

疫情防控政策优化，后续如何演绎？

海外借鉴与国内启示

后续影响资产价格演绎路径的要素：

1) 防疫政策优化时刻所处经济周期位置的不同。海外防疫管控逐步调整的过程恰逢美联储一轮历史罕见的激进加息周期与俄乌冲突；反观当下，全球美元流动性拐点或正逐步来临，人民币汇率约束与输入性通胀压力缓解，国内防疫政策的优化与经济基本面的企稳回升有望形成共振；2) 国内居民部门由于受疫情长时间困扰之下的“预防性储蓄”或是“被动储蓄”攀升的现象清晰可见，叠加疫情冲击下的部分中低收入群体对于回归就业市场的强烈意愿，意味着消费复苏的动能是存在的。但与此同时：3) 居民消费习惯的改变与消费信心及对未来预期的持续下滑能否得到根本性扭转将决定疫后消费复苏高度；4) 防疫政策优化调整过程中疫情形势变化的复杂性对于供应链、产业链生产等的冲击程度究竟如何同样值得重点关注。

疫后复苏差异原因及经验

财政政策针对居民端的补贴力度会很大程度影响经济体疫后消费复苏力度；人口年龄结构或影响消费复苏活力；防疫政策严格程度边际减弱后，疫情形势的反复程度以及居民自身是否愿意回归线下消费场景将决定疫后消费复苏成色；储蓄率的快速下滑转化是检验消费复苏情况的较好观测指标；泛消费类板块表现总结及推演：时间维度，先必选后可选，先商品后服务；空间维度，必选、商品防御“韧性”强，可选、服务进攻“弹性”佳。

欧美：周期影响大于政策

美国疫后整体消费高增，结构发生变化，商品消费的复苏程度明显优于服务消费，且部分服务消费需求及居民生活习惯可能发生永久性变化。**欧洲疫后消费复苏乏力**，经济下行压力增大、地缘政治冲突再度推升通胀中枢水平等因素对于居民实际消费能力形成挤出，消费者信心出现快速下滑。

亚洲地区：复苏差异或源于刺激政策、产业禀赋、消费结构

新加坡疫后零售明显好转，不同场所人流量基本呈现缓慢修复趋势，但都基本没有恢复至疫情前水平。**越南疫后消费随防疫限制的放松出现一轮快速强劲的反弹**，服务业改善明显。**韩国/中国香港/中国台湾等地区疫后消费并未因防疫政策调整受到明显提振**，同时消费者信心出现持续下滑。

国内启示：短期脉冲式修复可期，持续性仍需关注

后续的重要观测点：1) 疫情演绎与医疗挤兑的现象能否规避；2) 疫苗接种率能否达到预期，这将决定后续放开节奏；3) 能否看到有力度的消费刺激政策出台；4) 居民部门储蓄率的转化及国内消费者信心的如期改善将很大程度决定疫后复苏的持续性。

风险提示：政策不及预期、疫情恶化、地产风险、中美关系恶化、欧美经济硬着陆等。

投资策略

陈果

chengguodcq@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440521120006

发布日期：2022年12月08日

上证指数走势图



深证成指走势图



目录

引言	1
欧美：周期影响超出政策	1
美国：疫后消费高增，习惯改变影响消费结构.....	1
欧洲：疫后复苏乏力，消费者信心快速下滑.....	6
亚洲地区：复苏差异或源于刺激政策、产业禀赋、消费结构.....	9
越南/新加坡：疫后消费复苏相对明显	9
韩国/中国香港/中国台湾：疫后消费复苏无明显起色	13
疫后复苏差异原因及经验总结	18
国内启示：短期脉冲式修复可期，持续性仍需关注.....	21
风险分析	22

引言

11月10日，政治局常委会召开会议研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，强调了“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。次日，《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施，科学精准做好防控工作的通知》正式落地，“科学性”、“精准性”、“优化调整”成为细则关键词。2022年12月7日下午，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（以下简称“新十条措施”）。往后看，持续优化、完善现有疫情防控政策，尽量减少对经济社会生活的影响将会是大势所趋。去年下半年以来，面对疫情形势反复，海外多国陆续选择调整和优化新冠疫情防控政策，甚至选择全面放开，因此本文梳理海外部分国家疫后复苏情况。

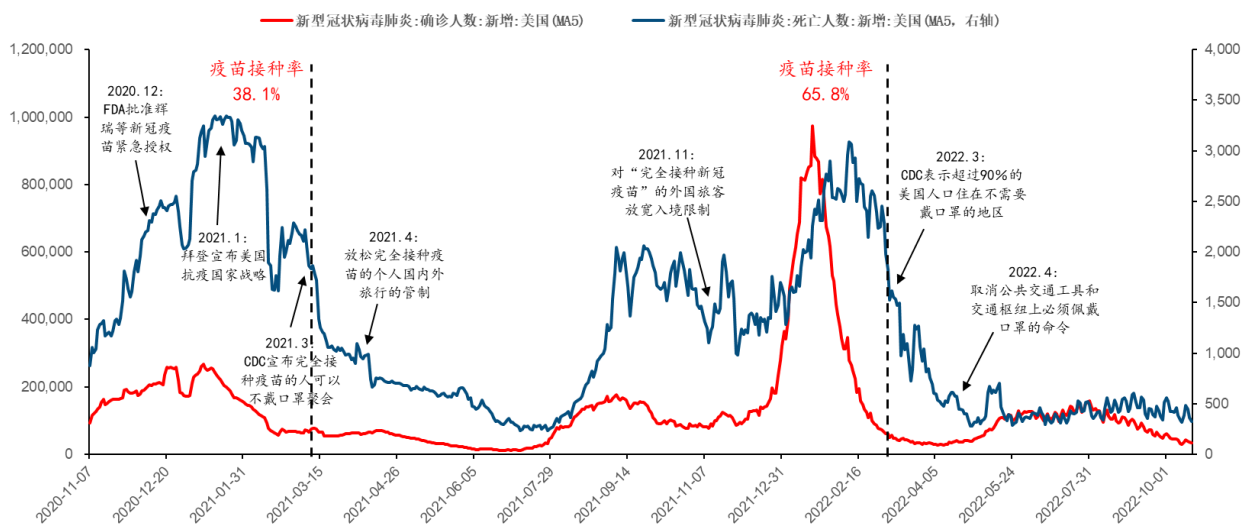
欧美：周期影响超出政策

自新冠肺炎疫情爆发以来，欧美多国是全球率先选择调整防疫限制的部分国家。2020年底，FDA为辉瑞、Moderna等疫苗颁发紧急使用权，之后随着疫苗接种的推进，2021年上半年美国开始逐步放宽防疫限制。2021年3月，CDC（美疾控中心）宣布完全接种疫苗的人可以不戴口罩聚会；4月，CDC又发布了《关于完全接种疫苗人士旅行的最新指南》，放松了完全接种疫苗的个人国内外旅行的管制。尽管2021年下半年防疫政策由于疫情形势的反复出现过边际调整，但都没有实际性的收紧，直到今年二季度美国几乎宣布取消了所有防疫限制。

美国：疫后消费高增，习惯改变影响消费结构

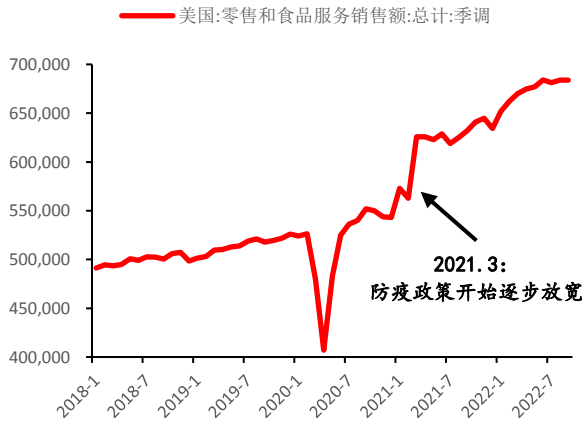
疫后整体消费复苏明显，服务消费弱于商品消费。2021年上半年，伴随防疫政策的逐步放宽，居民线下消费场景的恢复，我们可以看到美国消费数据层面一波明显的“脉冲式修复”。但是从具体结构上来看，商品消费的复苏程度明显优于服务消费，而商品消费中又以耐用品消费的恢复最为显著。商品消费层面，我们能够清晰地看到2021年4月左右出现的一波脉冲式的“报复性消费”；而相比之下，疫后服务消费的复苏路径要平缓的多。

图表1：美国防疫政策调整过程中疫情形势变化（单位：例）



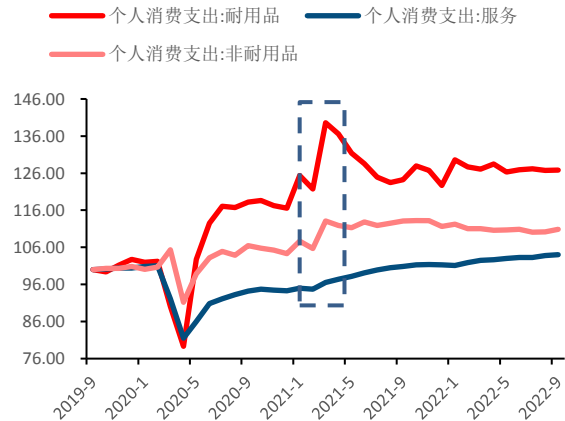
资料来源：Wind，Our World in Data，中信建投

图表2：零售数据恢复强劲（单位：百万美元）



资料来源：Wind，中信建投

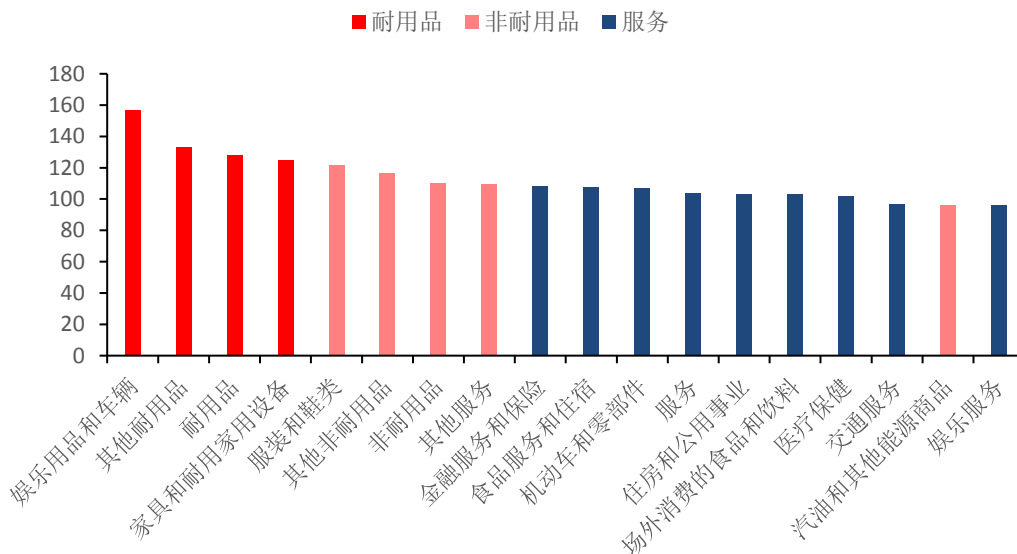
图表3：服务消费恢复弱于商品消费



资料来源：Wind，中信建投（注：2019年9月为100，均为实际值）

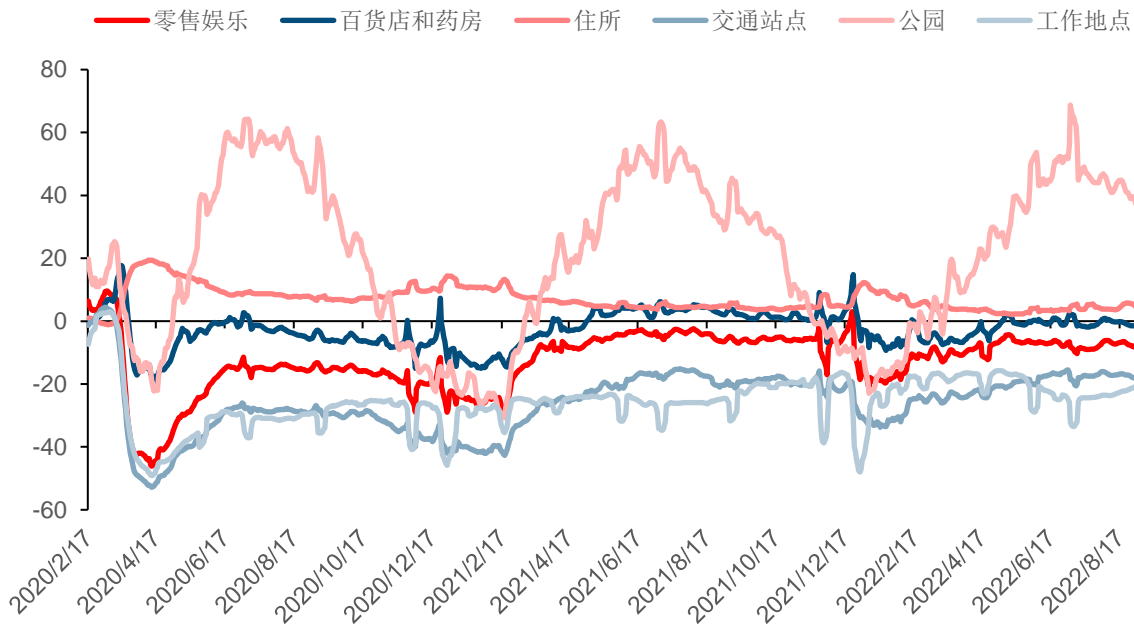
服务消费需求的部分结构以及居民生活习惯可能发生永久性变化。截至美国经济分析局最新公布的个人消费支出细分项的三季度数据，以2019年的同期数值作为100，目前为止依然没有恢复到疫情前水平的主要有娱乐服务、汽油和其他能源商品（非耐用品项目）以及交通服务，分别只达到疫情前水平的95.85%、96.17%和96.73%。尽管疫情管控基本已经完全放开，但部分服务消费依然受到抑制。对此可能的一个解释是，经历疫情冲击后部分居民对于线下“密集接触型”消费场景依然持谨慎和保守的态度，或许仍然需要一定时间去适应生活中新的变化，甚至不排除对于部分服务消费的需求或难以恢复到疫情前水平。相比于疫情前水平，美国零售娱乐/交通站点/工作地点人流量分别下降9%、17%和19.9%左右，可见居民对于选择交通出行、办公地点等日常生活方式的观念或许已经发生了变化。

图表4：美国部分服务消费仍未恢复到疫情前水平



资料来源：BEA，中信建投（注：2019年三季度为100，均为实际值）

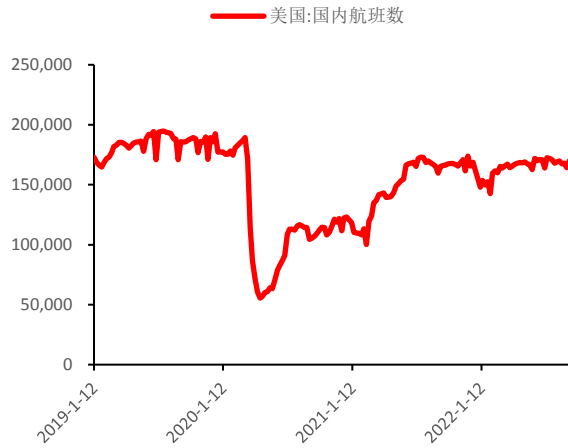
图表5： 美国不同场所人流量相比疫情前的变化（单位：%）



资料来源：Google mobility, Our World in Data, 中信建投

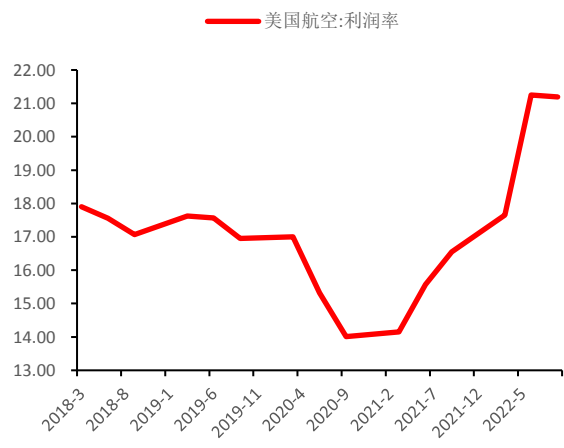
美国航空业与酒店业持续复苏，中端酒店疫后复苏整体优于高端酒店。今年3月开始，海外迎来一轮跨境政策的放松，目前多国已明显放开边境政策，世界范围内的国际航线正在快速恢复中，拜登政府计划从11月8日开始，正式解除所有已接种新冠疫苗的外国旅客的入境限制，这意味着禁止世界绝大部分地区进入美国的长达21个月的历史性限制基本结束，若未来没有新增限制措施，美国航空需求或将持续复苏。但根据美国交通部最新数据显示，美国国内航班数仍未恢复到疫情前，周频数据大约恢复至疫情前架次90%左右。酒店业方面，据美国酒店与住宿协会(AHLA)数据显示过去两年里，大部分酒店都在盈亏平衡点以下度过，在这两年里，酒店行业单是客房收入就损失了1118亿美元。进入2022年后，对美国酒店业是积极的一年，酒店入住率和客房收入均回升至疫情前水平。通过选取不同档次知名酒店，对比2021年年报与2019年年报，中端/中低端酒店的知名公司温德姆酒店及精选国际酒店2021年营收已分别恢复至2019年同期的76.23%和95.92%，表征盈利能力的净利润/净利率指标已超过疫情前水平，表明兼顾性价比与效率的中端酒店疫后复苏速度与改善幅度都明显优于高端酒店。

图表6: 美国国内航班数尚未恢复到疫情前水平(架次)



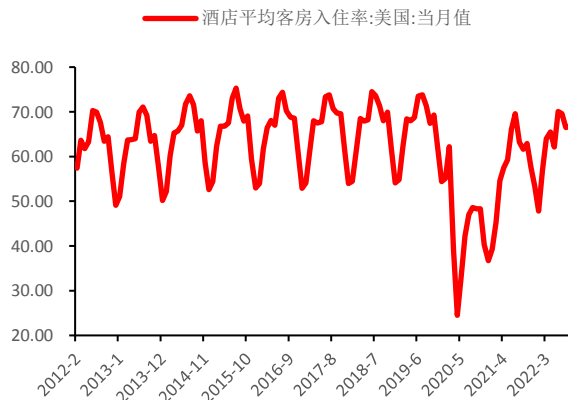
资料来源: Wind, 中信建投

图表7: 美国航空利润率超过疫情前水平(美分)



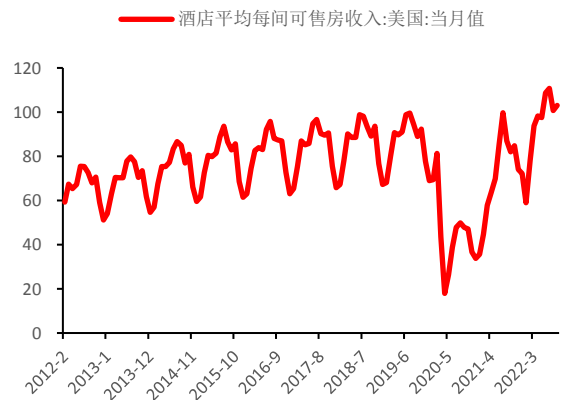
资料来源: Wind, 中信建投

图表8: 客房入住率接近疫情前水平(单位: %)



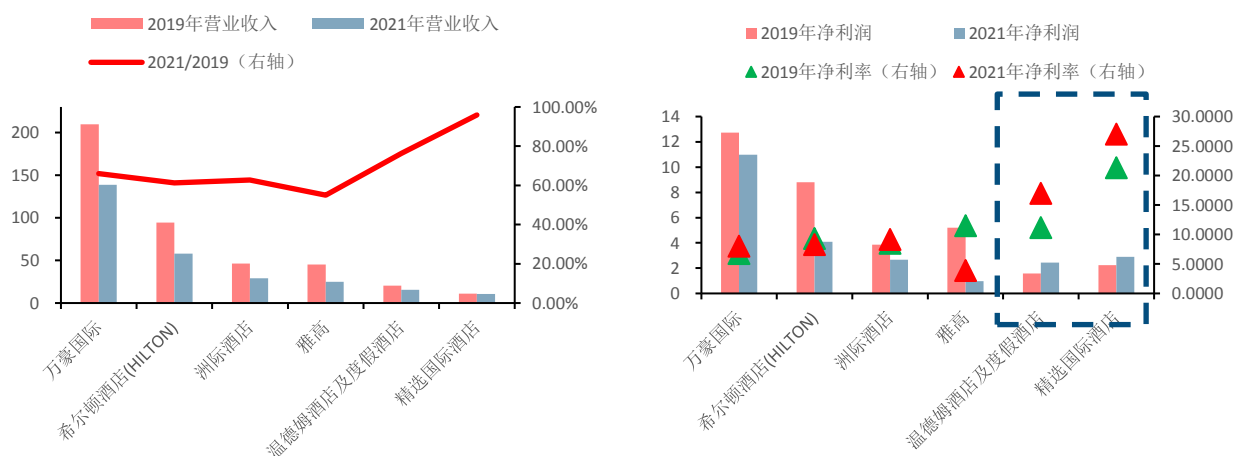
资料来源: Wind, 中信建投

图表9: 客房收入超过疫情前水平(单位: 美元)



资料来源: Wind, 中信建投

图表10：中低端酒店恢复情况好于高端酒店(单位：亿美元) 图表11：中低端酒店净利润/净利率指标已超过疫情前



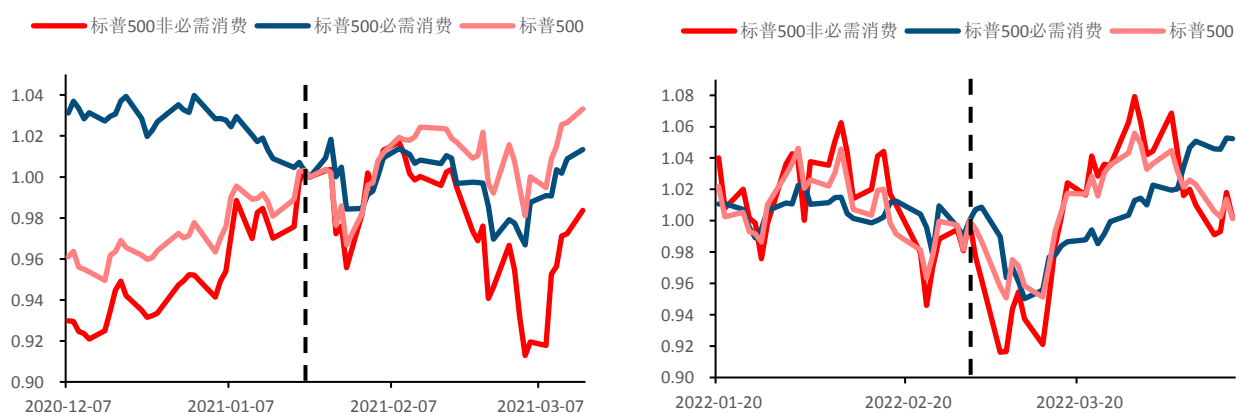
资料来源: Wind, 中信建投

资料来源: Wind, 中信建投(注: 左轴单位: 亿美元 / 右轴单位: %)

资本市场表现来看，防疫政策调整后美股消费板块并无超额收益。2021年1月，拜登在上任当日宣布美国“应对新冠肺炎疫情国家战略”，加之前期辉瑞/Moderna等疫苗被颁发紧急使用授权，标志着美国防疫思路迎来首次重要转向。但是从美股板块表现来看，防疫思路调整之后必需消费和非必需消费板块甚至出现了一波明显的调整，相对标普500指数的超额收益为负。今年3月，美国白宫发布“National COVID-19 Preparedness Plan”，引导美国防疫进入“新常态”，美股消费板块同样没有因为防疫政策的再度调整出现超额收益。综上所述，美国防疫政策优化对于美股消费板块的影响相当有限，背后原因或许在于除2020年3月疫情首次大规模爆发后，防疫政策的变化对于美股对应板块表现而言从来都不构成主要矛盾。

图表12：首次防疫思路转向前后美股消费板块表现

图表13：今年3月前后美股消费板块表现



资料来源: Wind, 中信建投

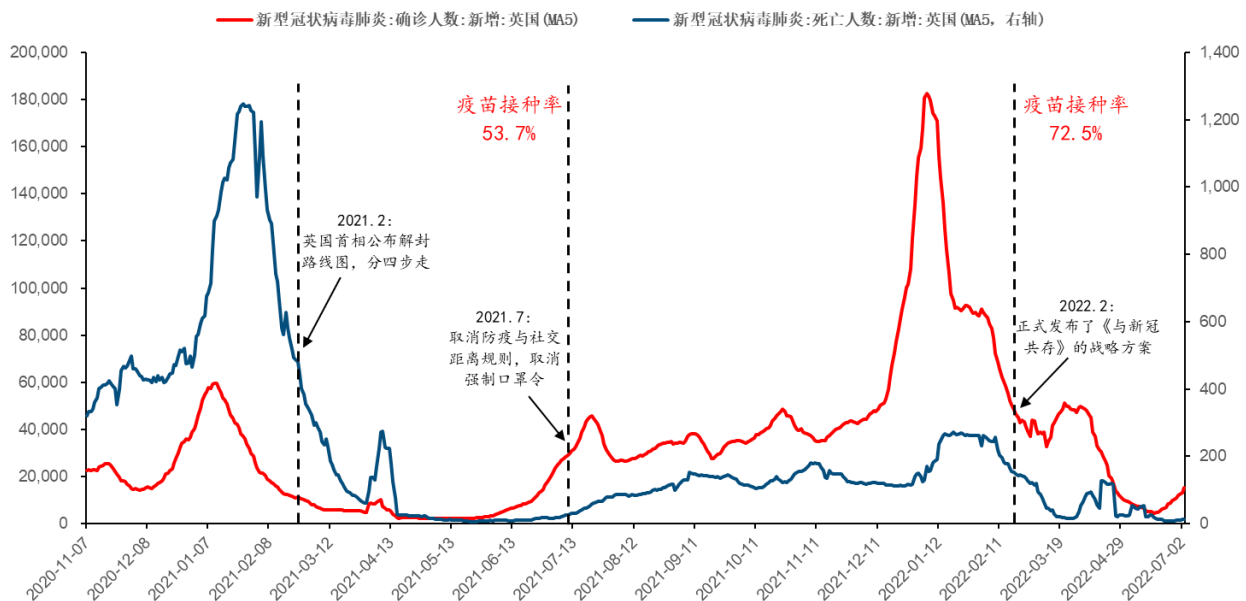
资料来源: Wind, 中信建投

欧洲：疫后复苏乏力，消费者信心快速下滑

欧元区内部各国疫情防控措施调整时间不一，分别从各主要国家来看：英国方面，2021年2月，时任英国首相鲍里斯·约翰逊宣布解除新冠疫情封锁的“路线图”，并计划在未来四个月逐步使英国社会生活恢复正常，今年一季度，正式宣布“与病毒共存”；法国方面，2021年5月，总统马克龙宣布将分四个阶段逐步解除封闭隔离措施，今年3月正式解除“疫苗通行证”、“口罩令”等限制，选择“与病毒共存”；德国方面放开相对谨慎，2021年6月起，选择进一步放宽防疫限制，今年3月宣布取消大部分防疫措施，放松入境要求。整体来看，今年上半年欧洲采取“全面解封”措施的时间点甚至早于美国。

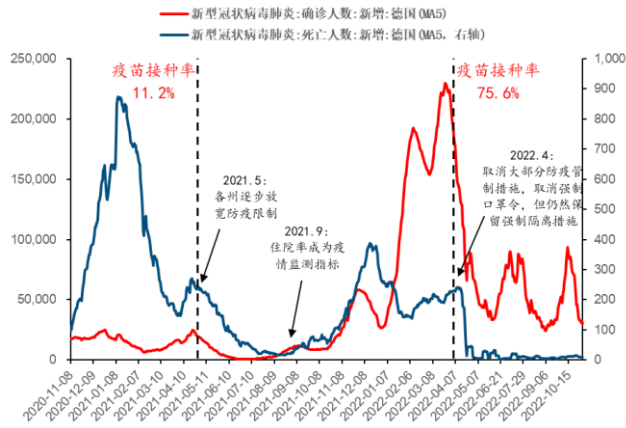
防疫政策调整对于欧洲疫后消费复苏并无明显改善。防疫政策放宽后，从数据层面上并没有看到欧元区整体消费复苏有明显起色，随着今年上半年“全面放开”策略的实施，欧元区零售指数的同比增速甚至由正转负。根据欧洲主要各国零售娱乐场所人流量变化趋势数据所反映的情况来看，整体数据平均离疫情前下降5%左右，今年以来该指标随防疫政策优化的修复斜率明显较21年防疫政策初次转向后的修复斜率更平缓，一定程度反映出疫情影响的边际减弱以及欧元区各国防疫思路转向后面面对疫情再度反复后政策实质性收紧有限，但尽管如此疫后消费数据改善程度有限。究其背后原因，经济下行压力增大、地缘政治冲突再度推升通胀中枢水平等因素对于居民实际消费能力的挤出可以一定程度解释消费复苏的乏力，从欧元区消费者信心方面来看，该项指标自去年6月以来经历了一轮快速明显的持续下行。

图表14：英国防疫政策调整过程中疫情形势变化（单位：例）



资料来源: Wind, Our World in Data, 中信建投

图表15：德国疫情形势变化（单位：例）



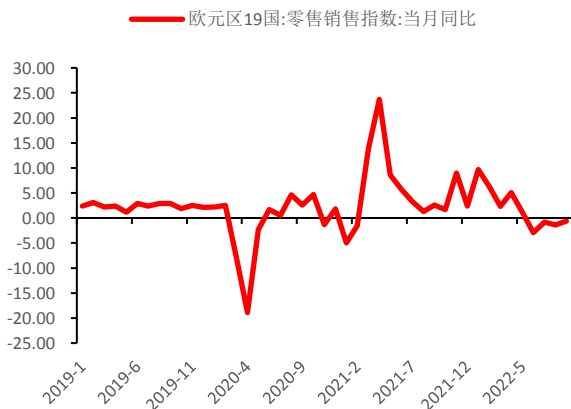
资料来源: Wind, Our World in Data, 中信建投

图表16：法国疫情形势变化（单位：例）



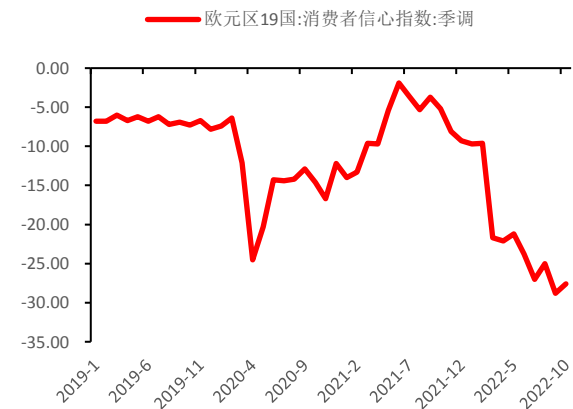
资料来源: Wind, Our World in Data, 中信建投

图表17：欧元区零售增速持续下行



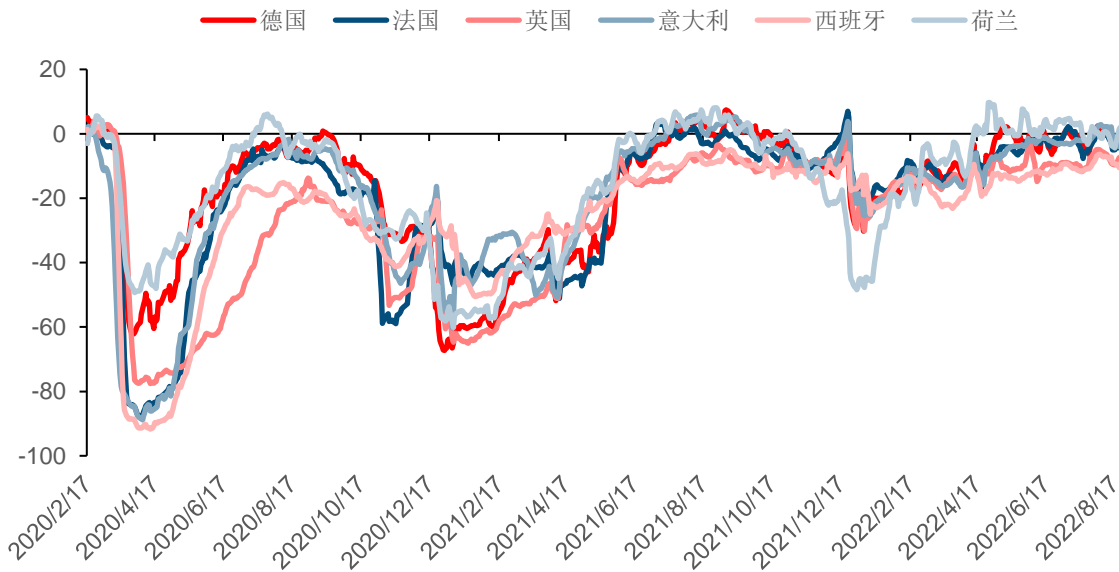
资料来源: Wind, 中信建投

图表18：消费者信心持续下滑



资料来源: Wind, 中信建投

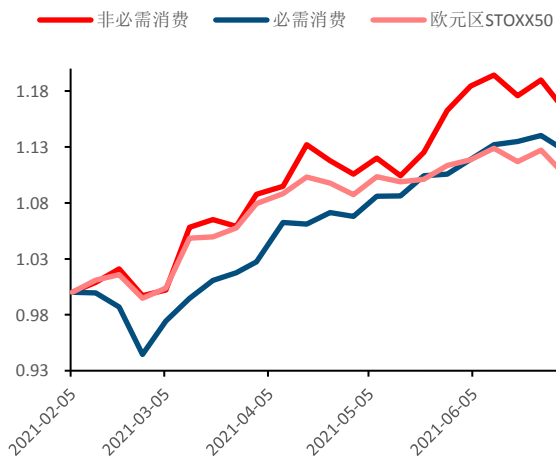
图表19： 欧洲主要各国零售娱乐场所人流量较疫情前变化（单位：%）



资料来源：Google mobility, Our World in Data, 中信建投

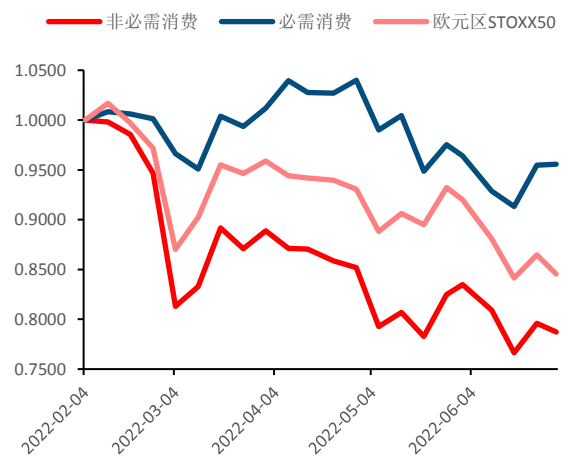
整体市场表现来看，欧洲股市消费板块超额收益同样并不明显。2021年上半年，欧元区内多国陆续宣布调整防疫政策，逐步放开疫情管制，从消费板块表现来看，非必需消费板块随防疫政策优化的推进而表现出一定的超额收益。2022年上半年，欧元区内多国转向“共存”战略，取消大部分防疫措施。同时，该阶段内由于俄乌冲突叠加美联储加息等事件影响下，欧洲股市经历了一轮较为明显的回调。其中，必需消费板块展现出一定韧性，有较为明显的超额收益。

图表20： 首次防疫思路转向前后欧洲消费板块表现



资料来源：Wind, 中信建投

图表21： 宣布“共存”后欧洲消费板块表现



资料来源：Wind, 中信建投

亚洲地区：复苏差异或源于刺激政策、产业禀赋、消费结构

越南/新加坡：疫后消费复苏相对明显

新加坡：疫后零售明显好转，餐饮服务恢复相对较慢。2021年6月，新加坡抗疫领导小组发布题为《与冠病共处 如常生活》的文章，标志着防疫政策的逐步转向；8月，新加坡正式宣布“将分四个阶段逐步开放经济、社交和旅游活动，以迈向与新冠病毒共存的未来”；今年3月，新加坡总理李显龙发表全国讲话，新加坡正式迈向“与病毒共存”阶段。

从消费数据层面来看，防疫政策调整叠加截至目前两轮邻里购物券（CDC voucher）的发放或一定程度上提振居民消费，零售销售指数持续上行，基本已恢复至疫情前水平；而餐饮服务指数对于疫情形势相对敏感，恢复程度受疫情的反复冲击较大，目前离疫情前水平仍有一定距离。从人流量的数据变化情况来看，自去年6月防疫管制逐步放松后，不同场所人流量基本呈现缓慢修复趋势，但都基本没有恢复至疫情前水平且存在几点比较明显的特征：交通站点人流量相较疫情前下降10%左右，表明疫后选择公共交通出行人数明显减少；零售娱乐人流量较疫情前下降5%左右且自防疫政策调整以来从未恢复至疫情前水平；居民在住所时间较疫情前提高8%左右。由此可见，部分居民疫后对于一定的线下场景仍然心存忌惮。

越南：疫后消费复苏强劲，服务业改善明显。2021年10月，越南政府颁布“安全、灵活地适应和有效地监控新冠肺炎疫情”临时规定的第128号《决议》，标志着越南防疫思路的转变。随着防疫限制的放松，越南消费出现了一轮快速强劲的反弹，今年3月起越南又取消了几乎所有旅行限制，4月取消了密接者居家隔离要求，5月起服务业零售数据出现了一轮弹性明显的上行。

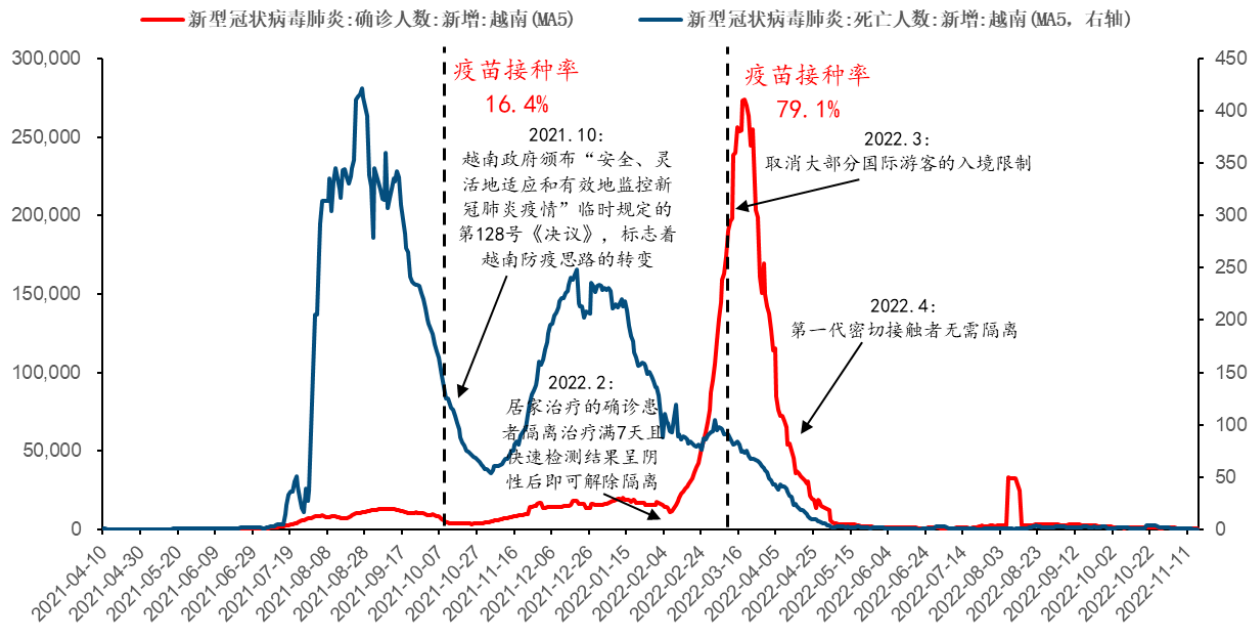
自去年10月防疫思路转变以来，越南不同场所人流量恢复趋势明显，斜率与恢复程度都明显好于新加坡，零售娱乐和公园人流量数据已经超过疫情前水平，分别超过疫情前5%和16%左右，从政策调整后的疫情变化路径来看，疫情形势出现的反复似乎并没有对越南居民参与线下消费场景的意愿形成扰动，该现象或与越南更为年轻的人口结构有关，同时也很大程度上解释了越南疫后消费复苏表现之强劲，尤其是受疫情影响更为严重的服务业能够出现快速、明显的反弹。

图表22：新加坡防疫政策调整过程中疫情形势变化（单位：例）



资料来源: Wind, Our World in Data, 中信建投

图表23：越南防疫政策调整过程中疫情形势变化（单位：例）



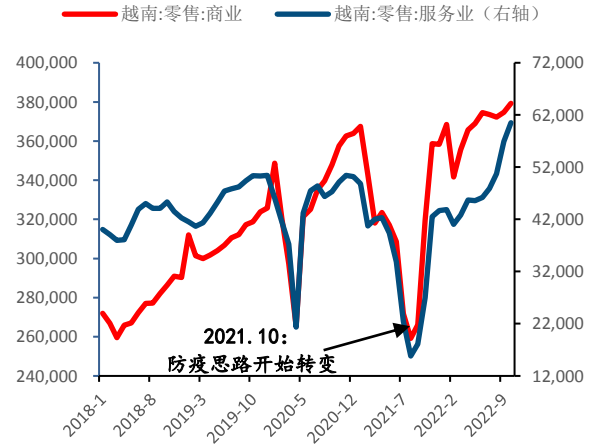
资料来源: Wind, Our World in Data, 中信建投

图表24：新加坡零售好转明显，餐饮恢复相对较慢



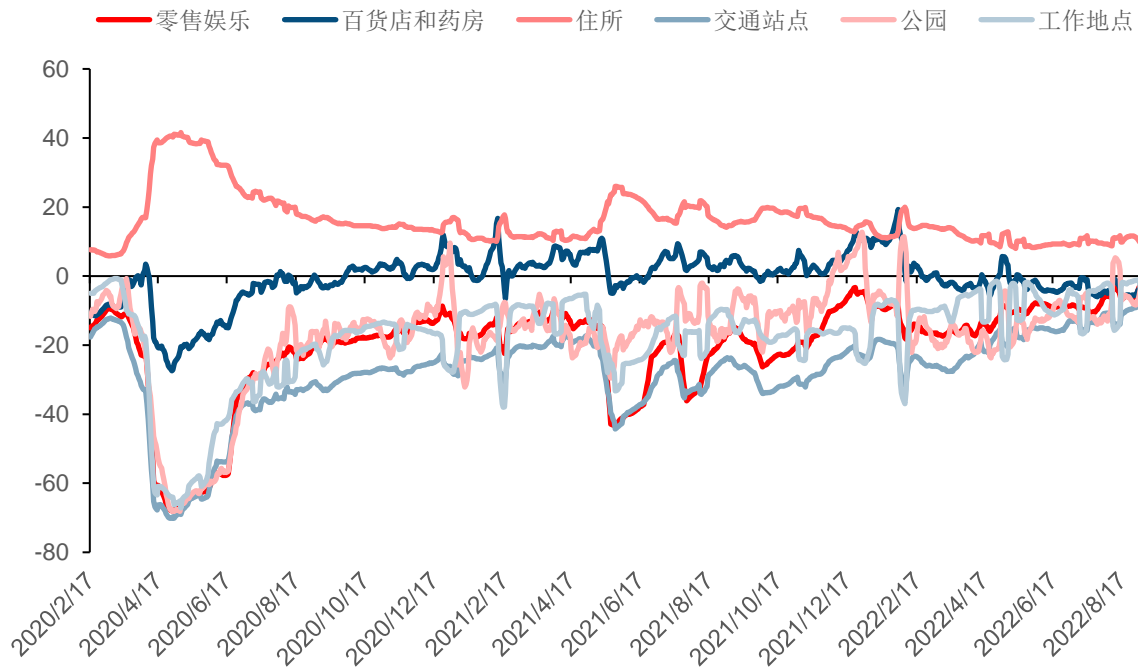
资料来源：Wind，中信建投（注：2017年为100，均为实际值）

图表25：越南疫后消费改善弹性相对明显（单位：十亿越南盾）



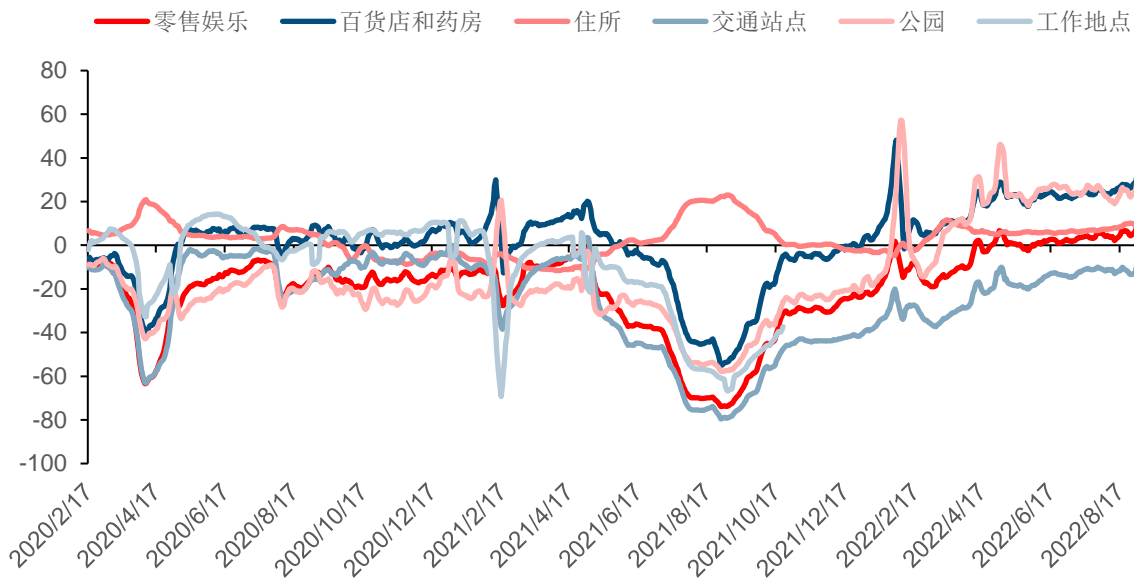
资料来源：Wind，中信建投

图表26：新加坡不同场所人流量相比疫情前的变化（单位：%）



资料来源：Google mobility，Our World in Data，中信建投

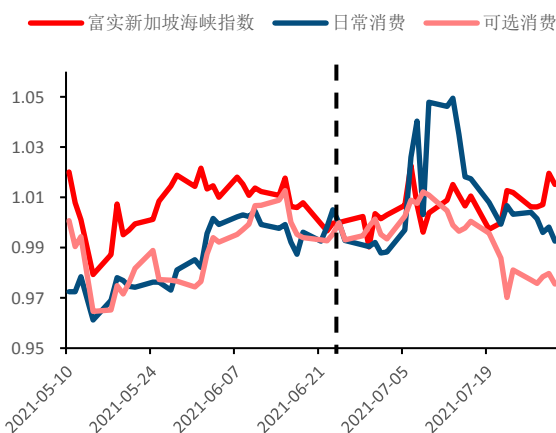
图表27：越南不同场所人流量相比疫情前的变化（单位：%）



资料来源：Google mobility, Our World in Data, 中信建投

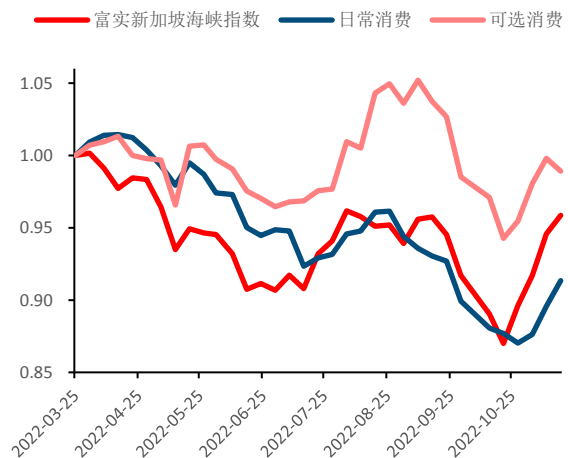
宣布迈向“共存”阶段后，新加坡与越南股市消费板块存在超额收益。2021年6月24日，标志着新加坡防疫思路转变的题为《与冠病共处 如常生活》的文章发布前后，新加坡股市中消费板块并无明显亮眼表现。然而，自今年3月末，新加坡总理李显龙在全国讲话中正式宣布迈向“与新冠共存”阶段后，整体消费板块表现明显优于主要基准指数，尤其随着时间的推移，可选消费板块超额收益明显，必选消费板块依旧表现平平。同样，2021年10月，越南宣布防疫政策思路转向“与疫情共存”后，日常消费板块表现明显相对占优。

图表28：首次防疫思路转向前后新加坡股市消费板块表现



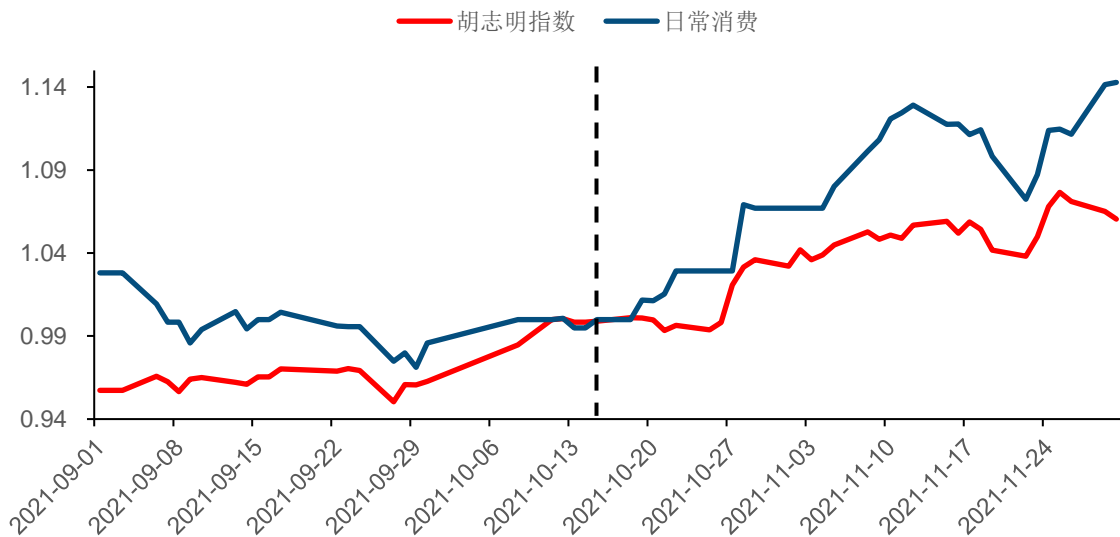
资料来源：Wind, 中信建投

图表29：宣布“共存”后新加坡股市消费板块表现



资料来源：Wind, 中信建投

图表30：越南防疫政策转变前后消费板块表现

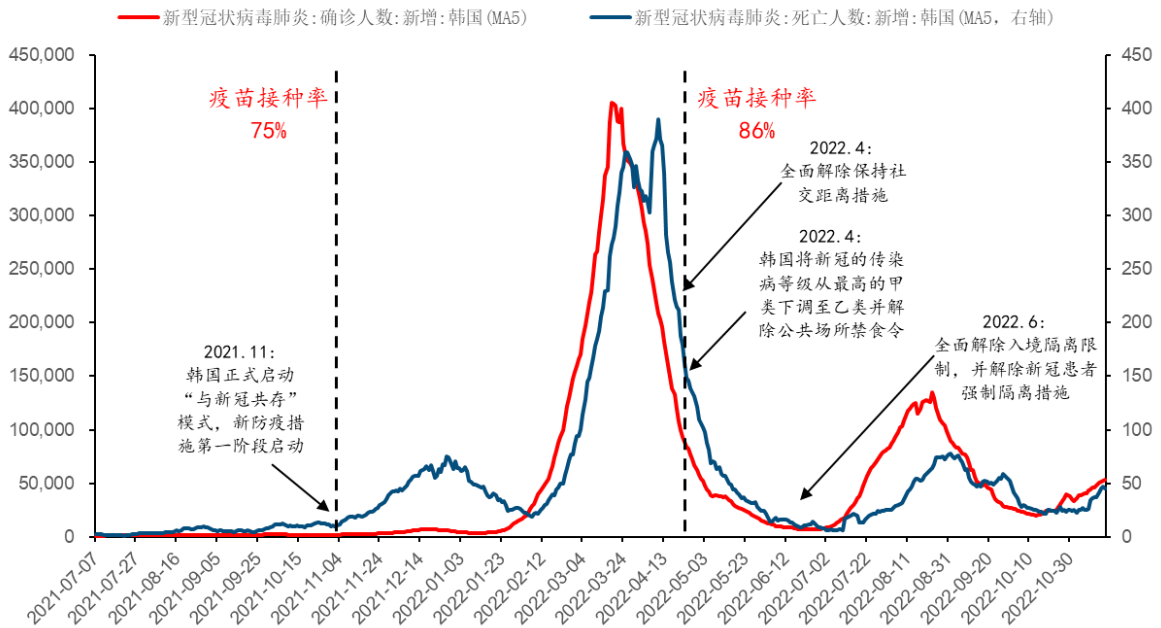


资料来源：Wind，中信建投

韩国/中国香港/中国台湾：疫后消费复苏无明显起色

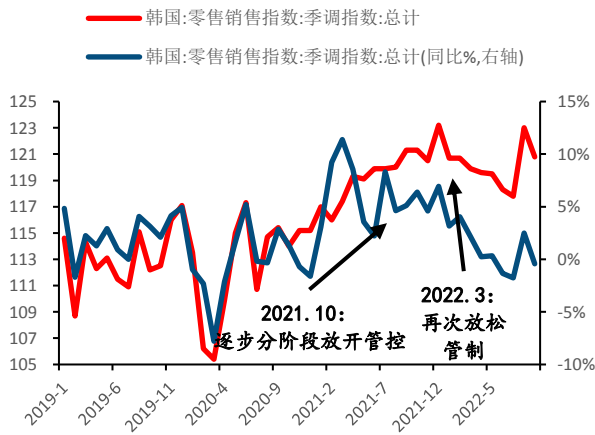
韩国：防疫政策调整对于疫后消费无明显提振，消费者信心持续下滑。2021年10月，韩国政府宣布开始分阶段放宽防疫政策，但受年末奥密克戎变异株影响，“开放计划”遭到打断；2022年3月，韩国正式宣布“躺平”。但无论是从21年10月开始的防疫政策调整，还是今年3月的“与病毒共存”战略的实施，韩国零售销售数据都没有呈现出因为政策调整下的反弹，甚至消费者信心指数的表现似乎与欧元区对应数据如出一辙，自21年6月以来经历了一轮明显的下行。同时值得注意的是，韩国的零售娱乐场所人流量数据是疫后复苏相对羸弱的国家中唯一该项指标恢复至明显超过疫情前水平的，然而其疫后消费复苏却依旧疲软。对此较为可能的解释是，韩国面临与欧元区同样的窘境，国内通胀水平的高企以及作为重要支柱产业的出口持续下行导致经济的不景气对于其消费能力形成了明显的制约。

图表31：韩国防疫政策调整过程中疫情形势变化（单位：例）



资料来源: Wind, Our World in Data, 中信建投

图表32：韩国零售销售并未因防疫政策调整而受提振



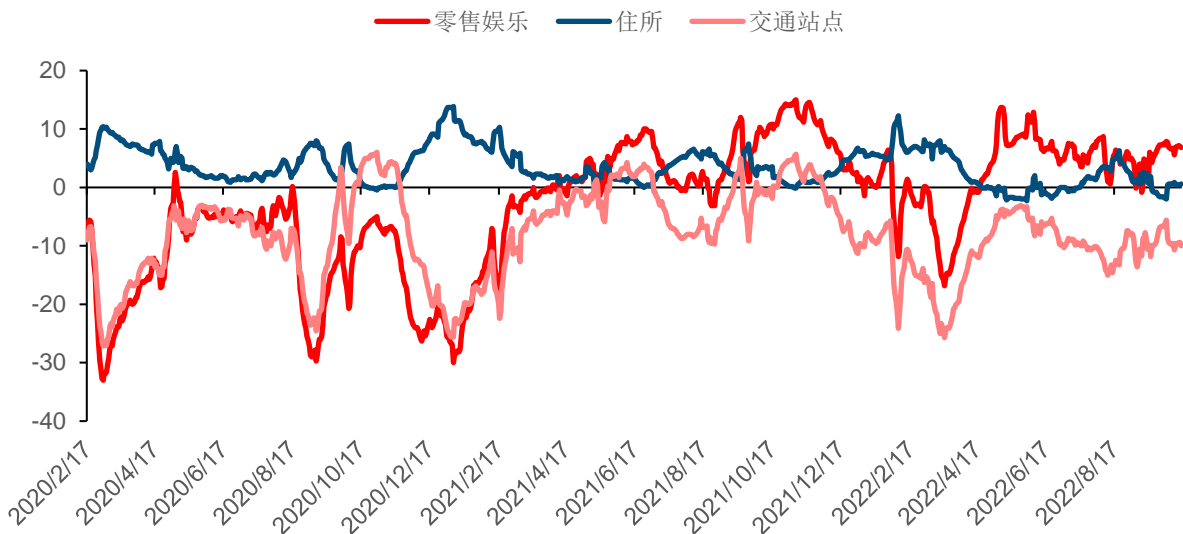
资料来源: Wind, 中信建投 (注: 零售销售指数2015年为100)

图表33：韩国消费者信心指数明显下滑



资料来源: Wind, 中信建投

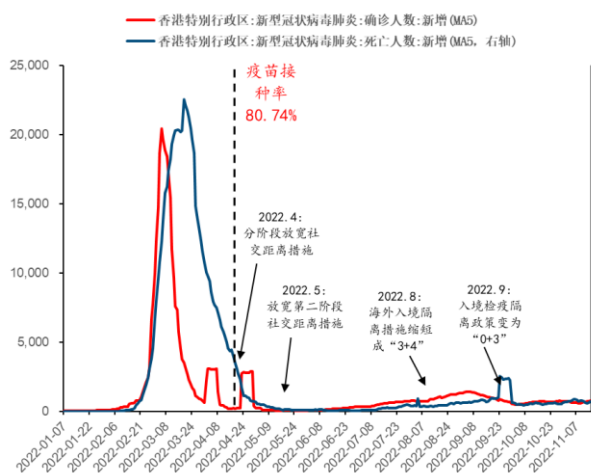
图表34： 韩国不同场所人流量相比疫情前的变化（单位：%）



资料来源：Google mobility, Our World in Data, 中信建投

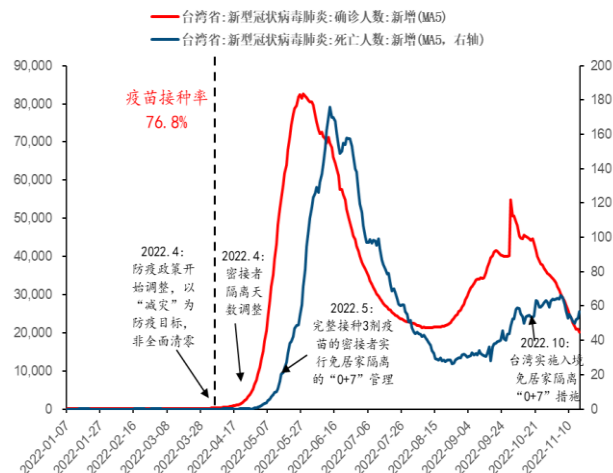
中国香港/中国台湾：疫后消费并未随防疫政策优化出现明显起色，短暂脉冲后回落。今年4月起，中国香港/中国台湾地区开始逐步优化防疫政策，但从消费层面数据来看，疫后消费并无明显起色，修复似乎缺乏持续性。香港地区方面，不同于海外部分国家的“全面放开”，仍然保留必要的隔离管控措施，消费数据在政策优化当月出现短暂反弹后便逐步回落；台湾地区，4月起防疫管制放松后，疫情形势随后出现一波明显的反弹，或一定程度影响了政策调整后的消费复苏，同时台湾地区同样出现了消费者信心的一轮快速下滑。从两个地区不同场所人流量变化情况来看，与疫后线下消费复苏更为相关的零售娱乐和公园人流量较疫情前有明显差距，两地均受到了今年一季度疫情再度爆发影响，9-10月确诊人数又有反弹势头（中国台湾地区尤其明显），上述两项指标甚至仍未修复至去年末今年初的水平，因此疫后消费复苏未有明显起色也就不足为怪。

图表35： 中国香港地区疫情形势变化（单位：例）



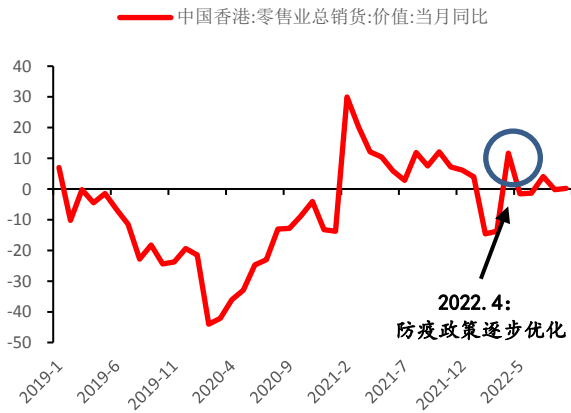
资料来源：Wind, Our World in Data, 中信建投

图表36： 中国台湾地区疫情形势变化（单位：例）



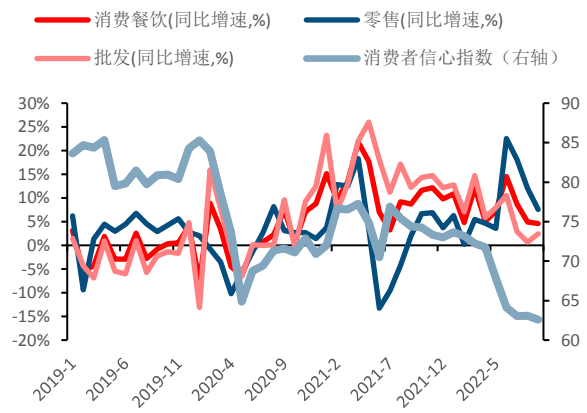
资料来源：Wind, Our World in Data, 中信建投

图表37：中国香港地区消费短暂脉冲修复（单位：%）



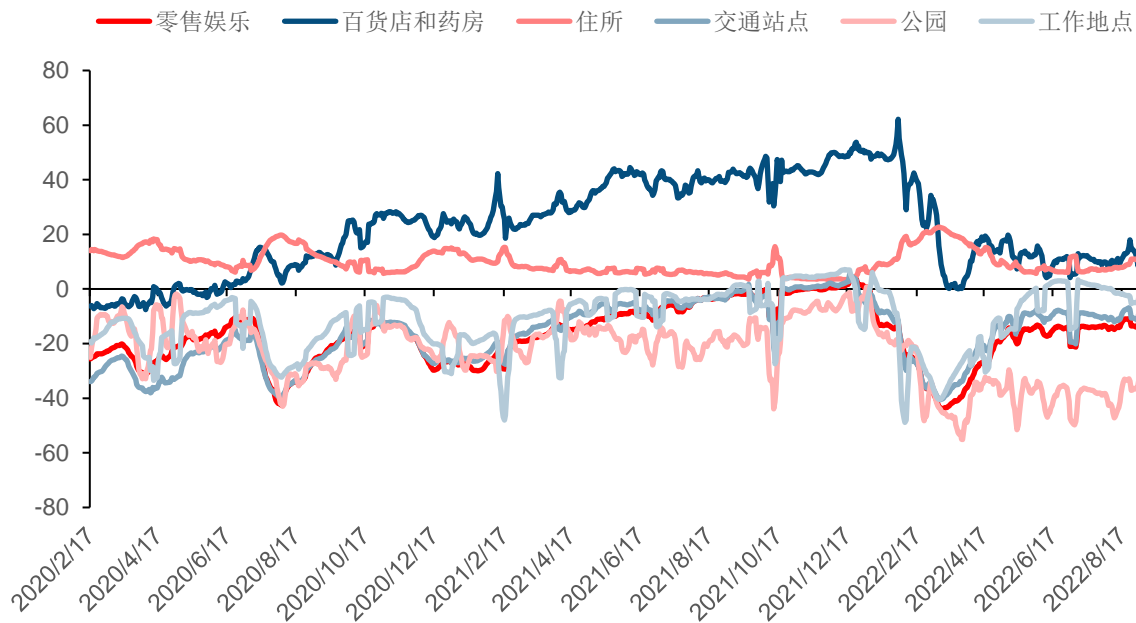
资料来源: Wind, 中信建投

图表38：中国台湾地区消费并无起色，消费者信心出现下滑



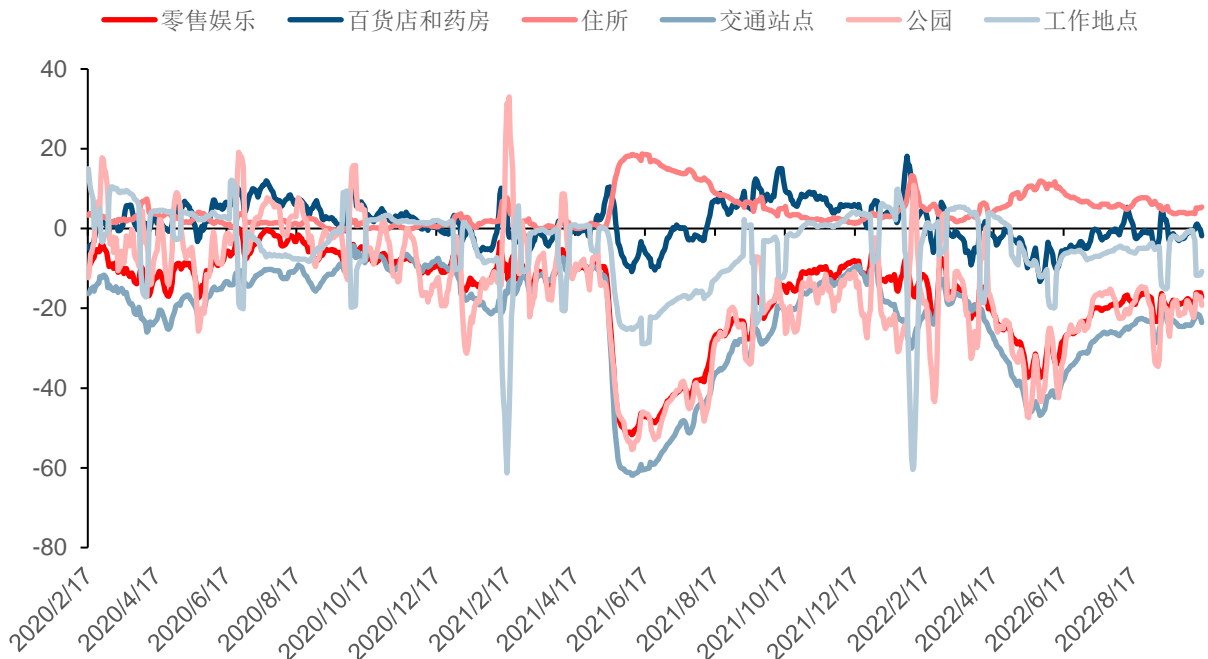
资料来源: Wind, 中信建投

图表39：中国香港不同场所人流量相比疫情前的变化（单位：%）



资料来源: Google mobility, Our World in Data, 中信建投

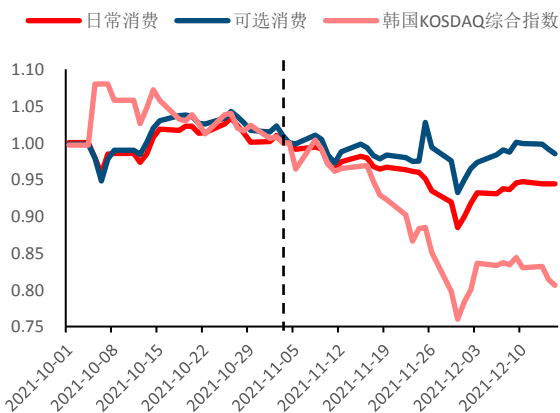
图表40：中国台湾不同场所人流量相比疫情前的变化（单位：%）



资料来源：Google mobility, Our World in Data, 中信建投

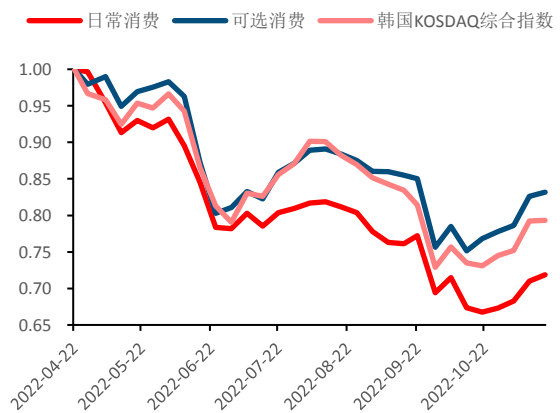
防疫政策优化对于消费板块提振效果有限。韩国自2021年11月放开游客入境限制后，受奥密克戎变异株影响，疫情形势出现严重反弹，韩国KOSDAQ综合指数经历了明显的回调，可选消费和日常消费较为抗跌，存在一定超额收益。而今年4月，韩国再度放宽防疫政策后，消费板块无亮眼表现。中国香港和中国台湾方面，今年4月以来双双逐步放开疫情管制，整体消费板块超额收益有限，部分板块表现相对占优，如台湾观光指数、食品指数等。

图表41：首次防疫思路转变前后韩国消费板块表现



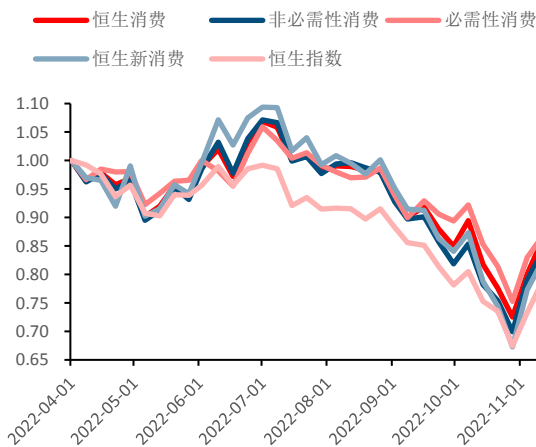
资料来源：Wind, 中信建投

图表42：转向“共存”后韩国消费板块表现



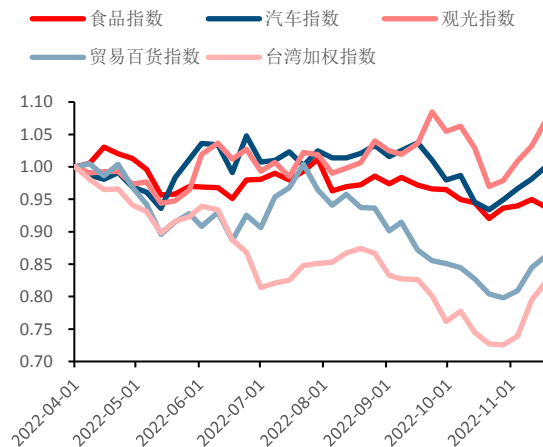
资料来源：Wind, 中信建投

图表43：防疫政策优化后中国香港消费相关板块表现



资料来源: Wind, 中信建投

图表44：防疫政策优化后中国台湾消费相关板块表现



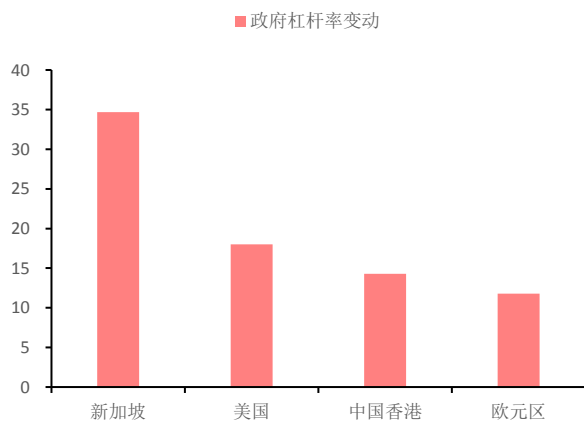
资料来源: Wind, 中信建投

疫后复苏差异原因及经验总结

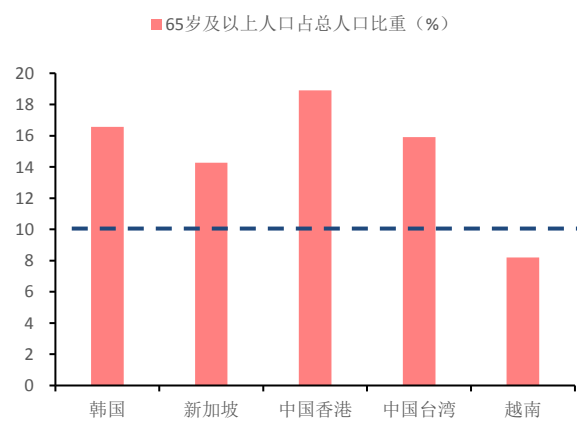
财政刺激和补贴强度或决定疫后消费复苏改善力度。受新冠疫情影响，经济整体需求难免面临收缩压力，居民失业率不容乐观，因此居民对于未来收入增长不确定性增加，进而预防性储蓄动机较强，边际消费倾向减弱；而对于部分中低收入群体而言，疫情对于其冲击更加显著；无论发达国家还是发展中国家，低收入群体的边际消费倾向都是最高的。基于以上两个角度，我们认为财政政策针对居民端的补贴力度会很大程度影响经济体疫后消费复苏的成色。我们简单地以政府部门杠杆率水平相比于疫情前的变动幅度来表征疫情期间政府财政刺激力度，可以明显发现疫后复苏相对占优的新加坡和美国杠杆率提升水平明显相对较高，分别相较疫情前的 2019 年底提高了 34.7% 和 18%。

人口年龄结构或影响消费复苏活力。经历疫情冲击后，老年人口可能出于担心自身健康问题，对参与到部分线下消费场景当中去持风险厌恶的态度，进而造成部分消费需求在疫后延迟复苏甚至缺失，这一潜在影响因素可能在部分服务消费行业尤其明显。相比之下，年轻人在线下消费约束的放开后，有着更为强烈的意愿和活力去满足疫情期间积压的需求。截至 2021 年末，越南和新加坡 65 岁及以上人口占总人口比重相对较低，分别为 8.2% 和 14.3%，尤其是越南，年轻人口比例更大，这或许一定程度上能够解释其疫后消费改善弹性相对明显。

图表45： 财政刺激力度或影响疫后消费复苏程度(单位:%)



图表46： 人口年龄结构或影响消费复苏活力



资料来源: Wind, 中信建投 (注: 数据为2022年Q1政府杠杆率较2019年Q4变动) 资料来源: Wind, 中信建投

防疫政策严格程度边际减弱后，疫情形势的反复程度以及居民自身是否愿意回归线下消费场景将决定疫后消费复苏成色。参考与我国社会治理、文化价值观以及防疫策略都更接近的东亚及东南亚等各国的实际经验，疫情防控逐步放开过程当中疫情形势的反复冲击似乎在所难免，但从防疫严格指数表征的各国政策收紧力度来看，基本都是以边际放松为主，不会再回到严格封控期间。然而，尽管政策松绑的大方向已经确定，不同国家零售娱乐场所的人流量变化依然表现出了截然不同的走势。以复苏明显占优的越南和新加坡为例，人流量随着防疫严格程度的弱化而呈明显恢复态势，越南地区人流量更为快速的恢复也体现在其更为强劲的消费数据，尤其是服务业复苏上。而纵观疫后消费复苏羸弱的韩国、中国香港和中国台湾等地区，与防疫政策优化相伴的却是零售娱乐场所人流量数据的下滑。而对此可能的解释我们认为主要有两个方面，一是管控放开后疫情形势面临反复的客观因素造成人口流动性的下降，这一点在中国台湾地区表现得异常明显；而另一方面我们倾向于认为是居民部门自身对于疫后回到部分线下消费或娱乐场景中去依然心存忌惮，或需要一定时间去适应生活当中新的变化。

图表47： 消费复苏占优地区人员流动性随防疫管控严格程度弱化后上升



资料来源: Google mobility, Our World in Data, University of Oxford, 中信建投 (注: 右轴为逆序, 单位为%)

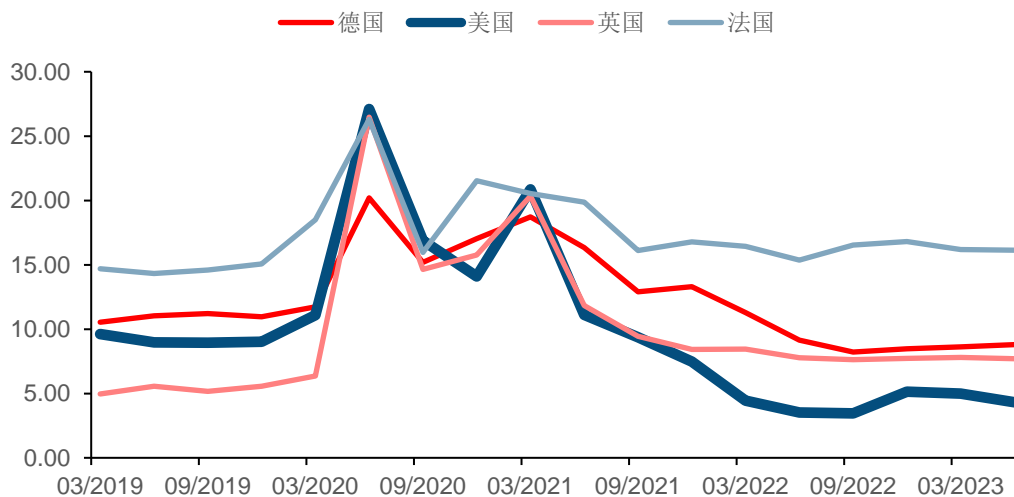
图表48：消费复苏羸弱地区人员流动性在防疫管控严格程度弱化后依然出现下降



资料来源：Google mobility, Our World in Data, University of Oxford, 中信建投（注：右轴为逆序，单位为%）

储蓄率的快速下滑是检验消费复苏情况的较好观测指标。鉴于数据可得性及可比性，观测美欧主要国家家庭部门和为家庭服务的非营利性机构的净储蓄率的变化情况，疫后消费复苏显著优于欧洲地区的美国的净储蓄率表现出了相对欧洲主要各国更快速、更大幅的下滑且已经回落到疫情前的2019年末水平，表明其家庭部门在疫后放开过程中对于疫情期间积累的“过剩储蓄”的快速消耗。因此，我们认为家庭部门储蓄率的变化情况可以是检验消费复苏情况的一项较好观测指标。

图表49：美国家庭部门快速消耗疫情期间积累的“过剩储蓄”



资料来源：CEIC, 中信建投（注：数据为家庭和为家庭服务的非营利性机构的净储蓄率，2023为OECD预测值）

泛消费类板块表现总结及推演：时间维度，先必选后可选，先商品后服务；空间维度，必选、商品防御“韧性”强，可选、服务“进攻”弹性佳。尝试总结海外市场防疫政策调整前后泛消费类板块表现的共同特征，以求为国内市场防疫优化情形落地后相应板块演绎路径提供一定经验性参考。基于基本面维度推演，疫后商品类消费修复速率/幅度大概率优于服务类消费，如前所述，服务消费仍会受到疫情形势反复及居民部门对于回归线下消费场景的意愿所带来的扰动，因此商品类消费板块个股有望率先获得业绩表现支撑，而服务类消费板块个股的

基本面修复相对偏慢且部分细分子行业又可能由于居民生活习惯的改变面临需求的“永久性消失”。而基于股价弹性层面，可选、服务类消费由于对疫情变化敏感而相对必选消费具备更优的弹性，当防控政策优化后市场上涨过程中，投资者风险偏好往往更易于受到政策调整带来的情绪层面提振，可选、服务类消费能够获得更好的超额收益，展现出更优的“进攻”属性；反之，则必选消费板块体现出了更强的“防御”韧性。同时更值得注意的是，部分海外市场出现了防疫思路转变前投资者博弈放开预期带动相关消费个股出现明显上涨，而当“预期兑现”后却持续走弱的现象，由此我们可以认为应该重视市场参与者对于具备明显疫后受益特征板块的定价中所隐含的疫后修复预期，在对于未来真实演绎路径尚且模糊的前提下，估值性价比水平或股价本身所处位置能够提供的安全边际仍然应该是投资决策过程中的重要参考因素。

图表50：国内有关消费板块估值分位及股价表现（单位：%）

代码	简称	估值分位	年初至今涨跌幅	代码	简称	估值分位	年初至今涨跌幅
801095.SL	乘用车	85.86	-12.43	801127.SL	饮料乳品	41.35	-26.29
801111.SL	白色家电	0.92	-26.06	801128.SL	休闲食品	88.52	-15.37
801112.SL	黑色家电	25.61	-7.08	801129.SL	调味发酵品II	74.10	-14.29
801113.SL	小家电	11.15	-31.29	801132.SL	服装家纺	10.32	-14.03
801114.SL	厨卫电器	52.05	-24.60	801133.SL	饰品	9.56	+14.13
801204.SL	专业连锁II	63.76	-27.05	801142.SL	家居用品	5.07	-23.58
801124.SL	食品加工	2.14	-14.35	801145.SL	文娱用品	35.01	-7.33
801125.SL	白酒II	63.27	-21.96	801203.SL	一般零售	9.57	-6.85
801766.SL	影视院线	28.54	-18.24	801991.SL	航空机场	95.99	2.25
801993.SL	旅游及景区	99.84	18.65	801126.SL	非白酒	69.64	-6.99
801981.SL	个护用品	4.08	-15.64	801218.SL	专业服务	22.84	-21.19
801982.SL	化妆品	62.15	-11.81	801219.SL	酒店餐饮	96.59	7.88

资料来源：iFind，中信建投（注：估值分位数为2010-01-01至今，数据截至2022-12-01）

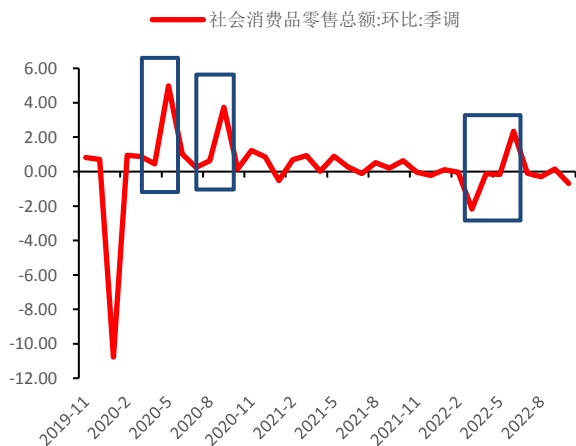
国内启示：短期脉冲式修复可期，持续性仍需关注

借鉴海外各国经验，向前看，随着我国防疫政策优化逐步兑现，我们认为消费出现疫后短期环比脉冲式改善概率较大，而中长期维度内，消费复苏持续性依旧取决于经济内生增长路径。参考前述海外各国疫后复苏经验，无论是复苏情况相对占优的新加坡和越南，亦或是复苏持续性较弱的韩国、中国香港和中国台湾等地，都至少能够看到短期内消费数据层面的脉冲式改善。回到国内，随着防疫政策逐步优化，居民生活半径约束的放开，部分由于疫情受限的消费场景得到修复，我们倾向于认为短期内消费数据脉冲式修复大概率会出现。但与此同时，海外防疫政策逐步调整过程当中，疫情形势出现反弹似乎在所难免，不同国家对此实施阶段性收紧政策力度不同，不过都并未回到严格封控期间。考虑到前述经验总结，我国人口结构中老龄人口占比较高，居民部门对于回归线下消费场景的意愿或将受到扰动进而影响疫后消费复苏活力，尤其是部分需要线下场景的服务消费需求。因此，初步放开阶段内的疫后消费复苏或许并无想象中美好，居民需要时间去适应生活当中新的变化。而拉长时间维度后的复苏持续性并非仅靠防疫政策优化单一条件的改善就能够得到满足的，毕竟消费仍然是决定于经济内生需求恢复的“顺周期”变量。不过随着国内经济逐步迈入复苏周期后的企稳回升，我们对于可能经历防疫优化后短暂冲击的疫后消费复苏依然保持乐观。

能否看到更大力度的消费刺激政策出台，居民部门储蓄率的回落和国内消费者信心的如期改善将很大程度决定

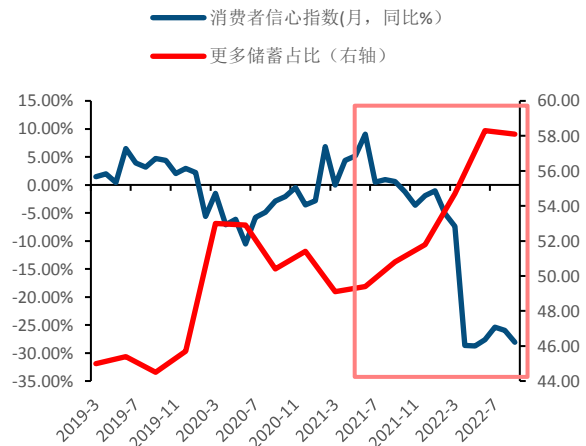
疫后消费复苏的持续性。参考海外疫后复苏占优国家表现，可以看到美国、新加坡等国都对于居民部门采取了积极的财政刺激和补贴，这或许一定程度上意味着政府部门是否愿意主动提升自身杠杆率水平将对于国内疫后消费复苏起到关键性作用。我们观察到疫后消费复苏相对强劲的美国家庭部门在防疫政策松绑后，对于疫情期间“过剩储蓄”的快速消耗。回到国内，可以观察到自去年年中以来居民部门“更多储蓄占比”的一轮快速上升，因此参考前述经验，该项数据能否明显回落将为我们提供一个检验消费复苏成色的重要观测指标。此外，消费复苏相对羸弱的欧元区/韩国/中国台湾等地区，都出现了一轮明显的消费者信心快速下滑的现象，而我们国内目前消费者信心同样处于相对低位，该项指标能否如期改善同样是观察消费复苏持续性的重要标志之一。

图表51：短期脉冲式修复可期（单位：%）



资料来源: Wind, 中信建投

图表52：消费意愿恢复至关重要



资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

- (1) 美联储加息超预期，如果美联储持续激进加息，美元流动性收紧，作为全球资产定价锚的美债利率将面临继续上行风险，国内货币政策也或将面临一定约束；
- (2) 疫情形势恶化超预期，如果疫情零星反复形势超预期恶化，那么企业供应链、生产活动等都将势必受到影响，从而面临业绩下滑或增速不及预期风险；
- (3) 国内经济复苏或者稳增长政策的效果不及预期，如果国内经济面临企稳压力，复苏力度不及预期，那么整体市场走势或继续承压，后续市场对政策刺激效果的信心可能进一步滑落。

分析师介绍

陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

研究助理

姚皓天

yaohaotian@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk