

宏观点评 20221229

亚洲防疫放开后，消费股反弹为何有差异？

2022年12月29日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《中美经济逆转：2023年隐含的增速与汇率》

2022-12-25

《日本央行意外“加息”透露了什么信号？》

2022-12-20

■ 防疫政策放开有利于公司业绩的修复，对于消费股本应是一大利好，但是从亚洲的情况来看却不尽如此。本文选取了新加坡、日本、韩国、中国台湾、中国香港作为主要研究对象，发现全球流动性收紧的冲击大于盈利预期的改善，对于以我国台湾为代表的部分亚洲消费股形成拖累。这对于2023年A股消费板块有何启示？我们认为仍需警惕海外流动性超预期收紧导致的股市调整，消费细分行业方面，防疫放开利好酒店等度假相关行业，而互联网零售或受到冲击。

■ 上述经济体在2022年一、二季度放开，出行在随后的半年普遍修复至超过80%的水平（图1-图2）。而距离11月我国内地防疫政策大幅优化已经过去了一个半月，以北京、成都为代表的已经走出感染高峰期的城市，出行数据刚刚开始修复（图3）。

■ 从消费修复的时长来看，上述亚洲经济体在防疫政策放开后的第二个季度，消费便修复至放开前水平（图4）。而在放开后的第一个季度，在疫情反弹下，居民的出行消费往往受到抑制，我国台湾、我国香港和韩国相对于放开当季，经历了-6%至-3%的跌幅。鉴于内地在防疫大幅放松时的感染率远低于上述几个区域，对于消费的抑制可能更长，持续1-2个季度。

■ 此外，从消费倾向来看，疫情造成的内地居民消费倾向下滑要比日韩严重（图5-图6）。由此看来，我们维持此前的观点（见报告《2023年消费刺激备了多少弹药？》），2023年上半年内地消费仍承压，尽管二季度在低基数下压力相对减弱，但全年来看，若是想要达到5%增速目标，仍需要政策刺激。

■ 防疫政策放开后，消费股的表现如何？鉴于细分数据的可得性，我们主要选取了新加坡、日本、我国香港和我国台湾的消费股进行研究。从可选消费的细分行业来看，在防疫政策放开后，日本出行链消费行业涨势向好，但其他经济体的消费股却并未经历显著反弹。一方面受到全球加息潮下流动性加速收紧、海外资金流出增加的外部因素影响，另一方面通胀上行也使得部分经济体内部货币政策收紧，导致股市估值回调（图7-图8）。而日本央行在年内维持相对宽松的货币政策，对于股市更为友好。

新加坡4月放开防疫，放开后的第一个月，除了消费品经销商行业，消费板块其他行业不涨反跌（表1）。事实上，消费股在放开后的六个月普遍下跌，这与新加坡零售数据仅在政策放开后小幅下跌的基本面背离。新加坡防疫放开的时间段恰逢美联储、欧洲央行等海外央行加息步伐提速，全球流动性加速收紧，导致新加坡股市回调。12月在美联储加息步伐放缓下，此前领跌的酒店类度假行业强劲反弹。

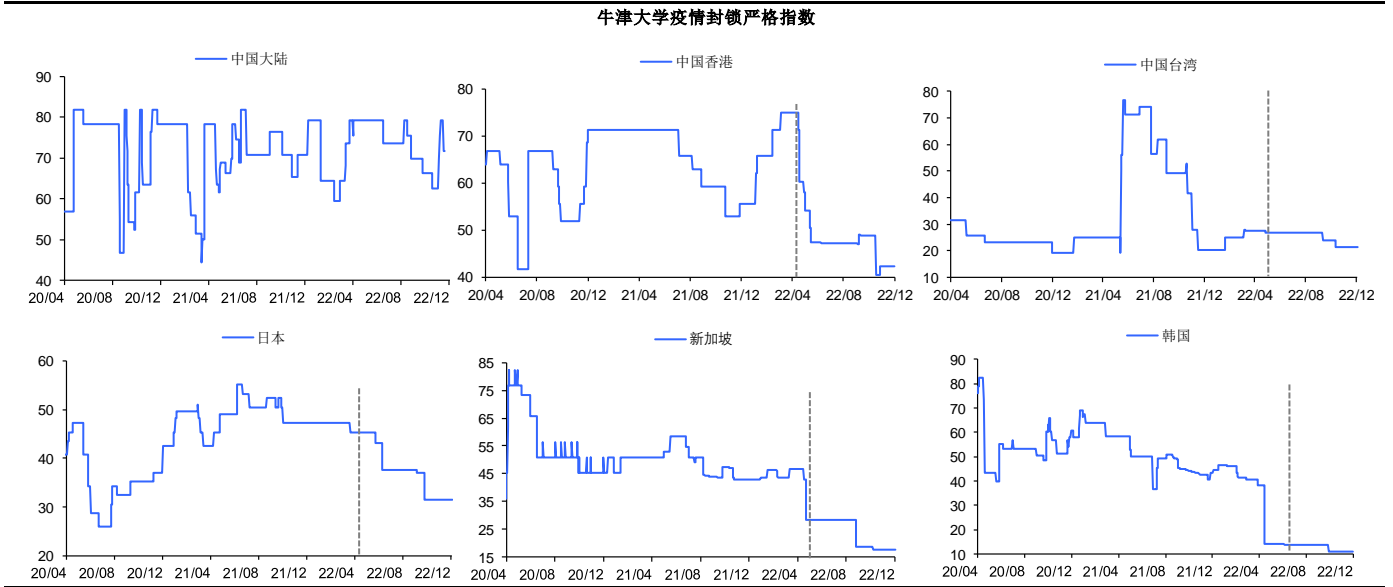
我国台湾和新加坡同样在4月放开防疫，股市受到海外资金流出的大幅冲击，消费板块跟随大盘下跌（表2）。不过，可选消费的细分行业中，酒店类度假行业仍具备韧性，在放开后2个月录得正收益，并持续跑赢其他细分行业。

同样在4月放开防疫政策的日本，消费股却经历了反弹，且出行链行业涨势向好（表3）。可选消费中，在放开后1-2个月，汽车相关行业领涨（汽车制造、机动车零配件和轮胎等）。日本经济基本面更为强劲，在上述经济体中，日本零售受到政策放开的冲击最小，并且修复速度最快。日本央行相对宽松的政策也助力经济复苏。

我国香港在防疫放开后，互联网零售收到较大冲击（表4）。我们选取了2021年7月防疫政策放开作为研究起始时点（我国香港防疫政策曾在今年2至3月大幅收紧，对数据的扰动较大）。港股消费板块并未在政策放开后反弹，与彼时美联储撤出宽松政策，释放结束taper信号有关。

- 总结来看，参考亚洲经济体防疫政策放开的先例，我们认为 2023 年上半年内地消费仍旧承压，或在三季度强劲反弹。A 股消费板块方面，酒店等度假相关行业有望迎来阶段性行情，而互联网零售或受到冲击。此外，尽管美联储明年有望停止加息，海外流动性收紧态势将缓和，但是不能忽视通胀再次上行导致美联储政策调整超预期，仍需警惕海外流动性超预期收紧导致的股市调整。
- 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

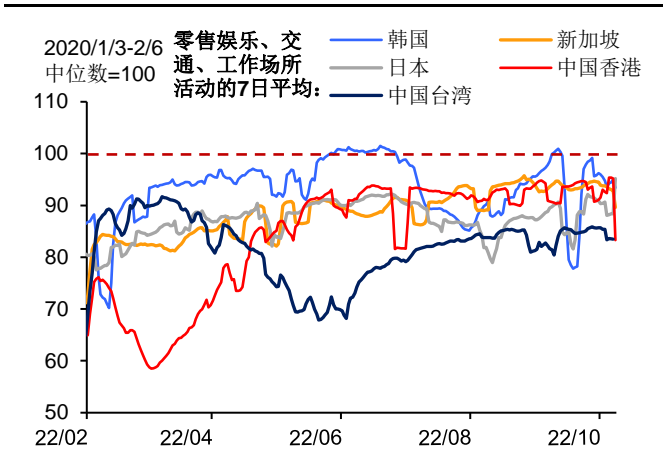
图1：2022年上半年，亚洲经济体防疫政策普遍放开



注：灰色虚线代表 2022 年各经济体防疫政策放开时间点

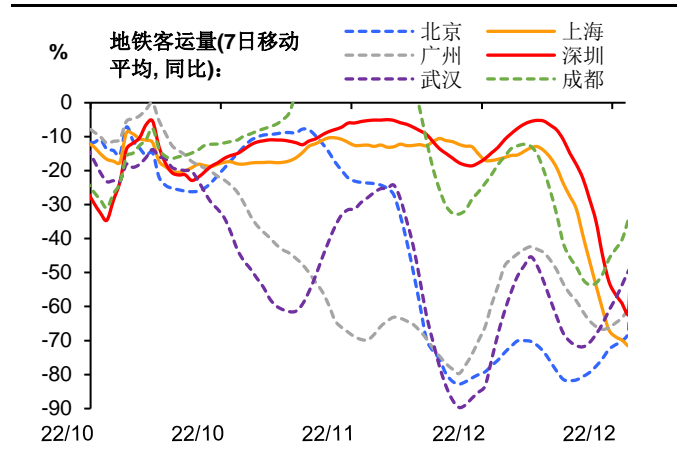
数据来源：OWID，东吴证券研究所

图2：亚洲经济体在防疫放开后半年，出行尚未恢复至疫情前水平



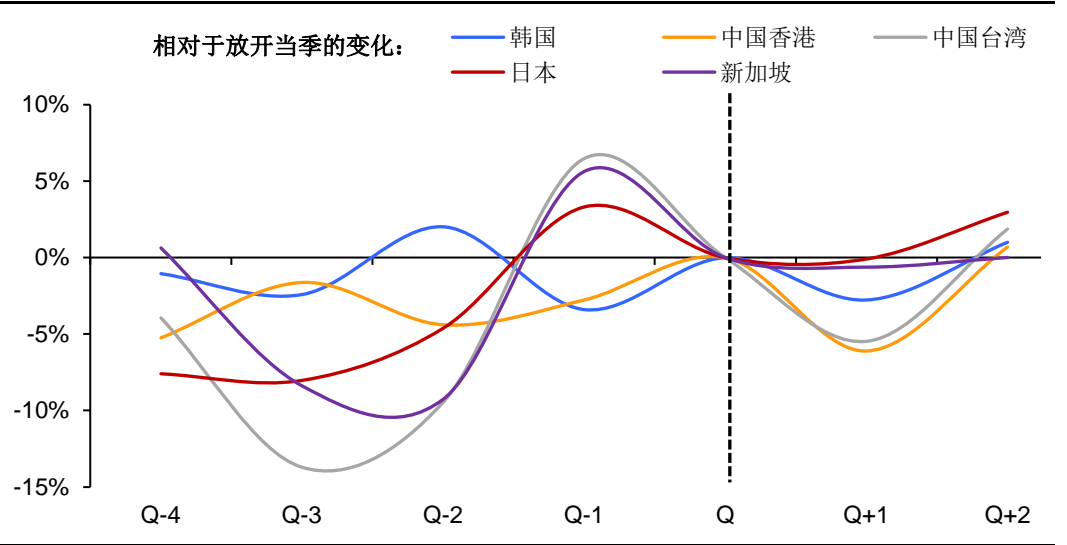
数据来源：Google Mobility，东吴证券研究所

图3：已经走出疫情感染高峰期的内地城市，出行数据刚刚开始修复



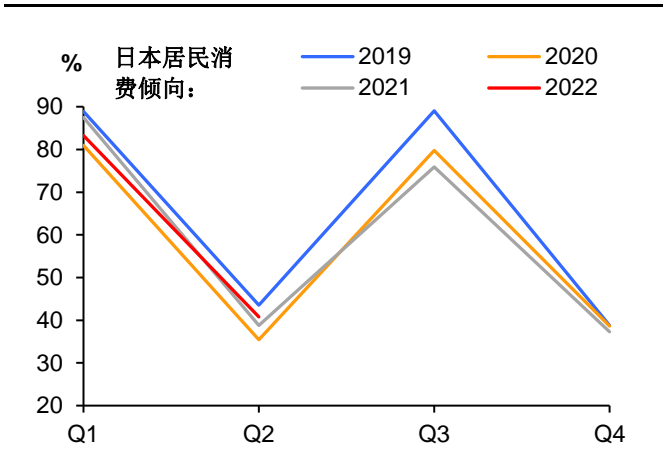
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：亚洲经济体普遍在防疫政策放开后的第二个季度，消费便修复至放开前水平



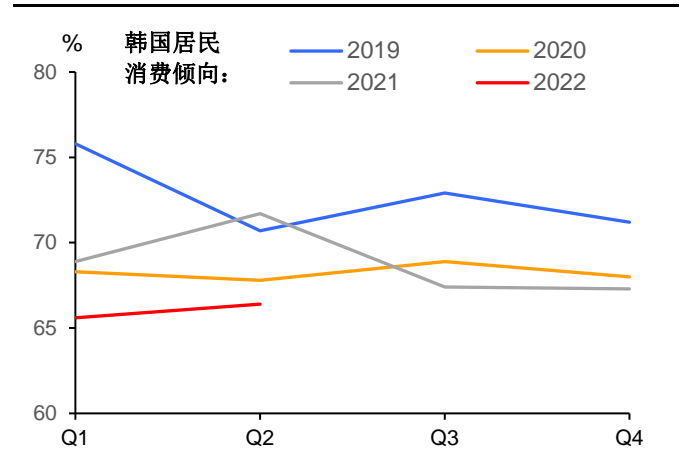
数据来源：Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图5：日本居民消费倾向



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

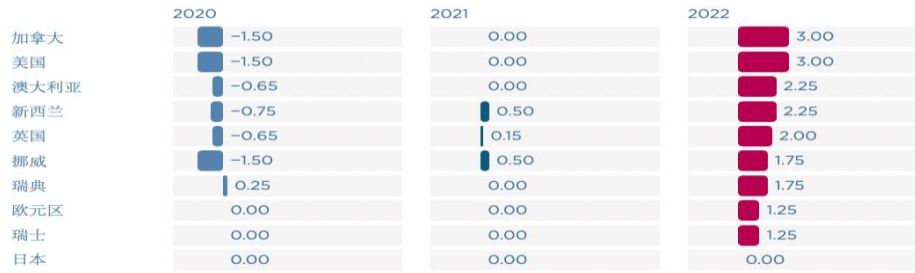
图6：韩国居民消费倾向



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：2022 年全球迎来加息潮

发达经济体

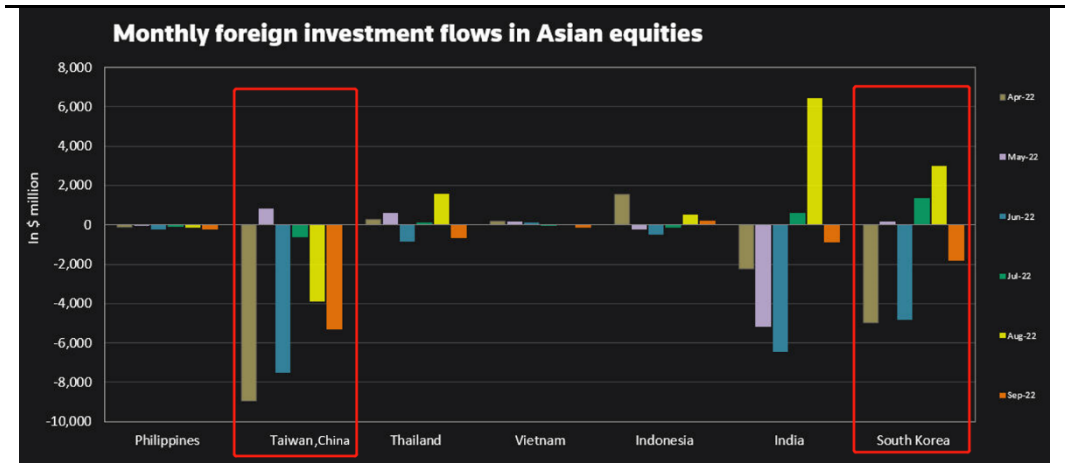


新兴市场和发展中国家



数据来源：PIIE（截至 2022/9/27），东吴证券研究所

图8：2022 年 4 至 9 月，韩国和我国台湾股市经历了海外资金的大幅流出



数据来源：路透，Refinitiv，东吴证券研究所

表1: 新加坡在 2022 年防疫政策放开后, 消费股并未经历显著反弹

新加坡全部消费股	市值占比(%)	放开后1个月(%)	放开后2个月(%)	放开后3个月(%)	放开后6个月(%)	放开至今(%)
可选消费	50.3	-1.1	-0.6	0.3	-4.8	2.0
百货商店	0.6	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1
电影与娱乐	0.6	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
轮胎与橡胶	1.5	-0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.1
餐馆	0.5	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1
消费品经销商	5.7	0.5	0.4	0.2	0.7	0.4
酒店、度假村与豪华游轮	19.6	-1.0	0.3	1.0	-4.1	1.4
专卖店	1.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2
汽车零售	2.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.0
赌场与赌博	6.0	-0.1	-0.6	-	-0.1	-1.0
必选消费	49.7	-2.0	-2.5	-3.4	-9.6	-2.0
白酒与葡萄酒	10.8	-0.2	-0.9	-1.1	-2.1	-0.3
个人用品	0.5	-	-	-	-	0.1
啤酒	1.3	-0.0	-0.0	-0.1	-0.2	-0.1
食品加工与肉类	4.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.6	-0.4
食品零售	11.9	0.0	1.1	1.1	-2.4	1.0
农产品	21.1	-1.6	-2.5	-3.0	-4.3	-2.3

注: 市值加权涨跌幅, 剔除涨跌幅接近 0 的行业, 截至 2022/12/27

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 中国台湾在 2022 年 4 月防疫政策放开后, 可选消费细分行业普遍下跌

中国台湾全部万得股票	市值占比(%)	放开后1个月(%)	放开后2个月(%)	放开后3个月(%)	放开后6个月(%)	放开至今(%)
可选消费	68.3	-2.4	-2.6	-3.9	-8.6	-3.2
机动车零配件与设备	3.8	-0.1	0.3	0.3	0.2	0.3
轮胎与橡胶	4.4	-0.0	-0.1	0.1	-0.3	-0.2
汽车制造	3.3	-0.0	-0.0	-0.0	-0.6	0.1
消费电子产品	4.0	-0.1	-0.2	-0.3	-0.6	-0.3
休闲用品	6.6	-0.3	-0.3	-0.7	-1.0	-1.0
服装、服饰与奢侈品	2.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.1	0.4
酒店、度假村与豪华游轮	1.7	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.4
电脑与电子产品零售	0.7	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
汽车零售	8.3	-0.1	-0.2	0.1	-0.2	0.2
家庭装饰品	3.0	0.2	-0.0	-0.2	-0.5	-0.2
纺织品	11.1	-0.4	-0.8	-1.3	-2.2	-1.3
休闲设施	1.0	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	0.0
家用电器	1.1	-0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1
鞋类	7.3	-0.3	0.2	-0.6	-0.9	0.1
售货目录零售	6.4	-0.9	-1.2	-0.9	-2.8	-2.1
必选消费	31.7	-1.5	-2.5	-1.2	-2.1	-1.6
个人用品	1.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1
食品加工与肉类	22.8	-1.4	-2.2	-1.4	-2.0	-1.6
食品零售	6.2	0.0	0.2	0.5	0.1	0.0

注: 市值加权涨跌幅, 剔除涨跌幅接近 0 的行业, 截至 2022/12/27

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表3: 日本在 2022 年防疫政策放开后的三个月, 出行链消费行业涨势向好

日经225指数行业	市值占比(%)	放开后1个月(%)	放开后2个月(%)	放开后3个月(%)	放开后6个月(%)	放开至今(%)
可选消费	78.9	0.15	1.92	-2.14	-3.02	-6.34
百货商店	1.0	0.02	0.11	0.03	0.23	0.27
电影与娱乐	0.7	0.06	0.08	0.06	0.10	0.09
服装零售	5.3	0.08	0.53	0.49	1.50	1.71
广告	1.6	0.08	0.20	0.24	0.25	0.34
互联网零售	1.4	0.18	0.40	0.52	0.46	0.57
机动车零配件与设备	6.6	0.40	0.62	0.19	0.05	0.37
轮胎与橡胶	2.9	0.18	0.41	0.28	0.28	0.22
摩托车制造	0.7	0.05	0.02	0.03	0.07	0.13
汽车制造	37.0	1.35	0.81	0.79	1.65	4.61
消费电子产品	17.6	1.46	0.22	1.50	3.17	2.74
休闲用品	2.3	0.09	0.11	0.20	0.12	0.19
住宅建筑	1.6	0.02	0.05	0.07	0.16	0.06
必选消费	21.1	0.37	-0.23	0.74	0.99	2.02
白酒与葡萄酒	0.2	0.00	0.02	0.01	0.00	0.01
大卖场与超市	1.8	0.08	0.15	0.04	0.07	0.21
个人用品	4.1	0.16	0.11	0.12	0.00	0.23
啤酒	3.2	0.31	0.21	0.35	0.41	0.14
食品加工与肉类	4.8	0.14	0.48	0.09	0.20	0.22
食品零售	3.4	0.15	0.15	0.23	0.12	0.02
烟草	3.6	0.30	0.48	0.39	0.45	1.21

注: 市值加权涨跌幅, 截至 2022/12/27

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表4: 中国香港在 2021 年 7 月防疫政策放开后, 互联网零售受到较大冲击

港股主板消费股	市值占比(%)	放开后1个月(%)	放开后2个月(%)	放开后3个月(%)	放开后6个月(%)
可选消费	84.8	-4.01	-1.83	-9.81	-16.07
服装零售	3.3	0.3	0.2	0.3	0.9
互联网零售	33.3	3.9	3.1	5.2	9.8
机动车零配件与设备	2.1	0.0	0.1	0.5	0.4
汽车制造	17.1	2.5	2.3	0.3	0.3
消费电子产品	2.3	0.1	0.0	0.4	0.3
餐馆	2.1	0.4	0.2	0.4	0.8
服装、服饰与奢侈品	5.2	0.3	0.0	0.7	0.9
酒店、度假村与豪华游轮	1.7	0.2	0.0	0.1	0.3
汽车零售	1.7	0.1	0.1	0.2	0.3
家用电器	4.2	0.3	0.7	0.3	0.8
赌场与赌博	3.1	0.6	0.4	1.2	1.2
鞋类	2.8	0.1	0.0	0.6	0.9
必选消费	15.2	-1.0	-1.1	-1.4	-0.3
啤酒	4.1	0.6	0.6	0.6	0.4
食品加工与肉类	5.2	0.4	0.4	0.3	0.2
软饮料	4.0	0.2	0.0	0.1	0.7

注: 市值加权涨跌幅, 剔除涨跌幅接近 0 的行业以及市值占比不足 1.5% 的行业

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

