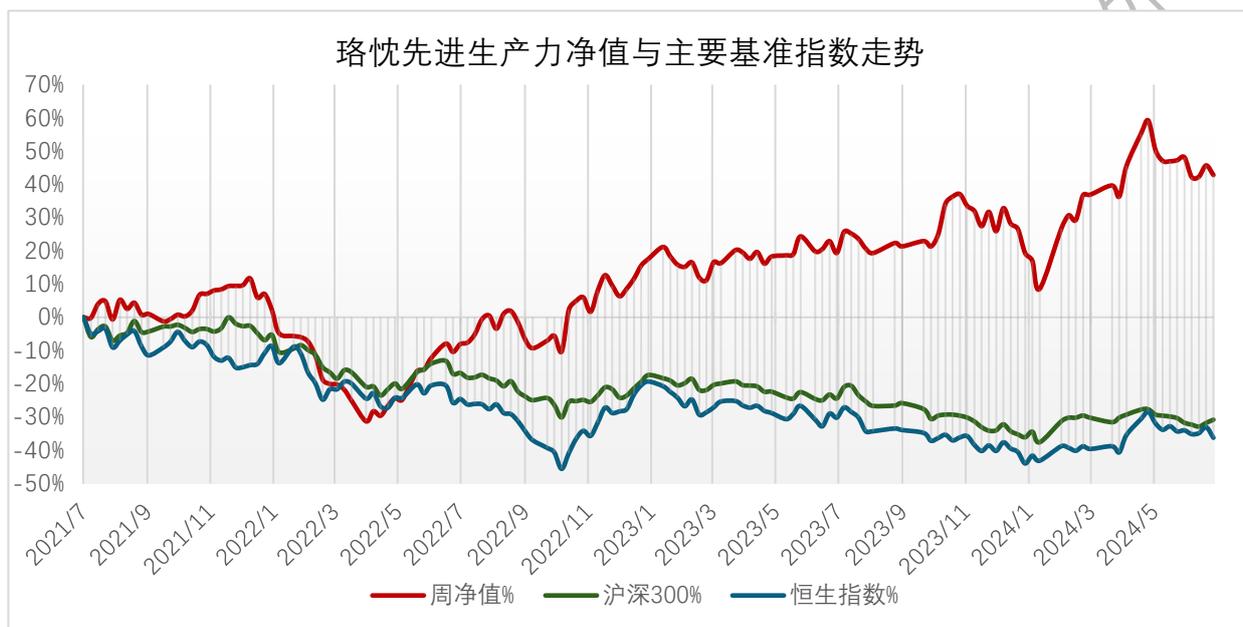


# 往前走，向着先进生产力的方向

## ——致投资者信

亲爱的珞忱先进生产力投资伙伴：

2021年6月15日，我作为基金经理的第一个产品正式获得备案通过函，截止至24年6月14日三年间，沪深300指数下跌32.22%，恒生指数下跌37.79%，本产品费前实现累计收益48.98%，以沪深300指数为基准的超额收益率为119.99%，三年费前年化收益率为14.21%，产品在21/22/23/24年的费前收益率分别为13.01%/-2.73%/22.25%/10.87%，值得一提的是这样的成绩是在产品三年平均仓位维持在98%以上的前提下取得的。



数字无法充分说明过去三年市场的残酷。在这期间，我们共同经历了前所未有的市场波动和挑战：新冠疫情的持续影响、地缘政治冲突加剧、全球经济增长放缓，以及货币超发和海外通胀开始对经济产生压力，种种因素交织，使全球投资环境充满不确定性。我们所投资的A股和港股市场更是经历了剧烈下跌，沪深300指数连续四年录得负年度收益率。许多投资者信心受挫，甚至离开了市场，市场情绪随着不断涌现的各类“黑天鹅”事件而跌宕起伏。

对我而言，这样极端的市场环境是投资生涯中最大的挑战。在为您介绍我对当前市场的看法前，我希望介绍一下我的简要从业经历。在2018年加入中泓汇富担任研究员前，我并无投资相关经历和背景。2014年，我从加州大学洛杉矶分校(UCLA)计算机专业毕业，从事了一年编程工作后感到失去了工作热情，基于长期的摄影爱好，我回国创办了一家服务建筑 and 食品行业的商业摄影公司。而我从摄影中学到的最重要技能，就是冷静地寻找观察事物的其他视角。在从事摄影行业的几年里，我始终保持了自小对科技产品的热爱和关注，并常与朋友交流我对科技产业发展的看法。因此，当林艺扬邀请我从事科技行业研究员工作时，我怀着最大的热情投身投资领域。

我的投资生涯始于2018年上证综指一路跌向2440点的极端冰点，市场不断传出有从业者杠杆爆仓的消息，这给我上了投资重要的第一课，因此自入市第一天起，**我严格遵守的首要风控准则就是不使用任何杠杆**。幸运的是，在中美贸易摩擦升温之际，美联储转向了货币宽松政策，多次下调联邦基金利率，为中国股市，尤其是成长股的表现创造了有利条件。利率对于市场巨大的影响力影响了我早期的投资标的选择，奠定了我日后常以利率作为市场观察视角的基础。

## 早期投资

在 18-21 年的三年多时间中，有几笔投资让我让我积累了第一桶金。其中有两个对我投资风格塑造很重要的案例，希望您分享，进而了解我的投资框架是如何建立的。

### 生猪

18 年中国经历了前所未有的严重非洲猪瘟疫情，致命的毒株迅速席卷全国养猪厂，站在当时的节点，可以看到这是中国养猪行业极佳的提高头部集中度的机会。随着病毒扩散，生猪存栏量从 18 年的 4.28 亿头减少到 2019 年底的 3.1 亿头左右，降幅达到 27.6%。大量的散养厂由于无法负担防疫病毒所需的资本开支，迅速被淘汰。为了避免生猪存栏产能的进一步被破坏，农业部在 19 年 9 月出台了《关于进一步规范生猪养殖禁养区划定和管理促进生猪生产发展的通知》(农牧发[2019]37 号)，为头部猪厂进一步扫清长期困扰行业扩张最大的障碍——环评和拿地。在当时二级市场乐观的再融资气氛支持下，前十大养猪厂的出栏量全国市占率从 18 年初的 7.4% 逐年提升，两年后的 2020 年就已经提高到了 27% 左右。在猪肉的消费需求惯性在短期难以改变且维持了相对刚性的情况下，三元生猪价格在从 18 年的 12 元一路涨到了 19 年底的 40 元高峰，巨大的利润空间吸引了海量的资本投入了新建猪厂的生意中。

然而在这轮生猪产能扩张周期中，头部养猪企业的业绩表现呈现明显分化。一些企业在前期凭借理论利润测算盲目扩张产能，但在非洲猪瘟疫情暴发后，由于缺乏有效的生物安全防控体系，导致饲养场频繁爆发疫情，陷入“清场-复产-再清场”的恶性循环，生产成本大幅上升，盈利能力受到严重影响。与之形成鲜明对比的是，少数龙头企业如牧原股份凭借行业领先的生物安全管理和先进的科学养殖技术，在疫情最严重的时期仍然保持了较低的生产成本和较高的盈利水平。通过对不同养殖企业的实地调研和比较分析，我认识到高效率经营和科技研发支出在企业竞争力构建中的重要作用，让我建立了长期投资具备先进生产力的企业的信心。

### Airpods

17 年初有朋友回国和我聚餐，他掏出刚买的 airpods，给我强力推荐他划时代的产品形态和便携性。彼时我虽然在苹果发布会已经看过这款产品，但试戴体验后，我仍认为当时 airpods 千元的售价对比市售主流的有线耳机在音质上有较大劣势，且不具备同价格竞品 bose 的降噪功能，这让我当时没有太把这款产品放在心上。

直到 18 年进入投资行业后，我从产品分析的角度系统分析了当时他与市售耳机的区别，发现其显著的优势在于苹果利用自研的 W1 芯片极大提升了耳机相较于主流蓝牙协议的连接稳定性和能效表现，比同样基于蓝牙协议的竞争对产品降低了 30% 以上延迟。此外，W1 芯片创新式的使用了双耳分别连接这一优势，苹果进一步通过专利的形式避免了竞争对手在未来相当长的时间对他形成挑战。此外，没有了线材，听诊器效应彻底消失了，用户也愿意为了更便携的产品形态付出额外的价格。

到 18 年，airpods 单款耳机出货量同比从 1400w 件翻倍到 3500w，占据 tws 市场 75% 的出货量，以销售金额记已经接近总耳机市场销售额的三分之一。最后让我下决心投资的关键点是通过调研了解到当时产业链代工的厂家给苹果下一代新品降噪耳机做生产配套准备，SiP 的生产工艺成熟同时让苹果得以在新产品中塞下更大的电池以及配置了更高处理性能的 H1 芯片，实现了业界领先的自适应主动降噪算法，最高实现 -20dB 的降噪深度。这背后软硬一体的战略体现在通过定制芯片来提升硬件性能，并依托可控的操作系统来优化数据传输。这个案例诠释了芯片如何助力硬件公司构建护城河，给我投资类似产业机会提供了启示。

后来我读彼得林奇的身边投资法，他强调投资者应该善于利用身边的信息线索，寻找市场尚未完全

认识到价值的投资机会。回望 17 年初 airpods 产品推出初期市场近乎于忽视，相关公司在 19 年的利润爆发却吸引了全市场的目光，这正说明观察和留意新产品新科技所创造的大众需求，可以诞生巨大的投资机会。因此我在科技行业的投资研究的过程中，经常自省要规避纸上谈兵，尽可能维持作为一个普通消费者的视角，不盲信评测观点，基于事实做评价。如果对于好产品能建立如上的客观评价体系，在产业趋势发生的过程中，投资的窗口往往比想象的要长很多。

## 经营理念

作为基金经理，我本人名下 95% 以上的金融资产全部跟投本基金，这意味着我与每一位投资者都是真正的利益共同体，共享基金投资带来的收益，也同时共同承担市场波动的风险。基于这种利益捆绑机制，我在每一个投资决策中，都会以投资者的利益为出发点，尽最大努力为投资者的财富增值而奋斗。

我曾接待过一位投资人，他本人以从业几十年的老前辈的身份给我提出问题：如何相信基金经理的重仓不是在用客户的钱赌博。在我自我认知从研究员身份逐步转变为基金经理过程中，我常常会用这个问题是来自省。要回答这个问题，除了最基础的基于基本面研究和上文提到的跟投实现利益捆绑外，我对这个问题还有如下三点见解：

1. 本基金自成立便以母子基金的架构运作。通过提供不同子份额产品，我们力求为各类投资者提供合适且公平的投资选择。除特殊另行通知的情形外，我将仅管理本基金，尽最大努力集中所有的精力将本产品的表现做到最好。在公司的职务分配中，我也只负责投研和基金经理的职务，减少其他的管理工作影响精力分配。专注工作是我笃信的职业道德，也保持了不抽烟不饮酒的生活习惯，相信自己能维持过去六年所形成的良好工作惯性，在投资工作中孜孜以求，积累研究复利。
2. 我在投资中秉持着审慎、务实的原则，不盲目追求高风险的收益回报，拒绝带杠杆的投资策略。我理解受托投资的重要责任是为投资者的财富进行保值增值，而不是进行冒险的赌博。杠杆的策略不仅会放大投资风险，更可能因为短期市场波动回撤过大而考验投资者的长期持仓定力。我见过太多优秀的投资人因为市场和杠杆的波动而错失原本优秀的投资机会，这也是我想在工作中尽力所避免发生的。在坚持长期主义和关注公司基本面的同时，我也会尽量远离市场噪音和交易因素的干扰。
3. 我工作的社会意义是什么？在多年的从业中我始终希望能更好的回答这个问题，基于当下的思考我得出：为客户创造更优回报，为员工提供更高收入，为股东创造更多价值。三个对象是我服务的目标，三个更则指明了我工作的方向。除此之外，我还将努力通过对被投企业所处的行业进行深耕，作为股东帮助公司在战略上提供有价值的信息和观点，共同分享企业发展带来的回报。

作为一家专注于中国 A 股和港股市场的私募基金，我们深知自身所肩负的受托人使命和责任。与公募基金相比，私募基金在投资策略和持仓集中度上拥有更大的灵活性和自主权。在不加杠杆的前提下，我们可以在单一个股上持有超过公募基金所限制的 10% 仓位上限。通过更加集中我们的持仓，我们能够更加专注地投资于那些致力于经营改善、提升长期竞争力的优质公司。重仓的个股是我们超额投资收益的最重要来源，这要求我作为基金经理要勤勉耕耘自己的投资能力圈，避免故步自封的同时，还要通过风控来降低潜在错判的损失。

控制投资风险、避免客户资金遭受永久性损失始终是我们经营目标的重中之重。根据私募新规要求，单只产品投资单一标的公司股票及其关联企业股票合计不得超过该产品资产净值的 25%。在此基础上，我们更进一步，制定了严格的止损纪律：如果某只重仓个股的浮亏达到产品总净值的 5%，则禁

止对该标的加仓;如果浮亏扩大到 10%，则强制将剩余持仓再降低一半。以 25%的持仓上限为例，投资者在该标的上的理论最大损失将被锁定在 17.5%(即 10%+7.5%)。当然，投资总有风险，即便是再优秀的公司也难免出现股价大幅波动甚至破产倒闭的“黑天鹅”事件。但通过设置这样一道风控底线，结合对个股基本面的深度研究，我们有信心将客户的整体投资风险控制在相对可控、可承受的范围內。

近两年，国内股指相较海外主要国家指数表现相对低迷，这一现状促使更多国内资金考虑通过收益互换等形式参与海外市场投资。我暂未选择这一模式，主要基于两方面考量：一是我正通过海外模拟账户建立并熟悉海外市场投资规则，以期在实际投资中获得更高的胜率；二是考虑到当前美国利率水平，通过收益互换获得的仓位需额外承担约 7%的持仓成本，这一点鲜有讨论但对投资胜率有关键性的影响。经过公司投委会审慎评估，我们认为年化收益率预期须达 25%或以上，方可覆盖相关风险成本，而基于当前美股的估值水平我们并未有充分的把握得到上述结论。

但这并不意味着我们排除海外投资，我们在后文也会介绍如何通过投资于不断新设立且逐步蓬勃发展的 QDII 场内 ETF 基金，在低成本持有的同时丰富投资组合中的海外投资部分。另外，考虑到美国联邦利率已在短期见顶，在后续利率下行的过程中，我们也会重新评估在更优惠的利率条件下，通过收益互换等形式，更直接地通过个股投资参与海外市场。

我相信，只有将自己的利益与投资者紧密捆绑在一起，才能真正做到全心全意为投资者服务。这不仅是我个人坚守的原则，也将成为我们投资团队的核心价值观。我们将继续秉持这一原则，以专业、负责、坦诚的态度管理好每一位投资者的财富，为投资者带来长期、稳健的投资回报。

## 投资理念

中国股市长期拥有充裕的流动性，投机氛围浓厚。事实上，中国股市的换手率长期处于较高水平，远高于成熟市场。2020 年，沪深 300 指数的年换手率高达 487%，而同期标普 500 指数仅为 138%。此外，融资融券余额占 A 股流通市值的比例也反映出投资者加杠杆的周期性和积极性。2014-15 年牛市短短一年的时间里，融资融券余额从五千亿增加到了两万亿以上，又在短短一年后跌破了一万亿。充裕的流动性和投机造富的故事，周期性地提高了居民部门上股市杠杆的热情，也不可避免地加剧了市场的不稳定性。

在此背景下，股市中充斥着各种诱人的投机机会，如龙头打板、题材挖掘等投机方法，屡屡霸榜财经新闻的造富神话故事也让市场参与者们肾上腺素飙升。然而，这种短期投机行为事实上面临着极大的风险，以题材炒作为例，当市场情绪被过度渲染时，相关个股很容易出现脱离基本面的非理性上涨。这里面的个股选择一般是资金驱动而非基本面驱动，因此一旦题材面临证伪或市场热点转移，股价就可能急剧下跌，给跟风者带来难以想象的损失。

从我早期个人实践经验中观察，参与此类投机在耗费了大量投资时间的同时，却往往难以为组合带来显著的收益贡献，更重要的是无法带来任何具有复利效应的投资能力提升。频繁参与投机交易还可能陷入过度交易的陷阱，不仅产生大量交易成本，更重要的是会分散投资的注意力，影响长期投资决策的质量。在竞价和交易的大幅波动中，很容易刺激人的中枢神经和相关激素分泌，无论是涨跌停板还是大幅的股价波动，都更倾向于给交易短期的快速反馈。这种反馈机制，从基金经理的投资能力角度看，是毁灭性的打击。

如何简单区分投资和投机?我认为，对于个股投资，关键在于是否惧怕股价的下跌。敢不敢在股价下跌时越跌越买，是区分投资和投机的试金石。当股价越低时，如果企业的投资回报率(ROIC)和盈利预期保持不变，市盈率(PE)倍数的下跌实际上是在为投资者提供更好的机会。投资领域的信息是过度供

给的，如果不能摒除冗杂的投机信息的干扰，作为投资人也将难以在好的机会出现的时候抓住机遇。

李录在《穷查理宝典》中曾在序言中回顾过他类似的经历和思考：“……若是不停地交易的话，就根本没有时间真正去研究一些长期的投资机会。这段时期的回报从波动性上而言比过去好，结果却乏善可陈。但实际上，那段时间出现了许多一流的投资机会。坦白地说，我职业生涯中最大的失败并不是由我错误决定造成的损失（当然我的这类错误也绝不在少数），而是在这一段时间里不能够大量买进我喜欢的几只最优秀的股票。这段时间是我职业生涯的一个低潮。”

这段话在我亲身体会了投机交易对我研究时间的侵占后，让我产生了强烈的共鸣。在过去几年年底总结投资回报时，我发现几乎每一年基金收益的 80% 以上都来自于重仓持有的不超过三个个股。在投资过程中，有许多时刻我们会获取或消耗大量情绪价值，比如持仓仅 3% 的个股出现一个涨停或跌停。然而，从统计角度来看，净值零点几的摆动对长期投资的影响近似于零。

在这几年熊市中取得成绩的投资者，往往兼具出色的个股选择能力和成熟的宏观分析框架，而非盲目追逐市场热点。随着国九条的落实，回顾今年以来的市场表现，虽然沪深 300 指数收益率在 0% 附近波动，但个股跌幅的中位数已经超过 20%。在当前市场更加重视通过分红和回购来提高股东回报的背景下，炒作低质量股票的策略变得更加难以盈利。

因此，我的工作重点将放在基于基本面的深入研究，以寻找业绩和估值匹配度高、持续增长空间大的优质标的，并以中长期视角配置，耐心等待企业内在价值的提升。即便面对市场的剧烈波动，我也会努力保持理性和独立思考，根据对公司内在价值的判断来动态调整仓位。此外，我力求将重仓持有的公司数量控制在 8 个以内。这一策略的逻辑在于，过度分散投资会导致收益被市场平均化，而合理的持仓集中度则有助于发挥投资团队的选股优势，捕捉结构性行情中的超额收益机会。

另外在投资实践中，通过研究形成一个高质量的投资观点固然重要，但更关键的是如何找到最佳的投资表达方式，以最大程度地实现投资观点的价值。在这个过程中，减少表达中的损耗是一个非常重要的判断维度。所谓“表达中的损耗”，是指在将投资观点转化为具体投资行为的过程中，可能出现的各种风险和成本损失。这些损耗可能来自多方面，如交易成本、市场冲击成本、错过最佳时机、投资工具选择不当等。如果不能有效控制这些损耗，即使有再好的投资观点，最终的投资回报也会大打折扣。

因此，在选择投资表达方式时，我希望综合权衡各种因素来找到“损耗最小化”的最优方案。我选择的工具是胜率赔率思维，即在考虑投资胜率（观点正确的概率）的同时，还要重点分析投资赔率（盈亏比），以实现风险收益的最优平衡。

举个例子，假设我们看好未来新能源汽车产业的发展前景，认为相关企业的股价会有较好表现。在转化为投资行为时，我们就需要考虑多种选择：是直接买入个股，还是通过 ETF 获得行业整体敞口？是一次性重仓买入，还是分批次逐步建仓？是只做多头，还是同时利用期权等工具进行对冲？不同的选择，投资胜率和赔率会有很大差异。再比如，如果我们选择一次性重仓买入，虽然能最大程度地分享股价上涨收益（高胜率），但也可能承担较大的市场冲击成本和价格波动风险（低赔率）。而如果我们选择分批建仓，虽然在强势行情中的收益会有所摊薄（胜率降低），但价格平均化了波动风险，同时也给了我们更多的操作灵活性（赔率提高）。

因此好的投资表达，是在高胜率和低赔率之间寻求平衡，并将两者结合起来实现长期稳定的投资回报。作为财富管理者，我们在设计产品和投资组合时，也始终秉持“损耗最小化”的原则。我们会深入研究不同资产类别、投资策略的特点，并通过大类资产配置、策略多元化等方式，在分散风险的同

时，力争为投资者获取最优的风险调整后收益。同时，我们也注重投资纪律的执行和投资风格的一致性。一个好的投资表达，不是朝令夕改，而是深谙其中的投资逻辑，并始终如一地执行。只有坚持长期主义，坚守价值投资，才能真正实现投资观点的价值，为投资者创造持续、稳健的回报。

「富一次就够了」是我的投资哲学：我希望通过稳健、专业的投资运作，为投资者带来长期、可持续的财富增值，而不是追逐短期的暴利。通过脚踏实地、以专业的投研能力和严格的风险管理为基础，我们有信心为投资者创造真正的、经得起时间检验的投资回报。

## 宏观综述和展望

过去三年，国内资本市场经历了前所未有的宏观环境影响，分别由货币政策的周期性剧变和经济基本面的预期波动两大因素驱动。在当前复杂多变的宏观环境下，传统的自下而上选股策略面临较大挑战。全球范围内的高通胀、原材料价格上涨，以及内需不足、产能过剩等因素，都对企业盈利能力构成压力。在这种情况下，仅仅依靠挖掘个股的基本面价值，让获得理想的绝对收益率变得更加困难。在企业普遍缺乏盈利支撑的情况下，寻找出色盈利表现的公司常常需要结合市场的实际情况。我们也适当调整思路 and 策略，在自下而上选股为主的投资体系基础上，重视自上而下的资产配置和宏观分析，通过对当前经济所处周期的实际情况，对组合进行调整。

过去三年资本市场表现与利率水平



### 货币政策的剧烈波动

三年前美联储为应对疫情，将利率降至零的同时实施了无限制的量化宽松(QE)政策，以稳定金融市场和支持经济。市场反应则是给予企业超长久期现金流折现的终局估值，导致了当时的泡沫。虽然以宽松政策应对经济危机的方法并不新鲜，但相较于以往降息后缓慢的货币政策转向周期，这一次我们面对的是过于迅速的急转弯。

除了超宽松的货币政策外，此次美国在应对危机时还出台了大规模财政刺激措施，从而导致通胀水平急剧上升。为维护美元信用，美联储不得不迅速调整政策，从“通胀暂时论”转向积极对抗通胀。2021年9月开始释放缩表信号，2022年3月首次加息，并在2022年全年加息7次。短短三年间的政策转向之急，在过去40年货币史上前所未有，10年期美债收益率一度触及5%。即使国内利率没有跟

随，但利率差异导致的外资流动也对 A 股和 H 股市场产生了巨大压力。在股市定价上，宏观流动性紧缩完全主导了微观企业经营，具体表现为自 2021 年年中以来全球股市的无差别下跌。

### 经济基本面的深刻变化

过去三年，国内企业面临的经营环境远比以往更加不稳定。疫情的爆发和封控措施对经济活动造成了直接冲击，经营随时中断的可能性让市场对盈利久期也更加短视，任何风吹草动都会转化成资本市场的折价。因此，疫情封控的中止是投资者判断经济活动能否正常化的最重要标准。具体表现来看，2022 年年底的解封直接导致了 A 股和 H 股市场的 V 型反转。但是，疫情产生的疤痕效应并没有如市场预期般迅速弥合。2023 年上半年，中国经济复苏的预期被逐步公布的经济数据所证伪，现实中国内经济复苏的势头弱于部分投资者的预期，生产者价格指数(PPI)同比增速在上半年持续下行，对企业利润形成明显压制，消费者价格指数(CPI)也逐渐转负，内需消费面临挑战，市场再次陷入低谷。

另一个外部环境的影响是特朗普时期发起的中美贸易战的具体落地。美国逐年推进所谓的“友岸外包”政策，企图割裂中国，重塑全球供应链。这对于自 2000 年加入世界贸易组织(WTO)以来的中国企业产生了很大挑战。我们处于全球价值链的生产加工环节，订单需求高度依赖于外需，因此除了市场因素外，不稳定的地缘政治因素也会对企业经营产生影响。今年美国财政部长耶伦访华期间，再次对我国企业在全美制造业供应链中的地位提出质疑。

以上两个宏观因素分别从估值分母端和分子端同时对资本市场带来负面影响，因此过去三年对于中国股市而言，也是 beta(系统性风险)十分艰难的三年。

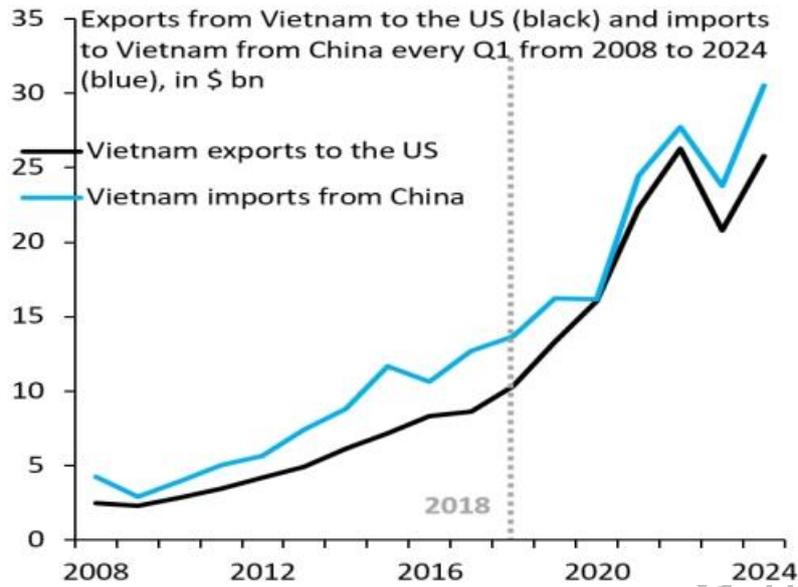
### 美联储政策的预期转变

进入 2024 年，随着美国经济进入下半场，对增长可持续性的质疑让市场普遍预计美联储将进行降息。与此同时，通胀的顽固性是影响该政策摇摆的关键。美国的通胀结构在疫情后发生了一个显著变化，那就是前期由于全球供应链阻隔产生的商品通胀逐渐让位于由过度财政刺激以及劳动力短缺产生的服务通胀。受益于美国大规模的转移支付的服务通胀至今仍然有黏性，而美国人口老龄化带来的劳动人口永久性退出产生的缺口也并非暂时。但另一方面，今年是美国大选年，根据历史经验，美联储在当年会更加注重经济的增长以及股市的平稳。因此，在基准假设下，只要通胀数据没有超预期的增加，美国应该会按部就班的实施降息，以相对缓和的预期指引去维护美国股市，从而也同时改善全球流动性。

### 中国经济的逆转

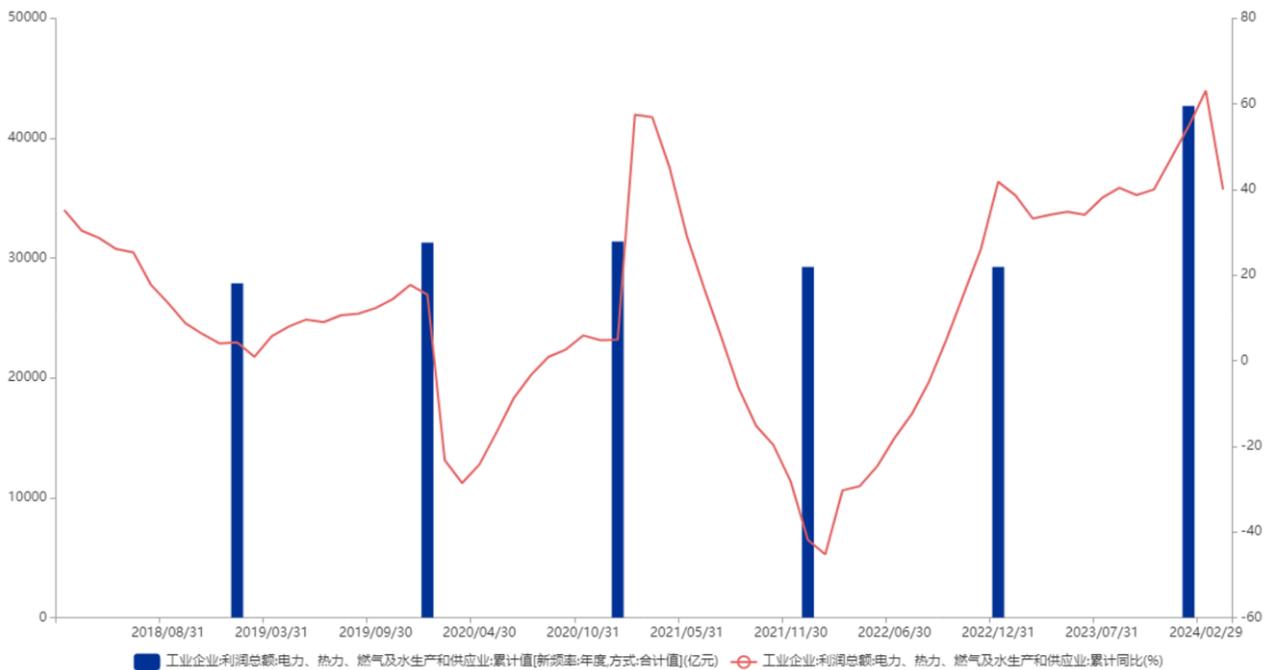
中国经济在经过一年的恢复之后，2024 年初显示出复苏迹象。一季度 GDP 达到了 5.3%，特别是出口的超预期增长为经济发展重新提供了动力。虽然美国及其盟友企图将中国排除出全球价值链，但中国出口的强大竞争力让世界其他国家很难拒绝与我们的合作。因此即使对美出口的份额是逐渐下降的，但是从其他地区的增量弥补的差额使得我们总出口仍然保持正增长。

尽管良好的出口是维持国内就业稳定的重要发动机，但这种经济结构可能存在隐忧。从数据上看我们的出口价格一直在下降，说明我们的全球份额增加是以量换价实现的。这同时也是导致我们内需不足，CPI 持续下跌的一个重要原因。假如我们的产能遇到外部地缘环境的制约无法转化成利润，这种传导链条中断就会演变为产能过剩而且难以出清。如何应对国际贸易中日渐上升的敌意将是这个模式要解决的重要课题。



在外需靠卷，内需羸弱的经济结构中，公共事业类的企业是为数不多能创造稳定现金流的投资对象。在过去的高增长时期，这类企业并不十分受市场欢迎，但是当经济陷入转型期，进入存量博弈的时候，公共事业的收入类似一种刚性税收。数据显示，在过去一年常年经营稳定的公共事业板块利润竟然有不小的提升，这意味着，在 CPI 疲软的大环境下，一定程度的提价能力甚至让他们有了成长的属性。

工业企业利润总额:电力、热力、燃气及水生产和供应业



## 大宗商品价格的波动

今年以来，大宗商品价格蹿升的速度引人注目。尤其是铜更是创出人民币计价的历史新高。这里存在大宗商品内生性的结构变化原因：全球的矿山企业过去五年一直在缩减资本开支，不会再因为价格的上涨而盲目的扩产，从而切断了价格升-产量增-价格降这个周期性循环，使得价格可以始终保持在高位。不过，即使市场再强调供给端收缩的叙事，进口铜溢价新低的事实表明需求似乎也是同步收缩的，甚至实际需求下降的更快。那么，除了产业需求以外可能还有一部分金融需求支撑起了铜价。这就涉及了一种更宏大的叙事，“去美元化”导致的实物资产价值的重估。

洋山铜溢价与铜价



黄金和比特币作为货币替代品的大类资产，其比较表现能为货币重塑的叙事提供一个参考角度。相对来说，黄金传统上一直被视为美元信用的反面，而比特币在很长一段时间内是作为一种投机资产，或者局限在一小群币圈群体的投资范围内，大多时候仅仅被资金当作博弈的筹码。作为“去美元”化的先锋，此轮加息周期开始之后，黄金并没有像以往一样受到打压，并且与之前估值的锚，十年期美债的实际利率，劈叉的越来越远。

图14：2021年后，比特币与黄金价格的相关性显著提高



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

但是在黄金脱离美元体系的利率引力的同时，比特币却是如其他资产一样受到打压。因为作为投机的标的物，其价格自然要受到资金来源的成本影响。而比特币在今年4月被纳入正规的ETF之后，其总市值开始突飞猛进。从地下转到地上，“阳光化”后比特币才被更多的主流资金认可成一种真正的和黄金类似的大类资产，并且进行长期配置。在这之后比特币迅速的弥合了和黄金之间的比价差距。

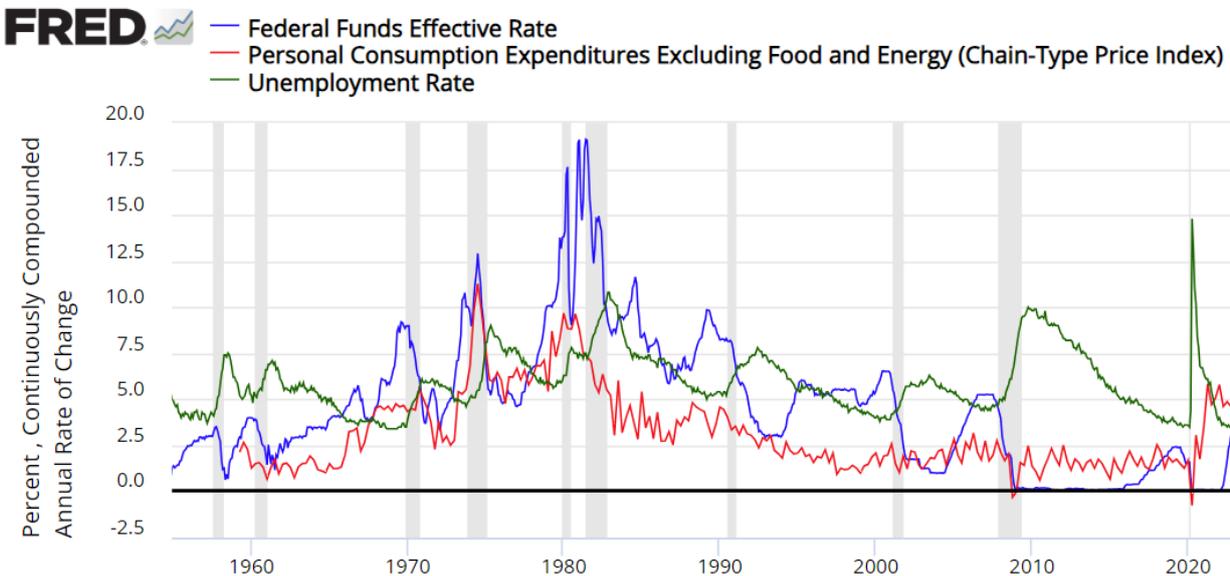
图表27: 2015年以来所有A股的分红、股票回购和融资金额



来源: 万得、瑞银证券。注: 融资包括通过IPO、增发、配股和优先股发行募集的资金

展望未来, 持续三年的特殊宏观环境对资本市场的负面影响会逐渐减弱, 一方面由于美联储的鸽派转向, 另一方面则是国内经济将触底回升。投资者的重心应该重新回到企业基本面。值得一提的是, 新一届证监会非常重视企业对股东的回报。数据显示, 随着监管逐步引导和今年国九条的落地, 中国股市已经从备受诟病的融资市场正在转型成为更加重视为股东提供正现金流回报的市场, 良好的监督管理会在低利率时代有效地吸引更多资金参与到资本市场的建设中来。

## 当前的市场判断



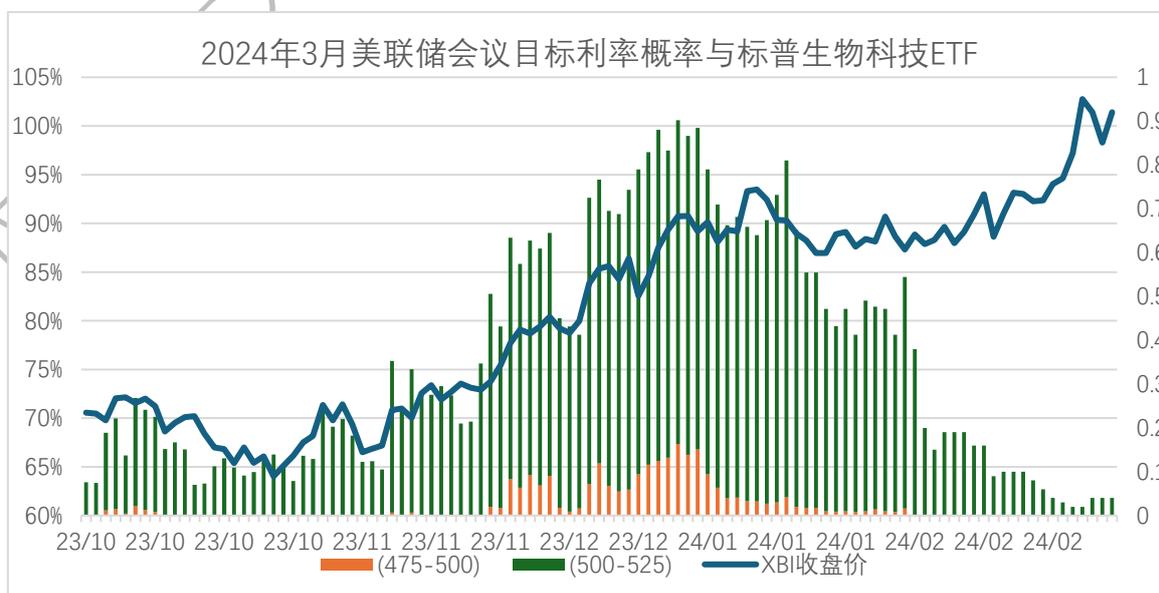
美联储有三个重要的政策目标: 稳定就业、温和通胀和金融系统稳定, 我们可以据此展望美联储的利率预期管理。这三个目标相互关联, 共同影响利率政策的制定和调整。

首先, 失业率和新增就业人数是衡量就业市场的两个关键指标。失业率上升通常预示着经济放缓, 过往数据表明, 在经济失速期间, 一旦失业率开始抬头, 往往呈趋势性发展。如果政策利率未能及时下降, 经济很可能面临硬着陆。目前失业率正处于触底回升阶段, 可能会动摇美联储维持利率的态度。另一方面, 虽然新增就业人数在今年以来只有一次公布数据不及预期, 但随后有三个月在新数据发布后就下修了前一次的就业数据, 让人质疑这一数据的真实性。而且, 新增就业岗位有很大部分是临时性和政府工作岗位, 即使数量上可靠, 目前的就业质量也不尽人意。



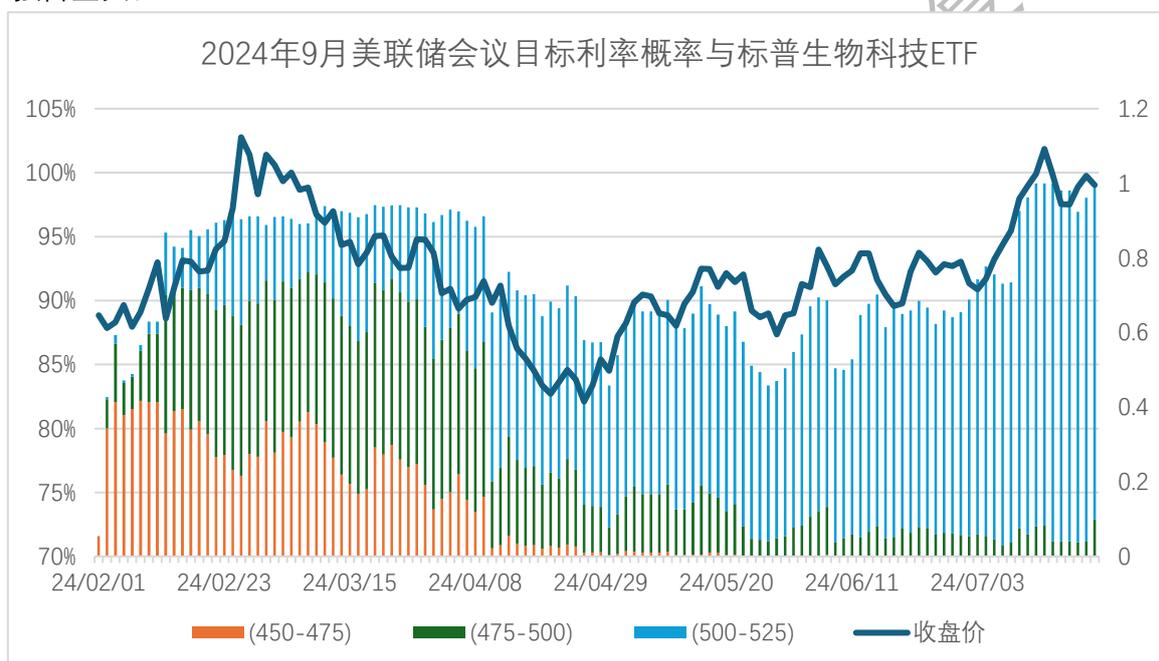
其次，影响金融稳定性的重要因素是长短期利率差。利率倒挂通常被视为经济衰退的前兆，因为它会影响债务的滚动融资，限制资金需求方的杠杆能力，从而不利于经济扩张。美国经历了长达两年多的利率倒挂，却迟迟没有陷入衰退，这很大程度上与 2023 年人工智能(AI)的突破性发展有关。AI 提升了社会生产力，减少了企业对债务扩张的依赖，在一定程度上缓解了利率倒挂对经济的负面影响。但从美国股市上看，AI 的发展目前只惠及少数大型科技企业，虽然指数上是牛市，但细分结构呈现一九行情。大部分中小企业因高利率面临融资难问题，这两年的股价表现差强人意。美联储很可能会通过积极压低短期利率，扭转利差来降低中小企业的资金成本，让 AI 的发展惠及更广泛的经济领域。

最后，美联储在这一轮利率周期中最重视的通胀水平也出现了明显缓和的趋势。过去 20 年，美国通胀率一直保持在 2%以下，因此通胀并未成为政策制定的主要关注点。然而，2020 年超常规的财政刺激措施导致流动性过剩，物价水平出现超调，通胀远超 2%，持续时间也大大超出经济学家们的预期。基于对物价稳定的承诺，美联储这次对通胀的态度异常审慎。尽管去年消费者价格指数(CPI)数据曾出现几次单月下降，但美联储并未因此放松警惕。不过，今年直至 7 月以来，CPI 数据已连续三个月符合或低于预期，显示出良好的下降趋势，这可能是促使美联储扣动降息扳机的强心剂。从上述三个维度来看，当下的美联储有条件也有意愿在今年接下来的议息会议中降息。



回首过去 40 年，美国联邦基金利率走过了一段跌宕起伏、波澜壮阔的历程。这段大降息周期，从上世纪 80 年代的高峰到本世纪 20 年代的低谷，跨越了近四分之一一个世纪。其间，利率水平经历了前所未有的剧变，由两位数的高位一路下行，直至探底近零。在这场利率的“过山车”中，投资市场也发生了翻天覆地的变化。利率是所有资产定价的基石。当利率持续下降时，未来现金流的折现值攀升，推动了股票和房地产等资产价格上涨。

在美国诸多权益类资产中，科技和医药无疑是 1980 年开始的这一轮波澜壮阔跨越四十年维度的降息周期中里闪耀的明星。它们不仅搭上了大类资产轮动的顺风车，更受益于低利率环境下的杠杆融资优势。这期间，标普 500 指数的年化回报率高达 8.68%，大幅领先于同期十年期国债 3.05% 的回报水平。在标普的基础上，代表科技的纳斯达克指数和标普医药的在每一轮降息中都取得了稳定的超额收益率。越来越低的利率以及不断降息的预期，促使拥有更高 ROIC 的企业提高经营周期中的风险偏好，更敢于投入研发和资本开支，为未来的成长买单。事实上，正是低利率为科技和医药公司的研发创新提供了源源不断的资金支持，使得美国在互联网、创新药和当下的人工智能浪潮等科技发展趋势中独占鳌头。



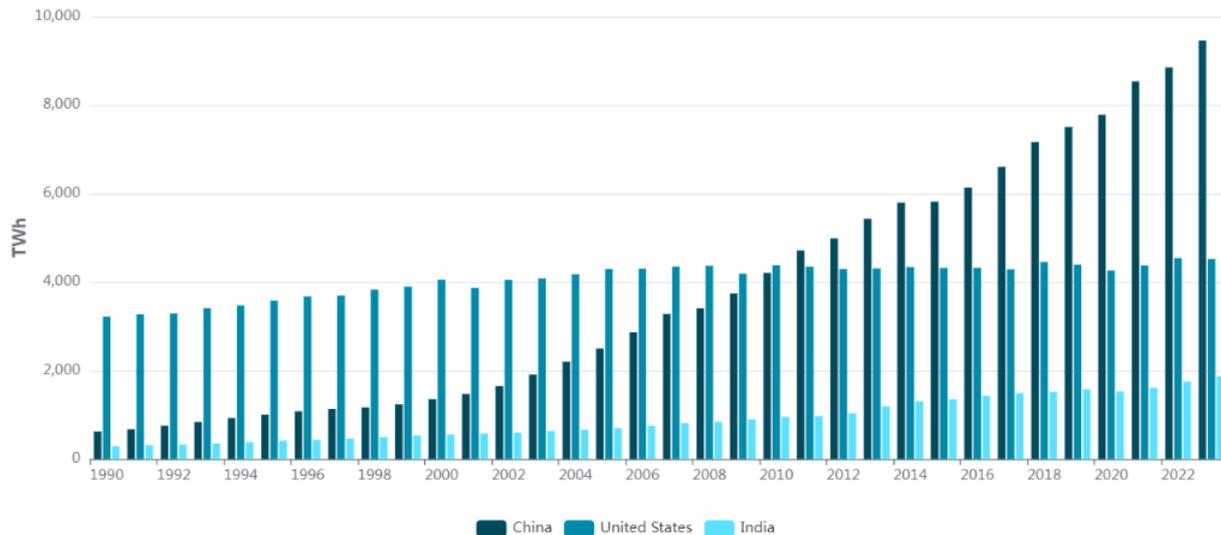
如上两图所示，在美联储在 23 年十月宣布降息终点后，以及今年核心通胀数据显示出明显拐点后，美股的生物科技指数表现出了基于利率的显著正相关性，我们基于对于降息预期所做的组合中相关配置在中美指数共振的调整中取得了不错的收益。

## 发电量和美国的再工业化

近几年随着中美地缘上摩擦的加剧，中国的制造业优势会被逐步瓦解的舆论观点甚是喧嚣。而事实上 2023 年中国发电量占全球的 31.6%，达到 9,456 太瓦时，超过排名第二到第六的美国、印度、俄罗斯、日本和巴西发电量的总和。

发电量是衡量一国工业生产能力的指标。中国当下的发电量优势是多年来在工业基础设施、制造业技术、产业链上下游配套等方面持续投入和积累的结果，而非一朝一夕就能建立起来的。其次，庞大的发电量背后，是中国完善的电力基础设施网络。据中国国家能源局数据，截至 2022 年底，中国已建成全球最大的电网，电网覆盖范围和供电可靠性位居世界前列。这种高度发达的电力基础设施为中国工业生产提供了坚实的能源保障，也是其他国家难以在短期内复制的。

这种绝对优势地位不仅说明了中国作为“世界工厂”的地位难以被短期制造业转移所撼动，也为投资者指明了方向。一方面，我们应当关注政策制定者针对挖掘新增消费场所带来的需求；另一方面，也应该注意到我国将绿色外交逐步纳入重要的对外政策。通过先进的新能源产业和配套的电网设备企业，未来许多国家也将受益于我们“走出去”的电力建设。现代化的电网不仅能为居民的生活带来福祉，也将为这些国家的经济发展提供重要支撑。

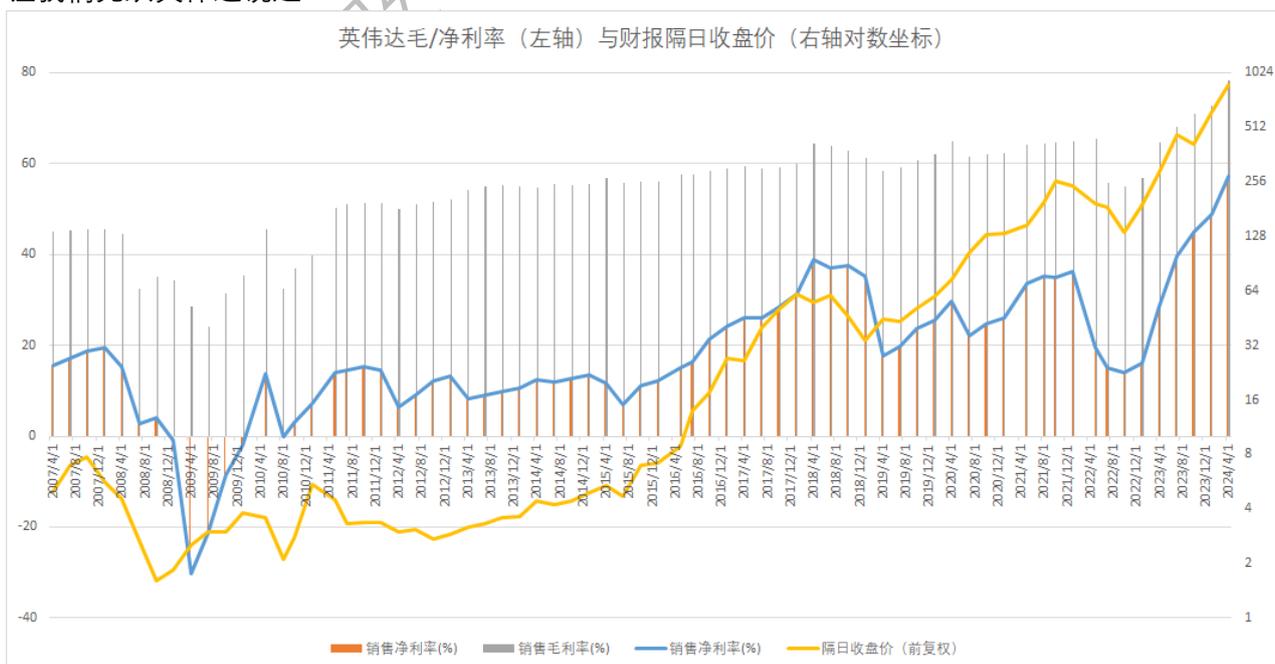


图：中国、美国和印度的 1990-2023 年发电量(TWh)

与此同时，美国的电力供需矛盾正在逐步变得尖锐，由人工智能、建筑交通电气化和再工业化所带来的显著增量需求有望使美电力行业资本开支走出过去二十年的停滞期，拉动美国年均 1-1.5%的用电增速。尤其是对于人工智能逐渐变得火热的投资，使得算力和相关配套的电力供应链已经处于景气的投资窗口期。

## 人工智能：从硬件，到软件

让我们先从英伟达说起：



上图.英伟达 2007 年至今股价和毛净利率拟合

英伟达从图形计算开始的建立的商业帝国从上图时间线的最左端开始，在 2007 年推出了 CUDA (Compute Unified Device Architecture) 并行计算平台和变成模型，这奠定了他在 GPU 通用计算领域的领先地位。通过 CUDA，开发者可以利用英伟达 GPU 的并行处理能力来大幅提升计算性能。这使得 GPU 不再局限于图形渲染，而是成为了科学计算、数据分析等领域的利器。英伟达在 CUDA 的基础上，又陆续推出了 cuDNN、TensorRT 等一系列软件库和工具，进一步增强了其生态系统的影响力，吸引了大量开发者。

英伟达对生态系统的精耕细作很快得到了回报。2011 年前后，比特币等虚拟货币崛起。由于 GPU 在加密计算方面的优势，英伟达的 GPU 成为了虚拟货币挖矿的首选硬件。这为英伟达带来了可观的营收增长。据估计，2017 年英伟达有高达 7.76 亿美元的营收来自挖矿业务，约占其营收的 9%。虽然随着挖矿热潮的退却，这部分营收有所下降，但它为英伟达积累了大量资金，为后续发展奠定了基础。

随着 AI 的崛起，英伟达再次踩中了风口。得益于多年来在并行计算、CUDA 生态等方面的布局，英伟达成为了 AI 芯片的领导者。这并非是偶然，在 AI 领域的三大主流框架:TensorFlow(Google)、PyTorch(Facebook)和 MXNet(Amazon)中，尽管英伟达并非这些框架的直接开发者，但它通过提供底层加速库、优化工具等方式，与它们形成了互利共生的关系。以 PyTorch 为例，它从一开始就采用了英伟达的 cuDNN 库来优化 GPU 上的深度学习计算。英伟达还提供了针对 PyTorch 的专用容器(NVIDIA GPU Cloud, 简称 NGC)，使得开发者可以方便地在 GPU 环境中部署 PyTorch 应用。这种深度合作有利于 PyTorch 发挥 GPU 的性能优势，同时也扩大了英伟达 GPU 的应用场景和用户群体。

事实上，打造全面、易用的生态系统一直是英伟达的重要战略。除了上文提到的 CUDA、cuDNN，英伟达还提供了一系列面向 AI 的加速库和工具，如 cuBLAS(基础线性代数)、cuSPARSE(稀疏矩阵计算)、NCCL(集合通信)等。这些库和工具与主流 AI 框架深度集成，可以大幅提升模型训练和推理的效率。以 cuDNN 为例，它对卷积、池化、归一化、激活等常见深度学习运算进行了优化，使其性能较标准实现提升了数倍。这为英伟达赢得了深度学习领域的先发优势和用户粘性。

英伟达还积极推动 AI 应用的普及和落地。它提供了丰富的预训练模型(NVIDIA NGC)，涵盖图像分类、目标检测、语音识别、自然语言处理等主流 AI 任务。这些预训练模型可以显著降低开发者的学习成本和开发周期，加速 AI 项目的落地。同时，针对自动驾驶、医疗等垂直领域，英伟达还提供了一整套端到端的解决方案(NVIDIA DRIVE、NVIDIA Clara 等)，进一步拓展了其 AI 生态的广度和深度。

英伟达通过他对生态系统和工具箱的持续培育和耕耘，使得他在每次业务爆发期都精准把握市场需求，并通过其间断产品充分享受行业红利。从上图中可以看到，在 2016-2017 年，比特币等虚拟货币暴涨，带动了挖矿热。基于英伟达在 GPU 并行计算领域的领先优势，其高端 GPU 成为挖矿的首选硬件。仅 2017 年第四季度，英伟达就售出了价值 2.89 亿美元的矿卡，约占其游戏业务营收的 24%，且这部分需求都是其顶配型号。这意味着他在业务的红利期呈现出了明显的周期性。无独有偶，22 年自 ChatGPT 推出后 M7 所进行的大量不断上修的资本开支，带来了其旗舰产品的火热订购。这也是为什么我们能在其财报上看到这样一家硬件公司，取得了超过 55%这样瞠目结舌的净利润率数据表现。纵使这样的利润率总会有周期性回归的一天，就譬如 2018 年虚拟货币价格急剧下跌的时候，其毛净利率一度大幅下滑，我们能看到的是随着他生态体系的成熟，每一次新硬件应用领域的扩张，最终都可能使得他净利润率的平台迎来不断的抬升。

无独有偶，在英伟达供应链中中国市场也找到了合适的投资表达。在英伟达最新的 DGX H100 系统中，单系统理论峰值算力高达 32 PFLOPS。为了充分发挥这种超强算力，DGX 系统对芯片间互联带宽提出了前所未有的要求。具体而言，H100 芯片采用了全新的 XC102 封装，它将内存、网络接口等

打包进单个封装，并通过高密度板上光学连接实现高达 3.2TB/s 的芯片间互联带宽。这就要求配套使用更高速率的光模块，如 800G、1.6T 等。

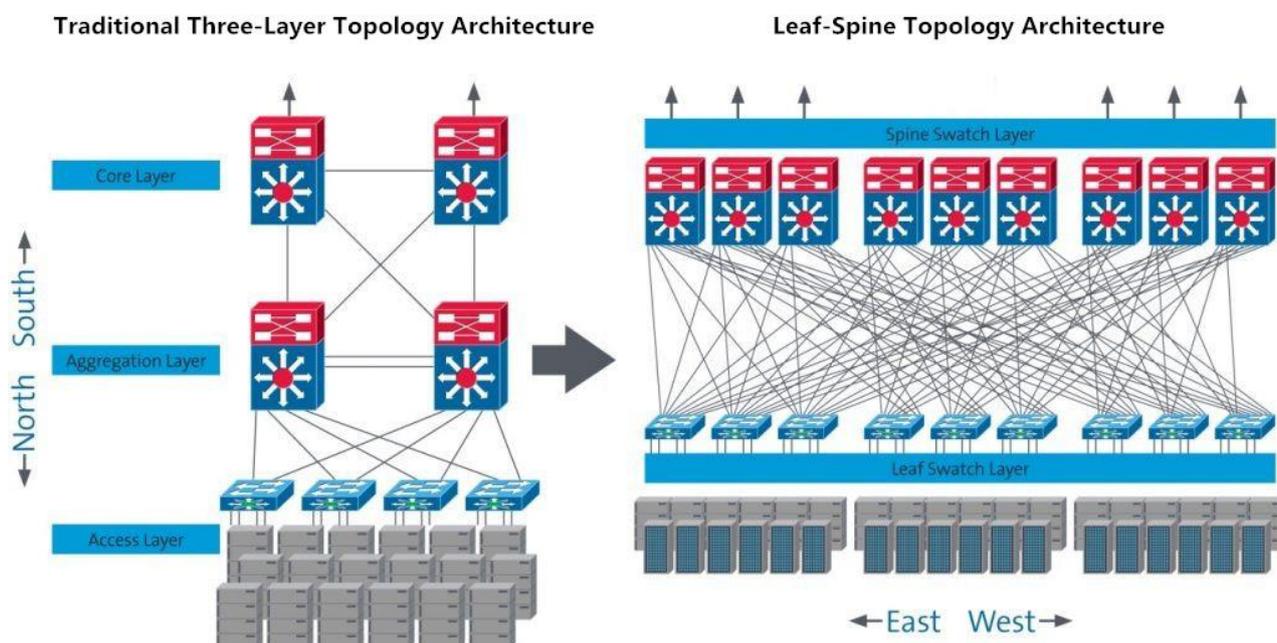


图. 数据中心中光模块脊叶结构的南北和东西示意图

以往光模块的需求呈现出典型 Spine-Leaf (脊叶结构) 的架构形式，以往在传统服务器集群中，子服务器通过低带宽如 10G/20G 的光模块进行互联，最终在一级级服务器向上的脊交换机中，不断使用更高速率的光模块与北向的脊交换机进行或主网干线进行高速通信。人工智能服务器集群改变了这点，在单服务器中和服务器东西向间的带宽链接，如今成为掣肘算力的通信瓶颈。因此，800G、1.6T 和 3.2T 光模块当前已经在行业中形成了紧缺和优先的投资方向，更快速率的模块，更高占比的需求，这两者同时推升了光模块企业盈利预期，并在这两年体现了优秀的投资价值。

但我们也要清醒地认识到光模块技术迭代所带来的风险。从中长期来看，硅光技术有望实现光电芯片的集成，从而大幅简化光模块设计，降低功耗和成本。此外，英伟达等厂商也在积极推进芯片封装创新，如采用如 Co-Packaged Optic 和玻璃基 (CoG) 封装等先进封装方案，以期通过封装集成来提升芯片互联性能。如果这些技术在未来实现大规模商用，将可能对分立光模块形成替代，压缩光模块的市场空间。

### 我对人工智能应用的发展极度乐观，我想通过成本和需求两端来阐明我的观点：

从成本端看，借用微软 CEO 纳德拉在最近的微软产品发布会上的 ppt，可以看到在短短 14 个月中，提供了六倍更快速度且显著回答质量更优的 GPT-4o 成本下降了约 91.7%。成本端的下降在当前看绝不是结束，仅仅是刚刚开始。成本优化体现在

1. 大小模型的协同。通过在超大参数模型上进行预训练，再利用知识蒸馏等技术将其压缩为小模型，我们可以在保持性能的同时大幅降低模型推理成本。越来越多的应用场景将能够使用小模型实现，这将显著提升人工智能的性价比和普适性。

2. 异构算力生态崛起。推理需求对于英伟达 CUDA+pyTorch 等生态依赖度更低，无论是服务器端如谷歌的 TPU 集群等异构计算的竞争，还是在端测通过提升 NPU 等算力来满足中小模型的边缘计算，都在提示推理的算力供给不会重现训练端硬件当前一家独大的情况。
3. 此外，更直观的降本体现在更强算力硬件迭代带来的单 token 成本下降，以及数据成本的随着自训练、合成数据和迁移学习为代表的技术涌现，大幅降低了大模型对于高质量标注数据的依赖，从而大幅节约了数据采集和标注成本。

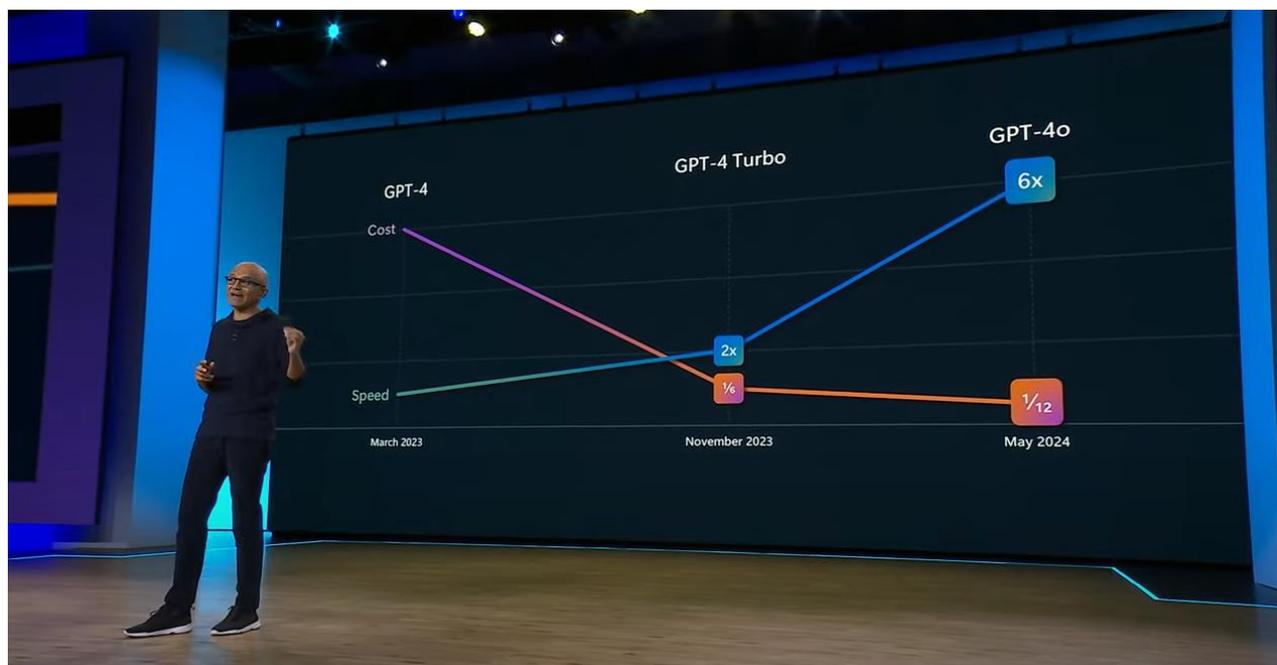


图. 微软 CEO 纳德拉在 24 年五月发布会介绍 AI 产品的进展

在需求端，人工智能在商业化上成功何时成功不必拘泥于等待“Killer App”的到来。事实上，从 Midjourney 和 ChatGPT 的发布开始，我们可以清晰看到随着大模型不断技术的演进，大量人工智能应用正在快速渗透到各个领域，并与用户形成高粘性的互动。这些应用虽然单点突破，但综合来看已经形成了一股强大的合力，正在加速人工智能对经济社会的改造。

具体而言，人工智能应用正在为用户创造切实的价值，尤其是对时薪较高的群体而言：

1. 效率提升：以辅助编程和智能客服为例，人工智能可以通过自动化、智能化等方式，将用户从重复性、低价值的工作中解放出来，将其生产力提升大幅甚至翻倍提升。这种效率提升对于时薪较高的知识工作者尤为宝贵。
2. 时间节省：以自动驾驶为例，无论是国内的鸿蒙智行还是在北美测试的特斯拉 FSD，通过将驾驶任务交给人工智能，用户可以节省每天几十分钟不等的通勤时间，这对于生活在大都市的中高收入人群而言，这切实提升了生活质量。
3. 健康保障：人工智能可以提供 24 小时随叫随到的心理咨询或情感陪伴，帮助用户缓解压力，保护心理健康。此外，我身体力行使用 AI 识图功能结合大模型，帮助我更准确了解自己的体检结果和可能需要采取的医疗介入手段。对于 AI 而言，准确的基于医疗影像进行诊断和病理分析也已经展现出卓越的性能。以肺癌 CT 影像诊断为例，英伟达的 Clara AI 平台可将肺结节检出率提升到 94%，远高于人类医生的 75% 水平，且误诊率降低了 86%。

4. 我希望把 AI 教育放在最后来强调，因为这已经在我育儿的过程中开始体验到他的非凡效果。我的女儿目前只有四岁，但是在和字节的豆包等大模型进行实时语音对话的过程中，我很确信这提升了她的语言组织和表达能力。没有人能像 AI 一样做到高度稳定且充满正向情绪价值的表达，这在教育中能极大保持青少年的学习热情。在 GPT-4o 的发布会上，Khan 学院创始人 Sal Khan 和他儿子的数学学习演示充分展现了教育领域大模型的超凡潜力 (<https://www.bilibili.com/video/BV11T421D776/>)，非常建议您观看。

除此之外，保持对 AI 应用密切的观察，可以看到大模型在商业领域正逐步被用于更多的自动化流程，如预测性维护和生产中的瑕疵发现等等。我认为这些应用的渗透率潜力和付费粘性仍然远远被低估。大模型在当前的发展中仍然展示出其随着模型规模增大，性能呈现出显著的幂律提升的特性 (Scaling Law)。得益于半导体工艺的不断进步，即使只按保守预估，目前应用的 token 成本每年仍然有降低 90% 以上的可见路径，我相信应用在 2C 市场的爆发和相关公司投资价值的兑现并不遥远，这将是我的工作最主要投入时间的领域。

## 先进生产力&创造需求

本产品之名是先进生产力，自然是因为我相信从拥有先进生产力的企业中寻找合适的标的，能够创造出投资超额收益。对于生产力的先进性，我更多从创造需求的角度去理解企业，包括他的护城河和极致竞争力。传统上，我们更多地从供给侧来审视企业的竞争优势，如成本优势、技术壁垒、网络效应等。而从需求侧来看护城河，则意味着企业不仅要满足用户现有的需求，更要创造出用户尚未意识到的新需求。这种独特的“创造需求”能力，恰恰是一个企业构筑极致竞争力，展现他先进生产力属性的根本所在。

具体来说，对“创造需求”的理解可以分几个层次：

首先，是创造出全新的产品品类和消费场景，开拓出全新的细分市场。比如当初乔布斯推出 iPhone，开创了触控智能手机的时代；再比如特斯拉推出纯电动车，将电动车带入主流市场。这些产品的推出，不仅满足了消费者原本的通信、出行需求，更创造出了全新的移动互联网、智能驾驶等需求场景。消费者往往很难准确预见自己的需求，而伟大的企业家则能超前洞察和引领消费趋势，通过产品创新来创造需求。

其次，是即便在保持原有的产品品类不进行破坏式创新，也能通过不断迭代产品形态、优化体验，最终激发出更深层次或全新的需求。比如耐克通过不断推陈出新的运动鞋款式和跑步体验，让跑步从单纯的健身方式变成了时尚追求；再比如迪士尼通过不断丰富的 IP 内容、电影、乐园等，让娱乐消费从单次观影变成了沉浸式体验。前文提到的英伟达，也是不断构建他的工具箱和软件生态，在有准备的情况下面对新的需求取得了巨大的产品成功。这些企业并非简单地生产产品，而是在不断革新用户的使用习惯和生活方式，从而开拓出更广阔的市场空间。

再者，从更广义上看，真正具备“创造需求”能力的企业，还能深度洞察和把握人性，创造出与产品形态无关的普世价值，成为引领行业和时代的“定义者”。比如苹果通过“Think Different”塑造了标新立异、与众不同的个性化价值追求；可口可乐通过“Open Happiness”传递了快乐和分享的价值主张。这些企业所倡导的价值观，往往能引起社会共鸣，形成一种独特的文化符号，深度影响和改变着消费者的价值取向和生活态度。而这种影响力所带来的用户粘性和品牌溢价，往往也是极其持久而稳固的护城河。

综上，从“创造需求”的视角来审视护城河，我认为核心要义是企业能否洞察用户潜在需求，引领消费趋势，乃至为行业和时代赋予全新的价值内涵。这需要企业具备强大的创新力、前瞻性和洞察力。对

投资者而言，我们在判断一个企业的护城河时，既要看看其当下的产品力和运营效率，也要评估其面向未来的需求创造能力。

当然，并非所有企业都需要或者有能力“创造需求”，这个角度可能更适用于我能力圈中的消费电子和科技医药创新等赛道。传统行业的护城河，可能更多体现在成本、渠道等供给侧要素。但整体上看，“创造需求”视角为我们提供了一个全新的思考企业护城河的路径，尤其在当前消费分级、创新驱动的大趋势下，这一视角无疑能成为寻找优秀的投资标的的助力。

我将继续以开放的心态，多维度地审视企业竞争力的来源和构成。“创造需求”将是我们判断企业护城河的一个重要视角。我们将努力发掘和布局那些引领产业创新、深谙用户需求的优秀企业，分享中国经济转型升级、消费升级的长期红利。同时我们也将秉持价值投资、长期投资的理念，帮助投资者获得可持续的丰厚回报。

余一奇

2024年7月28日

**声明：**未经中泓汇富资产(以下简称中泓汇富)书面同意，任何机构或个人不能将本文件进行全部或部分的复制、传递、影印等任意方式泄露给他人。本文件所涵盖之信息仅限于产品份额持有人、对投资风险具有充分承受能力的机构投资者、风险承受能力在 C5 级以上的合格普通投资者或专业投资者审阅。在未对潜在投资者开展风险承受能力测评和合格投资者认定前，任何人不得向潜在投资者通过任何方式展示本材料。本文件并非基金或信托计划募集说明书，不可作为投资依据。投资者在做出投资决定前须阅读募集说明书、基金合同及其他相关的法律文件，并确保对投资潜在的收益和风险有充分的认识 and 了解。在任何情况下本文件均不构成对任何人的分销、销售要约，或招揽买入任何证券投资基金或其他投资工具的邀请或要约，也不构成对任何人的任何投资建议、推荐或劝诱。基金过往业绩不代表未来表现，本文件仅为基金经理个人截至同期的看法，尚不完全代表中泓汇富的观点。

**基金有风险，投资须谨慎。**涉及个股及案例仅供参考，不代表中泓汇富过去、现在或未来对该股的持仓及持仓计划。不代表个股推荐意见。