

疫后消费复苏的国际比较

主要趋势、影响因素及未来不确定性

全球消费复苏充满波折，1H20-2021年延续复苏，2022年有所放缓，1Q23小幅回升。大部分国家消费仍显著低于疫情前趋势线，发达国家消费复苏好于发展中国家。经济越发达，疫后消费复苏越快，因疫苗保护程度、经济重启速度、政策支持力度和社会保障程度均与经济发达程度正相关。经济重启后，服务消费率先复苏，且复苏周期持续较长，宅经济相关耐用消费先降后升，居住相关耐用消费随房地产市场下行而放缓。2020-2021年全球宽松流动性主要留在发达市场，推升其信贷增速和资产价格，新兴市场和发展中国家经济恢复和资产价格涨幅相对落后。2022年货币政策紧缩导致最引人注目的结果是发达市场局部动荡，而非新兴市场危机。新兴市场和发展中国家2020-2022年消费复苏相对滞后，2023-2024年可能拥有更大的增长空间。

- 美国消费率先恢复至疫情前趋势线之上。美国依靠疫苗和医疗卫生优势率先重启经济，消费复苏周期启动较早。美国依靠美元主导性国际货币特权实施超级宽松政策，财政救助规模/GDP和M2增速遥遥领先其他国家。大规模财政补贴、股市和房市大牛市及新冠影响导致一批大龄劳工选择提前退休，加上移民劳工减少，美国劳动力市场出现过热。随着通胀高企后剧烈加息，房地产市场和金融周期下行，劳动力市场开始放缓，家庭消费面临下行风险。
- 美国超额储蓄存量的释放显著快于其他国家，超过三分之二超额储蓄存量已释放完毕，支撑其消费率先修复，但对未来消费的支撑作用明显下降。欧元区、日本和澳大利亚超额储蓄存量2022年下半年以来开始缓慢下降。韩国和中国家庭的超额储蓄存量2022年下半年仍在上升。
- 经济重启是人流、信心和就业全面恢复的过程。要素流动恢复首先推动交通运输、能源、餐饮、住宿、旅游、医疗卫生、服装、化妆品、文体娱乐、托儿幼护等消费快速复苏，但这些行业前期受疫情冲击较大，恢复周期可以持续较长时间。随着要素流动恢复和服务业前景改善，企业信心和资本支出逐渐恢复，推动就业增长和家庭消费信心改善，大额可选消费逐渐回升。
- 食品饮料、医疗等必选消费需求在疫情前后保持平稳，但疫情、俄乌冲突等导致的供应瓶颈推升食品和能源通胀。宅经济有关的居住和耐用消费先大幅上升后显著下降，对商品通胀造成扰动。由于政策宽松和消费复苏相对更强，发达国家通胀上升压力大于发展中国家，海权国家通胀压力高于内陆国家。
- 随着发达国家通胀高企后剧烈加息，全球货币金融条件大幅收紧。美欧房地产市场大幅下滑，近期银行业局部动荡，可能加剧信贷收缩，带动金融周期进一步下行，对消费信贷和家庭消费产生负面影响。由于主要经济体家庭资产负债表稳健，货币金融条件收紧不会引发全球系统性危机。
- 发达国家就业基本已恢复至疫情前状态，美国、澳大利亚等部分经济体劳动力市场热度超过疫情前水平。随着高通胀和货币紧缩带来成本压力、需求放缓和盈利前景恶化，企业对劳动力需求开始减弱，劳动力市场先行指标开始放缓，预示消费可能面临下行风险。低学历和低收入人群的就业和收入对经济周期似乎更加敏感。
- 全球家庭消费结构尚未回归到疫情前。经济重启后，宅经济有关消费放缓，服务消费开始恢复，必选消费和耐用品消费占比下降，服务消费占比回升，但由于前期服务消费受冲击较大且家庭消费习惯回归需要时间，耐用品消费占比仍显著高于疫情前水平，食品和能源高通胀导致这两项消费占比也高于疫情前水平，而服务消费占比仍显著低于疫情前水平。随着疫后经济和消费习惯回归正常，耐用品消费占比仍有下行空间，而服务消费占比仍有回升空间。

叶丙南

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

张元圣

(852) 5336 4682

kevinzhang@cmbi.com.hk

近期报告

1. [“From reopening to recovery – is the release of household excess savings a silver bullet?”](#) – 2023年5月10日

各国消费复苏比较

复苏进度及影响因素

全球消费复苏充满波折。2020年上半年全球消费经历疫情冲击，宅经济主导消费模式，服务消费大幅下滑。2020年下半年全球消费开始复苏，发达国家引领消费复苏进程。2021年全球消费延续复苏，但东南亚和印度再度经历疫情冲击，消费复苏进程受到拖累。2022年二季度以后全球消费复苏有所放缓，因俄乌冲突、通胀攀升和剧烈加息，同时中国再次经历疫情冲击，消费大幅下滑。2023年一季度，全球消费小幅回升，中国消费开始复苏。

分经济体来看，发达国家消费复苏好于发展中国家，经济越发达，疫后消费复苏越快。图3显示全球26个经济体家庭消费复苏程度与人均GDP显著正相关，人均GDP越高，2022年家庭消费不变价水平与疫情前趋势线的差距越小。平均来看，人均GDP在1.5万美元以下、1.5万至3万美元、3万至5万美元和5万美元以上的经济体2022年家庭消费不变价水平分别比疫情前趋势线低8.3%、6.7%、5%和0.2%。

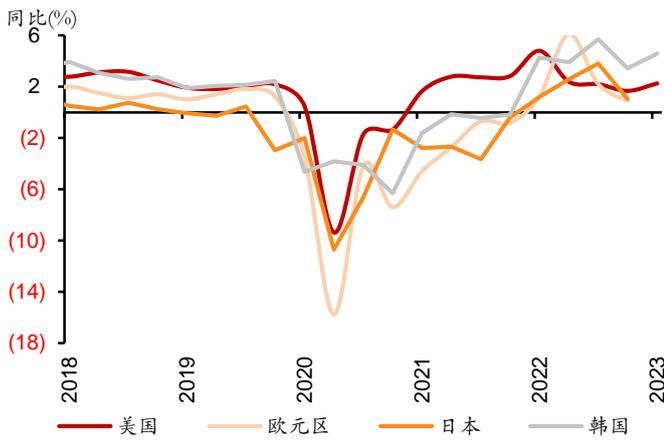
影响消费复苏的三个因素：

第一个因素是经济重启速度。这因素与经济发达程度正相关。经济越发达，科技水平和医疗卫生体系越先进，有效疫苗的研发和接种越领先，经济重启越快，消费复苏越早。图4显示各经济体2021年末疫苗接种比例与人均GDP正相关，人均GDP越高，疫苗保护程度越强。

第二个因素是宏观政策支持力度。这因素与经济发达程度正相关。经济越发达，宏观政策面临的内外约束越小，政策宽松力度越大，对私人部门需求提振越强。发达国家在疫情前通胀较低，资本流动和汇率浮动的自由度高，本币具有国际货币职能，实施大规模宽松政策面临的内外部约束相对更小；而发展中国家疫情前通胀较高，对资本流动和汇率波动充满恐惧，本币国际化程度较低，实施大规模宽松政策面临的内外部约束相对更大。图5显示各经济体疫情期间财政刺激规模与人均GDP存在显著正相关关系。此外，海权国家政策宽松力度似乎比内陆国家更大，因为前者对自由贸易和海外供应链依赖度更高，实体经济活动受疫情冲击更大，但前者在汇率灵活性和吸引资本流入方面更具优势，政策宽松面临的约束更小。在IMF统计的发达国家中，财政救助规模/GDP最高的七个经济体是美国、新西兰、英国、新加坡、澳大利亚、日本和加拿大，均是海权国家，对自由贸易和海外供应链依存度更高，本币的国际化程度更高。

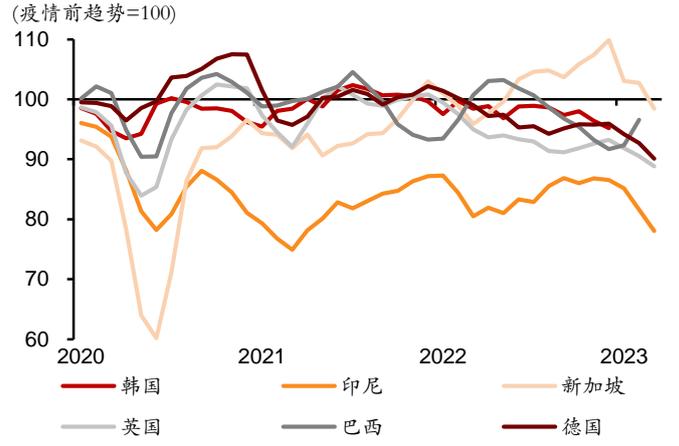
第三个因素是社会保障和消费文化。这因素与经济发达程度正相关。经济越发达，社会保障网越牢固，消费者越独立自信，预防性储蓄和代际转移性储蓄越少，疫情对消费信心的冲击越小。图6显示各经济体对家庭转移支付规模/GDP与家庭储蓄率存在显著负相关，对家庭部门转移支付规模越大，家庭部门储蓄率越低。

图 1: 部分经济体不变价家庭消费增速



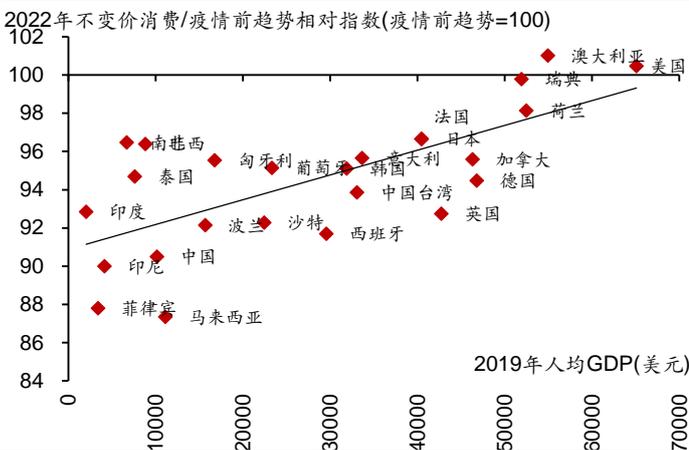
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 2: 部分经济体不变价零售复苏程度



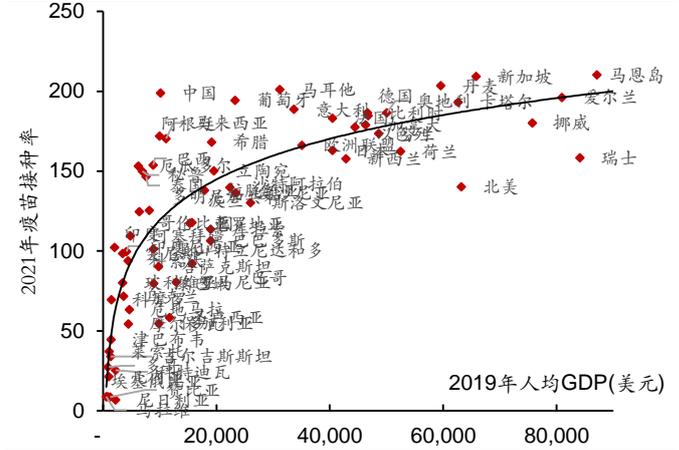
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 3: 消费复苏程度与人均 GDP 强相关



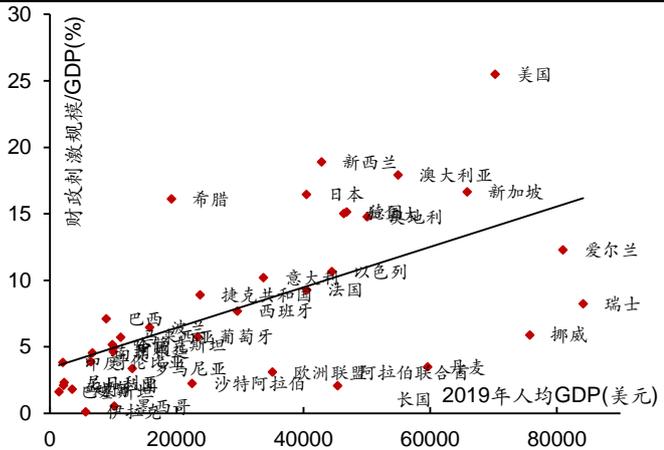
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 4: 疫苗接种率与人均 GDP 正相关



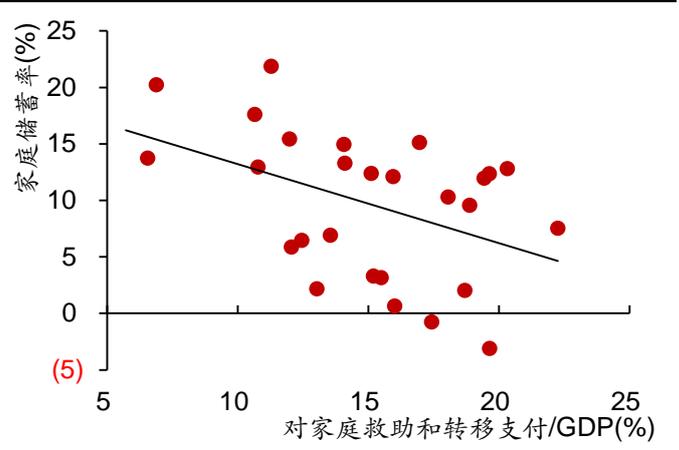
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 5: 财政刺激规模与人均 GDP 正相关



资料来源: IMF, 招银国际环球市场预测

图 6: 家庭储蓄率与家庭转移支付收入负相关



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

美国消费率先恢复至疫情前趋势线之上, 大部分其他经济体消费仍显著低于疫情前趋势线。

在我们选取的八大经济体中, 只有美国 2022 年不变价家庭消费恢复至疫情前趋势线之上,

而印尼、中国、印度和巴西 2022 年不变价消费分别比疫情前趋势线低 10%、9.5%、7.2% 和 3.6%，欧元区、日本和韩国 2022 年不变价消费分别比疫情前趋势线低 4.7%、3.3% 和 4.8%。

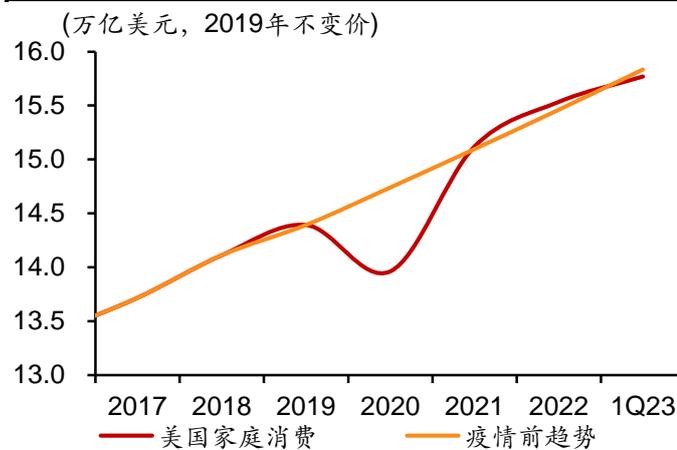
美国家庭消费率先恢复主要来自三个因素支撑：

一是美国依靠科技领先优势，率先研制出疫苗，在本国优先政策下起初大量囤积疫苗，快速完成国内大规模接种，较早重启经济。美国在 1Q21 率先大规模接种疫苗后，快速重启经济，消费较早恢复。

二是美国依靠美元主导性国际货币的特权，实施超级财政刺激和货币宽松，大幅提振家庭收入和消费信心，促成家庭高消费习惯。美国应对疫情冲击的政策救助规模占 GDP 比高达 25.5%，比发达国家和新兴市场的平均水平分别高 13.8 和 19.8 个百分点，美国 M2 增速从 2019 年末的 6.7% 跳升至 2020 年末的 24.8%，分别比欧元区、日本和中国的 M2 增速高 13.1、15.6 和 14.7 个百分点。大规模政策救助推动美国家庭不变价收入在 2020-2021 年快速升至疫情前趋势线之上，促成家庭高消费习惯，2022 年家庭不变价收入开始放缓，但家庭储蓄率持续下降，超额储蓄不断释放，支撑消费延续扩张，2022 年末家庭储蓄率降至 4.4%，已大幅低于 2019 年末的 8.3%。由于美元主导性国际货币的特权，美国大规模货币扩张并未引发美元剧烈贬值，2021 年美元小幅走弱，2022 年因俄乌战争和美联储加息，美元大幅走强，美元指数 2023 年 3 月末相比 2019 年末反而升值 6.4%。

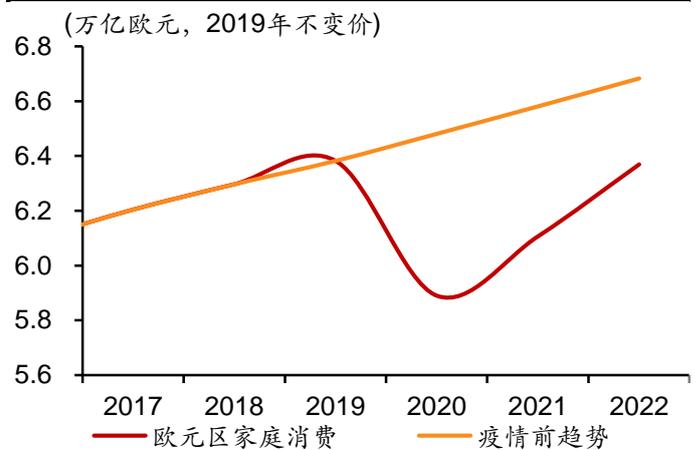
三是美国劳工短缺支撑就业强劲和工资上涨，也是支撑家庭消费信心的重要因素。由于疫情对健康影响和超级宽松政策推动股票和房产大牛市周期，美国一些大龄劳工选择提前退休，经济重启后 50 岁以上人群劳动参与率回升非常缓慢。同时，疫情也显著减少来自移民、家庭主妇等潜在劳动力供应。美国企业在疫后重启阶段饱受劳工短缺之苦，轻易不敢裁人，支撑劳动工资大幅上涨。2022 年末，美国职位空缺数/失业人数比高达 1.96，平均一个失业工人有两份工作机会在等待，而德国、日本、加拿大、澳大利亚、新加坡、韩国和中国台湾该比例分别为 0.81、0.82、0.91、0.98、0.94、0.24 和 0.55。

图 7: 美国家庭消费恢复趋势



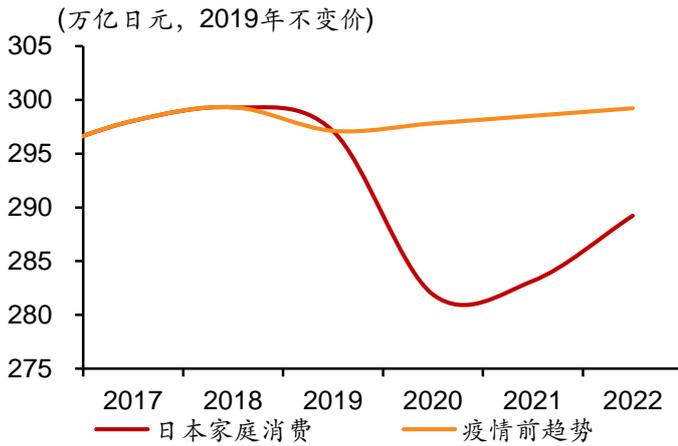
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 8: 欧元区家庭消费恢复趋势



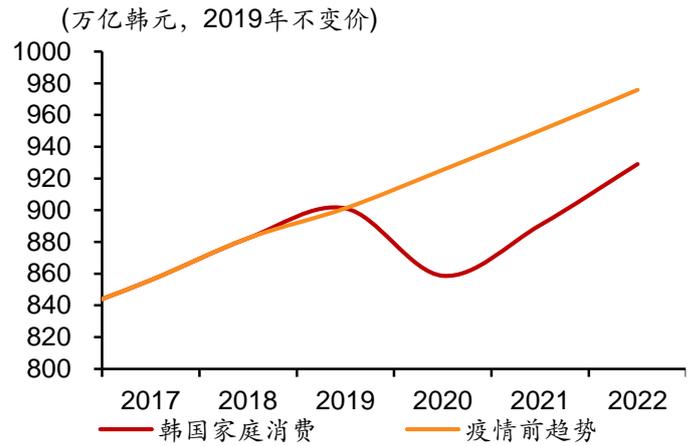
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 9:日本家庭消费恢复趋势



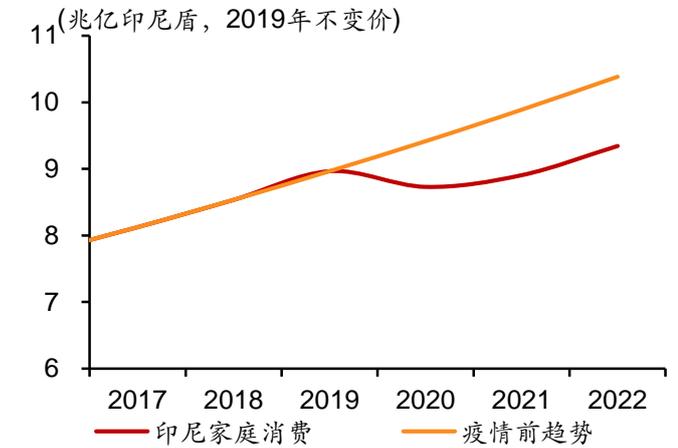
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 10:韩国家庭消费恢复趋势



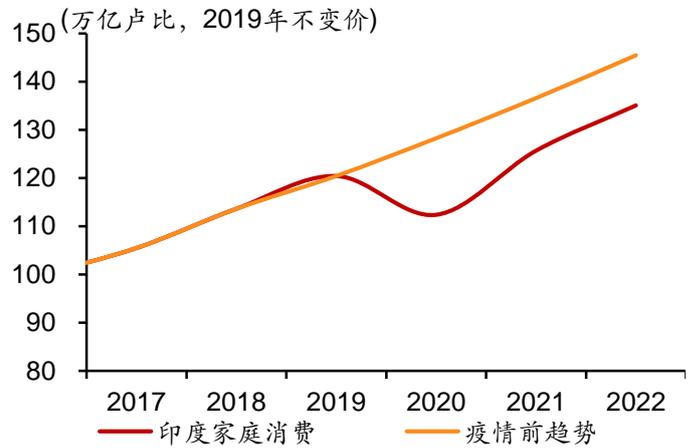
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 11:印尼家庭消费恢复趋势



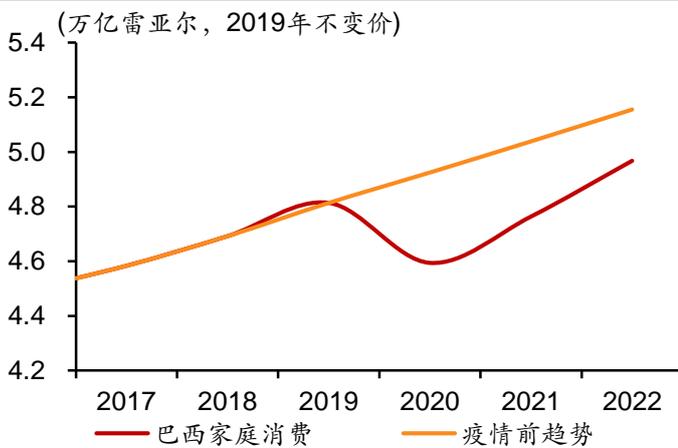
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 12:印度家庭消费恢复趋势



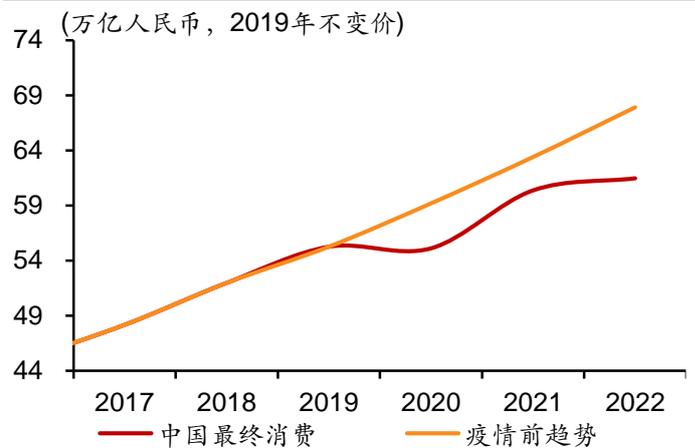
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 13:巴西家庭消费恢复趋势



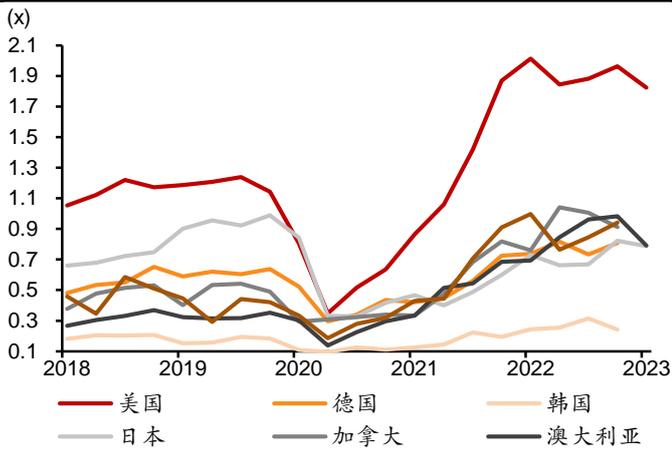
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 14:中国家庭消费恢复趋势



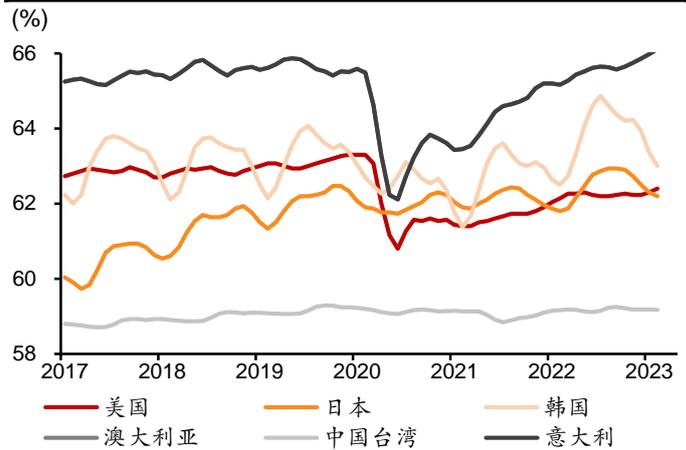
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 15: 劳动力市场热度 (职位空缺数/失业人数)



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 16: 劳动参与率恢复情况



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

超额储蓄

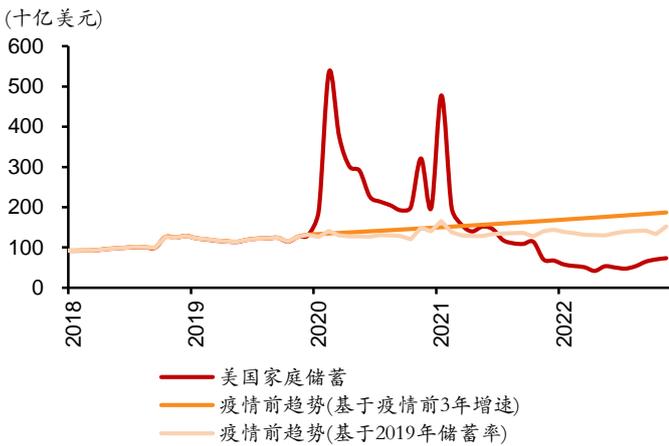
我们将家庭储蓄超过疫情前趋势的部分定义为超额储蓄。我们采用两种方法计算疫情前趋势：第一种方法假设家庭储蓄延续疫情前 2017-2019 年年均增速，该方法没有考虑疫情对收入的冲击；第二种方法假设家庭储蓄率保持 2019 年水平，该方法考虑到疫情对收入的影响。计算出每个月/季/年的超额储蓄后，我们将疫情发生以后每个月/季/年的超额储蓄累加，可以得到超额储蓄存量。美国、欧元区、日本、澳大利亚和中国的家庭超额储蓄存量见图 17-26。

美国超额储蓄存量的释放显著快于其他经济体，超过三分之二的超额储蓄存量已释放完毕，支撑美国消费率先修复，但未来对消费的支持作用显著下降。在两轮大规模财政救助支持下，美国家庭超额储蓄在 2020 年 4 月和 2021 年 3 月见到两个高峰（第一个峰值更高）；随着财政救助到期、收入放缓和消费复苏，美国家庭超额储蓄在 2021 年 9 月以后降为负值，超额储蓄存量见顶下行，从高点的 2.1 万亿美元降至 2023 年 2 月的 0.5-0.9 万亿美元，约相当于 2022 年 GDP 的 2.1%-3.6%，假设延续过去两个月降幅，那么今年 7 月至明年 1 月基本消耗完毕。

欧元区、日本和澳大利亚超额储蓄存量缓慢释放。欧元区家庭超额储蓄在 2020 年二季度和 2021 年一季度出现两个峰值（第一个峰值更高），2022 年二季度后降为负值，超额储蓄存量在 2022 年二季度达到 0.71-0.82 万亿欧元的峰值，而后开始平缓下降，四季度为 0.68-0.81 万亿欧元，相当于 2022 年 GDP 的 5.1%-6.1%。日本两人及以上劳动者家庭的超额储蓄在 2020 年二季度见顶后有所波动，2022 年四季度降为负值，超额储蓄存量 2022 年三季度见顶开始平缓下降，四季度超额储蓄存量相当于 2022 年 GDP 的 5.8%。澳大利亚家庭超额储蓄在 2020 年二季度和 2021 年三季度经历两个峰值（第一个峰值更高），2022 年二、三季度降为负值，超额储蓄存量在 2022 年二、三季度达到 2,500 亿澳元左右的峰值，而后开始平缓下降，四季度为 2,200-2,450 亿澳元，约相当于 2022 年 GDP 的 9.3%-10.1%。

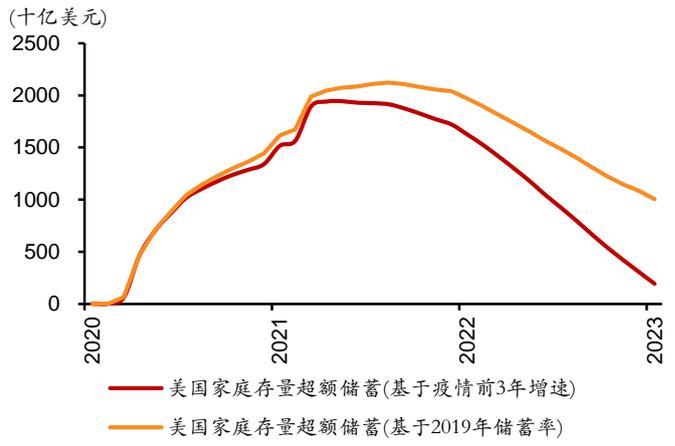
韩国和中国家庭超额储蓄存量仍在上升。韩国家庭超额储蓄在 2020 年、2021 年和 2022 年的一季度见到三个峰值（2022 年一季度峰值最高），2022 年超额储蓄有所下降但持续为正，超额储蓄存量不断上升但升幅放缓，四季度家庭平均超额储蓄 193 万韩元，按照家庭数折算家庭部门超额储蓄存量约相当于 2022 年 GDP 的 2%。中国家庭超额储蓄在 2020-2022 年分别达到 2.5 万亿、1 万亿和 2.4 万亿元人民币，三年超额储蓄存量为 5.8 万亿元人民币，相当于 2022 年 GDP 的 4.8%。

图 17: 美国家庭储蓄



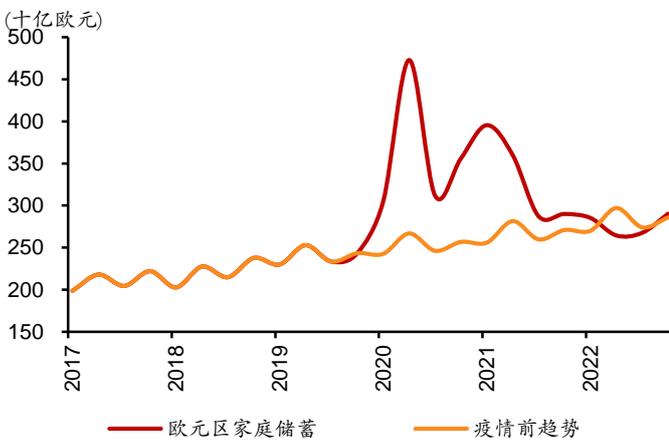
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 18: 美国家庭超额储蓄存量



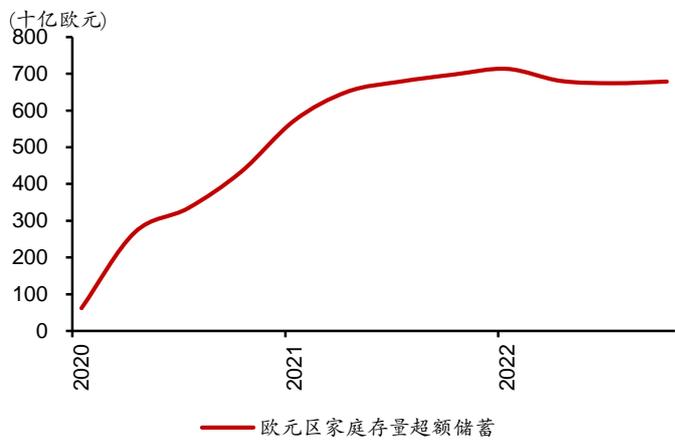
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 19: 欧元区家庭储蓄



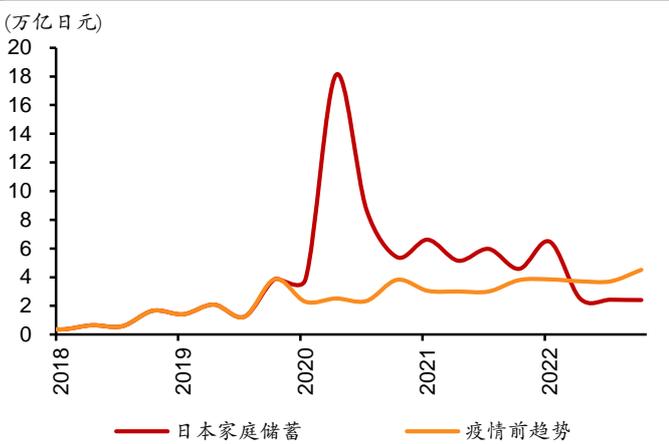
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 20: 欧元区家庭超额储蓄存量



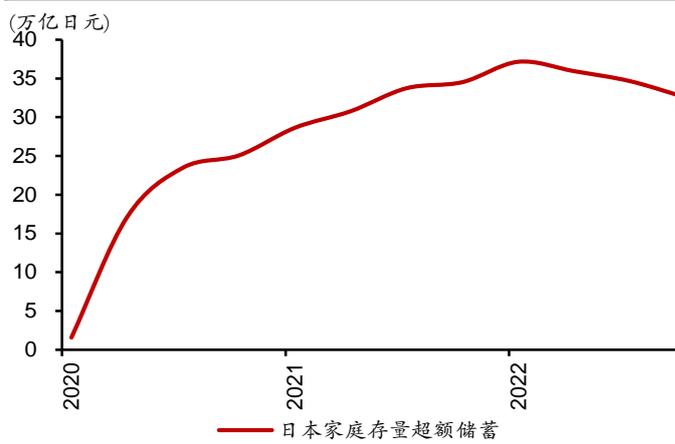
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 21: 日本家庭储蓄



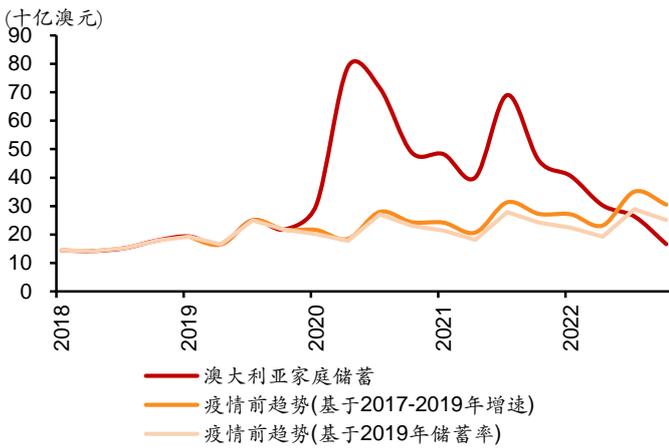
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 22: 日本家庭超额储蓄存量



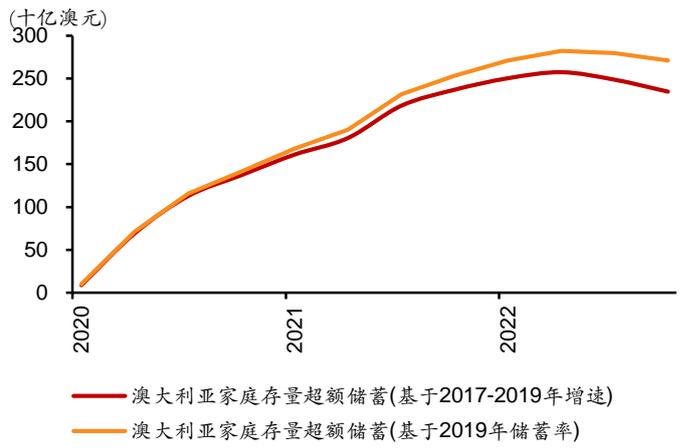
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 23: 澳大利亚家庭储蓄



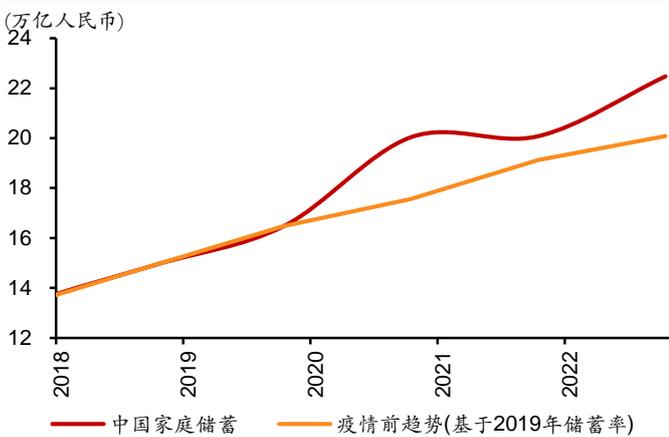
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 24: 澳大利亚家庭超额储蓄存量



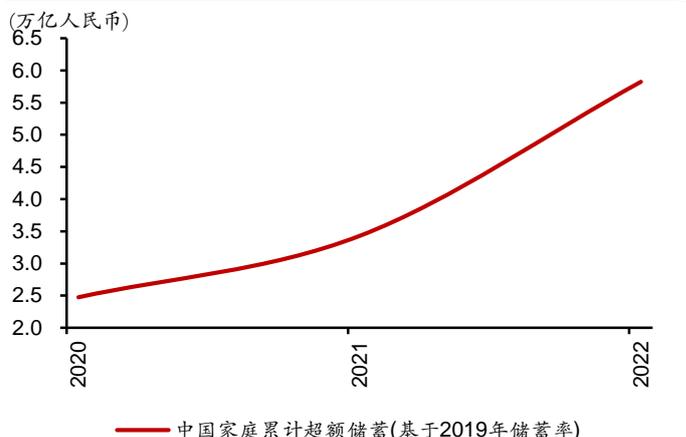
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 25: 中国家庭储蓄



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 26: 中国家庭超额储蓄存量



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

各类消费复苏的比较

各类消费复苏的顺序

我们将经济重启定义为人流、就业和信心的恢复过程。经济重启过程对疫后消费复苏顺序具有决定性影响。

经济重启前，宅经济主导消费，食品饮料、药品等必选消费因囤积需求大幅增长，居家办公与娱乐产品、家居用品、通信产品等恢复较快，但出行、交通、餐饮、娱乐等服务业消费大幅下滑。2020年一季度疫情发生后，美国的食品饮料和医疗产品消费大幅升至疫情前趋势线之上，娱乐用品、家电和家具消费先跌后升，交通服务、娱乐、教育等服务消费大幅萎缩。日本、韩国和法国的食品饮料、烟酒、药物消费在疫情初期也明显高于疫情前趋势线，在经济重启后可能略有回落，家具、家用设备等耐用品消费在宅经济阶段快速恢复，部分产品消费在经济重启后显著回落，部分产品消费在家庭收入和信心恢复后又有所回升。

经济重启后，人流和物流首先恢复，对交通运输、能源、餐饮、住宿、旅游、医疗卫生、服装、化妆品、文体娱乐、托儿幼护等消费具有显著提振作用。但部分服务业由于受疫情冲击更大，完成恢复需要的时间更长。我们对2020年2月至2022年10月相关数据进行分析后发现，美国的人员流动指数与汽油、个人护理、餐饮与住宿、交通运输服务、医疗卫生、娱乐和幼儿护理、服装鞋帽、教育等消费的相关系数超过0.7，与公用事业消费明显负相关；日本的人员流动指数与娱乐服务、家具、药品、服装鞋子、燃料、医疗保健、公共交通和餐饮等消费存在显著正相关，与书、居住和耐用品等消费小幅负相关；韩国的人员流动指数与鞋类、箱包、汽油、体育及娱乐、服装、化妆品、药品等消费的相关系数超过0.5，但与通讯设备、书本及文具存在显著负相关。

要素流动恢复后，经济前景不断改善，企业家和家庭的信心显著恢复。企业先是复工复产，开始修复就业，而后逐步恢复资本支出，刺激就业进一步增长，支撑家庭收入前景和信心持续改善，推动购房和大量可选消费显著回升。家庭部门就业恢复对于消费复苏的可持续性具有重要意义。就业恢复起初依靠企业复工复产带动，而后则依赖企业家信心和资本支出活动的恢复。

主要经济体各类消费复苏的程度

美国家庭消费恢复较快，1Q22以后即回升至疫情前趋势线之上。1Q20疫情爆发对出行和社交类产品和服务冲击最大，疫情爆发后汽油能源、箱包及类似用品、服装鞋子、汽车及零部件、通信设备、社会服务和出入境游下滑幅度最大。经济重启后，出行和社交类产品和服务快速恢复，但部分宅经济用品有所放缓。2023年2月，商品消费比疫情前趋势线高5.5%，其中通信设备、服装鞋子、汽车及零件、娱乐用品和医疗产品的消费分别高出疫情前趋势线31.2%、12.8%、9%、9%和3.1%，但家具装饰和汽油能源的消费分别比疫情前趋势线低4.1%和1.3%；服务消费比疫情前趋势线低1.8%，其中出境游、金融服务、通信服务和餐饮住宿的消费分别恢复至高于疫情前趋势线20%、10%、4.5%和1.9%，但个人护理服务、交运服务、房屋维护服务、入境游、娱乐服务和社会服务分别比疫情前趋势线低30.3%、17.4%、11.6%、8.2%、5.4%和2.3%。

法国家庭消费尚未恢复至疫情前趋势线水平，4Q22家庭总消费比疫情前趋势线低4.3%。1Q20疫情对住宿餐饮、交通运输服务、家庭服务、交通运输设备等消费冲击较大，但食品

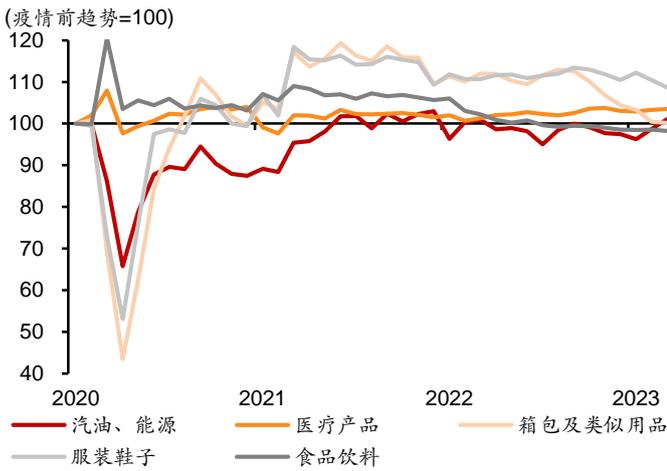
和机电设备消费保持较快增长，金融和房地产服务消费受影响较小。经济重启后，能源、住宿餐饮、交通运输服务、信息技术服务、家庭服务等消费逐步复苏，交通运输设备、机电设备和金融服务消费率先回到疫情前趋势线。2022年俄乌冲突推升通胀和利率，并打击消费者信心，房地产市场和机电设备、交通运输设备等耐用品消费放缓，但交通运输服务、餐饮住宿、家庭服务等服务消费延续复苏。截至4Q22，金融服务消费和信息技术服务消费分别比疫情前趋势线高2.3%和0.2%，家庭服务、能源产品和建筑服务分别比疫情前趋势线低0.1%、0.5%和0.5%，住宿餐饮、交通运输服务、交通运输设备和机电设备的消费分别比疫情前趋势线低4.8%、6.9%、20%和4.7%。

日本家庭消费复苏比较缓慢。家庭消费支出2020年恢复到疫情前趋势线的93.7%，2021年和2022年分别达到疫情前趋势线的94.3%和94.5%，1Q23降至疫情前趋势线的92.9%。家庭可支配收入2020年恢复至疫情前趋势线之上，但2021年和2022年分别降至疫情前趋势线的98%和94.5%，1Q23进一步降至疫情前趋势线的92.7%。1Q20疫情爆发后，公共交通服务、餐饮、娱乐服务、服装鞋类、个人护理服务等消费受冲击最大。经济重启后，通讯设备和服务、公共交通服务、教育、餐饮、个人护理等消费恢复较快，但休闲耐用品、家具和家居用品、医疗用品、家政服务和药物等消费恢复较慢。2022年消费再度放缓，其中通讯设备和服务、教育、休闲耐用品、家具和家居用品、饮料和酒的消费放缓比较明显，但公共交通服务、餐饮、服装鞋类、医疗服务、药物等消费延续复苏态势。截至1Q23，酒、医疗服务、药物和住房等消费分别比疫情前趋势线高19.9%、114.6%、3.3%、0.6%，而公共交通服务、服装鞋类、教育、餐饮、家具和家居用品、家政服务和休闲耐用品等消费分别比疫情前趋势线低35.5%、23.9%、15.4%、15.3%、13.9%、10.8%和10.2%。

韩国家庭消费延续复苏，3Q22恢复至疫情前趋势线的97.7%，但4Q22以来再度放缓。1Q20疫情爆发后，跨境游、服装鞋类、教育和文娱等消费受冲击最大。经济重启后，服装鞋类、家具和家用设备、教育、通讯、烟酒等消费恢复较快，但跨境游、文化娱乐、交通运输等消费恢复较慢。4Q22以来，耐用品消费再度放缓，但跨境游、文化娱乐等部分服务消费则延续复苏。截至4Q22，烟酒、服装鞋类和通讯等消费恢复至疫情前趋势线以上，但出境游、入境游、文化娱乐、卫生服务和餐饮住宿等消费分别只有疫情前趋势线的41.2%、47.1%、93.3%、93.7%和93.7%。

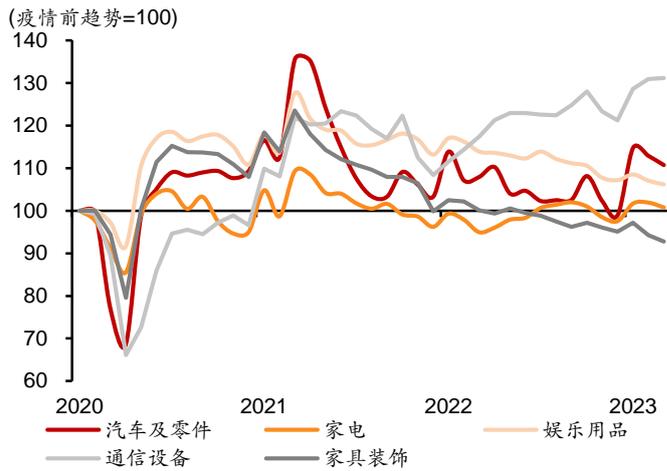
中国家庭消费的复苏充满波折。社会零售额在1Q20降至疫情前趋势线的74.7%，2020年和2021年分别恢复至疫情前趋势线的82.7%和92.3%，但2022年和1Q23分别又降至疫情前趋势线的85.9%和85.7%。1Q20疫情爆发对餐饮、金银珠宝、服装鞋帽、家电和音像器材、家具、汽车、建筑及装潢材料等行业零售额冲击最大。2021年金银珠宝、体育娱乐用品、汽车、烟酒、餐饮、饮料、建筑及装潢材料、文化办公用品等行业零售额恢复较快。2022年家具、化妆品、网购、餐饮、建筑及装潢材料、服装鞋帽、通讯器材、日用品、体育娱乐用品等行业零售大幅放缓。1Q23金银珠宝、餐饮、中西药品、服装鞋帽、体育娱乐用品的零售额恢复较快，但建筑及装潢材料、网购、家电和音像器材、通讯器材、文化办公用品的零售额恢复较慢。

图 27: 美国出行类产品、医疗产品与食品饮料消费复苏



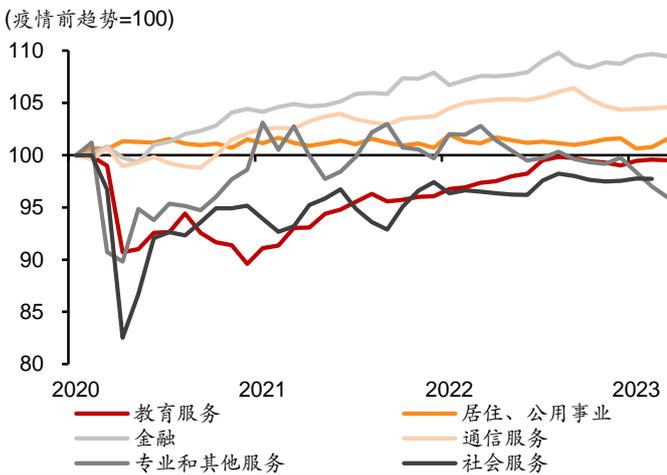
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 28: 美国汽车、家电、娱乐用品和通信设备消费复苏



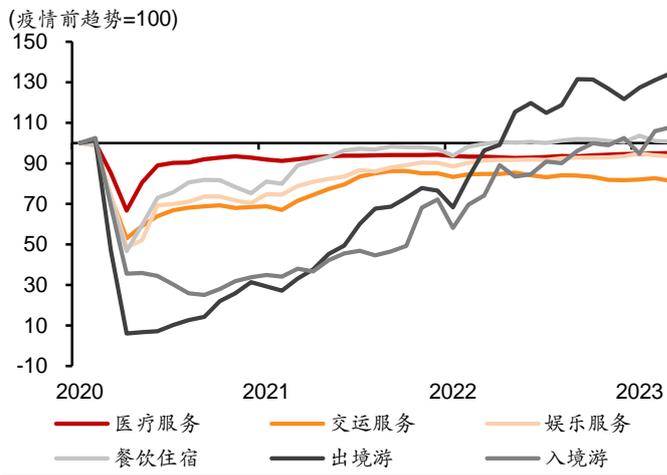
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 29: 美国教育、居住、金融、通信等服务消费复苏



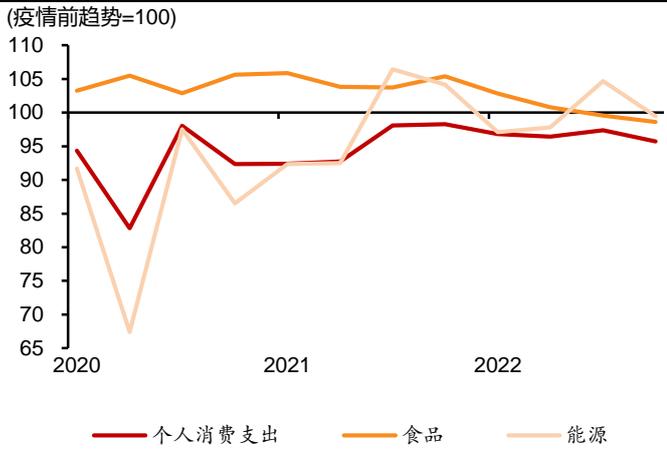
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 30: 美国医疗、交运、娱乐、旅游等服务消费复苏



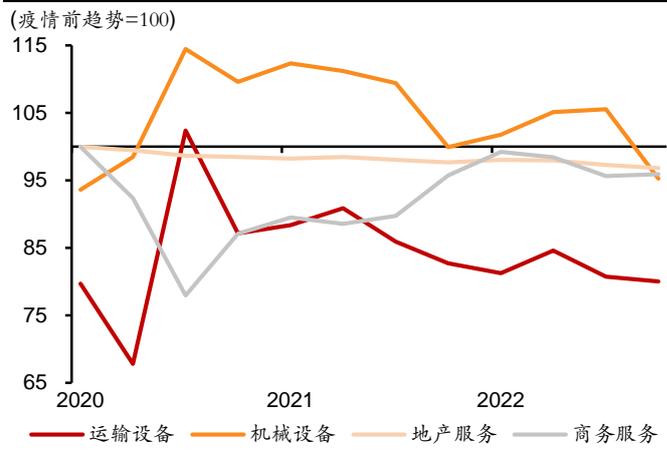
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 31: 法国食品和能源消费复苏



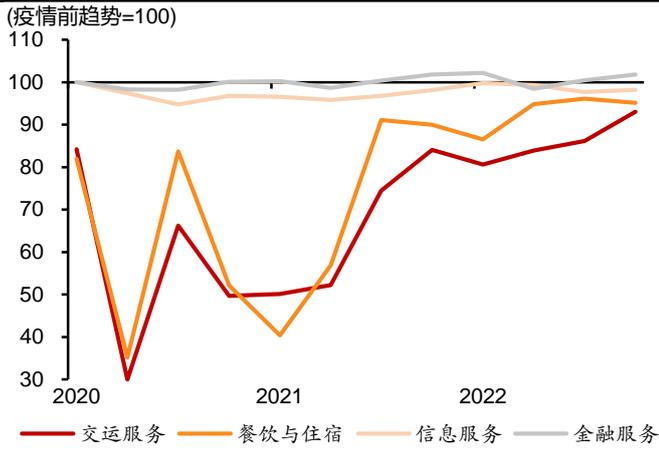
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 32: 法国设备、居住和商务服务消费复苏



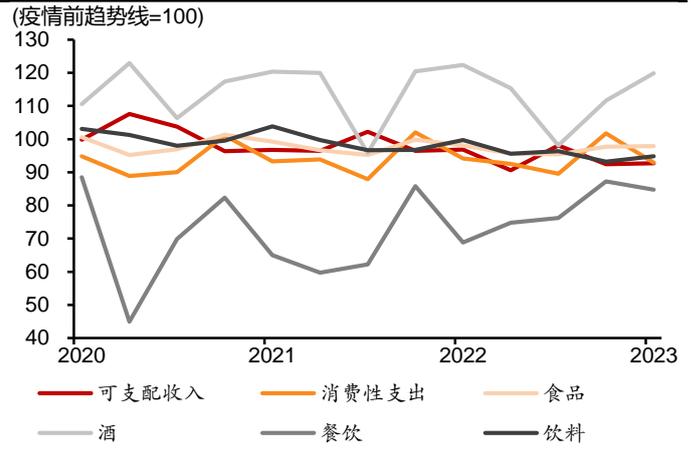
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 33: 法国餐饮住宿与各项服务业消费复苏



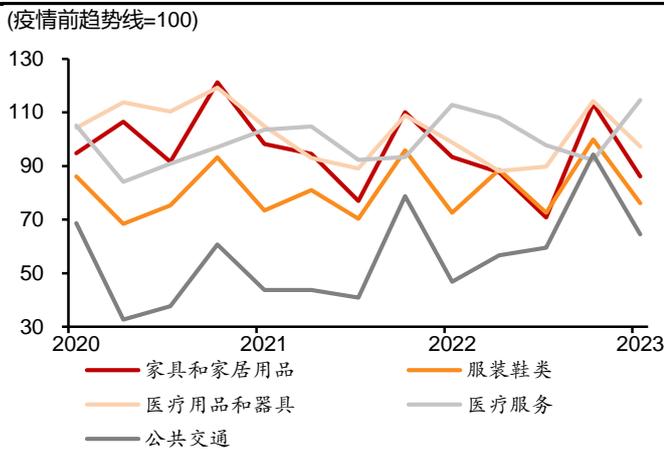
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 34: 日本食品饮料与餐饮消费复苏



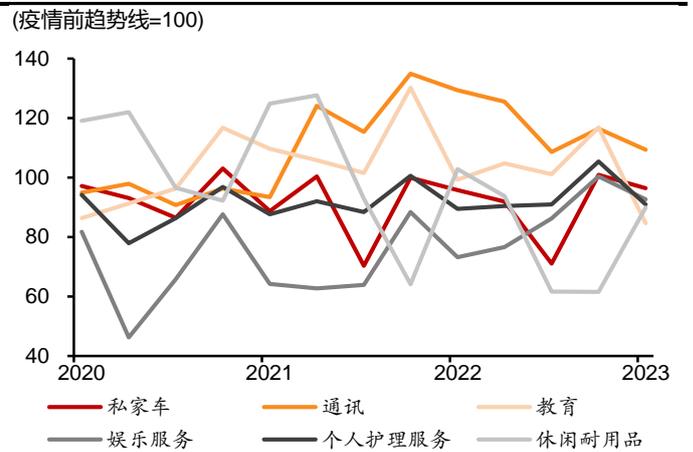
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 35: 日本家具、服装和医疗等消费复苏



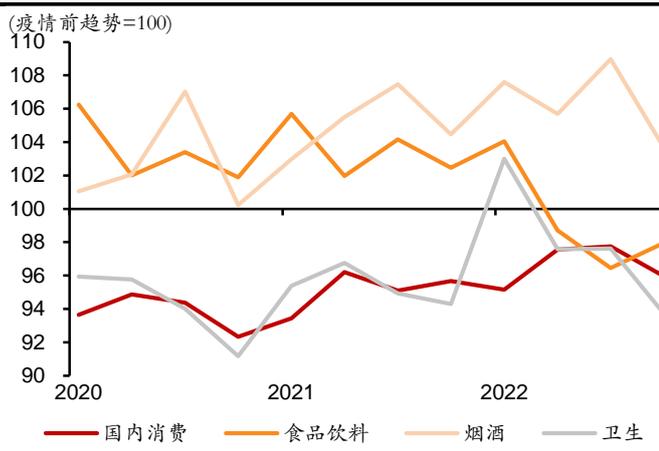
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 36: 日本通讯、教育、娱乐、个人护理等消费复苏



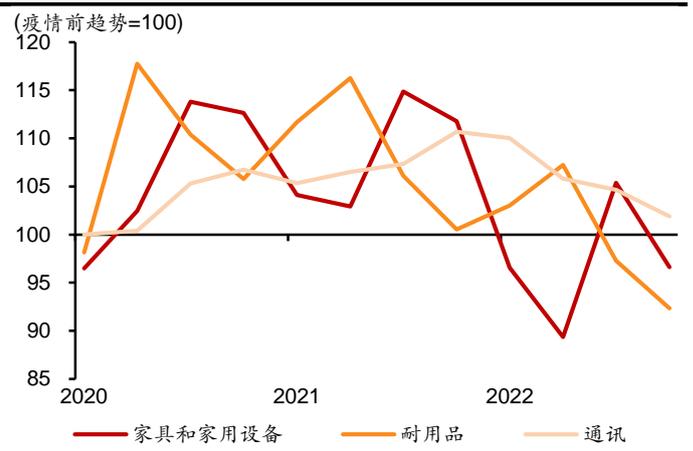
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 37: 韩国食品饮料、烟酒与卫生等消费复苏



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 38: 韩国家居设备、通讯与耐用品消费复苏



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 39: 韩国服装、交通、娱乐、餐饮等消费复苏

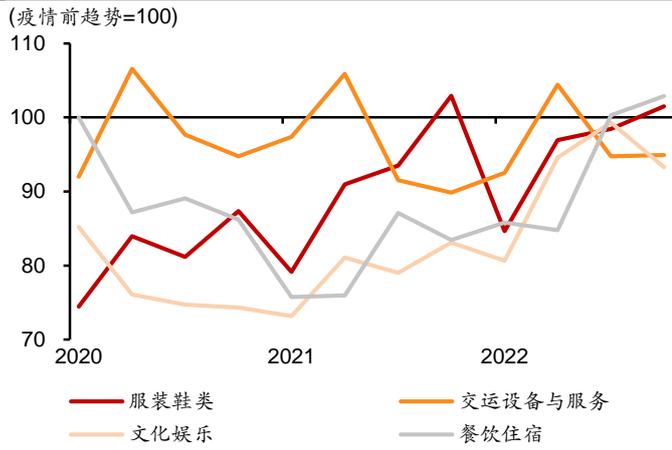


图 40: 韩国出/入境游消费复苏

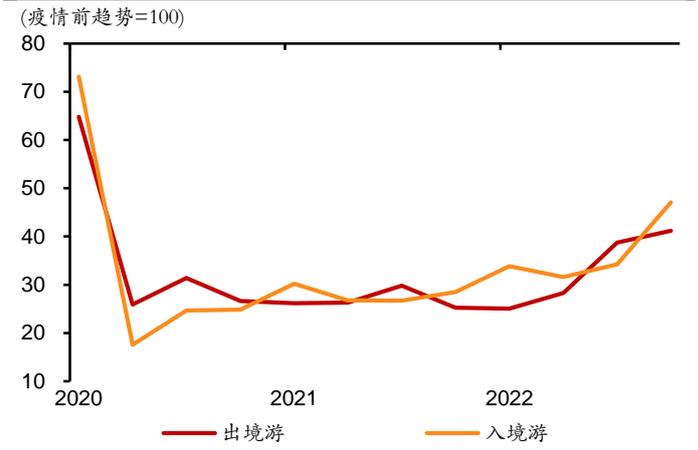


图 41: 中国台湾地区食品、家庭用品、通讯等消费复苏

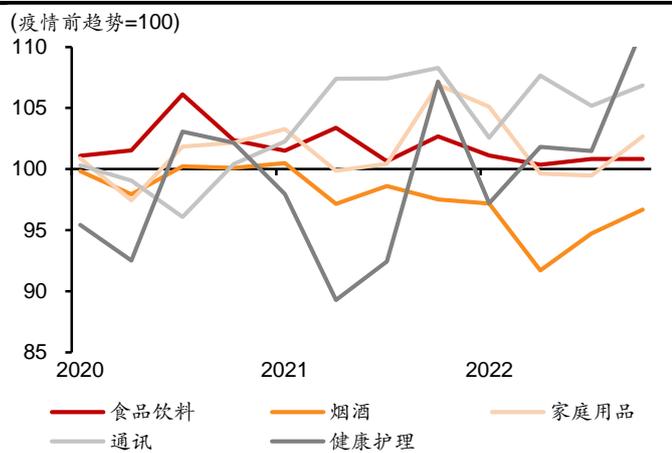


图 42: 中国台湾地区服装、交通运输、文娱等消费复苏

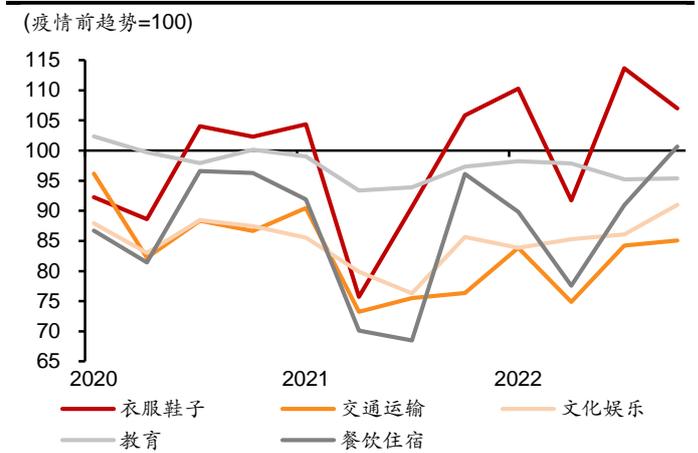


图 43: 韩国服装、餐饮、药品等零售量复苏

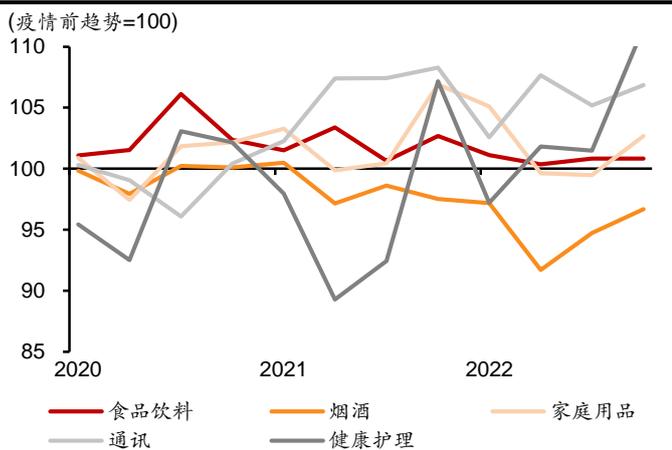


图 44: 韩国网购、家用设备、家具等零售量复苏

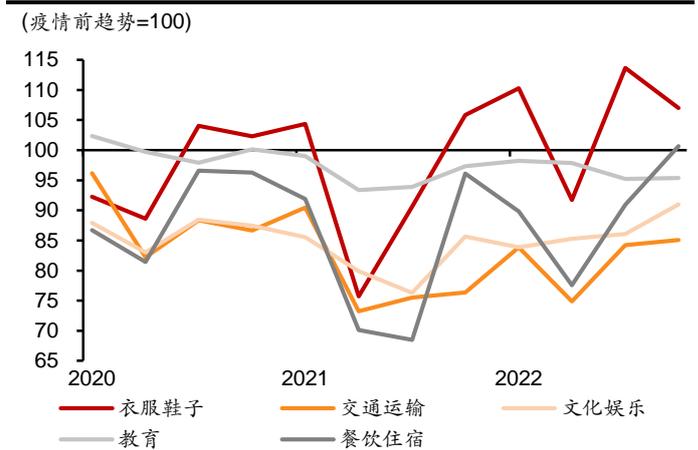
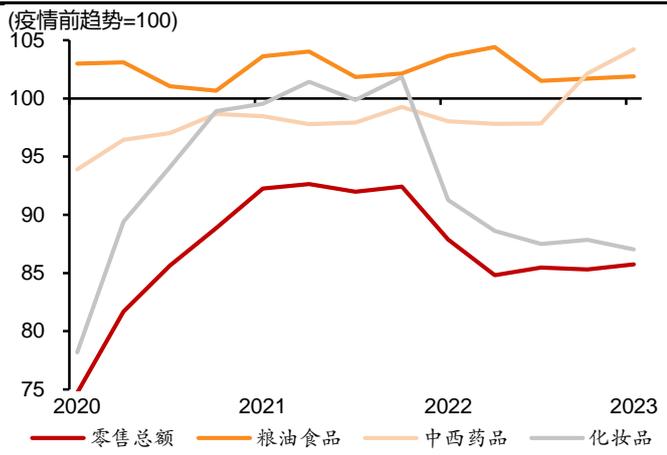
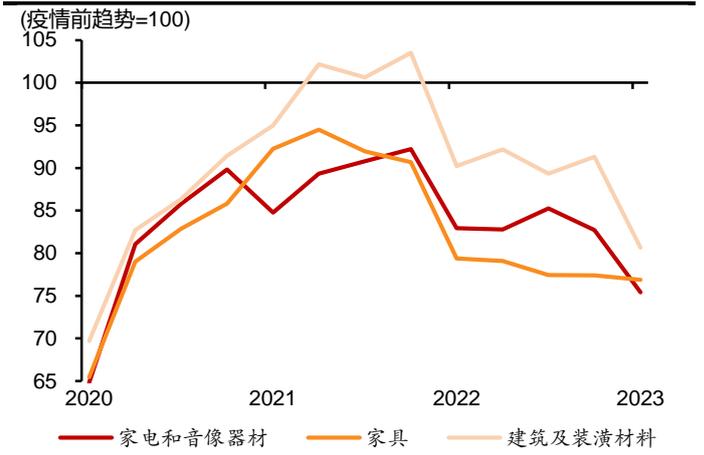


图 45: 中国食品、药品、化妆品零售额复苏



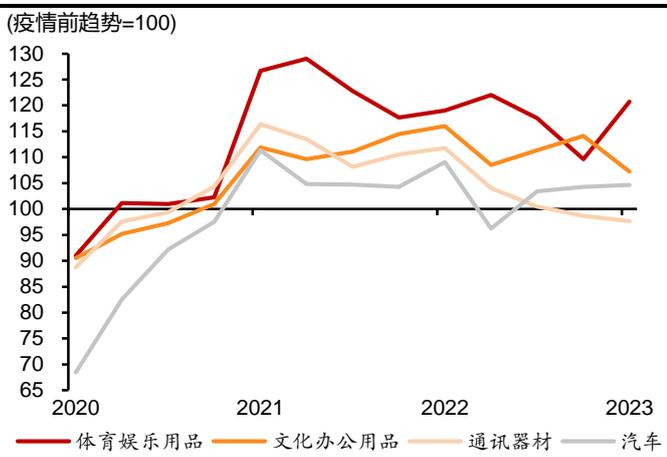
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 46: 中国家电、家具、建材零售额复苏



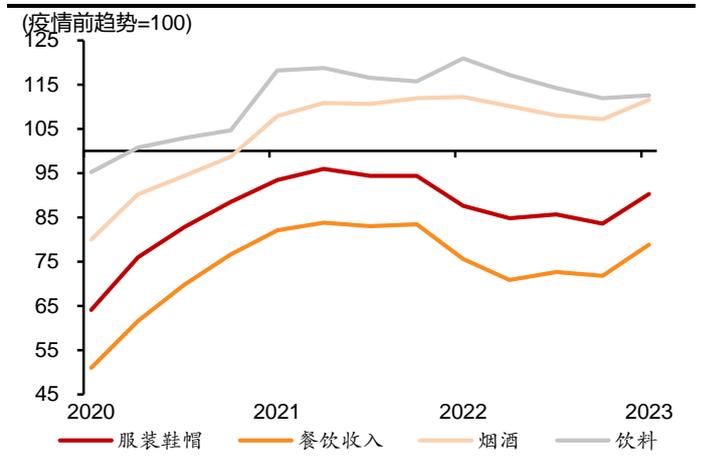
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 47: 中国体育娱乐用品、通讯器材、汽车等零售额复苏



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 48: 中国服装、餐饮、烟酒、饮料零售额复苏



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

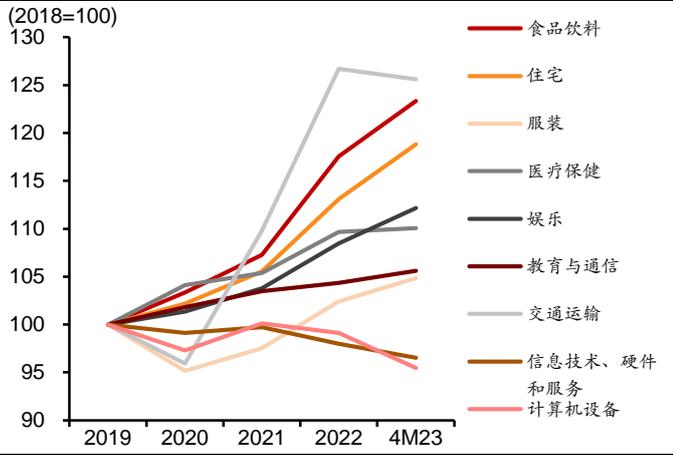
从通胀压力看各类消费供求形势

分类别来看, 食品饮料、医疗等必选消费需求在疫情前后保持平稳, 但疫情、俄乌冲突和劳工问题等导致的供应瓶颈推升食品和能源通胀; 宅经济有关的居住和耐用消费先大幅上升后显著下降, 对商品需求造成扰动, 是支撑商品通胀先升后降的重要因素。由于发达国家政策宽松力度和消费恢复程度比发展中国家更强, 发达国家通胀上升压力大于发展中国家。净出口经济体在重要商品或制造业供应链方面具有比较优势, 通胀上升压力小于净进口经济体。海权国家通胀压力高于内陆国家, 因前者对境外供应链依赖度更高, 且政策宽松力度更大。

分经济体来看, 美国通胀较高的部门是食品、能源、房租、医疗保健和娱乐, 因供应瓶颈、劳工短缺和超级宽松对需求刺激等因素。日本通胀较高的部门是家具及家居用品、公用事业和食品, 反映供应瓶颈和能源、粮食成本上涨, 但教育、交通和通信呈现通缩状态, 反映部分服务和耐用品需求疲弱。韩国通胀较高的部门是食品、能源、饮料、餐饮酒店和个人护理, 反映这些部门供应瓶颈或需求恢复较好。中国台湾地区通胀水平较高的部门是食品、公用事业及能源和娱乐, 但家电、服装和房租出现通缩状态, 反映相关需求疲弱。中国大陆通胀压力较小, 今年以来CPI增速持续走低, PPI跌幅不断扩大, 进入类通缩状态,

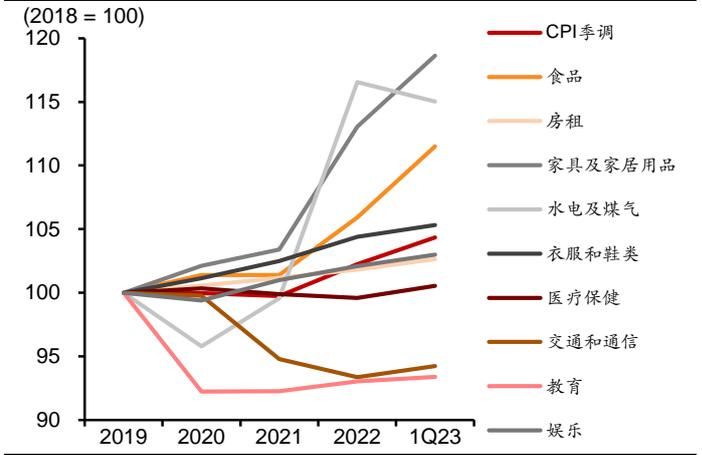
因房地产、耐用消费和私人企业资本支出依然较弱，经济增速仍低于潜在增速，存在产出负缺口，同时猪肉价格在去产能周期中持续下跌，近期美欧银行业局部动荡引发大宗商品价格回调。

图 49: 美国 CPI 指数



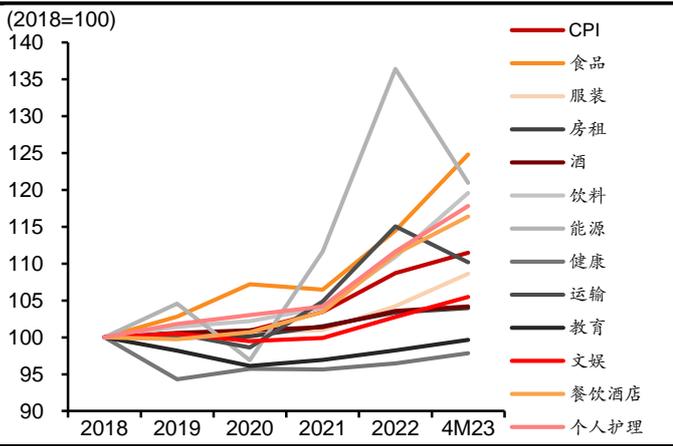
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 50: 日本 CPI 指数



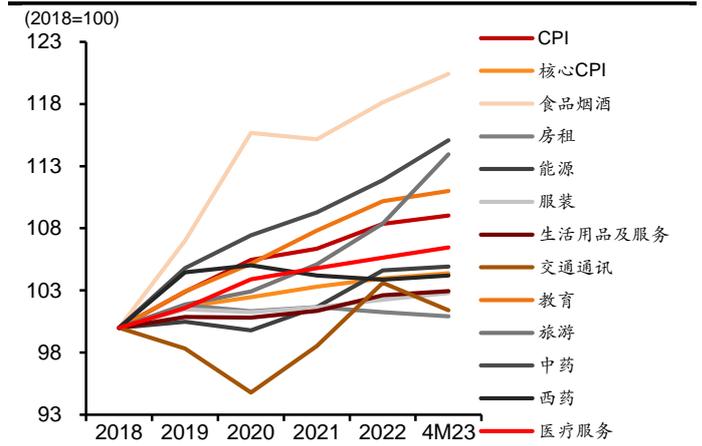
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 51: 韩国 CPI 指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 52: 中国 CPI 指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

未来不确定性

货币金融条件收紧

疫情期间货币宽松和俄乌战争大幅推升通胀，发达国家央行快速收紧货币政策，全球货币金融条件收紧。近期美欧银行业局部动荡，可能加剧信贷收缩，增加消费放缓风险。美国10年国债实际利率（通胀指数化债券收益率）从2021年末的-1%回升至2022年4月末的0%和2022年末的1.6%，今年4月末又回落至1.3%，以LPR减去CPI增速衡量的贷款实际利率从2022年3月末的-5.1%升至今年3月末的2.8%。德国10年国债实际利率（通胀指数化债券收益率）从2021年末的-2%回升至2022年末的0.3%，今年4月末回落至-0.07%，以家庭消费贷款有效利率减CPI增速衡量的贷款实际利率从2022年9月的-2.2%回升至今年3月的0.3%。韩国以贷款加权平均利率减CPI增速衡量的贷款实际利率从2022年7月的-2.6%回升至今年3月的0.9%。由于类通缩压力，中国以1年期LPR减CPI增速衡量的短期贷款实际利率从2022年9月的0.9%大幅升至今年3月的3%。美国、欧元区、日本、英国和韩国的M2增速分别从2021年末的12.8%、7%、3.7%、6%和13.2%降至2022年末的-0.9%、3%、2.9%、3%和5%，美国、欧元区和英国的M2增速在今年3月末进一步降至-4.1%、1.5%和1.3%。

货币金融条件收紧对房地产市场具有显著影响，美欧房地产市场进入下行周期，带动金融周期向下，对家庭消费产生负面影响。美欧房地产销售大幅下滑，1Q23美国和德国获批新建住宅量同比分别下降22.6%和23.3%，相比4Q22跌幅进一步扩大，而日本新屋开工量小幅增长1%，相比4Q22同比下跌1.6%有所改善，澳大利亚和韩国房屋新开工量同比下跌12.3%和11.3%，而4Q22同比下降12.6%和45.7%。美欧房价涨幅大幅放缓，美国房价指数同比涨幅由1Q22的18.8%放缓至1Q23的2.1%，英国房价指数由1Q22同比上涨13%转为今年1-4月同比下跌1.4%。

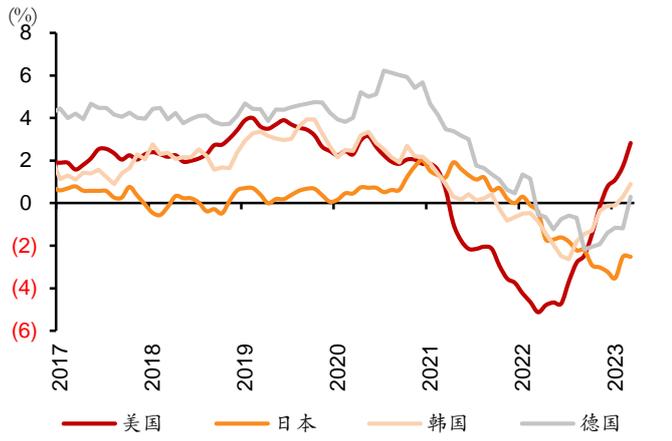
货币金融条件收紧对消费信贷和家庭消费的影响尚未完全体现。美国消费信贷同比增速由2022年8月末的12.8%放缓至2023年3月末的8.6%，仍高于疫情2017-2019年平均5.6%的增速，但在中小银行动荡之后，消费贷款标准趋紧的银行占比显著上升，预示消费贷款增速可能进一步下行。美国不变价耐用品消费增速由2021年的12.6%降至2022年的-0.3%，1Q23又小幅反弹至2.7%，其中汽车销量同比增速由4Q22的12.6%降至1Q23的6.5%。欧元区消费信贷增速从2021年末的-0.4%回升至2022年末的2.7%和2023年3月末的3.1%，但受俄乌冲突、供应短缺和高通胀影响，不变价零售额增速从1Q22的11.5%大幅降至4Q22的-1.6%和1Q23的-1.1%，其中德国汽车销量同比增速由4Q22的28.7%降至1Q23的5.7%。

此轮货币金融条件收紧对发达国家影响可能大于对新兴市场影响。在疫后经济复苏周期中，发达国家率先重启经济，政策刺激规模相对较大，而新兴市场走出疫情和重启经济相对较晚，政策刺激规模相对较小，加上地缘政治风险对新兴市场压制更大，全球货币宽松带来的流动性主要停留在发达市场，而没有像以往周期那样大规模流向新兴市场。我们注意到2020-2021年发达国家M2、房价和股价涨幅显著超过新兴市场。随着发达国家通胀高企和剧烈加息，发达市场局部资产泡沫破裂，英国养老金危机、日本国债风暴和美欧银行业局部动荡先后搅动全球市场，房地产市场大幅下滑，金融周期下行。由于新兴市场经济复苏、信贷增长和资产价格涨幅相对落后，此轮货币金融条件收紧并未引发新兴市场系统性危机。

主要经济体家庭资产负债表比较稳健，货币金融条件收紧不会引发系统性金融危机。疫情冲击后，主要经济体家庭债务率（债务/GDP）先小幅上升，而后随着政府转移支付、经济恢复和房地产下行，又显著下降，目前已回到疫情前水平附近，部分经济体家庭债务率甚

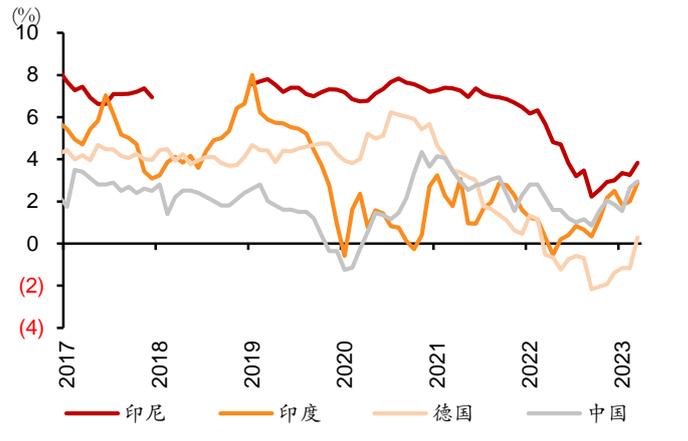
至低于疫情前水平。根据 BIS 统计，发达国家和新兴市场家庭债务率分别从 2019 年末的 73.6%和 45.7%升至 2020 年末的 80.9%和 54.1%，又降至 2022 年 9 月末的 70%和 45.7%，其中美国家庭债务率从 2019 年末的 75.3%小幅升至 2021 年末的 76.9%，2022 年末又降至 74.4%，欧元区家庭债务率从 2019 年末的 65.3%小幅升至 2021 年末的 67.9%，2022 年末降至 65.3%。日本和中国的家庭债务率从 2019 年末的 84.5%和 56.1%分别升至 2021 年末的 91.7%和 61.9%和 2022 年末的 90.9%和 61.9%。伴随剧烈加息，美国家庭偿债负担率（偿债支出/可支配收入）从 2021 年的 8.9%上升至 2022 年的 9.6%，但仍低于疫情前 2019 年的 9.8%，目前美国中长期利率已率先回落。

图 53:发达国家实际利率（贷款利率-CPI 增速）



资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 54:新兴市场实际利率（贷款利率-CPI 增速）



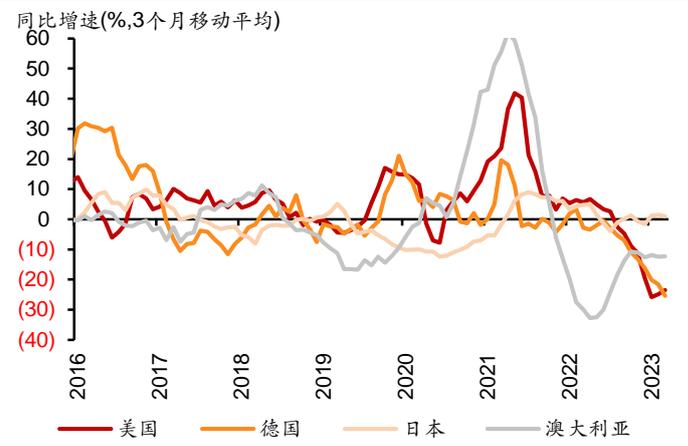
资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 55:主要经济体 M2 增速



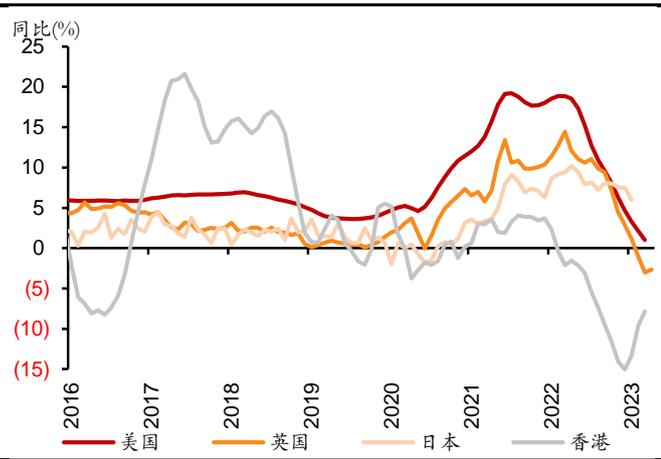
资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 56:主要经济体房屋开工同比增速



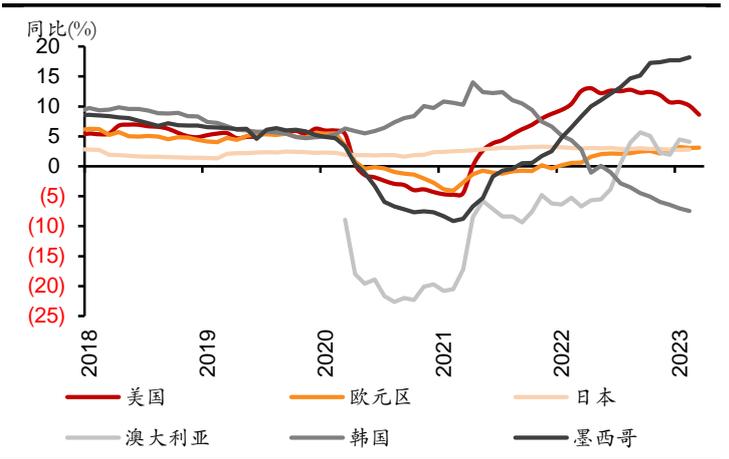
资料来源：Wind, 招银国际环球市场预测

图 57: 全球房屋价格指数增速



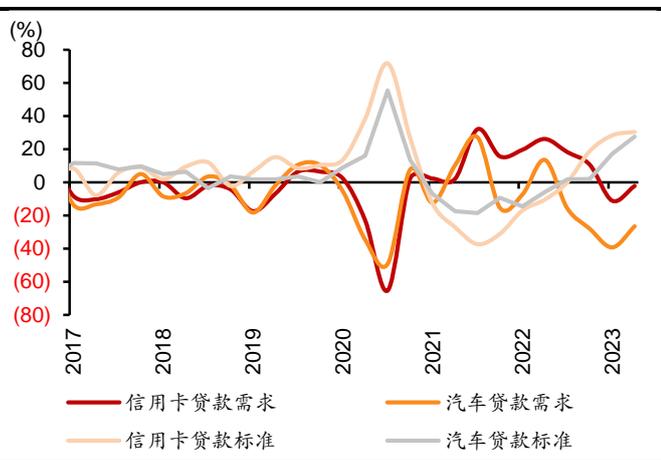
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 58: 主要经济体消费信贷增速



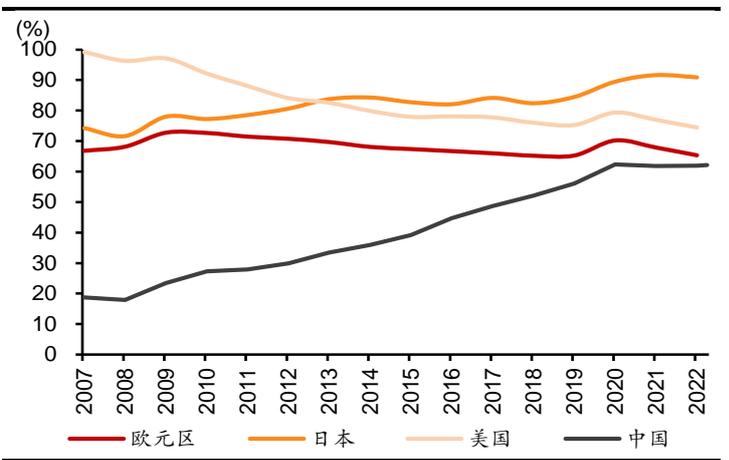
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 59: 美国信用卡、汽车贷款需求与标准



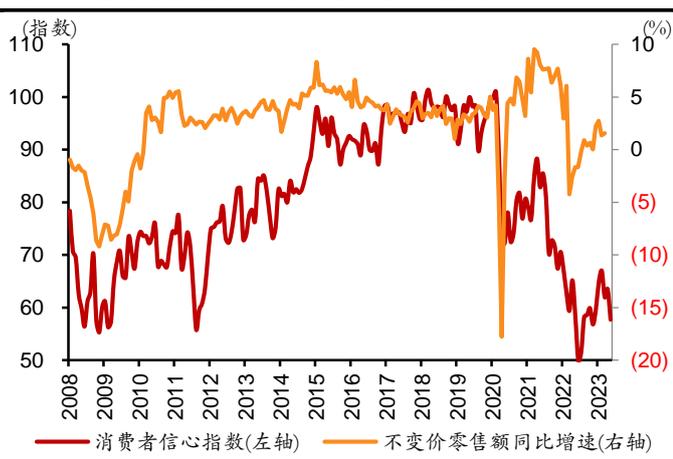
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 60: 主要经济体家庭负债率



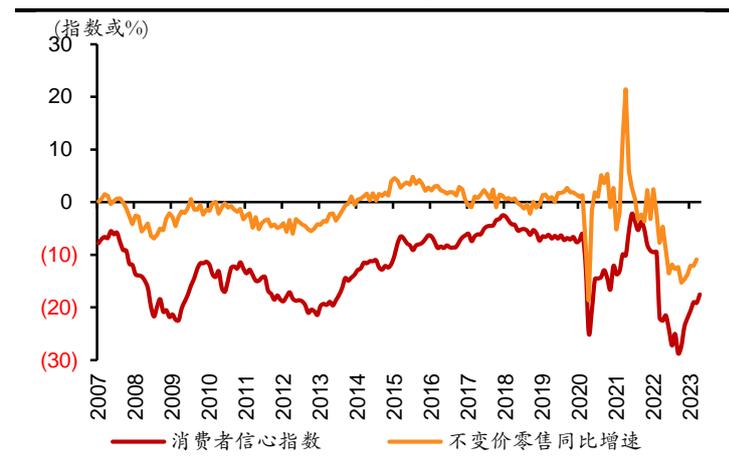
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 61: 美国消费者信心与零售额实际增速



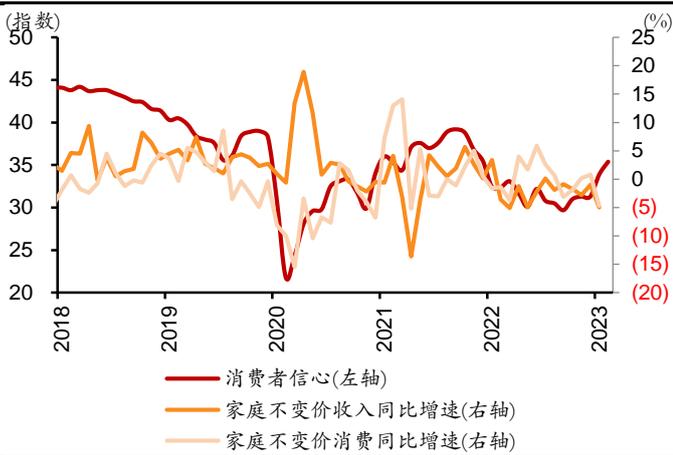
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 62: 欧元区消费者信心与零售额实际增速



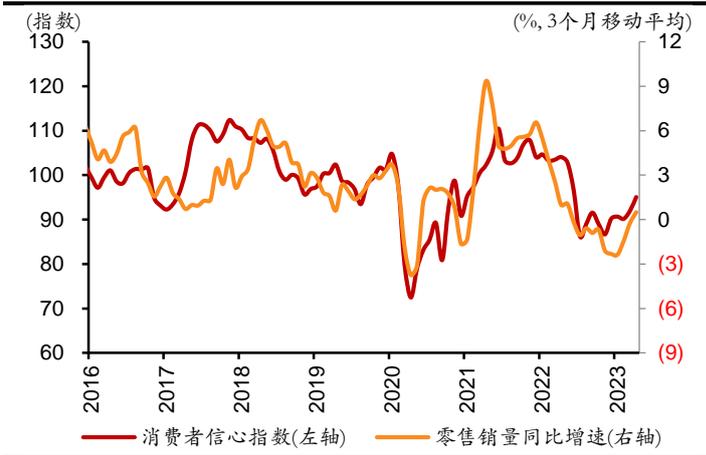
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 63: 日本消费者信心指数与家庭消费增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 64: 韩国消费者信心指数与零售销量增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

劳动力市场放缓

发达国家劳动力市场已恢复至疫情前状态, 美国、澳大利亚等部分经济体就业市场热度甚至超过疫情前水平。但随着货币紧缩带动金融周期向下和经济放缓, 劳动力市场先行指标开始放缓, 预示家庭消费可能面临下行风险。

由于需求放缓、成本压力和盈利前景恶化, 企业对劳动力需求开始减弱, 部分行业率先开始裁人。2023年3月末相比2022年9月末, 美国、英国、德国和韩国的职位空缺数分别下降 15.7%、13.2%、12%和 6.7%, 但日本的职位空缺数大幅增长 23.3%。2022年下半年以来, 美国制造业和服务业平均每周工作小时数开始下降, 非农就业同比增速从2022年6月末的 4.5%降至2023年3月末的 2.6%。

低学历和低收入人群的就业和收入对经济周期似乎更加敏感。2023年3月, 美国高中及以下学历在非农行业就业开始负增长, 高中以下学历雇员每周中值收入扣除通胀后同比下降 3.8%, 最低 10%和第一四分位两个群组的每周中值收入扣除通胀后也分别同比下降 1.3%和 0.3%。由于低收入群体边际消费倾向较高, 他们就业和收入的下降将对消费产生直接影响。

受俄乌冲突、高通胀和货币紧缩影响, 2022年前三季度发达国家消费者信心大幅恶化, 但随着食品、能源价格回落和工资随物价上涨, 4Q22以来消费者信心有所反弹, 支撑部分消费有所改善, 但目前消费者信心仍在较低水平。随着货币紧缩效应进一步显现和劳动力市场放缓, 消费者信心可能再度恶化。

家庭消费结构变化

疫情前后消费结构变化可以为未来消费复苏的前景提供一些有意义的启示。在疫情期间, 宅经济消费崛起, 服务消费场景受到重创, 必选消费和耐用品消费占比大幅提升, 服务消费占比显著下降。经济重启后, 宅经济消费放缓, 大部分服务消费开始恢复, 必选消费和耐用品消费占比开始下降, 服务消费占比逐步回升, 但由于前期服务消费受冲击很大且家庭消费习惯回归需要时间, 耐用品消费占比仍显著高于疫情前水平, 食品和能源通胀导致这两项消费占比也高于疫情前水平, 而服务消费占比仍显著低于疫情前水平。这意味着, 随着疫后经济和消费习惯不断正常化, 耐用品消费占比仍有下行空间, 而服务消费占比仍有回升空间。

美国家庭消费结构变化：疫情冲击后，汽车、其他耐用品、食品饮料、居住和通信服务在消费中占比显著上升，餐饮住宿、交通服务、娱乐服务、能源、医疗服务、个人护理及幼儿护理在消费中占比显著下降。经济重启后，居住、医疗服务、食品饮料和通信服务在消费中占比下降，而餐饮住宿、交通服务、能源、娱乐服务和服装鞋子在消费中占比逐步回升。经济重启后汽车和部分其他耐用品在消费中占比并未显著下滑，而是持续提升，可能由于电动化和智能化加速带动消费升级，抵消了周期性因素的影响。截至1Q23，汽车、其他耐用品、餐饮住宿和食品饮料在消费中占比显著高于疫情前水平，医疗服务、居住、娱乐服务、教育服务和个人护理、幼儿护理在消费中占比仍低于疫情前水平。

日本家庭消费结构变化：疫情冲击后，2020年必选消费在消费中占比上升2.7个百分点，其中食品、居住、公用事业和医疗在消费中占比分别上升1.9、0.4、0.4和0.4个百分点，可选消费和服务在消费中占比分别下降2.7和3.1个百分点，其中文化娱乐、社交、公共交通和服装鞋帽在消费中占比分别下降1.3、1.2、0.9和0.5个百分点。经济重启后，必选消费占比仍小幅上升，可选消费和服务在消费中占比进一步小幅下降，但内部分化比较明显，食品、居住、家具和家居用品、教育和通讯在消费中占比下降，但能源、公用事业、文化娱乐、公共交通、私人交通、社交等消费占比回升。截至1Q23，社交、教育、服装鞋帽、家具和家居用品等在消费中占比仍低于疫情前水平，而能源、公用事业和私人交通在消费中占比显著高于疫情前水平。

意大利家庭消费结构变化：疫情冲击后，2020年食品饮料、烟酒、居住及公用事业、医疗和耐用品在消费中占比分别上升2.5、0.5、2.9、0.3和0.3个百分点，餐饮住宿、交通运输、文化娱乐和服装鞋子在消费中占比分别下降3.3、2.1、0.9和0.5个百分点。经济重启后，2021-2022年食品饮料、烟酒、居住及公用事业、医疗和耐用品在消费中占比分别下降2.3、0.6、0.6、0.4和0.4个百分点，餐厅住宿、交通运输、文化娱乐和服装鞋子在消费中占比分别回升2.3、1.3、0.9和0.2个百分点。

韩国家庭消费结构变化：疫情冲击后，2020年食品饮料、居住及公用事业、家电、医疗、汽车和保险在消费中占比明显上升，教育、文化娱乐、餐饮住宿和服装鞋子在消费中占比显著下降。经济重启后，2021-2022年餐饮住宿、教育、能源、文化娱乐和服装鞋子在消费中占比明显回升，但汽车、居住及公用事业、家电、医疗和保险在消费中占比有所下降。

中国家庭消费结构变化：疫情冲击后，2020年食品烟酒和居住在消费中占比明显上升，教育、文化和娱乐、衣着、交通和通讯在消费中占比下降。经济重启后，2021年食品烟酒和居住在消费中占比下降，而教育、文化和娱乐、医疗保险在消费中占比上升。在防疫管控再度收紧的2022年，食品烟酒和居住在消费中占比再次上升，教育、文化和娱乐、衣着、交通和通讯、医疗保健等在消费中占比下降。经济再次重启后，1Q23食品烟酒、衣着和医疗保健在消费中占比显著上升，而居住、交通和通讯、教育、文化和娱乐、生活用品及服务在消费中占比进一步下降。截至1Q23，食品烟酒在消费中占比大幅高于疫情前水平，教育、文化和娱乐、交通和通讯、生活用品及服务在消费中占比则显著低于疫情前水平。

图 65: 美国周不变价工资与工作小时数增速

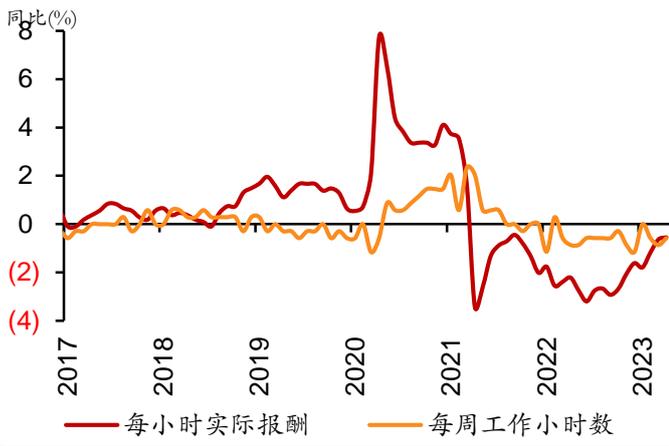


图 66: 日本月不变价工资与工作小时数增速

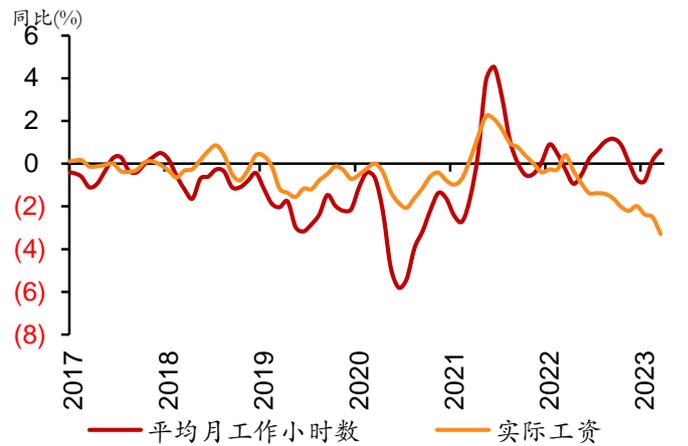


图 67: 主要经济体职位空缺指数

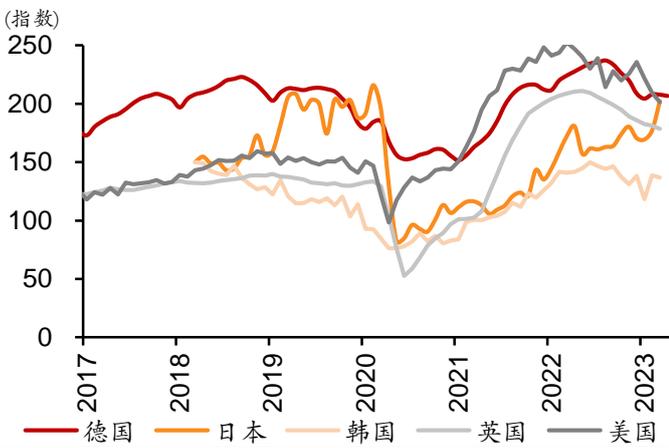


图 68: 美国周名义工资增速

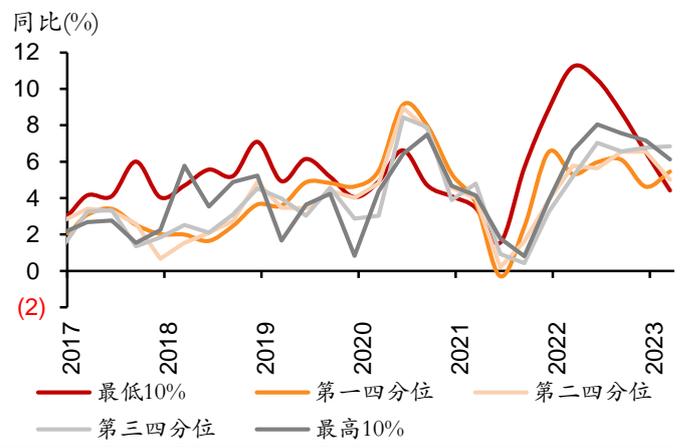


图 69: 美国周不变价工资增速

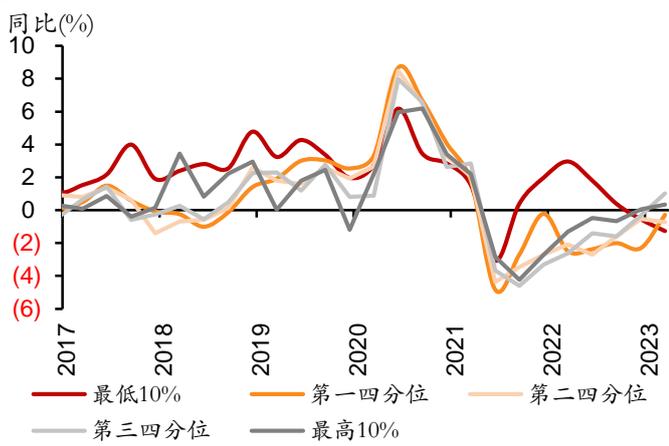


图 70: 美国各行业就业人数增速

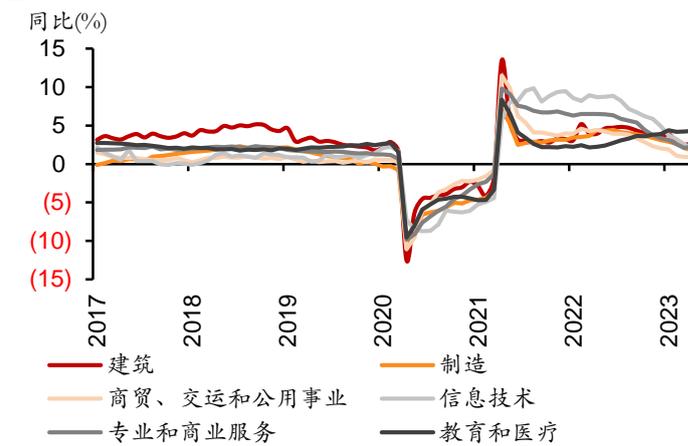
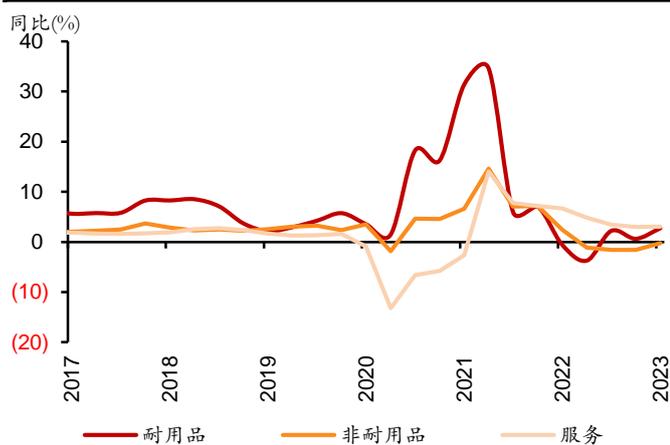
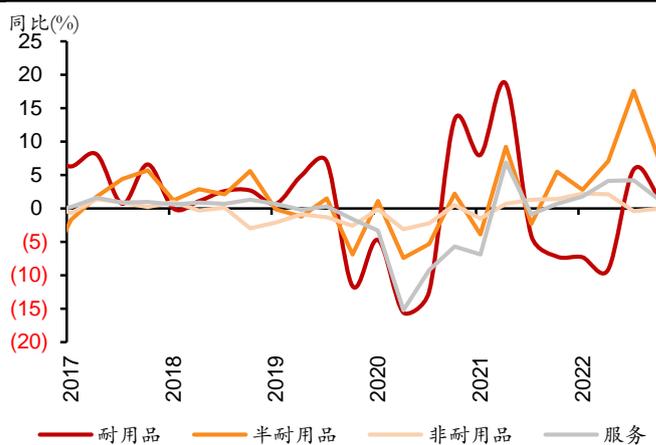


图 71: 美国不变价商品及服务消费增速



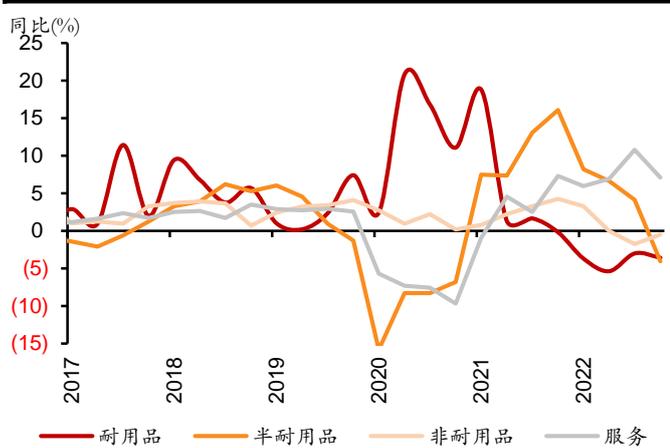
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 72: 日本不变价商品及服务消费增速



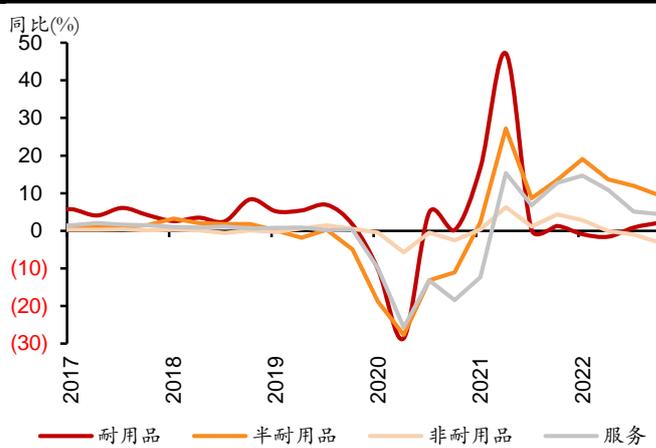
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 73: 韩国不变价商品及服务消费增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 74: 意大利不变价商品及服务消费增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。