

山西证券股份有限公司关于《山西证券超短债债券型证券投资基金2022年第四季度报告》的更正公告

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）已于2023年1月19日在规定媒介刊登了《山西证券超短债债券型证券投资基金2022年第四季度报告》，现对报告中“4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析”文字说明更正如下：

更正前的文字为：

4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析

三季度以来，受地产下行和疫情反复的拖累，经济下行压力有所增大。投资方面，基建投资继续保持较高增速，地产投资增速继续下行，但在保交楼政策下，地产供给端有所回暖。随着后续美联储加息带来的全球经济下行，后续出口有进一步回落的压力。从9月的高频数据看，生产指标多数回升，但二线城市地产销售疲弱，显示经济修复动能依旧不强。

工业生产：缓慢修复。1-8月工业增加值累计同比3.6%，与6月相比，8月当月生产小幅改善，但部分源于低基数。8月经过季调后的工业增加值绝对金额（通过环比季调推算）较疫情前的3月高1.8%，而2020年6月（武汉全面复工的第三个月）较同年1月（首轮疫情前）高11.2%，说明当前生产的恢复程度偏弱，一方面因为三季度疫情仍有较大规模反复，另一方面受到地产拖累。

消费：疫情冲击减弱。1-8月社零累计同比0.5%，疫情后首次转正；从当月同比看，8月读数仅次于2月为年内次高值，但主要因为去年同期南京封城造成基数较低。疫情对消费的冲击或许正在逐步减弱，第一，今年8月环比明显好于去年同期；第二，今年二季度更多消费占比未较一季度回落；第三，8月10城地铁客运量未受到如去年同期一般的明显影响。虽然疫情仍然显著抑制社零修复的高度，但在政策支撑、低基数、地产对消费的挤出减弱、居民不断适应常态化防控的情况下，消费大幅下滑的可能性较小。

固定资产投资：结构分化。1-8月份，固定资产投资增速为5.8%，地产、制造业和基建（不含电力）投资累计同比分别为 -7.4%、10.0%和8.3%。

基建投资：年内保持高增速。6-9月，沥青开工率持续上行，表明实物工作量逐步加快。与此对应，基建投资也在复工复产后持续回升。我们认为，近几个月实物工作量加快主要有以下四点原因：第一，按照专项债8月底前用完的要求，大量专项债项目在复工复产后开工；第二，6月底推出的政策性金融工具已于8月底全部落实到项目端，8月底的新增额度也有部分投放完毕；第三，中央向地方派出督导组，行政效率提高；第四，建筑公司订单量持续上升。经过估算，6月底和8月底的两次政策性金融工具大约能够带动基建投资超2万亿，超过去年下半年投资额的20%，预计年内基建投资保持高增速。

地产投资：供给端现好转迹象，需求端下行风险仍存。供给端的改善迹象包括：资金来源方面，整体和各分项当月同比均在8月改善，特别是国内贷款的回升反映出，一方面房企融资渠道有所修复，另一方面贷款利率不断下行使得房企融资需求有所改善；房企行为方面，土地成交连续上行、“保交楼”的要求下竣工面积降幅大幅收窄。我们认为年内地产投资能够在竣工的带动下企稳。地产销售方面，虽然4月以来以回升为主，但7月再度恶化，从高频数据看，9月也有较8月回落的可能，主要因为一方面疫情反复限制线下销售，另一方面居民收入预期偏弱制约地产销售回升斜率。

制造业投资：企业去库压力。8月制造业投资当月同比重回两位数，甚至好于6月，但我们认为后续下行压力将不断加大，主要因为企业库存正处于主动去库周期。后续来看，第一，PPI下行阶段内库存周期往往处于主动去库阶段，由于基数因素明年一季度PPI可能仍处底部；第二，根据新订单对产成品库存的领先性，去库周期至少持续到明年一季度，就算在被动去库阶段制造业投资明显上行的概率也不大。

出口：外需回落不明显，份额和价格韧性。1-8月出口累计同比13.5%，从当月同比看，5-7月保持高增速，而8月大幅回落，但将积压订单从6、7两月金额中扣除并考虑疫情、限电导致的出口份额异常回落之后，8月当月同比并不与6月和7月相差太多，说明近期外需的下行不明显。后续来看，海外激进加息下，外需回落压力越来越大。但份额方面，欧洲份额或难以在今年回到疫情前的水平，因为能源危机使得成本压力居高难下，跟随美联储激进加息也将对欧洲企业生产造成持续影响。出口价格方面，我们发现欧洲PPI与中国出口价格同步，可能因为欧洲商品涨价为中国相应的竞争品出口提供了涨价空间。

货币政策：7月的经济和金融数据显示基本面自发修复的动能不足，央行即刻出手进行对冲。8月15日MLF和OMO利率各下调10bp；8月19日，住建部、财政部、央行等有关部门出台措施，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付；8月22日，1年期和5年期LPR顺势分别下调5bp和15bp。同一天，央行召开信贷形式分析会，要求保持贷款总量增长的稳定性，保障房地产合理融资需求，政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具，尽快形成实物工作量，并带动贷款投放。9月的货币政策主要针对人民币快速贬值的情况，包括下调金融机构外汇存款准备金率、上调远期售汇业务的外汇风险准备金率等。在经济仍然面临较大压力的情况下，预计货币政策将维持稳健偏宽松的状态不变。

财政政策：想要达到“宽信用”的政策目标，除了通过“宽货币”加以配合，重点是要寻找稳经济的抓手。8月24日，国常会再推出19项接续政策，包括增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、5000多亿元专项债结存限额、支持中央发电企业等发行2000亿元债券等。9月14日国常会提出，延长缓税补缴期限（涉及4400亿）、再度新增留底退税（320亿）、专项再贷款支持设备更新改造（2000亿）。

展望四季度，我们认为基本面将延续弱修复趋势。具体来看，消费受到疫情限制难以大幅改善；出口下行压力随外需回落、基数上升而逐步增大，但年内中国份额仍有支撑因此失速风险不大；制造业投资在去库周期中往往表现不佳，但政策托底；地产投资在竣工的带动下筑底后企稳，但明显改善的概率不大；基建是最为确定的“稳增长”抓手，下半年推出的政策性金融工具和专项债限额有望带动基建进一步上行。在经济修复压力仍然较大的情况下，货币政策大概率仍将维持稳健偏宽松状态。

本基金三季度依然采取短久期、票息积累的投资策略，一方面根据不同市场情况动态调整组合久期并保持合适的杠杆水平增厚收益，另一方面在注重流动性、安全性基础上，精选个券，严控信用风险，积极优化配置结构，在较为平稳的市场环境下把握投资机会，保证了低风险基础上的较好回报。

变更后的文字为：

4.4 报告期内基金的投资策略和运作分析

四季度疫情较大规模反复对经济修复带来压力。虽然11-12月防疫持续优化，人员流动限制的明显放松反而导致感染人数增多，对于经

济的冲击较为广泛和深刻。具体看，10-11月PMI连续两月低于50%，生产、消费、制造业投资、地产投资均连续回落，消费甚至连续两月为负，叠加外需回落导致出口下行压力越来越大，经济正处于4-5月后的又一个谷底，为此政策端或者说基建极力对冲，但开工条件明显受到疫情的干扰。短期内，疫情最高峰或伴随春运到来，当前至明年一季度，基本面仍为债市最大支撑。

防疫政策持续优化，但经济或仍然要面临一个过渡期。11-12月防疫持续优化，根据国家卫健委最新的方案，自明年1月8日起，取消入境后全员核酸检测和集中隔离，至此疫情防控政策可以说是全面放开再无掣肘。但参考东亚几个国家和地区开放的经验，短期内经济或仍面临较大下行压力。明年开春疫情缓和后，整体经济或将逐步回归正轨。

地产供给端政策持续优化，但到销售回暖或仍需要时间。11月地产政策进入“保主体”阶段，“三支箭”先后放宽，房企资金链最为紧张的时期已经过去，但地产销售改善缓慢且过程有所反复，房企现金流依然偏紧，中短期内预计房企拿地、投资行为依然较为谨慎。

短期的货币政策呈现稳健偏宽松的基调。11月末央行降准，我们认为有三方面原因：第一，补充流动性水位；第二，稳定因理财赎回负反馈而愈发脆弱的债市信心；第三，对冲疫情导致的基本面下行影响。结合12月MLF超额续作以及央行跨年资金的支持，短期内货币政策呈现稳健偏宽松的基调。

对于明年的货币政策，从中央经济工作会议以及会后各部门的解读看大概率仍将保持友好。中央经济工作会议对明年政策定调为“财政加力，货币有力”，“扩内需”是明年政策的主要目标，对于房地产的定调仍维持，整体未明显超预期，股债市场对于“强预期”的交易均一定程度出清。会后各部门的落实会议以及中财办等的解读对于货币政策的表态更加具体，也更加友好。其中，刘国强副行长的表态最为明确，即明年货币政策力度不能小于今年，需要的话，还要进一步加力。中财办的解读中，也强调了货币政策“力度要够”，诉求是托住总需求。

目前看，通胀暂不构成对货币政策的掣肘。虽然央行在三季度货币政策执行报告中提示通胀风险，但我们认为在核心通胀的拖累下，短期内CPI“破3”的风险较小，PPI在明年上半年由于高基数也将保持在低位。

明年一季度仍需密切跟踪基本面和政策演变带来的机会和风险。第一，疫情演变。基准情形下疫情能够在明年一季度迎来拐点，但不排除入境放开后海外毒株引发更大规模感染以及复阳的可能，从而导致基本面底部徘徊时间超预期。第二，地产需求端政策。刘鹤副总理本月中表示，对于地产“正在考虑新的举措”，12月武汉、南京、重庆、东莞等重点城市从不同角度放宽甚至全面取消限购，但一线城市按兵不动，我们认为明年二三线城市需求端政策加码、一线城市保持谨慎是基准框架，“新的举措”也大概率处于该框架内，但也不排除有超预期情况出现的可能。第三，两会的全年经济目标和赤字目标。目前市场预期明年GDP增速目标在5%或5.5%，赤字目标3.0-3.2%，需要关注实际的政策情况。第四，美联储加息情况。基准情形下，联储将在明年2月和3月分别加息25-50bp和25bp。但美国三季度GDP再度超预期，明年经济深度衰退的可能性不大，因此不排除通胀以及联储加息幅度超预期的可能。

总体上而言，短期内基本面仍将维持偏弱状态，货币政策基调友好，对债市形成支撑。尤其相较长端可能受到经济增长预期和风险偏好抬升的制约，经过近期较为充分的调整，中短久期信用债信用利差已处于过去三年90%分位以上，具有明显的配置价值。

本基金四季度采取短久期、票息积累的投资策略，一方面根据不同市场情况动态调整组合久期，另一方面在注重流动性、安全性基础上，精选个券，严控信用风险，积极优化配置结构，在较为波动的市场环境中降低组合的波动率，努力实现低风险基础上的较好回报。

除上述内容需更正外，其他内容不变，敬请投资者留意。由此给投资者带来不便，本公司深表歉意！

特此公告。

2023年2月1日