

# 宏观深度报告 20230104

## 优等生 vs. 差等生：放开下的全球消费复苏

2023年01月04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

《大宗商品的2022》

2022-12-31

《亚洲防疫放开后，消费股反弹为何有差异？》

2022-12-29

- **防疫放开后国内消费的扩张有多强？**这不仅是2023年中国经济复苏所必须直面的问题，也是疫情三年来先于中国内地放开的各经济体在实践中有待总结的问题。我们认为总结这些已放开经济体消费复苏的经验，对于研判2023年中国消费的前景无疑具有借鉴意义。事实上，从那些先于中国内地放开经济体的案例来看，其消费扩张在路径、节奏、幅度上均存在着一定差异，从而在不同的经济体之间出现了明显的分化。我们选择了10个最具代表性的经济体案例，将其分为三大类型：1. “立竿见影”型（美国、新加坡、澳大利亚）；2. “差强人意”型（日本、德国、越南、中国台湾）；3. “收效甚微”型（英国、韩国、中国香港）。
- **“立竿见影”型经济体主要得益于政府的高补贴以及居民超额储蓄的释放，导致消费在放开后强劲反弹。**由于政府补贴直接转移支付，个人可支配收入显著提高，消费修复反弹大动力足。从修复时长来看，“立竿见影”型经济体在防疫政策放开后的2个月内消费普遍修复超90%。
- **“差强人意”型经济体财政补贴未能惠及家庭，居民储蓄率居高不下导致消费在放开后修复缓慢。**财政政策补贴主要针对企业，未能直接进行支付转移。修复路径呈现倒“V”，修复持续性差。
- **“收效甚微”型经济体由于财政政策缓不济急或过早退场，使得消费在疫情反复扰动下苟延残喘。**这些经济体的财政政策倾向于对中小型企业补贴或草草收场，因此消费的修复动力明显不足，整体恢复态势疲软，平均较疫情前增长趋势仍存在5%以上的缺口。
- **通过横向对比不难看出，各经济体财政刺激的规模与投放结构与其消费的修复程度具有显著的正相关型。**疫后要想得到强劲的消费反弹，成为消费复苏中的“优等生”，财政刺激力度必须大，且应是普惠性较强的现金及消费券。而相较之下，财政刺激倾向企业补贴的效果则明显不如前者。
- **对于2023年中国消费复苏的前景而言，成为“立竿见影”型当然是最理想的结果，但也要避免沦为“收效甚微”型。**因此，通过寻找那些在放开的宏观环境上与当下中国相似的经济体，便可以对2023年中国消费的回升给出一个相对合理的区间。出于可比性的考虑，我们认为这个区间的上限可以比照新加坡，下限则可以我国台湾地区。新加坡在2022年4月全面放开后的半年时间中，补了2.1%的消费缺口，线性外推下，全年预计可以弥补4-5%的消费缺口；我国台湾地区，在4月全面放开后仅仅补了0.8%的缺口，全年预计可以弥补1.6%的消费缺口。由此看来，我们预计2023年在防疫政策大幅优化下，我国消费补短缺口的区间为1.5%-5%。
- **风险提示：**新冠病毒变异导致疫苗失效，各地区封锁程度大幅升级。地缘冲突加剧，局部战争爆发使得全球陷入深度衰退

## 内容目录

<b>1. 第一种“立竿见影”型：美国、新加坡、澳大利亚</b> .....	<b>5</b>
1.1. 美国：高补贴、低储蓄、强修复.....	5
1.2. 新加坡：高补贴、节奏稳、强修复.....	8
1.3. 澳大利亚：扰动弱、强修复.....	9
<b>2. 第二种：“不温不火”型：日本、德国、越南、中国台湾</b> .....	<b>10</b>
2.1. 日本：高补贴、刺激弱、过程长、晚修复.....	10
2.2. 德国：放开早、刺激弱、高储蓄、慢修复.....	11
2.3. 越南：冲击大、修复多.....	13
2.4. 中国台湾：扰动反复、动力弱.....	14
<b>3. 第三种：“一蹶不振”型：英国、韩国、中国香港</b> .....	<b>15</b>
3.1. 英国：放开早、刺激小、修复弱.....	15
3.2. 韩国：放开晚、修复差.....	16
3.3. 中国香港：冲击大、刺激低.....	18
<b>4. 结论</b> .....	<b>18</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图 1:	各经济体疫情防控放开后消费修复的不同程度与路径.....	4
图 2:	各经济体疫情以来封控严苛程度.....	5
图 3:	美国零售总额大幅修复, 远超历史平均增速水平.....	6
图 4:	美国零售总额同比增速大幅上行.....	6
图 5:	美国财政政策刺激消费释放.....	7
图 6:	美国商品消费修复程度更高, 服务消费修复过程更为平缓.....	7
图 7:	美国商品消费中娱乐商品、汽车修复程度更强.....	8
图 8:	美国服务消费在防疫政策彻底解除后修复加速.....	8
图 9:	疫情政策放开后, 新加坡零售增长显著.....	8
图 10:	新加坡财政刺激显著提高了家庭消费支出.....	9
图 11:	新加坡商品零售在进一步放开后修复.....	9
图 12:	新加坡服务消费韧性强、增长快.....	9
图 13:	疫情政策放开后, 日本消费波动上行.....	10
图 14:	放开后的财政刺激才带动了日本消费支出增长.....	11
图 15:	日本零售各分项情况.....	11
图 16:	日本服务消费在取消场所限制后缓慢修复.....	11
图 17:	疫情政策放开后, 德国社零增速平缓.....	12
图 18:	德国财政政策刺激力度小, 居民收入修复水平不高.....	12
图 19:	德国商品消费修复较弱.....	13
图 20:	德国服务消费中餐饮修复表现好.....	13
图 21:	受经济下滑压力越南放开, 快速修复后接近疫情前水平.....	13
图 22:	越南家庭消费支出受财政刺激影响较弱.....	14
图 23:	越南旅游消费受到重创, 全面放开后未恢复到疫情前水平.....	14
图 24:	英国防疫政策最早开放, 消费修复不及疫前水平.....	15
图 25:	英国居民收入修复水平低.....	15
图 26:	英国商品后期修复缓慢.....	16
图 27:	英国旅客数量增加.....	16
图 28:	韩国防疫开放较晚, 消费修复不及疫前水平.....	17
图 29:	韩国家庭消费在初期财政刺激下增长显著, 但放开后反应不佳.....	17
图 30:	韩国商品消费在放开后下行.....	18
图 31:	韩国服务业在放开场所限制后逐渐修复.....	18
图 32:	各国财政刺激规模.....	19
图 33:	各国财政刺激投放结构.....	19
图 34:	各经济体防疫放开后补缺口情况.....	19

一国防疫放开后国内消费的扩张有多强？这不仅是 2023 年中国经济复苏所必须直面的问题，也是疫情三年来先于中国放开的各国在实践中有待总结的问题。我们认为总结这些已放开经济体消费复苏的经验，对于研判 2023 年中国消费的前景无疑具有借鉴意义。事实上，从那些先于中国放开经济体的案例来看，其消费扩张在路径、节奏、幅度上均存在着一定差异，从而在不同的经济体之间出现了明显的分化。我们选择了 10 个最具代表性的经济体案例，将其分为三大类型：1. “立竿见影”型（美国、新加坡、澳大利亚）；2. “差强人意”型（日本、德国、越南、中国台湾）；3. “收效甚微”型（英国、韩国、中国香港）。

图1：各经济体疫情防控放开后消费修复的不同程度与路径

	节奏	路径	幅度	原因
<b>“立竿见影”型</b>				
美国	快	整体大幅修复，商品消费快于服务消费	大	高补贴、低储蓄
新加坡	中	服务抗住冲击后强劲增长，商品受疫情影响较大	大	高补贴、节奏稳
澳大利亚	快	商品消费大幅反弹，服务型行业紧随其后	大	扰动弱、信心强
<b>“差强人意”型</b>				
日本	中	商品恢复较多，服务业在餐饮及场所限制解除后才开始复苏	平	放开晚、补贴多
德国	中	商品修复持续性差，服务消费支撑德国基本完成整体修复	平	刺激弱、高储蓄
越南	快	餐饮业恢复较好，旅游业及商品拖累消费修复	大	冲击大、修复多
中国台湾	中	初期脉冲式修复，但后期动力不足。随着疫情冲击的减弱，消费再次缓慢修复	平	扰动反复、动力弱
<b>“收效甚微”型</b>				
英国	快	服务消费率先修复，商品消费修复动力不足	弱	放开早、刺激小
韩国	慢	服务消费修复增速加快，商品转为下行	弱	放开晚、修复差
中国香港	慢	交通运输恢复较好，商品下滑幅度深，拖累消费修复	弱	冲击大、刺激低

数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

“立竿见影”型经济体主要得益于政府的高补贴以及居民超额储蓄的释放，导致消费在放开后强劲反弹。由于政府补贴直接转移支付，个人可支配收入显著提高，消费修复反弹大动力足。从修复时长来看，“立竿见影”型经济体在防疫政策放开后的 2 个月内消费普遍便修复超 90%。截至目前平均超疫情前水平 3% 以上。

“差强人意”型经济体财政补贴未能惠及家庭，居民储蓄率居高不下导致消费在放开后修复缓慢。财政政策补贴主要针对企业，未能直接进行支付转移。修复路径呈现倒“V”，修复持续性差。截至目前平均与疫情前水平持平。

“收效甚微”型经济体由于财政政策缓不济急或过早退场，使得消费在疫情反复扰动下苟延残喘。这些经济体的财政政策倾向于对中小型企业补贴或草草收场，因此消费的修复动力明显不足，整体恢复态势疲软，平均较疫情前增长趋势仍存在 5% 以上的缺口。

图2：各经济体疫情以来封控严苛程度



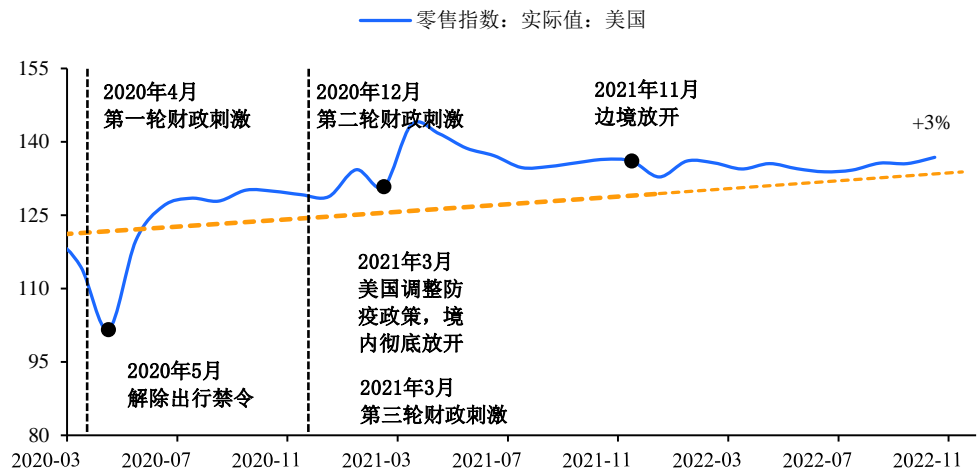
数据来源：OWID，东吴证券研究所

## 1. 第一种“立竿见影”型：美国、新加坡、澳大利亚

### 1.1. 美国：高补贴、低储蓄、强修复

受财政及解除防疫政策强刺激，美国消费修复势头超疫情前趋势水平。在 2020 年二季度大规模居民财政补贴刺激下，美国零售在 2021 年 1 个月内就超越了疫情前的趋势水平。美国零售实际指数冲高后略有回落，11 月，比疫情前趋势水平高出近 3%。（图 3）。2021 年 3 月美国调整防疫政策，宣布境内彻底开放，当月即录得 30% 的同比增速。4 月同比增速持续走高达近年来高点（录得约 48%）。之后美国零售总额同比增速企稳回落，在 2022 年 2 月（即防疫政策放松约一年后）零售同比增速仍有 16%，消费快速修复（图 4）。

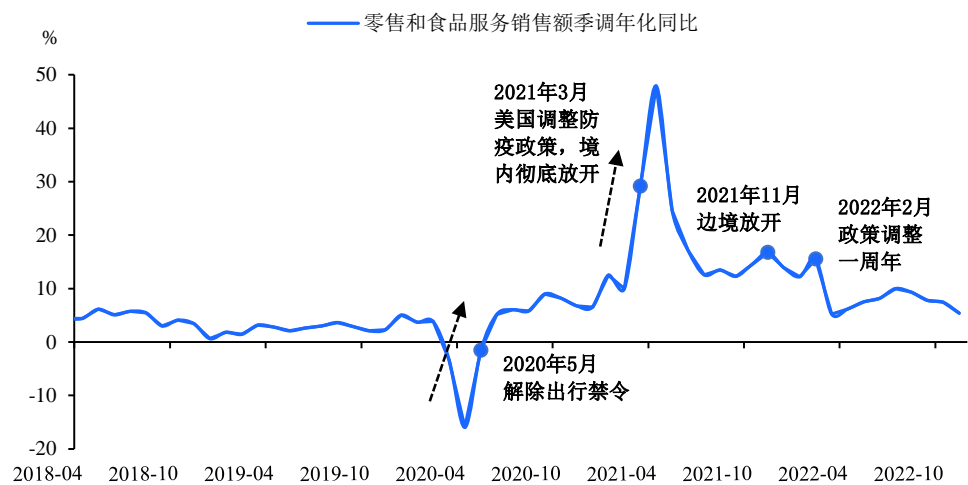
图3: 美国零售总额大幅修复, 远超历史平均增速水平



数据来源: CEIC, Wind, 东吴证券研究所

注: 虚线为 2015-2019 年化增长率

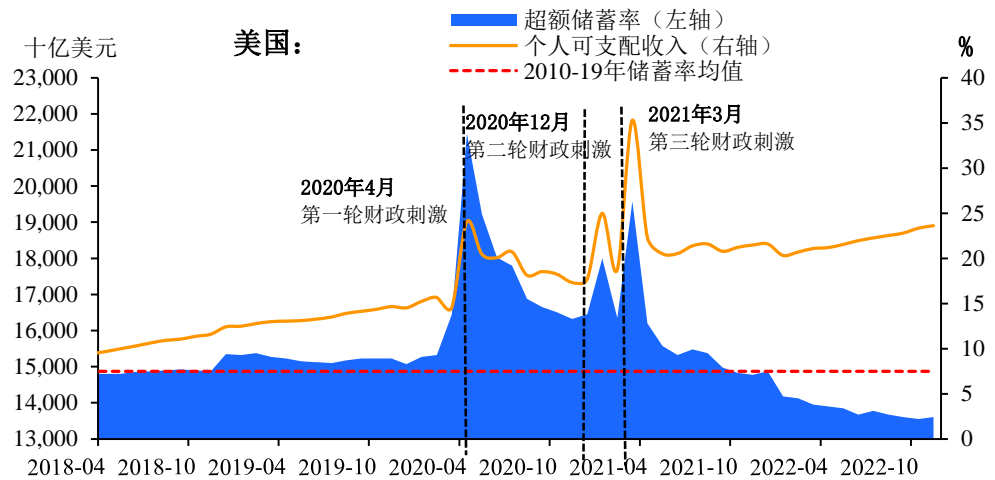
图4: 美国零售总额同比增速大幅上行



数据来源: CEIC, Wind, 东吴证券研究所

高补贴直接转移支付补充个人可支配收入, 低防御性储蓄意愿下支撑美国经济。美国三轮财政刺激促进居民收入显著提高。整体来看, 财政刺激后超额储蓄率的激增并非为预防性储蓄意愿, 而是受到收入增加的影响。美国居民超额储蓄率从第一轮财政刺激后持续释放, 2021年11月边境彻底放开后进一步下降, 明显低于2010-19年间的平均水平(约为7.5%)(图5)。

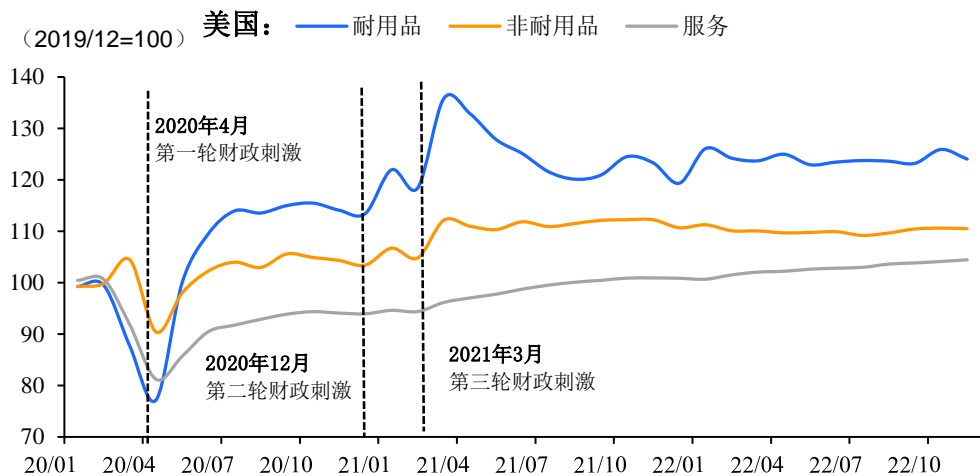
图5: 美国财政政策刺激消费释放



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

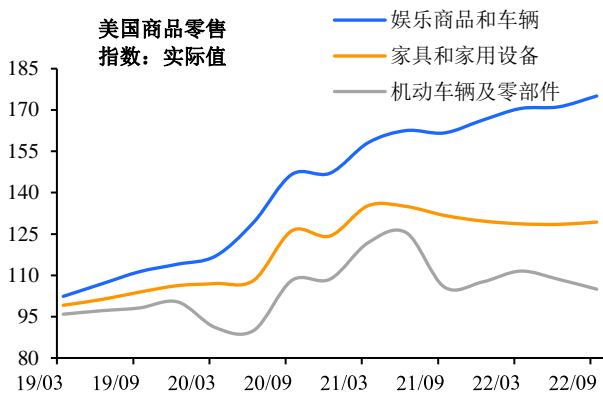
商品消费修复明显快于服务消费。从结构上看，商品尤其是耐用品在短时间内迅速恢复到疫情前水平，且在每次强财政刺激下，修复回升斜率陡峭。服务消费在整个修复过程中较为平缓，过程受到实际疫情 Delta 及 Omicron 的“二次冲击”产生阶段性压制（图 6）。其中，娱乐、交通和医疗服务修复程度最低。截止至今年三季度末娱乐服务才缓慢恢复至疫情前水平，速率远低于商品消费（图 7、8）。

图6: 美国商品消费修复程度更高，服务消费修复过程更为平缓



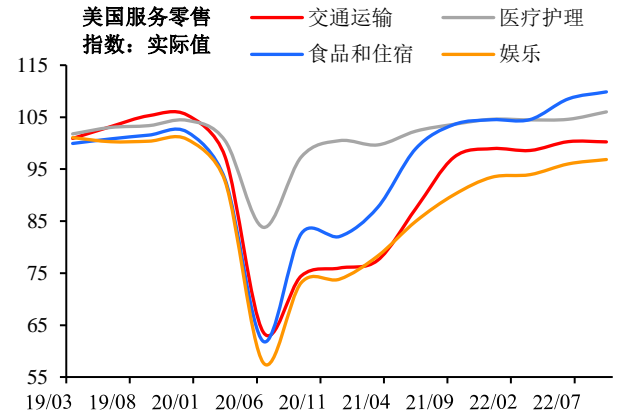
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：美国商品消费中娱乐商品、汽车修复程度更强



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：美国服务消费在防疫政策彻底解除后修复加速



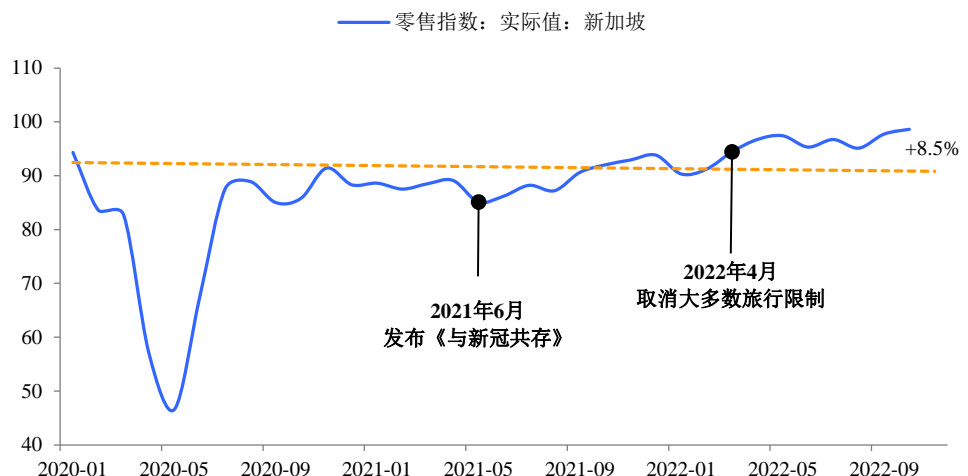
数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 1.2. 新加坡：高补贴、节奏稳、强修复

新加坡防控放开时间较早，程度渐进，放开代价较小。2021年6月初次开始转变防疫思路，下半年在场所限制政策、隔离政策等方面逐步改善，在奥密克戎爆发期间重新收紧政策，最终在2022年4月解除入境限制。

新加坡放开过程中消费以稳定增速修复，并最终好于疫情前的水平。2021年6月初次发布《与新冠共存》的思路后，新加坡未受到明显的疫情冲击，期间消费强劲增长至高于疫情前，经历奥密克戎防疫调整重新放开后，消费能够维持在高于疫情前约8.5%的水平（图9）。

图9：疫情政策放开后，新加坡零售增长显著



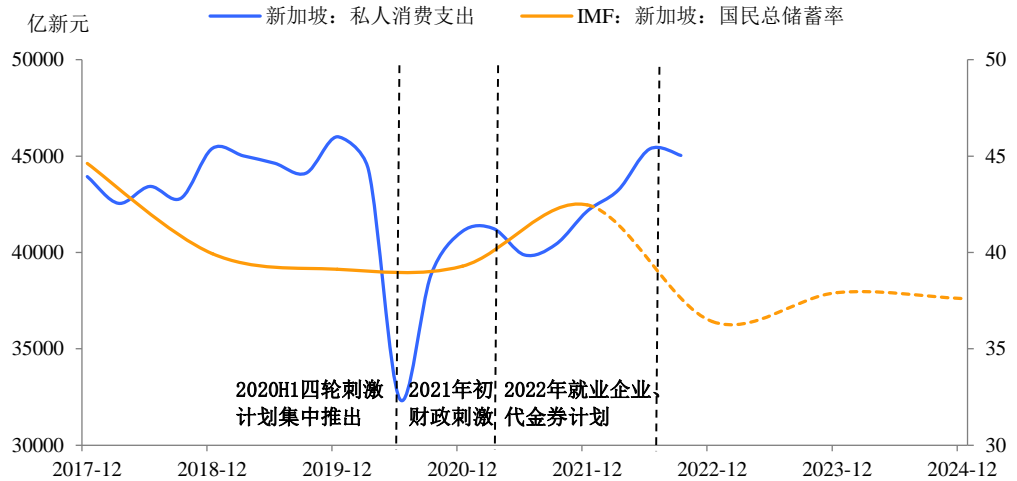
数据来源：Wind, Bloomberg，东吴证券研究所

注：虚线为2015-2019年化增长率



居民消费支出整体持续增长，储蓄率在放开后显著下降。新加坡面向居民的财政刺激类似韩国，前期以现金为主，后期转为消费券。2020年的四轮刺激计划主要提高了家庭储蓄率，放开开始后疫情反复程度较小并未限制居民的消费场景，良好的消费情绪和环境支撑了私人消费支出强劲增长（图10）。

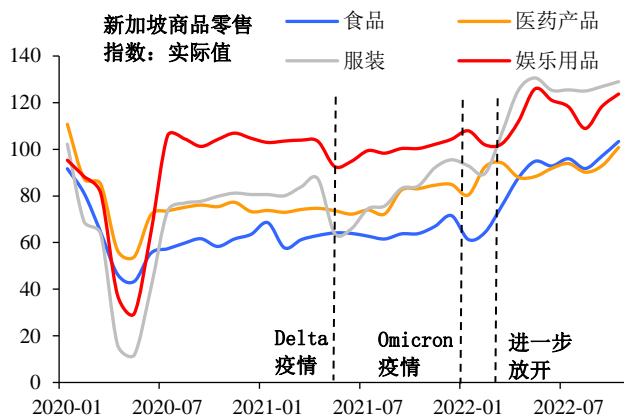
图10：新加坡财政刺激显著提高了家庭消费支出



数据来源：Wind, Bloomberg, IMF, 东吴证券研究所

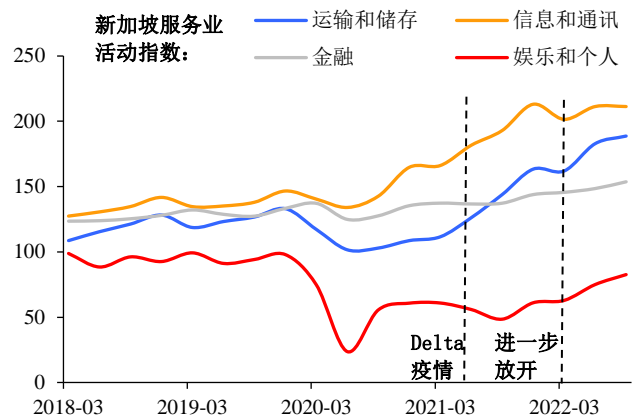
分结构来看，商品受疫情影响较大，服务抗住冲击后强劲增长，属东亚经济体中的例外。商品消费方面，食品医药类的非耐用品受冲击较小但恢复节奏慢，食品晚于医药；服装受冲击最大，但在全面放开后修复最为强劲；娱乐产品在疫情初期就反弹至高于疫情前的水平。服务方面，娱乐在疫情后持续展现颓势；运输储存和信息通讯在小幅冲击后持续走高；金融保险行业基本以原趋势增长，未受到疫情明显影响（图11、12）。

图11：新加坡商品零售在进一步放开后修复



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图12：新加坡服务消费韧性较强、增长快



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 澳大利亚：扰动弱、强修复

澳大利亚于 2021 年 10 月份解除封锁后，消费者消费意愿逐步高涨。消费支出增长近 10%，当月销售额即增长 5%。且在第二轮疫情的扰动下，零售规模也在不断修复。在强劲的消费情绪下，零售同比增速高达 19%。

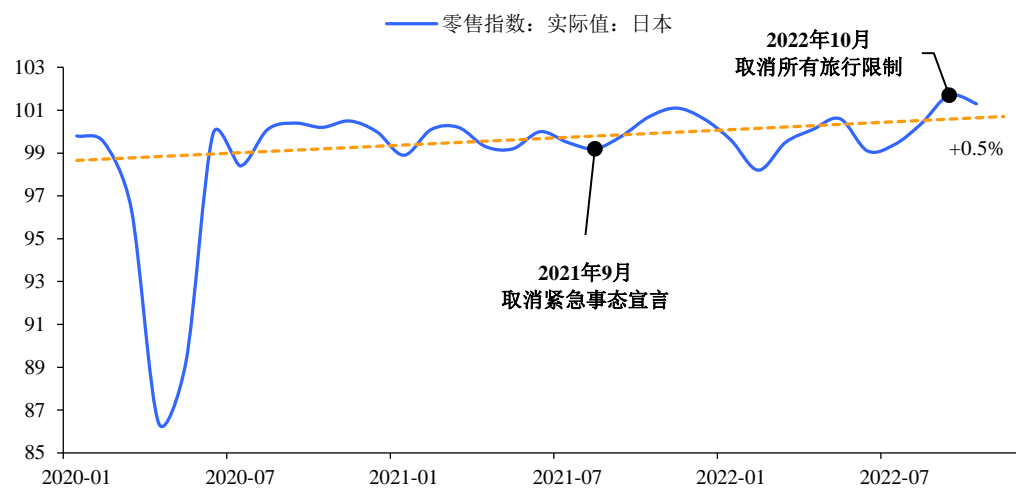
## 2. 第二种：“不温不火”型：日本、德国、越南、中国台湾

### 2.1. 日本：高补贴、刺激弱、过程长、晚修复

日本疫情防控放开走的是谨慎长期路线。2021 年 9 月，日本宣布取消紧急事态宣言，初步放松了长达一年半的严格防控措施，并在 2022 年 3 月进一步解除餐厅和大型活动场所的限制。入境限制则在 2022 年 3 月后逐步放松，先开放了留学生和商务人员入境，2022 年 10 月日本政府解除了所有旅行限制。

初次放开后日本消费在疫情反复和财政刺激下波动，整体略有上升。从整体零售消费上来看，日本在 2020 年 Q3 就已经恢复到了疫情之前的水平，这与日本疫情前多年消费疲软，以及政府在疫情初期集中出台了两次追加预算有关。首次取消紧急事态宣言后，零售抬升的势头受到奥密克戎疫情的压制，几次波动后 11 月零售整体指数与疫情前基本持平（图 13）。

图 13：疫情政策放开后，日本消费波动上行



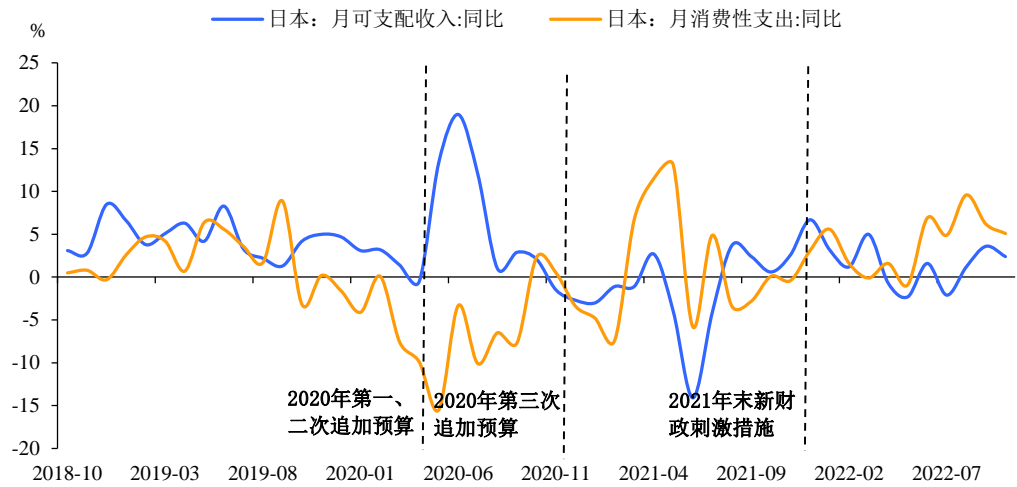
数据来源：Wind, Bloomberg, IMF, 东吴证券研究所

注：虚线为 2015-2019 年化增长率

日本居民的消费性支出活动的增长并非与政府的财政刺激同步：2020 年第一、二次追加预算中包含了直接向居民发放的现金和旅游就餐补贴，但受到严格防控的限制，日本家庭的收入与消费支出同比出现背离；2020 年第三次追加预算针对家庭的补助较少，家庭收入与支出同时下行；直到 2021 年 9 月防控放开后，年末新财政刺激措施继续向家庭补助现金体现在了家庭收入与消费支出的同比增长，意味着消费场景的恢复解放了

日本家庭的消费活动（图 14）。

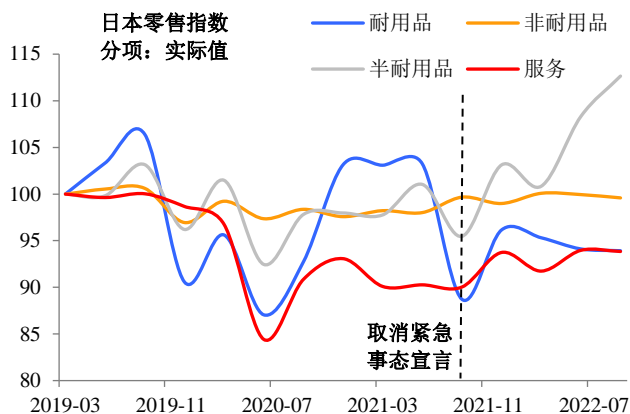
图 14：放开后的财政刺激才带动了日本消费支出增长



数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

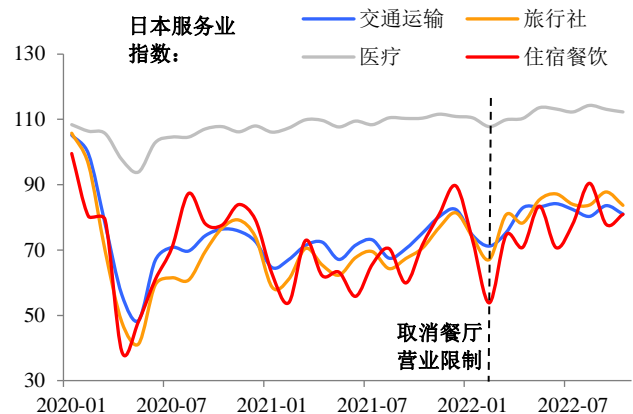
商品在疫情首次冲击后恢复较多，服务业在餐饮及场所限制解除后才有复苏迹象。分结构来看，商品消费方面，耐用品和非耐用品出现分化：耐用品受冲击大但恢复迅速，非耐用品在整个疫情期间表现出韧性（图 15）。服务消费方面：医疗因需求支撑受疫情影响不大；旅行社、交通以及住宿餐饮受到场景限制一度萎靡不振，但在取消餐厅营业限制后有明显增长势头，至今仍大幅低于疫情前的水平，2022 年 10 月取消旅行限制后可以期待进一步的修复（图 16）。

图 15：日本零售各分项情况



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 16：日本服务消费在取消场所限制后缓慢修复



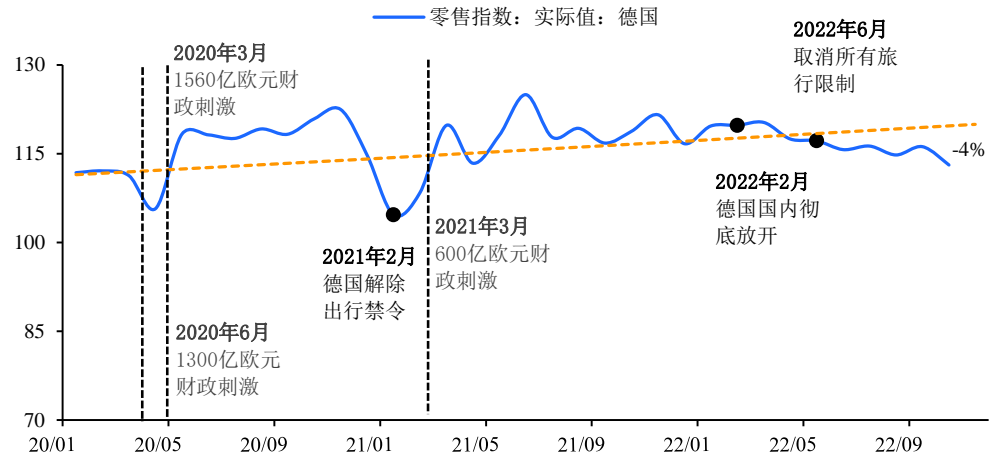
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 德国：放开早、刺激弱、高储蓄、慢修复

财政刺激主要针对企业，居民收入在疫情下受到较大冲击，消费修复缓慢。纵观全球，欧洲属于最早解除防疫限制的经济体。经济体量较大的德国在累积 3 轮财政刺激和

疫情政策调整后，2021年3月社零仅修复至疫前平均增速。从节奏上看，修复过程相较于平缓（图17）。从结果来看，由于财政刺激主要针对企业补助，对于居民消费刺激力度有限。德国并未进行大规模的直接转移支付，每次财政刺激下，居民收入受到较大冲击，难以形成合力，居民修复水平不高，消费者预期迟迟没有得到提振（图18）。

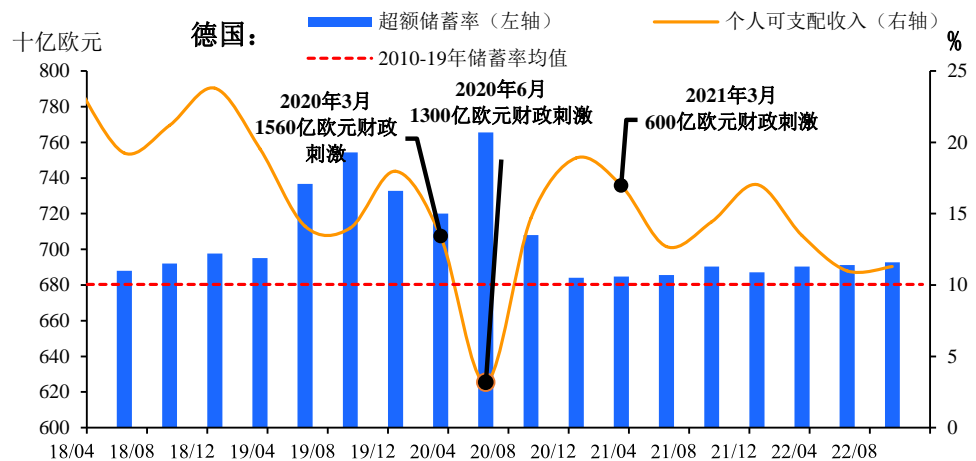
图17：疫情政策放开后，德国社零增速平缓



数据来源：Wind, Bloomberg, IMF, 东吴证券研究所

注：虚线为2015-2019年同比增长率

图18：德国财政政策刺激力度小，居民收入修复水平不高

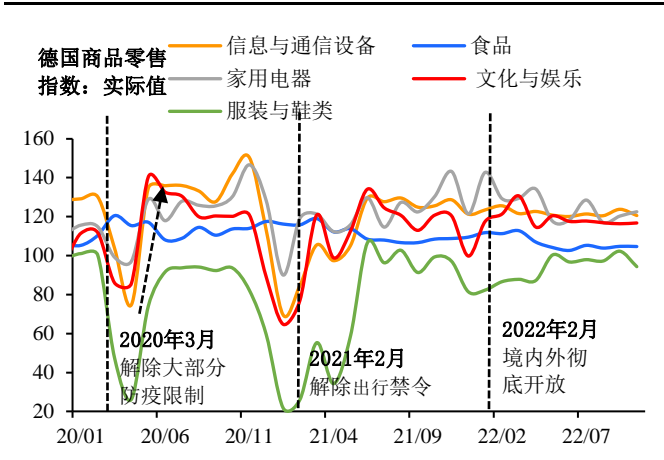


数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

商品修复持续性差，服务消费支撑德国基本完成整体修复。从结构上看，商品修复不及服务消费修复。商品消费修复持续性较差，各项商品在2020年短暂冲高后迅速回落，随后修复过程趋平（图19）。但相比之下由于德国疫情政策放开较早，叠加政策上对服务业修复的支持，餐饮业已修复至超过疫前水平，航空业受到疫情反复扰动，虽尚未完全修复但整体趋势上行。德国餐饮业放开的第一个季度内迅速修复至2019年的水平，法兰克福机场乘客吞吐量在修复的过程中受到疫情冲击反弹及部分国家游客尚未出

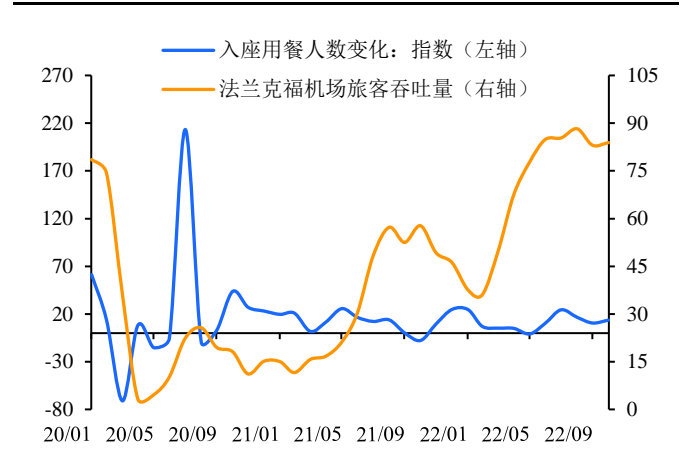
行的影响等展现超强修复韧性（图 20）。以居民消费支出实际值衡量，德国消费支出基本修复。

图 19：德国商品消费修复较弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：德国服务消费中餐饮修复表现好

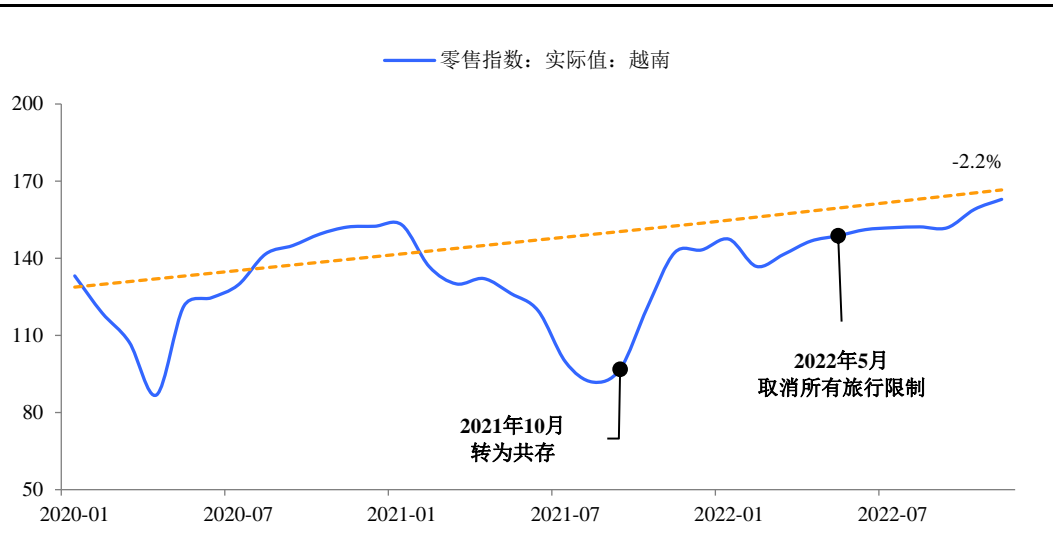


数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.3. 越南：冲击大、修复多

越南疫情防控放开主要受到经济上的压力，2021 年 10 月政府宣布共存前消费已经大幅下滑，甚至差于 2020 年初疫情的冲击。开放后消费经过一个季度的迅速复苏后来到了平台期。2022 年 5 月取消所有旅行限制后消费仍是缓步上行，零售实际值基本修复至疫情前的水平（图 21）。

图 21：受经济下滑压力越南放开，快速修复后接近疫情前水平



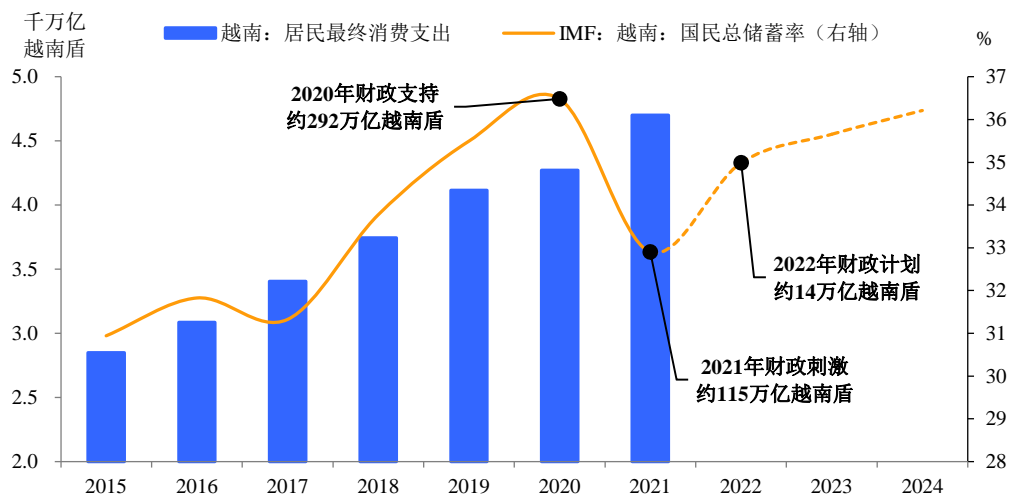
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：虚线为 2015-2019 年化增长率

越南家庭消费受到财政刺激程度较小，主因是越南财政刺激程度不大，且家庭补助类别较少。在经历 2021 年中放开后的短暂消费增长后，消费情绪难以持续高涨，IMF 预

计越南储蓄率会在 2022 年后持续上行（图 22）。

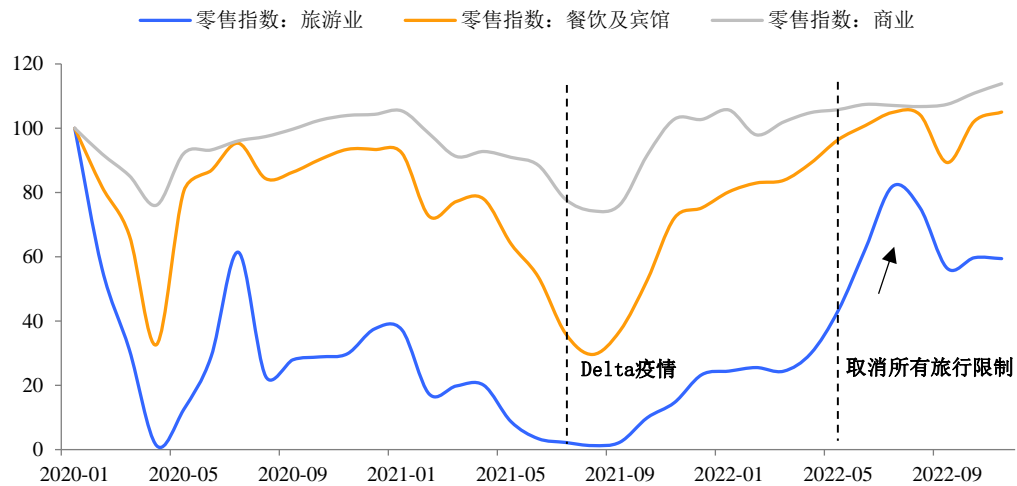
图22：越南家庭消费支出受财政刺激影响较弱



数据来源：Wind, Bloomberg, IMF, 东吴证券研究所

分结构来看，旅游业在封控期间受到重创，曾两次触底，取消旅行限制后并未恢复到疫情前的水平。餐饮在封控解除后恢复较好；商业则受影响较小（图 23）。

图23：越南旅游消费受到重创，全面放开后未恢复到疫情前水平



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 2.4. 中国台湾：扰动反复、动力弱

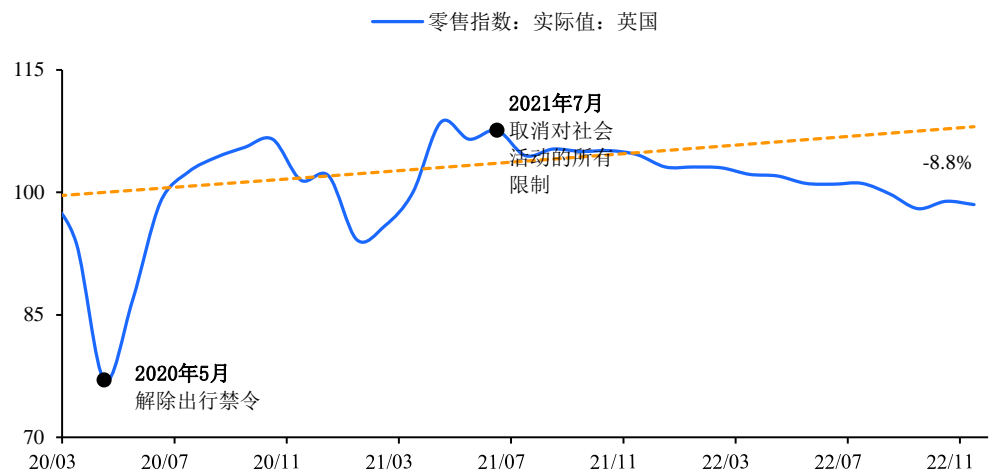
我国台湾地区在疫情政策放开后修复脉冲强，但韧性不足，且在受到第二轮新冠疫情的扰动下，零售营业额再度回落。

### 3. 第三种：“一蹶不振”型：英国、韩国、中国香港

#### 3.1. 英国：放开早、刺激小、修复弱

英国最早放开，消费修复却不及疫前水平。英国是解除防疫限制最早的国家之一，但由于财政刺激倾向中小企业贷款，居民收入修复水平低，导致现今消费实际值修复水平仍低于疫情前 8.8%（图 24、25）。

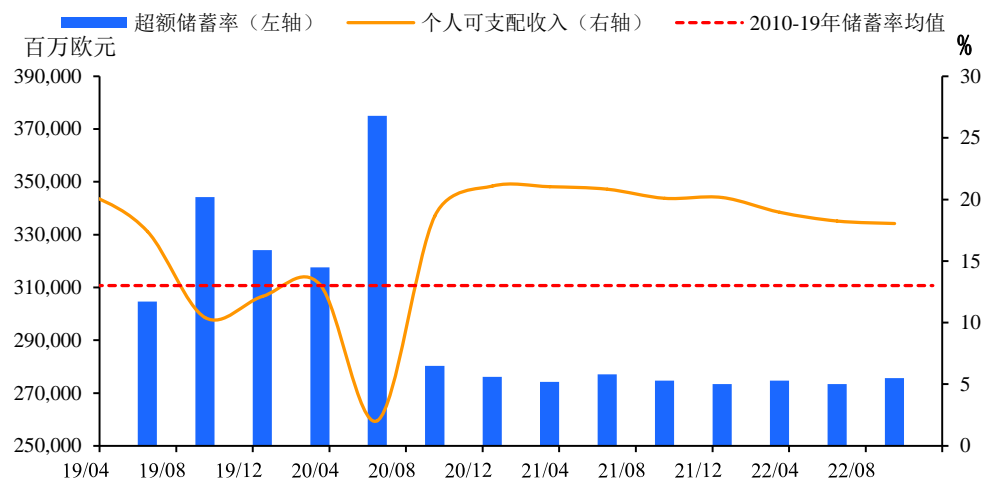
图24：英国防疫政策最早开放，消费修复不及疫前水平



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：虚线为 2015-2019 年化增长率

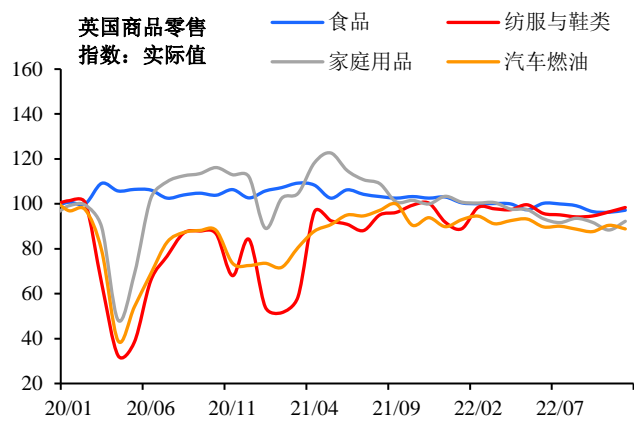
图25：英国居民收入修复水平低



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

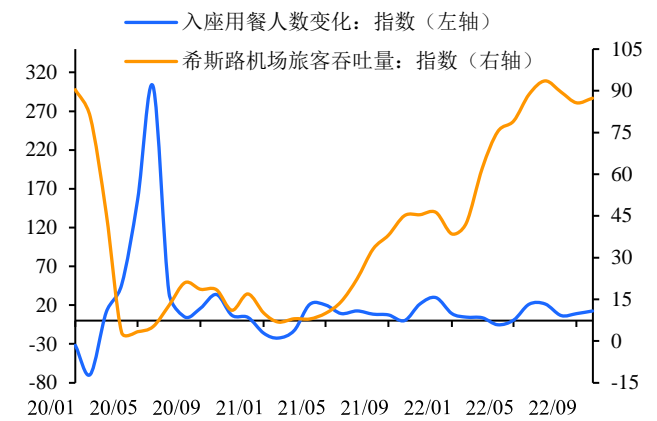
**商品及服务消费修复动力不足。**从结构上看，服务消费恢复在政策调整后修复脉冲强，商品修复动力明显不足。从程度上看，商品消费各品类均为修复至疫情前水平。从节奏上看，除食品外，商品其余分项修复持续性差，冲高后快速回落，修复水平差（图 26）。餐饮业在解除出行限制后 1-2 个月内加速修复远超疫前水平，但动力持续性差，冲高后陡峭下行与疫前水平上下反复（图 27）。

图26：英国商品后期修复缓慢



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图27：英国旅客数量增加



数据来源：Wind，Opentable 东吴证券研究所

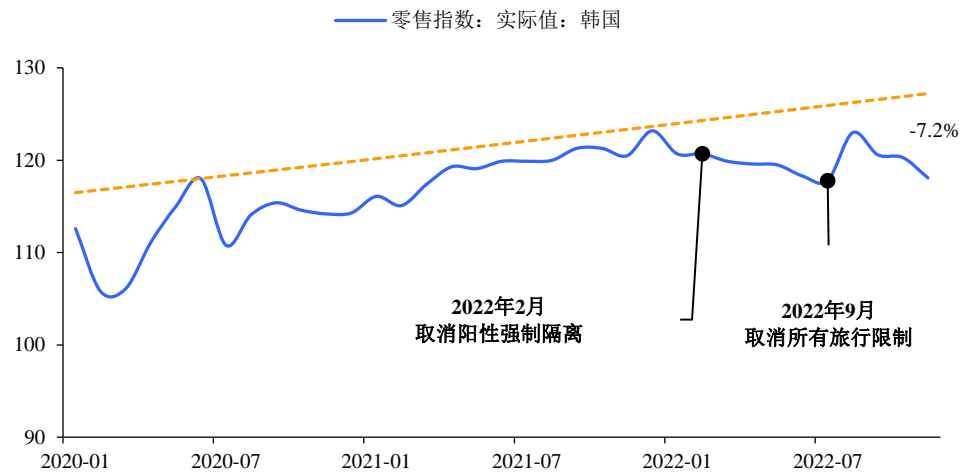
### 3.2. 韩国：放开晚、修复差

**韩国疫情防控放开较晚，整体过程较快。**奥密克戎疫情冲击下韩国在 2022 年 2 月首次取消阳性隔离措施，并在同年 5 月和 9 月分别放开场所聚集限制和出入境限制。整个放开过程仅半年时间。

**放开过程中韩国消费下行，全面放开后短期修复势头不强。**疫情首次冲击对韩国消费零售的冲击相对较弱，并在之后一段之内保持了低增速的修复。2022 年 2 月初次放开恰逢奥密克戎传播期，感染导致的“二次冲击”或造成了消费的下行。取消旅行限制后消费出现冲高回落，11 月零售指数低于疫情前增长趋势约 7.2 个百分点（图 28）。



图28: 韩国防疫开放较晚, 消费修复不及疫前水平

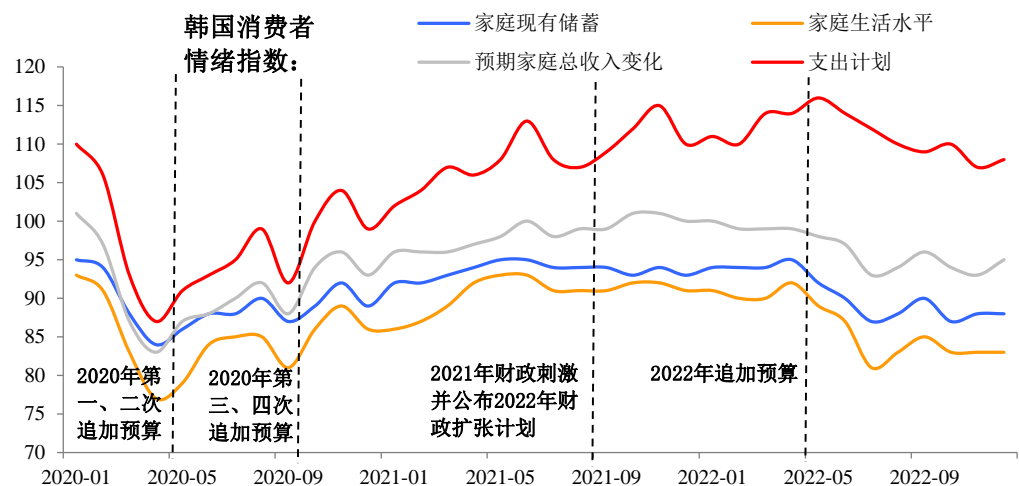


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

注: 虚线为 2015-2019 年化增长率

财政刺激在封控时显著提高了消费支出, 但放开后支出计划回落。韩国面向家庭的财政刺激措施初期依靠现金直接补贴, 包含在 2020 年的多次追加预算中, 后期转为消费券或满减的间接补贴, 例如 2022 年的追加预算。疫情初期韩国家庭的收入支出水平在财政刺激后显著修复到疫情前的水平, 但在 2022 年放开阶段中表现疲软, 体现了放开后疫情传播的压制以及居民整体消费意愿短期内不强 (图 29)。

图29: 韩国家庭消费在初期财政刺激下增长显著, 但放开后反应不佳

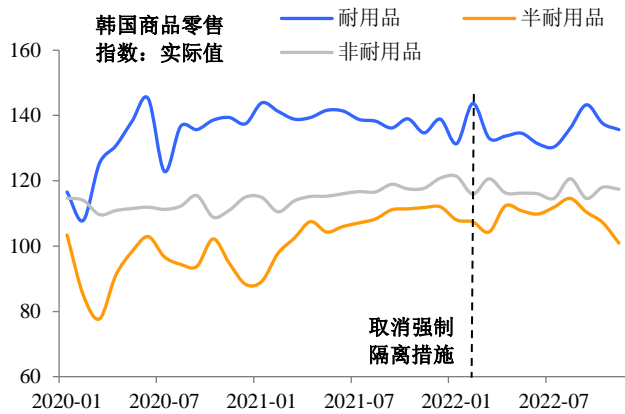


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

分结构来看, 商品与服务在防控放开过程中走势分化。初期疫情对服务业冲击更大, 放开后服务消费修复增速加快, 而商品转为下行。商品消费方面, 耐用品在初期反弹显著, 一度超过疫情前的水平; 非耐用品持续震荡但中枢稳定; 半耐用品在 2020 一整年持续低迷。2022 年封控放开后, 全品类同步下行 (图 30)。服务消费方面, 医疗保健受

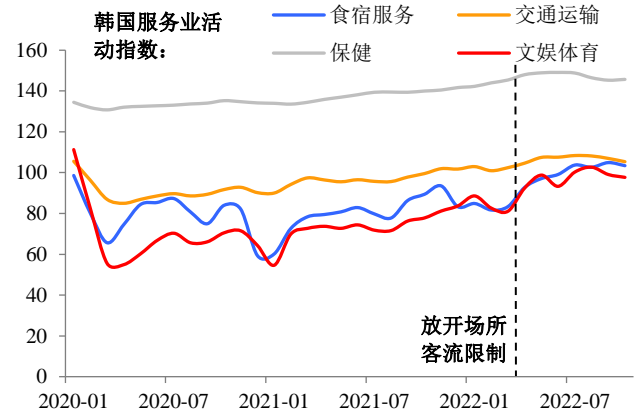
到影响微弱；交运修复趋势稳定；食宿和文娱受德尔塔和奥密克戎疫情影响更明显，但在场所客流限制放开后修复加快，接近疫情前的水平（图 31）。

图30：韩国商品消费在放开后下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：韩国服务业在放开场所限制后逐渐修复



数据来源：Wind，东吴证券研究所

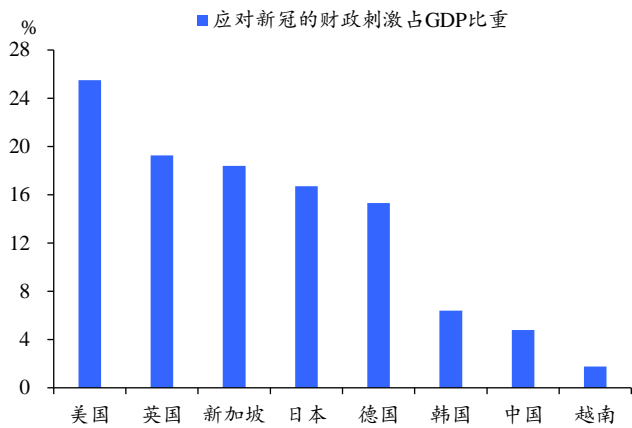
### 3.3. 中国香港：冲击大、刺激低

中国香港疫情2022年1月开始抬头，达到峰值后零售业总销售额极速下滑-16.8%。尽管我国香港特区政府针对消费复苏发放600亿消费券，然而结果来看刺激力度有限。短期内提振，但是社会零售在4月消费脉冲修复后，再度走弱，未能明显修复。

## 4. 结论

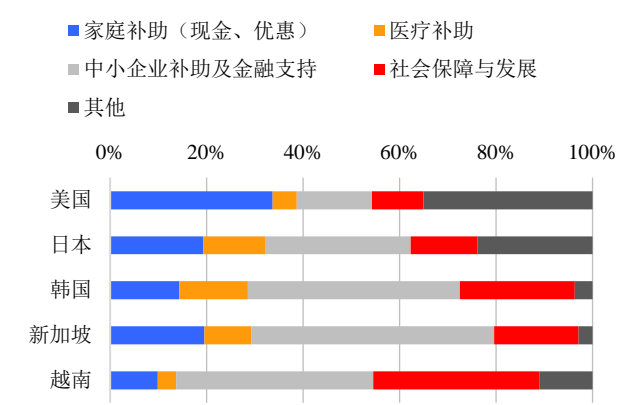
通过上述横向对比不难看出，各经济体财政刺激的规模与投放结构与其消费的修复程度具有显著的正相关型。疫后要想得到强劲的消费反弹，成为消费复苏中的“优等生”，财政刺激力度必须大，且应是普惠性较强的现金及消费券。而相较之下，财政刺激倾向企业补贴的效果则明显不如前者。

图32: 各国财政刺激规模



数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图33: 各国财政刺激投放结构



数据来源: 各国财政部官网, 公开新闻整理, 东吴证券研究所

最后, 对于 2023 年中国消费复苏的前景而言, 成为“立竿见影”型当然是最理想的结果, 但也要避免沦为“收效甚微”型。因此, 通过寻找那些在开放的宏观环境与当下中国相似的经济体, 便可以对 2023 年中国消费的回升给出一个相对合理的区间。出于可比性的考虑, 我们认为这个区间的上限可以比照新加坡, 下限则可以我国台湾地区。新加坡在 2022 年 4 月全面放开后的半年时间中, 补了 2.1% 的消费缺口, 线性外推下, 全年预计可以弥补 4-5% 的消费缺口; 我国台湾地区, 在 4 月全面放开后仅仅补了 0.8% 的缺口, 全年预计可以弥补 1.6% 的消费缺口。由此看来, 我们预计 2023 年在防疫政策大幅优化下, 我国消费补缺口的区间为 1.5%-5%。

图34: 各经济体防疫放开后补缺口情况

	放开时点	消费复苏用时*	2022年1至10月消费较2019年同期水平	放开至2022/10消费补缺口情况**
越南	2022/03	4个月	120%	13.6%
澳大利亚	2021/10	6个月内	112%	10.2%
德国	2021/02	2个月	106%	4.2%
中国香港	2022/04	未恢复至疫情前水平	83%	3.2%
新加坡	2022/04	20个月	99%	2.1%
韩国	2022/06	3个月	107%	1.7%
日本	2022/04	3个月	98%	1.2%
中国台湾	2022/04	4个月	106%	0.8%
美国	2021/11	3个月	115%	0.6%
英国	2021/07	4个月	101%	-5.7%

\*从首次受到疫情冲击 (2020/3) 到消费复苏至2019/12月水平的時間

\*\*相对于2019/12月水平

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**新冠病毒变异导致疫苗失效，各地区封锁程度大幅升级。**尽管属于尾部风险，但鉴于应对新冠的特效药仍未研发成功，疫情对于全球贸易影响的不确定性尚存。

**地缘冲突加剧，局部战争爆发使得全球陷入深度衰退。**俄乌冲突可能进一步升级，影响区域可能进一步扩大，全球经济复苏的下行风险犹存。

## 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>

