

諾亞研究

2020年12月1日

主題 | 感恩節帶來的消費行業投資啟示

夏春 諾亞控股首席經濟學家

核心觀點

股市投資上，直覺雖然不總是我們的敵人，但它常常是。因為股市存在太多和直覺相反的結果。

今天和大家聊聊感恩節後的美國的銷售旺季，以及相關的投資知識。

美國假日購物季始於感恩節後。感恩節在每年 11 月第 4 個星期四。此後一天被稱為「黑色星期五」(Black Friday)，是實體零售店銷售的一大高潮，今年就是 11 月 27 日；感恩節後的第一個星期一被稱為「網絡星期一」(Cyber Monday)，是線上銷售的高峰，類似中國的雙 11 網上購物節，昨天 11 月 30 日就是網絡星期一。

美國分析公司 Adobe Analytics 資料顯示，隨著今年新冠疫情使全球數位化轉型加速，美國消費者在今年感恩節轉戰線上「血拼」，並創下 90 億美元的銷售額新紀錄，相比去年的「黑色星期五」同比激增 21.6%。

在黑色星期五當天，消費者平均每分鐘線上消費 630 萬美元，人均消費 27.50 美元。消費者最青睞的網購產品是玩具和電子設備。其中線上購買智慧手機的消費額同比增長 25.3% 至 36 億美元，佔線上消費總額的 40%。

Adobe 分析發現今年黑色星期五成為美國歷史上第二大線上消費日，僅次於去年的「網絡星期一」。

預計今年 11 月 30 日「網絡星期一」線上消費額有望同比增長 15%-35%，達到 108 億-127 億美元，成為有史以來規模最大的線上消費日。

值得注意的是，在消費者線上血拼地熱火朝天的同時，商店卻是另一番淒慘的景象。初步統計資料，黑色星期五當天，美國實體商店客流量同比下降 52.1%。儘管理由不盡相同，但對近期新冠疫情的加速擴散仍是主要擔憂。

這就是我們今年強調的 K 型復蘇，它發生在不同的行業，科技，醫藥，線上服務等處在 K 型的上端，而消費，旅遊，航運等行業處在 K 型的下端。即使在零售這個行業內部也有著明顯的 K 型表現，線上零售在 K 型的上端，線下零售則處在下端。

現在我們要問大家一個和投資更加相關的問題。今年黑色星期五創下 90 億美元的銷售額新紀錄，相比去年激增了 21.6%，那麼美國股市零售分類指數是上漲還是下降？

我相信大家的第一反應會是上漲。事實上，在黑色星期五這一天，標普零售精選指數的確上漲了 0.88%。實際上，今年這一指數的表現十分理想，從 3 月 20 日的最低點反彈了 126.78%，表現遠遠好於標普和納斯達克指數，相對於去年黑色星期五，這一指數上漲了 35.98%，同樣好於標普過去一年 15.8% 的漲幅，但是略低於納斯達克的 40.85%。

不過，有一份研究卻顯示了一個令人意外的結果，從 1999 年標普零售精選指數開始出現後到去年底為止，當黑色星期五和網絡星期一的銷售額上升時，平均來說，當天這一指數會輕微下降約 0.6%，並且從黑色星期五到年底，這一指數累計下跌約 2.3%。

相反，當黑色星期五和網絡星期一的銷售下降時，平均來說，當天這一指數會上漲 1.5%，從黑色星期五到年底，這一指數累計上漲約 3.6%。

換句話說，感恩節的銷售如果很好，通常對股市不是好消息，而感恩節的銷售不怎麼理想，對股市反而是好消息，這聽上去非常違反直覺。

不過，截止到昨晚 11 點 45 分，這個歷史經驗又一次得到了驗證，因為標普零售精選指數下跌了 1.8%，這可能讓很多人感到意外。

但是，可能更加違反大家直覺的是我前面說的標普零售精選指數在今年低點上漲接近 127%。我們這一整年聽到最多的壞消息不就是來自零售業嗎？很多大家熟悉的品牌都宣佈破產重組，例如男裝的 Brooks Brothers 和女裝的 J.Crew，在香港，Gap 原本有 8 家店，結果關了 5 家，剩下的 3 家商品一折銷售，這是我本人以前從來沒有經歷過的事情。而美國的 Victoria Secrets 和英國的 Topshop 更是徹底關掉了香港全部的店。

為什麼零售精選指數的表現會這麼好？一個可能的解釋就在「精選」(Select)這兩個字上，指數在不斷動態調整，表現不好的零售公司會被剔除出指數，表現好的會加進來。

消費行業包括必需消費和可選消費行業，擴展概念還會捎帶一些醫療醫藥。必需消費包括食品、飲料、零售、家用品等與吃喝用密切相關的細分行業，最主要的特點是必需。

可選消費是指具備較大選擇空間的消費，例如家電、汽車、服裝、餐飲、酒店、旅遊、教育、娛樂等。這個行業的特點是消費者收入減少時，可以延遲消費或者變換方式消費。

如果我們觀察標普必需消費品行業指數，就會發現它從今年最低點只反彈了 37.4%，和去年同期相比也只上漲了 8.16%。這兩個數字既比不過零售精選指數，也比不過標普 500 指數。

如果我們觀察標普可選消費品行業指數，就會發現這個指數從今年最低點反彈了 81%，相對一年前上漲了 32.2%，表現不僅遠遠好於必需消費品行業，還比標普 500 指數更好。

這樣的結果是不是和我們的直覺相反？我們覺得疫情衝擊再大，必需消費品受到的衝擊應該不大，而可選消費品行業的衝擊應該很大。

但股票市場的反應恰恰相反，疫情之後大部分時間，必需消費品行業跑輸了美股大盤，而可選消費品跑贏了美股大盤。

我們也許可以解釋一部分原因，必需消費行業在今年 2-3 月股市大跌時的跌幅較少，所以之後的反彈也比較少。而可選消費行業之前的跌幅較大，所以後來的反彈也更大。

或者我們可以說，必需消費行業的盈利在最近幾個月的表現弱於預期，而可選消費行業的表現優於預期，所以前者在股價上的表現不如後者。

但無論如何，這樣的解釋還是給人比較牽強的感覺，因為它還是不符合我們的直覺。

那麼現在我要告訴大家，在股市投資上，直覺雖然不總是我們的敵人，但它常常是。因為股市存在太多和直覺相反的結果。過去我曾經反復強調主街的好消息往往是華爾街的壞消息，主街指的是宏觀經濟，而華爾街指的是資本市場。原因就是宏觀經濟表現不好，政府可能採取寬鬆的刺激政策，這對資本市場通常是好消息。

宏觀經濟和資本市場的表現脫節的另外一個更重要的原因是，股票市場裡的上市公司其實只佔宏觀經濟裡公司總數的極小比例，在美國，上市公司只有全部公司總數的大約 1%，通常上市公司的表現更好，因此我們對大部分公司的感覺，很可能不適用於上市公司。

我們再來看一個直覺可能對也可能錯的例子。假如一個國家在一年內股市企業盈利同比上漲，那麼直覺告訴我們這個國家的股市是上漲還是下降？

如果回答上漲，那麼以美股的歷史表現來看，這樣的直覺對的可能性要大於錯的可能性，因為資料顯示，從 1930 年到今年一共 91 年，上市企業盈利增加，股指上漲一共有 46 年，接近一半的比例，但是盈利增加，股指下跌卻有 14 年，佔比約 15%。而盈利下跌，股指下跌則有 7 年，佔比最少不到 8%。

但大家可能想不到佔比第二高的其實是盈利下跌，股指上漲，共有 24 年，佔比約 26%。實際上，今年不僅美國，全球大部分國家上市公司盈利都下降，但股指則大多數上漲。

說了這麼久，大家可能會說，這樣看起來股市表現和企業表現好像是完全脫節的，那麼投資分析就根本沒辦法做了。

其實並非如此，別忘了連接上市公司股價和盈利的一個重要變數就是股市的估值高低，公司盈利下跌，股價上漲，通常是估值上漲，因為投資者依然看好公司在未來的表現。同樣，公司盈利增加，但投資者卻可能給出公司低的估值，從而使得其股價下跌。

而這很可能就是今年可選消費品表現好於必需消費品的關鍵原因。別忘了今年疫情受益的群體，無論來自於科技，醫療或者億萬富翁，他們正是可選消費品的主要消費主體，疫情過後，未來可選消費品行業會因為這個群體財富的增加而迎來爆發式增長，而必需消費品就沒有這方面的福利了。

最後我們來總結兩點：第一，今年可選消費行業在股市的表現遠遠好於必需消費行業，這和我們的直覺完全相反，大家再一次體會到股市投資的複雜性。敬畏市場，理解行業發展，投資者的心態都是做好投資的必要條件；

第二，如果大家想投資消費行業，那麼零售精選指數值得重視，大家可以從與這一指數掛鈎的基金中進行挑選。

免責聲明：本檔所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本檔而產生的任何後果承擔法律責任。本檔包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本檔均視為同意以上聲明。