



国海富兰克林基金 2022 年四季度投资策略报告

一、A 股投资策略

四季度市场展望

展望 4 季度，我们认为现在应该多一份乐观信心。我们估计财政政策还有发力空间，基建和出口还是能够保持一定韧性。地产销售最坏时候或许已经过去。居民消费信心处于修复构建周期，待消费进入正常轨道，经济复苏的力度和持续时间都会进一步提升。

流动性方面，“宽流动性+社融底部巩固”。目前在中美国债利差收窄的背景下，人民币汇率贬值压力较大，货币流通性不需要进一步宽松。央行工作重点在宽信用，社融数据是经济复苏的先导指标用。目前来看已经进入低位区间，静待社融数据增速再度回升。

总体来看，海外地缘政治风险等利空，资本市场会提前过度反应，我们倾向于认为现在市场悲观情绪或已到达低位。4 季度 A 股权益市场的机会大于风险，不宜继续过度悲观。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，3 季度权益市场整体回落筑底后，4 季度权益市场风格再平衡，进入长线选股窗口期。为明年布局，我们保持对经济复苏线的挖掘，挖掘中下游行业投资机会，相对关注以下方向：1) 泛消费类资产的长期投资机会，包括消费类电子、医疗服务、食品饮料、内需 2B 自主可控等方向；2) 低 PB，受益经济复苏的优质龙头银行、地产行业剩者为王公司的长线投资机会，以及地产后周期的博弈性投资机会；3) 重视景气底部，破净资产的中游化工龙头公司的长线投资机会；4) 估值充分消化，拥挤度降低的优质新能源龙头长线投资机会。



二、海外市场投资策略

美债方面，8月通胀仍有韧性，9月FOMC会议维持鹰派基调，目前FED最新利率点阵图显示到明年年底，本次加息终点到4.63%，年内可能还有一次75bps和一次50bps的加息，年底联邦基金利率到4.5%。目前是海外央行紧缩预期较强的时刻，并且美联储从未在联邦基金利率低于CPI的时候进行过降息。我们认为美债可能在高位维持一段时间，但是随着政策紧缩预期见顶和激进加息对海外经济带来的压力越来越大，我们认为美债配置价值已凸显。目前香港私人银行一年期的大额存单的收益率在4.5%左右，离岸流动性的收紧对港股形成了抽水。

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，由于地产销售持续低于预期，个别房企出险，投资人对开发商的现金流和信用风险颇为担忧。1-9月中资美元债指数下跌11.74%，中资高收益指数下跌24.6%，中资投资级指数下跌8.62%。我们认为市场情绪的恢复需要较长时间。

港股市场

由于乌克兰局势和美联储加息的影响，港股3季度总体呈现震荡向下的走势，目前估值在历史相对低位，市场颇具吸引力。

展望2022年4季度，由于大宗商品价格回落，美国通胀压力将环比减弱。国内稳增长的措施将逐步落地，地产销量有望环比提升，考虑到地产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；我们认为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，我们认为宏观经济将企稳回升。四季度企业业绩有望环比改善。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。港股机会大于风险。



三、债券市场

利率债

回顾三季度，8月政策利率有所下调，但MLF在8月和9月连续两月缩量续作，货币政策有意引导市场利率向政策利率回归，但资金面仍较为宽松，7月份以来DR007仍持续处于政策利率下方。3季度利率债整体下行，其中10年国债到期收益率从季度初的2.83%下降到9月中旬的2.65%左右。

目前国内稳增长仍存在一定压力，货币政策有望保持宽松，短期明显收紧的概率不大，但宽信用效果仍有待进一步验证，同时在俄乌冲突持续、美联储加息、散点疫情冲击等因素的扰动下，展望4季度，利率债收益率大概率将区间震荡，同时需关注经济基本面企稳后利率上行的风险。

信用债

从品种来看，过剩产能再融资虽仍表现较好，但以钢铁为代表的部分行业景气度有下行压力，加上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。

房地产行业销售端压力仍然较大，叠加融资分化，部分房企爆发信用风险，房地产行业信用环境尚未改善，建议对房地产行业保持谨慎。

可转债

年初以来长端利率下行较多，流动性保持充裕，转债估值维持在历史高位，长期处于2017年以来90%分位以上。高价转债的转股溢价率受转债新规影响，转股溢价率有一定压缩，转债成交量在双高炒作现象缓解之后有明显的下行，但是对于主流机构而言并无突出影响。

具体来看估值方面，鉴于宏观的不确定性，即使在海外普遍处在加息、缩表周期的通道中，在政策的呵护下，资金利率整体低于政策利率，国内流动性较为充裕，国内债券平均利率依旧维持在低位，转债估值居高不下，位于历史较高位置，较高的转债溢价率透支了收益空间，与此同时，估值也跟随平价的涨跌呈现出阶段性的压估值与阶段性的提升估值的状态，转债投资者不仅要对比平价进行择时，而估值



的短时间较大的波动，进一步的提高了择时的难度。长期来看估值将随着国内货币政策的常态化回归下行至合理的区间，但是考虑到此常态化货币政策或将难以原位返回，估值的中枢也将同步抬升。

疫情扰动，海外加息，权益市场风格或会偏向均衡，建议各个板块均衡配置。转债市场可关注的方向：第一是业绩确定性较高的新能源赛道纵深挖掘，寻找光伏、风电等有业绩增量的优质标的；第二是偏防守属性的银行、非银、交运等大盘转债标的；第三是挖掘转股溢价率相对历史较低位置的医药、消费等低估值标的。

四、行业分析

煤炭

业绩展望：看多

关键词/标题：供给偏紧，价格维持高位

近期煤炭供给持续偏紧，去年4季度开始各地加大保供，能开的矿基本都开了，运行的矿也都增加了工作时长，减少检修，目前来看，产量进一步增加非常有限，而海外煤价高于国内，进口量持续下降，加剧了国内供应紧张的局面。从长期来看，由于碳中和，国内外对煤炭的资本开支不足，未来产量会持续下降，而新能源短期还无法替代传统能源，因此，一段时期内，煤炭的供应将持续紧张，价格难以下降。从政策角度来看，发改委一方面督促各地加大开采力度，另一方面加强电煤长协的落实，因此，但非电煤的用量受到挤压，价格稳步上涨。展望四季度，今年蓄水较往年低，煤电的需求量将高于往年，煤炭市场有可能突破1500元/吨。由于煤炭新开矿井大幅减少，未来供应偏紧将持续较长时间，煤炭的价格预计维持高位，从股息率的角度看，很多都在5%以上，具有投资价值。

基础化工

业绩展望：看平

关键词/标题：海外需求下降，影响化工需求

化工行业下游涉及到国民经济的方方面面，需求受整体经济增速影响很大，国内二季度由于疫情影响，不少下游停产减产，近期，疫



情反复，国内需求没有明显好转，同时海外在美联储加息的影响下，海外经济放缓的可能导致海外需求大幅下降，直接或间接的影响化工的需求。加上近期油价持续下跌，大部分化工品的价格持续下跌，短期看不到好转的迹象。但对于龙头企业来说，具有成本、技术、管理优势，持续的进行资本开支，有持续的内生性增长，估值也处于历史较低水平，具有长期投资价值。

券商

业绩展望：看多

关键词/标题：估值已处历史低位，看好长期价值

9月15日国务院办公厅发文《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》。9月16日证券板块下跌6.03%，主要受过度担忧“降费”政策影响，短期悲观情绪释放相对充分，看好板块估值修复。中长期看，龙头公司长期竞争优势明显，居民财富向金融资产迁移、资本市场扩容、资本中介业务转型深化和头部公司集中度提升将持续提升龙头公司盈利能力，当下板块估值位于历史低位。维持看好。

有色金属行业

业绩展望：看空

关键词/标题：海外经济增长有压力，出口订单减弱

经过前期大宗商品价格快速下跌，近期主要的大宗商品出现了企稳。有色金属企稳的背后是全球能源的紧缺，以电解铝为例，欧洲电解铝产能持续收缩，铝的供给受到能源紧缺影响。需求端，国内房地产市场仍然处于调整期，在保交房的政策引导下，房地产投资预计有所恢复，但是总体上地产对金属拉动十分孱弱。展望未来，我们对基本金属仍然偏向悲观，美联储持续加息下，海外经济增长有压力，当前国内出口订单已经出现了减弱的迹象。

锂我们在半年维度，仍然关注。电动车国内的需求依旧强劲，欧洲在高电价下需求一般，总体需求还是环比持续增长中。供给端，冬季盐湖停产，我们预计明年上半年之前，锂价还有上行空间。



交通运输行业

业绩展望：看平

关键词/标题：海运市场分化明显，快递行业格局有所好转

海运市场分化明显，欧美经济放缓，集装箱运价持续下行。但是在油价高企的环境下，油运价格持续走强，特别进入四季度的旺季，我们预计油运价格还有上行空间。

快递行业不温不火，国内消费弱势影响了线上购物的增长，今年快递行业增速继续下行，预计全年增速 8%，仅为往年的一半。快递行业格局有所好转，快递单票价格持续上行，预计快递公司利润有所修复。

受疫情的影响，出行相关板块仍然收到抑制。我们看到中秋节期间的出行同比仍然有明显的下降，未来仍需观察疫情走向，我们认为航空机场为代表的出行板块仍然需要谨慎。

光伏&风电

业绩展望：看多

关键词/标题：需求确定性强、估值偏低，关注风电、光伏的投资机会

1、光伏：

欧洲：俄乌冲突带来欧洲户用光伏+储能需求爆发，长期看能源价格和电价可能持续维持高位，户用光伏和储能的渗透率仍低，欧洲需求有望保持 3-5 年高速增长；

中国：明年硅料价格有望下降，带来组件价格的下降，进而带来国内地面电站的爆发，国内运营商在手项目处于历史高位，释放出的需求非常大；

美国：美国电价始终很高，地面电站和户用都有望爆发。

综合看光伏需求有望全面爆发，目前行业估值处于较低水平，看多行业。

2、风电：

今年我国风机招标达到历史高位，明年的风电吊装有望创新高，需求增长的确定性非常强。尤其是海风有望实现超过 100% 的增长，目前行业估值处于较低水平，看多行业。



畜牧产业链

业绩展望：看多

关键词/标题：预计到明年上半年猪价仍将处于较高水平

整个猪价周期，根据“发改委全国大中城市生猪价格”指标，2021年初到2022Q1是上一轮猪价下降周期，而2022年4月后进入新的上涨周期，生猪价格已从3月低点的13.06元/kg上升到23.96元/kg。根据“农业部能繁母猪存栏”指标，2022年7月能繁母猪存栏同比-5.3%、自2022年4月低点累计增长2.9%。根据历史猪价上涨、下降持续时长经验和能繁母猪存栏恢复情况来看，预计到明年上半年猪价仍将处于较高水平。

养殖环节：禽类价格和猪价大周期基本同步，生猪养殖行业在2022Q2仍是亏损，但部分龙头企业经营性现金流已经转正，预计2022Q3到2023年上半年行业盈利处于较好水平，看好部分龙头企业的产能和成本优势。

上游饲料、动保环节：受益于下游畜禽养殖行业存栏恢复和盈利提升，看好龙头企业的盈利回升趋势。

下游屠宰加工环节：屠宰业务开工率提升，但加工业务面临一定成本上升压力。

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。