

企者不立，跨者不行

ROSEFINCH
INSIGHTS

“

有人有时能打败某只股票，但没人能永远打败整个股市。

——利弗莫尔

”

- 1.相比资本市场“动物精神”不再，更需要避免的是“企业家精神”的丧失。经济高质量发展，产业转型升级，部分公司“承平已久”，需要重新振作、学习打仗；大型企业不再追求速度，追求成本和风险控制、技术创新，做到行稳致远；个别前期扩张较快的“不惜一切代价处置非核心资产”。
- 2.“企者不立，跨者不行”。行业收缩期，留在牌桌上离不开健康的身体和各项核心竞争力。我们继续强调能力圈建设，强化国际视野，加大对海外市场的关注和研究，杜绝滥竽充数，珍惜优质公司。
- 3.回顾 2018 年以来的中美贸易战，中国占美国进口份额总体在下降，但也有很多细分领域不受影响甚至逆势提升，核心是产品有足够的竞争优势，全球范围内“舍我其谁”。
- 4.碳中和是共识，能源转型的路还很漫长。目前风光发电在国内/全球电力系统里面占比仅 10%+，而且电力系统在整个能源消耗里面占比仅 1/3，还有 2/3 是非电力的能耗。从中长期看，光伏的市场空间很大，目前困扰行业的只是短期的供需错配。
- 5.好有好的做法，坏有坏的活法，胜利属于幸存者：不仅每一次低迷时期的后期，资产价格会变得便宜，坏的时候，也是容易诞生了不起的企业时刻。



避敌锋芒，发挥优势 应时而变，积极调整



3 季度海外股市进入了动荡，表面上看危机由头大概在于货币政策周期的不同步——美联储降息 50bp，而日本央行却选择加息。一方面日元升值有可能动摇日本通胀上升、经济复苏的势头，另一方面触发了 carry trade 的反噬，导致日本和美国股市同时下跌，也影响了全球市场。美元兑日元大幅下跌近 15%回到了年初的水平，金价继续创历史新高，油价创近 3 年新低，铜价开始调整。

近两年海外市场出现了很多新因素，如中美地缘政治带来了东南亚尤其日本印度越南等国的产业红利和市场崛起，如以往影响美股的核心美联储，已经阶段性让位给了英伟达为代表的 AI 产业链等，市场转为流动性和风险偏好相互影响。所以，美日利率收敛使得市场从狂热进入观望，但本质上或是对龙头科技公司尤其是 AI 的判断，进入了观望。近期美国通胀和就业数据出现矛盾，鲍威尔表示：“现在是调整政策的时候了。前进的方向很明确，降息的时机和速度将取决于未来的数据、不断变化的前景和风险的平衡”。

年初至今，iFind 数据显示“大中华地区”上涨的股票指数只有 TW 加权、国企和恒生指数，北证 50、科创 50 和创业板指跌幅较大。2 季度中国国际收支中的直接投资负债减少了近 150 亿美元。在创业板上市的公司数量是 1349 家，占据 A 股市场上市公司数量的 25%。8 月 23 日，6 家国有银行的市值之和为 89401 亿，超越创业板所有上市公司股票当日总市值 89188 亿。据统计，汇金持有的 ETF 总规模从年初的约 1100 亿元，增加至 2 季度末的约 5700 亿元。A 股两市成交徘徊在 5000 亿以上。港股成交仍然平稳，也会略微跟随海外风险偏好波动。

国内工业品价格呈下跌趋势，地产建材玻璃纯碱价格再创新低，螺纹钢和热卷价格创近四年新低。进入 9 月，利率连续下行，尤其超长端，30y 国债利率先突破此前关键点位 2.3%下探 2.20%，10y 也突破站稳关键点位 2.1%以下，30-10y 利差持续压缩。

8 月 CPI 同比上涨 0.6%，PPI 同比下降 1.8%，PPI 连续 20 个月下滑。9 月 6 日易纲在上海外滩金融峰会上表示，“中国现在应该把重点放在抵挡通缩压力上”，“希望今年底前中国生产者物价指数能够趋于零左右，需要采取积极的财政政策和稳健的货币政策来支持增长”。摩根士丹利中国经济学家表示，“日本的经验表明，通缩拖得越久，为了打破债务-通缩的挑战，中国最终所需要的刺激措施会越多”。央行表示降准仍有空间。国务院第五次全体会议强调，“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”。居民有效需求不足，背后涉及到分配的问题、信心的问题，进而影响到供给侧降本裁员增效的螺旋式循环。产能过剩之下的“内卷式”恶性竞争存在外因，也有内因。

2008 年出版的《中国经济 50 人看三十年》中刘鹤曾指出，“在全球化曲折发展的形势下，中国的确要建立起一道安全的防火墙，这就是真正扩大内需，稳步提高中等收入者比重，不断加强教育，推动城市化的有序发展，使中国成为市场规模巨大的创新型国家”。相比资本市场“动物精神”不再，更需要避免的是“企业家精神”的丧失。经济高质量发展，产业转型升级，部分公司“承平已久”，需要重新振作、学习打仗；大型企业不再追求速度，追求成本和风险控制、技术创新，做到行稳致远；个别前期扩张较快的“不惜一切代价处置非核心资产”。

近期重要会议指出，坚持和落实“两个毫不动摇”，构建全国统一大市场，完善产权保护、市场准入、破产退出等市场经济基础制度。要弘扬企业家精神，在改革创新和公平竞争中加快建设更多世界一流企业”。中央党的建设工作领导小组 830 会议指出，要准确运用“四种形态”，落实“三个区分开来”，以精准规范执纪推动干部更

好干事创业、担当作为。企业和国家都在主动积极出海，中国与 22 个非洲国家签署共同发展经济伙伴关系框架协议。这次的巴黎奥运会，在全世界的瞩目下，中国年轻一代以崭新的面貌翻开了新的篇章，金牌让中国更开放。

“阅读比赛”的能力，指的是优秀运动员根据不同的对手，不同的时机、情况，采取不同的应对策略，避敌锋芒，最大限度发挥自己的优势。优秀的企业家和投资者也能够应时而变、调整自己。巴菲特曾说，“我买入股票时，总是会先假设明天交易所就会关门，5 年之后才又重新打开，恢复交易”。当下影响因素复杂，难以一蹴而就，需要宽度和时间等待。投资选择也必须着眼长远，注重基本面稳定向好、估值合理偏低（现金流良好），治理结构良好等方面。即使出现极端情况，也相信优质股权、矿权和其他优质资产的长期价值增值空间。

“企者不立，跨者不行”。行业收缩期，留在牌桌上离不开健康的身体和各项核心竞争力。我们继续强调**能力圈建设**，强化国际视野，加大对海外市场的关注和研究，杜绝滥竽充数，珍惜优质公司。

“

企业出海势在必行 大国竞争取决于自身实力

”

“命运馈赠的礼物，早已暗中标好了价格。”特朗普遇刺是否会成就 Harris？今年的美国大选，无论谁上台，都可能对中美关系乃至全球地缘形势带来不确定性。“除了枪炮之外，其它的已经无所不用其极了，科技、经济、贸易、货币方面的措施都有”，陈启宗先生强调，历史上最强大的国家，对一个人均收入水平还差数倍的发展中国家进行全方位的打压，是人类历史上没有见过的压力。

回顾三次工业革命，从历史轮回的角度来看，科技进步之后就是萧条，每一次技术进步都在上层轨道和下层轨道之间造成了收入差距，这种力量导致收入不平等加剧，少数人分享，多数人撕裂。随着繁荣程度的提升，贫富差距也在扩大。最终，债务泡沫破裂，导致印刷货币和信用以及内部冲突的增加，导致某种形式的财富再分配的革命，可能是和平的，也可能是暴力的。《1870-2012 全球经济史》书中论述：在 1800-1870 年，技术和组织的新发展似乎打开了通向更美好世界的大门，人们将不再被马尔萨斯陷阱束缚在极度贫困中。随着加长版 20 世纪的到来，人类开始走入这扇大门，沿着通向乌托邦社会的道路前进。但在此后的 1914-1949 年，随着人类陷入**一场世界大战、一场大萧条、又一场世界大战**，大门背后的乌托邦变成幻影。还有国内战争和革命战争。“可以说，大萧条是由智力判断错误和对经济运转缺乏理解造成的”。

辜朝明解释为什么一个经济体增长放缓、甚至进入停滞，给出的理论框架是：**资产负债表衰退和被追赶经济体**。在这两种情况下，私人部门都不愿意再从金融机构借钱，前者是因为要优先储蓄以修复资产负债表，后者是因为在国内缺乏有利可图的投资机会，所以更愿意出海。

库克认为**中国供应链优势是技术，而非廉价劳动力**。“从供应链角度，我们去中国真正的原因在于技术，在于技术数量的集中度，在于技术类型的丰富度。比如苹果所生产的产品需要非常先进的工艺，对于模具加工和材料处理的精确度都有很高的要求，而中国的工艺技术非常高，工艺工程师职业技能非常丰厚”。

我们调研新能源车出海产业链有几点感受：1) 大部分企业依然把发展作为首要目标，出海是“必须”的选择；2) 对地缘政治风险有一定评估，总体认为硬脱钩可能性或许不大；3) 如果美国对墨西哥征关税，要么有足够成本优势和客户协商共担关税，要么进一步去美国本土建厂。所以企业出海北美是风险与机会并存。

回顾 2018 年以来的中美贸易战,中国占美国进口份额总体在下降,但也有很多细分领域不受影响甚至逆势提升,核心是产品有足够的竞争优势,全球范围内“舍我其谁”。已经在美建设了制造能力的少数光伏企业的看法是:制造业回归是两党共识、重要国策,而美国大制造深度体赖中国企业的参与,政策节奏上要寻求制造回归与供应链安全的平衡,对中资的态度是一个自相矛盾的、多维度博弈的、有弹性和渐变的动态过程。美国现政府欢迎中国企业参与美国光伏制造,从中国进口的光伏制造设备豁免美国 301 税。共和党 2024 年大选的党纲没有提取消 IRA,川普会加大支持美国大制造回归的力度。

Google 前 CEO 施密特说,“AI 会让富者愈富、穷人恒穷,国家也是。这是一场强国之间的游戏,没有技术资源的国家需要拿到加入强国供应链的门票,否则也将错过盛宴”。为了“加强半导体制造和确保供应链安全”,美国芯片厂商出售其在华封测工厂给中国资本或中资企业,转而在拉美建立封测产能。美国商务部和美洲开发银行(IDB)启动“西半球半导体计划(CHIPS ITSI)”,旨在增强墨西哥、巴拿马和哥斯达黎加等关键伙伴国的半导体组装、测试和封装(ATP)能力,提升拉丁美洲芯片封装能力,以减少对亚洲的依赖并在美洲封装美国芯片。长远来看,大国的竞争取决于自身实力。陈启宗表示,“中国要走的路还很远,也很难,不过也没有人能够打垮中国,只有一个国家能打垮中国,就是中国自己。也只有一个国家可以打垮美国,就是美国自己”。

7 月底,江小涓教授在“三中全会与改革开放研讨会”上指出,大口径的开放对中国经济产生了重要的推动作用。三中全会特别强调了与国际高标准规则接轨,扩大制度型开放。具体的新部署和新政策包括:加强贸易政策和财税金融产业政策的协同,加快内外贸一体化改革;全面实施跨境服务贸易负面清单,推动电信、互联网、教育、文化、医疗等领域的有序开放;营造市场化、法治化、国际化的一流营商环境,依法保护外商投资权益。

“

中国保持贸易顺差 最终消费占 GDP 比重待提升

”

8 月份制造业采购经理指数为 49.1%,比上月下降 0.3 个百分点,连续 4 个月位于荣枯线之下。消费疲弱,分化延续。地产低迷,基建继续下滑。总体靠设备更新引领的制造业投资拉动,但其增速连续三个月小幅下滑。

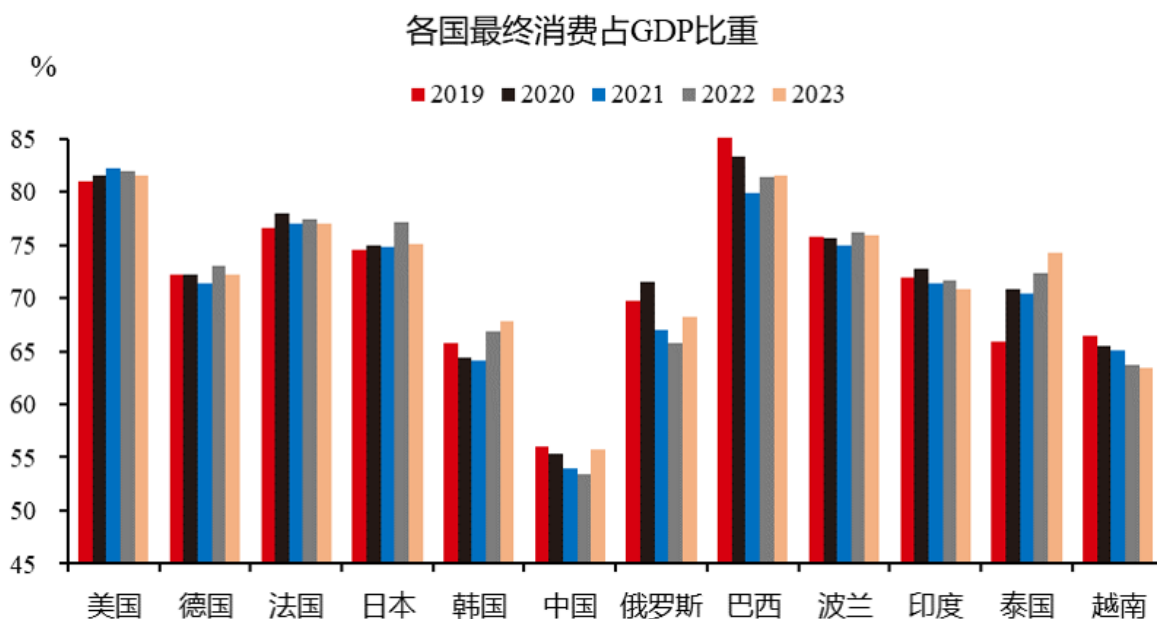
Wind 数据显示,2024 年上半年,A 股上市公司营业收入合计为 34.87 万亿元,同比下降 0.51%;实现归母净利润 2.9 万亿元,同比下降 3.09%,其中科创板的净利润下降 25.02%。从全国国有及国有控股企业经济运行情况看,1-7 月国企的总利润下降 2%,说明上市公司数据与国企数据都反映出企业利润的下降情况。

财政部网站发布的《2024 年 7 月财政收支情况》显示,今年 1 至 7 月份,全国一般公共预算收入 135663 亿元,同比下降 2.6%。分税收和非税收入看,1 月份至 7 月份,全国税收收入 111240 亿元,同比下降 5.4%;非税收入 24423 亿元,同比增长 12%。分中央和地方看,1 至 7 月份,中央一般公共预算收入 59745 亿元,同比下降 6.4%;地方一般公共预算本级收入 75918 亿元,同比增长 0.6%。31 个省级行政区中,除了上海盈余 703 亿元之外,其他省份的地方财政均入不敷出。从第二本账“政府性基金预算”来看,1-7 月,全国政府性基金预算收入 23295 亿元,同比下降 18.5%。其中,地方政府国有土地使用权出让收入 17763 亿元,同比下降 22.3%。

二十届三中全会公报提出,要有效应对外部风险挑战,主动塑造有利外部环境。7 月 30 日召开的中央政治局会议,在肯定今年以来经济延续回升向好态势的同时,也指出了发展转型中的问题,“当前外部环境变化带来的不利影响增多”被置于首位。市场普遍认为,外部环境的严峻性,或与贸易失衡加剧之下,近期欧美等国对中国部分商品加征关税、美国大选等不确定性有关。

2001 年加入 WTO 之后，中国出口激增，引发欧美对中国纺织品等劳动密集型产品的反倾销、反补贴等调查。在全球金融危机爆发后，贸易摩擦状况恶化，解决贸易失衡一度成为 G20 会议的重要议题，此后中国贸易顺差增速放缓甚至一度出现下降。疫情以来，中国贸易顺差再度扩大：2021 年中国货物贸易顺差首次突破 6000 亿美元大关，达到 6366 亿美元，较 2020 年增加超过 1100 亿美元；2022 年更是猛增至 8379 亿美元，2023 年略有回落至 8200 亿美元，也占全球 GDP 近 0.78%。但 2024 年 1—7 月已经达到 5180 亿美元，6 月更是创下 990 亿美元的单月最高。贸易失衡或是当前全球面临的较严重、较重要的宏观问题之一。

当前我国对 170 多个国家都有贸易顺差，贸易顺差增加，一方面反映出中国制造业强劲的竞争力，另一方面也反映出中国经济发展中长期存在的重投资、轻消费的结构性问题，以及近年来日益显现的内需不足。我国资本形成在 GDP 中的占比是全球平均水平的两倍左右，最终消费占 GDP 比重则有待提升。



来源：Wind，中泰证券研究所

纵观近 200 年的世界史，中国并非第一个面临巨额贸易顺差的国家，此前已有四个国家曾经出现类似局面：19 世纪中叶至一战前，处于帝国鼎盛时期的英国，经常账户顺差与 GDP 之比在 1913 年达到最高值 10.06%，相当于当时全球 GDP 约 0.9%；二战结束初期，大国中惟一没有受到战争显著破坏的美国，经常账户顺差规模曾最高相当于 GDP 的约 4%，贸易顺差与全球 GDP 之比在 1.5% 左右；上世纪 80 年代至 90 年代，经济迅速崛起、出口强劲的日本，经常账户顺差与全球 GDP 之比达到 0.5%；本世纪以来，作为欧洲经济引擎、经济高度依赖制造业和出口的德国，顺差规模也较大，经常账户顺差与全球 GDP 之比最高达到 0.4%。

总体来看，英美日德四国基于当时特定的国际环境和国内经济的特点，选择了不同的方式来消化、削减顺差。日本 90 年代开启了 5 个阶段的量化宽松。社会保障支出占比，从 94 年前的不到 20% 上涨到现在超过 35%，成为日本一般财政支出的第一大项。莫迪执政以来，印度经济强劲增长的亮眼表现，全球经济体系中的地位显著提高。2023 年印度 GDP 超过了英国，全球排名第五。按照世界银行的购买力平价计指数，印度已经成为仅次于中美的世界第三大经济体。“莫迪经济学 3.0 版”依然保持了加大开放力度、推进市场化改革的大方向。全面减税、增支、降赤字同时出现在预算案中，既起到了释放政策信号的作用，也增加了外界对印度消费市场增长的信心。



以提振消费为重点扩大内需 能源转型之路道阻且长



二十大报告提出：“着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用”。去年中央经济工作会议首次把“有效需求不足”列为六大困难的首位。三中全会《决定》在构建高水平社会主义市场经济体制部分指出，完善扩大消费长效机制，减少限制性措施，合理增加公共消费。730 政治局会议强调，要以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。

扩大消费主要靠两个途径，一是超规模发行长期国债，用于增加居民福利和社保、增加居民收入，二是调整财政支出结构，即扩大在民生领域的支出，减少在基建投资领域的支出。央行货币政策委员黄益平称，应该改变“重投资、轻消费”的政策理念，采取支持消费增长的财政货币政策措施。8月初国务院印发《关于促进服务消费高质量发展的意见》《意见》提出6方面20项重点任务。9月13日国家发展改革委 财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知。

财政层面，从超长期特别国债的原有资金投向来看，重点关注的还是重大项目等方面，还是以投资为主，但是本次有1500亿直接用于消费补贴，而且强调确保真金白银优惠直达消费者，支出结构从补贴投资到补贴消费，也是更有利于直接带动居民部门的需求；同时中央财政的支出比例达到90%，对地方政府配套资金要求降低，在和三中全会强调的加强中央财政支出相符合的同时，也更加有利于政策的落地。

过去地方政府为吸引制造业大项目会推出各类优惠条件。《决定》在深化财税体制改革部分提出，全面落实税收法定原则，规范税收优惠政策。在构建全国统一大市场部分提出，清理和废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法。规范地方招商引资法规制度，严禁违法违规给予政策优惠行为。8月1日起正式施行的《公平竞争审查条例》首次以行政法规的形式对公平竞争审查制度作出全面、系统、详细的规定。其中明确要求，不得含有影响生产经营成本的内容，包括给予特定经营者税收优惠、选择性差异化的财政奖励或者补贴，以及要素获取、行政事业性收费、政府性基金、社会保险费等方面的优惠。9月12日习主席在甘肃省兰州市主持召开全面推动黄河流域生态保护和高质量发展座谈会并发表重要讲话强调，深度参与全国统一大市场建设，坚决破除各种形式的地方保护主义。

8月11日中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，这是中央层面首次对加快经济社会发展全面绿色转型进行系统部署。意见提出系列目标：到2030年，节能环保产业规模达到15万亿元左右；非化石能源消费比重提高到25%左右；营运交通工具单位换算周转量碳排放强度比2020年下降9.5%左右；大宗固体废弃物年利用量达到45亿吨左右等。14日国家能源局局长章建华发表题为《以高质量新能源发展有力保障高水平能源安全》的署名文章，指出“十五五”期间我国能源消费将持续刚性增长，预计每年将新增用电量约6000亿千瓦时，压力巨大。

碳中和是共识，能源转型的路还很漫长。目前风光发电在国内/全球电力系统里面占比仅10%+，而且电力系统在整个能源消耗里面占比仅1/3，还有2/3是非电力的能耗。从中长期看，光伏的市场空间很大，目前困扰行业的只是短期的供需错配。正如光伏的上一轮周期，那时的市场需求30GW、国内产能50GW，与当前500GW需求、1000GW产能的现状有些类似，都属于阶段性过剩。但如果拉长到2035年，那时的市场装机量有可能达到1.5TW，足以消化当前的产能。之所以会出现阶段性的产能错配，主要原因或在碳中和的共识下，市场发展

速度也快于预期，结果导致供需不平衡、供应链短缺的情况出现，随后又吸引了一批企业和人才、资金涌入这个市场，改变短缺的局面，进而又导致了过剩。

国际市场方面，西方在碳中和方向上的倒退，主要是油气集团利益、地缘政治等多重因素综合的结果。去年 11 月旧金山 APEC 峰会，期间西方油气利益集团发表了一些“反碳中和”的言论。今年 4 月达沃斯在沙特的经济论坛上，中东也开始提倡蓝氢战略，绿氢的声音少了很多。

“

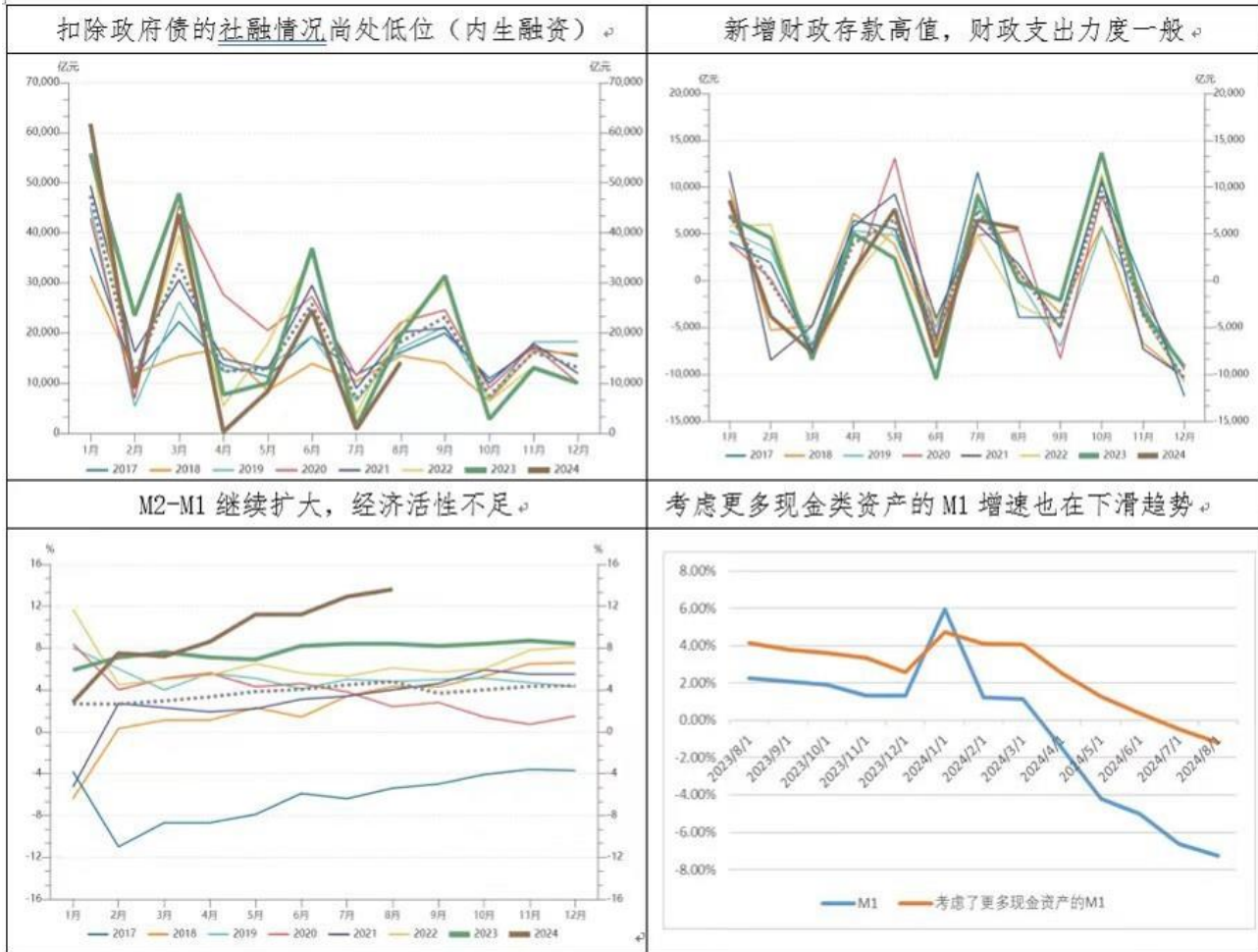
珍惜优质资产 胜利属于幸存者

”

“黑猫白猫论”在改革开放的进程中发挥了重要的思想和实践引领作用，不仅帮助中国完成了从计划经济到市场经济的历史性转变，也影响了世界对中国的看法。这个政策思想的核心在于，大胆放手让全社会去实验，万马奔腾，法不禁止皆可为，最后的裁判权在市场。

8 月 22 日中共中央举行纪念邓小平同志诞辰 120 周年座谈会。习总书记发表重要讲话指出，“文化大革命”结束后，邓小平同志作为党的第二代中央领导集体的核心，带领党和人民实现了伟大历史转折，推动实现了马克思主义中国化新的飞跃，开辟了社会主义现代化建设新局面，确立了实现祖国完全统一的正确路径，坚定捍卫了光辉的社会主义旗帜，成功开创中国特色社会主义。强调邓小平理论是马克思主义中国化时代化的重要里程碑。三中全会《决定》提出了“进一步全面深化改革的总目标”。聚焦构建高水平社会主义市场经济体制，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，坚持和完善社会主义基本经济制度，推进高水平科技自立自强，推进高水平对外开放，建成现代化经济体系，加快构建新发展格局，推动高质量发展。“一张好的蓝图，只要是科学的、切合实际的、符合人民愿望的，大家就要一茬一茬接着干”。

8 月社融规模新增 3.03 万亿元，新增人民币贷款 1.04 万亿元，M2 货币供应同比增加 6.3%，M1 货币供应同比下降 7.3%，前值 -6.6%。8 月金融数据反映，当前居民和企业仍在去杠杆。社融增速放缓，信贷结构延续不佳，主要靠表内票据融资。M1 增速继续下滑，M2-M1 剪刀差仍在扩大，实体活跃度低迷。值得关注的是，央行首次同步发布官方解读，表示“未来货币政策将更加灵活适度、精准有效，加大调控力度”，“进一步降低企业融资和居民信贷成本”，提到“促进消费与投资并重，并更加注重消费”、“支持积极的财政政策更好发力见效”，释放积极信号。



来源：Wind，朱雀基金整理

24年2季度末，中国银行业总资产保持增长，商业银行信贷资产质量总体稳定，不良贷款率1.56%，较上季末下降0.03个百分点。商业银行净息差与1季度持平于1.54%，但与23年2季度末1.74%相比，下降了20bp。

527政治局会议审议了《防范化解金融风险问责规定（试行）》，指出“防范化解金融风险，事关国家安全、发展全局、人民财产安全，是实现高质量发展必须跨越的重大关口”。

美国财政部最新数据显示，美国联邦政府债务规模已突破35万亿美元。IMF警告，美国政府长期的财政赤字体现了重大且持续的政策错位，美国政府迫切需要扭转公共债务占GDP比重持续上升的趋势。随着8月市场波动的退散，近期日本央行再度表示，如果经济继续稳定，将继续考虑加息。

中金公司论证了日本应对经济衰落过程中存在的一些政策失误：日本各界没有在问题出现的初期采取足够的重视和应对措施，当日本在国内债务杠杆处于高位并开始出现回落迹象时，日本没有及时警惕风险和对经济产生冲击的可能，导致失落的时间也较长；日本对于通缩没有尽早采取措施，导致日本居民和企业的形成通缩预期，仅凭个别政策难以改变；日本财政政策集中作用于供给端，多通过基建等方式增加供给，结果是经济面临通缩困境，而美国财政政策直接作用于需求端，通过直接给居民补贴的方式刺激消费，结果是通胀居高不下，因此，从政策建议的角度来看，日本可能需要将刺激政策同时作用于供给侧和需求侧，在供需同时发力的情况下促进物价达到均衡水平。第四，日本利率的下行的过程可能是长期不可逆的趋势，而对于金融机构而言，则需要适应利率下降的趋势并积极应对息差压缩。第五，对于大的趋势和时代机遇，日本没有大幅度的创新和对产业链升级转型，过度保守谨慎的思想可能会失去市场。

黄益平建议，中国应把追求温和通胀的重要性提高到与追求中速增长一样的地位，建议将CPI增长2%-3%明确为刚性政策目标；发挥主权信用的作用，由中央政府承担一定的责任，修补脆弱点，降低资产负债表风险。

过去半年人民币汇率波动小，主要跟随美元日元波动。降息预期下，美国利率下行、日本利率上行。日本央行一直在干预日元，加强了预期管理。同为亚洲低息货币的人民币跟随日元上涨。

三中全会《决定》“健全宏观经济治理体系”部分提出，要健全投资和融资相协调的资本市场功能。一是符合资本市场发展普遍规律。二是有利于进一步提升资本市场投资功能，不仅有利于推动资本市场稳步发展，**改善资本市场预期，增加居民财产性收入，促进消费和扩大有效需求**，也有利于实体经济获得资金支持，发挥资本市场有效配置资源的作用。三是能够更好发挥资本市场融资功能。

除了股市制度和指数编制因素之外，美股“长牛”背后的原因还在于：美国的企业本身在世界 500 强中的家数最多，以此为基础吸引更多其他国家的优势企业上市，长期提供大型优秀的成长型上市公司，且不断推陈出新；进而能吸引聚集各路资金，更造就了全球多数优秀的投资者和大型基金，以保持募资能力和公允合理的估值；最终上市公司整体估值长期略高于其他指数（估值溢价），一般情况下指数长期趋势向上、波动性相对不大，但个股的风险仍然存在。

纽约证券交易所和纳斯达克是世界上最大的两个股票市场，突破了国家的界限成为了“美国+全球”的交易所。相比之下，日本与欧洲的交易所自身优秀企业资源相对不足，印度交易所比较年轻。中国资产近几年似乎盈利预期和估值的逻辑都发生了变化。

中国资本市场完全是改革开放的产物，是敢为天下先的改革精神体现。1992 年，邓小平在南方视察时指出：“证券、股市，这些东西究竟好不好，有没有危险，是不是资本主义独有的东西，社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。”证券市场在短期是晴雨表和人性的情绪表，但是在长期是称重机。只要资本市场存在，未来就会有**机会。好有好的做法，坏有坏的活法，胜利属于幸存者：不仅每一次低迷时期的后期，资产价格会变得便宜，坏的时候，也是容易诞生了不起的企业**的时刻。

朱雀基金的能力圈力求聚焦在中国制造业最有全球竞争力的领域，我们在其中长期陪伴创新和综合能力实力较强的公司。在不可或缺的资源矿产和农业等领域，我们珍惜优质资产。同时，也积极学习满足时代新需求的新商品优秀公司，毕竟伟大的“成长股”往往都是有着最深的那个时代烙印的。

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项目之一。

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。