



“时局时常变化。朋友可能变成敌人，敌人也可能变成朋友。生活充满变数，健康和天气也一样。我们必须为即将到来的意外变化做好准备。”

——哈利法·本·扎耶德·阿勒纳哈扬”

- 1.中短期我们谨慎乐观，中长期我们更关注宏观经济政策尤其是财政政策的发力，也期待看到全社会的活力被调动起来。
- 2.在“稳住楼市股市”、“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”和“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”背景下，我们在策略上“无为”，在行业和公司上“有为”。首先我们要确保谨慎保守地“活着”，其次高度重视所投资公司的行业趋势、竞争格局、核心竞争力和治理结构、企业家精神等，以具备全球竞争力的科技公司为矛，以核心资源品为盾，在有足够吸引力的估值区间阶段性布局内需驱动的优势公司。
- 3.从房地产到绿色产业，本质差别在于从规模不经济到规模新经济，又促进市场竞争，长远来讲促进经济的潜在增长率，全球经济在供给侧都受益于效率提升，但在当前阶段体现为有效需求不足。第四次工业革命=AI×能源，政府的目标提供了一个明确可信的承诺，从而形成了一种长期预期。“新三样”立足于创新，依托市场的力量，特别是民营企业，本质是中国引领的第三次能源革命。
- 4.能够坚持留在牌桌上的资产管理公司，离不开聚焦和长期的能力建设和可持续的商业模式。相比追求极致贝塔的指数基金，和追求极致的阿尔法的对冲基金模式，朱雀基金坚持的主动权益投资追求极致的基本面，聚焦重点领域以利用我们已知的信息和判断，适当分散组合是为了避免未知和极端风险的风险伤害，更需要信仰信念，包括对于宏观大局和市场长期趋势永远保持乐观。



确保“活着”，在行业和公司上有为



下半年以来，美国经济数据整体向好，稳定了市场对软着陆的押注，通胀略有上升。“特朗普交易”从10月持续到11月，在其大获全胜后进入高潮，11月中旬Bessent被提名为财长后，达到阶段高点，“3+3+3计划”对市场情绪起到稳定作用，美债利率与美元小幅走弱，纳指突破2万点。英欧、墨巴、印日台股市走弱后反弹，俄股大幅下跌，黄金、石油下跌。美联储如期再降息25基点但猛砍降息预期，鲍威尔在公开场合表示对经济前景非常乐观。IMF维持今年全球经济增长为3.2%的预期不变，下调明年的全球经济增长预期至3.2%，并警告战争冲突、贸易保护主义等风险正在加剧。

央行9月24日发布一揽子政策，对于稳定改善市场预期，提振投资者信心发挥了一定作用。926重要会议直面困难，货币及财政政策出台，促消费、惠民生，“为非公有制经济发展营造良好环境”。不到10个交易日，沪深京三市成交额从9月中旬5000亿左右冲刺到10月8日34835亿，上证同步见到3674.4的高点，上涨超过36%；之后又迅速调整超过15%到3169点，成交金额维持在1.5-2万亿的水平。沪深300的市盈率（PE）已接近历史平均水平（12倍）。10月A股合计成交额超36万亿元，创月度成交额历史新高，11月累计成交额超40万亿元。

近期10年国债连续突破2%、1.9%、1.8%关口，30年国债突破2%关口。截止到12月6日收盘，中证500和1000的基差升水在4.4%左右，沪深300的基差升水在3.35%，接近了2015年6月行情里的基差升水水平；微盘股指数创历史新高。《人民日报》头版文章指出，当不得“疯牛”，要当“慢牛”。“只有资本市场足够理性，资金才会在市场化规律下流向优质的上市公司，实现资源的优化配置，更好地助力实体经济发展”。

恒指在9月后两周内上涨近30%，恒科大涨近50%，之后出现调整，成交额从10月8日的6204亿，迅速回落到1000-1500亿。中短期我们谨慎乐观，中长期我们更关注宏观经济政策尤其是财政政策的发力，也期待看到全社会的活力被调动起来。

中央经济会议指出，当前我国经济运行的挑战主要是内部需求不足。9月26日政治局会议指出，“要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心”。“要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为”。要求“干字当头、众志成城”。

特朗普2.0是“一个时代的终结”，未来四年全球可能更加动荡。全球化钟摆运动、霸权更迭周期和科技革命“三大历史长周期”同频共振，共同塑造了当前的国际环境。

习主席在近期召开的党外人士座谈会上提出，“我们要保持战略定力主动塑造于我有利的外部环境，坚定不移办好自己的事”。财政部官员表示，中国还将加大财政政策逆周期调节力度，在化解地方政府债务、稳定房地产市场、提高重点群体收入、保障民生、推动设备更新和消费品以旧换新等方面实施一系列强有力措施，通过政府支出撬动社会投资、刺激消费，增加有效需求。一方面，要持续深化供给侧结构性改革，坚持有进有退、有增有减、有保有压。另一方面，要把扩大内需作为长期战略之举，加快补上内需特别是消费的短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。

扩大内需的同时，公平秩序的建立也很重要。“783号文”自8月1日起施行，是为了规范公平竞争审查工作，

促进市场公平竞争，优化营商环境，建设全国统一大市场，后续有望在公平税赋和规范地方政府行为、综合整治企业内卷式竞争、平台和中小商家共荣共生等方面发挥作用。消费、科技、教育、城镇化等之外，配套建设透明健全的法治环境，和不断开放的金融体系等基础设施，以保障以上改革顺利推行。12月重要会议指出，“稳定预期、激发活力”。“加强超常规逆周期调节”。强调“确保社会大局稳定”。“把重大改革落实情况纳入监督检查和巡视巡察内容，以有力监督保障改革顺利推进”。“让想干事，会干事的干部能干事，干成事”。“企业家精神是一个国家或区域经济发展的宝贵财富和重要战略资源”。《关于大力弘扬企业家精神 进一步支持鼓励企业家干事创业的决定》于11月27日经浙江省第十四届人大常委会第十三次会议全票通过。

霍华德·马克思近期表示，“我们从来无法预测更广泛的世界会发生什么，我们也不知道市场会如何反应”。形势错综复杂，无法简单从经济逻辑推断，反者道之动？在“稳住楼市股市”、“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”和“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”背景下，我们在策略上“无为”，在行业和公司上“有为”。首先我们要确保谨慎保守地“活着”，其次高度重视所投资公司的行业趋势、竞争格局、核心竞争力和治理结构、企业家精神等，以具备全球竞争力的科技公司为矛，以核心资源品为盾，在有足够吸引力的估值区间阶段性布局内需驱动的优势公司。

“

“去全球化”与“去！全球化”

”

改革开放后，中国企业出海大体分为三个阶段。

第一波始于1990年代，主要形式是以温州商人为代表的批发商、零售商，到发展中国家销售服装、日用品等劳动密集型产品，无论从输出内容、还是输出目的地看，都是参与底层的全球化。

第二波以2004年联想收购IBM的PC业务为代表，标志着中国进入大举资本出海的阶段，从2004年到2016年，中国企业海外并购金额累计达4300多亿美元，收购了诸多知名企业，中国企业通过并购有效提升了自主研发水平和海外市场网络，开始有力量参与高层次的全球化。

第三阶段是2017年至今以中国创造制造、创意为引领的全球化。以新三样为代表，这一时期中国企业在光伏、新能源汽车、PC、智能手机等领域产生了大量在市场占有率、研发创新等居于世界前列的品牌，他们通过在海外自主构建生产供应链和销售体系，成功实现国际化运营。中国制造不再是低劣廉价的代称，反而在海外年轻消费者心目中，逐渐成为时尚、高价性比的代表。另外，在服务业领域，中国以即时通讯移动支付、短视频应用及网络游戏为代表的产品，也在海外获得较大市场。中国企业出海的三个阶段反映了中国产业竞争力的提升过程。

有学者从君士坦丁堡被奥斯曼帝国攻陷后，进入大航海时代，最终世界经济的重心从地中海转移到了大西洋这段历史得到启示：当贸易在某个地方受阻时，它可能会在另一个地方重新出现，并可能变得更加强大，甚至带来意料之外的后果。

近年全球贸易的持续攀升，主要得益于新兴经济体内部的贸易突然加速：当俄罗斯美元通道被切断，与世界主要新兴市场之间的贸易量呈现爆发式增长；当美国鼓励不同生产企业把生产线从中国迁回国内，或转移到东南亚、南美等其他国家时，中国的贸易顺差在过去几年，增长了约三倍。所谓的“去全球化”，也正在倒逼“去！全球化！”。

在金砖国家领导人第十六次会晤上，印度外长苏杰生宣布，印度与中国就边境问题达成协议，双方已经完成脱离接触，结束了自加勒万河谷以来的四年两军对峙。11月15日下午，国家主席习近平在利马出席亚太经合组织领导人非正式会议期间会见日本首相石破茂。双方同意保持高层交往，用好经济、人文等领域高级别对话机制，尽快将关于日本福岛核污染水排海问题达成的共识转化为行动。12月10日上午，习主席在北京人民大会堂会见来华出席“1+10”对话会的主要国际经济组织负责人。指出中国的发展是开放包容的，中国将持续扩大对外开放，主动对接国际高标准经贸规则，建设市场化、法治化、国际化一流营商环境，构建更高水平开放型经济新体制，为世界各国发展提供更多新机遇，分享更多发展红利。12月17日起，中国过境免签政策全面放宽优化。

“

第四次工业革命=AI×能源

”

9月底以来，系列存量政策和增量政策协同发力，积极因素累积增多。未来经济内部结构性和周期性压力或许并存，外部不确定因素或将累积，我们需对此有充足准备。10月以美元计价出口同比增12.7%，进口同比下降2.3%。中国的贸易顺差已经达到了前所未有的高度。11月新增贷款5800亿同比有下降趋势。中央经济工作会议指出，“当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多”。

新华社发文称，从赤字率看，我国长期以来对于赤字率的安排较为谨慎，大多数年份低于3%，明显低于其他全球主要经济体。此外，我国地方政府债务形成了大量有效资产。地方政府债务支持建设了一大批交通、水利、能源等项目，很多资产正在产生持续性收益，既为经济高质量发展提供有力支撑，也是偿债资金的重要来源。“可以说，我国政府杠杆率明显低于主要经济体和新兴市场国家，中央财政还有比较大的举债空间和赤字提升空间”。

韩文秀表示，实施更加积极有为的宏观政策，也就是要实施更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策。这些政策新提法的背后，有很高的含金量，具体方案将在全国两会登台亮相。在这个时间点，我们谨慎乐观，关注失业率和名义GDP的变化。

经济史上第一次大分流之后，开启了大收敛，东亚经济体比如日本，还有韩国、中国台湾等亚洲“四小龙”，包括中国经历了改革开放的几十年发展，和发达国家差距明显缩小。

过去几十年来的科技和产业创新成果集中在少数发达国家，尤其是大国，现在的趋势到底是收敛还是分化？总产出Y等于全要素生产率A乘以资本投入函数K乘以劳动投入函数L。一个关键因素是创新能力。而创新能力，或者说TFP的增长究竟来自于什么？彭文生博士认为，按照内生增长模型，一个重要的因素是规模。一个经济体有足够大的规模，在供给侧就有足够多的人力资本、生产性资本和知识资本，在需求侧有庞大的市场，有市场就有创新，带来的盈利空间就大，就有更多的动力去促进创新。

城市化体现的是集聚效应，它的规模经济会体现在制造业、服务业上。但因为土地是规模不经济，所以房地产的价格升得很高。从房地产到绿色产业，本质差别在于从规模不经济到规模新经济，又促进市场竞争，长远来讲促进经济的潜在增长率，全球经济在供给侧都受益于效率提升，但在当前阶段体现为有效需求不足。

第四次工业革命=AI×能源，政府的目标提供了一个明确可信的承诺，从而形成了一种长期预期。“新三样”立足

于创新，依托市场的力量，特别是民营企业，本质是中国引领的第三次能源革命。

过去讲碳中和，是讲情怀和价值观，现在已经是明确的方向和巨大的利益问题。中央经济会议确定的明年第 8 项重点任务就是：协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。计划经济导致“短缺”，市场经济则伴随一定程度的“过剩”，才有优胜劣汰、技术进步和质量提升。巨大空间和超额利润吸引社会资金大量进入、竞争淘汰、优势企业脱颖而出、市场份额集中，是市场竞争的正常过程，也是企业竞争优势形成的必经之路。

中央经济工作会议明确提出，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。光伏行业过去的矛盾或许在于如何摆脱补贴、降低建设成本实现平价。发展至今，全球光伏累计装机即将迈入 2TW 级别，消纳问题日益严峻，光伏行业想要继续壮大，需站在整个新型电力系统的高度，从源、网、荷、储多个环节来共同思考。目前，光储一体逐步成为产业发展趋势，目前光伏组件、储能系统集成商、储能电芯企业各有上下游整合的优势，未来迎来的将是规模巨大的市场。

近日，据路透社报道，美国商务部致函某芯片企业，要求从 11 日开始停止向中国大陆客户供应 7 纳米及更先进工艺的 AI 芯片。这一出口限制措施主要针对用于人工智能加速器以及图形处理单元(GPU)的芯片。三星晶圆代工业务部门也向大陆客户发出了类似的通知。美国宣布了新的出口管制规定，将 140 家中国企业列入实体清单，将更多半导体设备、高带宽存储芯片等半导体产品列入出口管制。

中国四个行业协会做出回应，呼吁国内企业审慎选择采购美国芯片。商务部决定，禁止两用物项对美国军事用户或军事用途出口，原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口，对石墨两用物项对美国出口，实施更严格的最终用户和最终用途审查。

朱雀基金认为，目前从实际供给能力看，我国已经具备全球竞争力的产品，主要是在市场化竞争的角度获得了市场份额，同时在技术和品类上还存在进一步发展空间。相关企业也认为局面大概率还是不能按照极端情况去假设，毕竟目前排除先进制程，成熟制程还具备非常多的合作条件，互相之间依然存在很多的交流，在商业合作上还是有空间。高等教育可以培养人才，但吸引人才还需要产业繁荣。

易纲在日本举行的“第 20 届东京-北京论坛”上说，面对特朗普上任后的“小院高墙”和高关税政策，**从经济学的角度来看，不予报复是一种最优解**。美国对华 301 税率从 25% 提升至 50%，主要针对中国太阳能硅片和多晶硅。12 月 5 日财政部就《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知》公开征求意见。拟在政府采购中给予本国产品相对于非本国产品 20% 的价格评审优惠。国有企业、民营企业、外商投资企业等各类经营主体平等享受本国产品的政府采购支持政策。

“

**内部利益+外部压力+知识
合力推进改革**

”

刘世锦老师认为，**历史需求峰值决定了高速向中速的转折点，而需求结构决定了转折点后中速增长的持续时间。需求结构背后是收入结构**，现阶段我国的基本情况是，中等收入群体大体占三分之一，4 亿人左右。

中国经历的长达 30 多年的高速增长和近十多年的中速增长，增长动能的主要来源或许是中国作为**后起国家的追赶潜能**，或者说人类社会自工业革命以来**技术进步所形成的结构性潜能**。从目前的情形来看，仍有**追赶潜能**，

主要或是消费结构升级带动的服务业发展，制造业和农业的稳固与升级等。与此同时，我们还有数字技术和绿色转型等新技术革命带来的增长机会，也可以看成是一种新的结构性潜能。所以下一步我们关注的重点是如何把中国的增长潜能发掘释放出来。

中国以往的改革开放经验表明，内部利益、外部压力加上知识，这三种力量的结合将中国的改革一步步地向前推进。10月29日，总书记在省部级主要领导干部学习贯彻党的二十届三中全会精神专题研讨班开班式上发表重要讲话强调，要坚持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的改革总目标。指出改革是一项系统工程。要坚持改革和法治、开放相统一。

阿西莫格鲁等三位学者因研究“制度如何形成以及如何影响繁荣”，而获得2024年诺贝尔经济学奖：认为基于产权保护、公平竞争和契约精神的包容性制度不仅可以做大蛋糕，还能让全社会分享红利，而攫取性制度则恰恰相反。

中央经济工作会议明确提出“开展规范涉企执法专项行动”，释放出了坚决有力维护企业合法权益的鲜明信号。12月16日，国务院以“加快落实行政裁量权基准制度，进一步提升行政执法规范化水平”为主题，进行第十一次专题学习。国务院总理李强指出，现在一些领域和地方滥用行政裁量权、执法不公正的现象仍然存在。要强化执法监督，关注罚没收入异常增长、大量异地执法、大额顶格处罚等情况，审查核实相关执法行为，有问题的要及时纠正。

“

能力圈+商业模式+信念秉持
=资产管理三要素

”

中央经济工作会议要求，着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合。有效需求不足依然是制约经济发展的主要矛盾。为应对过度同质化竞争，中央经济工作会议首提整治“内卷式”竞争。3季度货币政策执行报告定调延续近期支持性的货币政策立场，增加“提升金融服务对经济结构调整、经济动态平衡的适配性和精准性”的要求，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用。经济工作会议要求，要实施适度宽松的货币政策，使社会融资规模供应量增长，同经济增长和价格总水平预期目标相匹配。

资本市场稳定发展，不仅提振社会预期，给老百姓带来回报，更能支持新质生产力支持，也是缓解地缘政治的有力武器。

资本市场在金融运行中牵一发而动全身，在促进创新资本形成、助力产业转型升级、完善社会财富管理、稳定社会心理预期等方面发挥着独特而关键的作用。

吴清主席在以“信任和信心”为主题的2024金融街论坛年会上主旨演讲，证监会将进一步打牢投融资协调发展基础、支持新质生产力发展壮大、全面深化资本市场改革、塑造良好市场生态。吴主席传达学习中央经济工作会议精神，研究部署证监会系统贯彻落实工作。强调突出维护市场稳定这个关键。更加有力有效服务经济回升向好。

证监会研究制定了并购六条（《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》），大力支持上市公司向新质生

产力方向转型升级、积极鼓励上市公司加强产业整合、进一步提高监管包容度、下大力气提升重组市场交易效率。坚持市场化方向，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。

近期证监会修改了《上市公司重大资产重组管理办法》，基本上调整了原来重组监管的红线。未来可能既保证IPO、再融资正常，更要充分发挥并购重组作用，控制甚至减少上市公司数量。关于证券基金等资本市场重要的中介机构、专业服务机构，要求加快提升投行、投资、投研等专业能力，提高内控和治理水平，处理好功能性和盈利性的关系，对标对表“五要五不”的要求，更加积极参与进一步全面深化资本市场改革。力不到不为财，行不到不为功。

能够坚持留在牌桌上的资产管理公司，离不开聚焦和长期的能力建设和可持续的商业模式。相比追求极致贝塔的指数基金，和追求极致的阿尔法的对冲基金模式，朱雀基金坚持的主动权益投资追求极致的基本面，聚焦重点领域以利用我们已知的信息和判断，适当分散组合是为了避免未知和极端风险的风险伤害，更需要信仰信念，包括对于宏观大局和市场长期趋势永远保持乐观。

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。