



2022 年 11 月 14 日

## 宏观专题

# 海外防疫政策调整后的消费恢复 ——防疫复苏专题系列一

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

### 联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

- **核心观点:**在冠状病毒不断的变异与扩散中,各国的防疫政策也随着不断累积的防疫经验、疫苗的研发与接种相机变化调整。由于资源禀赋、政策刺激上的差异,2020 年以来,各国消费也呈现出差异化的复苏路径,同时也呈现出一定的共同特点。我们发现,防控政策的对于人员流动的限制与消费的复苏呈现出最直接的相关关系,但即便完全解除限制,消费的恢复也存在永久损伤的部分,且在各国的消费结构上都存在“消费降级”的趋势。
- **美国:防疫撤销完全解除场景限制,但服务消费中枢永久受损。**我们从①客观消费场景限制的解除与②主观消费意愿的修复来复盘疫情以来美国消费的修复路径。客观消费场景限制上,谷歌数据显示解封后公园人流量已恢复至疫情前水平,即对线下消费场景的限制已完全解除,但工作场所与交通工具较疫情前尚有 20%与 17%的缺口,或系线上办公盛行导致,这或对应传统商业中心人流永久性降低,或将带来一定程度的消费降级。主观消费意愿的修复上,在防疫政策放松,客观显现服务场景限制解除的条件下,服务消费虽然持续在修复,但并未出现类似商品消费一般的“报复性反弹”,甚至尚未恢复至历史趋势水平线。这一方面来自替代效应,即疫情期间购置的耐用品对线下同等功能的服务消费形成了挤兑;另一方面来自收入效应,即消费者高企的通胀预期使其减少了部分服务开支。
- **新加坡:疫情的进程仍然在一定程度上影响居民的出行,服务业恢复超过疫情前,“消费降级”无可避免。**通过消费场所来看,便利店&药店的消费的活动指数中枢抬升快于零售&娱乐场所的中枢抬升,即与工作场所活动相关的线下消费场景消费指数的提升更多的转移向了低单价、必需品,非必需品的消费恢复程度弱于必需品,在一定程度上也呈现出与美国同样的“消费降级”。大部分商品销售已经恢复至疫情前水平,餐饮服务指数的恢复从 2021 年 12 月开始且远超疫情前水平,新加坡的开放政策实施后商品和服务项的消费恢复情况较好。但在 2 月 Omicron 开始扩散之后,娱乐休闲用品销售指数也出现了明显下滑,说明疫情扩散对于消费意愿仍然存在一定的压制作用,必需品的消费受到的影响更弱,也从侧面印证了“消费降级”的趋势。
- **泰国:人员出行不再受限,但旅游业的恢复是驱动服务消费恢复的关键;耐用消费品成为私人消费的支柱。**Omicron 在 4 月导致的新增确诊病例数不断抬升的状况并不影响外出人数的变化,这与泰国在 2022 年 2 月之后重启的“沙盒计划”吸引海外其他地区游客入境和封控措施逐级减弱相关性升高;办公场所与美国同样呈现了向居家办公的转移;同时,全球的假期(元旦)期间和泰国国内的假期(泰历新年)人员出行均出现高峰期,但明显全球假期期间的零售&娱乐活动指数高于泰国国内假期期间,说明泰国国内非必需消费的内生拉动仍然不足,旅游业的恢复对于泰国的非必需消费仍然起到较为关键的作用。耐用品和半耐用品的消费仍然支撑私人消费指数维持疫情前的水平,快消品指数则较疫情前有所下滑,在 2021 年 9 月之后持续高于快消品指数,也说明了疫情之后的私人消费确实出现了“消费降级”的趋势。
- 股票指数来看,各国都呈现出第一次解禁和完全放开的初期,可选消费优于必选的情况,但子行业的变化呈现各不相同的局面,并非所有的消费子行业都能在疫情管控放开后迎来股价的迅速反弹,各国的消费结构变化会对行业的超额收益形成相对长期的支撑。
- **风险提示:**新型病毒蔓延导致防控措施再度升级,全球通胀危机,全球衰退危机

## 内容目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1. 美国 .....                   | 4  |
| 1.1. 疫情以来美国防控思路的变化 .....      | 4  |
| 1.2. 美国疫后的消费恢复 .....          | 5  |
| 2. 新加坡 .....                  | 8  |
| 2.1. 疫情以来新加坡防控思路的变化 .....     | 8  |
| 2.2. 新加坡当前的疫情状况及经济状况 .....    | 9  |
| 2.3. 新加坡的消费恢复特征 .....         | 10 |
| 3. 泰国 .....                   | 12 |
| 3.1. 疫情以来泰国防控思路的变化 .....      | 12 |
| 3.2. 泰国防疫思路调整期间的消费变化 .....    | 13 |
| 4. 防疫调整前后的消费行业是否存在超额收益? ..... | 15 |
| 4.1. 美国 .....                 | 15 |
| 4.2. 新加坡 .....                | 16 |
| 4.3. 泰国 .....                 | 17 |
| 5. 风险提示 .....                 | 17 |

## 图表目录

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1: 美国新增确诊病例七日平均值 vs 疫情防控指数时间序列 .....      | 4  |
| 图 2: 24 个正式发布居家令的美国州政府 .....                | 5  |
| 图 3: 美国谷歌活动指数 vs 疫情防控指数时间序列 .....           | 5  |
| 图 4: 美国商品 vs 服务分项实际个人消费支出时间序列 .....         | 6  |
| 图 5: 美国部分服务分项实际个人消费支出时间序列 .....             | 6  |
| 图 6: 美国交通、娱乐、食宿服务分项实际个人消费支出时间序列 .....       | 6  |
| 图 7: 美国机动车 vs 陆地公交服务实际个人消费支出 .....          | 7  |
| 图 8: 美国运动器械 vs 健身房&俱乐部服务实际个人消费支出 .....      | 7  |
| 图 9: 美国游乐园&露营实际个人消费支出 .....                 | 7  |
| 图 10: FRBNY 消费者问卷-部分商品未来 1 年涨价预期 .....      | 7  |
| 图 11: 新加坡新增确诊病例七日平均值 vs 疫情防控指数时间序列 .....    | 8  |
| 图 12: 新加坡 GDP 增速超过疫情前水平 (%) .....           | 9  |
| 图 13: 新加坡主要产业结构 (占 GDP 比例, 2021 年, %) ..... | 9  |
| 图 14: 新加坡制造业 PMI 大部分时间位于荣枯线以上 .....         | 9  |
| 图 15: 旅游业恢复较为缓慢 .....                       | 9  |
| 图 16: 新加坡谷歌活动指数 vs 疫情防控指数时间序列 .....         | 10 |
| 图 17: 新加坡个人消费支出分项 (2021 年) .....            | 11 |
| 图 18: 各项商品零售销售指数及餐饮服务指数同比 (%) .....         | 11 |
| 图 19: 服务业收入指数持续提升 .....                     | 11 |
| 图 20: 商业预期与就业预期向好 .....                     | 11 |
| 图 21: 泰国新增确诊病例七日平均值 vs 疫情防控指数时间序列 .....     | 12 |
| 图 22: 泰国谷歌活动指数 vs 疫情防控指数时间序列 .....          | 13 |
| 图 23: 私人消费指数基本恢复疫情前水平, 但结构分化 .....          | 14 |
| 图 24: 旅游活动自 2021 年 10 月起快速恢复 .....          | 14 |
| 图 25: 零售、通讯与地产服务指数超过疫情前 .....               | 14 |
| 图 26: 零售和个人用品相对指数有持续超额收益 .....              | 15 |
| 图 27: 可选消费超额收益在解封后短期内较为明显 .....             | 15 |
| 图 28: 农产品和汽车相对大盘指数有超额收益 .....               | 16 |
| 图 29: 疫情防控政策的变化对于可选消费行业估值的提升起到了积极作用 .....   | 16 |
| 图 30: 旅游休闲和医疗保健在再次开放后呈现明显的收益上行 .....        | 17 |
| 图 31: 第一轮和第三轮放开的过程中可选相对必选有超额收益 .....        | 17 |

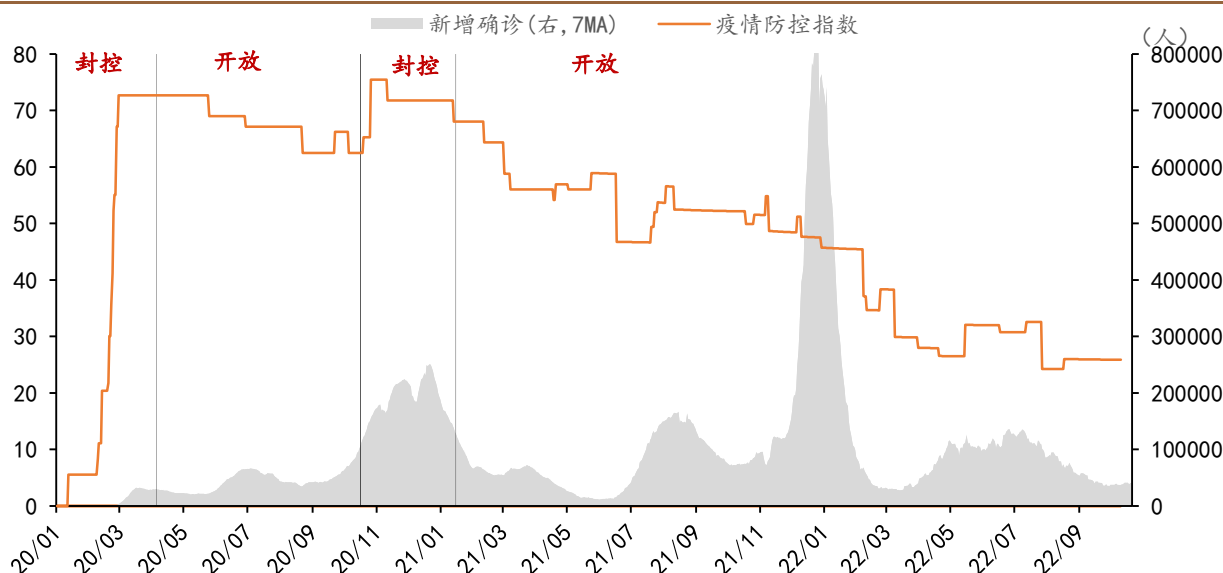
自 2020 年首次爆发以来，全球共经历了四轮疫情带来的冲击，分别为 2020 年初和年末的 COVID-19、2021 年年中的 Delta Variant 和年末的 Omicron Variant。在冠状病毒不断的变异与扩散中，各国的防疫政策也随着不断累积的防疫经验、疫苗的研发与接种相机变化调整。由于资源禀赋、政策刺激上的差异，2020 年以来，各国消费也呈现出差异化的复苏路径。本报告主要梳理海外三个典型国家在历次疫情冲击下，国内消费的修复情况。

## 1. 美国

### 1.1. 疫情以来美国防控思路的变化

以牛津大学公布的疫情防控指数（Government Response Stringency Index）<sup>1</sup>作为衡量标准，我们可将 2020 年以来美国政府的疫情防控趋势按照“封控-开放”在时间维度上进行划分为两个封控期和两个开放期（图 1）。

图 1：美国新增确诊病例七日均值 vs 疫情防控指数时间序列



资料来源：OWID，德邦研究所

**首轮封控期：2020 年 3 至 4 月。**随着 COVID-19 在美国的扩散，白宫于 2020 年 3 月 13 日宣布国家进入紧急状态。3 月 15 日，美国疾控中心建议取消聚集活动，部分州政府开始出台居家令。3 月末至 4 月初，美国共有 24 个州政府陆续颁布了居家令（图 2），这些居家令的平均执行日为 2020 年 3 月 28 日。

**首轮解封期：2020 年 5 月至 11 月。**4 月 26 日，美国科罗拉多州（Colorado）和蒙大纳（Montana）州率先撤销居家令。在 4 月底至 6 月初这段时间内，余下州政府陆续撤销居家令。此后，防疫政策进一步放开。2020 年 9 月 14 日，美国不再对国际航班旅客进行入境健康监测。9 月 20 日，佛罗里达州宣布完全解封。

**二轮封控期：2020 年 11 月至 2021 年 2 月。**随着疫情在美国的再次严重扩散，美国各州开始重新调整防疫政策。11 月 6 日，康涅狄格州将防疫政策从第 3 阶段（最宽松）回调至第 2.1 阶段，主要下调了社交聚集的人数上限。而自 11 月开始，越来越多的州政府开始调整防疫政策。美国的疫情防控指数突破 3 月 72.69 的前高，升至 75.46。

<sup>1</sup> 由 9 个子指标构成，代表国家疫情管控的严格程度。指数范围 0~100，分数越高则政府管控越严格。

图 2：24 个正式发布居家令的美国州政府

| 州             | 执行日       | 撤销日       | 州              | 执行日       | 撤销日       |
|---------------|-----------|-----------|----------------|-----------|-----------|
| Alabama       | 2020/4/4  | 2020/4/30 | Michigan       | 2020/3/24 | 2020/6/2  |
| Colorado      | 2020/3/26 | 2020/4/26 | Minnesota      | 2020/3/27 | 2020/5/18 |
| Florida       | 2020/4/3  | 2020/5/4  | Mississippi    | 2020/4/3  | 2020/4/27 |
| Georgia       | 2020/4/3  | 2020/4/30 | Missouri       | 2020/4/6  | 2020/5/3  |
| Idaho         | 2020/3/25 | 2020/4/30 | Montana        | 2020/3/28 | 2020/4/26 |
| Illinois      | 2020/3/21 | 2020/5/30 | New Hampshire  | 2020/3/27 | 2020/6/11 |
| Indiana       | 2020/3/25 | 2020/5/1  | New Jersey     | 2020/3/21 | 2020/6/9  |
| Kansas        | 2020/3/30 | 2020/5/4  | South Carolina | 2020/4/7  | 2020/5/4  |
| Louisiana     | 2020/3/30 | 2020/5/15 | Tennessee      | 2020/3/31 | 2020/4/30 |
| Maine         | 2020/4/2  | 2020/4/30 | Texas          | 2020/4/2  | 2020/4/30 |
| Maryland      | 2020/3/30 | 2020/5/15 | West Virginia  | 2020/3/23 | 2020/5/4  |
| Massachusetts | 2020/3/24 | 2020/5/18 | Wisconsin      | 2020/3/25 | 2020/5/13 |

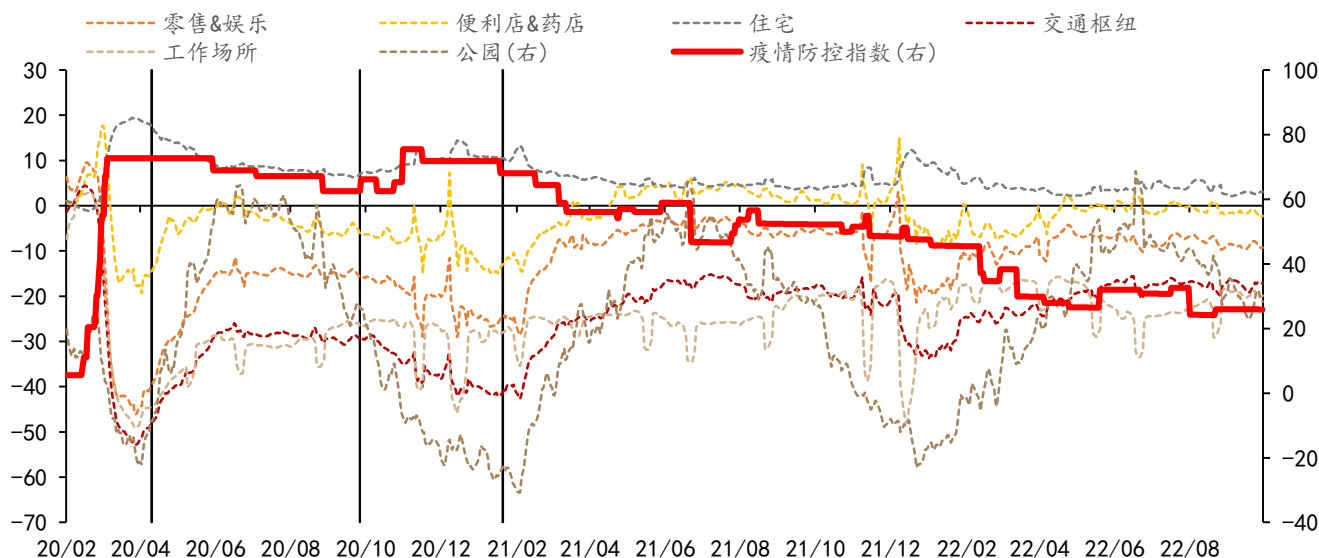
资料来源：NY Times, CNN, 德邦研究所

**二轮解封期：2021 年 2 月至今。**2021 年 2 月 5 日，美国爱荷华州宣布 3 日后将废除所有封锁禁令，打响二轮解封的第一枪。3 月 8 日，美国疾控中心宣布完全接种疫苗的人可以在不戴口罩的情况下聚集在室内。随后的 4 月 2 日，美国疾控中心宣布完全接种疫苗的个人可以在美国境内安全旅游。虽然后续有 Delta 与 Omicron Variant 的反复冲击，美国政府也相应调整了入境与活动聚集的相关政策，但由于疫苗接种的普及、病毒致命性的降低等因素，整体防疫力度较为宽松，2021 年 2 月以后美国的疫情防控指数逐步下降。

## 1.2. 美国疫后的消费恢复

那么，不同时期的美国消费路径存在怎样的特征？我们从两个维度进行分析：**①客观消费场景限制的解除**，主要为各类活动场景人流量的恢复（图 3）；**②主观消费意愿的修复**，对应居民的实际个人消费支出的修复程度（图 4-5）。

图 3：美国谷歌活动指数 vs 疫情防控指数时间序列



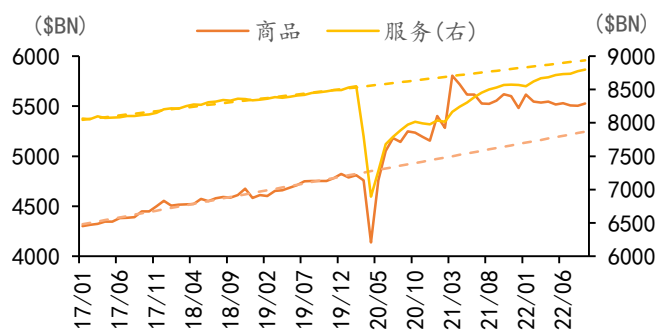
资料来源：OWID, 德邦研究所；指数为 7 日均值，由最新数据与基准值比较得出，比较基准为 2020 年 1 月 3 日至 2 月 16 日的五周中位数。其中，住宅指数的计算口径为在家居留时间（由于居民一天中在家呆的时间本身就很长，所以该指数变化不大），其余为游客数量。

**首先是关于客观消费场景限制的解除。**不同防疫政策时期对应着居民线下活动不同的活跃度。图 3 展示了谷歌编制 6 个活动指数在不同防疫政策下的趋势变化。所有数据的比较基准均为 2020 年 1 月 3 日至 2 月 16 日五个星期的中位数。剔除掉节假日对工作场所指数、住宅指数的季节性影响外可看出：①宽松防疫政策刚好对应美国夏季，此时正值公园季节性人流高峰，公园人流量恢复显著，即

居民的线下活动已完全恢复自由，不存在因出行限制导致的国内消费抑制问题；②工作场所指数在经历完 2020 年春季的首轮封控后，指数中枢虽然不断抬升，但较疫情前基准值仍有 20% 缺口，较为类似的指标是交通枢纽指数，较疫情前有 17% 的缺口。联立二者反映的或是线上办公的盛行，而这也意味着，**传统繁华商业区、大都会的写字楼中心的人流永久性降低，线下活动场景的转移或意味着一定程度的“消费降级”。**

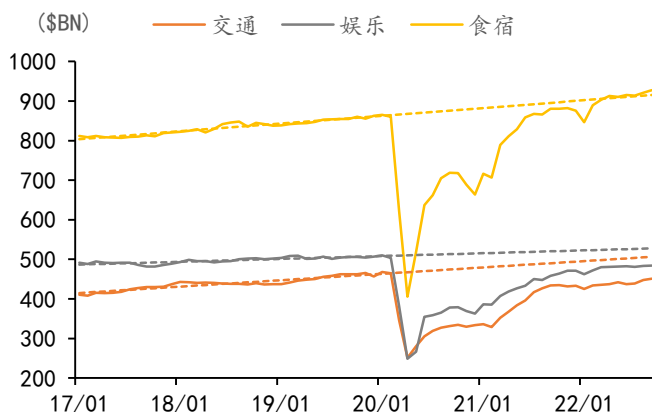
然后是主观消费意愿的修复。2020 年 3 月疫情爆发初期，由于需求端过度的财政刺激与供给端线下服务消费的限制，美国居民的消费支出主要集中在商品层面（图 4）。到 2021 年 3 月拜登的美国救助计划落地时，美国的商品消费支出已向趋势线上方偏离 15%，而同期服务消费与趋势线相比尚有 8% 的缺口。美国个人消费支出中，服务消费共有 6 大分项，分别是：居住、医保、金融、食宿、娱乐、交通，后三者对疫情因素更为敏感。图 5 可见，截止最新的 2022 年 9 月，交通、娱乐、食宿分项分别修复至线性外推线水平的 89%、92%、101%。

图 4：美国商品 vs 服务分项实际个人消费支出时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所；数值为季调年率，趋势线由 2017-2019 年数据回归得出

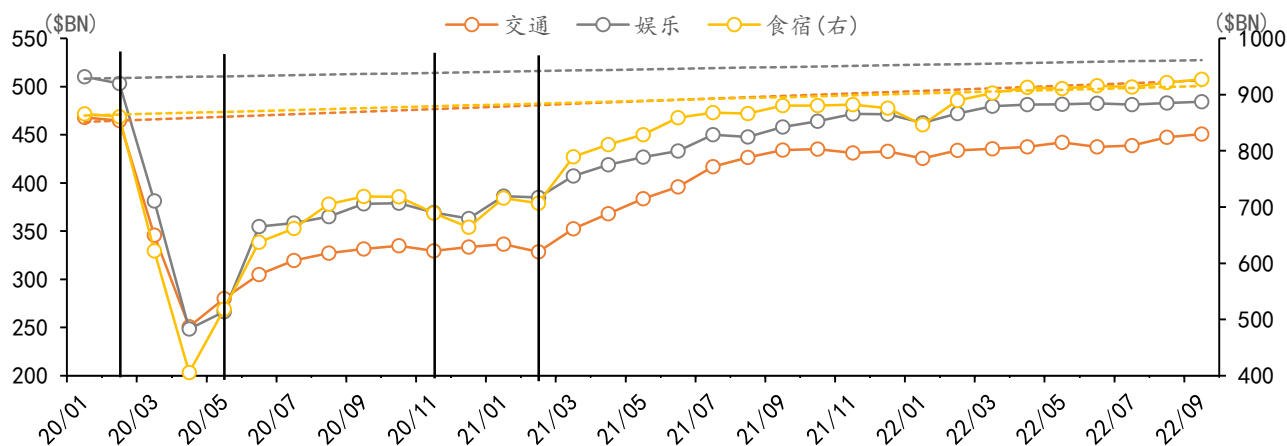
图 5：美国部分服务分项实际个人消费支出时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所；数据为季调年率，趋势线由 2017-2019 年数据回归得出

由于服务消费支出统计的是季调年率的月度数据，即数据反映的是单月的实际服务消费支出，而非服务消费的存量水平，因此每个月的服务消费的缺口，反映的都是当月的线下活动流量向实际消费支出的有效转化率。

图 6：美国交通、娱乐、食宿服务分项实际个人消费支出时间序列



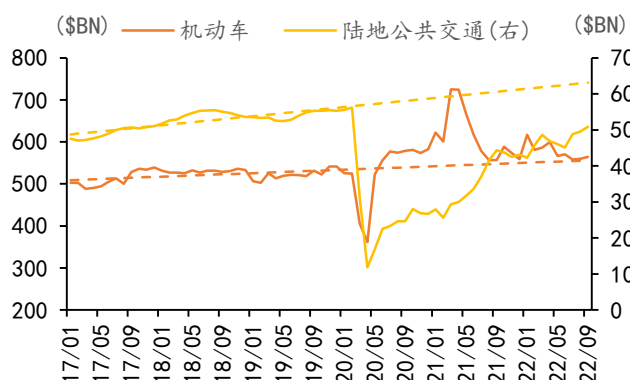
资料来源：彭博，德邦研究所；数据为季调年率，趋势线由 2017-2019 年数据回归得出

图 6 可见，在 2020 年 3-4 月的首轮封控期初期和 2020 年 11 月到 2021 年 2 月的二轮封控期初期，娱乐、食宿服务消费均在下滑，从对图 4 的分析中可得出，**这里的传导不畅主要来自疫情防控政策对客观线下服务场景的限制。**而在防疫政

策放松，客观显现服务场景限制解除的情况下（2020年5月至11月、2021年2月至今），服务消费虽然持续在修复，但并未出现类似商品消费一般的“报复性反弹”，甚至尚未充分恢复至历史趋势水平线。尤其是2021年2月至今的这段时间——虽然有Delta与Omicron两波变种毒株的冲击，但相对于原始COVID-19毒株而言其致死率更低，且美国已经开始接种疫苗，因此美国的防疫政策并未出现明显收紧。换言之，在不存在防疫政策带来的线下服务场景受限的背景下，美国的线下服务消费存在主观消费意愿不足的情况。且从交通、娱乐、食宿的修复缺口来看，交通与娱乐的修复步伐明显弱于食宿。我们认为，造成服务消费不足的原因有二：

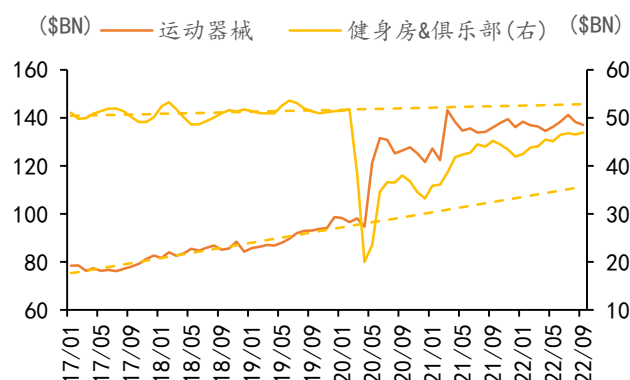
其一是替代效应，即疫情期间购置的耐用品对线下同等功能的服务消费形成了挤兑，例如大量购买机动车对公交服务的挤兑（图7），与大量购买运动器械对健身房&俱乐部服务的挤兑（图8）。截止2022年9月，美国陆地公共交通的个人实际消费支出仅有疫情前3年线性外推水平的63%，健身房&俱乐部仅有疫情前3年线性外推水平的89%。

图7：美国机动车 vs 陆地公交服务实际个人消费支出



资料来源：彭博，德邦研究所；数值为季调年率，趋势线由2017-2019年数据回归得出

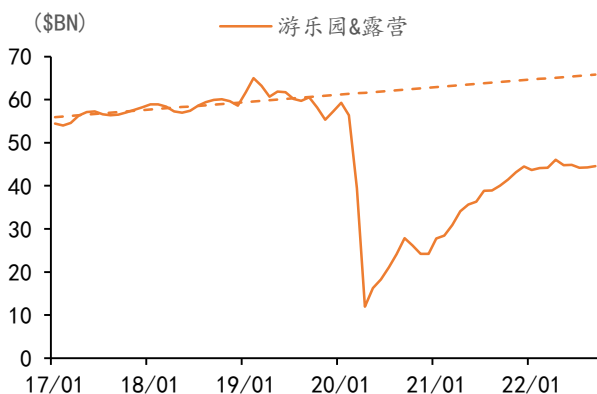
图8：美国运动器械 vs 健身房&俱乐部服务实际个人消费支出



资料来源：彭博，德邦研究所；数据为季调年率，趋势线由2017-2019年数据回归得出

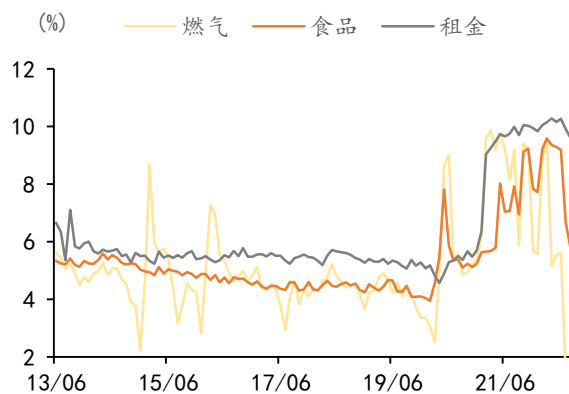
其二是收入效应，即消费者高企的通胀预期使其减少了部分服务开支，这点尤其体现在游乐园&露营项目上。虽然图3反映出防疫政策撤销后，居民线下活跃度提升，不存在防疫带来的对服务消费的客观限制，但截至2022年9月，美国游乐园&露营项目的实际个人消费支出水平仅有疫情前3年线性外推水平线的68%。虽然防疫政策不再掣肘线下服务消费场景，但对燃气、食品、租金（图10）这类生活必需品的通胀预期的提升打击了部分服务消费的主观意愿，使得即使在客观服务消费场景限制解除的情况下，实际的个人消费支出水平仍无法有效恢复。

图9：美国游乐园&露营实际个人消费支出



资料来源：彭博，德邦研究所；数值为季调年率，趋势线由过去3年数据回归

图10：FRBNY 消费者问卷-部分商品未来1年涨价预期



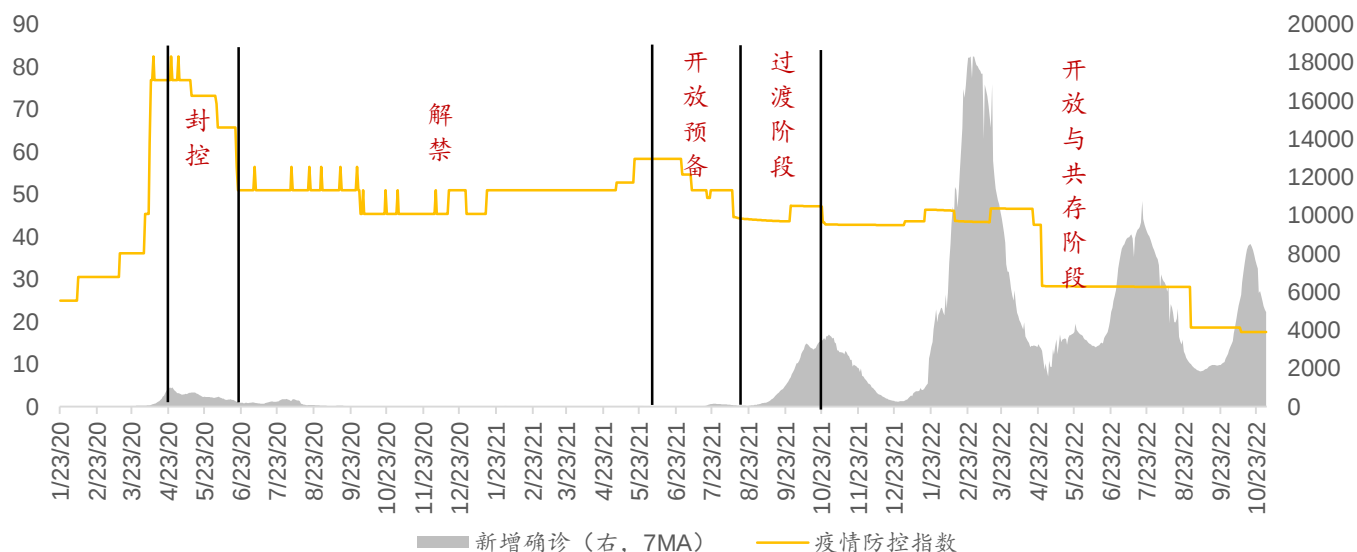
资料来源：彭博，德邦研究所

## 2. 新加坡

### 2.1. 疫情以来新加坡防控思路的变化

初期新加坡的防疫政策对于疫情传播的防控较为严格，在新冠原始毒株快速传播期间，新增确诊人数长期处于低位。2021 年 9 月之后，新加坡没能抵抗住 Delta 毒株的入侵，出现了新增病例的小高峰。但在严格防疫期间，同时采取快速提升疫苗接种比例、更改核酸检测方式为自测抗原、对轻症采用居家治疗模式等手段为尽快开放打下基础。从 2020 年 3 月第一轮疫情至今，新加坡的防疫思路转向共经历五个阶段：

图 11：新加坡新增确诊病例七日平均值 vs 疫情防控指数时间序列



资料来源：OWID，德邦研究所

**封控期：2020 年 4 月 8 日至 2020 年 6 月 2 日。**为了遏制病毒的社区传播，新加坡在全国范围内采取 circuit breaker（类似封城）措施，以实现病例清零，直到 6 月 2 日才开始解禁。疫情防控指数最高升至 82.41。

**解禁期：2020 年 6 月至 2021 年 5 月。**在近一年时间里，新加坡政府通过一定的管控保持新增确诊病例处于低位，在控制疫情的同时，2020 年 12 月 30 日起，新加坡开始接种疫苗，为建立免疫屏障做准备。解禁后疫情防控指数下降，基本维持在 45-50 之间。

► 开放预备期：2021 年 6 月至 2021 年 8 月 2021 年 9 月 进入共存阶段

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_48834](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48834)

