



疫后经济可能“花开别样红”

——复盘海外经验看中国经济复苏

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- 新冠病毒严重程度在世界史上都很少见，感染及死亡病例数超过1918年的西班牙大流感。这可能与新冠病毒的高传染性和各国开始时防疫政策不一致有关，目前毒株的传染性更强但致重病致死率较低，疫病有与人类共存的可能。
- 大部分国家的防疫政策都会经历“严格防疫”，“转向放松”及“完全共存”三个阶段。防疫放开后，如果出现新高传染性毒株，经常会出现疫情的再次爆发，近期主要是Omicron变种的大规模感染，但感染人数高峰渐次下降且致死率维持在低点。
- 从各国总体消费恢复过程来看，首次封锁解除后消费会迎来反弹，防疫政策转向放松后会经历一段恢复过程，由于前期放松防控已经释放了恢复性增长的累积因素，完全共存后消费恢复趋势会与疫情脱钩并收敛至疫后新常态。疫情后期工业生产受政策转向影响相对较小，服务业则受益于场景限制的解除。
- 国家间防疫政策区别很大，结果各不相同。**美国**：过早放松防疫，生命代价大，疫后零售额恢复主要依托财政刺激带来的收入增长，工业生产受防疫放松受益。**英国**：全球首个完全共存的大国，防疫放松后零售表现修复明显，工业产出回归长期趋势。**德国**：防疫成果显著对零售影响较小，政策转向后总体维持高速增长，工业生产受长期趋势束缚。**日本**：防疫措施由疫情形势驱动，受限于整体经济环境，消费与生产仍在疫前水平上下浮动。**韩国**：前期感染水平低，后期开放速度快，防疫降温后零售生产与出口进入新的增长周期。**新加坡**：疫情防控成功的国家之一，随着防疫逐渐放开，零售与工业生产平稳爬升至超越疫情前水平。**越南**：无力防疫被迫放开，共存后恢复势头强劲。
- **中国疫情达峰快，经济恢复可能也会超预期。**中国放开后疫情冲击已经达峰回落，人流量出现明显回升。从国际经验来看，疫后恢复一般以消费恢复最为显著，服务业恢复力度一般也比较大。从收入增速高于支出增速以及居民存款增量大于贷款增量两个角度来看，中国居民具备一定的疫后消费恢复能力。估计2023年疫情可能会保持相对稳定，商品消费、服务消费、外出相关消费恢复力度估计相对较大，房地产在疫情稳定和持续加码下可能会逐步趋稳，对经济的拖累幅度有望减轻。出口受高基数和海经济增速下行等因素影响，可能会有较大幅度下降。国家稳增长政策估计依然积极，经济工作会议定调扩大内需，叠加疫后特殊时期，估计财政政策继续加力增效，货币政策保持相对宽松，2023年经济增速可能会超预期。
- **风险提示**：疫情反复的风险；政策力度不及预期；房地产恢复不及预期；海外货币政策紧缩力度超预期。

正文目录

1. 本轮疫情大流行史所罕见	7
2. 新冠疫情演进与经济修复复盘：激进放开型	8
2.1. 美国：激进放开，大量现金补助对消费复苏具有明显支撑	8
疫情演进：早感染早放开	8
大量补贴拉动消费，工业因防疫放松复苏	11
货币宽松过度放大周期波动	14
2.2. 英国：激进放开，经济增长乏力，消费恢复一般	15
疫情演进：首个完全共存的大国	15
经济恢复：消费回升乏力	18
供给端：工业影响时间短，服务影响长	20
3. 新冠疫情演进与经济修复复盘：谨慎放开型	22
3.1. 德国：谨慎放开，疫情防控效果较好，消费重回长期增长	22
疫情演进：根据住院率保守放开	22
消费稳健恢复	24
供给端：生产打破衰退趋势	26
3.2. 日本：谨慎放开，消费恢复稳定，但难回疫情前水平	27
疫情演进：谨慎放开，放松后疫情续创新高	27
经济恢复：需求端没有回到疫前水平	30
供给端：二三产业恢复较慢	32
3.3. 新加坡：平稳放开，消费重回长期增长	33
疫情演进：防疫最成功的国家之一	33
经济恢复：消费重回长期增长趋势	35
供给端：工业生产受疫情影响小	37
4. 新冠疫情演进与经济修复复盘：后期快速放开型	39
4.1. 韩国：防疫后期快速放开，出口带动收入增长，消费整体恢复较好	39
疫情演进：前期防疫成果出色，后期开放程度高速度快	39
经济恢复：消费持续恢复	41
供给端：工业下滑，服务恢复	43
4.2. 越南：现实倒逼防疫放开，共存后恢复态势良好	45
疫情演进：疫苗接种过晚，面对 Delta 变种有心无力，被迫放开	45
经济恢复：转向共存后消费迅速反弹	47
供给端：工业快速恢复	49
5. 中国疫后经济可能“花开别样红”	50
5.1. 毒株的传染性更强但致重病致死率较低	50

5.2. 疫后恢复主要表现为消费及服务回暖	53
5.3. 我国放开后疫情发展快，达峰快	56
5.4. 经济可能“花开别样红”	58
6. 风险提示	60

图表目录

图 1 历史上几次全球大流行死亡人数估计	8
图 2 美国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴, 人.....	9
图 3 美国政策转向后完整经历 Delta 与 Omicron 变种冲击, 人, %.....	10
图 4 美国疫情后养成居家习惯, 外出人流量恢复缓慢, %	11
图 5 美国疫情期间财政赤字高涨, 十亿美元.....	12
图 6 美国财政刺激拉动收入与消费, 万美元, 十亿美元.....	13
图 7 美国消费数据快速恢复反超疫前, %.....	13
图 8 美国几类零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %	13
图 9 美国细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %	14
图 10 美国工业生产强劲恢复, %, %	14
图 11 美国联邦基金利率与泰勒规则测算的利率, %.....	15
图 12 美国 M2 增速历史性上涨, %	15
图 13 美国 GDP 增速回弹, 十亿美元, %.....	15
图 14 美国贸易差额有所收窄, 百万美元.....	15
图 15 英国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴, 人.....	16
图 16 过早的开放使英国完整面临多波疫情, 人, %	17
图 17 英国疫情后高接触场景人流量恢复相对缓慢, %.....	18
图 18 英国疫情防控严格程度与零售表现负相关, %	19
图 19 英国细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %	20
图 20 英国工业生产指数增长放缓.....	20
图 21 英国服务产出严重衰退.....	21
图 22 放开后英国 GDP 回升立竿见影, 十亿英镑, %.....	21
图 23 德国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴, 人.....	23
图 24 德国放开后每波疫情时间跨度较长, 人, %.....	24
图 25 德国人口流动总体恢复至疫情前水平, %	24
图 26 德国零售表现受疫情影响有所波动.....	25
图 27 德国细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %	26
图 28 德国工业生产未能恢复至疫情前水平, 十亿欧元	27
图 29 通胀拉动德国出口金额.....	27
图 30 德国放开前真实 GDP 承压期已过, 十亿欧元, %	27
图 31 日本单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴, 人.....	28
图 32 日本放开后疫情感染反达新高, 人, %	29
图 33 日本人口流动受疫情冲击明显, %	30
图 34 日本零售表现出现阶段性波动, %	31
图 35 日本细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %	32
图 36 日本第二第三产业回到疫情前水平较慢 (相对于 2019 年同期)	32
图 37 日本经济恢复迅速但乏力, 十亿欧元, %	33
图 38 新加坡单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴, 人.....	34
图 39 新加坡放开后的三波 Omicron 感染, 人, %.....	35
图 40 新加坡疫情前后人口流动稳步回升, %	35
图 41 新加坡零售额受防疫严格程度反向驱动, %.....	37
图 42 新加坡细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %	37
图 43 新加坡工业生产指数总体受疫情影响不明显	38
图 44 新加坡逐步放开后经济全面回暖, 十亿美元, %.....	38
图 45 韩国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴, 人.....	39
图 46 韩国第一波 Omicron 疫情冲击大, 人, %	40

图 47 韩国人口流动恢复健康, %	41
图 48 韩国疫情防控严格程度与零售表现呈负相关, %	42
图 49 韩国细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %	43
图 50 韩国生产与出口主要受需求拉动, 与疫情相关性不强, %	43
图 51 韩国服务业受疫情反向驱动, 放开后恢复健康, %, %	44
图 52 韩国 GDP 回到原有高速增长趋势, 十亿韩元, %	44
图 53 越南单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴, 人	45
图 54 越南 2022 年 4 月后不再进行检测, 感染情况未知, 人, %	46
图 55 谷歌“发热”搜索指数上升后下降	46
图 56 越南受疫情影响最为剧烈, 放开后人流量恢复弹性大, %	47
图 57 越南零售额随疫情波动, 放开后脱钩, %	48
图 58 越南细分行业零售相对于 2019 年同期的表现, %	49
图 59 越南工业生产与出口受疫情影响较大, 大体保持在长期增长趋势上, 亿美元, %	49
图 60 越南被迫放开前夕经济下滑严重, 放开后重回原增长路径, %	50
图 61 六个国家单日新增确诊与防疫严格指数时间轴, 人	52
图 62 各国放开后 Omicron 变种每百万人感染情况, 人	53
图 63 各国放开后 Omicron 变种致死率, %	53
图 64 各国总体消费恢复过程 (相对于 2019 年同期), %	54
图 65 各国防疫三阶段细分行业恢复情况 (相对于 2019 年同期), %	54
图 66 各国社会保障及财政转移同比变化情况, %	55
图 67 各国居民可支配收入环比变化情况, %	55
图 68 各国家庭部门杠杆率变化情况, %	55
图 69 各国家庭储蓄率变化情况, %	55
图 70 各国工业生产指数恢复情况 (相对于 2019 年同期), %	56
图 71 各国服务指数恢复情况 (相对于 2019 年同期), %	56
图 72 中国疫情或已通过峰值	57
图 73 北上广深地铁客运量, 万人	58
图 74 北上广深拥堵延时指数	58
图 75 2021 年 65 岁以上人口占比, %	58
图 76 2021 年 65 岁及以上老年人数量, 百万人	58
图 77 中国可支配收入与消费支出增速变化, %	59
图 78 中国居民存款存量与贷款存量之差, 医院	59
图 79 中国房地产行业遏制颓势, %	60
表 1 美国防疫政策时间线	9
表 2 美国财政应对措施	11
表 3 英国防疫政策时间线	16
表 4 英国财政应对措施	18
表 5 德国防疫政策时间线	23
表 6 德国财政应对措施	25
表 7 日本防疫政策时间线	28
表 8 日本财政应对措施	30
表 9 新加坡防疫政策时间线	34
表 10 新加坡财政应对措施	36
表 11 韩国防疫政策时间线	40
表 12 韩国财政应对措施	41
表 13 越南防疫政策时间线	46
表 14 越南财政应对措施	47

表 15 不同新冠毒株传染率.....	50
表 16 不同新冠毒株致死率.....	51
表 17 各地疫情感染率估计.....	57

进入到 2023 年，随着国内疫情防控政策的调整，中国将进入疫后复苏的新阶段。我们通过复盘海外主要经济体防疫措施开放后的疫情演变趋势、场景人流恢复的水平、需求端消费恢复水平、供给端制造业或服务业生产情况，对中国 2023 年疫情可能趋势和经济的复苏做出一个简单的刻画。

1. 本轮疫情大流行史所罕见

新冠疫情是历史上鲜有的全球大流行，受灾区域，感染人数均远超以往。疫情超大规模流行，可能与新冠病毒株高传染性，特别是后期变异株越来越高的传染性有关；可能也与 2020 年疫病发展早期各国防疫政策不一，特别是“群体免疫”观点的影响有关，全球病毒基数一直较高，给其变异增加了可能性。截至目前，因新冠造成的全球有统计数据的病例总数约 6.66 亿，总死亡人数约 671 万。历史上全球大流行疫病有中世纪的黑死病、1918 年的西班牙流感、1957 年的亚洲流感 H2N2、1968 年的香港流感 H3N2 和 2009 年的墨西哥流感 H1N1，在我国影响很大的非典不在其内。这次疫情病例总数已经超过 1918 年的西班牙流感，病例数是近几百年来最多的一次。

1918 年的西班牙流感 H1N1。爆发于第一次世界大战的末期，经历了三波疫情，持续时间较长，主要爆发国家包括美国和欧洲等主要经济体。据估计，西班牙流感造成全球约 5 亿人感染，死亡病例数约 5 千多万人。但当时世界众多国家为参战国，美欧主要经济体处于战时状态，经济增速较低，股市经过一轮较大的熊市，也已经跌到底部区间。疫情爆发时期，在世界大战结束的大好形势下，经济和股市呈现出从底部向上升的趋势，疫情没有对经济和股市形成重创。

1957 年的亚洲流感。主要爆发于东南亚，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世界卫生组织估计，全球大约 1-4 百万人死亡。当时我国正处于解放后的快速恢复期，当年 GDP 增速下降 9.9 个百分点，次年很快得到恢复。美国 1958 年一季度的 GDP 增速跌至 -10.0%，后也很快恢复。美股处于 1953 年开始的牛市中，1957 年 7 月中旬美股从阶段顶部的回落至 10 月末，跌幅约 19%，之后继续上行。

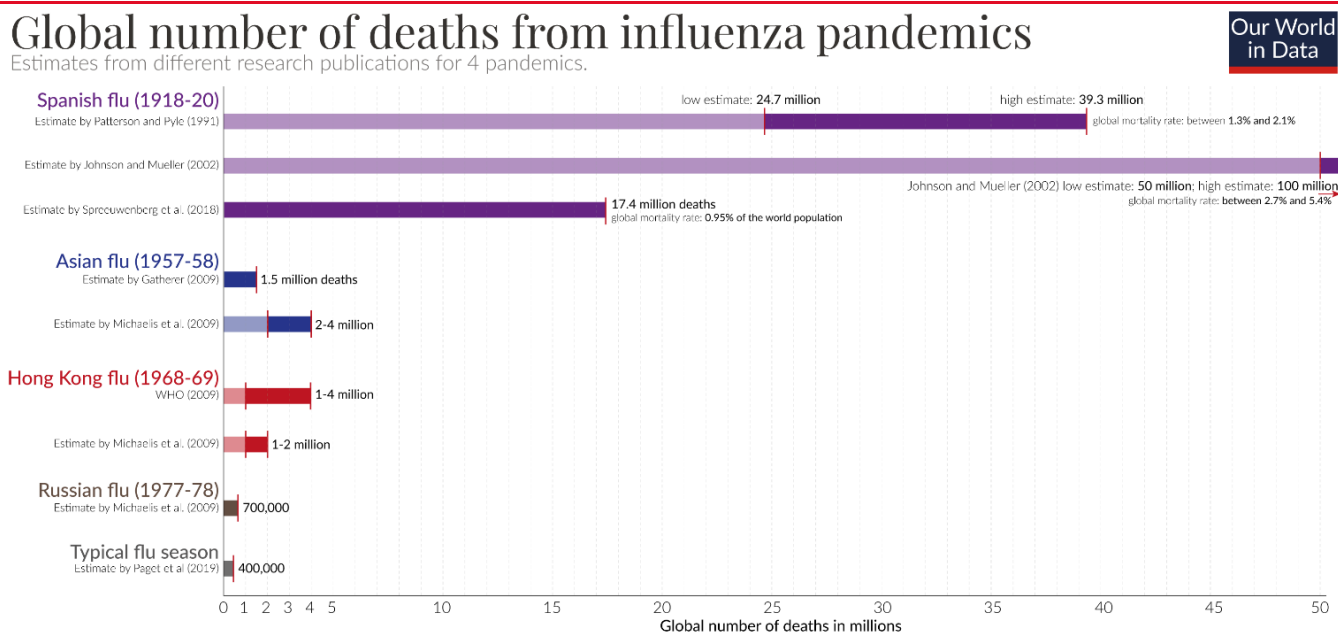
1968 年的香港流感。主要爆发于中国内地和香港，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世界卫生组织估计，全球大约超 100 万人死亡。我国 1966 年开始“文化大革命”GDP 增速仅 -5.7%，1968 年 -4.1%，疫情影响从增速上表现不明显。香港经济正处于走出萧条阶段，恒生指数经过四年熊市后处在 1967 年三季度见底至 1973 年的牛市中的开始阶段，疫情对香港股市未形成显著的负面冲击。

2003 年的非典。重灾区主要在中国，疫情总规模和传播范围相对较小。据 WHO 数据，全球累计患病 8422 例，死亡 916 例。疫情对经济只有季度性短期影响，股市在疫情爆发期有较大下跌。

2009 年的墨西哥流感。主要爆发于墨西哥和美国，持续时间相对较短。世界卫生组织确认，全球约 1.85 万人死亡。美国 CDC 估计全球死亡 15.17-57.54 万人，其中美国死亡 1.25 万人。当时处于 2008 年金融危机后的恢复阶段，经济和股市处于大幅下跌后上升初期。疫情爆发的 2009 年，墨西哥、美国、全球 GDP 增速分别下降至 -5.29%、-2.5% 和 -1.68%，但均很快得到恢复。美国股市在疫情爆发初下跌，但在政府公布确认病例后开启上升过程。

此次新冠疫情严重程度大一方面因为其传播性过强，另一方面可能因为各国防疫政策不统一。比起以往的全球大流行，新冠及其后续新变种传播性强感染率很高，根据世界卫生组织及其他流行病学期刊估计，新冠原始毒株基本再生数 R_0 约为 1.5 到 6.68，Omicron 变种 R_0 约为 5.5 到 24，非典 R_0 为 2-4，流感 R_0 约为 1.3。从国际角度看，如今的国际联系密切程度远超之前的全球大流行，且在 2020 年亚洲成功遏制了第一波疫情的情况下，欧美同期防疫混乱，早早提出群体免疫，致使病毒不能在全球范围内被消灭。

图1 历史上几次全球大流行死亡人数估计



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

2. 新冠疫情演进与经济修复复盘：激进放开型

美国与英国属于海外众多国家中激进放开的类型，仅在 2020 年疫情刚爆发阶段采取了比较严格的防疫措施，受“群体免疫”等观点影响，实际操作中很快放松了防疫管控措施，疫情没能在早期终结，且持续发展，对经济造成了较大影响。受迫于前期防疫失利导致的经济下滑，选择在疫苗注射起步，未来尚不明朗的情况下于 2021 年第一季度早早放开了防疫，此后完整经历 Delta 与 Omicron 疫情，经济得以恢复，但生命代价惨重。

2.1. 美国：激进放开，大量现金补助对消费复苏具有明显支撑

疫情演进：早感染早放开

美国的防疫路径可以按照联邦政府的反应分为四个阶段，2020 年 3 月疫情首次爆发时各州果断宣布居家令，在 2020 年 4 月扭转疫情上涨态势后联邦政府又计划重启经济，后因为 Alpha 变种的蔓延又导致政策摇摆重新收紧，2021 年 1 月在疫情得到相对控制后美国管控逐步放宽，后虽因 2021 年 8 月 Delta 与 2021 年 12 月 Omicron 变种的蔓延而短暂收紧，总体仍呈放松趋势，2022 年 1 月拜登政府发布与病毒共存的国家计划，全面放开。

第一阶段：居家令。美国新冠确诊病例在 2020 年 3 月开始急剧增多，其中加利福尼亚州受灾严重，首先宣布居家令，随后多州跟进。同时，美国疾控中心亦发布旅行限制，后也建议居民戴口罩。疫情上升势头扭转，新增病例数小幅回落。

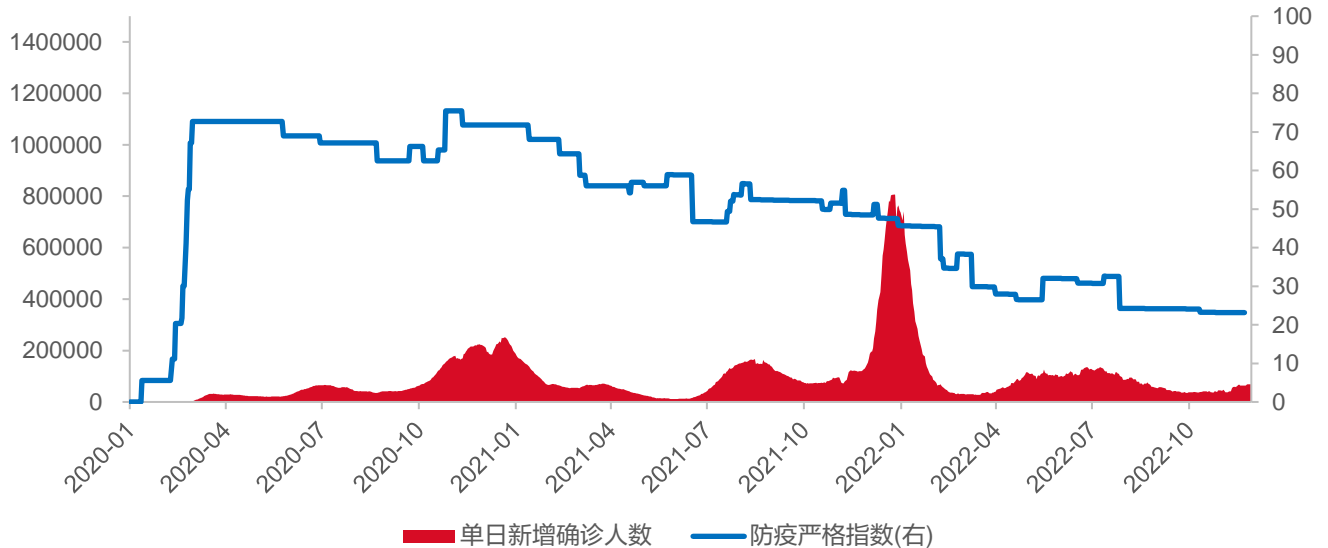
第二阶段：摇摆。随着疫情逐渐可控，多州相继取消居家令，交通恢复开放，特朗普政府公布了新的联邦指导方针，概述了逐步恢复正常商业和服务的三阶段方法。入冬后情况转直下，感染人数三次冲高，新增死亡数达到历史最高，多州重启居家令。

第三阶段：推进放开。美国于 2020 年 12 月底开始注射疫苗，2021 年 1 月拜登政府发布新冠应对和大流行防范国家战略，意味着政策转向的开始。随着疫苗接种的推进，至 2021 年年中，疫情日渐回落至可控状态。2021 年 7 月，Delta 变种成为在美国传播的主要毒株，

2021年12月，Omicron变种在美国加速传播，早期的开放使得美国感染与死亡数据两度冲高，2022年1月中的日增确诊亦达到历史最高，在此期间防疫政策有过短暂的收紧。

第四阶段：全面放开。2022年3月，疫情在Omicron感染高峰后回落，美国完全接种疫苗的人数已占到全国人数的65%，疫苗接种达到平台期。2022年3月拜登政府颁布国家新冠肺炎疫情防控计划，正式迈向新常态。由于在全面放开之前，美国的防疫措施并不严格，因此全面放开后对生产、生活的影响并不是特别大。

图2 美国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

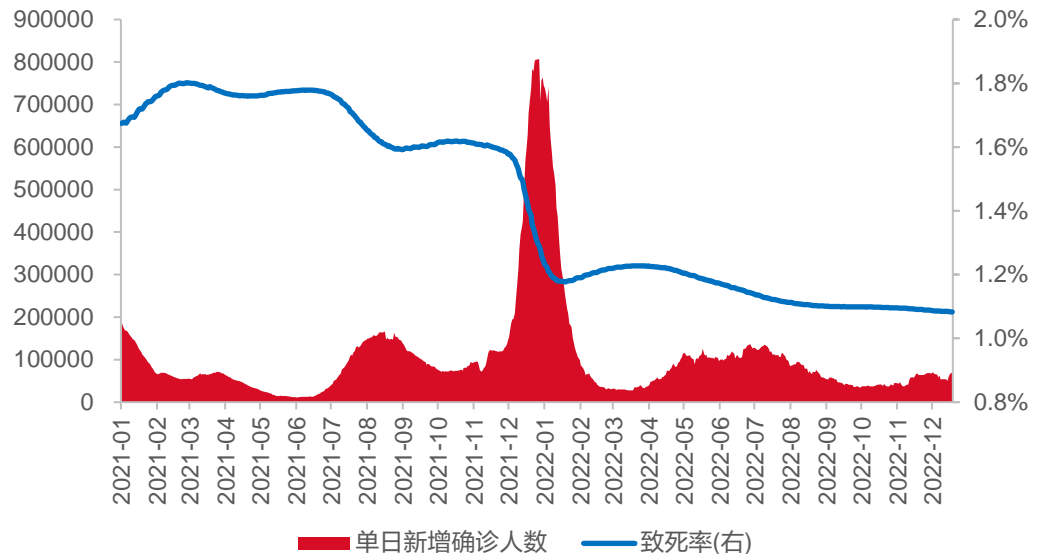
表1 美国防疫政策时间线

阶段	日期	事项
严格防疫	2020年1月20日	美国“零号病人”确诊
	2020年1月20日	美国国立卫生研究院已经在开发针对冠状病毒的疫苗
	2020年1月31日	对过去两周内访问过中国湖北省的任何美国公民实施14天的强制隔离
	2020年3月13日	特朗普总统发布《关于宣布新型冠状病毒爆发的国家紧急状态的公告》，宣布全国进入紧急状态
	2020年3月18日	加利福尼亚州发布了美国第一个全州范围的居家令
	2020年4月13日	美国疾控中心建议所有人出门时都戴口罩
政策摇摆	2020年4月16日	特朗普政府公布了新的联邦指导方针，概述了逐步恢复正常商业和服务的三阶段方法
	2020年4月27日	放宽入境限制
	2020年7月14日	美国疾控中心再次呼吁所有人出门时戴口罩
	2020年7月16日	多州宣布推迟重新开放计划
政策放松	2020年10月2日	美国总统特朗普确诊
	2021年1月21日	拜登政府发布《新冠应对和大流行防范国家战略》
	2021年3月8日	美国疾控中心建议完全接种疫苗的人可以在不戴口罩地在室内聚集
	2021年3月	多州宣布重新开放
走向共存	2022年2月	多州宣布取消口罩令
	2022年3月2日	颁布《国家新冠肺炎疫情防控计划》，正式与新冠共存

资料来源：美国疾病控制和预防中心，东海证券研究所

政策放松后，美国每次疫情集中爆发后新增感染都会在三到五个月内回落，且随着疫苗注射的推进，死亡率下降，死亡人数没有攀新高。原始毒株从爆发至相对平息，用时约两到三个月，由于特朗普政府防疫不当，导致了前期较高的感染与死亡人数。Alpha 变种蔓延叠加疫苗未推出与冬季来临，成为了美国从爆发至回落历时最久的变种，从 2020 年 10 月的爆发至 2021 年 3 月的平息经历了约五个月。但值得注意的是，随着疫苗的快速接种，Alpha 变种的感染曲线被压低得很快。Delta 变种的集中爆发在 2021 年 7 到 10 月，为期三个月，随后在同年 12 月被 Omicron 变种取代，成为了流行毒株。Omicron 在 2021 年 12 月爆发，后在 2022 年 3 月显著降温，为期四个月。考虑到美国开放时间早且疫情前期感染人数多，加之疫情后期检测力度减弱，第一波 Omicron 疫情后无特别大范围感染。

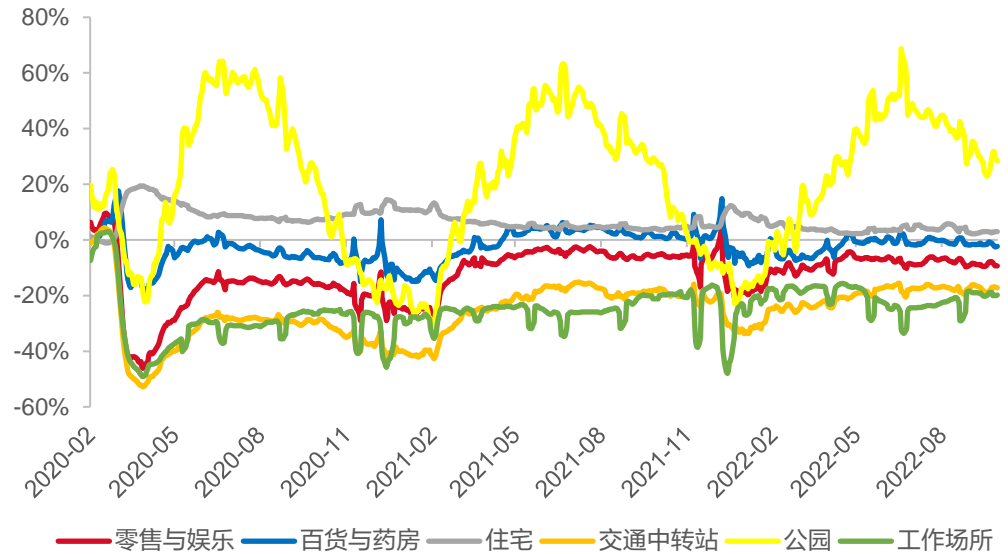
图3 美国政策转向后完整经历 Delta 与 Omicron 变种冲击，人，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

疫情对美国居民的出行习惯产生了结构性改变，疫后更倾向于居家而非前往公共场所。从不同场景人口流动相对于疫情前基线水平的变化幅度来看，疫情爆发初期的居家令对美国人口流量产生了明显的冲击，除居家以外的所有人口流动场景都有不同程度的下降，其中对因封锁而被迫关闭的场景而言尤其明显，比如交通中转站、工作场所以及线下零售，下降幅度高达约 50%。相对的，美国人居家的时间较疫情前多了 20%。第一波冲击限制解除后，除公园外各场景人流较疫前基线变化幅度均小幅回落，但线下消费场景收敛回疫情前水平，而办公场所与交通站后续再没有出现明显人流恢复，保持在疫前水平 80% 的高度。疫情长期以来，美国人一直保持着一定程度的混合作模式，并减少前往交通站，但在美国防疫政策转向之际，线下消费场景基本恢复至疫情前水平，但仍然养成了一定的线上消费习惯。

图4 美国疫情后养成居家习惯，外出人流量恢复缓慢，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

大量补贴拉动消费，工业因防疫放松复苏

美国推出数轮救助计划，财政支出规模非常大，居民端形成超额储蓄，支撑了消费反弹。为了应对突发疫情对经济的负面冲击，美国政府相继推出数条法案，不仅支持医疗体系，恢复企业流动性，弱势人群援助，还直接实施规模很大的对家庭的转移支付。因消费场景受到限制，美国经济在2020年第二季度收缩了31.4%，但财政刺激计划起到了对居民端的直接现金补贴，使居民可支配收入超越疫情前，形成了较为可观的超额储蓄，在开放后支撑消费强劲反弹。

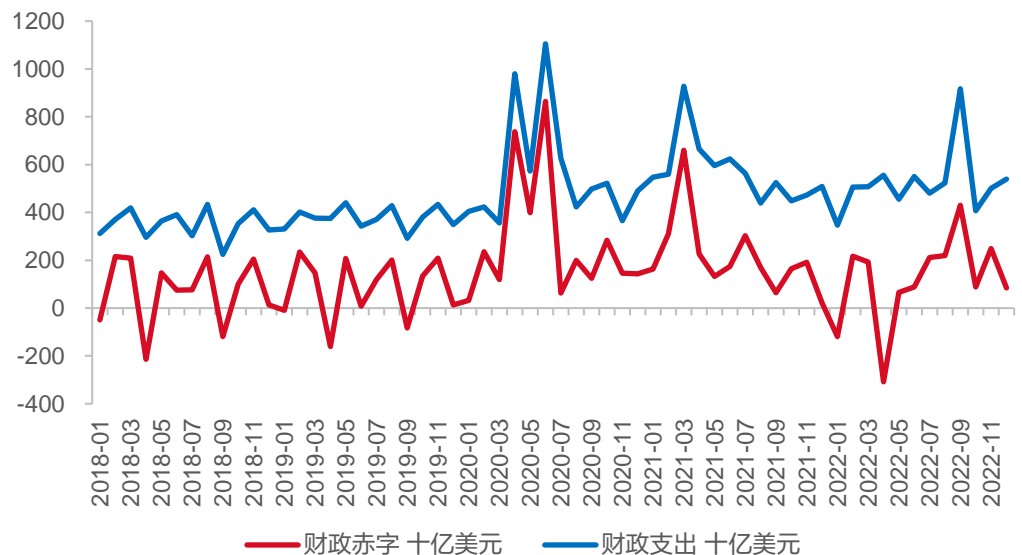
表2 美国财政应对措施

政策	日期	细节
冠状病毒预防和应对补充拨款法案	2020年3月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 病毒检测；向各州转移医疗补助资金；开发疫苗、治疗方法和诊断方法；支持疾病控制和预防中心的应对措施 2. 两周带薪病假；感染者可享受3个月的紧急休假；食品援助；向各州转移资金，用于扩大失业保险 3. 扩大小企业管理局的贷款补贴 4. 国际援助12.5亿美元
冠状病毒援助、救济和经济安全法案（CARES法案）	2020年3月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2930亿美元为个人提供一次性退税 2. 2680亿美元用于扩大失业救济 3. 250亿美元用于为最弱势群体提供食品安全网 4. 5100亿美元，通过提供贷款、担保和支持联邦储备计划来防止公司破产 5. 美国小企业管理局提供3490亿美元的可免除贷款和担保，以帮助小企业留住员工 6. 1000亿美元用于医院
工资保护计划和医疗保健促进法案	2020年4月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 3210亿美元用于小企业管理局额外的可免除贷款和担保，以帮助小企业留住员工 2. 为小企业管理局提供620亿美元的赠款和贷款，以帮助小企业 3. 750亿美元用于医院 4. 250亿美元用于扩大病毒检测
冠状病毒救济和政府拨款法案	2020年12月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 每周增加300美元的失业救济金， 2. 向个人直接发放600美元的刺激款项

		3. 另一轮企业贷款 4. 用于疫苗、检测和追踪的资源
美国救援计划	2021年3月	1. 投资于公共卫生应对措施，并向家庭、社区和企业提供有时限的援助 2. 向符合条件的失业个人直接发放 1400 美元的刺激资金 3. 为疫苗接种项目增加资源 4. 增加学校重新开学的资金
重建美好未来法案	2021年11月	1. 为幼儿保育、学前教育及高等教育提供大量资金 2. 建造、维护和改善经济适用房和单户住宅 3. 扩大医疗覆盖范围 4. 儿童税收抵免延期
国家新冠防范计划	2022年3月	1. 为学校和企业提供测试和用品，并协助改善通风和空气过滤 2. 为因感染或照顾感染新冠的亲人而需要休假的员工提供带薪病假 3. 提供托儿所服务，以确保父母重返工作岗位 4. 扩大面向公众的办公服务

资料来源：IMF，东海证券研究所

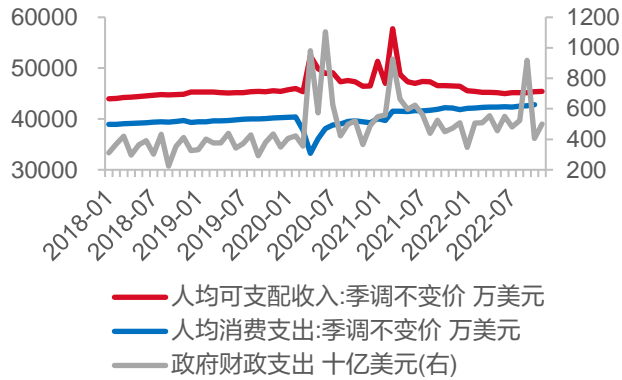
图5 美国疫情期间财政赤字高涨，十亿美元



资料来源：iFinD，东海证券研究所

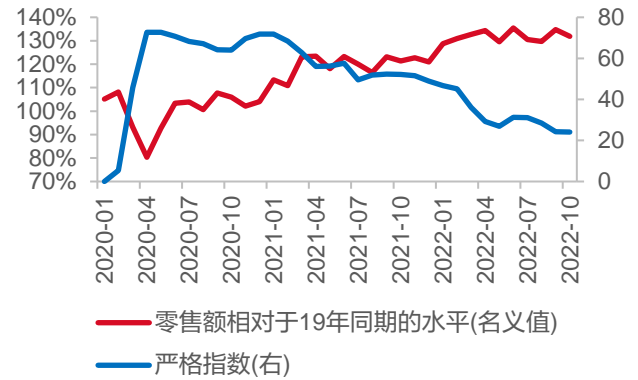
美国零售额恢复主要依托财政刺激带来的收入增长，后期完全开放后对消费刺激不明显。虽然疫情对美国国民经济造成负面冲击，美国居民收入在财政补助下不降反增，带动消费支出不断上行。居民消费仅在 2020 年第二季度受到居家令影响因消费场景关闭而下滑，随着首次居家令的结束，居民消费快速反弹，随后政策转向放松，线下消费场景开始重启，商品贸易物流逐渐修复，前期被压抑的需求得到释放。但在财政补助减少以后的全面开放共存阶段，消费增速没有进一步增长。

图6 美国财政刺激拉动收入与消费，万美元，十亿美元



资料来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

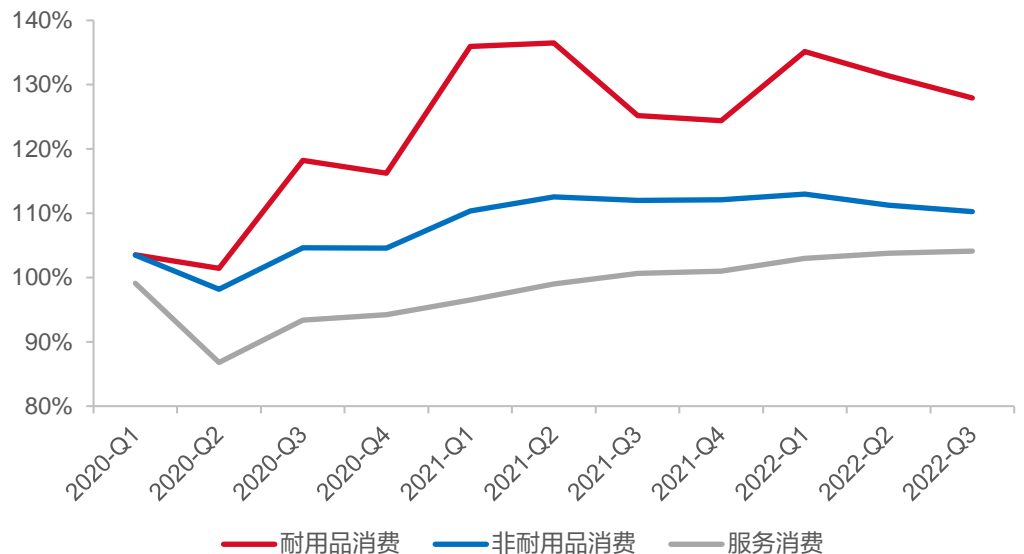
图7 美国消费数据快速恢复反超疫前，%



资料来源：iFinD，Our World in Data，东海证券研究所

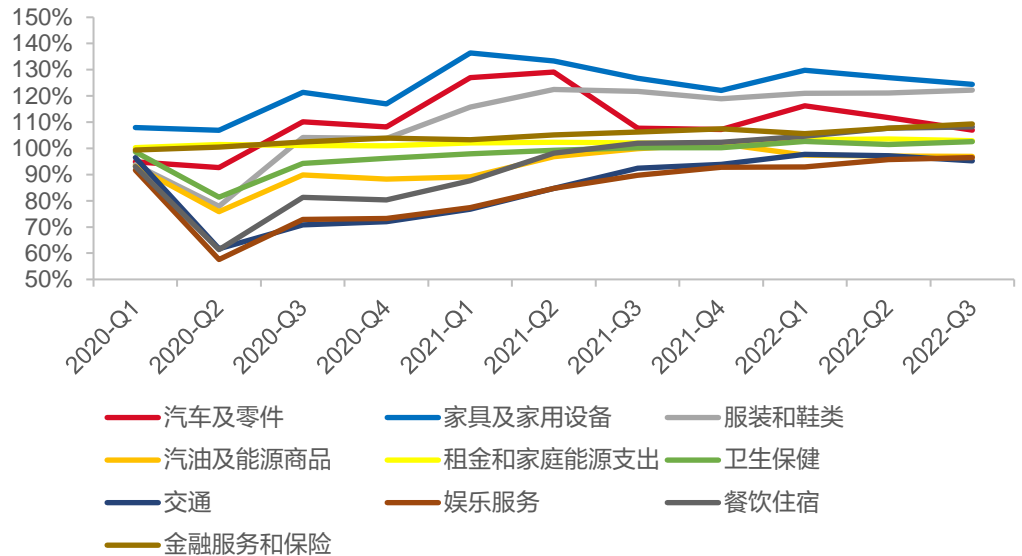
疫后商品消费复苏领跑，服务消费受到疫情冲击最严重。在疫情首次冲击之后，各品类商品及服务消费均经历了较大幅度的下滑，但受冲击的程度有所不同。受益于居家时间的延长，以家具家电为代表的耐用品不仅几乎没有受到影响，反而引领恢复，持续增长。具有必需品性质的非耐用品消费总体稳健，平稳增长，商品消费是美国疫情以来消费恢复的核心驱动力。受到疫情的防控限制和劳动力的制约，服务消费恢复速度较慢且滞后。

图8 美国几类零售相对于2019年同期的表现（季调后真实值），%



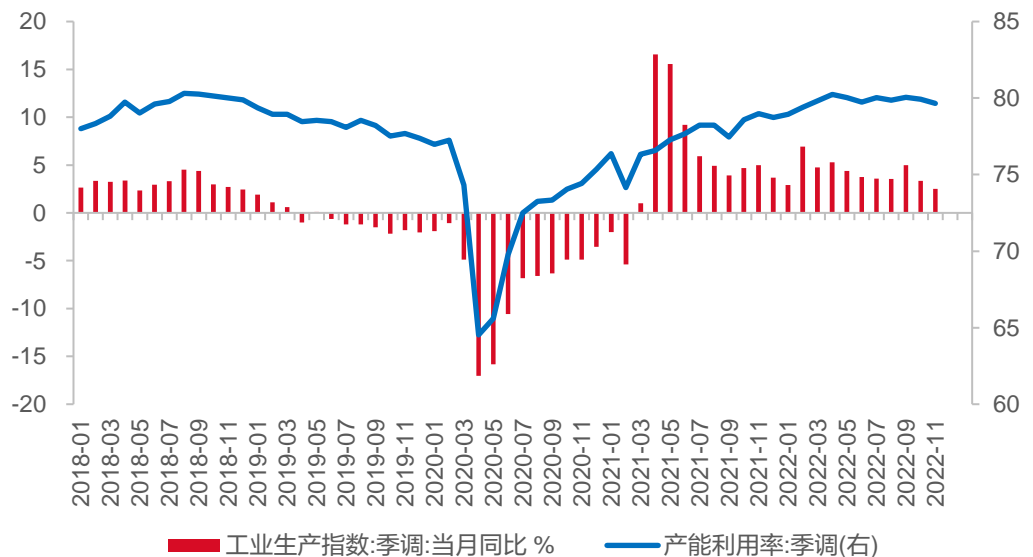
资料来源：iFinD，东海证券研究所

美国各细分消费行业受疫情冲击后整体逐渐收敛至疫情前水平。从美国各行业消费恢复情况来看，“家具及家用设备”和“汽车及零件”受疫情冲击小，从2020年初至今几乎都保持增长，且增长速度遥遥领先，一方面是因为强制居家令促进了家居需求，另一方面此类行业受场景限制影响小。受到汽车行业拉动，“汽油及能源”也在居家令解封后迅速恢复，明显走强。在逐步放松阶段，对线下场景要求相对更低的“餐饮住宿”及“卫生保健”消费缓慢恢复，在解封一年后达到疫前水平。高接触性的行业则更多的受到疫情形势的影响，同时可能又受到消费习惯改变的影响，在没有流动限制的情况下，“娱乐”及“交通”行业至今仍没有恢复到疫前水平。

图9 美国细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %


资料来源: iFinD, 东海证券研究所

工业生产随防控放松快速恢复, 已经恢复至疫情前水平。受到首次疫情冲击, 工业生产指数与产能利用率纷纷在 2020 年 4 月与 5 月下滑至 2019 年同期约 83% 的水平。经过约一年半的恢复, 工业生产指数与产能利用率分别于 2021 年 10 月 2021 年 7 月恢复至 2019 年同期水平, 此后稳定保持在该水平之上。从工业生产的恢复节奏上看, 与防疫放松存在较明显一致性, 工业生产指数从砸坑后一直保持稳步恢复, 其中上涨最为快速的 2021 年 4 月与 5 月正是防疫政策明显宽松后多州重新开放后的两个月, 从两指标的绝对值看, 完全共存前工业生产就与疫情脱钩, 转由自身因素决定。

图10 美国工业生产强劲恢复, %, %


资料来源: iFinD, 东海证券研究所

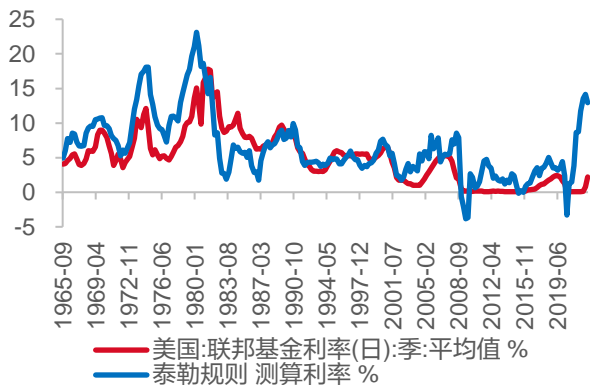
货币宽松过度放大周期波动

美联储面对疫情迅速反应, 启用史无前例的宽松政策。在金融市场刚开始出现反应时, 美联储就大幅放宽货币政策、2020 年 3 月两次紧急降息, 将利率降至 0%、以及无上限的 QE 政策、重启次贷危机时的货币工具、推出多种工具全方向向经济投放流动性。截至 2022

年4月，随着Taper的结束，整个资产负债表规模接近9万亿美元，是本轮QE启动前规模的2倍以上。美联储大幅宽松助推了货币增速历史性高增长，2021年2月美国M2同比增速高达26.96%，远高于次贷危机后峰值10%左右的水平，流动性非常充裕，同时也推动了资产价格的上涨。

美国联邦基金利率2020年以来多数时间低于泰勒规则测算值，代表货币政策宽松过度。就业、经济增长受到了更多的重视，货币政策过度宽松，在物价已经上升至和超过2%的早期，美联储仍坚持极宽松的货币政策，加剧了物价的历史性上涨。在美联储大幅度的宽松政策下，GDP增速自2020年第二季度下滑近8.4%以来快速爬升至2021年第二季度的12.5%。

图11 美国联邦基金利率与泰勒规则测算的利率，%



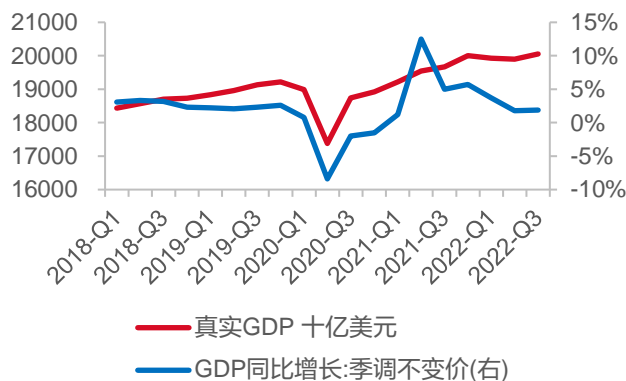
资料来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

图12 美国 M2 增速历史上上涨，%



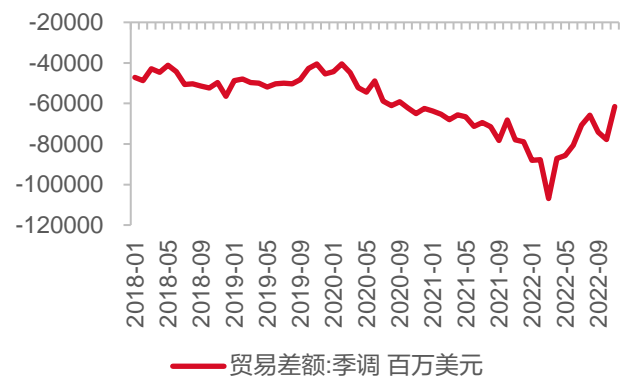
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图13 美国 GDP 增速回弹，十亿美元，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图14 美国贸易差额有所收窄，百万美元



资料来源：iFinD，东海证券研究所

2.2.英国：激进放开，经济增长乏力，消费恢复一般

疫情演进：首个完全共存的大国

英国的防疫政策也可分为三个阶段，从防控逐渐转入开放，基本不存在徘徊期。在新冠爆发的第一年，英国最早提出“群体免疫”，从思想上动摇了对防疫的重视和国民执行防疫政策的力度，对疫情防控造成了扰动。2020年初，新冠疫苗在英国获批，随着疫苗注射开始推进，防疫政策逐渐转向开放，直至2021年8月在英国境内取消大范围限制措施，2022年2月，在Omicron导致的感染高峰过去后英国选择全面开放。

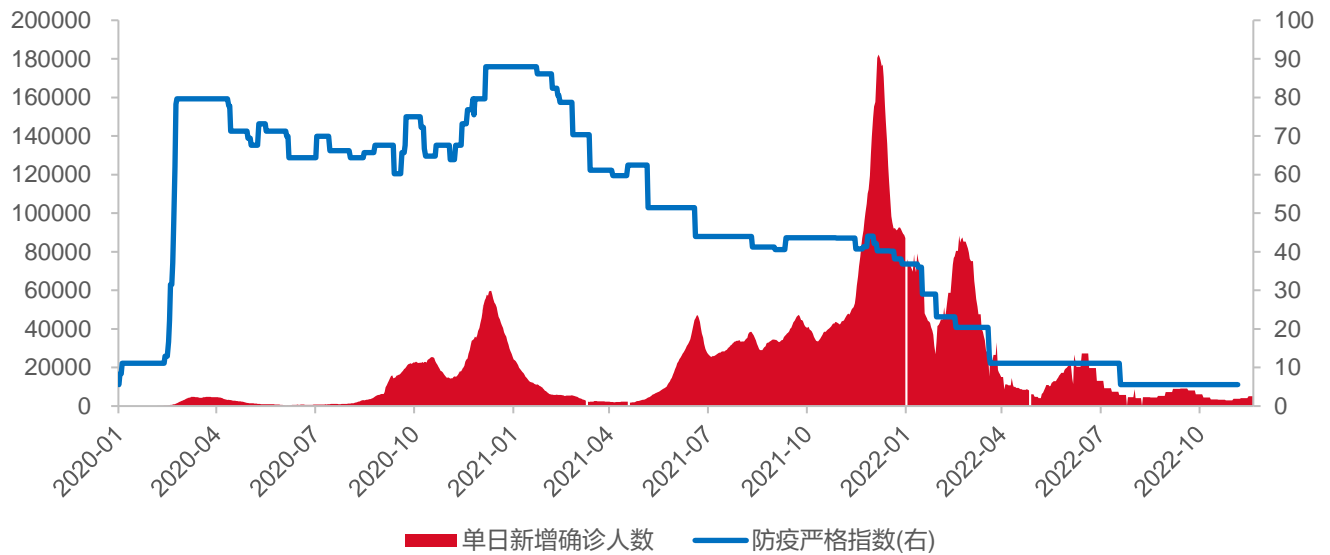
第一阶段：三轮封锁。随着病毒在全国范围内传播，英国首相鲍里斯于2020年3月23日宣布了第一次全国封锁。春末夏初，限制措施使疫情“拉平”，英国各地的限制稳步放宽。到秋季，起源于英国的Alpha变种占主导地位，新变种导致的病例再次上升，第二波疫情开

始，这使得英国各地在 11 月重新引入大规模封锁，直至圣诞节部分放宽限制，随后更是进入了第三次封锁，第二波在 1 月中旬达到顶峰，每天有超过 1000 人死亡，然后在夏季平稳放开。

第二阶段：解除封锁。英国于 2020 年 12 月初启动了疫苗接种计划，是 2021 年疫苗接种速度最快的国家之一。之后普遍性防疫限制被逐渐取消，大部分限制在 2021 年 8 月结束，此时英国人的完全疫苗接种率已达 75%。由新的 Delta 变体推动的第三波疫情于 2021 年 7 月开始，到 2021 年 12 月初第四波 Omicron 变种感染到来，两次均造成了创纪录的感染水平，累积死亡人数达到 17 万例，但得益于大规模的疫苗接种计划，死亡率和住院率均低于前两波。

第三阶段：走向共存。2022 年 2 月，英国政府发布了“与新冠共存”指南，英格兰与北爱尔兰结束了所有剩余的新冠相关限制，而苏格兰与威尔士则在 3 月采取了这一步骤，成为了世界上第一个完全与新冠共存的国家。随着彻底共存，2022 年 3 月确诊病例重新爬升，一个月后回归平稳。

图15 英国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

表3 英国防疫政策时间线

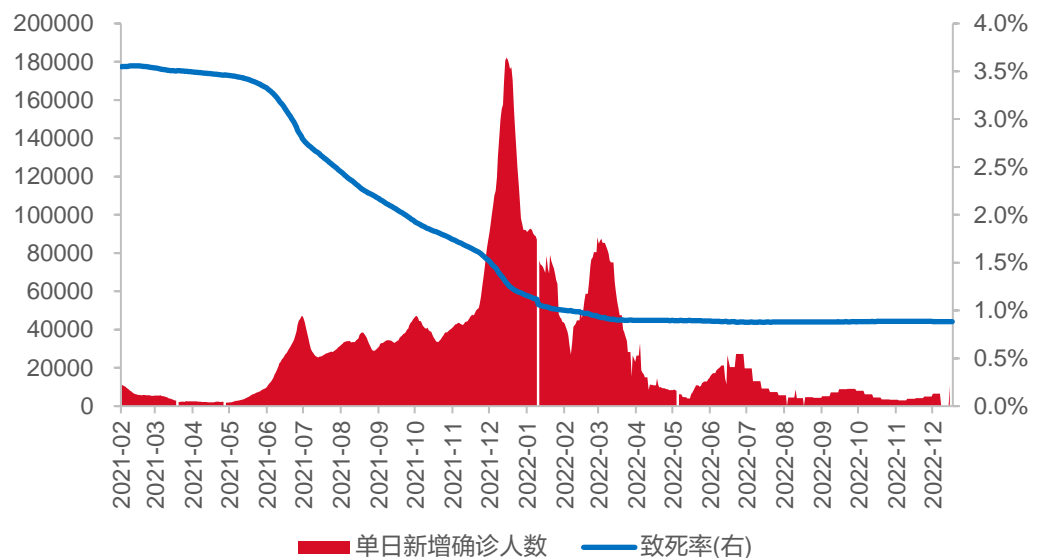
阶段	日期	事项
三轮封锁	2020年1月29日	暂停所有往返中国大陆的航班
	2020年1月30日	英国“零号病人”确诊
	2020年3月20日	英国政府下令关闭全国所有酒吧、餐馆、健身房和其他社交场所，第一次封锁开始
	2020年3月27日	英国鲍里斯·约翰逊新冠检测均呈阳性
	2020年4月5日	女王进行全国广播，她感谢人们遵守政府的社会疏离规则，向关键工作人员致敬，并表示英国在与新冠的斗争中将取得成功
	2020年5月10日	宣布三步放开计划
	2020年6月8日	要求抵达英国的旅客隔离14天
	2020年7月24日	进入英格兰的商店与超市要求强制佩戴口罩
	2020年8月1日	英格兰和苏格兰的封锁计划暂停
	2020年11月5日	第二次封锁开始
	2021年1月4日	第三次封锁开始

解除封锁	2021年2月15日	抵英旅客隔离时间缩减至10日
	2021年2月22日	英国政府发布了“解除封锁路线图”
	2021年3月29日	居家令结束
	2021年7月19日	英格兰几乎所有的限制取消，但仍建议戴口罩
	2021年8月9日	苏格兰取消了大部分防疫限制，但某些场所强制戴口罩
走向共存	2022年2月24日	英国政府发布了“与新冠共存”指南

资料来源：英国政府，东海证券研究所

英国自放开后每波疫情从开端到回落都在三到四个月左右。因为前期大面积感染与极快的疫苗接种速度，自2021年2月选择放开后英国再没出现因Alpha变种导致的大范围感染。后续开放后，Delta变种自2021年4月开始，至9月相对可控回落。随后Omicron变种成为英国主要的毒株，感染人数从12月开始冲高，2022年2月平稳回落。正式共存后第二波Omicron感染从2月开始，于4月回落，但是病死率不断降低。此后英国检测力度明显下滑，感染人数每三个月又会回弹，不过感染波峰不断下降。

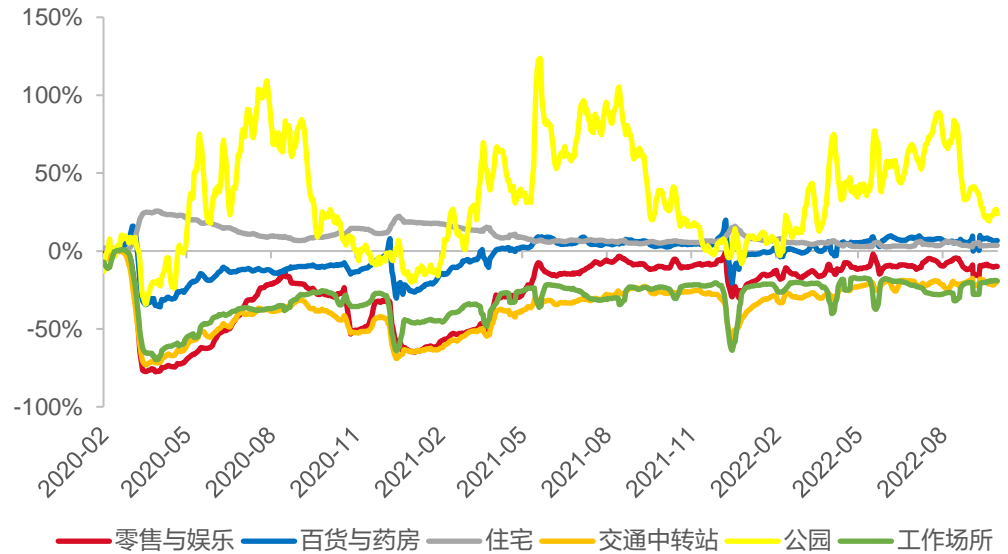
图16 过早的开放使英国完整面临多波疫情，人，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

英国人员流动受疫情冲击大，冲击后各场景总体恢复至疫情前水平，但高接触场景恢复速度慢。英国因为其早期防疫的混乱，疫情发生较严重，导致其受第一波疫情冲击时的人员流动下降更加严重，其中零售、交通与办公场所在第一轮封锁时人流水平降低至疫情前基线水平的30%，必需品食品百货与药房也大跌30%，随后在几轮封锁与解封中呈现出封锁时人流小幅下滑，解封重新恢复的模式。在2021年2月英国发布解除封锁路线图后各场景人员流动出现明显恢复，并逐步收敛至疫前水平。但收敛速度各有快慢，食品百货与药房仅仅一个月就超越了基线水平，而高接触场景，如线下消费，公交站与办公场所的恢复仍在进行中，目前距离疫前水平仍有20%的缺口。

图17 英国疫情后高接触场景人流量恢复相对缓慢，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

经济恢复：消费回升乏力

受财力制约，英国新冠财政政策以对陷入困境的企业和休假员工提供经济支持为主，对居民以福利保障为主，直接转移支付相对较少。2020年，英国首相鲍里斯不止一次地在国会中提出要避免多次封城措施给国家财政带来的压力。受到财政赤字的掣肘，英国在卫生紧急情况下支持性支出措施，包括为英国国家医疗服务体系提供资金，以支持医疗体系的正常运转，缓解前期不断积累的诊疗压力；推出三个独立的贷款计划，为受灾程度不同的企业提供流动性；开启病假补偿，为休假员工提供1000英镑的补助，以及针对失业人群的补助。重新开放以来针对个人以保就业为主，提出延长工作保留计划等措施为企业留住员工，针对企业财政刺激仍然集中在减税降费，营运补贴降低等方面。总体而言对居民的直接刺激较弱，所以其疫后经济恢复弹性也更小。

表4 英国财政应对措施

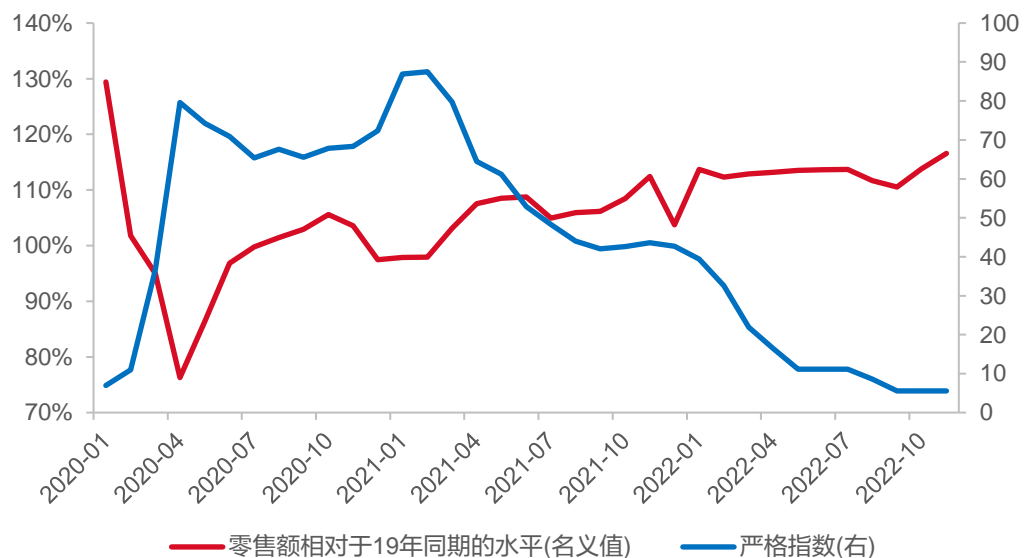
政策	日期	细节
支持家庭的税收和支出措施	2020年4月	1. 为NHS、公共服务和慈善机构提供额外资金（485亿英镑） 2. 支持企业的措施（290亿英镑），包括财产免税期、对小企业和受影响最严重行业的企业直接补助，以及对带薪病假的补偿 3. 通过增加通用信贷计划下的支付以及扩大其他福利，加强社会安全网以支持弱势群体（80亿英镑）
保护和创造就业机会，支持经济复苏	2020年7月	为公司提供1,000英镑的留用至1月底的每位休假员工；为面临长期失业风险的青年工人支付为期六个月的每周25小时的最低工资；增加资源以提高技能并促进重新融入就业市场；暂时降低酒店、住宿和景点的增值税税率以及房地产交易税；增加对基础设施的公共支出（包括绿色项目，例如改造房屋以提高能源效率）；以及一项补贴8月份外出就餐的计划。需要自我隔离且无法工作的低收入人群及其家庭成员，将分别获得130英镑和182英镑。因局部封锁而需要关闭的企业每三周将获得高达1,500英镑的补助
一揽子措施	2020年9月	1. 一项为期6个月的工作支持计划（JSS），雇主将支付员工工作时间的工资，而政府和雇主将支付员工未工作时间的工资每人支付其同等工资的三分之一，每人每月最高697.92英镑 2. 为那些继续积极交易但因冠状病毒而面临需求减少的人延长自雇收入支持计划，初始一次性支付金额为1,875英镑

新财政支持计划	2021年1月	3. 允许延迟至3月底支付的增值税分次支付 40亿英镑的一次性“补足补助金”，用于估计600,000家零售、酒店和休闲公司，每家公司最多可申请9,000英镑；一个新的5.94亿英镑的全权委托基金可供理事会使用，以支持没有资格获得这些赠款但受到限制影响的其他企业
额外财政刺激措施	2021年3月	总计590亿英镑的额外财政刺激措施，与病毒相关的支持措施价值430亿英镑，另外还有157亿英镑的促进复苏措施
复苏贷款计划	2022年8月	支持中小企业获得发展和投资所需的资金，每个业务组可贷资金高达200万英镑

资料来源：IMF，东海证券研究所

英国防疫政策放松前零售表现与防疫强度呈负相关，开放后稳定保持在高位，但因收入增长乏力，后劲不足。英国在疫情初期遭遇严重的消费降速，在2020年4月的第一次严格封锁时期，零售销售额同比下跌近四分之一。随后2020年底与2021年初的两轮封锁中同样呈现出了，防疫强度上升，消费水平下滑的规律。在英国政府发布解除封锁路线图后零售数据平稳抬升。因为前期财政刺激力度有限，英国居民可支配收入在2020年上半年环比下降，仅在2020年第三季度小幅上升，此后居民收入增长乏力，积累的需求在此阶段完全释放，从消费砸坑到恢复至疫情前水平大约只花了三个月，此后虽然受到第二、第三轮封锁影响，小幅跌破疫前水平，但无论在政策转向阶段或是完全共存阶段，消费水平恢复态势平稳，增速表现一般。

图18 英国疫情防控严格程度与零售表现负相关，%

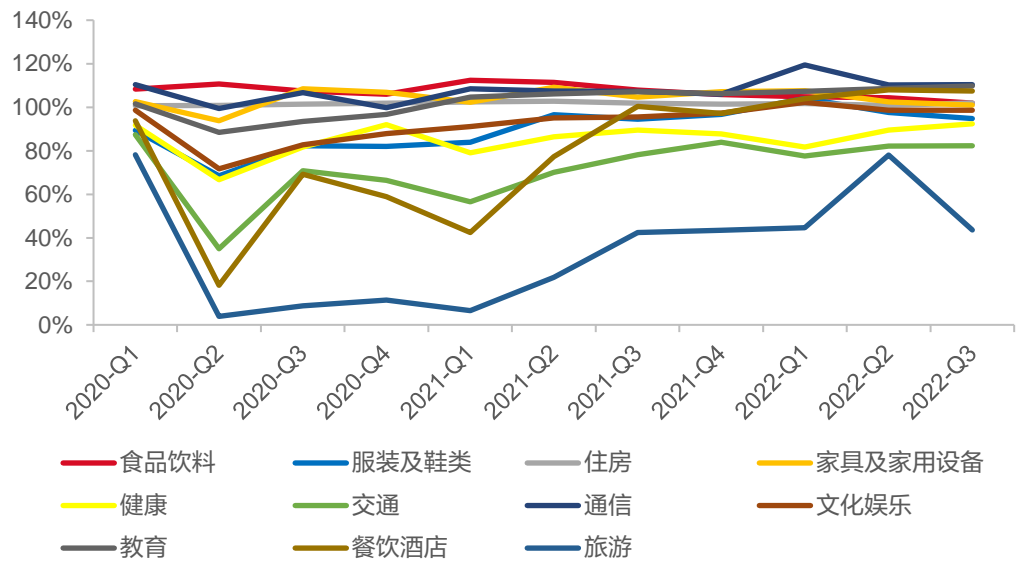


资料来源：英国统计局，Our World in Data，东海证券研究所

英国各细分行业消费受到疫情冲击的区别较大，有的行业没有恢复至疫情前水平。从英国各行业恢复情况来看，“食品饮料”、“住房”、“家具”和“通信”行业受到疫情影响较小，在疫情爆发至今几乎无回落，解封后消费水平与疫前水平基本保持一致或略有增长。“文化”、“健康”与“服装及鞋类”行业在首次封锁时期经历了约30%的消费下滑，此后两年内稳步回升至疫情前水平，受到具体防疫政策的影响不大。“餐饮酒店”与“交通”行业受疫情影响严重，在2020年第二季度分别同比下降约80%与65%，但在政策转向后恢复迅速，体现出较大复苏弹性，“餐饮酒店”至2022年第二季度已经恢复至疫前水平，成为英国恢复最好的行业，“交通”行业在完全开放后长时间保持在疫前消费水平的80%，没有继续回升的势头。“旅游”行业严重萎靡，2020年第二季度至2021年第一季度，几乎保持在疫前同期的

10%，在英国发布解封计划表后稳步恢复，完全开放后经历短暂的快速增长，但其后没有继续明显的修复。

图19 英国细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %



资料来源：英国统计局，东海证券研究所

供给端：工业影响时间短，服务影响长

英国工业生产受疫情影响时间短，疫后增速明显放缓。工业产值约占英国 GDP 的 20%。仅就疫情三年的视角而言，英国的工业生产指数在疫情初次爆发砸坑后仅三个月便恢复到疫情前水平，与防疫政策的变化关系不大。从此至 2020 年底，工业生产指数甚至大幅超越原有水平。但从长期视角而言，2020 年二季度后至今的英国工业生产指数增长显著高于其本来的增长趋势，但增速自 2020 年底后明显下滑，目前已基本回归到原有的增长趋势平均水平。

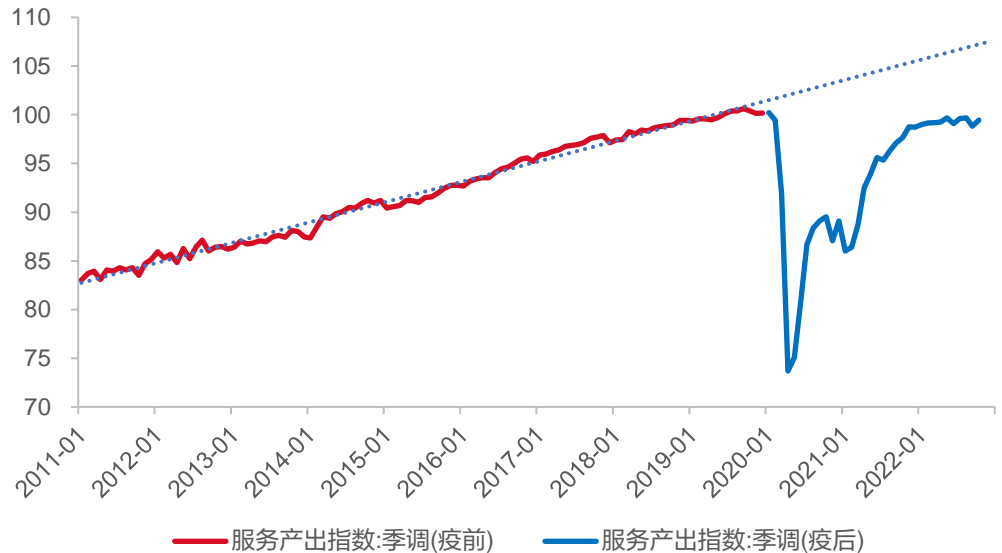
图20 英国工业生产指数增长放缓



资料来源：iFinD，东海证券研究所

服务业产出水平受疫情影响衰退严重，开放后迅速恢复，但没有回到疫情前增长趋势。服务业约占英国 GDP 的 80%。服务产出指数很大程度上受疫情驱动，仅考虑疫情后服务业产出相对于 2019 年同期水平的话，该指标在 2020 年整年都出现了严重收缩，2020 年 4 月滑落到 2019 年同期水平的 74%，英国于 2020 年 5 月宣布重新开放计划，该指标迅速反弹，但事实上迎来的是三轮封控，该指标在此期间略有下滑，在 2021 年 2 月宣布解封路线图后才稳步回升，目前已基本回升至 2019 年同期的水平。从英国服务产出长期趋势来看，现实已经与预期渐行渐远。

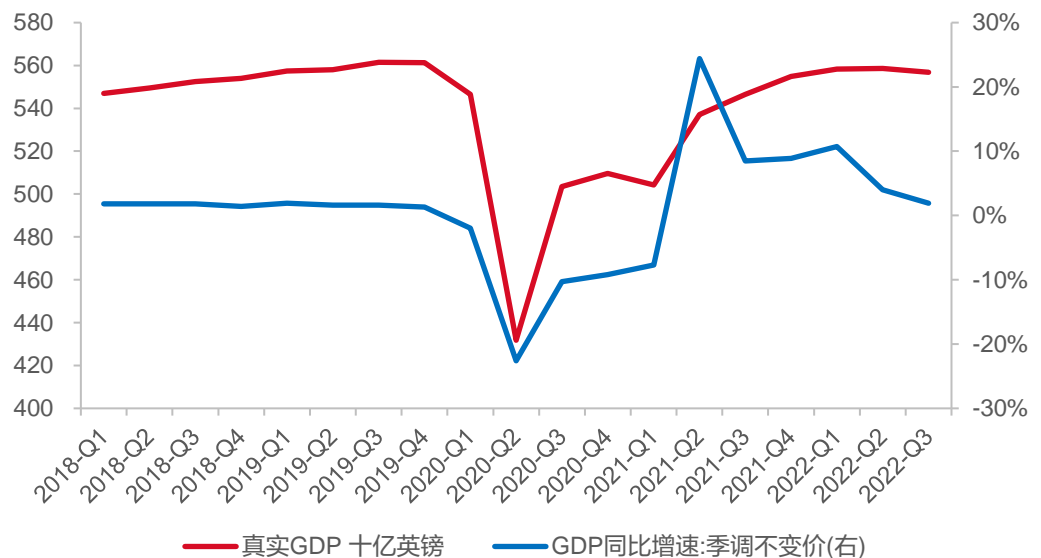
图21 英国服务产出严重衰退



资料来源：英国统计局，东海证券研究所

英国推动放松之际面临巨大经济压力，放开后反弹明显。英国因疫情初期防疫混乱导致经济大幅衰退，经济负增长达一整年，且在 2020 年第二季度达到了真实 GDP 同比下滑 22.6%，英国前首相鲍里斯约翰逊曾不止一次地在国会中提到英国经济难以支撑下一次大面积封控。英国迫于社会压力不得不选择防疫让位于经济，2021 年第一季度，在英国坚定开启解封之路后，经济的反弹立竿见影，2021 年第二季度的 GDP 同比增速大幅转正至 24.4%，随后又收敛至约 2% 的长期增长趋势。

图22 放开后英国 GDP 回升立竿见影，十亿英镑，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

3. 新冠疫情演进与经济修复复盘：谨慎放开型

德国、日本与新加坡对待疫情态度谨慎，以医学指标为基准按照共存计划逐步放开，毒性更低的 Omicron 毒株为其提供了政策转向的机会，生命代价较小。但德日人口老龄化严重且放开不充分，在后期变异株传染性增强后，日本的情况不是太乐观；新加坡国土面积小，人口少，在每轮疫情高峰后放开，疫情逐步减少，比较平稳。

3.1. 德国：谨慎放开，疫情防控效果较好，消费重回长期增长

疫情演进：根据住院率保守放开

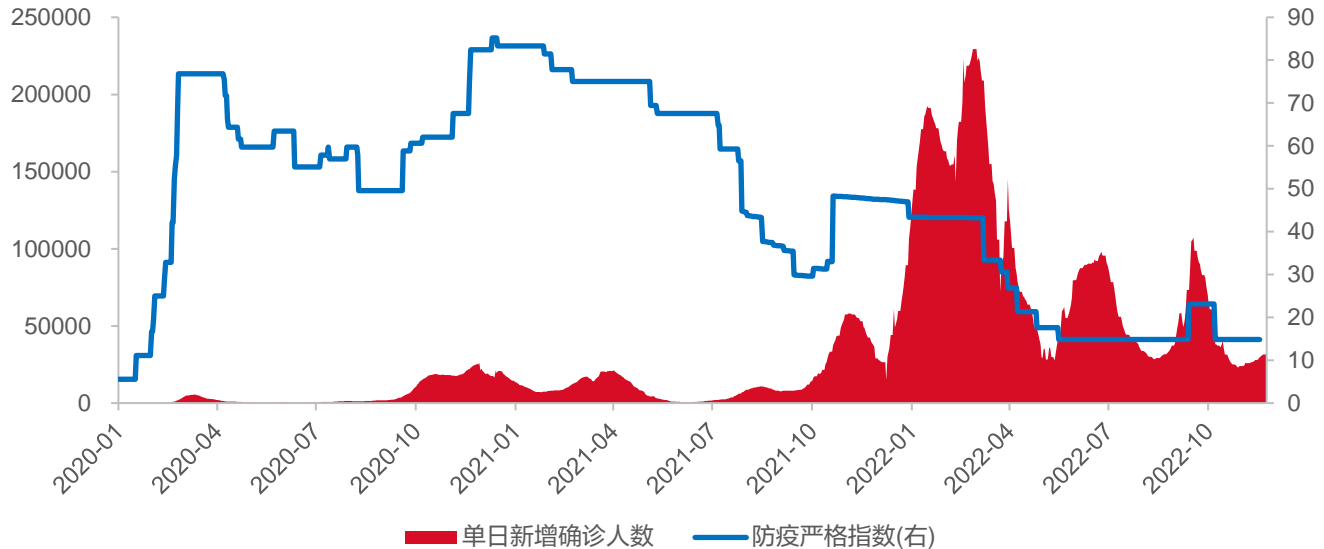
德国在疫情中总体保持着比较谨慎的态度，前后根据病毒传播及医疗压力制定开放及封锁政策，并根据民众状态合理控制人员流动。其抗疫时间线大致可以划分为三个阶段，在 2020 年 3 月至 2021 年 5 月的多次疫情爆发后德国政府均会采取封锁手段，后随着疫苗注射的推进，在 2021 年 5 月逐步放松防疫，2021 年 11 月，德国政府决定以住院率为标准的政策考量指标，然后在 2022 年 3 月解除了大部分限制。

第一阶段：多次封锁。2020 年 3 月开始新冠在德国大范围传播，先前的预防措施很快被遏制措施所取代，3 月 25 日，联邦议院就全国范围内的防疫措施达成了一致，第一波疫情导致的第一次封锁开始，直至 4 月相继取消。但 2020 年 10 月开始的第二波疫情致使每日新病例增加了 7 倍，直接导致了 2020 年 12 月的第二次封锁并一直持续到了 2021 年 1 月，死亡人数也在此时登顶。2021 年前几个月的第三波疫情又导致了第三次封锁。

第二阶段：逐步放开。考虑到疫苗的稳步推进，疫情得到一定控制，德国宣布取消对完全疫苗接种者和新冠康复者的通行限制，但是从 2021 年 8 月开始的第四波 Delta 疫情导致 11 月的病例数和死亡人数创下历史新高，政府又重新收紧防疫政策。2021 年 11 月，随着大规模感染结束，限制标准从 2020 年 5 月至 2021 年 11 月的“七天发病率”更改为“住院率”，这被普遍认为是德国防疫思路变化的标志。

第三阶段：大幅放开。2021 年 12 月初至 2022 年 5 月底的第五和第六波 Omicron 变种疫情导致感染人数攀高，德国再次加强防疫措施。2022 年 3 月，德国取消大部分防疫措施，对内仅要求公共场所强制口罩令，对外放松入境要求。

图23 德国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

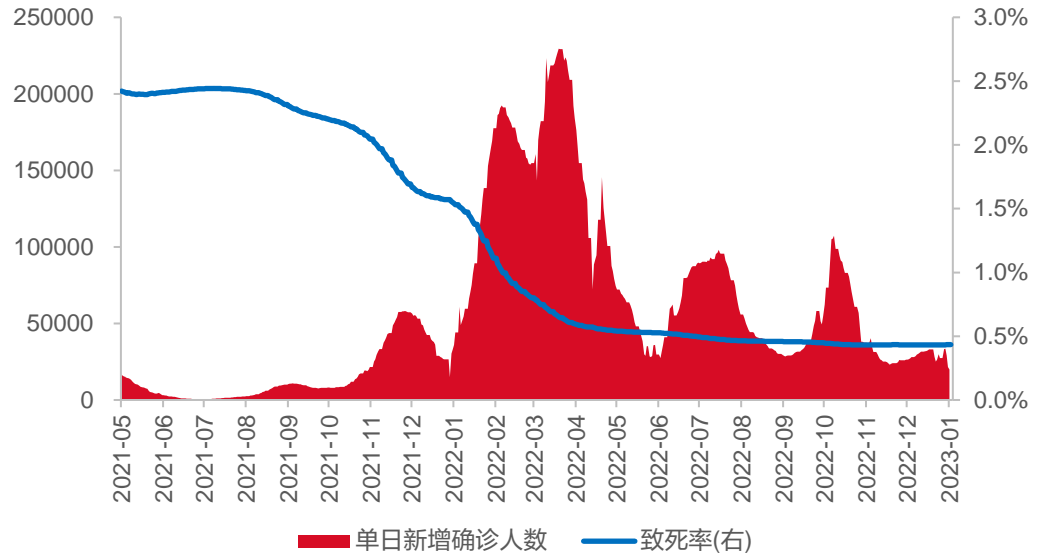
表5 德国防疫政策时间线

阶段	日期	事项
多次封锁	2020年1月27日	德国“零号病人”确诊
	2020年3月10日	取消超过1000人的活动
	2020年3月22日	实施“接触禁令”
	2020年4月10日	所有入境德国的旅客均需隔离14天
	2020年8月8日	从高风险国家返回德国的旅客需新冠阴性报告
	2020年8月27日	默克尔宣布在商店或公共交通工具上必须戴口罩
	2020年11月	开始了直至2021年4月多次的封锁
	2021年4月22日	颁布《感染保护法》
政策放松	2021年5月6日	德国议会决定取消对完全接种疫苗和先前感染者的大多数大流行限制
	2021年10月1日	多州取消了大部分剩余的疫情限制
	2021年11月18日	以“住院率”为标准制定防疫限制性政策
	2022年2月1日	欧盟内部自由通行
	2022年3月4日	允许举办大型活动
大幅放开	2022年3月18日	取消大多数防疫限制，但在公共交通工具、医院和疗养院，仍然强制戴口罩

资料来源：德国政府，东海证券研究所

德国政策转向后 Omicron 疫情爆发过三次，每次在三到六个月内回归稳定。Omicron 疫情最初爆发之际的 2021 年 12 月初，德国的疫苗接种率约 70%，然而 12 月以后 Omicron 疫情两度冲高，并在 2022 年 3 月底达到顶峰，单日新增达到历史最高的 20 万人，随后在 2022 年 5 月底结束。在这波疫情后，又相继爆发了两轮相对小范围的疫情，持续时间都在 3 个月左右。虽然放开后疫情有所反复，但致死率在 Omicron 首次集中爆发后下滑至欧美国家中较低的水平。

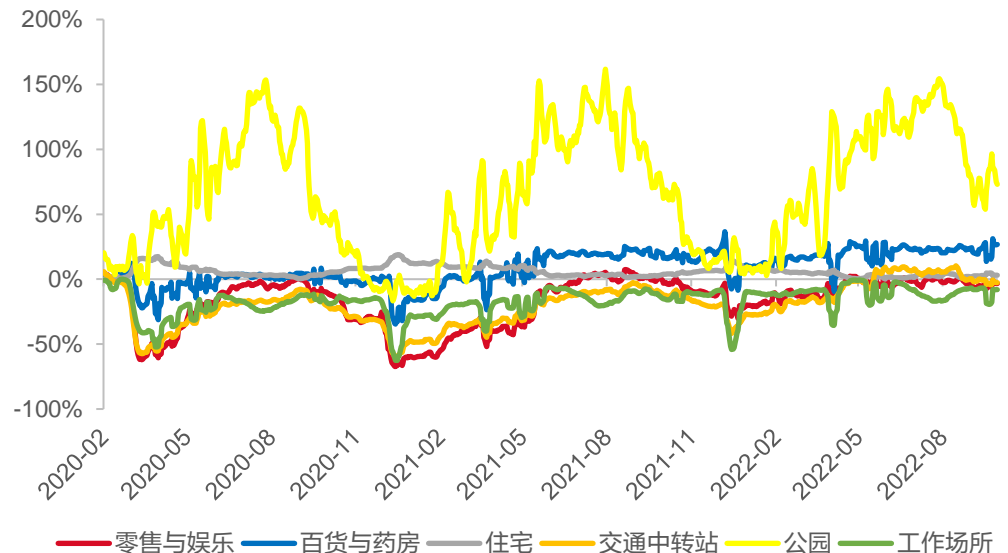
图24 德国放开后每波疫情时间跨度较长，人，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

德国人口流动程度除工作场所以外所有人流场景均基本恢复至疫前水平。与英美不同的是，德国受到疫情影响最严重的场景是线下零售及娱乐，而非办公场所或交通中转，疫情放开后零售及娱乐恢复迅速，仅三个月就超越疫前水平，百货与药房的人流量更是在同期超越疫情前水平的10-20%。虽然受到Omicron变种的影响各场景人流量下滑，但交通中转站依旧稳步恢复，目前已基本接近疫前基线水平。而受到居家习惯的养成，办公场所的人流量恢复一直受到掣肘，长期以来为疫前水平的90%。

图25 德国人口流动总体恢复至疫情前水平，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

消费稳健恢复

德国的财政刺激以保企业，稳就业为主，并向居民发放收入津贴以渡过新冠危机，并支持疫后复苏。从2020年3月的疫情早期至2021年3月的开放之初，早期的财政刺激措施可以概括为临时增值税减免、家庭收入支持、受灾中小企业赠款、地方政府财政支持、扩大对出口商和出口融资银行的信贷担保，以及对绿色能源和数字化的补贴与投资。与此同时，

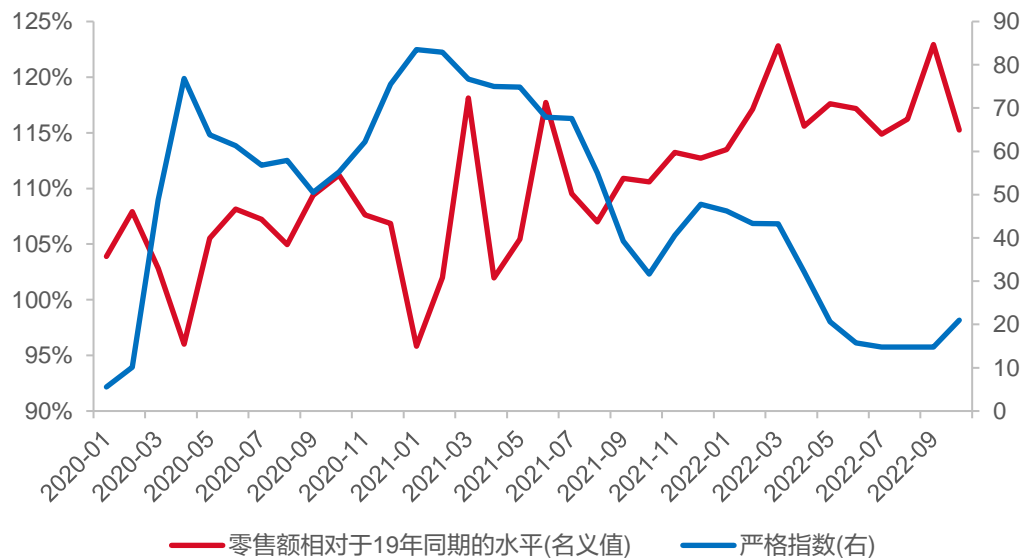
对医疗设备、医院收治能力及疫苗研发方面巨额支出；扩大获得短期工作补贴的机会，以保持工作和工人的收入，扩大低收入父母的儿童保育福利，其收入补偿高达 75%，并使自雇人士更容易获得基本收入支持；除免息税外，还向受疫情严重影响的小企业主和自雇人士提供 500 亿欧元的赠款。政府通过新成立的经济稳定基金和公共开发银行德国复兴信贷银行，向不同规模的企业提供可用担保和获得公共担保的机会。

表6 德国财政应对措施

政策	日期	细节
德国复兴信贷银行计划	2020 年 4 月	因新冠疫情而陷入财务困境的公司，自雇人士和自由职业者可以获得德国复兴信贷银行提供诸如两年免费还款，10 年偿还贷款等优惠。根据公司的规模，可以申请的最高金额 67.5 万欧元至 180 万欧元不等。
经济稳定基金	2020 年 4 月	计划将 2019 年 GDP 的 60% 用于财政刺激（就业和工资保障），税收递延和流动性援助，卫生设备和疫苗开发，以及向德国复兴信贷银行提供工作保障和贷款计划的资金。
刺激计划	2020 年 6 月	1300 亿欧元刺激计划，包括在 2020 年底之前暂时降低增值税，并为有孩子的家庭提供每名儿童 300 欧元的奖金
保护伞计划	2020 年 11 月	税务相关援助措施和简化
新起点援助计划	2022 年 1 月	以赠款的形式向自雇人士提供有针对性的支持，援助计划每月提供 1500 欧元的支持

资料来源：IMF，德国财政部，东海证券研究所

德国防疫成果显著，严格防疫阶段零售数据受疫情扰动有所波动，政策转向后总体维持增长。疫情前期的德国消费水平与疫情感染人数负相关，德国零售额在疫情前本就保持增长趋势，疫情首次冲击造成了大量感染并暂时性打断了这一趋势，因为接触限制暂停了以往的消费场景，但随着禁令的解除，消费迅速回升。此后 2021 年 1 月与 5 月再次爆发大面积感染，消费再次下落，但基本保持在与疫情前相等的水平上。政策转向后消费出现了一波短暂的报复式增长，随后与疫情及防疫政策脱钩，重新收敛至原来的增长水平。但考虑到欧洲的通胀水平及经济下行压力，实际消费恢复相对低迷。

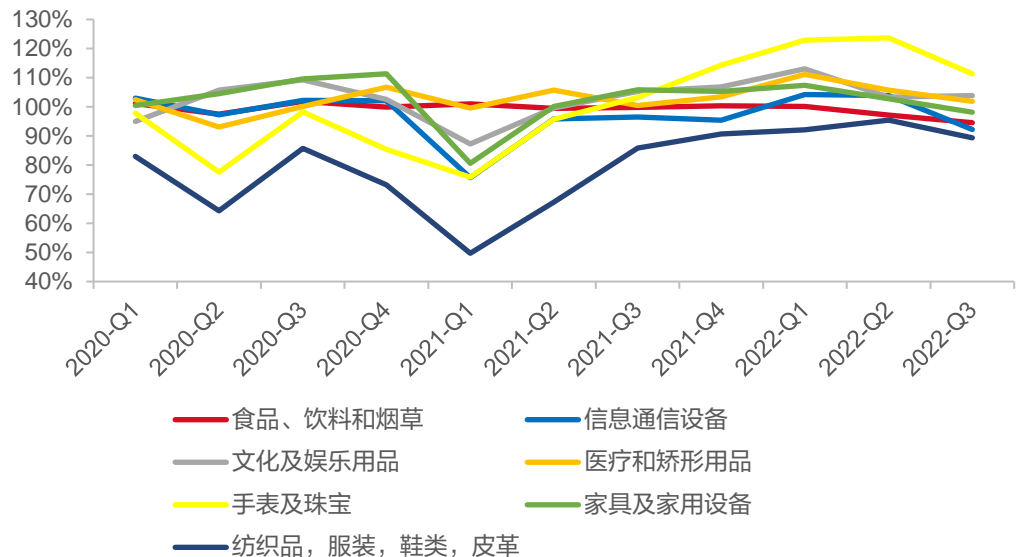
图26 德国零售表现受疫情影响有所波动


资料来源：德国统计局，Our World in Data，东海证券研究所

德国各细分行业零售数据稳健，必要商品几无影响，仅奢侈品与服装受到冲击。从德国各行业恢复的总体情况来看，除了 2020 年第一季度与 2021 年第一季度因大规模感染造成

的广泛消费下滑以外，其余时间总体保持稳健，没有出现大幅的上升与下降。作为必需品的“食品饮料及烟草”与“医疗与矫正用品”行业在疫情爆发至今几乎没有受到影响。因为疫情导致的居家时间增加，家庭对于“家具及家用设备”与“文化娱乐产品”的需求在疫情首次爆发时有所上升，随后重回疫情前水平。作为奢侈品代表的“手表及珠宝”受疫情冲击影响明显，每一次大面积的感染都会导致奢侈品消费的大幅下滑，但在政策转向后期积压的需求大幅爆发并迎来了长约一年的超越疫情前同期的高消费水平。此外“纺织品，服装，鞋类与皮革”行业受到冲击广泛且严重，该行业无论哪个细分领域均受到大幅影响，行业销售额更是在 2021 年第一季度相比疫前下跌五成，此后逐步恢复接近疫前水平。

图27 德国细分行业零售相对于 2019 年同期的表现（季调后真实值），%



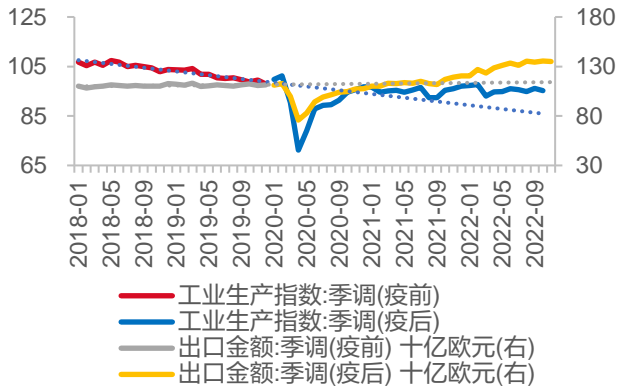
资料来源：德国统计局，东海证券研究所

供给端：生产打破衰退趋势

德国工业生产仍未达到疫情前水平。工业产值约占德国 GDP 的 30%。仅看疫情三年，德国工业生产指数始终没有达到疫情前水平，在 2020 年 4 月指数下滑至疫前同期的 70% 后，德国开始了艰难的工业生产恢复之路，除了每年年末临近年关工业产出的季节性下滑以外，总体指数水平仅在疫前同期水平的 90-95% 之间浮动。从更长的视角来看，德国在 2018 年受到英国脱欧，汽车工业环保要求等要素影响德国进出口两端，至疫情前工业产值不断下滑，疫后工业生产有趋向稳定的可能。

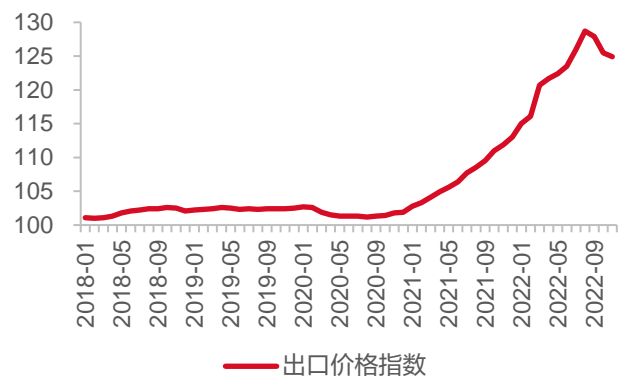
出口与工业恢复同步，受通胀拉动名义上进入新增长路径。以汽车为代表的工业产品是德国最主要的出口商品。从出口金额的恢复节奏来看，出口受疫情影响不大，相反与工业生产大致同步，在 2021 年初便恢复到了疫情前的水平并稳步上升，但考虑到欧洲近年来通胀高企，实际出口金额或与工业生产同步企稳。

图28 德国工业生产未能恢复至疫情前水平，十亿欧元



资料来源：iFinD，东海证券研究所

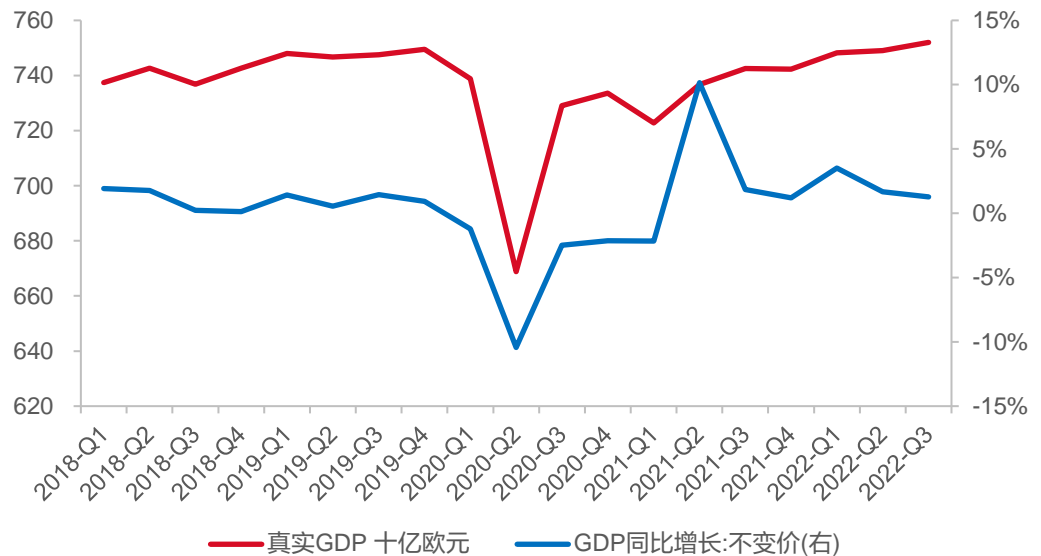
图29 通胀拉动德国出口金额



资料来源：iFinD，东海证券研究所

德国经济让位于防疫，政策转向时经济承压期已过。德国实际GDP自2020年第一季度到2021年第一季度连续五个季度负增长，其中2020年第二季度同比下滑10.44%，但德国在此阶段始终保持着谨慎的防疫态度。2021年第二季度，防疫压力有所缓解，德国政府选择在此时转变防疫思路寻求开放，此后真实GDP同比增速迅速反弹至10.16%，且一直保持在扩张阶段。

图30 德国放开前真实GDP承压期已过，十亿欧元，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

3.2.日本：谨慎放开，消费恢复稳定，但难回疫情前水平

疫情演进：谨慎放开，放松后疫情续创新高

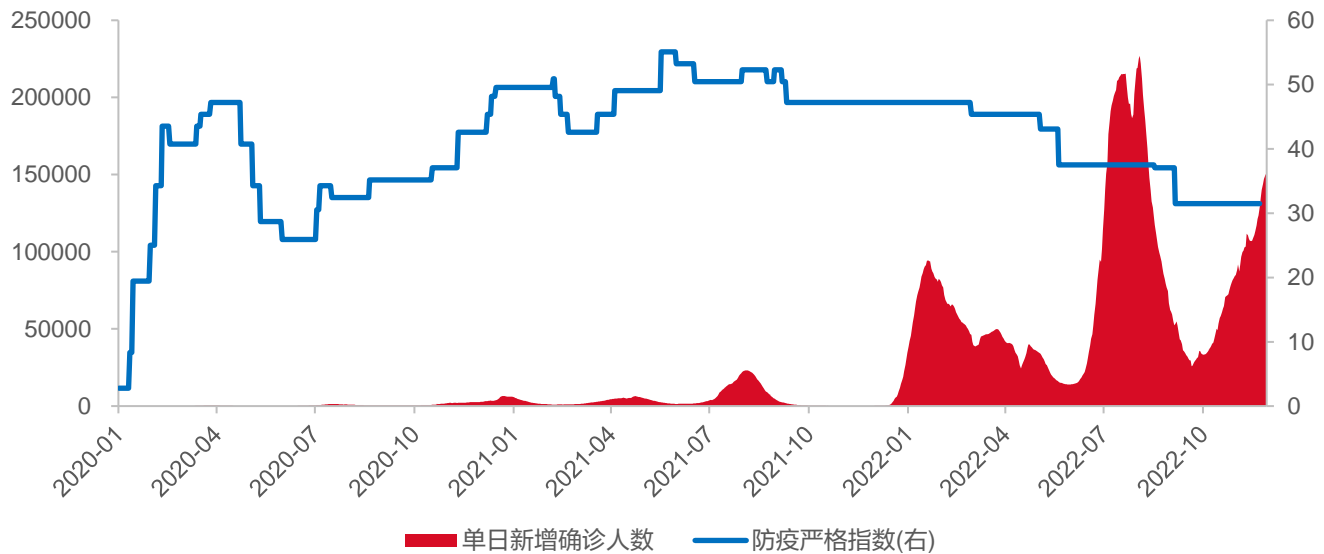
日本以重症人数作为防疫政策的风向标，基本以疫情冲击后收紧、回落后放松的模式走过疫情前半程；随着疫苗接种率达到60%，政策严格程度有所放松，但对放开的态度依旧谨慎。日本的防疫大致可以分为两个阶段，在疫苗接种前多次进入紧急状态，等疫苗接种率达到60%时，防疫政策以防止蔓延为主，随后在2022年第一季度转向。

第一阶段：多次收紧与放松。重症人数是日本政府制定的防疫措施关键监控指教，重症人数抬升时实施“紧急事态”，对城市实行严格封锁，在重症人数相对可控时实施“蔓延防止”，作为软性限制。从疫情爆发之初的2020年3月至政策转向之前的2022年3月，日本

前后总共爆发过六次大规模感染，虽然防疫政策的严格程度各有不同，但每次都遵循着疫情冲击反馈的基本模式。以 2021 年 9 月底完全疫苗接种率达到 60% 为界限，日本的防疫强度有所下降，2022 年以来虽然由 Omicron 变种主导的第六第七波疫情在日本爆发，单日新增确诊与死亡两次创新高，第七波感染人数更是连续两个月为全球最高，但由于重症率明显下降，医疗压力可控，仅在 2022 年 1 月至 3 月小范围开启了“蔓延防止”。

第二阶段：政策转向。在 2022 年 3 月最后一次“蔓延防止”禁令解除后，日本对内的防疫力度大幅解除，对外入境政策逐步放松，每日入境人数以小幅高频的方式不断松绑直至 10 月全面开放入境限制，取消原定的 5 万人每日的入境上限。但最近疫情又有新的发展，疫情发展还存在较大不确定性。

图31 日本单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

表7 日本防疫政策时间线

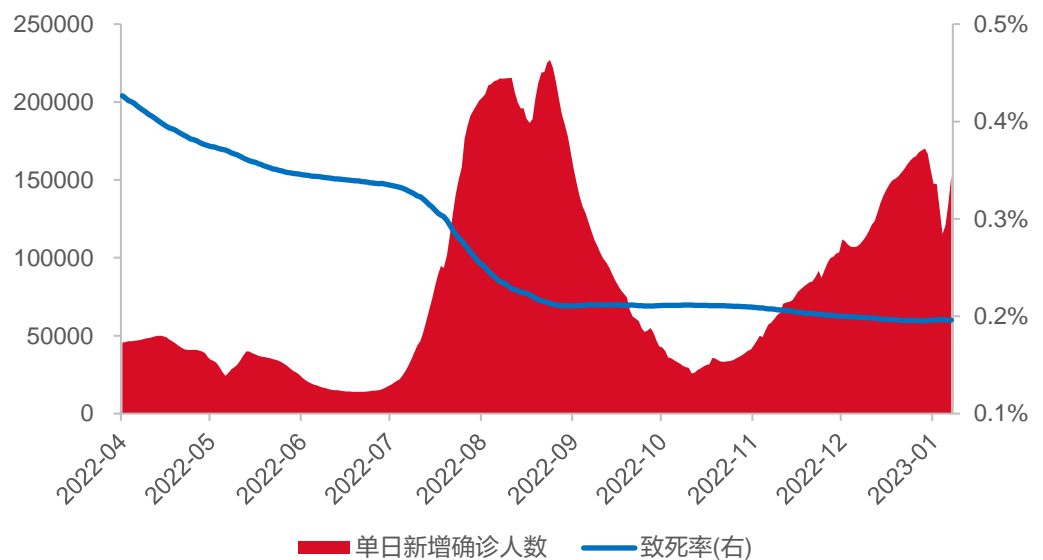
阶段	日期	事项
多次收紧与放松	2020年1月16日	日本确认第一例新冠病毒感染
	2020年3月5日	宣布对所有来自中国和韩国的游客实施隔离限制
	2020年3月10日	日本国会立法，正式将冠状病毒疫情列为国家紧急状态
	2020年4月7日	首相安倍晋三宣布东京和其他六个县进入紧急状态
	2020年5月25日	紧急状态全面解除
	2020年7月22日	日本国内的旅游补贴活动开始帮助受新冠肺炎疫情打击的旅游业重振
	2021年1月8日	东京以及多个县第二次进入紧急状态
	2021年3月12日	第二次紧急状态结束
	2021年4月12日	第一次蔓延防止
	2021年4月24日	第一次蔓延防止结束
	2021年4月25日	第三次紧急状态
	2021年6月20日	第三次紧急状态结束
	2021年6月21日	第二次蔓延防止
	2021年7月11日	第二次蔓延防止结束
	2021年7月12日	第四次紧急状态
	2021年9月30日	第四次紧急状态结束
	2022年1月9日	第三次蔓延防止
2022年3月21日	第三次蔓延防止结束	

政策转向 2022年4月1日 单日入境人数提升至一万人
 2022年10月11日 全面放开入境防疫限制，取消五万人每日的入境人数上限

资料来源：日本厚生劳动省，东海证券研究所

日本政策正式转向后第二波 Omicron 疫情冲击历时三个月，此时正在经历第三波 Omicron 冲击。日本经历的 Omicron 疫情持续时间均较长且不间断，在 2022 年 4 月第一波 Omicron 冲击末尾，日本逐步打开国门转向开放。至 6 月中，第一波 Omicron 冲击得到缓解，但很快再次冲高，直至 8 月回归稳定，历时约三个月。紧接着又是第三波 Omicron 感染大潮，至今没有到拐点。但从病死率的角度看，第一次疫情冲击时的病死率随时间不断攀升，为整体最高峰，其中死亡人口中 70 岁以上老年人占 25% 以上。随后的病毒变种均朝着低毒性高传染性方向变异。在此基础上，又受到疫苗与药物的使用，检测力度的加强等因素的影响，感染人数多次创新高带动死亡人口攀高，但整体死亡率呈整体下降趋势，从疫情初期高点的 5.5% 逐渐降至如今的 0.2% 左右。

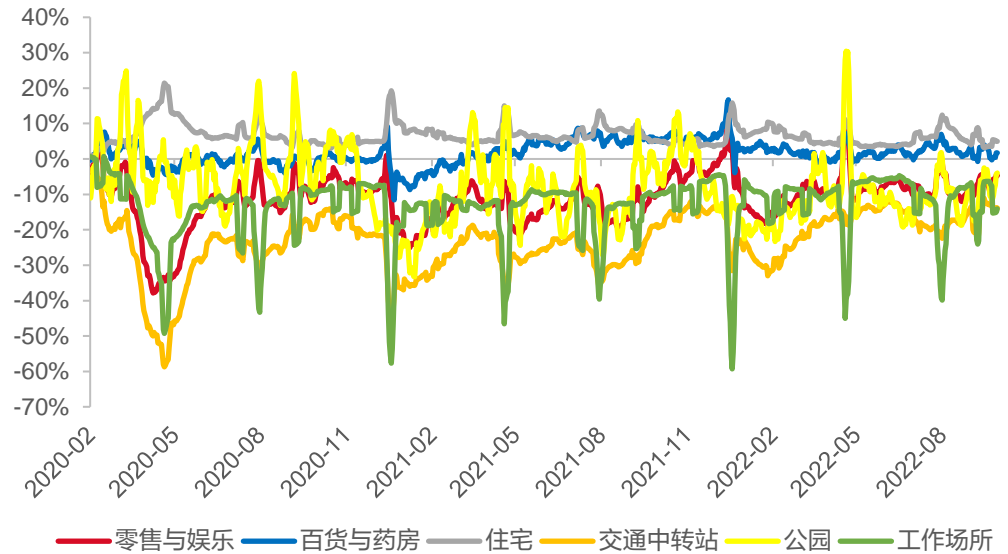
图32 日本放开后疫情感染反达新高，人，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

日本人流量受疫情影响波动剧烈，疫后居家倾向明显，除必须出行场景以外所有场景人口流动恢复缓慢。因为日本居民对待疫情的谨慎态度，日本每一波感染高峰都会导致非必要出行的大幅下降以及居家时间的上升，整体波动最为剧烈。整体趋势而言，必要的食品药房人流从未受到影响。日本居民居家时间在疫情初次爆发后一直保持在疫情前 105% 的水平，虽然有时向下回落至疫前水平，但回落过程缓慢且不时有小幅跳跃式增长。工作场所人口流动恢复总体稳定，但居民上班意愿受疫情波动影响。线下零售娱乐行业距离疫前水平仅差 5% 的缺口，而交通出行是受到疫情冲击最为严重的，恢复速度慢，目前距离疫前水平仍有 30% 的缺口。

图33 日本人口流动受疫情影响明显，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

经济恢复：需求端没有回到疫前水平

财政刺激方面，前期重点保护就业为经济托底，后期以促进疫后消费恢复和结构性支持为主。前期日本财政的一揽子计划包括制定预防感染传播的措施并加强治疗能力；保护就业和企业；恢复封锁后经济活动；重建有弹性的经济结构以及加强对未来的准备五大目标。主要措施包括向个人和受影响的公司发放现金，推迟缴纳税款和社会保障缴款，以及公共和私营金融机构的优惠贷款。后期财政政策一方面着重消费刺激，以发放消费券为主，刺激娱乐与旅游业的快速修复，也会推进主题公园与旅店的门票优惠，另一方面，设立公共基金用于投资、促进后新冠后时代的结构变化和积极的经济周期，以及确保灾害管理方面的安全和救济。

表8 日本财政应对措施

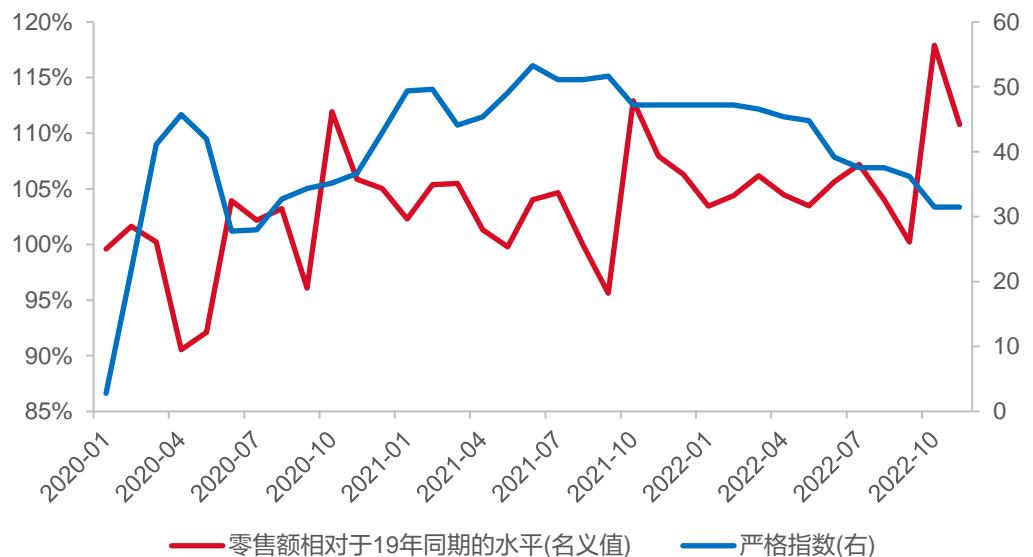
政策	日期	细节
应对新冠的紧急经济措施（第一阶段）	2020年4月	第一阶段“紧急支持阶段”是直到传染病结束的时期。在遏制新冠发展的同时，政府彻底保障就业、商业和日常生活，为疫情结束后的经济复苏奠定坚实的基础。防止感染传播的措施，建立医疗机构，开发和制药：保护就业并保持业务活力。对家庭的紧急支持：向日本所有居民支付现金，每个孩子一万日元的额外儿童津贴，向陷入困境的家庭提供紧急小额信贷，加强对低收入家庭的租金支持，减少或免除社会保障缴款等。对中小企业等的紧急支持：向中小企业和独资企业支付现金，为中小企业提供无息无抵押贷款，减免当地财产税等。提高休假补贴：4月至12月，提高中小企业和大型企业的补贴标准
应对新冠的紧急经济措施（第二阶段）	2020年5月	第二阶段即“V型复苏阶段”，指通过刺激受影响行业的消费以及对未来的投资来实现强劲复苏的阶段。支援受影响行业，如旅游及交通、餐饮服务及娱乐业：以价格折扣、礼券或积分奖励等形式，鼓励相关范畴的消费支出。振兴区域经济：支持农业、林业和渔业，通过战略推进等振兴入境旅游。使经济结构更具弹性，增强供应链的弹性。促进海外业务，加强农林水产品及其食品的出口和国内生产能力。通过部署远程技术加速数字化转型
保障人民生命和生计的全面经济措施	2020年12月	遏制新冠，促进后新冠时代的结构变化和积极的经济周期，以及确保灾害管理方面的安全和救济，以及分配新冠储备基金

旨在克服新冠、开拓新时代的经济对策	2021年11月	扩大免费新冠检测，为每个家庭提供十万日元现金，向每位儿童额外提供十万日元，主要面向感染地区，按照事业规模发放补助金；创设10万亿日元大学基金
综合经济对策	2022年10月	对标准住户每户的补助将达到4万5000日元；育儿补助投入10万日元；保障物价稳定投入6万亿日元；投入1万亿日元启动初创企业5年计划；初创企业、创新、数字化转型、绿色转型四大重点领域投入6万亿日元；在尖端半导体、电池、机器人领域投入3万亿日元

资料来源：IMF，东海证券研究所

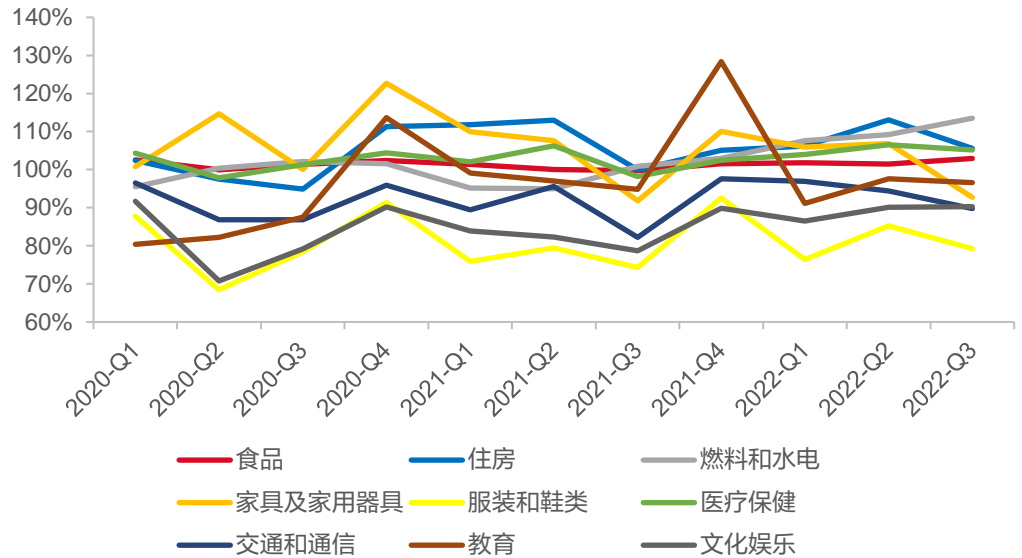
日本零售数据受疫情扰动影响有阶段性波动，防疫政策解除后消费在略高于疫前水平上下浮动。日本主要以现金补助的发放以及稳就业政策保障了日本居民收入，在多层纾困政策支持下，家庭可支配收入基本保持稳定。在此基础上，零售数据受疫情影响较大，感染数量激增时由于封锁政策影响消费场景，零售出现明显下滑，疫情得到控制后又再次回升，但稳定的家庭收入总体保证了相对稳定的消费水平，维持在疫前水平的一定区间内波动。日本防疫解除后，由于疫情反弹创新高，零售销售额增长受制约，叠加高通胀影响，消费在略高于疫前水平上下浮动。

图34 日本零售表现出现阶段性波动，%



资料来源：iFinD，Our World in Data，东海证券研究所

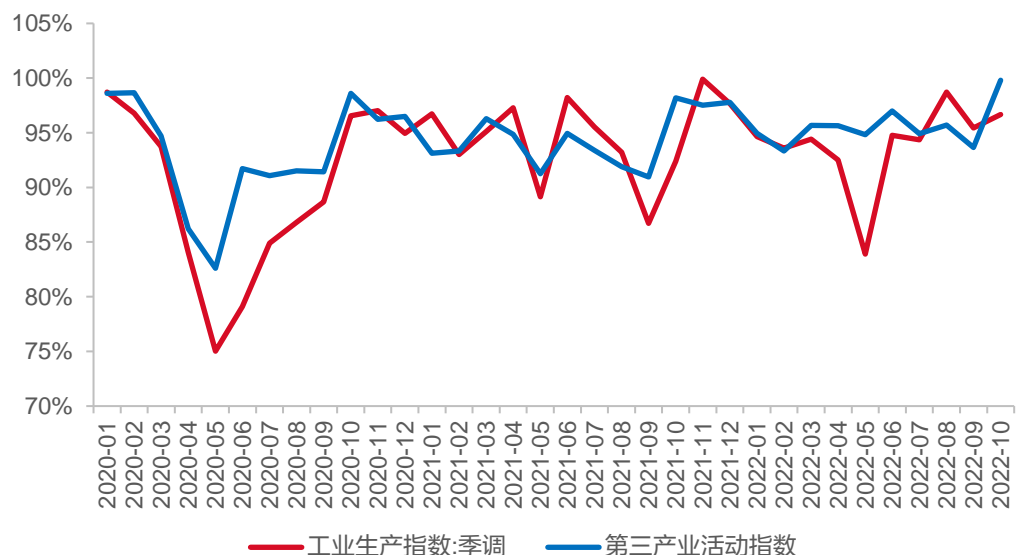
日本各细分行业恢复情况整体呈现出一种稳定性，在疫情后期波动不是太大。大部分行业消费水平仅在第一次紧急宣言砸坑后略有回升，此后两年均没有明显的修复或进一步下降，一方面因为日本长时间处在严格防疫阶段，目前仍然有进一步放松防疫的空间，尚未完全共存；另一方面，日本转移支付的力度不强，居民收入没有明显增长。从结构来看日本疫后消费恢复的情况，因为居家环境的形成，“住房”与“家居及家用器具”消费在大部分时间里都好于2019年同期水平。“食品”“医疗保健”和“燃料和水电”此类必需品行业大致与疫前持平，没有受到明显冲击。“服装鞋类”与“文化娱乐”行业受疫情冲击较大，长时间维持在2019年同期消费水平的七成至九成，仅在首次紧急宣言后有所好转。

图35 日本细分行业零售相对于 2019 年同期的表现 (季调后真实值), %


资料来源: iFinD, 东海证券研究所

供给端: 二三产业恢复较慢

日本防疫放松后仍保留了基本的管控措施, 第二、第三产业恢复程度较慢。工业约占日本 GDP 的 30%, 服务业约占日本 GDP 的 70%。日本虽然政策放开, 但并没有完全转向共存, 仍然保留着一定的管控措施, 对第二、第三产业的生产场景存在一定限制, 因此日本的生产恢复情况不如欧美, 但目前已追平疫情前水平。日本 2021 年的频繁封锁叠加 2022 年的成本通胀, 使得日本第二、第三产业的生产水平难以回到疫情前水平, 两指标在 2020 年 5 月相对触底后一直在疫前同期的 93-98% 之间徘徊。截至最新数据, 此两大指标已基本回到疫情前水平, 但有可能只是周期性好转。

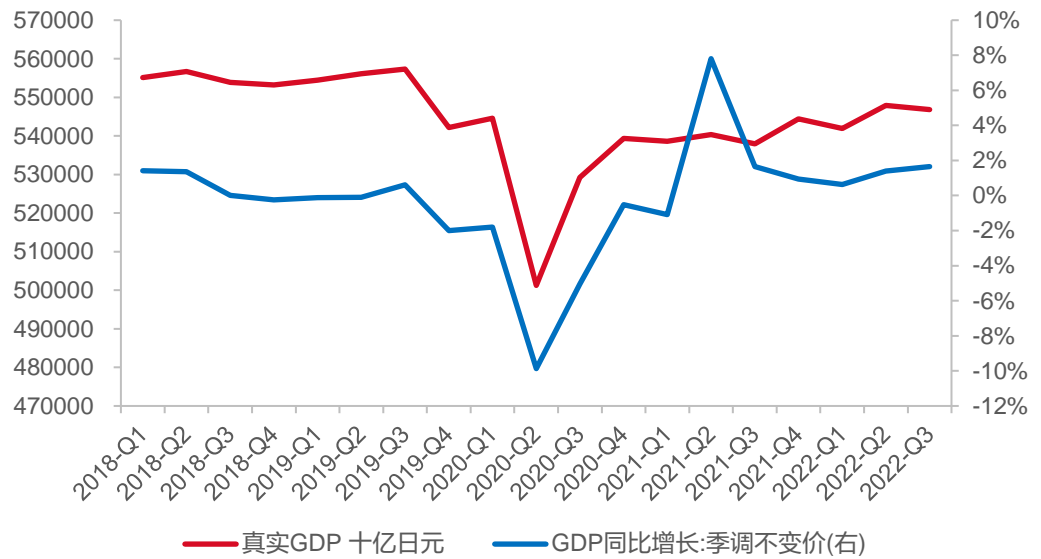
图36 日本第二第三产业回到疫情前水平较慢 (相对于 2019 年同期)


资料来源: iFinD, 东海证券研究所

受益于前期良好的防疫成果, 日本经济恢复迅速却乏力, 转向时经济增长基本稳定。从日本真实 GDP 的绝对值来看, 虽然长期增长乏力, 但得益于成功的防疫所创造的稳定社会环境, 日本自 2020 年第一波疫情冲击后保持稳定恢复, 2020 年第四季度已基本达到疫情前

趋势，随后 GDP 增速开始转正。日本 2020 第二季度真实 GDP 同比下滑 9.87%，2021 第二季度同比上涨 7.81%验证了日本经济的稳定性，政策转向后重回慢增长。

图37 日本经济恢复迅速但乏力，十亿欧元，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

3.3.新加坡：平稳放开，消费重回长期增长

疫情演进：防疫最成功的国家之一

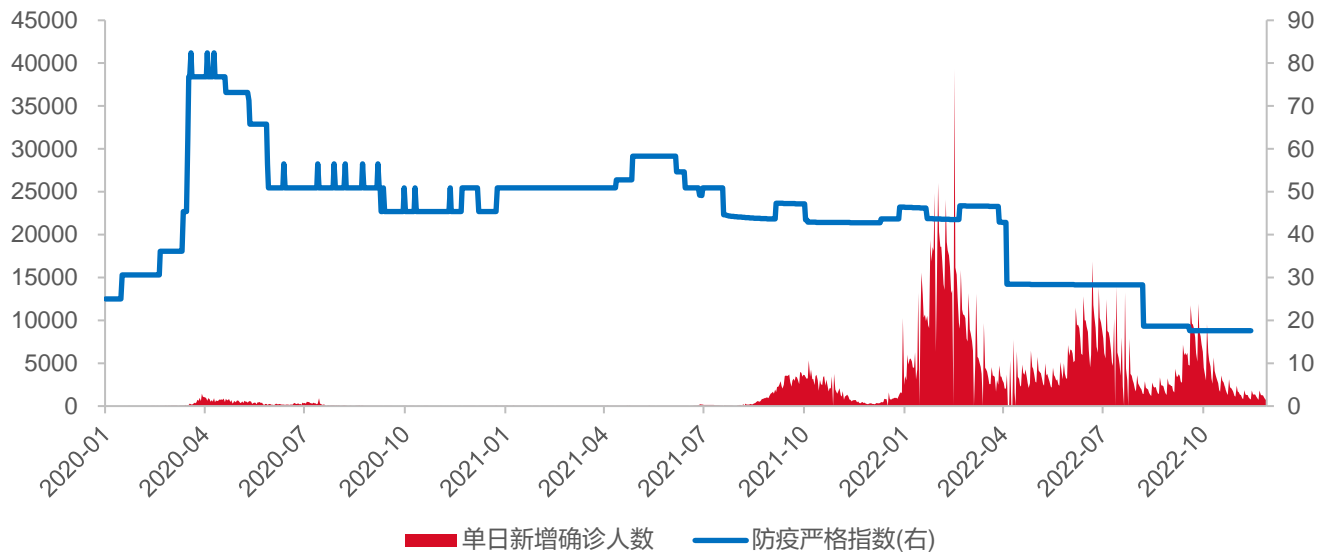
新加坡是疫情防控成功的国家之一，其防疫政策可大致分为三个阶段，疫情之初，新加坡实行稳健且严格的防疫政策，随后在重新与世界接轨的压力下转变防疫思路，在疫苗接种率达到高水平后逐步放宽防疫政策，Omicron 流行之后，新加坡大幅降低防控强度，正式迈向全面开放。

第一阶段：严格防疫。2020 年 3 月疫情首次爆发，新加坡凭借强有力的基层防控体系，要求戴口罩并严格限制聚集，同时封锁国境，有效地抑制了病毒传播。在 2021 年年中 Delta 变种蔓延之际同样没有出现大规模疫情反弹。

第二阶段，政策转向。在经过了长时间的抗疫坚持后，2021 年 6 月新加坡抗疫领导小组发布“与新冠共处，如常生活”，可以视作防疫思路转向的起始。新的防疫思路按照疫苗接种率及其他医疗指标的分阶段实现，逐步走向共存。8 月疫苗接种率达到既定水平，新加坡开始过渡阶段的准备；10 月，完全疫苗接种率达到 85%，新加坡大幅放宽入境限制，重新与世界接轨。

第三阶段，完全开放。新加坡在 2022 年 4 月取消了大部分防疫措施，8 月取消了强制口罩令，完全实现开放，开启疫情后新常态。

图38 新加坡单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

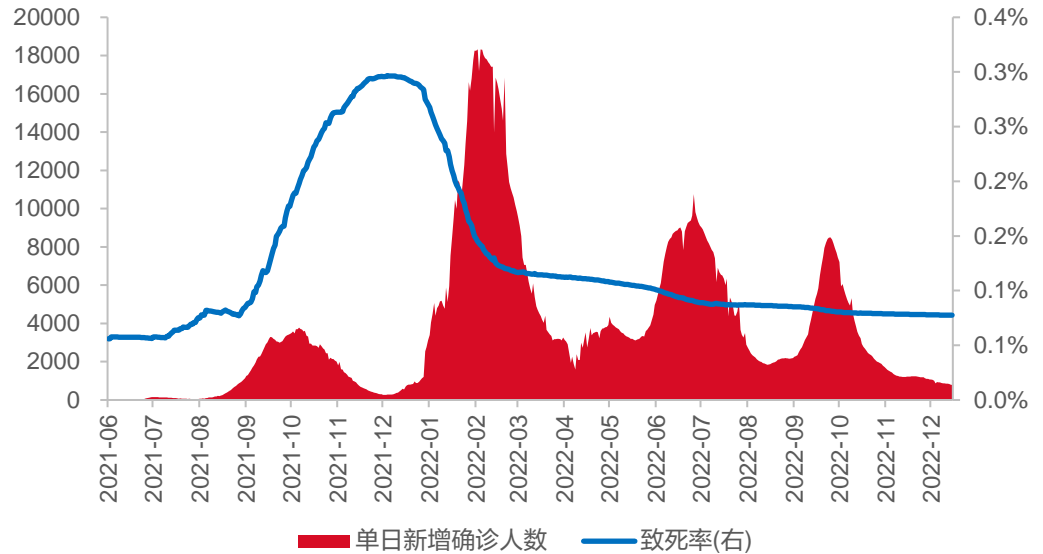
表9 新加坡防疫政策时间线

阶段	日期	事项
严格限制	2020年1月23日	新加坡第一例确诊病例
	2020年3月18日	新加坡宣布所有进入新加坡的旅客都将收到为期14天的居家通知
	2020年4月3日	宣布了一套严格的预防措施，包括关闭所有非必要场所等
	2020年4月10日	国家环境局要求进入市场必须戴口罩，交通部规定乘坐公共交通工具也必须戴口罩
	2020年5月19日	多部委工作组宣布了分三阶段安全恢复活动的方法，开放计划至2021年5月
	2021年5月至9月	因Delta变体蔓延，暂时提高戒备等级
政策转向	2021年6月24日	新加坡抗疫领导小组发布《与新冠共处，如常生活》
	2021年8月10日	过渡准备阶段开始
	2021年9月27日	恢复到第二阶段高度戒备措施
	2021年10月2日	入境隔离时间缩短至10天
完全共存	2022年3月24日	对完全注射疫苗的旅客重新开放入境
	2022年4月26日	几乎取消了所有的防疫限制
	2022年8月24日	取消强制戴口罩

资料来源：新加坡卫生部，东海证券研究所

放开后新加坡每个季度都会经历一波感染高峰，总体而言高峰越来越低，持续时间越来越短。自政策转向至今新加坡整整一年都在经历感染潮的重复来袭，放开后第一波Delta疫情自2021年8月开始，12月回落，历时5个月；第二波Omicron疫情2022年1月开始，4月结束，历时4个月，但感染人数冲高；第三波Omicron疫情6月开始，9月结束，历时3个月；第四波Omicron疫情10月开始，11月结束，仅仅2个月，整体受到疫情冲击越来越小。新加坡的低人口基数、完善的医疗体系、疫苗接种的快速都是实现低代价共存的有利条件。

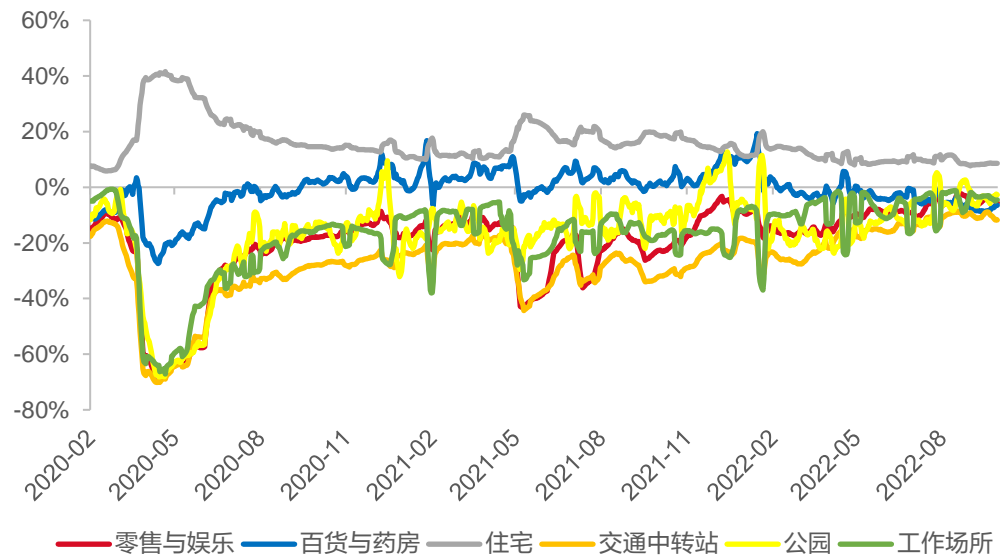
图39 新加坡放开后的三波 Omicron 感染，人，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

有序放开使人流稳步回暖。受到首次疫情冲击影响之时，强制居家，公共场所人流量大幅下滑，随后各场景人流量均慢慢收敛回疫前水平；政策转向之际，受疫情冲击居民出行意愿降低，公共场所人流量出现一定程度下滑，随后各场景人流量慢慢回升至疫前水平。目前新加坡居民仍然更偏向于延长居家时间，居家时长虽在回落趋势中，但整体仍然比基线水平高出 10-15%，公共交通人流量恢复较为缓慢，目前距离基线水平仍有 10% 的缺口，其他各个场景的人流量均已接近疫前水平，不过整体人流量复苏时间长达一整年。

图40 新加坡疫情前后人口流动稳步回升，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

经济恢复：消费重回长期增长趋势

新加坡财政补助最初主要为缓解疫情压力，随后转向为疫后长期经济发展打基础。新加坡政府于 2020 年宣布了多套财政支持措施以缓解疫情影响，总金额约 920 亿新币，涉及为家庭、低收入个人或失业者、企业及工人最紧急的经济补助，并增加了应急资金，以满足难

以预见的支出需求。2021 年，随着经济复苏，新加坡提出了一揽子计划，该计划为从全面的紧急救助转向更具有针对性的长期发展支持提供了基础，包括支持经济安全重新开放的公共卫生保健措施，延长工资补贴，支持本地招聘机会以及针对航空等受灾最严重行业的现金补助。

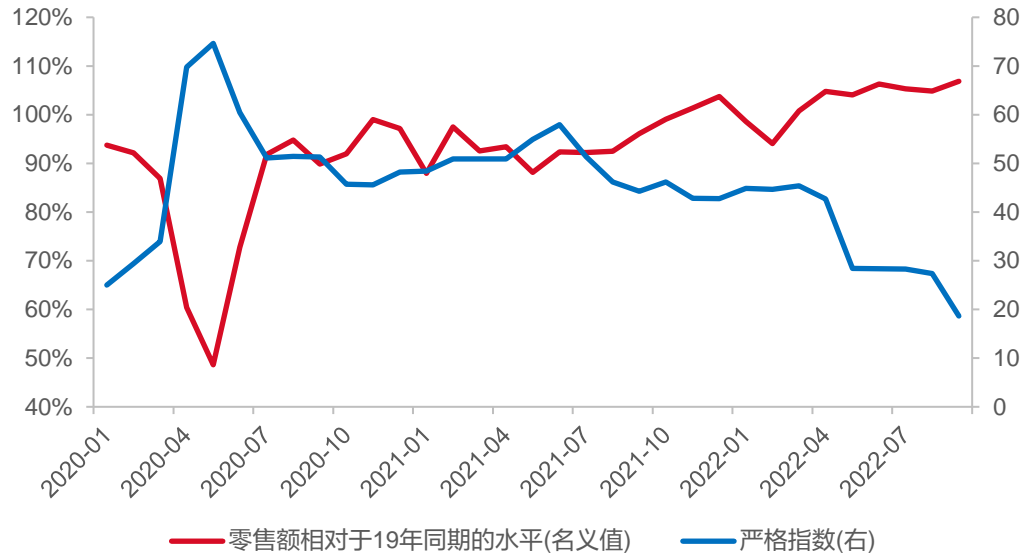
表10 新加坡财政应对措施

政策	日期	细节
几套财政支持措施	2020 年整年	总额约为 920 亿新元，以缓解疫情的影响。对家庭的支持包括向所有新加坡人支付现金（有 20 岁以下子女的家庭更高），以及为低收入个人和失业者提供额外付款。对企业 and 工人的支持包括工资补贴（延长至 2021 年 3 月，支持水平取决于行业）、创造就业机会、支持支付租金成本、加强融资计划，以及对自营职业者和最直接受影响的行业（航空、旅游、建筑、运输、艺术和文化）的额外支持。当局增加了应急资金，以满足不可预见的支出需求，并拨出 220 亿新元的贷款资本，帮助面临贷款义务和保险费支付现金流挑战的企业。其他经济韧性措施包括支持研发投资、国家卫生用品储备和食品弹性计划。
2021 年财年预算	2021 年 4 月	它包括一项 110 亿新元的新冠弹性一揽子计划，旨在延长 2020 财年刺激计划中的一些措施。这些措施包括：1. 支持经济安全重新开放的公共卫生保健措施，包括通过检测、接触者追踪和疫苗接种（48 亿新元）；2. 有针对性地支持工人和企业，特别是延长就业支持计划下的工资补贴，降低工资支持水平（29 亿新元），以及支持当地的招聘和培训机会（15 亿新元）；3. 有针对性地支持航空、旅游、运输和娱乐等受影响最严重的行业（12 亿新元）

资料来源：IMF，东海证券研究所

新加坡零售额受到防疫严格程度扰动，零售额与严格指数具有明显的负相关性，随着防疫的逐渐放开，零售额平稳爬升至超越疫情前水平。一方面在多轮财政补助的刺激下，新加坡居民可支配收入增速反超疫前趋势，为消费砸坑后快速反弹蓄力，另一方面新加坡防疫成果显著，大多数时间内正常的消费场景并未受到太大限制，为后期消费平稳增长铺路。在此基础上，消费的上升与下降仅仅受到因防疫政策严格带来的消费场景与物流水平限制的影响，且能在限制解除后快速反弹并恢复。

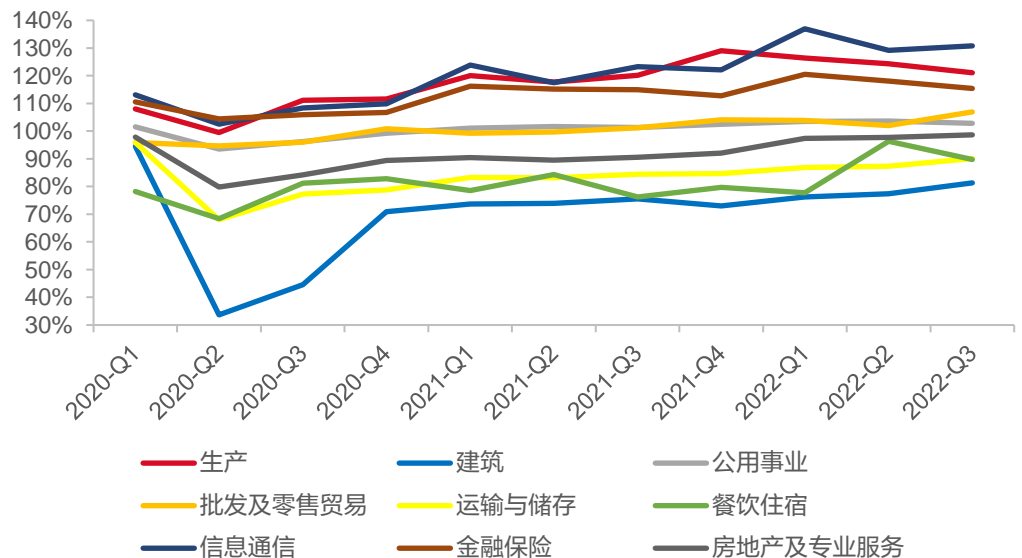
图41 新加坡零售额受防疫严格程度反向驱动，%



资料来源：新加坡统计局，Our World in Data，东海证券研究所

新加坡各细分行业恢复情况呈现出明显分化，但总体仍朝着疫情前消费水平收敛。从新加坡各行业恢复的总体情况来看，除了疫情初期消费的普遍下滑以外，各行业恢复情况总体可以分为三类，“信息通信”“金融保险”与“生产”，此类新加坡支柱行业稳定保持在疫前同期 110% 的水平以上，且有进一步上升的趋势；“公用事业”与“批发零售”，此类必需品长期保持稳定，受疫情影响不大，也没有消费提升的态势；“专业服务”“运输”、“餐饮住宿”与“建筑”，这类高接触性行业虽然受到冲击较大，但在首次疫情冲击后普遍回暖，没有受到二次冲击，且与防疫政策的变更逐渐脱钩。

图42 新加坡细分行业零售相对于 2019 年同期的表现（季调后真实值），%



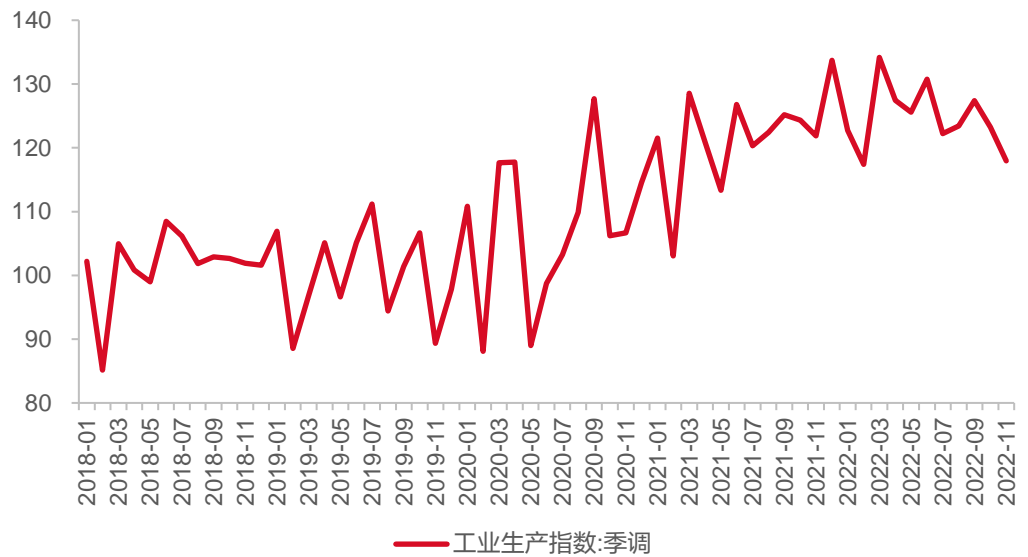
资料来源：新加坡统计局，东海证券研究所

供给端：工业生产受疫情影响小

工业生产指数在三年疫情期间几乎没有受到明显影响。2020 年新加坡虽然进行了防疫封控，工业生产指数受到影响也仅仅回落不到 8%。新加坡自 2021 年 6 月开始防疫放松计

划，虽然因为疫情反复而有所调整，但总体趋势保持不变，该指数在放松计划颁布伊始便快速反弹，从 2021 年中的 126 点上升至 133 点，几乎稳定保持在 2019 年同期的 120% 以上，2022 年初因 Omicron 疫情反弹该指数最低下滑至 117，后随着疫情降温而保持相对稳定。

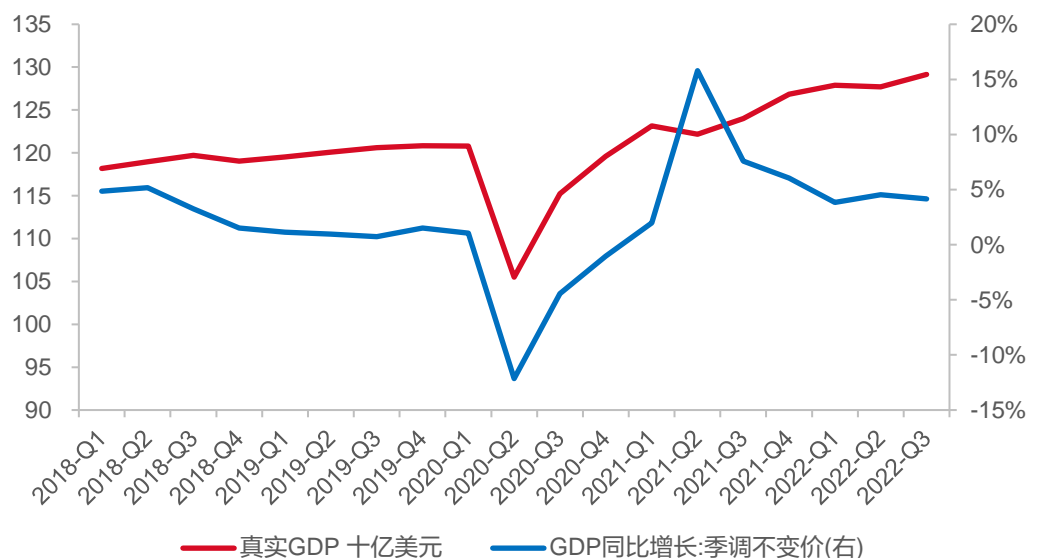
图43 新加坡工业生产指数总体受疫情影响不明显



资料来源：新加坡统计局，东海证券研究所

新加坡提出共存计划前复苏态势良好但经济压力仍在，放开后经济全面回暖。从数据上看，GDP 自 2020 年二季度同比增速滑落至 -12.15% 后三个季度持续负增长，2021 年出现明显反弹，同比增速回升至零以上，GDP 也超越了疫情前水平，且消费、工业生产总体保持健康，仅失业率与疫前小有差距，严格防疫期间复苏态势良好。但疫情本身仍是新加坡经济增长的隐患，新加坡总理李显龙一再强调依靠现有手段难以阻断病毒传播，但新加坡的国土面积又决定了其必须与国际接轨。在 2021 年 6 月提出逐步共存计划后，经济增速明显加快，2021 年二季度同比增长 15.79%，此后大体保持在 5% 左右的水平。

图44 新加坡逐步放开后经济全面回暖，十亿美元，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

4.新冠疫情演进与经济修复复盘：后期快速放开型

韩国与越南在疫情前期都遵循着典型的严格防控政策，但在后期一波接一波新冠新变种的冲击下或主动或被动选择放开，且放开速度快，疫情冲击大、达峰快，但后续疫情再爆发明显减弱可控，经济表现也因为其快速完全的放开而修复势头强劲。

4.1.韩国：防疫后期快速放开，出口带动收入增长，消费整体恢复较好

疫情演进：前期防疫成果出色，后期开放程度高速度快

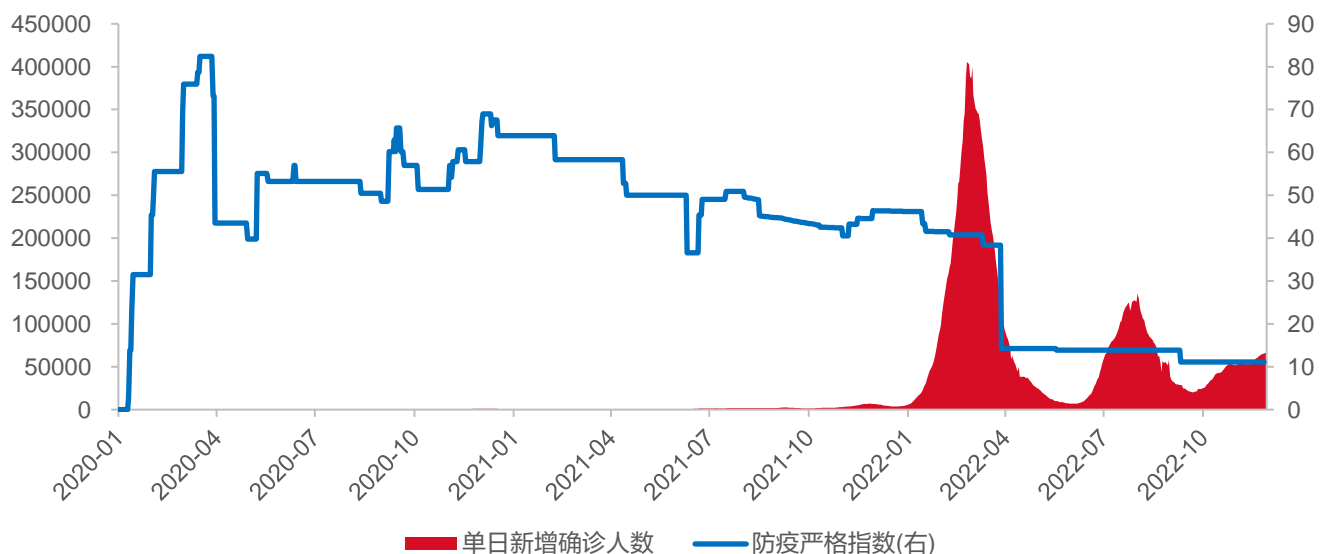
韩国是疫情控制最好的国家之一，其防疫政策可以分为三个阶段，从最初的疫情爆发到 Omicron 爆发之前，韩国的整体感染水平都较低，于是韩国政府于 2021 年 10 月计划走向放开。在 2022 年初 Omicron 疫情的冲击后，韩国的政策调整激进，在未来疫情发展尚未明朗时走向全面放开。

第一阶段：反复收紧。在 2020 年 3 月疫情的首次爆发至 2021 年 7 月 Delta 变种大面积传播期间，韩国通过制定明确的指导方针、进行全面的检测和接触者追踪以及充分支持隔离人员，在 3 月和 8 月较好控制了疫情，随后在 2020 年 12 月逐渐控制了规模更大、更分散的疫情。2021 年 7 月，因 Delta 变种的大范围传播，感染人数数次创新高，韩国政府立刻发力提高封锁级别。

第二阶段：开始转向。在 Delta 疫情稳定之后，韩国政府公开了“与新冠共存”的路线图草案，分阶段放开管控，但 2021 年底受到 Omicron 变种影响，医疗压力陡增，开放计划被暂时叫停，并再次收紧防疫政策。

第三阶段：完全放开。2022 年 2 月后，韩国加快了政策放松的步伐。其中的关键时点是 4 月，首先韩国国务总理宣布全面解除社交距离措施，其次将新冠传染病等级从甲级下调至乙级。但是激进放开导致了感染人数爆发式增长，死亡人数同时攀高，给医疗系统带来前所未有的压力。

图45 韩国单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

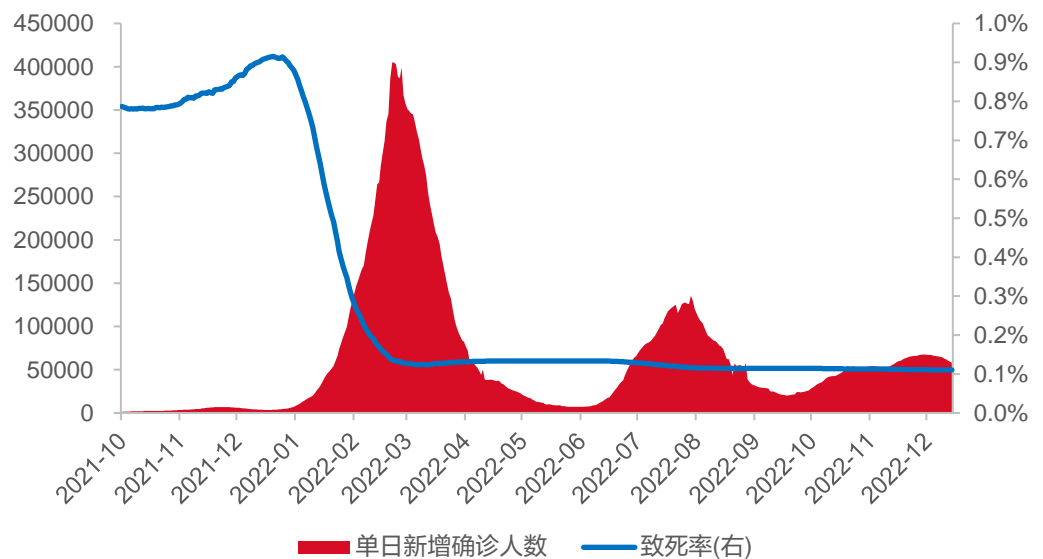
表11 韩国防疫政策时间线

阶段	日期	事项
反复收紧	2020年1月23日	韩国第一例新冠肺炎确诊
	2020年2月23日	政府将其传染病警报从3级(橙色)更改为最高类别4级(红色)
	2020年3月22日	所有入境韩国的旅客都被要求隔离14天
	2020年3月23日	韩国疾控中心建议所有人都要遵守“加强社交距离”，不要“上班、去医疗机构看病、购买生活必需品”，而是待在家里
	2020年5月6日	中央灾难安全对策部结束了“保持社会距离”运动，实施了“日常生活中保持距离”计划
	2020年5月25日	国土交通部将要求在公共交通工具上戴口罩
	2020年7月19日	取消公共场所的限制
	2020年8月15日	政府将首尔和京畿地区的“保持社交距离”从第1阶段提高到第2阶段
	2021年1月8日	所有入境旅客均需72小时新冠检测报告
	2021年7月12日	首都圈将在两周内实行最高等级“4级保持社会距离”
开始转向	2021年10月25日	韩国政府公开了“与新冠共存”的路线图草案
	2021年12月	因疫情蔓延，重回严格防疫的“保持社交距离”路线
完全放开	2022年4月18日	韩国国务总理宣布全面解除社交距离措施
	2022年4月25日	新冠传染病等级从甲级下调至乙级
	2022年6月8日	全面解除入境隔离限制
	2022年6月20日	取消新冠患者隔离要求

资料来源：韩国政府，东海证券研究所

韩国放开后 Omicron 疫情呈现持续时间越来越短，感染高峰越来越低的特点。整体而言，韩国大范围的疫情传播的优势毒株为 Omicron，而 Omicron 的高传染性从另一角度来看可能也促进了韩国加速开放。第一波 Omicron 疫情从 2022 年 1 月初持续到 5 月底，历时 5 个月，感染高峰日增 40 万确诊；第二波 Omicron 疫情从 2022 年 6 月中持续到 8 月中，历时 2 个月，感染高峰日增 12 万确诊；第三波 Omicron 疫情从 2022 年 8 月中开始至今仍未结束，但从目前的疫情走向趋势而言，第三波 Omicron 疫情的增速相对缓慢，感染高峰不太可能到第二波的水平。

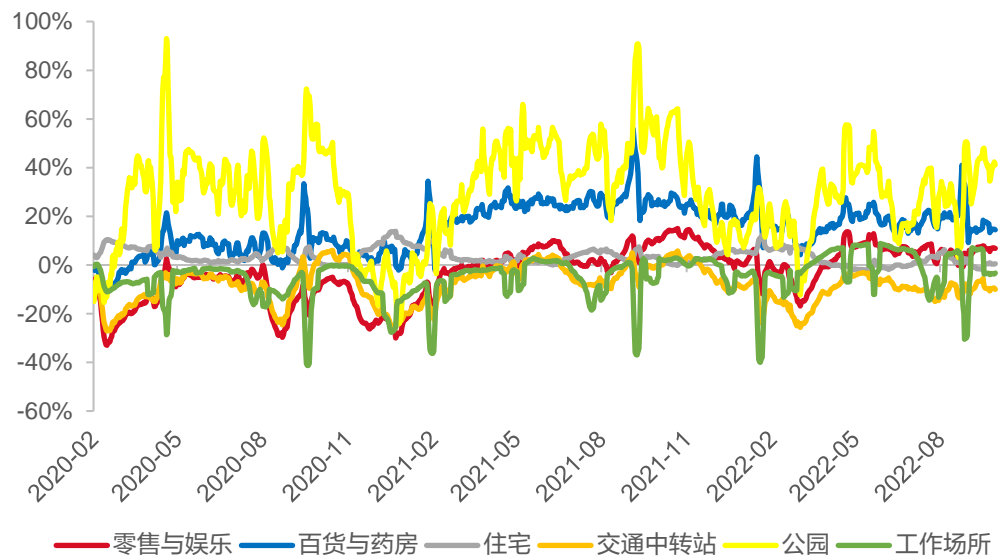
图46 韩国第一波 Omicron 疫情冲击大，人，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

韩国因疫情控制较好，人口流动相对稳定，整体人流量已超越疫情前水平。得益于韩国政府长时间内对于疫情的良好控制，韩国在很长一段时间内无需关闭企业，发布居家令或实施更严格的措施导致抑制人口流动。虽然韩国在一定程度上也呈现出疫情冲击，公共出行降低的模式，但总体而言韩国人口流动健康，受疫情影响小。与他国不同的是，韩国在百货与药房场景的人流量在首次疫情冲击后不降反升，且保持着长期增长的趋势，目前整体人流量已经超越疫前水平 20%。此外除工作场所因疫情影响人流波动性较大以外，线下零售与娱乐，交通枢纽的人流量在受疫情冲击后一个季度便接近疫前水平。彻底共存后，交通站的人流量略有下滑，目前距离疫前水平仍有 10%左右的缺口，其他场景人流量均已达到或超越疫情前水平，这一方面源于防疫成功出行安全，另一方面也和韩国人可支配收入持续上涨，消费者需求旺盛有关。

图47 韩国人口流动恢复健康，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

经济恢复：消费持续恢复

韩国多轮灾难支援金计划核心在救济中小企业及困难个人。第一波灾难支援金涉及的对象是全体国民与中小企业，以缓解在封锁期间的经济压力，家庭每户转移十万韩元，若家庭内有人确诊，该预算还将追加一半；为中小企业提供贷款和担保，确保企业流动性的维持。随后几轮财政支持主要集中在受疫情冲击严重的中小企业、个体户以及失业人群，措施包括对企业普遍的减税降费，以及根据经营状况而获得不同水平的支援金，同时发放失业补贴，鼓励下岗工人再就业。个人方面下调房租税收，并给予个人总计 4.6 万亿韩元的现金发放。

表12 韩国财政应对措施

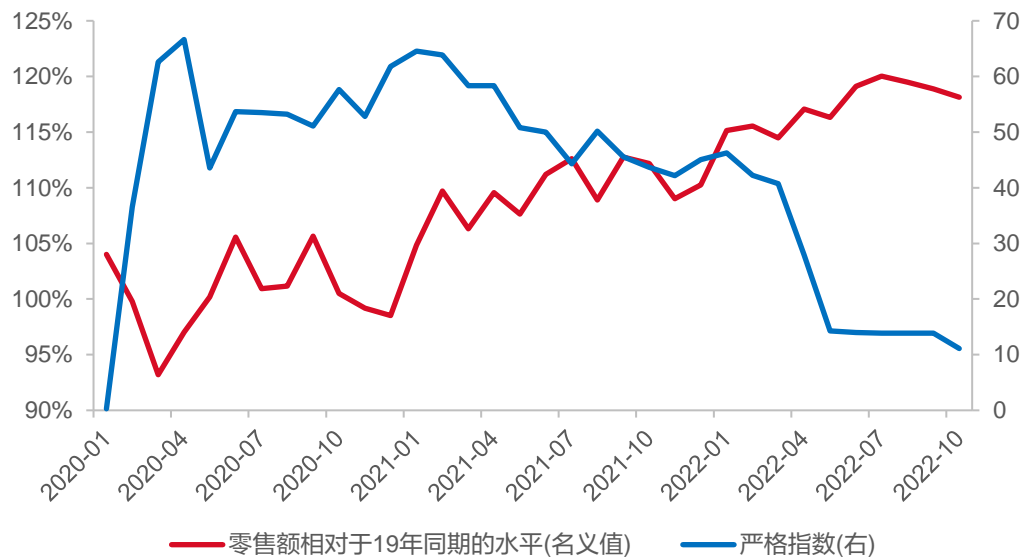
政策	日期	细节
2020 年第一份补充预算	2020 年 3 月	补充预算包括用于疾病预防和治疗、受影响企业的贷款和担保、受影响家庭的支持以及受影响地区经济的支持等额外支出 10.9 万亿韩元
2020 年第二份补充预算	2020 年 4 月	补充预算包括增加 8 万亿韩元的支出，以资助向家庭提供转移支付的 14.3 万亿韩元的紧急救济支付计划
2020 年第三份补充预算	2020 年 7 月	35.1 万亿韩元的一揽子计划包括减少收入（11.4 万亿）和额外的 23.7 万亿韩元支出，用于对企业的财政支持，扩大就业和社会安全，疾病控制以及数字和绿色产业支出
2020 年第四份补充预算	2020 年 9 月	外 7.8 万亿韩元将用于支持小企业和中小企业（3.9 万亿）、就业支持（1.5 万亿）、支持低收入家庭（0.4 万亿）以及日托支持和其他（2 万亿）

2021 年第一份补充预算	2021 年 3 月	国会批准了 14.9 万亿韩元（占 GDP 的 0.8%）的补充预算。措施包括救济受影响的小企业主和工人、就业支持、疫苗推广、对小企业的财政支持以及对低收入家庭的支持
2021 年第二份补充预算	2021 年 7 月	价值 33.0 万亿韩元。该提案包括新冠救济计划（13.4 万亿韩元），疾病控制措施（4.4 万亿韩元），就业和社会安全网措施（2.6 万亿韩元）以及促进当地经济的措施（12.6 万亿韩元）

资料来源：IMF，韩国经济与财政部，东海证券研究所

韩国零售数据与防疫严格程度呈负相关，严格防疫期间对于疫情较为敏感，在防疫严格程度降温之际零售数据稳定上升。韩国疫情期间财政政策以对弱势企业及个人的纾困政策为主，基本保证了居民收入水平的稳定，2021 年上半年韩国经济良好，出口的大幅上升拉动了居民可支配收入的上升。零售额整体而言受到经济增长的带动，除了严格防疫期间对于疫情反应较为敏感，因多次封锁而导致的反复以外，零售额在此后阶段始终保持在疫情前同期水平以上并稳步增长，进入疫情后新常态。

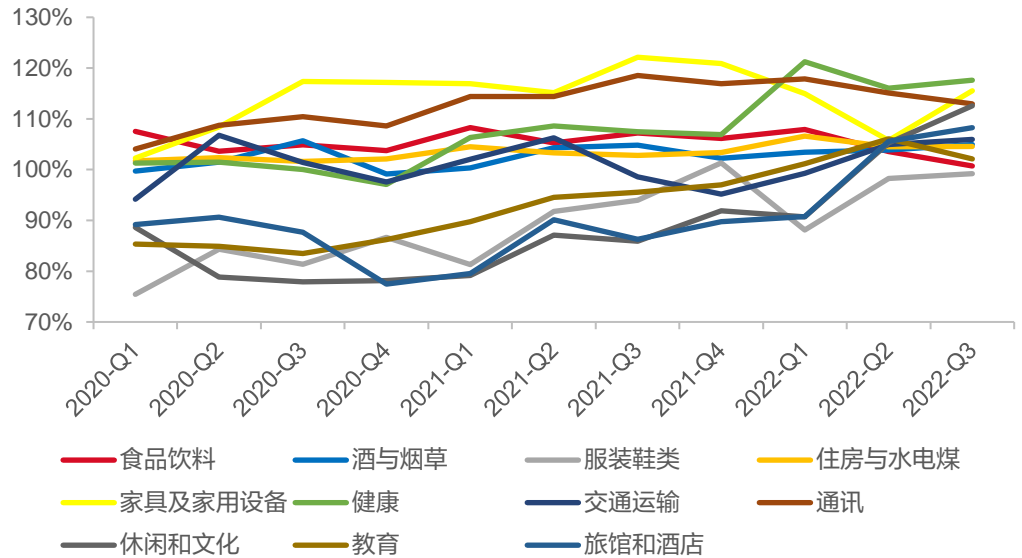
图48 韩国疫情防控严格程度与零售表现呈负相关，%



资料来源：iFinD，Our World in Data，东海证券研究所

韩国所有细分行业消费均已恢复到疫情前水平，且恢复势头强劲。从韩国各行业恢复的总体情况来看，非高接触行业零售水平长期高于疫情前同期的水平，其中“家具”和“通讯”长期领涨，基本保持在疫前同期 110% 以上，“健康”行业在完全走向共存后经历了一波爆发式的增长，于 2022 年第一季度超过疫前同期 20%，而作为必需品的“食品饮料”、“酒与烟草”和“住房与水电煤”则保持稳定，受疫情影响小。且与多数国家不同，因为韩国激进的开放速度与程度，一般认为的高接触性服务行业“交通”、“旅游”和“文化娱乐”行业在政策转向后恢复迅速，更是在全面开放后恢复至疫前水平。

图49 韩国细分行业零售相对于2019年同期的表现(季调后真实值), %

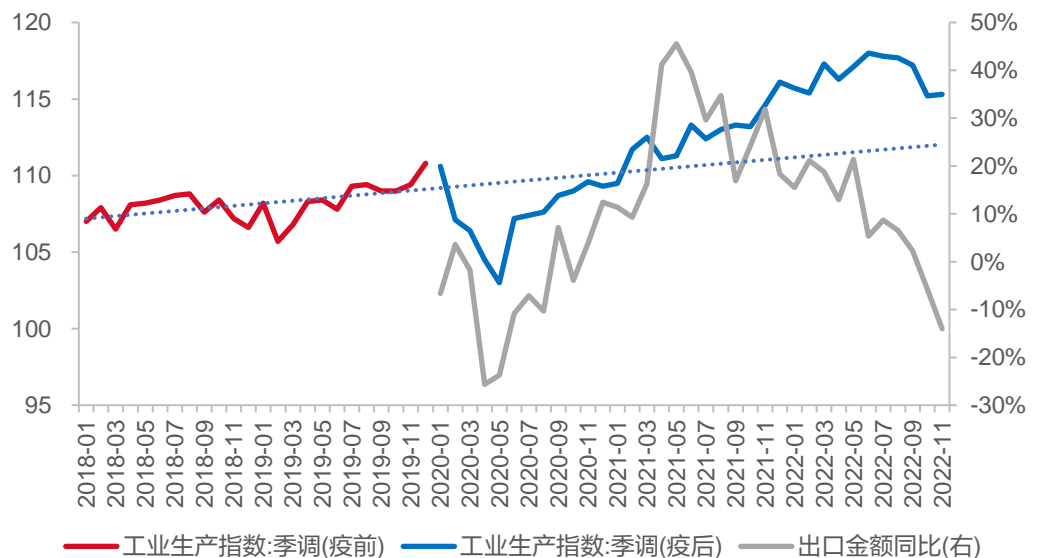


资料来源: iFinD, 东海证券研究所

供给端: 工业下滑, 服务恢复

韩国工业生产与出口受防控政策调整影响相对较小。工业产值约占韩国 GDP 的 40%。受益于韩国前期出色的防疫成果, 即使在严格防疫期间韩国工业生产总体而言未受防疫限制过多影响, 在欧美因疫情自顾不暇的 2021 年实现出口金额同比快速增长。韩国工业生产端在 2020 年 5 月疫情首次冲击砸坑后半年便回升至 2019 年同期水平, 此后稳定超出疫情前趋势水平, 但近期出现下滑态势, 逐步回到长期增长路径。从工业生产指数的绝对值来看, 即使是受灾最严重的疫情初期, 该指标相对于疫前同期水平仅仅下滑不到 5%, 远好于欧美, 但从其复苏节奏而言, 并没有出现与防疫政策调整同步的回升。出口数据在疫情控制相对稳定的 2021 年 4 月至 8 月出现了同比增长稳定在 30% 以上的繁荣, 虽然在某种程度上需要归因于 2020 年出口下滑导致的基数下降, 但更应该归因于良好的防控创造的稳定生产环境。

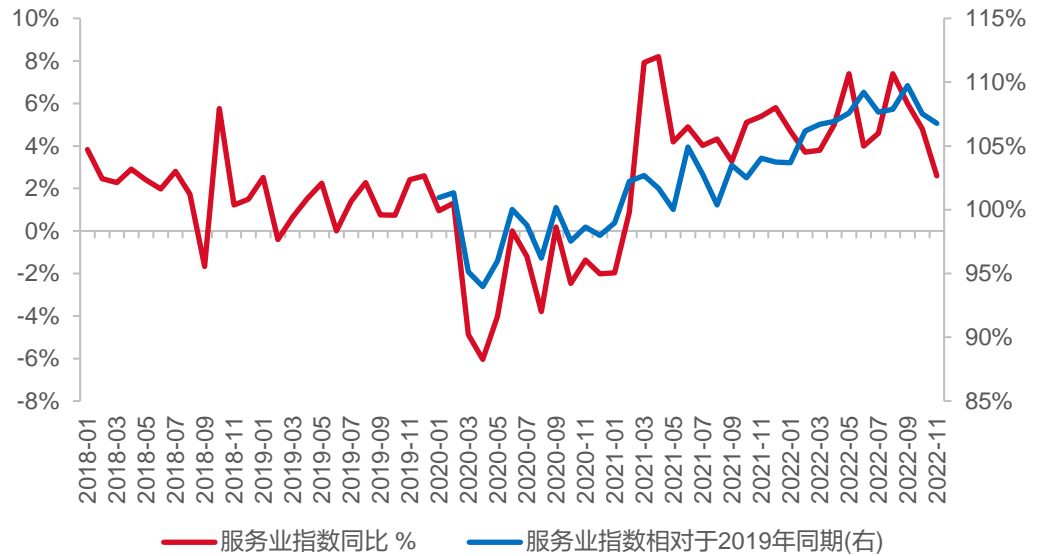
图50 韩国生产与出口主要受需求拉动, 与疫情相关性不强, %



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

政策放松后服务业得到明显恢复。服务业产值约占韩国 GDP 的 60%。与工业生产相比，服务业因消费场景限制与韩国居民消费偏好改变受到疫情冲击较大，虽然同样呈现出了疫情初期砸坑后稳步恢复的模式，但从复苏节奏来看，严格防疫时期服务业受疫情反向驱动，服务业指数同比增速最快的 2021 年 4 月是 2021 年春季疫情爆发后的缓和期，服务业也在此时恢复到 2019 年同期水平，在 2021 年 10 月政策明确转向后服务业增速大体企稳，保持在疫前水平之上，与疫情逐渐脱钩。

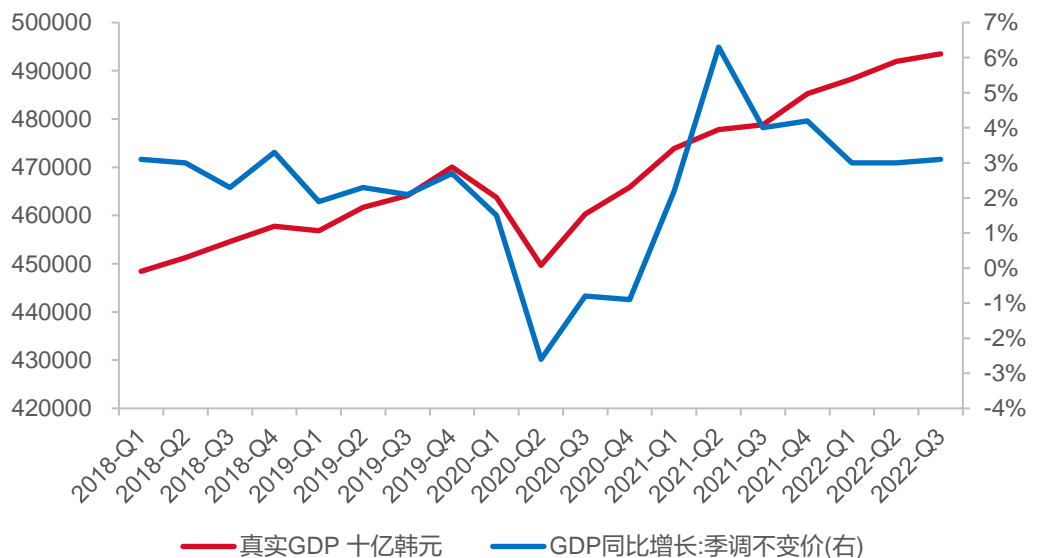
图51 韩国服务业受疫情反向驱动，放开后恢复健康，%，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

韩国 GDP 砸坑后保持高增长趋势。韩国 GDP 自有统计记录以来一直充满韧性，GDP 长期保持正增长，仅在 1998 年金融危机，2008 年金融危机与 2020 年新冠疫情时经历负增，且负增长的幅度远小于其他发达国家。此次新冠疫情，韩国 GDP 在 2020 年二季度砸坑后维持复苏增长势头，目前已基本回到疫情前长期增长趋势。韩国疫后经济恢复快，一方面因为韩国受灾程度小，GDP 在 2020 年第二季度同比下降 2.6%，远好于其他发达国家；另一方面其防疫成果显著使得经济能够在一个主要由市场支配的环境下相对稳定发展，叠加海外需求总体回升，经济恢复趋势健康平稳。

图52 韩国 GDP 回到原有高增长趋势，十亿韩元，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

4.2.越南：现实倒逼防疫放开，共存后恢复态势良好

疫情演进：疫苗接种过晚，面对 Delta 变种有心无力，被迫放开

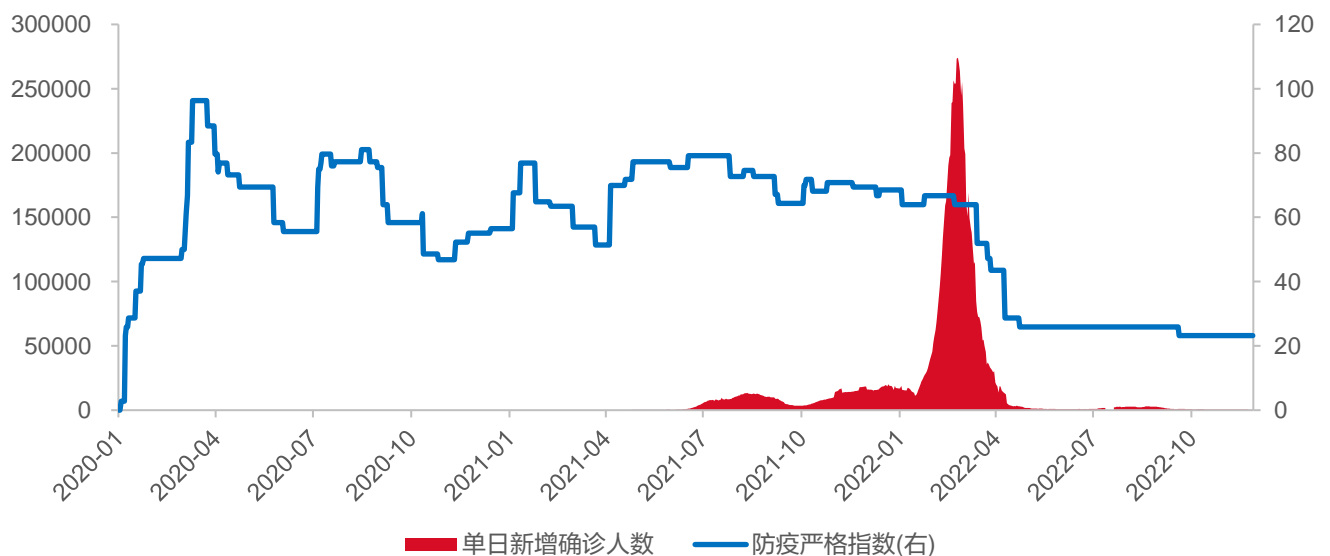
越南防疫政策被迫转向，是 2021 年中被 Delta 变种打破防疫屏障后的无奈之举。根据越南政府对待防疫的态度，可将越南的防疫政策划分为三个阶段，从 2020 年 3 月出现首次大面积感染以来，越南一直保持着严格的防疫政策，但 2021 年 4 月起疫情蔓延加速并不断冲击越南新冠防线，越南政府有心无力，最终在 2021 年 10 月被迫选择共存。

第一阶段：严格防疫。2020 年越南政府对待新冠态度谨慎，遏制新冠传播的努力大多取得了成功，在疫情上升时收紧，施加社交距离限制并多次对包括胡志明市在内的城市进行封锁，在疫情回落时放松，有序复工复产重新开放。2020 年 4 月 1 日面对新冠的首次爆发果断采取了封城的措施，仅一个月后成功控制住了疫情；7 月，越南进入了第二波感染，岘港当局封锁了该市 15 天，两个月后，越南第二次控制了疫情。但在 11 月和 12 月，零星的社区感染仍在继续。第三波感染始于 2021 年 1 月 28 日，是当时越南最为严重的疫情，但 3 月以后部分省份的情况重新得到控制。

第二阶段：放开前夕。自 2021 年 4 月以后，越南经历了超过 70 万例的快速蔓延的疫情，越南政府先后封锁了南越南和河内，7 月胡志明市实施历史上首次的宵禁，国民议会于 7 月 28 日授权中央政府实施地方紧急措施以遏制疫情。日渐上升的确诊数量不断冲击着越南日渐脆弱的防疫屏障。

第三阶段：被迫共存。8 月 29 日，总理潘明钦表示，越南可能不得不与病毒共存，不能依赖无限期的关闭和隔离。这标志着该国应对新冠的态度发生了重大变化，迫使越南加快疫苗接种以控制疫情。9 月中旬，单日新增重新下降到每天数千例，并放宽了限制。10 月 11 日，待 Delta 疫情回落后，越南颁布《安全、灵活地适应和有效地监控新冠肺炎疫情》临时规定，正式宣布逐步走向共存。12 月越南记录了首例 Omicron 变种病例，新毒株导致 2022 年头几个月出现了新一波感染，3 月 13 日单日新增达峰 206402 例，不过死亡人数在确诊病例数中仍然很低。

图53 越南单日新增确诊人数与防疫严格指数时间轴，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

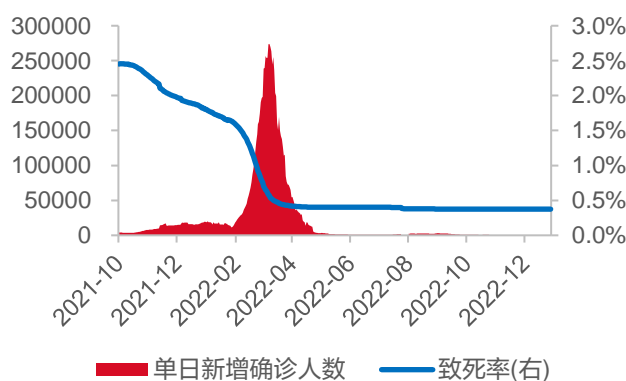
表13 越南防疫政策时间线

阶段	日期	事项
严格防疫	2020年1月17日	第一例新冠感染确诊
	2020年3月21日	暂停所有外国人入境，并对所有入境的越南公民实行为期14天的强制隔离
	2020年4月1日	实施了为期15天的全国封锁
	2020年5月	放宽限制，再次允许国内旅行
	2020年7月28日	岘港当局封锁了该市15天
	2020年9月	恢复了几乎所有的经济活动
	2021年2月15日	海阳被封锁了15天，河内和胡志明市停止所有娱乐活动
	2021年3月7日	北部省份的情况似乎已基本得到控制
放开前夕	2021年4月起	疫情再次大面积蔓延
	2021年5月31日	胡志明市全境再次实施严格的社交距离措施
	2021年7月26日	胡志明市实行宵禁
被迫共存	2021年8月29日	总理潘明钦表示，越南可能不得不与病毒共存，不能依赖无限期的隔离
	2021年10月1日	胡志明市解封
	2021年10月11日	越南政府颁布《安全、灵活地适应和有效地监控新冠肺炎疫情》
	2022年2月16日	确诊病例居家隔离7天，如果检测呈阴性即可解除隔离
	2022年3月15日	重开边境
	2022年3月17日	新冠的传染病等级由A类下调至B类
	2022年5月13日	入境越南无需进行新冠检测

资料来源：越南卫生部，维基百科，东海证券研究所

越南2022年4月后不再进行新冠检测，第一波Omicron疫情后感染情况未知。2022年初的一波Omicron疫情爆发于2月，回落于5月，总共历时三个月。2022年4月后，越南政府几乎不再提供新冠检测服务，每千人检测数 <0.01 次，无法判断第一波Omicron疫情后具体的感染情况。但从越南谷歌“发热”搜索指数可以推测第一波Omicron疫情后大致又出现了两波为期三个月的疫情再爆发。

图54 越南2022年4月后不再进行检测，感染情况未知，人，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图55 谷歌“发热”搜索指数上升后下降

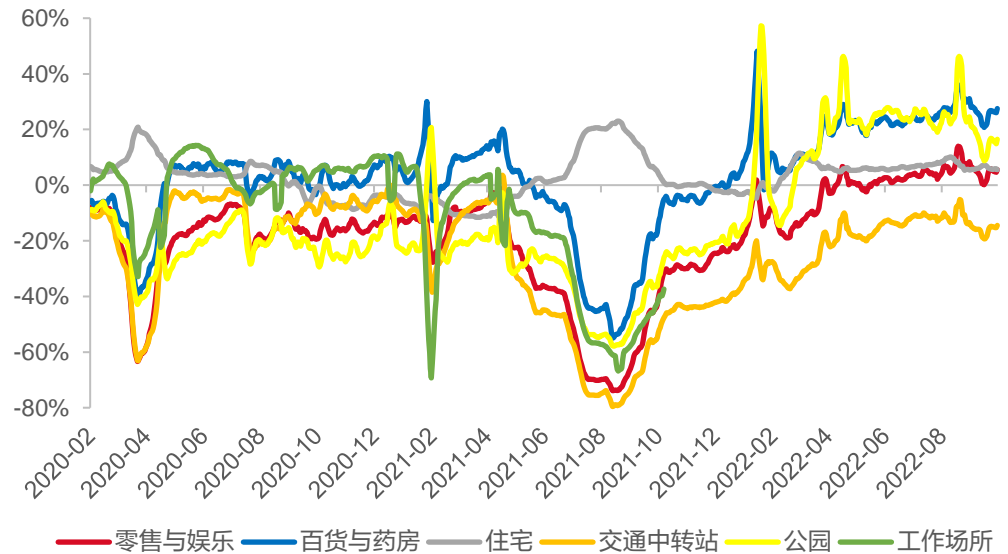


资料来源：iFinD，东海证券研究所

防疫严格控制阶段越南人流量受疫情冲击巨大，共存后人流恢复迅速仅交通出行未达疫前水平。从2020年2月至2021年11月的人口流动数据受2020及2021年反复的疫情影响，下落明显，且与其他国家不同的是，越南不仅没有出现前往公园游玩的季节性人流上涨，反而保持在低位，可以明显看出越南人在此阶段无论有无疫情及管控都降低了出行欲望。2021年中因对Delta变种防疫不力，感染人数激增，除居家外各场景人流量都出现了断崖

式下滑。随后在 2021 年 10 月正式共存后人流量加速恢复，除了高接触性场景交通中转站以及前往办公场所人流数据缺失外，各场景人流量均达到甚至反超疫前人流水平。

图56 越南受疫情影响最为剧烈，放开后人流量恢复弹性大，%



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

经济恢复：转向共存后消费迅速反弹

越南疫情前期批准了一系列免税或延迟纳税的计划，后期加强基础建设投资，对居民的直接财政刺激一般。越南 2020 及 2021 年因疫情反复封锁频繁，企业生产环境不稳定，流动性压力较大，此阶段对企业提供了广泛的晚交税、多降费政策，在下调小微企业所得税税率的情况下推迟征收增值税和企业所得税，此外还批准了一项价值 36 万亿越南盾的现金转移支付计划，用于受影响的工人和家庭。2022 年重新开放后政府投资集中在基础设施建设，并在早些时候公布了价值 2870 万亿越南盾的 2021-2025 年公共投资计划，以求在疫后新常态中巩固经济发展动能。

表14 越南财政应对措施

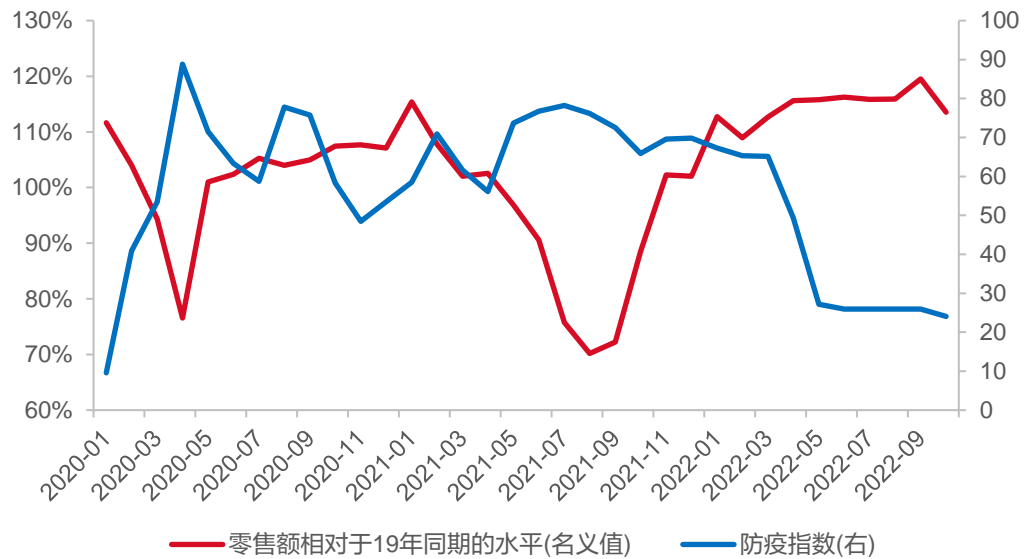
政策	日期	细节
2020 年第一套财政方案	2020 年初	预计价值为 291.7 万亿越南盾 (占 GDP 的 3.6%)，以支持 2020 年的经济。措施包括将增值税和企业所得税义务以及土地租赁费的支付推迟 5 个月，将个人所得税支付推迟到年底。削减或免除各种费用和收费，将小微企业企业所得税税率下调 30%。对医疗设备免税。政府还批准了一项价值 36 万亿越南盾 (占 GDP 的 0.5%) 的现金转移支付计划，用于受影响的工人和家庭
2021 年第二套财政方案	2021 年初	继续允许企业和家庭延期纳税和支付土地租金，总价值为 115 万亿越南盾。其中，建议将公司的增值税推迟 5 个月，总价值为 68.8 万亿越南盾；第一季度第二季度允许企业所得税延期 3 个月，总价值为 40.5 万亿越南盾；家庭个人所得税和增值税的延期以及土地租金支付预计将分别达到 1.3 万亿越南盾和 4.4 万亿越南盾。航空煤油环境保护税下调 30%将持续实施到今年年底。此外，截至 2021 年底，约有 30 种各类收费已削减 10-50% (主要是在交通和基础设施发展领域，如道路使用费、航空服务费、建设项目评估费等)，预计收入减少 1 万亿
2022 抗疫刺激计划	2022 年初	为加强基础设施建设投资提供 114 万亿越南盾资金；提高经济重新开放以及提高医疗能力和防疫能力提供 60 万亿越南盾；对企业提供总计约 110 万

越南盾的资助并下调借贷利率 0.5%-1%及对工人提供普遍的就业福利估计
53 万亿越南盾

资料来源：IMF，东海证券研究所

越南零售额在放开前无疫情大爆发时保持增长，共存后脱钩。转向开放前，虽然总体而言越南零售数据同样受到疫情反向驱动，但从数据中可以看出除了 2020 年初疫情初次爆发与 2021 年中 Delta 变种感染疫情集中爆发而导致的市场普遍恐慌以外，越南零售额保持稳定增长。自 2021 年第四季度转向共存后，即使经历了长时间的 Omicron 疫情，零售依旧稳健，不再与疫情相关。

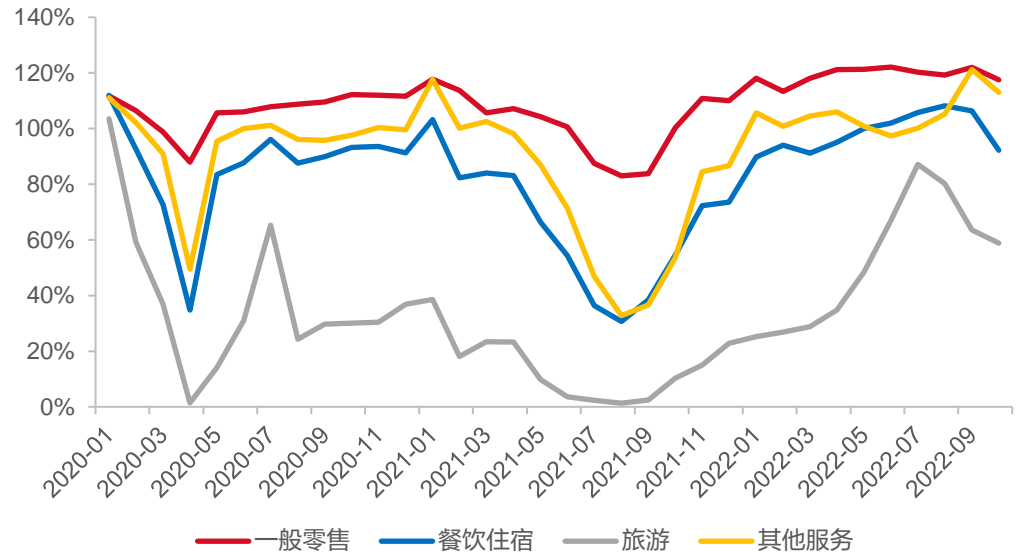
图57 越南零售额随疫情波动，放开后脱钩，%



资料来源：越南统计局，Our World in Data，东海证券研究所

共存后越南旅游业持续萎靡，其他消费行业基本恢复至疫前水平。细分行业消费恢复模式与总体销售恢复模式类似，在防疫放开前若无疫情大爆发则保持增长，放开后不断修复。一般零售作为必需品持续保持稳健，餐饮住宿与其他服务名义值基本恢复到 2019 年同期水平，但后继乏力。旅游行业受灾程度前所未有的，在 2020 年 4 月与 2021 年 8 月疫情最为严重之时，旅游消费仅是 2019 年同期的约 1%，共存后明显修复，但难以回到疫情前水平。

图58 越南细分行业零售相对于2019年同期的表现，%

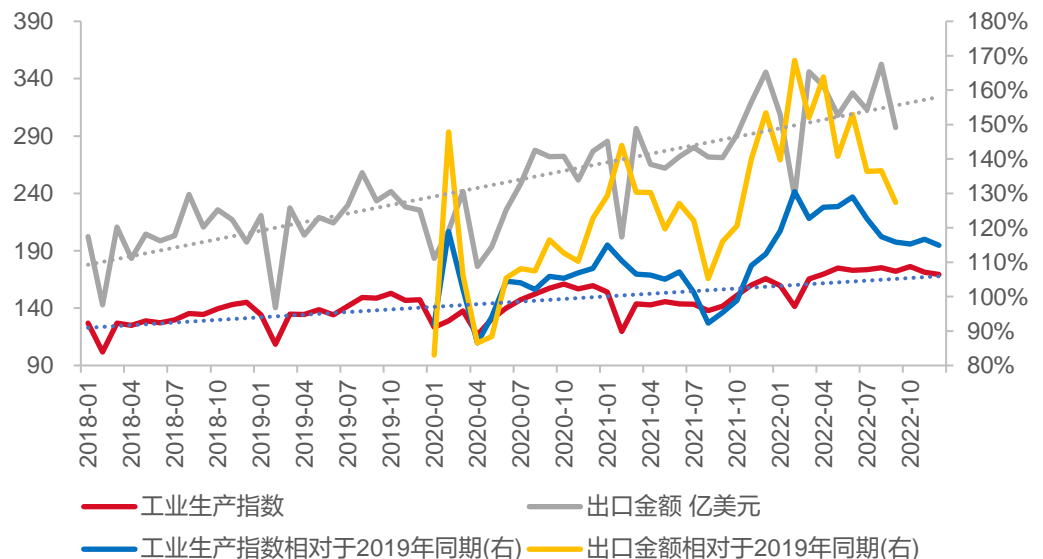


资料来源：越南统计局，东海证券研究所

供给端：工业快速恢复

越南工业生产和出口受防控放松反弹迅速，几乎没有偏离长期增长趋势。从经济结构上看，出口与越南 GDP 的比例为 90-100%，而初级工业产品是其最主要的出口商品，因此工业生产指数与出口金额的轨迹相当一致。两指标在政策放松前受到疫情拖累，相对于 2019 年同期的表现同样在疫情最严重的 2020 年 4 月与 2021 年 8 月触底，但共存后反弹迅速，且从两指标绝对值来看，即使是严格管控时期，也并未偏离其长期增长趋势。

图59 越南工业生产与出口受疫情影响较大，大体保持在长期增长趋势上，亿美元，%



资料来源：越南统计局，东海证券研究所

越南受 Delta 变种冲击，经济罕见下滑，被迫放开后重回原增长路径。越南在有亚洲其他国家经验的情况下，防疫初期果断选择严格防疫，2020 年第一季度经济虽有下滑但维持着少有的正增长，2021 年第三季度因 Delta 疫情冲破原有防疫屏障造成社会混乱经济大幅下滑，同比衰退约 6.02%，而后逐步放松限制，经济出现强劲反弹，受益于生产与出口的回

暖，第四季度同比增长回升至 5.22%，至今仍保持在原有的高速增长路径，仅一个季度便摆脱疫情衰退。

图60 越南被迫放开前夕经济下滑严重，放开后重回原增长路径，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.中国疫后经济可能“花开别样红”

消费有望成为 2023 年经济增长的重要动力，估计 2023 年经济增速回升概率较大。结合国际国内情况，预测放开后第一波 Omicron 疫情高峰后，疫情虽有余波但趋向稳定可能性较大。疫情期间消费场景受到限制，放开管控后估计家庭收入会恢复，被压抑需求会重新释放，一般都会带来消费的较大反弹。一方面，严格防疫阶段零售下滑，导致基数较低，回归正常消费后增速预计会较大；另一方面，疫情期间消费减少所带来的超额储蓄有望缓慢释放；最后，受益于稳房市政策的普遍出台，中国房地产下行幅度可能会减小，如果房地产销售趋向稳定，同样有利于经济稳增长。不过海外经济处于下行周期中，出口增速或许会有较大幅度下降。

仍需警惕放开后疫情与通胀的风险。就疫情本身而言，首先中国目前仍未大面积出现海外新毒株，即传播速度更快的新毒株 XBB，随着出入境逐步正常化，不排除疫情会出现反复。其次老年人是新冠疫情中的弱势群体，中国虽然老龄化程度不及日本等国，但巨大的人口基数决定了中国老年人数量的绝对值大，放开后或对老年人冲击估计会比较大。放开后的经济恢复或许与大多数其他国家的所经历的一样，由家庭消费带动经济增长加速和通胀回升。虽然需求的复苏可能是渐进的，但仍可能导致物价上升和通胀压力加大。

5.1.毒株的传染性更强但致重病致死率较低

虽然各国防疫控制严格程度和取得的成绩各不相同，但在疫病传染性大增、而致病性致死性大降后，大多选择了放开“共存”策略。

表15 不同新冠毒株传染率

毒株	基本传染数 R0	群体免疫感染门槛
Omicron	5.5-24	89%
Delta	3.2-8	80%
Alpha	4-5	75-80%
原始毒株	2.4-3.4	58-71%

资料来源：International Society of Travel Medicine，维基百科，东海证券研究所

表16 不同新冠毒株致死率

毒株	病死率相对于之前流行毒株的变化
Omicron	-63% (69-74%)
Delta	+137% (50-230%)
Alpha	+59% (44-74%)

资料来源：维基百科，东海证券研究所

从海外情况看，根据疫情的演进以及相应防疫政策的反应，大概可以将疫情管控划分为四个阶段。

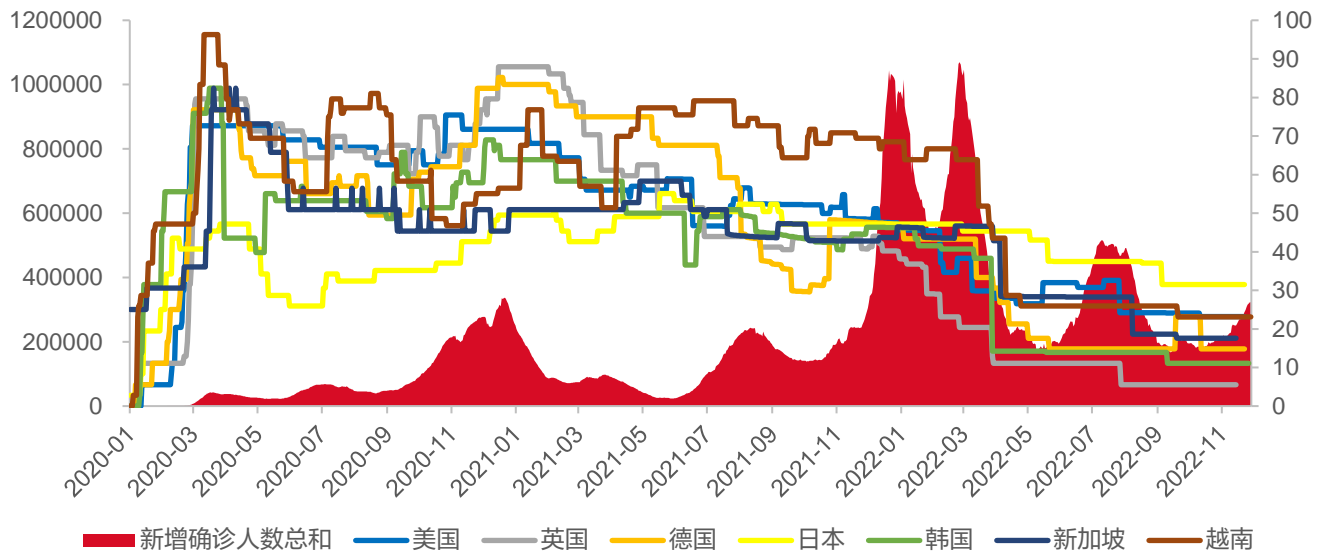
1) 第一阶段：严格防疫。全球大多数国家，面对未知且具有高致命性的病毒都采用了较为严格的防控措施。虽然管控程度各有不同，但包括欧美亚国家在内采取了相似的措施，2020年3月，美国开始执行“严格居家令”，英国前首相鲍里斯宣布国家将封锁三周，日本也开始了第一次“紧急事态宣言”，但英美严格控制时间相对较短，且防控思想相对比较混乱。

2) 第二阶段：政策走向摇摆。防疫政策开始随着病毒传播情况来回摇摆，总体处于严防与放开来回交替的阶段。即使2020年下半年Alpha毒株开始蔓延，整体的严格程度依旧不如第一阶段，也少有全国性大范围的封控。

3) 第三阶段：改变思路，防疫放松。该阶段是各国防疫政策的分水岭，充分展示了各自的防疫风格。2021年初，新冠疫苗刚刚推出，Alpha变种的余波未消又迎来Delta变种在世界范围内流行。在这种背景下，可以根据防疫政策调整将各个国家分为“激进的自然免疫”、“平衡健康与经济”和“后期较快放开型”三种不同的防疫风格。第一种风格的典型代表是英美，虽然确诊人数在2021年初大幅增加，疫苗接种也刚刚开始，但防控措施只是小幅收紧，依旧开启了国家解封路线。新加坡则是典型的平衡型国家，在经历长时间的严控后，2021年年中明确开始转换防疫思路，根据疫苗接种率等各个健康指标逐步解除封锁，迈向新常态。大部分亚洲国家及地区，韩国、越南等，于2021年年末推进放开。虽然各国的防疫走向各有不同，但总体的防疫严格指数仍有所下降。

4) 第四阶段：共存。2022年初是全面共存的开始，英国自2月起全面解除英格兰所有的防疫措施，成为第一个与病毒共存的国家，美国也在3月宣布全面放开，经历过Delta与Omicron变种检验的新加坡也在3月大幅放松防疫措施，相对谨慎的德国及其他东亚国家也在第一或第二季度大幅放宽了防疫措施，大部分国家在此阶段开始或已经完成与病毒共存的目标，防控严格指数大幅降低，全球整体迈向后疫情时代。

图61 六个国家单日新增确诊与防疫严格指数时间轴，人



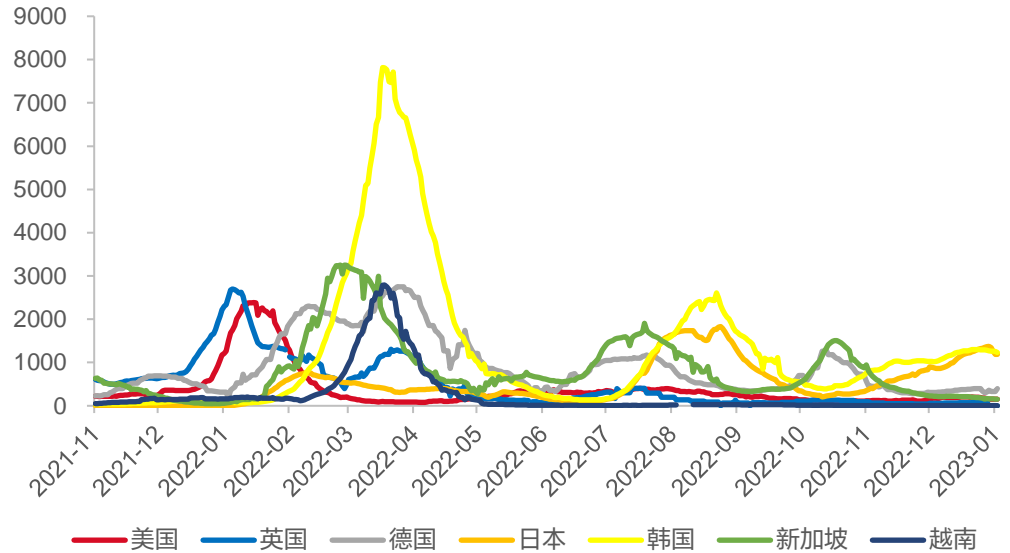
资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

共存的背后是经济压力、新变种毒性降低与医疗条件之间的综合博弈。以英美为代表，解封速度越是激进的国家，往往是因前期抗疫不力以及经济压力大而导致被迫快速转向共存。受到疫情冲击，英美 2020 年 GDP 负增长，失业率同样承压，巨大的经济压力直接促使政策的转向，随后更是经历了完整的 Delta 和 Omicron 变种的冲击，有过数波感染大潮。一方面因其政治体制导致政策制定拖沓，另一方面长期严格管制的难度较高，感染及死亡人数依旧远超其他国家。疫情以及随之而来的其他影响，导致美国经济 2020 年一、二季度 GDP 环比折年率分别降至-4.6%和-29.9%，陷入了衰退。2022 年初美国全面解封的主要条件在于，Omicron 变种致死率更低、总体医疗条件较好以及较快的疫苗注射速度。疫情同样对英国经济造成了较大的破坏，大多数部门和劳动力都受到不利影响，2020 年第二季度 GDP 环比下降 19.5%，反映了 4 月份的急剧收缩，而 2020 年全年英国经济增速为-11%。疫情前本就积重难返的财政使得英国难以承受多次封控带来的社会压力，所以早早提出解除封锁的路线图，凭借前期大面积的自然感染、迅速的疫苗注射以及完备的国民医疗体系成为全球最早开放的国家。新加坡作为开放程度较高的小型经济体，对于海外的依存度高，无法承担长时间封控所带来的压力。新加坡 2020 年第二季度 GDP 同比收缩 15%，共经历了长达三个季度的负增长。经历数次封城后，在权衡经济与防疫后选择根据疫苗接种率，重症率，医疗系统承压程度等卫生指标分阶段转向开放，虽然此后新加坡又经历了数波疫情反弹，但在丰富医疗资源和超高疫苗接种率的基础上，整体影响相对有限。越南防控 Delta 变种无力被迫开放。越南在初期防疫成功，感染率处于低点的时候没有急于寻求疫苗，直到 Delta 变种大范围感染后才加快疫苗接种，直接导致越南在此前建立的防疫系统不堪重负，在缺乏疫苗的情况下，难以在减缓新增感染和死亡人数增长与维持核心社会经济活动之间找到平衡。德日韩经济压力较为缓和，对待防疫态度更加谨慎。一方面由于早期严格防疫使得国内经济压力相对平缓，稳定的社会环境确保政策转向可以从容进行，疫苗的高接种率与医疗资源的充裕促使这些国家在经历 Omicron 疫情检验后选择开放，并过渡到疫后新常态。另一方面严重的人口老龄化使得政府不得不保守制定开放政策以确保医疗系统不被大规模挤占。

开放后三个月常会再次爆发 Omicron 变种的大规模感染，但感染人数高峰渐次下降且致死率维持在低点。Omicron 变种在 2021 年 11 月末或 12 月初成为新冠传播的优势变种，除美国与英国此类开放激进且检测力度明显下滑的国家及越南这类几乎停止新冠检测的国家之外，多数国家都会经历约三个月的 Omicron 变种首次冲击，感染人数冲至历史高点，随后在 2022 年第一季度末或第二季度初，即第一波 Omicron 变种冲击的后期，选择开放。总

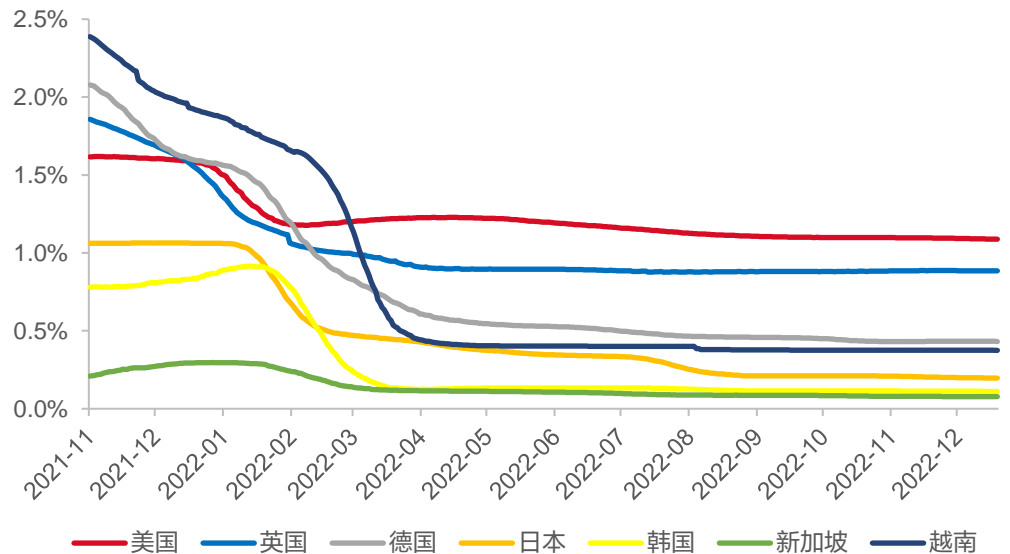
体而言，在第一波 Omicron 疫情消退后每三个月都可能会再度爆发，但每次疫情爆发的持续时间及感染人数高峰都会逐次下降。从致死率的角度看，低毒性的 Omicron 变种代替了相对高毒性的 Delta 变种成为主要毒株后，致死率稳定下降，随后稳定在较低水平且波动较小，前期防疫严格，疫苗接种率高的国家，Omicron 变种致死率相对更低。

图62 各国放开后 Omicron 变种每百万人感染情况，人



资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

图63 各国放开后 Omicron 变种致死率，%



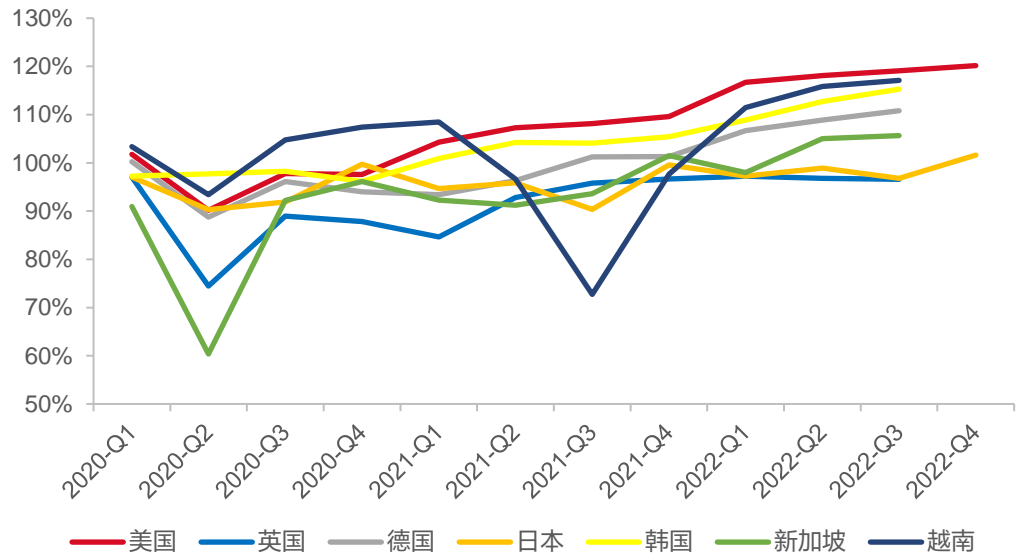
资料来源：Our World in Data，东海证券研究所

5.2.疫后恢复主要表现为消费及服务回暖

从各国总体消费恢复过程来看，首次封锁解除后消费会迎来反弹，防疫政策转向放松后往往会经历一段恢复过程，完全共存后消费恢复趋势会与疫情脱钩并收敛至疫后新常态。各国消费在首次受到疫情冲击后普遍经历了大幅下滑，但在解除封锁后反弹恢复。在防疫政策逐步转向放松后，线下消费场景开始重启，商品贸易物流逐渐修复，前期积累的消费需求将

被集中释放，消费会经历一段快速增长时期。但完全共存后，消费与疫情逐渐脱钩，最终由消费能力与消费意愿共同决定。

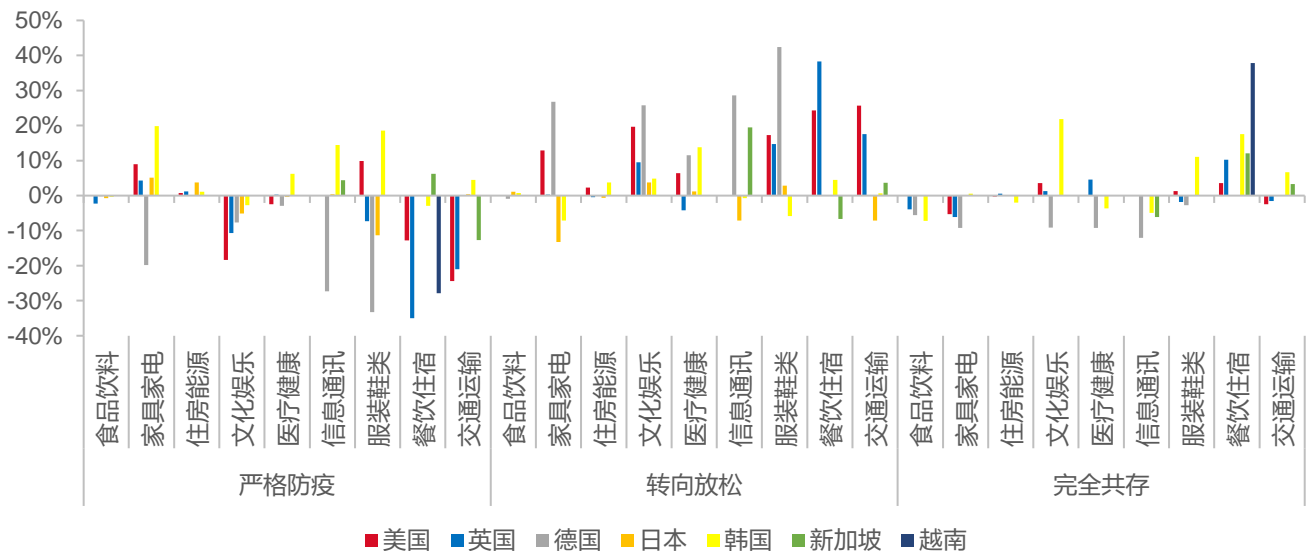
图64 各国总体消费恢复过程（相对于2019年同期），%



资料来源：iFinD，英国统计局，德国统计局，新加坡统计局，越南统计局，东海证券研究所

防疫政策放松后，“**文化娱乐**”、“**交通运输**”与“**餐饮住宿**”此类久经压制的行业零售恢复得最好，“**医疗健康**”与“**服装鞋类**”在政策首次转向之际复苏程度大。总体而言，各行各业在政策首次转向之时恢复速度最快，完全放开后市场回归由供需关系决定的常规逻辑。“**食品饮料**”与“**住房能源**”此类必需品总体稳健，在防疫的每个阶段都没有表现出过大的波动。“**家具家电**”行业在疫情初期受居家红利影响销售繁荣，而在防疫政策放松，出行场景限制解除后，居民居家时间逐渐回归疫情前水平，居家相关产品需求下降，销售随之出现了普遍下滑，较疫情前销售平均下滑6%。因受到疫情封锁导致的消费场景限制在后期被逐步解除，“**文化娱乐**”、“**交通运输**”与“**餐饮住宿**”等被压制的需求得到快速释放，并且持续恢复，虽然人流量尚没有完全恢复，但就平均水平而言，较疫情前，“**餐饮住宿**”恢复了约16%，“**文化娱乐**”恢复了9%，“**交通运输**”仍然恢复了约5%。而“**医疗健康**”与“**服装鞋类**”，在政策转向后会迎来一波增长，随后逐渐回归必需品的本质，销售回落至疫情前水平。

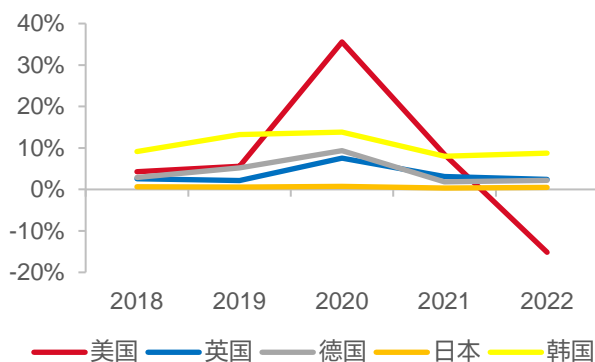
图65 各国防疫三阶段细分行业恢复情况（相对于2019年同期），%



资料来源：iFinD，英国统计局，德国统计局，新加坡统计局，越南统计局，东海证券研究所

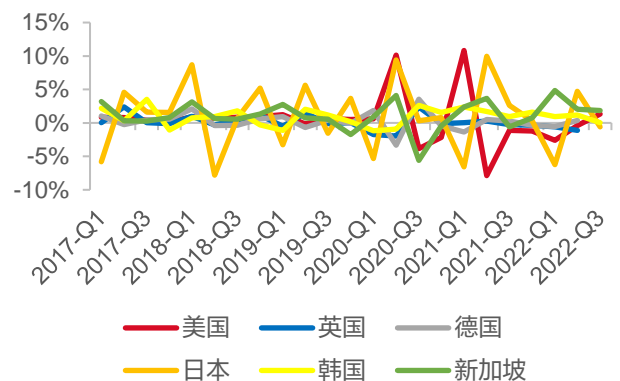
各国的消费能力与消费意愿整体呈现出有利于疫后消费恢复的趋势。从消费能力的角度看，疫情期间财政刺激力度大的国家以及居民收入持续增长的国家，疫后消费修复速度更快。美国与韩国都是疫后消费恢复水平较高的国家，美国在疫情期间多次推出财政刺激法案，在多次刺激下美国居民可支配收入不降反升，并积累了最多 2.5 万亿美元的超额储蓄，为疫后消费的恢复及增长蓄力。韩国居民人均可支配收入环比增速受整体经济拉动稳定增长，收入的增加同时配合疫情管控的放松，带来消费的快速修复。各国家庭部门杠杆率在 2020 年债务累积上升后普遍出现了信贷压力的宽松，虽然并非所有国家都回到了疫情前的长期稳定水平。从消费意愿的角度看，各国储蓄率在疫后出现明显回落，居民消费意愿也在逐步修复。在政策转向放松前，受疫情反复的影响，家庭预防性储蓄总体增加，较疫情前水平出现了显著增加，但在政策转向以及完全共存后各国储蓄率明显下滑。

图66 各国社会保障及财政转移同比变化情况，%



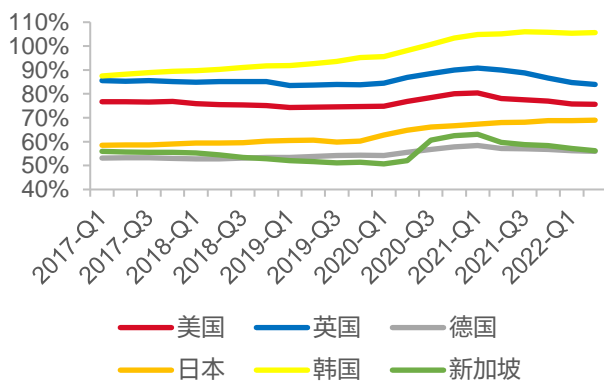
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图67 各国居民可支配收入环比变化情况，%



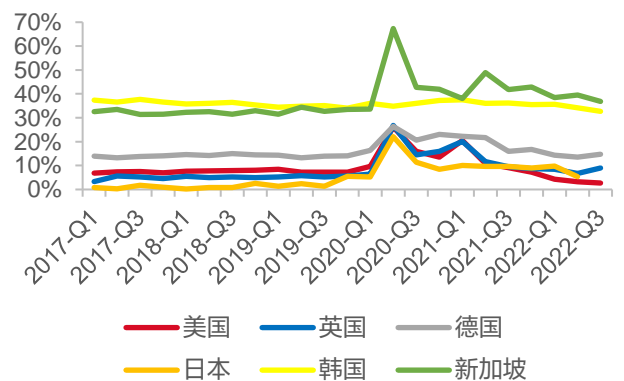
资料来源：iFinD，OECD，东海证券研究所

图68 各国家庭部门杠杆率变化情况，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

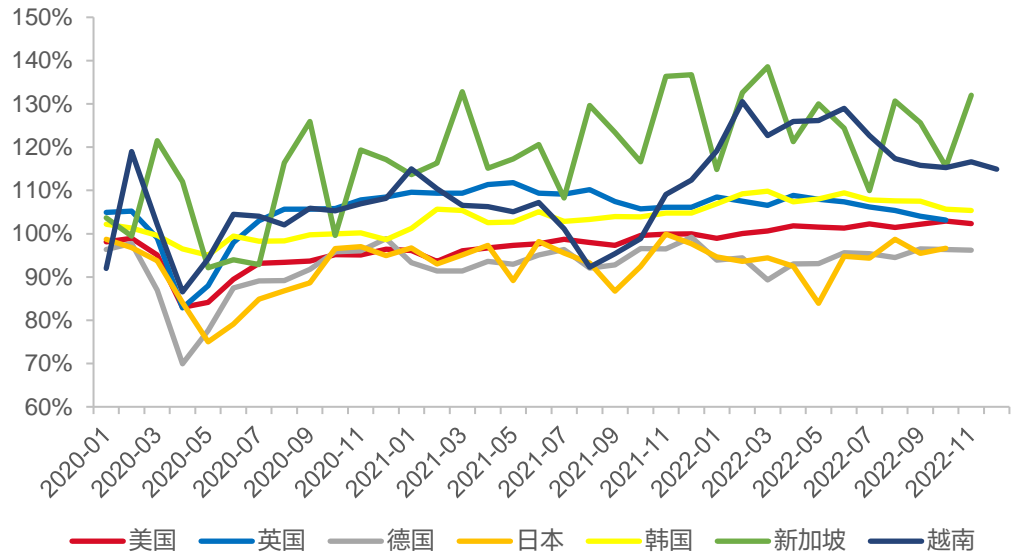
图69 各国家庭储蓄率变化情况，%



资料来源：iFinD，OECD，日本内阁府，韩国央行，新加坡统计局，东海证券研究所

供给端：工业生产在疫情爆发初期影响较大，后期影响相对较小。政策转向或完全共存本身并不能给工业生产带来本质上的利好，其恢复的关键在于封控措施的解除。纵观本文讨论的七个国家，虽然受到其长期增长趋势的不同而导致相对于疫前的恢复水平的不同，总体而言各国工业生产自疫情首次爆发砸坑后均稳定恢复甚至走强，其他情况下以正常波动为主，受疫情感染或政策转向驱动的影响较小，仅仅 2021 年第三季度越南工业生产出现了快速回弹，其主要原因是国家范围内封控的解除。在短期回弹结束后，生产回归由需求拉动的常态。

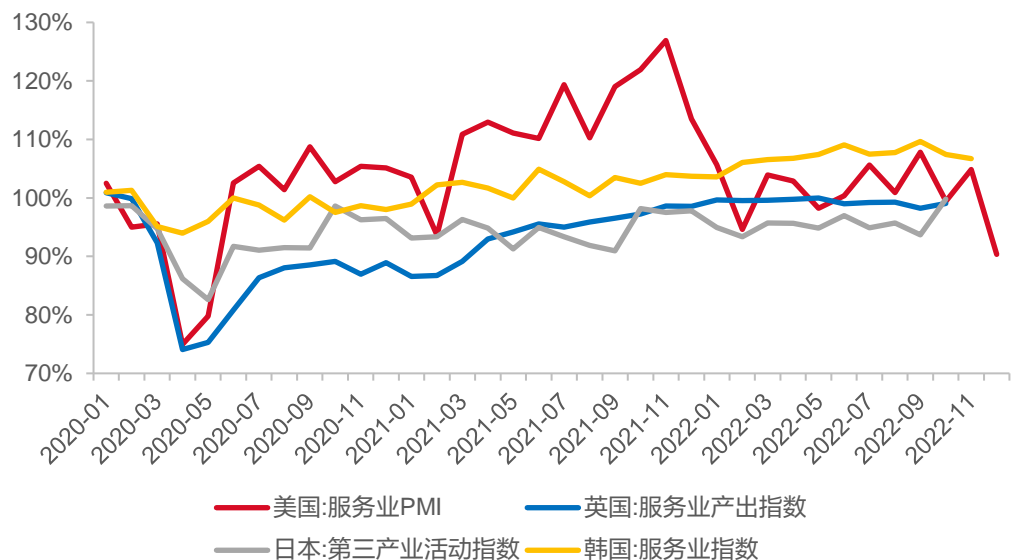
图70 各国工业生产指数恢复情况（相对于2019年同期），%



资料来源：iFinD，新加坡统计局，东海证券研究所

服务业明显受益于防疫放松，场景限制解除后一段时间恢复增速最快。与制造业类似，服务业同样遵循着首次疫情砸坑后逐步恢复的趋势，但其恢复的节奏明显与防疫政策的松动有关，其恢复反弹最为快速的时期正是各国宣布防疫转向之后的一段时间，美国2021年第一季度宣布共存路径后服务业保持高速恢复，前期受压抑的需求得到快速释放，相反的例子有日本，日本即使放开仍然保留着基本的防疫措施，叠加经济增长乏力，导致其第三产业活动恢复慢。服务业的恢复关键在初期的限制解除，完全共存虽然几乎解除了所有的限制措施，其本身不一定能带动服务业持续发力，反而服务业中枢水平随着后续经济的整体恢复不断抬升。

图71 各国服务指数恢复情况（相对于2019年同期），%

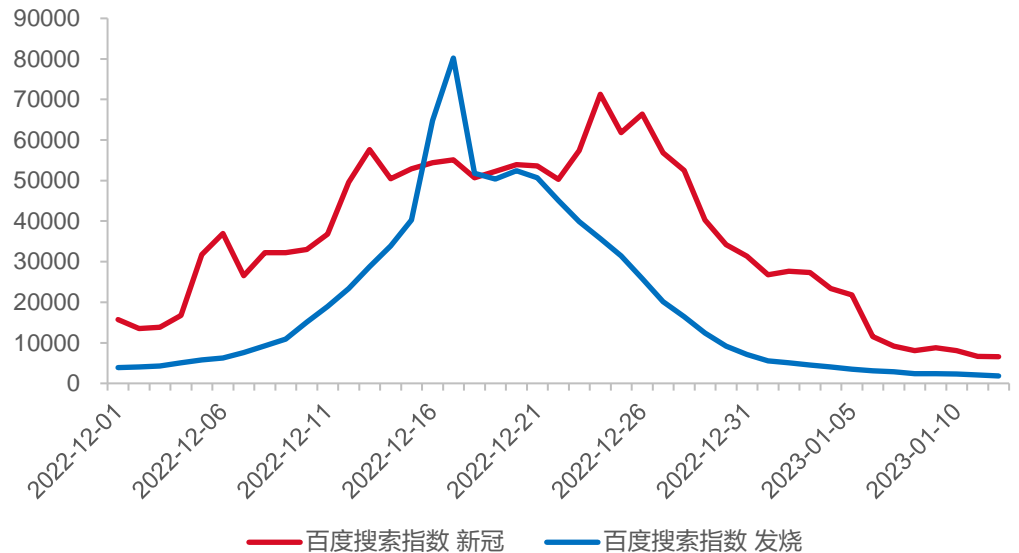


资料来源：iFinD，韩国央行，东海证券研究所

5.3.我国放开后疫情发展快，达峰快

中国疫情已快速通过峰值。2022年12月，随着防控政策的调整，疫情达峰较快，目前随着各地疫情逐渐回落，中国整体疫情已经通过峰值。根据百度搜索指数数据，“新冠”在整个12月一直保持着较高的搜索频率，其中“发烧”搜索频率在12月中旬达到最高，随后快速下滑，目前已回落至放开前水平。据各地疾控中心所发布的数据，北京目前的疫情形势已经放缓，医疗压力放松，发热门诊接诊量由高峰的7.3万人次下降到1.2万人次，四川估算整体感染率在80%左右，各地疫情陆续达峰回落。

图72 中国疫情或已通过峰值



资料来源：百度，东海证券研究所

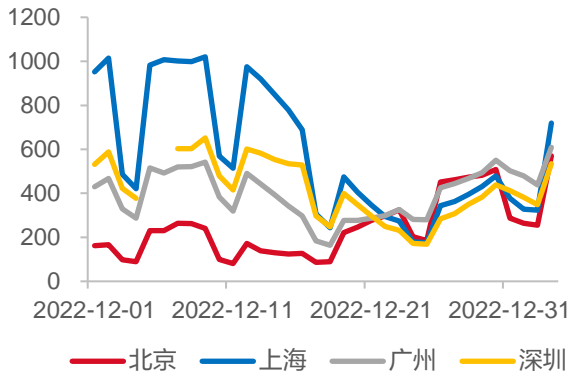
表17 各地疫情感染率估计

地区	感染率
四川	80%
河南	90%
广东	75%
海南	50%
浙江衢州	30-35%
舟山市	30-40%

资料来源：各地疾控中心，东海证券研究所

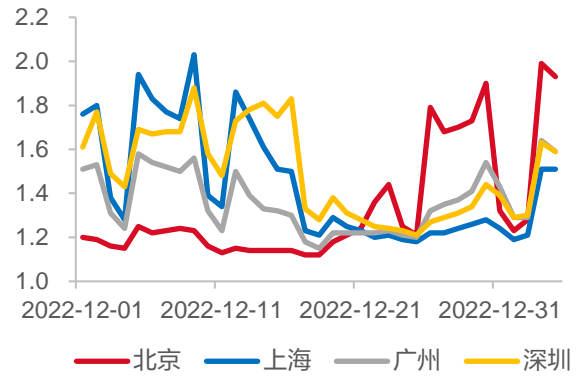
人流量出现明显回升。12月疫情影响逐渐显现，全国主要城市人口流动程度均出现不同程度的下滑，但进入2023年后地铁客运量及交通拥堵指数逐步出现回升迹象。以北上广深为例，在12月下旬以来，北京交通及人流量受疫情冲击最大，但目前已大幅恢复，沪广深城市地铁客运量、拥堵延时指数也出现见底回升迹象，第一波疫情冲击对于人员流通的影响正在逐步消除。

图73 北上广深地铁客运量, 万人



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

图74 北上广深拥堵延时指数

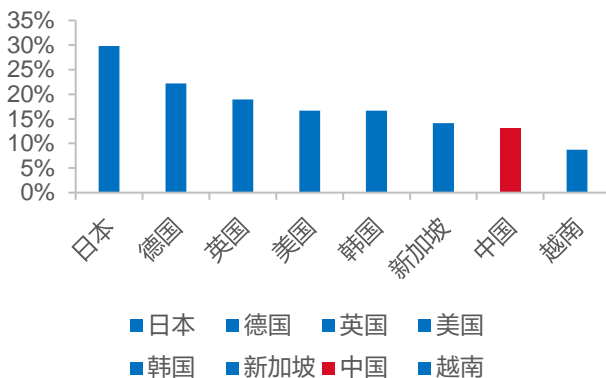


资料来源: iFinD, 东海证券研究所

全国疫情正在趋向稳定。从国际经验看,前期严格防疫的国家在防疫放开后普遍会经历每三个月一波的后续疫情冲击,但感染高峰与持续时间渐次下降,整体趋向稳定。中国疫情高峰过后预计相对稳定可控。但目前海外优势毒株 XBB 仍未在中国大范围传播,不排除未来有疫情反弹的可能,不过即使有所波动,经济受到的影响也会相对减小。我国疫情在 2022 年 12 月或已达峰,目前回归正常的速度较快,估计疫情稳定和经济恢复可能会好于预期。

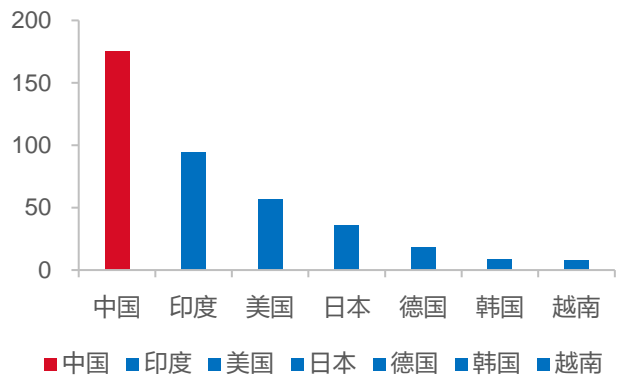
中国老年人口众多,防疫压力较大。老年人是新冠疫情中的弱势人群,根据世界银行数据,以 65 岁以上为标准,日本在本文七个国家中老龄化程度最高,老龄人口占比接近 30%,德国次之,约 22%。中国虽然老龄化程度比起发达国家不算特别严重,但巨大的人口基数决定了中国老年人口的绝对数量世界第一,考虑到中国逐渐加深的老龄化程度,放开后老年人面临冲击较大。

图75 2021 年 65 岁以上人口占比, %



资料来源: 世界银行, 东海证券研究所

图76 2021 年 65 岁及以上老年人数量, 百万人



资料来源: 世界银行, 东海证券研究所

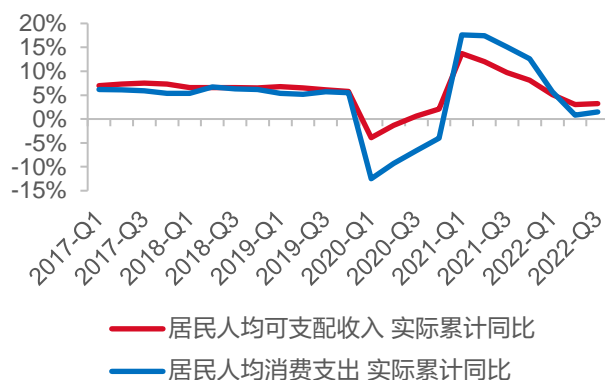
5.4.经济可能“花开别样红”

从国际经验看,疫情的稳定与防疫政策的全面放松是消费复苏的重要条件。海外各国即使防疫放开模式与节奏有所不同,消费恢复的基本模式仍有一些普遍规律。首先防疫限制的解除能够创造相对稳定的市场环境,但究其根本,防疫限制只能外生地压制需求,只有疫情的二次冲高才能减少需求,对于防疫态度谨慎的国家而言尤其如此。其次,共存后对于消费的刺激集中在短期,长期而言消费仍然由市场决定,短期内储蓄的释放或许可以短暂冲高但很有限,国民收入水平的提高才有助于整体经济稳定恢复。**对应中国情况**,若春节前后若疫情企稳,叠加地方政府持续发力财政刺激,消费或许迎来较快反弹。

从国内现状看，疫情期间消费受到一定压制，累积的消费可能会有反弹。2022 年以来，中国居民人均消费支出同比增速已持续低于疫情前水平，为疫后复苏留足空间，且由于原有基数的降低，放开后消费增速一般会有较大的反弹。2022 年中央经济工作会议强调内循环稳经济，地方或许会持续发力财政刺激，央行也将配合稳定资金面平稳，估计 2023 年经济增速回升概率较大。

从收入增速高于支出增速以及居民存款增量大于贷款增量两个角度来看，中国居民具备一定的疫后消费能力。多年以来，居民消费支出与可支配收入保持同步增长，但近一年以来宏观经济面临的三重压力使中国消费者的信心受到明显影响，疫情期间消费与收入明显脱钩，消费意愿有所降低。此外中国居民储蓄一路攀升，2022 年前 11 个月，中国居民新增人民币存款 14.9 万亿元，在疫情期间积累的超额储蓄具有转化为消费的空间。参考海外国家疫后的消费恢复轨迹，随着中国疫情防控政策的调整，在调整初期消费会出现一定波动，但多数行业消费会很快恢复至新的增长轨道。

图77 中国可支配收入与消费支出增速变化，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图78 中国居民存款存量与贷款存量之差，亿元



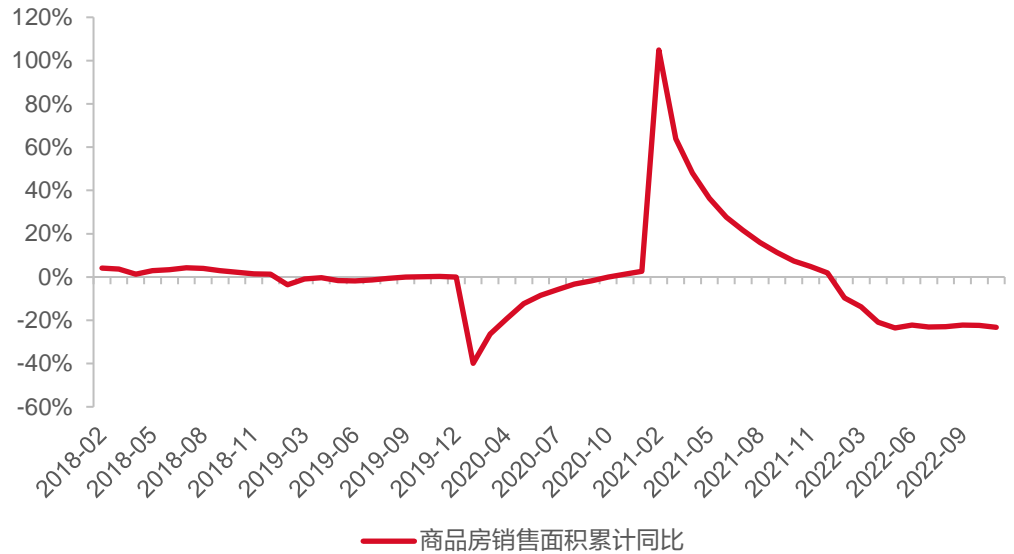
资料来源：iFinD，东海证券研究所

2023 年居民消费整体总量估计超 2022 年。疫情三年人们的思维模式及方式已经有了不同程度的改变，信心的恢复是整个经济恢复的重点支撑。虽然前期防御性储蓄有利于放开后的消费，但需要防止 2023 年疫情是否会有不同程度的反弹。

2023 年房地产拖累估计会减弱。商品房兼具投资品和消费品属性，且产业链条长，从对经济增长的带动看，房地产业在宏观经济中都起到了至关重要的作用。房地产因受到疫情、自身趋势与政策等多因素影响，2022 年经历深度下跌，从商品房销售面积来看，房地产销售从 2022 第二季度至 2022 年底同比下降超 30%。随着对地产支持政策的加大和疫情好转，估计 2023 年地产销售可能会逐步趋向稳定，地产趋稳有利于经济稳增长。结合目前的政策持续加码，地产预期 2023 年有望逐步转好，投资端对经济的拖累可能会减轻。

2023 年政策估计依然积极。2023 年我国经济估计会有较好恢复，但是房地产行业下行趋势还没有扭转，地产销售、新开工等指标仍然很差；出口大概率会较大幅度下行，经济稳定增长还需要政策继续加力，估计财政政策仍将继续出力稳增长，货币政策估计会保持略偏宽松，扩大内循环需求可能是重要的着力点，扩大内需、补短板、保证产业链安全等可能是重点关注领域。

图79 中国房地产行业遏制颓势，%



资料来源：iFinD，东海证券研究所

6.风险提示

疫情反复的风险，若疫情出现多轮反复，可能使物流及供应链再次受到影响，从而导致工业生产下降，消费场景亦可能受到影响，导致消费复苏受到限制。

政策力度不及预期，可能导致企业及居民预期及信心的减弱，经济重回长期增长水平受到阻力。

房地产恢复不及预期，目前地产政策虽然持续加码以及推进，但市场并未见到明显的回暖，若房地产持续低迷，由于上下游产业链较长，或拖累经济增长。

海外货币政策紧缩力度超预期，美国通胀随至拐点，但下行速度尚不明朗，若有反复，不排除紧缩力度加码的可能，或在一定程度下影响汇率，近而压缩国内货币政策的空间。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089