

国海富兰克林基金

2024 年下半年投资策略报告

一、宏观分析

回顾 2024 年上半年，经济总体开局势头良好，一季度，我国 GDP 按不变价格计算，环比 2023 年四季度增长 1.6%，比 2023 年四季度提高 0.4 个百分点，环比增速连续 7 个季度增长，经济运行呈持续回升向好态势。一季度 GDP 同比增长 5.3%，比 2023 年四季度提高 0.1 个百分点，比 2023 年一季度提高 0.8 个百分点。一季度，只有房地产业增加值同比下降 5.4%，且降幅比去年四季度和去年全年降幅扩大，其它行业增加值均同比增长，尤其是出口方面表现亮眼，带动一季度 GDP 增速超市场预期，进入二季度，经济运行较一季度稍有降温，5 月工业增加值同比增长 5.6%，较 4 月 6.7% 的增速有小幅回落；1-5 月固定资产投资累计同比 4% 同样较 1-4 月的 4.2% 小幅回落；消费方面，则继续小幅持续改善。整体上，2024 年上半年经济运行仍受有效需求不足等因素影响，生产端前高后低，物价虽有所回升但基数推升是主因，大规模设备更新和消费品以旧换新政策对生产端、投资端以及消费端产生积极拉动效应，房地产市场尚未实质性企稳拖累相关投资与工业品，整体经济仍处于稳步修复之中。

出口成为 2024 年上半年支撑经济复苏的主要亮点，外循环对出口的传导机制尚顺畅。体现在以下几个方面：一、欧美进入补库存阶

段，带动我国出口增长，外需对我国出口传导趋于畅通。前两年发达国家去库存时进口大幅低于自身需求，形成外需强但我国出口弱的“传导不畅”特征。但 23Q4 以来去库存结束，发达进口再度向需求回归，也带动我国出口向外需水平回归。二、中国加快融入全球产业链，全球出口改善也利好我国。我国出口份额提升更多是中间品、资本品，帮助新兴国家工业化，而并非消费品，今年新兴国家出口生产反弹也对我国相关中间商品出口形成支撑。总体上外循环对出口的传导更顺畅，下半年出口仍将是经济重要支柱。

展望 2024 年下半年，全球经济短期仍有韧性，国内企业效益持续改善，叠加大规模设备更新等政策逐步落实，将为生产端增添新的动力。消费延续温和复苏。展望未来，消费增速或企稳回升。一是 2023 年同期基数走低，有望为同比增速提供支撑。二是物价或在下半年有所上行。三是就业市场总体保持稳定，前期政策加速落地以及未来有望继续降准降息，将进一步稳定消费市场。

投资方面，今年上半年固定资产投资略低于预期。其中，基建投资继续回落，下半年随着地方债券发行加速，财政资金投放逐步到位后，基建投资有望保持在高位水平。房地产投资仍然偏弱，517 新政后商品房销售额略有好

转，资金到位情况小幅改善，但在房价下跌预期的制约下，后续仍需政策端发力。制造业投资预计保持稳健增长，设备更新改造相关拉动效果有望明显提升。

二、A股投资策略

2024 上半年，国内宏观要素的变化较为平淡。内需方面，主要的聚焦点依然在房地产。在住宅销量持续下滑的背景下，除了地产产业链本身的直接影响外，土地出让金收缩进一步影响了地方提供的基建能力；下跌的房价通过财富效应，也同步收缩了居民的消费意愿和消费能力。投资和消费端的连带作用，放大了地产周期对宏观的负面影响。外需方面的表现则较为强劲，超出预期。得益于中国强大的产业链优势，即使在外部地缘政治环境复杂化的背景下，凭借综合配套能力和产品稳步升级，我国在机电、汽车、造船、新能源等诸多领域都取得的较好的出口增长。我国出口的产品类型，从消费品向资本品的过渡，使得在全球供应链重构的背景下，我们依然是广大生产国最主要的资本品提供方，从而受益于本轮新兴国家的工业化过程。这个受益的过程，是可持续的。

从更长的历史来看，我们似乎是所有经历地产较大调整周期的国家里，需求侧表现相对出色的一个。地产因素导致的内需平淡是客观规律，需要时间消化，但外需强劲则是产业链能力，可以更快的帮助我们走出总需求瓶颈。

流动性方面，我们在保持国内宽松的大背

2024 年经济总需求不足仍是影响经济复苏主要因素。更多财政货币政策，可能是后续政策发力的重点方向。总体上，国内经济有望继续复苏进程，但复苏基础仍需夯实。

景下，也在抵抗海外流动性的冲击。美元周期还没走完，伴随着 AI 科技革命和通胀粘性，美债利率长期保持在高位，可能性越来越高。压力测试的方向，变成了各国资产负债表的 PK。除美国外的其他国家，潜在汇率风险都在加大。我国一方面要降息支持经济复苏，一方面要抵抗美元利差的压力，但受益于外汇储备和经常项目顺差，风险相对较小。

科技创新方面，AI 的进步一日千里，美国大概率已经进入到新一轮产业革命的起点，中国、欧洲紧跟其后。AI 应用已经在软件层面已广泛铺开，并且通过机器人、自动驾驶、端到端控制等技术，进入到物理世界。科技创新，已经不是个宏观慢变量，而是需要我们每个月讨论的陡峭变量。从积极的角度看，这是全球突破潜在经济增速瓶颈的希望；但也要看到，AI 带来的垄断和资源分配割裂都会加剧，国家之间、企业之间、个人之间，会因 AI 应用的深度不同，快速产生巨大的生产力差异。我们需要努力追赶最先进的步伐。

回到 A 股市场的变化。上半年的市场整体呈现先抑后扬、弱势震荡的走势，各宽基指数的分化较大，风格分化扩大。大盘风格自 2 月后持续领先小盘风格，价值风格则继续保持近 3 年来的强势。行业方面的分化，远不及风格

分化来的那么剧烈。市场沿着 5 个方向在演绎，包括（1）国内性价比消费；（2）新兴市场国家资本品出口；（3）全球定价资源品；（4）AI；（5）国内公用事业红利属性。背后的逻辑是外需、科技革命和长周期成长。需要注意的是，市场对成长公司的定义，发生了变化。可持续的商业模式+稳定的竞争格局+良好的现金流，成为市场选择成长股的重要指标。而对公司复合增速的要求，则明显降低了。市场对可持续的中速成长的重视，符合当下的宏观背景，并长期存在。

展望下半年，预计宏观要素的变化相对平稳，但需要特别警惕海外政治变动以及外贸环境的进一步复杂化。作为全球化的主要受益者，中国将面临更大的挑战。内需方面，随着房地产政策的转向，房价和交易量的快速下跌时期已经过去，未来或将趋于平稳，有利于内需企稳。综合来看，下半年整体经济展望较为温和。

市场方面，判断市场还将以结构化演绎，指数级别行情暂时没有迹象。风格方向大盘强于小盘，但预计价值和成长风格的分化不会很明显。行业方面继续聚焦在红利类公用事业（特别是港股），AI、性价比消费（人口变化受益、情绪价值、平价、悦己）和资源品。长周期的高质量成长公司，或将受到市场越来越多的追捧。

三、境外市场投资策略

● 美股市场

美国近期公布了一季度 GDP 的年化季环比终值为 1.4%，较初期有 0.1% 的上修。通胀方面，上周五公布了美国 5 月份的核心 PCE 指数，同比增长 2.6%，低于前值 2.8%，还是比较符合预期，即：连续长时间的高利率环境下，经济在逐步放缓，但并没有出现快速衰退。软着陆的可能性在加大，市场已预期了美联储两次降息的情景。

上半年标普 500 指数累计上涨 15%，但用等权计算的标普 500 等权指数（RSP），今年上半年仅仅上涨了 5%，这就代表指数的上涨是由大盘股带动的，中小市值的股票相对表现不佳。即便是在最大市值的科技股中，走势也有所分化，业绩好的股价也会强很多。对于下半年，我们整体保持乐观，我们的基本假设仍然是经济软着陆的可能性大，基本面好的个股走出 alpha 行情。同时，随着降息的到来，我们认为基本面扎实的中小盘也有机会。但随着下半年海外大选等宏观事件，我们认为潜在的波动率会上升，我们会坚持以基本面出发，面对比较极致市场风格的时候不要患得患失。

截止到 6.30，根据彭博预测，标普未来 12 个月估值处于 21 倍以上，大致处于过去五年一个标准差左右，不便宜但鉴于目前的利率水平，我们认为这不是一个泡沫的市场。下半年，如果市场波动较大，可以看作是指数数的加固，市场或许在等待下一个催化，以及可以以较低价格买到好股票的机会。

● 美债市场

2024 年 3 月至 6 月底美国国债指数上涨

0.84%。2024 财年过半，去年底市场普遍预期的美国财政退坡并不明显，财政依旧在发力，10 月-4 月赤字经调整后，较去年同期减少约 590 亿，今年主要个人税收同比上升 9%，企业所得税同比上升 29%，财政收入同比上涨 10%，支出同比上涨 6%

前期油价铜价等大宗的价格的上涨，我们担忧商品再通胀比房租的去通胀的要快，从而阻挡美联储降息的进程。近期油价下跌缓解二次通胀的担忧，通胀本身在年底也因有低基数导致的翘尾压力。新增非农就业滚动 6 个月平均从去年 11 月的 20.5 万上行到 5 月的 25.5 万，失业率维持低位，劳动力供给虽因为移民的流入得到增强，但需关注未来美国移民与边境政策。

我们判断今年美国的制造业 PMI 将筑底回升，服务业 PMI 不会像去年那么强，但考虑到财富效应和实际收入增长还在，也不会弱。目前美国经济保持韧性，金融条件宽松回到 2022 年加息之前，资产价格大幅上较好支撑中高收入人群消费，目前没有看到经济有大幅走软的迹象。近期加拿大央行欧央行开启本轮加息后的首次降息 25bps，欧央行为鹰派加息，加息后利息上行。我们认为在目前美国经济较为有韧性且美股财富效应巨大的背景下降息，经济动能可能二次向上，长端利率可能会反弹，我们认为在真正降息前美债的交易机会更大。我们不排除首次降息后 10 年美债收益率进一步上行超出年内高点的概率，由于目前 1-2 年美债收益率已经在 4.7%-5.1% 的水平，对于绝

对收益策略已经是很好的买点。

港股市场

2024 年上半年港股市场有所表现：企稳回升，基本上是震荡向上的走势，上半年录得 3.9% 的涨幅。目前，海外投资者对中国的宏观经济和企业盈利仍持保守态度，同时也对地缘政治存在担忧，导致市场情绪虽有所改善，但普遍仍并不乐观。尽管如此，当前港股市场的估值已经处于历史低点，具有相当的投资吸引力。

展望 2024 年下半年，我们对港股市场持谨慎乐观态度，主要基于以下几点考虑：

1) 整体市场估值偏低，众多公司具备较高的投资价值。考虑到大幅下跌的概率较小，中长期内这些价值将被市场所认可。

2) 海外流动性已发生变化。加拿大和欧洲已经开始降息，美国的消费价格指数同比增速也开始有所下滑。美联储在 2024 年年内可能会降息，但考虑到美国大选，2025 年的美国通胀仍有不确定性。

3) 国内经济预计将稳中向好，全年 GDP 将增长 5% 左右。货币政策会保持宽松，同时财政政策也有望加强。半导体、新能源、电动车、和高端制造等行业仍将受到政策支持，预计将出台更多利好政策。

4) 鉴于 2024 年下半年的盈利基数较低，我们预计 2024 年企业盈利同比增速将有所改善。

综合考虑当前港股市场的低估值和国内

政策的逐步推出，我们认为港股有望在 2024 年下半年继续呈现震荡上涨的趋势。在投资方面，建议关注数字经济、硬科技、电信、电力、和出口相关公司，以及具有增长潜力的个股。

四、债券市场

● 利率债

2024 年上半年宏观经济复苏呈现前高后低的态势，一季度经济复苏整体超预期，但在二季度，经济复苏斜率有所放缓。上半年货币政策整体偏宽松积极，利率债收益率在上半年顺畅的下行，连创近年来新低，尤其是超长期国债表现抢眼，30、50 年国债收益率连创历史新高。

展望 2024 年下半年，上半年进度偏慢的地方政府债券发行有望加快发行，世界主要经济体需求稳定，出口有一定支撑，但贸易摩擦可能加剧，发达国家选举年存在一定不确定性，宏观政策仍强调高质量发展，稳增长政策以托为主，经济基本面有望继续平稳复苏进程，预计货币政策仍总体偏积极，财政政策仍将积极发力，因此利率大幅上行的拐点可能还需要基本面真正企稳的确认，债市可能以震荡偏强的行情为主，同时警惕超预期刺激政策推出、经济超预期改善带来的利率上行风险。

● 信用债

信用债融资预计在宏观经济回暖，实体经济改善的背景下将有所恢复，而金融债受金

融机构展业和资本补充需求的影响，预计融资也将有所改善。从信用风险角度看：民营房企信用风险中长期仍然依赖于行业基本面的改善。城投债信用风险受化债影响，边际改善，但考虑到城投整体债务压力仍然偏重，对弱资质地区仍需谨慎。产业债信用资质依赖其经营基本面，经营和财务状况良好的央国企信用风险可控。具备核心竞争力，且财务结构稳健和治理结构良好的民企债信用风险可控。总体看，除民营地产债外，三季度信用风险整体预计处于可控水平。

商金债：

随着“一揽子化债”以及特殊再融资债的陆续落地，弱资质区域城投债的信用风险边际缓释，且一定程度上对所处区域城农商行的普通金融债及二永债形成边际利好，可适当关注，但需要结合其信用资质，流动性等多方面因素进行综合评估，严控信用风险。

城投债：

中央金融工作会议对地方债务问题提出明确要求，“一揽子化债”政策逐步落地，对弱资质城投短期形成边际利好，但本轮城投行情由化债主导，特殊再融资债的发行，更多的是改善对应区域城投的流动性以及提振市场信心，后续城投信用资质能否实质性改善还需金融化债的成功接力，地方财力的改善，信用下沉仍需保留底线。建议优选区域经济财政实力发达，债务负担可控的区域内优质平台。

产业债：

产业债发行人的信用资质主要基于其经营和财务基本面，需优选基本面良好，具备核心竞争力，抗风险能力较强的行业龙头。例如，掌握核心资源的优质煤企，具有核心资源禀赋的优质有色金属开采企业等。

地产债：

政策持续发力要求加大对房地产企业融资的支持，但落实情况仍然有待观察。目前的核心问题在于销售仍未出现明显好转，民营房企的信用风险仍然存在，行业信用资质的改善仍需依赖销售的回暖，可谨慎关注高等级、融资能力强，财务杠杆可控的国央企地产债。

民企债：

民营企业在由于在融资方面存在弱势，同时，部分公司在治理结构上存在缺陷，整体抗风险能力偏弱，整体信用资质依然偏弱。但治理结构良好，具有核心竞争力和稳健财务结构的民营企业，信用风险依然可控。

● 可转债

二季度转债市场经历较大幅度波动，低价转债在 6 月末又遭遇流动性和信用风险担忧的双重冲击。展望后市，一方面经济刺激政策的落地到见效有一定时滞，另一方面在较为复杂的内外部环境，虽然目前市场对经济增长的预期也相对并不乐观，不过考虑到刺激政策有望持续，并且权益市场的市盈率也处于近年来较低分位水平，权益市场仍有一定反转基础。

转债方面，在经过前期的回调后，很多转

债绝对价格已经处于较低水平，并且出现大量 YTM 为正的转债，投资人结构稳定、供给压力趋缓对转债价格与估值形成一定支撑，转债有望在正股带动下迎来反弹，转债策略上建议防守中逐步增加一些弹性品种布局，重点关注基本面有支撑的双低品种、具有一定 YTM 的周期或主题品种，并结合经济修复情况、板块或主题性机会等逐步增大弹性品种比重，依托股性品种博取收益。

五、行业分析

● 电力

业绩展望：看多

关键词/标题：水电核电的商业模式接受度提升，稳健盈利资产迎来估值重估

二季度水电板块有望迎来盈利和估值的双重提升。受到来水偏枯的影响，2023 年二季度为主要水电公司盈利较差的季度，而今年二季度南方多雨，加上 23 年下半年的蓄水较好，对今年上半年尤其是二季度的发电提供了较强的保障，二季度水电公司的业绩有望同比大幅增长，和其他板块相比季度盈利同比增速的优势更是突出，展望全年，水电公司的业绩有望同比增长，业绩稳定。通常水电公司的分红比例较高，ROE 稳定且独立于受经济的波动，折旧的成本占比较高导致现金流好于盈利，因此是真正的高股息红利标的，在当前的市场环境下，有望进一步抬升估值。

核电的模式类似于水电，不过分红比例相对较

低，当前核电还有大量在建的机组，仍处于资本开支较大的成长阶段，但是核电的装机确定性强，核电投产后的盈利释放节奏确定，ROE稳定，是稳定成长的板块。随着核电核准节奏的稳定，市场对于核电的估值发生了变化，从PE估值逐渐切换到DCF估值，更好反映在运和在建机组的价值。随着水电估值的抬升，核电板块估值有望打开上行空间。

火电方面，预计二季度煤价成本同环比下降，但是二季度受到水电发电量高增的挤压，火电机组的5月份的发电量增幅同比负增长，影响二季度的收入。但是在年度电价已经签订，煤价弱勢的背景下，火电机组仍能保持稳定的盈利。和其他电力板块相比，当前火电板块估值偏低，可能在逐季度业绩稳定的背景下迎来估值抬升。

● 半导体

业绩展望：看平

关键词/标题：景气度触底回升，但整体估值仍偏高，设备景气度高

半导体行业整体从去年下半年开始就陆续见底，大部分到现在都已经触底，进入复苏通道。但现阶段来看，目前国内整体还是偏向平稳复苏，但是从长期来看，国产替代的空间仍然很大。此外，设备受益于国内先进制程和先进存储的扩产，未来一两年，业绩和订单的景气度相对都会比较好。

● 券商

业绩展望：看多

关键词/标题：券商作为高贝塔资产或具备良

好绝对收益

近期，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，主要内容包括：1) 强化科创板“硬科技”定位，2) 开展深化发行承销制度试点，3) 优化科创板上市公司股债融资制度，4) 更大力度支持并购重组，5) 完善股权激励制度，6) 完善交易机制，防范市场风险，7) 加强科创板上市公司全链条监管，8) 积极营造良好市场生态。科创板是我国多层次资本市场建设的重要组成部分，自2019年7月科创板开板以来，在科技创新型企业融资方面发挥重要作用，此次《八条措施》的推出，意味着科创板改革再出发，以进一步突出“硬科技”特色，健全发行承销、并购重组、股权激励、交易等制度机制，更好服务科技创新和新质生产力发展。

长周期复盘来看，券商股的股价走势取决于市场周期和监管周期，其中市场贝塔决定趋势，通常在经济上行阶段股票市场表现较好，券商作为高贝塔资产或同样具备良好绝对收益。

● 保险

业绩展望：看多

关键词/标题：资产价格回升+行业估值低位，关注保险板块表现

随着前期政策效果的逐渐显性化，以及后续政策的持续落地，名义经济增长将推动资产价格回升，而当前保险行业估值仍处于历史较低水平，建议积极关注保险板块。资产端方面，考虑到上一轮地产政策效果尚未显性化，以及目前货币政策仍有空间，并且近期财政政策的节

奏有所加快,另外新一轮的地产政策也有望落地,因此保险资产端有望随着时间推移进一步回暖。负债端方面,虽然二季度的基数有所走高,但一季度的高增长奠定基础,同时居民储蓄意愿持续高位,叠加部分代理人自发宣导预定利率下调等推动保单当期释放,以及银保合作网点的放开有望抵消报行合一对新单保费的负面影响,且价值率的提升将助推价值的持续增长,因此负债端有望持续优于市场预期。财险方面,展望2024年,保费受益刚需属性有望穿越周期稳定增长;从COR的维度展望,自然灾害损失回归稳态和风险减量的持续推进有望推动赔付率逐渐优化,而费用率受益于监管高压态势所带来的竞争趋缓有望下行。

● 白酒

业绩展望: 看多

关键词/标题: 酒企的 PE 估值和分红仍具有较强吸引力

回顾过去四年白酒消费:

- 1) 2020-2021年,白酒消费偶有受影响,但行业还在快速升级和部分名酒全国化过程中;
- 2) 2022-2023年春节,白酒消费场景受影响程度加大,大部分企业面临着渠道库存压力和渠道资金压力。

3) 2023年初至今,客流量和消费场景逐步恢复,其中居民宴席场景恢复较好,而商务宴请场景恢复略慢。

整体,白酒行业的高库存、低批价会是常态化,而有品牌基础、有消费基地市场、市场营销操作不变形的企业在2024年将获得更持续的成长。

白酒上市公司财报方面,2020年营收增长略低,而2021-2023年表现为快速增长,其中高端酒龙头和地产酒龙头成长表现亮眼。随着酒企营收体量增大,部分企业增长可能会自然降速,但是酒企的PE估值和分红仍具有较强吸引力。

● 文化传媒

业绩展望: 看平

关键词/标题: 各细分行业多数压力较大

传媒目前各细分行业中,广告行业由于宏观消费增长比较弱,广告表现相应也比较弱;游戏行业在版号放开后,游戏供给增加,买量费用持续上升,竞争加大,游戏流水向头部产品聚集,只有个别出优秀产品的公司在版号放开后受益,多数公司受损;电影行业近期影片内容供给偏弱,行业景气度弱势;出版行业稳定性较强,分红也比较好。

风险提示

本材料不作为任何法律文件。本公司承诺以诚实信用、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,也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人所管理的其它基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。本公司提醒各销售渠道和销售人员,在向投资者推介本计划时,应提醒投资者基金投资的“买者自负”原则,在做出投资决策后,基金运营状况与基金净值变化引致

的投资风险,由投资者自行承担。投资者投资于本公司基金前应认真阅读相关的基金合同和招募说明书等文件,了解所投资基金的风险收益特征,并根据自身风险承受能力选择适合自己的基金产品。应提醒投资者注意投资风险,谨慎投资。

免责声明

国海富兰克林基金管理有限公司是得到中国证券监督管理委员会批准成立并受其监管的基金管理有限责任公司。

本文件中所表达的观点以及陈述的信息是一般性的观点和信息,其与具体的投资对象、财务状况以及任何的特殊需求无关。文件中所表达的观点不构成国海富兰克林基金管理有限公司的投资建议或任何其他忠告,并可能随情况的变化而发生改变。这些观点不必然反映国海富兰克林基金管理有限公司任何部门的观点。国海富兰克林基金管理有限公司尽力严谨处理本文件中所述的观点和信息,但并不就其准确性作出保证。如果您需要进一步的观点与信息,请与国海富兰克林基金管理有限公司联系。

投资存在风险,过往的业绩并不代表将来的表现,基金净值及其收益可能会不断变动。

本文件不是对任何人投资国海富兰克林基金管理有限公司所管理之产品而提出的建议、要约邀请或要约。投资人在认购或申购国海富兰克林基金管理有限公司所管理之产品前,应仔细阅读其基金合同/资产管理计划合同、招募说明书/投资说明书,及/或相关公告。

除非另有注明,本文件所包含的所有资讯均为本文件使用时之当时资讯。

本文件之目的仅为提供资讯,非经国海富兰克林基金管理有限公司授权,任何人不得整体或部分阅读、打印、保留、复制、传播、散布、引用或以其他方式使用本文件。

本报告数据来源: Wind。