

疫情约束放松，海外消费如何修复？

——消费系列研究之一

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn



研究助理：谢钰



相关报告

- 1 宏观专题 20220517: 特别国债会如何安排？
- 2 宏观专题 20220526: 疫情后居民财富有何变化？
- 3 宏观专题 20220608: 加征关税取消，美国通胀能回落多少？
- 4 宏观专题 20220623: 居民拒绝债务，是插曲还是序幕？
- 5 宏观专题 20220722: 退税和减税，有什么不同？
- 6 宏观专题 20220810: 灵活就业如何反映经济周期？
- 7 宏观专题 20220822: 专项债限额空间怎么用？
- 8 宏观专题 20220826: 如何评估本轮缺电的影响？
- 9 宏观专题 20221005: 地产销售潜在空间还剩多少？

投资要点

今年以来，多个地区面对新冠疫情的反复，选择逐步放松限制措施。那么，在海外各个经济体陆续放松防疫约束之后，备受疫情影响的消费恢复进程如何？对应到资本市场又会有怎样的表现？本报告对此展开分析。

- **消费恢复的典型路径：以美国为例。**一般而言，防疫限制的解除将带动消费尤其是线下消费需求得到集中释放。我们不妨以美国为例，在大规模财政补贴的刺激下，美国商品消费在疫情爆发后一个季度就完成了“填坑”，而服务消费则受制于疫情管控缓慢修复。不过，随着财政补贴逐渐退出，商品消费于2021年3月到达峰值后持续下降，服务消费则不断修复疫情期间的缺口。今年二季度以来，美国服务和非耐用品消费增长加速，耐用品增速有所放缓。从服务消费的不同品类来看，依赖于线下活动的住宿、娱乐和交通等服务业恢复最慢。
- **消费修复差异何来：多地经验归结。**不过，各个经济体在防疫约束放松后的恢复路径也并非全然相同。首先，**财政刺激力度的强弱决定着消费的恢复高度。**欧洲属于最早解除防疫限制的国家，但欧洲消费的复苏明显慢于美国。在美国大规模的现金补贴下，美国居民部门资产负债表明显修复，居民的消费能力和消费意愿都强于欧洲。其次，**推动放松时的经济基本面和抗疫进展是消费恢复的重要基础。**受到俄乌冲突的影响，欧洲通胀持续走高使得居民的实际购买力趋于走弱，消费者信心指数继续处于历史低位，经济衰退的压力更大也使得消费恢复艰难。欧洲内部的分化主要源于**各国疫情放松的节奏不同**，德国相对更稳健和谨慎，使得后续消费的恢复基础更优。类似地，亚洲经济体中的新加坡也是稳步放开的典型代表。**疫情反复对消费修复的节奏也会构成扰动。**以我国台湾地区为例，今年4月起，我国台湾地区开始放松防疫政策，随后疫情迅速反弹。在此背景下，我国台湾地区消费者信心指数一路下行，零售营业额同比增速自6月以来也逐月回落。**“旅游型”国家在防疫放松后航空和酒店的恢复更快。**通过对比各地区机场的旅客吞吐量较2019年同期的变化，我们发现旅游业占GDP比重较高的国家恢复程度更明显。最后，**老年人口占比越高，消费恢复难度越大。**日本和韩国消费的修复程度明显不及其他开放的亚洲经济体，主要原因或是日本和韩国的老龄化程度较高。总结来看，防疫政策全面放松后服务性消费一般会有明显的反弹，而**政策支持力度、放松的缓急、地区人口及经济结构和后续疫情的演化都会影响修复的路径。**不过，若从消费细分品类的变化来看，各国仍有较多相似点，**餐饮和住宿业对防疫政策的敏感度最高，而交通和娱乐类的恢复最为艰难。**
- **资本市场如何反映？餐饮韧性更强。**通过观察各经济体全面解除防疫限制之后的股票表现，我们发现**从行业指数的角度来看，各经济体在放开防疫后消费的股价表现一般。**从具体细分领域的表现来看，在防疫政策全面放松后的一周，**电影、航空和酒店的弹性最大**，旅游、服饰的表现仍较疲弱。随着防疫政策限制解除逐渐常态化，细分行业龙头公司股价普遍再度回落，但**餐饮行业的修复韧性偏强。**
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 消费恢复的典型路径：以美国为例..... - 4 -
2. 消费修复差异何来：多地经验归结..... - 6 -
3. 资本市场如何反映？餐饮韧性更强..... - 13 -

图表目录

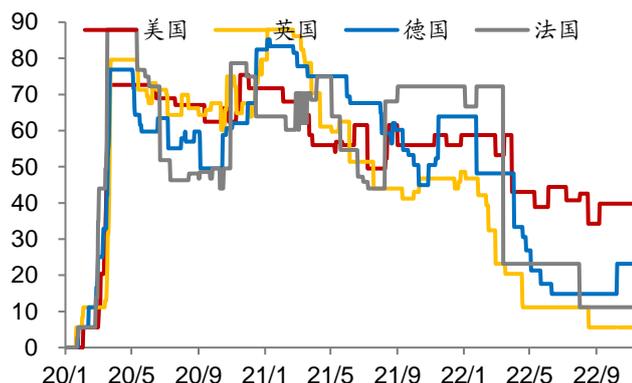
图表 1: 美国和欧洲牛津疫情防控措施指数.....	- 4 -
图表 2: 亚洲地区牛津疫情防控措施指数.....	- 4 -
图表 3: 美国个人消费支出同比增速 (%)	- 5 -
图表 4: 美国个人消费支出细分项相较 19 年同期恢复程度 (%)	- 5 -
图表 5: 美国消费支出较疫情前恢复程度 (%)	- 6 -
图表 6: 美国和欧元区零售销售增速 (%)	- 6 -
图表 7: 零售和娱乐场所访客人数较疫情前变化 (%)	- 6 -
图表 8: 为疫情付出的财政支出及放弃的财政收入占 GDP 比重 (%)	- 7 -
图表 9: 美国和欧盟失业率 (%)	- 7 -
图表 10: 美国居民累计超额储蓄.....	- 7 -
图表 11: 欧元区 CPI 增速和消费者信心指数 (%)	- 8 -
图表 12: 美国和欧洲居民可支配收入增速 (%)	- 8 -
图表 13: 欧洲主要国家消费者信心指数.....	- 8 -
图表 14: 英国疫情管控指数和疫苗接种率.....	- 9 -
图表 15: 德国疫情管控指数和疫苗接种率.....	- 9 -
图表 16: 新加坡零售娱乐和工作场所访客人数较疫情前变化 (%)	- 9 -
图表 17: 中国台湾新冠疫情新增确诊和零售营业额增速 (%)	- 10 -
图表 18: 部分国家及地区旅游业贡献和机场客运恢复程度.....	- 10 -
图表 19: 防疫放松后越南服务业迅速恢复 (%)	- 11 -
图表 20: 亚洲主要国家消费者信心恢复程度 (%)	- 11 -
图表 21: 全球部分国家和地区防疫政策变化情况.....	- 12 -
图表 22: 各国就餐人数较疫情前变化 (%)	- 12 -
图表 23: 美国居民信用卡交易较 19 年同期变化 (%)	- 13 -
图表 24: 2022Q2 英国消费较 2019Q2 恢复程度 (%)	- 13 -
图表 25: 非必需和必需消费板块超额收益 (%)	- 14 -
图表 26: 全面放开后一周消费子行业涨跌幅 (%)	- 14 -
图表 27: 全面放开后三个月消费子行业涨跌幅 (%)	- 15 -

今年以来，美国、欧洲等多个地区面对新冠疫情的反复，选择逐步放松乃至取消相关的限制措施。那么，在海外各个经济体陆续放松防疫约束之后，备受疫情影响的消费恢复进程如何？对应到资本市场又会有怎样的表现？本报告对此展开分析。

1. 消费恢复的典型路径：以美国为例

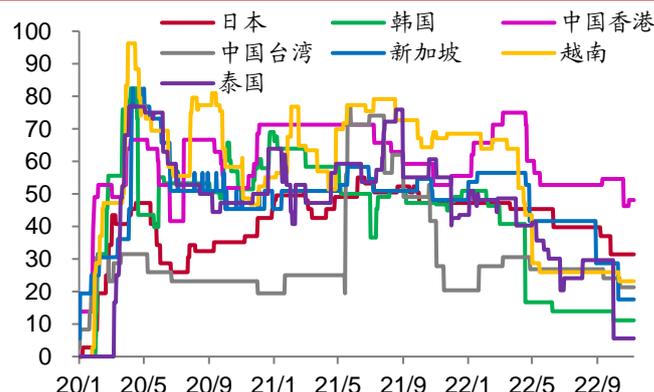
部分经济体防疫管控措施相继放松。自 2020 年新冠疫情爆发以来，各个经济体管控措施从严格到逐渐放松，目前多数已放松线下聚集和入境限制。美国和欧洲多国自 2021 年上半年开始逐步放松防疫限制，今年 2 月以来，丹麦、瑞典、瑞士、英国、爱尔兰、法国和德国等多个欧洲国家纷纷宣布全面取消防疫措施，美国也于 3 月完全放开室内口罩令并解除大部分防疫限制。从牛津大学的 OxCGRT 疫情防控指数来看，当前欧洲国家的管控指数基本归零，而美国和亚洲多个地区也已明显回落至接近疫情前水平。

图表 1：美国和欧洲牛津疫情防控措施指数



来源：CEIC，中泰证券研究所

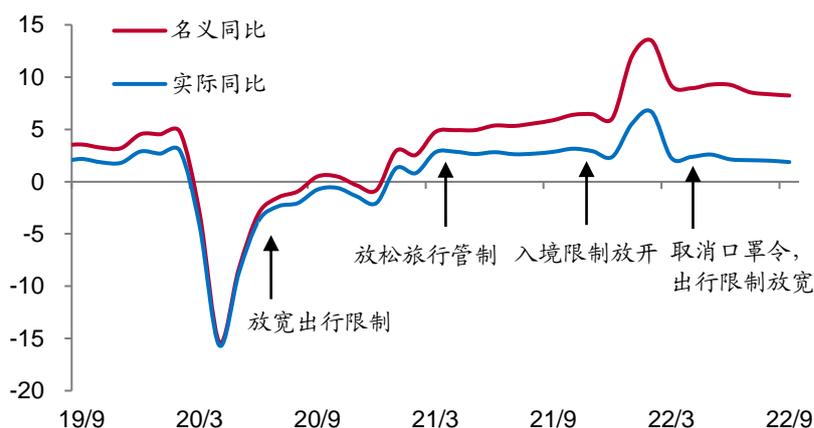
图表 2：亚洲地区牛津疫情防控措施指数



来源：CEIC，中泰证券研究所

防疫放松后美国消费高增长。一般而言，防疫限制的解除将带动消费尤其是线下消费需求得到集中释放。我们不妨以美国为例，从 2020 年 4 月到 2021 年 3 月，美国政府陆续推出 CARES 法案、应对与救助法案、救援计划三轮共计 5 万亿美元左右的财政刺激，支撑疫后消费快速修复。2021 年 4 月后，随着财政补贴计划逐渐退出，个人消费支出增长放缓。不过，今年以来，伴随着防疫限制全面解除，叠加高通胀的影响，美国个人消费名义总支出保持快速增长。

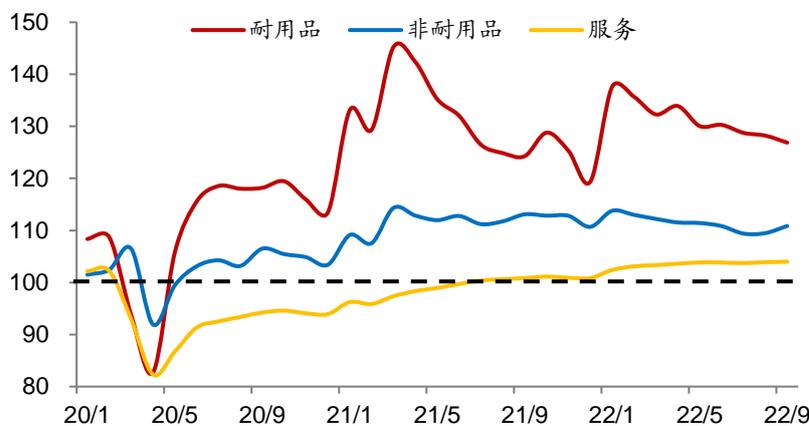
图表 3: 美国个人消费支出同比增速 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所, 2021 年为两年年均增速

服务消费恢复明显慢于商品。具体来看各品类的修复情况, 美国商品消费的恢复明显快于服务消费。在大规模财政补贴的刺激之下, 美国商品消费在疫情爆发后一个季度就完成了“填坑”, 而服务消费则受制于疫情管控缓慢修复。不过, 随着财政补贴逐渐退出, 商品消费于 2021 年 3 月到达峰值后持续下降, 服务消费则不断修复疫情期间的缺口。今年二季度以来, 随着美国全面放开防疫限制, 叠加假期出行高峰将至, 服务和非耐用品消费增长加速, 耐用品增速有所放缓。

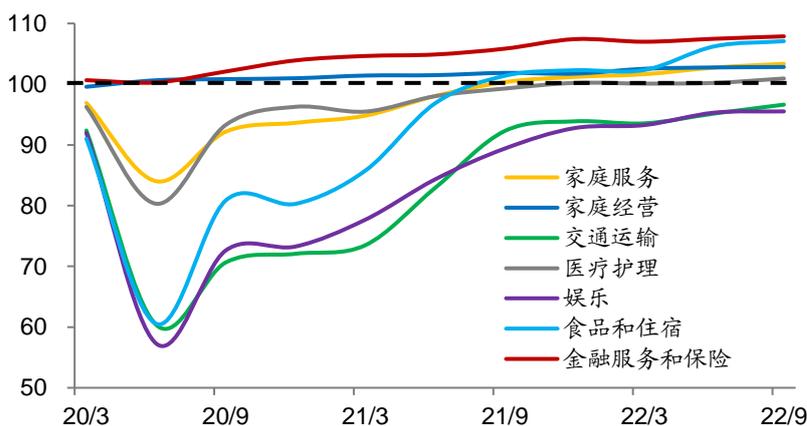
图表 4: 美国个人消费支出细分项相较 19 年同期恢复程度 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

服务消费中交通和娱乐尚未恢复到疫情前水平。从服务消费的不同品类来看, 金融、家庭经营和服务以及医疗等行业受疫情影响较小, 恢复也更快。相反, 依赖于线下活动的住宿、娱乐和交通等服务业受疫情冲击最大。截至今年三季度末, 美国服务类消费支出中仅有**交通运输和娱乐**未恢复至疫情前水平。

图表 5: 美国消费支出较疫情前恢复程度 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

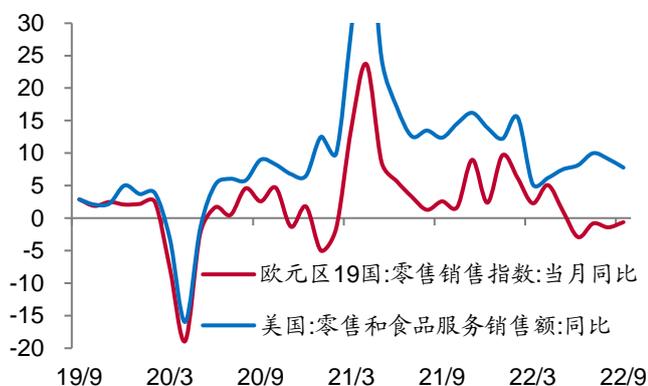
2. 消费修复差异何来: 多地经验归结

不过, 欧洲以及部分亚洲地区和美国在防疫约束放松后的恢复路径也并非全然相同。总结来看, 财政刺激的力度和方式、防疫放松的缓急、人口和经济结构以及后续疫情的演化均是重要的影响因素。

首先, 财政刺激力度的强弱决定着消费的恢复高度。

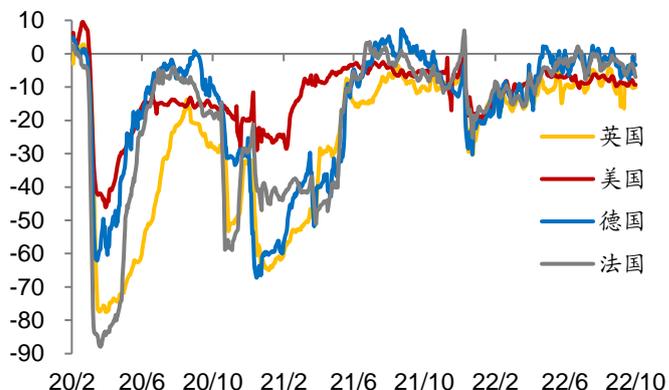
欧洲国家消费修复力度不足。纵观全球, 欧洲属于最早解除防疫限制的国家, 早在 2021 年, 欧洲多国在 5 月就放开了大部分线下聚集的限制, 7 月欧盟开始推行“新冠通行证”, 为民众在欧盟内的跨境旅行提供便利。今年一季度, 欧洲也早于美国采取经济至上的“躺平”策略, 但欧洲消费的复苏明显慢于美国。一方面, 今年 6 月以来, 欧元区零售销售指数同比持续负增, 而美国零售和食品服务销售额同比增速 8 月升至 10.8%; 另一方面, 从各国零售和娱乐场所访客人数的变化来看, 英德意法在 2020 年 9 月后居民线下活动再次下探, 随后受到 Delta 变种流行的影响保持低位徘徊。

图表 6: 美国和欧元区零售销售增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 零售和娱乐场所访客人数较疫情前变化 (%)

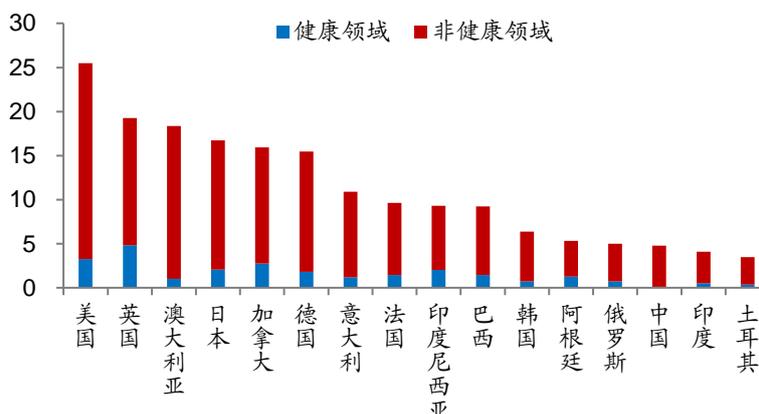


来源: Ourworldindata, 中泰证券研究所

财政刺激力度决定了反弹的高度。同样是快速放松并逐步躺平, 美国消费的反弹幅度明显大于欧洲。一方面, 根据 IMF 的统计, 美国为疫情付出的

财政支出以及放弃的财政收入在 GDP 中的占比位居全球前列。其中，美国政府在非健康领域（如失业救济、消费补助以及企业补贴等）的财政支持占 GDP 比重达到 22.2%，而欧洲财政刺激力度较大的英国、德国分别也只占到 14.4% 和 13.6%；另一方面，欧洲国家的支持政策主要集中在贷款、租金和失业补贴等保民生、稳就业领域，使得消费尤其是服务性消费复苏的弹性更小、服务业 PMI 修复也明显落后于美国。

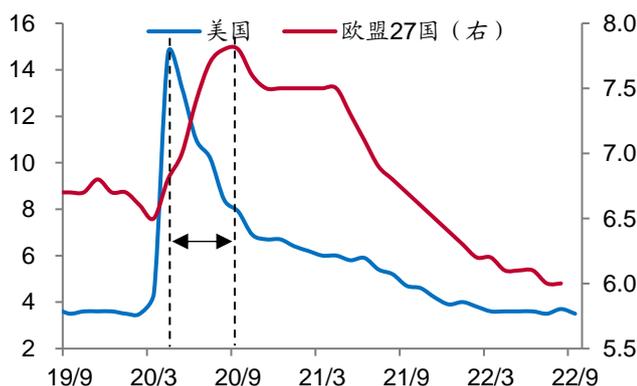
图表 8：为疫情付出的财政支出及放弃的财政收入占 GDP 比重（%）



来源：IMF，中泰证券研究所，数据统计截至 2021 年 10 月，GDP 以 2020 年为标准

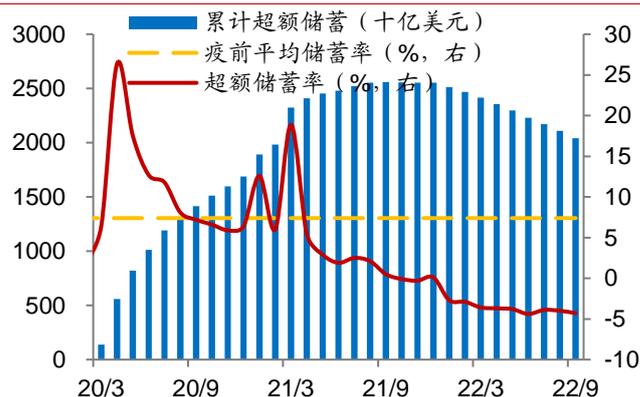
美国居民就业和收入修复优于欧洲。在美国三轮财政刺激下，居民收入显著提高，并积累了大量的“超额储蓄”，2020 年 3 月到 2021 年 6 月期间，美国居民的可支配收入增速远高于欧洲国家；同时，美国就业市场的改善也优于欧洲，美国失业率自 2020 年 4 月到达 14.7% 的峰值后开始回落，而欧洲失业率水平直至 2021 年 5 月才进入下行通道。在美国居民部门就业和收入明显修复的背景下，美国居民的消费能力和消费意愿都强于欧洲。

图表 9：美国和欧盟失业率（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：美国居民累计超额储蓄

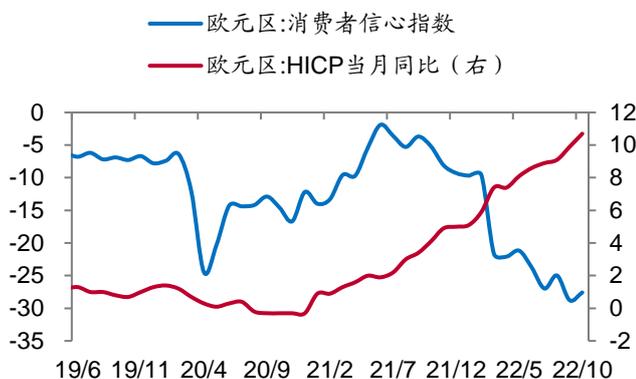


来源：CEIC，中泰证券研究所

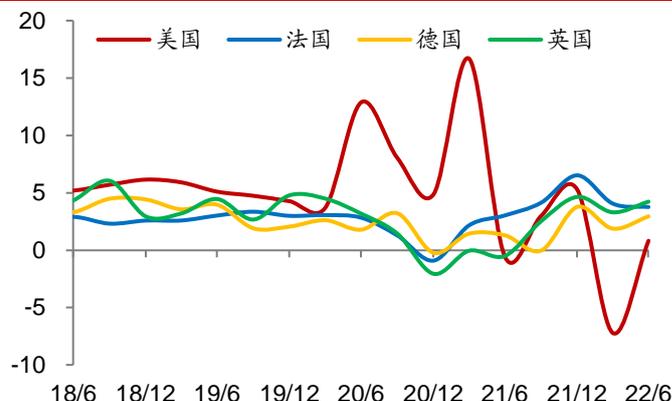
其次，约束放松时的经济基本面和疫情进展也是关系到消费恢复程度的重要因素。

欧洲通胀高企和经济承压限制消费的恢复。受到俄乌冲突的影响，欧洲供给不足的问题日益凸显，能源价格飙升之下欧元区通胀持续走高，10 月欧元区调和 CPI 增速续升至 10.7%。居高不下的通胀也使得居民的实际购买力

趋于走弱，欧元区消费者信心指数继续处于历史低位。相较而言，美国通胀压力明显更小，CPI 增速已连续 4 个月走低。此外，欧洲在开放时经济衰退的压力也更大。以英国为例，2020 年一季度起，GDP 连续 5 个季度录得负增长，消费和出口同样承压，在防疫思路转变之时的经济基本面明显弱于美国，后续的反弹也更为吃力。

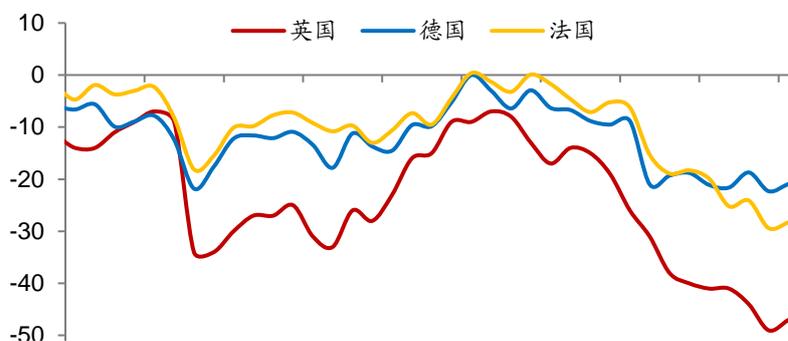
图表 11: 欧元区 CPI 增速和消费者信心指数 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 12: 美国和欧洲居民可支配收入增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

欧洲内部各国的修复也有分化。具体来看欧洲主要国家的消费修复，英国较其他国家明显更弱。考虑到德国与英国的财政支持力度最接近，在放开时两国的经济压力相当，英国消费者信心指数却始终低于德国。2021 年下半年，德国消费者信心指数保持震荡态势，而英国持续回落，今年防疫放开后，德国消费者信心指数连续两个月反弹，而英国一路下行至-49 的低位。

图表 13: 欧洲主要国家消费者信心指数


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_48824



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn