

# 国海富兰克林基金

## 2024 年二季度投资策略报告

### 一、A 股投资策略

2024 年一季度，A 股市场波动较大，出现明显分化，大盘指数显著跑赢中小盘指数。春节前，雪球、融资等流动性风险导致小盘股大幅回撤，期间低估值的红利板块获得明显的绝对和相对收益。春节后市场迅速回暖，风险偏好回升，超跌中小盘股引领下市场强势反弹，大盘指数和中小盘指数的年初以来差距逐渐缩小。

一季度国内经济复苏节奏较为平稳，从高频数据看，地产基建等投资端依旧低迷，出口表现较好，消费相对平稳。两会提出今年 5% 的 GDP 增速目标，需要等待具体政策落地，二季度是经济基本面一个重要的验证窗口。二季度经济潜在的亮点，一方面可能在于政策发力的重点方向，如“设备更新”、“新质生产力”等；另一方面可能在于出口拉动的制造业回升，海外已经逐步进入降息通道，库存周期回升，出口有望持续超预期。目前市场预期不高，大部分板块处于低位，一旦经济恢复斜率放大，对股市将产生较大催化。

海外经济恢复可能会是二季度一个重要的投资线索。长期看海外进入再工业化时期，对中国工业品需求将持续几年；短期看海外经

历了高通胀高利率的宏观时期后，开始进入降息周期，且库存去化两年后，也有望在今年重启库存周期，短期需求将有明显提振。美国经济韧性超预期，新兴市场也有望持续高增，我们今年依旧看好出口。

展望二季度，我们认为市场可能呈现震荡为主的格局。2 月份以来市场反弹，风险偏好已经有一定修复，二季度将更多回归基本面。从方向看，红利和科技依旧是中长期主线，出口链、顺周期有潜在机会。

### 二、海外市场投资策略

#### ● 美股市场

美国近期 CPI 和 PPI 连续超过市场一致预期，同时我们观察到新屋开工、房地产投资，非农新增就业韧性足。而油价及工业金属上涨，10 年美债利率会前再度升至 4.3%，因此市场上担心两次通胀的声音开始增加。不过 3 月议息会议并未有太多意料之外的东西，联储连续第五次在利率上按兵不动，近期经济数据较强更加强化美联储保持观望而不降息态度。点阵图暗示今年还是降息三次，这个让市场感觉比较宽心。同时鲍威尔也表达了相对乐观的观点，认为通胀进展方向理想，经济稳健扩张，市场

为此大舒一口气。联储大幅上调了 2024 年美国 GDP 增长预期，小幅上调了今年核心 PCE 通胀预期至 2.6%，下调了失业率预期。

海外第一季度业绩期已过，驱动美股上涨的业绩因素基本告一段落。接下来的市场交易主线将倾向于经济数据和美联储后续操作的倾向等这些宏观因素，直到第二季度的业绩期再度来临。年初以来，美股依旧强劲，但美股结构上也有分化，和去年大盘科技股抱团儿齐涨有所区别的是，今年业绩较好的科技股要强许多，即便是在最大市值的科技股中，走势也有所分化。从产业上看，全球科技企业都在加大对人工智能的投入。尽管对于 AI 能够在未来产生多少收益存在争论，但似乎谁都不愿意在这条赛道上落后于人，无论是开源还是封闭，GPU 还是 Asics，大家都跃跃欲试。与此同时，我们看到一级市场对初创 AI 公司的投资也在每年大幅增长。我们认为，在资本市场里逐浪时过程中，随着前期涨幅的进一步积累，产业链上个股的波动可能会进一步加大。

截止到 3.26，根据彭博预测，标普未来 12 个月估值处于 20X 以上，大致处于过去五年均值与一个标准差之间，不便宜但远非存在泡沫。市场波动可以看作是指数的加固，市场或许在等待下一个催化。

### ● 中资美元债市场

2024 年 1 月至 3 月底美国国债指数下跌 1.34%。中资美元债指数上涨 1.45%，中资高收益指数下跌 5.75%，中资投资级指数上涨 1.02%，十年期美债较去年底上行 35bps，目前

GT10-GT2 倒挂 38bps。随着 2 月的 CPI 和就业数据超预期，利率期货市场目前市场计入 6 月降息概率为 80%，并计入市场今年 3.2 次降息，目前来看美国经济数据超预期的好的更多，经济意外指数持续反弹，叠加股市较强，居民财富效应较好支撑消费，目前没有看到经济有大幅走软的迹象，对应目前市场反应的降息预期，可能有进一步修正的可能性。回顾 1995 年那次降息，格林斯潘软着陆，降息 75bps，当时的时代背景是互联网的高速发展，我们这次有 AI 的快速发展，我们认为随着 2024 年美联储进入降息周期，中短端美债会有所表现。

### ● 港股市场

2024 年开年港股市场表现不佳，1 月份恒生指数下跌了 9.2%。然而，从 2 月到 3 月，市场逐渐企稳并出现回升，但整个第一季度恒生指数仍录得 3.0% 的下跌。目前，海外投资者对中国的宏观经济和企业盈利持保守态度，同时也对地缘政治存在担忧，导致市场情绪普遍偏悲观。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 年第二季度，我们对港股市场持乐观态度，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) 海外流动性预计将发生变化。欧洲的通胀已经开始回落，而美国的消费价格指数同比增速也将继续下滑。预计欧洲央行和美联储

在 2024 年可能会降息。

3) 国内经济预计将实现稳健复苏, 3 月制造业 PMI 数据较好。货币政策可能会保持宽松, 同时财政政策也有望加强。半导体、新能源、电动车、家电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 2023 年上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 年第二季度呈现上涨趋势。在投资方面, 建议关注数字经济、新能源、高股息、出口相关公司, 以及具有增长潜力的个股。

### 三、债券市场

#### ● 利率债

2023 年下半年两次降息后, 地产政策频出, 资金面边际收紧, 三季度经济基本面一度有企稳迹象, 但 10 月开始经济再度走弱, 10 月 PMI 意外大幅回落, 地产高频数据不振, 叠加政府债券供给压力缓解, 收益率重新走低。进入 2024 年, 权益市场大幅下跌带动市场风险偏好收敛, 央行在 2 月初降准, 资金面整体偏松, 债券收益率开始大幅走低, 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低。

展望 2024 年二季度, 从 3 月召开的两会

以及近期政策层表态来看, 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, 二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, 弱资质地区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

一季度转债市场经历较大幅度波动，估值也较 2023 年中枢有一定程度的回调。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下，虽然目前市场对经济增长的预期也相对悲观，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。

## 四、行业分析

### ● 银行

业绩展望：看多

关键词/标题：估值已经充分蕴含市场对板块基本面的悲观预期

2024 年银行营收端面临息差收窄压力，市场预期已较为充分，而负债端存款成本预计将继续下行来缓解息差压力。长远看，直接融

资市场发展起来，信贷增速将放缓，银行的营收结构也将调整，利息收入占比下降，非息收入占比上升，息差收窄的影响将降低。考虑当前板块持仓、估值均处历史较低水平，我们认为，估值已经充分蕴含市场对板块基本面的悲观预期，建议在估值底部积极布局，短期配置打底。

### ● 券商

**业绩展望：看多**

**关键词/标题：低估值叠加活跃资本市场利好政策催化下，板块估值修复空间充足**

近期监管围绕保护中小投资者权益、提振权益市场信心、促进资本市场长期稳定发展的政策密集出台，叠加证监会进一步优化优质券商风险资本指标体系，头部券商杠杆空间和 ROE 水平有望明显提升，券商基本面将迎来系统性改善。当前券商板块 PB 估值仅处于 2012 年来底部向上约 6.8% 的底部区间，具备充足的安全边际，低估值叠加活跃资本市场利好政策催化下，板块估值修复空间充足。

### ● 家用电器

**业绩展望：看多**

**关键词/标题：白电稳定的 eps 兑现具备较高确定性**

当前市场对于白电的担忧来自：1) 2023 年 3-6 月受到疫情结束+天气酷热带动下零售呈现高基数，市场担忧零售数据在高基数下走弱；2) 产业在线数据显示，3-5 月行业仍然维持排产高增，市场担忧高生产规模引发库存升

高进而导致行业进入价格战；3) 原材料价格中铜价上涨，市场担忧原材料价格大幅度上涨带来成本压力。但白电投资主以红利为锚，而红利的核心是稳定的 eps 增长。白电行业较好的市场格局、龙头公司深厚的资产负债表蓄水池决定了其在销售波动、成本波动下的基本面稳定性，保障分红收益兑现，仍然看好白电板块回调带来的布局机会。

### ● 医药

**业绩展望：看多**

**关键词/标题：渡过业绩低谷，医药重回成长确定性**

从已发布业绩预告的公司分析，2023 年四季度医药行业整体业绩恢复低于预期，判断有以下原因：首先，因三季度突发扰动依然存在，尽管影响有所减退，但依然在四季有所影响；其次，消费端受整体大环境影响，已经基本确认增速降档，叠加估值下移的负反馈，形成双杀的预期；最后，由于三年疫情带来的各种后遗症，例如库存累计资产周转率放缓、医药投融资低迷、供给端产品迭代速度放缓，产品端同质化竞争、部分出现通过降低毛利率抢占市场的不良竞争现象，整体这些都带来了行业利润率有所下滑。

目前判断，以上相对低迷的趋势可能在 2024 年一季度得到较为充分的消化，有以下理由：第一，经过疫情之后第一年的恢复，企业逐渐适应了新的增长环境，对行业的发展判断更加客观，将在 2024 年重新调整资源，制定更加合理的增长目标。第二，外部扰动接近

尾声，企业正常经营已经恢复。第三，除防疫相关的板块外，其他大部分医药板块去年的业绩基数较低，正常情况下，一季度将迎来表现较高增长。第三，医药的需求增速没有降档，医药整体的发展态势依然有老龄化和大众对健康优质生活追求的基本面强烈支撑。

因此对 2024 年医药的业绩整体乐观，医药 2024 年业绩层面的确定性较高。依靠内生确定性的增长大概率迎来 2024 年 EPS 和估值的双重修复。

## ● 食品饮料

**业绩展望：看多**

**关键词/标题：整体消费仍然稳健**

一、白酒：白酒 2022-2023 年面临消费场景缺失和渠道库存高企等问题，从 2024 年春节旺季名酒动销来看，略好于节前的悲观预期。高端、次高端白酒已率先集中度提升，2024 年中档酒也在向名酒等龙头集中。

看好有品牌、有基地市场、市场操作不变形的企业。

二、食品：需求端，节日出行场景客流量逐步恢复，而餐饮等消费场景和消费水平也在逐步恢复。成本端，部分行业成本冲击在 2022 下半年后陆续见顶，原材料成本下降带来 2023-2024 年利润率回升。

看好硬折扣业态的继续渗透，看好啤酒行业竞争改善带来的利润率提升周期。

## ● 汽车

**业绩展望：看多**

**关键词/标题：电动化渗透率加速，关注智能驾驶**

电动化渗透率加速：根据乘联会 2024 年第 10 周（3.4-3.10）销量数据：

1. 乘用车零售整体 30.8 万辆，没有明显回暖，价格战下观望情绪重；

2. 两极分化：油车 15.9 万辆，同比下降 22.5%，新能源 14.8 万辆，同比上升 37.3%，渗透率再次提升，已经达到 48%。

3. 在国内市场，自主品牌销量增速较快，合资品牌车企今年可能会比较艰难，去年以价换量的部分豪华品牌今年也将迎来更大挑战，预计 50% 新能源渗透率可期。

看好智能驾驶渗透率上行：在 2024 年价格战愈演愈烈的情况下，车企面临着智驾成本高、但不上智驾可能失去未来进场资格的困境。智驾功能的实现需要车企在算法上解决，部分零部件外采。而智驾目前主要是整车行情的加强，近期主要关注点是北京车展。

## ● 有色金属

**业绩展望：看多**

**关键词/标题：美联储降息周期的开启，大宗商品外部金融环境相对友好**

随着美联储降息周期的开启，大宗商品外部金融环境友好，我们相对看好有色金属的投资机会。具体来看，我们看好铜铝等基本金属，对贵金属未来走势也偏乐观。

铜的主要逻辑一方面是电力相关需求未来几年有望增长，特别是新能源相关对电网和电驱动的拉动显著，另一方面，铜的供给面临压力，铜矿品位下降明显。看好铜价走势。

电解铝今年也面临供给受限的压力，今年云南水电依旧偏枯，看好铝价走势。

另外，央行持续增持黄金，在全球不确定性的政治和经济环境下，我们也看好贵金属板块。

## ● 文化传媒

**业绩展望：看多**

**关键词/标题：Kimi 大模型促进 AI 应用发展**

中国国产大模型持续发展，kimi 近期推出能处理 200 万字长文本的模型，大幅提升文字处理能力。中国国内 AI 应用主要受制于国产大模型能力不足，而 kimi 的能力提升能在一定程度上解决此问题，促进国内 AI 应用发展。

## 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。