

石锋资产大巧2号私募证券投资基金2021年07月投资报告

2021年07月

本材料仅供合作机构和持有产品的客户参考阅读，不构成投资建议



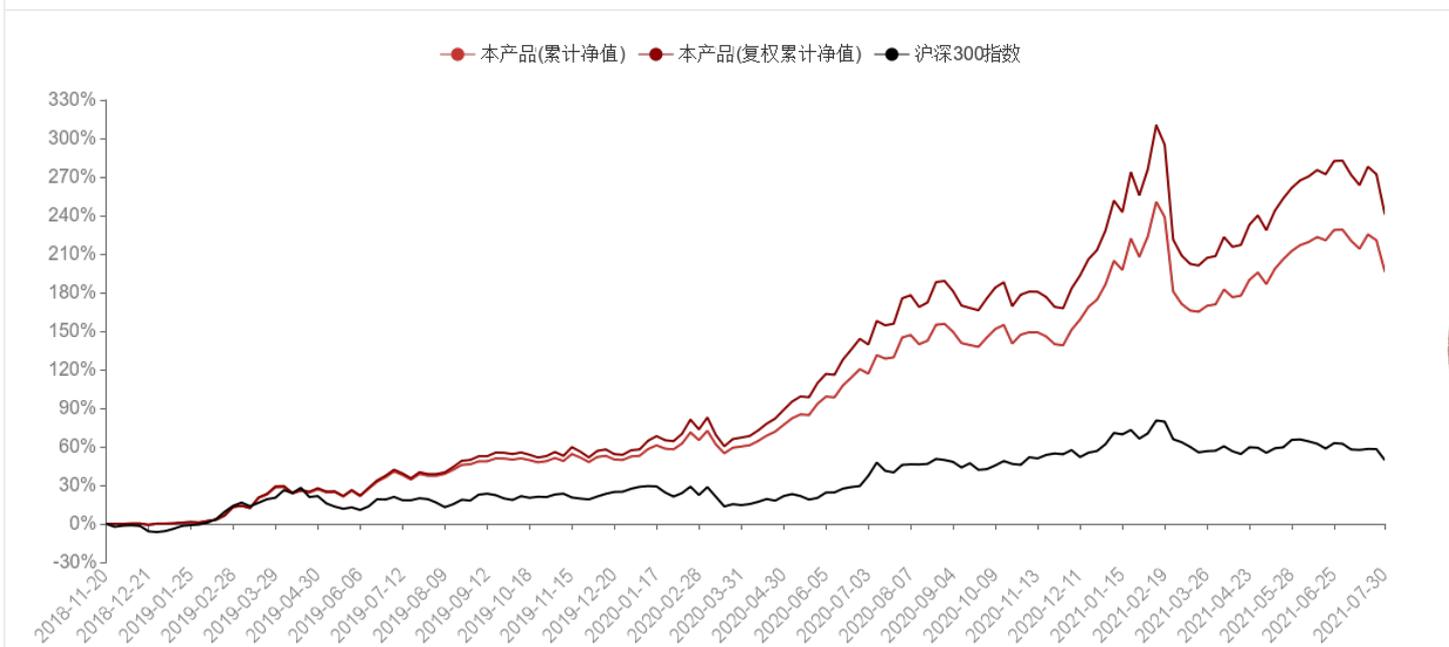
投资目标

在深入研究的基础上构建投资组合，在严格控制投资风险的前提下，力求获得长期稳定的投资回报。

产品概要

产品名称	石锋资产大巧2号私募证券投资基金	基金管理人	上海石锋资产管理有限公司
成立日期	2018-11-01	投资起始日	2018-11-20
基金托管人	国泰君安证券股份有限公司	首次/追加申购最低金额	100.0万/10.0万

净值趋势图



业绩指标

7月末最新累计净值	2.9640	7月月度增长率	-10.97%
-----------	--------	---------	---------

与指数对比 (使用复权净值计算)

	近1月	近6月	近1年	成立至今	成立至今年化回报	今年以来
本产品	-10.97%	-4.23%	23.66%	241.05%	56.35%	3.81%
沪深300指数	-7.90%	-10.10%	2.47%	51.44%	16.32%	-7.68%

月度收益率 (使用复权净值计算)

时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度	累计
2021年	8.39%	-9.72%	-3.97%	10.26%	8.03%	4.17%	-10.97%						3.81%	241.05%

石锋资产大巧2号私募证券投资基金2021年07月投资报告

2021年07月

本材料仅供合作机构和持有产品的客户参考阅读，不构成投资建议

时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年度	累计
2020年	4.95%	5.10%	-3.68%	12.90%	11.09%	16.43%	12.91%	4.91%	-4.68%	1.02%	-3.80%	22.58%	108.68%	228.54%
2019年	0.90%	11.95%	14.25%	-1.13%	-1.06%	8.77%	0.91%	7.91%	3.07%	-0.99%	-0.70%	3.70%	57.12%	57.44%
2018年											0.10%	0.10%	0.20%	0.20%

月度观点/市场回顾

●**核心观点：1) 经济阶段性反弹，地产投资或是经济下行的主要风险。**从6月份的数据表现看，经济出现阶段性反弹，从内在驱动因素看，其持续性有所不足，我们继续保持下半年经济回落的判断，其中地产投资或是经济下行的主要风险点；**2) 全面降准释放政策信号，通胀压力或将继续增大。**央行宣布全面降准释放1万亿流动性，从数量和时间节奏上均超出市场预期，释放出较为强烈的政策宽松信号。就降准的各个目的看，解决原材料成本压力问题是政策的主要出发点，但实际效果可能存疑，降准的落地使得市场对于下半年流动性环境担忧趋缓，对于资本市场而言仍是利好；**3) Delta 病毒扩散但致死率较低，预计对经济回升影响有限。**6月中旬以来，全球新增确诊病例出现明显的新一轮反弹，主要原因是Delta 病毒的不断传播，但从死亡率看，英国Delta 毒株的病死率仅为 0.3%，因此我们预计本轮 Delta 病毒的流行对全球经济回升影响有限；**4) 美国通胀非短期现象，警惕美联储提前退出宽松货币政策的风险。**美国6月CPI通胀数据创出08年以来的新高水平，连续三个月超出市场预期，疫情对美国乃至全球经济的影响将是漫长修复的过程。高通胀压力下美联储政策提前结束宽松依然是下半年资本市场可能面临的主要风险；**5) 市场预计保持震荡，中报将成为公司质地的试金石。**政策层面推出全面降准的措施，表明货币当局对经济下行的重视度较高，减缓了市场对下半年流动性趋势收紧的担忧，预计市场短期仍将保持震荡行情。中报业绩表现将更加凸显优质标的对下游的议价能力，后续需要对中报做详细跟踪。

对当期经济数据和市场数据点评

6月份，宏观经济表现较为稳健。剔除基数效应从复合增速看，生产端工业增加值两年复合增速较上月小幅回落，采矿业及制造业生产承压，供给端刚性依然较强，原材料成本压力较大压制制造业生产意愿。需求端看，内需方面，此前表现较强的房地产投资增速出现连续下行，地产调控政策对地产销售的影响逐渐显现，新开工、施工、土地购置等指标较前期有所加快但绝对值上看依然较为低迷。同时，基建和制造业投资本月出现景气度上行，政府债券加速发行带动基建投资增速出现边际修复，原材料成本涨势放缓及海外疫情加剧则为制造业投资回升提供了支撑。消费增速较上月改善，其中汽车消费受到缺芯问题及原材料价格上涨影响成为拖累项，但家电、通讯及多数非耐用品的消费增速明显回暖，或受到 618 促销的影响，对当月消费形成扰动。外需方面，6 月出口增速回升，受到 Delta 病毒传播的影响，我国防疫物资的出口增速再度上升，同时，我国机电类产品、高新技术类产品出口增速仍在上行，表明全球疫后复苏的进程依然保持良好。整体而言，本月宏观经济各项指标当中，出口和制造业投资增速的回升超出市场预期，而地产投资的下行速度和幅度可能是下半年经济运行的主要风险点。

社融数据方面，6月社融增速大幅回升，本月非标融资收缩继续放缓，政府债券发行提速，为社融提供了主要的增量支撑。表内贷款方面，地产调控政策作用仍在显现，居民中长期贷款和短期贷款增速低迷，而企业中长期贷款增速依然保持高位，非标转表内的进程仍在继续，同时制造业投资需求也表现良好。

从海外看，欧美 PMI 数据回升速度放缓，美国 PMI 数据 60.6，较上月回落 0.6，欧洲 PMI 数据 63.4，回升 0.3。同时，海外主要经济体的通胀压力继续上升，6 月美国 CPI 同比增长 5.4%，核心 CPI 同比增长 4.5%，美国通胀数据连续 3 个月超出预期。其中住房和交通依然是美国 CPI 超预期上升的主要原因，疫情好转使得美国酒店、租金分项拉动幅度较大，而汽车缺芯又使得二手车价格显著上行。与此同时，美国就业数据仍未显著好转，6月美国失业率5.9%，较上月上升0.1pct，低迷的就业水平对货币政策形成掣肘。此外，美联储6月议息会议纪要显示，美联储官员普遍认为，未来开始缩减购债规模的时间点将会比预计的更早，但就具体时间及缩减方式美联储内部尚较大的分歧。

石锋资产大巧2号私募证券投资基金2021年07月投资报告

2021年07月

本材料仅供合作机构和持有产品的客户参考阅读，不构成投资建议

市场方面，6月份欧美经济修复放缓，美债收益率回落，市场呈现震荡，道琼斯指数月跌幅0.08%，纳斯达克指数上涨5.49%。美国财政存款的压降为市场注入了大量的流动性，推动成长风格再度演绎。进入7月后，随着美国超预期的通胀数据公布，市场对货币收缩预期逐渐增强，各大指数进入回调阶段。国内方面，6月份市场保持震荡，电气设备领跑市场，但进入7月后，随着全球流动性收缩预期逐渐加强，市场也进入调整阶段。

对未来宏观经济和证券市场的展望

（一）经济阶段性反弹，地产投资或是经济下行的主要风险

从6月份的数据表现看，经济出现阶段性反弹，投资、出口和消费均有增速回升的表现，但从内在驱动因素看，其持续性都有所不足。投资端，本月投资增速回升主要受到基建及制造业投资增速回升的影响，而从中长期看，基建投资面临着政府杠杆率或高及优质项目匮乏的问题，预计回升幅度有限，制造业投资则依然面临着高企的原材料成本压力，在盈利端无法修复的背景下，继续加大资本开支的动力较弱。出口端，出口是去年以来我国修复的重要支撑力量，但下半年将面临出口份额下降的不确定性，及高基数压力，不过考虑到全球经济的修复，出口增速预计回落幅度可控。消费端，本月消费增速的回升受到618购物节的影响，对家电、通讯器材及部分必选消费品形成需求支撑，而从下半年看，中小企业退出带来的中低收入人群收入下降的影响尚未消除，消费增速的持续回升难言乐观。

综合看，经济增长推动项目当中，下半年基建和消费增速大幅回升可能性较低，出口和制造业投资将是主要的经济支撑力量，但两者均有自身的逻辑瑕疵，其力度可能较小。而在此背景下，地产调控政策对地产销售端的影响已经逐渐显现，随着销售增速下行，新开工、施工、土地购置等指标存在回落压力，因此我们继续保持下半年经济回落的判断，其中地产投资或是经济下行的主要风险点。

（二）全面降准释放政策信号，通胀压力或将继续增大

7月9日央行宣布全面降准0.5个百分点，释放长期资金约1万亿人民币。降准原因主要有1)减小国内中小企业成本压力。在原材料持续涨价的背景下，降低企业融资成本以提高企业盈利水平。2)跨周期调节以应对下半年可能出现的经济加速下行风险。3)对冲下半年显著增大的MLF到期压力，引导利率水平走低。4)中美经济周期错配，为应对后续美联储收水预留中国央行的政策空间。本次降准从数量和时间节奏上均超出市场预期，释放出较为强烈的政策宽松信号。

就降准的各个目的看，解决原材料成本压力问题是政策的主要出发点，但同时我们也需要认识到，本轮的大宗材料涨价并非是一轮传统的需求驱动周期，除了需求支撑之外，更多存在的是供给端的问题，近年全球范围上游企业资本开支下降导致供给释放偏刚性，同时疫苗接种进度在资源国偏慢也进一步加剧了短期的供需不匹配问题。而通过降准刺激企业需求非但解决不了原材料供给问题，甚至可能会进一步推升原材料涨价的空间，因此本轮降准的实际作用存疑，预计我国后续的通胀压力可能会进一步增大。整体而言，本次降准的背景较为复杂，但不论怎么说，降准的落地使得市场对于下半年流动性环境担忧趋缓，对于资本市场而言仍是利好，而从中期看，假如通胀率真的再度上行，可能又会引发市场对长期政策更大力度的收缩预期，这一点需要对后续CPI保持跟踪。

（三）Delta 病毒扩散但致死率较低，预计对经济回升影响有限

6月中旬以来，全球新增确诊病例出现明显的新一轮反弹，主要原因是Delta病毒的不断传播，Delta病毒是迄今为止发现最具有传播性的变种，且感染后容易出现重症病例。美国新增确诊从7月初的日均1万多上升到7月22日的日均近7万水平，7月21日美国疾控中心表示，其中83%的患者感染的是Delta病毒；英国新增确诊从6月中旬的1万左右上升到7月中旬4万以上的水平，6月11日英格兰公共卫生署即表示新增病例99%均为Delta病毒；发展中国家如印度尼西亚、南非、墨西哥均有出现疫情的明显反弹。

但值得注意的是，从死亡率看，英国Delta毒株的病死率仅为0.3%，远低于去年冬季英国第二波疫Alpha变种2%的死亡率，疫苗的大规模接种降低了新冠的致死率，英国政府也在7月19日宣布全面解封，因此，我们预计本轮Delta病毒的流行对全球经济回升影响有限。

（四）美国通胀非短期现象，警惕美联储提前退出宽松货币政策的风险

石锋资产大巧2号私募证券投资基金2021年07月投资报告

2021年07月

本材料仅供合作机构和持有产品的客户参考阅读，不构成投资建议

美国6月CPI通胀数据创出08年以来的新高水平，连续三个月超出市场预期，年初以来美联储对外口径表示通胀是短期的，当疫苗接种率提高之后，供给端的瓶颈会逐步打开。但从目前的状况来看，疫苗在发展中国家的接种速度明显偏慢，导致大宗材料供给端释放进度较慢，同时美国劳动力短缺现象却越发严重，带来通胀水平的居高不下。往后看，疫情对美国乃至全球经济的影响将是漫长修复的过程，以美国为代表的发达国家的通胀叠加众多发展中国家的滞胀组合或将持续较长时间。

对于美联储而言，当前面临着较强的两难境地，一方面是劳动力成本高使得就业恢复慢，同时Delta 病毒蔓延也增加了市场情绪的不稳定性，实体经济修复进入放缓阶段。另一方面，通胀压力在逐渐增大，又对美联储货币收缩提出了要求。6月FOMC会议纪要显示了部分联储官员对尽快开启Taper的讨论，同时随着美国财政存款压降在7月结束，美债收益预计将逐渐回到上升通道当中。虽然当前美联储对就业的关注度高于通胀，但高通胀压力下美联储政策提前结束宽松依然是下半年资本市场可能面临的主要风险。

（五）市场预计保持震荡，中报将成为公司质地的试金石

6月份在经济表现尚好的背景下，政策层面推出全面降准的措施，表明货币当局对经济下行的重视度较高，在美联储尚未收缩，国内通胀压力较低的契机下，率先进行跨周期的调节，减缓了市场对下半年流动性趋势收紧的担忧。但同时，我们也需认识到，当前货币政策也并非全面快速转向，MLF利率仍维持原位，政策对经济下行做了提前对冲，但也正因为提前了，因此后续宽松政策的继续跟进可能较慢，预计市场短期仍将保持震荡行情。

对于个股而言，从另一方面看，二季度原材料成本的高涨压力也为我们筛选优质标的提供了较好的观察窗口，中报业绩表现将更加凸显优质标的对下游的议价能力，后续需要对中报做详细跟踪。

未来操作思考

虽然经济数据显出了疲态，但是7月份的降准给投资带来了明确的信号，更加确定市场进入了震荡格局，但是市场震荡也不代表着容易赚钱，因为和总量相关的公司压力会明显加大，机会多来自结构性。

上市公司的中报进入密集的披露期了，今年的二季报还是值得花更多的精力去研究，要去观察在中国罕见的类滞胀经济状态下，各类公司不同的经营表现，挑出真正优秀的公司。

