

国海富兰克林基金 2026 年四季度投资策略报告

一、A 股投资策略

回望三季度，A 股走出一轮典型的风格再平衡行情。此前资金高度抱团的科技成长方向遭遇深度调整，创业板与科创板领跌，AI 硬件、半导体、电力设备等前期强势板块普遍大幅回撤，成长风格整体承压。与之形成鲜明对照的是，红利资产与大盘价值逆势走强，成为三季度资金的避风港。行业层面冷暖分明，煤炭、农林牧渔、石油石化、银行等低估值与资源方向领涨，而电子、建筑材料、电力设备、通信等前期热门成长赛道则普遍领跌。与此同时，小微盘整体相对抗跌，并于 9 月率先企稳回升、走出独立行情。成交层面，随着杠杆资金逐步去化，市场由增量驱动转向存量博弈，成交明显缩量。整体看，三季度市场从少数高景气方向向红利、资源、价值与小盘扩散，前期极度集中的行情结构得到明显修正，呈现出“成长暴跌、风格再平衡、红利小微占优”的走势。

上半年以来的市场分化，本质上与宏观经济结构性复苏相互映射，尽管三季度市场出现风格逆转，但基本面上外热内冷的特征进一步强化。海关总署数据显示，8 月出口同比+25.0%，进口同比+28.2%，其中高新技术产品出口+56.9%、机电产品+32.8%、集成电路

+129.8%，出口的技术含量与产业升级特征显著；但内需持续低迷，8 月社零同比仅+0.4%、限额以上单位零售额同比-4.0%，1-8 月固定资产投资同比-7.2%（当月-11.0%），其中房地产开发投资当月-25.5%，投资与消费仍是主要拖累。我们预计四季度经济基本面会出现一些边际变化。出口端，一是看中美元首会晤后的谈判情况；二是欧洲可能进一步限制中国出口，如欧盟对华轮胎反补贴终裁时点锁定在 12 月 5 日，反倾销税已落地（4.3%-45.3%），中欧贸易摩擦信号今年以来明显增多。内需投资端，前三季度财政支出低于预期（1-8 月一般公共预算支出累计同比+1.2%、进度约 60.5%，仍低于近年同期均值），年底有望集中发力，8000 亿元新型政策性金融工具与专项债投放提速，基建投资存在边际回升机会。中长期我们仍对出口保持乐观：出口的根基是中国的制造基础与产业链效率，贸易政策更多是扰动而非趋势变量。但就未来一个季度来看，进口和内需投资的差距可能会有所收敛。

三季度成长股的回调，我们认为并非源于行业景气转弱，AI 产业趋势仍在延续，调整更多由外围扰动与交易结构因素驱动。其一，筹码层面，前期科技板块交易拥挤度处于历史高位，6 月 3 日前 5%个股成交额占比一度超过 50%、TMT 成交额占比约 37.6%，在两融杠杆资

金去化后市场转为存量博弈，调整更多是筹码出清而非基本面转弱。其二，美伊局势反复，霍尔木兹海峡通行受阻，布伦特油价一度升至95美元/桶以上，输入性通胀与高油价压制了8-9月的反弹高度。美联储9月加息25bp落地，同期通胀预期上修、点阵图整体上移，我们认为其实质是对高通胀的预防式应对，尚不足以判定为新一轮加息周期启动。四季度外部环境将更加复杂：美国中期选举、美伊局势演变以及12月加息预期波动，都可能放大市场震荡幅度。

总体而言，我们对四季度市场保持相对乐观。一方面，三季度调整已比较充分，创业板指、科创50回撤均超20%，估值与交易拥挤度明显回落，风险收益比改善；另一方面，AI产业发展仍在加速——TrendForce集邦咨询报告显示，全球九大云厂商2026年资本开支预计约8867亿美元、2027年或升至1.3万亿美元，国内大厂资本开支同步提速。基于此，我们梳理出两条核心主线。一是科技成长的反弹。经过三季度的深度调整，科技成长的估值与拥挤度已明显回落，而产业趋势并未证伪。AI投资仍在系统级扩张，算力景气正从GPU向服务器、存储、网络、电源、液冷及数据中心电力配套全面扩散。我们认为AI算力硬件及配套（光模块、PCB、存储、液冷、电源设备、数据中心等）仍是四季度值得看重的进攻主线。需要说明的是，经历前期快速拉升后普涨行情难以重现，主线内部应以订单与盈利兑现为核心，精选卡位清晰、能够持续兑现的个股。二是年底财政发力的政策弹性。内需投资是四季

度另一条值得关注的线索。前三季度财政支出进度偏慢，为年末发力预留了空间；随着8000亿元新型政策性金融工具与专项债投放提速，财政资金有望在四季度集中落地，带动基建与内需链修复，具备反弹机会。从全年视角看，今年稳增长政策大概率在年底落地发力，内需投资相关方向将获得阶段性弹性，我们重点跟踪受益于财政实物工作量落地的基建链条。总体上，我们配置上建议保持均衡，以科技成长为进攻方向、红利资源为底仓、内需投资链作为政策弹性方向。

三、境外市场投资策略

港股市场

三季度港股市场逆势走强，特别是7月份在全球股市震荡调整的背景下表现亮眼。截至9月30日，恒生指数累计上涨7.70%。港股此轮强势反弹的核心驱动力在于：一方面，上半年海外AI基础设施投资热潮对全球资金形成的“虹吸效应”在三季度有所缓解；另一方面，随着7月份南下与海外资金强势回流，叠加中国人民银行行长潘功胜明确提出“国家外汇储备将继续提高在港资产配置比例”，市场信心获得显著提振。

展望四季度，基于宏观政策协同发力、企业盈利基础确认以及海内外流动性环境改善等多重积极因素，我们对港股市场维持谨慎乐

观态度：

一、宏观政策：

财政与基建协同：9月28日召开的重要会议明确指出，“推出一批务实管用的增量政策，优化财政支出安排，用好地方政府债务结存限额，综合运用并适时调整货币政策工具”。资金投向预计将重点聚焦“两重”“六网”、城市更新、地下管网、能源电网、算力网以及民生服务等领域。

货币政策定调宽松：人民银行货币政策委员会2026年三季度例会延续了“适度宽松”的货币政策基调，强调加大逆周期与跨周期调节力度，并新增了“综合运用并适时调整货币政策工具”的表述。市场普遍预期“降准先于降息”，各类结构性货币政策工具将持续发力。

二、企业盈利：

上半年港股市场已交出了一份强劲的盈利修复答卷：全部港股整体营收同比增长超5%、归母净利润增长超20%，恒生指数净利润增速亦超过20%。步入下半年后，受制于基准高企，盈利修复的整体斜率预计将有所放缓，呈现结构分化态势：

领跑板块：上游原材料、硬科技及企业服务等板块上半年增速继续居前。

主要风险点：恒生科技指数是上半年唯一出现负增长的板块（H1同比下降6.7%）。下半年AI资本开支逐步转入折旧周期，短期内将对利润率构成一定压制，这是需要密切防范的盈利下行风险。

拖累项：地产建筑及可选消费零售板块仍旧承压，目前尚未出现明显的拐点信号。

市场的一致预期印证了这一演变方向，恒指2026年全年的EPS预期近期持续上修，其中金融、资讯科技和医疗保健板块上修幅度最大，而能源与消费板块则有所下修。结合微观基本面来看：

互联网龙头：经过去肥瘦身的降本增效后，利润率中枢实现稳步上移，AI大模型与云业务的商业化进程开始贡献增量，前期资本开支（Capex）增加带来的负面情绪已基本被市场消化。

创新药企：在重磅品种海外授权（BD）与医保加速放量的双重逻辑驱动下，收入端正迎来加速兑现期。

半导体产业链：行业景气度支撑年内产品价格持续上涨，叠加国产替代逻辑，相关标的正式进入业绩释放期。

高端制造与出海标的：中高端自动化机械以及具备全球竞争份额的“出海”制造企业整体延续高景气。

整体来看，具备“技术壁垒+全球竞争力”的领军企业，其盈利弹性将显著优于市场大盘。

三、流动性：

美联储加息的短期影响：美联储于9月16日宣布加息25个基点至3.75%-4.00%区间，系2023年7月以来首次加息，对港股市场短期情绪偏空。其传导路径主要体现在：一是受联系汇率制约，港元利率被动跟升，导

致 HIBOR 上行并收紧本地流动性；二是无风险利率抬高推升资产折现率，久期较长的成长板块估值承受压力；三是 10 年期美债收益率突破 5% 关口且美元指数走强，导致部分外资回流美元资产。

内资与性价比支撑：港股的核心盈利基本面扎根于内陆，对美债利率并不直接敏感。同时，国内流动性环境对港股更为友好，前三季度南下资金累计净买入额超过 4000 亿港元。在“资产荒”背景下，港股资产的独特性价比与机构配置刚需持续凸显。

四、估值角度：

尽管三季度港股迎来了一波反弹行情，但整体估值仍处于历史中低位区间，较美股、日股等海外主要市场仍存在明显折让，“全球估值洼地”与“中国资产折价”特征依然突出。展望四季度，我们持续看好两大方向：

优质成长标的：科技、医药、消费等板块中的优质成长股，其远期 PEG 估值已具备较强的吸引力。

高股息红利资产：在震荡市中，“类债券”的稀缺配置属性进一步强化。不过，红利板块内部分化已十分显著，需精选具备持续分红能力与强现金流质量的标的。

五、投资策略主线

中国拥有全球第二大 GDP 体量，并在 AI 应用、智能制造、创新药、潮玩 IP 等赛道孕育出一批具备全球领先竞争力的企业。随着港股盈利底的最终确立，优质资产的价值重估进

程有望在四季度进一步深化。

建议投资者重点关注几大投资主线，积极挖掘具备内生增长潜力的个股，把握结构性投资先机：

主线一：数字经济与硬科技（半导体、AI 商业化落地、算力基础设施）

主线二：消费与创新医药（出海创新药、高景气可选消费、优质 IP 消费）

主线三：大金融（具备高股息与估值修复空间的优质金融蓝筹）

美股市场

9 月 FOMC，美联储如期加息 25bp。由于此前市场已经提前计入加息次数与幅度，加息后美债利率一度回落，股市反而上涨。我们判断此轮加息仍为短暂预防式加息，不应解读为联储全面收紧。更核心的做法是寻找基本面足够好，在更高折现率下，仍然被低估的公司。

经历了七月回撤和八月调整后，我们认为 AI 叙事风险和去杠杆风险已经基本走到尾声，中长期来看市场经历回调释放风险后相对健康。截止 9.18 日收盘，根据彭博预测，当前标普 500 整体未来 12 个月的市盈率约 20X，相较于 2025 年的峰值已出现明显回落，也处于过去五年区间中的较低水平。

我们仍然看好 AI 产业基本面，即便是产业层面大家都在讨论前沿 AI 的发展速度问题，但我们认为，如果对模型安全与对齐需要做更

多工作的话，无论是预训练还是后训练，反而会激发了更多算力需求。我们始终认为，AI 的空间是星辰大海，目前仅在 coding 赛道渗透比较充分，而科学、金融、法律、咨询等单个赛道市场体量和程序员赛道接近，目前也在逐步推进，各垂直领域长期空间有望进一步打开。

美债市场

2026 年第三季度，美国国债指数（US Treasury Index）下跌约 1.6%，美债收益率曲线熊平，2 年期美债收益率上行 57bp 至 4.78%，5 年期美债收益率上行 60bp 至 4.82%，10 年期美债收益率上行 49bp 至 4.95%。中资美元债指数下跌 0.43%。

今年大部分时间里，全球债券收益率持续走高，并在近期急剧飙升。当前债市抛售并非美国单一故事。德国、英国、美国、日本四大核心政府债券市场的收益率都在同步走高，处于数十年高位。推动收益率上行的基本面因素相互叠加：1) 财政赤字与债务供给：疫情以来，主要经济体财政政策将债务水平推至历史或近年高位，政府债券供给高企。2) AI 资本开支发债竞争：越来越多 AI 资本开支通过债务市场融资，与政府发债争夺信贷资金。3) 经济增长韧性：主要经济体增长超预期，削弱了债券配置需求。4) 能源通胀再起：美伊冲突持续推升油气及欧洲天然气价格，成为近期通胀与央行紧缩担忧的最新推力。能源价格是近期波动的直接催化，但 7 月以来的收益率上行更渐进、更有秩序，且由长端主导，说明长

期深层因素同样在发力。

我们认为极短期内，债市最大风险来自能源市场及其对央行紧缩定价的传导。如果央行无法容忍通胀反弹而被迫加息，压力将集中在曲线短端，导致曲线平坦化。此时远端增长和通胀预期可能被压制，长端收益率未必大幅冲高。

四、债券市场

● 利率债

2026 年前三季度国内经济呈现“前高后低”：一季度 GDP 同比 5.0%，达全年目标（4.5%—5.0%）上界；二季度受输入性油价上行、财政退坡与内需疲软叠加影响，增速回落至 4.3%，上半年累计 4.7%。结构上出口是最大亮点，人民币计价出口 3 月同比-0.7%、4 月转正后维持两位数高增、8 月同比 18.6%，但内需持续走弱；价格端 PPI 自 3 月由负转正、8 月录得 3.8%，但 CPI（尤其是核心 CPI）仍然保持温和，输入性通胀未对债市产生大幅负面影响。同期人民币延续强势，货币政策保持定力，维持适度宽松，但总量工具相对克制：7 天逆回购利率 1.4%、1 年期 LPR3.00%未调，金融机构法定存款准备金率平均约 6.3%，迄今未动用降准降息等总量工具（1 月已下调结构性工具利率 25bp）；国债买卖操作规模在 100 亿—1000 亿元间小幅波动，并以隔夜逆回购、MLF、买断式逆回购精准呵护流动性。资

金面先极宽后收敛，利率债在流动性充裕与机构行为共振下震荡下行，10年、30年国债收益率分别逼近1.66%、2.10%，30-10年利差在40bp以上的位置。

展望2026年四季度，出口增长或仍将是支撑经济的亮点，内需偏弱的态势可能延续甚至加剧，稳增长政策继续以托为主；预计货币政策仍总体偏积极，降准降息窗口打开，但幅度与时点取决于财政货币协同，财政政策仍将积极发力。供给方面，9月底超长债发行高峰基本过去，四季度政府债供给总量压力仍在，但超长端明显缓解，叠加2027年置换债退出带来的超长债缩量预期、保险跨年抢配与银行注资到账后扩表，利率中枢有望小幅下移；不过考虑到估值赔率偏低、交易结构拥挤，债市或仍以震荡偏强为主。

● 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，2026年四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。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，尽管三季度有所调整，但转债估值仍处于高分位数水平。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，整体市场仍处于有利状态。

重点关注基本面有支撑的品种、具备估值优势的品种，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：基本面从持续承压转向边际企稳

当前银行业整体处于盈利筑底、风险可测的底部区域验证阶段，行业基本面从持续承压转向边际企稳，但尚不构成景气强反转，板块整体

行情特征以高股息底仓价值为主，内部分化会持续放大，投资上更适合重配置、轻博弈。

从核心经营指标看，行业净息差已经在低位出现单季环比抬升，主要依托存量高息存款到期重定价与主动压降长期定期存款的负债端优化，资产端信贷定价约束较强，息差向上弹性有限，大概率维持震荡磨底格局。行业营收修复好于利润表现，利润增长持续受到减值计提扰动，风险分类新规落地使得部分信贷资产关注类下迁，减值压力有所分化，整体不良生成保持相对可控，存量风险处于缓释进程，但地产与地方债务相关风险仍未完全出清，构成长期估值约束。板块估值处于历史低位区域，高股息属性凸显，相对无风险资产具备溢价，持续吸引长线资金配置，行情以小幅震荡上行、争取绝对收益为主。

● 煤炭

业绩展望：看多

关键词/标题：政策推动产地复产，旺季验证煤炭供需

9月份动力煤价格淡季逆势上涨，主要是山西主产区因上半年产量下降明显且产量难以恢复，煤价上涨。在煤价快速上涨的背景下，股票市场开始预期保供政策出台，煤炭指数有所回落。

展望四季度，煤炭即将进入旺季，冬季供暖补库需求确定性强于夏季用电需求，当前下游库存有所去化，预期煤价仍将维持高位。在保供政策背景下，煤价高度可能有限。

后续关注复产节奏、下游库存水平。

● 基础化工

业绩展望：看多

关键词/标题：基本面、估值均见底

3 季度，油价在美伊和谈失败后，油价又再次飙升；油价的高企对下游整体是利润上的吞噬，3 季度化工板块整体表现不佳；展望 4 季度及明年，我们认为产业链各环节库存均处于低极值，产业链仍有补库存需求，另一方面一些品种实际在地缘冲突中受到影响，供需有实质性改善；板块当前基本面和估值都见底。

结合当前形势，目前建议重点关注以下两个方面：

一是品种有实际供需改善的品种，一是冲突中实际受损的品种，如乙烯，丙烯，mdi，蛋氨酸等，关注相关领域龙头，尤其非油头路线的相关公司；二是下游需求持续向好，供需改善的品种，如 3d 打印相关材料聚乳酸产业链（PLA）等。

二是新材料方面，关注 sofc 上游和半导体设备上游；1gw sofc 需要约 8000 吨金属铬，随着终端 sofc 的放量，预计金属铬将供不应求，关注相关龙头公司；半导体行业稼动率提升，国产化替代加速，看上游门槛高的材料环节，如抛光液，电镀液，光刻胶等。

● 建筑装饰

业绩展望：看多

关键词/标题：修复与约束并存

1—8 月基建投资持续走弱，总量压力未减。全国固定资产投资累计同比下降 7.2%，基础设

施投资同比下降 4.0%，降幅较 1—7 月扩大 0.4 个百分点，其中水利、环境和公共设施管理业投资下降 11.0%，拖累尤为明显。上半年建筑央企财报呈现“收入利润承压、现金流边际改善”的分化格局。2026 上半年建筑板块营收 3.60 万亿元，同比下降 9.15%，归母净利润 681.5 亿元，同比下降 25.34%。板块整体经营现金流同比少流出 760 亿元，显示企业在收缩规模的同时更加注重经营质量。

展望四季度，修复与约束并存。一方面，上半年财政资金投放节奏明显偏缓，专项债发行进度同比放缓约 9 个百分点，发改委近期密集调度 109 项重大工程，要求加快在建项目和新项目开工，预计四季度将迎来重大项目集中开工高峰期，叠加低基数效应和政策性金融工具投放，基建实物工作量有望边际修复。

另一方面，建筑企业应收账款规模仍在攀升，现金流改善的可持续性仍取决于地方化债进度与项目回款效率。四季度建筑板块具备阶段性修复基础，但反弹高度受制于企业资产负债表修复进度，难以形成趋势性反转。在总量偏弱的背景下，结构性机会仍集中在数据中心、洁净室、能源工程等高景气细分方向。

● 环保

业绩展望：看多

关键词/标题：运营类资产基本面稳健，现金流修复

固废资产保持韧性，资本开支下行周期中分红提升预期强化。各公司垃圾焚烧运营业绩稳步增长，装备、EPC 等业务影响个别公司业绩；

部分企业开始主动降负债，叠加降息，财务费用仍有下行空间；经营性现金流整体持续提升，资本开支进一步下行，支持自由现金流持续向好，企业分红能力良好。垃圾焚烧企业运营端持续挖潜，板块供热改造、炉渣销售等降本增效手段逐步落地，算电一体化等方式助力绿能价值变现。

环保板块建议主要关注个股逻辑，包括出海和运营资产估值修复等。

本报告数据来源：iFind。

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。