

石锋资产大巧2号私募证券投资基金投资报告

2021年09月

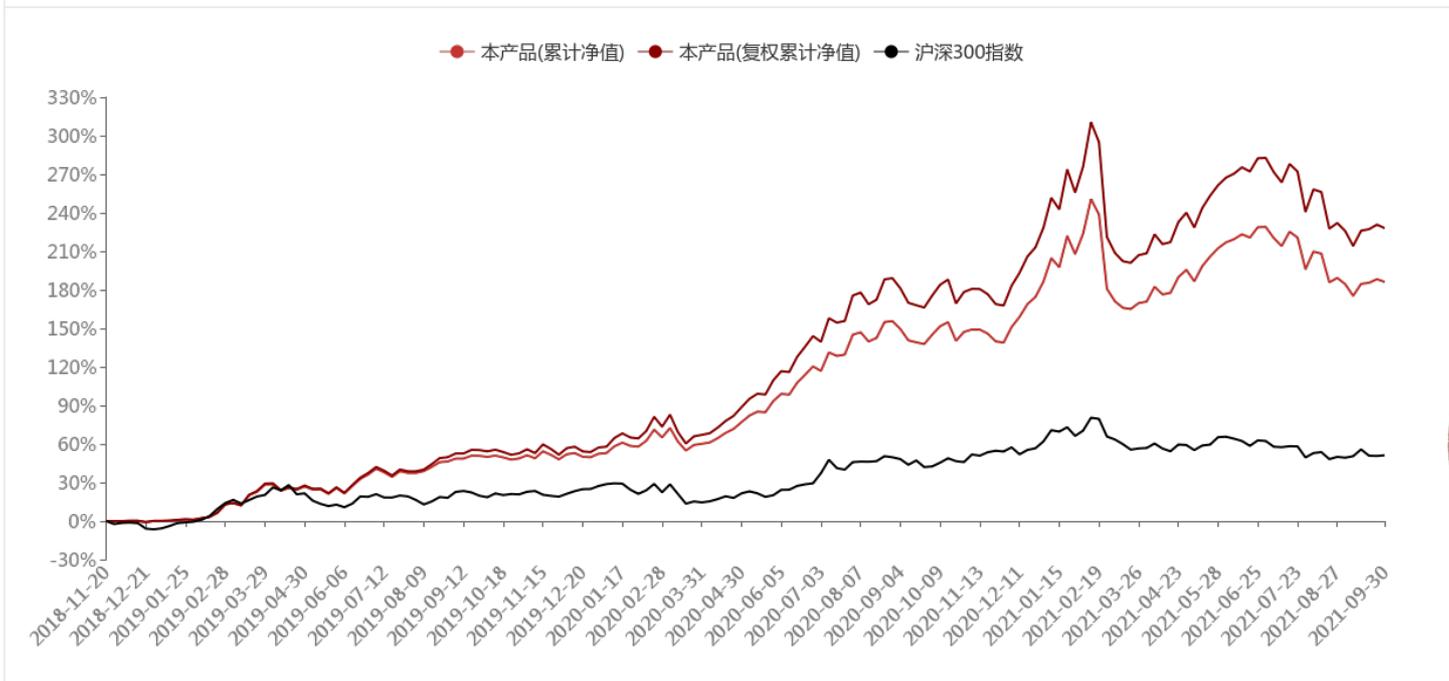
本材料仅供合作机构和持有产品的客户参考阅读，不构成投资建议



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	100.0万/1.0万

净值趋势图



业绩指标

9月末最新累计净值	2.8640	9月月度增长率	0.67%
-----------	--------	---------	-------

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	0.67%	6.33%	19.03%	228.28%	50.35%	-0.08%
沪深300指数	1.26%	-3.60%	6.08%	53.17%	15.75%	-6.62%

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%	-4.38%	0.67%				-0.08%	228.28%
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%



客服电话: 021-61093233
客服邮箱: sales@shifengamc.com

公司网站: www.shifengamc.com
公司地址: 上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼1001室

微信公众号: 石锋资产

免责声明: 本报告为保密资料, 未经书面许可, 不得转载、转发或用于其他商业用途。本报告不是金融产品要约, 亦非对交易的确认。本报告所载数据信息取自管理人内部绩效分析系统, 仅供参考, 本公司对其准确性、完整性及适当性等不作任何担保。产品过往业绩并不预示其未来表现, 亦不作为其他产品业绩表现的保证。市场有风险, 投资需谨慎。

石锋资产大巧2号私募证券投资基金投资报告

2021年09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
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%

组合配置

股票行业配置



1. 图表默认显示持仓比例最高的前10行业；2. 股票行业类别采用申万一级行业及港股行业分类标准。

月度观点/市场回顾

核心观点

1. 经济失速风险上升，地产和消费将是四季度经济维稳的主要变量。8月经济持续回落，仅存尚有亮点的出口增速背后也存在着台风天气的扰动。四季度上游大宗原材料价格预计仍将保持高位，基建投资、制造业投资回升乏力，未来地产的下行幅度以及消费能否企稳将是经济维稳的主要变量，核心还是在于提高中低收入人群的消费能力；

2. 经济转型与稳增长再平衡，货币宽松逻辑预计仍将演绎。7月份以来，政府出台多项监管政策，在加速推进经济转型的同时，也造成了上游原材料价格上涨的压力，当前经济压力凸显的背景下，政策的重点短期内可能会更多转向稳增长层面。同时，不论是转型去杠杆还是稳增长需求，其实都对货币宽松存在着一致诉求，以守住不发生系统性风险的底线；

3. 美国经济韧性仍存，预计美联储11月开启Taper。从全球来看，美国经济依然是表现最为强势的一方，服务业消费开始接棒实物消费成为经济回升的主要推动力量，预计美国经济仍将保持韧性。市场普遍预期美联储将在11月份实施Taper，并且2023年将逐步实施加息政策，我们仍需警惕Taper对资本市场造成的扰动影响；

4. 市场预计震荡偏弱，政策窗口仍需等待。当前内有政策频繁出台扰乱了市场预期，外有美联储释放Taper信号引发资金回流的影响，预计三季度中下游企业盈利可能会更为承压，因此短期市场或仍将震荡偏弱。与此同时，我们也需要对10-11月的政策窗口期保持关注，若经济下行的压力带来政策导向的修正，届时市场板块将出现新一轮的轮动。

对当期经济数据和市场数据点评

8月份，宏观经济继续加速下行，工业生产、消费数据持续回落，投资增速回升，但主要系7月份的基数较低所致。各大经济指标



客服电话: 021-61093233

客服邮箱: sales@shifengamc.com

公司网站: www.shifengamc.com

公司地址: 上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼1001室

微信公众号: 石锋资产

石锋资产大巧2号私募证券投资基金投资报告

2021年09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

当中，仅有出口增速景气度依然较高，成为当前经济的唯一亮点。具体数据看，生产端工业增加值两年复合增速5.4%，较上月回落0.2pct，其中电力燃气行业增速下滑为主要拖累项。能耗双控背景下，部分省市出现限电现象，同时煤价上涨进一步对电厂正常经营造成影响。此外，大宗原材料大幅上涨的背景下，制造业也面临较大的生产经营压力，拖累整体工业生产增速。需求端看，地产投资数据本月出现加速下行，地产政策的收紧对销售及投资两端都造成了较大的压力，叠加恒大事件的发酵，房地产市场迅速转冷。从第二批集中供地的情况来看，溢价率下行，流拍率上升，今年1-8月份土地购置面积同比下滑10%，或将对来年地产建安投资造成冲击。此外，本月的基建数据低位回升，政府债券发行提速，基建类支出回升，但整体景气度依然较低。消费方面，本月社零增速出现大幅回落，或与疫情防控升级有关，但本次线上消费增速并未随着疫情升级出现同步回升，显示消费修复的内生动力较差。外需方面，8月出口增速回升，7-8月份出口增速波动或受到台风“烟花”的影响，7月下旬沿海部分口岸短期封港，积压的货物集中在8月出口，拉高了8月出口增速。结构上看，防疫物资、机电类产品、高新技术类产品的出口增速均有回升。整体而言，本月宏观经济各项数据当中，消费和地产的下行最为显著，尤其是地产投资的下行速度和时间跨度可能会超出市场预期，这也是四季度乃至明年经济运行的主要风险点。

社融数据方面，8月社融增速回升，主要系非标收缩放缓及政府债券集中发行的影响，另外低利率的融资环境也使得企业债券融资放量。表内贷款方面，地产调控对居民短期及中长期贷款的压制作用进一步显现。并且企业中长期贷款增速也在持续走弱，原材料价格持续上升，地产基建投资的需求又在下行，企业资本开支动力持续下行。

从海外看，欧美PMI数据表现有所分化，美国PMI数据59.9，较上月回升0.4，欧洲PMI数据61.4，回落0.6。同时，海外主要经济体的通胀压力继续高企，8月美国CPI同比增长5.3%。美国经济在全球看仍一枝独秀，7-8月份失业率水平也在逐步改善，美联储最新议息会议首次更新了有关缩减资产购买（Taper）指引。市场预计11-12月正式开启Taper，直至2022年的7月左右结束，并且提前了加息预期，多数美联储官员预计2023年之前将开始加息。

市场方面，8月份美国经济继续修复，美债收益率小幅回升，市场震荡上行，道琼斯指数月涨幅1.22%，纳斯达克指数上涨4.00%，双双创出历史新高。进入9月后，美国就业数据加速恢复，通胀数据居高不下，美联储缩减购债规模预期升温，使得市场震荡回落。国内方面，8月份经济数据下滑，市场表现板块轮动，上游资源品在涨价因素驱动下相关个股大幅跑赢市场。9月后各省限电政策频出，公共事业板块领跑。

对未来宏观经济和证券市场的展望

（一）经济失速风险上升，地产和消费将是四季度经济维稳的主要变量

从8月份的经济数据看，整体经济持续加速下行，仅存尚有亮点的出口增速背后也存在着台风天气的扰动。本月份经济的运行仍受到疫情防控升级的影响，对于消费行业，尤其是线下消费及服务行业的影响相对较大，但线上消费增速并未同步回升也显示了当前消费的内生增速的疲软。同时，地产政策维持高压态势，行业施工及销售两端融资受到双重挤压，房企经营压力进一步凸显。叠加恒大事件的发酵，对行业预期产生了重大的影响，进而也传导到了土地市场的交易，第二批集中供地的热度大幅下降，后续预计又将反过来影响明年地产的投资及销售，形成恶性循环。此外，基建投资、制造业投资回升乏力，企业中长期贷款增速已经出现明显回落，上游原材料大幅上涨，下游需求又不明朗，企业端的资本开支并没有较强回升的动力。出口方面四季度则将面临贸易份额下降及去年同期的高基数压力，经济失速风险逐步上升。

展望四季度看，政府对于推进双碳政策的定力依然较高，预计上游大宗原材料价格易涨难跌，制造业、基建投资难有持续回升基础，因此，四季度地产的下行幅度以及消费能否企稳将是经济维稳的主要变量，核心还是在于提高中低收入人群的消费能力，还需要进一步等待政策推进。

（二）经济转型与稳增长再平衡，货币宽松逻辑预计仍将演绎

7月份以来，政府出台多项监管政策，涉及目标广泛，包括反垄断、碳中和、地产去杠杆、共同富裕、能耗双控等，经济结构转型



客服电话: 021-61093233

客服邮箱: sales@shifengamc.com

公司网站: www.shifengamc.com

公司地址: 上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼1001室

微信公众号: 石锋资产

石锋资产大巧2号私募证券投资基金投资报告

2021年09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

全面加速。但与此同时，这些政策也造成了上游材料价格暴涨、下游需求持续承压的问题，尤其是8月的经济数据，体现当前经济下行或存在失速的风险。稳增长与经济转型本身属于相互掣肘的关系，当前经济压力凸显的背景下，四季度关于经济转型的政策或将有所边际放松，政策的重点短期内可能会更多转向稳增长层面，我们需要更多关注10-11月的政策窗口期，等待政策预期的明朗。但同时我们也需要关注，经济转型作为我国经济下一阶段的发展目标，依然是长期趋势，经济潜在增长中枢未来预计仍将下移。

当前政府目标具备多重特征，但不论是转型去杠杆还是稳增长需求，其实都对货币宽松存在着一致诉求，以守住不发生系统性风险的底线。9月公布的MLF数据也显示了当前货币政策正在逐渐转向边际放松态势，在通胀压力可控的背景下，货币宽松的逻辑预计仍将持续。

（三）美国经济韧性仍存，预计美联储11月开启Taper

从全球来看，美国经济依然是表现最为强势的一方，随着疫情发酵及亚马逊促销虹吸效应影响逐步消退后，8月份零售数据环比再度回升，也表明了7月份美国零售数据不及预期仍是暂时性因素所主导。并且从结构上看，美国服务业接棒实物消费趋势明显，8月美国实物消费环比连续四个月回落，实物消费随着财政补贴刺激效应减弱而逐渐回落。而与此同时，服务消费较7月份回升，由于服务消费对美国经济的托底作用较强，美国经济韧性仍存。

经济稳定，就业修复加速，通胀高企背景下，市场普遍预期美联储将在11月份实施Taper，并且2023年将逐步实施加息政策。而在国内外经济和政策周期错配的背景下，一旦美联储政策转向紧缩，将对当前复杂的国内环境造成进一步的压力，尽管货币当局多次强调国内政策的抉择是“以我为主”，但我们仍需警惕Taper对资本市场造成的扰动影响。

（四）市场预计震荡偏弱，政策窗口仍需等待

上月我们曾指出，当前内有政策频繁出台扰乱了市场预期，外有美联储释放Taper信号引发资金回流的影响，因此市场不存在持续上涨基础。从本月情况看，这两项压制因素依然存在，尤其是能耗双控背景下，上游大宗原材料出现了进一步上涨，预计三季度中下游企业盈利可能会更为承压，因此短期市场或仍将震荡偏弱。与此同时，我们也需要对10-11月的政策窗口期保持关注，当前经济已经出现加速下行态势，若经济下行的压力带来政策导向的修正，稳增长与经济转型将迎来再平衡的过程，届时市场板块或将出现新一轮的轮动。

未来操作思考

宽松的流动性以及大类资产的转移，让A股市场难以出现大的系统性风险，整个市场必然还是结构性的机会和结构性的风险并存。

8月份以来，国内的各项能源政策带来了上游行业价格的大幅波动，这在一定程度上扰乱了整个经济的正常运行，一方面导致各行各业的成本迅速上升，另外一方面导致了整个社会的总需求加速下行。但是我们认为不合理的状态都是不能持续的，我们依然认为未来下游需求的恢复以及上游成本的下降，将给市场带来结构性机会。



客服电话：021-61093233

客服邮箱：sales@shifengamc.com

公司网站：www.shifengamc.com

公司地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼1001室

微信公众号：石锋资产