

专题策略报告

防御的学问 ——滞胀和通缩下的防御策略

前言：在报告《将防御进行到底——从滞胀迈向通缩》中，我们判断：由于货币政策和财政政策的双退出，中国经济很有可能由短期滞胀进入中长期通缩，并建议资产管理人以防御策略应对不确定的未来。但我们同时也观察到，在多个防御周期中，即便仓位一致，资产管理人均倾向采用防御策略，但净值表现也不一致，可见防御策略也有一定的“学问”。本报告尝试探讨实施“深度”防御策略的技术性问题。为采用自上而下、自下而上及量化策略的资产管理人提供专业化建议。

核心结论：

- **何时实施防御？**按照工业产出缺口和CPI同比增速的变动趋势，我们可将经济周期中的滞胀进一步划分为前期、后期；将通缩细分为前、中、后期。统计经验表明，滞胀后期、通缩前、中期市场负回报概率较大，较为适合实施防御策略。
- **防御也会有轮动。**防御各阶段获得超额收益的行业各不相同：滞胀后期开始，稳定消费类行业市场表现开始明显提升；通缩时代，食品饮料、医药生物、商业贸易和信息服务行业获得明显超额收益；进一步细分后，可以发现：白酒、专业连锁的防御属性在多个阶段均明显，医药的不同子行业在经济收缩的不同阶段能够获得稳定的超额收益，而食品制造和加工行业在通缩前期表现靓丽；值得关注的是，行业内部股票的防御功能与行业地位和规模正相关，龙头公司在通缩期防御功能明显高于行业整体。
- **防御的驱动因素：估值还是业绩？**通缩前中期防御性优异的行业和行业内表现较好的个股，在通缩期其动态PE下降幅度均高于市场平均水平；由 $P=PE \times E$ 可知，其防御性是源于市场对于这些行业预期营收和毛利率的下调幅度远小于其他行业，即盈利增速的稳定性是通缩阶段获得超额收益的核心驱动因素。
- **经济转型背景可能带来行业防御属性的变迁。**一方面，政府对本次结构调整的决心史无前例，传统防御类行业和新兴战略性新兴产业将在经济收缩中大放异彩；另一方面，收入结构的变化可能导致中低端必需消费品如二线白酒、百货连锁等子行业的防御功能更加凸显。
- **自下而上的防御策略。**通缩时期，低负债率、高现金流及低PB、高股息率公司具有更强防御性。同时，高特许价值能带来更强的定价能力和更高的客户粘性，受益于消费模式转变的公司也能更好适应消费结构的变化。

阶段	重点配置的防御性子行业	自下而上
滞胀前期	白酒、专业连锁、通信运营	具有特许价值、细分市场龙头的上市公司；下跌中后期，选择低PB股票、低资产负债率、每股现金流量净额较高的公司。
滞胀后期	中药、百货零售	
通缩前期	生物医药、百货连锁、食品加工与制造、二线白酒、啤酒、	
通缩中期	中药、医药商业、百货连锁、食品加工、二线白酒、啤酒、景点	
通缩后期	化学制药、医疗器械、专业连锁、酒店	

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



报告日期	2010年6月21日
东方证券研究所策略团队	
刘俊	组合策略资深分析师 8621-63325888 x 6109 lj1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860208110153
王明旭	股票策略资深分析师 8621-63325888 x 6253 wangmingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860209100201
毛楠	股票策略高级分析师 8621-63325888 x 6107 maonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860209100203
王晓李	股票策略分析师 8621-63325888 x 6108 wangxiaoli@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860108081123
杨娜	股票策略分析师 8621-63325888 x 6057 yangna@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860108111177
郑文琦	股票策略分析师 8621-63325888 x 6081 zwq@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860210030005

目 录

一、滞胀、通缩及其经济特征	5
1. 滞胀的定义和成因	5
2. 通缩的定义和成因	5
3. 通缩的经济特征	5
二、中国版投资时钟及其防御策略实证	8
1. 从防御策略谈起	8
2. 投资时钟：一个可借鉴的经典	8
3. A股投资时钟在收缩阶段表现	13
4. 经济收缩周期中各行业的防御性	16
5. 子行业和细分市场防御的差异性体现	20
6. 防御的驱动因素：估值还是业绩	23
三、自下而上看防御性的再选择	27
1. 特许价值对经济收缩的免疫性	27
2. 受益于新消费模式市场定位的公司	31
3. 防御性的估值和财务特征	33
四、聚焦经济转型背景下的防御	36

图表目录

图 1：产出缺口与通货膨胀	6
图 2：美国复苏期间各行业年化收益率	9
图 3：美国过热期间各行业年化收益率	9
图 4：美国通缩期间各行业年化收益率	9
图 5：美国滞胀期间各行业年化收益率	9
图 6：中国版美林时钟的经济周期划分	13
图 7：2007 年下半年的“类滞胀”	14
图 8：03-05 年收缩周期 A 股各阶段走势	14
图 9：07-08 年收缩周期 A 股各阶段走势	14
图 10：滞胀前期各行业指数表现（03/10-04/03）	17
图 11：类滞胀前期各行业指数表现（07/07-07/10）	17
图 12：滞胀后期各行业指数表现（04/04-04/08）	17
图 13：类滞胀后期各行业指数表现（07/11-08/02）	17
图 14：通缩前期各行业指数表现（04/09-05/01）	18
图 15：通缩前期各行业指数表现（08/03-08/07）	18
图 15：通缩中期各行业指数表现（05/02-05/05）	18
图 16：通缩中期各行业指数表现（08/08-08/10）	18
图 17：通缩后期各行业指数表现（05/06-05/09）	19
图 18：通缩后期各行业指数表现（08/11-08/12）	19
图 19：03-05 年相关白酒上市公司表现	21
图 20：07-08 年相关白酒上市公司表现	21
图 21：03-05 年医药板块表现	22
图 22：07-08 年医药板块表现	22
图 23：07-08 年上证 A 指预期 PE 与指数表现变动走势	25
图 24：07-08 年食品饮料预期 PE 与指数表现变动走势	25
图 25：07-08 年商业贸易预期 PE 与指数表现变动走势	25
图 26：07-08 年餐饮旅游预期 PE 与指数表现变动走势	25
图 27：07-08 年有色金属预期 PE 与指数表现变动走势	26
图 28：07-08 年采掘行业预期 PE 与指数表现变动走势	26
图 29：医药板块及龙头企业的估值走势差异（07-09）	26
图 30：特许价值与公司估值	27
图 31：特许价值	28
图 32：Van Kampen 特许价值基金超额收益	28
图 33：保时捷和大众公司 2008 年-2009 年利润变化（百万欧元）	30

图 34: 保时捷和大众股价变化	30
图 35: 土豆效应和不同档次的消费品	31
图 36: 沃尔玛金融危机期间股价表现 (左) 及超额收益 (右)	32
图 37: 麦当劳金融危机期间股价表现 (左) 及超额收益 (右)	32
图 38: AutoZone 金融危机期间股价表现 (左) 及其超额收益 (右)	33
图 39: 2010 年年初至 5 月上旬各类大类资产的收益率	36
图 40: 2010 年政策导向呈现出三个转变和一个坚持	37
表 1: 美国各种资产真实收益率 (对角线)	7
表 2: 美国各种资产真实收益率 (对角线)	7
表 3: 衰退和滞胀期各细分行业市场表现	9
表 4: 复苏和过热期各细分行业市场表现	10
表 5: 中国经济收缩各阶段的持续时间和市场表现	15
表 6: 在整个 (类) 滞胀和通缩阶段表现最好的 10 个行业的涨跌幅	16
表 7: 各阶段表现优异的行业汇总	19
表 8: 在整个 (类) 滞胀和通缩阶段表现最好的 10 个行业的涨跌幅	20
表 9: 各阶段子行业防御效果比较	21
表 10: 在整个 (类) 滞胀和通缩阶段各白酒股票的表现情况	22
表 11: 各阶段防御型行业预测市盈率提升的幅度	23
表 12: 各阶段防御型行业预测市盈率提升的幅度	23
表 14: 各阶段防御型行业预测盈利提升的幅度	24
表 15: 客户品牌忠诚度	29
表 16: 市场下跌期间低 PB 股票表现相对最为优异	33
表 17: 2001 年 7 月-2002 年 7 月美国部分行业的突出上市公司表现	34
表 18: 2008-3 至 2008-12 通缩期间各行业表现前 15% 公司的财务指标	34
表 19: 基于滞胀和通缩背景下的行业配置策略	38

一、滞胀、通缩及其经济特征

1. 滞胀的定义和成因

滞胀又称停滞性通货膨胀（stagflation），在经济学特别是宏观经济学中，特指经济停滞（stagnation）、失业以及不景气与高通货膨胀（inflation）同时存在的经济现象。

造成停滞性通货膨胀的原因通常认为有两点：

第一，政府过量的经济政策（包括财政与税收政策、货币政策、贸易政策等）。由于政府货币供应量过大，导致物价上涨，而物价上涨导致通胀预期，从而使得物价上涨进一步加剧；货币供给增加导致物价上涨，物价预期随之提高，在这种情况下，工人要求提高名义工资，名义工资等于原有实际工资，因此厂商解雇工人，失业率被拉回到一个与较快的价格上涨率相适应的自然失业率水平。日益增大的通货膨胀率和日益增大的失业率先有相互增强的趋势，最后形成滞胀。

具体来说，如果在经济发生衰退、失业增加时，政府采用扩张性的财政货币政策提高总需求来刺激经济增长，则会破坏市场经济自动调节的机制。同时受到影响的还有内生货币供给体系，这导致失业与通货膨胀并存。

第二，另一为供给面引发之震撼，例如石油危机造成石油价格上涨，厂商无法立即反应其成本，在高成本的压力下，难以生存，企业被迫减产甚至停产，失业率因此而提高。1970年代的滞胀，其导火线就是原油价格暴涨，而导致成本推动型通胀。

2. 通缩的定义和成因

诺奖得主萨缪尔森把通缩定义为价格和成本的普遍下降。经济学者普遍认为，当消费者物价指数连跌两季，即表示已出现通货紧缩。通货紧缩就是物价、工资、利率、粮食、能源等价格不停顿的持续下跌，而且全部处于供过于求的状况。

造成通货紧缩的原因通常认为有两点：

一是产能过剩。产品供给大于需求，大量产品销不出去，造成通货紧缩的发生。一些国家的经济尚未从根本上摆脱生产过剩的制约，以至於一旦出现问题，就会面临通货紧缩的风险。

二是有效需求不足。因受到股市低迷、投资减少的制约等负面因素影响，消费物价指数与以往相比有所下降，这也是通货紧缩产生的一个重要因素。有效需求不足和生产过剩互为因果。

3. 通缩的经济特征

通缩的经济特征有：价格普遍持续下降，总需求大幅萎缩，产能过剩，经济活动低迷。价格的持续下跌相对提高了实际利率水平，在通缩的情况下，同样数量的货币可以购买到更多的物品，货币购买力的增加，会严重影响投资者的信心和居民的消费心理，从而使人们更多的储蓄，更少的支出，尤其是减少耐用消费品的支出，私人消费支出受到抑制。通缩对企业的危害还表现为物价下降的同

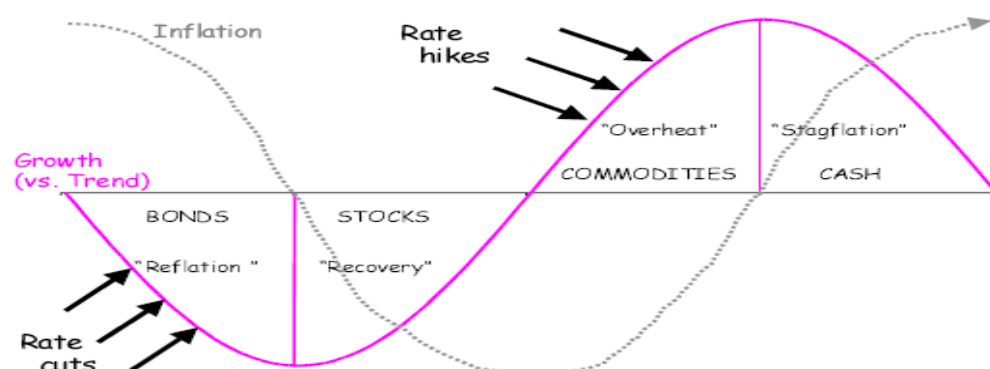
时，个人和企业的负债却增加了，因为持有资产实际价值缩水，而对银行的抵押贷款却没有减少，会导致债务负担加重，企业投资收益下降。同时，价格的进一步走低，会使得投资减少并导致失业增加、居民收入减少，进一步加剧总需求不足，从而形成通缩的恶性循环。

在通缩期间，企业销售额增加但利润减少；投资者不愿投资，消费者不愿消费；大量资金闲置；加剧生产经营者在价格上的恶性竞争，国家经济可能陷入价格下降与经济衰退相互影响、恶性循环的严峻局面。

历史上比较典型的通缩案例有：1929-1933 年美国大萧条、日本 20 世纪九十年代、中国 1998-1999。

根据海外投资时钟理论，将“通胀率下降+经济增长率下降”定义为衰退期，将“通胀率下降+经济增长率回升”定义为复苏期，本文防御策略的重点分析阶段特指投资时钟所对应“滞胀”后期以及“衰退”的前、中期，而在广义通缩期的后一阶段，经济已经步入复苏期，股票市场表现出现逆转。由于产出缺口指标或 GDP 增长率指标有一定滞后性，我们建议密切关注更加具有先行性指标意义的流动性指标 M1。从历史经验来看，在衰退期之后，虽然物价水平还在继续下跌，但随着流动性的率先逆转，经济开始逐步复苏，此时应该从衰退期的深度防御策略及时转入到进攻策略中去。因此，我们建议，运用投资时钟理论时，除了产出缺口和通胀率指标外，流动性指标 M1 的趋势性变化是重要的确认指标，应高度重视。

图 1：产出缺口与通货膨胀



数据来源：ML 全球资产配置组，东方证券研究所

通缩对证券市场的影响如下：资产价格持续走低，上市公司盈利能力持续下降，银行资产状况恶化，股票价格不断下跌。根据美林投资时钟的实证结果来看，衰退期债券是表现最好的资产，商品表现最差；滞胀期表现最好的是商品，表现最差的是股票；复苏期股票表现最优，商品仍然低迷。在不同的经济阶段，应该采取不同的行业板块轮动策略。

表 1：美国各种资产真实收益率（对角线）

阶段	增长率	通胀率	最佳资产类别	最佳行业板块	收益率曲线斜率
I. 衰退	↓	↓	债券	防守性增长	牛市陡
II. 经济复苏	↑	↓	股票	周期性增长	
III. 经济过热	↑	↑	大宗商品	周期性价值	熊市平
IV. 滞胀	↓	↑	现金	防守性价值	

注：债券：美林美国债券指数；股票：标普 500 指数；商品：高盛商品全收益指数；现金：3 月期美国国库券
数据来源：ML 全球资产配置组，东方证券研究所

表 2：美国各种资产真实收益率（对角线）

阶段	债券	股票	商品	现金
I. 衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
II. 经济复苏	7	19.9	-7.9	2.1
III. 经济过热	0.2	6	19.7	1.2
IV. 滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
	3.5	6.1	5.8	1.5

注：债券：美林美国债券指数；股票：标普 500 指数；商品：高盛商品全收益指数；现金：3 月期美国国库券
数据来源：ML 全球资产配置组，东方证券研究所

一般情况下，经济依次经历衰退期、复苏期、过热期和滞胀期，相对应各时期内债券、股票、大宗商品和现金组合的表现依次较优。由于各国经济所处的经济发展阶段及所采取经济政策的不同，以上四个阶段的持续时间差异较大，甚至会出现跳过某个阶段的情况。在衰退期，经济增长率低于潜在增长率，经济持续减速，市场需求不足，企业盈利疲弱，大宗商品价格持续下跌，政府倾向于采用“宽松的货币政策（减息）+积极财政政策（减税）”以刺激经济增长，减息导致收益率曲线快速下行，此时，债券是最佳选择；在复苏期，经济增长率低于潜在增长率，但产出缺口逐步缩小，因为空置生产能力仍未耗尽，大宗商品价格继续下跌，通胀率继续低位运行，企业盈利随着需求的回升和成本的下降而逐渐好转，随着对景气前景的预期不断升温股票资产表现最优，科技股表现最好，央行仍然保持低利率政策环境，债券收益率处于低位；在过热期，经济增长率超过潜在增长率并呈加速态势，市场需求旺盛导致企业营收快速增加，虽然物价开始增长但企业利润增速更快，空置产能的快速降低及企业产品库存的减少导致通胀率开始快速上行，大宗商品价格快速上涨，与大宗商品相关的股票表现优异，央行开始加息抑制经济过热，收益率曲线开始上行并变得平坦，债券表现较差；在滞胀期，经济增长率虽然开始减速，但依然超过潜在增长率，通胀和利率仍然处于高位，成本、工资和价格螺旋式上涨，企业盈利开始停滞甚至下滑，央行持续紧缩银根，股票和债券都录得负收益，现金是最佳选择，需求弹性小的医药、公用事业表现较好。

二、中国版投资时钟及其防御策略实证

1. 从防御策略谈起

关于防御的概念，最早由证券分析之父本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham, 1894-1976）在其 1949 年出版的著作《聪明的投资者》（The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel，又译作《格雷厄姆投资指南》）中提出。

在此书中，格雷厄姆将投资者分为防御型和进攻型两大类。他将防御型投资者定义为“那些主要感兴趣于投资的安全性和不愿烦恼的投资者”，他们希望“保存资本，避免严重的委托失误，得到相当的收益回报，在某种程序上防止通货膨胀。”。相反地，进攻型投资者则“利用许多经常发生的机会，借助于足够的分析，以低于公正价格或内在价值的购买证券。”。换言之，防御就是指为实现低风险而甘愿承担低收益的一种投资策略。

对于股票选择，格雷厄姆建议防御型投资者关注“铁路、公用事业、金融公司领域”的股票，因为“公用事业公司比其他公司天生更有稳定性，也具有利于普遍增长的因素”，配置铁路公司则是由于“其形式上的多样化，也因为他看好它们的前景。”。此外，对于金融公司而言，其“资产的性质使这种结构没有过分危险的可能。”

由于低风险、低回报的特性，这一类无论在怎样的市场环境下，都能提供稳定回报的股票就开始被称为防御型股票（Defensive Stock）。一般而言，防御型股票是一种典型的贝塔值低于 1 的股票，通常在 0.9 以下，当整个市场上涨时它的表现要落后于大盘，而在市场下跌时，其跌幅也要比整个市场小，甚至还有上涨表现，因此，在熊市或牛市接近结束时投资者选择持有规避风险的最佳品种。

防御型股票之所以有这种特性一是因为公司处在防御型行业，很少受商业及经济周期的影响，二是这类股票通常股利发放丰厚稳定，确保了收益。由于防御型股票的特征是与经济周期紧密结合在一起的，因而谈论防御策略就离不开对经济和市场周期的判断，从理论和历史经验来看，在经济的下行周期中的防御类股票主要是公用事业如水、电、煤气供应板块、交通运输、食品、医药、零售等。

2. 投资时钟：一个可借鉴的经典

基于防御策略的原理以及经济和市场运行的规律，研究者们试图挖掘防御策略的应用之道，其中美林证券的投资时钟理论堪称经典。

2004 年美林策略研究员曾经按照美国的产出缺口（OECD 的估计值）以及通胀（同比 CPI）划分了 1970 年到 2004 年的美国经济周期，并计算了各种经济周期下的行业表现，从而得出投资时钟的行业轮动策略：

（1）金融、可选消费是在通缩与复苏期间表现最好的行业，这期间央行一般都是放松银根、降低利率的，银行受益，同时能源价格的下跌有益于可选消费比如汽车和家电的成本下降。

（2）稳定消费是通缩期间最好的防御品种。

图 2：美国复苏期间各行业年化收益率

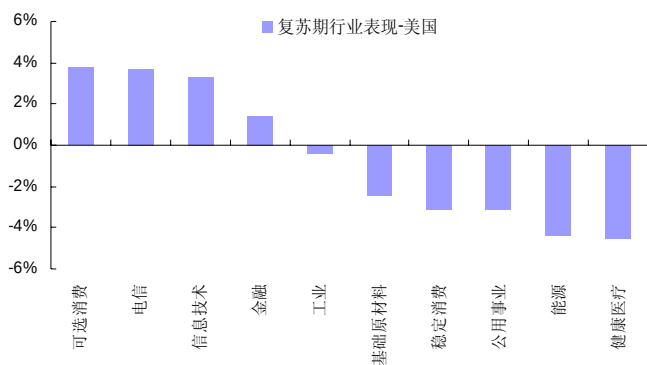
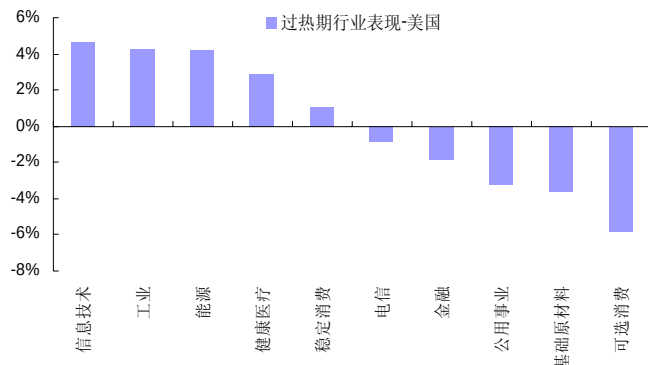


图 3：美国过热期间各行业年化收益率



资料来源：美林证券、东方证券研究所

图 4：美国通缩期间各行业年化收益率

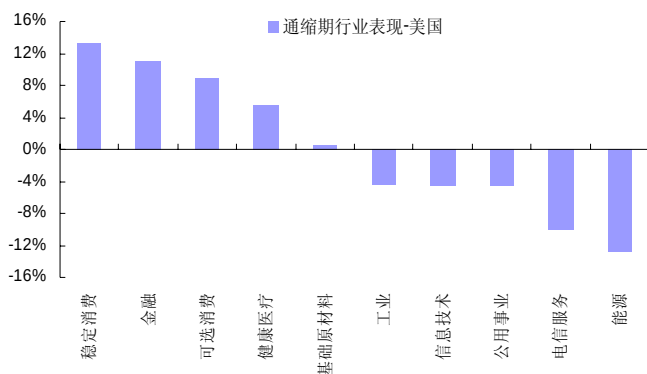
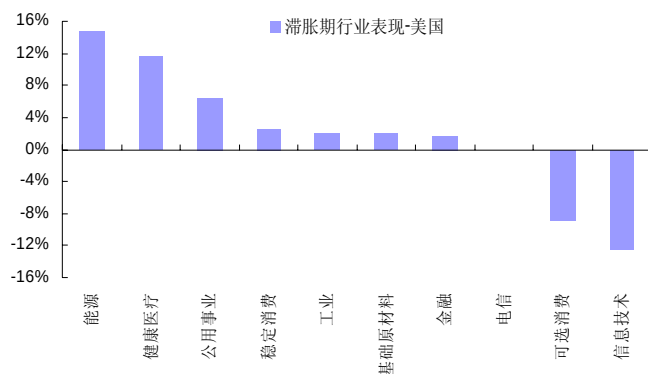


图 5：美国滞胀期间各行业年化收益率



资料来源：美林证券、东方证券研究所

(3) 能源在过热与滞胀期间表现最好，这与期间国际大宗商品价格上涨有关；反之能源在通缩与复苏期间表现很差，也是由于期间国际大宗商品价格下跌。

美林还对各细分行业在各经济阶段的表现做了详细分析：

表 3：衰退和滞胀期各细分行业市场表现

衰退		滞胀	
前 10		前 10	
零售，一般	24.8	烟草	20.6
房地产	20.1	燃气输配	18.8
家庭用品及纺织品	20.1	石油与天然气	14.7
专业及其它财务	17.1	采矿	12.4

饮料	17.0	医药与生物技术	11.6
烟草	14.6	航空航天, 国防	9.7
银行	14.2	粮食生产者与处理器	9.6
健康	13.9	健康	8.2
粮食生产者与处理器	13.6	保险	7.0
支持服务	13.2	人寿保险	5.4
后 10		后 10	
工程机械	-3.5	家庭用品及纺织品	-5.6
建筑, 建材	-3.6	软件与计算机服务	-6.2
航空航天, 国防	-4.0	零售, 一般	-7.6
多元化的产业	-6.1	媒体和娱乐	-9.3
汽车及零部件	-6.5	康乐及酒店业	-10.0
IT 硬件	-8.0	支援服务	-10.0
钢铁及其他金属	-9.5	投资公司	-11.5
电信	-10.2	房地产	-11.8
石油与天然气	-12.8	汽车零配件	-12.2
燃气输配	-26.8	IT 硬件	-14.0

数据来源: ML 全球资产配置组, 东方证券研究所

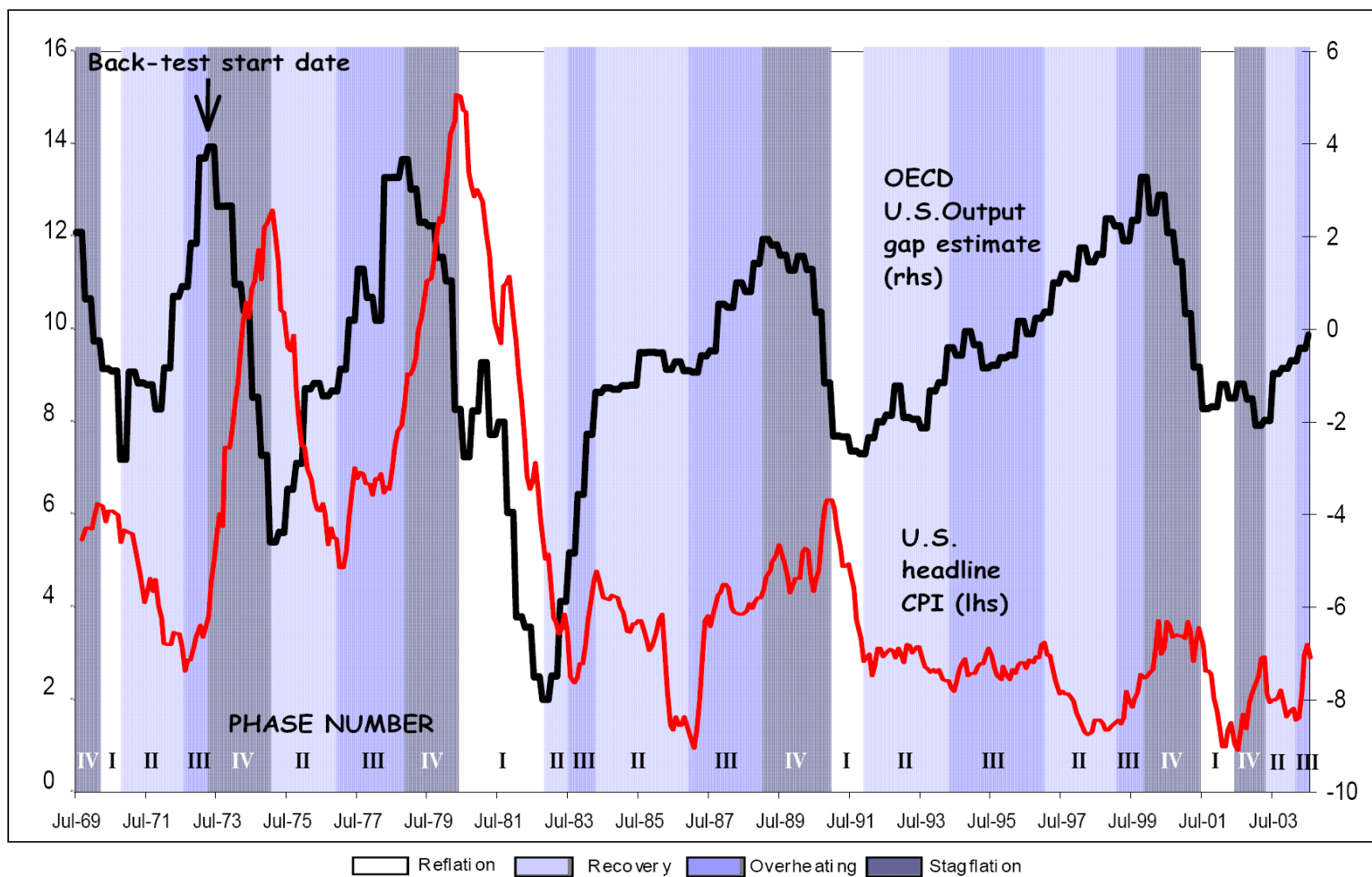
表 4: 复苏和过热期各细分行业市场表现

复苏		过热	
前 10		前 10	
康乐及酒店业	7.4	电气设备	4.8
洗车零配件	7.2	IT 硬件	4.5
软件与计算机服务	5.1	钢铁及其它金属	4.2
零售, 一般	3.9	石油和天然气	4.2
地产	3.8	工程机械	4.1
电信	3.7	饮料	3.7
专业及其它财务	3.5	软件与计算机服务	3.7
食品与药物零售商	2.8	燃气输配	3.2
IT 硬件	2.8	制药与生物技术	2.9
航空航天, 国防	2.6	多元化的产业	2.8
后 10		后 10	
燃气输配	-3.7	媒体和娱乐	-4.5
多元化的产业	-4.2	汽车零配件	-5.2
林业造纸	-4.2	林业造纸	-5.2
石油与天然气	-4.4	专业及其它财务	-5.3

制药与生物技术	-4.5	房地产	-5.6
钢铁及其它金属	-5.5	建筑，建材	-5.9
烟草	-6.9	家庭用品及纺织品	-7.5
健康	-7.1	采矿	-8.9
投资公司	-8.6	零售，一般	-10.1
采矿	-16.0	投资公司	-13.6

数据来源：ML 全球资产配置组，东方证券研究所

插页：美林时钟的周期划分方法

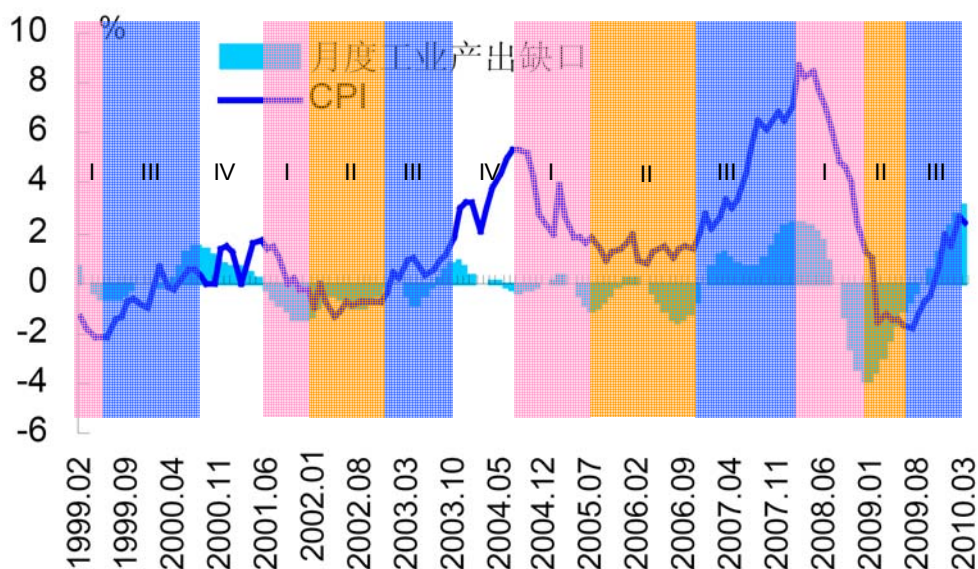


Source: ML Global Asset Allocation

3. A 股投资时钟在收缩阶段表现

美林时钟依据 GDP 产出缺口和 CPI 同比增速的变动方向来划分经济周期。为了使 A 股投资时钟能同海外市场进行比较，我们也借鉴海外投资时钟的标准进行经济周期划分，而这与大多数国内同行采取 GDP 同比数据取代产出缺口的做法是有所不同的。国内并不公布 GDP 产出缺口数据，但央行在其宏观经济季度运行报告中披露了 1999 年以来的中国工业产出缺口，而该指标更能敏感的反应经济周期的波动，所以我们采用这一指标与 CPI 的趋势相应地来划分中国经济周期。

图 6：中国版美林时钟的经济周期划分



注：I、II、III、IV 分别对应衰退、复苏、过热、滞胀期。

资料来源：WIND，央行，东方证券研究所

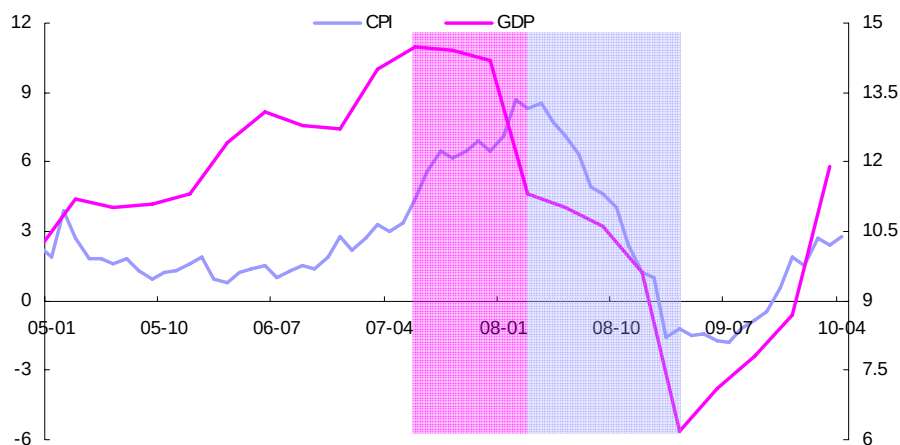
如果观察每个周期内部相关指标的变动趋势，我们可以进一步将滞胀和通缩周期细分。针对 2003-2005 年的经济收缩周期而言，2003 年 10 月至 2004 年 3 月，物价呈现快速上涨趋势，产出缺口下滑但依然超出潜在工业生产水平，此时为滞胀的第一阶段；而从 2004 年 4 月至 2004 年 8 月，物价经历短暂调整后再度急剧攀升，但此时由于严厉的宏观调控政策，产出缺口为负并不断下降，进入典型的滞胀阶段。2004 年 4 月至 05 年初，物价快速回落，经济进入通缩的第一个阶段；而从 05 年 1 季度到 05 年 3 季度，物价持续下跌，产出缺口持续下滑，为深度通缩时期。

同样的，2008 年 3 月，CPI 增速和产出缺口在见到高点后双双回落，结束了长达 1 年半的经济过热阶段。从 08 年 3 月至 7 月，物价高位回落，产出缺口也从历史峰值逐步恢复潜在生产水平，为通缩第一阶段；而整个 08 年的下半年，中国经济则处于深度通缩中；如果考虑到政策的变化，则 8 月至 10 月为通缩的第二阶段，为政策持续严厉时期；而 10 月份之后政府开始出台财政货币双宽松政策，尽管产出缺口依然在快速下滑，但通缩事实上已经进入到尾声。

在这里需要说明的是，如果依照国内研究机构常用的 CPI 和 GDP 的同比增速趋势来确定经济周期的话，那么在最近一轮经济收缩中，似乎存在一个 GDP 向下但 CPI 持续冲高的滞胀阶段，大致是

07 年 7 月至 08 年 2 月（但这段时间，从工业生产的产出缺口不断攀升来看，经济依然处于过热当中）。因而我们将这一段时间定义为“类滞胀”，并同样对期间的市场表现进行详细分析。

图 7：2007 年下半年的“类滞胀”



资料来源：WIND, 东方证券研究所

这样，我们得到 2000 年以来的三个经济收缩周期，但由于 2001-2002 年间市场规模尚小，行业占比不能反映经济真实情况等原因，我们仅考察 2003-2005 和 2007-2008 两个收缩周期的市场表现及其所蕴含的中国版“美林时钟”。

图 8：03-05 年收缩周期 A 股各阶段走势

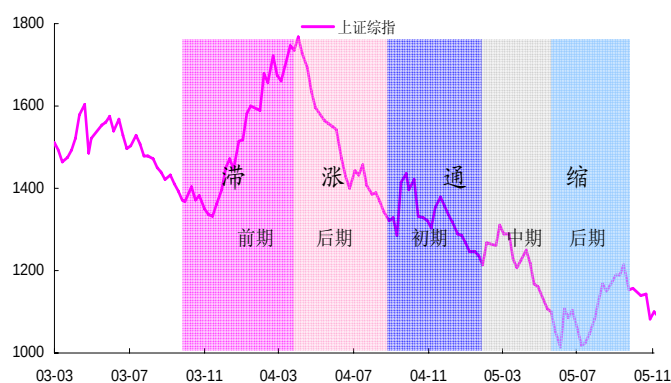
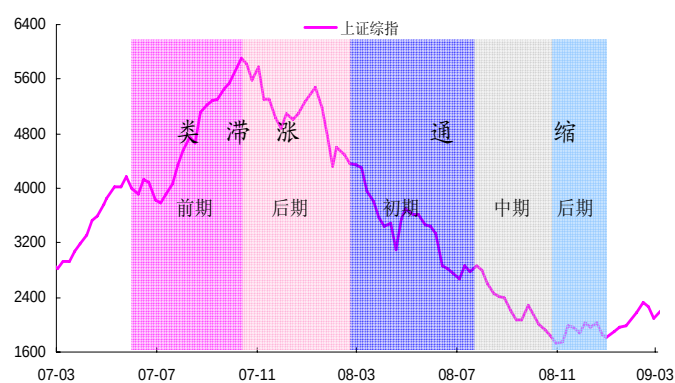


图 9：07-08 年收缩周期 A 股各阶段走势



资料来源：东方证券研究所

我们发现，在两个收缩周期的各个阶段，A 股上证综指表现的趋势几乎完全一致。在滞胀或类滞胀阶段，市场经历先涨后跌的趋势，其中在滞胀前期，工业生产开始回落但依然维持在历史高位，市场尚未从繁荣中冷静下来，因而表现为牛市的最后一波冲刺；这一阶段市场的涨幅往往超过 30%。但随着产出缺口不断下滑甚至生产降到潜在水平以下时，市场开始意识到经济并非遭遇短暂调整而是收缩周期已经到来，物价的上行不再是经济繁荣需求旺盛的体现，而是企业利润受到侵蚀的前兆，因而市场出现大幅下跌，跌幅在 25%-30%，此谓滞胀后期。

表 5：中国经济收缩各阶段的持续时间和市场表现

周期	起点	终点	持续时间 (月)	起始点位	结束点位	阶段 涨跌幅	期间最大跌 幅/涨幅
通缩	May-97	Apr-99	24	1393.75	1120.93	-19.57%	-25.16%
通缩	Jun-01	Jan-02	8	2214.26	1491.67	-32.63%	-39.52%
滞胀	Oct-03	Aug-04	11	1367.16	1342.06	-1.84%	
前期	Oct-03	Mar-04	6	1367.16	1741.62	27.39%	27.39%
后期	Apr-04	Aug-04	5	1741.62	1342.06	-22.94%	-22.94%
通缩	Sep-04	Sep-05	13	1342.06	1155.61	-13.89%	
前期	Sep-04	Jan-05	5	1342.06	1191.82	-11.19%	-11.19%
中期	Feb-05	May-05	4	1191.82	1060.74	-11.00%	-12.46%
后期	Jun-05	Sep-05	4	1060.74	1155.61	8.94%	16.51%
类滞胀	Jul-07	Feb-08	8	3820.7	4348.54	13.82%	
前期	Jul-07	Oct-07	4	3820.7	5954.77	55.86%	60.28%
后期	Nov-07	Feb-08	4	5954.77	4348.54	-26.97%	-31.34%
通缩	Mar-08	Dec-08	10	4348.54	1820.81	-58.13%	
前期	Mar-08	Jul-08	5	4348.54	2775.72	-36.17%	-42.62%
中期	Aug-08	Oct-08	3	2775.72	1728.79	-37.72%	-41.20%
后期	Nov-08	Dec-08	2	1728.79	1820.81	5.32%	25.07%

资料来源：东方证券研究所

此后，通缩来临，持续下跌时悲观氛围笼罩市场；而在通缩中期市场下跌的最为剧烈。但在通缩持续的最后阶段，经济已经跌入谷底，自我调整即将结束或者政策已经开始有方向上的转变；这时，尽管经济还没到达最低点，但股市已经发挥其领先指标或晴雨表的作用，市场探底后逐步回升，因而这一阶段往往录得 10% 左右的正收益，其最高涨幅甚至超过 15%。

4. 经济收缩周期中各行业的防御性

依据前面对中国经济周期的划分，我们观察在不同经济阶段具有较好表现的行业。可以发现，在两次滞胀或类滞胀阶段表现最好的为采掘、有色金属、黑色金属和化工行业，其中后两者两次进入前五名之列，这与美林时钟在该阶段能源、上游原材料表现最好的结论相一致；而家用电器和信息服务业的排名也两次均居于前列。

在通缩时期，两次均获得明显超额收益的是食品饮料、医药生物、商业贸易和金融服务板块，也与美林时钟稳定消费和金融在这一时期表现最好的观点高度一致，这说明就整个经济收缩周期而言，美林时钟同样适用于中国 A 股市场。

表 6：在整个（类）滞胀和通缩阶段表现最好的 10 个行业的涨跌幅

滞胀时期				通缩时期			
03/10-04/08		07/07-08/02		04/09-05/09		08/02-08/12	
行业	涨跌幅	行业	涨跌幅	行业	涨跌幅	行业	涨跌幅
采掘	22.02%	农林牧渔	76.96%	食品饮料	9.37%	医药生物	-42.89%
黑色金属	13.96%	黑色金属	45.93%	交通运输	-0.40%	建筑建材	-50.26%
交通运输	4.80%	有色金属	45.16%	餐饮旅游	-1.35%	公用事业	-51.22%
化工	-0.70%	信息服务	43.75%	商业贸易	-4.00%	信息服务	-52.42%
公用事业	-0.80%	化工	43.01%	金融服务	-10.29%	食品饮料	-54.09%
有色金属	-1.82%	机械设备	38.10%	医药生物	-11.68%	机械设备	-54.84%
金融服务	-2.17%	采掘	37.71%	采掘	-12.75%	农林牧渔	-56.01%
电子元器件	-9.10%	医药生物	36.98%	房地产	-13.63%	商业贸易	-57.00%
信息服务	-9.29%	家用电器	34.69%	机械设备	-14.43%	金融服务	-57.21%
家用电器	-10.02%	轻工制造	32.73%	黑色金属	-15.21%	家用电器	-57.53%

资料来源：WIND, 东方证券研究所

上述分析指明了在整个收缩阶段各行业的表现情况，但由于通缩各个阶段之间经济形势也有着较明显的特征，因而有必要对投资时钟做进一步的划分。我们将整个经济收缩阶段化为 5 个时期，即将滞胀和通缩分别划为 2 个和 3 个阶段，观察每个阶段行业指数的表现，以求发现其行业的轮动规律。

图 10：滞胀前期各行业指数表现（03/10-04/03）

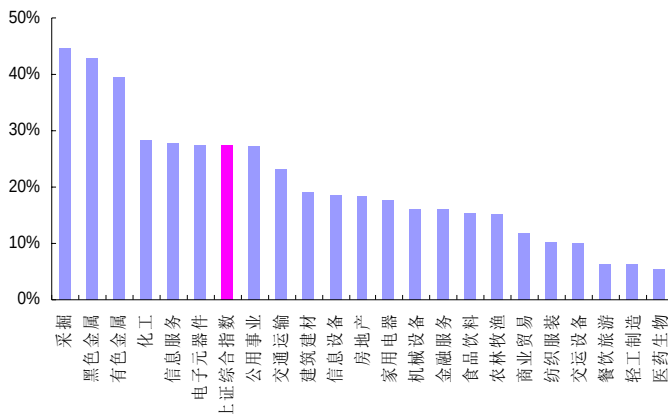
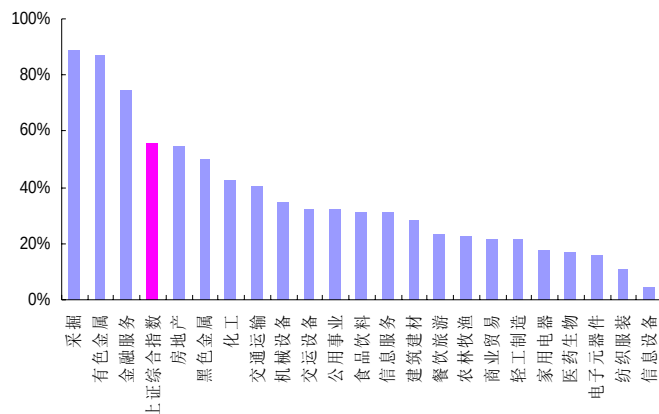


图 11：类滞胀前期各行业指数表现（07/07-07/10）



资料来源：东方证券研究所

在滞胀前期，市场依然处于牛市行情当中；能源、有色、钢铁等原材料行业受益于产品价格的提升，在资本市场上表现最好，往往取得 30% 以上的高额回报。此时，医药生物、食品饮料、商业贸易、餐饮旅游等行业的表现较差，排名集中在后 1/3。

图 12：滞胀后期各行业指数表现（04/04-04/08）

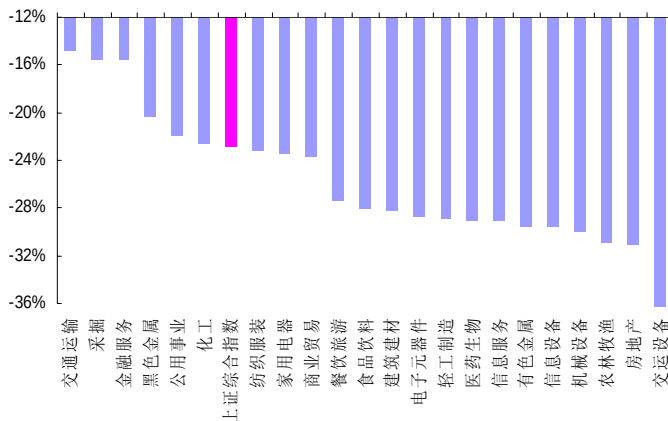
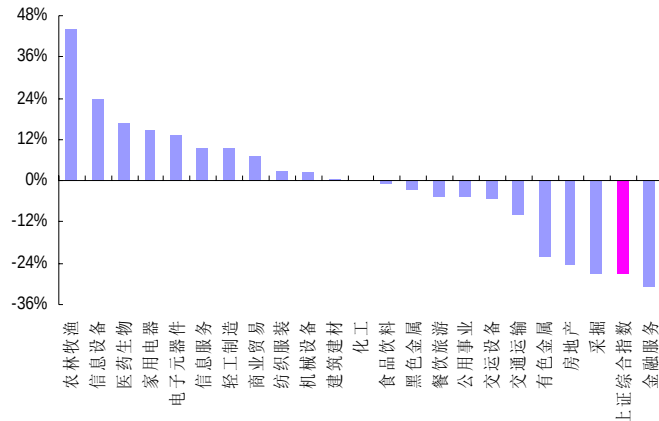


图 13：类滞胀后期各行业指数表现（07/11-08/02）



资料来源：东方证券研究所

滞胀后期，市场见顶后回落。从以往两次经验来看，煤炭、黑色金属和化工的表现略有差异，这可能是因为 2004 年时产能的制约依然对上游产品价格形成支撑，故而相关行业并没有呈现 08 年经济快速收缩时的大幅下跌趋势。然而，原材料领域弹性最大、对经济变化最为敏感的有色金属行业从靠前的排名快速变成倒数 5 名左右展现了这一阶段能源和原材料行业理应出现的图景。值得注

意的是，这一阶段，医药生物、商业贸易、食品饮料等稳定消费行业已经开始崭露头角，排名明显向前移动，防御的配置策略开始引发市场关注。

图 14：通缩前期各行业指数表现（04/09-05/01）

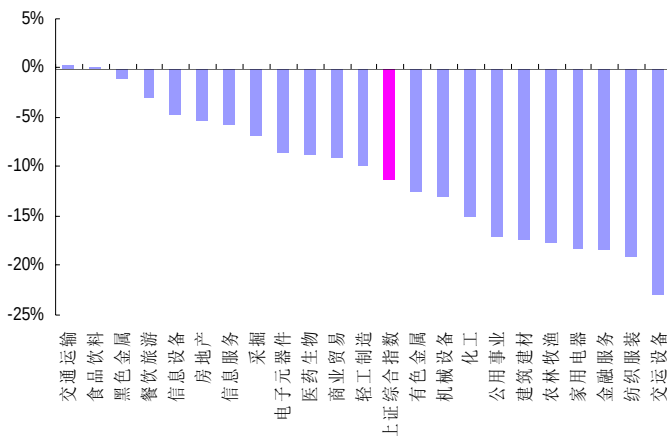
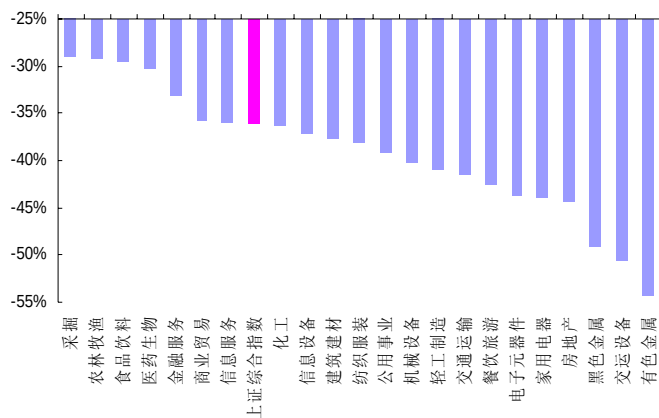


图 15：通缩前期各行业指数表现（08/03-08/07）



资料来源：东方证券研究所

在通缩前期，稳定消费品已经成为市场不多的亮点；食品饮料、商业贸易、医药生物和信息服务两次均录得相对于上证综指的超额收益，其中食品饮料行业的防御效果最为明显。

图 15：通缩中期各行业指数表现（05/02-05/05）

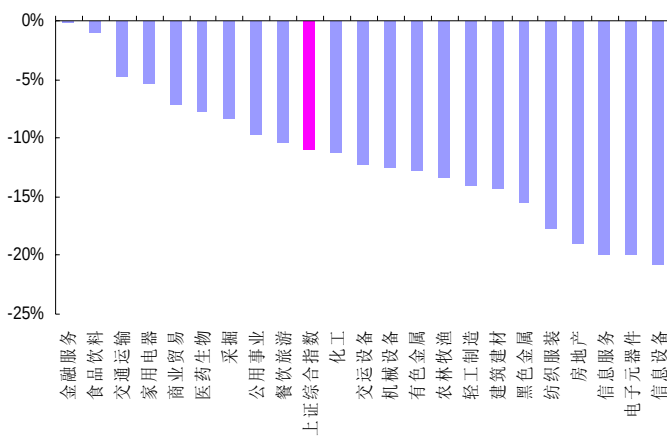
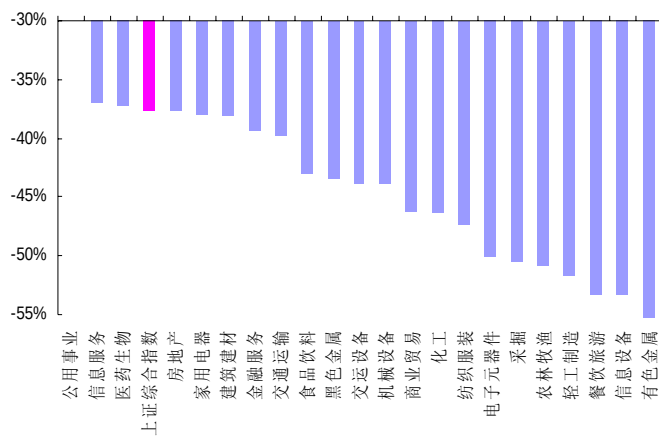


图 16：通缩中期各行业指数表现（08/08-08/10）



资料来源：东方证券研究所

在通缩中期，仅有公用事业和医药生物行业能多次跑赢综指；此外，食品饮料、交通运输、金融服务、家用电器等行业位列涨幅榜前十。

深度通缩距离新一轮的复苏已为期不远，股票市场充分体现其领先指标的功能，市场探底之后震荡上行。在这一阶段，**商业贸易、医药生物、餐饮旅游依然位列前茅**，公用事业却表现欠佳。前期持续低迷的周期性行业的行情开始逐步启动，机械设备、交运设备等行业表现亮丽，尤其在 2008 年底政策转向推动经济周期阶段转化的 A 股市场中，建筑建材、信息设备、有色金属等也逐步提升涨幅排名。这说明在产出缺口探底之时，周期性行业的投资机会就已经来到。

图 17：通缩后期各行业指数表现（05/06-05/09）

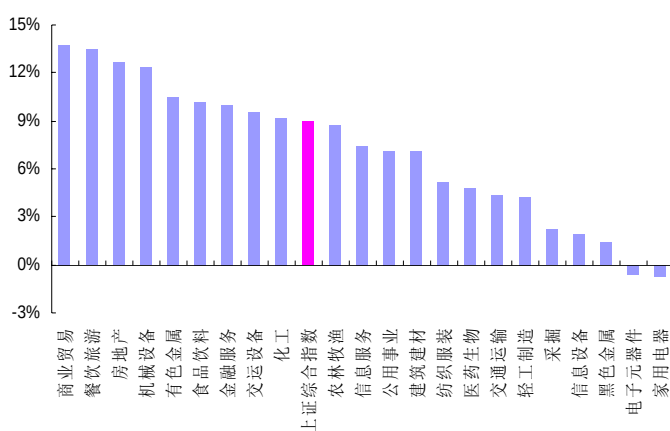
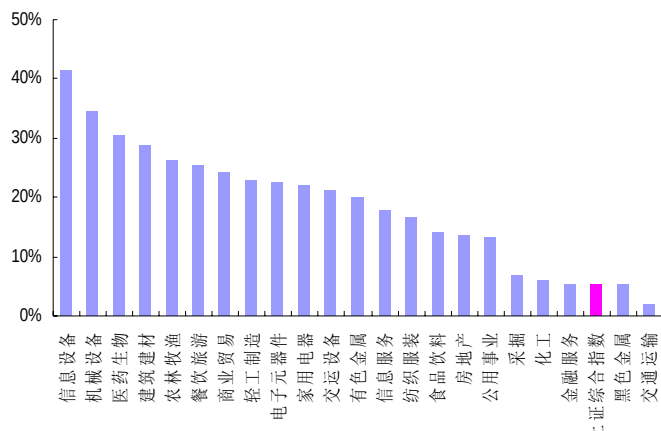


图 18：通缩后期各行业指数表现（08/11-08/12）



资料来源：东方证券研究所

最后，我们对各阶段表现优异行业统计如下。一般而言，两次跑赢指数的行业要比两次排名前十的行业更为难得，因为指数的收益往往居于各行业排序的前十名；但在通缩后期普涨的阶段，符合后者条件的却更加稀少。

表 7：各阶段表现优异的行业汇总

阶段	两个周期均跑赢指数	两个周期均在前十名
滞胀前期	煤炭、有色	钢铁、化工、公用事业、交通运输
滞胀后期		纺织服装、家用电器、商业贸易
通缩前期	食品饮料、商业贸易 医药生物、信息服务	采掘、信息设备
通缩中期	公用事业、医药生物	食品饮料、交通运输、 金融服务、家用电器
通缩后期	房地产、食品饮料、有色金属、 金融服务、交运设备、化工	商业贸易、餐饮旅游、机械设备

资料来源：东方证券研究所

5. 子行业和细分市场防御的差异性体现

由于行业内部子行业具体业务的差异、需求弹性的差异以及市场定价能力的差异存在，即使同一大类行业内部的不同细分市场或子行业的股票表现也很不相同，下表针对重点关注行业的子行业在通缩不同时期表现进行了排序，其中黄色部分表示其涨幅位列各防御子板块前五名，蓝色则表示位列前 10 名。可以发现，在各子版块中，防御属性最明显的版块是白酒和专业连锁，其次是生物医药、食品加工、医疗器械、景点。

表 8：在整个（类）滞胀和通缩阶段表现最好的 10 个行业的涨跌幅

子行业	（类）滞胀前期		（类）滞胀后期		通缩前期		通缩中期		通缩后期	
	03/10-04/03	07/07-07/10	04/04-04/08	07/11-08/02	04/09-05/01	08/03-08/07	05/02-05/05	08/08-08/10	05/06-05/09	08/11-08/12
食品加工	27.00%	1.75%	-23.11%	9.45%	11.65%	-25.91%	-7.58%	-42.13%	5.24%	18.72%
食品制造	14.99%	1.28%	-29.76%	-4.48%	-7.71%	-29.10%	5.12%	-49.53%	0.64%	16.53%
白酒	36.12%	50.50%	-16.66%	-5.78%	9.28%	-27.99%	0.19%	-42.96%	18.31%	12.08%
啤酒	-2.94%	10.57%	-24.25%	8.98%	-4.07%	-32.93%	-7.71%	-36.10%	0.30%	24.34%
化学制药	0.99%	23.16%	-33.12%	18.01%	-14.21%	-26.52%	-8.72%	-38.13%	8.84%	30.10%
生物制品	6.47%	24.40%	-28.29%	15.78%	-6.85%	-30.49%	-9.36%	-39.27%	-0.20%	35.55%
医疗器械	15.98%	17.82%	-34.84%	16.27%	-11.62%	-36.00%	-17.62%	-32.54%	12.79%	31.58%
医药商业	2.79%	4.00%	-28.08%	24.04%	-19.32%	-33.30%	-7.71%	-32.61%	4.44%	40.11%
中药	9.03%	8.49%	-23.68%	15.60%	-1.36%	-33.68%	-3.84%	-34.88%	6.66%	25.12%
医疗服务	-	-	-	6.36%	-	-26.86%	-	-56.23%	-	28.81%
贸易	11.34%	46.83%	-24.38%	6.74%	-9.47%	-40.87%	-9.24%	-50.16%	2.11%	23.56%
百货零售	11.46%	11.36%	-23.01%	11.57%	-8.32%	-36.02%	-7.97%	-49.14%	19.20%	20.15%
专业连锁	18.66%	26.53%	-29.64%	3.15%	-1.54%	-31.90%	3.31%	-42.71%	21.76%	28.49%
传媒	15.17%	14.13%	-23.47%	8.78%	-1.40%	-38.06%	-16.72%	-31.72%	10.21%	19.13%
通信运营	47.62%	77.36%	-22.60%	-0.52%	-10.14%	-36.51%	-18.19%	-27.87%	1.98%	5.54%
网络服务	33.58%	13.34%	-27.94%	10.35%	1.40%	-39.43%	-27.82%	-53.51%	16.62%	17.79%
餐饮	13.62%	12.80%	-32.32%	42.36%	-18.83%	-25.40%	-10.77%	-61.51%	4.95%	28.09%
景点	-3.97%	41.92%	-19.53%	-18.66%	13.85%	-47.98%	-6.56%	-43.44%	17.72%	22.49%
酒店	9.06%	7.90%	-30.01%	11.29%	-16.01%	-42.37%	-12.07%	-48.40%	16.31%	26.47%
旅游综合	14.93%	-0.29%	-32.10%	20.63%	-8.42%	-39.59%	-15.03%	-59.39%	8.45%	25.13%

资料来源：WIND, 东方证券研究所

白酒和专业连锁之所以能够战胜通缩，主要是因为这两个子行业的上市公司往往具有“特许价值”、较高的渠道控制和上下游议价能力以及排名前列的市场占有率。这一特征使得行业能够获得稳定的收入增长以及较高的毛利率。

另一类具有防御功能的子版块，如食品制造和加工行业、医药得各子行业主要来自于需求的稳定性和较低的价格弹性；即使在通缩较为严重的前期和中期，这些行业依然能够保持与人口规模增长效应的盈利增速。

表 9：各阶段子行业防御效果比较

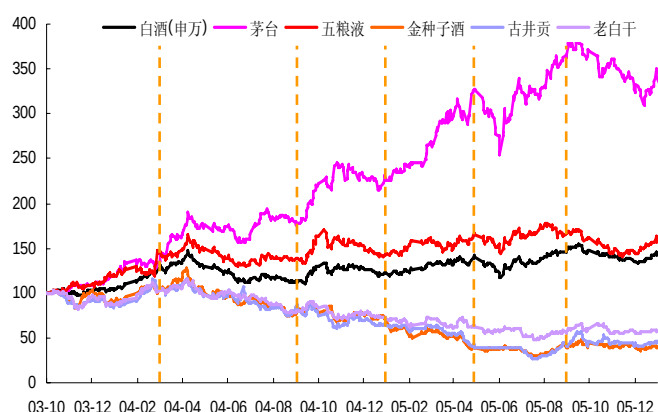
	防御最优板块	较优板块
滞胀前期	白酒、专业连锁、通信运营	医疗器械
滞胀后期		中药、百货零售
通缩前期	食品加工、白酒	食品制造、啤酒、生物制品、专业连锁
通缩中期	中药	食品加工、白酒、专业连锁、啤酒、医药商业、景点
通缩后期		化学制药、医疗器械、专业连锁、酒店

资料来源：东方证券研究所

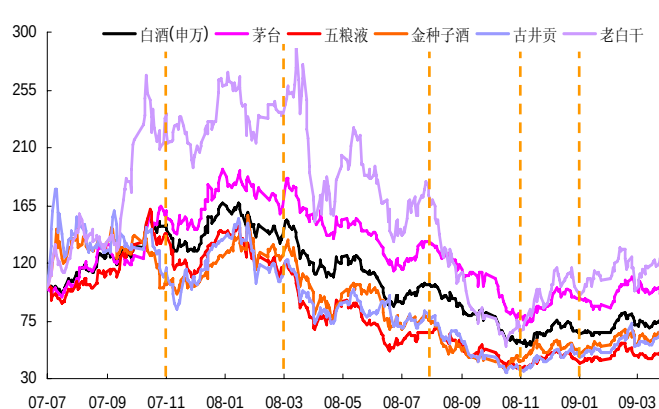
表 9 中列明的结果是针对防御的稳定性而言的，即哪些行业在历次经济收缩的不同阶段都获得了相对靠前的排名；而如果针对同一行业内几个子行业在不同阶段的表现而言，似乎也呈现出轮动的规律：如在滞胀后期，超市零售的表现商贸各子行业之冠，但通缩阶段专业连锁却相对于其他子行业持续录得超额回报；在通缩的前、中、后期，餐饮旅游的各子行业中，表现较好的分别为旅游综合、景点和酒店；而医药板块中中药子行业在通缩期间的表现似乎也印证了这一点。

但上述情形是否能够说明子行业内部存在行业轮动的规律呢？从历史的统计数据来看，各子行业在某些阶段的收益率差别并不大，因而排名未必能够体现各行业表现的相对差异；而在两个周期中，同一子行业的排名也并完全吻合，有些甚至完全颠倒。此外，我们可以推知有些子行业从理论或实践上在通缩严重的阶段具有相对强的防御属性，例如中药、医疗商业、生物制品相对于化学制剂和医疗器械，但至于三者之中谁在某一个阶段获得最高收益是否代表了内在的子行业之间的轮动规律，则难以实证之。更遑论还有诸多事件性的因素，例如医改对不同子行业的影响程度、甲流等疫情爆发对生物疫苗子行业的推动等难以完全排除的干扰了。但有一点毋庸置疑，即那个行业能够获得较好的排名，很大程度上取决于该时期市场对该子行业盈利预测的判断，这一点在后文中会深入探讨。

在子行业内部，不同类型的企业也会显示出表现的巨大差异。其中最为典型的的就是白酒和医药等消费品行业。

图 19：03-05 年相关白酒上市公司表现


资料来源：东方证券研究所

图 20：07-08 年相关白酒上市公司表现


首先，观察白酒行业的表现。很显然，在整个经济收缩的前期和中期，一线白酒品牌有更为明显的防御效果，如贵州茅台、五粮液等行业龙头，不仅能够获得相对收益，甚至能够获得可观的绝对收益；而二线白酒，则表现相对较差，甚至大幅跑输行业指数。但是到了通缩后期的时候，则二三线白酒的走势趋于稳定，而前期表现较好的一线白酒反而出现较大幅度的补跌，预示着市场投资策略的转向。

表 10：在整个（类）滞胀和通缩阶段各白酒股票的表现情况

	滞胀（03-05）		通缩（03-05）			类滞胀（07-08）		通缩（08）		
	前期	后期	前期	中期	后期	前期	后期	前期	中期	后期
泸州老窖	19.24%	-20.49%	-11.19%	5.84%	39.17%	63.32%	5.27%	-24.79%	-42.44%	-5.70%
古井贡酒	11.04%	-23.63%	-32.14%	-32.22%	16.88%	16.69%	-5.33%	-30.07%	-52.25%	26.98%
酒鬼酒	8.31%	-30.88%	-13.11%	-16.09%	-12.25%	43.12%	-12.56%	-40.44%	-68.59%	36.66%
五粮液	50.22%	-7.72%	11.03%	-0.56%	5.36%	43.04%	-19.55%	-42.54%	-41.25%	9.17%
伊力特	63.15%	-43.07%	-4.70%	-13.10%	12.54%	35.21%	23.91%	-38.32%	-47.79%	24.31%
金种子酒	17.90%	-33.93%	-33.44%	-26.67%	14.94%	7.31%	17.68%	-42.40%	-40.93%	13.83%
贵州茅台	64.98%	9.19%	34.94%	13.23%	34.39%	60.58%	2.09%	-17.54%	-42.33%	17.90%
老白干酒	7.46%	-25.16%	-21.89%	-7.62%	2.67%	136.06%	-0.29%	-29.49%	-59.29%	39.53%
沱牌曲酒	12.28%	-33.80%	-16.02%	-4.53%	7.74%	45.78%	-12.43%	-37.33%	-44.28%	17.68%
水井坊	50.60%	-21.75%	-0.65%	-30.98%	3.04%	72.96%	-4.83%	-9.30%	-61.02%	28.44%
山西汾酒	13.11%	-22.03%	5.49%	4.44%	30.50%	1.49%	-14.97%	-54.61%	-18.38%	2.54%

资料来源：WIND

通过上表，我们更能清晰地发现一线白酒相对于二线白酒在经济收缩期的防御优势。表中紫色部分表示收益率排名前三，橘黄色则代表排名靠后。很明显，茅台、五粮液、水井坊等高档白酒在多个阶段的排名靠前。

图 21：03-05 年医药板块表现

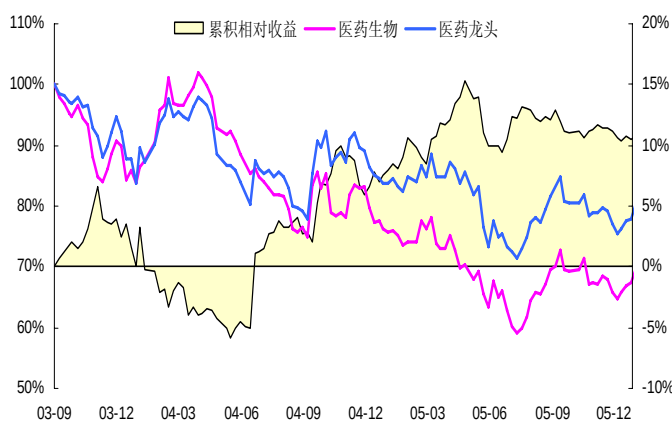
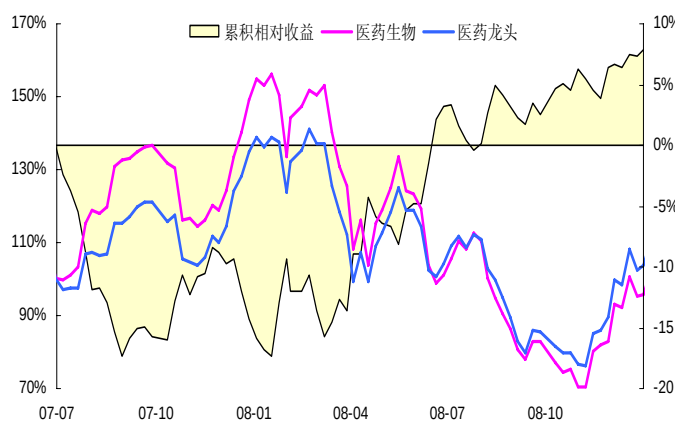


图 22：07-08 年医药板块表现



资料来源：东方证券研究所

再来看医药板块。我们将医药板块流通市值前 15 名的医药上市公司定义为医药龙头板块，比较经济收缩时期医药龙头与医药生物板块流通市值的变化情况。可以看到，在滞胀的后期，二者都呈现向上攀升的态势，但相对而言，医药龙头的表现并不如整个医药板块；当经济进入到通缩时期，医药龙头的表现开始显著优于整个板块，这一现象在通缩的前期和中期尤为明显。而在通缩向复苏过渡的阶段，则医药龙头的表现与板块相比并没有很大的差异（但在经济复苏之后，原先的累积相对收益往往会收窄）。

在经济处于深度收缩的时候，在稳定消费品行业内部，具有品牌优势的、产品市场占有率较高、市值较大的一线品种具有更强的防御功能，这实际上也是其特许价值的集中体现（关于特许价值对企业财务指标的影响后文将做深入分析）。

6. 防御的驱动因素：估值还是业绩

我们对两个经济通缩期间表现优异行业的主要驱动因素进行考察，发现两次防御策略奏效的机理有所差异。可以看到，在 2004 年至 2005 年通缩的前中期，餐饮旅游、信息服务、医药生物、食品饮料等行业预测市盈率水平提升幅度快于市场总体水平，即估值的提升是这些行业表现居前的主要驱动因素；而在 2008 年通缩前中期的下跌中，这些行业预测市盈率相对整个 A 股市场下跌的更快，说明相较其他行业而言更稳定的业绩支撑了其良好表现。相反，在通缩后期，05 年上述行业估值提升的幅度小于市场平均水平，但 08 年末餐饮、医药、食品饮料的相对估值却提升更快。

表 11：各阶段防御型行业预测市盈率提升的幅度

行业	2004-2005			2008		
	前期	中期	后期	前期	中期	后期
餐饮旅游	10.96%	19.66%	5.82%	-35.32%	-41.63%	11.90%
信息服务	13.46%	4.39%	10.46%	-41.06%	-35.84%	8.52%
医药生物	5.14%	19.04%	9.37%	-30.99%	-37.74%	39.44%
食品饮料	10.24%	8.07%	9.91%	-29.90%	-37.21%	20.09%
公用事业	-18.25%	0.00%	14.27%	-13.63%	41.92%	57.45%
金融服务	-5.71%	4.81%	7.92%	-24.26%	-30.74%	3.42%
全部 A 股	1.27%	-1.11%	11.37%	-28.95%	-32.12%	10.57%

资料来源：WIND，东方证券研究所

朝阳永续一致预期中获得的 2007 年之后股价相对 2008 年预测盈利的市盈率数据尽管同 WIND 有所差距，但其得到的上述消费行业股价相对收益的驱动因素同样源自盈利，因为在通缩的前两个阶段，这些行业预测估值下调的幅度大于整个 A 股市场。比较相关行业预测估值变动的幅度与行业指数变动幅度；可以发现，餐饮旅游、医药生物、食品饮料等行业的估值变动和行业指数变动幅度在通缩的前期和中期几乎一致，这意味着其盈利预测没有大幅调低；而采掘、有色金属等估值的跌幅则小于指数，即其盈利调低的速度快于指数下降水平。

表 12：各阶段防御型行业预测市盈率提升的幅度

估值提升幅度	滞胀初期	滞胀后期	通缩初期	通缩中期	通缩后期
医药生物	-0.32%	3.59%	-30.97%	-35.86%	33.20%

食品饮料	18.50%	-4.47%	-25.06%	-34.39%	21.35%
农林牧渔	12.60%	29.41%	-33.40%	-46.12%	44.28%
金融服务	22.01%	-28.97%	-24.05%	-28.72%	2.12%
商业贸易	2.27%	-7.66%	-35.80%	-41.86%	36.16%
餐饮旅游	-6.72%	8.64%	-38.41%	-49.79%	26.62%
信息服务	25.85%	1.62%	-42.26%	-24.24%	-1.45%
沪深 300	42.64%	-24.32%	-26.59%	-30.33%	9.19%
上证 A	34.10%	-22.67%	-24.03%	-32.60%	10.49%

资料来源：朝阳永续一致预期，东方证券研究所

根据 $P=PE \times E$ ，知道指数和 PE 的阶段性调整幅度，可以利用上述数据倒推出以上各阶段对相关行业盈利预测的变化。在通缩，尤其是其初期，市场大幅调低了上证 A 指的盈利预测，但此时医药生物、农林牧渔、商业贸易、信息服务甚至依然是提升的，而食品饮料、餐饮旅游下调的幅度也小于市场整体。因而，尽管这些行业下跌的幅度小于市场，但由于盈利跌幅下调幅度更小，所以其估值反而有一定程度的相对提升。

回顾 2007 年至 2008 年医药行业的运行情况不难印证上述观点。在经济形势急转直下、各行业盈利出现拐点之时，2007 年 1-11 月医药制造业整体（不含医疗器械）实现销售收入 5200 亿元，同比增长 24%，实现利润总额 500 亿元，同比增长 51%；08 年 1-2 月实现销售收入 960 亿元，同比增长 30%，实现利润 86 亿元，同比增长 51%，收入增速加快，利润增速持平。07 年 1-11 月医药制造业整体毛利率仍然同比上升 0.5 个百分点。08 年 1-2 月医药制造业整体毛利率与 07 年 11 月相比略升 0.6 个百分点。收入增长加快、毛利率走高、净利润增长创历史新高，医药行业景气度提升；正是由于在其他行业盈利出现危机之时医药行业的盈利及其预期维持高位甚至呈现提升态势，才使得其行业指数录得了亮丽的表现。

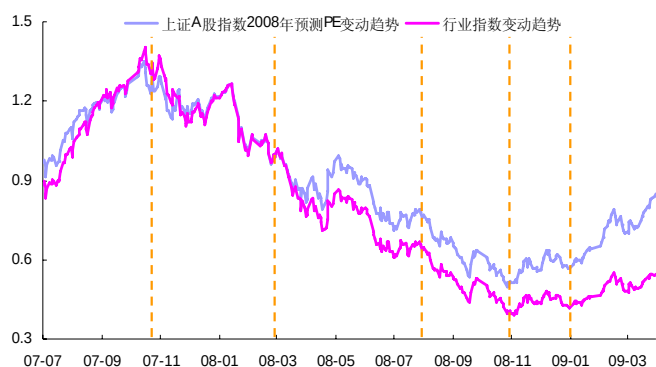
表 14：各阶段防御型行业预测盈利提升的幅度

业绩预测提升	滞胀初期	滞胀后期	通缩初期	通缩中期	通缩后期
医药生物	17.54%	12.86%	0.96%	-2.13%	-2.01%
食品饮料	10.90%	3.58%	-5.92%	-13.12%	-5.85%
农林牧渔	8.94%	11.48%	6.28%	-8.74%	-12.39%
金融服务	43.05%	-2.86%	-11.89%	-14.95%	3.29%
商业贸易	18.84%	16.20%	0.13%	-7.47%	-8.68%
餐饮旅游	32.24%	-12.13%	-6.64%	-7.04%	-1.05%
信息服务	4.21%	7.86%	11.05%	-16.81%	19.47%
沪深 300	5.95%	8.58%	-18.26%	-14.87%	0.07%
上证 A	16.26%	-5.62%	-16.01%	-7.45%	-4.73%

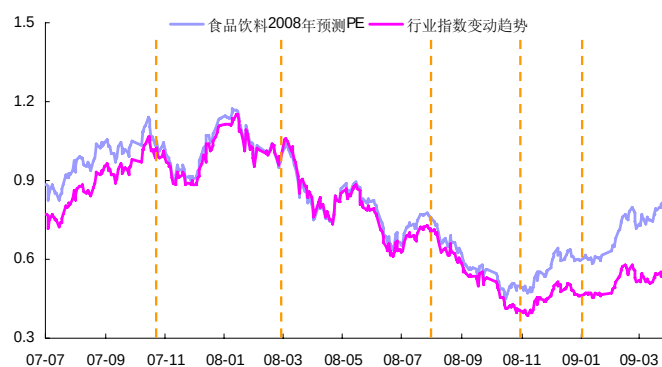
资料来源：朝阳永续一致预期，东方证券研究所

当然，两个收缩周期相关行业估值变动趋势的差异也可能是由于当时市场所处的趋势背景不同导致的。2004-2005 通缩周期的市场下跌，其实是 2001-2005 年 5 年熊市的最后一个阶段；在此之前，各行业估值水平已经相对较低；通缩时期，A 股的估值水平变化并不大。这种情形下，市场已经不

断下调各行业盈利情况至极端悲观，因而愿意给予稳定消费行业的防御属性较高的估值溢价；然而在 2008 年，市场快速下跌时，分析师在调低其他行业盈利预测的同时，却依然看好稳定消费行业的业绩增长， $P=PE \times E$ ，这些行业相较于其他行业的业绩增速 E 的预测排名提升因而获得了超越市场的表现，但其估值提升幅度却小于市场平均水平；与之形成鲜明对比的则是公用事业行业估值大幅提升——这不是因为市场给予其估值溢价的结果，而是其市场跌幅跟不上其盈利预测调低速度所导致的！这种差异实际上反映了市场不同下跌段防御策略立足点的变迁。

图 23：07-08 年上证 A 指预期 PE 与指数表现变动走势


资料来源：东方证券研究所

图 24：07-08 年食品饮料预期 PE 与指数表现变动走势

图 25：07-08 年商业贸易预期 PE 与指数表现变动走势


资料来源：东方证券研究所

图 26：07-08 年餐饮旅游预期 PE 与指数表现变动走势


图 27：07-08 年有色金属预期 PE 与指数表现变动走势



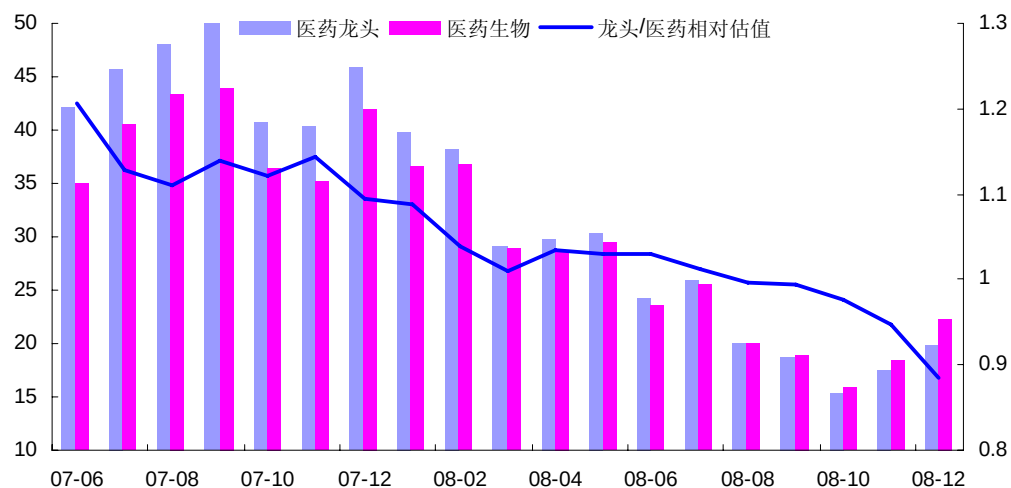
图 28：07-08 年采掘行业预期 PE 与指数表现变动走势



资料来源：东方证券研究所

同样的，在一个行业内部，之所以一线公司在通缩期间表现比二线公司更为防御，其主要驱动也是前者盈利下调的幅度更小。可以发现，在整个经济收缩阶段，龙头企业比行业整体的相对预测估值水平出现了明显下降。然而前者的价格走势却明显优于后者， $P=P*PE$ ，这意味着龙头企业的盈利预测 P 的走势要更大幅度（至少大于指数表现领先的幅度）优于整个板块。

图 29：医药板块及龙头企业的估值走势差异（07-09）



资料来源：WIND，东方证券研究所

三、自下而上看防御性的再选择

自下而上的再分析发现，在同样的行业中，不同公司的防御性也差异明显。我们认为，其股价的优异表现来自于其具有特定财务特征的驱动，而财务指标的稳定增长则往往来源于企业的特许价值以及受益于消费模式转变的市场定位。

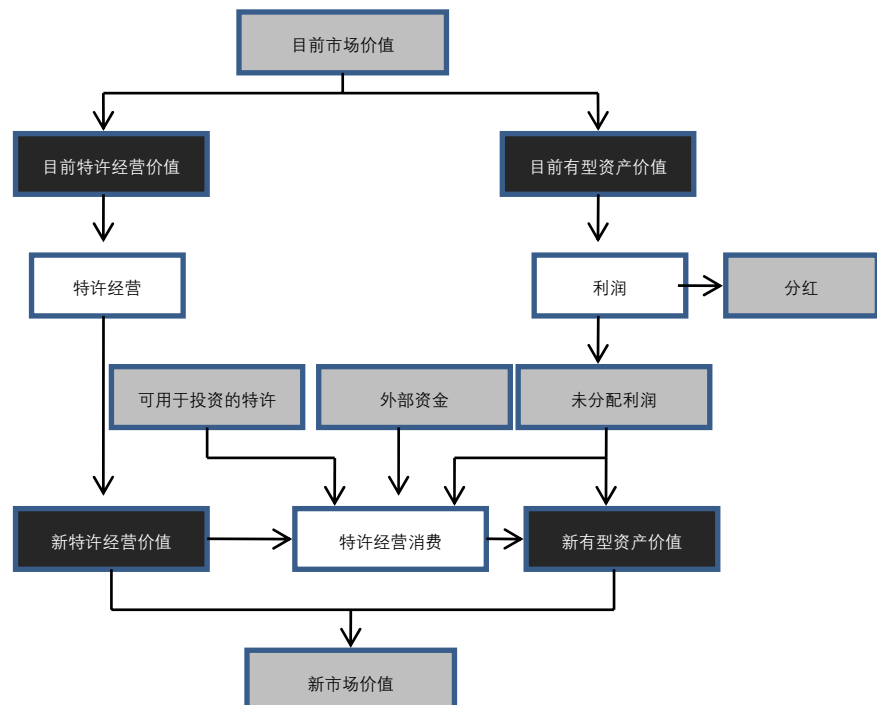
1. 特许价值对经济收缩的免疫性

1. 特许价值和公司估值

企业的无形资产即品牌、对上下游的议价能力以及进入壁垒是公司特许价值的重要组成部分。一般来说，拥有特许价值高的企业都会拥有一个家喻户晓、或者在细分市场中非常著名的品牌，一方面能够使其对下游客户的议价能力得到加强，使其能够在长期能够维持稳定的营业收入，另一方面也能够对潜在进入者形成进入壁垒，保证了企业产品的利润空间。特许价值高的企业其优势也体现在对上游或服务提供商的议价能力上，由于在某各领域中的特殊地位，其可能依仗大额的采购量压低价格。特许经营价值往往能够在长期使企业拥有赚取高于市场投资回报率水平能力，从企业特征上看，这类企业往往都是行业中的龙头企业。

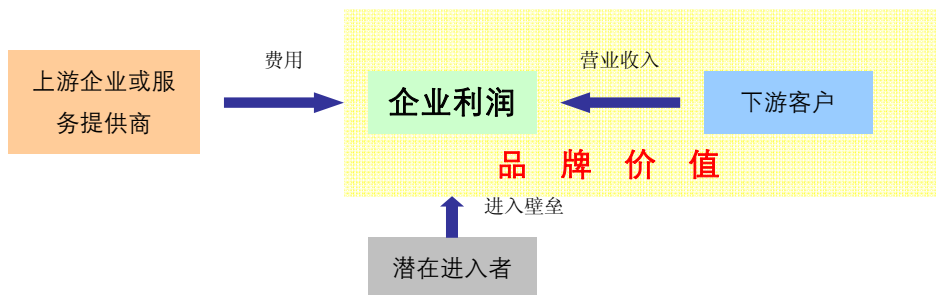
从估值角度看，公司的市场价值由有形价值和特许经营价值组成。一般来说，特许价值较高的上市公司能够享受较高的估值水平。一方面是由于其抗风险能力强，另一方面也是由于其在行业中的成长性更好，根据海外经验，随着一个国家或市场的成长，其中受益最大的都是特许价值较高的企业。

图 30：特许价值与公司估值



资料来源：东方证券研究所

图 31：特许价值

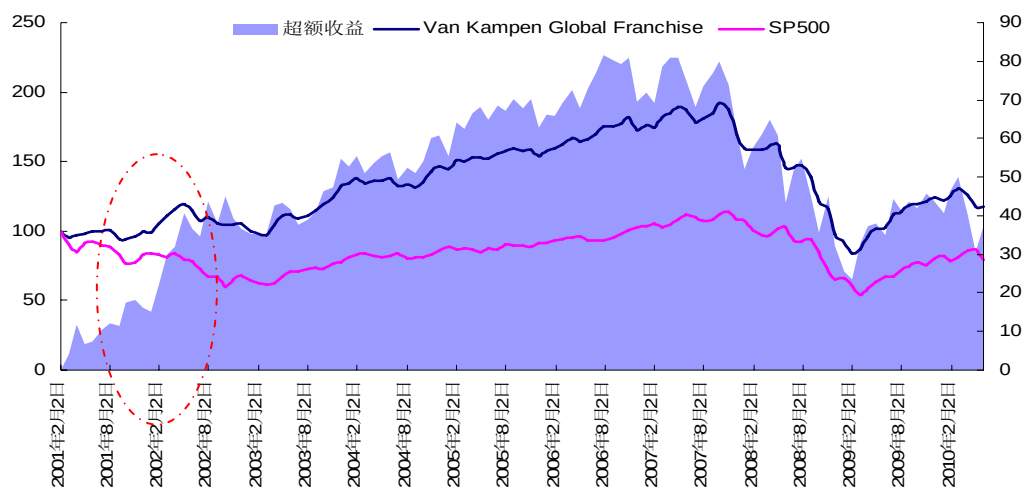


资料来源：东方证券研究所

2. 一些特许价值高的企业为何能免疫于通缩的负面影响？

一般来说，在经济萧条期间，拥有较高特许价值的企业能够维持较好的经营业绩。其原因主要是在于其拥有的特性。概括来看就是：对客户的粘性、定价能力以及对上游的议价能力。由于特许价值的企业的这些特性，我们注意到一些著名特许价值投资基金在通缩期间的超额收益也是较为明显的。

图 32：Van Kampen 特许价值基金超额收益



数据来源：东方证券研究所

● 对客户的粘性

产品或者品牌对客户的粘性主要是指品牌的忠诚度，是品牌价值的核心，也是企业竞争力的核心之一。品牌忠诚度是指消费者在购买决策中，多次表现出来对某个品牌有偏向性的（而非随意的）行为反应。它是一种行为过程，也是一种心理（决策和评估）过程。品牌忠诚度的形成不完全是依赖于产品的品质、知名度、品牌联想及传播，它与消费者本身的特性密切相关，靠消费者的产品使用

经历。提高品牌的忠诚度，对一个企业的生存与发展，扩大市场份额极其重要。

而具体从分类来看，对品牌比较敏感的是第三至第五级，品牌产品对这三类客户在其所能承受范围之内有极大粘性。正是得益于这三类客户的品牌依赖度，使得企业在经济萧条时仍然能够保持良好的运营业绩。

表 15：客户品牌忠诚度

级别	类别	对品牌的依赖程度
第一级	无品牌忠诚者	这一层消费者会不断更换品牌，对品牌没有认同，对价格非常敏感。哪个价格低就选哪个，许多低值易耗品，同质化行业和习惯性消费品都没有什么忠诚品牌。
第二级	习惯购买者	这一层消费者忠于某一品牌或某几种品牌，有固定的消费习惯和偏好，购买时心中有数，目标明确。如果竞争者有明显的诱因，如价格优惠、广告宣传、独特包装，销售促进等方式鼓励消费者试用。让其购买或续购某一产品，就会进行品牌转换购买其他品牌。
第三级	满意购买者	这一层的消费者对原有消费者的品牌已经相当满意，而且已经产生了品牌转换风险忧虑，也就是说购买另一个新的品牌，会有风险，会有效益的风险，适应上的风险等。
第四级	情感购买者	这一层的消费者对品牌已经有一种爱和情感，某些品牌是他们情感与心灵的依托，如一些消费者天天用中华牙膏、雕牌肥皂等，其中最著名的就是可口可乐，可口可乐改配方招致了游行大军等等，能历久不衰，就是已经成为消费者的朋友，生活中不可缺少的用品、且不易被取代。
第五级	忠诚购买者	这一层是品牌忠诚的最高境界，消费者不仅对品牌产生情感，甚至引以为骄傲。

资料来源：东方证券研究所

● 定价能力

一些企业往往能够给企业提供对下游客户的议价能力，总体来说企业的议价能力由几个方面组成。一方面是由于企业品牌本身给其产品带来的溢价，也就是说品牌能够给某些消费者带来除使用产品本身以外的影响；另一方面，企业产品的必需性和不可替代性也能够使企业拥有较大的议价力。而这种特殊地位一方面是对市场或产品的垄断造成，另一方面是由于产品技术壁垒造成的。甚至有部分高特许价值企业的产品销售绝对量很低，但是利润丰厚，形成这种现象的原因是企业和其产品在市场中的特殊地位使得其对下游客户的议价能力较高。

这样的例子有很多，但最典型的的就是 Bloomberg 资讯终端，其产品能够及时、准确的保证信息的传播，目前几乎和路透终端一起垄断国际金融市场的信息传播，在金融市场中有着特殊地位。Bloomberg 终端应用之广泛，甚至在一些院校里都已经开始引入该终端作为学生写论文所使用的专业数据库。正是由于其产品、服务的特殊性，所以 Bloomberg 终端几乎成为所有金融市场参与者的必备品，而由于业务的特殊性，金融机构的费用预算一般较高，因此 Bloomberg 能够为其提供的产品和服务收取高额费用。

● 对上游的议价能力

对上游的议价能力主要来源于两个方面，第一个方面是企业对渠道的垄断优势，也就是说其对商品向最终消费者方传导渠道的垄断，另一方面来自于其巨大的采购量。议价能力最典型的例子来自于大型超市，一方面，大型超市几乎垄断了下游销售的所有渠道，另一方面，其每年的采购量也是巨大的，这使得其面对产品生产商占据优势地位，虽然商品的售价虽然较低，但是利润依然稳定。

● 并不是所有高特许价值的公司都能免疫于经济环境的不利变化

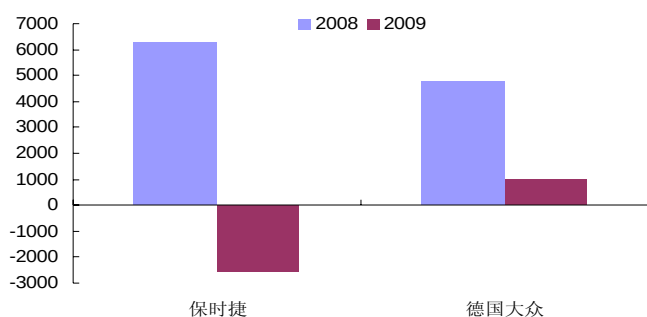
大部分消费者的最终消费是理性化的，其购买一样产品或服务都是经过对比和思考的。宏观经济环境往往对国民收入产生较大影响，在经济繁荣时，一些对宏观经济高敏感度的行业，如金融行业就会表现突出，此时国民收入的水平较高；而在经济萧条时，企业经营状况不佳，失业情况也比较严重，此时的国民收入处在相对低位。

因此，经过理性思考后，国民的消费习惯可能会有所改变。在众多行业中，受消费习惯更改影响最负面的应该就属于高端消费品，特别是奢侈品行业。因为消费者对高端消费品的需求弹性较大，因此相关行业的经营情况与宏观经济形势密切相关。

在美国，据万事达卡统计，2008年10月全美高端消费品(指1000美元以上商品)销售出现明显萎缩，奢侈品销量更下滑20.1%，几乎任何一种商品，只要售价超过1000美元，全都面临巨大销售压力。

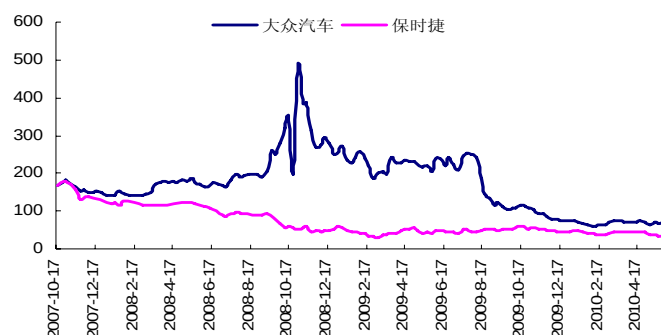
德国大众汽车集团公布的2009年度财务报告显示，受金融危机影响，旗下奥迪豪华车销售萎缩以及消费者转向购买小型廉价车，2009年公司利润比上年暴跌80%。而保时捷公司受到的影响更大，利润从08年度的63亿欧元，下降至09年的亏损25亿欧元。

图 33：保时捷和大众公司 2008 年-2009 年利润变化（百万欧元）



数据来源：WIND，东方证券研究所

图 34：保时捷和大众股价变化



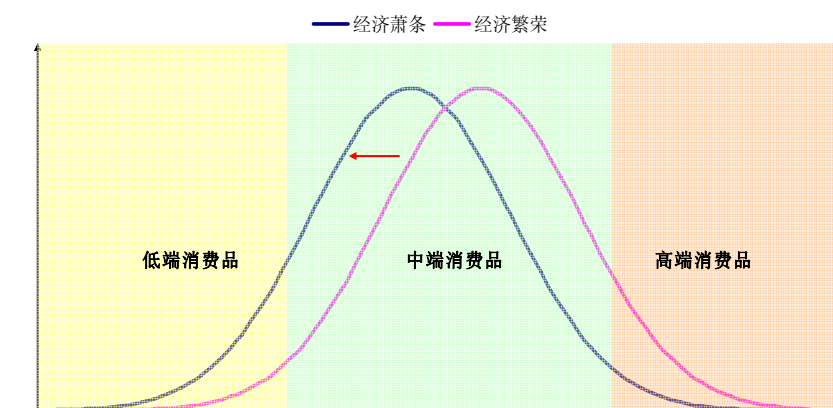
数据来源：WIND，东方证券研究所

2. 受益于新消费模式市场定位的公司

宏观经济情况的变化会导致消费者消费模式的改变,在某些商品的销售量上会出现于宏观经济走势相背离的情况。在 1845 年爱尔兰发生灾荒,英国统计学家罗伯特·吉芬发现,土豆价格上升,但是土豆需求量反而增加了。这一现象在当时被称为“吉芬难题”。而吉芬商品指的是价格上升引起需求量增加的物品。

土豆效应很好的解释了“吉芬难题”。土豆效应又称“土豆悖论”是指在大萧条时期,消费者舍弃高端奢侈品而转向中低端产品,并导致对后者的需求上升,进而推高低成本产品的价格和销售。简单地说,就是危机面前,人的需求滑向马洛斯需求层次的较低层。无论经济处于什么状态,食物对人类的生存是必需品,在经济大萧条时期,用于食品消费的钱会下降,但食品总消费量不可能减少。由于购买力的下降,人们对高档食物的需求减少,转而消费便宜些的食品。土豆在食品中属于抵挡、便宜的食品,当人们收入减少后,就会去购买价格便宜的土豆,进而在整体上导致对土豆需求的旺盛,从而推进土豆价格的上涨。并且经济危机越严重,“土豆效应”越明显。

图 35: 土豆效应和不同档次的消费品



资料来源：东方证券研究所

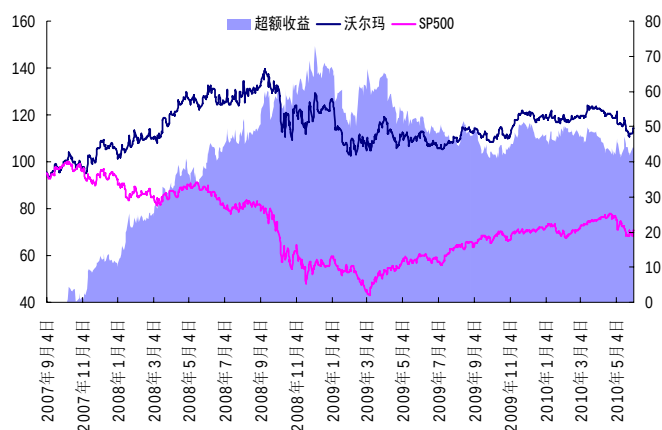
如果把这一经典结论放大来看,将这一定律从食物消费品扩展至市场上供人们消费的所有商品,把“土豆”看作广义的便宜低端、必需或者弹性较低商品的代名词,我们也可以基本得出近似的结论,在经济萧条时期,原来消费高端消费品的人可能转移消费中低端或者其他类型的消费品。也就是说,在经济萧条期间,一部分商品或服务需求“因祸得福”,反而会走俏。

从市场的角度来看,如果公司提供的商品或服务能够反而受益于经济的萧条,那么其股价的表现一般来说也是相当出众的。从根本上说,公司的市场定位决定了其是否会受益于宏观环境恶化导致的消费形式变化,甚至我们在部分传统的、受经济影响较大的行业中依然存在这种公司。因此,我们认为在通缩情况下,通过特定的市场定位,一部分上市公司甚至能够受益。

回顾近年的美国次贷危机,土豆效应表现得十分明显,中低端产品却得到热销,有的不仅没有受到影响,部分产品还出现了销售上升趋势。廉价超市,如来自法国的 Dia,德国的 Aldi 和 Lidl 超市等都是削减消费支出情况下的赢家。由于此类廉价超市的巨大价格优势,使其甚至能够从大型超市手上抢来更多的顾客。最好的例子就是 Aldi,其每日从大型超市手上抢走约 100 万英镑的生意。

Aldi 预计今年营业额，高达 15 亿英镑，比去年上升近 2 成，并准备在未来 5 年，投资 10 亿英镑开设新分店。2008 年，沃尔玛宣称其 10 月份零售增长占到全美除汽车和餐饮业外零售增长的一半，这也是“土豆效应”在发挥作用。

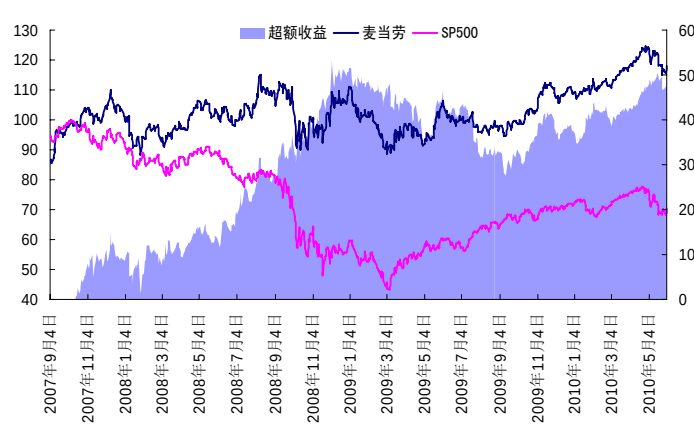
图 36：沃尔玛金融危机期间股价表现（左）及超额收益（右）



注：股票和股指经过指数化处理

数据来源：WIND，东方证券研究所

图 37：麦当劳金融危机期间股价表现（左）及超额收益（右）



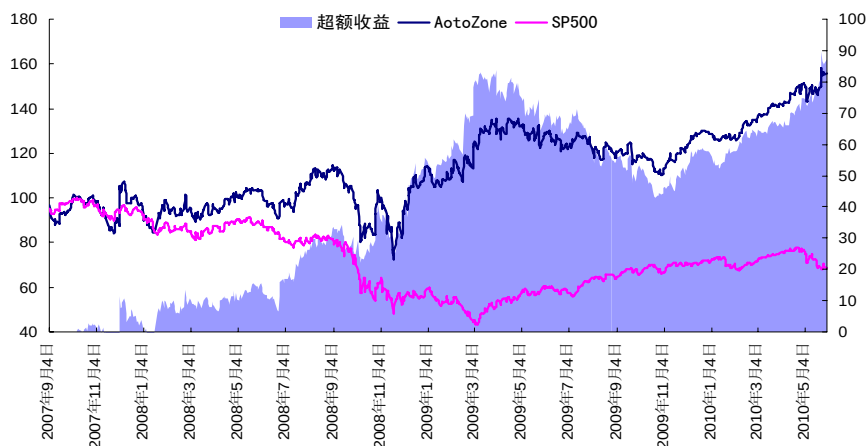
注：股票和股指经过指数化处理

数据来源：WIND，东方证券研究所

除了零售业的变化印证了“土豆效应”外，一些大众化的平价餐饮也受到消费者的青睐，不少中高收入家庭资产大幅缩水，即使外出用餐，都尽量避免到高级餐厅消费。如今高级餐厅生意大不如前，麦当劳反倒人丁兴旺。对此，英国麦当劳快餐店发言人表示：“汉堡包繁荣的时代重新来临了。”

除低价商品外，还有其他类型的商品和服务也同样得到了消费者的青睐。近年的金融危机对汽车业影响巨大，但是同样是处于汽车行业，一些汽车零部件公司反而并没有受到巨大冲击。如“汽车地带” (AutoZone)，其股票价格在金融危机期间表现优异。经济危机下，其所在的汽车售后板块在美国股市中是表现也最好的。“汽车地带”是美国最大的汽车汽配连锁品牌，连锁卖场主要集中于美国东部及西海岸经济较发达城市。主要经营汽车配件、维修器件等，同时也提供汽车信贷服务、销售汽车诊断和修理软件。AutoZone 的业务是以个人 DIY 用户为主，同时于 2007 年开始面向商业客户。

其之所以能够表现优异，首先是因为汽车售后首先是一个存量市场，不管新车销量下降多少，只要销量不少于报废量，汽车保有量就增长，而旧车始终要保养和维修，终端市场不会萎缩，是受经济周期影响最小的行业；其次，金融危机期间，由于消费预算紧张，一些需要遭到淘汰的旧车有可能被车主延续使用，汽车销售遭到严重冲击，而旧车对于更换零配件的要求更多，因此板块表现一枝独秀。

图 38: AutoZone 金融危机期间股价表现（左）及其超额收益（右）


注：股票和股指经过指数化处理

资料来源：东方证券研究所

3. 防御性的估值和财务特征

除了公司的特许价值和市场定位外，公司的估值以及财务指标也为我们提供了选股思路。

- 东方证券金融工程团队曾经做过利用估值指标来进行数量化选股的研究，结论就是在下跌的过程中，特别是下跌的中后期，低 PB 的股票表现相对会更好。我们认为：其原因在于 PB 较低的股票中，其价格中的泡沫相对比较低，股价中反映出市场对其并不认可，正是因为这种预期造成了该类股票在市场下跌过程中表现反而相对较好。

表 16: 市场下跌期间低 PB 股票表现相对最为优异

	下跌 (2007.11 – 2008.12) (%)				
	EPS 增长	PE	PB	ROE	CSI300
平均月收益	-3.49	-2.13	-1.98	-5.13	-5.88
标准方差	15.01	15.04	14.1	13.32	12.22
夏普比率	0.16	0.25	0.28	0.06	

资料来源：WIND，东方证券研究所整理

- 资产负债率是一个影响股价表现的重要指标。通常来说，在通缩期间，为了给经济体输送流动性，国家央行往往会采取降息的措施。企业债务的市场价值与利率呈负相关，一旦有较大幅度的降息会导致企业债务市值的上升，从而对公司股价造成负面影响。因此如果一家公司的资产负债率维持较低水平，那么其受利率的影响也相对较低，也会相对更加受到市场的青睐。

表 17：2001 年 7 月-2002 年 7 月美国部分行业的突出上市公司表现

公司	行业	2001 年 7 月至 2002 年 7 月涨跌幅			公司资产 负债率(%)	行业资产 负债率(%)
		区间绝对涨跌幅	区间相对涨跌幅	最大绝对涨幅		
Bob Evans Farms	餐饮业	69.20%	88.36%	83.47%	5	22
Haemonetics	医疗器械	-10.46%	8.70%	36.83%	13	19
Hormel Foods	食品加工	-2.15%	17.01%	16.53%	28	37
Jacobs Engineering	建筑服务	8.28%	27.44%	32.57%	14	37
McGraw-Hill	出版印刷	-12.60%	6.56%	5.29%	30	36
Office Depot	办公用品	50.97%	70.13%	113.62%	14	28
Quiksilver	服装	-7.05%	12.11%	9.29%	12	18

资料来源：WIND，东方证券研究所整理

- 现金净流量也是一个衡量公司是否能够抵御通缩的重要财务指标。自由现金流量是公司可以自由支配的现金，在通缩阶段所有实物资产皆面临贬值风险，因此健康的现金流是抵御通缩风险的重要保障；此外，企业现金量增加之所以是衡量抵御通缩风险的指标之一，也是由于通缩之后往往伴随着经济的复苏和扩张，现金流稳定的公司在未来的扩张发展中出现财务危机的可能性也较低。

我们将 08 年 3 月至 08 年 12 月份通缩期间各行业表现最好的 15% 的个股作为统计总结列出，并将该 15% 的个股的各项指标平均值与行业平均值作比较。我们发现在绝大部分行业中，表现好的股票资产负债率低于行业平均水平，而这些公司现金流量净流量在过去一年中，基本都要高出行业平均水平。

表 18：2008-3 至 2008-12 通缩期间各行业表现前 15% 公司的财务指标

一级行业	行业前 15% / 行业整体平均	资产负债率 2007 (%)	每股现金流量 净额(元)	相对大盘涨跌幅 2008-3-3 至 2008-12-31
采掘	表现前 15% 平均	48.62	0.45	18.91
	行业平均	46.71	0.16	-3.87
餐饮旅游	表现前 15% 平均	26.56	0.14	5.85
	行业平均	39.23	0.32	-6.49
电子元器件	表现前 15% 平均	34.18	1.32	18.80
	行业平均	40.57	0.51	-3.68
房地产	表现前 15% 平均	55.82	0.15	16.98
	行业平均	56.76	0.44	-4.73
纺织服装	表现前 15% 平均	37.12	0.70	13.43
	行业平均	45.38	0.26	-3.63
公用事业	表现前 15% 平均	51.26	0.11	22.88
	行业平均	54.18	0.08	-0.57
黑色金属	表现前 15% 平均	56.83	0.02	9.29

	行业平均	58.18	0.21	-8.02
化工	表现前 15%平均	48.60	0.26	19.71
	行业平均	49.56	0.21	-4.27
机械设备	表现前 15%平均	51.76	0.78	29.04
	行业平均	48.09	0.43	1.32
家用电器	表现前 15%平均	42.78	0.01	43.37
	行业平均	56.58	0.25	5.15
建筑建材	表现前 15%平均	67.39	0.67	30.92
	行业平均	59.54	0.51	4.44
交通运输	表现前 15%平均	34.74	0.52	12.25
	行业平均	41.84	0.13	-2.35
交运设备	表现前 15%平均	40.03	0.61	17.26
	行业平均	51.63	0.46	-3.73
金融服务	表现前 15%平均	63.69	4.65	35.51
	行业平均	72.78	3.19	3.40
农林牧渔	表现前 15%平均	46.71	0.80	43.53
	行业平均	50.38	0.34	7.33
轻工制造	表现前 15%平均	39.16	0.84	15.56
	行业平均	48.88	0.29	-3.83
商业贸易	表现前 15%平均	60.90	0.68	27.86
	行业平均	58.25	0.55	-0.35
食品饮料	表现前 15%平均	35.06	0.18	19.40
	行业平均	44.14	0.12	0.03
信息服务	表现前 15%平均	32.42	0.52	34.50
	行业平均	37.79	0.58	4.91
信息设备	表现前 15%平均	39.91	1.47	23.28
	行业平均	45.58	0.49	-0.26
医药生物	表现前 15%平均	40.83	0.45	45.07
	行业平均	46.01	0.12	10.60
有色金属	表现前 15%平均	46.85	0.21	4.45
	行业平均	51.12	0.48	-13.25
综合	表现前 15%平均	65.14	-0.22	10.58
	行业平均	52.54	0.09	-6.28

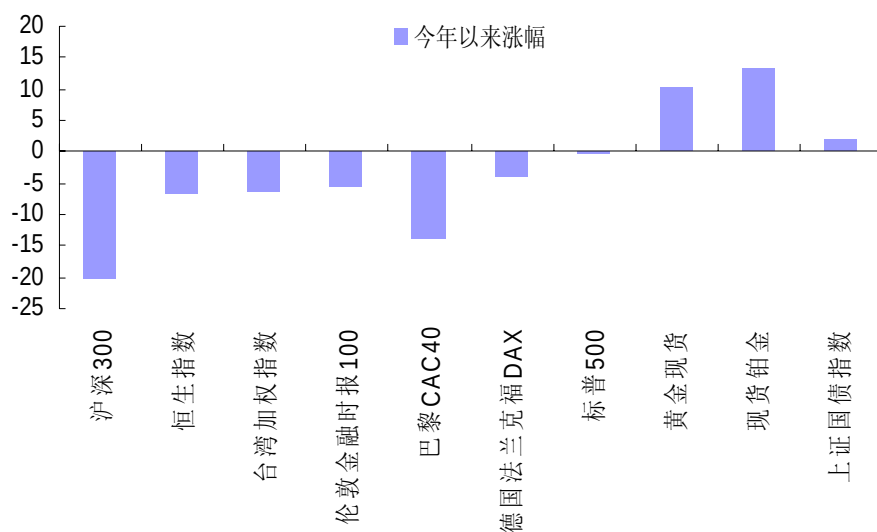
资料来源：WIND，东方证券研究所整理

此外，稳定增长类行业中高股息收益率的公司无疑也是防御性策略的重要选择。

四、聚焦经济转型背景下的防御

我们详细分析历史上通缩背景下较为有效的防御策略是为了应对未来中长期中国经济所面临的困境。从数据来看，中国在 3 月份工业产出缺口已经达到 99 年以来的历史最高水平，接下来很可能从中短期的滞胀阶段走向通缩。事实上，从过去半年各种资产的收益率来看，市场走势已经体现了滞胀的到来。

图 39：2010 年年初至 5 月上旬各类大类资产的收益率

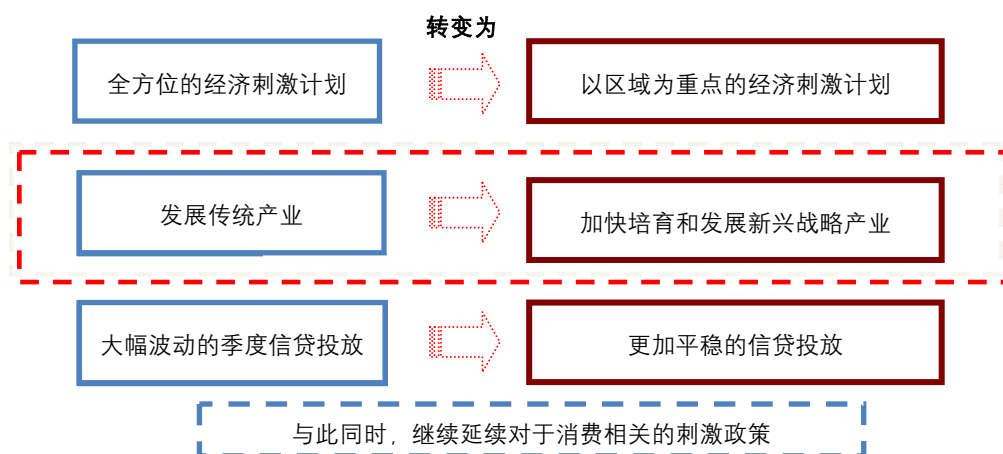


资料来源：东方证券研究所

那么，如果滞胀之后的通缩终将到来，就有必要考虑深度防御的投资策略；而在本次的经济周期中，不仅要考虑经济和市场运行的固有规律，投资者还必须深刻考虑当前中国经济结构转型大背景的时代特征。一方面，战略性新兴产业毫无疑问是中国经济转型的最大受益者，中国经济支柱产业从房地产和传统制造业向以战略性新兴产业转移的过程中，战略性新兴产业所获得的政策支持及市场空间的拓展都有望持续超预期，其中蕴含的成长性投资机遇将可持续较长时间；另一方面，人口红利即将消失，传统产能过剩产业的黄金发展时期或已过去，其产能调整过程将甚为漫长，这也决定了其当前已经较低的估值水平仍然不具备明显防御性水平；再者，全球经济面临滞胀或通缩威胁，欧洲需求面临中长期萎缩风险，中国传统出口导向型企业外部环境不容乐观。

在 2010 年的政府工作报告中，温家宝总理明确指出今年是继续应对国际金融危机、保持经济平稳较快发展、加快转变经济发展方式的关键一年。对比 2010 年和 2009 年的中国经济政策，有很多的不同之处，我们可以将经济政策的调整归纳为“三个转变和一个坚持”，其中非常重要的一条就是从发展传统产业转变为培育发展新兴战略产业，推进产业结构的调整。

图 40：2010 年政策导向呈现出三个转变和一个坚持



资料来源：，东方证券研究所

推进经济转型的另一方面是要淘汰传统行业的落后产能，随着“十一五”最后期限的临近，淘汰落后产能工作的压力越来越大，中央政府数次召开会议动员部署相关工作。5 月 5 日，国务院召开全国节能减排工作电视电话会议，动员和部署加强节能减排工作。温家宝总理在会上强调“任务艰巨”，并指出“无论面临多大的困难，我们的承诺不能改变，决心不能动摇，工作不能减弱。”2010 年 5 月 27-28 日，全国工业系统淘汰落后产能工作会议在北京召开。会上，工业和信息化部部长李毅中作了题为《坚定信心 扎实工作 全面完成“十一五”淘汰落后产能任务》的重要讲话。并向各地下达 2010 年 18 个行业淘汰落后产能的目标任务，确保今年应淘汰的落后产能在第三季度前全部关停。其中，炼铁、炼钢、水泥、电解铝、平板玻璃、造纸 6 大重点行业的淘汰任务大幅超过国务院要求。

从目前中央推进节能减排工作的整体部署和进程演化来看，一方面说明政府致力于转变经济发展方式的决心异常坚决。另一方面，如果按时节能减排工作目标，其对地方财政收入、经济增长以及就业产生负面压力，说明中央政府对强化结构调整所以对短期经济增长所带来的负面影响已经有较为充分的准备和容忍能力。

此外，另一个值得引起高度重视的问题是，近期企业劳资双方的薪酬矛盾被明显激化。5 月 31 日，国务院转发的国家发改委《关于 2010 年深化经济体制改革重点工作的意见》将收入分配改革列入了工作重点，改革方案将以提高低收入者收入水平为着力点，充分发挥市场对初次分配的基础性调节作用。中华全国总工会 6 月 4 日发出《关于进一步加强企业工会建设充分发挥企业工会作用的紧急通知》，要求各级工会要全力推动在外商投资企业、港澳台商投资等非公有制企业组建工会，把包括农民工在内的广大职工组织到工会中来。因停工事件备受关注的佛山南海本田汽车零部件制造有限公司宣布加薪 24%。之后不久，富士康宣布，自 2010 年 6 月 1 日起，对深圳厂区和集团深圳以外厂区的作业员、线长、组长薪资进行调整，提升整体薪资水平，涨幅超过 60%。这将产生两方面影响，一方面，传统低利润率产业劳工工资水平有望获得明显提升，这将推动中低端消费升级进程；但另一方面，日益激化的薪酬问题将使部分传统行业逐步丧失竞争成本优势，最终一部分企业选择经营失败，这又可能造成就业水平的下降，与此同时，新型战略产业的发展不可能一蹴而就，短期能够吸纳的劳动力也较为有限，因此，中低端非必须消费品在中期所受综合影响究竟如何还有待于进一步观察。

此外，在借鉴海外经验和国内历史经验表现的通缩，我们还必须充分结合当前中国经济结构及未来经济环境可能的变化来制定下一阶段有效的防御策略。

其中，我们最为看好医药行业在通缩过程中的防御功能：一方面，医药行业是收入和价格弹性最小的必需消费品，而从历史经验来看，其相关子行业也是在通缩阶段表现最好的品种；另一方面，随着中国人口红利的消退和老龄化社会的到来，其需求有望迎来一个高于历史平均水平的行业增长率；而且，居民收入提高之后的消费升级将使得龙头医疗用品企业的特许价值更为凸显，这也会使医药的防御属性更为加强。

此外，我们还应深入甄别各细分行业在当前经济背景下防御性的强弱。例如，对于以茅台一线白酒，04-08 年其通过改制和积极的营销策略最大化的发挥了其特许价值优势，实现了高速成长，演绎了 tenbagger 的神话；但是目前来看，大部分一线白酒已经走过了其最高速成长阶段，反而是众多二线白酒品牌通过近期的改制和细分市场的再定位，有望重演一线白酒高成长的故事，值得我们重点关注。又例如，以苏宁为代表的家电专业连锁在前两个经济回落期逆市实现了高速成长，但随着市场的逐步饱和以及房地产支柱产业地位的衰落，家电连锁也难以再现之前的良好防御性，而以中低端消费品为主要定位的超市连锁和商业连锁则有可能受益于经济结构和消费结构新的变化。

基于我们对传统防御策略的分析和对未来产业发展的预测，我们认为，新一阶段的通缩策略必须兼顾稳定消费的防御内涵，如医药、食品饮料、商业贸易等，以及成长性新兴产业的积极防御功能。一方面，结构转型使得一次收入分配向居民倾斜，将有效提升整个社会的边际消费倾向，进而有利于消费类，尤其是中高档必须消费品行业的规模扩张，一大批具有特许价值或者独特市场定位的企业将脱颖而出；另一方面，新行业从无到有、从小到大的历程也是市场需求逐步被发掘、激发的过程，高速成长能够在经济收缩阶段实现主动进攻与积极防御的配合。因而，我们在未来一段时间内看好：

表 19：基于滞胀和通缩背景下的行业配置策略

阶段	表现较好的行业	重点配置的防御性子行业	自下而上
滞胀前期	煤炭、有色、钢铁、化工	白酒、专业连锁、通信运营	具有特许价值、细分市场龙头的上市公司； 下跌中后期，选择低 PB 股票、低资产负债率、每股现金流量净额较高的公司
滞胀后期	家用电器、商业贸易	中药、百货零售	
通缩前期	食品饮料、商业贸易	食品加工、二线白酒、食品制造、	
	医药生物、信息服务	啤酒、生物制药、超市连锁	
通缩中期	公用事业	中药、食品加工、二线白酒、啤	
	医药生物、食品饮料	酒、超市连锁、医药商业、景点	
通缩后期	机械设备、化工	化学制药、医疗器械、	新兴战略性新兴产业和行业先行者；使经济走出收缩、新一轮经济增长的“原动力”行业和公司：
	交运设备、有色金属等	专业连锁、酒店	

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn