

山证汇通启达1号集合资产管理计划

2023年第4季度年度资产管理报告

一、重要提示

本报告依据《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》、《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法（试行）》、《集合资产管理计划资产管理合同内容与格式指引（试行）》以及《单一资产管理计划资产管理合同内容与格式指引（试行）》有关规定制作。

管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用山证汇通启达1号集合资产管理计划（以下简称“本集合计划”）资产，但不保证本集合计划一定盈利，也不保证最低收益。

本报告未经审计。

管理人保证本报告书中所载资料的真实性、准确性和完整性。

本报告书中的内容由管理人负责解释。

二、管理人履职报告

（一）投资经理简介

郁莹，上海财经大学资产评估学硕士，中国注册会计师专业执业资格，7年证券从业经验，历任山西证券资管固收部资深信用研究员、债券投资经理助理、债券投资经理，现任山证资管资产管理固定收益部投资经理。对于宏观利率走势和固定收益市场具有深刻理解，具备完善的财务会计和资产评估基础，擅长信用债价值挖掘和资产组合管理。已取得基金从业资格，最近三年未受到监管机构采取的重大行政监管措施和行政处罚。

（二）投资经理履职报告

经济增长：9月阶段性高点过后，四季度制造业PMI逐月下行，但生产指标强于新订单。需求结构上，外需强于内需。8-11月出口同比增速明显回升并于11月转正，一方面与美国经济韧性有关，另一方面，出口价格转为上行。内需而言，消费方面，8-10月政策发力、外需偏强、节假日刺激等因素的共同作用下，商品消费修复斜率加快，但11月再度回归服务强而商品弱的格局。地产方面，政策放松带动9-10月销售回暖，但外生刺激效果减退后，地产销售快速回落；5月以来地产投资低位徘徊。下半年基建投资保持稳定，但资金来源制约下明显弱于上半年，制造业投资保持韧性。总体看，内需修复的持续性有待增强。究其原因，当前地产低景气、疫情疤痕效应、地缘政治变化、新动能仍需培育的宏观大背景下，微观主体信心有待提升。

展望24年，伴随美国制造业PMI的底部爬升以及联储降息周期的开启，出口料将回升；近年来由出口驱动的制造业投资也将进一步上行；消费信心偏弱、价格上涨幅度有限、基数走高的情况下，消费大概率有所回落；如果地产政策没有进一步放开且“三大工程”规模有限，地产投资难以明显改善；地产不确定性较大的情况下基建仍需发力，但囿于地方财力制约以及化债背景，基建不会明显强于23年。预计24年延续温和复苏的趋势。

通胀：PPI及PPI生产资料自6月触底后总体回升，而生活资料却仍在探底。究其原因：第一，下半年稳增长政策发力，带动原材料工业和加工工业的补库、原材料（特别是黑色系）的涨价，而对下游刺激有限，多数下游行业仍在去库；第二，下游行业与中上游相比产能相对过剩（表现为下游产能利用率低于中上游），进而压制价格；第三，价格的上下游传导本身存在时滞。展望24年，基数支撑下PPI的上升趋势大概率能持续到二季度末，但下游结构性产能过剩问题可能影响回升幅度；下半年PPI的走势取决于国内经济的修复程度以及美国降息的时点。

23年核心通胀低位震荡为主，供需两方面均存在制约因素。供给端，工业下游产能偏充裕对于终端消费品价格有影响，劳动力供给也恢复较快；需求端，从服务业PMI新订单看，23年看似强劲的服务业需求实际上也是弱于武汉疫情后的。展望24年，猪肉方面，当前猪肉产能（能繁母猪）虽在持续去化，按照历史规律明年猪肉价格可能存在一定上涨空间，但去化速度缓慢，猪价上涨空间预计不大。

核心CPI方面，根据M1对服务CPI的领先性，当前位置已经处于本轮服务价格的顶部区间，未来上涨空间不大，且明年二季度开始将持续回落。核心商品价格受益于上游价格回升的传导，但产能偏充裕，价格上升幅度预计有限。

政策：四季度增发万亿国债以及调升赤字率后，市场预期“大财政”时代回归，普遍认为两会赤字率目标将高于3%。然而我们对此持保留意见：第一，中央经济工作会议提出的财政总基调为“适度加力、提质增效”，相比22年中央经济工作会议的“加力提效”而言，强力刺激的政策态度不明显，而更注重提高政策效果和调结构。第二，增发一万亿国债工作量将主要体现在24年，财政再次大幅加码的必要性不高。第三，如果经济超预期走弱，依然可以灵活采用年中增发国债的方式加码财政。

货币政策而言，参考中央经济工作会议，我们认为24年结构性工具将在科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业、数字经济等方面加力。总量政策方面，降准且降息是大概率事件：第一，“促进社会综合融资成本稳中有降”的应有之义；第二，“增强宏观政策取向一致性”要求明年货币政策配合政府债发行和化债进程，若政府债发行前置，一季度大概率降准落地。

后续重点关注：第一，降息时点。四季度经济走弱、12月存款利率调降、历史上1月份总量货币政策往往发力，当前市场预期1月份政策利率调降就将落地，我们也认为如此。第二，1月议息会议。由于12月议息会议意外“转鸽”，市场预期联储降息最早始于3月。我们认为短期内美国经济数据仍维持韧性，1月会议上难以进一步释放“鸽派”信号，3月降息也过早。第三，专项债提前批发行规模与地区分布。我们认为24年专项债提前批规模与全年新增专项债额度与23年相差不大，一是地方政府债务负担已经很大；二是，“对于债务负担相对较重的地区，严格控制新增政府投资项目”预示债务负担较重的地区新增专项债额度也有限；三是，中央对地方的转移支付客观上降低了地方政府举债的必要性。

债券市场：我们认为24年长端利率波动减小，中枢下行。24年基本面和资金面相较23年更加平稳：基本面看，24年不存在类似今年疫情放开后的爆发式增长，进而环比明显下滑出现的概率也较低。资金面看，第一，24年追求信贷总量的迫切性下降，信贷投放节奏预计更加平稳；第二，“宏观政策一致性”预示政府债

发行压力较大时，央行将提供流动性支持；第三，汇率压力边际缓解。因此长端利率波动减小。根据上文的分析，24年经济依然是“弱修复”，外加降息是大概率事件，24年利率中枢应当有所下行。

短期内，12月新一轮存款利率调降预示政策利率降息并不遥远，外加11-12月央行连续天量续作MLF显示呵护资金面的态度，短期内长端预计偏强震荡为主。

三、资产管理计划投资表现

截至2023年12月31日，启达1号资产净值138,033,911.29，债券投资149,675,746.67，债券投资占净值108.43%。

四、资产管理计划投资组合报告

报告期末按市值占集合计划资产净值比例大小排序的前十名证券明细

山证汇通启达1号集合资产管理计划__专用表

数据截止日期：2023-12-31

序号	证券代码	证券名称	数量	市值（元）	占组合净值比例（%）
1	114721	23 贵溪 01	100,000.00	11,022,986.30	7.99
2	251217	23 东楚 04	100,000.00	10,356,564.38	7.50
3	196980	21 濮阳 03	100,000.00	10,282,150.69	7.45
4	252156	23 濮阳 D1	100,000.00	10,255,120.55	7.43
5	127049	希望转 2	79,328.00	8,283,549.30	6.00
6	251991	23 商古 04	70,000.00	7,193,641.10	5.21
7	113056	重银转债	60,960.00	6,236,283.16	4.52
8	194491	22 西港 02	50,000.00	5,369,746.58	3.89
9	194734	22 西港 05	50,000.00	5,356,801.37	3.88
10	162953	20 金洲 01	50,000.00	5,335,182.19	3.87

五、资产管理计划运用杠杆情况

启达1号杠杆为109.40%，符合合同及监管规定。

六、资产管理计划支付的管理费、托管费、业绩报酬等费用的计

提基准、计提方式和支付方式

（一）管理费

启达 1 号应给付管理人管理费，管理费的年费率为 0.4%，管理人的管理费自本计划成立起，每日计提，逐日累计，每季度支付一次。

（二）托管费

启达 1 号应给付托管人托管费，托管费的年费率为 0.01%。托管人的托管费自本计划成立起，每日计提，逐日累计，每季度支付一次。

（三）业绩报酬

无业绩报酬。

七、资产管理计划投资收益分配情况

报告期内，启达 1 号未进行收益分配。

八、投资经理变更、关联交易等涉及投资者权益的重大事项

启达 1 号于 2023 年 11 月 2 日发布了《山证汇通启达 1 号集合资产管理计划调减管理费的公告》，管理人将原 0.5%/年的管理费率调整为 0.40%/年，该费率调整生效日为 2023 年 11 月 3 日。

启达 1 号于 2023 年 12 月 26 日发布了《山证汇通启达 1 号集合资产管理计划调减管理费的公告》，管理人将原 0.4%/年的管理费率调整为 0.30%/年，该费率调整生效日为 2024 年 1 月 10 日。

投资者对本报告书如有任何疑问，可咨询管理人客户服务电话 0351-95573、95573。

山证（上海）资产管理有限公司

2024 年 1 月 26 日

