

国海富兰克林基金

2025 年下半年投资策略报告

一、宏观分析

回顾 2025 年上半年，中国经济运行总体平稳，呈现出一定的韧性与结构性分化特征。2025 年第一季度，中国 GDP 现价当季值为 318,758 亿元，实际 GDP 累计同比增速为 5.4%，与 2024 年四季度持平，比 2024 年一季度同比增速高 0.1 个百分点。表明经济在年初保持了温和增长态势，政策持续发力，经济运行基础较为稳固。从主要经济指标来看，GDP、CPI、PPI、固定资产投资、社会消费品零售总额等数据反映出经济在政策支持下逐步修复，但部分领域仍面临压力。

2025 年上半年，CPI 同比增速整体呈低位波动，1-5 月累计同比为 -0.1%。PPI 方面，1-5 月累计同比为 -2.2%，显示工业品价格仍处于修复阶段。2025 年 1-5 月，全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长 3.7%，增速较前 4 个月略有放缓。其中，基建投资同比增长 5.6%，制造业投资同比增长 8.5%，而房地产开发投资同比下降 10.7%。2025 年 1-5 月，社会消费品零售总额累计同比增长 5.0%，其中 5 月当月同比增速为 6.4%。消费结构中，除汽车以外的消费品零售额增长 7.0%，线上消费表现良好，实物商品网上零售额同比增长 6.3%。消费端整体呈现温和修复态势，但部分细分领域如教育类消费增速下滑，需关注后续政策支持力度。2025 年 1-5 月，出口金额累计同比增

长 6%，但 5 月当月同比增速为 4.8%。出口目的地中，对欧盟出口增速较 4 月有所回升，对东盟出口增速维持高位，但对美出口仍受贸易摩擦影响，5 月同比为 -34.5%。机电产品仍是出口主力，政策推动下的“以旧换新”对出口形成一定支撑。2025 年上半年，M2 同比增长率维持在 3.1% 至 3.2% 之间，社融规模存量稳步上升，截至 5 月末达到 426.16 万亿元，同比增长 8.7%。政策利率在 5 月为 3%，较年初略有下调，显示货币政策继续向稳增长倾斜。2025 年 1-5 月，全国一般公共预算支出同比增长 4.2%，财政支出节奏加快，重点支持制造业、基建等领域。地方政府专项债发行持续提速，截至 5 月累计发行额达 35,040 亿元，政策性金融工具逐步落地，为下半年经济稳增长奠定基础。尽管经济运行边际改善，但部分领域如房地产、教育类消费仍面临下行压力。同时，民间投资增速较低，显示市场信心仍需进一步提振。未来政策有望继续加码，特别是在房地产市场止跌回稳、制造业升级、消费结构优化等方面，以推动经济持续回升。

整体上，2025 年经济运行仍受有效需求不足等因素影响，生产总体偏强，物价压力增大，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，整体经济仍处于平稳修复之中。

展望 2025 年下半年，上半年加快发行的地方政府债券、国债资金有望加快落地到各地的项目中，但全球经济不确定性上升，出口有一定压力，贸易摩擦加剧，发达国家经济开始

走弱，在外部压力加大的背景下，宏观政策有望更加侧重稳增长，在稳增长的前提下高质量发展，政策以托为主，预计货币政策仍总体偏积极，财政政策仍将积极发力。

二、A 股投资策略

1. 上半年宏观经济和市场回顾

2025 年上半年中国经济延续了去年四季度以来的企稳态势，呈现“弱复苏”特征。一季度延续了 2024 年年底以来的企稳回升态势。2025 年 1-5 月，固定资产投资同比增长 3.7%，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 7.7%；社会消费品零售总额增长 5%；规模以上工业增加值增长 6.3%；货物进出口总额增长 1.8%；GDP 增速 5.2%，预计上半年 GDP 增速 5%以上。

中美关系是上半年一个重要的宏观变量。5 月份双方达成的关税联合声明暂时避免贸易冲突升级，迎来 90 天豁免期，但技术封锁、投资限制等非关税壁垒仍在加码，且预期豁免期后仍会有一定程度的关税抬升。上半年出口数据受到“抢出口”效应而超预期，中美摩擦暂时未对中国经济产生实质影响，但这种透支性增长可能会压制下半年的外贸表现。

资本市场在上半年表现出极强韧性。一季

度市场震荡上行，4 月 3 日关税政策后大幅调整一天，随后稳步修复至关税政策之前。截至 6 月 25 日，沪深 300 指数年初以来上涨 0.64%，创业板指下跌 0.62%；港股表现更加亮眼，恒生指数年初以上涨 22.01%，恒生科技指数上涨 19.94%。

2. 下半年经济展望

面对外部环境的巨大不确定性，预计政策变量将成为影响下半年经济走势的关键因素，尤其在 8 月份中美二次谈判前后，稳增长政策有望进一步发力。货币政策方面，预计央行将继续保持流动性合理充裕，四季度降准降息概率加大。财政政策方面，预期政府会进一步加大财政支出力度，同时对于外贸等可能受损于中美贸易摩擦的领域，也有失业救济等民生保障政策发力。我们预期，在系列储备政策出台后，经济大概率能够维持稳定，全年完成 5%的 GDP 目标，政策的主基调是“托底”，经济依然保持筑底回升、逐步修复的节奏。

3. 下半年市场展望和投资策略

尽管下半年宏观经济面临压力，但政策对冲可能缓解市场对基本面担忧。同时，A 股和港股市场在过去三个季度都有赚钱效应，且监

管呵护市场态度明确，投资者对于市场的信心在逐步修复。目前流动性极度宽裕的背景下，机构和个人投资者都面临资产荒，股市吸引力凸显。因此，我们判断下半年市场大概率仍然处于区间震荡，密切关注潜在向下或向上风险。向下风险可能来自中美关系的超预期恶化、经济基本面失速下行；向上风险则可能来自政策力度的强度超预期。

基于以上对市场判断，我们建议下半年采取哑铃型投资策略。底仓主要关注银行、交运等业绩稳定、低估值、高股息的蓝筹股，力求获取稳定收益和防御风险；另一方面积极寻找结构性的机会，主要关注高景气的军工、AI、机器人和新消费板块，更聚焦优选个股。

三、境外市场投资策略

港股市场

2025 年上半年，港股市场呈现出强劲的涨势，其中恒生指数涨幅达到了 20% 左右，成绩颇为亮眼。从各板块的具体表现来看，科技、创新药、新消费以及高股息板块脱颖而出，展现出了蓬勃的发展活力，成为市场中的焦点所在。然而，地产和能源等行业指数的表现则相对滞后，在市场板块轮动的过程中暂时处于下风。

展望 2025 年下半年，我们秉持着谨慎乐观的态度来审视港股市场，这一态度主要是基于以下多个方面的考量：

一、宏观政策层面

在 2025 年，货币政策与财政政策将继续协同发力，共同拉动经济朝着高质量的方向稳步增长。扩大内需、稳定楼市以及稳住股市，依旧是这一阶段的核心看点所在。一系列政策举措犹如春风化雨，将为市场营造出更为有利的发展环境。事实上，当下部分宏观和行业数据已经开始显露出积极变化的迹象，例如财新制造业采购经理人指数（PMI），在上半年的 6 个月里，有 5 个月都稳稳站在了 50 荣枯线之上，这无疑为经济的持续复苏提供了强有力的证据支撑。不过，需要注意的是，2025 年下半年，经济增长的风险点主要聚焦在出口领域，出口的表现是否会低于预期，或将成为影响经济增长的一个关键变数，值得持续关注。

二、企业盈利状况

2025 年上半年，上市公司的整体业绩已经有所改善，企业盈利情况整体保持稳定。展望下半年，随着利好政策持续发挥作用、不断发酵，企业盈利有望在政策的有力拉动下，实现同比进一步的改善。尤其是那些在各自领域内具备核心竞争力的公司，它们无疑将成为市场中的璀璨亮点。这在诸如科技领域（涵盖了多个细分板块）、生物医药、新消费、互联网，以及中高端的自动化和机械等行业中表现得尤为突出。

三、流动性方面

2025 年 1 季度美国新政府上台后，其出台的一系列政策举措，像关税、移民等政策的调整，都会对美国国内的通胀水平产生一定

程度的影响。不过，当前能源价格已经有所回落。考虑到美国经济正面临着不小的增长压力，目前市场普遍预期美联储在下半年有望进行降息操作。与此同时，南下资金对港股一直青睐有加，而这种青睐也将持续为港股市场注入源源不断的流动性，为市场的活跃奠定坚实基础。

四、估值角度

尽管 2025 年上半年港股市场的表现可圈可点，但与全球主要市场（比如美国、印度等）相比较而言，其估值仍旧存在着较大的差距。而这一差距恰恰意味着港股市场存在着一定的估值修复空间，潜力巨大。实际上，中国拥有众多在全球市场上极具核心竞争力的优秀企业，这些企业的价值在上半虽然已经部分得到了体现，可是从中长期的维度去审视，它们依然蕴含着可观的投资潜力。此外，那些高股息的公司当下低利率的环境下颇具吸引力，能够为投资者提供稳定的现金流回报，已然成为市场中的避险港湾以及价值投资的优选标的。

综合考量当前港股市场所具备的低估值优势，以及国内政策的持续稳步推进，我们认为港股有望在 2025 年下半年延续震荡上涨的良好态势。在投资策略方面，建议投资者着重关注数字经济、硬科技、电信、公共事业、消费和医药，以及出口等相关公司等领域。同时，积极去挖掘那些具有增长潜力的个股，从而精准把握市场所呈现出的结构性投资机会。

美股市场

总体来说，我们认为美股市场已经在今年四月过了最大“不确定性”时期。目前新政府把造成市场恐慌的牌打了出来（关税、DOGE），而市场喜欢的牌还握在手里（减税、金融去监管）。展望下半年，如果美联储下半年开始降息，同时减税计划得以如期展开，那么这样一个格局我们认为资本市场欢迎的，这可能使美股估值中枢处于较高位置。我们密切跟踪美国官方经济数据，也同时跟踪大型企业的基本面，目前尚未发现关税给经济造成失速的迹象，但仍需警惕关税造成的不确定影响，以及如果发生经济失速，联储能否及时跟上采取降息等宽松政策进行干预。

上半年，一系列措手不及的贸易政策使得海外资产价格发生剧烈波动，与此同时，AI 进程反而越走越快，AI 场景日新月异，货币化率也在飞速上升，我们认为这些会在下半年逐步反应到企业的基本面中。长期来讲，以 AI 为核心驱动力的工业革命正在全球蓬勃展开，AI 带来单个体生产力大幅提升，这对经济的拉动作用不容小觑，AI 技术对企业盈利的正向影响将会贯穿互联网、软件、半导体等全产业链。

美债市场

截止 06/24，今年美国国债指数上涨约 3.35%，十年美债收益率从去年底的 4.58% 下行至 4.29%。货币政策方面，2025 年上半年，美联储未降息，最新的经济数据预测继续呈现滞涨，2025 GDP 预测由前值 1.7% 下修至 1.4%；失业率由前值 4.4% 上修至 4.5%，PCE 由前值 2.7% 上修至 3.0%，均源于关税影响。财政方

面，2025年财年前8个月，美国联邦政府财政赤字1.365万亿，vs去年1.202万亿，财政收入增长5.9%YoY，支出+7.9%YoY，赤字率约6.7%。

目前来看2025年下半年的经济活动和就业存在下行风险，而对通胀存在上行风险，而这些风险的演化在很大程度上取决于贸易政策的走向。2025年美国软着陆与美联储货币宽松共振有望带动美债利率震荡下行，尽管美联储去年9月开启了降息周期，至今已累计降息了100个基点，但长端利率并未显著下降，阻碍了对利率敏感的房地产行业的复苏。我们预计美联储在2025年可能降息2次，总幅度约50bps。

四、债券市场

● 利率债

2025年上半年宏观经济延续去年以来的弱复苏态势，一季度经济复苏整体超预期，一季度GDP同比增速达5.4%，超全年目标水平，但在二季度开始，美国发动贸易战，对中国大幅增加关税，进出口受到明显冲击，经济复苏斜率有所放缓。上半年货币政策整体偏宽松积极，5月央行再度降息降准，引导社会融资成本进一步走低，利率债收益率在2025年一季度走高，但自3月下旬开始展开顺畅的下行，尤其是在4月贸易战开始后，超长期国债收益率逼近年初低位。

展望2025年下半年，中美贸易战对出口冲击将延续，国内工业品通缩压力加剧，宏观政策料将继续出台以对冲关税冲击，并且政策将更加侧重消费等需求端，稳增长政策继续以托为主，房地产在4月后重新开始走弱，不排除下半年继续降息的可能性，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，2025年下半年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

可转债与权益市场共振，上半年表现较好，市价和转股溢价率已有一定程度上涨，截至上半年已处于中高分位数水平。展望后市，经济刺激政策的落地到见效有一定时滞，外部环境仍较复杂，不过考虑到刺激政策有望持续，整体市场仍有处于有利状态。

可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

● 银行

业绩展望：看多

关键词/标题：核心主业的企稳态势，将为银行整体基本面的稳健运行提供坚实支撑

从全年视角分析，核心主业的企稳态势，将为银行整体基本面的稳健运行提供坚实支撑。在利差业务领域，负债成本下行的弹性逐步释放，自 2024 年起，存款重定价速度显著提升，随着长久期存款相继进入重定价周期，银行息差有望得到有效支撑，实现企稳回升。

非息业务方面，过去两年费率调降带来

的影响已逐渐消退，中收业务增速水平正稳步修复。风险管控层面，稳健的资产质量状况为银行拨备赋予了更多调整空间。

综合来看，利差业务与负债端成本呈现的积极变化，预计将在后续持续发挥作用。因此，无需对全年板块营收表现过度担忧，其将有力支撑银行盈利实现平稳增长。从中长期维度考量，国内经济修复进程仍是影响银行板块基本面的核心因素，而贷款需求的变动以及资产端定价趋势走向，将决定银行盈利向上的弹性空间。

● 新消费

业绩展望：看多

关键词/标题：消费品正不断从“生存型”向“品质+情绪型”跃迁

从 618 电商数据来看，2025 年阿里平台 618 大促期间（5.13-6.20）玩具潮玩、3C 数码、宠物等品类增速较快。新消费今年涨幅可观，核心是众多标的出现基本面的重大变化，产品维度契合消费者新需求+有效拓圈覆盖更多人群；渠道维度借助新兴电商弯道超车+线下全国化扩张，网络平台引流，传统电商平台承接转化复购，同时在线下渠道承接线上流量进行全国扩张。

本轮新消费崛起的重要原因是供需错位，内容营销崛起（流量红利消失后，内容营销兴起，加速老品类升级换代），供给端品牌和产品老化，需求端新人群崛起，催化了老树新芽，老品类新产品，例如日化、个护、保健品、美妆、零食、黄金珠宝、宠物、潮玩、茶饮等传

统消费行业的产品迎来了变革机遇。

产品端，目前正不断从“生存型”向“品质+情绪型”跃迁，头部品牌竞争呈现国货替代加速与功能性趋势化特征，衣食饰行细分市场普遍追求质价比与情绪价值共振；营销端，传播媒介从央视广告大众传播演进至如今内容电商新局，营销方式也相应呈“品牌广告→效果广告→品效协同”进阶，以此推动投放效率最大化；渠道端，随线上化演进各品类线上渗透率显著提升，同时传统加盟开店、电商投流模式受存量挑战，公私域结合成破局关键，且渠道从聚焦供应商价值转向消费者价值。

新消费创新加速，风险偏好助力估值提升，龙头公司 PEG 仍在 1-1.3 倍之间，无论和 2015 年早期还是 2019 年相比，都处于偏低水平，仍有较大的投资机会。

● 消费电子

业绩展望：看多

关键词/标题：预期触底，关税扰动趋于稳定

自 4 月以来，关税因素一直是悬在消费电子板块之上的达摩克利斯之剑，叠加整体需求持续疲软，且“国补”未能像其他消费板块一样有所带动需求积极向上，市场情绪及预期已经充分筑底，当前消费电子板块估值亦处于底部区域。

随着市场逐渐消化关税因素，同时也开始逐步迈入传统旺季，各种新机有待发布，尤以 iPhone 新的折叠机型最为关注，市场也开始转向新的产业机会和错杀标的，整体行业关注度在稳步持续提升。此外参考台湾供应链定

期披露的月度数据情况来看，果链整体基本面实际表现好于预期，更多还是情绪面上的压制。

综上，基本面较稳，情绪面在逐步改善，重点关注新的创新周期和产品，整体较为积极正面。

● 计算机

业绩展望：看多

关键词/标题：事件催化真空期，AI 进入深水区，静待业绩释放增强信心

国内计算机行业在 6 月中旬某春季大会之后，后续整体上出现事件催化的真空期，且行业整体偏 2B 端的天然属性注定业务向上斜率不如 2C 端放量那般显著陡峭，因而资金偏好度也在各种宏观不确定性下进行震荡摇摆。

但参考各家新模型的迭代频次和应用更新情况，以及海外相关标的订单释放表现，计算机行业基本上整体是在不断修复向上，行业趋势也是在不断革新向好。市场也从起初的全行业关注进而转向寻找真正受益的核心标的探索之中。

因而对行业整体上是温和且选择性的看多，一些真正能跑出 AI 业务的公司需静待其业绩释放以给市场更多信心，从而开启新的一个向上周期。

● 石油石化

业绩展望：看平

关键词/标题：地缘整治下，预计油价中位震荡

2025 年以来，在全球关税战，巴以冲突，

印巴冲突，伊以冲突等多重背景下，油价宽幅震荡，布伦特油价在 60-80 美金/桶之间波动。

展望未来 2-3 年，有三点分析：

一是成本端的支撑，美国页岩油在 55 美金/桶 (wti) 以下，钻机活动减弱，2025 年以来，美国活跃钻机数降低约 30 台，占比约 7%，预示 6 个月后，美国产量会有 50 万桶/天的下滑（单井产量不变情况下）。

二是供给端的不确定。由于中东地区地缘政治的复杂性，预计中短期很难一次性解决，预示会有持续的冲突存在，从产量，到贸易都会有阶段性的冲击。

三是需求增速的回落。电动车的快速普及背景下，2024 下半年，国内成品油需求已基本达峰，加上当前中游产业盈利偏低，对上游原油的需求偏弱。

综上，预计油价仍会在中位波动，预计区间在 55-70 美元/桶之间。投资层面，重点关注成本低，质地高的上游油公司。而中游炼化企业，受景气度的低迷，目前股价已经回落到合理水平，预计中短期景气度仍将在低位震荡，重点关注有成本力的炼化、轻烃裂解等公司。

● 传媒

业绩展望：看多

关键词/标题：当前处于新游戏上线期

传媒中游戏细分行业基本面表现较好，由于 2024 年下半年整个行业超大型游戏单品的出品较少，一方面玩家缺少好玩的头部游戏、对腰部游戏的兴趣提升，另一方面竞争变弱、

买量费用没有大幅提升。在此种行业背景下，非头部游戏公司通过买量做出首月 1-2 亿流水游戏产品的概率提升。5 月起中型游戏逐渐上线及开始测试，预期持续到 7 月，有望利好游戏板块。

● 纺织服装

业绩展望：看空

关键词/标题：居民服装消费意愿较弱

5 月中国社会消费品零售总额同比增长 6.4%，规模以上商品社零同比增长 8.2%，但其中服装鞋帽针织品类仅增长 4%，低于社零大

盘，表明居民对服装的消费意愿较弱，因此品牌服装行业景气度差，个股难走出独立走势。纺织供应链方面，中国对美国关税和东南亚对美国关税依然处于不确定状态，即使按照影响较低的关税测算，服装供应链公司依然会因为关税损失较多利润，行业景气度同样向下。

本报告数据来源：Wind。

风险提示

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。本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。本基金管理人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和本金亏损，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。敬请投资者注意投资风险。

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。