

# 三年之后，何处以往

## 疫情专题报告

报告撰写人：研究中心金融团队

部 门：浙商期货研究中心

日 期：2023年1月5日

报告撰写人：周志超

从业资格号：F03087618

投资咨询号：Z0019474

咨询电话：0571-87215357

## □ 防疫概况

- ✓ 各国主要是基于免疫确立后再行放松。
- ✓ 东亚国家普通医疗资源更充沛，而欧美国家医疗设施整体更为先进，放松管控后医疗压力尚可，未出现明显挤兑。

## □ 放松影响

- ✓ 宣布共存后，劳动参与率基本回暖。
- ✓ 制造业PMI回升与共存前政策有关，放松防控在一定程度上可以助推服务业的恢复。
- ✓ 欧美转移支付过多影响信心，东亚消费者更有信心，此外收入及居民部门杠杆率也会影响消费。

## □ 日本情况

- ✓ 日本选择在高疫苗接种率+低死亡率形成后放开。
- ✓ 放开后旅游出行逐渐恢复，但较疫情前仍有极大差距；日本国内出行在短暂冲击后逐渐修复。
- ✓ 可选消费品增速高于必选品。

## □ 国内判断

- ✓ 国内的超额储蓄及收入增长修复预期助力消费回暖，我国的年龄结构更为年轻化，未来消费复苏活力更强。
- ✓ 但消费者信心的修复要依靠经济增长及政府刺激，我们政府部门杠杆率有一定空间，转移支付或是选择。
- ✓ 经济增长有一定压力，疫情及地产链好转，但出口面临回落。

# 目录

## CONTENTS

1 防疫概况

2 放松影响

3 日本情况

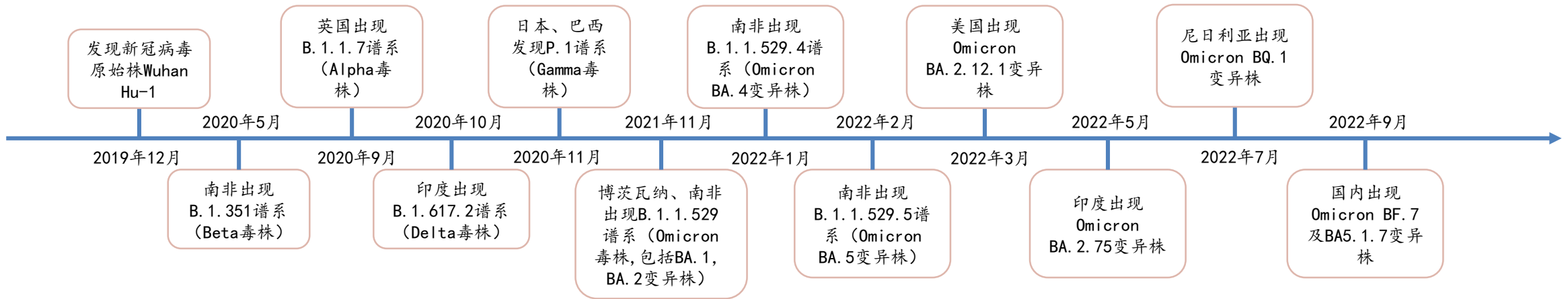
4 国内判断



1

# 防疫概况

# 1.1、新冠病毒变异历程及各国放开时点

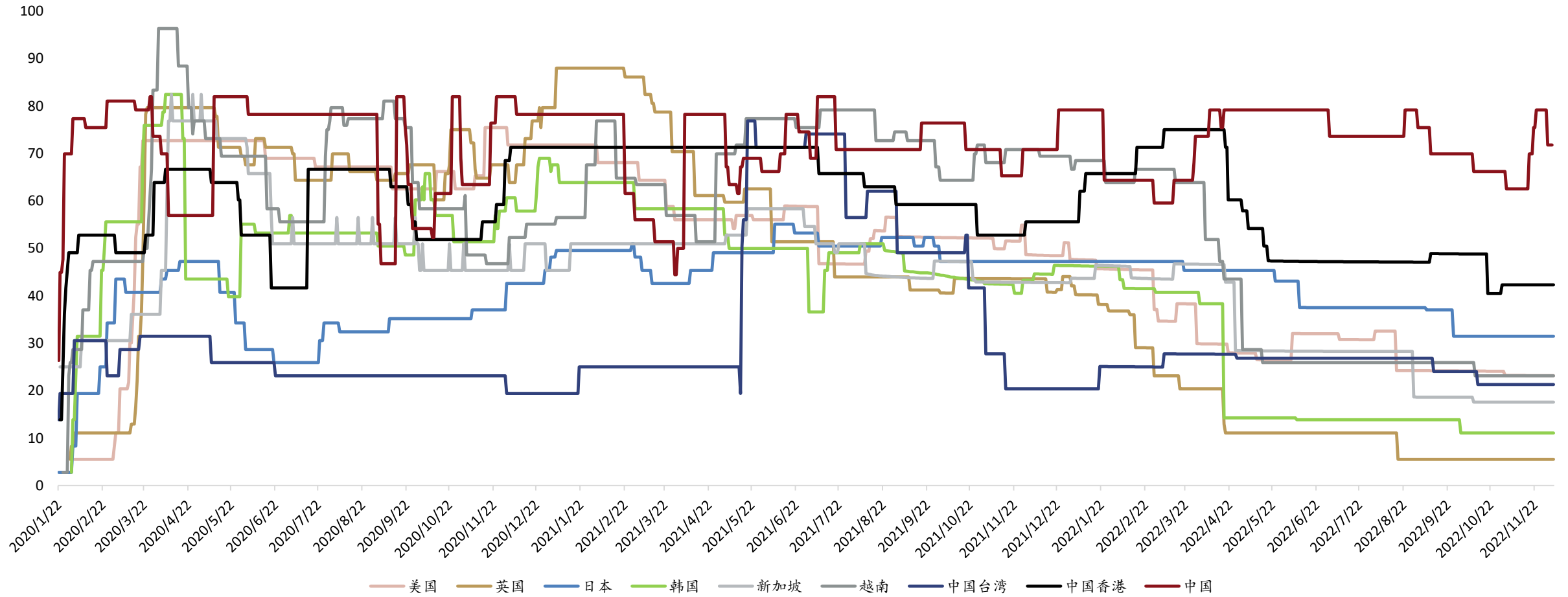


	2021年							2022年												
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
英国	常态化防疫							完全放开												
美国	常态化防疫				开始转向共存			加速共存				完全放开								
越南	常态化防疫				开始转向共存			加速共存					完全放开							
新加坡	开始转向共存							加速共存				完全放开								
韩国	常态化防疫					开始转向共存				加速共存				完全放开						
日本	常态化防疫									开始转向共存				加速共存				完全放开		
台湾地区	常态化防疫								开始转向共存					加速共存				完全放开		
香港地区	常态化防疫										开始转向共存				加速共存					

注：放开路徑依据聚集与出行限制、确诊及密接隔离和入境限制这三方面，以入境限制为确认完全放开时点

## 1.2、各国严格指数变化

- 从严格指数来看，欧美放松节奏较快，东亚相对更为谨慎。经历了2021年末至2022年初的冬季疫情大规模爆发，我国台湾地区及香港地区的放松防控较为滞后，国内则于12月7日选择放松，开始选择共存。

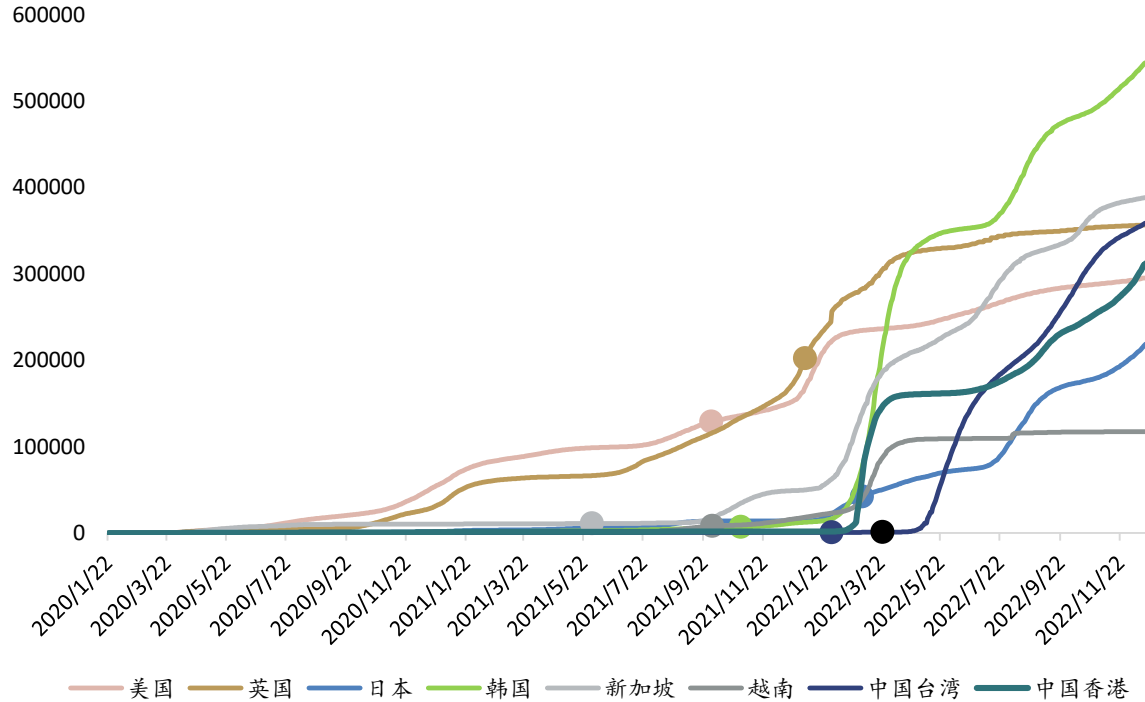


注：严格指数是衡量国家疫情防控严格程度的综合指标。

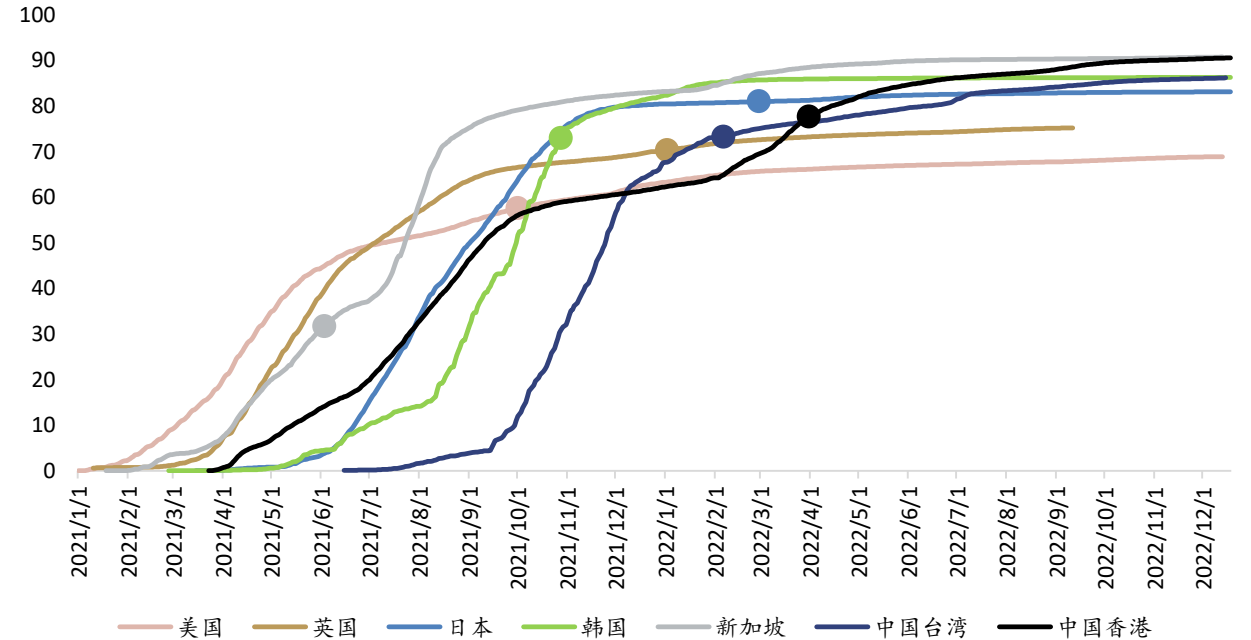
## 1.3、基本基于免疫力建立后放松

- Omicron毒株的出现及各国政策变化后，感染人数迅速增长，但存在一定的滞后性。感染人数增长的滞后性可能跟数据统计有关。
- 防控放开的进程与全社会层面免疫力的建立呈现一定的正向相关性。可比亚洲地区放松防控时接种率普遍在70%以上，日本则达到80%。
- 国内疫苗接种率接近90%。根据Our World in Data数据，截至2022年12月13日，国内疫苗接种率89.35%。

每百万人确诊人数（人）



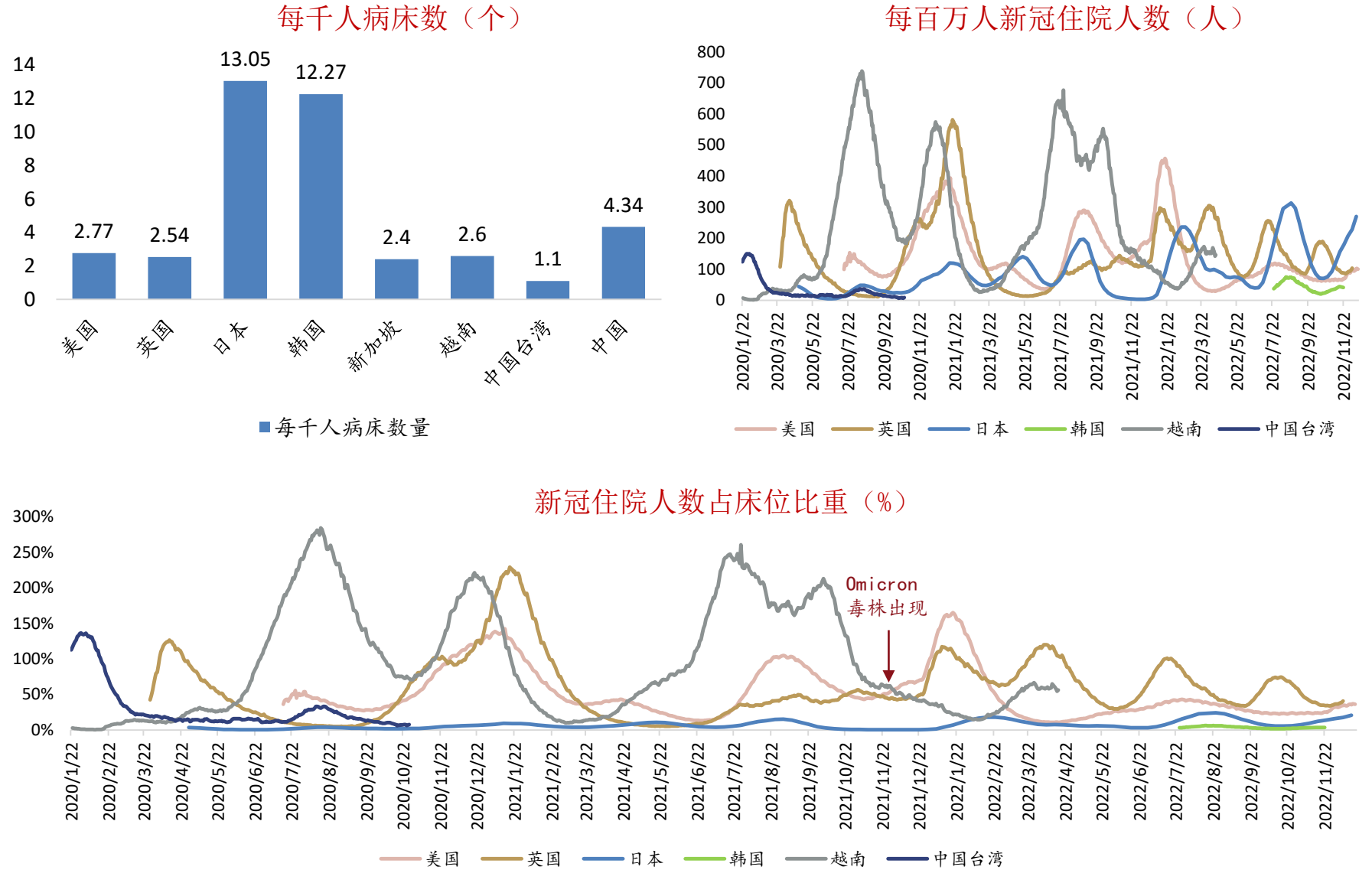
全球各国及地区疫苗接种率（%）



注：标注点（圆形）为各国和地区宣布共存时点

## 1.4、东亚国家普通医疗资源更充沛

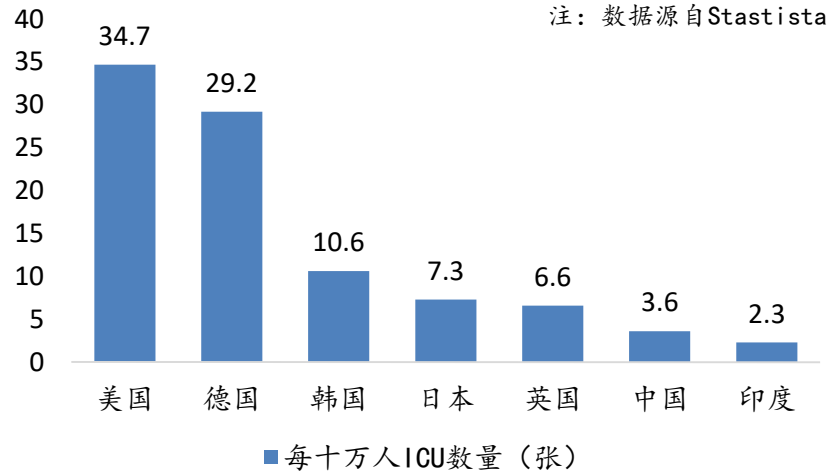
- 东亚部分国家医院病床总量更多。据Our World in Data统计，美国每千人ICU病床数2.77个，东亚韩国及日本分别为12.27及13.05个，东亚部分国家存在普通医疗资源“过剩”的现象。
- Omicron毒株出现后，各国的住院压力先增后减。Omicron毒株首次被发现时间为2021年11月，因其传染性强，初期住院者人数骤增，英美的新冠住院人数占比快速攀升，但随后下降，尤以美国最为明显。



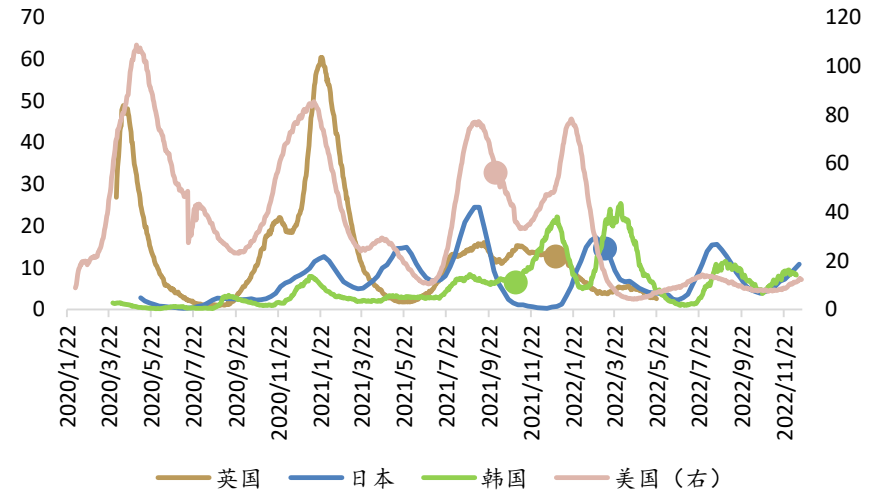
## 1.5、欧美国国家医疗设施整体更为先进

- 但欧美医疗设施整体优于东亚。据statista统计，美国每十万人ICU病床数34.7个，东亚韩国及日本分别为10.6及7.3个，而我国仅3.6个。
- 从欧美及东亚各国重症患者及ICU数量来看，政策转向共存后重症治疗压力尚可。Omicron毒株出现后，各国的新冠重症占ICU比重的峰值都在20%附近，除日本在加速共存阶段明显反复外，其余各国重症治疗压力都有所下降。
- 共存初期，存在重症占比提升的现象。但日本是个特例。

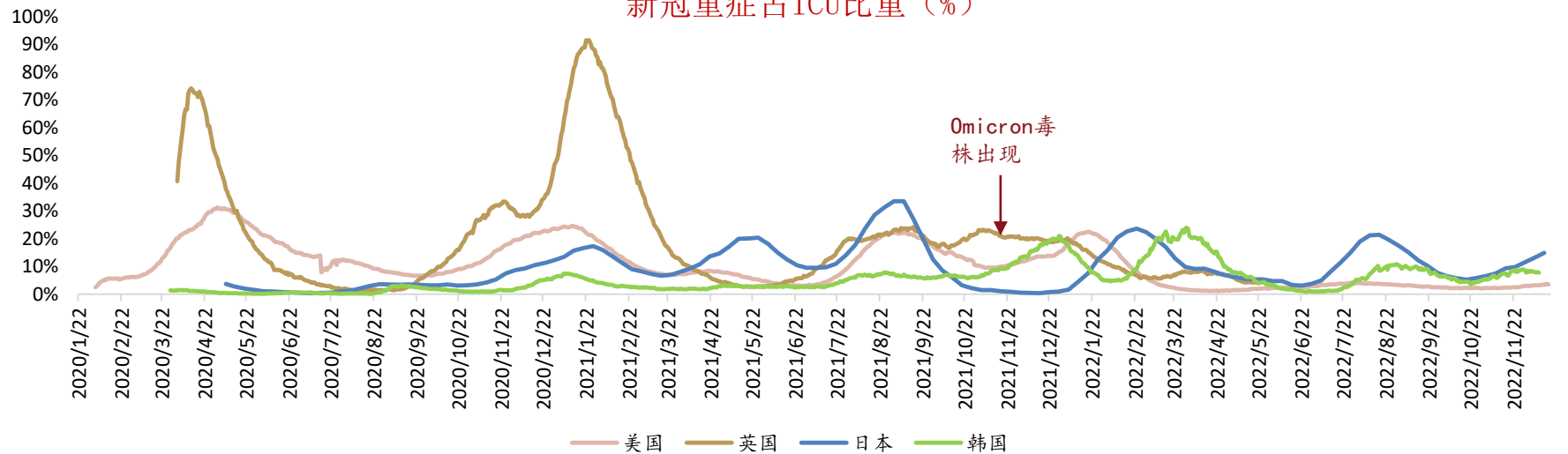
每十万人ICU病床数（个）



每百万人新冠重症患者数量（人）



新冠重症占ICU比重（%）



注：标注点（圆形）为各国和地区宣布共存时点

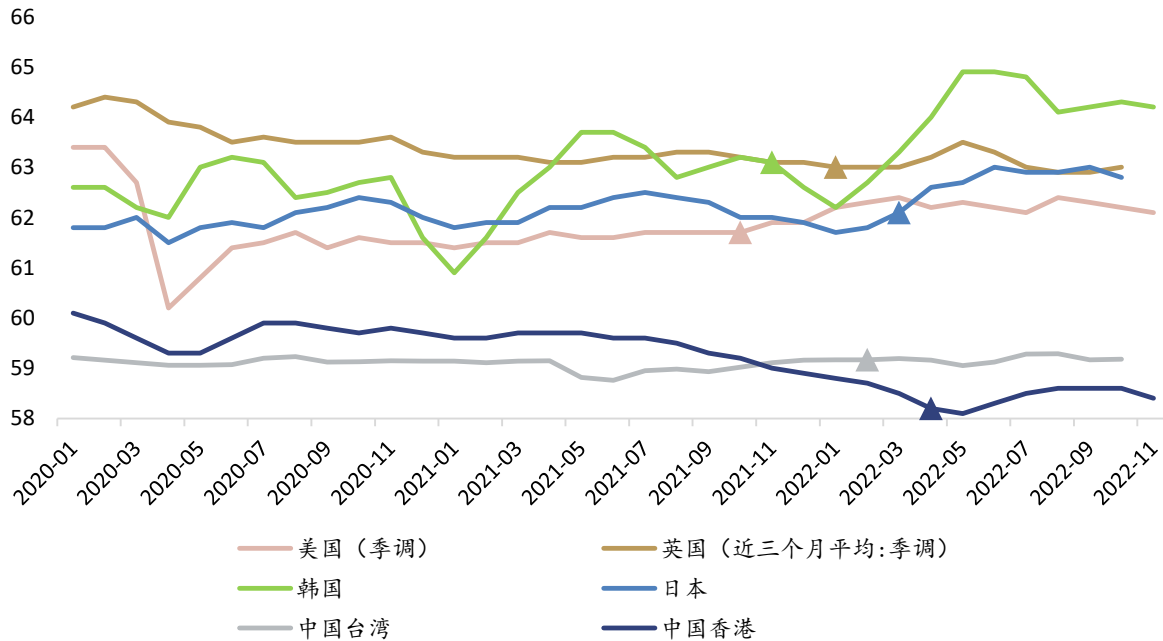
2

放松影响

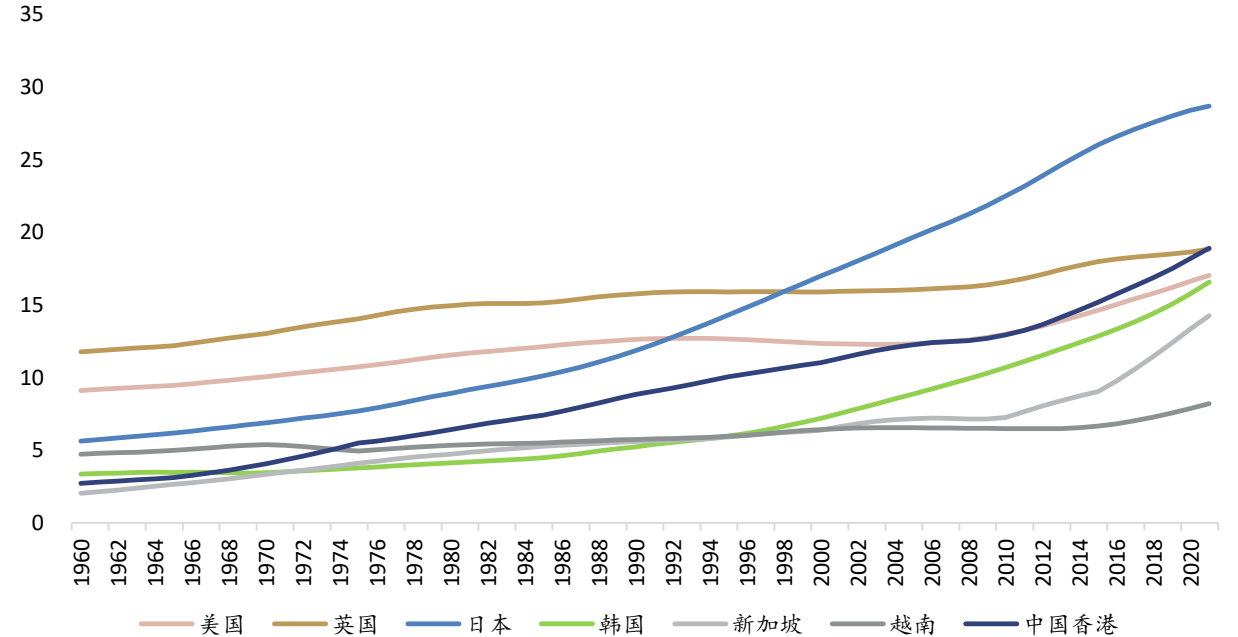
## 2.1、宣布共存后，劳动参与率基本回暖

- 宣布共存后，劳动参与率回升，但节奏不同。韩国、香港地区在政策转向共存后，劳动参与率先降后升；而日本、英国、美国在政策转向共存后，劳动参与率均有所回升，但未回到疫情前水平；中国台湾则表现不明显。总的来说，东亚国家和地区因为人口密度较高原因，不同轮次疫情冲击影响更大，也因此共存后，劳动参与率的回升情况更为明显。
- 人口老龄化问题不是关键。日本人口老龄化问题严重，但其劳动参与率的回升情况也较好。

全球各国和地区劳动参与率情况（%）



全球各国和地区65岁以上人口占比（%）

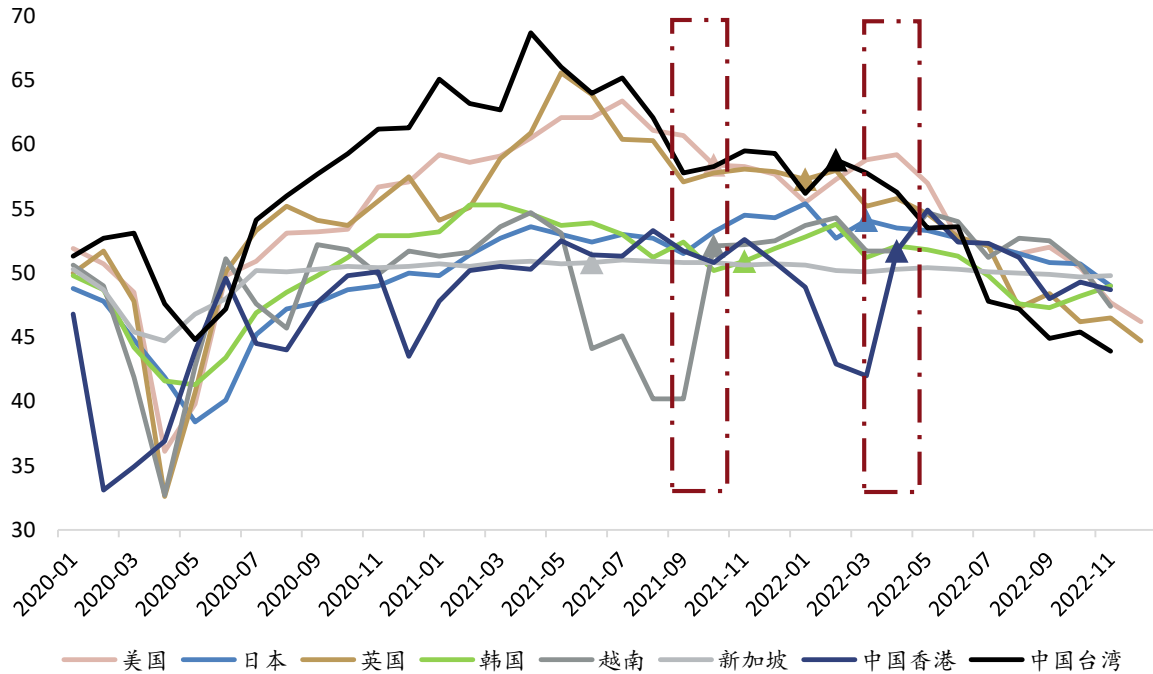


注：标注点（三角形）为各国和地区宣布共存时点

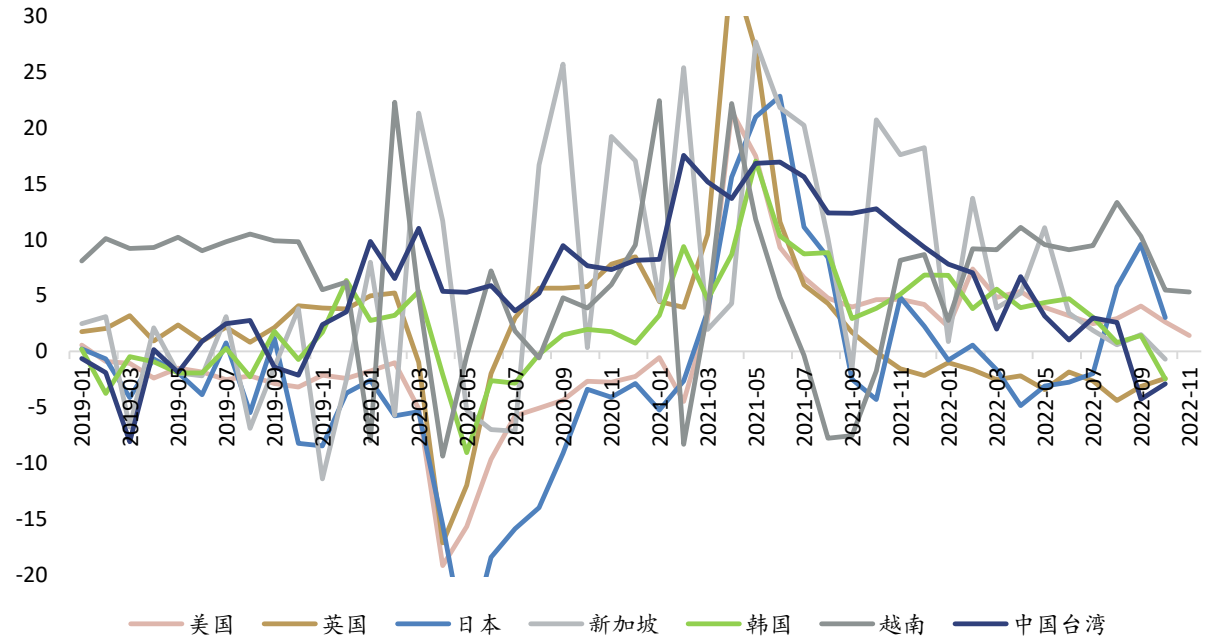
## 2.2、制造业PMI回升与共存前政策有关

- 制造业PMI的回升主要跟共存前的政策有关。欧美国家、日本、韩国等在政策转向共存后，PMI并未有明显的变化，而越南、中国香港及中国台湾因走向共存前基本采取了较为严格的封控措施，政策变化后PMI出现了明显的回升。
- 工业生产指数与PMI情况相似。但越南在宣布共存后工业生产指数快速攀升，更多的与上海疫情期间（4月）对我国的出口替代有关。
- 制造业回升是暂时性的。2022年三季度以来，各主要经济体PMI基本跌至荣枯线下方，且仍在继续下探，工业生产也在走弱。

全球各国和地区制造业PMI (%)



全球各国和地区工业生产指数同比 (%)

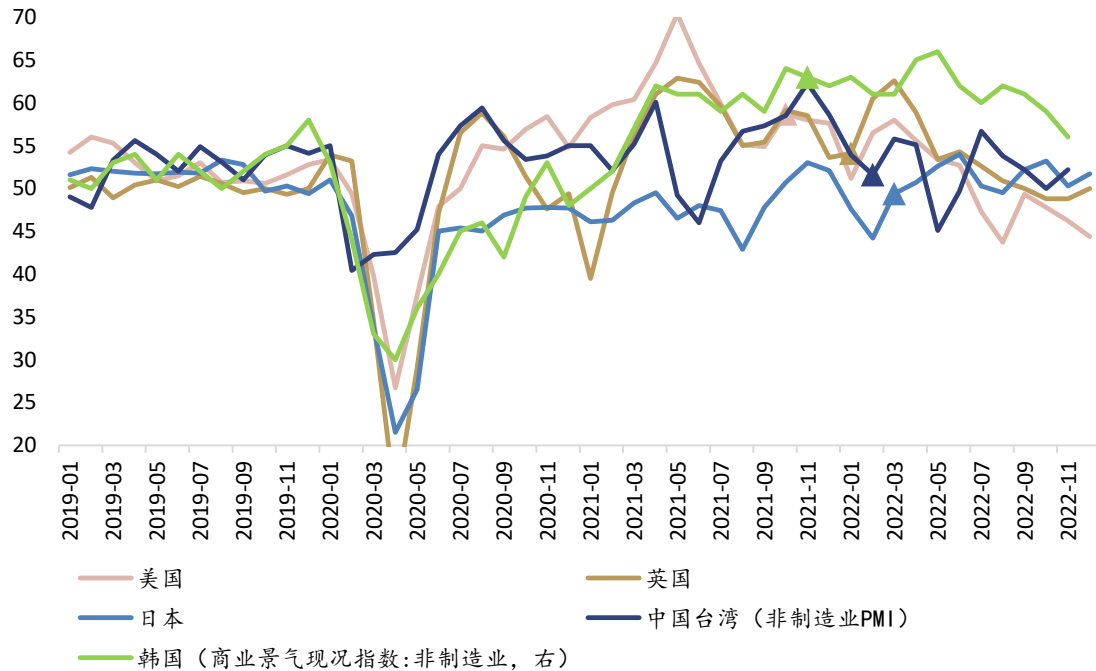


注：标注点（三角形）为各国和地区宣布共存时点

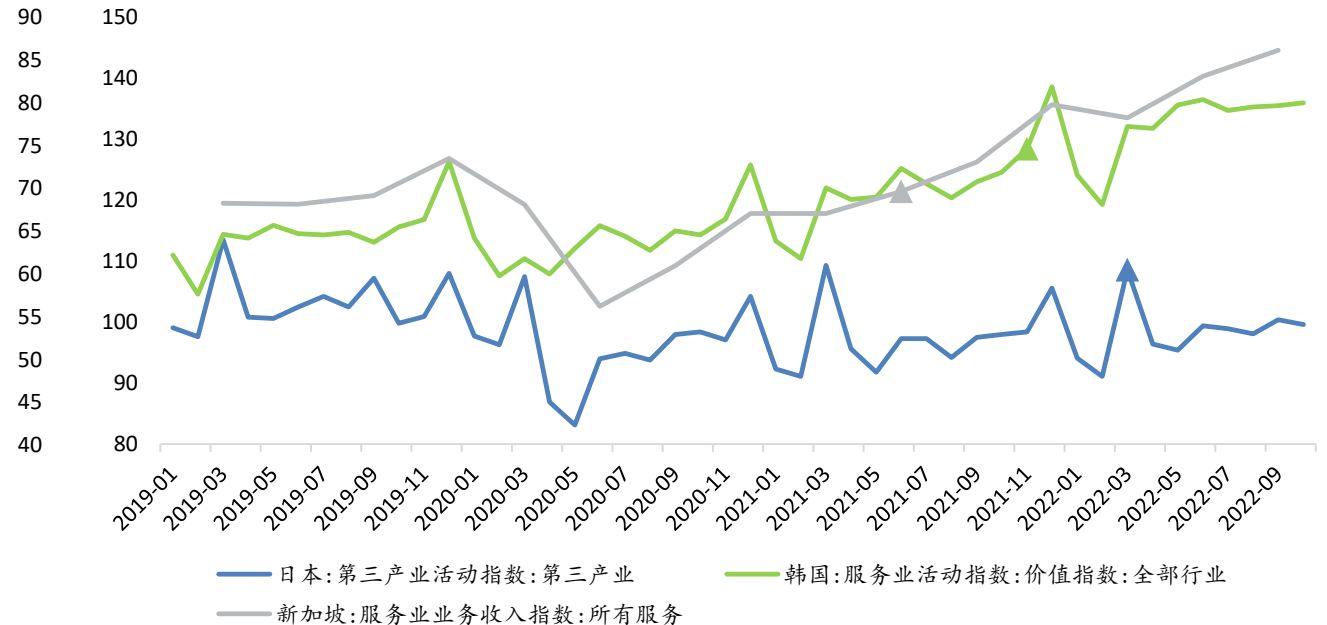
## 2.3、放松防控在一定程度上可以助推服务业的恢复

- 放松防控在一定程度上可以助推服务业的恢复。英国、日本及中国台湾地区在防疫放松当月或下月的时点都呈现出服务业逐渐修复的情况，主要体现为服务业PMI或非制造业商业景气指数的改善，一方面主要是受到2021年底至2022年初的冬季疫情的影响下挫之后而修复，另一方面是在民众逐渐接受共存现状之后，消费短期的修复，使得服务业PMI及活动指数的中枢逐渐抬升。

全球各国和地区服务业PMI (%)



全球各国和地区服务业指数 (%)

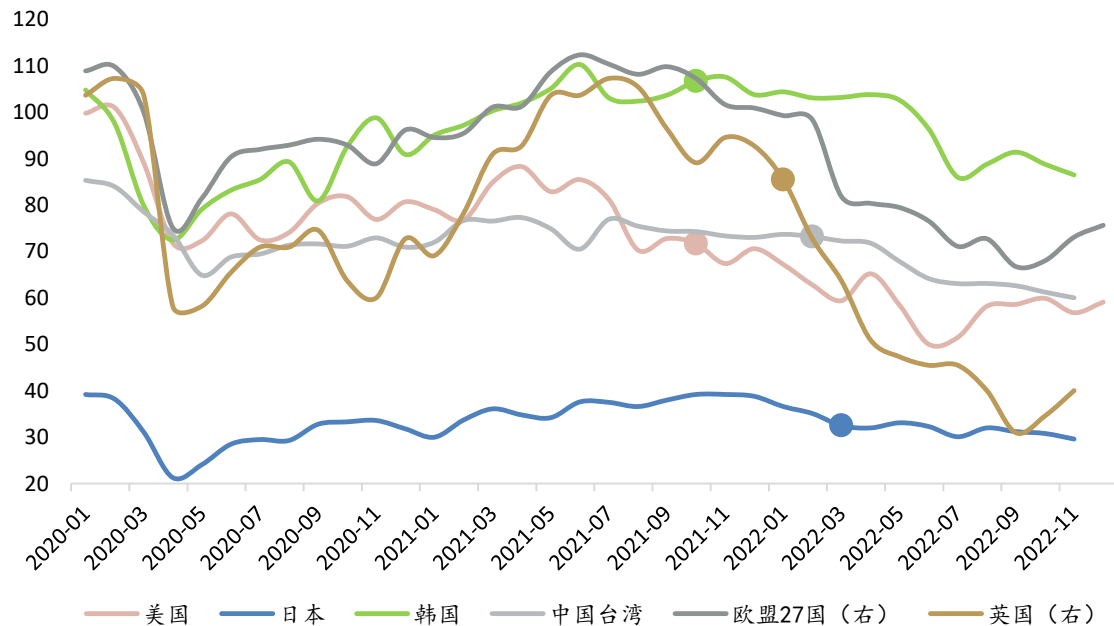


注：标注点（三角形）为各国和地区宣布共存时点

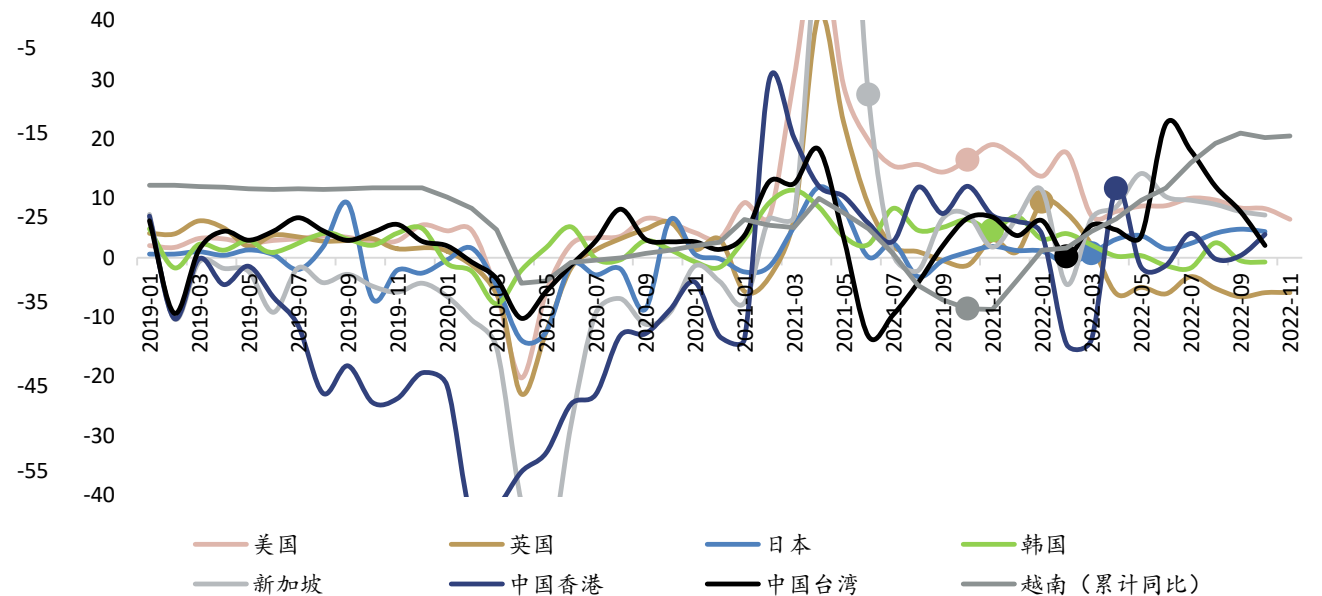
## 2.4、欧美转移支付过多影响信心，东亚消费者更有信心

- 由紧到松到放开，欧美消费者信心未修复，加速下降。欧美此前通过极大力度的转移支付提升消费意愿，但政策由紧到松后，居民消费信心及意愿反而加速下行，源自1) 转移支付的减少乃至取消、2) GDP增速放缓带来的居民收入下降、3) 国际环境波动及对未来衰退的预期。
- 由紧到松到放开，东亚各国及地区消费者信心稳中略降。与欧美不同的是东亚各国和地区此前未采用大额转移支付，政策由紧到松后消费者信心指数未出现大幅下跌的情况，但还是受到内外通胀压力、经济增速放缓及国际局势动荡的影响，消费者信心走低。
- 社零数据来看，差异明显。管控放松后（开始共存），欧美下行，东亚各国和地区先恢复（除韩国外），随后受通胀等因素影响再度下行。
- 年龄结构或能影响消费复苏的活力。年轻人在线下消费约束放开后，有着更强烈的意愿和活力去满足疫情期间积压的需求，越南及新加坡。

全球各国和地区消费者信心指数



全球各国和地区消费者社零同比（%）

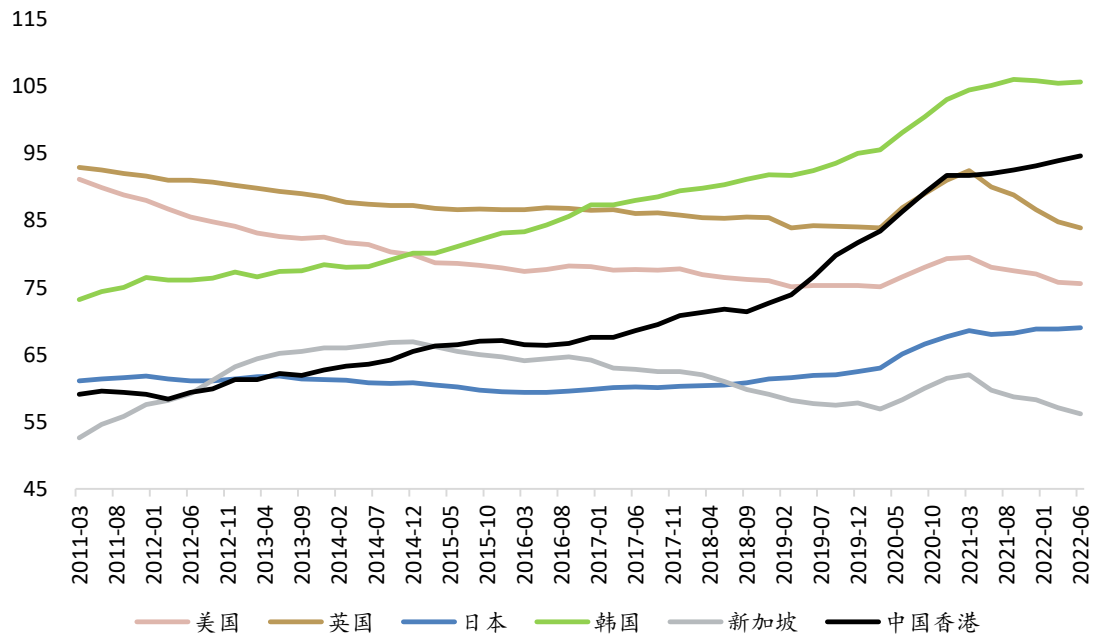


注：标注点（圆形）为各国和地区宣布共存时点

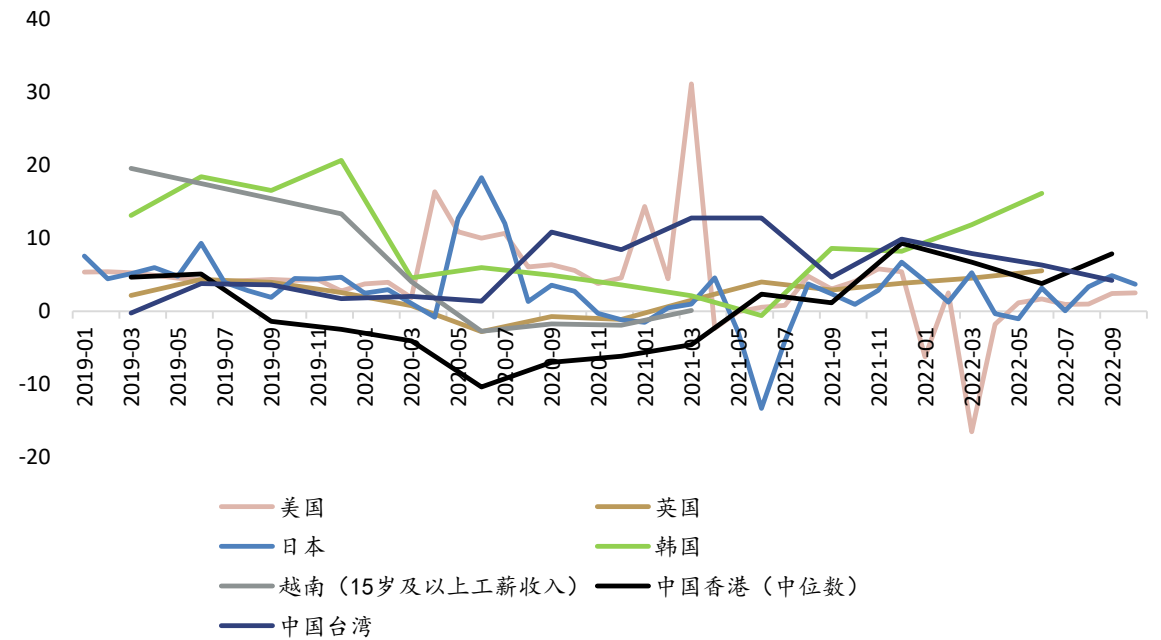
## 2.5、收入及居民部门杠杆率影响消费

- 政策转向后，各国居民可支配收入均有所恢复，但同比仍处较低水平。中国台湾的收入恢复情况较好，相比之下在放松管控之后其国内消费恢复情况最好，韩国虽然收入增速回升最快，但因其国内居民部门杠杆率已超过100%，消费能力及意愿均不强。
- 居民部门杠杆率是影响消费端恢复的另一重要因素。新加坡目前的居民部门杠杆率仅55%，其放松后国内的恢复情况及消费情况相对较好。

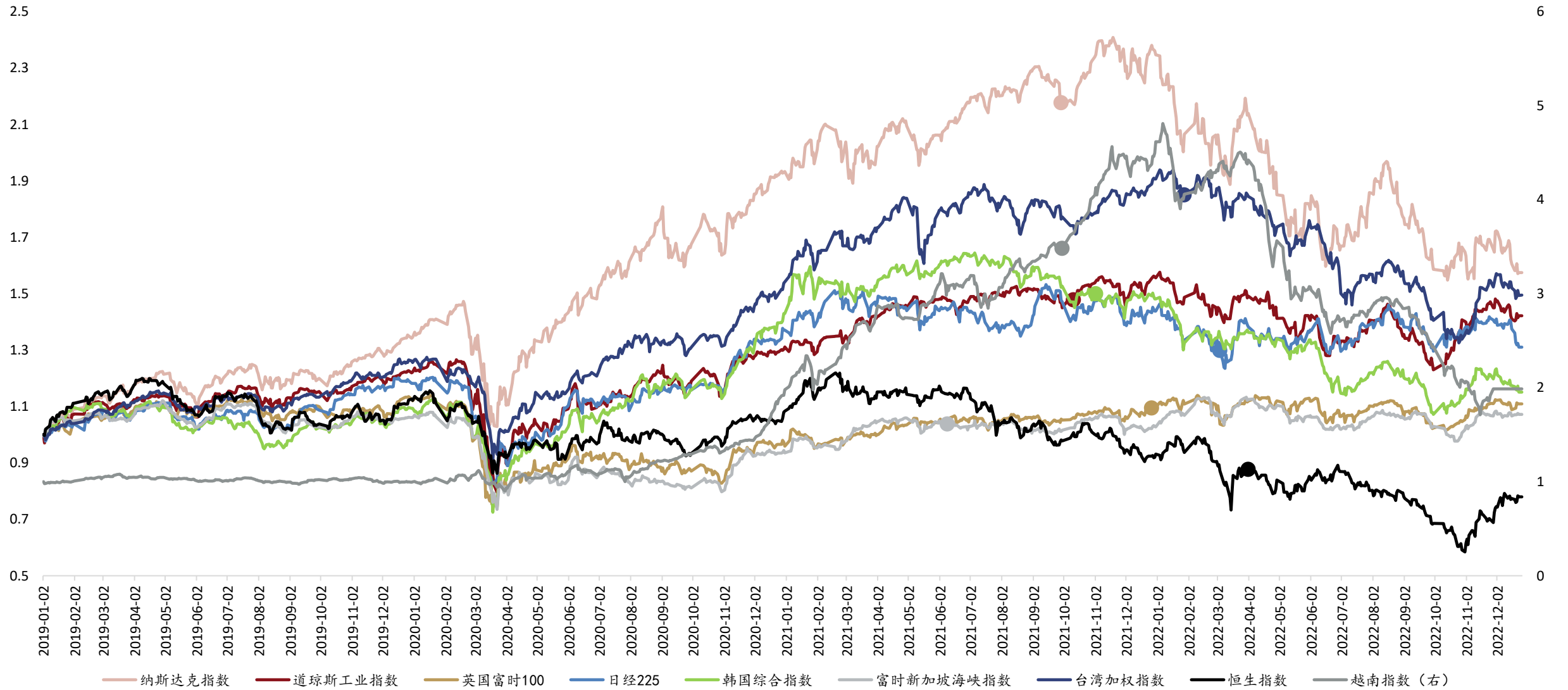
全球各国和地区居民部门杠杆率 (%)



全球各国和地区居民收入同比 (%)



## 2.6、2019年以来各国和地区主要指数走势



注：以2019年1月2日为基点，标注点（圆形）为各国和地区宣布共存时点。

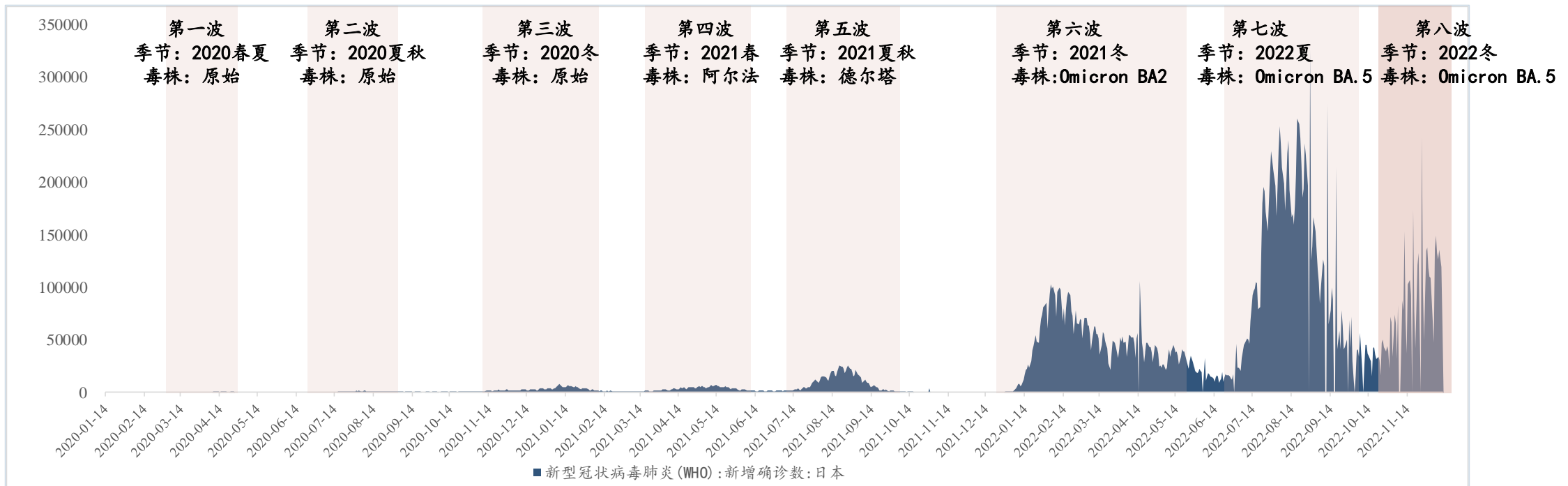
3

# 日本情况

## 3.1、疫情爆发至今经历八波感染潮

- 2020年3月至今日本共经历八次新冠疫情的感染高峰。从感染人数来看，随着防控与入境政策的放松，2022年的第6、7波中的单日与累计感染人数均为疫情爆发以来的新高，自7月份爆发后第七波感染人数连续九周为全球最高，8月19日的单日峰值超过26万人，随后感染病例数逐渐下降。而近期日本疫情再度爆发，12月11日单日新增病例突破11万。
- 2022年10月11日，日本政府宣布取消一系列为防疫而采取的边境管控措施，不仅包括取消单日入境人数限制外，同时在时隔约两年半后正式恢复免签和自由行。入境游全面放开后，日本12-14日的单日感染人数虽分别小幅回升至4.5、4.5与3.6万人，但整体处于相对可控状态。

日本新冠肺炎感染人数



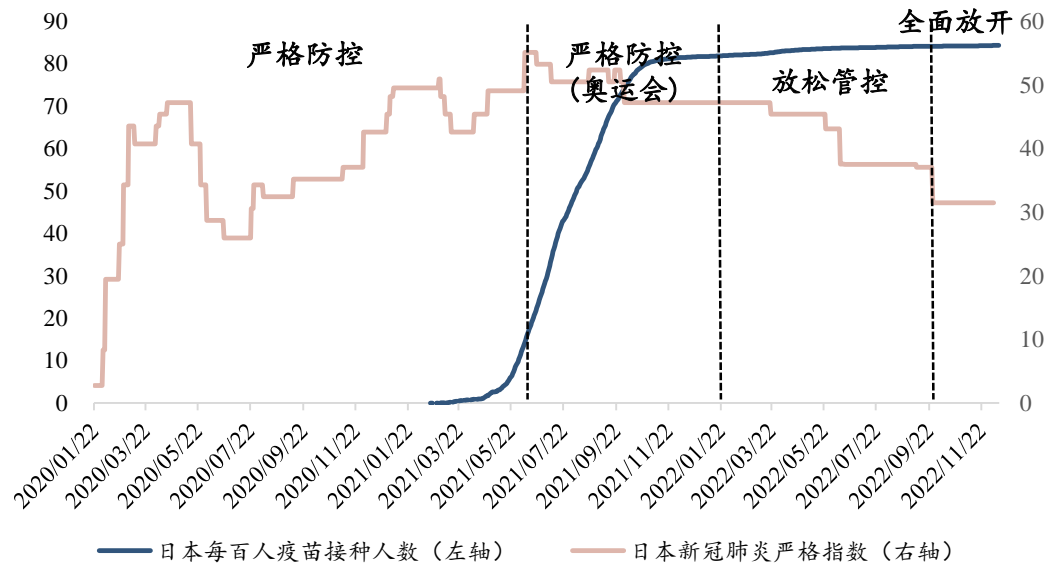
## 3. 2、高疫苗接种率+低死亡率形成后放开

- 日本在东京奥运会前后保持严格防控政策并加速疫苗接种进程，在东京奥运会结束之后快速放开。截至12月12日，日本每百人疫苗接种人数达到84人以上。
- 日本新冠死亡率在前五波疫情中高居不下，之后随着病毒向低致死率方向变异、治疗药物和疫苗的开发使用，虽然新增死亡病例远超前期，但死亡率开始下降并维持在0.2%左右。

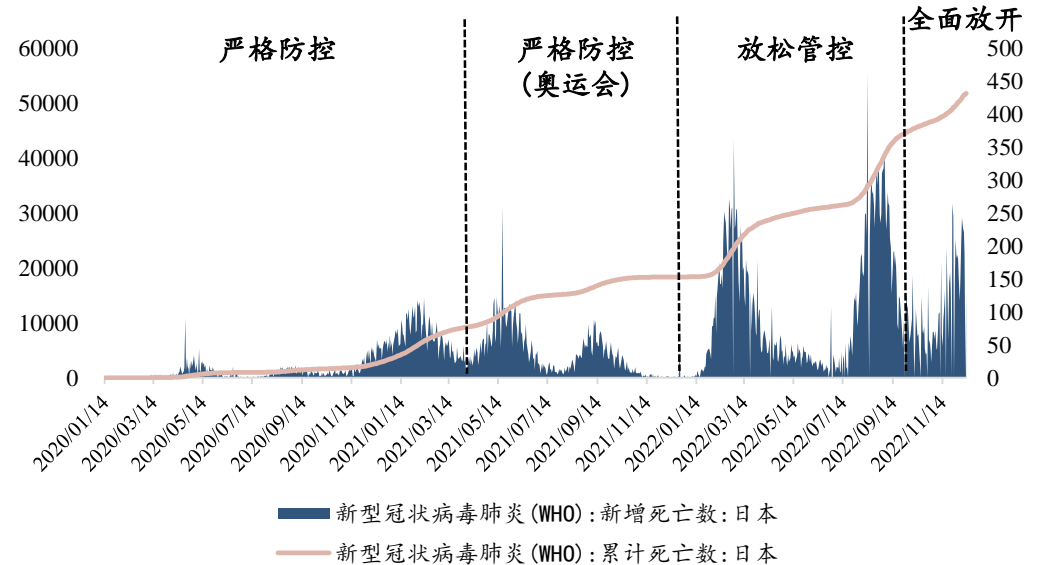
日本新冠肺炎死亡率（七天滚动平均）



日本疫苗接种与防控严格指数



日本新冠肺炎死亡数



### 3.3、防疫政策及放开时间线

- 日本防疫政策分为两类：1) 在重症人数飙升时的“紧急事态宣言”，一般包括全国停课、避免大型活动、餐饮店营业时间限制等；2) 在重症增长可控条件下的“蔓延防止”措施。可以看到2021年德尔塔毒株肆虐期间是疫情爆发以来日本封控力度最大的时期。
- **2022年10月防控措施全面解除，入境政策逐步放松：**随着近两波疫情的重症率显著下降，在今年3月21日解除迄今为止最后一条“蔓延防止”禁令后，日本的防疫力度进一步放松，虽在6月底遭受感染人数最高的“第7波”疫情的冲击，但对此并未有更多防控政策出台。同时自今年3月份起，入境政策逐步放松。

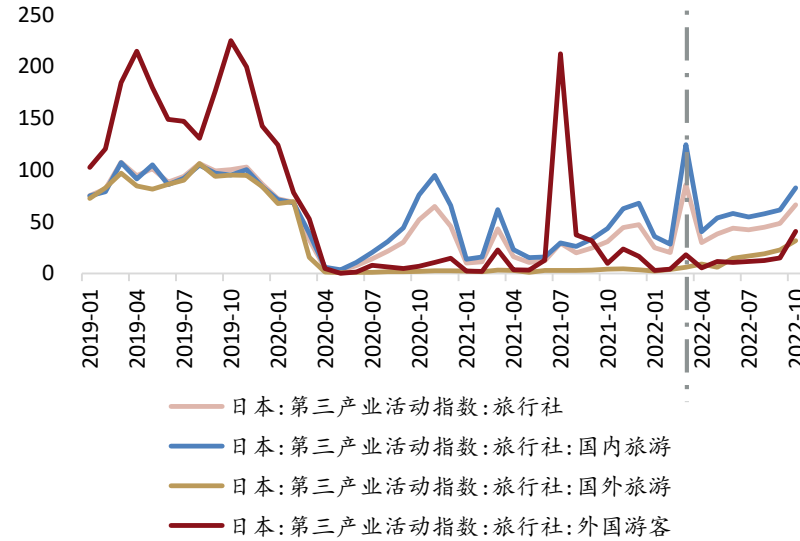
疫情后日本防疫措施及入境政策放开时间线

	开始时间	结束时间	持续时间	措施	内容
防疫措施	2020年4月7日	2020年5月25日	48天	紧急事态宣言	减少外出、停课、居家办公、餐饮营业时间缩短等
	2021年1月7日	2021年3月28日	70天	紧急事态宣言	减少外出、停课、居家办公、餐饮营业时间缩短等
	2021年4月12日	2021年4月24日	12天	防范蔓延措施	减少外出、餐饮营业时间缩短等
	2021年4月23日	2021年6月21日	59天	紧急事态宣言	减少外出、停课、居家办公、餐饮营业时间缩短等
	2021年6月21日	2021年7月11日	20天	防范蔓延措施	减少外出、餐饮营业时间缩短等
	2021年7月11日	2021年9月28日	79天	紧急事态宣言	减少外出、停课、居家办公、餐饮营业时间缩短等
	2022年1月7日	2022年3月17日	69天	防范蔓延措施	减少外出、餐饮营业时间缩短等
实施时间		主要内容			
入境放开时间点	2022年3月1日	2年后正式对留学生、商务人士、技能实习生等非以观光旅游为目的的外国人群体，每天入境人数上限从此前的3500人提升到7000人。			
	2022年4月1日	下调多个国家的风险等级，入境人数限制放宽至每日1万人。			
	2022年6月1日	入境人数上限提升至2万人。			
	2022年6月10日	以中美等98个国家和地区的游客为对象，6月10日开始办理允许入境的手续。对象为新冠疫情得到缓解、入境检测阳性率低的国家和地区。无论是否接种疫苗，入境时均不需要接受检测和停留观察。但要遵守严格的规定，包括访日外籍观光客须符合有导游陪同且参团。			
	2022年9月7日 2022年10月11日	允许来自所有国家和地区的非团体旅客入境，持疫苗接种证明即符合入境要求，每日允许入境的人数增加至5万人，全面放开入境防疫限制，取消5万人/每日的入境人数上限，包括来自欧盟和美等68个国家和地区的游客自10月11日起，凭借疫苗或核酸阴性证明可以免签证前往日本。			

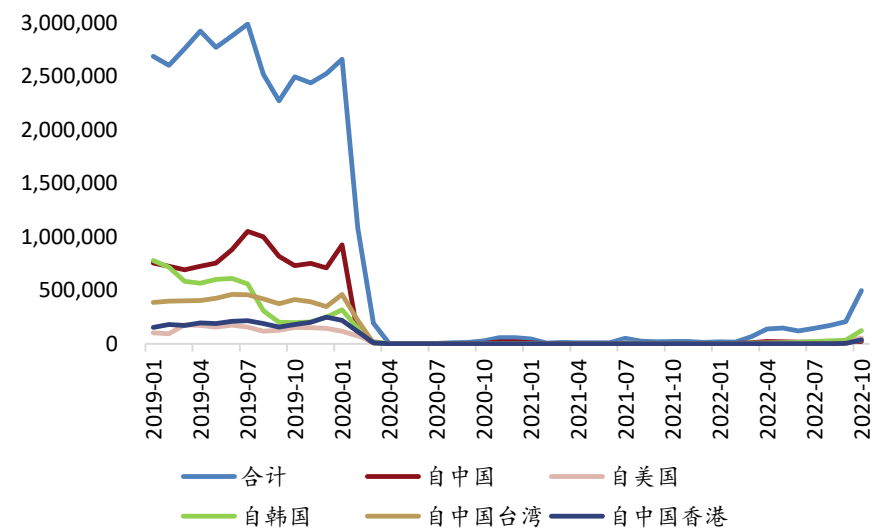
## 3.4、旅游出行逐渐恢复，但较疫情前仍有极大差距

- 出境恢复领先，入境恢复稍缓。2022年10月，日本出境/入境旅客人次分别为34.96/49.9万人，分别恢复至2019年同期的21.02%/19.97%。
- 放松防控后，旅游出行逐渐恢复，但入境旅客数量仍处绝对低位，较疫情前仍有极大差距。日本在2022年3月开始转向共存，随着其防控措施的放开，当月旅游出行迎来快速的回升，且国内游复苏力度更强，但随着感染人数的增加，旅游出行人数又在4月出现了明显的回落，随后逐渐恢复，而日本是在2022年10月完全放开入境限制的，不再要求非阳性旅客隔离或居家，对于入境旅客的抬升作用还是比较明显的。

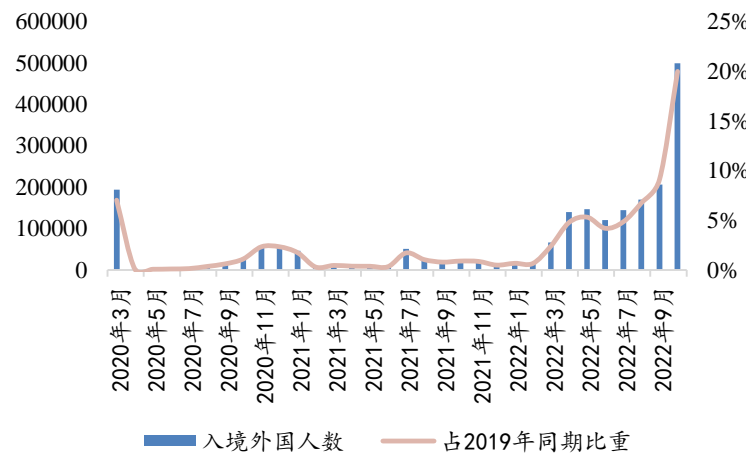
日本境内游情况



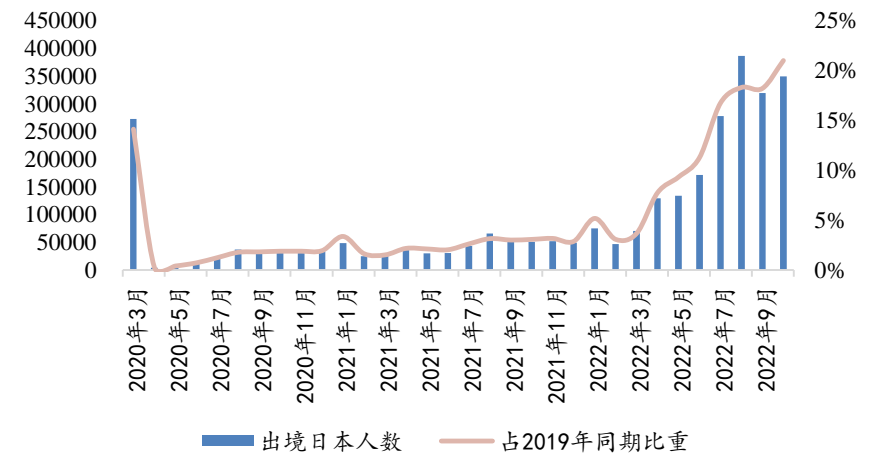
日本入境旅客情况 (人)



日本入境外国人数恢复情况(%, 人)



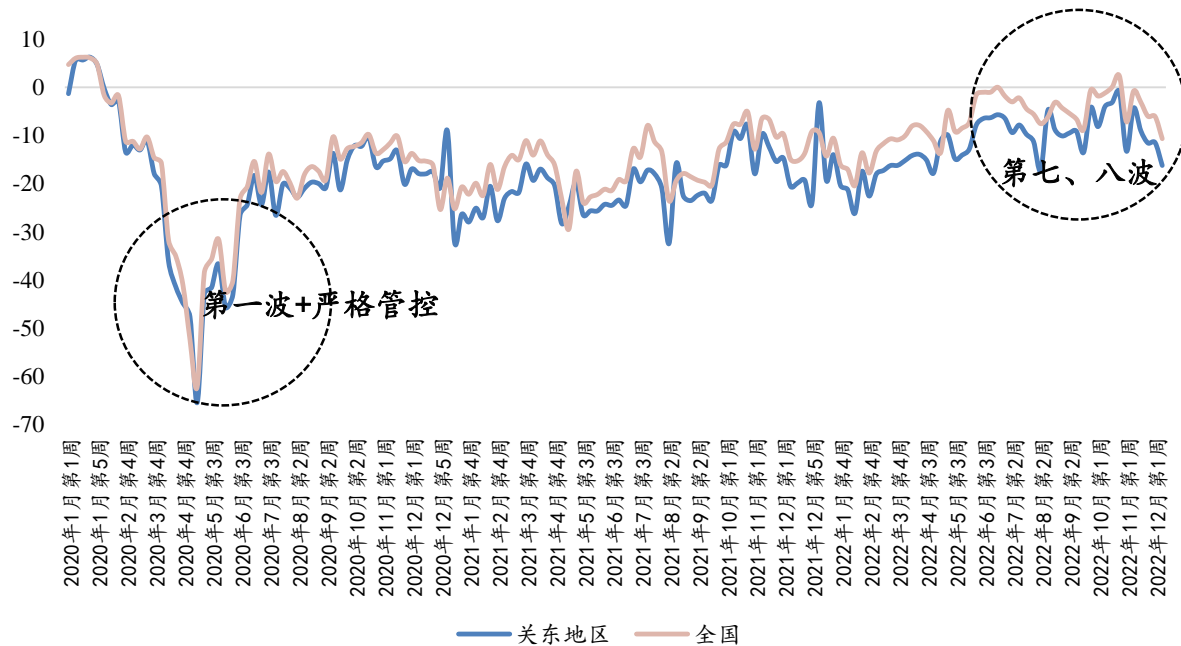
日本出境人数恢复情况(%, 人)



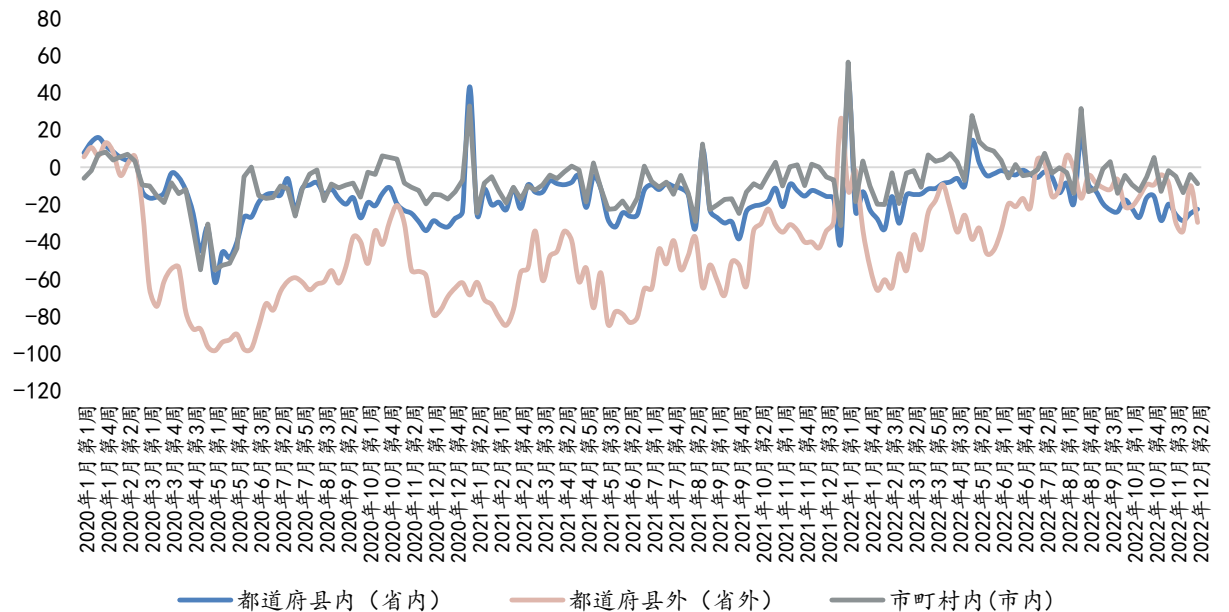
## 3.5、日本国内出行在短暂冲击后逐渐修复

- 以日本全国和较为繁华的关东地区为例，日本疫情期间整体人流量恢复呈现以下规律：2020年首波疫情和严格防控期间，出行人数受到大幅影响，2020年5月最低时点较2019年同期下降60%以上。而日本随后的2-6波疫情集中爆发对民众出行的冲击持续减弱，在最近感染数最为严峻的第7波和第8波疫情中，外出情况已与2019年同期相差不大。
- 另外从跨省人数来看，以札幌为观测点，疫情后日本民众出行人数呈现短途（市町村内）>中途（都道府县内）>长途趋势（都道府县外）。但随防控政策放松，各距离出行恢复情况逐渐收敛，中长途出行修复。

日本出行情况（较2019年同期比）



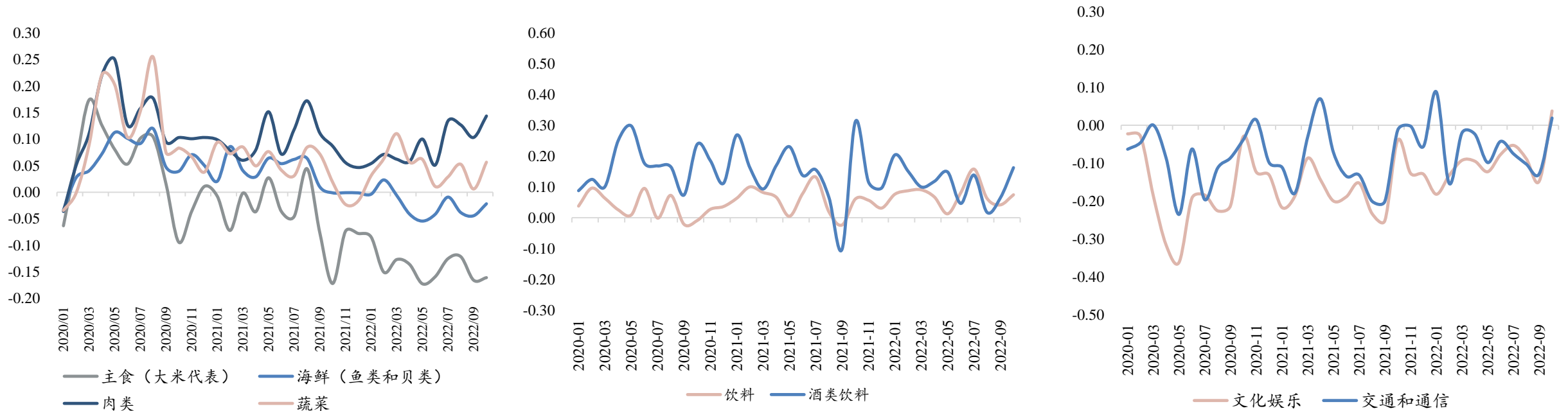
图：跨省人流恢复规律（以札幌为观测点）



## 3. 6、可选消费品增速高于必选品

- 疫情封控前期必选品类消费增速较高，原因是居家场景较多推动家庭食品（主食、海鲜、肉类、蔬菜等）购买与囤积需求，随后疫情防控放松后随着外食场景的逐渐恢复，必选食品类支出明显回落。
- 酒类饮料、调味料等消费食品需求维持稳定。
- 可选品类随着外出场景的恢复交通出行支出、文化娱乐支出迎来明显的回暖。

日本两人及以上家庭消费支出类型：较2019年同期增长率（%）



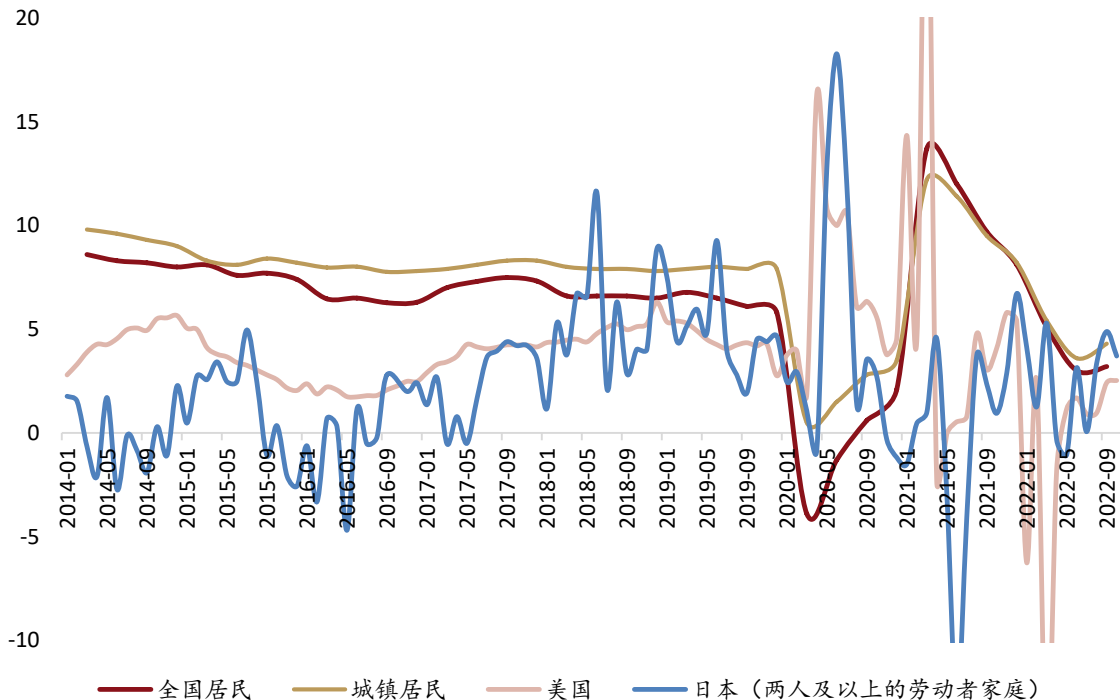
4

国内判断

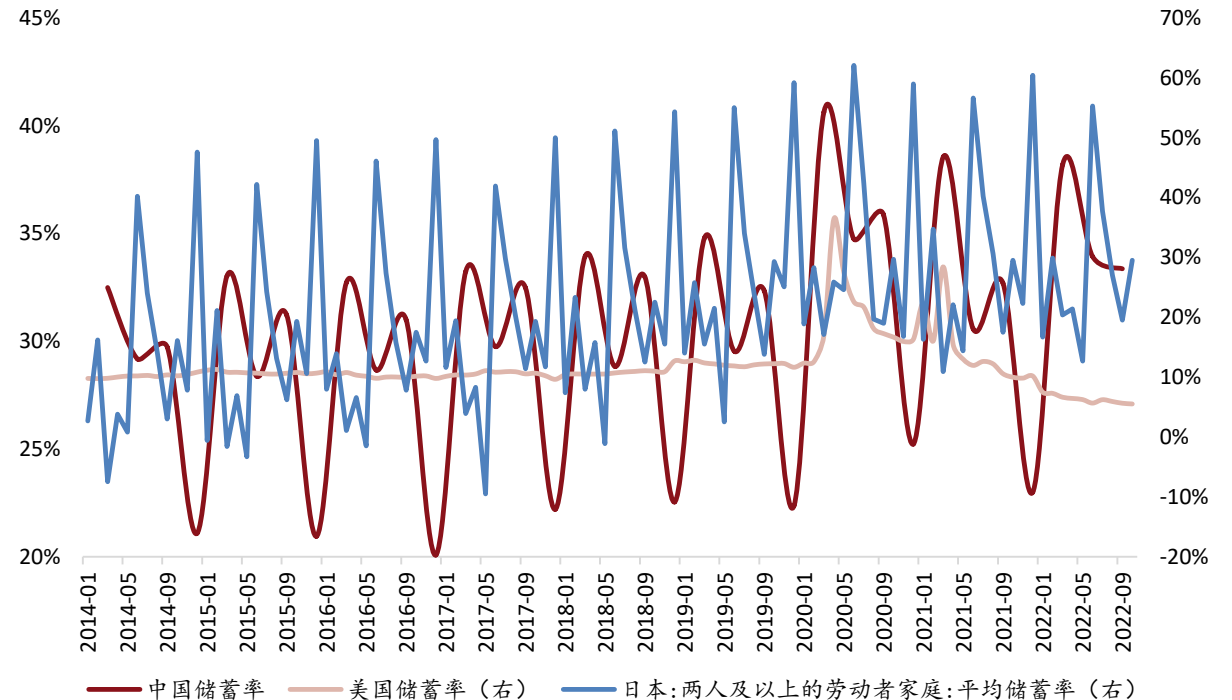
## 4.1、国内的超额储蓄及收入增长修复预期助力消费回暖

- 防疫政策转向共存后，消费将成为明年经济增长的重要支撑。
- 居民的消费能力源于两方面，超额储蓄以及收入。可以看到，我国的储蓄率明显高于美国及日本，目前在35%左右，居民对未来不确定性的担忧，也导致了储蓄率中枢的不断上移。美国在受疫情影响期间，也存在超额储蓄的现象，但随着放松管控之后，其储蓄率持续下降至目前仅仅5.5%的水平，从这个角度我们有一定优势，此外随着经济增速趋于正常，居民收入也将增加。

人均可支配收入同比 (%)



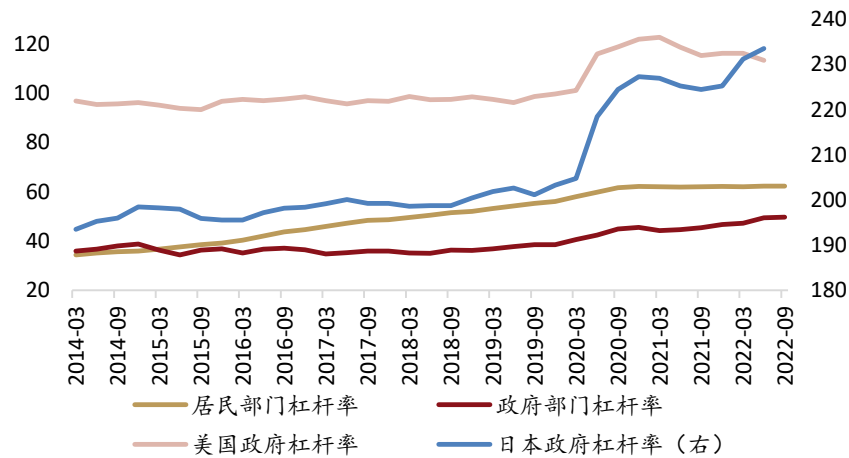
储蓄率 (%)



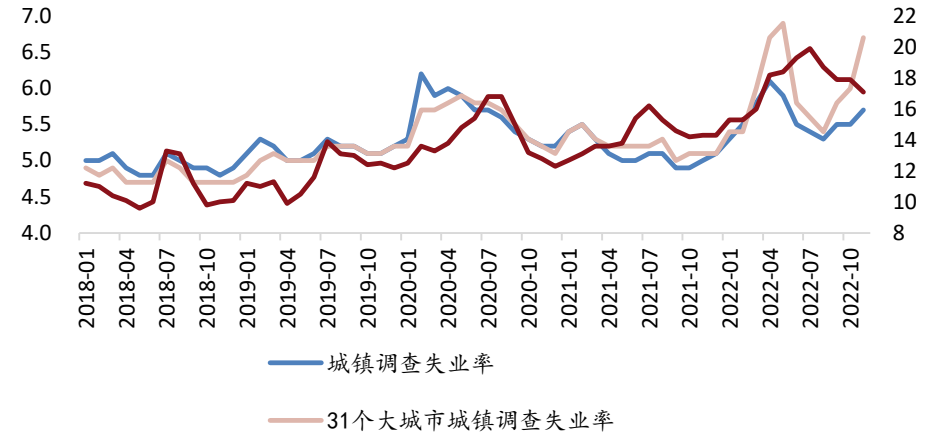
## 4.2、消费者信心的修复要依靠经济增长及政府刺激

- 海外视角分析，放松管控后消费者信心修复仍是关键。目前我国消费者信心仍处在低位，失业率亦处于较高水平，这一切的修复主要还是要依靠经济增长。
- 政府部门杠杆率有一定空间，转移支付或是选择。我国的政府部门杠杆率较美国、日本来说明显偏低，未来可通过发放消费券等方式刺激和重塑消费者信心。
- 我国的年龄结构更为年轻化，未来消费复苏活力更强。经历疫情冲击，老龄人口对于线下消费场景的参与更谨慎。

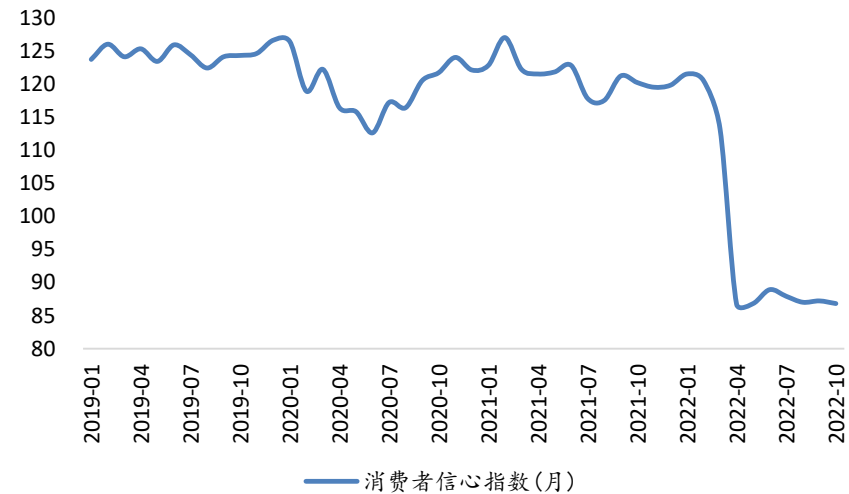
居民及政府部门杠杆率 (%)



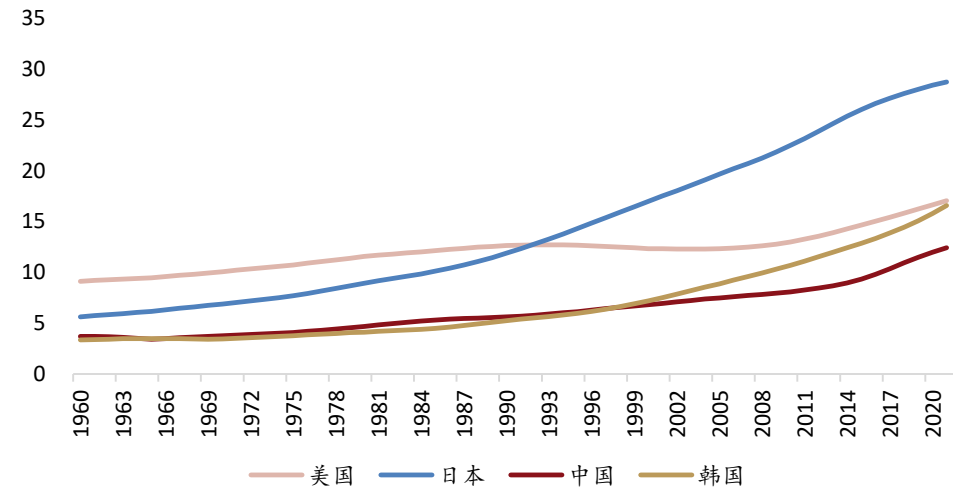
失业率在攀升 (%)



消费者信心指数



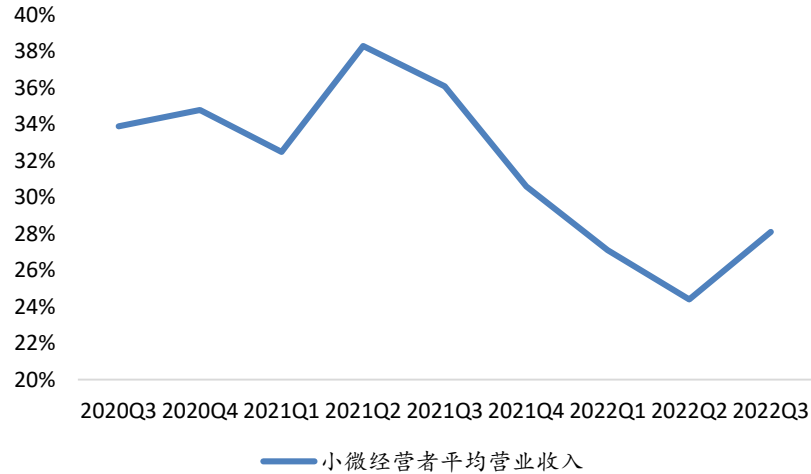
各国65岁以上人口占比 (%)



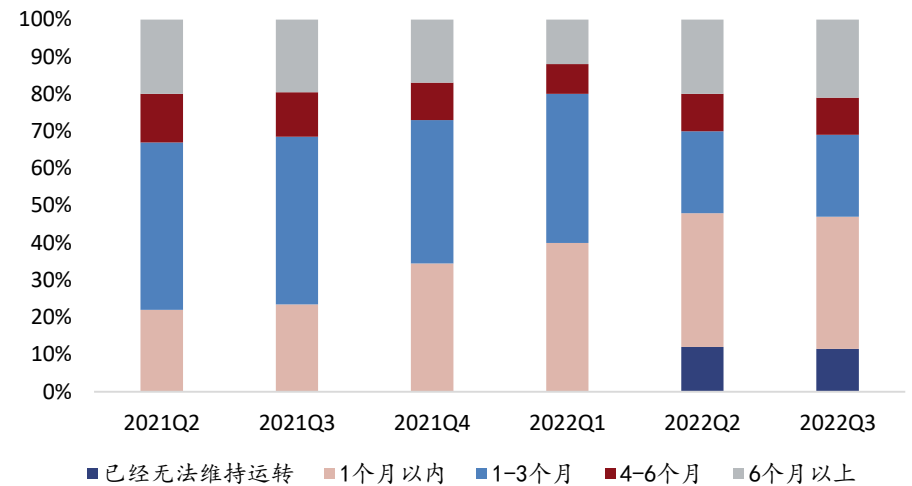
## 4.3、出口压力较大，疫情及地产链好转

- 当前疫情及地产拖累国内经济，政策组合拳之下明年带动经济走向短周期拐点。2022年经济疲弱主要源自疫情所带来的系统性压力及地产第一轮出清带来的影响，政策已经应出尽出，未来可预期出现好转。
- 出口回落压力加大。11月出口同比负值扩大，出现“衰退式顺差”，欧美日等主要贸易对象需求大幅走弱是主要原因，在海外政策紧缩及高通胀背景下，外需面临继续下行的压力。

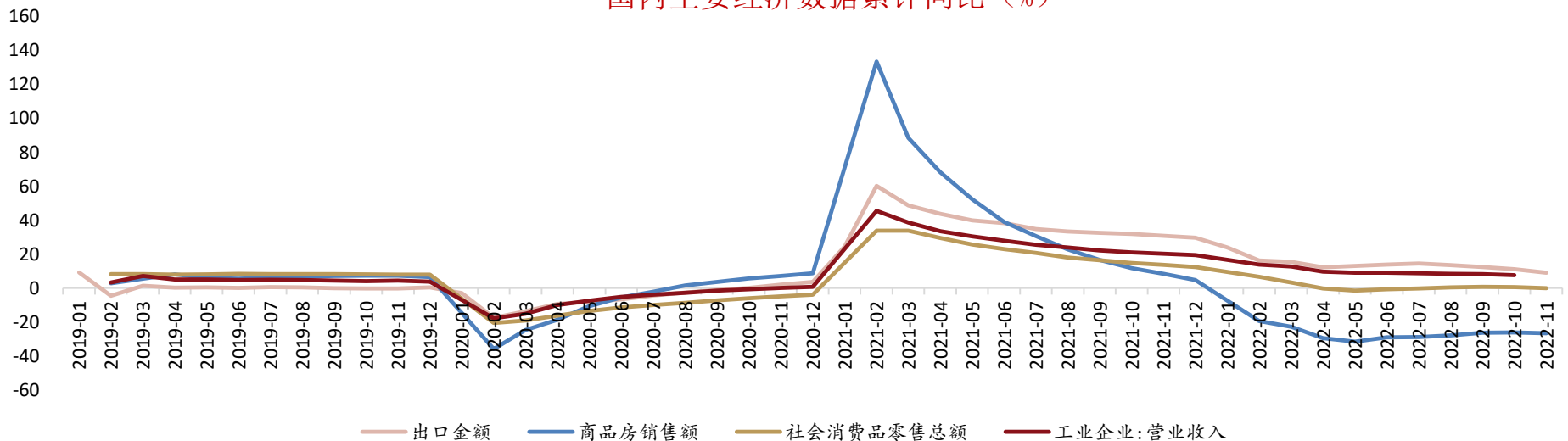
小微经营者平均营业收入（%）



小微企业现金流可维持时间（%）



国内主要经济数据累计同比（%）





浙商期货  
ZHESHANG FUTURES

## 免责声明

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

[www.cnzsqh.com](http://www.cnzsqh.com)

THANK YOU

