进”中明确，目前我国宏观金融总量规模已经很大。金融总量增速有所下降也是自然的，这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的。他强调，在汇率方面，我们坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性，但同时强化预期引导，坚决防范汇率超调风险。“保持币值稳定，并以此促进经济增长，是法律明确规定我国货币政策的最终目标”。批评“当货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时，如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在‘规模情结’”。需要更加注重发挥利率调控的作用，进一步健全市场化的利率调控机制，并逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱。

央行金融稳定局党支部刊文，认定为系统性金融风险的，按照“**措施要及时，力度要够大**”的要求，有效化解处置，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。二十届三中全会指出，“**要统筹好发展和安全，落实好防范化**

解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”。“要加强舆论引导，有效防范化解意识形态风险”。

选举中的特朗普表达了“低利率”和“对内减税、对外加税”的政策主张。美6月通胀超预期下行主要受到能源回落和服务价格缓解贡献，主要分项均低于市场预期和前值。近期PMI与就业数据降温，已经指向了经济降温，通胀进一步确认了这一趋势，强化了降息预期。

“

没有企业的时代，只有时代的企业 确定性比增长的故事更有吸引力

”

5月，总书记在山东济南主持召开企业和专家座谈会时强调，“进一步全面深化改革，**必须进一步解放思想、解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力**”。二十届三中全会主题是“进一步全面深化改革、推进中国式现代化”。“**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**”。

会议指出，“**进一步全面深化改革的总目标是继续完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化**”。“到二〇二九年中华人民共和国成立八十周年时，完成本决定提出的改革任务”，即未来五年将是全面深化改革的时段。关于经济体制，会议指出，“**中国式现代化的重要保障**”，包括“**高水平社会主义市场经济体制**”和“**法治**”。一是强调“既‘放得活’又‘管得住’，更好维护市场秩序、弥补市场失灵”，即有效市场和有为政府相结合；二是再次强调十八大提出的“保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护”，呼应微观关注；三是“弘扬社会主义法治精神，维护社会公平正义，全面推进国家各方面工作法治化”。

关于高质量发展，会议指出“**高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务**”。一是强调“完善推动高质量发展激励约束机制，塑造发展新动能新优势”；二是“要健全因地制宜发展新质生产力体制机制”，反复强调因地制宜意味着要考虑到各地现实条件、资源禀赋的不同，避免供给过度集中；三是“健全促进实体经济和数字经济深度融合制度”，反映出中长期更关注供给侧的能力培育。

关于宏观调控领域改革，会议指出“深化财税体制改革，深化金融体制改革，完善实施区域协调发展战略机制”。关于财税体制改革，二十大报告表述为“健全现代预算制度，优化税制结构，完善财政转移支付体系”；关于金融改革思路，去年中央金融工作会议有深入阐述，金融强国应当基于强大的经济基础，全面加强金融监管更是当前和今后一个时期金融工作的主要任务之一；关于区域发展，二十大报告表述为“区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略、新型城镇化战略”四大战略。

投资者是市场之本。近年来对金融行业的“悲观”情绪上升，引起市场担心。去年7月政治局会议明确要求“活跃资本市场，提振投资者信心”，最近陆续出台的新“国九条”以及资本市场“1+N”系列政策文件，贯穿其中的**主线是强监管、防风险、推动资本市场高质量发展**。

服务实体经济是金融立业之本、根本宗旨，资本市场建立健全与经济高质量这个“首要任务”发展相适配的市场体系和制度机制，才能实现自身的高质量发展。发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，服务新质生产力发展和其创新，既是资本市场的责任，也是难得的机遇。可以认为，**资本野蛮生长的时代**

大概率已经结束了，建设在专业能力之上的、长期服务分享实体经济发展、为投资者创造价值的资管机构，依然是必需和稀缺的，空间广阔。

红杉资本的创始人瓦伦丁曾经总结，几十年的投资生涯里，他从未偏离半导体和计算技术这个大赛道，从芯片，到电脑与周边，再延伸到软件、通讯，直至互联网。没有企业的时代，只有时代的企业。时代背景不同，增长的难度变大，确定性的东西比增长的故事更有吸引力。

在小树长成大树的时代，朱雀基金伴随行业发展、壮大过程而成长。当下监管严字当头，政治局会议指出有效需求不足，地缘政治存在担忧，在一个复杂且不确定性上升的世界里，对投资管理的能力和投资组合的标准都提出了更高的要求。行业公司的韧性、适应性至关重要，不仅包括持续创新保持高利润率、资源优势、强大的资产负债表等，基因治理和杰出的企业家精神更是迎接过渡时期挑战的根本。投资回报角度也更期待来自公司本身，力求买创造效益的公司，为投资者创造价值。

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。