

## 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。

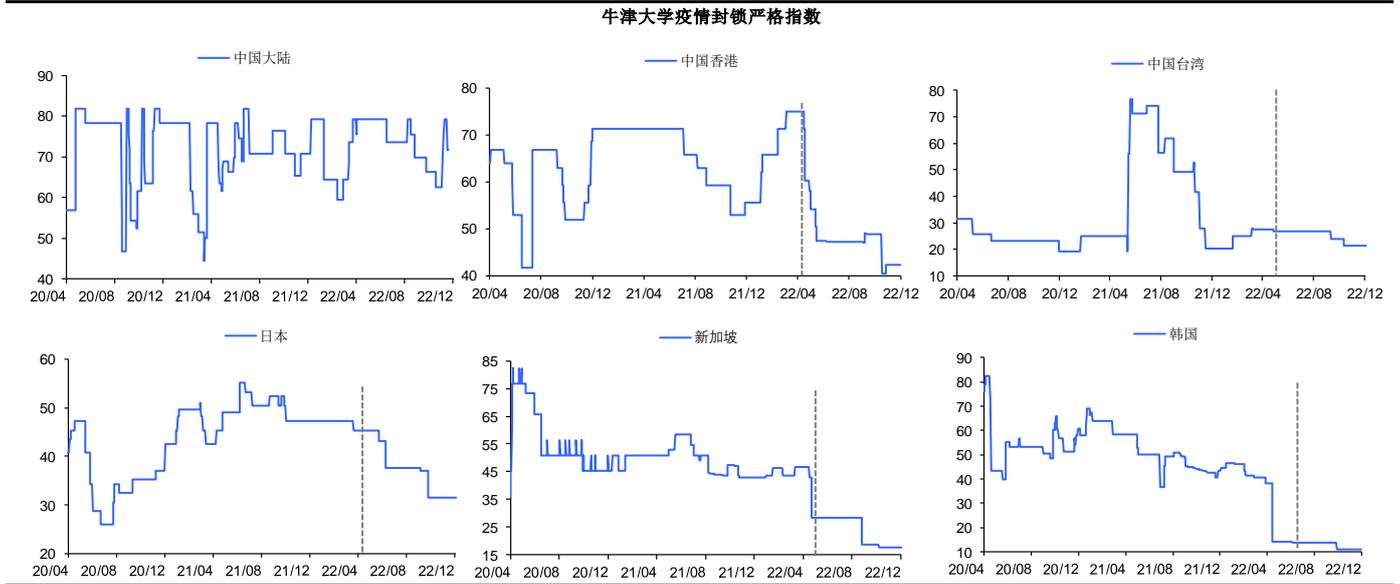
我国台湾和新加坡同样在4月放开防疫，股市受到海外资金流出的大幅冲击，消费板块跟随大盘下跌（表2）。不过，可选消费的细分行业中，酒店类度假行业仍具备韧性，在放开后2个月录得正收益，并持续跑赢其他细分行业。

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。

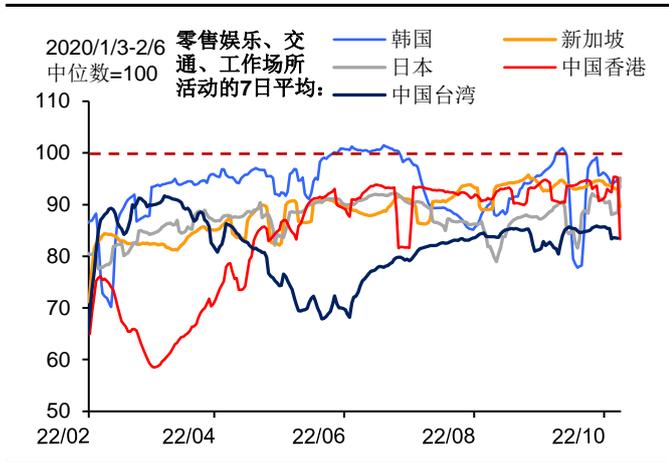
图1：2022年上半年，亚洲经济体防疫政策普遍放开



注：灰色虚线代表 2022 年各经济体防疫政策放开时间点

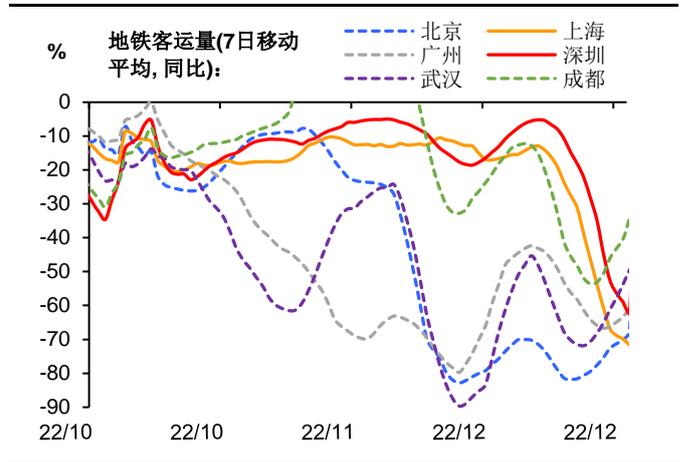
数据来源：OWID，东吴证券研究所

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



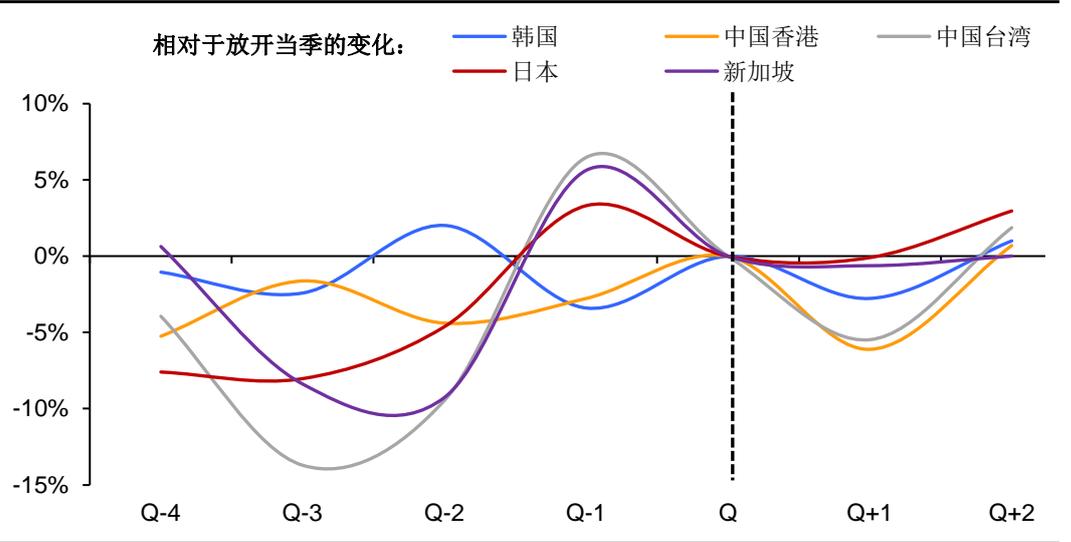
数据来源：Google Mobility，东吴证券研究所

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



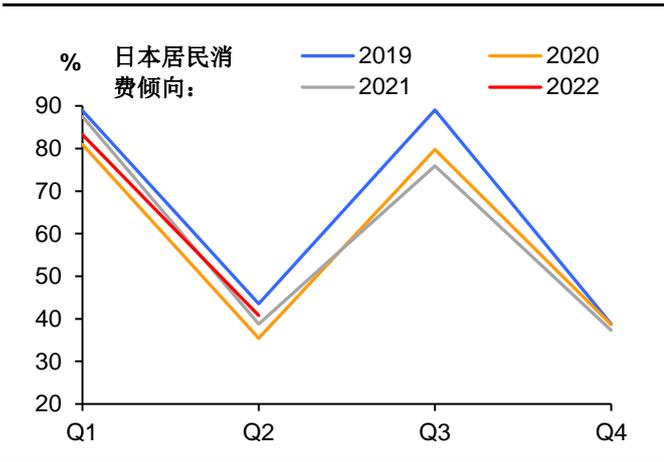
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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



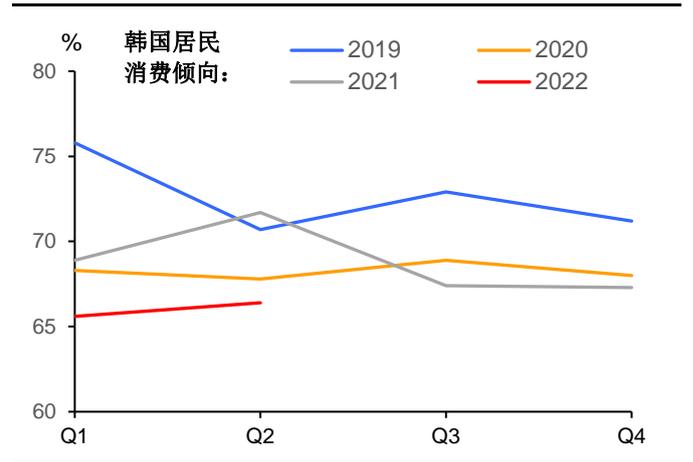
数据来源：Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图5：日本居民消费倾向



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

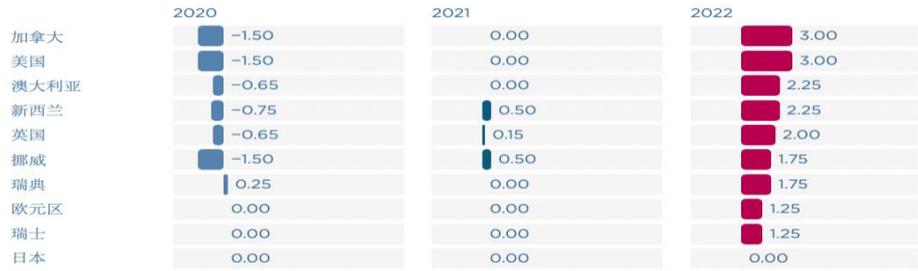
图6：韩国居民消费倾向



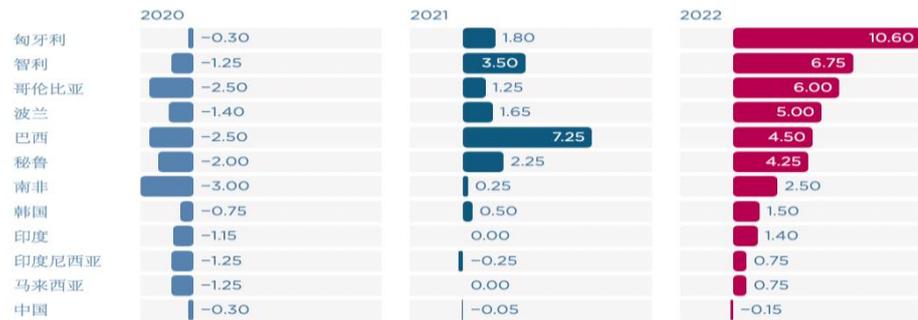
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：2022 年全球迎来加息潮

发达经济体

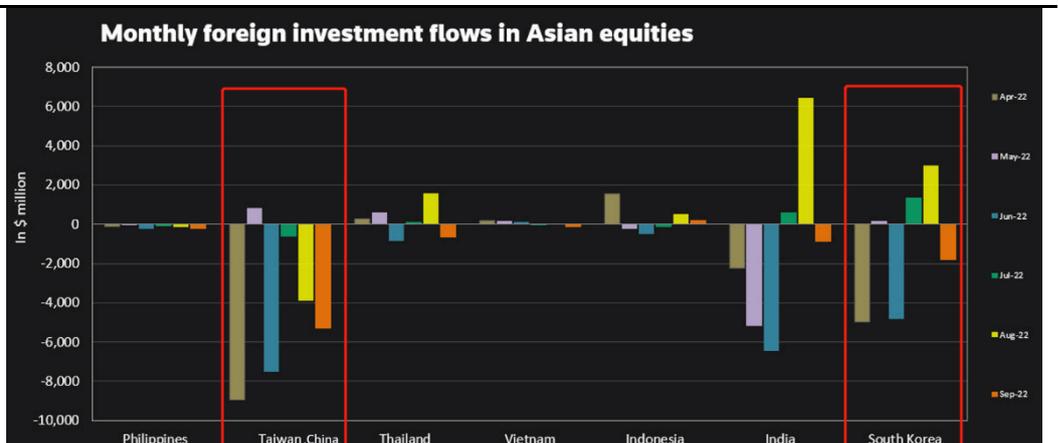


新兴市场和发展中国家



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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_50646](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50646)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn