

亚洲市场跟踪系列（一）

亚洲股票市场回顾、驱动因素与展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **一、回顾。**2022 年以来至 2023 上半年，亚洲股票市场整体呈现 V 型走势，但尚未恢复至 2021 年水平。MSCI 亚洲指数在 2022 年 1-10 月震荡下跌，最深跌幅达 33%；自 2022 年 10 月下旬开始反弹，最大涨幅为 28%。对比来看，亚洲股票市场表现整体不及美欧。风格方面，亚洲价值股明显跑赢成长股，中小盘股略胜于大盘股。地区方面，亚洲地区股市表现分化，日本和印度股市领跑。
- **二、驱动因素。**1) **亚洲经济负重前行。**2021 年 3 月以来截至 2022 年，亚洲主要国家步入经济下行期，亚洲股市也较为同步地处于熊市。2022 年，亚洲经济遭遇逆风：一是，新冠疫情对亚洲主要经济体的冲击加剧；二是，全球商品价格上涨及通胀上升，令亚洲经济成本上升；三是，全球金融环境急剧收紧，令亚洲政府借贷能力受限。2022 年末至 2023 上半年，压制亚洲经济的主要因素出现改善。2) **国际经济金融风险上升。**2022 年，国际风险事件频发，全球经济政策不确定指数自 3 月开始显著上升，包括亚洲在内的全球股市均承压。3) **美欧央行加息与新兴市场资本外流。**站在全球资金配置角度，亚洲股市具有很强的“新兴市场属性”。美欧货币收紧通常不利于国际资本流入新兴市场，令新兴市场资产普遍承压。据 IIF 数据，2022 年流入新兴市场股票和债券的国际资金不足 1000 亿美元，仅为 2021 年的 1/3。4) **日本股市“一枝独秀”。**2022 年以来至 2023 上半年，日本股市表现领跑亚洲其他地区，而同期 MSCI 亚洲（除日本）指数下跌了 14.9%。2023 上半年，经济增长与通胀上升、东京交易所指导企业提升估值、日元汇率贬值、“巴菲特效应”等多方面因素驱动日股表现强势。5) **全球科技浪潮加持。**自 2022 年 11 月，ChatGPT 的发布掀起全球人工智能（AI）浪潮。亚洲是除美国外半导体产业最为发达的地区。随着全球半导体企业股价上涨，日本、韩国、中国台湾等地区股价也受到提振。
- **三、展望。**1) 亚洲经济前景有望继续改善，亚洲股市更获支撑。2) 全球流动性压力缓和，国际资本或加快流入亚洲股市。据 IIF 数据，2023 上半年，新兴市场股票和债券累计净流入约 1300 亿美元国际资本，这一规模已超过 2022 年全年水平，且呈现加速流入趋势。3) 日本、中国、韩国等东亚股市表现有望领跑亚洲。4) 亚洲股市风格有望趋于均衡。一方面，亚洲成长股有望持续获得本轮科技浪潮的加持，但较高的估值水平可能限制股价上涨的空间。另一方面，亚洲价值股有望随经济基本面的改善而逐步回暖。5) 关注贸易政策、美欧经济下行和通胀反复等风险。
- **风险提示：**国际地缘局势超预期，全球经济下行超预期，全球通胀压力超预期等。

2022年以来至2023上半年，亚洲股票市场先后经历大幅调整与快速复苏，但整体表现不及美欧股市。2022年，亚洲经济遭遇逆风、国际经济金融风险上升以及国际资本回流美欧等因素，令亚洲股市普遍承压；2022年末至2023上半年，压制股市的不利因素均出现改善，叠加日本股市走强以及全球人工智能浪潮加持，亚洲股市开始反弹。展望后市，随着亚洲经济继续复苏，国际资金有望进一步回流亚洲，亚洲股市仍有上涨空间。

一、回顾

2022年以来至2023上半年，亚洲股票市场整体呈现V型走势，但尚未恢复至2021年水平。2022年，新冠疫情、地缘冲突、能源危机等接连威胁全球经济前景，包括亚洲股市在内的全球股市均受冲击；2022年四季度至2023上半年，伴随危机影响逐步消退，全球经济前景改善，亚洲股市回暖。MSCI亚洲指数在2022年1-10月震荡下跌，最深跌幅达33%；自2022年10月下旬开始反弹，最大涨幅为28%。2022年以来至2023上半年，MSCI亚洲指数累计下跌16.2%，尚未恢复至2021年水平。

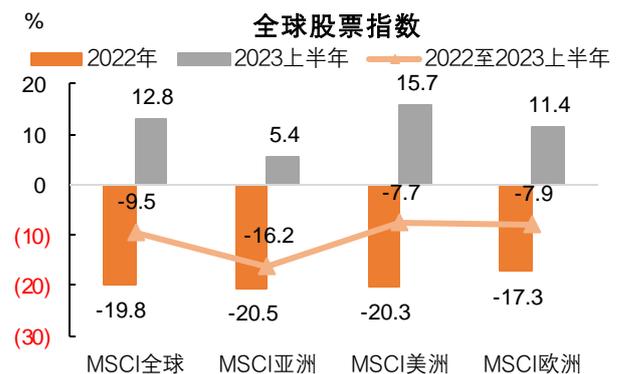
2022年以来至2023上半年，亚洲股票市场表现整体不及美欧。2022年以来至2023上半年，MSCI全球、MSCI美洲和MSCI欧洲指数分别累计下跌9.5%、7.7%和7.9%，跌幅明显小于MSCI亚洲指数。其中，亚洲股市在2022年的下跌过程中跌幅较深，而在2023上半年的反弹过程中力度较小。

图表1 亚洲股票市场整体呈现V型走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 亚洲股票市场表现整体不及美欧



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风格方面，亚洲价值股明显跑赢成长股，中小盘股略胜于大盘股。2022年以来至2023上半年，MSCI亚洲价值指数累计下跌9.5%，跌幅远小于MSCI亚洲成长指数的22.3%。对比来看，2023上半年亚洲成长股修复弹性相对较弱，MSCI亚洲成长指数仅上涨5.1%，同期MSCI全球成长指数大幅上涨23.6%。2022年以来至2023上半年，MSCI亚洲中小盘指数累计下跌14.6%，跌幅略小于MSCI亚洲大盘指数的16.4%。对比来看，同期亚洲大盘股表现不及全球水平，MSCI全球中小盘和大盘指数分别累计下跌14.8%和8.5%。

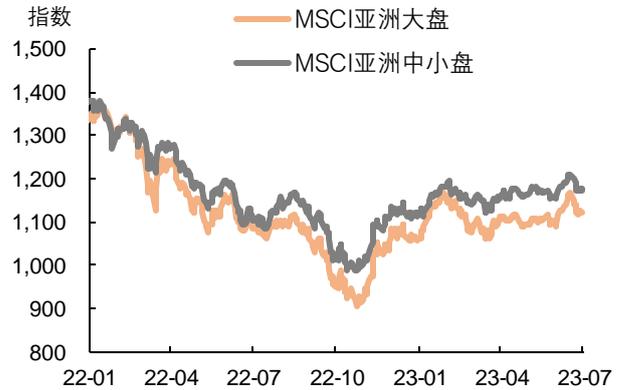
地区方面，亚洲地区股市表现分化，日本和印度股市领跑。2022年以来至2023上半年，日本、印度、新加坡、沙特和印尼等地区股票指数实现正增长，其中日经225指数和印度Sensex30指数累计涨幅均超过10%、领跑亚洲。同期，其余多数地区股票指数录得负增长。从地区发展阶段看，日本、新加坡、韩国等亚洲发达市场股票整体呈现较强韧性，亚洲新兴市场股票多数呈现较大脆弱性。从节奏上看，越南、哈萨克斯坦、韩国等地区股票指数在2022年跌幅较大，而日本、中国台湾、韩国和越南等地区股市在2023上半年涨幅较大。

图表3 亚洲价值股明显跑赢成长股



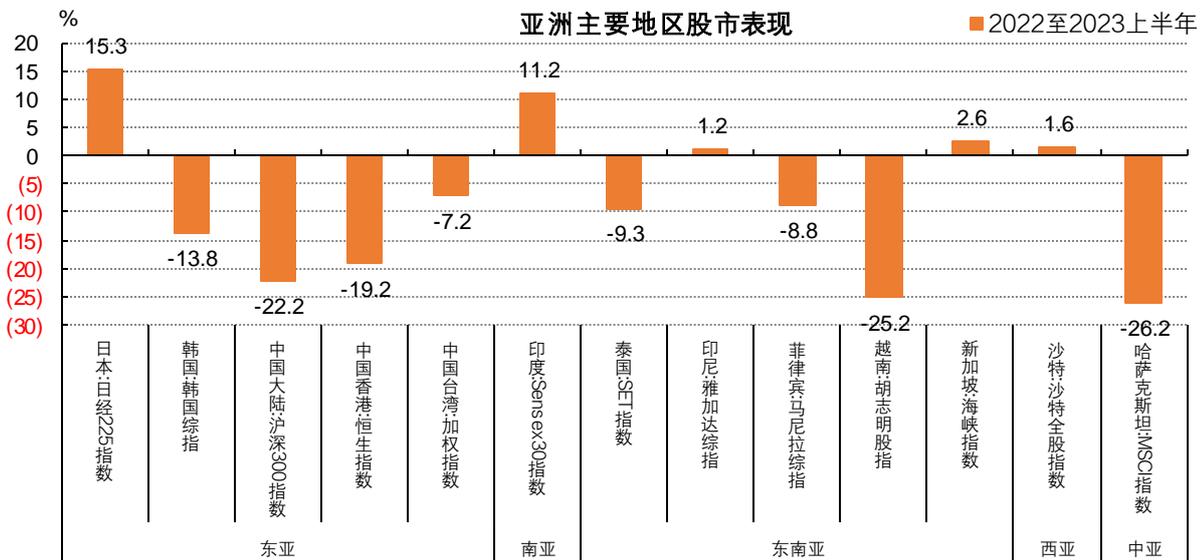
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 亚洲中小盘股略胜于大盘股



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 亚洲地区股市表现分化, 日本和印度股市领跑



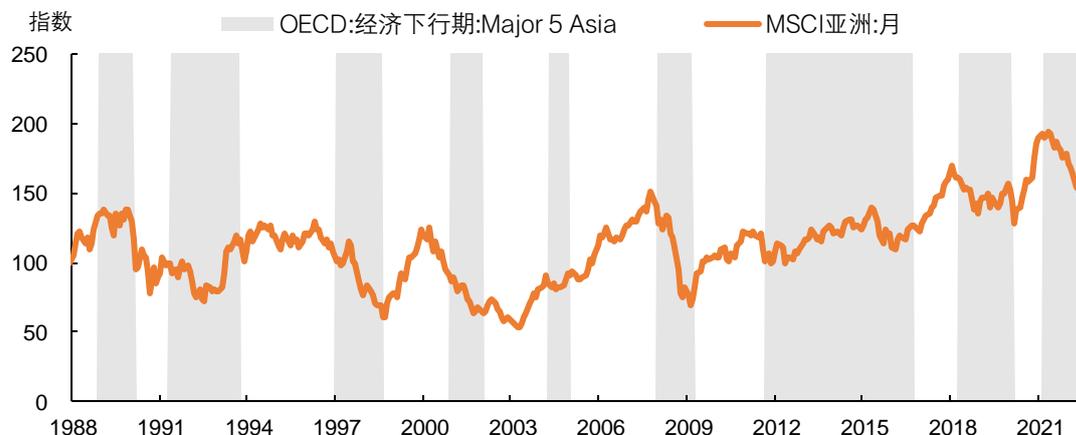
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、驱动因素

1、亚洲经济负重前行

亚洲股票市场表现与经济基本面高度相关。经合组织 (OECD) 统计制作了“亚洲五个重要国家 (The Major 5 Asia, 包括中国、印度、印尼、日本和韩国)”的合成经济周期指标, 为跟踪亚洲整体经济形势提供了良好参考。据 OECD 统计, 1987 年以来截至 2020 年, 亚洲五个国家总共经历了 8 段经济下行期, 最长历时 61 个月, 最短历时 9 个月, 平均历时 2 年左右。在经济下行时期, 亚洲股市普遍承压, MSCI 亚洲指数往往经历较大幅度调整或处于震荡市, 在经济下行期临近结束时或企稳反弹。2021 年 3 月以来截至 2022 年, 五个国家再度步入经济下行期, 亚洲股市也较为同步地处于熊市, MSCI 亚洲指数月均值在 2021 年 3 月至 2022 年 9 月期间下跌了 36%。

图表6 在亚洲主要地区经济下行时期，亚洲股市普遍承压



资料来源：Wind, OECD, FRED, 平安证券研究所

2022年，亚洲经济遭遇逆风，主要原因在于：一是，新冠疫情对亚洲主要经济体的冲击加剧。2021年底开始，奥密克戎变异毒株令新冠疫情加速传播，严重阻碍亚洲地区经济活动。据IMF数据，2022年亚洲发展中经济体GDP仅增长4.5%，低于2009-19年平均增速2.6个百分点。二是，全球商品价格上涨及通胀上升，令亚洲经济成本上升。2022年，地缘冲突引发国际能源、粮食等价格飙升，CRB商品指数均值同比上涨36%。据IMF数据，2022年亚洲发展中经济体CPI通胀率升至3.8%，显著高于2021年的2.2%。三是，全球金融环境急剧收紧，令亚洲政府借贷能力受限。全球通胀上升背景下，多国央行提高利率，令全球借贷成本迅速上升。与美欧相比，亚洲经济体主权融资成本较高，财政政策空间更加受限，令经济复苏更为艰难。

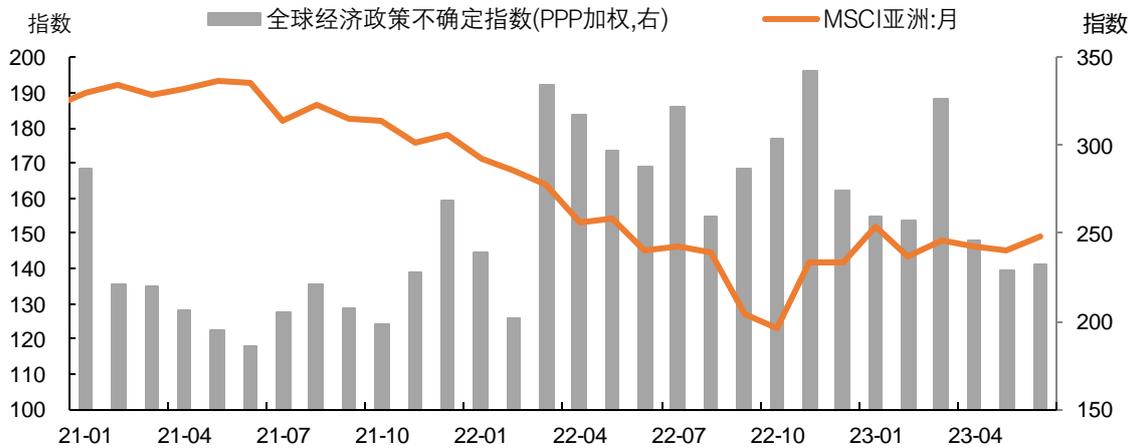
2022年末至2023上半年，压制亚洲经济的主要因素出现改善。首先，新冠疫情冲击逐渐消退，尤其中国经济重启成为亚洲经济的关键驱动。其次，地缘冲突影响淡化，全球能源、粮食等价格高位回落，亚洲通胀压力缓解。最后，发达经济体货币紧缩节奏逐步放缓，全球流动性缓解趋于改善，亚洲政策空间进一步释放。

2、国际经济金融风险上升

亚洲股票作为一类风险资产，受到亚洲及全球股票投资者风险偏好变化的影响。2022年，国际风险事件频发，全球经济政策不确定指数自3月开始显著上升，包括亚洲在内的全球股市均承压。2022上半年，欧洲地缘风险事件令国际金融市场受创。此后，地缘风险事件引发的次生影响，持续增大全球经济金融风险，更引发局部金融危机。

例如欧洲方面，通胀形势急剧恶化，不断迫使欧央行加快退出政策支持，威胁欧元区债务可持续性，引发债券市场抛售。2022年6月，10年期意大利国债利率突破4%的“警戒线”，引发新一轮“欧债危机”担忧。日本方面，日元贬值与通胀上升，令投资者押注日本央行放弃收益率曲线控制(YCC)，引发极端交易行为。2022年6月，10年日债期货大跌并两度触发交易所熔断机制。英国方面，2022年9-10月，新政府宣布大规模减税计划，引发投资者对国债供需恶化的担忧。英国养老金首当其冲，陷入保证金和抵押品补缴危机，逼迫英国央行重启量化宽松。

图表7 2022年3月以后，全球经济政策风险上升，亚洲股市受冲击



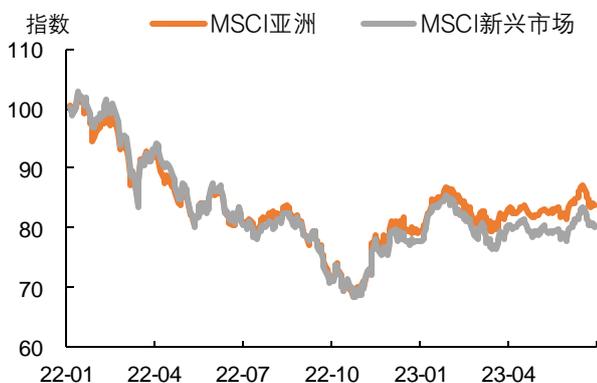
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、美欧央行加息与新兴市场资本外流

站在全球资金配置角度，亚洲股市具有很强的“新兴市场属性”。2022年以来至2023上半年，MSCI亚洲指数和MSCI新兴市场指数的相关系数高达0.98，走势基本一致，分别累计下跌了16.2%和20.6%；MSCI亚洲（除日本）指数与MSCI新兴市场指数走势则更为相近。亚洲和新兴市场股票均容易受到国际资本流动形势的影响。2022年，国际资本流入新兴市场的节奏明显放缓，是新兴市场股价调整的重要背景。据国际金融协会（IIF）数据，2022年流入新兴市场股票和债券的国际资金不足1000亿美元，仅为2021年的三分之一；2022年3月至7月，新兴市场更经历了连续五个月的资本净流出。

美欧货币收紧通常不利于国际资本流入新兴市场，令新兴市场资产普遍承压。2022年，地缘冲突令全球通胀压力进一步上升，迫使美欧央行采取1980年代以来最强力度的货币紧缩。一方面，高利率吸引资金回流美欧。2022年，伴随美联储加息，美元指数由年初的95附近持续升高至四季度的110上方，涨幅超过15%。据美国财政部数据，2022年美国国际资本净流入累计高达1.6万亿美元，同比增长46%，且创下1978年有数据以来的最高纪录。另一方面，美欧央行快速收紧货币条件，令美欧股市和债市同时承压，全球风险偏好急剧降温，国际资本倾向于规避“高收益、高风险”特征的资产，进一步阻碍亚洲及新兴市场的资金流入。2022年11月以来至2023上半年，随着美欧通胀开始回落、加息步伐放缓，国际资本回落亚洲及新兴市场，进一步助力亚洲股市反弹。

图表8 亚洲股票与全球新兴市场股票走势同步



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2022年新兴市场资本净流入大幅放缓



资料来源: IIF, 平安证券研究所

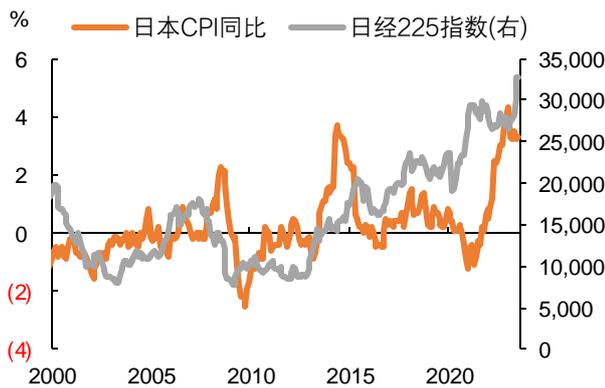
4、日本股市“一枝独秀”

2022 年以来至 2023 上半年，日本股市表现领跑亚洲其他地区，日经 225 指数累计上涨 15.3%，而同期 MSCI 亚洲（除日本）指数下跌了 14.9%。尤其在 2023 上半年，日经 225 指数实现了 27.2% 的涨幅，在亚洲股市中可谓“一枝独秀”，亦是亚洲股市的重要贡献。

2023 上半年，多方面因素驱动日股表现强势。日本经济方面，2023 上半年，日本经济增长势头良好，前两个季度实际 GDP 环比折年率分别达到 3.7% 和 6.0%，同比增长均达到 2%，增长趋势显著好于近三十年平均表现。同时，日本通胀率上升受到市场欢迎，2022 年 4 月至 2023 上半年，日本 CPI 通胀率持续高于 2%，或一定程度上改变市场对日本经济长期通缩的固有看法。**日本企业方面**，上市企业长期估值偏低的困境出现转机。2023 年 3 月，东京证券交易所提出了关于日本上市企业 PB 的指导方案，具体要求 PB 长期低于 1 倍的企业，制定计划以通过回购、增发等手段改善估值。

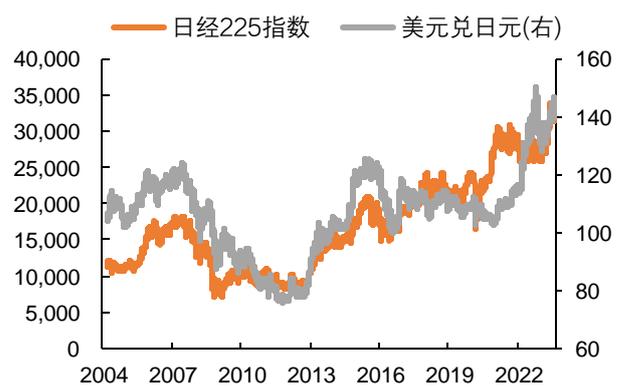
日元汇率方面，由于日美货币政策分化，美元兑日元汇率由 2023 年 4 月初的 130 附近升至 6 月的 140 左右，日股也获得了日元贬值的加持。原因在于，鉴于日本股市的外资交易量占比过半，外资流向对日股影响较大，而日元汇率走贬意味着外资融资成本下降，能够吸引外资流入并提振日股。**市场情绪方面**，2023 年 4 月，巴菲特公开表示“非常自豪”持有日本“五大商社”股票，伯克希尔公司也宣布发行千亿级别的日元债券，通过债券融资对日本商社股进行投资。“巴菲特效应”显著提升了外资对日股的关注度，令日股涨幅扩大。

图表 10 日本股市与通胀



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 11 日本股市与日元汇率



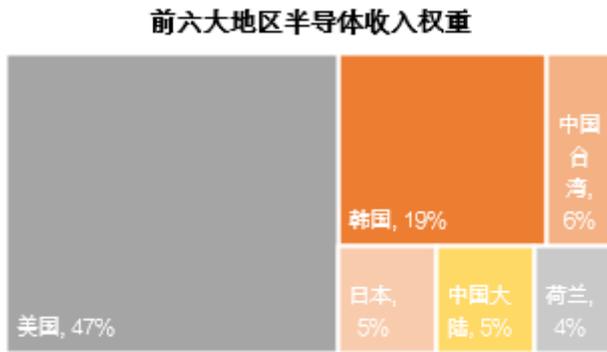
资料来源：Wind, 平安证券研究所

5、全球科技浪潮加持

自 2022 年 11 月，ChatGPT 的发布掀起全球人工智能（AI）浪潮，全球科技股开启一轮快速上涨。其中，全球半导体企业格外受到关注，因 AI 芯片是人工智能时代的技术核心之一。当前，各国正在加大芯片工厂建设投入，例如美国《2022 芯片与科学法案》预计将在未来十年提供 2800 亿美元补贴，并鼓励跨国半导体企业加大在美投资。全球范围来看，亚洲是除美国外半导体产业最为发达的地区。据德勤报告，亚洲不仅是全球最大半导体市场，销量占全球的 60%，同时也拥有多家大型跨国半导体供应商，如三星电子、台积电、海力士、海思半导体等。其中，韩国、中国台湾、日本和中国大陆等亚洲地区，占据全球半导体总收入前六大地区中的四席，四个地区累计收入占比基本持平于美国。

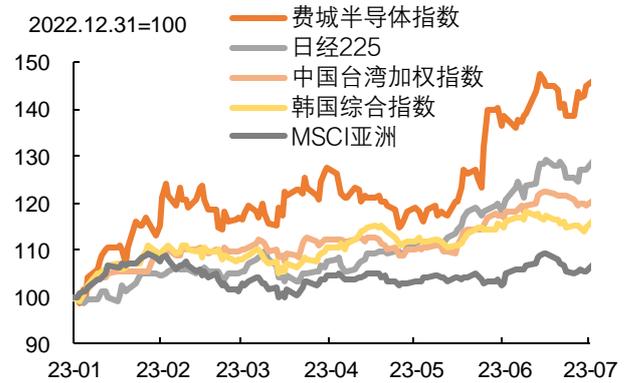
2023 上半年，随着全球半导体企业股价上涨，亚洲半导体生产商股价也受到提振，美国费城半导体指数和 Global X 亚洲半导体指数分别累计上涨 45.1% 和 21.4%。同时，日本、韩国、中国台湾等拥有大型半导体公司的地区，整体股价表现也相对强势，地区主要股指涨幅显著超过亚洲整体水平。

图表12 亚洲占据全球半导体收入前六大地区中的四席



资料来源：德勤,平安证券研究所

图表13 美国半导体股指与亚洲相关地区股指



资料来源：Wind,平安证券研究所

三、展望

1、亚洲经济前景有望继续改善，亚洲股市更获支撑

展望未来一年，亚洲经济趋势有望保持上行。IMF 在 2023 年 5 月的亚洲经济展望报告指出，尽管外需面临减弱，亚洲地区内部的需求依然保持强劲，其中中国、印度经济增长将是主要贡献，而其他亚洲经济体预计也将在 2023 年底触底回升。报告预计，2023 年亚太地区的经济增速将从 2022 年的 3.8% 上升至 4.6%，比 2022 年 10 月的预测上调了 0.3 个百分点，亚太经济对全球增长的贡献将达到约 70%。亚洲发展银行 2023 年 7 月最新预测显示，2023 和 2024 年亚洲经济增长均有望实现 4.7-4.8% 的较高水平。从亚洲经济周期与股票表现的历史相关性看，OECD 亚洲重要五国的经济上行阶段，MSCI 亚洲指数通常显著上升，部分时期保持震荡，几乎没有出现下跌的情况。

2、全球流动性压力缓和，国际资本或加快流入亚洲股市

展望未来一年，全球通胀压力有望继续改善，各国货币政策有望逐步转松。据 IMF 预测，全球 CPI 通胀率有望从 2022 年的 8.7% 逐步回落至 2023 年的 7.0% 和 2024 年的 4.9%。2023 上半年以来，美欧通胀持续改善，美国 CPI 通胀率已由本轮高点 9.1% 回落至 3% 附近，欧元区 HICP 通胀率由两位数水平回落至 5-6% 附近。伴随通胀改善、就业市场降温以及金融风险冒头，美联储加息逐渐接近尾声，欧元区及英国央行加息步伐也有望进一步放缓，全球流动性继续趋于改善，并助力资本重新流入亚洲资本市场。据 IIF 数据，2023 上半年，新兴市场股票和债券累计净流入约 1300 亿美元国际资本，这一规模已超过 2022 年全年水平，且呈现加速流入趋势。

3、东亚股市表现有望领跑亚洲

首先，日本股市的积极表现有望延续。目前国际投资者看好日股的理由包括：一是，在东京交易所新规之下，日本企业有望继续增加股息和股票回购，如果企业能够坚持，公司也可能获得更高估值。二是，日本通胀如果能够回归到 2% 附近的有利水平，可能长期促进日本经济及企业发展。三是，海外股票投资组合对日本的配置仍处于近十年以来偏低水平，在全球优质资产稀缺背景下，日本股票有望进一步获得国际资本支持。其次，中国股市具备充足的修复空间与弹性。截至 2023 年 8 月下旬，沪深 300 指数市盈率低于 11.5 倍，恒生指数市盈率低于 8.5 倍，二者均处于近三年 10% 分位水平之下。中国股票估值水平已具备较强投资吸引力，随着中国经济进一步迈向复苏，股票市场有望迎来补涨。最后，全球新一轮人工智能浪潮有望延续，韩国、日本和中国等东亚地区的先进制造企业有望持续受益。

4、亚洲股市风格有望趋于均衡

一方面，亚洲成长股有望持续获得本轮科技浪潮的加持，但较高的估值水平可能限制股价上涨的空间。例如，具有较强科技属性的韩国综指，在 2023 上半年的估值由年初 11 倍左右上升至最高 16 倍以上，并处于近五年 50%分位以上，估值提升空间或相对有限。另一方面，亚洲价值股有望随经济基本面的改善而逐步回暖。2023 上半年，亚洲经济相比美欧呈现更强韧性，MSCI 亚洲价值指数上涨 5.6%，表现明显好于 MSCI 全球价值指数。随着亚洲经济继续迈向复苏，价值股上涨势头有望延续。具体来看，在相对较高的利率和通胀环境中，金融和消费品行业股票可能受益。

5、关注贸易政策、美欧经济下行和通胀反复等风险

首先，如果亚洲内外部贸易政策超预期恶化，可能威胁亚洲经济与股票投资者信心。IMF 指出，未来国际贸易限制增多、非关税壁垒上升、地区贸易中断乃至“脱钩”等，可能令全球蒙受永久性的经济损失，而亚太地区受到的损失可能是全球平均水平的两倍。其次，2023 上半年，美欧经济“软着陆”预期升温，为股票市场创造了良好环境。但未来美欧经济前景仍有变数，如果美欧经济下行幅度超预期，亚洲经济和市场可能受此波及。再次，国际地缘局势仍存不确定性，倘若出现新的供给冲击令大宗商品价格反弹，亚洲经济不仅将再次面临成本压力，亚洲股市也可能再度受到全球流动性收紧的冲击。

风险提示：国际地缘局势超预期，全球经济下行超预期，全球通胀压力超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层