

海外疫情防控优化路径、经济和市场表现复盘与分析

2019年末以来，全球抗疫已经有三个年头。随着疫情进入奥密克戎变异株时代，其传染性大幅提升，但致病性明显减弱，加上疫苗接种得到普及和防控经验不断积累，海外部分国家已大幅放松疫情防控，走向与病毒共存的新阶段，近期国内疫情防控政策也在不断优化。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，海外多国和地区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，因此有很多数据和经验值得我们分析。

那么，海外疫情防控优化都有哪些不同的路径？在不同的路径下，有哪些共性的特征？海外防控优化后的经济和股市表现如何？不同国家和地区产生差异的原因是什么？我国未来防疫放松大概率有怎样的路径？下文我们将逐一分析。

目录

| | |
|--------------------------|----|
| 一、海外疫情防控优化路径..... | 1 |
| 二、海外防控放松后，疫情演变的三大共性..... | 5 |
| 三、海外防疫政策放松后盈利和股市复盘..... | 7 |
| 四、疫后复苏差异原因及经验总结..... | 13 |
| 五、未来我国防疫放松路径推演..... | 15 |
| 六、参考研报..... | 16 |

一、海外疫情防控优化路径

总结美、英、德、日、韩、新加坡、越南、香港等经济体及地区疫情防控优化路径，发现其均可分成三大放松阶段：

一是 2020 年防控放松与收紧的反复尝试阶段；二是 2021 年全面启动放松阶段；三是 2022 年逐渐走向与病毒共存阶段。但由于各国医疗资源水平、人口年龄结构、文化意识形态等存在较大差异，不同国家在放松节奏上存在区别，典型的主要有美欧低疫苗接种率下的快步放松模式、新加坡等亚洲地区较高疫苗接种率下的稳步放松模式，以及介于两者之间的日韩模式。

海外主要经济体疫情防控优化路径

| 国家及地区 | 第一阶段放松(2020年) 未接种疫苗, 放松后收紧 | | | 第二阶段放松(2021年) 美欧大步先行, 亚洲缓步跟随 | | | 第三阶段放松(2022年) 逐步走向与病毒共存 | | |
|--------|-------------------------------|------------|-----|---------------------------------|------------|-------------------------|----------------------------|------------|-------------------------|
| | 时间段 | 严格指数 降幅 | | 时间段 | 严格指数 降幅 | 开始放松时至 少一剂次疫苗 接种率 | 时间段 | 严格指数 降幅 | 开始放松时至 少一剂次疫苗 接种率 |
| 美欧模式 | 美国 | 5-10月 | 约10 | 2-8月 | 约25 | 约10% | 3月至今 | 约20 | 75%以上 |
| | 英国 | 5-10月 | 约20 | 3-10月 | 约45 | 约30% | 2月至今 | 约30 | 75%以上 |
| | 德国 | 5-10月 | 约30 | 3-10月 | 约50 | 不到10% | 3月至今 | 约30 | 75%以上 |
| 日韩模式 | 韩国 | 4-5月 | 约40 | 6-11月 | 约15 | 20%左右 | 4月至今 | 约30 | 85%以上 |
| | 日本 | 5-7月 | 约20 | 6-11月 | 约10 | 20%左右 | 3月底至今 | 约15 | 80%以上 |
| 其他亚洲地区 | 越南 | 4-7月 | 约40 | 8-10月 | 约15 | 20%左右 | 3月至今 | 约40 | 80%以上 |
| | 香港 | 5-7月 | 约25 | 7-10月 | 约20 | 40%左右 | 3月至今 | 约30 | 85%以上 |
| | 新加坡 | 5-10月 | 约30 | 6-9月 | 约15 | 约60% | 3月至今 | 约30 | 90%以上 |

资料来源: WIND, 财信研究院

注: 严格指数指牛津大学公布的疫情防控严格指数, 指数范围1-100, 分数越高表示政府防控政策越严格

1、美欧模式：低疫苗接种率下的快步放松

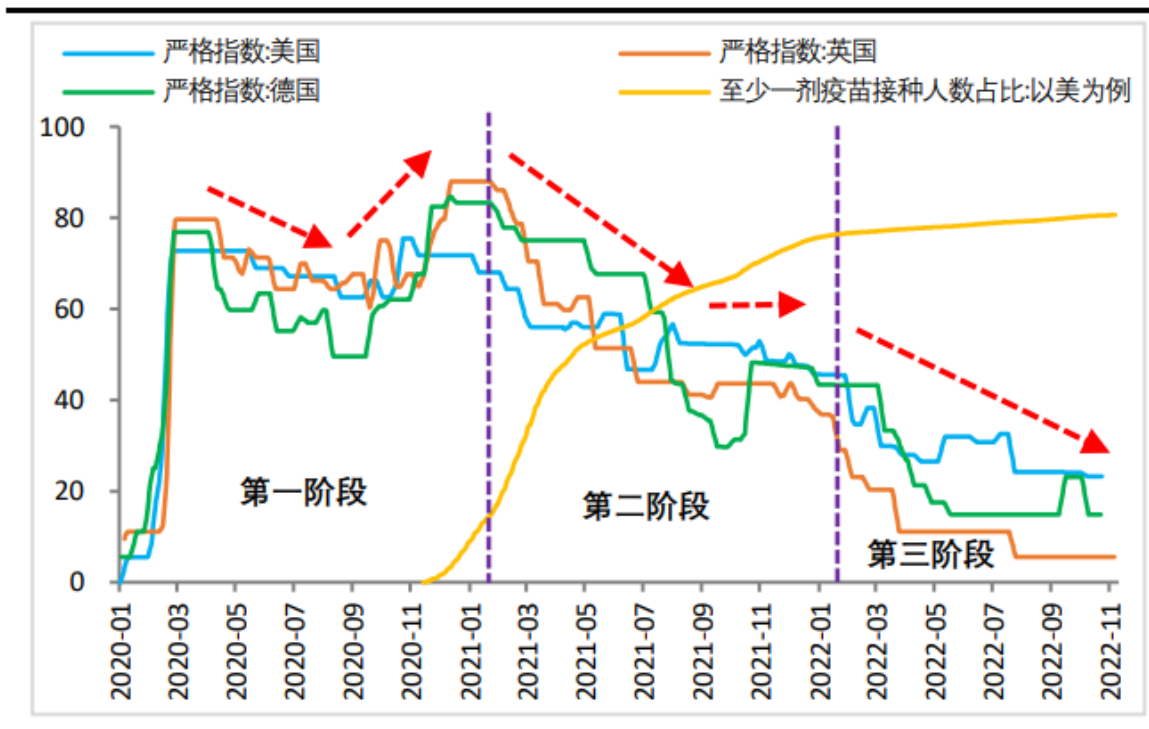
美、欧疫情走势和感染高峰期虽有所错位，但其医疗资源水平、人口年龄结构和文化意识形态较为接近，美欧疫情防控优化思路与路径总体上一致性较高，政策调整节奏仅在月度级别存在一些差异。具体来看，可分成以下三大放松阶段：

一是疫后首轮放松尝试期（2020年5-10月）：2020年5月份前后美欧疫情边际小幅好转，美、英、德等国均尝试放松了疫情防控政策，如5月份美国科罗拉多等州政府陆续撤销居家令、英国放宽了封城政策，德国开始允许有限度解封。但彼时疫苗尚未开始接种，随着当年秋冬季节德尔塔变异毒株在全球范围内流行，美欧疫情大幅恶化，医疗资源遭遇挤兑，倒逼其四季度重新大幅收紧防疫政策。

二是低疫苗接种率下开启快速放松之路（2021年2-10月）：随着美欧德尔塔变异毒株流行阶段逐渐过去，加上气温回升，2021年2、3月份美、英、德在各自疫苗接种率还处于偏低水平时，就先后重新开始大幅放松疫情管控，期间三者严格指数最大降幅分别约25、45和50。放松过程中，美、英、德将抗疫重点放在加快疫苗接种上，尽管疫情出现反弹，但并未再大幅收紧防控措施，导致其新冠感染人数持续居高不下。一直到当年秋冬季节，奥密克戎新变异毒株在全球大幅扩散，美、英、德纷纷迎来最强疫情感染高峰，三者防疫放松步伐才有所放缓。

三是逐步走向共存阶段（2022年2、3月至今）：随着美欧奥密克戎流行阶段逐渐过去，加之新一年气温回升和疫苗接种率达到75%以上的高位，2022年2、3月份美欧各国逐渐走向与病毒共存的新阶段，美英德严格指数均快速降至20附近甚至以下的低位，大部分疫情防控措施均已解除。

美欧疫情防控优化路径



资料来源：WIND，财信研究院

注：严格指数为7日移动平均数据

2、新加坡、越南、香港模式：较高疫苗接种率下的稳步放松

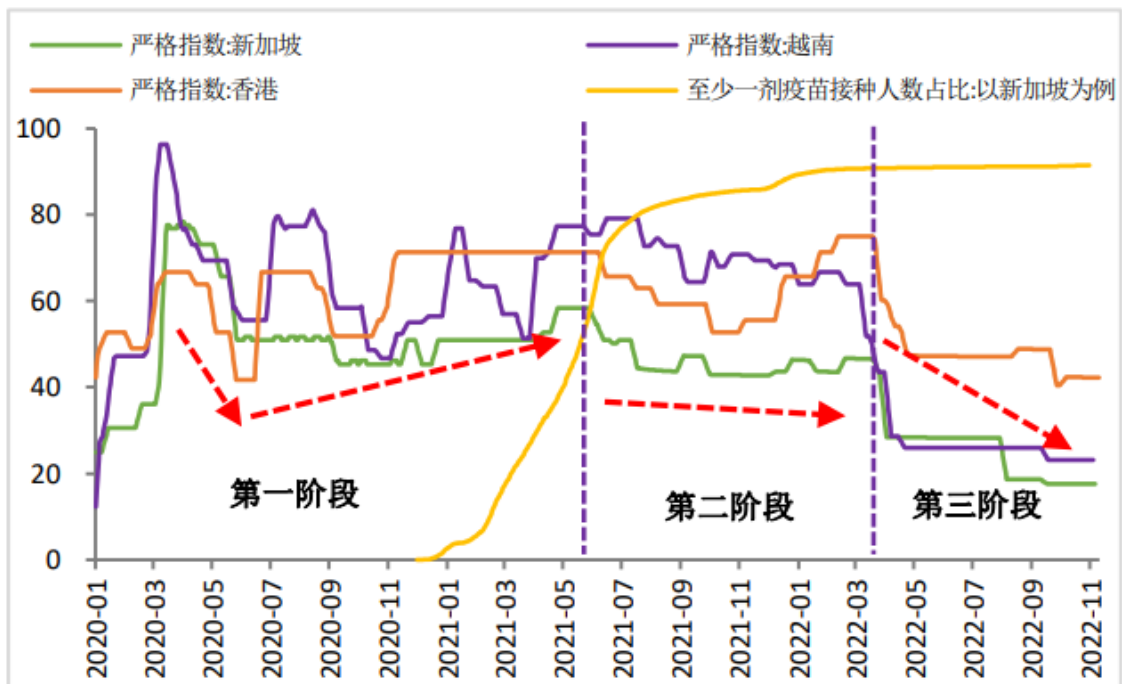
与美欧相比，新加坡、越南、香港地区疫情防控放松路径更为稳健，具体而言，也可分为三个阶段：

一是**抗疫初期防控放松与收紧的反复期（2020年5月-2021年中）**：新冠疫情爆发初期，新加坡等东南亚国家和香港地区，均采用了相对严格的防疫政策，以实现“清零”目标，保证了较低的新冠感染水平。期间随着疫情边际好转，各国防控措施会相机放宽调整，但一旦出现新的疫情，防控政策将再度明显收紧。

二是**较高疫苗接种率下稳步放开过渡期（2021年6-11月）**：进入抗疫第二个年头，全球疫情长期化特征更加明显，为此，以新加坡政府为代表的东南亚国家一方面加快本国疫苗接种速度，另一方面开始先后调整防疫政策，放弃清零策略。如2021年6月份，新加坡防疫部门在本国疫苗接种率已接近60%的情况下，公开发表《与冠病共处，如常生活》的文章，开始稳步放开防疫政策。但受德尔塔和奥密克戎变异病毒接连在亚洲地区流行的影响，本阶段新加坡、越南和香港的防控放松力度均较小，在2021年冬季和2022年初，香港严格指数甚至再次大幅回升。

三是**大幅放开逐步走向共存阶段（2022年3月至今）**：2022年二季度以来，随着气温回升，奥密克戎在亚洲地区的第一轮流行逐渐过去，加上疫苗接种率达到80%甚至90%以上的高位，新加坡、越南、香港纷纷选择大幅放松疫情管控，走向与病毒共存的阶段。在此期间，新加坡和越南将严格指数降至20左右的低位，香港严格指数仍接近40左右，但较前期高点亦大幅回落约30。

新加坡、越南、香港疫情防控优化路径



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 严格指数为7日移动平均数据

3、日韩模式：介于美欧和东南亚模式之间，偏稳健地放松

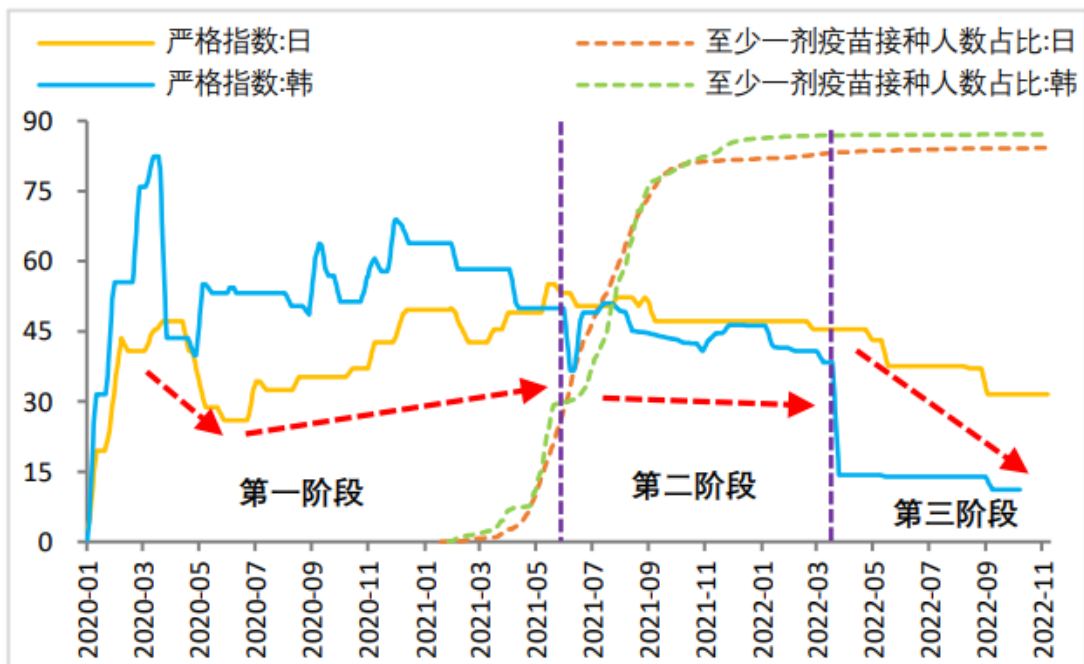
日韩防疫优化路径，在放松时点与力度上，介于美欧和东南亚模式之间，但总体上仍属于偏稳健地放松。具体看：

第一阶段放松（2020年4-7月）：日、韩均较为谨慎，放松时间偏短且很快再度收紧，保证了两国当时较低的感染率。

第二阶段放松（2021年6-11月）：日、韩将疫苗接种率由20%左右快速提升至80%附近，且本阶段两者防疫放松力度均较为温和。

第三阶段放松（2022年3月底至今）：日、韩有所分化，如面对奥密克戎变异毒株连续三轮的大爆发，日本防疫措施放松步伐仍偏稳健，截至目前严格指数仍在30以上，韩国则选择快速将严格指数降至10左右，但其代价是新冠感染率快速飙升至50%以上，在主要经济体中排名前列。

日韩疫情防控优化路径



资料来源: WIND, 财信研究院

注: 严格指数为7日移动平均数据

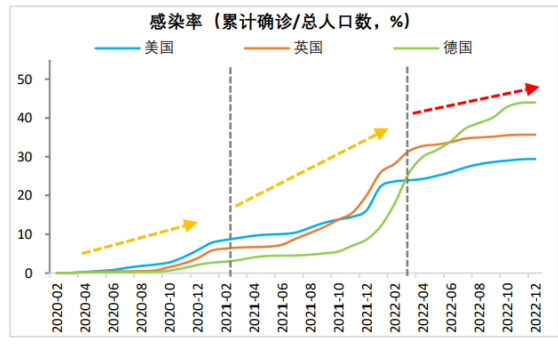
二、海外防控放松后，疫情演变的三大共性

采用不同防疫路径的国家和地区，防疫效果和疫情演变趋势既有差异也存在一些共性，主要呈现以下三大特征：

1、感染率：持续攀升难避免，最终感染率与所选防疫路径相关性不大

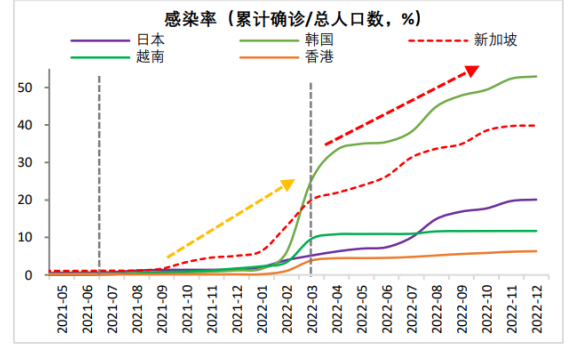
一方面，各国和地区放弃清零政策开启放松之路后，无论是美欧、日韩还是新加坡等其他经济体均迎来多轮疫情爆发，新冠感染率均持续攀升，且经验显示，疫情爆发高峰期多出现在秋冬季节。另一方面，尽管韩国、新加坡等疫情防控放松节奏较美欧更慢、更晚，但前两者新冠感染率已大幅高于美、英，分别达到50%以上和40%左右，日本、香港、越南感染率偏低或与其疫情放松更谨慎和新冠检测明显减少相关。

美欧感染率变化



资料来源: WIND, 财信研究院

日、韩、新加坡、越南、香港感染率变化

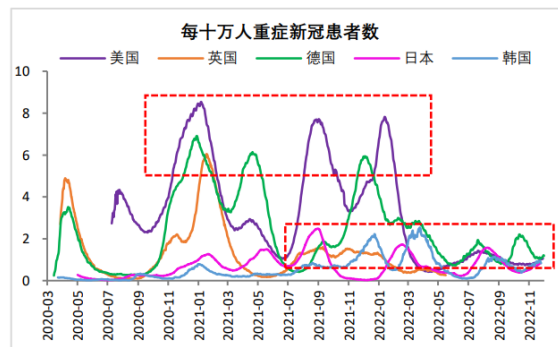


资料来源: WIND, 财信研究院

2、医疗资源：高峰期重症救助资源短期承压，普通病床供给相对充足

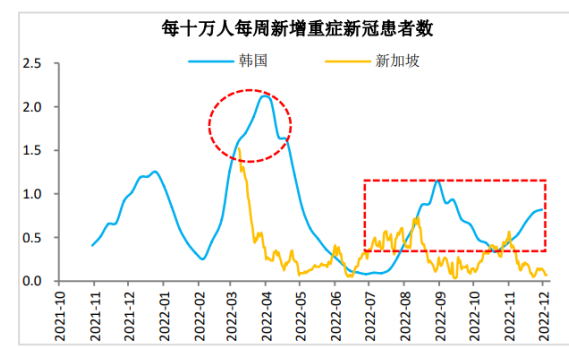
一方面，近半年来奥密克戎变异毒株引发的重症率已明显降低，但在疫情高峰期间，各国每十万人中重症新冠患者人数仍会达到1-2人左右，韩国、新加坡每十万人中每周新增重症新冠患者约0.5-1人。与目前各国拥有的重症医疗资源供给能力相比，奥密克戎疫情爆发高峰，美、德等国新冠重症病床占用率已不足10%，其面临的挤兑压力较前两年明显下降；日、英、韩、新加坡等国新冠重症病床占用率或接近20%，重症救助资源短期内依旧承压。2020年我国每十万人ICU床位仅4.5张，与发达经济体存在一定差距，未来国内疫情进入爆发高峰期，短期内重症医疗资源可能面临一定压力。另一方面，从各国住院情况看，近半年来疫情高峰期每十万人每周新增住院新冠患者数均在25人以下，相比各国目前拥有的床位数资源，占比多不足5%，供给相对充足。

疫情放开后短期重症医疗资源紧张或难以避免



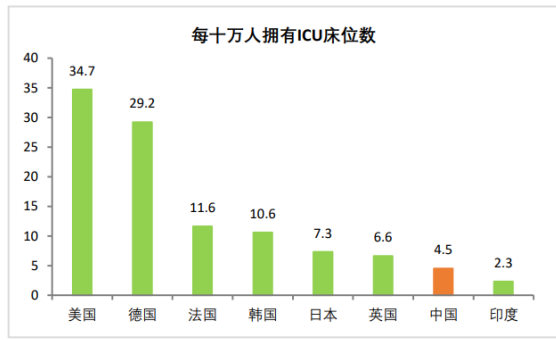
资料来源: WIND, 财信研究院

疫情放开后短期重症医疗资源紧张或难以避免



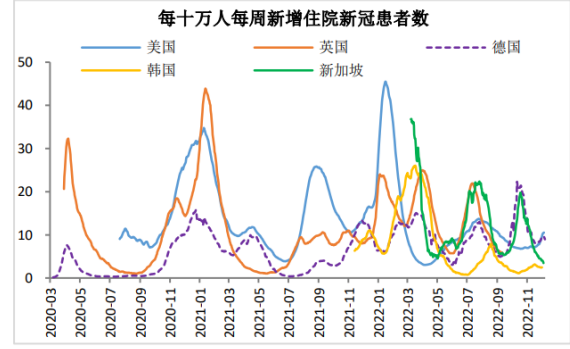
资料来源: WIND, 财信研究院

每十万人拥有ICU床位数



资料来源：美国重症医学学会,《重症医学杂志》,财信研究院等
注：中国为2020年值,美国为2009年值,欧洲国家为2012年值,其他亚洲国家为2017年值

每十万人每周新增住院新冠患者数

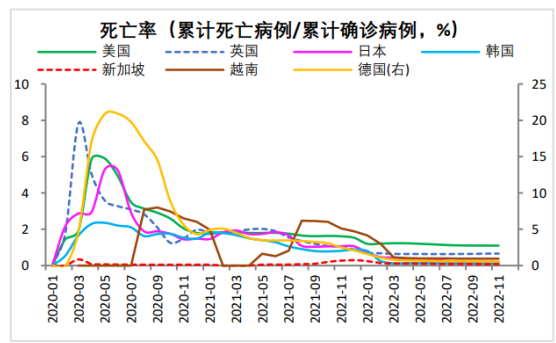


资料来源：WIND, 财信研究院

3、死亡率：多国新冠死亡率已接近或低于流感水平

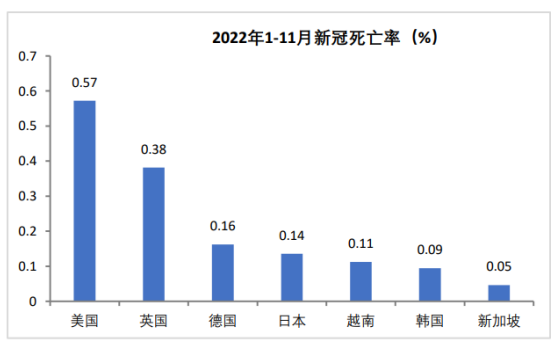
从疫情发生以来的累计新冠死亡率（累计死亡病例数/累计确诊病例数）看，多数国家均已明显下降，新加坡、韩国等部分国家已分别降至0.8‰、1.1‰，已经接近或低于1‰流感水平。从奥密克戎流行阶段新冠死亡率（2022年1-11月死亡病例数/确诊病例数）看，美、英、德、日、韩、越南等国均已低于0.6%，新加坡甚至已降至约0.5‰，仅为流感的一半左右。

各国新冠死亡率多已处于低位



资料来源：WIND, 财信研究院

部分经济体新冠死亡率已低于流感水平



资料来源：WIND, 财信研究院

三、海外防疫政策放松后盈利和股市复盘

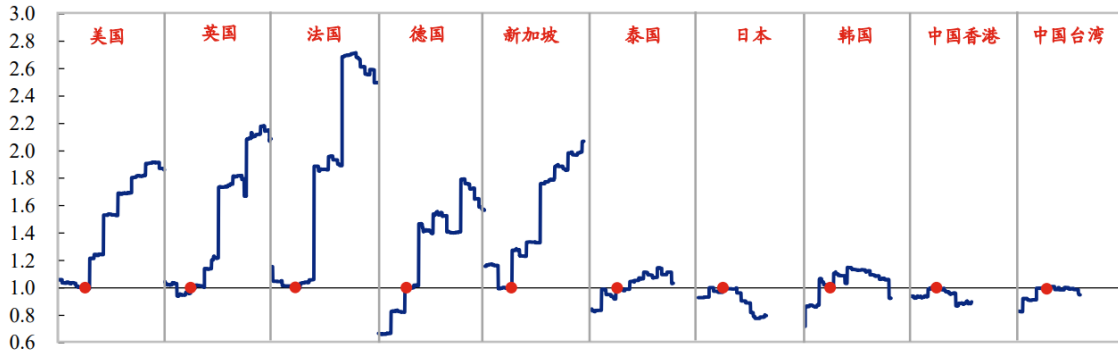
以下结论来自于美国、英国、法国、德国、新加坡、泰国、日本、韩国、中国香港和中国台湾这10个经济体市场整体和各细分消费行业的表现总结。

1、市场整体盈利表现

全球经济周期和放开时间点的差异，导致各国和地区疫情防控政策出现边际改善后，盈利修复出现差异：欧美和东南亚国家及地区股市盈利有所修复，而东亚国家及地区的盈利反而处于下行阶段。欧美和东南亚国家逐步放开后，股市的EPS_TTM和盈利预期均处于上行阶段，而日本及中国港台地区的实际盈利和盈利预期反而出现回落。产生分化的原因或在于放开时间点的不同，欧美和东南亚国家多于2021年开始逐步放开，彼时全球经济处于高速修复期，政策放松和向好的全球经济大环境形成共振，使企业盈

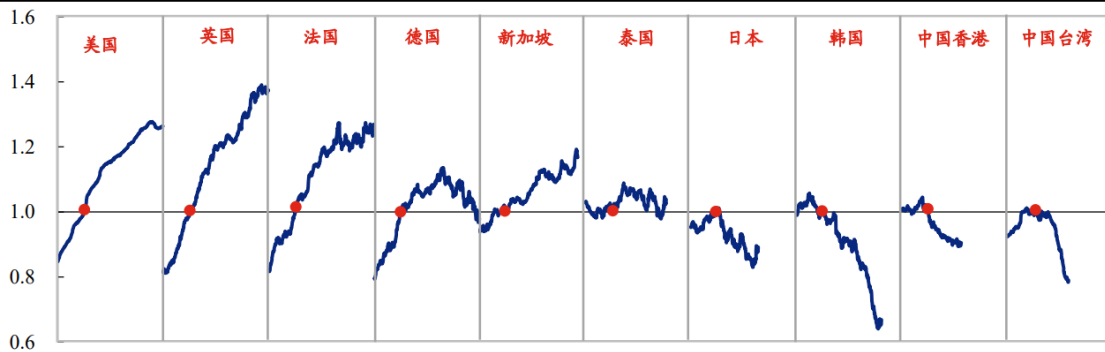
利快速改善。而今年以来，受俄乌冲突等黑天鹅事件影响，全球经济中枢下台阶，因此在今年3、4月份才逐步放开的日本及中国港台等地区，仅靠政策放松也难以完全对冲全球经济周期下行对企业盈利造成的负面影响。

疫情管控政策调整后，各国及地区股市盈利变化（归一化处理）



资料来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理；注：红点为政策放松当天 EPS_TTM 的实际值，并记为 1；各细分小图为疫情放松逐步放松前 120 天后 360 天的 EPS_TTM 变化，红点对应放松当天的数据，其中，日本、韩国、中国台湾和中国香港逐步放开不足 360 天，故缺失部分数据。

疫情管控政策调整后，各国及地区股市盈利预期变化（归一化处理）

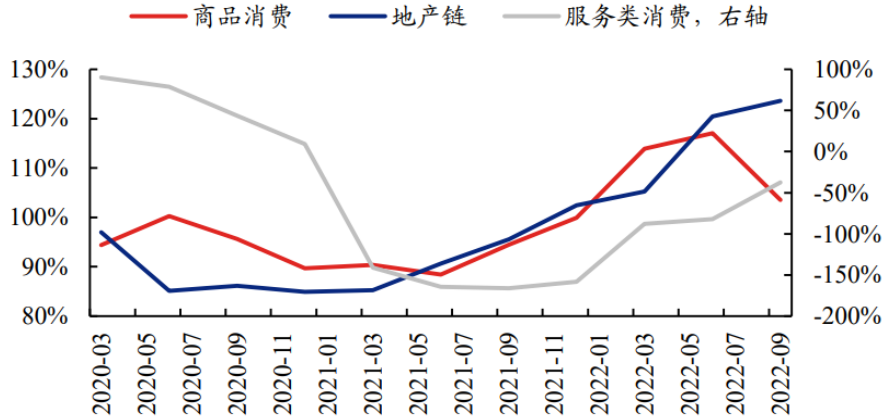


资料来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理；注：红点为政策放松当天未来 12 个月 EPS_TTM 预期值，并记为 1；各细分小图为疫情放松逐步放松前 120 天后 360 天的未来 12 个月 EPS 变化，红点对应放松当天的数据，其中，日本、韩国、中国台湾和中国香港逐步放开不足 360 天，故缺失部分数据。

2、消费行业盈利表现

行业盈利修复的节奏上，各国的上市公司都基本按照先**商品消费、地产链**，然后再**服务消费**板块业绩的顺序修复，与宏观经济和中观景气的表现较为一致。**食品饮料、服饰、汽车和家电**等商品消费行业的净利润多于**2021年**实现完全修复，而**酒店、餐饮和航空**等行业的业绩直到**2022年**全面放开后才进入快速回升阶段。中位数口径下，截至**2022**三季度，商品消费和地产链业绩均高于**2019**年的同期水平，而出行链行业多数依然亏损，哪怕是放开较早的欧美国家也尚未实现全部修复。

美国、英国、日本和泰国股市中，三类消费行业累计净利润修复程度变化（相对2019年同期）



资料来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理；注：取各国各消费类别的净利润修复程度的中位数。

修复的幅度上，疫情逐步放开后，出行链业绩弹性更大。综合美英日泰四国的数据来看，在各国防疫政策首次出现重大边际变化、严格指数开始回落后，出行链相关行业净利润回升幅度最显著，尤其是航空板块在各国放开后的业绩修复弹性均位列前位。而由于业绩受损较小、且修复提前完成，所以在防控政策调整后，食品饮料等商品消费业绩变动幅度较小。

疫情逐步放开后，美国、英国、日本和泰国股市中，主要消费行业净利润修复弹性汇总

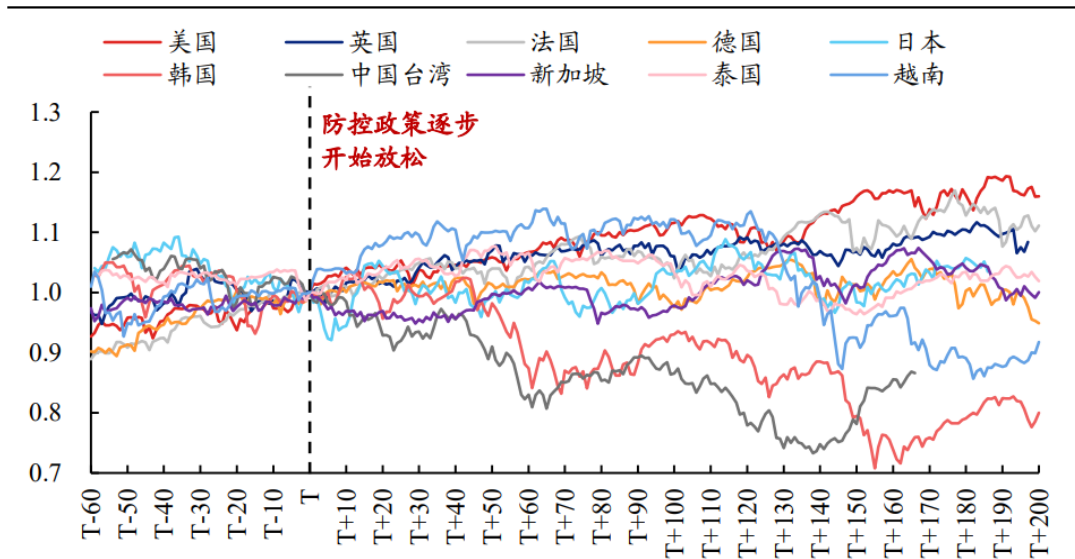
| 分类 | 美国 | 英国 | 日本 | 泰国 |
|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | (22Q3-21Q1) | (22Q3-21Q1) | (22Q3-22Q1) | (22Q3-21Q4) |
| 国家股指 | 65.9% | 45.8% | -7.1% | 25.4% |
| 食品生产商 | -15.5% | 26.2% | -3.0% | -10.5% |
| 酒精饮料 | -22.1% | 32.3% | -6.6% | - |
| 非酒精饮料 | 20.3% | 10.6% | 2.0% | -22.7% |
| 医药 | 59.3% | -41.3% | -13.8% | -19.1% |
| 医疗服务 | -1.7% | 91.3% | -32.2% | 0.6% |
| 服饰 | 96.2% | 66.4% | 9.5% | 68.7% |
| 汽车 | 148.9% | - | -17.5% | - |
| 贵金属 | -75.6% | -41.4% | - | - |
| 电影娱乐 | 198.8% | 206.5% | 12.2% | 52.5% |
| 餐饮 | 64.4% | 48.4% | 13.7% | 61.8% |
| 酒店 | 20.4% | 52.6% | 24.0% | 159.7% |
| 航空 | 196.5% | 101.9% | 46.5% | 9826.2% |
| 房地产 | 97.0% | 125.4% | -12.4% | 34.2% |
| 家电 | 12.9% | - | -3.9% | - |
| 家具 | 30.2% | - | - | 28.4% |

资料来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理；注：-代表缺失行业数据

3、股票市场整体表现

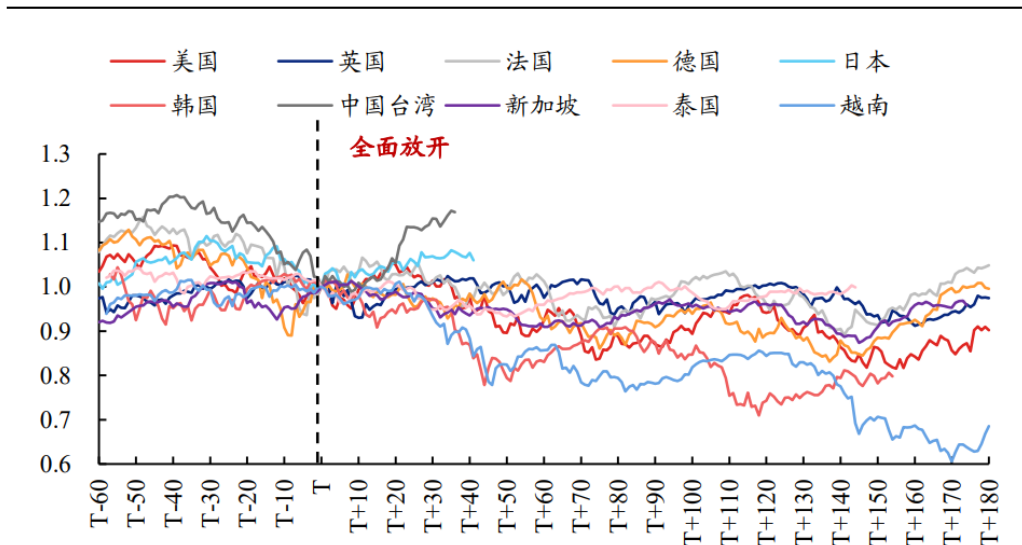
从股市整体来看，各国和地区疫情防控政策逐步放松后，市场表现较好，但全面放开后，市场表现较差。随着疫情政策首次出现清晰宽松信号、严格指数大幅回落后，10个样本国家和地区中，有7个国家和地区（剔除未满6个月的日本、中国台湾和中国香港）在6个月内实现上涨，涨跌幅中位数为6.64%；全面放开后的3个月中，有数据统计的7个国家和地区出现了下跌，但全面开放至今，除韩国和美国外，其他8个国家和地区均实现上涨。

防控政策放松前后，各国及地区股市表现（归一化处理）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：T为管控首次开始放松日期

全面放开后，各国及地区股市表现（归一化处理）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：T为全面放开的日期

防控政策放松后，各国及地区股市表现（涨跌幅：%）

| 国家 | 逐步放开 | | | | | | 全面放开 | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 当天 | 后1周 | 后1个月 | 后3个月 | 后6个月 | 至今 | 当天 | 后1周 | 后1个月 | 后3个月 | 后6个月 | 至今 |
| 美国 | 1.44 | 2.69 | 4.01 | 8.27 | 8.39 | 1.29 | 1.85 | -0.66 | 5.56 | -3.01 | -8.87 | -5.45 |
| 英国 | -0.18 | -0.54 | 1.54 | 5.95 | 7.00 | 14.07 | -0.99 | -0.74 | -0.93 | -1.65 | 0.49 | 0.57 |
| 法国 | 0.61 | 1.86 | 3.80 | 7.25 | 10.86 | 7.54 | 1.75 | 5.14 | 5.26 | -4.96 | -0.60 | 7.70 |
| 德国 | 1.43 | 1.56 | 3.12 | 5.12 | 5.88 | -4.41 | 0.17 | -0.57 | -1.56 | -8.77 | -11.45 | 0.98 |
| 日本 | 1.20 | -6.34 | -4.29 | 3.51 | 4.28 | 4.72 | -2.64 | 0.55 | 4.23 | - | - | 2.44 |
| 韩国 | 1.09 | 1.01 | -2.12 | -12.59 | -9.66 | -26.60 | -0.67 | -2.66 | -5.72 | -15.98 | -24.59 | -20.71 |
| 泰国 | 1.41 | 3.17 | 5.67 | 8.01 | 5.82 | 4.66 | -0.81 | -2.68 | -0.43 | -4.45 | -2.50 | -1.34 |
| 新加坡 | 0.95 | -1.83 | -2.47 | 1.70 | 7.89 | 2.58 | 1.05 | 1.32 | -0.09 | -7.51 | -4.08 | -3.12 |
| 中国香港 | 0.19 | -0.57 | -4.13 | -0.61 | -21.70 | -15.10 | -0.44 | -4.76 | -14.59 | - | - | 4.14 |
| 中国台湾 | 0.62 | -1.02 | -4.48 | -15.80 | -20.24 | -12.85 | -2.07 | -1.03 | 7.08 | - | - | 14.44 |
| 涨跌幅中位数 | 1.02 | 0.24 | 2.33 | 4.31 | 5.85 | 1.93 | -0.41 | -0.70 | -0.27 | -4.96 | -4.08 | 0.77 |
| 上涨概率 | 90% | 50% | 60% | 70% | 70% | 60% | 40% | 30% | 40% | 0% | 13% | 75% |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：上涨概率基于10个样本国家和地区的历史数据进行统计，至今栏目数据截至2022/12/3，日本、中国台湾和中国香港放开不满3个月，故缺失相关数据。

4、消费行业股价表现

从行业表现来看，疫情防控政策逐步放松后，除出行链涨幅显著外，房地产、酒精饮料和医药等行业中长期表现相对靠前。基于对10个样本国家和地区内各细分消费行业（个别国家缺失1-2个行业）与其大盘指数的相对表现来看，疫情防控政策逐步转松一周后，航空、电影娱乐等行业快速反弹上涨，大概率跑赢大盘；但政策转向3个月后，除电影娱乐能延续强势表现外，出行链板块跑输大盘，市场风格逐渐转向房地产、家电和服饰等行业；政策转向6个月后，随着业绩开始改善，酒店和航空表现重新占优，此外，饮料、医药、服饰和房地产板块表现同样较好。全面放开后，以航空为代表的出行链在初期（全面放开后1个月内）表现占优，但拉长时间来看，食品饮料、医药生物（包含医疗服务）、汽车在各国和地区的上涨概率和涨跌幅更高。

防控政策放松后，各行业市场表现（相对收益，%）

| 时期 | 当天 | | 后一周 | | 后一个月 | | 后三个月 | | 后六个月 | | |
|----------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|-----|
| | 超额收益中位数 | 跑赢概率 | 超额收益中位数 | 跑赢概率 | 超额收益中位数 | 跑赢概率 | 超额收益中位数 | 跑赢概率 | 超额收益中位数 | 跑赢概率 | |
| 耐用品消费 | 0.02% | 50% | 0.14% | 60% | 1.64% | 70% | 0.82% | 50% | -1.00% | 30% | |
| 非耐用品消费 | 0.24% | 30% | -0.07% | 40% | 0.49% | 50% | 0.46% | 50% | -0.62% | 50% | |
| 消费者服务 | 0.04% | 50% | 0.99% | 70% | -0.09% | 50% | 2.43% | 60% | -1.94% | 30% | |
| 必需消费 | 食品生产商 | -0.61% | 10% | -0.04% | 50% | -1.39% | 40% | -3.02% | 40% | -4.58% | 40% |
| | 酒精饮料 | -0.74% | 33% | -2.57% | 33% | -0.96% | 33% | 1.03% | 56% | 5.53% | 67% |
| | 非酒精饮料 | -0.49% | 11% | -0.78% | 11% | -0.77% | 33% | -0.42% | 44% | -1.05% | 44% |
| | 医药 | -0.64% | 20% | -1.83% | 20% | -3.95% | 20% | -0.89% | 40% | 1.54% | 60% |
| 医疗服务 | -0.79% | 10% | -1.25% | 30% | -1.81% | 30% | 2.84% | 60% | 0.10% | 50% | |
| 可选消费（商品） | -0.04% | 50% | 0.10% | 50% | -0.82% | 50% | 2.04% | 70% | 0.38% | 60% | |
| 汽车 | 0.85% | 67% | 0.99% | 67% | 0.38% | 56% | -2.46% | 44% | -2.49% | 44% | |
| 贵金属 | -0.95% | 29% | -0.94% | 43% | -1.46% | 29% | -7.30% | 29% | -8.07% | 29% | |
| 电影娱乐 | 0.68% | 70% | 1.57% | 70% | 0.94% | 50% | 6.43% | 70% | -3.72% | 40% | |
| 出行链 | 餐饮 | -0.40% | 30% | 0.48% | 60% | -2.31% | 40% | -0.47% | 50% | -0.20% | 50% |
| | 酒店 | -0.07% | 40% | 0.90% | 70% | -0.76% | 40% | 0.31% | 50% | 4.10% | 60% |
| | 航空 | 1.20% | 90% | 0.37% | 60% | -1.62% | 30% | -1.20% | 40% | 0.78% | 50% |
| 地产链 | 房地产 | 0.22% | 30% | 0.12% | 60% | 1.64% | 80% | 3.21% | 70% | 2.56% | 60% |
| | 家具 | -0.83% | 0% | -1.37% | 20% | -2.34% | 40% | -1.64% | 40% | -4.24% | 40% |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：根据10个样本国家和地区内各细分消费行业（个别国家或地区缺失1-2个行业）的（涨跌幅-各国宽基指数）计算超额收益中位数和上涨概率；上涨概率为历史数据。

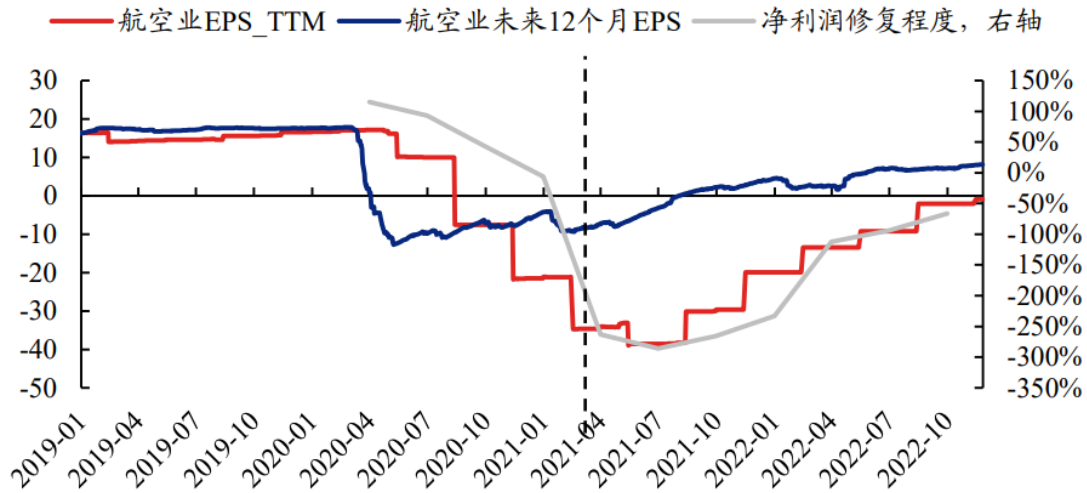
全面放开后，各行业市场表现（相对收益，%）

| 时期 | 当天 | | 后一周 | | 后一个月 | | 后三个月 | | 后六个月 | | |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----|
| | 涨跌幅中位数 | 上涨概率 | 涨跌幅中位数 | 上涨概率 | 涨跌幅中位数 | 上涨概率 | 涨跌幅中位数 | 上涨概率 | 涨跌幅中位数 | 上涨概率 | |
| 耐用品消费 | -0.09% | 40% | 1.03% | 50% | -0.4% | 30% | -4.22% | 43% | -2.88% | 29% | |
| 非耐用品消费 | -0.04% | 40% | 1.44% | 60% | -1.4% | 30% | -0.88% | 43% | 2.80% | 57% | |
| 消费者服务 | -0.03% | 40% | 1.15% | 20% | -3.21% | 20% | -3.45% | 29% | -6.44% | 14% | |
| 必需消费 | 食品产商 | -0.29% | 40% | 0.37% | 60% | -2.1% | 40% | 2.08% | 57% | 5.88% | 57% |
| | 酒精饮料 | 0.48% | 56% | 3.00% | 89% | 2.09% | 78% | 0.49% | 57% | 6.22% | 71% |
| | 非酒精饮料 | 0.00% | 44% | -1.62% | 22% | -2.5% | 33% | 6.13% | 83% | -0.03% | 50% |
| | 医药 | -0.35% | 30% | 1.11% | 60% | 3.68% | 70% | 3.20% | 86% | 2.85% | 57% |
| | 医疗服务 | -0.36% | 20% | 0.09% | 60% | 3.18% | 70% | 0.98% | 57% | 7.81% | 57% |
| 可选消费（商品） | 服饰 | 0.26% | 50% | 0.14% | 50% | 0.2% | 60% | -4.45% | 14% | -7.13% | 29% |
| | 汽车 | 0.32% | 67% | 0.09% | 44% | -0.72% | 33% | 7.58% | 67% | 10.41% | 67% |
| 出行链 | 贵金属 | -0.90% | 29% | 1.06% | 43% | 5.48% | 57% | 8.88% | 80% | 6.10% | 60% |
| | 电影娱乐 | -0.05% | 40% | 0.74% | 40% | -4.0% | 30% | -5.47% | 43% | -5.71% | 29% |
| | 餐饮 | 0.15% | 50% | 0.57% | 40% | -4.01% | 30% | -0.88% | 29% | 5.89% | 71% |
| | 酒店 | 0.22% | 60% | 1.65% | 40% | -2.2% | 20% | -1.12% | 29% | -5.03% | 29% |
| 地产链 | 航空 | 0.49% | 50% | 2.33% | 60% | -0.57% | 50% | -4.09% | 29% | -8.45% | 43% |
| | 房地产 | 0.11% | 50% | 0.25% | 70% | -2.94% | 40% | 1.18% | 57% | -7.39% | 29% |
| | 家具 | -0.25% | 40% | 0.46% | 40% | -5.34% | 30% | -9.39% | 14% | -4.76% | 43% |
| 家电 | -0.10% | 40% | 1.09% | 30% | -0.90% | 40% | -1.87% | 43% | -2.81% | 43% | |

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：根据10个样本国家内相关行业的（涨跌幅-各国宽基指数）计算超额收益中位数和上涨概率；上涨概率为历史数据；

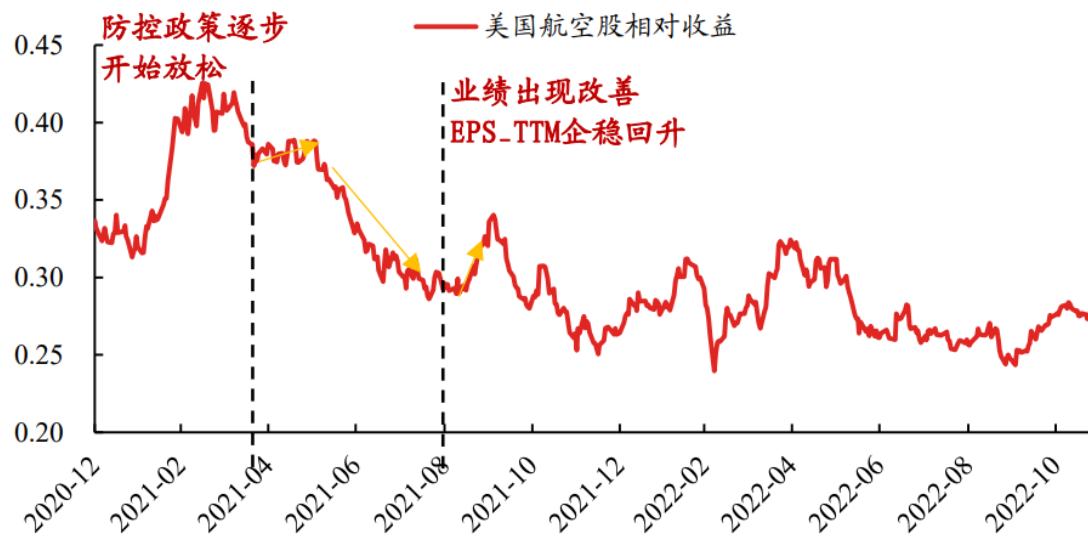
其中，针对市场较为关心的出行链，我们可以看到，防疫政策放松后，其走势呈“N”字型特征。管控政策放松后的一周，甚至前夕，市场就提前开始博弈出行链的反转，航空和酒店行业股价快速上涨，但之后开始跑输大盘，直到政策放开后3-6个月内盈利逐步企稳，航空和酒店股又会有较高概率再次跑赢大盘。以美国航空业为例，尽管政策已然放松，但行业EPS_TTM依然回落，而在经历初期炒作后大幅上涨的股价缺乏实际盈利的验证，导致行业表现跑输大盘，直到业绩逐渐企稳回升，盈利支撑航空板块再度跑赢市场。

防控政策放松后，美国航空股业绩继续回落



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：净利润修复程度根据当期净利润相比于2019年同期进行计算

防控政策放松后，美国航空股相对标普 500 收益呈“N”型走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、疫后复苏差异原因及经验总结

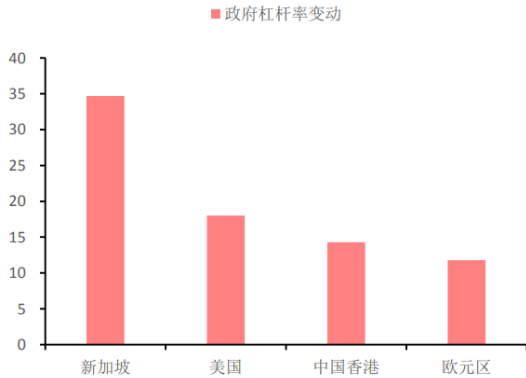
1、财政刺激和补贴强度或决定疫后消费复苏改善力度

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；无论发达国家和地区还是发展中国家和地区，低收入群体的边际消费倾向都是最高的。基于以上两个角度分析可得，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示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%。

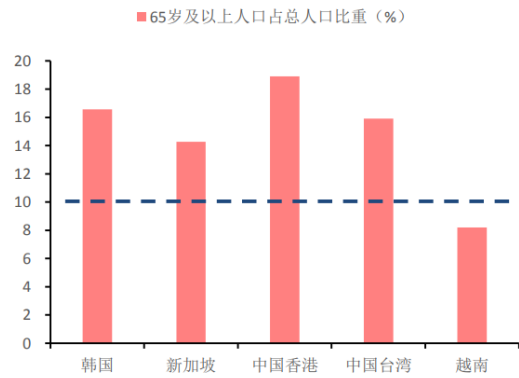
2、人口年龄结构或影响消费复苏活力

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。

财政刺激力度或影响疫后消费复苏程度(单位:%)



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

3、疫情形势的反复程度及居民意愿将决定疫后消费复苏程度

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国家和地区的实际经验, 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, 基本都是以逐步放松为主, 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, 不同国家和地区零售娱乐场所的人流量变化依然表现出了大相径庭的走势。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; 而另一方面可能是居民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。

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%)

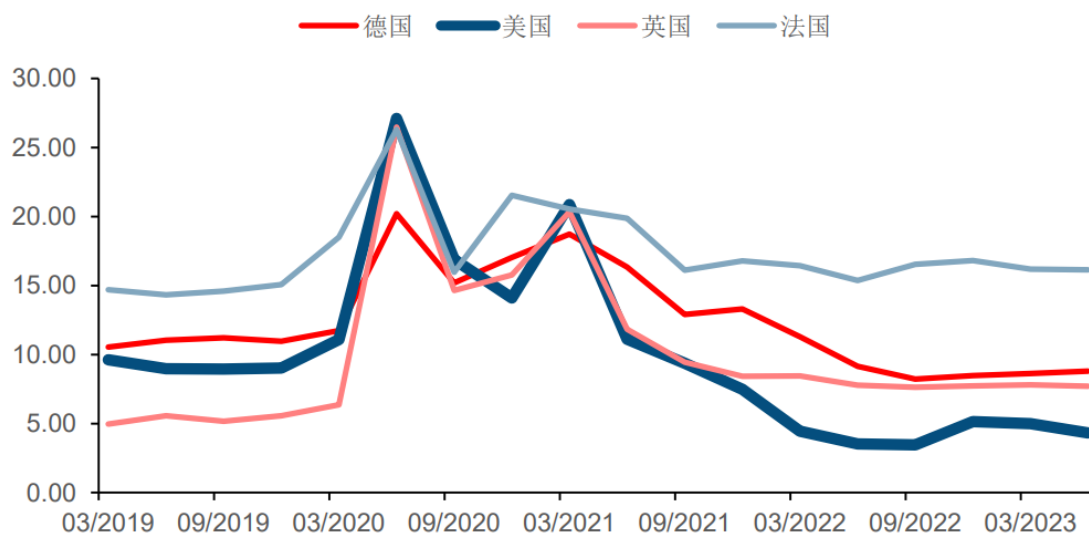
消费复苏羸弱地区人员流动性在防疫管控严格程度弱化后依然出现下降



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, 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。

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机构的净储蓄率, 2023 为 OECD 预测值)

五、未来我国防疫放松路径推演

1、全面放松前的过渡阶段：预计为 2022 年 11 月至 2023 年一季度

根据海外经验, 在与病毒共存之前, 多数经济体均经历了一段加快放松的过程。在此阶段, 各经济体新冠感染率面临一定攀升压力 (美欧升至 25-30%附近, 新加坡、韩国升至 20-25%, 越南、香港、日本

仍低于10%)，但随着患病人数增加，加上政府对病毒危害、患者治疗的科学引导，居民恐慌心理将趋于缓解，对放开的接受程度大幅提升。此外，对于过渡阶段的持续时长，海外不同经济体存在较大差异，但基本都会延续至冬季疫情爆发高峰之后，即延续至新一年的一季度前后。国内防疫二十条的发布，意味着疫情防控已进入加快放松的新阶段，预计该过程持续至本轮冬季疫情爆发高峰之后，即2023年一季度的概率偏大。

2、走向共存回归正常化阶段：预计大概率为2023年二季度前后

原因有三：其一，国际经验显示，随着冬季疫情高峰过去，加上气温回升和疫苗接种率达到偏高水平，海外绝大多数经济体均选择在3月份前后，基本全部取消疫情管控，走向共存阶段。其二，国际经验显示，老年人更易感染新冠病毒且出现重症和死亡的比例最高，其疫苗接种水平是防疫放开的重要考量因素。截至11月末，我国80岁以上老人全程接种率为65.8%，多地要求到明年1月份80岁以上老人至少一针接种率要达到90%以上，为后续全面放开创造了良好的条件。其三，国内知名医学专家团队预测模型显示，乐观估计明年上半年，3月份后，我国有望恢复到疫情前生活状态。

六、参考研报

1. 中信建投-海外借鉴与国内启示：疫情防控政策优化，后续如何演绎？
2. 财信国际经济研究院-海外防疫优化经验及2023年国内消费展望
3. 兴业证券-深度复盘：海外四国防疫放松后的经济与股市
4. 中信建投-海外借鉴与国内启示：疫情防控政策优化，后续如何演绎？
5. 中金公司-海外宏观专题报告：海外疫情政策调整的经验及影响
6. 招商证券-国内防疫放松影响系列（一）：从境外实践看我国放松防疫后的消费与通胀前景

免责声明：以上内容仅供学习交流，不构成投资建议。