

疫情以来海外经济变化特征

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

新冠疫情自爆发至今已有三年，期间病毒不断变异，全球新增确诊人数几度冲高，海外主要经济体对于疫情管控的探索也是寻寻觅觅，防控措施也经历了放松收紧、反反复复。

► 海外疫情管控放松的四阶段与三特征

1) 我们利用牛津大学公布的防疫政策严格指数，选取十个主要经济体，根据其数值的变化情况将海外疫情管控划分为四个阶段：a) 严格防控阶段（2020/1-2020/4）；b) 放开与收紧反复阶段（2020/4-2021/5）；c) 逐步放松阶段（2021/5-2022/4）；d) 全面共存阶段（2022/4-至今）。

2) 海外主要经济体放松有三大特征：a) 欧美放松节奏较快，东亚相对谨慎，欧美放松节奏快于东亚背后有两点支撑：疫苗接种速度明显更快，医疗基础设施更为齐全；b) 管控放松后，医疗系统短期承压，但随着重症率的降低，压力逐步缓解；c) 管控放松举措呈现明显的季节性特征，冬季边际收紧，春夏逐步放松。

► 疫情管控放松后，经济如何修复？

1) 消费：总体来看，防疫政策放松后，消费会经历一段显著的修复过程，但是这种反弹只是阶段性的，在转向全面共存之后，消费的增速往往会逐步回落，最终转为由各国居民消费能力与消费意愿来共同决定。

a) 管控放松后，居民收入持续增长的国家，消费修复的速度更快。例如美国、韩国、日本、越南等国社零同比增速均超过疫情前水平。

b) 管控放松后，居民消费意愿也在逐步修复，不过节奏相对平缓。一方面，家庭预防性储蓄没有明显回落；另一方面，消费者信心的修复难以一蹴而就。

c) 从消费修复的结构来看，逐步放松阶段，商品类消费修复较快；全面共存阶段，服务类消费迅速反弹。

2) 生产：疫情防疫放松，制约生产的劳动力、运输等因素逐步缓解，短期内利好生产，但稍微拉长长时间线来看，生产主要还是受其自身经济周期因素影响。

a) 新加坡、日本、越南、韩国等国在防疫放松之后，制造业 PMI 出现反弹，升至枯荣线以上，不过短期反弹结束后，均有不同程度的回落。

b) 在保证疫苗接种率的前提下，新冠对劳动力的影响有限。以日、韩为例，其在管控放松后，就业人数整体保持了相对稳定，失业率逐步回落，同时劳动参与率也呈现上升趋势。

► 哪些细分消费板块更为受益？

1) 商品消费相关板块优于线下消费相关板块。对于英、美等管控放松节奏较快的国家，商品消费板块相对占优，汽车、家具、家电等商品消费细分行业均取得超额收益。而餐饮、航空、旅游等线下消费板块由于与消费场景密切相关，更多的受到疫情形势的影响，并未取得明显超额收益。

2) 对于日本、新加坡等谨慎放开管控的国家，消费板块表现相对平淡，仅在放松初期、疫情平稳阶段取得少量超额收益。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 海外疫情管控放松的四阶段与三特征	3
2. 疫情管控放松后，经济如何修复？	8
3. 哪些细分消费板块更为受益？	14
4. 风险提示	19

图表目录

图 1 不同阶段新冠主导毒株	3
图 2 海外疫情管控放松的四个阶段 (%)	5
图 3 欧美放松节奏较快，东亚相对谨慎	6
图 4 疫苗完全接种率 (%)	6
图 5 美欧发达国家每十万人 ICU 病床数量更高	6
图 6 管控放松后，医疗系统短期承压，后续逐步缓解	7
图 7 欧美管控指数均值冬季边际收紧、春夏逐步放松	8
图 8 东亚管控指数均值冬季边际收紧、春夏逐步放松	8
图 9 美国防疫政策演变与消费修复 (%)	8
图 10 英国防疫政策演变与消费修复 (%)	8
图 11 新加坡防疫政策演变与消费修复 (%)	9
图 12 韩国防疫政策演变与消费修复 (%)	9
图 13 越南防疫政策演变与消费修复 (%)	9
图 14 日本防疫政策演变与消费修复 (%)	9
图 15 韩国出口高增长带动了国内经济繁荣 (%)	10
图 16 韩国人均可支配收入拉动消费回升 (%)	10
图 17 财政刺激下，美国居民收入推动消费增长 (%)	10
图 18 美国家庭部门积累了海量的超额储蓄 (亿美元)	10
图 19 部分国家储蓄率显著上升 (%)	11
图 20 韩国消费者信心指数先升后降 (%)	11
图 21 全面共存后，新加坡服务消费修复加速 (%)	11
图 22 全面共存后，越南服务和旅游业开始回升 (%)	11
图 23 全面共存后，韩国餐饮服务消费修复加速 (%)	12
图 24 美国服务业在逐步放松阶段已经开始回升 (%)	12
图 25 防疫放松后，新加坡制造业 PMI 高于荣枯线 (%)	12
图 26 防疫放松后，日本制造业 PMI 高于荣枯线 (%)	12
图 27 防疫放松后，越南制造业 PMI 快速反弹 (%)	13
图 28 全面共存后，韩国制造业 PMI 转为下行 (%)	13
图 29 防疫放松后，印尼制造业 PMI 高于荣枯线 (%)	13
图 30 防疫放松后，泰国制造业 PMI 逐渐上升 (%)	13
图 31 日本失业率下降和劳动参与率上升 (%)	14
图 32 日本就业人数维持稳定 (万人)	14
图 33 韩国失业率下降和劳动参与率上升 (%)	14
图 34 韩国就业人数稳中有升 (万人)	14
图 35 美国管控放松阶段，航空、酒店等未取得超额收益	15
图 36 美国管控放松前后，汽车、家电等板块取得超额收益	16
图 37 美国、英国房价同比增速相对较高 (%)	16
图 38 英国重症比例要明显低于美国 (人)	16
图 39 英国管控放松阶段，餐饮、赌场等板块取得超额收益	17
图 40 英国管控放松阶段，家庭装饰等行业取得超额收益	17
图 41 日本管控放松阶段，超市、航空等未取得明显超额收益	18
图 42 日本管控放松阶段，服装、互联网等行业也未取得超额收益	18
图 43 新加坡管控放松阶段，航空、消费等板块未获得明显超额收益	19

新冠疫情自爆发至今已有三年，期间病毒不断变异，全球新增确诊人数几度冲高，海外主要经济体对于疫情管控的探索也是寻寻觅觅，防控措施也经历了放松收紧、反反复复。我们尝试总结梳理海外 10 个主要经济体疫情管控放松的阶段与特征，以供参考。

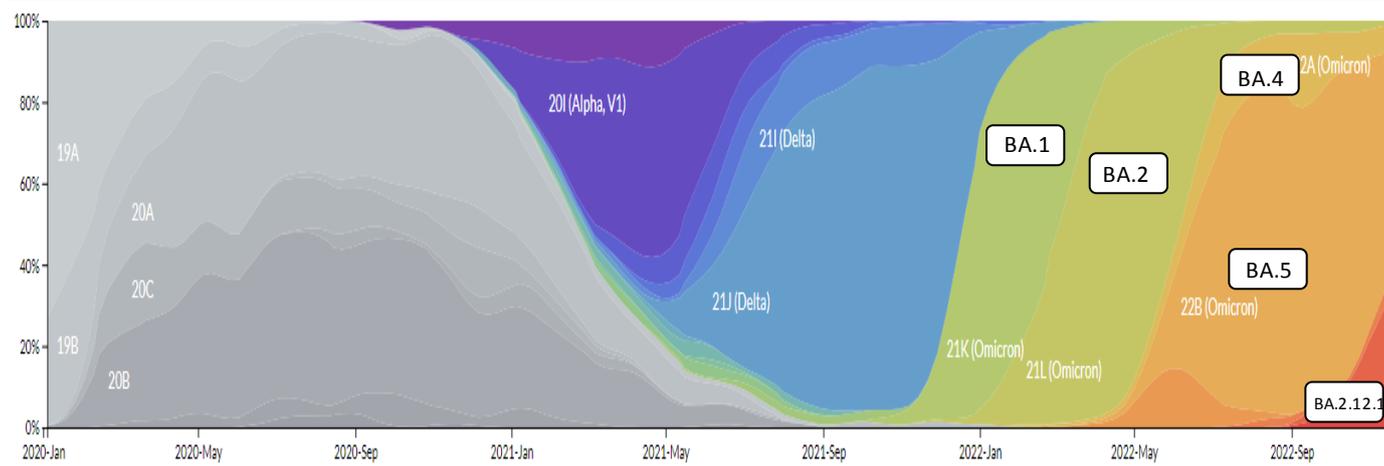
1. 海外疫情管控放松的四阶段与三特征

主流毒株不断更迭，从 Alpha 到 Omicron。 新冠疫情自爆发至今已有三年，期间新冠病毒不断变异，其中持续时间长、影响范围广的主流毒株共有五个，分别是 Alpha、Beta、Gamma、Delta 和 Omicron。

从变化特征来看，病毒传染性不断增强但重症和死亡率则大幅下降。以 Omicron 为例，由于其抗原特别是刺突蛋白受体结合区 (RBD) 的氨基酸突变明显多于其他 VOC，使得 Omicron 的感染性、传播性及免疫逃逸性明显增强，感染的潜伏期明显缩短，不过致病力也明显下降，绝大多数感染者表现为无症状或轻症，重症患者的病情加重往往与基础疾病而非 Omicron-VOC 感染本身相关¹。

《Nature Med》的最新研究表明与 Delta 感染者相比，Omicron 感染者住院率下降 41%，进入 ICU 比例下降 50%，机械通气比例下降 64%，死亡下降 79%²。

图 1 不同阶段新冠主导毒株



资料来源：Nextstrain，华西证券研究所

表 1 新冠病毒与其变异株的流行病学调查结果

变异株名称	Alpha	Beta	Gamma	Delta	Omicron
世系	B. 1. 1. 7	B. 1. 351	P. 1	B. 1. 617. 2	B. 1. 1. 529
传播率	增加	增加	增加	增加	增加
疾病严重性	升高	升高	升高	升高	降低
传染性	升高	升高	升高	升高	升高
住院风险	增加	增加	增加	增加	降低
致死率	增加	增加	增加	增加	降低
检测试剂失败	是	否	-	是	是

1 于乐成, 宋勇. 新型冠状病毒 Omicron 变异株的病原学、临床特点、感染控制及药物治疗 [J/OL]. 解放军医学杂志: 1-16.

2 Lewnard J A, Hong V X, Patel M M, et al. Clinical outcomes associated with SARS-CoV-2 Omicron (B. 1.1. 529) variant and BA. 1/BA. 1.1 or BA. 2 subvariant infection in southern California [J]. Nature Medicine, 2022: 1-1.

对疫苗效力的影响	无显著变化	无显著变化	无显著变化	无显著变化	变化细微
首次监测到的国家	英国	南非	巴西	印度	多国
首次监测到的时间	2020年9月	2020年5月	2020年11月	2020年10月	2020年11月
R0 平均数	2.27	-	-	5.08	-
平均潜伏天数	3	5	5	4	4

资料来源: Le Infezioni in Medicina , 华西证券研究

海外疫情管控放松经历了四个阶段。我们利用牛津大学公布的防疫政策严格指数¹, 选取十个主要经济体², 计算防疫政策严格指数均值, 根据其数值的变化情况将海外疫情放松划分四个阶段:

1) 严格防控阶段 (2020/1-2020/4): 这一阶段几乎所有国家均采取了较为严格的防控政策, 例如: 美国自 2020 年 3 月 13 日宣布进入国家紧急状态之后, 相继有 27 个州颁布居家令³, 要求市民除生活所需“基本”活动外, 待在家中不要外出, 违者将受到处罚。

德国、英国也采取了类似的措施。2020 年 3 月 18 日, 时任德国总理默克尔发表全国讲话, 宣布学校停课、呼吁民众减少外出、居家避疫; 3 月 23 日时任英国首相约翰逊宣布英国全国封锁三周。

2) 放开与收紧反复阶段 (2020/4-2021/5): 这一阶段的防控政策随疫情发展情况呈现放开与收紧交替反复的状态, 但从严格程度上来看是明显低于第一阶段的。例如, 2020 年 4 月 17 日, 时任美国总统特朗普公布允许美国经济重新开放指南⁴, 随后多个州陆续解除居家令, 而 10 月后随着新冠变异毒株 Alpha 的蔓延, 多个州又重启了居家令。

2020 年 11 月, 英国议会投票通过第二次全国性封锁措施议案, 时间从 11 月 5 日凌晨开始, 封锁措施将持续四周到 12 月 2 日⁵。2020 年 10 月 28 日, 时任德国总理默克尔宣布从 11 月 2 日起至 11 月底实施新一轮防疫措施⁶。2020 年 11 月 24 日, 越南卫生部发布了关于进一步严格落实防疫措施的第 24/CT-BYT 号指示⁷。

3) 逐步放松阶段 (2021/5-2022/4): 这一阶段的疫情防控政策进一步放松, 虽然期间经历了 Delta 变种以及 Omicron 的流行, 新增确诊人数又大幅增加, 但是防控政策仅进行了小幅收紧, 整体放松趋势仍较为明显。例如, 2021 年 3 月 8 日, 美国 CDC 表示完全接种疫苗人员可在室内聚集, 并无需佩戴口罩; 4 月 2 日进一步表示完全接种人员可恢复国内旅行; 7 月 27 日, 重新建议室内佩戴口罩来防止 Delta 传播; 11 月 29 日, 由于 Omicron 停止南非八国人员的入境; 2022 年 2 月多个州解除口罩令。

英国则是在 2021 年 2 月公布四步解封路线: 1) 3 月 8 日起重开学校 (小学中学), 允许双人户外活动, 居家令保留; 2) 4 月 12 日起, 非基础设施重开, 社交距离保留, 两个家庭以上的室内聚集仍不被允许; 3) 5 月 17 日起, 30 人以下的室外聚集被允许, 6 人以下 (或两个家庭) 的室内聚集被允许; 4) 7 月 19 日起, 解除疫情限制政策。

4) 全面共存阶段 (2022/4-至今): 这一阶段防疫政策严格指数大幅回落, 疫情防控进入全面共存期。例如 2022 年 2 月 21 日, 时任英国首相约翰逊宣布自 2 月 24

1 防疫严格指数的区间为 0-100, 数值越大代表防疫管控越严格。

2 10 个国家/地区分别为: 美国、英国、德国、法国、日本、韩国、新加坡、越南、中国香港、中国台湾。

3 美国至少 27 州实行居家令, <https://www.bjnews.com.cn/graphic/2020/03/31/711048.html?from=timeline&isappinstalled=0>

4 特朗普公布重新开放指, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1664189079908686275&wfr=spider&for=pc>

5 英国进入第二次全国性封锁限制阶段, <https://new.qq.com/rain/a/20201113A0FDKA00>

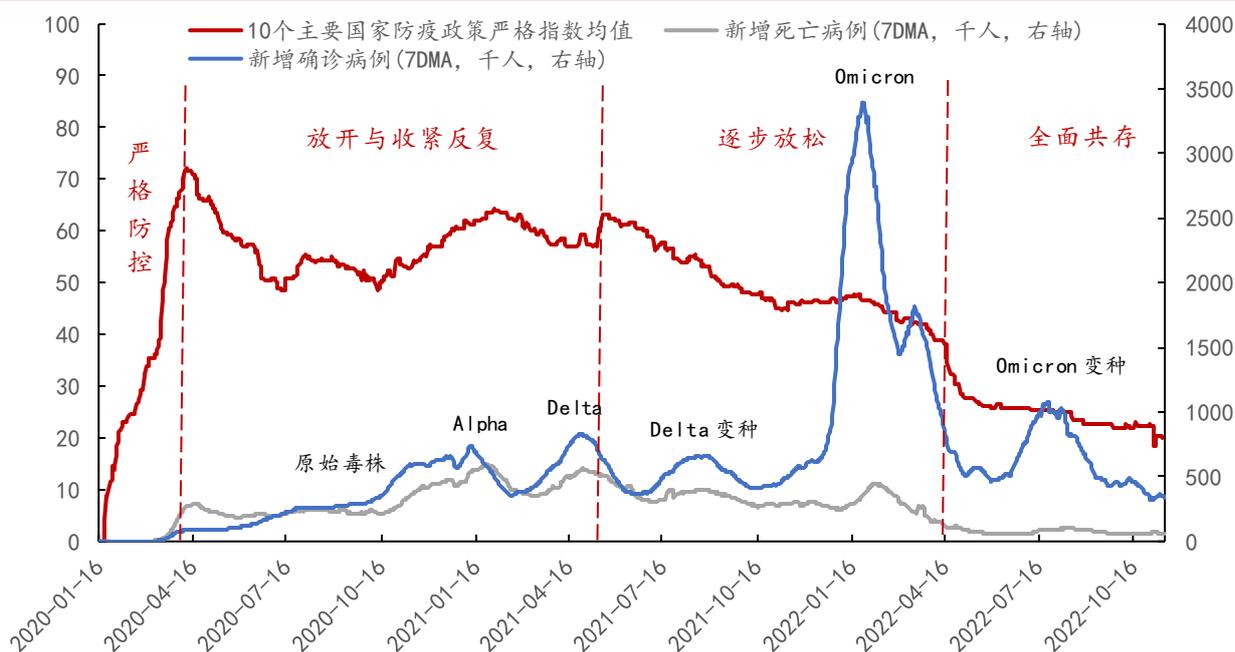
6 德国再度宣布全国“封城”一个月, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1681836436961866972&wfr=spider&for=pc>

7 越南卫生部要求进一步严格落实防疫措施, <https://zh.vietnamplus.vn/越南卫生部要求进一步严格落实防疫措施/130508.vnp>

日起，将解除英格兰地区所有疫情防控措施，正式开始“与新冠共存”计划，措施包括新冠检测呈阳性的患者无需隔离，针对普通公众有症状和无症状患者的免费检测将于4月1日取消¹。

2022年2月18日，美国加州宣布实施共存，即放弃强制口罩和封锁。美国政府也于3月2日发布《国家 COVID-19 准备计划》，宣布引导美国进入新常态，计划包括四项目标：1) 预防和治疗 COVID-19，例如检测与治疗一站式服务；2) 为新的突变株做好准备，核心是提高美国检测病毒的能力，快速识别新突变株，并且在新突变株出现 100 天内研发出针对性的疫苗；3) 避免学校、企业等的关闭，提供 COVID-19 检测、指导和装备，包括改进通风和空气过滤系统；4) 海外支持计划，在全球捐赠 12 亿剂疫苗，并通过提供应急物资来解决氧气供应不足等问题²。

图 2 海外疫情管控放松的四个阶段 (%)



资料来源：Our World in Data、WIND，华西证券研究所

我们通过研究海外十个主要经济体疫情管控放松节奏，总结了三大特征：

特征一：欧美放松节奏较快，东亚相对谨慎。从防疫政策严格指数来看，严格防控、放开与收紧反复阶段，欧美与东亚的节奏基本类似，甚至欧美的防疫政策严格指数还要更高一些；不过到了逐步放松、全面共存阶段，欧美的放松节奏开始加快，防疫政策严格指数大幅回落，进入全面共存的时间点也要明显快于东亚。

欧美放松节奏快于东亚背后有两点支撑：

其一，疫苗接种速度明显更快。由于欧美医疗科技水平相对领先，辉瑞、阿斯利康等药企率先研发出新冠疫苗，因此欧美等国疫苗注射节奏明显更快。例如，2021年4月初，美国完全疫苗接种率已经达到 20%，欧美平均也已接近 10%，而此时很多东亚国家才刚开始进行疫苗接种。

1 英国宣布正式与新冠共存 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1725451227971531558&wfr=spider&for=pc>

2 美国《国家 COVID-19 准备计划》，<https://www.whitehouse.gov/covidplan/>

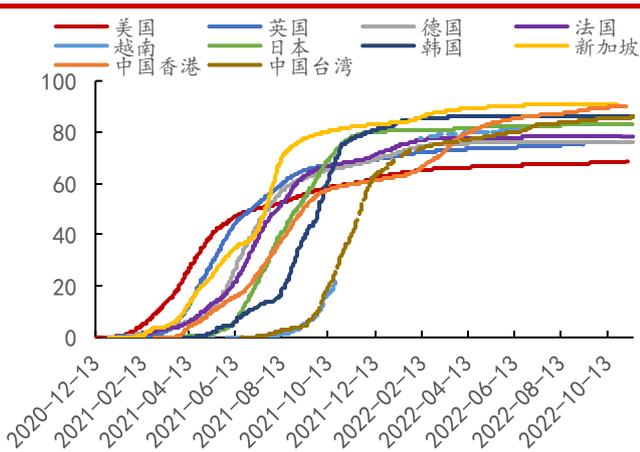
其二，**医疗基础设施更为齐全**。欧美医疗基础设施整体优于东亚，据 statista 统计，美国每十万人 ICU 数量接近 35 张，德国接近 30 张，意大利、法国也有约 12 张，远高于东亚各国。医疗基础设施更为齐全也增加了欧美放松管控的底气。

图 3 欧美放松节奏较快，东亚相对谨慎



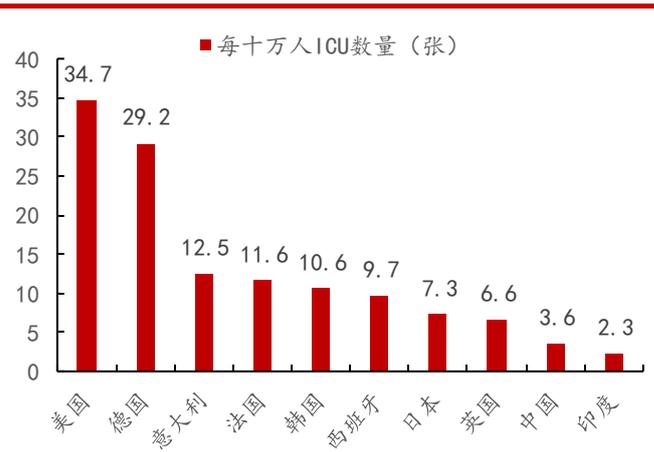
资料来源：Our World in Data、WIND，华西证券研究所

图 4 疫苗完全接种率 (%)



资料来源：Our World in Data，华西证券研究所

图 5 美欧发达国家每十万人 ICU 病床数量更高



资料来源：statista，华西证券研究所

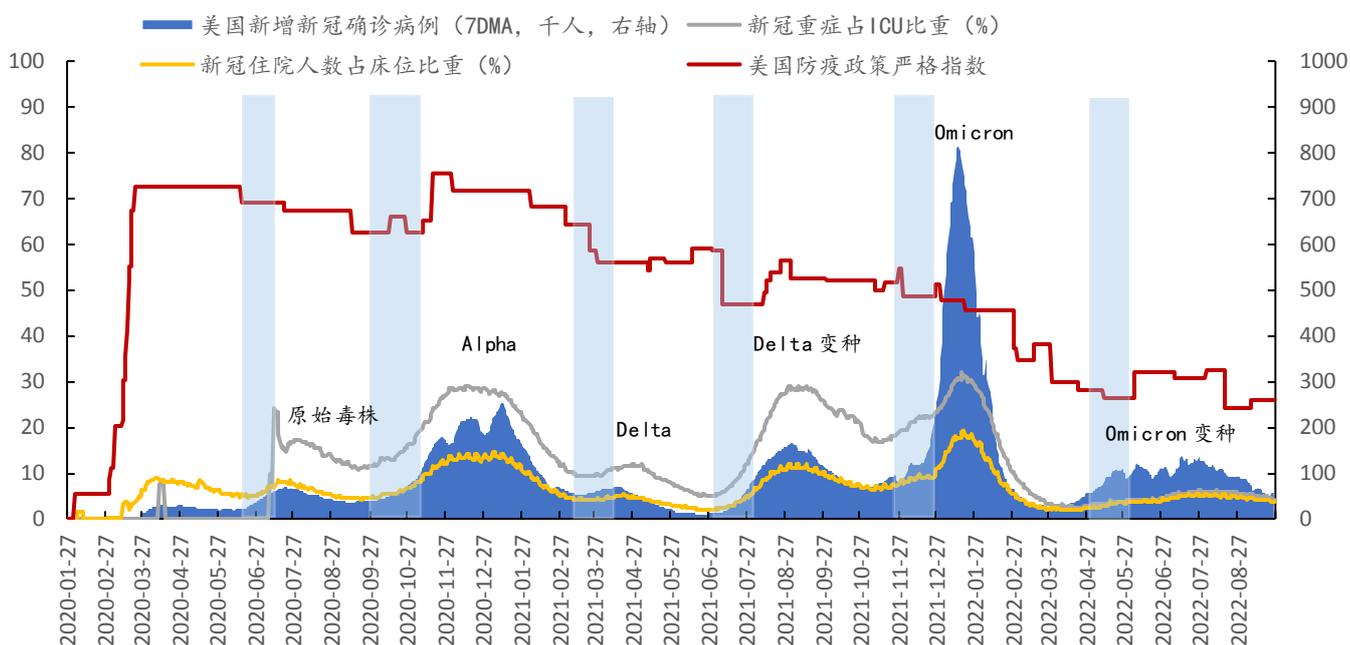
特征二：管控放松后，医疗系统短期承压，但随着重症率的降低，压力逐步缓解。以美国为例，我们采用新冠重症占 ICU 床位比例以及新冠住院人数占床位比例来度量医疗系统压力。整体来看，美国医疗系统压力最大的时点有四个，与疫情走势

基本一致，彼时新冠重症占 ICU 床位比例约在 30%，新冠住院人数占床位比例约在 15%。

从与管控力度之间的关系看，管控放松之后，新冠重症占 ICU 床位比例以及新冠住院人数占床位比例均出现了不同程度的抬升，说明放松之后医疗系统短期会承受一定压力。并且，当新冠重症占 ICU 床位比重超过 20%、新冠住院人数占床位比例超过 10%时，管控往往开始边际收紧。

从目前的情况看，随着 Omicron 重症率以及住院率的下降，美国医疗系统压力大大缓解，新冠重症占 ICU 床位比例以及新冠住院人数占床位比例均维持在 5% 的相对低位。

图 6 管控放松后，医疗系统短期承压，后续逐步缓解



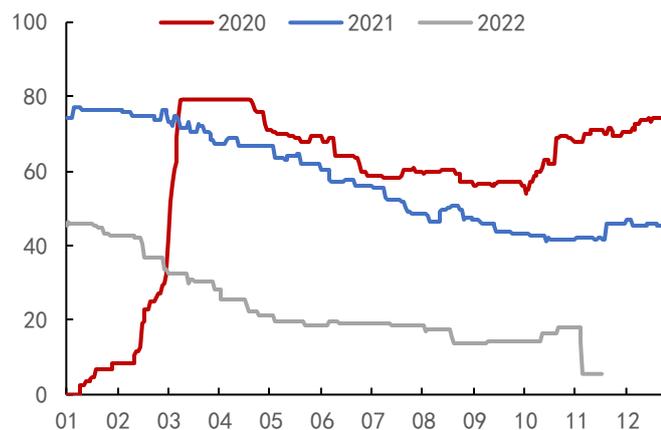
资料来源：Our World in Data、WIND，华西证券研究所

特征三：管控放松举措呈现明显的季节性特征，冬季边际收紧，春夏逐步放松。从防疫政策严格指数的变动来看，海外主要经济体的管控放松与收紧呈现较为明显的季节性特征，欧美与东亚差别不大，基本都是冬季边际收紧，春夏逐步放松。

这种季节性变动的特征或与病毒的传播特性有关，一方面，新冠病毒更喜欢干、冷、冷的环境，而对热比较敏感，温度升高，生存时间缩短。另一方面，冬季人们更常在通风条件不佳的室内空间进行社交等各种活动，也会增加病毒传播风险¹，此前多轮新冠确诊病例的大幅增加也基本都出现在冬季。

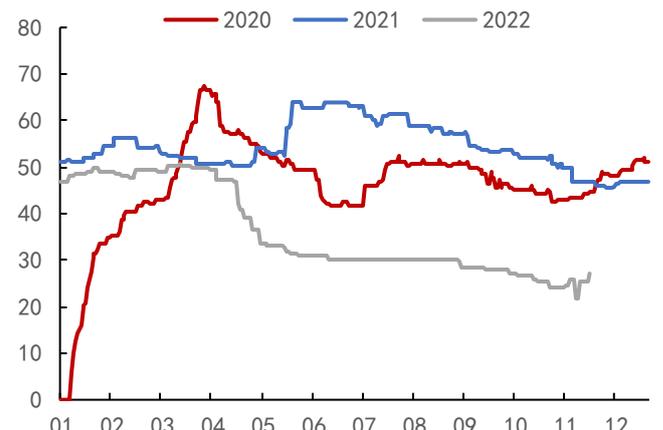
1 新冠病毒冬季是否会更加活跃 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1681687373730408186&wfr=spider&for=pc>

图 7 欧美管控指数均值冬季边际收紧、春夏逐步放松



资料来源: Our World in Data, 华西证券研究所

图 8 东亚管控指数均值冬季边际收紧、春夏逐步放松



资料来源: Our World in Data, 华西证券研究所

2. 疫情管控放松后，经济如何修复？

本节我们将从消费端和生产端两个角度入手，梳理总结疫情管控放松后的各国经济修复路径。

从总体来看，防疫政策放松后，消费会经历一段显著的修复过程。在防疫政策向逐步放松转换后，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。

但是这种反弹只是阶段性的，在转向全面共存之后，消费的增速往往会逐步回落，最终转为由各国居民消费能力与消费意愿来共同决定。

图 9 美国防疫政策演变与消费修复(%)

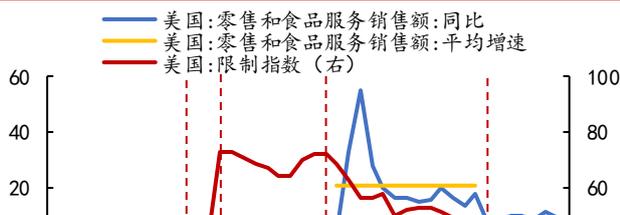
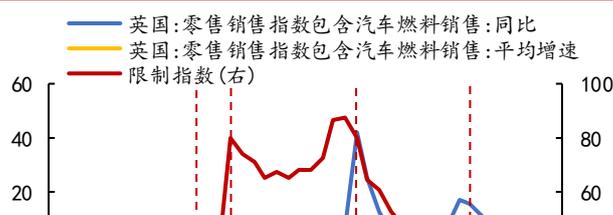


图 10 英国防疫政策演变与消费修复(%)



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_49271

