

南方产业智选股票型证券投资基金

2023 年第 2 季度报告

2023 年 06 月 30 日

基金管理人：南方基金管理股份有限公司

基金托管人：中国建设银行股份有限公司

送出日期：2023 年 7 月 21 日

§ 1 重要提示

基金管理人的董事会及董事保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

基金托管人中国建设银行股份有限公司根据本基金合同规定，于 2023 年 7 月 19 日复核了本报告中的财务指标、净值表现和投资组合报告等内容，保证复核内容不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利。

基金的过往业绩并不代表其未来表现。投资有风险，投资者在作出投资决策前应仔细阅读本基金的招募说明书。

本报告中财务资料未经审计。

本报告期自 2023 年 4 月 1 日起至 6 月 30 日止。

§ 2 基金产品概况

基金简称	南方产业智选股票
基金主代码	003956
交易代码	003956
基金运作方式	契约型开放式
基金合同生效日	2021 年 12 月 28 日
报告期末基金份额总额	220,984,617.36 份
投资目标	在严格控制组合风险并保持良好流动性的前提下，通过专业化研究分析，力争实现基金资产的长期稳定增值。
投资策略	本基金通过定性与定量相结合的方法分析宏观经济和证券市场发展趋势，对证券市场当期的系统性风险以及可预见的未来时期内各大类资产的预期风险和预期收益率进行分析评估，并据此制定本基金在股票、债券、现金等资产之间的配置比例、调整原则和调整范围，在保持总体风险水平相对稳定的基础上，力争投资组合的稳定增值。此外，本基金将持续地进行定期与不定期的资产配置风险监控，适时地做出相应的调整。
业绩比较基准	中证 800 指数收益率×65%+中证港股通综合指数（人民币）收益率×20%+中债总指数收益率×15%
风险收益特征	本基金为股票型基金，其长期平均风险和预期收益水平高于混合型基金、债券型基金、货币市场基金。本基金可投资港股通股票，除了需要承担与境内证券投资基金类似的市场波动风险等一般投资风险之外，本基金还面

	临汇率风险、香港市场风险等境外证券市场投资所面临的特别投资风险。
基金管理人	南方基金管理股份有限公司
基金托管人	中国建设银行股份有限公司

§ 3 主要财务指标和基金净值表现

3.1 主要财务指标

单位：人民币元

主要财务指标	报告期（2023 年 4 月 1 日—2023 年 6 月 30 日）
1.本期已实现收益	43,644,170.79
2.本期利润	2,944,028.66
3.加权平均基金份额本期利润	0.0131
4.期末基金资产净值	355,912,598.98
5.期末基金份额净值	1.6106

注：1、基金业绩指标不包括持有人认（申）购或交易基金的各项费用，计入费用后实际收益水平要低于所列数字；

2、本期已实现收益指基金本期利息收入、投资收益、其他收入（不含公允价值变动收益）扣除相关费用和信用减值损失后的余额，本期利润为本期已实现收益加上本期公允价值变动收益。

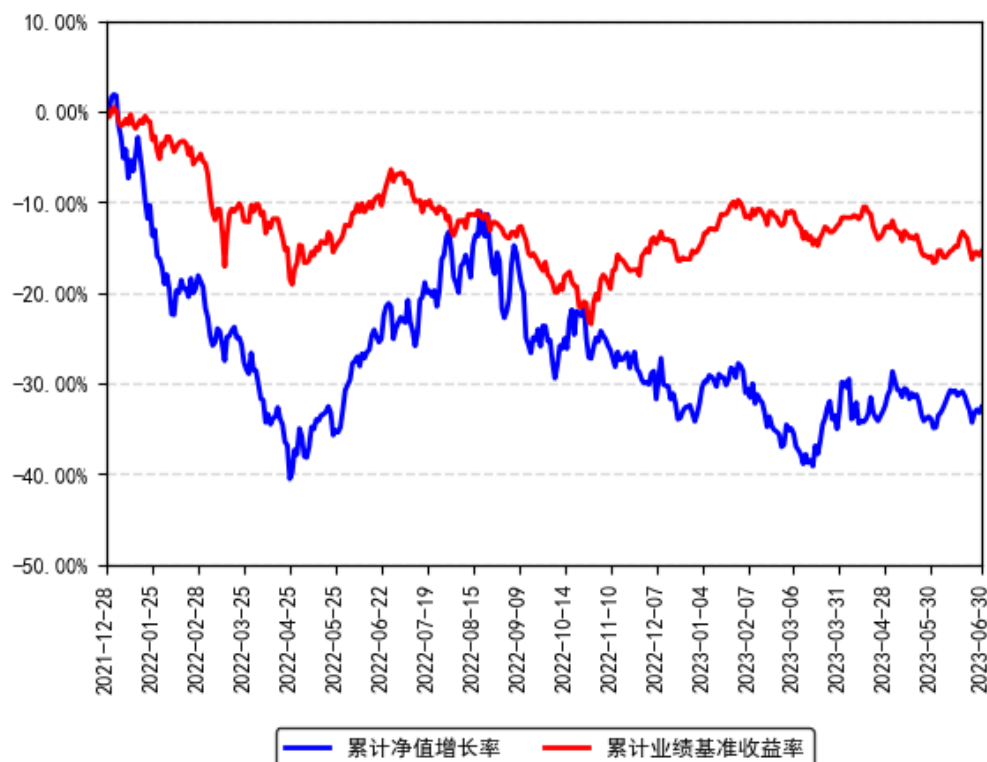
3.2 基金净值表现

3.2.1 本报告期基金份额净值增长率及其与同期业绩比较基准收益率的比较

阶段	份额净值增长率①	份额净值增长率标准差②	业绩比较基准收益率③	业绩比较基准收益率标准差④	①-③	②-④
过去三个月	0.71%	1.61%	-3.47%	0.68%	4.18%	0.93%
过去六个月	1.09%	1.64%	-0.02%	0.69%	1.11%	0.95%
过去一年	-11.42%	1.94%	-9.11%	0.84%	-2.31%	1.10%
自基金合同生效起至今	-32.60%	1.96%	-15.42%	0.99%	-17.18%	0.97%

3.2.2 自基金转型以来基金份额累计净值增长率变动及其与同期业绩比较基准收益率变动的比较

南方产业智选股票累计净值增长率与同期业绩比较基准收益率的历史走势对比图



注：本基金是根据原南方现代教育股票型证券投资基金（以下简称“南方现代教育股票基金”）基金份额持有人大会表决通过的《关于南方现代教育股票型证券投资基金转型有关事项的议案》，并经中国证监会证监许可[2021]3250号《关于准予南方现代教育股票型证券投资基金变更注册的批复》注册，由南方现代教育股票基金转型而来。本基金转型日期为2021年12月28日，本基金合同于2021年12月28日生效，本基金建仓期为6个月，建仓期结束时各项资产配置比例符合合同约定。

§ 4 管理人报告

4.1 基金经理（或基金经理小组）简介

姓名	职务	任本基金的基金经理期限		证券从业年限	说明
		任职日期	离任日期		
恽雷	本基金基金经理	2023年4月14日	-	8年	香港中文大学化学博士，具有基金从业资格。2015年5月加入南方基金，历任国际业务部助理研究员、研究员；2017年12月30日至2018年8月7日，任投资经理助理；2018年8月7日至2021年11月19日，任投资经理；2021年11

					月 19 日至今,任南方瑞合基金经理; 2023 年 4 月 14 日至今,任南方产业智选股票基金经理。
萧嘉倩	本基金基金经理(已离任)	2021 年 12 月 28 日	2023 年 6 月 16 日	11 年	女, 中山大学经济学硕士, 具有基金从业资格。曾就职于国信证券投资银行部、广发基金金融工程部, 历任项目经理、产品经理。2015 年 6 月加入南方基金, 任权益研究部行业研究员。2018 年 9 月 25 日至 2019 年 5 月 9 日, 任南方教育股票基金经理助理; 2019 年 5 月 9 日至 2021 年 12 月 28 日, 任南方教育股票基金经理; 2021 年 1 月 14 日至 2022 年 7 月 22 日, 任南方消费升级混合基金经理; 2021 年 12 月 28 日至 2023 年 6 月 16 日, 任南方产业智选股票基金经理。

注: 1、本基金首任基金经理的任职日期为本基金合同生效日, 后任基金经理的任职日期以及历任基金经理的离任日期为公司相关会议作出决定的公告(生效)日期;

2、证券从业年限计算标准遵从中国证监会《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》中关于证券投资基金从业人员范围的相关规定。

4.2 管理人对报告期内本基金运作遵规守信情况的说明

本报告期内, 本基金管理人严格遵守《中华人民共和国证券投资基金法》等有关法律法规、中国证监会和本基金基金合同的规定, 本着诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产, 在严格控制风险的基础上, 为基金份额持有人谋求利益。本报告期内, 本基金运作整体合法合规, 没有损害基金份额持有人利益。基金的投资范围、投资比例及投资组合符合有关法律法规及基金合同的规定。

4.3 公平交易专项说明

4.3.1 公平交易制度的执行情况

本报告期内, 本基金管理人严格执行《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》, 完善相应制度及流程, 通过系统和人工等各种方式在各业务环节严格控制交易公平执行, 公平对待旗下管理的所有基金和投资组合。

4.3.2 异常交易行为的专项说明

本基金于本报告期内不存在异常交易行为。本报告期内基金管理人管理的所有投资组合参与的交易所公开竞价同日反向交易成交较少的单边交易量超过该证券当日成交量的 5% 的交易次数为 10 次, 是由于指数投资组合的投资策略导致。

4.4 报告期内基金投资策略和运作分析

市场整体回顾：2023 年一季度市场，全球市场“深度价值”与“人工智能”两条主线较为清晰，A 股市场中“中特估”相关主题与欧洲、日本等市场深度价值风格交相辉映，而 A 股市场中“人工智能”相关主题与美股生成式人工智能（AIGC）的相互映射。因此，在一季度中两条主线的公司表现都较为突出。而到二季度，风云突变，伴随着中国后疫情时代经济呈现出弱复苏走势，宏观敞口暴露较大的“中特估”等相关标的表现较为疲软，与人工智能，人形机器人等热门主题相关的公司股价表现在流动性宽裕的环境下依然持续强势。

回顾 2023 年第二季度 A 股市场以及港股市场主要指数表现：A 股以及港股市场中主要指数收益都为负，其中上证指数下跌 2.16%，沪深 300 指数下跌 5.15%，创业板指数下跌 7.69%；港股市场中，恒生指数下跌 7.27%，恒生科技指数下跌 9.12%。两地市场在二季度整体呈现出震荡下行走势。回顾海外市场，全球主要指数普遍出现上涨，其中成长类指数表现优于价值类指数，其中美国道琼斯工业指数上涨 3.41%，标普 500 指数上涨 8.3%，纳斯达克指数上涨 12.81%。

复盘 2023 年二季度 A 股和港股市场的行业表现，A 股市场中二季度表现最好的五个申万一级行业分别是通信（+16.33%），传媒（+6.34%），家用电器（+5.15%），公用事业（+5.14%）以及机械设备（+3.04%）；而表现最差的五个申万一级行业分别是商贸零售（-19.32%），食品饮料（-12.91%），建筑材料（-12.21%），美容护理（-12.18%）以及农林牧渔（-11.27%）；港股市场中二季度表现最好的三个恒生一级行业分别是电讯业（-2.53%），可选消费（-7.71%）以及工业（-10.68%），而表现最差的三个恒生以及行业分别是医疗保健（-15.38%），资讯科技业（-14.76%），地产建筑业（-12.75%）。从 2023 年第二季度来看，港股市场避险情绪严重，防守型行业的表现较好。

今年 A 股市场由于流动性宽裕，同时海外科技主题热点相对较多，市场中热点轮动较为迅速。我们就市场中基金投资人普遍关心的问题，结合自身的思考来谈一谈对全球不同市场以及热点行业的观点，鉴于篇幅原因，将分成两个部分，第一部分在二季报中主要分享对于不同区域宏观的思考，其中分为（1）对中国经济弱复苏的思考；（2）对港股市场投资的思考；（3）对美国经济韧性的思考；以及（4）对日本市场的思考，第二部分将在基金中报中分享对生成式人工智能（AIGC），投资过程中价值陷阱（Value Trap）与成长陷阱（Growth Trap）以及资本市场中公司治理（Corporate Governance）等观点。

关于中国经济的弱复苏：伴随着二季度整体宏观数据的下滑，以及统计局公布的社零消费数据的乏力，市场中越来越多的声音担心中国经济增长的长远前景，作为“经济晴雨表

“的股票市场如实地反应了这种预期。因此，无论是 A 股市场还是离岸的港股市场与全球主要的市场相比表现不尽如人意，同时汇率市场也呈现出单边贬值的压力。我们对年初至今市场的逻辑进行复盘，认为年初资本市场对中国经济存在“两个高估”：（1）市场高估了新冠放开之后所带有的经济复苏的弹性；（2）市场高估了货币政策对于经济的刺激能力（即希望通过分母端的下行来刺激出分子端收入的回升）；引起这“两个高估”“不达预期的主要原因来自于过去三年一系列紧缩政策下，企业以及居民层面上微观信用的受损，即企业端和居民端资产负债表加杠杆的空间有限，同时加杠杆的意愿不足。当然本质还是购买力不足所导致的需求不足，使得供给端的企业在扩产后面临产能过剩，预期的投资回报率下滑，因此放缓了再投资的强度。总结来看，对于中国经济未来增长前景担忧的第一个问题来自于需求端，即如何重建微观信用。

第二个引起资本市场担忧的问题来自于地方债务问题。地方城投平台植根于城市化进程中土地财政的发展模式。在 1994 年分税制改革以及 1998 年取消福利分房，房地产市场走商品化路线后，地方政府通过土地出让以及土地交易的相关税收获得财政收入，并且通过财政收入来快速推进城市化的进程，客观地说“土地财政”是过去三十年时间，中国取得内生飞速增长的动力之一。当然事物都具有两面性，从微观个体出发，武侠小说《笑傲江湖》中任我行在修炼吸星大法后确实功力大增，但同样也饱受反噬之苦。但是，不得不承认正是由于“土地财政”推动的城镇化，使得国内不少地区的基础设施建设，例如高铁设施，城市绿化，地铁交通都处于全球较为发达的水平。快速流入发达城市群的人，同样也享受到了城市在快速发展过程中形成的红利效应。简单做一个小结，地方政府快速推动城市化进程的商业模型需要“土地财政”这台 V12 发动机源源不断的提供动力，当这台发动机不堪重负的时候，地方政府的债务自然就会出现。而当前引起这台发动机受影响主要原因也是地方政府过度依赖土地财政的结果。2015 年以后，部分民营房地产企业依靠“棚改货币化”去化三四线城市房地产库存所带来的行业景气，激进增加融资规模，透支资产负债表，不断获取高价土地以期望通过房价的上涨，获得收益的同时实现行业规模的逆袭。然而 2018 年中央经济工作会议之后，对于房地产政策主基调是“房住不炒，因城施策”，压降银行端按揭贷款在贷款端的比重，同时要求房地产企业在“三条红线”的基础上逐步去杠杆减少金融系统性风险。三年疫情的背景下，居民端的收入或多或少受到了影响，同时由于 20 年之前五年刚刚购置完房地产，因此地产需求开始呈现出疲软的状态，房地产企业也逐步开始出现“暴雷”“等资不抵债”的事件。而当地产业供给端的信用主体发生违约事件之后，拿地的能力以及意愿都受到了抑制，因此房地产行业整体的资产负债表呈现收缩状态。地方债务问题的本质来源于过分依靠单一土地财政这种卖地的初级商业模式。同时，再投资的资产回报率水平较差。

以上我们主要分析的是形成中国经济在疫情之后弱复苏的一些短期以及中长期的成因，资本市场往往习惯于线性外推，担忧中国经济的中长期成长前景。不少市场中的券商研究机构喜欢拿中国经济和日本经济 90 年代做比较，据此推断出中国将有可能陷入日本式的资产负债表衰退。我们对此研究结论并不苟同，在我们的宏观分析框架下，确实可以看到在过往的三十年时间内，全球主要的经济体有两次陷入微观“资产负债表”的衰退。第一次是九十年代的日本，在日本股市以及楼市等资产价格泡沫破灭下，日本政府第一次面对“资产负债表”衰退的时候，无论从货币还是财政的角度干预力度较为保守，使得居民的资产端陷入严重的收缩状态，同时居民负债端又是相对刚性的，因此普通百姓不得不改变自身的行为模式，通过节衣缩食来偿还债务，使得日本最终形成了不敢负债，信贷保守的社会文化，也最终形成了居民和企业螺旋式的通缩。第二次是 2008 年的美国次贷危机，过度的信用下沉使得美国的房地产市场存在较为严重的资产价格泡沫，持有次等级金融衍生产品的机构在金融危机中受到了严重的冲击。当时美联储主席伯南克由于自身对于历史中大量金融危机以及经济衰退的案例研究的学术背景，非常果断地通过定向注入流动性以及大规模量化宽松（QE）等政策，通过中央政府加杠杆来缓解金融机构资产端的同时降低了居民端的杠杆。历史上的两次居民端“资产负债表”的经历都表明解决问题的核心需要依靠中央政府的信用背书，通过中央政府的信用加持来打破地方以及居民端陷入螺旋式通缩的预期。我想当前中国面临类似困境的时候，同时有历史上两大经济体的经验和教训作为参考，尽管面对地缘政治摩擦不断加剧的现实，但依然可以对如何解决中国当下的经济问题有很多的借鉴意义。尽管同时有不少的投资者会质疑在当前面对百年未有之大变局的环境中，在多头任务的压力下，我们对于刺激经济可执行的财政货币化的空间有限。在这里借用孙立平老师的国计和民生二元论框架来进行解释。民生是国计的基石，民生是皮，国计是毛，皮之不存，毛将焉附。因此，办法总比阶段性的困难要来的多，我们也相信在紧缩性政策逐步调整的过程中，整体经济预期将恢复到平稳水平，而资本市场的悲观预期也将得到一定程度的缓解。

关于香港市场的思考：

相信通过过去五年港股市场的表现，不少投资者已经对香港市场丧失了信心。诚然，港股市场当前处于较为痛苦的转型期。但是，在这里依然想向我们的基金投资者分享我们对香港市场的思考。港股市场的容错率相对较小，对投资人员的资产定价和风险管控都提出了比 A 股市场更高的要求。进入港股市场前，需要明确的是港股市场具备两个风险点：第一、港股市场与全球主流的股票市场相比较是相对弱勢的跟随市场。而这个感觉应该是和大家直观感觉是一致的。造成这种弱勢状态的本质还是因为港股市场是全球最大的离岸市场之一，下列四个系统性因素始终制约着香港市场：（1）投资者的结构和目的，港股市场中无论是主流的外资投资者还是地位越来越重要的南下投资者都将这个市场作为配置型市场，海外投资

者由于本国资产收益率水平下降因此来到中国市场来寻找能够提供更高回报的资产；南下投资者通常将港股市场作为 A 股市场的补充，买入一些 A 股市场稀有的行业及标的。（2）港股市场约有 2/3 的公司来自于内地，海外投资者的共识是 A 股市场是较为封闭且有较强流动性的市场，更愿意将投资的重点以及资金沉淀在 A 股市场中，因此对于两地市场上市的公司通常选择 A 股作为投资标的；（3）香港实行联系汇率制度，没有独立的央行机构来通过货币政策调控，对冲和抵御市场的波动；（4）香港作为全球最大的离岸交易市场缺乏现金管理工具，因此一旦资金从股票市场离开，没有相对应的承接工具。第二、港股市场是一个流动性相对稀缺的市场。港股市场在 19 年之前平均每日成交额在 800-1000 亿港币左右，这个体量和国内 A 股市场创业板一天的成交额相当。同时，香港市场由于交易成本等因素，目前仍然是全球换手率最低的交易所之一，平均年化换手率在 50%左右与 A 股市场动辄年化 400%-500%的换手率相比非常低。同时，我们在香港市场中经常能够看到某个行业中头部一线公司估值非常昂贵，而腰部以及尾部公司撇开公司质量等因素依然非常便宜。主要原因也是由于市场缺乏流动性，使其无法有效的下沉，因此“雨露均沾”无法出现在港股市场，A 股市场中普遍存在的二线龙头股票与一些龙头股票估值收窄的逻辑往往在港股市场并非是一个有效的投资策略。

同时，在港股市场的分析框架中，中金公司的海外首席策略师刚提供了一个非常好的对港股市场的“分子-分母”分析框架。港股市场的分子端是中国经济整体增长，而港股市场的分母端主要有两方面组成：美债无风险收益率（Risk-free Rate）以及外国投资者的风险偏好（ERP, Equity Risk Premium）；很多投资人会提出疑问为什么分子端和分母端所属的地域是不一致的？核心的理由有两点：（1）港股市场采用联系汇率制度，根据利率汇率平价模型，因此港股市场的定价基准是基于美国十年期国债利率；（2）港股市场仍然是海外投资者主导定价的市场，因此海外投资者的风险偏好也决定了市场整体走向；显然，自 2018 年中央经济工作会议定调去杠杆高质量发展转型之后，制定了一系列产业政策，同时 2020 年之后三年疫情使得香港市场的分子端增速出现了较为明显的放缓。而疫情之后美联储为了抑制通胀快速，大幅度加息，使得无风险利率水平迅速上升。叠加海外投资者担心中国经济在转型期的中长期增长前景，风险偏好显著提升。因此，可以说过去五年，港股市场面临着“分子端-分母端”双杀的惨烈现状。借助上述的分析框架，我们对于港股市场的判断相对乐观，借用《货殖列传》三句典故：“贵上极则反贱，贱下极则反贵”，“旱则资舟，水则资车，物之理也”，“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往”。

对于港股市场来说，正是由于其弱势跟随，流动性较差同时容错性较差的特点，因此需要投资人对境内外宏观整体环境，流动性水平，周期位置等等要素进行自上而下的分析，也需要管理人对不同类型的行业都具备一定的认知水平，香港市场不仅仅有消费，医药，互联

网等新兴成长性行业，也有宏观顺周期的各个行业，以及独立于中国内地经济环境的香港本地高派息的公司。香港市场这样特殊的离岸市场特性是需要管理人具备完备的综合能力，以应对不同的市场周期和外部因素对香港市场造成的阶段性冲击。同时，香港市场的年化平均换手率在 50-100%水平，远低于 A 股市场的换手率（年化平均换手率接近 500%），大部分市场中主要交易标的日均换手率在 0.5-2%水平，港股市场更加重视在合理估值水平下买入优质资产后通过业绩的增长所带来的复合回报率水平。

在复盘港股市场各行业公司股价历史表现的时候，我们认为两种策略或者两种策略相结合的哑铃型策略有希望在控制风险的基础上，力求取得中长期稳健的收益：

成长型策略——质量成长（Quality Growth Strategy）策略

在复盘港股市场各行业公司股价历史表现的时候，会发现过去五年，十年涌现了一批五年五倍，十年十倍的大牛股，这些公司能够长期获得外资机构以及中资机构的认可，底层的共通逻辑是中国国内高质量成长的背景下，依靠商业模式建立了深厚的护城河和强大的竞争能力来驱动现金流不断稳定增长的公司。2020 年新冠疫情之前（2021 年美联储流动性释放以及 22 年的流动性收紧都属于极端的市场环境），港股市场中如果采用量化手段进行有效因子分析可以观察到，质量和成长这两个因子无论是三年，五年甚至是十年维度都是较为有效的归因模型。而质量和成长这两个因子主要就是由上述的高质量成长公司来构成。

价值型策略——股息增长（Dividend Growth Strategy）策略

复盘港股市场各行业公司股价历史表现的时候，会发现传统价值型行业过去五年依然涌现了一些复合收益率稳定同时兼具低波动的公司。这也是港股市场作为一个成熟的资本市场具备的另一类投资机会——依靠派息增长来驱动的低波动的防守型股票。因此，在香港市场中第二个投资策略是港股股息增长（Dividend Growth Strategy）策略。该策略的投资理念主要是对于成熟行业进入发展末期的公司来说，由于其现金流产生的稳定性使得公司可以每年提升派息比率来增加对投资者的回报。港股股息增长策略（Dividend Growth Strategy）也是基于港股市场中传统的高股息策略的投资效果较差的现状进行不断优化和迭代产生的股息类投资策略，该策略有望在保证股息回报的基础上同时兼具了公司的成长性，可以有效解决高股息策略中经常遇见的“价值陷阱”等问题。

关于美国的经济韧性：客观来说，站在年初时间点，无论是市场还是我们都对美国经济存在明显的“两个低估”（1）市场低估了在高利率，高通胀，高地缘政治摩擦的环境中中美

国经济的韧性；（2）市场低估了 2023 年是科技大年，无论是年初的 AIGC（内容生成式人工智能），室温超导，可控核聚变，阿尔兹海默症药物，特斯拉人形机器人以及 FSD（自动驾驶）等等领域都取得了明显的突破。形成第一个低估的主要原因来自于菲利普斯曲线，即美国劳动力市场的持续短缺使得劳动力薪资水平具有较强的韧性，从而也使得通胀下降的速度要比市场预期的要弱一些。一季度，国内的海外宏观分析师普遍预期美国经济在今年下半年将进入深度衰退，美联储将通过降息的方式来刺激经济的回暖。然而站在当下的时间点，我们似乎只能跟随美联储的每次议息会议亦步亦趋，美联储在其政策框架下也表现的小心谨慎，降低市场对于宽松的预期。因为在持续快速的加息进程中，美国金融系统中的脆弱性暴露无遗，黑石集团（Blackstone）的全球管理规模最大的 Reits—Breits 违约，硅谷银行（SVB）、瑞士信贷（Credit Swiss）暴雷等事件便是这种系统脆弱性的体现。过去百年，美联储的政策目标一直是两个（1）保持物价稳定；（2）尽可能实现充分就业；在 08 年全球金融危机（GFC）之后，持续的量化宽松（QE）在金融系统中释放了过量的流动性，使得金融系统中重要机构的资产负债表逐步转变为“低利率”“低通胀”击鼓传花式的资产配置。这种“温水煮青蛙”状态在新冠疫情中美联储在短期内释放巨量流动性达到了极致。当美联储在坚持两个政策目标的时候，不得不在加息进程中考虑被低利率环境所“惯坏”的金融机构资产负债表的脆弱性。而引入新的关注变量的时候，也即形成了政策的“不可能三角”，即物价稳定，充分就业以及金融系统稳定无法兼顾。当金融系统脆弱性逐步浮现出来的时候，美联储不得不在通胀尚未回落至低位时候暂缓或者是停止加息，这将使得全球市场更长时间处于相对较高的通胀环境中。全球从过往“低通胀，低利率，低增长，低摩擦”的大缓和时代进入“高通胀，高利率，低增长，高摩擦”的新的宏观范式中。当前困扰我们重要的问题来源于当通胀水平受制于金融系统稳定性无法下降至疫情前 2%左右的水平，美联储是否会向上调整美国的长期通胀中枢。倘若长期通胀中枢水平上调，全球的资产定价将随之调整。同时，我们也许需要为“灰犀牛”等尾部风险事件做好准备，即当美国金融系统出现裂缝的时候，通胀水平并没有恢复到疫情前 2%左右的长期通胀中枢，美联储被迫在高通胀的环境下进行量化宽松（QE）。

在展望美国今年下半年的宏观政策的时候，我们自始至终认为美联储今年下半年可能不会降息。市场预期美联储今年下半年会降息主要的原因在于持续的快速，大幅度的加息使得金融系统出现了裂缝，稳定性存疑，结合硅谷银行，瑞士信贷以及黑石等机构一系列违约或者暴雷事件的发生，因此市场交易美联储会在下半年开始降息。客观说这种推论逻辑是有谬误 第一、当金融系统出现离散风险的时候，美联储手里面的工具很多，比如在银行间注入流动性或者是定向通过掉期等方式对特定的金融机构进行流动性支持。上述市场的观点认为个别机构的暴雷就要使得美联储降息的观点是错误的，这也导致市场当前交易的利率期货曲线定价是错误的。第二、我们可以结合美联储主席鲍威尔对于通胀的分析框架模型，可以知

道当前观察核心通胀的三要素中，核心商品正处于通胀下行的阶段，而核心居住服务只是由于编制方法有 6 个月的滞后其实也是出现了下行的走势，当前美国的通胀仍然有韧性的主要原因是非核心服务，这是当前 powell 最关注的指标，也被华尔街称作超级核心通胀。本质其实就是工资通胀，背后其实对应的是劳务市场供需关系。美联储历史上，沃尔克的前任伯恩斯曾经在通胀没有完全降下来之前进行降息操作，导致了 70 年代的大滞涨时期，美联储有这样的历史教训，所以其实很难重蹈覆辙。第三、从美元地位的角度来说，在通胀未完全下行的时候采取降息的操作，使得美元的信用在全球市场中存疑，而近期人民币与巴西，俄罗斯以及中东的结算其实都在显示人民币国际化尽管道阻碍且长，但是人民币的地位得到了一定程度的提升。

关于日本市场的价值回归：年初至今日本市场表现较好，市场中有不少关于日本市场在经历了“逝去三十年”之后重新回归的讨论。我们也简单谈一谈对日本市场的看法。我们认为今年的日本以及欧洲市场上涨的主要原因是在高利率，高通胀，成长陷入低增长环境中，从资产性价比的角度，深度价值风格的股票更具性价比。与此同时，东京交易所的一系列政策改革以及巴菲特买入日本五大商社公司等事件催化了深度价值风格因子估值加速修复。具体分析如下：（1）历史上日本公司因为经历了 90 年代泡沫破灭，经济低迷的三十年之后，普遍公司财务小心谨慎，不敢轻易负债，信奉大而不倒的财团文化，日本上市公司的资本回报水平（ROE）普遍不高，今年东京交易所对于上市公司制度进行改革，要求 $PB < 1$ 的上市公司需要公布改善的愿景和路径，因此这些公司从短期来看提升了派息比率和回购力度，而从中长期来看逐步改善运营效率，现金流水平以及公司治理提升形成了上市公司的重估。其实与今年中国市场的中特估有较为相似的地方，即在国资委“一利五率”的考核要求下，央企更加重视股东回报，营运回报率以及经营性现金流的管理。（2）对日本市场做量化归因，今年表现比较好的因子为：低波动、高股息和价值因子，日本市场的投资者结构主要以海外投资者为主，因此海外投资者从资产配置的角度来看，尚且处在低利率环境下的日本市场具备了较高的性价比。（3）对于日本整体经济来说，疫后复苏较强，但如果想吸引投资者长期参与去买成长性的公司的话，一定要求劳动力的薪酬水平能够提升，但我们发现日本这一次劳动力成本提升的主要来源是日本兼职工作，而不是全职工作，主要是因为疫后开放，日本作为旅游国家对劳动力短期需求激增导致的 part time job 工资上涨。而长期还是要看能不能有全职工作的薪酬上涨；（4）“巴菲特”效应，伯克希尔哈撒韦作为信用主体在日本发了一万亿的日元债券，融资成本极低，而他重仓的日本五大商社股息率平均在 3-4 个百分点左右，同时，五大商社的底层资产主要来自能源、矿产和运输业等。本质是在高通胀，高利率的环境中，看好传统能源和周期品在过去 10 年由于能源转型，ESG 等因素使得供给端缺乏资本性支出投资，供给端受限使得商品价格长期处于中高位水平。

面对当前如此嘈杂的市场环境,过去两年也让参与其中的投资者深刻体会到了宏观分析的重要性,大部分二级市场的投资机遇都具有其特定的历史环境,时势造英雄,需要强调的是当前的宏观环境较为复杂,全球主要市场都具有自身的问题和不确定性。在半年报中,我们向基金投资人展示对于不同市场的宏观分析框架,主要原因是我们需要在投资中面对噪声,尽可能做减法,宏观分析可以帮助我们有效控制风险,尽量少犯错。因此,在当前复杂多变的 market 环境中我们会对基于强宏观假设推演的逻辑保持理性,更加关注公司的定价在宏观冲击中是否存在错误。中国的复苏路径清晰,但道阻且长;当前全球的宏观环境仍然与疫情前有所不同,在资本成本迅速抬升,同时成长性稀缺的市场环境中仍然需要我们对市场的估值保持克制理性,选股上留足充分的安全边际。具体应对措施如下:(1)在个股的选择上面,再怎么强调安全边际都不为过,公司创造现金流的效率,绝对的估值水平,以及派息水平都是我们在应对波动的市场中能够保持客观理性的先决条件(2)逆向投资,短期内获得“情绪价值”的行业及时了结获利或者通过再平衡降低组合中持有的仓位。继续逆向增持供给端受制约,股息率处于较高水平,宏观顺周期的行业。(3)2023 年是科技大年,年初至今 AIGC(生成式 AI),可控核聚变,室温超导,苹果的空间计算,阿尔兹海默症药物获批,特斯拉的人形机器人以及 FSD 自动驾驶都让我们去关注和研究全球新的成长点。

4.5 报告期内基金的业绩表现

截至报告期末,本基金份额净值为 1.6106 元,报告期内,份额净值增长率为 0.71%,同期业绩基准增长率为-3.47%。

4.6 报告期内基金持有人数或基金资产净值预警说明

报告期内,本基金未出现连续二十个交易日基金份额持有人数量不满二百人或者基金资产净值低于五千万元的情形。

§ 5 投资组合报告

5.1 报告期末基金资产组合情况

序号	项目	金额(元)	占基金总资产的比例(%)
1	权益投资	331,152,516.52	92.59
	其中:股票	331,152,516.52	92.59
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	15,505,264.63	4.34
	其中:债券	15,505,264.63	4.34
	资产支持证券	-	-

4	贵金属投资	-	-
5	金融衍生品投资	-	-
6	买入返售金融资产	-	-
	其中：买断式回购的买入返售金融资产	-	-
7	银行存款和结算备付金合计	7,041,625.95	1.97
8	其他资产	3,971,581.95	1.11
9	合计	357,670,989.05	100.00

注：本基金本报告期末通过深港通交易机制投资的港股市值为人民币 160,482,205.52 元，占基金资产净值比例 45.09%。

5.2 报告期末按行业分类的股票投资组合

5.2.1 报告期末按行业分类的境内股票投资组合

金额单位：人民币元

代码	行业类别	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
A	农、林、牧、渔业	-	-
B	采矿业	27,540,300.00	7.74
C	制造业	23,594,676.00	6.63
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	11,376,585.00	3.20
E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	-	-
G	交通运输、仓储和邮政业	31,240,416.00	8.78
H	住宿和餐饮业	-	-
I	信息传输、软件和信息技术服务业	-	-
J	金融业	59,610,954.00	16.75
K	房地产业	-	-
L	租赁和商务服务业	-	-
M	科学研究和技术服务业	-	-
N	水利、环境和公共设施管理业	-	-
O	居民服务、修理和其他服务业	-	-
P	教育	-	-
Q	卫生和社会工作	-	-
R	文化、体育和娱乐业	17,307,380.00	4.86
S	综合	-	-
	合计	170,670,311.00	47.95

5.2.2 报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

金额单位：人民币元

行业类别	公允价值（人民币元）	占基金资产净值比例（%）
能源	29,853,011.69	8.39
材料	10,301,950.98	2.89

工业	16,417,144.67	4.61
非必需消费	18,831,441.50	5.29
必需消费品	-	-
医疗保健	24,353,539.29	6.84
金融	24,913,024.42	7.00
科技	-	-
通讯	-	-
公用事业	-	-
房地产	35,812,092.97	10.06
政府	-	-
合计	160,482,205.52	45.09

注：以上分类采用彭博行业分类标准（BICS）。

5.3 期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的股票投资明细

5.3.1 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前十名股票投资明细

序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	600012	皖通高速	1,733,600	18,168,128.00	5.10
2	00995	安徽皖通高速公路	1,316,000	9,184,875.40	2.58
3	600026	中远海能	1,034,200	13,072,288.00	3.67
4	01138	中远海能	998,000	7,232,269.27	2.03
5	00425	敏实集团	950,000	18,831,441.50	5.29
6	601398	工商银行	3,771,200	18,177,184.00	5.11
7	00883	中国海洋石油	1,614,000	16,666,448.06	4.68
8	601088	中国神华	493,000	15,159,750.00	4.26
9	601288	农业银行	4,234,000	14,946,020.00	4.20
10	02328	中国财险	1,812,000	14,551,167.79	4.09
11	01821	ESR	1,118,800	13,863,510.85	3.90
12	601318	中国平安	289,500	13,432,800.00	3.77

注：对于同时在 A+H 股上市的股票，合并计算公允价值参与排序，并按照不同股票分别披露。

5.4 报告期末按债券品种分类的债券投资组合

金额单位：人民币元

序号	债券品种	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	国家债券	15,505,264.63	4.36
2	央行票据	-	-
3	金融债券	-	-
	其中：政策性金融债	-	-

4	企业债券	-	-
5	企业短期融资券	-	-
6	中期票据	-	-
7	可转债（可交换债）	-	-
8	同业存单	-	-
9	其他	-	-
10	合计	15,505,264.63	4.36

5.5 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前五名债券投资明细

金额单位：人民币元

序号	债券代码	债券名称	数量（张）	公允价值（元）	占基金资产净值比例（%）
1	019688	22 国债 23	115,000	11,628,714.93	3.27
2	019663	21 国债 15	38,000	3,876,549.70	1.09

5.6 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前十名资产支持证券投资明细

本基金本报告期末未持有资产支持证券。

5.7 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排序的前五名贵金属投资明细

本基金本报告期末未持有贵金属。

5.8 报告期末按公允价值占基金资产净值比例大小排名的前五名权证投资明细

本基金本报告期末未持有权证。

5.9 报告期末本基金投资的股指期货交易情况说明

5.9.1 报告期末本基金投资的股指期货持仓和损益明细

无。

5.9.2 本基金投资股指期货的投资政策

本基金在进行股指期货投资时，将根据风险管理原则，以套期保值为主要目的，采用流动性好、交易活跃的期货合约，通过对证券市场和期货市场运行趋势的研究，结合股指期货的定价模型寻求其合理的估值水平，与现货资产进行匹配，通过多头或空头套期保值等策略进行套期保值操作。基金管理人将充分考虑股指期货的收益性、流动性及风险性特征，运用股指期货对冲系统性风险、对冲特殊情况下的流动性风险，如大额申购赎回等；利用金融衍生品的杠杆作用，以达到降低投资组合的整体风险的目的。

5.10 报告期末本基金投资的国债期货交易情况说明

5.10.1 本期国债期货投资政策

本基金在进行国债期货投资时,将根据风险管理原则,以套期保值为主要目的,采用流动性好、交易活跃的国债期货合约,通过对债券市场和期货市场运行趋势的研究,结合国债期货的定价模型寻求其合理的估值水平,与现货资产进行匹配,通过多头或空头套期保值等策略进行套期保值操作。基金管理人将充分考虑国债期货的收益性、流动性及风险性特征,运用国债期货对冲系统性风险、对冲特殊情况下的流动性风险,如大额申购赎回等,利用金融衍生品的杠杆作用,以达到降低投资组合的整体风险的目的。

5.10.2 报告期末本基金投资的国债期货持仓和损益明细

无。

5.10.3 本期国债期货投资评价

本基金本报告期末未持有国债期货合约。

5.11 投资组合报告附注

5.11.1 声明本基金投资的前十名证券的发行主体本期是否出现被监管部门立案调查,或在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。如是,还应对相关证券的投资决策程序做出说明

本基金投资的前十名证券的发行主体中,中国农业银行股份有限公司在报告编制日前一年内曾受到中国银行保险监督管理委员会的处罚;中国平安保险(集团)股份有限公司在报告编制日前一年内曾受到国家外汇管理局的处罚。除上述证券的发行主体外,本基金投资的前十名证券的发行主体本期未有被监管部门立案调查,不存在报告编制日前一年内受到公开谴责、处罚的情形。

对上述证券的投资决策程序的说明:本基金投资上述证券的投资决策程序符合相关法律法规和公司制度的要求。

5.11.2 声明基金投资的前十名股票是否超出基金合同规定的备选股票库。如是,还应对相关股票的投资决策程序做出说明

本基金投资的前十名股票没有超出基金合同规定的备选股票库,本基金管理人从制度和流程上要求股票必须先入库再买入。

5.11.3 其他资产构成

单位:人民币元

序号	名称	金额(元)
1	存出保证金	251,472.75
2	应收证券清算款	-

3	应收股利	3,604,402.12
4	应收利息	-
5	应收申购款	115,707.08
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	3,971,581.95

5.11.4 报告期末持有的处于转股期的可转换债券明细

本基金本报告期末未持有处于转股期的可转换债券。

5.11.5 报告期末前十名股票中存在流通受限情况的说明

本基金本报告期末投资前十名股票中不存在流通受限情况。

§ 6 开放式基金份额变动

单位：份

报告期期初基金份额总额	229,323,150.22
报告期期间基金总申购份额	12,380,890.20
减：报告期期间基金总赎回份额	20,719,423.06
报告期期间基金拆分变动份额（份额减少以“-”填列）	-
报告期期末基金份额总额	220,984,617.36

§ 7 基金管理人运用固有资金投资本基金情况

7.1 基金管理人持有本基金份额变动情况

本报告期末，基金管理人未持有本基金份额。

7.2 基金管理人运用固有资金投资本基金交易明细

本报告期内，基金管理人不存在申购、赎回或买卖本基金的情况。

§ 8 影响投资者决策的其他重要信息

8.1 报告期内单一投资者持有基金份额比例达到或超过 20%的情况

报告期内单一投资者持有基金份额比例不存在达到或超过 20%的情况。

8.2 影响投资者决策的其他重要信息

无。

§ 9 备查文件目录

9.1 备查文件目录

- 1、《南方产业智选股票型证券投资基金基金合同》；
- 2、《南方产业智选股票型证券投资基金托管协议》；
- 3、南方产业智选股票型证券投资基金 2023 年 2 季度报告原文。

9.2 存放地点

深圳市福田区莲花街道益田路 5999 号基金大厦 32-42 楼。

9.3 查阅方式

网站：<http://www.nffund.com>