

宏观

证券研究报告

2022年11月25日

消费的黎明之前

我们研究了部分国内地区和海外国家 2022 年以来的消费修复情况，样本地区经验显示，在奥密克戎株的第一轮感染人数上升期，消费下行的压力最大，随着第一轮疫情过峰，消费会在当月或滞后一个月出现反弹，但下滑的幅度、反弹的力速和时间，与各地经济特征有关。

基于上述样本数据进一步分析后，我们总结了样本之间的一些共性。第一，消费作为顺周期行为，经济修复、失业率好转是消费修复的基本条件之一，消费与经济存在正相关性。第二，财政政策应该会加速消费修复的速度，但可能会受到疫情等其他因素扰动。

风险提示：国内疫情反复对经济、消费形成明显冲击；居民消费意愿在疫后趋势性下行；文章数据样本有限，可能存在样本缺陷导致的部分结论不具有广泛的适用性

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：COP27 的新变化和对世界的影响》 2022-11-23
- 2 《宏观报告：风险定价-市场短期主线还是复苏交易-11月第4周资产配置报告》 2022-11-23
- 3 《宏观报告：地产政策三问：效果怎样？是否刺激？如何演绎？》 2022-11-21

2020 年疫情爆发以来，全球消费表现出与疫情前截然不同的特征，疫情成为全球各国消费修复最主要的扰动项，分析海外疫后的消费修复路径，能够让我们更好的理解后疫情时代消费会如何演变。

考虑到不同类型毒株对消费的影响不同，我们主要将目光聚焦于国内部分地区和海外国家在奥密克戎疫情时期的消费变化，样本包括日本、韩国、中国香港、中国台湾、越南、澳大利亚和新加坡。

样本地区的疫情演变有以下几点特征：

第一，这些样本在前三轮疫情流行时期（2020 年-2021 年 11 月）的累计感染率（累计确诊人数/总人口）较低，而在奥密克戎流行期间感染率明显上行。

第二，从样本地区疫情发展上看，奥密克戎的第一轮周期大致持续 1-2 个季度，上升期持续 1-2 个月，如韩国确诊人数从 2022 年 2 月开始快速上行，在 3 月达到高点；新加坡确诊人数从 2022 年 1 月开始上行，在 3 月达到高点。下降期持续 2 个月左右，澳大利亚和中国台湾的下降期持续时间超过了 3 个月。

图 1：各地不同阶段的感染率

疫情阶段	时间	日本当月感染率	韩国当月感染率	中国香港当月感染率	中国台湾当月感染率	越南当月感染率	澳大利亚当月感染率	新加坡当月感染率
野生毒株	2020年1-10月	0.080%	0.051%	0.081%	0.002%	0.001%	0.107%	1.020%
阿尔法	2020年11月-2021年5月	0.512%	0.220%	0.100%	0.035%	0.006%	0.010%	0.073%
德尔塔	2021-6	0.04%	0.03%	0.00%	0.03%	0.01%	0.00%	0.01%
	2021-7	0.09%	0.08%	0.00%	0.00%	0.13%	0.01%	0.04%
	2021-8	0.44%	0.10%	0.00%	0.00%	0.31%	0.07%	0.05%
	2021-9	0.18%	0.12%	0.00%	0.00%	0.34%	0.19%	0.49%
	2021-10	0.02%	0.10%	0.00%	0.00%	0.14%	0.26%	1.86%
奥密克戎	2021-11	0.00%	0.16%	0.00%	0.00%	0.31%	0.16%	1.25%
	2021-12	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	0.3%
	2022-1	0.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.6%	5.9%	1.3%
	2022-2	1.9%	4.5%	1.0%	0.0%	1.1%	3.7%	6.6%
	2022-3	1.2%	19.3%	3.2%	0.0%	6.3%	5.6%	7.0%
	2022-4	1.1%	8.0%	0.7%	0.4%	1.2%	5.6%	1.9%
	2022-5	0.8%	1.7%	0.0%	8.1%	0.1%	6.0%	1.9%
	2022-6	0.4%	0.5%	0.1%	7.4%	0.0%	3.3%	2.5%
	2022-7	2.6%	2.7%	0.3%	3.5%	0.0%	4.8%	5.0%
	2022-8	4.9%	6.7%	0.5%	3.1%	0.6%	2.7%	2.3%
2022-9	2.0%	3.0%	0.4%	4.9%	0.1%	1.0%	1.2%	
截止9月末的累计感染率		16.9%	47.9%	6.4%	27.4%	11.7%	39.9%	34.9%

资料来源：wind，天风证券研究所

第三，样本地区防疫政策放松的进度和力度略有差异。中国台湾的疫情防控严格指数从 2021 年 11 月开始明显回落，韩国的疫情防控严格指数从 2022 年 4 月开始回落，但韩国放松的力度更大，2022 年 10 月疫情防控严格指数仅 11.11，而中国台湾还有 22.37。

第四，样本地区数据显示，防疫放松越快、放松力度越大，感染率上行越明显。比如在奥密克戎流行时期，韩国和澳大利亚的疫情防控严格指数均快速回落至 11.11，对应两国在奥密克戎时期的累计感染率在 2022 年 9 月分别达到了 47%和 39%；而日本、越南和中国香港的疫情防控严格指数回落相对较慢，在奥密克戎时期的累计感染率仅有 15.6%、10.5%和 6.2%。

第五，上述样本地区，在放松趋势整体不变的情况下，在第一波新增确诊人数高峰出现期间，部分地区的防疫政策出现反复。中国香港、中国台湾、新加坡的严格指数在第一轮奥密克戎流行时期均出现了小规模的回调，如中国台湾的严格指数从 2021 年 12 月的 20.4 略上行至 2022 年 4 月 27.59。

图 2：各地的疫情防控严格指数变化

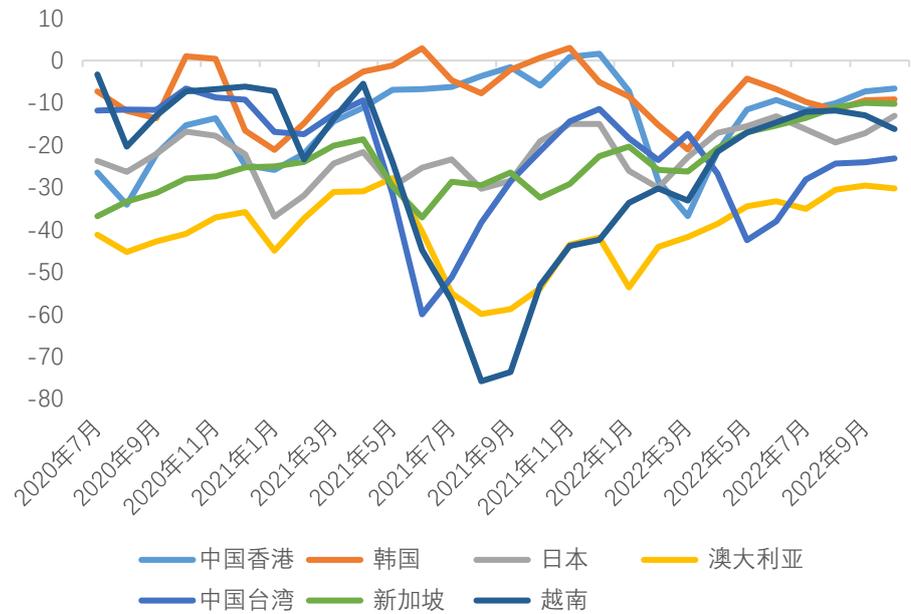
时间	日本	韩国	澳大利亚	中国台湾	中国大陆	越南	中国香港	新加坡
2020年1月	2.78	0.25	5.56	15.62	58.34	9.57	35.90	25.00
2020年2月	21.80	36.56	19.06	28.90	76.99	40.87	52.27	29.41
2020年3月	41.16	62.58	38.65	29.15	79.53	53.49	51.34	33.96
2020年4月	45.74	66.64	71.11	31.48	60.21	88.81	66.21	69.81
2020年5月	41.99	43.56	67.35	27.18	74.68	71.47	63.20	74.64
2020年6月	27.78	53.67	55.01	25.10	78.49	63.33	48.34	60.43
2020年7月	27.99	53.48	69.82	23.15	78.24	58.73	55.38	51.11
2020年8月	32.71	53.24	75.10	23.15	78.24	77.78	66.67	51.47
2020年9月	34.36	51.09	74.72	23.15	60.09	75.75	62.35	51.30
2020年10月	35.19	57.65	67.22	23.15	63.07	58.33	51.85	45.73
2020年11月	36.67	52.84	63.92	23.15	69.48	48.49	55.12	45.56
2020年12月	42.95	61.78	65.99	19.44	79.08	53.48	71.03	48.24
2021年1月	49.36	64.56	60.68	21.41	78.24	58.45	71.30	48.42
2021年2月	49.64	63.89	62.47	25.00	74.07	70.93	71.30	50.93
2021年3月	44.11	58.33	50.91	25.00	52.99	61.59	71.30	50.93
2021年4月	45.37	58.33	49.14	25.00	74.47	56.08	71.30	50.93
2021年5月	49.07	50.81	46.43	49.13	67.82	73.67	71.30	54.93
2021年6月	53.27	50.00	62.50	71.48	72.25	76.76	71.30	57.96
2021年7月	51.09	44.28	68.06	71.23	75.31	78.21	67.00	51.36
2021年8月	51.12	50.18	70.45	60.25	70.83	76.15	63.56	46.16
2021年9月	51.63	45.57	71.76	49.07	73.24	72.57	59.26	44.22
2021年10月	47.22	43.68	70.51	46.68	74.06	65.90	58.21	46.12
2021年11月	47.22	42.16	67.07	24.54	68.06	69.57	52.87	42.83
2021年12月	47.22	45.06	56.13	20.37	73.25	69.84	55.56	42.76
2022年1月	47.22	46.26	53.08	21.94	75.71	67.41	63.21	44.85
2022年2月	47.22	42.38	43.02	25.04	64.18	65.23	68.23	44.63
2022年3月	46.56	40.74	36.12	27.21	63.35	65.15	74.28	45.32
2022年4月	45.37	27.92	40.79	27.59	77.63	49.38	69.82	42.67
2022年5月	44.78	14.28	31.46	26.85	79.17	27.18	51.42	28.34
2022年6月	39.19	13.98	17.78	26.85	79.17	25.93	47.24	28.27
2022年7月	37.52	13.89	11.56	26.85	73.61	25.93	47.17	28.24
2022年8月	37.52	13.89	11.11	26.85	75.22	25.93	47.11	27.30
2022年9月	36.21	13.89	11.11	25.09	71.58	25.93	48.32	18.61
2022年10月	31.48	11.11	11.11	22.37	67.28	24.05	45.70	17.89

资料来源：wind，天风证券研究所

在奥密克戎流行期间，消费会如何表现呢？

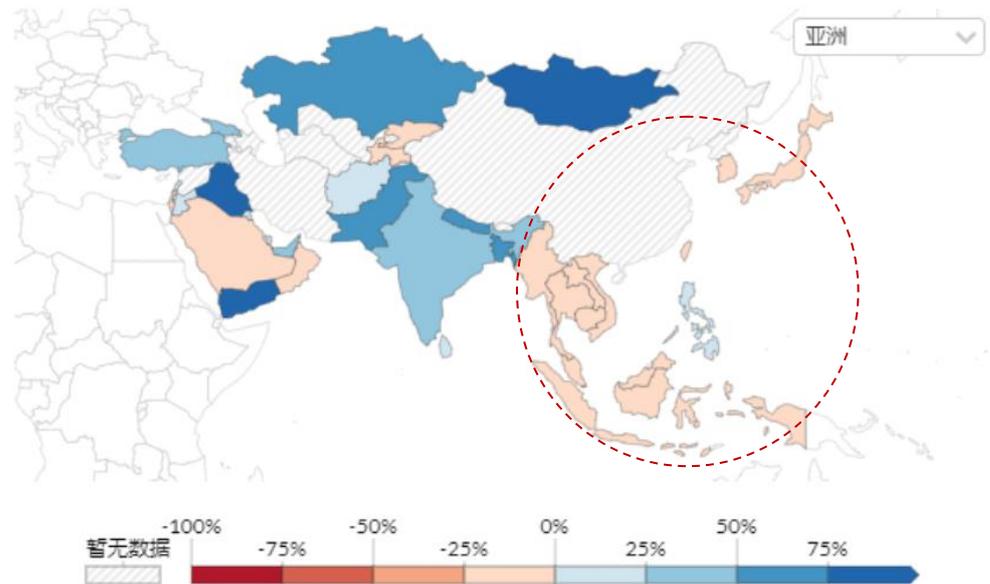
第一，样本数据显示，线下消费场景先承压再修复，但修复程度有限。谷歌公共交通指数（体现地铁、公共汽车和火车站客流量的变化）显示，样本国家和地区在感染率上升期的公共交通指数有所回落，感染率下降后开始修复，但多数未修复至疫情前水平。这一部分可能是因为疫情冲击下，居民出于对感染病毒的担忧，开始购买汽车等私人出行工具，而减少使用公共交通工具。

图 3：公共交通枢纽的访客数量相比于基准值的变化（月均值）（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 基准日为 2020 年 1 月 3 日至 2 月 6 日为期 5 周的中值; 包括交通枢纽, 如地铁、公共汽车和火车站)

图 4: 公共交通枢纽的访客数量相比于基准值的变化 (7 天移动平均)

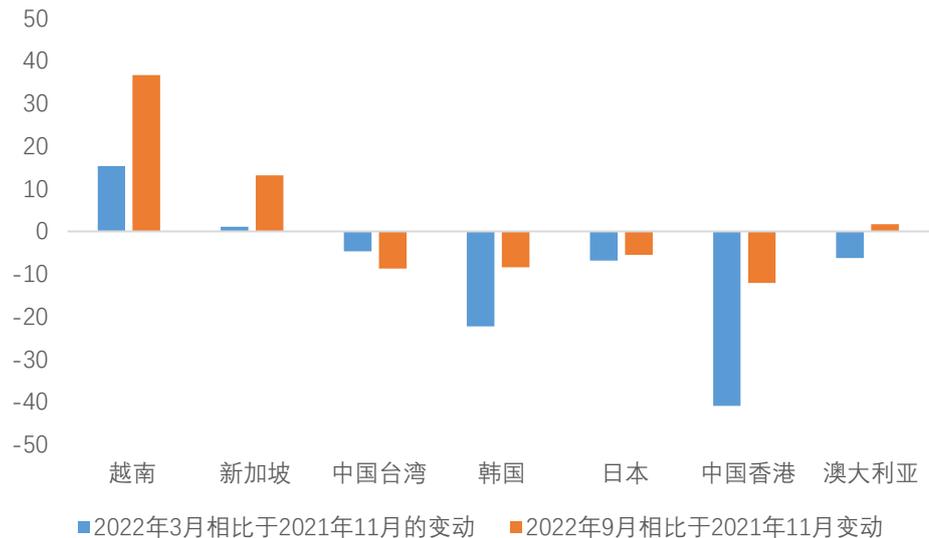


资料来源: Our world in data, 天风证券研究所 (注: 基准日为 2020 年 1 月 3 日至 2 月 6 日为期 5 周的中值; 最后更新于 2022 年 10 月 21 日, 样本不建议进行跨国别比较)

从零售和娱乐场所的访客数量指数上看, 在奥密克戎感染人数上升期, 除越南上行、新加坡接近持平外¹, 其他国家和地区的零售和娱乐场所访客数量指数均有所回落。感染率下降后, 样本国家和地区到访零售和娱乐场所的访客数量有所回升, 其中越南和新加坡明显超过 2021 年 11 月的水平。

图 5: 零售和娱乐场所的访客数量与基准值的变化 (月均值) (单位: %)

¹ 越南是因为 2021 年受德尔塔株的影响更为明显



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 基准日为 2020 年 1 月 3 日至 2 月 6 日为期 5 周的中值; 包括餐馆、咖啡馆、购物中心、主题公园、博物馆、图书馆和电影院等场所。)

第二，样本国家和地区的消费修复情况明显分化，大致可以分为三类。

第一类以澳大利亚、越南和新加坡为代表，疫情爆发后，消费会经历 1 个月左右的下滑（下滑幅度在 2 个百分点左右），随着确诊率高峰过去，消费开始明显修复，并超过疫情前水平，且第二轮疫情对消费的影响较小²。如澳大利亚的零售销售同比增速在 2021 年 12 月略下行 0.9 个百分点后，从 4.76% 持续回升至 8 月的 19.2%。越南的零售规模在奥密克戎时期也在持续修复，相比 2019 年复合增速稳定在 5% 左右。

第二类以中国台湾、日本为代表，消费在疫情冲击下会出现 2 个月左右的下行期，下滑幅度在 3 个百分点左右，随后开始脉冲式修复，但韧性不足，且受第二轮疫情的影响较为明显。如 2022 年 3 月中国台湾疫情开始抬头并在 5 月达到高峰，这一时期中国台湾的零售营业额明显回落。5 月随着疫情迎来拐点，零售业在 6 月开始修复，但后劲不足，9 月随着疫情抬头，中国台湾的零售营业额再度回落。

日本的第一轮疫情于 2022 年 2 月确诊率高峰过去，商业销售额零售同比从 2021 年 12 月的 1.2% 下滑至 -0.9%，3 月开始缓慢修复，4、5 月随着新增确诊人数进一步回落，消费脉冲式修复，到 6 月疫情反复后，消费再度回落，但回落幅度低于第一轮。

第三类以中国香港为代表，疫情冲击下消费快速回落，下滑幅度较深，时间在 3 个月左右，且疫情出现拐点也并未推动消费明显修复。中国香港疫情于 2022 年 1 月开始抬头，3 月达到峰值，对应零售业总销货数量指数同比从 2021 年 12 月的 3.4% 回落至 -16.8%，下滑幅度达到 20 个百分点，在 4 月消费脉冲修复后，再度走弱。

总的来说，在奥密克戎株的第一轮感染人数上升期，消费下行的压力最大，随着第一轮疫情过峰，消费会在当月或滞后一个月出现反弹，但下滑的幅度、反弹的力速和时间，与各地经济特征有关。

图 6：奥密克戎流行期间，部分地区消费的总体变动情况

² 考虑到 2022 年全球进入通胀周期，在估算消费数据时，我们尽量使用不变价数据/数量数据进行对比。

	新加坡（略下滑后回升）			韩国（持续回落）			中国香港（持续回落）		
	当月感染率	零售销售指数:不变价	不变价同比	当月感染率	零售销售数量指数	数量指数同比	当月感染率	零售业总销货:数量指数	数量指数同比
T-6	0.49%	90.6	6.6	0.12%	122.7	4.0	0.00%	98.2	4.8
T-5	1.86%	92.0	7.2	0.10%	125.0	7.9	0.00%	107.5	9.4
T-4	1.25%	92.9	1.6	0.16%	124.7	4.8	0.00%	107.0	4.3
T-3	0.29%	93.8	6.2	0.35%	127.2	6.8	0.00%	116.5	3.4
T-2	1.27%	90.2	1.8	0.38%	117.5	4.7	0.02%	118.3	1.6
T-1	6.65%	91.2	4.2	4.46%	107.9	1.6	1.02%	87.1	-17.5
T	6.97%	94.2	6.4	19.25%	122.0	2.1	3.16%	81.3	-16.8
T+1	1.88%	96.6	8.4	8.01%	119.4	0.4	0.68%	102.8	8.0
T+2	1.93%	97.3	14.4	1.67%	123.6	0.7	0.03%	98.9	-4.8
T+3	2.50%	95.2	10.3	0.49%	117.7	-1.5	0.09%	94.2	-4.3
T+4	5.03%	96.7	9.6	2.74%	117.9	-1.9	0.27%	96.9	1.0
T+5	2.35%	95.0	9.0	6.71%	119.3	2.4	0.46%	98.0	-3.0
T+6	1.23%	97.6	7.7	2.99%	121.8	-0.7	0.44%	96.7	-1.5
	中国台湾（先降后升再回落）			越南（稳步修复）			澳大利亚（略下滑后回升）		
	当月感染率	营业额零售	营业额零售同比	当月新增感染率	零售	零售:相比于2019年复合增速	当月新增感染率	零售销售	零售销售同比
T-6	0.00%	377304	6.9	0.34%	302946	-15.00	0.01%	29761	-3.22
T-5	0.00%	368420	3.7	0.14%	373796	-5.92	0.07%	29262	-0.7
T-4	0.01%	391743	6.3	0.31%	438420	1.12	0.19%	29757	1.81
T-3	0.01%	314741	0.2	0.50%	441194	1.02	0.26%	31133	5.11
T-2	0.01%	344113	5.5	0.56%	454201	4.07	0.16%	33345	5.67
T-1	0.39%	343949	4.7	1.12%	425811	2.90	0.60%	31968	4.76
T	8.14%	322617	3.6	6.27%	441928	4.16	5.90%	32492	6.29
T+1	7.36%	326464	22.5	1.19%	457964	4.95	3.67%	33085	9.08
T+2	3.48%	358687	18.1	0.08%	465330	5.00	5.60%	33626	9.44
T+3	3.06%	358180	12.0	0.03%	474620	5.14	5.58%	33923	9.57
T+4	4.90%	352391	7.5	0.03%	478151	5.03	5.97%	34172	10.2
T+5				0.65%	479125	5.05	3.33%	34239	12.03
T+6				0.07%	479375	4.56	4.79%	34669	16.49

资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: T 表示在奥密戎病毒株中, 感染率最高的时候, 除中国台湾为 2022 年 5 月、澳大利亚为 2022 年 1 月外, 其他国家和地区均为 2022 年 3 月)

第三, 相比于零售, 餐饮等线下服务消费受疫情的影响更为明显, 韩国、新加坡等在疫情爆发期间, 餐饮下滑幅度高于商品销售。如韩国 2022 年 2 月随着疫情开始蔓延, 餐饮销售数量指数下滑至 94.5, 跌破 100, 相比于此前 6 个月均值下滑 23.9 个点, 总品类销售数量指数则仅下滑 14.4 个点。

在感染高峰过去后, 服务消费会出现一轮快速修复, 如韩国 3 月餐饮数量指数上行 13.9 个百分点。但从高度上看, 相比于商品销售, 餐饮销售的修复难度可能更大, 如新加坡零售销售指数已经超过疫情前, 而餐饮服务指数依旧低于疫情前; 韩国总销售指数的修复情况也好于餐饮。

图 7 新加坡的零售与零售指数 (单位: 下同)

图 8 新加坡的零售与零售指数

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_49273



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn