



费希尔
投资系列



《纽约时报》畅销书作者肯·费希尔作序

深入剖析全球非必需消费品投资领域，包括汽车、耐用消费品及服务、零售业、媒体业
自上而下分析法，助你在非必需消费品板块做出更加明智的投资决策
五步法，帮你识别最具潜力的公司

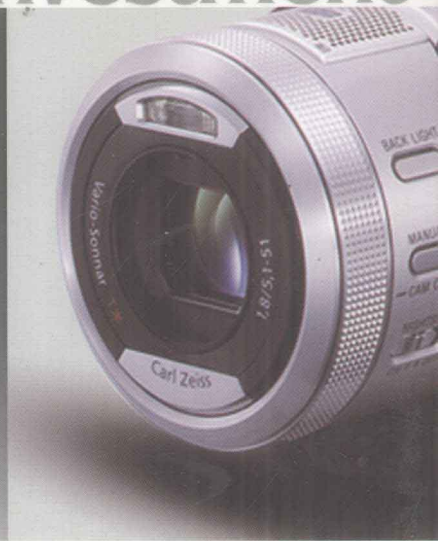
非必需消费品投资

[美] 埃里克·雷诺

安德鲁·S·托伊费尔◎著

李凤 黄世强◎译

Discretionary Consumer Investment



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

Discretionary Consumer Investment 非必需消费品投资

[美] 埃里克·雷诺

安德鲁·S·托伊费尔◎著

李凤 黄世强◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

非必需消费品投资 / (美) 雷诺, (美) 托伊费尔著; 李凤, 黄世强译. —北京: 中信出版社, 2011. 4

书名原文: Fisher Investments™ on Consumer Discretionary

ISBN 978-7-5086-2682-6

I. 非… II. ①雷… ②托… ③李… ④黄… III. 消费资料—投资 IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 025735 号

Fisher Investments on Consumer Discretionary by Fisher Investments with Erik Renaud and Andrew S. Teufel

Copyright © 2009 by Fisher Investments.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Simplified Chinese Translation Copyright © 2011 by China CITIC Press

All rights reserved. This translation published under license.

非必需消费品投资

FEIBIXU XIAOFEIPIN TOUZI

著 者: [美] 埃里克·雷诺 安德鲁·S·托伊费尔

译 者: 李 凤 黄世强

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 11.25 字 数: 135 千字

版 次: 2011 年 4 月第 1 版 印 次: 2011 年 4 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2010-5774

书 号: ISBN 978-7-5086-2682-6/F·2259

定 价: 32.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849283

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84849000

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

序言



本书是费希尔投资出版社（第一家出版商为资金管理人的出版社）与约翰威立出版有限公司合作出版的投资指南系列丛书中的第7本。在分析能源、材料、必需消费品、医疗保健、工业等标准投资板块或者其他投资领域和类别时，这些指南书可以给读者提供一种实用的自上而下的投资策略。本系列丛书可以说是相互独立的，因为每本书都详尽地介绍了读者感兴趣的一类行业。读者也可以将本系列丛书当做全面分析资本市场的自学教程。

本书重点阐述的是非必需消费品板块的投资问题。根据摩根士丹利所有国家指数（MSCI ACWI）的数据，这一板块目前占据全球股市的9%。一提到非必需消费品，人们可能马上会联想到奢侈品、小轿车、餐馆、高档度假场所等。确实如此，但是这一板块所涵盖的行业比这广泛得多，比如制造和经营纺织品的服装公司、汽车零件公司、重型机床公司、建筑材料公司，甚至某些重工业。

以上行业的最大特点是，它们均生产消费者想特别购买的某类物品，而必需消费品行业所生产的是消费者必需的物品。但这一特点并非完全适用于各种情况，本书会为你讲解如何区分。总体而言，消费者支出比大多数人所认为的要稳定，只是必需品的支出比非必需品更稳定。因此，非必需消费品板块的经济敏感度更强，而必需消费品板块则相对较弱。

但这绝对不是仅仅把握经济循环周期这么简单（把握经济周期其实也不

简单)。首先，这个板块太宽泛了，其中某些行业对经济表现得更为敏感。要想在该领域投资成功，你必须懂得非必需消费品板块中各个行业及其子行业的重要驱动因素是什么——这些在本书中都能找到答案。在世界经济看似萧条，人们难以想象会有人花钱买豪华游轮、买车、买珠宝的时候，非必需消费品类股票却开始飞涨，这都是很正常的，因为股市是预期性的，而非滞后性的，这一点你必须牢记于心。

仅仅因为非必需消费品行业比必需消费品或其他行业的经济敏感度要强些，就认为投资非必需消费品行业更冒险，或者投资收益要么非常好，要么非常差，这种看法是不对的。金融理论认为，在足够长的时间内，所有种类的股票的收益都应该相差无几，即使其中短期走势大相径庭。因此在足够长的时间内，供给的增加或减少（这跟投资银行生产纸币又销毁纸币差不多）最终会使各种股票的收益趋同。短期需求往往驱使股价上涨，但从长期（看似相当长但实际并不是很长）来看，那类股票的供给会超过其需求。这就是一个好的投资组合要广泛多样化的原因，也是本书乃至本系列丛书能够让读者学会更好地投资的原因。

本书不会提供 2011 年、2018 年甚至 2035 年的热门股——这些都是虚无缥缈的。如果有人这么做，那他很可能是在推销一件对你不利的产品。相反，我们要提供一种切实可行的、经得起反复检验的投资准则，让投资非必需消费品板块的投资者获得更多的盈利机会。值得一提的是，本书所展示的投资方法还适用于所有板块及更广泛的市场，让你的整个投资生涯都受益匪浅。祝大家好运，旅程愉快！

肯·费希尔

费希尔投资公司首席执行官

《福布斯》投资战略专栏作家

《纽约时报》畅销书《致富的十条路》《投资最重要的三个问题》的作者

前言



《费希尔投资系列》旨在为个人投资者、有抱负的投资专家，以及广大学子提供一种理解和分析投资机会——主要是全球股票投资——的必要工具。

该系列中的每本指导书都遵循自上而下的投资方法，它们都是通俗易懂的启蒙读物，能够帮助读者了解全球股票市场中的经济行业、区域和其他组成部分。而本书特别关注于非必需消费品领域，其基本的投资分析方法适用于全球股票市场的任何板块，无论当前的宏观经济环境如何。

为什么采用自上而下的方法呢？大量实证表明，与个股相比，高层次（即宏观的）投资决策是投资组合表现的更为重要的驱动因素。也就是说，投资者在选定股票之前，如果能够确定股票比其他投资方式（如债券或现金）更好，然后再前瞻性地从各类股票当中选择出表现最有可能好的一类，那他肯定会大大受益。

比如说，在 1998 年和 1999 年，由于当时投资者都热捧所谓的“新经济”，科技板块的股票行情猛涨。然而，到了 2000 ~ 2002 年，他们很可能输得一败涂地。这难道是因为他们在 1998 年和 1999 年的时候更聪明些？还是他们的分析能力变糟了？都不大可能。主要是因为 90 年代末的股票（尤其是美国科技股）整体走势很好，而进入新世纪后却变得一塌糊涂。换句话说，相对于挑选个股，运用“自上而下”的方法来分析更广泛的经济面，才是把握市场走势的关键。

本书可以帮助你做“自上而下”的投资决策，特别是在非必需消费品板块。它还会告诉你如何判断最佳投资时间、该板块哪个行业及其子行业表现更为出色，以及单只股票在不同的环境中是怎样盈利的。全球非必需消费品板块纷繁复杂，涵盖了许多子行业 and 不同特点的国家。运用本书的投资分析方法，你可以更好地了解这些不同点，捕捉良机，避免重大失误。

本书涉及全世界范围内的非必需消费品投资。大多数美国投资者通常在美国国内的证券市场中进行投资，却忽略了美国证券市场的规模还不到全球证券市场的一半——50% 以上的投资机会都在国外。但由于美国是世界最大的消费市场，而且占去世界非必需消费品股市的最大份额，所以你会发现本书比投资系列中的另外几本书更侧重美国。不过，非必需消费品公司可能在全球范围内都有经营业务，而且其国外市场正方兴未艾。鉴于其广阔的市场前进和多样化的地域经营，投资者在投资非必需消费品板块时要放眼全球。

如何使用本书

本书分为三部分。第一部分是“非必需消费品入门”，主要介绍重要的板块基础知识以及非必需消费品板块的宏观驱动因素。我们讨论的宏观因素包括消费者支出、收入和就业，解释如何在不同的宏观经济条件和行业特征下进行投资获利。我们还会讨论影响该板块的其他驱动因素，这些因素最终将推动非必需消费品股价上涨。

此外，第一部分还会介绍现代非必需消费品板块的历史发展情况。讨论的内容包括美洲殖民地早期的贸易关系，工业革命是如何大幅提高我们的可支配收入的，以及这反过来又如何滋生了我们今天熟知的非必需消费品行业。

第二部分是“下一步：非必需消费品详解”。我们将带你走进全球非必需消费品板块的投资世界，向你介绍其多样化的组成部分。非必需消费品板块多种多样，这使得整个分析更具挑战性，同时也增加了寻找成功投资机会和有利可图市场的可能性。

目前，非必需消费品板块有 12 个行业。我们将向你详细展示该板块的主要行业，包括行业和业务描述，运营模式介绍，以及它们如何获利——这将帮助你判断出哪个行业今后最有可能表现出色（或表现糟糕）。第二部分还提到一个案例，讨论了巴西成功进行金融自由化之后，信用贷款为这种新兴市场带来的巨大生机。

第三部分是“像投资组合经理人一样思考”，详细介绍了自上而下的投资方法以及股票分析。你将学会如何提出重要的问题，比如：研究零售公司和汽车公司时要考虑的最重要的因素是什么？最大的风险和禁忌是什么？本书提供了一个五步法，帮助你识别那些最有可能表现超群的公司。我们还讨论了一些投资策略，可以帮助决定何时以及如何重仓投资该板块的特定行业。

注意，本部分的策略都是特意从宏观层面讨论的，以便你无论碰到何种经济形势，都可以从本书中寻求指导。但是，我们不可能涉及每一种市场状况，也无法说出市场随着时间的推移会发生怎样的变化。制定投资组合策略时还应该考虑许多其他因素，包括个人投资目标、时间跨度以及其他一些仅适用于你个人的因素。因此，不要只依赖于书中提到的策略或者忠告——这些也未必总是适用。相反，本书旨在提供一般性的投资指导，帮助你进行批判性的思考，而不仅仅局限于非必需消费品板块。

此外，本书并不是挑选“正确”的非必需消费品股票的一颗“灵丹妙药”。所谓“正确”的非必需消费品股票，是根据不同时期不同情况而不同。本书提供的是理解这一板块及其行业的一个思想框架，你可以据此灵活应对，探寻尚未被市场发现的信息。此书不会推荐任何股票，不会提供买卖目标价位，甚至不会谈及现在是否是投资非必需消费品板块的大好时机。此书旨在提供一种帮助你作出投资决策的工具，无论是现在还是将来。我们最终的目标是教你一种可以反复使用的成功投资理念。尽情享受吧！

致谢



没有哪本书是单靠一两个人就能完成的。我们在此要向众多同事和伙伴致以衷心的感谢，感谢他们为本书面世所作出的努力。

首先，要感谢肯·费希尔给予这次出书的宝贵机会。同时，还要感谢杰夫·西尔克一直以来的鼓励，感谢其他许多给予帮助的费希尔投资公司的同事。

其次，要特别感谢劳拉·霍夫曼和迈克尔·汉森。在本书的酝酿到成型的整个过程中，他们都给予了悉心的指导，并对书稿进行了修订。伊芙琳·切亚在引文来源以及其他原稿细节上提供了宝贵的帮助，在此表示特别感谢。感谢莱拉·阿米里为本书及封面提供的有价值的图表。还要感谢卡米尔·扎尼泽、丹·辛顿和约翰·赫尔维克，他们在埃里克忙于撰写本书时，帮他完成了全职研究任务。当然，如果没有费希尔投资出版社作者们的指导和建议，本书的撰写不可能这么顺畅，这些作者包括迈克尔·肯尼维特、艾伦·阿泽尔顿、布拉德·派尔斯、马特·施拉德、布伦丹·厄恩以及奥斯汀·弗雷泽。还要特别感谢费希尔投资出版社的创始团队——马克·哈伯曼、莫莉·莱恩斯奇和法布里齐奥·奥纳尼。

当然，如果没有数据提供商汤森路透和全球金融数据公司的特别允许，本书也无法完成，在此向他们表示诚挚的谢意。同时，还要感谢威立团队的支持与指导，特别是劳拉·沃尔什和凯利·奥康纳。

最后，埃里克要感谢他的家人给予的关爱和支持，特别是老埃里克·雷诺、珍妮弗·雷诺、露西尔·雷诺鲁伊斯、杰拉德·鲁伊斯以及丹尼尔·雷诺。



序言 / VII

前言 / IX

致谢 / XIII

| 第一部分 | 非必需消费品入门

第一章 非必需消费品基础 / 3

非必需消费品 101 / 4

开始了解非必需消费品板块 / 13

第二章 非必需消费品板块简史 / 17

美国最早期的消费者 / 17

现代非必需消费品板块的诞生 / 21

第三章 非必需消费品板块的驱动因素 / 31

经济驱动因素 / 32

政治驱动因素 / 44

情绪因素 / 49

| 第二部分 | 下一步：非必需消费品详解

第四章 非必需消费品板块细分 / 55

全球行业分类标准 (GICS) / 55

全球非必需消费品基准 / 57
汽车及零配件行业组 / 62
零售行业组 / 67
媒体行业组 / 71
耐用消费品和服装行业组 / 76
消费者服务行业组 / 81

第五章 非必需消费品板块面临的挑战 / 85

挑战一：成熟市场中不断增长的利润 / 85
挑战二：管理需求波动性 / 95
个案研究：卡拉威尔高尔夫公司 / 100

第六章 家庭债务——神话和机会 / 104

发达市场的家庭债务——一个非常有用的工具 / 105
新兴市场的巨大机会 / 110
个案研究：巴西信用贷款驱动的消费繁荣 / 111

第三部分 像投资组合经理人一样思考

第七章 自上而下分析法 / 121

投资是一门科学 / 121
爱因斯坦的大脑与股市 / 122
自上而下分析法 / 124
自上而下分析法解析 / 129
根据非必需消费品基准进行管理 / 136

第八章 证券分析 / 141

作出你的选择 / 142

五步法 / 143

必须要问的问题 / 150

第九章 非必需消费品投资策略 / 154

策略一：在行业和子行业层面增加价值 / 154

策略二：在证券层面增加价值 / 160

策略三：在非必需消费品板块的低迷时期增加价值 / 160

如何实施你的策略 / 161

1

Consumer Discretionary

费 希 尔 投 资 系 列

第一部分

非必需消费品入门

非必需消费品基础

无论你是一个高贵的社会名流，还是一个蓝领机械师，非必需消费品（Consumer Discretionary）板块在你的日常生活中都发挥着重要的作用。如何发挥作用呢？提到非必需消费品，你可能会马上联想到高档珠宝、豪华游轮、昂贵电子产品，以及其他高价奢侈品——那些东西确实属于非必需消费品，但是这个领域的范畴远远不限于此。例如，单单是购买并阅读这本书的过程中，就可能涉及许多由非必需消费品公司所提供的商品和服务。你很可能是从某家书店（一家专业零售公司）购买了本书。你也许开着车（由汽车制造商生产）前往书店，并在去（回来）的路上停在某家酒店、餐厅或休闲会所享用了一杯咖啡。或许，你现在正舒适地斜躺在一张躺椅上翻阅本书，或正通过一款新的掌上电子阅读器浏览本书（躺椅与电子阅读器都是由家庭耐用品公司制造），而本书本身又是由约翰威立出版社（媒体公司）出版。这些行业仅仅是非必需消费品板块中的冰山一角。

尽管以上提到的都是非必需消费品板块的典型例子，不过还是有必要重述一下这个板块所广泛涵盖的行业。汽车制造商、住宅建筑商、运动器材生产商、酒店开发经营商、广告代理商、报纸发行商、邮轮公司、汽车经销商、零售网站、百货公司和美容沙龙，这些都属于非必需消费品公司。换句话说，这个板块比你想象的更加多样化。

本章将向你介绍非必需消费品板块及其五大行业分类。读完本章之后，你将非常了解该板块的情况——知道如何识别其构成，懂得到底是什么使得

一家公司成为非必需消费品板块中的一分子。

非必需消费品 101

总体而言，非必需消费品板块占到全球股票价值的 8.8%，略小于必需消费品板块（参见表 1-1）。但这个数据并非一成不变，所有的板块比重都会随着人们喜好的变化而变化，其股票价格也会随之起伏。

表 1-1 MSCI ACWI 板块比重统计

板 块	比重（%）
金融	20.2
能源	12.0
电子信息	11.8
工业	9.9
必需消费品	9.8
医疗	9.7
非必需消费品	8.8
材料	7.6
电信服务	5.3
公共事业	4.9

资料来源：汤森路透，截至 2009 年 6 月 30 日

弹性与非弹性

在这本书里，我们会经常提及一项产品具有弹性或不具有弹性，或者说这项产品的需求具有弹性或不具有弹性。这是什么意思呢？顾名思义，弹性需求可以快速拉升，也可以迅速萎缩，而非弹性需求则保持稳定。这一特征正是非必需消费品企业与必需消费品企业之间的关键差别。当社会兴盛、经济高涨、收入增加时，人们倾向于购买价格更贵的商品，享受豪华假日，消费高级餐厅等。这将提

升非必需消费品企业的盈利能力，并且通常会转化为推动股价上涨的原动力。但是当经济放缓或陷入衰退时，对此类消费品的需求就会迅速萎缩。这常常又会降低非必需消费品企业的收益，并使其股价下跌。

与之相反，必需消费品的需求通常不具有弹性。无论经济状况好坏与否，人们仍然要刷牙洗脸，购买基本食物。如果经济高涨，人们不会因此购买更多的牙膏；而当经济低迷时，人们也不会减少此类开支（或者至少不是大幅减少）。也就是说，需求是稳定的，即非弹性的。一些更不具有弹性的板块有时也被称为“防御型”板块，因为它们经常在熊市或整个市场萎靡不振时相对表现更好。

非必需消费品板块并非一个大板块，但是该板块的公司却呈现出广泛的多样性。有人可能会问：“报纸发行商与游轮公司有何相同之处？为什么将它们划为同一板块？”或许还会问：“那香烟与啤酒呢？它们应该算是非必需消费品吧？”甚至还会问：“必需消费品与非必需消费品到底有什么不同呢？”为了解答这些疑惑，我们先从几个定义开始。

误导性的名称

第一个词“消费者”（Consumer）很简单——如果你曾经买过什么东西，那你就是一个消费者（注意，这里的定义通常不包括商业性购买）。从另一个角度看，如果制造一件产品是为了某人的“最终”使用，它就是一件消费品（Consumer Good）。为企业所制造的产品通常被称为“资本产品”或“企业产品”，因为它们在使用过程中被用于制造其他产品。

第二个词“选择性”（Discretionary），在字典中其定义是指基于个人特权所作出的某项选择（即“需要之物”与“想要之物”）。基础食品、房屋和服装是人们最必需的，而其他大多数物品都可以被归为“想要之物”，或者“选择之物”。在此定义之下，餐厅（食物）、住宅建筑商（住房）、成衣制造商