

从美日、越南、中国港台等地看防疫放开后市场如何表现

深度报告

——疫后复苏专题系列之一（1213）

相关报告

当前我国正处于防疫管控逐渐放开的窗口期，后续经济增长、生产消费、资本市场将会如何表现备受关注。本文详细梳理了美国、日本、越南、中国香港、中国台湾五个国家/地区防疫放开之后不同时间维度的经济及资本市场情况，进而获得一些对A股市场投资的经验和参考。

- **疫情管控节奏：**根据牛津大学疫情管控严格指数来看，欧美国家/地区的管控严格程度相比亚太国家地区的管控严格程度较低。21年开始欧美国家/地区多数开始放松疫情管控，22年下半年亚洲国家/地区疫情管控普遍出现松动。各个国家/地区的恢复节奏来看：
- **美国工业生产恢复强劲，部分零售好转。**疫情放开之后美国GDP同比增幅继续收窄；劳动参与率微升后下降；工业生产恢复强劲；消费方面，耐用品恢复力度和速度领先于非耐用消费品和服务业，细分领域中药房药店零售率先恢复，酒店入住率自放开之后持续波动上行。资本市场方面，标普500先跌后涨，呈“W”波动走势；一级行业中医疗保健和必须消费表现相对占优。
- **日本GDP增速当季回升，劳动参与率较大幅度提高。**劳动参与率较大幅度提升，消费方面，餐饮领域受损最大的酒吧等恢复弹性最大，国内旅游、旅馆等恢复明显，其他休闲中影院消费先升后降。资本市场中日经225解封一周之内上涨，后续较大幅度下降；一级行业，截至目前医疗保健、必须消费、通信等获得较高超额收益。
- **越南GDP增速明显改善，消费较大幅度回暖。**在去年低基数背景下，三季度GDP增速大幅上行；就业市场受疫情冲击较大持续低迷；工业生产中饮料制造业、服装生产、皮革木制品、电气设备制造等生产恢复较好；消费方面，零售快速反弹，旅游业表现出极高的弹性。资本市场方面，胡志明指数在解封后一周、一个月、三个月、六个月均收涨，细分行业中医疗保健前期表现占优，长期零售、生物制药、消费者服务占优。
- **中国台湾GDP增速二季度明显改善，可选消费较大幅度回暖。**4月底中国台湾防疫取消之后，二季度开始反弹明显；失业率先升后降低，工业生产持续改善；消费方面，餐饮零售额同比增速未见好转，私人终端消费中酒精烟草、交通运输、餐厅酒店、休闲文化等改善较为明显。资本市场方面，中国台湾加权指数整体下行，一级行业中，通信、工业、必须消费、基础材料率先出现超额收益，医疗保健表现明显领先其他行业；细分行业中生物制药持续领先，其次休闲用品、消费者服务表现相对较好。
- **中国香港GDP增速反弹明显，失业率明显下降。**4月份疫情管控放开之后，GDP当季增速明显反弹，随后出现回落；失业率明显下降；消费方面，尤其衣物、鞋类及有关制品、汽车及汽车零件、百货公司、中药、药物及化妆品等改善较多。资本市场方面，一级行业中必须消费、医疗保健、工业等率先获得超额收益；细分行业中，卫生保健服务率先表现，长期来看，旅游休闲、汽车零部件、生物制药等表现相对较好。
- **综合以上来看，**疫情放开之后，亚洲地区如日本、越南、中国台湾GDP增速有明显改善；工业生产表现不一；消费市场除中国香港外3-6个月内均有不同幅度的反弹，尤其餐饮、旅游等前期受损严重的领域。考虑到我国当前防疫正逐渐放开，后续经济增速及消费有望较大幅度恢复，资本市场来看，结合其他国家地区的经验，前期推荐关注医疗保健、必须消费板块，更长时间维度可选消费、通信科技有望取得较好收益。
- **风险提示：**产业扶持度不及预期，宏观经济波动。

张夏
0755-82900253
zhangxia1@cmschina.com.cn
S1090513080006

陈星宇
chenxingyu@cmschina.com.cn
S1090522070004

正文目录

| | | |
|-----------|----------------------------------|-----------|
| 一、 | 海内外疫情放松的节奏 | 5 |
| 二、 | 美国 | 5 |
| 1. | 美国防疫政策演变：22年3月全面放开 | 5 |
| 2. | 宣布放开之后经济、生产情况 | 6 |
| 3. | 管控放开之后消费恢复情况 | 7 |
| 4. | 宣布放开之后股票及行业表现 | 8 |
| 三、 | 日本 | 10 |
| 1. | 日本防疫政策演变：22年3月全面放开境内防疫限制，10月放开入境 | 10 |
| 2. | 宣布放开之后经济、生产情况 | 11 |
| 3. | 宣布放开之后消费表现 | 12 |
| 4. | 宣布放开之后股票及行业表现 | 15 |
| 四、 | 越南 | 16 |
| 1. | 越南防疫政策演变：21年Q4年宣布与疫情长期共存 | 16 |
| 2. | 宣布放开之后经济、生产表现 | 18 |
| 3. | 宣布放开之后消费表现 | 19 |
| 4. | 宣布放开之后股票及行业表现 | 19 |
| 五、 | 中国台湾 | 21 |
| 1. | 中国台湾防疫政策演变：22年4月底与疫情“佛系共存” | 21 |
| 2. | 宣布放开之后经济、生产表现 | 22 |
| 3. | 宣布放开之后消费表现 | 23 |
| 4. | 宣布放开之后股票及行业表现 | 24 |
| 六、 | 中国香港 | 26 |
| 1. | 中国香港防疫政策演变：22年4月全面放松 | 26 |
| 2. | 宣布放开之后经济、生产表现 | 27 |
| 3. | 宣布放开之后消费表现 | 28 |
| 4. | 宣布放开之后股票及行业表现 | 29 |
| 七、 | 总结 | 31 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 欧美等国家疫情管控严格指数..... | 5 |
| 图 2: 亚洲等国家地区疫情管控严格指数..... | 5 |
| 图 3: 美国主要防疫政策变化..... | 6 |
| 图 4: 美国 GDP 当季同比增幅继续收窄..... | 7 |
| 图 5: 放开初期劳动参与率略有提升..... | 7 |
| 图 6: 管控放开之后生产延续强劲复苏趋势..... | 7 |
| 图 7: 美国个人消费支出中服务项出现改善..... | 8 |
| 图 8: 疫情管控放开之后, 美国酒店入住率小幅下降后开始提升..... | 8 |
| 图 9: 3 月疫情管控放开之后零售同比增速有所好转..... | 8 |
| 图 10: 药房和药店零售同比在疫情放开之后持续波动上行..... | 8 |
| 图 11: 美国宣布放开之后行业绝对收益..... | 9 |
| 图 12: 美国宣布放开之后行业超额收益 (以标普 500 为基期)..... | 9 |
| 图 13: 日本防疫政策重要事件梳理..... | 11 |
| 图 14: 防控放开之后日本 GDP 增速逐季回升..... | 12 |
| 图 15: 劳动参与率明显提高, 失业率下降..... | 12 |
| 图 16: 工业生产指数先降后升..... | 12 |
| 图 17: 日本行业产能利用率受损及恢复情况..... | 12 |
| 图 18: 放开之后日本国内、国际航空均恢复明显..... | 13 |
| 图 19: 酒吧等恢复力度较大..... | 13 |
| 图 20: 国内旅游、旅馆等恢复力度较大..... | 13 |
| 图 21: 影院消费先升后降..... | 13 |
| 图 22: 疫情初期面条、乳制品等必需品支出增长明显..... | 14 |
| 图 23: 放开之后医疗保健品、药物等支出快速上行..... | 14 |
| 图 24: 放开之后外出就餐支出开始抬升..... | 15 |
| 图 25: 包价旅游恢复明显..... | 15 |
| 图 26: 医疗保健、必须消费、通信较放开之前分别上涨 9.99%、8.40%、5.39%..... | 15 |
| 图 27: 日本宣布放开之后通信、医疗保健、必须消费、金融超额收益为正..... | 16 |
| 图 28: 越南防疫政策重要事件梳理..... | 17 |
| 图 29: 防疫放开之后越南 GDP 当季同比转正..... | 18 |
| 图 30: 越南失业率持续上行..... | 18 |
| 图 31: 防控放开之后, 越南工业生产恢复强劲..... | 18 |
| 图 32: 防控放开之后, 越南零售快速反弹..... | 19 |
| 图 33: 旅游业表现出较高的弹性..... | 19 |
| 图 34: 疫情放开初期医疗保健、科技等去的较高绝对收益..... | 20 |
| 图 35: 越南宣布放开之后三个月左右医疗保健、金融取得较高超额收益..... | 20 |
| 图 36: 中国台湾防疫政策梳理..... | 22 |
| 图 37: 二季度中国台湾放开后, 三季度 GDP 增速开始回升..... | 23 |
| 图 38: 失业率先升后降..... | 23 |
| 图 39: 放开之后工业生产有所改善..... | 23 |
| 图 40: 放开之后中国台湾分行业工业生产指数..... | 23 |
| 图 41: 解封之后消费者信心指数仍较为低迷..... | 24 |

| | |
|--|----|
| 图 42: 餐饮零售额改善, 但同比增速仍未见好转 | 24 |
| 图 43: 私人最终消费、酒精烟草改善较大 | 24 |
| 图 44: 交通运输、餐厅酒店、休闲和文化改善较为明显 | 24 |
| 图 45: 中国台湾宣布放开之后医疗保健绝对收益较大幅度领先 | 25 |
| 图 46: 中国台湾宣布放开之后医疗保健、可选消费、必须消费获得较多超额收益 | 25 |
| 图 47: 中国香港防疫政策梳理 | 27 |
| 图 48: 解封之后当季 GDP 同比增速有所反弹 | 28 |
| 图 49: 解封后失业率明显下降 | 28 |
| 图 50: 工业生产先升后降 | 28 |
| 图 51: 中国香港整体零售放开之后反弹明显 | 29 |
| 图 52: 中国香港耐用消费品尤其汽车及零件恢复较大 | 29 |
| 图 53: 中国香港中药、等零售恢复力度较大 | 29 |
| 图 54: 中国香港宣布放开之后金融、必须消费、可选消费取得较高的累计收益 | 30 |
| 图 55: 中国香港宣布放开之后金融、必须消费、通信、可选消费等获得较多超额收益 | 30 |
| | |
| 表 1: 美国二级行业共存后各时间节点涨跌幅 | 10 |
| 表 2: 日本二级行业共存后各时间节点涨跌幅 | 16 |
| 表 3: 越南制造业出货指数 (2015 年价格: 同比) | 18 |
| 表 4: 越南二级行业共存后各时间节点涨跌幅 | 21 |
| 表 5: 中国台湾二级行业共存后各时间节点涨跌幅 | 25 |
| 表 6: 中国香港二级行业共存后各时间节点涨跌幅 | 30 |
| 表 7: 疫情管控放开之后, 部分国家地区经济、生产、消费及资本市场表现 | 32 |

一、海内外疫情放松的节奏

自 2020 年疫情爆发以来，全球国家/地区普遍采取相关限制措施。随着疫情的反复、毒株的变异和毒性的减弱，部分经济体开始放松疫情的管控。根据牛津大学编制的疫情控制严格指数，目前英国、德国、法国、丹麦、比利时等欧洲国家管控指数基本趋于 0，加拿大、美国等基本降到较低水平。

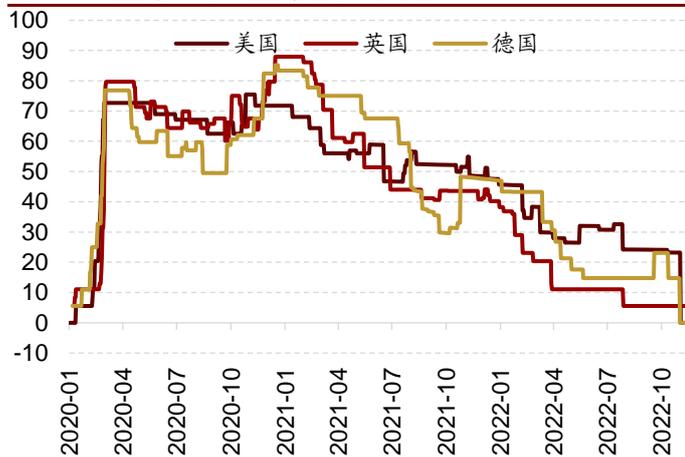
整体来看，欧美等国家疫情管控严格指数较低，亚洲国家/地区管控指数相对较高。

欧美国家多数从 2021 年持续放松疫情管控。2022 年初，丹麦、瑞士、爱尔兰、法国、德国等多个欧洲国家均宣布全面取消防疫管控；美国在今年 3 月份发布与疫情共存计划，6 月份完全放开入境。2022 年下半年英国、德国等欧洲国家严格指数基本上降低到疫情爆发前的水平。

亚洲国家和地区，疫情管控相对严格，但目前严格指数也有明显下降。分区域来看，疫情爆发以来中国、越南、中国香港管控相对严格；日本、中国台湾、新加坡管控严格指数相对较低。2022 年下半年亚洲国家地区疫情管控普遍出现松动，目前新加坡、越南、日本等地基本完全放开防疫管控。

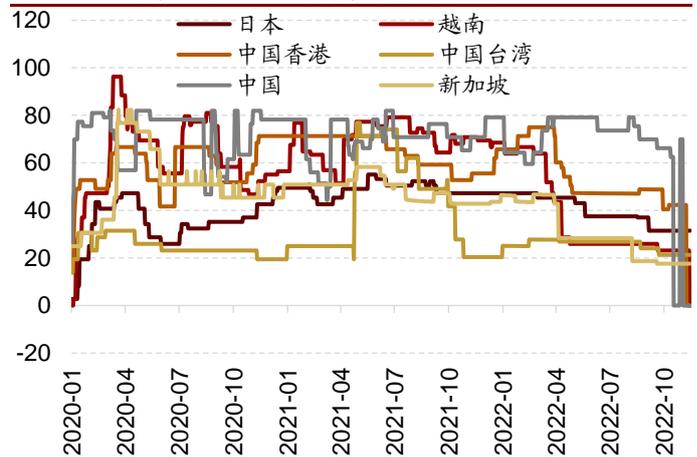
本文我们将以美国、日本、越南、中国香港、中国台湾为例，研究各国家/地区疫情管控放开之后，经济、生产消费以及资本市场的表现，以期获得对国内投资的经验参考。

图 1：欧美等国家疫情管控严格指数



资料来源：Ourworldindata、招商证券

图 2：亚洲等国家地区疫情管控严格指数



资料来源：Ourworldindata、招商证券

二、美国

1. 美国防疫政策演变：22 年 3 月全面放开

1. 严格居家令（2020 年 1 月-2020 年 4 月中旬）

- 1) 2020 年 3 月 13 日：随着疫情的扩散，白宫宣布进入全国紧急状态，随后多州颁布居家令。

2. 开放后再收紧（2020 年 4 月-2021 年 1 月）

- 1) 2020 年 4 月 16 日：**特朗普宣布《重新开放美国经济》**。指南列出了经济重启的三个阶段，明确了各地允许员工重返工作岗位的必要条件，但未提供任何具体日期。
- 2) 2020 年 4-5 月：4 月 26 日，科罗拉多州、蒙大纳州率先撤销居家令，随后多州陆续解除居家令。
- 3) 2020 年 12 月：Alpha 毒株扩散，多州重启居家令，**美国疫情严格指数创前期新高**。

3. 边际放松到放宽入境限制（2021 年 1 月-2022 年 3 月）

- 1) 2021 年 1 月 21 日：**拜登公布“疫情防范和应对国家战略”**，设定了包括扩大紧急救助计划，动用《国防生产法》，**安全重启学校、经济、旅游行业等**在内的七大目标，此举是防疫策略的重要拐点。**2 月份之后美国疫情管控严格指数开始持续下降**。

- 2) 2021年3月8日：CDC宣布完全接种疫苗者在室内聚集免戴口罩。
- 3) 2021年4月2日：CDC宣布完全接种疫苗者可放开国内旅行。
- 4) 2021年7月27日：Delta成优势毒株，CDC恢复室内口罩令。
- 5) 2021年11月：**美国放松入境限制**。允许完成了新冠疫苗接种的外国旅客入境，在入境前与入境后提供核酸检测阴性报告。

4. 宣布共存到全面放开（2022年3月-至今）

- 1) 2022年3月：**白宫发布与病毒共存计划，全面放开**。计划包括四个目标：1) 预防和治疗 COVID-19; 2) 提高美国的监测能力，以快速识别新突变株; 3) 避免（学校/企业等）关闭; 4) 海外支持计划
- 2) 2022年6月12日：**美国宣布入境人士不再需要提供核酸检测报告，完全开放**。
- 3) 2022年9月18日：为了中期选举赢得支持率，美国总统拜登在参加节目时公然宣布“新冠疫情全球大流行在美国结束”。
- 4) 2022年10月13日：美国政府将美国的新冠公共卫生紧急状态延长 90 天，以应对冬季可能出现的病例激增情况。

图 3: 美国主要防疫政策变化



资料来源: 公开资料整理, 招商证券

2. 宣布放开之后经济、生产情况

这里我们将进一步分析美国疫情管控放开之后，经济、就业、生产、消费等方面的变化情况。

经济增长：高基数叠加内需回落，GDP 当季同比增幅继续收窄，目前增速低于疫情前的水平。22年3月，白宫发布与病毒共存计划，一季度当季 GDP 不变价同比增长 3.68%，随后二、三季度增速整体下滑，单季度同比增速分别为 1.80%、1.86%；增速仍低于疫情前 2019 年同期的 2.14%和 2.31%。

就业：放开初期，劳动参与率小幅波动上行，失业率基本维持在低位。截至 2022 年 11 月，美国失业率为 3.70%，和疫情之前水平较为接近，2019 年同期失业率为 3.60%，处于历史低位。全面放开之前，劳动参与率已逐步回升，放开之后短期仍有小幅提升，但目前整体仍低于疫情之前同期水平；失业率基本维持稳定。

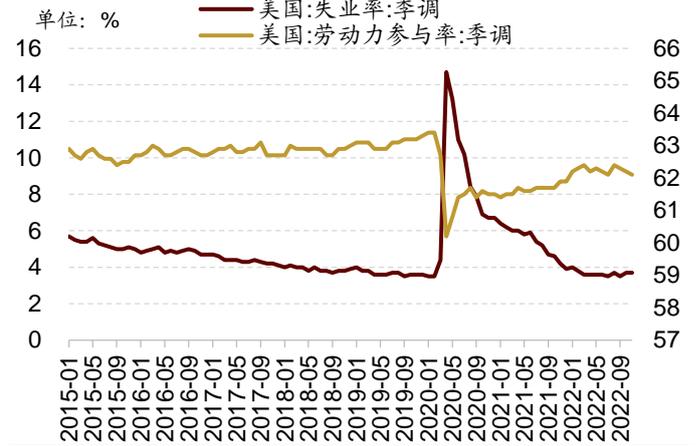
工业生产：恢复较为强劲。2020 年疫情爆发初期，美国工业生产受到较大冲击，20 年 4 月份工业生产指数锐减至 84.24（2015 年=100），全部工业部门产能利用率降至 64.53%。随后工业生产开始逐步回升，放开之后修复延续，目前整体已经略高于疫情之前同期水平。

图 4: 美国 GDP 当季同比增幅继续收窄



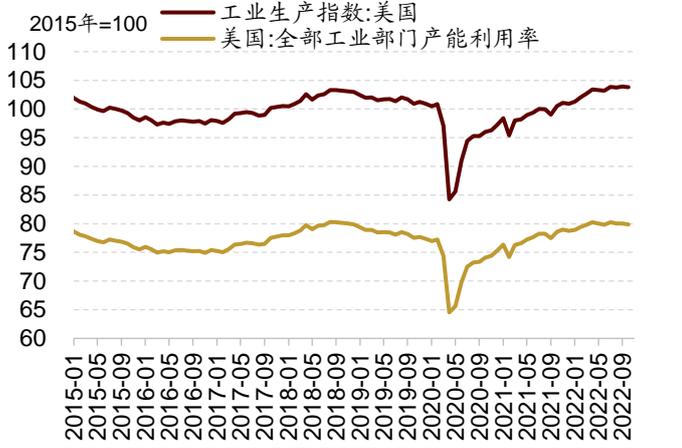
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 放开初期劳动参与率略有提升



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 管控放开之后生产延续强劲复苏趋势



资料来源: Wind、招商证券

3. 管控放开之后消费恢复情况

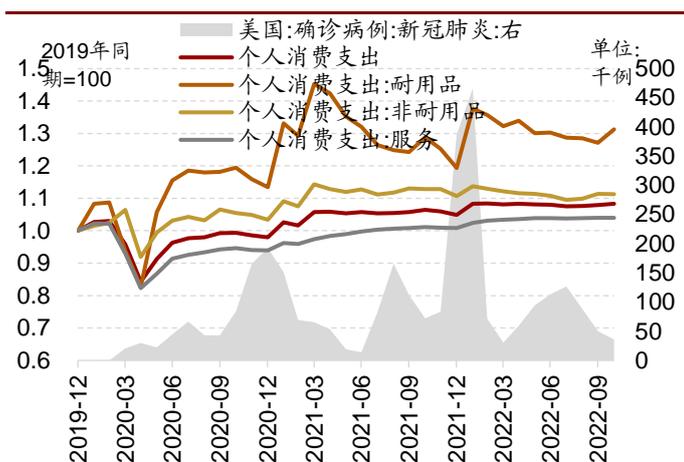
从冲击程度上看，2020 年疫情爆发初期，美国耐用品、非耐用品、服务消费均受到不同程度的负面影响，其中非耐用品消费（食品、服装等）受到的冲击相对较小，其次是耐用品消费（家具和家用设备、娱乐商品和车辆等），受到冲击最为严重的是服务消费（家庭服务、交通运输、医疗护理、娱乐等）。2020 年 4 月份，美国耐用品、非耐用品、服务消费水平分别下降至 2019 年同期的 83%、92%、82%。

从恢复程度上看，耐用品消费的复苏速度和力度大幅领先于非耐用品、服务消费。随着美国财政政策的落地，耐用品和非耐用品消费在 2020 年 5 月份已恢复或接近疫情前同期水平，受到疫情及防控政策制约最多的服务消费在 2021 年 6 月才实现恢复。财政刺激显著拉动了耐用品的消费，比如 2020 年 3 月底发布的救济和经济安全法案，2020 年 12 月发布的新冠疫情救济法案。2021 年 3 月耐用品消费已达疫情前同期水平的 145%。整体上看，在商品消费的拉动下，美国个人消费支出于 2021 年 1 月超过 2019 年同期水平。

细分项目来看，作为生活必需品的食品消费受到疫情冲击的影响较小，收入增加及居家办公拉动了家用设备、娱乐商品等耐用品的消费需求，数据显示 2020 年 3 月后这些商品消费均在超疫情同期水平上运行，今年 3 月后开始放缓。服务消费内部出现分化，疫情初期，相比于家庭服务和医疗护理，交通运输和娱乐消费受到的冲击更大，截至 2022 年 9 月，后两者的数据均未恢复至疫情之前水平，而前两者在 2021 年 9 月已经恢复。

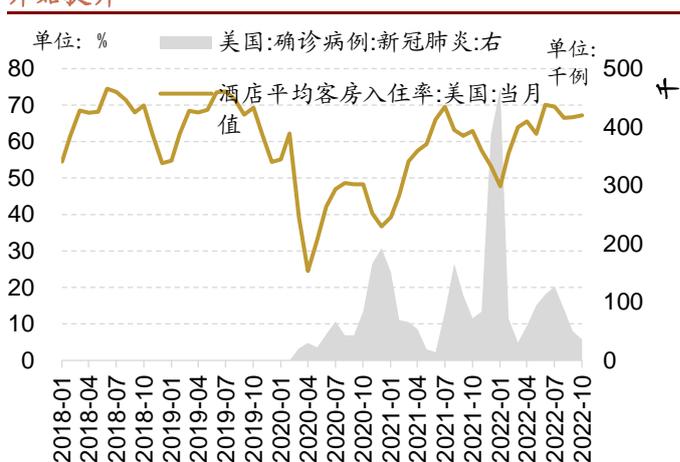
全面放开之后，自 3 月份疫情管控全面放开大约 3 个月之后，美国当日新增确诊人数达到峰值，随后逐渐下降。由此导致美国零售和食品服务整体销售额同比增速先降后升。细分项目中，药房药店点零售率先恢复，基本在放开之后 1-2 个月内同比增速达到区间峰值；食品饮料韧性较大，3 个月左右同比增速提升至区间峰值，服装和配饰零售短期受到一定冲击，7 月份同比增速一度转负，随后逐渐回升；酒店入住率自放开之后持续波动上行；其他电子和家用电器零售增速持续处于下滑通道。

图 7: 美国个人消费支出中服务项出现改善



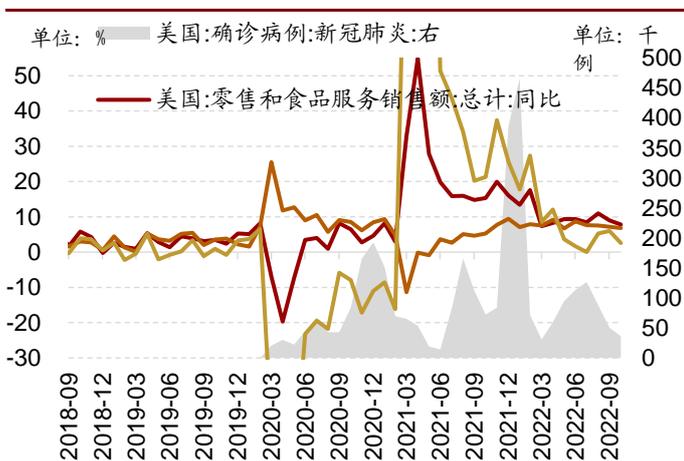
资料来源: Wind、招商证券 (2019 年同期作为基期)

图 8: 疫情管控放开之后, 美国酒店入住率小幅下降后开始提升



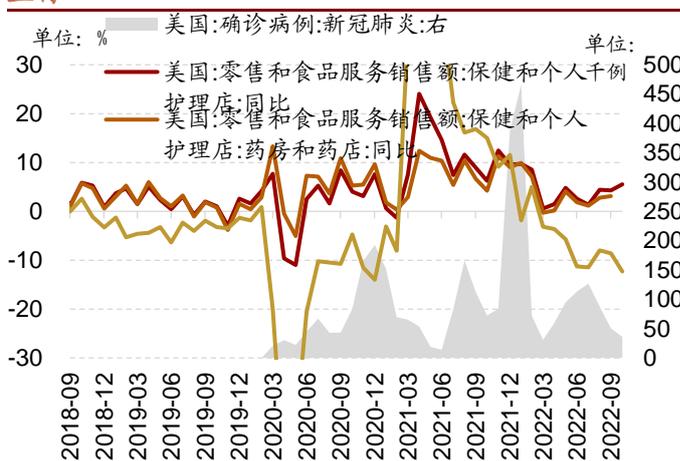
资料来源: Wind、招商证券

图 9: 3 月疫情管控放开之后零售同比增速有所好转



资料来源: Wind、招商证券

图 10: 药房和药店零售同比在疫情放开之后持续波动上行



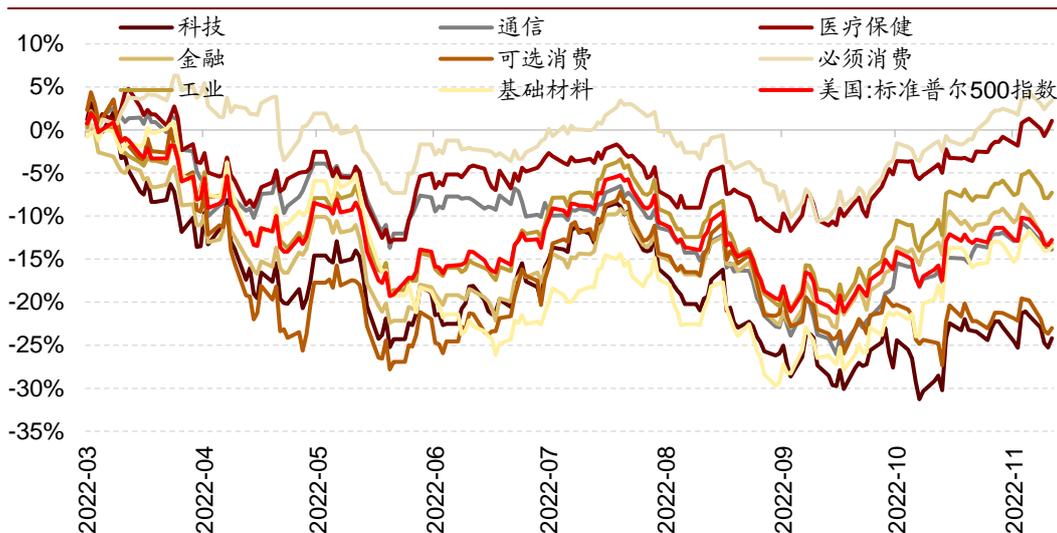
资料来源: Wind、招商证券

4. 宣布放开之后股票及行业表现

整体来看, 放开之后标普 500 先跌后涨。3 月份美国国内放开之后, 标普 500 持续波动下行, 6 月触底之后指数逐步回升, 8-9 月中旬继续下跌, 随后开启新一轮的上涨。截至 12 月 8 日, 标普 500 较 3 月 25 日下跌约 13%。

一级行业来看, 医疗保健和必须消费表现相对占优。绝对收益方面, 3 月底至今仅医疗保健和必须消费获得正收益, 分别上涨约 1.1%、3.4%。科技、可选消费表现较差, 跌幅分别达 24.2%、23.0%, 通信、金融、基础材料、工业分别跌 13.9%、13.1%、13.5%、7.3%, 跌幅明显。

图 11: 美国宣布放开之后行业绝对收益



资料来源: Datastream、招商证券

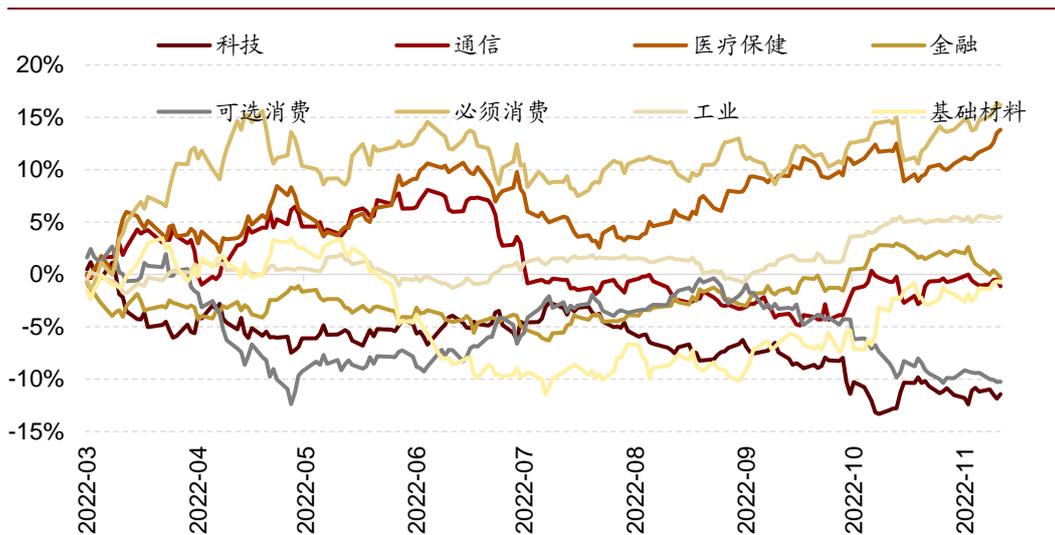
相对收益方面, 截至目前, 整体必需消费、医疗保健、工业分别领先标普 500 指数 16.2%、13.8%、5.5%。其余科技、可选消费、金融、基础材料等均跑输标普 500。

放开之后至 7 月前, 相比标普 500, 通信、医疗保健、必需消费有明显的超额收益, 其中必需消费行业在 4 月中旬相对涨幅达到了 15%。科技、金融、可选消费、基础材料有不同程度的下降, 工业没有明显的变动。

6-7 月底, 通信、医疗保健、必需消费的超额收益出现明显的回调, 可选消费有明显的上升, 科技、金融、基础材料维持弱势。

8 月至今, 医疗保健、必需消费、基础材料超额收益逐渐上行, 工业修复加快并在 5%左右波动, 科技、可选消费逐步下行, 通信、金融行业超额收益则回到 0%附近。目前, 医疗保健、必需消费、工业超额收益为正, 科技、可选消费超额收益显著为负。必需消费的相对强势可能是因为疫情前期居民储蓄积累、政府刺激政策以及就业市场供需紧张带来的薪资增多, 带动行业景气度。

图 12: 美国宣布放开之后行业超额收益 (以标普 500 为基期)



资料来源: Datastream、招商证券

二级行业方面: 全面放开一周后, 汽车及零部件、医疗设备、旅游休闲、食品和饮料行业指数涨幅居前, 分别上涨 5.6%、2.8%、2.7%、2.1%。一个月后, 食品和饮料行业涨幅最高达 5.7%。三个月后, 制药和生物技术、食品和饮料行业略有上涨, 涨幅分别为 1.3%, 0.3%。半年后, 各行业指数涨幅悉数均为负, 卫生保健、制药和生物技术、食品和饮料行业跌幅相对较小。截至 12 月 8 日, 疫情受益和必选板块表现较好, 涨幅居前, 制药和生物技术、食品和饮料、卫生保健行业指数分别上涨 8.6%、6.0%、4.7%, 表现较差的行业有汽车及零部件、传媒、零售、休闲用品, 分别下跌 40.9%、27.1%、22.9%、16.2%。

表 1: 美国二级行业共存后各时间节点涨跌幅

| 基准日期: 2022/3/25 | 解封一周涨幅 | 解封一个月涨幅 | 解封三个月涨幅 | 解封六个月涨幅 | 截至目前涨幅 |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 二级行业 | 2022/4/1 | 2022/4/25 | 2022/6/27 | 2022/9/27 | 2022/12/8 |
| 卫生保健提供商 | 1.1% | -0.3% | -4.0% | -5.7% | 4.7% |
| 医疗设备 | 2.8% | -4.7% | -14.5% | -21.4% | -11.5% |
| 制药和生物技术 | 1.5% | 0.1% | 1.3% | -7.4% | 8.6% |
| 汽车及零部件 | 5.6% | -3.4% | -25.4% | -17.5% | -40.9% |
| 消费者服务 | 0.7% | -3.9% | -16.0% | -21.5% | -12.4% |
| 家庭用品、家居建材 | -2.4% | -2.5% | -11.1% | -16.1% | -0.3% |
| 休闲用品 | -0.1% | -4.9% | -8.7% | -17.0% | -16.2% |
| 个人物品 | 0.9% | -2.3% | -14.0% | -23.5% | -9.6% |
| 传媒 | 0.1% | -19.9% | -32.1% | -32.1% | -27.1% |
| 零售 | -0.4% | -4.4% | -21.9% | -21.7% | -22.9% |
| 旅游和休闲 | 2.7% | -0.2% | -16.8% | -18.6% | -5.8% |
| 食品和饮料 | 2.1% | 5.7% | 0.3% | -5.8% | 6.0% |
| 交通运输 | -5.0% | -10.6% | -16.7% | -25.0% | -14.1% |

资料来源: Datastream, 招商证券

三、日本

1. 日本防疫政策演变: 22 年 3 月全面放开境内防疫限制, 10 月放开入境

2020 年疫情爆发以来, 日本疫情防控经历了初期的严格控制到逐渐放松入境, 再到反复启动紧急事态宣言, 最后基本全面放开。根据牛津大学编制的疫情防控严格指数, 基本可以将日本的疫情管控分为以下几个阶段:

1. 紧急事态宣言 (2020 年 1 月-2020 年 5 月底)

- 1) 2020 年 4 月 1 日: 20 年随着感染人数的增加, 4 月份日本宣布拒绝 73 国外国人入境;
- 2) 2020 年 4 月 7 日: 第一次紧急事态宣言, 当时主要针对东京都、神奈川县、埼玉县、千叶县、大阪府、兵库县、福冈县 7 地实施; 随后考虑到黄金周人潮的大批流动, 将适用范围进一步扩展到全国。

2. 复工复产到入境放松 (2020 年 5 月 25 日-2020 年 11 月)

- 1) 2020 年 5 月 25 日: 第一次紧急事态宣言解除, 逐步复工复产。日本首相安倍晋三宣布解除北海道、东京、埼玉、千叶、神奈川四县的紧急状态, 这也意味着日本全国已经“解封”。
- 2) 2020 年 8 月-11 月: 10 月份逐步放开入境限制, 入境人数限制在 1000 人/天。

3. 反复启动紧急事态宣言 (2020 年 11 月-2021 年 10 月 8 日)

- 1) 2020 年 11 月-12 月: 缩短餐厅营业时间, 暂停旅游支援政策
- 2) 2021 年 1 月 8 日: 第二次紧急事态宣言。日本政府 7 日敲定紧急宣言发布方针, 定于 1 月 8 日开始, 实施一个月至 2 月 7 日, 范围为首都圈的东京都、千叶县、埼玉县和神奈川县。
- 3) 2021 年 3 月 21 日: 第二次紧急事态宣言解除
- 4) 2021 年 4 月 25 日: 第三次紧急事态宣言
- 5) 2021 年 5 月 31 日: 第三次紧急事态宣言解除
- 6) 2021 年 7 月 8 日: 东京都第四次紧急事态宣言
- 7) 2021 年 10 月 1 日: 全面解除紧急事态宣言等管制, 就放开进行实验。日本政府 9 月 28 日下午就新冠防疫对策召开对策本部会议, 正式决定在 9 月 30 日到期之后, 于 10 月 1 日全面解除 19 个都道府县的紧急事态宣言, 以及 8 个县的防止疫情蔓延等重点措施。

4. 逐步放开到解除蔓延防管控 (2021 年 10 月-至今)

- 1) 2021年11月29日，日本首相岸田文雄宣布，从30日起暂停所有国家和地区外国人的新入境；
- 2) 2022年1月18日：实施蔓延防止政策；2月10日，将13个行政区的“防止蔓延等重点措施”延长至3月6日；
- 3) 2022年3月：3月1日开始分阶段放宽入境管控措施；14日提升单日入境人数上限；21日，**全面解除蔓延防管，国内防疫限制全数解封**。当地时间16日晚，日本首相岸田文雄在记者会上宣布，将以本月21日为最后期限全面解除目前在日本18个地区实施的“防止蔓延等重点措施”疫情准紧急状态。同时日本进一步放宽边境管制措施，包括将现行每日7000个入境名额提高至4月起每日1万名。
- 4) 2022年6月：提高入境人数上限从1万至两万，重新允许外国旅游团入境
- 5) 2022年9月7日：提高入境人数上限至5万；
- 6) 2022年10月11日：**放宽入境防疫政策，取消单日入境人数上限，重新开放个人旅游签证**。据日本广播协会电视台报道，自11日起，日本政府取消单日入境人数为5万人的上限，重新开放个人旅游签证。对美国、韩国、英国等68个国家和地区的短期入境者恢复免签入境待遇。此外，日本政府自11日起原则上免除所有旅客入境时核酸检测，旅客入境后无需隔离。不过，旅客在入境时仍需提供3针新冠疫苗接种证明或出境前72小时以内核酸检测阴性证明。
- 7) 2022年11月18日：都道府县可以根据需要，发布“强化防止医疗告急对策宣言”；如果医疗供应依然紧张，则发布“医疗非常事态宣言”，要求大幅限制出勤、避免返乡和旅行

图 13: 日本防疫政策重要事件梳理



资料来源: Wind, 招商证券

2. 宣布放开之后经济、生产情况

经济增长: GDP 当季同比逐渐回升, 在较低基数背景下, 目前增速已经超过疫情前的水平。3月21日, 日本正式放开疫情管控, 一季度当季 GDP 不变价同比增长 0.6%, 随后二、三季度增速逐季回升, 单季度同比增速分别为 1.7%、1.8%; 增速已经超过疫情前 2019 年同期的 0.6% 和 -1.9%。

就业: 劳动参与率大幅提升。截至 2022 年 10 月, 日本失业率为 2.60%, 略高于疫情前 2019 年同期失业率的 2.40%, 但已好于 2020 年及 2021 年同期的 3.10%、2.70%。劳动参与率在解封之后明显反弹。未全面放开之前, 2022 年 2 月劳动参与率已经降至 61.80%, 3 月放开之后迅速回升, 10 月份达到 62.8%, 高于疫情之前同期水平。

工业生产: 疫情放开前两个月工业生产指数出现下降, 随后迅速恢复上涨。疫情防控全面放开初期, 工业生产及产能利用有所下降至 5 月份 88.69% 的低点, 6 月以来整体延续弱修复, 受全球经济下行影响, 未恢复至疫情前水平。

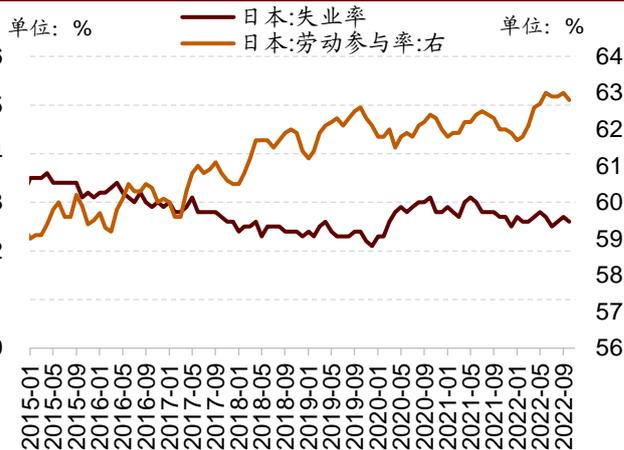
分行业来看, 我们以放开时点的产能利用率指数和 2019 年同期比值代表受损情况, 用当前行业产能利用率指数与放开前同期比较代表行业产能利用率恢复情况, 发现信息和通信电子设备、家用电动机械、电气机械、运输设备等行业前值受损较大, 并且后续恢复弹性也较大。

图 14: 防控放开之后日本 GDP 增速逐季回升



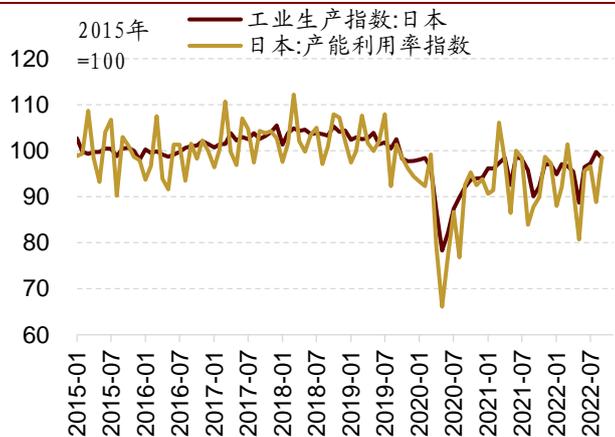
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 劳动参与率明显提高, 失业率下降



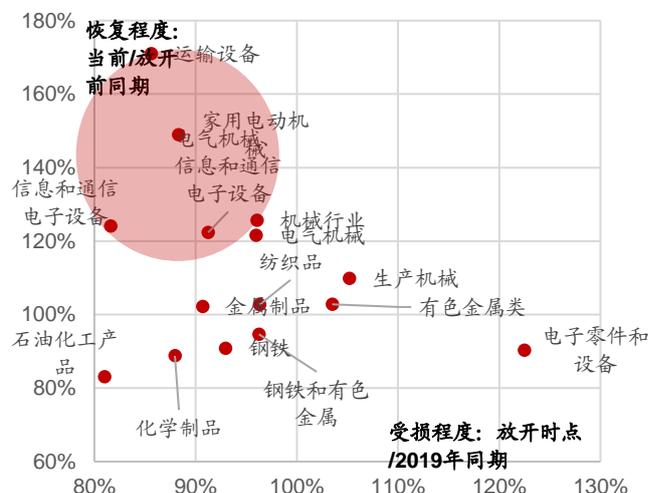
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 工业生产指数先降后升



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 日本行业产能利用率受损及恢复情况



资料来源: CEIC、招商证券

3. 宣布放开之后消费表现

从日本的各项中观数据来看, 在每一轮确诊人数达到区间峰值阶段, 消费细分领域普遍出现下滑; 在确诊人数下降, 防控政策放开期间, 多数消费数据均有不同程度的反弹。下面我们将从出行、餐饮、旅游、其他休闲服务四个方面, 观察不同疫情期间, 日本消费细分行业的复苏力度与节奏。

● 出行: 解封后逐渐回暖

2020 年疫情爆发后, 公路客运、铁路客运、水路客运、国内航空客运、国际航空客运活动指数相比 2019 年同期大幅下滑。由于入境限制, 除国际航空外, 2020 年 5 月底第一次紧急事态宣言解除后, 各客运活动指数开始修复, 同年 10 月后, 日本进入反复启动紧急事态时期, 各类型客运复苏节奏呈震荡趋势, 其中公路客运和铁路客运韧性相对较高, 而水路客运和国内航空客运起伏较大。2022 年 3 月, 日本全面解除蔓延管控后, 边境管制措施也进一步放宽, 包括国际航空在内的 5 个客运活动指数顺利恢复上行。最新数据显示, 公路客运、铁路客运、水路客运、国内航空客运恢复至疫情前 80%左右的水平, 国际航空客运为疫情前 30%左右的水平。

● 餐饮: 受损最大的酒吧等恢复弹性最大

餐饮行业内部因为消费场景不同, 在受冲击影响和恢复程度上呈现明显的分化。2020 年疫情初期, 咖啡店、快餐店、食品外卖和送货服务、餐馆和特色餐厅、饮食狂欢场所行业活动指数出现不同程度的下滑。快餐店、食品外卖和送货服务因为需求刚性和疫情受益, 受到的负面影响较小, 最低水平分别为 2019 年同期的 84%和 70%, 咖啡店、餐馆和特色餐厅、饮食狂欢场所则因为线下场景属性、受出行聚集限制政策影响严重, 最低水平降至疫情前同期的

27%、38%、9%。同年6月，各行业活动指数开始修复，快餐店很快恢复至疫情之前的水平。随后的疫情反复扰动时期，饮食狂欢场所起伏较大，咖啡店、食品外卖和送货服务、餐馆和特色餐厅则相对稳定。全面放开后，饮食狂欢场所、咖啡店、餐馆和特色餐厅开启新一轮的修复并企稳。7月随着感染人数的增加，多数餐饮指数有所下滑。最新数据显示，咖啡店、食品外卖和送货服务、餐馆和特色餐厅恢复至疫情前80%左右的水平，饮食狂欢场所活动为疫情前55%左右的水平。

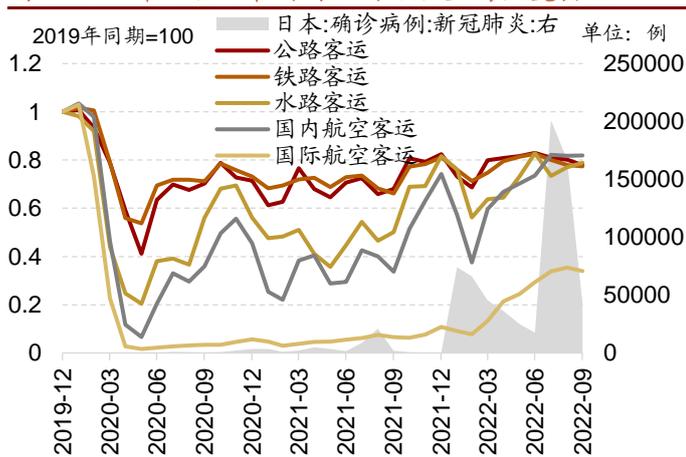
● **旅游：国内旅游、旅馆等恢复明显**

旅游方面，由于日本入境政策限制，国外旅游行业活动指数在2022年3月全面放开之前保持在疫情前同期水平的10%以下。其他细分行业活动指数，包括和式旅馆、酒店宾馆（除和式旅馆）、国内旅游在内，在2020年5月分别跌至2019年同期水平的10%、18%、3%，随后在2020年5月-10月，2020年11月-2022年3月两段时期，三者的恢复程度和起伏走势都较为相似。全面放开之后，包括国外旅游在内的活动指数进入上行通道，截至2022年9月，和式旅馆、酒店宾馆、国外旅游、国内旅游活动指数水平分别为疫情前的78%、91%、24%、82%。

● **其他休闲：影院消费先升后降**

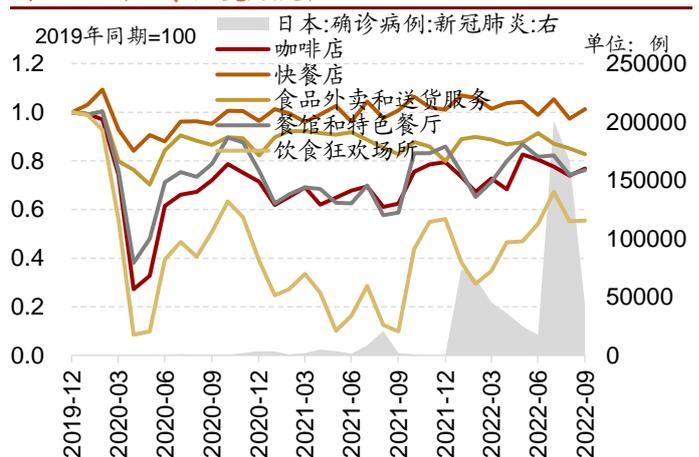
其他休闲产业方面，由于场景特点和生活需求，高尔夫球场、美发和美容院及理发店在这段时期表现了极高的韧性，疫情初期出现相对较小的下滑之后，2020年8月左右便接近或恢复至2019年同期的水平，随后保持小幅波动，其中高尔夫球场活动指数在多数月份里超过了疫情前的水平。健身俱乐部、生活和娱乐相关服务、洗衣店、电影院受到冲击较大，同时恢复速度也较快。2020年10月后的反复启动紧急事态时期，电影院活动指数波动较大，其余指数在相对较小的区间震荡。全面放开至今，健身俱乐部、生活和娱乐相关服务、洗衣店、理发店、美发和美容院、电影院活动指数整体都有回升，高尔夫球场可能由于挤出效应有所下滑，各项最新数据水平分别为疫情前的80%、84%、79%、95%、95%、65%、98%。

图 18：放开之后日本国内、国际航空均恢复明显



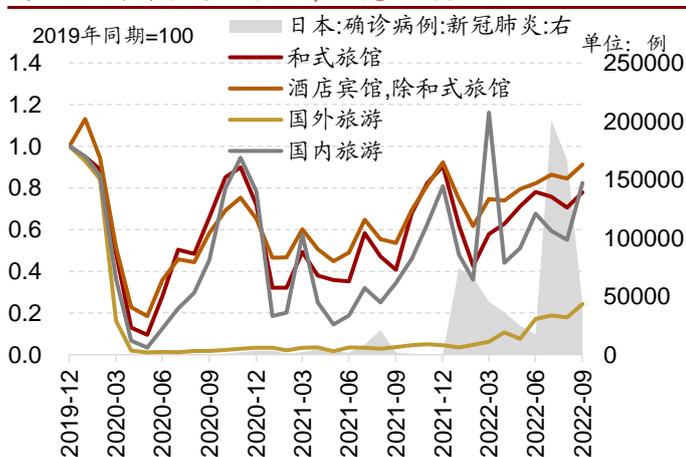
资料来源：Wind、招商证券

图 19：酒吧等恢复力度较大



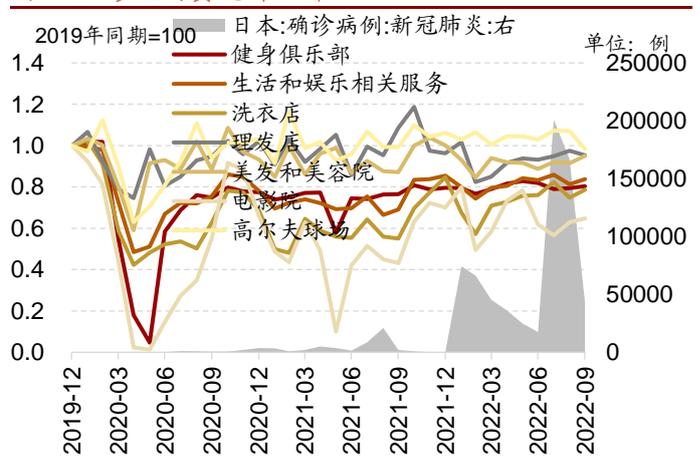
资料来源：Wind、招商证券

图 20：国内旅游、旅馆等恢复力度较大



资料来源：Wind、招商证券

图 21：影院消费先升后降



资料来源：Wind、招商证券

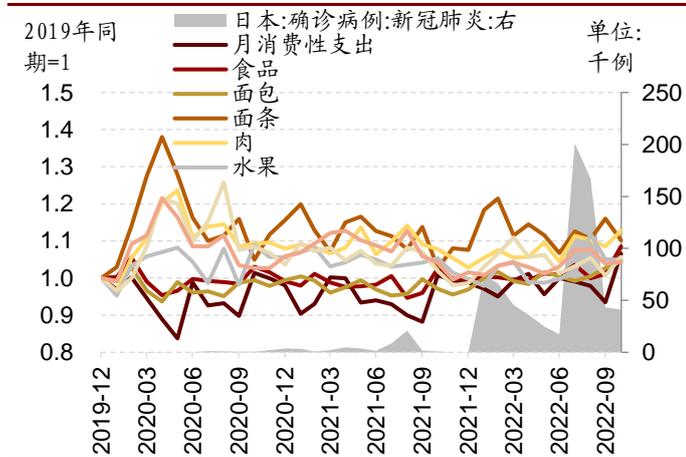
日本家庭消费支出方面：

整体支出来看，2020年疫情爆发初期，日本家庭月消费支出出现下滑，5月消费支出水平为2019年同期的84%。第一次紧急事态宣言解除后，消费支出开始修复，并于10月第一次恢复到疫情前同期水平。全面放开后，2022年10月的数据有明显的拉升，消费支出为2019年同期水平的107%。

必选消费及医药：疫情爆发初期，食品品类中需求刚性且和家庭场景较为相关的面条、肉、蔬菜、乳制品消费支出明显上升，2020年4月四项品类支出为2019年同期水平的138%、120%、121%、121%；全面放开之后，食品消费结构逐步调整至疫情之前的状态，2022年10月数据显示，食品、面包、面条、肉、水果、蔬菜、乳制品为疫情前水平的109%、104%、110%、113%、105%、106%、104%。

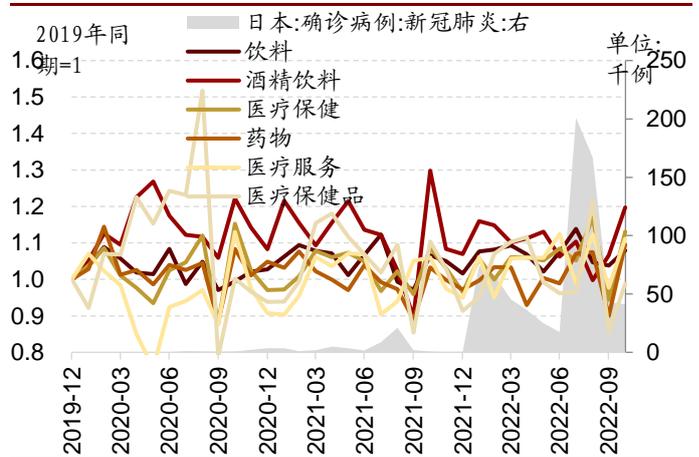
饮料及药品方面，酒精饮料、医疗保健、药物、医疗保健品同样在疫情初期出现明显抬升，特别是和疫情相关的医疗保健品，2020年8月的支出水平达到了疫情前同期的152%。酒精饮料消费需求旺盛，相对疫情前同期数据水平而言较高，主要是疫情扩散期间，日本政府提供酒类予以限制，许多店铺以无酒精啤酒和鸡尾酒等进行代替，因此许多以往没有饮酒习惯的人也喜欢上了酒味饮料。2021年6月-9月，酒精饮料和医疗保健品较同期出现一轮明显的下滑，10月宣布就放开进行试验后迅速回弹。全面放开之后，预防和治疗需求推动医疗保健、药物、医疗服务整体上行，截至2022年10月，酒精饮料、医疗保健、药物、医疗服务、医疗保健品支出水平分别为疫情前同期的120%、113%、110%、111%、99%。

图 22：疫情初期面条、乳制品等必需品支出增长明显



资料来源：CEIC、招商证券

图 23：放开之后医疗保健品、药物等支出快速上行



资料来源：CEIC、招商证券

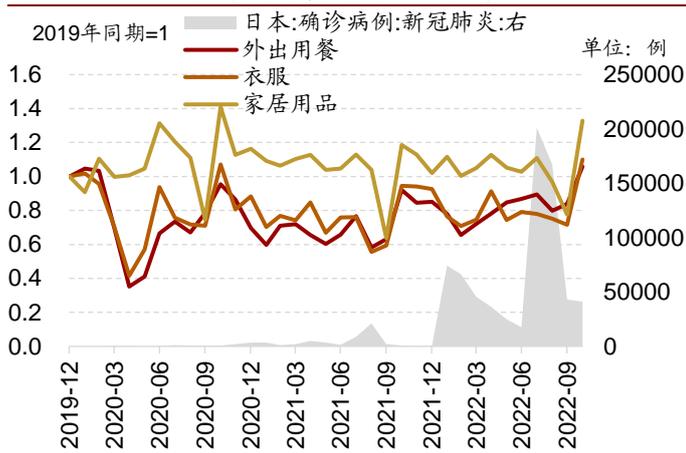
可选消费及出行消费支出方面：

疫情初期受损严重，尤其可选消费中的衣服、外出用餐消费则出现了大幅下滑，2020年4月支出水平为2019年同期的42%、35%，家居用品则因为一定的耐用性和多数人居家不外出，3月-5月变动不大。交通出行方面，由于出行和出入境限制，包价旅游、娱乐服务、交通通讯支出在5月下至2019年同期的3%、47%、91%。

5月底解除第一次紧急事态宣言后，可选消费和娱乐服务迎来一轮需求释放。家居用品可能因为居民存在集中“补库存”的行为，在疫情政策松紧转换节点往往出现大幅波动。2020年底，日本重新缩短餐厅营业时间和暂停旅游支援政策，可选消费和交通出行消费支出再次回落，并于2021年10月全面解除紧急事态宣言等管制后才迎来明显的回暖。

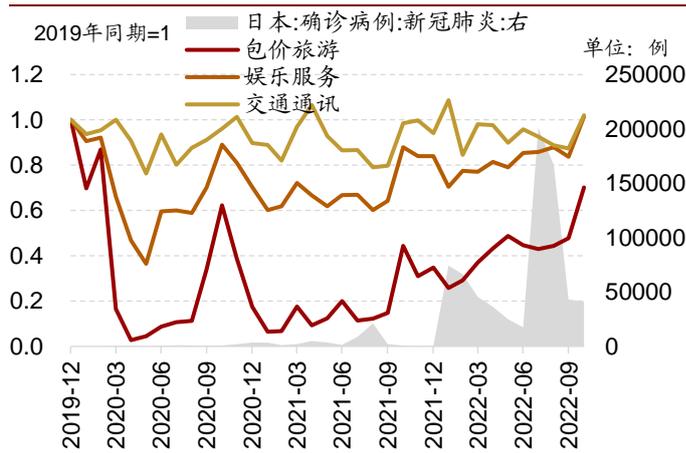
全面放开之后，外出用餐有一定抬升，包价旅游、娱乐服务则随着外出场景的恢复，延续之前趋势而稳步复苏。截至2022年10月，包价旅游、娱乐服务、交通通讯、外出用餐、衣服、家居用品消费支出分别为2019年同期水平的70%、101%、102%、106%、110%、133%

图 24: 放开之后外出就餐支出开始抬升



资料来源: Wind、招商证券

图 25: 包价旅游恢复明显



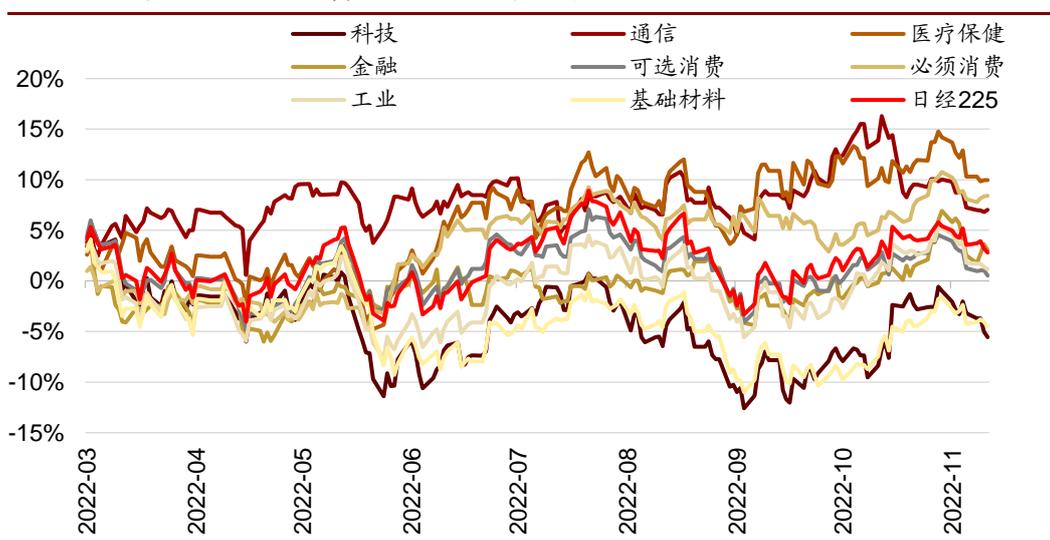
资料来源: Wind、招商证券

4. 宣布放开之后股票及行业表现

整体来看，放开之后日经 225 收跌，并在随后一周时间里继续下跌至 5 月中旬触底。受国内刺激经济的宽松政策和美联储加息的综合影响，5-6 月及 7-9 月，日经 225 先涨后跌，10 月初至今震荡上行，截至 12 月初，日经 225 较 3 月 18 日上涨 2.8%。

分行业来看，截至 12 月初，绝对收益方面，医疗保健、必须消费、通信较放开之前有明显上涨，分别较 3 月底上涨 9.96%、8.43%、7.04%；科技、基础材料跌幅较多，较 3 月底分别跌 5.57%、4.48%，工业及可选消费小幅上涨。

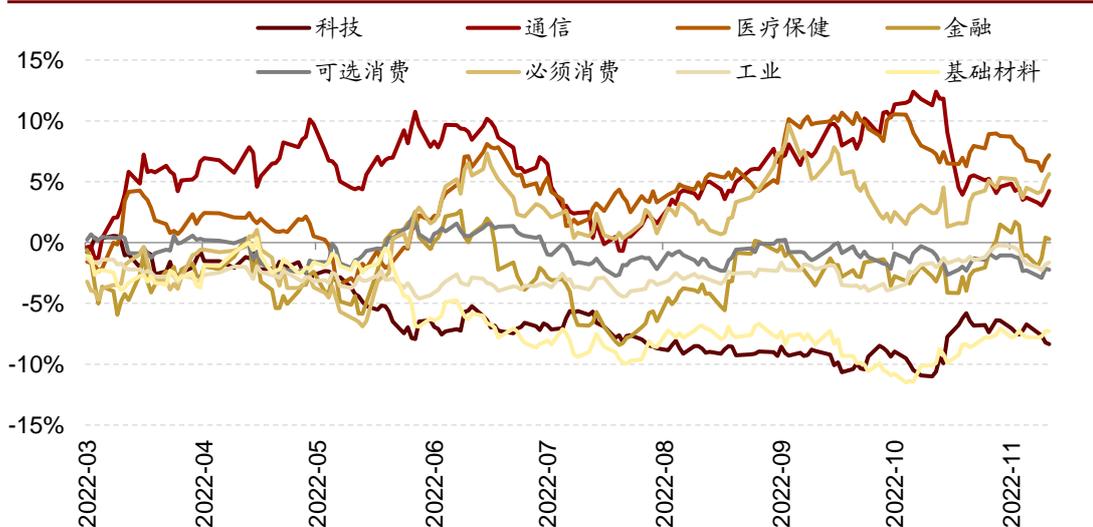
图 26: 医疗保健、必须消费、通信较放开之前分别上涨 9.96%、8.43%、7.04%



资料来源: Datastream、招商证券

超额收益方面：相比于日经 225，放开后两个月，通信取得了明显超额收益，医疗保健的超额收益先上升 4% 左右后回落至 0%。5 月上旬至 6 月上旬，通信、医疗保健、必须消费、金融超额收益增加，随后至 7 月底，各行业超额收益均减少。7 月底至 10 月初，通信、医疗保健超额收益上行并突破前高，必须消费先上涨后下跌，金融有所增加，工业、可选消费变动不大，科技、基础材料超额收益继续下行。10 月初至今，整体上，通信、医疗保健超额收益回落，必须消费、金融、科技、基础材料超额收益增加，工业、可选消费变动不大。目前，通信、医疗保健、必须消费、金融超额收益为正，科技、工业、可选消费、基础材料超额收益为负。

图 27: 日本宣布放开之后通信、医疗保健、必须消费、金融超额收益为正



资料来源: Datastream、招商证券

二级行业方面，全面放开一周后，汽车及零部件、休闲用品、消费者服务行业指数涨幅居前，分别上涨 6.5%、4.7%、4.0%。一个月后，卫生保健行业涨幅最高，上涨 6.2%。三个月后，汽车及零部件、食品、饮料和烟草行业上涨，涨幅分别为 3.5%，0.5%。半年后，涨幅居前的行业为零售、医疗设备、食品、饮料和烟草、制药和生物技术，分别上涨 14.7%、10.4%、8.9%、7.7%。截至 12 月 8 日，零售行业指数上涨 14.5%、个人物品行业指数上涨 13.6%、制药和生物技术行业指数上涨 13.5%、食品、饮料和烟草业指数上涨 10.8%，下跌居前的行业为传媒、休闲用品，分别下跌 6.0%、5.4%。

表 2: 日本二级行业共存后各时间节点涨跌幅

| 基准日期: 2022/3/18 | 解封一周涨幅 | 解封一个月涨幅 | 解封三个月涨幅 | 解封六个月涨幅 | 截至目前涨幅 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 二级行业 | 2022/3/25 | 2022/4/18 | 2022/6/20 | 2022/9/20 | 2022/12/8 |
| 卫生保健提供商 | 3.8% | 6.2% | -19.8% | 1.6% | -1.8% |
| 医疗设备 | 2.9% | -1.7% | -4.4% | 10.4% | 4.3% |
| 制药和生物技术 | 3.8% | 2.3% | -2.8% | 7.7% | 13.5% |
| 汽车及零部件 | 6.5% | 1.9% | 3.5% | 5.6% | -0.4% |
| 消费者服务 | 4.0% | -3.7% | -7.7% | -4.0% | -3.1% |
| 家庭用品、家居建材 | 1.8% | -7.1% | -8.7% | -1.2% | -1.7% |
| 个人物品 | 2.7% | -2.9% | -8.4% | 2.8% | 13.6% |
| 休闲用品 | 4.7% | -3.0% | -7.4% | -5.6% | -5.4% |
| 传媒 | 1.8% | -0.4% | -8.0% | -3.5% | -6.0% |
| 零售 | 1.8% | -0.7% | -1.8% | 14.7% | 14.5% |
| 旅游和休闲 | 2.0% | -1.0% | -10.3% | -0.2% | -1.3% |
| 食品、饮料和烟草 | 1.0% | -1.7% | 0.5% | 8.9% | 10.8% |
| 工业运输 | 0.5% | -5.1% | -5.7% | 3.9% | 2.2% |

资料来源: Datastream、招商证券

四、越南

1. 越南防疫政策演变: 21 年 Q4 年宣布与疫情长期共存

自 2020 年疫情爆发以来，越南防疫政策经历了几次放开与收紧，但整体是放开管控较早的国家。根据其防疫政策的演变，基本可以划分为以下四个阶段。

1. 国家防疫状态 (2020 年 1 月 2 日-2020 年 4 月 24 日)

2020年2月1日：进入国家防疫状态，将新冠列为甲等传染病，限制春节期间的庆祝和聚会。2月14日，越南宣布暂停全国所有学校活动。

2. 复工复产（2020年4月24日-2020年11月）

- 1) 2020年4月24日：**复工复产**。越南政府总理颁布关于在新形势下继续实施新冠肺炎疫情防控措施的第19号指示。指示指出，各项防疫限制措施已放宽，使其符合于疫情的演变，在确保控制好疫情，尤其是河内、胡志明市以及各大城市的疫情防控工作的基础上恢复各项经济社会活动。
- 2) 2020年9月11日：**恢复对外开放**。阮春福在9月11日上午举行的会议上要求交通运输部指导各家航空公司考虑重新恢复部分国际航班。

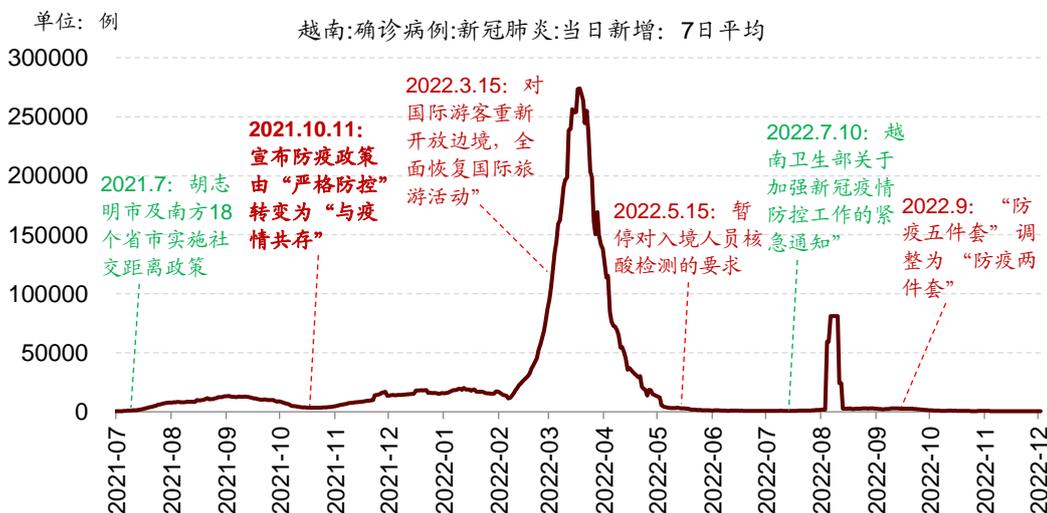
3. 政策收紧（2020年12月-2021年10月）

- 1) 2020年11月30日：**紧急开展一切防疫措施**。在收到与隔离人员接触时感染新冠病毒的消息之后，越南卫生部部长阮青龙已同有关部门和胡志明市卫生厅召开紧急会议，紧急开展一切防疫措施，旨在阻止病毒传播。卫生部、国家新冠肺炎疫情防控指导委员会下发紧急通知，要求国防部、公安部、交通运输部、外交部以及各省、中央直辖市加强对入境人员的监督和管理。
- 2) 2021年5月：延长入境人员隔离时间

4. 转向共存到放开入境（2021年10月11日至今）

- 1) 2021年10月11日：**宣布防疫政策由“严格防控”转变为“与疫情共存”，成为经济增长的重要转折点**。越南政府于10月11日颁布第128号决议，公布了与疫情共存的四个防疫级别的规定，提出越南与疫情共存，要求“安全适应、灵活、有效控制新冠疫情”。
- 1) 2021年12月18日：开放国际航线，迎来外国游客
- 2) 2022年1月-3月：逐步恢复国际航班，放开入境限制
- 3) 2022年3月15日：越南政府宣布，**自当日起对国际游客重新开放边境，全面恢复国际旅游活动**；在登机前出示新冠病毒阴性证明的，抵达越南后无需隔离即可自由活动。
- 4) 2022年3月17日：**将新冠调整为B类传染病**。越南政府17日颁布的《2022—2023年新冠肺炎疫情防控计划(第38号决议)》，将新冠肺炎从A类传染病名单中移除，划归B类传染病，并据此调整防控措施。
- 5) 2022年4月29日：采取灵活的“5K”防疫原则
- 6) 2022年5月15日：暂停对入境人员核酸检测的要求。越南政府总理范明政当地时间5月13日晚表示，越南从5月15日0时起暂时暂停对入境人员进行核酸检测的要求。
- 7) 2022年7月10日：越南卫生部向各省市人民委员会主席签发关于加强新冠疫情防控工作的紧急通知。
- 8) 2022年9月中旬：越南卫生部将新冠肺炎“防疫五件套”（戴口罩、勤消毒、保持社交距离、不聚集、健康申报）调整为“防疫两件套”（佩戴口罩和勤消毒）

图 28：越南防疫政策重要事件梳理



资料来源：公开资料整理，招商证券

2. 宣布放开之后经济、生产表现

经济增长：GDP 当季同比由负转正，并在去年低基数背景下，今年三季度增速大幅增加，超过疫情前的水平。2021 年 10 月 11 日，越南宣布与疫情共存，该年四季度当季 GDP 不变价同比增长 5.22%，前值为 -6.02%。2022 年以来，GDP 延续修复态势，二、三季度增速逐步扩大，单季度同比增速分别为 7.83%、13.67%，疫情前 2019 年同期水平为 7.48%和 6.97%。

就业：2021 年 12 月，越南失业率和劳动参与率分别为 3.20%及 74.45%，较 2019 年末及 2020 年末都有所恶化。越南产业主要为劳动密集型产业，疫情封控带来了长远的负面影响。

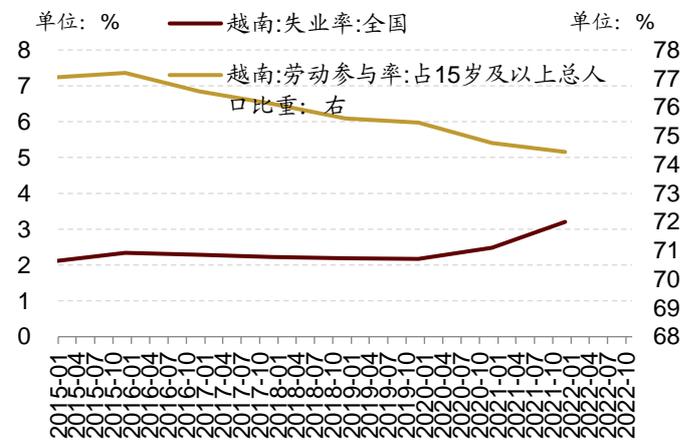
工业生产：宣布共存之后，全部工业部门生产开始稳步恢复，采矿业增速超过疫情之前水平，制造业、发电和供电业已逐步靠近疫情前水平。根据 CEIC 制造业出货指数，截至三季度饮料制造、服装生产、皮革制品、木制品、橡胶制品以及电气设备制造和机械设备制造等恢复相对较好。

图 29：防疫放开之后越南 GDP 当季同比转正



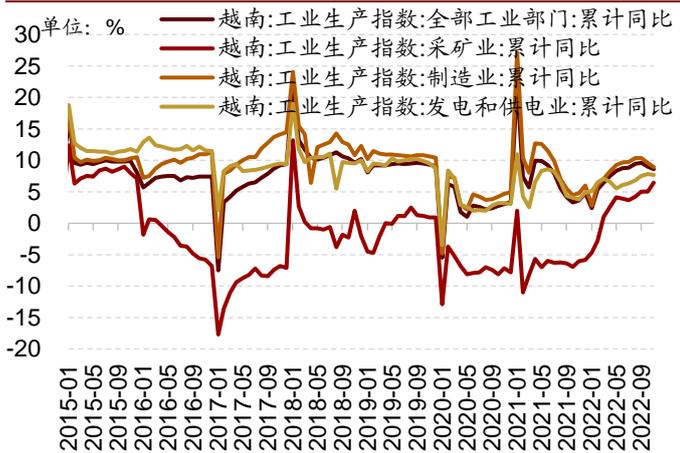
资料来源：Wind、招商证券

图 30：越南失业率持续上行



资料来源：Wind、招商证券

图 31：防控放开之后，越南工业生产恢复强劲



资料来源：Wind、招商证券

表 3：越南制造业出货指数（2015 年价格：同比）

| 行业 | 09/2022 | 06/2022 | 03/2022 | 12/2021 | 09/2021 | 06/2021 | 03/2021 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 制造业出货指数：2015 年价格：同比 | 9 | 9 | 8 | 8 | -11 | 4 | 5 |
| 食品/服饰 | | | | | | | |
| 食品制造 | 2 | -8 | 2 | 9 | -14 | 5 | 2 |
| 饮料制造业 | 84 | 12 | 17 | -2 | -35 | -8 | 27 |
| 烟草产品制造 | 13 | 4 | -12 | 5 | -11 | 3 | 4 |

| | | | | | | | | |
|----------|----------------|-----|-----|----|-----|-----|-----|-----|
| | 纺织品制造 | -3 | -10 | 1 | -1 | -4 | -4 | 2 |
| | 服装生产 | 28 | 0 | 23 | 21 | -3 | 3 | 4 |
| | 皮革制品及相关产品 | 50 | 2 | 15 | 7 | -17 | 13 | 2 |
| 家具轻工 | 木制产品制造, 不包括家具 | 30 | 7 | 5 | -13 | -5 | 29 | -10 |
| | 家具的制造 | -18 | 3 | -7 | 0 | -13 | 9 | 7 |
| | 纸张和纸制品生产 | 10 | 4 | -7 | -1 | -8 | 9 | 1 |
| 工业生/原料产 | 焦炭、精炼石油产品生产 | 36 | 1 | 7 | -5 | 26 | 31 | -5 |
| | 化学品和化学产品制造 | -5 | -9 | -8 | -2 | -22 | 0 | -8 |
| | 药品和医药化学品制造 | 45 | 73 | 21 | -35 | -61 | -22 | -16 |
| | 橡胶和塑料制品的制造 | 29 | 9 | 0 | 33 | -3 | 4 | 1 |
| | 其他非金属矿产品生产 | 9 | -5 | -3 | -6 | -13 | 4 | -8 |
| | 基本金属制造 | -8 | 17 | 7 | -4 | -11 | 17 | 19 |
| 机械/TMT设备 | 计算机、电子和光学产品的制造 | -8 | 16 | 3 | 2 | -24 | -30 | -35 |
| | 电气设备制造 | 26 | 15 | 16 | -4 | -32 | -7 | 15 |
| | 机器和设备制造, 未另作说明 | 51 | 6 | 3 | 4 | -21 | 34 | 28 |
| | 汽车和拖车制造 | 28 | 18 | 19 | 25 | 21 | 17 | 25 |
| | 其他运输设备制造 | 96 | 1 | 2 | -1 | -18 | 3 | 22 |

资料来源: CEIC、招商证券

3. 宣布放开之后消费表现

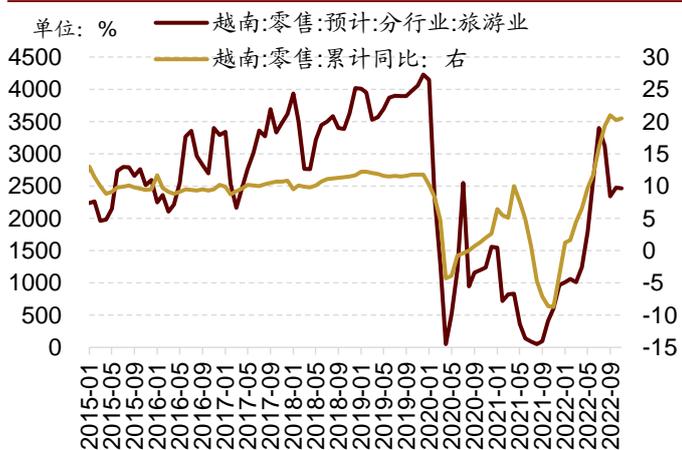
2020 年全球疫情爆发的初期, 越南政策反应及时且力度严格, 因此国内疫情并不严重。就河内市的数据而言, 受到防控政策影响较大的酒店及餐厅、旅游业、服务业零售该时期下滑程度较高, 但是贸易零售受负面冲击较小。

2020 年 4 月 24 日越南宣布复工复产后, 前三者数据迅速恢复, 酒店及餐厅、服务业零售在 5 月超过了疫情前同期水平。随后复工复产, 疫情再次爆发, 各项数据出现不同程度的下滑。2020 年 11 月 30 日, 越南宣布紧急开展一切防疫措施, 之后政策逐步趋于严格, 贸易、酒店及餐厅、旅游业、服务业零售在 2021 年 3 月开始大幅下行。

2021 年 10 月宣布放开以后, 除旅游业外的各项零售在 11 月快速反弹, 并超过 2019 年同期水平, 显示了极高的经济活力和弹性。旅游业则在 2022 年 5 月越南宣布暂停对入境人员核酸检测的要求后开始大幅回暖, 最高水平为 2019 年同期的 222%。今年三季度为应对加息影响, 越南货币政策转紧, 经济活动放缓。

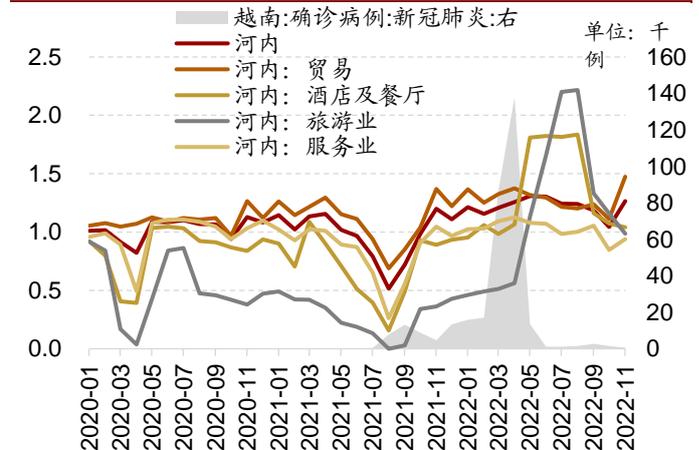
总体来看, 疫情管控放开之后, 越南消费数据快速回暖, 放开的提振作用明显。分行业看, 宾馆与餐饮业、服务业、商业已超过 2019 年同期水平, 旅游业表现出极高的弹性, 近期各项指标又有所上行。

图 32: 防控放开之后, 越南零售快速反弹



资料来源: Wind、招商证券

图 33: 旅游业表现出较高的弹性



资料来源: Wind、招商证券

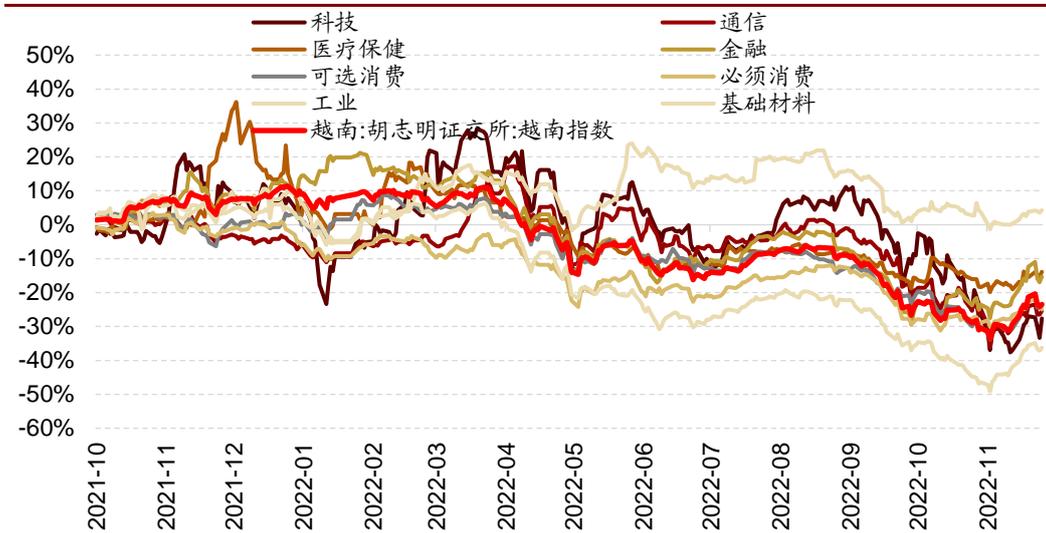
4. 宣布放开之后股票及行业表现

整体来看, 放开之后胡志明指数收涨, 并在随后一周时间里继续上行, 截至 21 年 11 月 11 日及 22 年 1 月 11 日,

分别收涨 6.53%、8.71%。受外部多重因素影响，22 年 4 月以后，胡志明指数开始回落并继续下探，11 月中下旬有小幅回弹趋势。

分行业来看，绝对收益方面，截至 22 年 12 月初，仅有基础材料较放开时上涨 4.3%。工业、科技、通信、必须消费和可选消费跌幅居前，分别下跌 36.29%、27.58%、25.39%、25.02%、23.97%，金融和医疗保健表现同样较差。

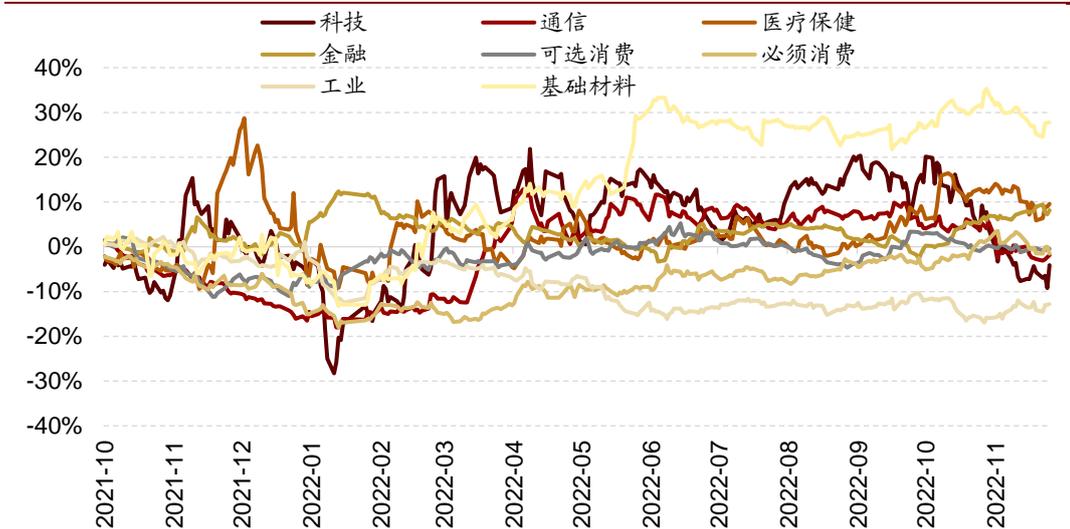
图 34: 疫情放开初期医疗保健、科技等去的较高绝对收益



资料来源: Datastream、招商证券

超额收益方面: 相比于胡志明指数，在解封之后可选消费、工业、金融、通信、基础材料率先取得正超额收益。解封后约两个月，医疗保健取得较高超额收益，并持续领先其他行业；解封三个月，超额收益相对较高的行业主要有医疗保健和金融。

图 35: 越南宣布放开之后三个月左右医疗保健、金融取得较高超额收益



资料来源: Datastream、招商证券

二级行业方面, 全面放开一周后，零售行业上涨 3.7%，涨幅最高。一个月后消费者服务、零售、食品、饮料和烟草行业涨幅居前，分别上涨 9.1%、6.5%、3.5%。三个月后，消费者服务、零售保持上涨态势，涨幅分别较一个月时增加 7.1、6.9 个百分点，制药和生物技术、家庭用品、家居建材行业表现也比较好。半年后，消费者服务、零售、制药和生物技术涨幅有所回调，累计涨幅分别为 5.3%、8.8%、6.5%，食品、饮料和烟草行业继续下跌。截至 12 月 8 日，制药和生物技术、消费者服务、零售、旅游和休闲、食品、饮料和烟草行业指数相比放开前均下跌，跌幅分别为 -13.9%、-16.4%、-11.9%、-35.5%、-25.0%。

表 4: 越南二级行业共存后各时间节点涨跌幅

| 基准日期: 2021/10/8 | 解封一周涨幅 | 解封一个月涨幅 | 解封三个月涨幅 | 解封六个月涨幅 | 截至目前涨幅 |
|-----------------|------------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 二级行业 | 2021/10/15 | 2021/11/8 | 2022/1/10 | 2022/4/8 | 2022/12/8 |
| 制药和生物技术 | -1.6% | 1.5% | 8.8% | 6.5% | -13.9% |
| 消费者服务 | 1.7% | 9.1% | 16.2% | 5.3% | -16.4% |
| 家庭用品、家居建材 | 1.5% | 0.2% | 7.4% | -1.9% | 0.0% |
| 零售 | 3.7% | 6.5% | 13.4% | 8.8% | -11.9% |
| 旅游和休闲 | 1.1% | -0.9% | -7.2% | 0.6% | -35.5% |
| 食品、饮料和烟草 | -0.9% | 3.5% | -3.0% | -6.0% | -25.0% |

资料来源: Datastream, 招商证券

五、中国台湾

1. 中国台湾防疫政策演变: 22 年 4 月底与疫情“佛系共存”

自 2020 年疫情爆发以来, 中国台湾防疫政策也经历了严控、放松、再严控等几次反复。参考牛津大学发布的疫情控制严格指数, 我们将中国台湾的疫情防控划分为严格限制、逐步开放、重新收紧、逐步全面放开几个阶段。

1. 严格限制 (2020 年 1 月 22 日-2020 年 5 月 11 日)

- 2020 年 1 月 22 日-30 日: **22 日启动“安全机制”**, 宣布两岸武汉旅游团全部暂停。
- 2020 年 2 月 6 日: 居住在大陆各省市的民众统统禁止进入中国台湾, 即日起禁止国际邮轮靠泊中国台湾港口。
- 2020 年 4 月 10 日起, 夜市、传统市场及商圈, 不仅摊商、消费者都要全程佩戴口罩, 也不再试吃, 坐下用餐则是要保持距离或设隔板, 也建议民众不要边走边吃。另著名观光景点、公园、游乐区、寺庙等聚集人潮的场所实施总量管制措施, 不得超过停车场 5 成流量, 饭店入住率则不得超过 6 成。

2. 逐步开放 (2020 年 5 月 12 日-2020 年 12 月 28 日)

- 2020 年 5 月 12 日: 由于防疫形势好转, 各县市陆续松绑防疫措施。部分地区工作人员和学校师生不再硬性规定戴口罩上班上学, 社区也可以继续提供老年人日间照料护理的服务。
- 2020 年 5 月 13 日: 部分地区解除了户外戴口罩的规定。
- 2020 年 6 月 7 日: 民众若能保持安全社交距离, 可以不戴口罩; 艺术文化、餐饮、休闲活动场所不再受人数限制。

3. 重新收紧 (2020 年 12 月 29 日-2021 年 7 月 26 日)

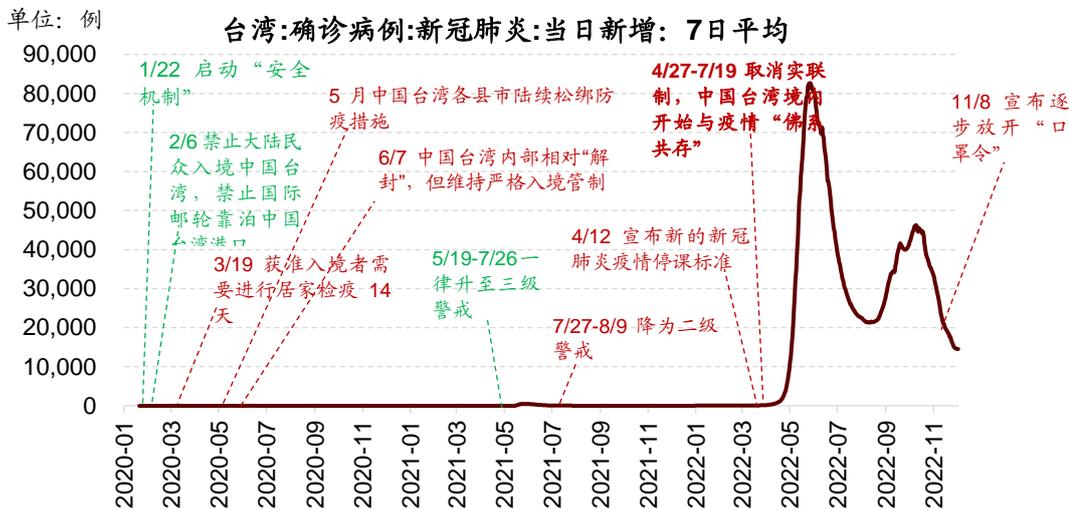
- 2020 年 12 月 29 日: 防疫升级, 祭出跨年“新五大防疫措施”。
- 2021 年 1 月 23 日: 疫情防控趋紧, 多地多项大型活动纷纷取消举行。
- 2021 年 5 月 15 日: 将台北市和新北市的防疫级别提升为“三级警戒”, 5 月 15 日到 5 月 28 日为期两周。
- 2021 年 5 月 18 日: 自 2021 年 5 月 19 日起至 5 月 28 日止, 各级学校及公私立幼儿园停止到校上课, 且儿童课后照顾服务中心、补习班等各类教育机构也同时配合停课, 所有学生居家学习。
- 2021 年 5 月 19 日: 面对新冠肺炎疫情多点暴发, 有关部门宣布, 一律升至三级警戒, 民众外出必须佩戴口罩, 并明确规定未戴口罩最重罚 1.5 万元新台币。
- 2021 年 5 月 31 日: 从 6 月 1 日起对入境者实施强制快筛。
- 2021 年 6 月 7 日: 因应疫情居高不下, 延长三级警戒管制为期两周至 6 月 28 日, 各级学校也配合停止到校上课至暑假。

4. 逐步全面放开 (2021 年 7 月-至今)

- 2021 年 7 月 8 日: 以餐饮场所为例, 可以适度松绑开放内用。

- 2) 2021年7月27日：宣布7月27日起至8月9日**降为二级警戒**，但民众除了饮食之外，外出仍要全程戴口罩，并落实联制登记、保持安全的社交距离，而室内集会人数上限规定放宽为50人、室外100人。
- 3) 2021年9月13日：即日起**放宽包括大陆及港澳地区在内非台籍配偶及未成年子女入境申请**；
- 4) 2022年1月9日：**24日前拟维持二级警戒**；
- 5) 2022年4月12日-22日：宣布新的新冠肺炎疫情停课标准，高中以下学校，将由此前2人确诊全校停课，改为全校三分之一或10个以上班级出现确诊个案或密切接触者才需要停课。自4月22日起凡参与不特定对象组成的旅游团，旅客须出示3剂新冠疫苗接种证明。
- 6) 2022年4月26日-7月19日：4月26日，密接者居家隔离从“10+7”缩短至“3+4”；4月27日，**取消实联制，中国台湾境内开始与疫情“佛系共存”**；5月1日，取消配销实名制口罩；5月9日，入境隔离放宽至“7+7”；6月15日，入境隔离进一步放宽至“3+4”；7月19日，骑车或户外工作于空旷处可免戴口罩。
- 7) 2022年9月29日-11月14日：9月29日：入境取消机场核酸检测；10月13日：免除入境隔离；10月24日：密接者隔离改为“0+7”；11月7日：确诊者居家隔离从“7+7”改为“7+n”；11月8日：**宣布逐步放开“口罩令”**；11月14日：确诊者居家隔离减为“5+n”。

图 36: 中国台湾防疫政策梳理



资料来源: 公开资料整理, 招商证券

2. 宣布放开之后经济、生产表现

经济增长: GDP 当季同比先下降后回升, 在较低基数背景下, 目前增速已经超过疫情前的水平。4月27日, 取消实联制, 中国台湾境内开始与疫情“佛系共存”, 二季度当季 GDP 不变价同比增速下降至 2.95%, 随后三季度增速回升至 4.01%; 增速已经超过疫情前 2019 年同期的 3.43%。

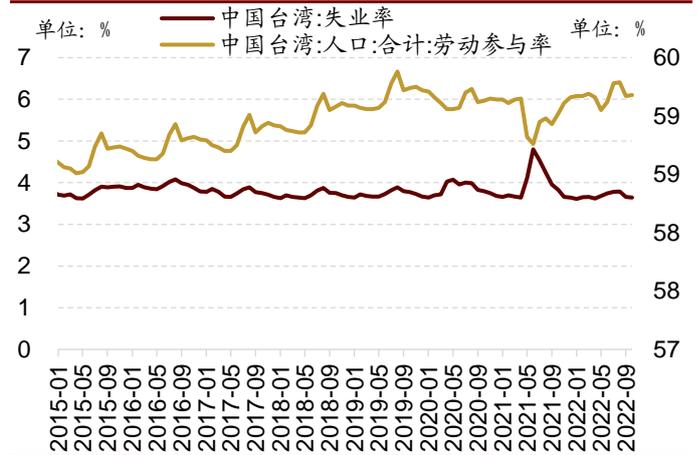
工业生产: 疫情防控全面放开初期, 工业生产有所回升。5月工业生产指数为 134.84, 环比上行 2.48%, 同比上行 4.14%, 随后各月工业生产指数持续上行, 在 8 月达到 141.0, 创历史新高。9月、10月工业生产有所下降。分行业看, 除矿石采掘外, 其他行业均同总体工业生产呈先升后降趋势。

图 37: 二季度中国台湾放开后, 三季度 GDP 增速开始回升



资料来源: Wind、招商证券

图 38: 失业率先升后降



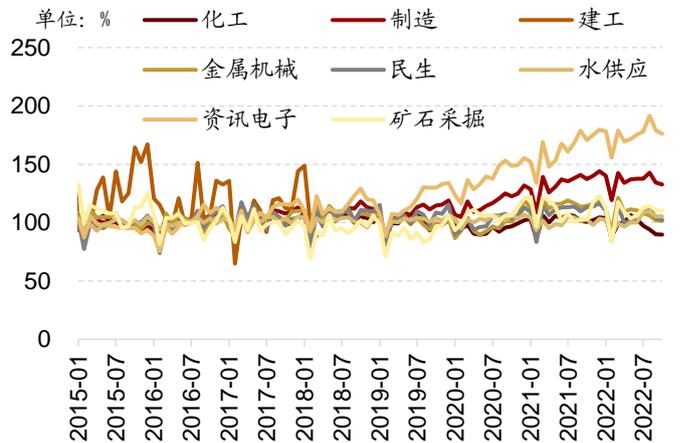
资料来源: Wind、招商证券

图 39: 放开之后工业生产有所改善



资料来源: Wind、招商证券

图 40: 放开之后中国台湾分行业工业生产指数



资料来源: Wind、招商证券

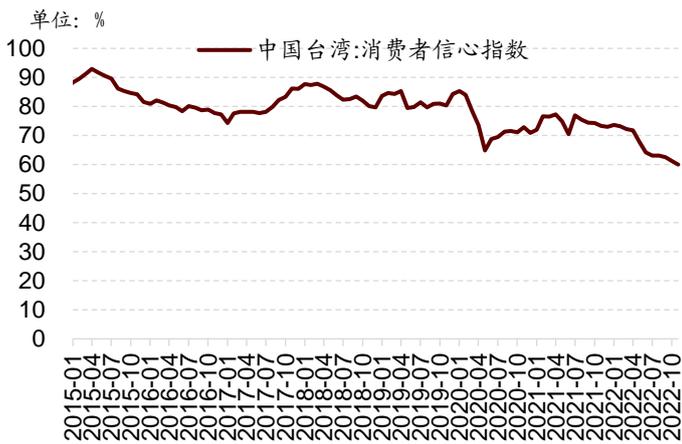
3. 宣布放开之后消费表现

消费: 疫情防控全面放开以来, 总体消费者信心仍在下降, 零售营业额先降后升, 餐饮营业额明显回升, 但同比增速仍未见好转。具体来看 5 月消费者信息指数下降至 67.81, 环比下行 5.52%。此后数月持续下行, 均低于 2019 年同期值。5 月零售营业额为 322617.0 百万新台币, 同比上行 3.60%; 5 月餐饮营业额为 57586.0 百万新台币, 同比由负转正至 14.71%。7 月餐饮营业额为 75815.0 百万新台币, 开放以来首次超过疫情前 2019 年同期的 69403.0, 随后数月震荡上行, 均超过疫情前同期。

细分行业来看, 2020 年疫情初期, 中国台湾受到冲击较为明显的行业包括交通运输、休闲文化、餐厅和酒店, 各行业消费降至 2019 年同期水平的 76%、85%、83%, 其余行业受到的影响相对较小, 维持在疫情前同期水平附近。2020 年 6 月中国台湾内部相对解封之后, 艺术文化、餐饮、休闲活动场所不再受人数限制, 受到明显负面冲击的三个行业开始回暖, 到 2021 年 3 月分别恢复至疫情前水平的 92%、90%、98%。随后中国台湾防疫级别提升为“三级警戒”, 三者复苏节奏被打断, 中观景气度开始下行。同年 7 月底, 警戒程度降低, 餐厅和酒店出现明显修复。

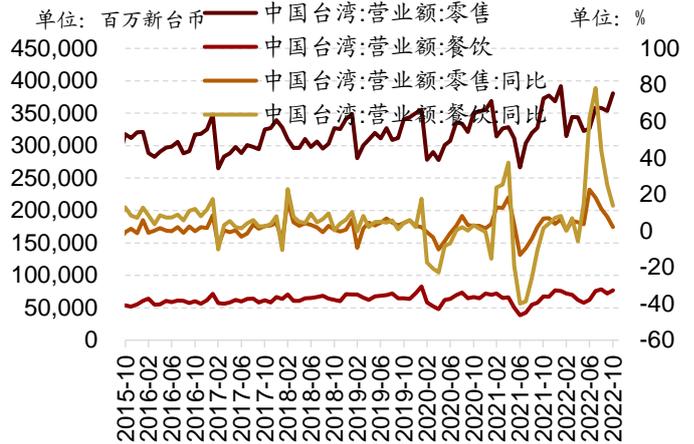
全面放开以后, 总体私人消费有所改善, 食品服饰类别中酒精饮料、烟草、服装鞋类出现改善; 出行和可选消费方面交通运输、餐厅和酒店、休闲文化消费支出上修幅度较大。截至 2022 年 9 月, 大部分行业消费均已回暖并超过疫情前同期水平, 交通运输、休闲和文化、教育则分别恢复至疫情前同期水平的 93%、96%、97%。

图 41: 解封之后消费者信心指数仍较为低迷



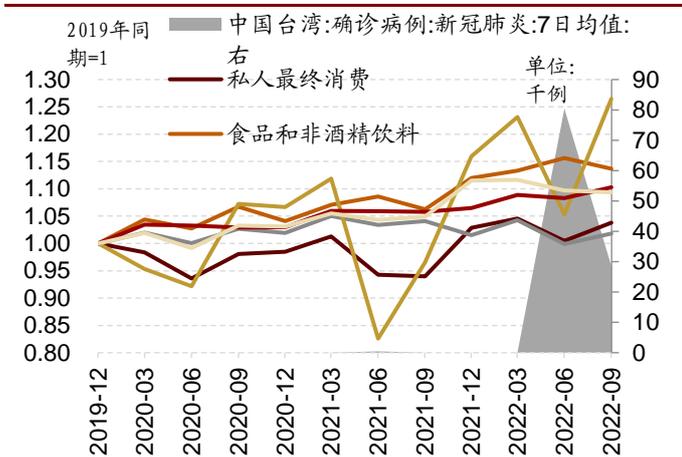
资料来源: Wind、招商证券

图 42: 餐饮零售额改善, 但同比增速仍未见好转



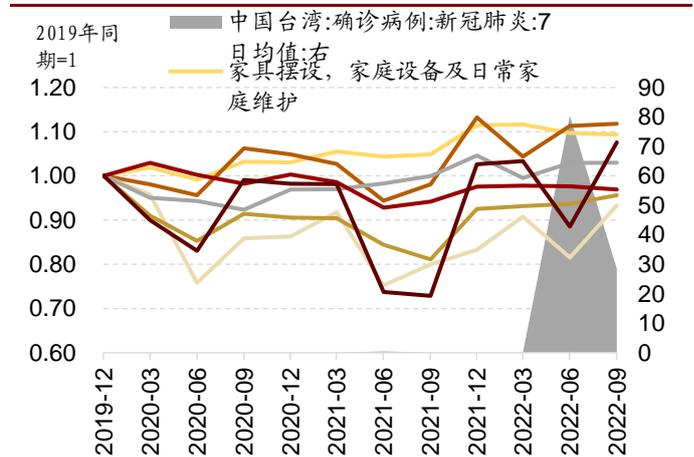
资料来源: Wind、招商证券

图 43: 私人最终消费、酒精烟草改善较大



资料来源: Wind、招商证券

图 44: 交通运输、餐厅酒店、休闲和文化改善较为明显



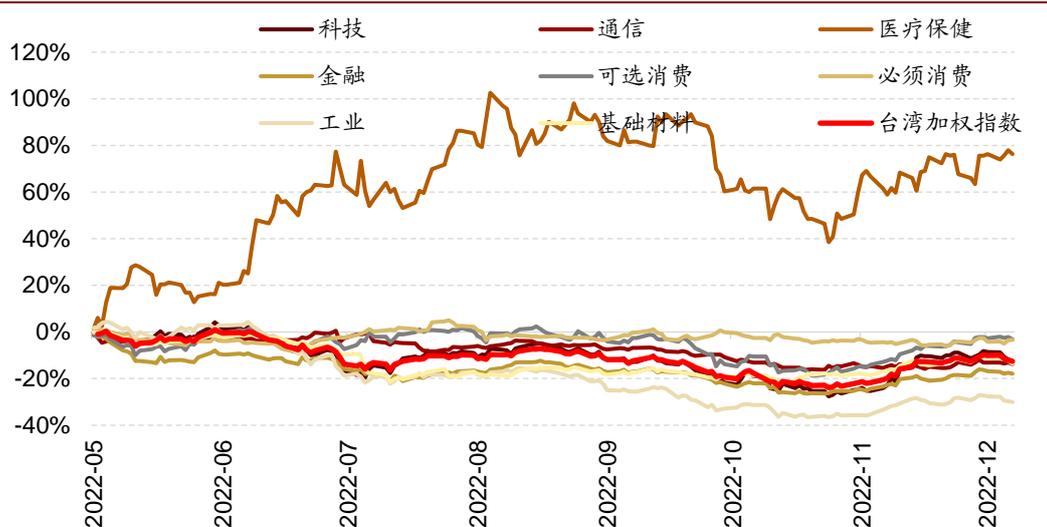
资料来源: Wind、招商证券

4. 宣布放开之后股票及行业表现

整体来看, 放开之后中国台湾加权指数出现短暂下跌, 并在 2022 年 5 月中旬触底, 区间累计下降 6.2%; 随后 7 月中旬至 8 月中旬、10 月下旬至 12 月初中国台湾加权指数波动上涨, 但整体相比疫情管控放开时期仍有下滑, 累计跌幅约-12.6%。

分行业来看, 医疗保健表现明显领先, 管控放开之后累计收益迅速转正, 并且在之后的一个月达到 20%的涨幅; 截至目前累计收益约 76.3%。其余板块表现相对较差, 截至目前超额收益均为负值。

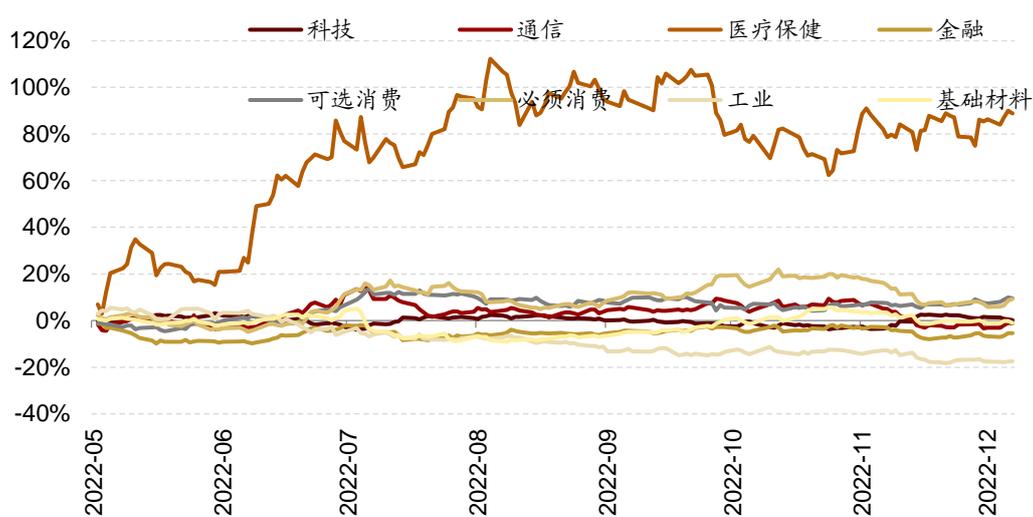
图 45: 中国台湾宣布放开之后医疗保健绝对收益较大幅度领先



资料来源: Datastream、招商证券

超额收益方面: 防控放开之后通信、工业、必须消费、基础材料率先出现超额收益, 随后医疗保健、科技等取得超额收益。其中医疗保健超额收益持续扩大并大幅领先其他行业, 解封三个月左右医疗保健板块超额收益累计达到 90%; 解封约 9 个月超额收益累计达到约 107%。

图 46: 中国台湾宣布放开之后医疗保健、可选消费、必须消费获得较多超额收益



资料来源: Datastream、招商证券

二级行业来看, 全面放开一周后, 制药和生物技术表现较好, 上涨 6.1%, 其他行业表现一般。一个月后, 制药和生物技术、汽车及零部件为正涨幅, 分别上涨 12.8%、1.3%。三个月后, 多数行业指数回升, 涨幅居前的为制药和生物技术、休闲用品、消费者服务, 分别上涨 86.2%、19.9%、7%, 较放开一个月时涨幅增加 73.4、22、11.8 个百分点, 个人物品、旅游和休闲行业跌幅扩大。半年后, 制药和生物技术、休闲用品行业保持正涨幅, 但有所回调, 其余行业表现较差。截至 12 月 8 日, 制药和生物技术、休闲用品、消费者服务涨幅居前, 分别上涨 76.3%、35.6%、19.6%, 其他行业较六个月时有所回升, 旅游和休闲行业跌幅为 25.5%。

表 5: 中国台湾二级行业共存后各时间节点涨跌幅

| 基准日期: 2022/4/26 | 解封一周涨幅 | 解封一个月涨幅 | 解封三个月涨幅 | 解封六个月涨幅 | 截至目前涨幅 |
|-----------------|----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 二级行业 | 2022/5/3 | 2022/5/26 | 2022/7/28 | 2022/10/26 | 2022/12/8 |
| 汽车及零部件 | -0.7% | 1.3% | 4.0% | -5.5% | 1.6% |
| 消费者服务 | 1.0% | -4.8% | 7.0% | -2.1% | 19.6% |
| 休闲用品 | 0.6% | -2.1% | 19.9% | 9.4% | 35.6% |
| 个人物品 | 1.6% | -8.4% | -10.0% | -17.2% | -1.6% |

| | | | | | |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 零售 | -5.9% | -4.7% | 4.4% | -11.8% | -2.4% |
| 旅游和休闲 | 0.4% | -7.2% | -11.5% | -37.6% | -25.5% |
| 食品、饮料和烟草 | 1.3% | -4.9% | 1.8% | -4.5% | -5.4% |
| 制药和生物技术 | 6.1% | 12.8% | 86.2% | 40.9% | 76.3% |
| 药品和杂货 | 1.5% | -2.0% | 3.6% | -2.2% | -0.6% |

资料来源: Datastream, 招商证券

六、中国香港

1. 中国香港防疫政策演变：22年4月全面放松

2020年疫情爆发以来中国香港疫情经历了严格控制、放开等几次反复，参考牛津大学疫情防控严格指数，我们将其划分为以下几个阶段：

1. 严格控制（2020年2月5日-2020年9月14日）

- 1) 2020年2月5日：中国香港特别行政区政府宣布，即时暂停启德邮轮码头和尖沙咀海运大厦邮轮码头服务；
- 2) 2020年2月7日：对于所持旅游签证有效期限或签证逗留期限不足14天的人员，将拒绝入境
- 3) 2020年2月8日：要求所有从内地入境的人士均须强制接受检疫14天，包括中国香港居民、内地居民及其他旅客，期间不准离港，呼吁中国香港市民减少社会接触，暂停和取消社交活动。
- 4) 2020年3月19日：强制从中国以外的所有地区的抵港人士进行14日检疫，为期3个月。
- 5) 2020年3月25日：所有非中国香港居民从海外国家乘飞机抵港将不准入境；
- 6) 2020年7月中国香港特区政府三度收紧防疫措施，增加检测、消毒等相关服务，并呼吁市民减少外出，**提升抗疫等级**。中国香港特区行政长官林郑月娥7月13日宣布，要求高风险地区的来港人士在登机前须出示病毒检测呈阴性的证明。7月15日零时起，中国香港的健身中心、美容院等12类场所须全部关闭7日；限制所有餐厅堂食的时间和人数；所有人士搭乘公共交通时必须佩戴口罩；禁止4人以上人群聚集，为期14日；婚礼、会议等大型活动须收紧或取消。7月19日进一步收紧防疫措施，包括部分公务员居家办公、餐厅限令措施再延长7日、拟通过法例要求市民在所有室内公众场所佩戴口罩等。

2. 逐步放宽（2020年9月15日-2021年10月26日）

- 1) 2020年9月15日：中国香港特区政府宣布，**9月18日起将逐步有序放宽社交距离措施**，为期7天。
- 2) 2020年12月2日：中国香港特区政府推出为期两周的一系列防疫措施。除了提供紧急和必须服务外，全港公务员在家工作。部分娱乐场所暂时关闭。健身和体育场所、美容院和按摩院、餐厅可以继续开放，但要遵守更严格的限制。营业时间缩短。“限聚令”重回“最紧的时刻”，不可多于2人
- 3) 2021年1月：中国以外地区入境中国香港强制21天隔离。
- 4) 2021年2月18日：中国香港特区政府全面恢复正常公共服务，放宽限聚令、堂食令，部分娱乐场所可重新开放。
- 5) 2021年9月15日：中国香港特区政府正式推出“来港易”计划，单向通关。来自内地及澳门的非中国香港居民，可以经深圳湾口岸及港珠澳大桥口岸来港，每个口岸名额各1千人，每天合共2千人。经计划来港人士可豁免检疫，但要接受定期检测及持阴性核酸检测证明。

3. 再度收紧（2021年10月27日-2022年4月20日）

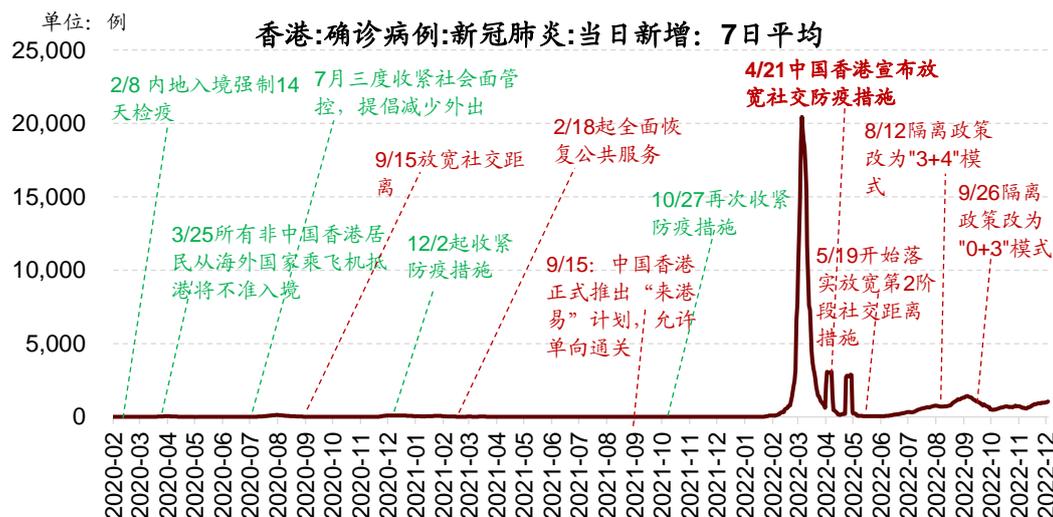
- 6) 2021年10月27日：中国香港再度收紧防疫安排，感染新冠病毒的患者，出院后随即接受“闭环式管理”，隔离14天。
- 7) 2022年1月7日：**中国香港特区收紧社交措施**，包括取消多项大型活动，禁晚市堂食，为期14天
- 8) 2022年1月8日：中国香港特区政府决定禁止所有从澳洲、加拿大、法国、印度、巴基斯坦、菲律宾、英国和美国来港的民航客机着陆中国香港，并禁止曾逗留该八个国家的人士登上任何客机来港，包括转机，为期14天。

9) 2022年2月8日：中国香港继续推出新的防疫抗疫措施，包括修订法例收紧公众地方群组聚会人数上限至2人，并首次将“限聚令”适用于私人场所，禁止两个以上家庭进行跨家庭聚会等。

3. 全面放宽（2022年4月21日-至今）

- 1) 2022年3月21日：中国香港特区行政长官林郑月娥表示，**暂缓全民强制核酸检测工作。中国香港政府制定“复常路线图”，分三个阶段放宽防疫措施。**第一阶段4月21日起实施，放宽社交距离；第二阶段，餐饮处所提供堂食时间延长，增加每桌人数上限，酒吧和酒馆等可重开；第三阶段，基本上只执行佩戴口罩、限聚人数、使用“安心出行”和“疫苗通行证”等基本防疫要求。
- 2) 2022年4月21日：**中国香港宣布放宽社交防疫措施。**
- 3) 2022年5月1日：中国香港特区政府放宽入境政策，包括允许海外非中国香港居民入境，调整个别航线的“熔断机制”，并把快速抗原测试应用到机场“检测待行”。
- 4) 2022年5月5日：中国香港提早放宽部分社交距离措施。包括开放泳池、沙滩、水上乐园等娱乐场所，市民室外运动或在公园无需佩戴口罩，开放食肆至8人一台，但强调所有设施都应使用疫苗通行证。
- 5) 2022年5月19日：**执行放宽防疫的第二阶段。**堂食时间放至12点，重开酒吧、卡拉OK、麻雀馆，不过仍有限制，宴会人数上限增至120人。
- 6) 2022年7月7日：中国香港特区政府允许感染者居家，无需集中隔离；**即日起暂缓个别航线熔断机制，直至另行通告。**
- 7) 2022年8月12日：中国香港入境实施“3+4”方案：3天酒店检疫隔离及4天居家检疫。
- 8) 2022年9月26日：**中国香港全面放开入境限制**，入境后改为“0+3”检疫，无须接受强制检疫，只需进行三天医学监察
- 9) 2022年11月3日：中国香港特区政府进一步放宽防疫措施，包括不再限制食肆营业时间，重开政府辖下烧烤场地等。
- 10) 2022年11月17日：中国香港再次放宽部分防疫措施，包括从17日开始，超市、街市，发型屋等不再主动核查疫苗通行证，露营地点重开等，以期让市民生活逐渐恢复正常。
- 11) 2022年12月9日：即日起中国香港进一步调整防疫抗疫措施，包括把确诊者的隔离期和密切接触者的检疫期从七天减到五天，维持“疫苗通行证”及“安心出行”等其他措施不变等。

图 47：中国香港防疫政策梳理



资料来源：Wind，招商证券

2. 宣布放开之后经济、生产表现

经济增长：4月份疫情管控放开之后当季GDP增速明显反弹，随后三季度有所回落。4月21日起，中国香港宣布放宽社交防疫措施，二季度当季GDP不变价同比减速回升至-1.30%，随后三季度减速下降至-4.50%；增速仍低于疫

情前同期水平

就业：5月份之后中国香港失业率明显下降，劳动参与率提升明显。2022年5月中国香港失业率和劳动参与率分别为5.10%及58.10%，较20年和21年来看，失业率有所改善，劳动参与率仍略有下降。中国香港产业逐步由劳动密集型产业转向资本密集型产业，疫情封控带来了长远的负面影响。

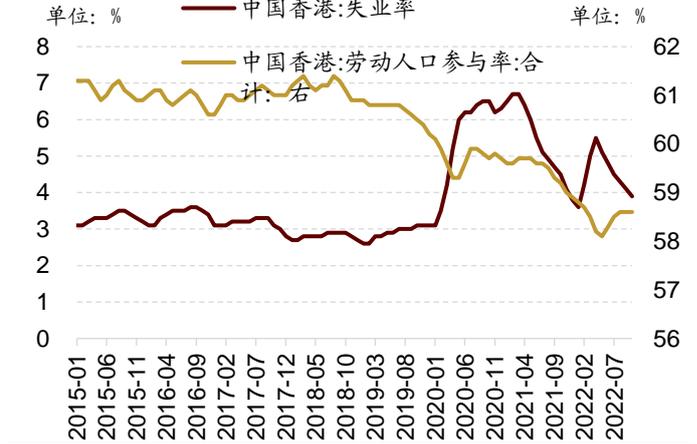
生产：5月份之后中国香港失业率明显下降，劳动参与率提升明显。5月份PMI创近几年新高，工业生产指数先升后降。

图 48：解封之后当季 GDP 同比增速有所反弹



资料来源：Wind、招商证券

图 49：解封后失业率明显下降



资料来源：Wind、招商证券

图 50：工业生产先升后降



资料来源：Wind、招商证券

3. 宣布放开之后消费表现

总体来看，防疫放开之后，中国香港消费复苏明显，尤其耐用消费品零售价值指数创 2015 年以来新高。

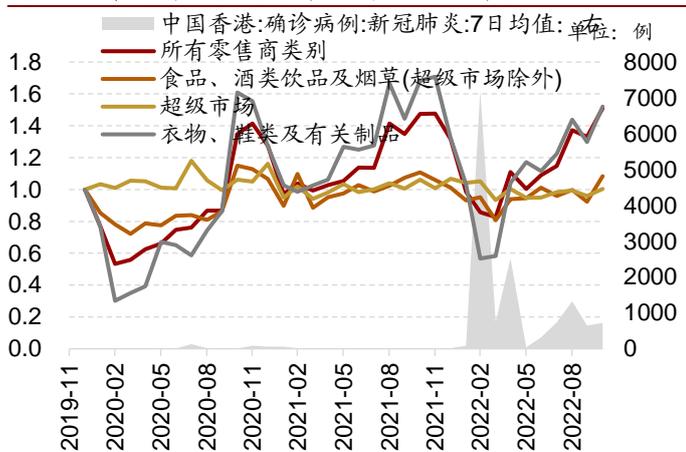
2020 年疫情初期，中国香港地区各类型商品零售均受到不同程度的冲击，食品、酒类饮品及烟草、耐用消费品零售量指数降至 2019 同期水平的 72%、70%，而衣物、鞋类及有关制品、百货公司、中药、药物及化妆品则降至疫情前同期水平的 30%、40%、47%、35%，受影响程度相对较大。

随后为了鼓励和带动本地消费和缓解市民的经济压力，中国香港政府向居民发放了现金补贴，叠加需求释放，除超级市场外，各类型商品消费出现一轮明显的修复行情。2020 年底，中国香港地区防疫政策再度收紧，居民消费再次下行，随后在政策补贴和疫情扰动的综合影响下，食品、酒类饮品及烟草、耐用消费品零售开始震荡修复，衣物、鞋类及有关制品、百货公司、中药、药物及化妆品成为驱动零售回暖的主要因素，超级市场则显示出一定的“免疫性”。

2022 年 3 月后，疫情缓解、走向放开和政府消费券刺激，中国香港地区消费出现大幅反弹，尤其是衣物、鞋类及有

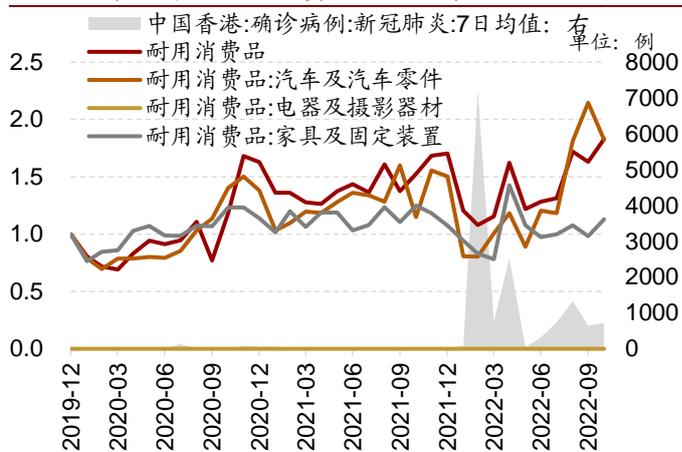
关制品、汽车及汽车零件、百货公司、中药、药物及化妆品。2022年10月数据显示，五个细分品类零售量指数分别为疫情前同期水平的152%、183%、134%、132%、133%，其余品类也均已恢复，整体零售指数为同时为疫情前同期水平的151%。

图 51: 中国香港整体零售放开之后反弹明显



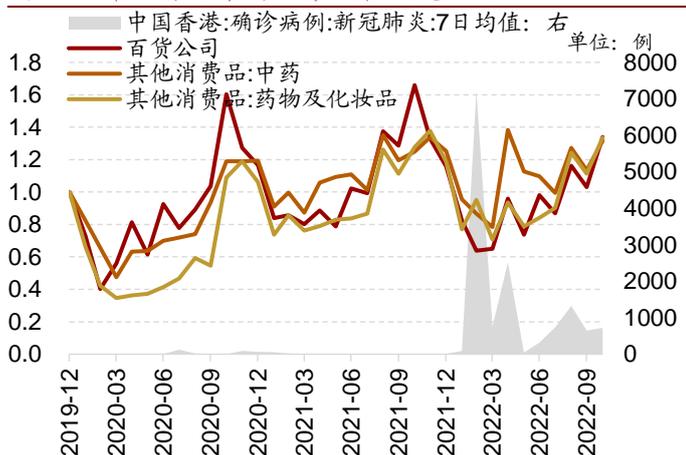
资料来源: Wind、招商证券

图 52: 中国香港耐用消费品尤其汽车及零件恢复较大



资料来源: Wind、招商证券

图 53: 中国香港中药、等零售恢复力度较大



资料来源: Wind、招商证券

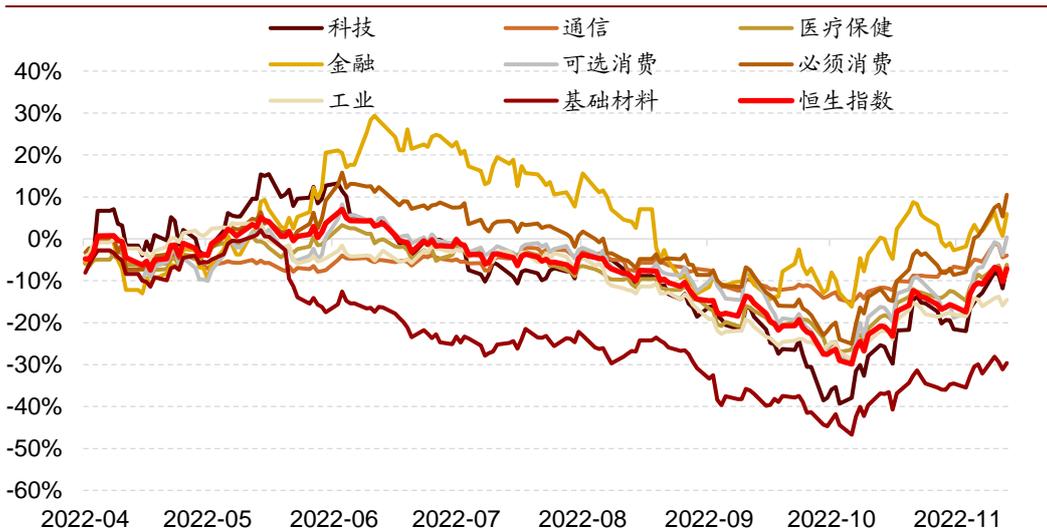
4. 宣布放开之后股票及行业表现

整体来看，4月份防疫放开之后，中国香港恒生指数持续上行至7月份初，随后在国内外因素影响下有所回调，目前又重回上行趋势，目前相比放开管控时期仍有-7.1%的跌幅。

分行业来看：防控放开之后多数行业均有短期的上行，其中金融涨幅较高，必须消费反弹明显，基础材料相对靠后。

分行业来看，绝对收益方面，放开之后一个月左右工业、科技、金融陆续取得正收益；随后金融、必须消费、可选消费基本维持正增长；截至目前必须消费、金融、可选消费相比放开时分别有10.5%、5.9%和0.3%的累计收益。

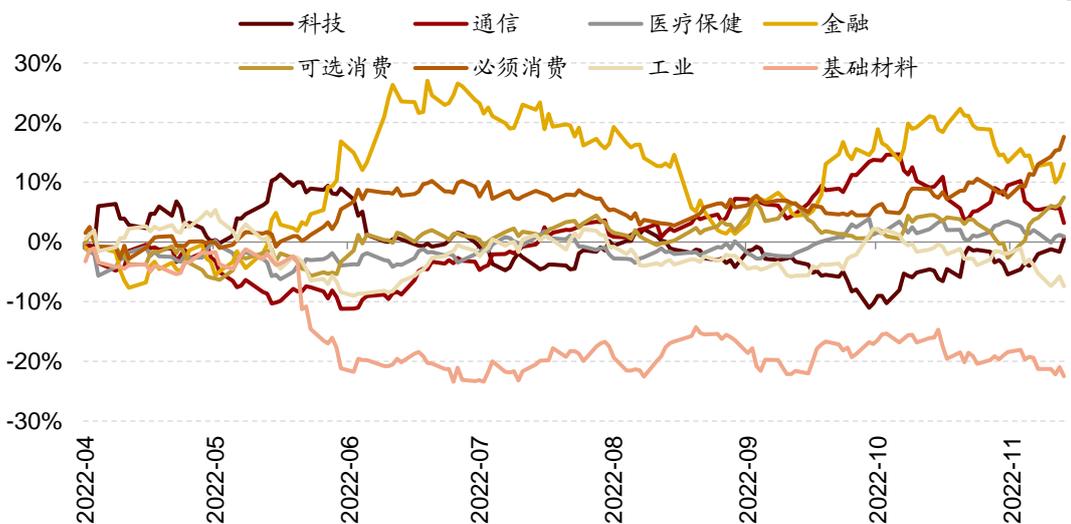
图 54: 中国香港宣布放开之后金融、必须消费、可选消费取得较高的累计收益



资料来源: Datastream、招商证券

超额收益方面: 防控放开之后必须消费、医疗保健、工业等率先获得超额收益(相比恒生指数); 此后科技、金融、必须消费、可选消费表现相对较好, 放松 6 个月左右, 金融、通信、必须消费、可选消费、医疗保健、工业分别取得 18.9%、13.7%、6.1%、2.2%、1.6%和 2.1%的超额收益。截至目前, 必须消费、金融、可选消费、通信、医疗保健分别获得 17.6%、13.1%、7.5%、3.2%、0.9%的超额收益。

图 55: 中国香港宣布放开之后金融、必须消费、通信、可选消费等获得较多超额收益



资料来源: Datastream、招商证券

二级行业, 放宽社交防疫措施后一周, 除卫生保健外, 各行业指数继续下跌, 未受到明显提振。一个月后, 汽车及零部件、休闲用品、工业运输录得正涨幅, 其中汽车及零部件上涨 13.5%。三个月后, 表现较为亮眼的行业为汽车及零部件、制药和生物技术, 涨幅分别为 37.4%、25.5%。家庭用品、家居建材、休闲用品、零售行业继续下跌。六个月后, 各行业指数均大幅下行, 卫生保健跌幅相对较小、汽车及零部件、制药和生物技术行业指数涨幅较三个月时分别下跌 52.7、35.8 个百分点。截至 12 月 8 日, 旅游和休闲、汽车及零部件、制药和生物技术行业涨幅为正, 分别上涨 22.8%、7.6%、4.4%。家庭用品、家居建材, 休闲用品, 零售, 工业运输跌幅较高, 分别下跌 22.4%、22.3%、23.9%、18.5%。

表 6: 中国香港二级行业共存后各时间节点涨跌幅

| 基准日期: 2022/4/20 | 解封一周涨幅 | 解封一个月涨幅 | 解封三个月涨幅 | 解封六个月涨幅 | 截至目前涨幅 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 二级行业 | 2022/4/27 | 2022/5/20 | 2022/7/22 | 2022/10/20 | 2022/12/8 |
| 卫生保健提供商 | 0.0% | 0.0% | -1.4% | -7.5% | -0.4% |

| | | | | | |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 制药和生物技术 | -6.6% | -2.7% | 25.5% | -10.3% | 4.4% |
| 汽车及零部件 | -4.4% | 13.5% | 37.4% | -15.3% | 7.6% |
| 消费者服务 | -2.3% | -4.2% | -4.1% | -22.4% | -7.4% |
| 家庭用品、家居建材 | -3.5% | -10.8% | -20.0% | -44.6% | -22.4% |
| 休闲用品 | -5.8% | 0.6% | -14.2% | -32.5% | -22.3% |
| 个人物品 | -1.6% | -2.6% | 1.6% | -16.5% | -1.4% |
| 零售 | -4.8% | -1.5% | -6.2% | -32.6% | -23.9% |
| 旅游和休闲 | -4.9% | -11.8% | -1.3% | -14.9% | 22.8% |
| 食品、饮料和烟草 | -2.0% | -1.4% | 5.2% | -19.4% | -3.7% |
| 工业运输 | -2.9% | 2.5% | 3.5% | -28.0% | -18.5% |

资料来源：Datastream，招商证券

七、总结

海外疫情爆发以来，海内外国家地区的疫情管控措施大多经历了放松、开放、再放松等多轮反复。根据牛津大学疫情管控严格指数来看，欧美国家/地区的管控严格程度相比亚太国家地区的管控严格程度较低。21年开始欧美多家地区多数开始放松疫情管控，22年下半年亚洲国家地区疫情管控普遍出现松动，目前新加坡、越南、日本、新加坡等地基本完全放开防疫管控。我们以比较典型的美国、日本、越南、中国香港、中国台湾为例研究各国家/地区疫情管控放开之后国内经济、生产、消费以及资本市场的表现，总结如下：

● 美国：工业生产恢复强劲，部分零售好转

疫情放开之后，美国 GDP 同比增幅继续收窄，目前仍低于疫情前水平；劳动参与率微升后下降，失业率维持在低位；**工业生产恢复强劲**，目前已经超过疫情前的水平；消费方面，**耐用品恢复力度和速度领先于非耐用消费品和服务业**，细分领域中**药房药店零售率先恢复**，酒店入住率自放开之后持续波动上行；其他电子和家用电器零售增速持续处于下滑通道。

资本市场方面，标普 500 先跌后涨，呈“W”波动走势；一级行业中**医疗保健和必须消费**表现相对占优，截至目前**必须消费、医疗保健、工业**均获得超额收益。细分行业中**汽车零部件、医疗设备**率先表现，长期来看**生物制药和食品饮料**获得较高收益。

● 日本：GDP 增速当季回升，劳动参与率较大幅度提高

防控放开之后 GDP 当季同比逐季回升，在较低基数背景下，目前增速已经超过疫情前水平；**劳动参与率较大幅度提升，失业率波动下降**；**工业生产先降后快速回升**，细分行业中**电子设备、家用电动机械、运输设备**等恢复弹性较大；**消费方面**，出行消费逐渐回暖，餐饮领域受损最大的酒吧等恢复弹性最大，国内旅游、旅馆等恢复明显，其他休闲中影院消费先升后降。

资本市场中日经 225 解封一周之内上涨，后续较大幅度下降；一级行业，截至目前**医疗保健、必须消费、通信**等获得较高超额收益，科技、工业、可选消费、基础材料等表现相对较弱。细分行业中**汽车零部件、休闲用品**率先反应，长期来看，零售、食品烟草、生物制药、医疗设备有较高超额收益。

● 越南：GDP 增速明显改善，消费较大幅度回暖

防控放开之后 GDP 当季同比由负转正，在去年低基数背景下，**三季度增速大幅上行**，目前已经超过疫情前水平；就业市场受疫情冲击较大，持续低迷；**工业生产稳步修复**，饮料制造业、服装生产、皮革、木制品、电气设备制造、机器设备制造等生产恢复较好；**消费方面**，零售快速反弹，旅游业表现出极高的弹性，酒店餐饮等服务业在放开之后均又明显改善。

资本市场方面，胡志明指数在解封后一周、一个月、三个月、六个月均收涨，细分行业中**医疗保健**前期表现占优，此外，金融、可选消费、工业等有较好表现；**细分行业中零售、消费者服务**率先反应，长期来看，零售、生物制药、消费者服务相对占优。

● 中国台湾：GDP 增速二季度明显改善，可选消费较大幅度回暖

4 月底中国台湾防控取消之后，当季 GDP 增速继续收窄，**二季度开始反弹明显**；**失业率先升后降低**，工业生产持续改善；**消费方面**，消费者信心指数仍处于下行通道，**餐饮零售额改善**，但同比增速未见好转，私人终端消费中**酒精烟草、交通运输、餐厅酒店、休闲文化**等改善较为明显。

资本市场方面，中国台湾加权指数整体下行，一级行业中，通信、工业、必须消费、基础材料率先出现超额收益，医疗保健表现明显领先其他行业；细分行业中生物制药持续领先，其次休闲用品、消费者服务表现相对较好。

● 中国香港：GDP 增速反弹明显，失业率明显下降

4 月份疫情管控放开之后，GDP 当季增速明显反弹，随后出现回落；失业率明显下降，工业生产大幅提升后有所下滑；消费方面，放开之后反弹明显，尤其衣物、鞋类及有关制品、汽车及汽车零部件、百货公司、中药、药物及化妆品等改善较多。

资本市场方面，恒生指数波动上行至 7 月初后在内外因素影响下回调；一级行业中必须消费、医疗保健、工业等率先获得超额收益；细分行业中，卫生保健服务率先表现，长期来看，旅游休闲、汽车零部件、生物制药等表现相对较好。

表 7：疫情管控放开之后，部分国家地区经济、生产、消费及资本市场表现

| 指标 | | 美国 | 日本 | 越南 | 中国香港 | 中国台湾 | 总结 |
|----------|--------|----|----|----|------|------|----|
| 经济、消费、生产 | GDP 增速 | | | | | | ↑ |
| | 工业生产指数 | | | | | | ↑→ |
| | 消费 | | | | | | ↑↓ |
| 资本市场表现 | 市场指数 | | | | | | ↓↑ |
| | 科技 | | | | | | ↓↑ |
| | 通信 | | | | | | ↓↑ |
| | 医疗保健 | | | | | | ↑ |
| | 金融 | | | | | | - |
| | 可选消费 | | | | | | ↓↑ |
| | 必须消费 | | | | | | -↑ |
| | 工业 | | | | | | ↓ |
| 基础材料 | | | | | | ↓↑ | |

资料来源：Wind，招商证券

综合以上来看，疫情放开之后，亚洲地区如日本、越南、中国台湾 GDP 增速有明显改善；工业生产表现不一，多数一年内呈上行趋势，但部分国家如日本先降后升；消费市场除中国香港外 3-6 个月内均有不同幅度的反弹，尤其餐饮、旅游等前期受损严重的领域；市场指数来看，短期市场多数有所回落，3-6 个月之后部分开始反弹；前期医疗保健、必须消费表现相对占优，后续 6 个月到 1 年维度科技、通信多数回升，可选消费前期表现不一，后期多数能取得较好表现。考虑到我国当前防疫正逐渐放开，后续经济增速及消费有望较大幅度恢复，资本市场来看，前期推荐关注医疗保健、必须消费板块，更长时间维度可选消费、通信科技有望取得较好收益。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。

陈星宇：复旦大学经济学硕士，南开大学管理学学士。自 2020 年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。