

山证汇通启睿 105 号集合资产管理计划

2024 年第 2 季度资产管理报告

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睿105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

范丽晖女士

复旦大学经济学学士、复旦大学经济学硕士，10年证券从业经验，曾任上海光大证券资产管理有限公司研究部信用研究主管、固定收益部投资经理、山西证券股份有限公司资管固收部投资经理，现任山证资管固定收益投资部投资经理。具备较强的宏观和信用债研究能力，以及较为成熟的固定收益资产投资框架，擅长组合管理和信用债投资，投资风格稳健。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

2024 年上半年，在新旧动能转换以及债券供需结构失衡之下，“资产荒”

持续演绎，债市整体走强。且随着利率不断创新低，市场久期偏好相应抬升，对应看到长债及超长债表现更为强劲，总体来看 1-2 月债市利率呈现宽幅下行，10Y 国债收益率一度触及 2.26%。但 3 月以来，“资产荒”演绎深化的同时，受政府债供给放量担忧、监管多次提示长端风险、叠加地产政策出台等多因素的扰动，市场情绪开始趋于谨慎，10Y 国债收益率两次触底反弹，整体步入到横盘震荡的格局，围绕 2.30% 中枢波动。

今年以来债市持续走强背后的驱动逻辑，关键有两点：（1）当前经济处于新旧动能转换阶段，在此背景下，实体经济和金融市场均存在较明显的供需错配，催化债市利率中枢下移。（2）今年以来经济波浪式修复之下，债市对基本面数据一定程度呈现“脱敏”，而供需节奏错位之下，“资产荒”的逻辑主线得到进一步强化。另外，今年而言，机构行为的影响愈发凸显，一季度极致“卷久期”带动长端及超长端利率持续突破下行，4 月以来在手工补息被禁之下，存款搬家、资金流向非银，进一步加剧“资产荒”，推动中短端行情走强。总结来看，上半年在基本面波浪式修复、供给缺位、非银资金充裕之下，债市演绎极致“资产荒”，这当中，信用债总体跑赢利率债，城投二永表现亮眼，各品种收益率及利差均压降至极低水平，债市进入到全面低利率的阶段。

市场展望：

展望下半年，宏观经济总体格局为总量平稳修复，价格温和抬升。地产方面，随着 517 地产新政出台，短期内地产供需或受边际提振，下行斜率或放缓企稳，但整体仍属放松约束的兜底性政策，长期效果或仍需政策进一步出台配合。年内来看，地产投资增速整体或呈现“L 型”筑底。基建方面，随着专项债发行提速与特别国债陆续发行使用，以及去年增发国债开工项目的推进也将继续带来一定投资增量，资金效应将在下半年集中体现，对基建投资形成提振，预计今年基建投资韧性仍较强。制造业投资，下半年在外需带动、设备更新政策支持延续之下，制造业投资仍具一定韧性，但能否维持强势还取决于“盈利回暖—产能利用率回升—企业补库”的正向循环能否启动。消费方面，下半年在暑期出行高峰到来，“以旧换新”政策引导下，消费或迎稳步修复，但幅度不宜高估，消费潜能的有效释放仍待通胀预期升温、居民收入预期和消费倾向的回暖。外需角度，在全球制造业需求回升、美国库存见底、海外降息周期开启、叠加价格修复和去年低基

数影响之下，预计下半年国内出口延续平稳上行，但美国对华加征关税或对国内出口节奏有所扰动。综合来看，在出口增长仍有支撑、基建和制造业投资仍具韧性、消费稳步回暖之下，经济内生动能有望进一步修复，我们预计下半年 GDP 实际增长环比将较为平稳，全年有望实现 5% 以上增速，价格方面预计也将呈一定积极信号，名义增速或迎温和抬升。

货币政策主基调延续精准有效，关注海外降息节奏。稳增长诉求下，货币政策整体取向仍将延续精准有效。从降低实体经济融资成本、刺激有效需求的角度看，年内降息仍有可能，但内外均衡考虑下，空间和节奏仍需进一步观察。

供需格局角度，“资产荒”继续，但欠配压力或有缓解。供给端来看，预计政府债供给节奏总体较为平滑均匀，高峰或落在三季度，而实体融资需求整体仍偏弱之下，信用债供给上量仍较困难。关键在于需求端：（1）银行：随着供给放量，需对应关注银行负债端压力对其债券承接能力的约束影响。（2）保险：保险持续加大对超长债的配置力度，其背后一定程度反映保险对于长久期高收益资产的需求。下半年政府债供给放量之下，预计保险仍能为需求端提供托底支撑。

（3）理财：“手工补息”被禁影响或有边际弱化，但考虑到理财通常于下半年进行冲量，其规模增长仍有支撑，将继续驱动理财配债，季末理财回表或有阶段性扰动，但对债市总体扰动预计有限，整体来看理财资金或仍保持在较强配置区间，支撑中短债行情。（4）基金：在经历上半年较为极致的“资产荒”行情过后，对基金而言，信用下沉等传统投资策略有所“失效”。下半年“资产荒”预估延续演绎，但基金配债情绪或较上半年有所减弱。

综上分析，展望下半年，宏观图景和政策发力若无超预期变化，对应经济修复延续波浪式运行、资金面维持平稳均衡、机构欠配压力仍强，在此情形下，预计债牛未尽，但扰动因素增多，重点关注实体融资需求、地产领域、以及价格信号等方面的边际变化。

债市策略：

三季度而言，随着二季度名义经济增速开始抬升，预计市场将对此有所定价，且三季度政府债供给进一步提速之下，债市“资产荒”将有一定缓解，叠加 7 月三中全会召开，或一定程度提振市场风险偏好，总体来看，三季度债市利率整体或延续区间震荡格局。四季度而言，随着政府债供给高峰逐步退去，供给压力

进一步减弱，财政支出加速也将补充流动性，若人民币汇率企稳、美联储降息落地，还将进一步打开国内降息空间，且机构在年末往往“抢跑”行情，综合来看，四季度债市面临的环境或将好于三季度，债市利率或仍有进一步下行空间。

当前的投资策略或需更加注重博弈收益与安全性之间的平衡，低风险主体拉久期，中短久期做下沉，激进策略寻票息不可取，久期、下沉、品种挖掘中需攻守有道。城投债和金融债方面，发达区域可拉长久期，资质相对偏弱的主体可在控制久期的基础上适度下沉，关注券商和保险次级债潜在放量后的投资机会等；产业债方面仍需精耕细作，优选处于修复通道的央国企产业债。

三、资产管理计划投资表现

截至 2024 年 6 月 30 日，受托规模为 158974956.98 元，净值规模为 190045152.07 元。本计划主要投资于交易所及银行间市场的债券、A 股权益资产和基金，债券投资占计划资产净值的 133.48%，股票投资占计划资产净值的 0.39%，基金投资占计划资产净值的 8.14%。持仓债券类型主要为公司债、中票、短融，债券资产以城投债为主，流动性较好。

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

山证汇通启睿 105 号集合资产管理计划__专用表

数据截止日期：2024-06-30

序号	证券代码	证券名称	数量	市值（元）	占组合净值比例（%）
1	032280811	22 济源投资 PPN002	140,000.00	14,762,135.52	7.77
2	032380911	23 鲁中投资 PPN001	100,000.00	11,066,114.75	5.82
3	032300494	23 大足工业 PPN002	100,000.00	11,040,224.04	5.81
4	177647	21 宁建 01	100,000.00	10,880,493.15	5.73
5	032200232	22 水发物流 PPN001	100,000.00	10,806,721.31	5.69
6	251356	23 般阳 02	100,000.00	10,756,520.55	5.66
7	102382774	23 山西建投 MTN006	100,000.00	10,740,306.01	5.65
8	167254	20 景旅 01	100,000.00	10,594,054.80	5.57
9	032191460	21 合川投资 PPN003	100,000.00	10,573,278.69	5.56
10	253573	24 峨眉 01	100,000.00	10,512,739.73	5.53

五、资产管理计划运用杠杆情况

启睿 105 号杠杆 147.11%，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

启睿 105 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

启睿 105 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、管理计划投资收益分配情况

报告期内，本集合计划无收益分配事宜。

八、投资经理变更、关联交易等涉及投资者权益的重大事项

报告期内，本集合计划投资经理由朱雨荷、范丽晖变更为范丽晖，变更生效日为 2024 年 4 月 15 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 95573、0351-95573。

山证（上海）资产管理有限公司

2024 年 7 月 26 日

