

景顺长城季度投资策略报告

二零零五年第四季度

目 录

第一章 全球经济回忆与展望

一、全球经济回忆

二、全球经济展望

第二章 国内宏观经济

一、根本面

二、政策面：宏观调控松动，汇率改革成关键

第三章 股票投资策略

一、市场回忆

二、市场处在长期底部区域

三、经济平稳减速，市场焦点向内需倾斜

四、股票投资策略

第四章 行业策略

一、根底设施：分享中国经济长期增长

二、能源行业：煤炭景气回落、电力进入低风险区域

三、大宗原材料：关注投资收益特征

四、消费品行业：稳定增长的长期投资品种

五、医药行业：行业稳定增长，竞争优势决定盈利能力

六、零售行业：收入增加，内需带动行业增长

七、银行业：宏观调控、经济减速背景下保持谨慎

八、房地产行业

第五章 债券与货币基金市场

一、债券市场及货币市场环境分析

二、债券市场回忆与展望

三、债券及货币市场投资策略

第一章 全球经济回忆与展望

一、 全球经济回忆

（一） 油价飚升，并未造成全球经济增长障碍

经历 2024 年高速增长后，全球经济动能一直倍受市场关注。尽管受到美国联储局领头加息及收紧银根；油价在第一季飚升 23%后，于第三季再创历史新高，一度冲破七十美元一桶；国际恐怖分子继续活泼，在几个大城市制造破坏和恐慌，滋扰经济活动；美国东南部受到史无前例飓风接连的侵袭等等负面因素困扰，全球经济过去九个月仍然可以获得可观的增长。虽然第四季度可能因美国受飓风带来的滞后因素影响，增长会略低于预期，但全年仍有望到达我们年初预测全年 3.2%的增长目标。特别是欧洲及日本经济已呈改善，令全球经济迈向比拟均衡地开展。

表 1.1.1 全球经济展望

全球经济展望				
	真实 GDP 增长率 (%)			
	2024	2024	2024 (F)	2024 (F)
全球	2.5	3.8	3.2	3.1
美国	3.0	4.4	3.5	3.4
欧元区	0.5	1.8	1.2	1.8
日本	1.4	2.6	2.4	2.0
中国	9.3	9.5	9.0	8.0
印度	8.2	6.5	6.7	6.7
印度尼西亚	4.5	5.1	5.0	5.4
韩国	3.1	4.4	3.5	4.2
马来西亚	5.3	7.1	5.2	5.3
菲律宾	4.7	6.1	4.5	4.0
新加坡	1.3	8.4	4.0	5.0
台湾地区	3.3	5.7	3.6	3.6
泰国	6.7	6.1	3.6	5.0

资料来源：世界银行，景顺长城基金管理有限公司

（二） 美国经济基调稳固，联储局不断升息

虽然受油价高企和飓风侵袭，美国经济依然维持稳步扩张。数据显示，第二季度经济增长率修正为 3.3%，比第一季度 3.8%略低，主要原因在于企业在第二季度期间削减库存，个人消费增长亦较上季为低。但这仍使美国经济连续九季维持 3%以上的增速。况且，始自第三季度，已见库存重新累积以满足市场需求。经济师纷纷上调美国经济下半年增长预期。当

然，飓风卡特里娜和丽塔是在八月末及九月中侵袭美国海湾，其影响未反映数据之上，但美国经济持续增长的趋势，仍足以到达我们年初 3.5% 的增长预期，正因如此，联储局维持其升息政策不变，在第三季度升息两次，使联储基金利率自去年中以来，连续升息 11 次到 3.75% 水平。

（三） 欧洲经济呈改善，日本复苏相对明显

近期欧洲经济呈现改善迹象。随着意大利及荷兰摆脱衰退，欧元区二季度录得 0.3% 经济增长。今年以来欧元走软，有利出口，最近的制造业采购经理指数显示制造业仍在扩张中，但是，区内本已疲弱的需求，受到大幅度的能源价格上升的打击，复苏动力缺乏。相反，日本经济明显改善，受到内需持续好转和出口增强推动，第二季度增长达 3.3%。同时企业投资及就业状况等各项指标都显示日本经济进入稳步复苏的阶段。再者，消费者物价指数亦有所改善，使日本有时机明年走出困扰其达七年之久的通缩处境。

二、 全球经济展望

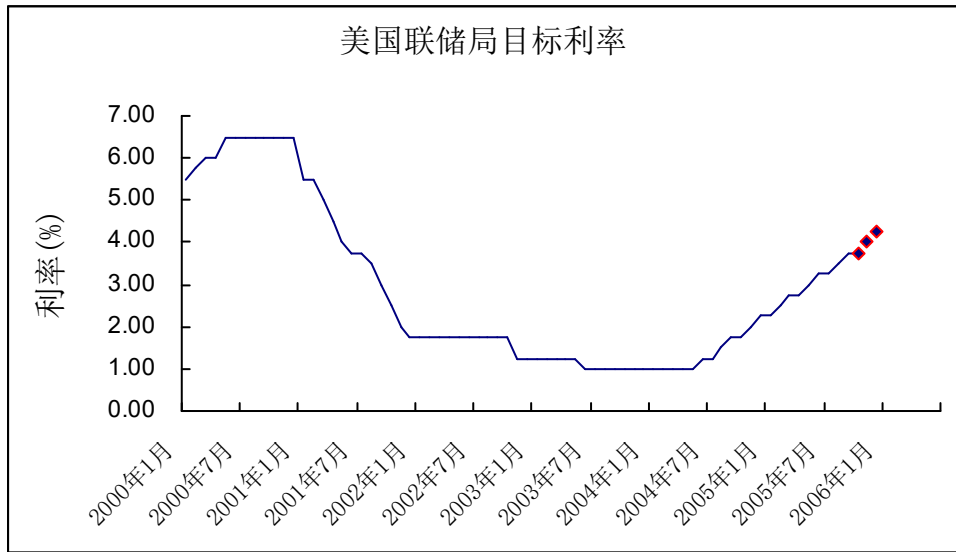
（一） 飓风打击影响短暂，关键在于消费者信心

纵使卡特里娜是美国有史以来最严重的飓风，瘫痪了美国南部及墨西哥湾的石油设施，接踵而来的丽塔亦造成了一定程度的破坏，但是它们带来实际的经济冲击非常短暂。况且灾情过后的重建工作会对经济有支持作用。美国经济的隐忧在于其消费增长是否能够持续。最近数月已经极低水平的储蓄率又在下降。一直支持着消费动力的是蓬勃的地产。假设地产市道出现下滑，甚至只是轻微的下滑，可导致消费者信心的动摇，又或者今次飓风的广泛负面报导，引致消费者信心危机，都会带来深远的影响。尤其是现在正处于超高油价时期，消费者的收入受到蚕食。幸好这两个可能现象并未出现，但消费者信心肯定是市场密切跟踪的指标。

（二） 油价高企，威胁通胀，升息忧虑加深。

美国联储局自 2024 年 6 月开始，连续 11 次加息，主要是对从前过分减息政策作出修正，并非意味着通胀的威胁。故此，我们原本认为此阶段的升息政策维持到今年底，即再有两次 0.25% 的升息，把联储基金利率上调到 4.25% 就根本完成。但现在因为油价持续飆升，虽然核心通胀仍保持克制，市场上已出现担忧通胀会重燃之趋势，黄金价格更创 17 年新高。未来几个月冬季来临时，石油设施在飓风过后尚未完全恢复，油价会更加紧张。联储局将面临两难抉择：假设如方案停止升息，担忧通胀重燃；假设继续升息，又担忧会造成对金融、地产市场的冲击，从而打击消费，这是大家都不想遇见的。还有，市场一直避而不谈的是格林斯潘将于明年一月退休，其继任人选仍然未定，令利率走势更不明朗。可幸，全球普遍储蓄过剩，造成资金过份充裕，致使长息维持于较低水平，就算联储局明年继续升息，对长息也不至于带来太大的冲击。

图 1.2.1 美国联储局目标利率



资料来源: Bloomberg

(三) 息差支持，美元强势延续

美元利率前景发生变化，将直接影响外汇市场及汇率走势。2024 年至 2024 年间，美元大幅贬值，主要是因为市场担忧美国 3 重赤字不断恶化。无论民间，政府及外贸都出现严重失衡。但自 2024 年始，随着联储局的升息政策明朗化后，市场焦点改变轨迹，转向美元与其他货币的息差。美元对高息货币如英镑、澳元的息差的收窄，而对欧元及日元那么扩大，对美元汇价起积极作用。所以今年以来我们一直看好美元走势，直至其升息周期完结。假设美国真如市场所担忧会维持加息至 2024 年，亦表示美元现在的强势会多持续一段时间。但我们仍认为美国加息周期最多维持到 2024 年上半年，因为加息本身就有对经济紧缩的作用。到时市场又会重新关注美国挥之不去的三重赤字。

(四) 美国受制升息，新增动力未成，2024 年中国增长有赖内需带动

飓风、能源价格、消费者信心及高危的地产市道为美国联储局增添不明朗因素。虽然我们仍认为美国经济基调稳固，2024 年仍可达 3.4-3.5% 的增长目标，但面对可能更长的升息周期，很难出现惊喜。欧洲和日本虽有复苏迹象，但仍处于萌芽阶段，缺乏以成为全球经济的新增动力。故此，中国经济于 2024 年的表现，倍受国际关注。特别是国内对商品的需求，将继续牵动国际商品价格。有悲观论者提出中国经济周期见顶，增长速度下滑，甚至硬着陆。但我们认为中国经过 2024 年因强劲出口带来高于预期增长后，2024 年会回顺到较可持续的水平。快速的收入增加会刺激内部需求，为经济增长助力。再者强势美元及扩大的息差会减轻人民币升值的压力。我们仍预见 2024 年全球及中国有较平稳的增长。

第二章 国内宏观经济

一、根本面

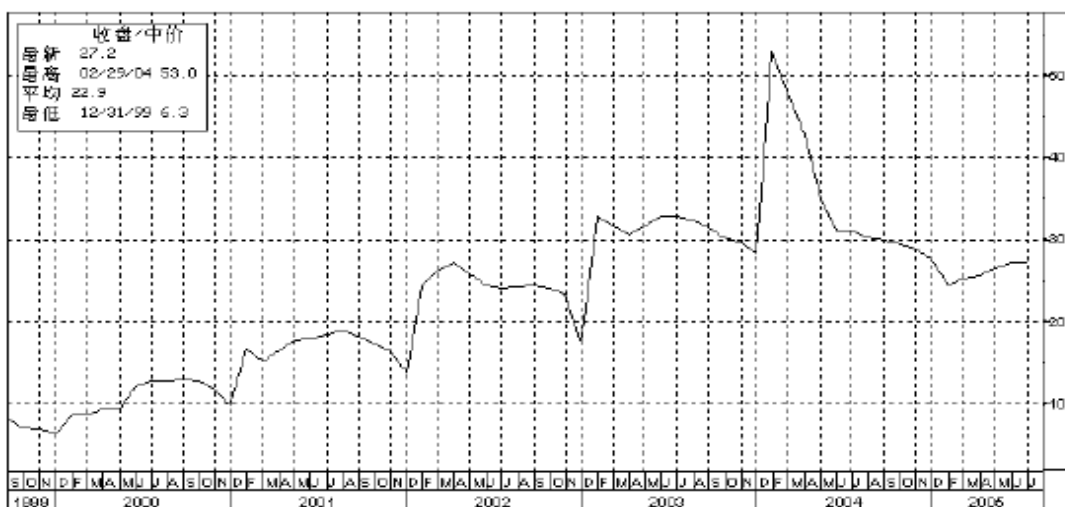
2024 年前八个月，国内经济仍保持了较快的增长势头，从陆续公布的宏观数据来看，与去年全年相比三大需求增长率的变化都不大，固定资产投资增长在 27-28% 之间，出口增速仍在三成以上，消费增长相对稳定增速在 12% 以上，说明经济仍在高位运行。但是从年初开始，CPI 指数一路下降，企业经济效益指标明显下滑，信贷进口增速放缓，却显示出经济增速放缓的特征。

从两类已显示出矛盾的数据来看，目前不是总需求显著下滑，而是总供给水平增长得更快，产生供过于求现象，使局部企业效益指标不理想和贸易顺差增加，商品交易也显得不够活泼。倚重外需拉动的经济增长不可持续，中国经济面临结构的转型与调整，需要内需的拉动才能保持经济的持续平稳增长。

我们预计今明两年宏观经济可能面对增速放缓的问题，除消费升级的效应释放使得消费需求相对强势外，投资和出口将缓慢回落。当然，政府会加以调控，使经济回落的速度不会很快。

（一）固定资产投资（FAI）增速将逐步回落

图 2.1.1



资料来源：wind 系统，景顺长城基金管理有限公司

经过这一轮宏观调控，投资特别是过热行业的投资明显降低，这些行业的投资增速由原来的 3 位数下降到双位数。而且，企业的盈利状况在下降，整体利润增长已经由以前的 40% 降到 20% 以下，在整个投资领域中，利润率最高的是煤炭和石油两个行业，但这两个行业只占全部固定资产投资的 4%。而占全部固定资产投资的 66% 的其他工业行业、房地产行业等，利润的增长明显降低。在企业盈利能力下降和企业自筹资金支撑投资的背景下，出现投资反弹的可能性已经不大。但回落的速度也不可能很快，因为：

第一，房地产投资、城市建设投资仍会保持平稳增长。最近国家对投机性购房需求进行

了严格控制，抑制了房价过快上涨的势头，但我们也应该看到，广阔城市居民改善居住条件的正常投资需求潜力仍较大。与住房开发和人口向城市的转移相联系，从而会对城市建设的需求十分旺盛。目前对房地产业的调控正在放松，地方政府建设城市的热情也比拟高，这些仍然会推动房地产投资和城市建设投资保持一定的增长速度。

第二，设备更新投资仍有较大潜力。前期是以重工业为主体的投资高潮，由于今年投资增长的特点是新上工程增长率少于往年，而存量投资的土建阶段已经根本上过去了，今后主要是进行设备购置、安装与调试，这方面的投资增长潜力会比拟大。

第三，能源运输、社会公共事业投资仍然会保持较快增长。由于这些方面的能力仍然短缺，政府在这些方面的支持力度很大，因此，这些方面的投资仍会保持较快增长。

在以上几方面因素支持下，我们认为未来投资仍然将保持较高增长，只是增长的速度会略为放缓。

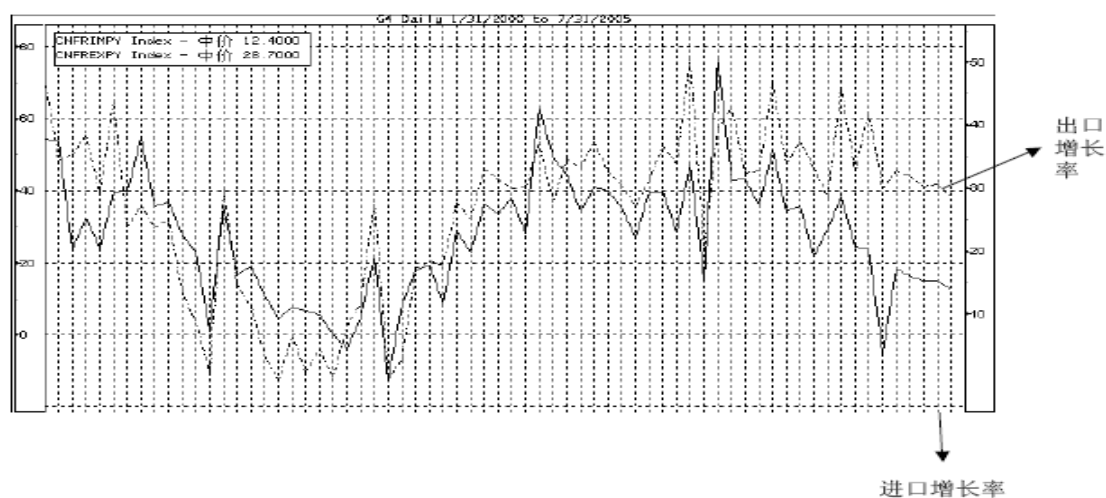
〔二〕贸易顺差持续扩大，贸易争端加剧，未来出口增长将放缓

近年来，我国外贸出口持续保持了三成以上的增长速度，特别是近几个月贸易顺差扩大至单月超过 100 亿美元。其主要原因是：第一，国际产业转移推动了我国加工贸易出口大幅度增长；第二，由于大量的产能释放，国内企业面临巨大的竞争压力，促使企业大力拓展国际市场，而且这两年国际经济也保持了较快增长，推动了一般贸易出口大幅度增长。

我们判断这种高增长是不能持续的，高油价的持续影响下，美国等主要国家经济增长趋势会放缓；随着外商投资增幅下降，未来加工贸易出口增长预计将减缓；加上人民币升值因素和贸易摩擦的加剧，我国的出口增长会受到影响。

当然，我们预期增速回落会比拟缓慢。毕竟我们在劳动密集型行业的竞争优势比拟明显，目前贸易摩擦和争端主要集中在纺织品等几个领域，取消配额对纺织品出口的影响总体来看比拟有限。2024 年贸易摩擦涉案总额占出口总值的比重缺乏 1%。综合来看，出口的增速明年会回落到 25%左右的增长速度。

图 2.1.2



资料来源：wind 系统，景顺长城基金管理有限公司

（三）消费平稳增长

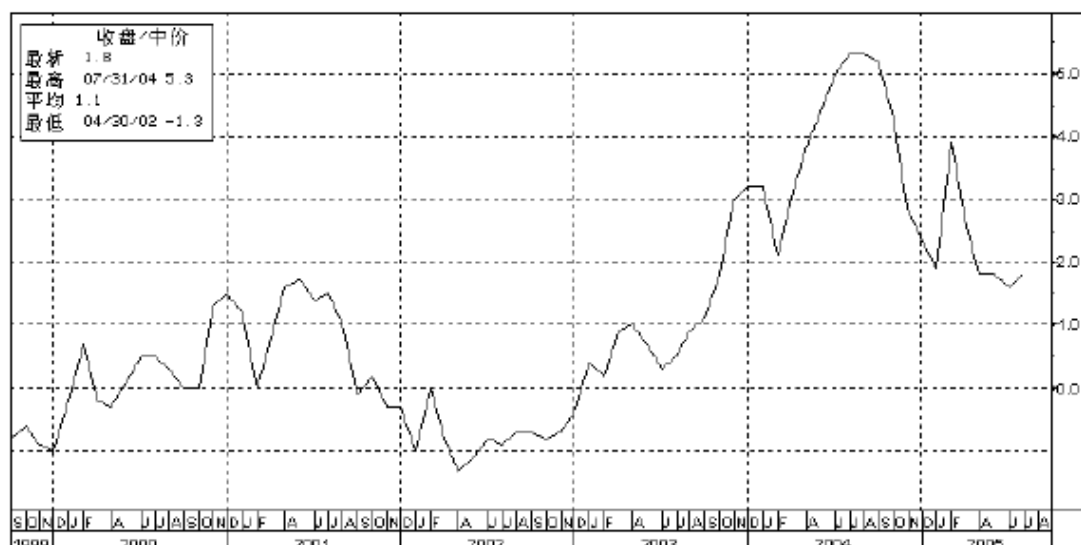
去年以来，消费增幅稳步提高。剔除价格因素，月度消费增幅社会消费品零售总额实际增长率由去年 6 月份的 9.4% 提高到今年上半年的 12.1%，根本上由去年 9-10% 的增长速度上了一个台阶到 12-13% 的增长区间。

这主要是居民收入持续稳定增长，特别是去年农民收入增幅提高；市场物价稳中趋降，供给丰富；随着经济开展和社保、医疗、教育等方面改革的推进，居民的消费预期不断改善。

（四）短期 CPI 压力不大

今年以来，居民消费价格指数持续回落，7-8 月份甚至降到了 1.8% 和 1.3%，这主要是粮食价格回落在起作用。接下来的物价走势，我们认为粮食价格还有向下的压力，因为今年总体上农业丰收，但国家有粮食收购保护价，粮价不会下降得太多。第二是各种资源价格，水、电、油都有上调的趋势，因为资源价格市场化是大趋势，虽然价格上调但不可能一步到位。这些因素调控由政府控制节奏和力度，因此，未来物价会上升但通胀压力仍然不大。PPI 涨幅较高，原因是近两年经济增长中出现了结构性的供不应求，住房、汽车等下游产品生产规模的迅速扩大，导致生产资料等中间产品的供不应求，继而传导为煤电油运等根底产品的供不应求。这是拉动生产资料价格上涨比拟快的主要原因。目前来看，这种结构性的供不应求很快会消失。一方面由于投资需求过热的苗头得到了有效抑制，另一方面在价格上涨的刺激和政策支持下，生产资料以及煤电油运的生产能力迅速提高。在此背景下，未来 PPI 涨幅很难继续提高。

图 2.1.3 居民消费价格指数 CPI 的变动情况



资料来源：wind 系统，景顺长城基金管理有限公司

二、政策面：宏观调控松动，汇率改革成关键

在持续宏观调控的作用下，固定资产投资增速低于去年同期，煤电油运紧张状态有所缓解，居民消费价格指数明显低于去年同期。在经济面临调整和企业利润增长下滑的背景下，我们认为进一步出台紧缩性政策的可能性较小。

（一）货币政策中性

二季度以来，企业利润增速的回落和未来经济增长预期放缓，货币政策已经出现了松动迹象。今年前 8 月外贸顺差继续激增，市场对人民币升值的预期也到达高点，相对应的外汇占款大幅增加。然而，同期央行通过公开市场净回笼货币力度并未加大，央行刻意维持低利率环境，这样的货币松动显示央行对宏观经济的判断已发生改变。

宽货币、紧信贷的形势在加剧，M2 的增速明显快于信贷的增速。如果宽货币没有转化为信贷，对实体经济是没有用的。央行希望放松货币供给，从而提升贷款的增长，但是这个愿望并没有到达，因为企业的盈利能力在下滑，贷款的风险较高，银行不愿意贷款。我们预计接下来货币政策上紧缩银行信贷和升息的可能性均不大。

（二）汇率政策逐步推进

正因为人民币小幅升值预期，助长了热钱的流入，已经造成货币政策调控的非有效性，汇率改革已经成为政策变化的关键因素。7 月 21 日，人民币汇率跨越出重要的一步，人民币兑美元的基准汇率上升 2%。在汇改政策上强调参考一篮子货币，扩大汇率的浮动范围，减少行政性干预，目的是加大投机资金的运作难度。我们判断年内再一次调整汇率水平的可

能性较小，汇率调整将是“渐进性、小幅度的”，央行调整汇率的手段可能在逐步扩大浮动区间。这样的调控结果将是汇率的实际波动增大，但如果波动过大央行将采取干预措施，人民币仍处于缓慢的升值之中。

综上所述，我们预计四季度 GDP 将保持 9% 的增长，投资和出口增速略为回落，CPI 会上升。在此期间，政策将处于静默期，估计不会有更紧缩的政策出台。

第三章 股票投资策略

一、 市场回忆

图 3.1.1 上证综指（20240101—20240930）



资料来源：万德资讯

2024 年三季度，A 股市场总体呈上涨态势，上证综指和深证综指分别上涨 6.93% 和 8.04%。二季度，投资者的担忧一度严重困扰 A 股市场，投资者一方面担忧经济周期见顶企业盈利大幅下降，另一方面担忧股权分置补偿不够且拖延久长。由于投资者信心严重缺乏，A 股市场反复下挫，两交易所指数屡创新低，蓝筹股的估值下降至多年未见的水平，从国际视野看也已经十分具有吸引力，这就为三季度的上涨行情创造了条件。7 月份，国资委、证监会等相关部门陆续推出为股改保驾护航的措施，包括增加 60 亿美元的 QFII 额度，允许国有企业买卖股票，央行给券商贷款以及银行系基金公司相继出台等等。此外，推出的第二批股改试点公司更具代表性，而且方案普遍加大了支付对价的比例。这一系列举措终于使投资者信心逐渐恢复，市场也迎来了久违的上涨行情，上证综指在 9 月中旬曾突破了 1200 点。在三季度的行情中，不同行业股票的表现有很大差异。新华富时指数中行业涨幅居前的航空国防、一般零售和金融，分别上涨 38.1%、11.2% 和 7.94%，而最落后的电讯效劳行业下跌 2.48%。其它子行业中，食品零售、软件效劳、多样金融、媒体和房地产表现出色，而半导体、耐用品、运输业等行业那么表现不佳。

二、市场处在长期底部区域

随着 A 股市场全面股改的推进，我们相信下阶段市场行情仍然会围绕着股权分置而展开，今后一段时间内，股价涨跌有可能继续背离根本面。但我们也认为股权分置对价补偿的利好已大局部反映在股价中，一些升幅较大的小盘股、低价股、上海和深圳本地股已累积不少涨

幅，回调压力显现；相反前期受市场冷落的蓝筹股由于持续回调，为机构投资者提供了较好的买入时机。我们预计第4季度市场将维持平衡市，不同性质资金的博弈将使市场热点呈现多元化的格局，长期来看，A股市场正处于一个大的底部区域。

三、经济平稳减速，市场焦点向内需倾斜

2024年至今，投资增长总体上向着协调稳定的方向开展，投资结构优化调整取得了进一步的成效，国民经济均衡程度有明显的提高，农业、能源、交通、装备制造业等薄弱部门的投资有显著改善，过热部门投资超高速增长的局面有了根本性改变，投资增长幅度已经逐步进入到了合理区间，今后一段时间内出现投资过热并引发进一步的紧缩措施的可能性很小。投资者对周期敏感型行业的悲观预期已经在市场上大体反映，估值水平有望在现有水平下稳定，未来股价的变化将以盈利预期变化驱动为主。

展望明年的中国经济仍将保持快速平稳增长，但是隐忧尚存。首先，前两年投资过热形成的潜在产能将在06、07年陆续释放，中国经济将从前几年供不应求的状态逐渐过渡到供大于求的状态，这种现象已经先后在汽车、玻璃、电解铝、钢铁等众多行业出现，导致这些行业的利润水平大幅下降。其次，供大于求必然导致过剩产能转移到国际市场，从而加剧贸易不平衡，增加人民币升值的压力。未来业绩风险最大的行业就是面临供求关系逆转的行业，其次是企业盈利对人民币升值敏感的行业。相反，随着城乡居民收入提高及消费结构升级的拉动，我国整体消费稳定增长的局面正在形成，消费需求增长将大体保持稳定。而目前有关部门正在研究制定促进投资和消费关系趋向合理的政策措施，这将有利于未来消费的进一步增长。消费类股票在第三季度受到市场青睐，预计在良好预期的支持下，未来一年仍将是投资者选股的重点。

从更长远的观点看，中国经济面临重大的转型。中国经济增长的动力将逐步由靠外部需求拉动为主转为靠内部需求拉动为主，经济增长的模式将逐步由依赖资源和资本的投入转为强调技术进步和体制创新。预计即将出台的“十一五”规划将有重大的政策导向，值得密切关注。未来投资的重点会与经济的转型密切相关，亦即更靠向内需行业。

四、投资策略

在宏观经济减速、企业盈利下降的背景下，能够保持盈利增长的公司难能可贵。在现阶段，这样的公司主要分布在面向内需的行业，其中有些企业在竞争中成长起来，他们创造价值的能力在不断提升。所以，我们的总体策略是建立面向内需、以成长股为核心的投资组合。我们的股票投资组合将以高速增长的消费类股票为主，前景平稳的公用事业类股票为辅，具有价值吸引的周期类股票为补充。食品饮料、商业、医药、地产等行业是我们股票资产配置的重点，我们将在四季度继续增持上述行业，同时我们将适度减持公用事业类股票。从风格的角度看，消费类股票总体市值偏小，所以我们将降低整体股票投资组合的集中度，从而保

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/075014323144011132>