



国海富兰克林基金 2022 年下半年投资策略报告

一、宏观分析

2022 年 3 月以来，受到国内散点疫情爆发特别是上海封控影响，国内经济受到较大冲击，货币政策保持常态化调整，整体偏宽松，随着疫情逐步得到控制以及上海解封，国内经济逐步得到好转。随着新冠疫苗的接种，国外生产继续保持恢复态势，国外制造业 PMI 维持在荣枯线以上，但通胀问题严重，美联储及各国通过加息应对，经济增长有回落风险。总体来看，随着疫情冲击影响减弱，下半年中国经济有望逐步恢复，国外经济在高通胀及加息环境下有回落风险。

从生产端看，5 月规模以上工业增加值同比增加 0.7%，环比回升 3.6 个百分点，虽然较疫情最严重的 4 月有所恢复，但仍处于较低水平，随着上海解除封控，生产有望进一步恢复。

从需求端看，二季度投资表现韧性较强，消费受疫情冲击降幅较大，出口受疫情影响但恢复较快。1-5 月固定资产投资增速 6.2%，环回落 0.6 个百分点。分项来看，房地产、基建、制造业投资累计增速分别为-4%、8.16%、10.6%，环比分别下降 1.3、0.1、1.6 个百分点，地产投资继续负增长、基建投资韧性较强并且处于较高水平、制造业投资增速虽有所下降但仍处于较高水平，当前房地产调控政策边际上持续放松，但短期仍难有较大改善，不过考虑到去年下半年基数较低，今年下半年增速有望改善。受疫情冲击影响，社会消费品零售总额连续 3 月同比负增长，1-5 月累计同比增长-1.5%，表现较差，但随着疫情得到管控，未来有望逐步改善。1-5 月以美元计出口累计同比增长 13.5%，进口累计同比增长 6.6%，环比分别上升 1 和下降 0.6 个百分点，仍处于较高水平，其中 5 月得益于疫情冲击的减弱当月出口增速回升至 16.9%，但随着基数的提高及国外生产恢复带来的替代效应，未来出口增速仍呈下降趋势。

物价方面，二季度 CPI 上升至 2.1%，未来随着基数的下降仍有一定上升压力，同时需关注 PPI 的传导情况；PPI 延续下行趋势，5 月下



降至 6.4%，但仍处于较高水平，未来有望继续下行。

在疫情冲击下，国内经济稳增长压力进一步加大，货币政策总体偏宽松，5 月 5 年期 LPR 一次性调降 15BP，以刺激融资需求。5 月社融存量同比增速环比回升 0.3 个百分点至 10.5%，虽然人民币贷款结构仍然不佳，但融资量已大幅改善。5 月 M2 同比增速进一步上升至 11.1%。

展望下半年的经济走势，随着政策持续刺激，房地产投资降幅有望收窄，基建投资在政府持续发力情况下有望保持较高增速，制造业投资有望保持平稳，消费随着疫情好转将逐步恢复，出口增速短期内仍有一定韧性，国内经济表现将是一个逐步恢复的过程。

二、A 股投资策略

展望 2022 年 3 季度，疫情得到控制，“稳增长”政策将逐渐发力，预计经济将由衰退转向复苏周期。GDP 三驾马车来看，基建投资保持较快增长；地产和大消费或已处于最差阶段，3 季度数据有望出现改善；而出口项目长期看将跟随海外经济回落，压力逐渐显现。

政策方面，“六稳”方针指引下，一系列“稳增长”政策应出尽出，着力点指向了基建、地产和汽车消费。目前，汽车消费数据已经回暖，特别是新能源汽车消费迅速恢复了较快增长；地产销售数据降幅有所收窄，处于缓慢复苏的进程中；基建投资恢复较快增长，特别是风光、电网投资等新基建招投标表现更加亮眼。5 月份制造业 PMI 指数出现环比回升，疫情后的复工复产稳步推进。随着乌克兰局势趋于稳定和海外经济趋于回落，大宗商品价格进入高位震荡区间，上游对下游制造业利润的侵蚀有望在 3 季度得到遏制，制造业盈利能力企稳可期。整体来看，经济进入新一轮缓慢复苏周期，民众消费信心将跟随经济企稳呈现正反馈，宏观经济企稳为 A 股权益市场上行提供了很好的外部环境。

流动性方面，“稳货币+宽信用”的局面有望延续。从社融数据来看，5 月份企业和居民中长期贷款数据环比上行，宽信用效果有所改善。央行重点在宽信用，在中美国债利差收窄的背景下，人民币汇率贬值压力显现，对进一步宽货币的态度或并不积极。



总体来看，A 股权益市场的政策底和市场底或已出现。在宏观经济进入复苏周期，流动性没有收紧的背景下，3 季度权益市场有望延续震荡上行的趋势。整体上，经历了 1 季度的价值股和上游资源品占优，2 季度的复工复产下景气制造业的快速反弹后，3 季度权益市场将进入重要的巩固上行期。我们保持对稳增长脉络的挖掘，对上游行业转向谨慎，挖掘中游和下游行业投资机会，相对看好以下方向：1) 地产板块经历 2 季度调整进入估值底部区间，随着地产销售数据改善，板块博弈机会再次显现；2) 景气上行行业非常稀缺，我们看好招投标亮眼的风光、电网能源基建板块；3) 经济企稳后的大消费板块，包括汽车、食品饮料和消费医疗等方向。

三、海外市场投资策略

6 月美联储加息 75 个基点，加息幅度比 5 月的 50 个基点进一步扩大，且是 1994 年以来最大的单次加息幅度。联邦基金利率升至 1.5~1.75% 区间。年初以来，美联储的前瞻指引失效，行动 behind the curve，引发美债市场的波动性加剧，波动幅度一天高达 20-30bps。5 月美国的通胀数据没有如期 peak out，我们认为由于占比较大的租金具有一定的粘性，叠加暑期到来，出行需求上升，通胀在本夏季持续在高位运行，也就是说美债收益率也会在 3.2%-3.5% 的高位震荡，短期突破 3.5% 的点位要看 6 月的 CPI 数据，由于美联储目前也是高度的数据依赖，整体市场的不确定性还是较大。但随着整个消费者信心指数的回落，房贷利率升值 08 年以来新高，房地产已掉头向下，后续中美贸易关税取消对于缓解美国通胀也有立竿见影的效果，我们认为短端的高等级债券已经很有吸引力。

中资美元债市场

市场整体延续了较弱的情绪，投资人在加息周期中规避长久期，信用债层面，由于经济占比较大的地产销售断崖式下跌，虽然监管一直在救市，但是还是有头部房企陆续出险，投资人对开发商的现金流和信用风险颇为担忧。1-5 月中资美元债指数下跌 8.1%，中资高收益指数下跌 16.8%，中资投资级指数下跌 5.7%。我们认为市场情绪的恢



复要等到三季度末地产的销售企稳反弹。

港股市场

由于乌克兰局势和疫情的影响，港股上半年总体呈现震荡向下的走势，目前估值在历史相对低位，市场颇有吸引力。

展望 2022 年下半年，稳增长的措施将逐步落地，地产和汽车销量有望环比提升，考虑到这两个行业下游产业链较长，对经济的拉动作用较为明显；且疫情也得到了较好的控制，消费也将逐步回归常态；我们觉得宏观经济大概率将企稳回升。

考虑到目前积极的货币政策和财政政策，我们觉得宏观经济将企稳回升。上市公司二季度是业绩低点，下半年有望环比改善。港股整体估值较低，金融、物业、汽车、互联网、医药、和地产后周期等板块都有较好的机会。

美联储通胀加剧，海外市场的波动会对港股的情绪面带来一定的负面影响；但随着我国实体经济企稳回升、企业经营数据向好，性价比较高的香港市场将得到海外和南下资金的青睐。港股机会大于风险。

四、债券市场

利率债

回顾 2 季度，政策利率保持不变，货币政策继续保持常态化调整，但资金面较为宽松，4 月份以来 DR007 持续处于政策利率下方。2 季度利率债整体仍以区间震荡为主，其中 10 年国债到期收益率仍在 2.7%-2.85% 区间震荡，主要是受到疫情冲击导致经济基本面仍然较弱、地产放松等稳增长政策频出、美联储持续加息、俄乌冲突持续等外围环境变化等多重因素的交叉影响。

3 月疫情散点爆发到 4、5 月的上海封控，国内经济受到较大冲击，稳增长压力大幅增加，货币政策仍需保持宽松，短期收紧的概率不大，但宽信用效果有待进一步验证，同时在俄乌冲突持续、美联储加息和缩表进程等因素的扰动下，展望三季度，利率债收益率大概率仍将区间震荡，同时需关注经济基本面企稳后利率上行的风险。

信用债

受民营房企信用风险事件频发，行业销售下滑等不利因素影响，



2022 年上半年的信用风险主要集中在房地产领域，房地产行业信用环境尚未改善。

从品种来看，过剩产能在行业景气度回升的背景下，再融资整体表现尚可，但多数企业财务杠杆仍然偏高，仍需优选抗风险能力较强的行业龙头。城投债仍有一定安全性，但需防范尾部风险，在土地市场低迷的背景下，尤其需要关注财力薄弱且大幅下滑的地区。

房地产行业销售端压力仍然较大，叠加融资分化，多家房企爆发信用风险，市场对高杠杆民营房企的担忧提升，建议对房地产行业保持谨慎。

总体看，民营房企的信用风险仍较严峻；弱资质国企再融资虽有所改善，但其债务负担仍然较重；城投债区域分化在加大。不建议下沉资质。

可转债

今年以来转债指数和权益指数全面下跌，转债指数相对跌幅较小。债券平均资金利率低于政策利率，流动性较为充裕，转债估值居高不下，位于历史极高位置，较高的转债溢价率透支了收益空间。短期内估值或将维持高位震荡，长期来看估值将下行至合理的区间。

转债市场可关注几个方向，第一是稳增长，包括交运、城市基础设施建设、清洁能源基础设施建设、数据中心、5G 基站建设以及优质的城商行等；第二是复工复产方向，包括汽车、消费等；第三是博弈低价+高溢价率转债的下修机会。

五、行业分析

食品饮料-白酒子行业

业绩展望：看多

关键词/标题：注高端白酒、部分全国性次高端白酒和区域龙头白酒企业

2022 年一季度春节旺季，白酒消费分区域、分产品、分价格带出现分化。2022 年二季度新冠疫情影响大于一季度，但由于二季度是白酒消费淡季，对全年总量影响略小。

整体食品饮料消费有较强韧性，我们可以看到：在新冠疫情影响



小的地方，二季度消费延续正常水平；而在疫情反复的地方，5月底至今普遍出现消费逐步恢复的现象。白酒企业普遍在6月份追赶二季度任务，回款、营销活动等也逐步展开。

后续核心问题是，供给端，库存策略是否理性？消费端，信心和场景恢复程度？针对白酒子行业，建议2022年主要关注高端白酒、部分全国性次高端白酒和区域龙头白酒企业。

新能源汽车产业

业绩展望：看多

关键词/标题：新能源汽车产销V型复苏，看好自主及电动智能产业趋势

新能源汽车短期迎来V型快速反转周期（补偿消费），长期视角上，持续看好自主品牌崛起和汽车电动化智能化升级两条主线。

数据端：2022年5月，新能源车总销量42万辆，电动化率26%。基于新发车型看，2022年前5个月新能源车型占比同比快速提升（达44%）；价格带上移，15-20万车型占比同比提升13pct至29%。对2022年新能源车销量预期从500万辆上修至550万辆。上调主要源于比亚迪的产销超预期，带动插混占比上调（预计从20%提升至25%）。新能源车企普遍在受疫情影响供给后下半年有冲量诉求。预计6月新能源车销量达50-55万辆。

短期看：目前生产已经恢复，需求在政策托底下具韧性，新能源车行业整体进入环比持续改善阶段，不排除迎来V型快速反转周期（补偿消费）。并且新能源车产业链近半年的调整基本上反应了市场对上游原材料涨价、利润增速的担忧，目前产业链估值已处合理位置。无论看短期销量修复，还是半年维度的环比持续改善，抑或长周期市场，板块逻辑通顺。

长期看：汽车行业自主品牌崛起、电动化智能化升级两大趋势不改，仍然是未来5-10维度主线逻辑。我们推荐自主品牌崛起和汽车电动化智能化升级两条主线。主线1：2022年新能源乘用车渗透率进入加速渗透阶段，三电技术底层支持背景下，整车生产逻辑变化，自主品牌从组织架构、供应链完善程度、商业模式等方面超越合资，长期看好自主品牌崛起带来的产业链投资机遇。主线2：汽车电动化的核



心是能源流的应用。政策、技术、特斯拉等多重因素叠加，新能源汽车进入到高质量发展阶段，需求驱动车型产品力提升，技术趋势往磷酸铁锂、三元中高镍、4680 圆柱、多合一电驱动系统、整车平台高压化等多维升级。主线 3：汽车智能化的核心是数据流的应用，增量零部件具机会，包含：获取端-激光雷达、毫米波雷达、摄像头等传感器，输送端-高速连接器，计算端-域控制器，应用端-空气悬架、线控制动和转向，交互端-HUD、交互车灯、中控仪表、天幕玻璃、车载声学等。

石油石化

业绩展望：看多上游勘探开采，看多炼油

关键词/标题：高油价下，利好上游，全球裂解价差扩大，利好成品油产业链

近期国际油价一直高位震荡，底层逻辑是全球能源短缺导致的通胀，石油、天然气在“绿色”背景下的资本开支不足，光伏、风电的发展跟不上需求的增长，而俄乌冲突又加剧了这一矛盾，从这个角度讲，高油价中短期不会发生变化。当然高油价下，油价对各种信息的反应比较敏感，波动加大，但从供需的角度来看，供给增量有限，需求方面，短期进入消费旺季，中国复工复产，供给进一步偏紧，而库存方面，美国等国家持续的战略库存投放，导致库存持续降低，未来对供需的调节能力变差，油价易涨难跌。在高油价背景下，上游油公司的盈利大涨，股息率高，建议关注。

炼油方面，国际裂解价差创历史新高，主要是由于近几年几乎无新的炼厂投产，而老产能退出，导致炼厂产能不足，海外炼厂盈利非常好，而国内成品油价格受控，盈利稳定，但 PX 可用于调油，价格持续上涨，整体炼厂的盈利好于预期，另外，EVA 受光伏拉动需求和盈利也很好，可以关注 PX、EVA 产能占比高的炼化公司。

电子行业

业绩展望：看多

关键词/标题：悲观预期逐步反应，静待行业否极泰来

从需求角度，IDC 数据显示，2022 年第一季度（22 年第一季度）全球智能手机出货量同比下降 8.9%。这标志着智能手机市场连续第



三个季度下滑，该季度出货量降至 3.141 亿部，比 IDC 2 月份的预测低约 3.5%；二季度迄今来看亦需求较弱的周期中。随着上半年智能手机销量大幅不及预期，可穿戴、PC 等电子产品销售亦逐步转弱，市场对行业的悲观预期正在逐步释放。从供给角度，二季度国内疫情对供应链产生了影响，引发了市场对供应链向外转移的担忧。

但从长期角度看，消费电子的主流产品，诸如 PC、手机等，早已进入存量市场，相对于整体销量，我们更关注结构性变化和库存周期的影响；VR、车载电子等新产品仍在快速放量周期，行业整体需求平稳。而供应层面，国内供应链完备，企业竞争力优势明显，即便涉及产业链外移，国内企业仍是最主要的参与者。随着市场已经反映悲观预期，后续无论是新产品放量亦或老产品进入上升周期都将渠道产业链盈利能力和增长中枢的修复，当前位置可保持乐观态度。

计算机行业

业绩展望：看多

关键词/标题：数字化需求旺盛，静待宏观转暖

数字化转型已经成为全社会共识：政策层面，2022 年 1 月 12 日，据新华社消息，国务院日前印发《“十四五”数字经济发展规划》，明确了“十四五”时期推动数字经济健康发展的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施。并确定 2025 年，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善。展望 2035 年，力争形成统一公平、竞争有序、成熟完备的数字经济现代市场体系，数字经济发展水平位居世界前列。微观实践层面，在 2020 年疫情爆发后，数字化成为疫情应对与防控的有效手段，居家办公普遍实行，这使得远程办公、互联网医疗需求爆发式增长，而政府也积极利用大数据技术对疫情发展进行实时跟踪与预测，完成了流调、风险人群筛查以及健康码赋码等工作，各类数字化与在线化技术与工具广泛使用，对疫情防控和降低疫情对工作的影响发挥了关键性作用。在后疫情时代，数字化开始更深入应用到各领域，更加广泛和深入地渗透到企业的运营与管理中。

短期看，疫情对软件系统的交付实施工作产生了阻碍，对部分计



算机行业的下游客户支付能力也产生了影响。但另一个角度，对于数字化、云计算等新技术的渗透起到了正面作用。随着宏观经济的好转，行业有望重现 2020~2021 年的景气阶段。

券商

业绩展望：看多

关键词/标题：财富管理业务长期向好趋势不改

证券行业正经历轻资产业务由周期性低迷转向周期性成长、重资产业务由方向性投资转向中性，行业 ROE 水平稳步提升，行业再融资高峰渐过，板块压制因素逐渐消除。三大能力构筑差异化，头部优势进一步显现。当前财富管理业务短期承压，但居民财富积累、资管新规助力财富向权益资产转移，居民资产配置需求长期持续，叠加政策支持，财富管理业务长期向好趋势不改，同时也看好盈利具有相对景气度和成长性的标的，主要是机构化业务占比较高的龙头公司。

保险

业绩展望：看多

关键词/标题：疫情逐步得到控制，利好保险公司资产、负债两端

疫情逐步得到控制，利好保险公司资产、负债两端，建议继续关注财险及寿险龙头。(1)资产端来看，当前 10 年期国债收益率为 2.78%，各地疫情逐步得到控制，宏观政策调节力度进一步加强，稳增长将有利于保险公司资产端。(2)从负债端来看，5 月份上市保险公司寿险及财产险保费增速均有所回暖。展望未来，随着疫情防控常态化，各地购车优惠的政策逐步见效后，新车销量有望回暖，有望推动车险保费增速向上寿险方面有望迎来拐点，最差时间点已经过去，另外随着疫情逐步得到控制，叠加稳增长政策的逐步发力，居民的收入预期提升有望推动保险产品回暖。从两条逻辑主线关注保险板块投资机遇。第一，寿险基本面相对改善、价值表现预期好转，关注结构调整和地区复苏带来 NBV 预期好转的寿险龙头；第二，车险马太效应强化，关注财险行业龙头。

有色金属行业



业绩展望：看空基本金属，看多锂和稀土等新能源材料

关键词/标题：短期紧缩的宏观政策不利于整体大宗商品的表现

美联储 6 月议息会议加息 75 个基点，美国通胀数据继续超预期，我们预计未来一个季度美国通胀压力依旧较大。因此短期紧缩的宏观政策不利于整体大宗商品的表现，从需求来看，国内房地产需求较差，但是以锂和稀土为代表的新能源材料，需求较好。因此整体上我们对基本金属偏谨慎，而相对看好锂和稀土等新能源材料。

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，应详细阅读其基金合同/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。