

宏观深度报告 20230104

优等生 vs. 差等生：放开下的全球消费复苏

2023 年 01 月 04 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《大宗商品的 2022》

2022-12-31

《亚洲防疫放开后，消费股反弹
为何有差异？》

2022-12-29

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

内容目录

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

图表目录

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

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

图1：各经济体疫情防控放开后消费修复的不同程度与路径

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

数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

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

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

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

图2：各经济体疫情以来封控严苛程度



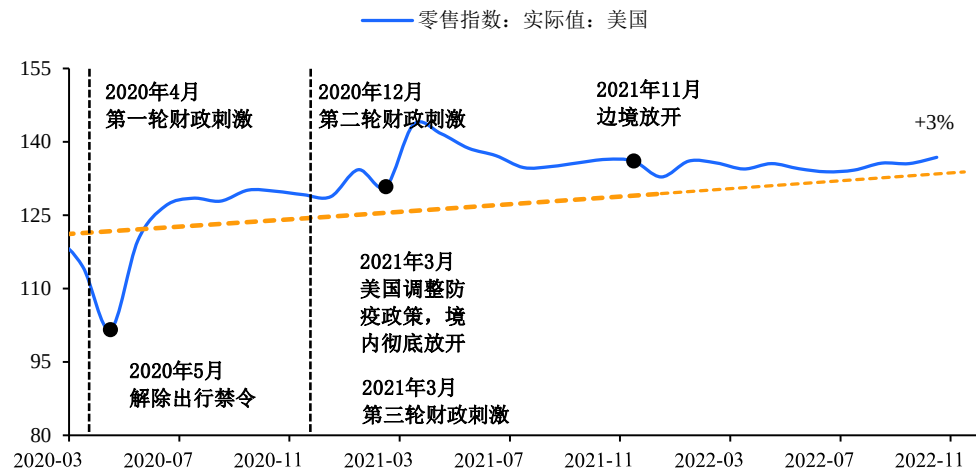
数据来源：OWID，东吴证券研究所

1. 第一种 “立竿见影”型：美国、新加坡、澳大利亚

1.1. 美国：高补贴、低储蓄、强修复

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

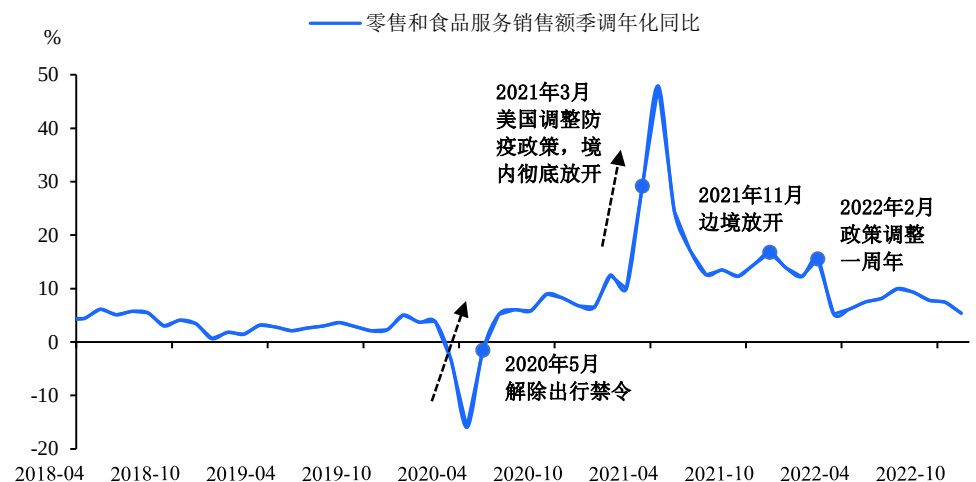
图3: 美国零售总额大幅修复, 远超历史平均增速水平



数据来源: CEIC, Wind, 东吴证券研究所

注: 虚线为 2015-2019 年化增长率

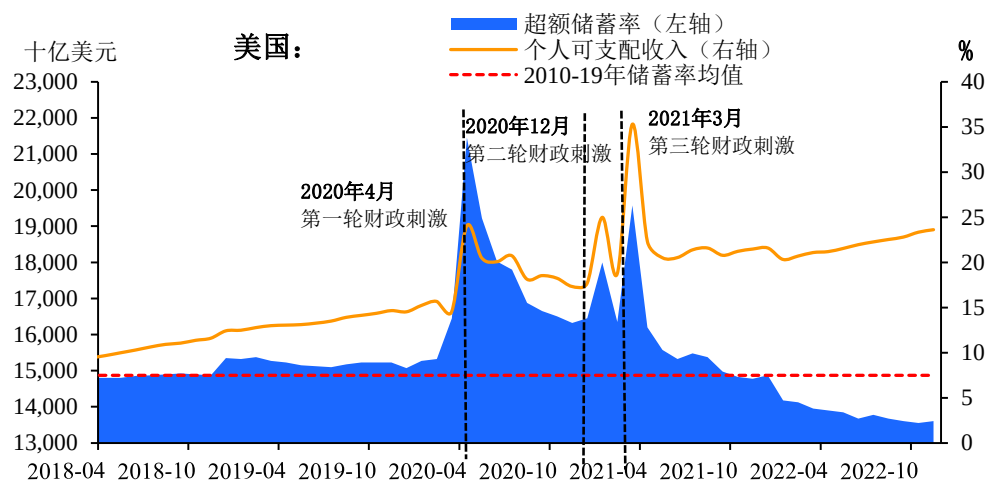
图4: 美国零售总额同比增速大幅上行



数据来源: CEIC, Wind, 东吴证券研究所

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

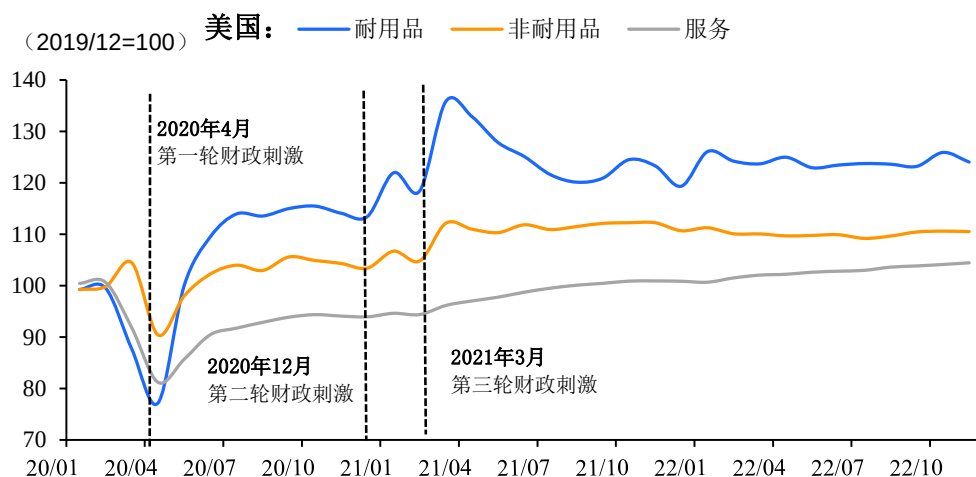
图5：美国财政政策刺激消费释放



数据来源：Wind, Bloomberg，东吴证券研究所

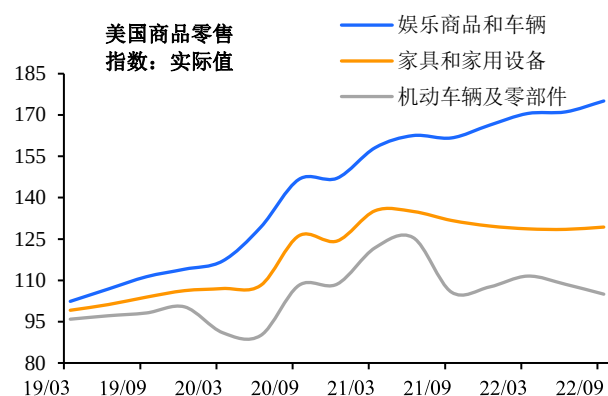
商品消费修复明显快于服务消费。从结构上看，商品尤其是耐用品在短时间内迅速恢复到疫情前水平，且在每次强财政刺激下，修复回升斜率陡峭。服务消费在整个修复过程中较为平缓，过程受到实际疫情 Delta 及 Omicron 的“二次冲击”产生阶段性压制（图 6）。其中，娱乐、交通和医疗服务修复程度最低。截止至今年三季度末娱乐服务才缓慢恢复至疫情前水平，速率远低于商品消费（图 7、8）。

图6：美国商品消费修复程度更高，服务消费修复过程更为平缓



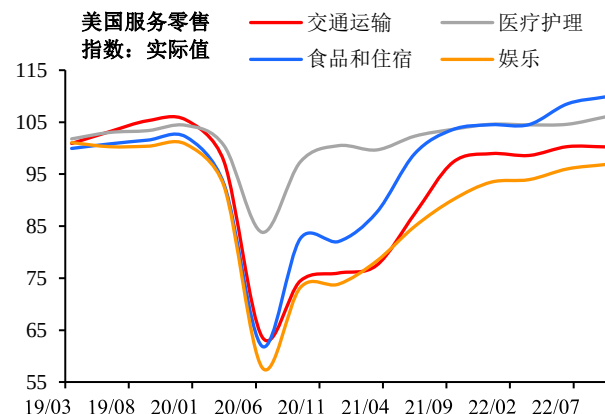
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 美国商品消费中娱乐商品、汽车修复程度更强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国服务消费在防疫政策彻底解除后修复加速



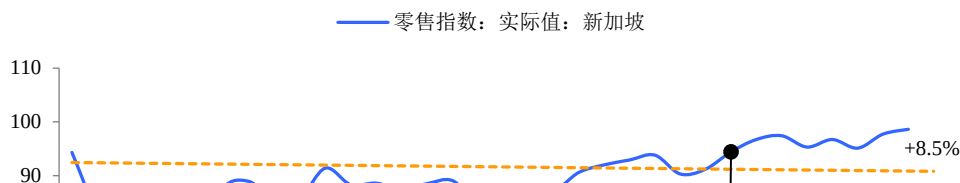
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 新加坡: 高补贴、节奏稳、强修复

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

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

图9: 疫情政策放开后, 新加坡零售增长显著



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_50826

