

国海富兰克林基金

2025 年二季度投资策略报告

一、A 股投资策略

一、一季度宏观经济和市场回顾

2025 年一季度延续了 2024 年年底以来的企稳回升态势。1-2 月工业增加值同比增长 5.9%；服务业生产指数增长 5.6%；消费受春节和“以旧换新”政策驱动有所回升，社零增速 4%；1-2 月规模以上工业出口同比增长 6.2%，体现短期韧性。同时，过去两年经济最大的拖累项房地产行业也出现部分见底信号，北京、上海、深圳、杭州等核心城市在 2025 年小阳春中二手房成交出现量增价稳的回暖迹象，土地市场点状复苏，开发商在上海、北京等核心城市积极补仓，TOP100 房企 1-2 月拿地总额同比增长 26.7%。

在宏观经济企稳的背景下，A 股和港股市场都迎来一波上涨。港股表现更为强势，截至 3 月 31 日，恒生指数上涨 15.25%，恒生科技指数上涨 20.74%。DeepSeek 开源模型的推出被视为中国科技的突破，而港股的低估值也符合部分避险资金的需求。相较于港股，A 股分化更大。年初以来上证指数下跌 0.48%，中证 1000 上涨 4.51%，市场呈现“小盘成长股占优”的特征。行业层面，AI 算力、机器人等科技板块领涨，而煤炭、石化等红利板块承压。

二、二季度经济展望

二季度宏观不确定性将大幅加大。最大的外部风险将来自美国关税政策。同时，市场也担忧在美国压力下，墨西哥、东南亚等地区也对华加征关税，影响中国间接对美出口。过去两年，出口是中国经济增长的重要引擎之一，如果美国关税不断升级，出口企业会面临较大压力。另一个值得担忧的风险是潜在全球衰退的可能。特朗普政府不仅对华贸易全面脱钩，对待日韩、欧盟等地区也同样采取加关税措施，带来全球化的倒退。而美国政府内部削减财政开支政策也加剧了投资者对美国经济衰退的担忧。美国作为全球经济实质上最大的需求国，如果出现超预期的经济下行，叠加全球贸易脱钩，存在引发全球衰退的风险。同时，美欧贸易冲突和俄乌冲突谈判等因素，可能促使欧盟也转变贸易政策，制造新的贸易保护。中国作为全球最大的生产制造国，面临的外部风险大概率是逆全球化的大变局。这一巨大的外部变化，可能以美国加征关税为起点，开始引发市场的巨大担忧。

国内方面，从消费端来看，以旧换新补贴的边际作用在二季度逐渐消退，消费复苏可能需要政策的持续发力。投资端来看，财政前置发力节奏好于去年，但投资主体动力不足等问

题依旧存在。尽管地产销售出现点状复苏，但就总量而言，地产投资依旧接近双位数下行，仍会对经济带来一定拖累。

在宏观复苏的反复和曲折中，我们能看到一些结构性的亮点。AI 算力投资成为新基建的核心引擎。随着国产芯片和大模型的突破，国内进入 AI 算力资本开支高速增长阶段。头部企业加速布局，各个大厂 2025 年针对 AI 的资本开支同比大增。

三、二季度投资策略

考虑到二季度的不确定性加大，我们建议加强投资组合的防御属性，尤其在 4 月份财报期需规避业绩风险。建议加大对红利资产，以及具备供给侧逻辑的有色钢铁板块配置。科技板块依然是核心持仓，AI 算力、机器人等新基建投资的确定性，会带来相关板块独立于宏观的高景气。对于中游制造和下游消费，我们建议观测到实质性改善信号再进行布局，尤其出口占比高的企业，需先回避关税风险。

二、境外市场投资策略

港股市场

4 月 7 日港股市场出现大幅下跌的情况，主要原因是美国针对包括中国在内的诸多主要贸易国推行所谓“对等关税”举措。尽管此前市场对此已有所预期，但是此次征收关税的幅度远超预期，这使得市场开始担忧全球经济陷入衰退的风险，进而引发了市场的波动。

就当下的市场形势而言，我们认为短期内市场或面临流动性方面的风险，而且自今年年初以来，港股市场积累了不少获利盘，这在一定程度上也加剧了市场的波动。不过，即便面临诸多不利因素，我们对于中国经济以及港股市场依旧秉持着谨慎乐观的态度，具体原因如下：

● 关于贸易冲突的本质

过去 30 年，中国经济始终保持高速发展的态势，制造业无论是规模还是水平都实现了大幅度的提升，在众多行业和领域已然具备了较强的全球核心竞争能力。更为关键的是，这一良好的发展趋势仍在持续巩固与强化，我国的电动汽车、新能源、机械、电子、纺织服装、化工、家具等产品在全球市场上所占的份额正稳步提升，并且在生物医药、软件和算法、电商、文化等附加值较高的领域也陆续取得了突破性的进展。反观美国，其制造业已相对滞后，即便是在一些曾经具备相对优势的领域，如今也面临着愈发激烈的竞争压力，优势正不断被削弱。由此可见，贸易冲突爆发的根源并非是中国经济欠佳、缺乏竞争力，恰恰相反，正是因为中国经济发展势头强劲、实力足够雄厚，令美国感到了威胁。

● 可能采取的应对措施

我们认为，接下来实施降准降息的概率相对较高，而且特别国债的发行规模有望进一步增加。通过这些举措，有望在短期内部分抵消此次关税政策给经济带来的冲击。从中长期的角度来看，我国对美国出口所占的份额已从

2018 年的 19.2% 下降至 2024 年的 14.7%，这意味着对美出口的减少并不会对我国整体经济造成颠覆性的影响。值得一提的是，我国已成为全球 150 多个国家和地区的主要贸易伙伴，自 2018 年以来，我国对东盟出口的占比从 12.8% 提升到了 16.4%，对共建“一带一路”国家出口的占比更是由 38.7% 提升至 47.8%，并且一直保持着较快的增长态势。国内市场规模庞大，具备广阔的缓冲空间，堪称稳定经济发展的重要大后方。（数据来自人民日报，发布时间 2025.4.6）

● 对于港股市场的展望

目前恒生指数的市盈率略低于过去 10 年港股的平均水平。与此同时，中央汇金公司在 4 月 7 日明确表态：“坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前 A 股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金（ETF），未来还将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行”注 3，由此可见，稳定楼市与股市依旧会是政策发力的重点所在。此外，民营企业座谈会的顺利召开，极大地激发了民营企业的活力，而科技领域更是不断取得令人瞩目的新突破。同时，二手房地产以及 PMI（采购经理人指数）等相关数据也都释放出了积极的信号。

综合来看，短期内，美国的关税政策确实会给我国经济带来一定的负面影响，港股市场也难免会出现较大幅度的波动；但从长远角度出发，我国经济持续向好、科技不断进步、市场信心逐步恢复的基本格局并不会发生改变。因此，中长期而言，我们对港股市场仍旧保持

谨慎乐观的态度。

美股市场

第一季度美股连续回调，利空接连而至。市场担心关税提升了潜在通胀风险，同时，市场还担心 DOGE（美国政府效率部）裁员的影响会在未来数月进一步显现，市场对经济进入衰退的担忧加剧，这导致美国股市出现大幅波动。

权益市场最不喜欢的可能就是未来的不确定性，不确定性会使得居民对未来的信心下降，也会延迟企业的投资决策。

我们认为，随着关税具体措施明朗，以及 DOGE 在五月份初步完成第一阶段的政府瘦身任务，市场经历一段时期的市场波动与混乱后，终将逐步平复。回顾今年开年以后，1 月，投资者情绪极为乐观，丝毫未反映关税的临近。但如今，市场又陷入极度悲观之中，各种“宏大叙事”接踵而来，我们认为大可不必，因为我们相信优秀的企业有其灵活性来应对各种情景。展望未来，好的一面已初步显现，例如联储停止缩表、DOGE 将逐步实现阶段目标、以及联储降息等。

美债市场

截止 03/20，第一季度，美国国债指数上涨约 2.6%，十年美债收益率呈现先上后下，从 1 月中旬的 4.8% 下行至 4.15%。2025 年以来美联储两次议息会议按兵不动，本轮降息周期共降息 100bps。鲍威尔主席在 3 月美联储议息会议放鸽，暗示关税对通胀的影响是一次性的，极大安抚了投资者，同时美联储还决定放缓缩

表速度。目前交易员仍预计美联储将在 12 月前至少两次降息 25 个基点，但 6 月份降息的可能性上升至 80%。

美国财政部最新数据显示，在美国 2025 年财政年的前五个月，联邦财政赤字达 1.147 万亿美元，创同期历史新高。其中 2 月单月赤字 3070 亿美元，同比扩大约 4%。数据显示，美国政府本财年前 5 个月财政赤字同比扩大 38%，较上财年同期增加 3180 亿美元。2 月和本财年前 5 个月支出增加主要源于国债利息、社会保障等支出增加。数据显示，本财年前 5 个月，国债利息支出 4780 亿美元，同比上升 10%；社会保障支出 6630 亿美元，同比增长 8%。目前 DOGE 对财政支出的影响还未反映出来。目前我们预期 2025 年美联储大概率仍将降息，时间节点关注 6 月，由于就业市场放缓的信号已经较为明确，在关税和税改政策落地仍需要一定时间的背景下，预计 2025 年上半年就业市场出现恶化信号的概率，或将高于通胀出现超预期信号的概率。

二季度关注美国经济的下行风险，近期美国房地产、消费者信心、服务业活动普遍走弱，表明私人部门在特朗普胜选后积累的乐观情绪在消散。我们认为，关税的不确定性，政府支出削减的紧缩效应，以及持续的高利率环境是导致数据走弱的主要原因。我们认为美国经济基本面仍然稳固，但随着逆风因素增多，我们开始关注经济增长的下行风险。在逆风因素消退或减税、放松监管和降息得到落实之前，我们对美国经济持谨慎的态度。降息开启后，

更低的联邦基金目标利率往往对应着更为陡峭的利率曲线，牛陡情形下短债利率下行幅度多于长债利率，10Y-2Y 期限利差走阔。目前 10 年期美国国债和 2 年期美国国债的利差仅为 27bps 左右，后续美联储降息短端美债收益率下行幅度可能更大，从期限溢价的角度来看，10 年美债的期限溢价也处在历史较低水平。

三、债券市场

● 利率债

2025 年以来，宏观经济整体继续复苏态势，一月金融数据整体超预期，实体经济融资需求进一步恢复，二月金融数据整体平稳，在一月冲高后并未出现断崖式下滑，1-2 月经济数据整体平稳，其中消费、固定资产投资整体超出市场预期，稳步复苏得宏观经济叠加 DeepSeek 带来的权益市场风险偏好改善给债券市场带来一定压力，去年四季度，各期限收益率连创历史新低，但在今年以来经济企稳得背景下，资金面偏紧，收益率自 2 月起开始逐步走高，尤其是中短端收益率回调幅度较大，收益率曲线显著走平。

展望 2025 年后续债券市场，地方政府债券发行有望加快发行，并且在规模上将有明显提升，特朗普政府可能会对中国出口前景有一定扰动，贸易摩擦可能加剧，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，预计货币政策可能将重回偏积极基调，财政政策仍将积极发力，

因此利率继续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，2025年二季度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。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

可转债市场经历较大幅度波动，低价转债在经历前期大幅下跌后迎来反弹。展望后市，一方面经济刺激政策的落地到见效有一定时

滞,另一方面虽然在较为复杂的内外部环境下,不过考虑到刺激政策有望持续,权益市场的市盈率也处于近年来较低分位水平,整体仍有处于有利状态。

转债方面,在四季度修复后,转债绝对价格和估值有一定修复,但估值目前仍处于历史中低位水平,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

● 有色金属

业绩展望：看多

关键词/标题：关税增强“通胀”预期，金属价格或延续强势

1、贵金属：金价连续创新高，继续看好金价上涨趋势

3月金价突破3000美元/盎司历史高位,主因1)避险需求激增,中东局势紧张、美国关税政策引发贸易摩擦担忧,全球央行持续购金(中国央行连续四个月增持);2)美联储降息预期提升,美国2月CPI同比2.8%低于预期,市场押注年内降息三次,美元指数走弱。3月FOMC会议美联储宣布将把美国国债每月

赎回上限从250亿美元下调至50亿美元,这意味着美联储将放缓缩表。

白银受工业需求拖累,银价涨幅弱于黄金,但金融属性形成较强价格托底。

2、工业金属：国内出现去库拐点,关税与供给扰动抬升价格中枢

宏观方面,工业金属受到关税预期的影响,使得铜、铝出现明显的跨区域套利机会。年初至3月20日,COMEX铜价涨幅已经超过27%,同时大量的铜库存预期被转移至美国市场。

铜：价格易涨难跌,后续主要关注美国的关税政策以及库存消纳情况。1)供应端,铜矿供应持续不及预期,最新TC价格已跌至-15.92美金/吨且连续为负,国内冶炼厂传出减产传闻;2)需求端,“金三银四”预期仍存,国内电解铜库存3月上旬开始出现拐点。中长期来看,铜的需求由电网投资与新能源需求(电动车、AI算力基建)支撑。

铝：电解铝供给结构确定、需求结构更多关注国内,一定程度上可以规避当前外部宏观环境的不确定性,价格存在韧性,重点关注电解铝利润走扩的空间。国内电解铝产能接近天花板,海外电解铝项目仍在建设或规划阶段,新能源车轻量化及光伏边框需求对冲地产低迷,中短期内供需仍存在矛盾。氧化铝价格自高位下跌,最新成交价格已经跌至3100元/吨附近,电解铝利润回升至3500元/吨以上。电解铝及铝棒的库存均于3月初出现拐点,此外,美国对俄罗斯制裁的可能性放缓或重塑俄

铝的贸易流向，国内电解铝进口量或减少。

锡：3月，刚果（金）冲突导致全球第三大锡矿 Bisie 停产（占全球供应 6%），引发供应缺口担忧，锡价当日夜盘涨停。未来重点关注刚果（金）当地的政策走向。

3、能源金属：钴价大涨，锂价磨底

钴：刚果（金）暂停钴出口四个月（占全球供应约 76%），电解钴价格暴涨 66.8% 至 25 万元/吨，硫酸钴涨 71% 至 5 万元/吨。由于此前金属钴盈利情况好于钴盐，故金属钴开工情况更好累库更加明显，当前下游企业刚需采购，对于高价仍处于观望为主。未来需要关注刚果（金）的政策节奏，以及下游是否会开始采购金属钴以增加钴盐的生产。

锂：锂价表现较为弱势。主因是某龙头企业江西矿山及冶炼产线（总产能约 10 万吨 LCE）复产的消息，对于行业的供需影响明显；此外，澳洲锂矿到港量增加，澳矿价格逐步开始承压。截至 3 月 20 日，碳酸锂价格继续下探至 7.33 万元/吨。后续关注二季度新能源汽车及储能的需求情况。

● 食品饮料

业绩展望：看平

关键词/标题：有品牌、有基地市场、市场操作不变形的企业能率先走出白酒行业调整期

一、白酒：

白酒 2024 年面临部分消费场景缺失、部分产品渠道库存高企、产品价格和渠道利润受损等问题。2025 年春节旺季呈现启动时间晚、

动销集中的特点，略好于市场的谨慎预期，后续可以通过端午、中秋两个小旺季来判断此轮白酒周期节点。有品牌、有基地市场、市场操作不变形的企业能率先走出白酒行业调整期，龙头的份额仍将持续提升。

二、食品：

需求端，节日出行场景客流量逐步恢复，但整体消费呈现性价比趋势。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，目前对 2025 年成本展望仍是在相对低位。

看好两类企业：看好有新品、新渠道逻辑的企业；看好折扣业态的继续渗透。

● 纺织服装

业绩展望：看平

关键词/标题：行业整体需求较弱，关注个股机会

纺织服装中，服装整体和宏观消费相关度比较大，在消费较弱的环境下，整体服装终端消费难有比较大的增长。纺织供应链和中国及全球的需求、去库补库都相关，国内目前需求弱，海外中北美和欧洲上半年的需求也一般，且去年海外有去库结束带来的增长，今年基数效应消失。因此行业上服装和纺织都比较平淡，只有在主业之外，有其他新增长点公司，或有个股机会。

● 环保

业绩展望：看多

关键词/标题：环保各细分赛道热点轮动

垃圾焚烧：绿色能源价值重塑与多元化转型

垃圾焚烧企业从单纯发电向热电联产转型，通过余热供应工业蒸汽或为数据中心提供稳定绿色电力，提升项目附加值。例如，广州永兴股份通过新增陈腐垃圾处理项目填补产能缺口，并探索与 IDC（互联网数据中心）合作供能，利用垃圾焚烧厂稳定发电特性满足高能耗需求，形成“绿色溢价”兑现路径。

环卫机器人：智能化与设备更新红利

国务院推动大规模设备更新，环卫领域高能耗、低效设备（如传统清扫车、分拣设备）面临替换需求，智能化环卫机器人（如垃圾分类、自动清扫机型）在人口密集城市及工业园区渗透率有望提升。

生物柴油：原料保障强化与需求扩容

国际市场与新兴领域拓展：欧盟将生物柴油掺混比例提高至 25%，航空业（SAF）及航运领域需求激增，国内企业通过 ISCC 认证后可享出口溢价。国内政策亦在物流、市政车辆领域试点推广 B5 生物柴油，内需市场逐步打开。

● 国防军工

业绩展望：看多

关键词/标题：行业订单有望爆发式增长

1) 军工行业经历 2 年人事调整，订单积压较

为严重，“十四五”目标完成度很低，目前行业已经恢复正常，需要在 1 年内完成 3 年的订单任务，行业订单有望爆发式增长。目前上游元器件已经看到订单的超预期恢复，预计 Q2 各环节订单都有望全面恢复，进而带动 2025 和 2026 年军工上市公司业绩高速增长。

展望“十五五”，军工行业仍有望保持年化 7% 以上的增长，展现行业的长期持续成长性，带来上市公司 EPS 的持续提升，行业景气度有望持续向上。

● 商贸零售

业绩展望：看多

关键词/标题：政策支持与消费分级为商超提供结构性机会

商超板块，正处于“存量竞争与增量探索”的关键期，头部企业通过数字化、供应链升级和场景化改造突围，而政策支持与消费分级为行业提供结构性机会。未来需平衡效率与规模、高端化与下沉市场，方能在白热化竞争中持续增长；2024 年线下零售龙头启动调改，随着调改经营积累，预计 2025 年调改兑现加速。

黄金珠宝板块，目前金价持续高位，一口价黄金动销较好+金价有望带动毛利率提升，此二者为正向影响，金价高企挤出了大众黄金配饰消费，珠宝行业的消费需求量依然承压，此为负向影响。预计行业的拐点在 2025 年 2 季度往后会相对更加明显。

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。