

南方产业智选股票型证券投资基金

2024 年第 2 季度报告

2024 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：2024 年 7 月 19 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 2024 年 7 月 17 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 2024 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	658,384,892.42 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（2024 年 4 月 1 日—2024 年 6 月 30 日）
1. 本期已实现收益	32,041,758.96
2. 本期利润	14,075,863.25
3. 加权平均基金份额本期利润	0.0297
4. 期末基金资产净值	1,156,065,153.43
5. 期末基金份额净值	1.7559

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。

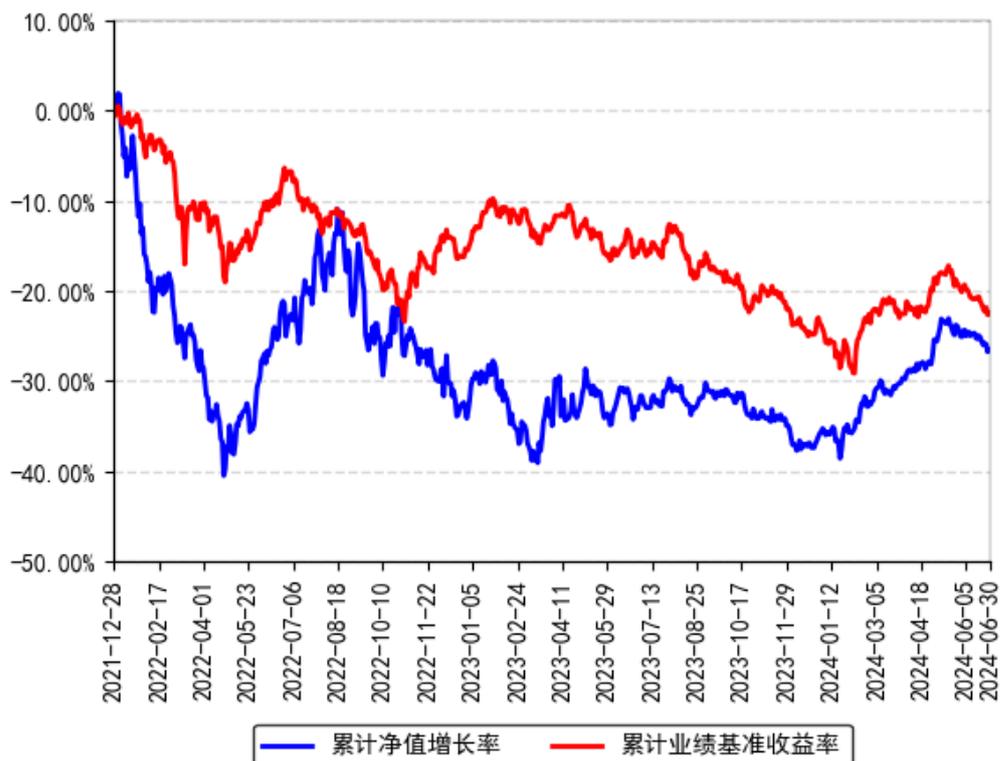
3.2 基金净值表现

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	4.57%	0.68%	0.03%	0.69%	4.54%	-0.01%
过去六个月	15.18%	0.79%	0.59%	0.85%	14.59%	-0.06%
过去一年	9.02%	0.78%	-8.42%	0.78%	17.44%	0.00%
自基金合同生效起至今	-26.52%	1.59%	-22.54%	0.91%	-3.98%	0.68%

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	-	9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。
--	--	--	--	--	---

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 59 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

回顾 2024 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较为分化，其中上证指数下跌 2.43%，沪深 300 指数下跌 2.14%，创业板指数下跌 7.41%；港股市场中，恒生指数上涨 7.12%，恒生科技指数小幅上涨 2.21%。尽管两地市场在 2 月份之后呈现出明显的反弹，但是随着二季度经济数据呈现出走弱的迹象，市场对权益资产重新回归悲观预期的定价。相反，过去三年估值水平经历大幅下调，估值出清较为彻底的香港市场，则相对 A 股表现更为突出。在今年一季报中，我们指出 3 月份国内公布的宏观数据表现良好都可以大致归属为春节错期效应以及季节性效应。如果我们观察 M1/M2 以及社融数据在剔除春节效应之后依然展现出疲软的走势。同时，PMI 的数据从分项上来看，并没有

呈现出国内内需逐步恢复的结构，更多的是出口数据推动 PMI 季节性反弹，即使在出口分项上，也大体呈现出以价换量的走势。当前市场中存在一种声音，认为中国经济的高质量发展可以淡化宏观经济总量数据，我们认为此观点是有失偏颇的。作为生产型的经济体，无论是二十年前生产原材料，中间体等低附加值产品，还是十年前发展房地产以及房地产相关产业链，抑或是当下结构转型突破以新能源为代表的高端制造都需要依靠宏观总量来提供金融支持。在财政政策依然保持定力的大环境下，作为投资者需要更加耐心，更多关注 M1 的变化，GDP 平减指数，实体经济的回报水平，而非名义 GDP 的增长目标，以及关注当前过高的真实利率与实际经济基本面不匹配的基本面。

回顾海外市场，十年期美债利率从 4.7% 的高点震荡下行，股票市场估值得到一定程度的回归。风格指数中成长类指数表现好于价值类指数，其中美国道琼斯工业指数下跌 1.73%，标普 500 指数上涨 3.92%，纳斯达克指数上涨 8.26%。

复盘 2024 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银行（+5.81%），公用事业（+5.24%），电子（+1.55%），煤炭（+1.35%），交通运输（+0.28%）；而表现最差的五个申万一级行业分别是综合（-25.66%），传媒（-20.15%），商贸零售（-19.26%），社会服务（-18.05%）以及计算机（-16.06%）；港股市场中第二季度表现最好的三个恒生一级行业分别是能源（+3.97%），电讯（+0.6%）以及资讯科技（-1.09%），而表现最差的三个恒生一级行业分别是必选（-9.7%），医疗保健（-8.17%），可选（-7.61%）。无论是 A 股市场还是 H 股市场，价值风格显著跑赢成长风格。

今年港股市场呈现出结构性的小牛市，截至二季度末，年初至今十二个恒生一级行业指数中有八个行业指数呈现出正收益，其中上涨超过 10% 的恒生一级行业为四个，分别是能源（+43.3%），原材料（+28.8%），电讯业（+18.08%），资讯科技（+11.2%）。因此，在二季度的定期报告选题时，我们回溯和整理了港股市场投研框架这一专题来分享给投资人。坦率地说，本篇文章并没有办法帮助大家在港股市场上能立竿见影挣到钱，但基金经理希望进入港股市场的投资者无论是机构还是散户都能客观理性地正视这一市场，并且在投资中可以尽可能规避一些常识性的错误。

对于香港市场的投资来说，无论是主动投资还是委外投资，首先需要对港股市场的投资环境，投资者结构，投资者目的，以及市场中什么样的投资策略是有效的等问题有清楚认知。港股市场在投资环境中与 A 股市场相比有很大的不同，市场中散户的占比较少，主要是机构投资者之间的“较量”，考验的是市场中机构投资者对收益率具备吸引力的资产的发现和定价能力。

基金经理认为港股通自 2014 年开通以来, 港股市场的生态环境正潜移默化地发生变化, 尽管南下资金是慢变量, 尽管港股通的交易机制依然存在一些值得商榷的地方。但在十年后的今天回望十年前的那一小步, 确实对当下外资流出压力下的港股市场起到了重要的托底作用。当前, 国内投资者对于港股市场或多或少都有所认知, 能够说出不少公司的名字以及投资逻辑, 甚至在单一个股上的研究深度已经超过不少海外机构。但是, 客观来说, 对港股市场的整体认知水平还有待提升。比如, 五年前, 市场会认为港股市场是全球低估值的市场之一, 因此存在投资机会。其实, 仔细思考该投资逻辑的时候, “低估值” 和 “要去投资” 没有必然的联系。再比如, 过去三年确实也是港股历史上所经历过的最漫长的寒冬。然而对于投资人来说, 保持客观和理性是投资不犯大错 (这里的大错即包含出现严重的亏损, 也包括了错过了上行的机会) 的前提条件。甚至对于二级市场的投研人员来说, 港股市场这样的生态环境反而给投资人提供了很多成熟市场的研究思路以及学习资产定价的框架。同时, 对于很多国内的上市公司而言, 在公司治理, 信息披露的质量, 与投资人高效的沟通都有不少可以借鉴和学习的地方 (基金经理刚入行的时候参加某国企的业绩会, 管理层路演和问答可以直接采用英语来沟通, 至少从某些方面说明了公司愿意去对标国际化的公司治理)。港股市场中的大型蓝筹公司普遍具有非常长的上市历史, 国际化的公司治理以及注重股东的回报的优良传统。尽管当前存在内外资对市场资产定价的交替, 尽管港股通交易机制依然有很多值得完善的地方, 尽管市场依然由于流动性不足而容错率较差, 但是我们相信对于投资人而言, 一个市场中定价机制设计是否合理, 市场中公司的估值是否具备吸引力, 公司是否能持续为投资人创造价值以及回报股东, 这些都是长期投资回报的来源。而当下港股的种种困境, 也正好给国内的 “耐心资本” 提供了机会。危机一词从来都是福兮祸所依, 祸兮福所伏, 危险中蕴藏着机会。

考虑到整体的阅读体验, 依然采用自问自答的方式向各位投资人描述港股市场的整体面貌, 不足之处请读者批评指正。坦率地说, 基金经理们的认知会随着时间而不断提升, 此时此刻的认知也只是基金经理近十年观察港股市场的小结, 或许不远的未来, 我们回首当下的认知, 仍然会发现有不少不成熟, 不完善的地方, 这也是基金经理们持续进步和迭代的动力。投资行业最大的壁垒和魅力是如同竞技体育一般, 每天科学训练, 不断挑战自身认知的天花板, 不断突破瓶颈。跑步每个人都会, 但全世界能跑进 10 秒内选手寥寥无几。也许不少人会问, 跑步对社会有什么贡献? 基金经理认为只有各行各业都有一些人专注在各自领域内挑战未知的难题, 认知的天花板, 体能的极限水平的时候, 这些才是人类持续进步的源动力。

问题 (一): 我们应该如何认识港股市场, 港股市场的特点是什么? 又是什么原因使得港股市场近些年呈现出了一定的脆弱性?

近些年来，港股市场与全球主流的股票市场相比，略显脆弱。这种脆弱性和投资者直观感觉是一致的，过去三年相信不少港股市场的参与者都感同身受。我们认为造成这种弱势状态的本质原因还是因为香港市场其自身的特殊市场地位，作为全球最大的离岸市场之一，港交所当前约为 2/3 的公司来自于中国内地，而投资者主要来自于海外。如果用相对专业一些的语言来描述这一特殊的市场地位，即港股市场中的资产定价取决于两个部分：分子端为中国经济增长持续性以及中国经济整体回报水平，而分母端（折现率）取决于美债无风险利率这一全球资产定价的锚以及外资对中国市场的风险偏好（即股权风险溢价（ERP），Equity Risk Premium）。与很多投资者直观感觉不太一样的是港股市场中，外资的市场风险偏好（Equity Risk Premium）一直维持在较为稳定的水平，引起港股市场估值变化最主要的因素即为美债的无风险收益率。当然指数的整体表现取决于两方面——估值和基本面（EPS 增长预期）。如果把恒生指数以及 EPS 增长的彭博一致预期叠加在一起，两者几乎重合。同样，如果我们把过去十年甚至十五年，恒生指数与沪深 300 指数叠加在一起，可以观察到两者走势高度正相关，只是指数的波幅会有所差异，可见恒生指数与中国经济的基本面高度正相关。简单做个小结：影响恒生指数这一港股市场中基准指数的三个变量排序的重要性依次是（1）中国经济的持续增长以及经济回报的水平；（2）美债无风险收益率水平；（3）市场投资者的风险偏好。

市场中主要有四个系统性因素制约着港股市场：（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港股市场作为配置型市场或者增强型市场，过去海外投资者由于本国资产收益率水平下降，因此希望通过中国市场来寻找增速更快，经济回报（ROE 或者 ROIC）更高的资产；而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 股市场稀缺的行业及标的。在这样的投资目的驱动下，无论是海外投资者还是南下投资者当其本土市场出现风吹草动的时候，首先减少的仓位毫无疑问一定是港股市场这类型的配置型资产。（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与港股市场流动性相对稀缺而言，A 股市场是天然流动性旺盛的市场，流动性较好的市场容错性更好，同时对于投资标的而言，价值发现的速度也会更快，对于两地上市的公司通常选择 A 股作为投资标的；（3）香港本土的货币政策施行联系汇率制度，没有独立的央行机构可以通过自身货币政策调控，对冲和抵御市场的波动，毕竟来香港上市的公司大部分都非香港本土的企业；（4）香港作为全球最大的离岸交易市场之一，交易所的交易制度以及金融工具的丰富性依然存在较大的提升空间。例如，缺乏现金管理类的工具以及交易印花税水平过高，资金一旦从股票市场离开，没有相对应的承接工具，短期内很难再回到股票市场中。同时，交易印花税过高天然限制了港股市场中量化等高频交易加剧了市场流动性不足这一特征，导致市场容错性较差同时价值发现的速度也较慢。在香港市场中，我们经常可以观察到一些有意思的现象，比如流动性的双重性，即股票市场是流动性稀缺的，但在股票市场外流动性却非常充足（例如 Hibor 利率（香港银行同行业拆借利率）在美联储加息

的时候往往滞后于 Libor（伦敦同业拆借利率）。当然这些制约港股市场的因素从过去的两年来看也在发生一些变化，在问题二中我们将详细讨论。

问题（二）：在港股市场中，南下资金是否已经具备掌握市场定价权的能力？不同资金主体提供的流动性是否开始定价不同类型的资产，其底层的逻辑是什么？

港股通自 2014 年 4 月开通起，截止 2024 年 5 月，过去十年南下资金流入香港总计约为 3 万亿左右规模，除去 2018 年资金基本持平外，其余年份大体是大幅流入状态，尤其是今年上半年南下资金流入的体量已经超过了去年全年。当然这里需要注意一点是通过港股通买入港股并不属于资金外流，熟悉港股通交易机制的投资者应该知道，港股通实行的是货币闭环管理，以人民币作为支付货币，买入在香港联交所上市，以港币形式公开报价并且纳入港股通的资产，待卖出标的之后，仍然以人民币的形式返还至投资账户。和大家直观感觉不同，港股市场过去三年表现较差，南下资金竟然持续流入。我们相信对于投资人而言，一个市场中交易定价机制设计是否合理，市场中公司的估值是否具备吸引力，公司是否能持续为投资人创造价值以及回报股东，这些都是长期投资回报的来源。

当前南下资金存量占比港股市场体量仅为 5%-6% 左右水平。因此，市场整体的定价权回到内地投资者手中依然是美好的愿望，假以时日，有望实现。值得庆幸的是，当前港股市场每日的成交额中，南下资金已经占比约为 20%-30% 水平，海外资金占比 40-50%，剩下是本地交易者以及做市商。从基金经理的直观感觉来看，南下资金的重要性在港股市场上已经越来越显著，甚至在一些国央企的标的，尤其是红利类的资产上面开始具备一定的定价能力。这些现象都是一个市场具备希望，能够重新转好的曙光。

过去十年，南下资金在港股市场上交了不少“学费”，也获得了长足的进步。港股通刚开通的阶段，南下资金以自己在 A 股的投资方式在港股市场上炒作主题，炒作小票，结果发现港股市场是多空双边市场，但凡炒作缺乏基本面的标的，最后都逃不了被空头打压的结局，而流动性较差又使得买入这些“仙股”之后的南下资金完全没有办法退出。第二个阶段基金经理记得在 15-16 年的时候，部分险资冲着股息率较高的原因买入港股银行股，但是由于 ROE 水平持续下行，银行的估值持续下行，尽管从现在来看这是一笔不怎么成功的投资，但至少比炒作小票要价值一些。第三个阶段是过去十年港股最甜蜜的一年—2017 年，当年利好频发，棚改货币化，移动互联网蓬勃发展，智能手机快速增长，汽车国产品牌全面崛起，从而导致地产，消费，互联网，智能手机硬件翻倍的股票众多，部分投资者在这一年挣得盆满钵满，南下资金也开始模仿外资基本面选股的框架，筛选出市场中高质量成长性标的。如今市场中的存量港股通基金有不少也是 2017 年前后发行的，当时国内港股投研人员可谓一将难求，不少卖方研究所也是在当时扩张了以港股为主的海外团队。而仅仅时隔五年，2023 年港股市场表现不佳，离岸市场众多机构缩减人员和团队。这也是一个鲜活的例子从侧面证明二级市场的复杂多变。过去两年南下资金开始在一些国央企的为代表的红利资产上展现出

定价权，伴随着商品价格的高企，这些公司创造了大量的自由现金流，同时估值便宜，分红水平较高，在基金经理看来这些标的资产都在逐步实现“在岸化”的过程。诚如我们在问题（一）中讨论的定价框架，港股市场中的资产定价取决于两个部分：分子端为中国经济增长持续性以及中国经济整体回报水平，而分母端（折现率）取决于美债无风险利率这一全球资产定价的锚以及外资对中国市场的风险偏好（即股权风险溢价（ERP），Equity Risk Premium）。但是在这些以国央企为代表的红利资产身上，分母端逐步由美债无风险收益率转化成中国的无风险收益率，由外资的风险偏好逐步转化为南下资金对收益率的要求水平，导致港股市场部分标的出现“在岸化”的驱动因素恰恰是国内 A 股市场过剩的流动性与具备稳健收益率的资产较为稀缺之间的矛盾现状。基金经理从来没有想到过，南下资金对港股的定价权是从一系列“红利类”的资产开始的。因此，当前港股市场中有两类主体提供市场的流动性，一类资金是传统外资，而第二类资金则是南下资金，显然当港股市场以价值成长为代表的核心资产表现较为突出的时候，说明外资正在逐步回到市场上或者外资流出的速度减缓，而当港股市场中一些国央企红利类资产表现突出时，说明南下资金正在逐步定价这一类资产。过去两年，两类资金流向的差异也使得上述两类资产价格在表现上南辕北辙。基金经理长期看好港股市场的原因也是港股市场中定价机制设计合理，大型蓝筹公司普遍上市历史较长，有较好的公司治理体系，为投资人创造持续稳定的价值以及积极回报股东。同时，随着南下资金在港股市场的持续流入，市场流动性改善，资产逐步“在岸化”的过程是相对而言较为长期的发展趋势（即南下资金通过近十年的自我迭代，逐步开始变得注重公司的长期价值，为市场提供了较为持续的 beta）。

问题（三）：当前的港股市场依然是流动性相对稀缺，容错性相对较差的市场，作为投资者需要如何应对？

在港股市场做投资，相比基本面更为重要的是市场流动性，A 股市场是流动性旺盛的市场，而港股市场则流动性较为稀缺。因此，在 A 股市场较为流行的主题投资在港股市场基本上没有生存空间。同时，对流动性有较强依赖的小盘股策略以及 PB-ROE 等策略在港股市场效果不是特别好。流动性好是资本市场具备资产价值发现的前提条件，是资本市场成为优良市场的天然基因。而流动性较差的市场，所呈现出的特点就是容错性较差，即使港股市场有成熟的制度设计，多空双边机制确保公司定价体系的稳定以及以股东利益最大化的公司治理体系，同时，港股市场拥有很多回报率优质的中国资产，但是由于近些年受到地缘政治影响，外资的流动性不断流出，使得港股市场缺乏流动性，很多公司近两年一直处于显著低估的水平。因此，在港股市场中做投资，首先需要了解不同主体所提供的流动性背后不同的定价机制，例如从 2014 年港股通开埠以来持续不断流入港股市场的南下资金，在一些国央企高股息资产上具备明显的定价优势，而对于港股市场中传统的质量成长性标的（互联网，消费，金融服务，医药等），海外资金具备明显的定价优势。即使在过去三年恒生指数从 2021

年市场高点至今回调超过 40%，如果对比同期恒生港股通高股息指数，则下跌幅度要小很多，基本维持个位数水平。简单做个小结，在港股市场中做投资比基本面更为重要的因素是跟随流动性背后的资金顺势而为。除了流动性以外，港股市场有很强的记忆性，在港股市场做投资的时候，为了尽可能减少公司治理所引发的风险，一定要研究公司的股权结构，历史上的融资情况以及公司上市之后在资本市场的历史表现，投资没有免费的午餐。

基金经理认为，针对港股市场的脆弱性，需要构建包含以下两种策略的复合型哑铃型策略来应对，在港股市场中追求获得长期稳健的投资回报。对于港股市场来说，不仅要求组合管理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有一定的认知水平，香港市场不仅仅有消费，医药，互联网等新兴成长性行业，也有宏观顺周期的传统行业，以及独立于中国内地经济环境的香港本地高派息的公用事业公司，其中香港本地公司往往是市场负向 beta 的来源，当美债利率下行以及中国经济基本面短期下行的时候，这些公司往往可以为投资组合提供较好的保护。因此，香港市场这样特殊的离岸环境需要基金经理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。依靠单一的策略，甚至是在 A 股市场普遍流行的行业主题型基金很难能够应对港股市场复杂多变的市场环境。

问题（四）：当前的港股通交易机制需要如何进一步修正？香港政府以及香港交易所可以通过哪些方面改善市场流动性？

从公开的新闻中，香港政府于去年八月二十九日宣布成立促进股票市场流动性专责小组，全面检视影响股票市场流动性的因素，并向行政长官提交改善建议。专责小组成员包括其他八位来自金融业界的人士、相关政府官员，以及金融监管机构和香港交易及结算有限公司的代表。从目前新闻披露出来的改善建议来看，并没有直击香港市场流动性匮乏的核心因素。例如，在 8 月 31 日，香港金融发展局发表题为《提升市场流动性和多样性：强化香港作为国际集资中心的竞争力》的研究报告，提出以下建议：一是设立专为专业投资者而设的市场，以推动市场创新和促进新兴投资产品和另类资产类别的发展为主要目标；二是探索创业板与其他市场之间的协同效应；三是审视股票交易印花税；四是针对非传统、新兴资产类别，制定促进投资者教育和理财教育的策略架构。以及 9 月 6 日，促进香港股票市场流动性专责小组首次召开会议，对促进香港股市流动性作全面检讨，考虑放宽上市门槛等建议，吸引 IPO 赴港上市，以及削减股票交易印花税等问题。其中，我们认为只有一条建议关于削减交易印花税能够有助于提升港股市场的流动性，但其效果坦率地说可能是有限的。因此，要能够根本性地改善香港股票市场的流动性，使得香港市场能够重拾亚洲金融中心的地位，我们认为需要充分理解香港股票市场的定位，港股市场交易者结构以及从如何改善交易制度的公平性出发。关于港股市场的定位，港股市场的交易者结构在众多的券商报告中已经有所提及，因此这里主要讨论如何改善交易制度公平性等问题。

一个市场的成熟标志是对市场中所有参与者都能尽可能实现公平性。我们认为当下制约港股市场流动性最核心的问题是急需改善交易制度的公平性。国内投资者通过港股通对于香港市场的参与度越来越重要，但自 2014 年港股通开通起，港股通的交易制度一直没有根本性的迭代。通过港股通参与港股市场交易的国内投资者，与海外投资者处于不同的交易状态。国内投资者一直对于投资港股较为谨慎，这也是外资流出之后，流动性得不到立刻补充的重要因素。当前港股通交易制度对于国内投资者特殊性主要体现在（1）国内公众假期期间，香港市场开市，外资可以自由买卖，而港股通却处于关闭状态，如何协调对接同步事务时间是非常重要的因素；（2）对于港股市场上市的同一中国公司，国内投资者通过港股通购买，每年分红获得的股息需要额外缴纳 20-28%左右的港股通红利税，而这是离岸和海外市场投资者所不需要缴纳的；（3）目前为止，通过港股通南下投资香港市场的投资者无法直接认购香港上市公司的 IPO，也无法直接参与上市公司的配售以及大宗交易，这使得国内 QDII 投资者以及海外投资者存在一定的政策套利空间；（4）截至目前，国内港股通投资者无法参与衍生品交易，通过指数期货对冲以及个股做空来更好的应对市场的波动。我们坚信任何成熟的交易制度首要前提是对市场中所有参与者都需要公平对待。倘若无法完善交易制度的公平性，国内的投资者对于港股市场依然会保持谨慎的观点，或无法显著改善当下港股市场的流动性困局。而关于当前改善流动性专责小组所提出来的印花税的减免等等措施，本质上或许只能是治标不治本。我们始终认为只有国内投资者投资港股市场能够像 A 股市场一样，港股市场才能获得长期更稳定的发展，国内的“耐心资本”才能真正去定价中国的资产，获得稳定的股东回报。

问题（五）：关于后续港股市场应该如何看待？

基金经理偏向于中性观点，估值修复已经接近尾声，我们可以回想 2022 年 11 月至 2023 年 1 月底，港股市场也出现过一轮快速的上涨，恒生指数涨幅约为 50%，当时市场交易的逻辑是疫情放开之后中国经济的恢复以及美联储的降息预期，从资产定价的逻辑来看，分子端（中国经济疫后复苏）以及分母端（资本成本随着美联储降息下降）同时受益，市场出现了快速反弹。而本轮港股市场快速上行却是因为美联储推迟降息，其他市场性价比不足，全球资金从再平衡，寻找性价比的角度出发回流中国市场。同样的上涨，分母端的逻辑却背道而驰，不禁让人唏嘘不已，感叹市场的复杂性往往超出我们的预判。因此，港股市场的上涨是否具备可持续性问题的焦点核心回到了分子端——中国经济能否在一系列政策作用下出现持续改善。过去一个季度港股市场的资金行为所带来的反弹并没有改变我们当前对于中国经济中长期的宏观假设条件：国内在经济结构转型的过程中依然在很努力地应对流动性陷阱（Liquidity Trap），但似乎我们还在探索合适的应对方式。分子端中国经济复苏的逻辑依然需要更多更持续的经济数据改善来支撑。在财政政策依然保持定力的大环境下，我们需要更加耐心，更多关注 M1 的变化，GDP 平减指数，而非名义 GDP 的增长目标，以及关注当前

过高的真实利率与实际经济基本面不相匹配的基本面。基金经理长期看好港股市场的原因也是港股市场整体定价机制设计更为合理，大型蓝筹公司普遍上市历史较长，有较好的公司治理体系，为投资人创造持续稳定的价值以及积极回报股东。南下资金经过过去十年的自我迭代，逐步变得越来越有耐心，越来越注重公司的长期价值，持续流入港股市场，市场流动性改善，资产逐步“在岸化”的过程是相对而言较为长期的趋势。

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 1.7559 元，报告期内，份额净值增长率为 4.57%，同期业绩基准增长率为 0.03%。

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	1,051,727,486.76	88.17
	其中：股票	1,051,727,486.76	88.17
2	基金投资	-	-
3	固定收益投资	-	-
	其中：债券	-	-
	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	134,859,343.01	11.31
8	其他资产	6,268,128.86	0.53
9	合计	1,192,854,958.63	100.00

注：本基金本报告期末通过沪港通交易机制投资的港股市值为人民币 35,594,976.34 元，占基金资产净值比例 3.08%；通过深港通交易机制投资的港股市值为人民币 464,556,313.16 元，占基金资产净值比例 40.18%。

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	77,708,713.00	6.72
C	制造业	298,565,612.46	25.83
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	92,989,439.80	8.04
E	建筑业	-	-
F	批发和零售业	-	-
G	交通运输、仓储和邮政业	-	-
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	82,312,432.00	7.12
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	-	-
S	综合	-	-
	合计	551,576,197.26	47.71

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	45,631,079.42	3.95
材料	44,244,470.26	3.83
工业	31,274,257.95	2.71
非必需消费	116,034,813.04	10.04
必需消费品	-	-
医疗保健	8,845,548.53	0.77
金融	106,472,240.28	9.21
科技	-	-
通讯	81,343,097.85	7.04
公用事业	-	-
房地产	66,305,782.17	5.74
政府	-	-
合计	500,151,289.50	43.26

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	00700	腾讯控股	134,600	45,748,121.51	3.96
2	00883	中国海洋石油	2,232,000	45,631,079.42	3.95
3	300979	华利集团	715,000	43,507,750.00	3.76
4	601077	渝农商行	8,592,100	43,132,342.00	3.73
5	000333	美的集团	651,719	42,035,875.50	3.64
6	605368	蓝天燃气	3,025,645	41,269,797.80	3.57
7	02313	申洲国际	581,600	40,580,782.90	3.51
8	01910	新秀丽	1,875,300	39,879,087.13	3.45
9	00005	汇丰控股	639,200	39,845,199.32	3.45
10	600690	海尔智家	1,384,329	39,287,257.02	3.40

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

本基金本报告期末未持有债券。

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

本基金本报告期末未持有债券。

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

无。

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

报告期内基金投资的前十名证券的发行主体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。

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	54,112.44
2	应收证券清算款	-
3	应收股利	5,201,786.71
4	应收利息	-
5	应收申购款	1,012,229.71
6	其他应收款	-
7	待摊费用	-
8	其他	-
9	合计	6,268,128.86

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	306,509,160.47
报告期期间基金总申购份额	408,172,089.30
减：报告期期间基金总赎回份额	56,296,357.35
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	658,384,892.42

§ 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 2024 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>