

相关研究

《兔年春节：错峰“返乡”，集中“返城”》
2023.01.27

《扩消费：可以从哪些角度入手？——
2023年消费研究系列一》2023.01.18

《中国居民的“超额储蓄”测算：到底有多少？——居民财富“迁徙”研究一》
2023.01.13

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

联系人:李林芷

Tel:(021)23219674

Email:llz13859@haitong.com

消费的“疤痕”：修复多少？ ——2023年消费研究系列二

投资要点：

- 我们基于海外经济体的经验，从总量和结构来分析消费修复的高度，以及可能影响消费修复高度的因素。
- 从海外情况来看，在消费修复近半年后，疫情造成的“疤痕”仍未消退。2022年一季度开始，主要经济体基本都完成了防疫政策的优化调整，消费先后进入复苏通道。但截至2022年三季度，仅有美国的消费恢复至疫情前的增长水平。相对而言，欧美国家的消费修复水平较高，而亚洲地区的消费修复程度相对偏低，仅修复至无疫情情形下的九成左右。
- 居民收入和超额储蓄是影响消费修复高度的最主要因素。疫后消费修复高度的差异，受到居民收入、超额储蓄规模和结构、政府的财政补贴、以及居民的未来预期等因素影响。超额储蓄的结构不同，对消费的提振作用也有明显差异。如果超额储蓄的来源是“超额”补贴，那么超额储蓄更多集中在低收入群体中，提振消费的效果更强。如果超额储蓄更多来源于“减少”开支，那么超额储蓄集中在高收入群体中，对消费总量的刺激相对有限。
- 从消费大类来看，耐用品修复偏慢，但由于本身受疫情影响较小，当前基本都已修复至无疫情情形下的水平。而服务消费由于弹性较大，修复斜率高，则最终修复的高度偏低。从细分品类来看，在疫情影响消退后，餐饮住宿、旅游等服务消费，商品消费中的纺织服装等出行相关品类弹性较大、修复较快，而其他商品消费并没有出现明显改善趋势。不过，从修复程度来看，服务消费的最终修复高度较商品消费要低一些。

目 录

1. 海外的消费：普遍有“疤痕”.....	5
2. 修复高度看什么？收入和储蓄	7
3. 哪些改善多？哪些结构机会？	11

图目录

图 1	欧美发达国家和地区消费走势 (%)	5
图 2	亚太发达国家和地区消费走势 (%)	6
图 3	发展中国家和地区消费走势 (%)	6
图 4	当前各地区消费修复程度 (2022 年三季度, %)	6
图 5	主要经济体实际个人可支配收入指数 (与趋势项的差异, %)	7
图 6	主要经济体名义个人可支配收入指数 (与趋势项的差异, %)	7
图 7	部分经济体家庭“超额”净储蓄率 (%)	8
图 8	美国超额储蓄累计值的分解 (万亿美元, 自 2020 年 1 月起累计)	8
图 9	日本家庭超额储蓄累计值分解 (万亿日元, 自 2020Q1 起累计)	9
图 10	美国不同收入人群超额储蓄来源分解 (十亿美元)	9
图 11	日本不同家庭收入水平的家庭月均支出 (2019 年=100)	9
图 12	美国不同年度收入水平家庭的消费倾向 (%)	10
图 13	人口流动增加 10%, 消费增长比例 (%)	10
图 14	财政支出越多的经济体, 消费修复更高	10
图 15	消费者信心: 预期指数 (%)	11
图 16	美国个人消费支出 (与趋势项的差异, %)	11
图 17	英国家庭消费支出 (与趋势项的差异, %)	11
图 18	日本私人消费支出 (与趋势项的差异, %)	12
图 19	韩国私人消费支出 (与趋势项的差异, %)	12
图 20	中国香港私人消费支出 (与趋势项的差异, %)	12
图 21	南非私人消费支出 (与趋势项的差异, %)	12
图 22	中国香港零售销售量指数 (与趋势项的差异, %)	12
图 23	新加坡实际零售销售指数 (与趋势项的差异, %)	12
图 24	韩国实际零售销售指数 (与趋势项的差异, %)	13
图 25	南非实际零售销售指数 (与趋势项的差异, %)	13
图 26	中国香港零售销售量指数 (与趋势项的差异, %)	13
图 27	新加坡实际零售销售指数 (与趋势项的差异, %)	13
图 28	韩国实际零售销售指数 (与趋势项的差异, %)	13
图 29	巴西零售贸易量指数 (与趋势项的差异, %)	13
图 30	中国香港零售销售量指数 (与趋势项的差异, %)	14

图 31	新加坡实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）	14
图 32	日本消费趋势指数（与趋势项的差异，%）	14
图 33	韩国实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）	14
图 34	巴西零售贸易量指数（与趋势项的差异，%）	14
图 35	南非实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）	14
图 36	中国香港零售销售量指数（与趋势项的差异，%）	15
图 37	新加坡实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）	15
图 38	日本消费趋势指数（与趋势项的差异，%）	15
图 39	韩国实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）	15
图 40	巴西零售贸易量指数（与趋势项的差异，%）	15
图 41	南非实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）	15
图 42	中国香港餐厅收入物量指数（与趋势项的差异，%）	16
图 43	新加坡餐饮服务指数（与趋势项的差异，%）	16
图 44	日本家庭外出就餐（与趋势项的差异，%）	16
图 45	韩国服务行业活动物量指数：餐饮（与趋势项的差异，%）	16
图 46	中国台湾省内景点游客数量（与趋势项的差异，%）	16
图 47	日本家庭经济调查开支数据（与趋势项的差异，%）	16
图 48	韩国境外旅行情况（与趋势项的差异，%）	17
图 49	巴西旅游支出总额（与趋势项的差异，%）	17

在我们的报告《疫后“春运”：快速修复——海通宏观高频指标跟踪》中指出，2022年12月下旬，我国疫情最高点、人口流动最低点、经济增长最低点应该已经过去，如果不再出现重症率和死亡率更高的变异株，疫后消费的修复或将持续。那么我们当前关注的重点，就需要转移到消费最终会修复多少。我们依旧基于海外经济体的经验，从总量和结构来分析消费修复的高度，以及可能影响消费修复高度的因素。

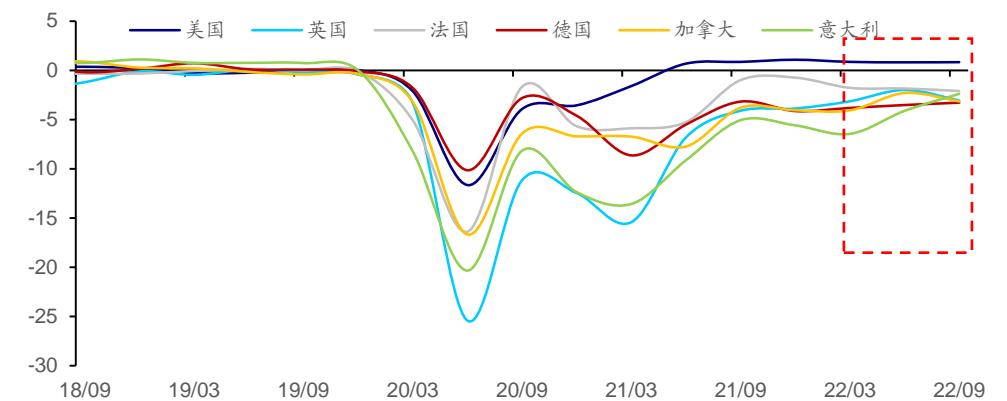
1. 海外的消费：普遍有“疤痕”

消费修复的高度如何衡量？我们发现，如果直接将当前消费水平与2019年做对比，可能存在一定偏误。这是因为各国消费增长趋势在疫情前就存在差异，有的自身处于消费高增的阶段，有的则是消费衰退的阶段。所以，我们在衡量消费修复程度的时候，是将当前消费水平，与无疫情假设下的消费增长趋势进行比较。我们基于2015-2019年的历史数据，使用指数平滑的方法，推算出没有疫情影响的消费趋势。而消费的实际值，与无疫情假设下的模拟值之间的差异，就是我们最终使用的消费走势变量。我们对17个国家和地区的消费数据进行了处理，发现这一消费走势变量，能够比较准确地刻画疫情对消费的影响。

从2022年一季度开始，各个国家和地区基本都完成了防疫政策的优化调整，消费先后进入复苏通道。从我们观测的17个经济体的数据来看，2022年一季度，大部分地区的防疫政策优化调整，迎来第一轮Omicron疫情，对消费形成一个季度的短期冲击。在此之后，防疫政策放松的趋势一般不再反转，所以即使再出现新一轮的疫情，也没有对消费形成明显干扰，消费进入修复轨道。唯一的例外是中国台湾地区，其第一轮Omicron疫情发生较晚，所以从2022年二季度才开始消费修复。

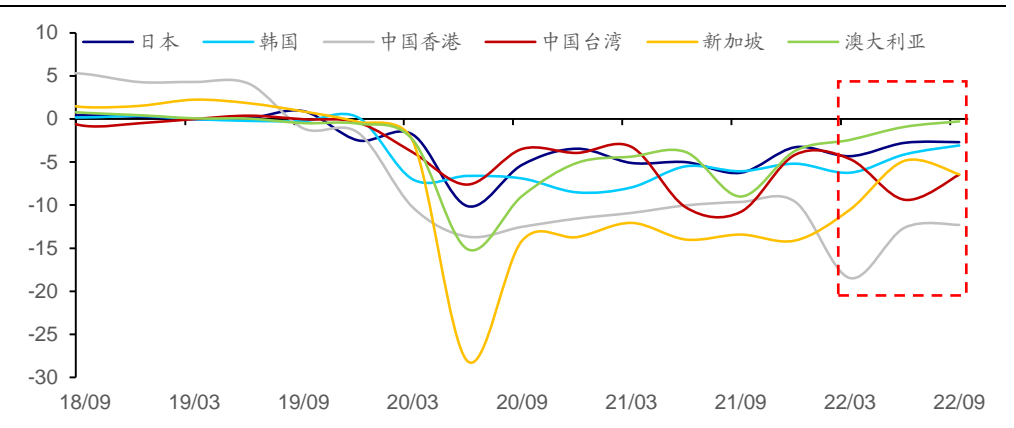
但是，即使在消费修复近半年后，疫情造成的“疤痕”仍普遍存在。截至2022年三季度，主要经济体的消费均经历了半年以上的修复期，但是与无疫情假设的消费趋势相比，仍有不小的差异。在我们分析的17个经济体中，仅有美国消费恢复至疫情前的增长水平，疫情造成的影响已经基本消退。而其他大部分国家和地区的消费，仍未回到疫情之前的增长轨道，这说明了疫情对消费带来的冲击或将持续相对较长的一段时间。

图1 欧美发达国家和地区消费走势（%）



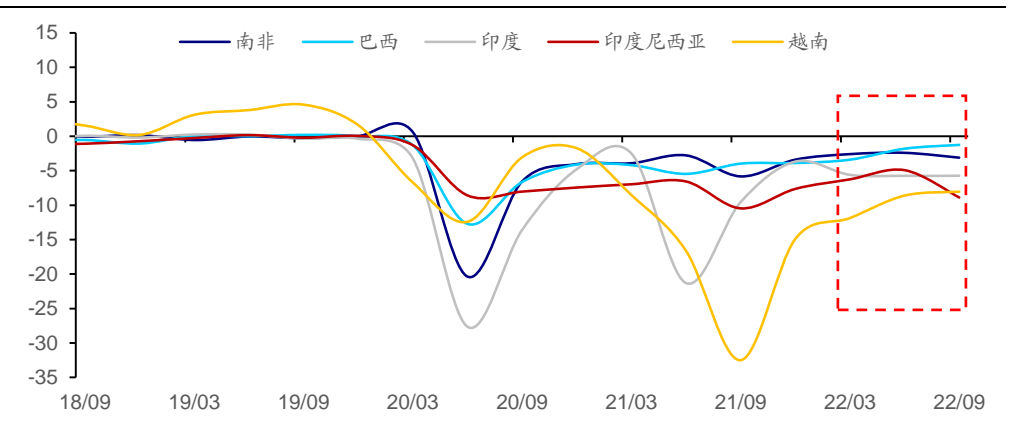
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图2 亚太发达国家和地区消费走势 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

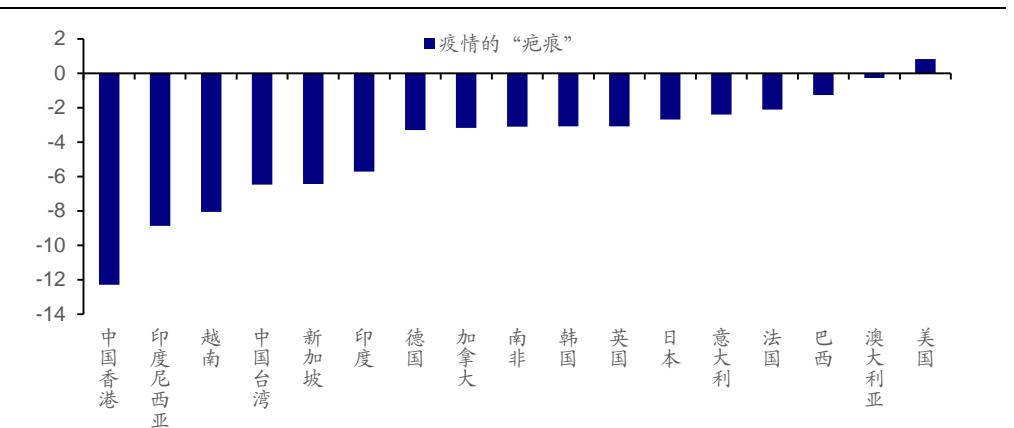
图3 发展中国家和地区消费走势 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

其中，我们发现欧美地区的消费“疤痕”要明显小于亚洲地区。在消费修复两个季度后，所有国家和地区中，中国香港地区的疫情修复程度最低，仅修复至无疫情模拟值的88%左右，其他修复水平较低的经济体还包括印尼、越南、中国台湾、新加坡、印度等，均属于亚洲区域，这些经济体的消费修复到无疫情情形下的90%左右。相对而言，欧美国家的消费修复水平更高，除了美国之外，澳大利亚的消费也已经修复至无疫情模拟值的99%，巴西、法国、意大利、英国等也已经修复到无疫情情形的95%以上。

图4 当前各地区消费修复程度 (2022年三季度, %)



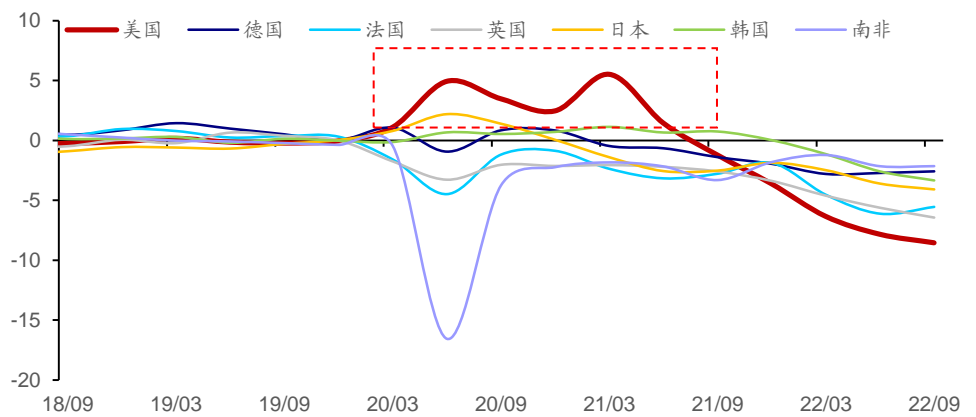
资料来源：CEIC，海通证券研究所

2. 修复高度看什么？收入和储蓄

各个经济体疫后消费修复的高度不同，影响的原因很多。其中最主要原因之一，就是居民的收入。我们分析了自疫情初期以来，部分主要经济体居民收入的变化。可以发现，在疫情的前两年（2020-2021年），无论是名义值还是实际值，大部分经济体的居民收入受到明显冲击，尤其是作为发展中经济体的南非，其居民收入一度仅有趋势值的85%左右。

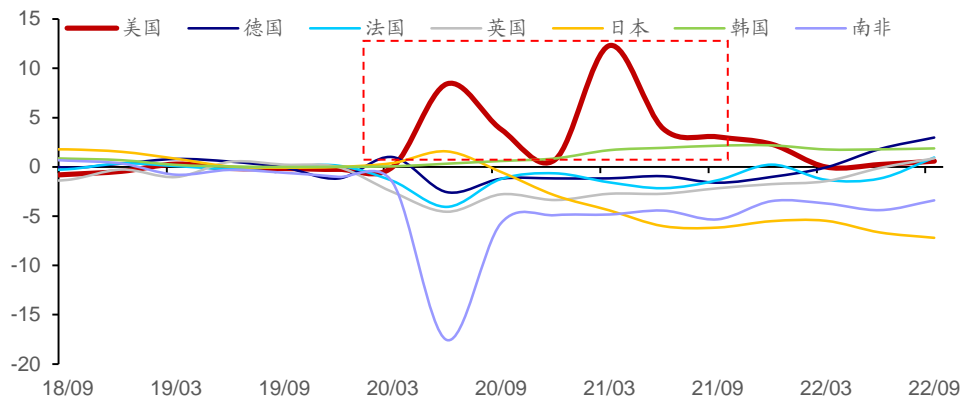
但是美国居民收入却要明显高于趋势项，这主要是由于美国政府发放大量补贴。在疫情的前两年，美国的财政政策积极发力，为脆弱的家庭和企业提供了大量补助和救济，包括扩大失业救济金计划，为符合条件的居民发放1400美元的支票，总额达到2930亿美元的个人一次性退税等。美国为居民提供的补贴甚至超过了工资和就业的损失，这使得美国居民收入在疫情期间不减反增，与其他经济体形成明显对比。这正是美国消费修复动力充足、修复高度明显超过趋势值的主要原因。

图5 主要经济体实际个人可支配收入指数（与趋势项的差异，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

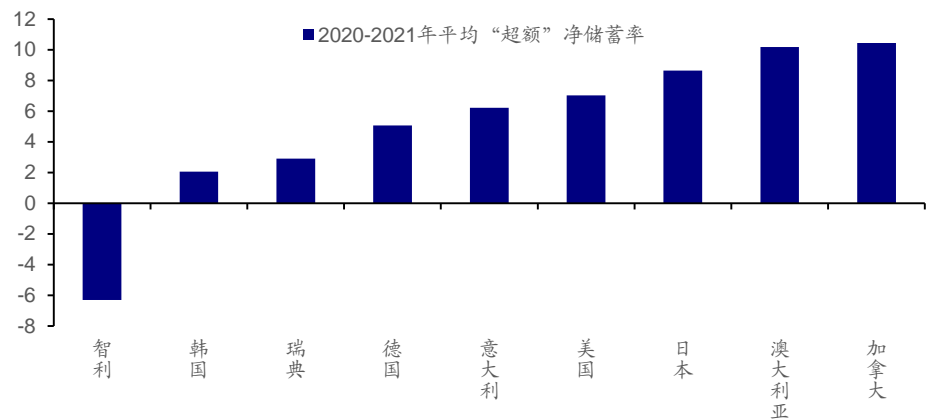
图6 主要经济体名义个人可支配收入指数（与趋势项的差异，%）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

另一个影响消费复苏的重要因素，是居民前期多增的超额储蓄。自疫情开始以来，由于线下消费受限、对未来的预期悲观，居民储蓄明显高增，而各地防疫政策调整，生产生活秩序修复，这些超额储蓄得以释放，成为居民消费的主要资金来源。一般来说，居民在疫情期间的超额储蓄率越高，后续随着线下消费场景的放开，消费反弹的高度也就越高。

图7 部分经济体家庭“超额”净储蓄率(%)



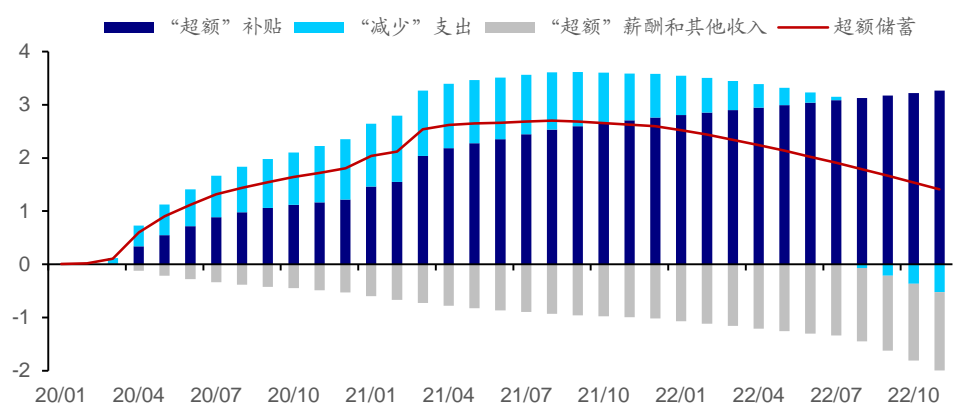
资料来源：Wind，海通证券研究所。数据为当年储蓄率减去 2015-2019 年平均值

不过我们也发现一个问题，美国的超额净储蓄率并不是最高的，但它的消费修复程度却较其他经济体更高。我们进一步发现，超额储蓄的来源不同，其对消费的提振作用有明显差异。

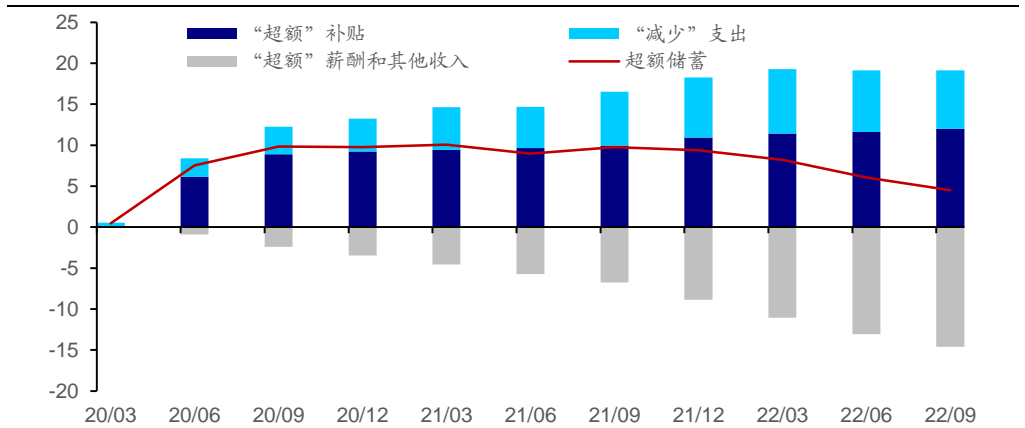
那么超额储蓄的来源有哪些？居民的储蓄是收入减去支出，而收入可以分为工资收入、资本收入和补贴收入，支出则分为消费支出和非消费支出（主要是税、费等）。这就意味着，超额储蓄的来源也可以分为几个部分。一是“超额”补贴，这主要来自于各国积极财政政策给居民带来的额外收入。二是“减少”支出，在疫情期间，由于居民减少不必要的消费支出，从而被动增加了储蓄。还有一部分是“超额”薪酬和其他收入，但由于疫情使得居民失业、减薪，所以这一项目一般表现为负值。

对比美国和日本超额储蓄的结构，我们发现美国居民的超额储蓄绝大部分来自于“超额”补贴，而日本则有近 40% 的超额储蓄来自于“减少”支出。在 2022 年一季度，美国的“超额”补贴贡献了 85% 左右的超额储蓄。而从 2022 年 7 月开始，美国居民的消费支出高增，已经超过趋势项，开始消耗前期积累的超额储蓄，“超额”补贴成为超额储蓄的唯一来源。反观日本，在 2022 年一季度，“超额”补贴和“减少”支出分别贡献了 11.43 万亿和 7.86 万亿日元的超额储蓄，“减少”支出的占比约为 40%。即使到了 2022 年三季度，“减少”支出对超额储蓄的贡献仍有 37% 左右。

图8 美国超额储蓄累计值的分解（万亿美元，自 2020 年 1 月起累计）



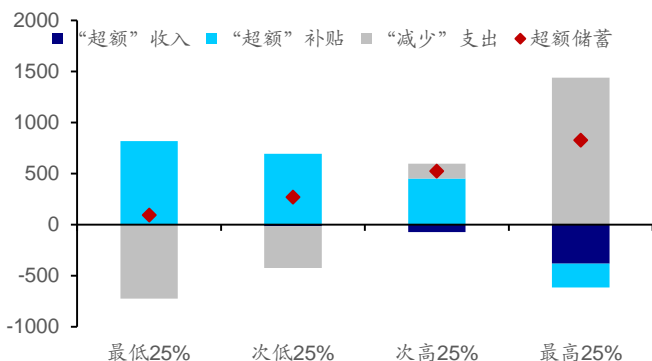
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图9 日本家庭超额储蓄累计值分解（万亿日元，自 2020Q1 起累计）


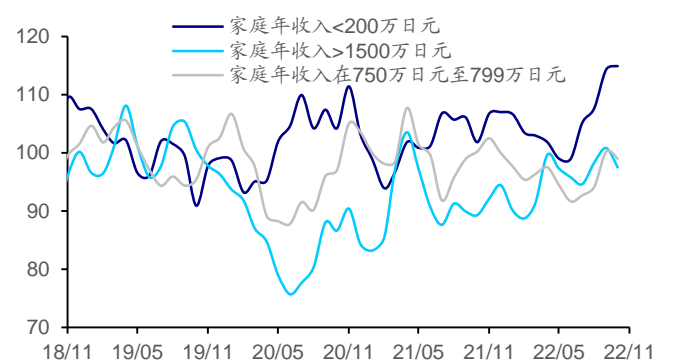
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

超额储蓄的来源不同，其在不同人群中的分布也存在差异。“超额”补贴形成的超额储蓄集中于低收入群体。这是因为，补贴政策一般更倾向于救助低收入人群，从美国数据可以看出，在美国不同收入的人群，“超额”补贴对最低 25% 收入群体的贡献最大，而对于最高 25% 收入群体来说，“超额”补贴甚至是负值，也就是他们收到的补贴反而低于没有疫情时的水平。

而“缩减开支”形成的超额储蓄则更多集中在高收入群体。这是由于低收入群体的消费大多是刚需，即使面临疫情冲击，也很难削减。从美国的数据可以看出，仅有较高收入水平的 50% 人口，在疫情期间的支出少于无疫情下的水平。而低收入群体反而较无疫情情形消费得更多。从日本家庭的月均支出指数也可以看出，在疫情持续的三年间，越是高收入的群体，削减的消费就更多，从而攒下更多的超额储蓄。

图10 美国不同收入人群超额储蓄来源分解（十亿美元）


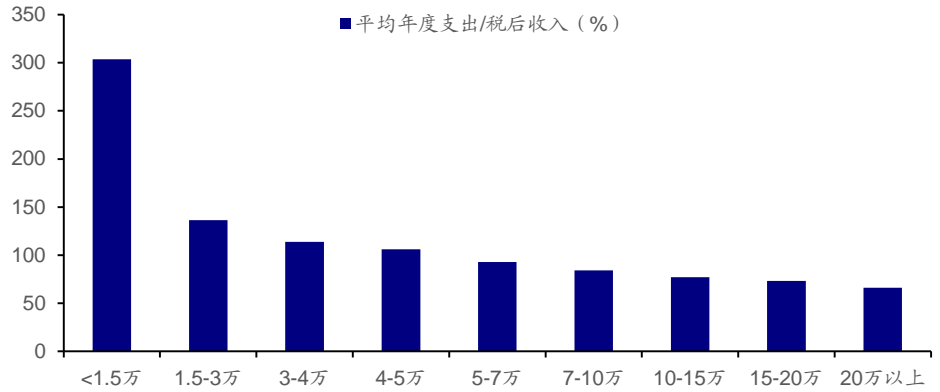
资料来源：Aladangady 等（2022），海通证券研究所。截至 2022 年 Q2

图11 日本不同家庭收入水平的家庭月均支出（2019年=100）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

低收入群体的超额储蓄，可以刺激更多消费。一般来说，低收入群体的消费倾向要高于高收入群体。通过美国的数据，我们可以看到，美国最低收入群体的平均消费倾向是最高收入群体的 5 倍左右。这就意味着，同样规模的“超额储蓄”，如果属于低收入群体，那么相比于属于高收入群体，能够刺激更多的消费。这就一定程度上解释了美国和日本，两者家庭超额净储蓄率接近，但消费反弹的高度却存在差异。

图12 美国不同年度收入水平家庭的消费倾向 (%)

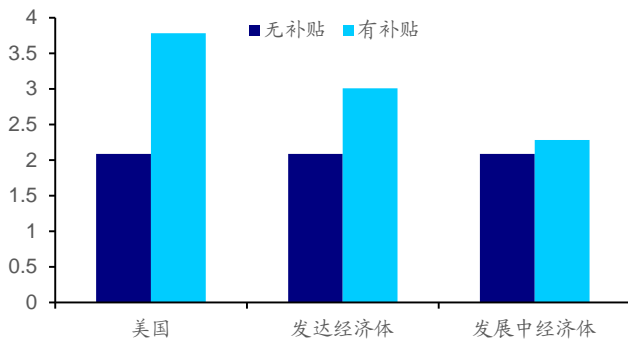


资料来源: CEIC, 海通证券研究所测算。横坐标为家庭年度收入区间, 单位为美元

那么也就是说, 发放财政补贴越多的经济体, 低收入群体获益更多, 那么疫后消费修复也就越高。Soyres 等 (2022) 的论文利用多个国家和地区的财政和消费数据, 证明了在经济重启、人口流动回升时期, 财政支持能够放大消费的增长。根据他们的研究, 在发达经济体中, 如果人口流动增长 10%, 且政府提供一定的财政支持, 消费将增长 3.0%左右, 较没有补贴的情形, 多增长 0.9%。

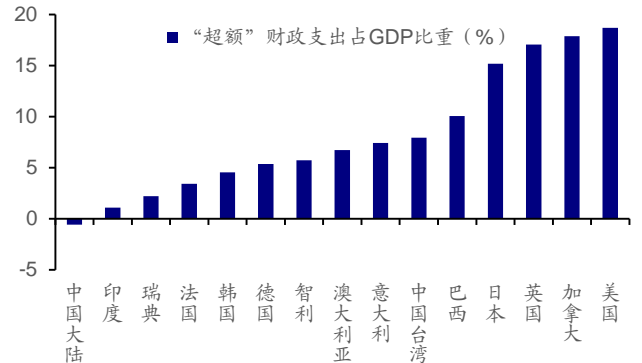
那么疫情期间各国发放了多少补贴呢? 可以用“超额”财政支出来刻画, “超额”财政支出是指, 相比 2015-2019 年平均水平, 2020-2021 年各国财政支出中多增的部分。这部分额外的财政支出, 一般就是用于救助低收入群体。所以, “超额”财政支出比重相对较高的美国、加拿大、巴西、澳大利亚, 其消费在疫情后修复程度也相对较高。

图13 人口流动增加 10%, 消费增长比例 (%)



资料来源: Soyres 等 (2022), 海通证券研究所

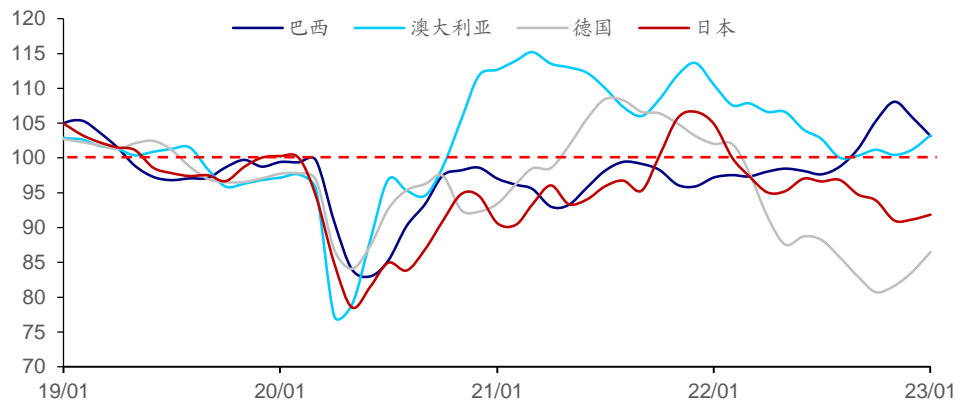
图14 财政支出越多的经济体, 消费修复更高



资料来源: Soyres 等 (2022), 海通证券研究所。截至 2022 年 1 月

最后, 即使有充足的储备资金, 居民是否会将这些资金用于消费, 还取决于居民的消费意愿, 或者说是消费者对未来的信心。如果居民对未来经济较为乐观, 认为未来收入能够持续增长, 当前不必要进行额外的储蓄, 就会更多将资金投向消费。反之, 居民会更倾向于增加储蓄, 以此预防未来意外的发生, 增强抵御风险的能力。我们对比了几个国家的消费者信心预期指数, 我们发现, 对于未来更加乐观的巴西和澳大利亚, 相对于对未来比较悲观的德国和日本, 其消费的修复程度较高。

图15 消费者信心：预期指数 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

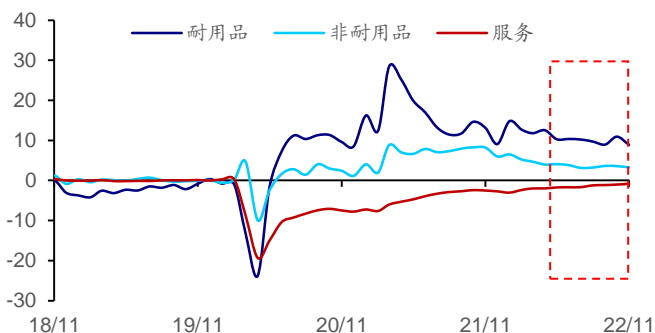
3. 哪些改善多？哪些结构机会？

在不同的消费类型中，哪一类修复更多呢？对于具体的消费类别，我们也通过同样的标准化方式，对包含不同分项的商品和服务消费数据进行处理。由于同样要剔除价格和季节性的影响，我们各个经济体的实际零售销售指数，或者销售量指数作为分析对象。

从消费大类来看，在疫情影响减弱后，服务类消费的边际改善是最具确定性的。我们选取了部分经济体的消费数据，发现从2022年一季度防疫政策优化、消费复苏以来，各经济体的服务消费均在改善。其中，在美国、英国、南非和韩国，服务消费的修复高度都是所有大类中较高的。不过，即使服务消费修复最快、修复高度最高，但从修复的高度来看，在大部分经济体中，当前服务消费仍未恢复到无疫情影响的水平。

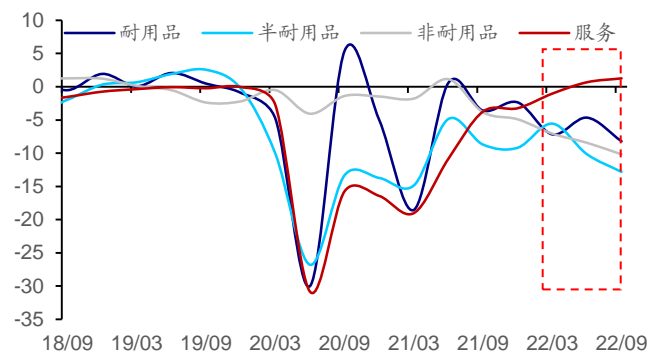
在疫情影响消退后，耐用品和非耐用品并没有进一步修复，不过以服装为代表的半耐用品相对受益，修复较为明显。在除了中国香港外的其他经济体，我们发现相较于2022年一季度，在防疫政策优化、疫情影响消退近半年后，耐用品和非耐用品消费并未继续修复，反而相对走弱。其中，非耐用品主要是刚需，所以受疫情影响较小；而耐用品在疫情期间，由于居家办公、学习，需求相对较高，所以在疫情影响减弱后，反而回落。

图16 美国个人消费支出（与趋势项的差异，%）

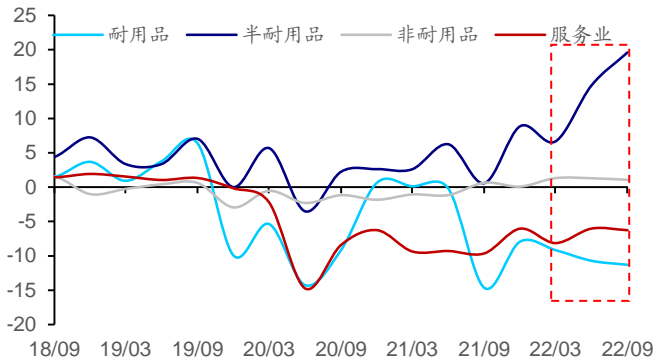


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

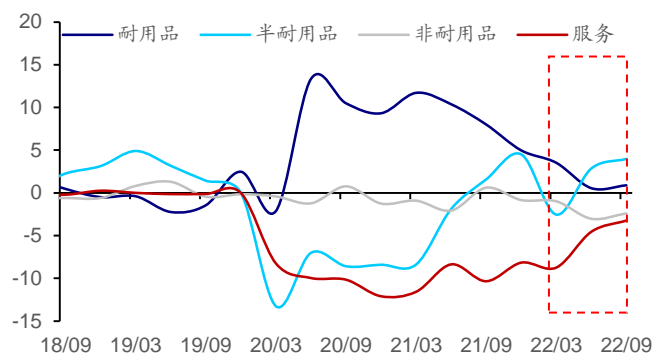
图17 英国家庭消费支出（与趋势项的差异，%）



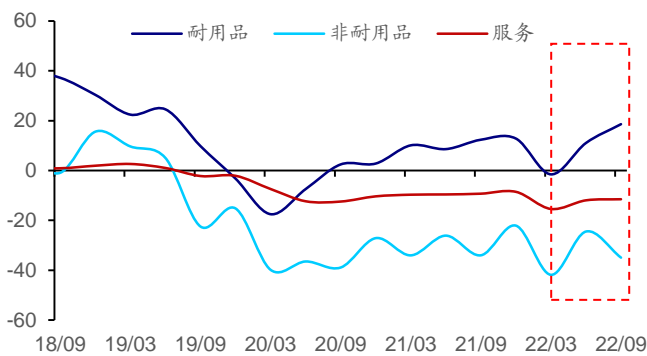
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图18 日本私人消费支出（与趋势项的差异，%）


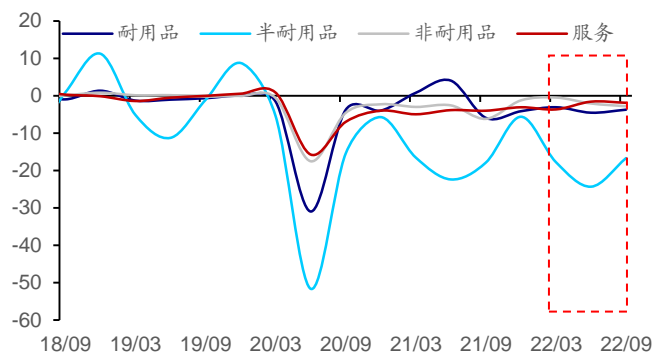
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图19 韩国私人消费支出（与趋势项的差异，%）


资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图20 中国香港私人消费支出（与趋势项的差异，%）


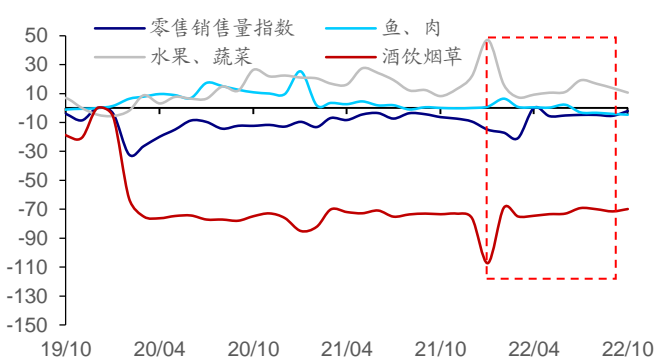
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图21 南非私人消费支出（与趋势项的差异，%）


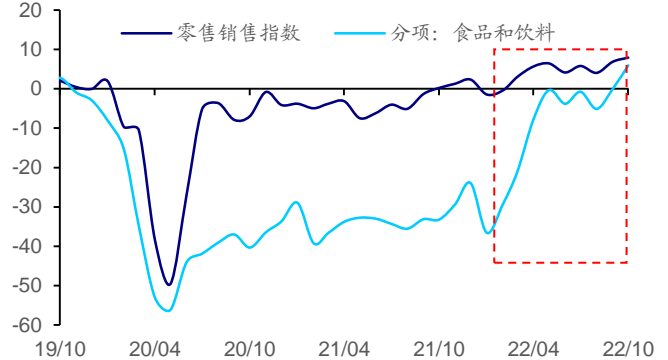
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

我们进一步对各大类消费的细项进行分析，基于数据可得性和可比性，我们选择了中国香港、新加坡、日本、韩国、巴西、南非六个经济体来做消费结构的分析。

我们首先关注商品消费。第一类是食品饮料。刚需型食品饮料消费在疫情峰值期修复明显偏早、偏快，甚至出现“逆势增长”，这主要是居民在疫情前期有大量的“囤货”需求。而在疫情影响减弱后，食品饮料消费并没有持续修复，甚至会出现一定回落。从修复高度来看，刚需性的食品饮料消费修复的程度与整体消费的修复程度基本持平，这是因为刚需食品消费本身弹性较小，超额修复空间有限。享受型的食品消费，如酒饮烟草，相对来说修复程度的明显偏低，截至2022年10月，也仅恢复到无疫情情形下的30%左右。

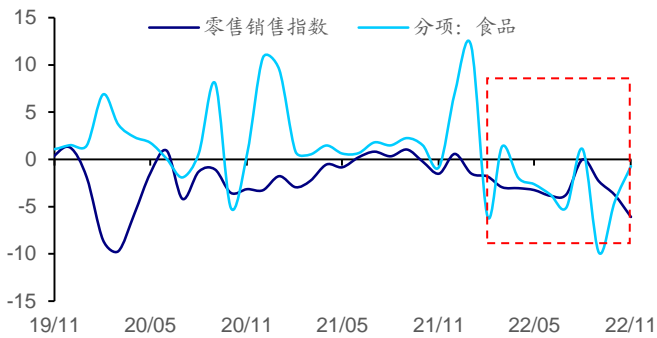
图22 中国香港零售销售量指数（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图23 新加坡实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）


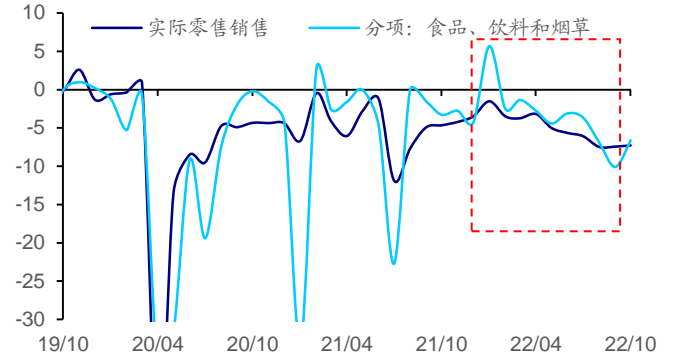
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图24 韩国实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

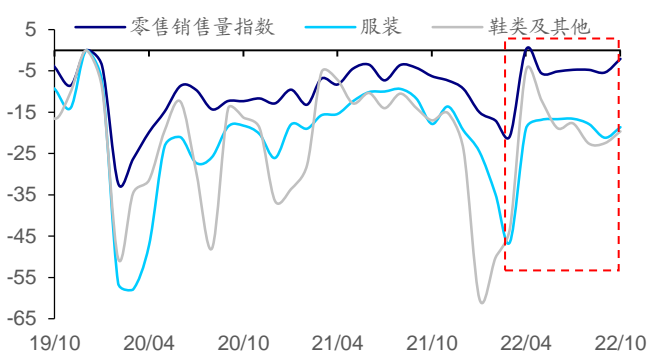
图25 南非实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

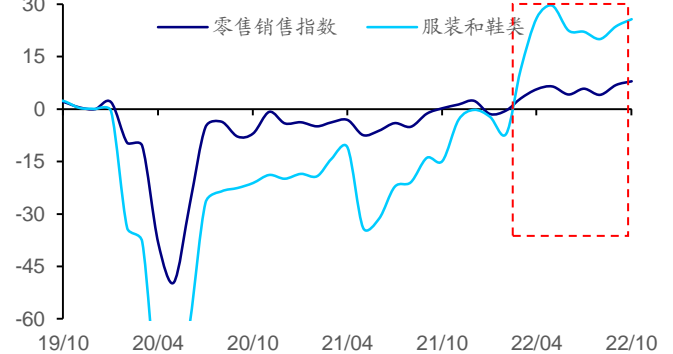
第二类是纺织服装。纺织服装消费在疫情影响减弱后，短期的反弹速度明显高于其他消费。由于纺织服装的消费，与居民出行相关性较高，所以在疫情影响减弱、人口流动恢复后，购置新服装和鞋类的需求在短期快速回升，持续大约一个季度左右，之后又有回落。从修复高度来说，纺织服装类普遍低于其他品类，除了新加坡外，其他经济体的纺织服装消费修复高度偏低，低于整体消费修复水平，大约修复至无疫情水平的80-90%左右。

图26 中国香港零售销售量指数（与趋势项的差异，%）



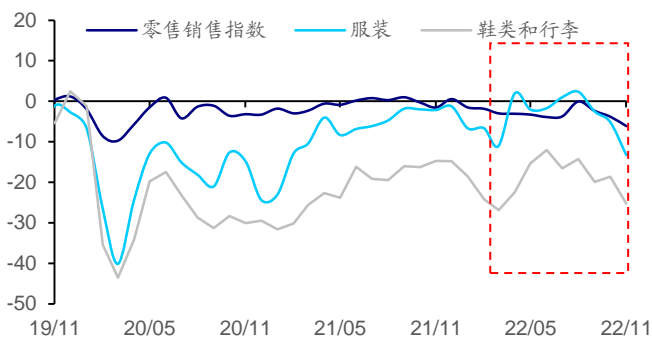
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图27 新加坡实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）



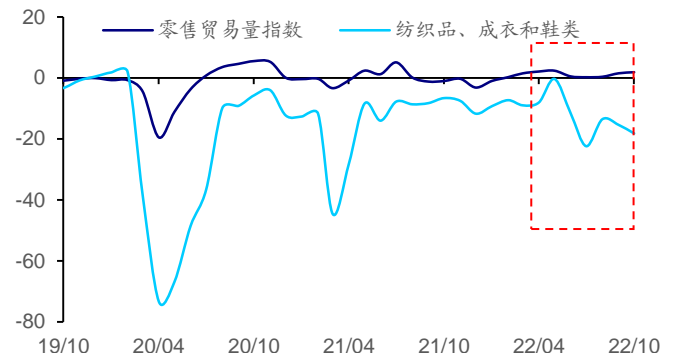
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图28 韩国实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）



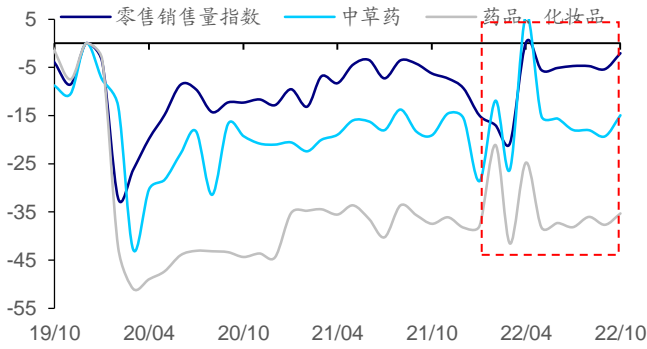
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图29 巴西零售贸易量指数（与趋势项的差异，%）

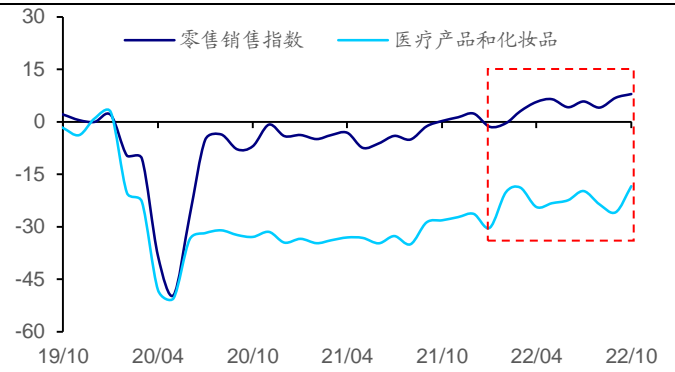


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

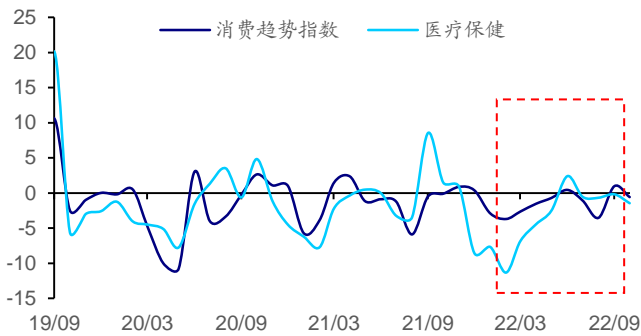
第三类是医药消费。医药和化妆品消费在疫情峰值期先升后降，大部分修复高度偏低。和食品饮料类似的，在疫情高峰初期，医药消费出现“逆势增长”，但在疫情峰值过去后，医药消费再度回落，之后基本持平。从修复高度来看，各个经济体修复的高度差异较大，整体来看，医药的修复水平要高于化妆品，除了韩国医药消费明显高于无疫情水平，其他医药、化妆品消费仍持平或低于无疫情水平。

图30 中国香港零售销售量指数（与趋势项的差异，%）


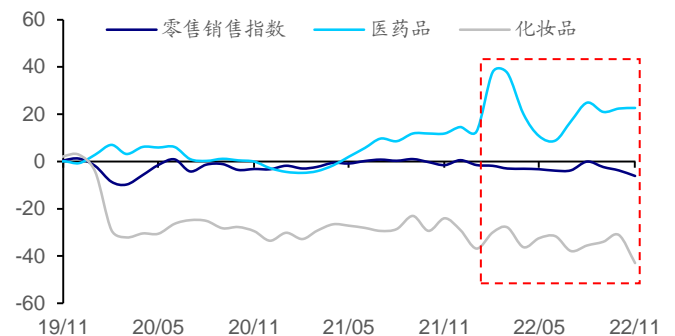
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图31 新加坡实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）


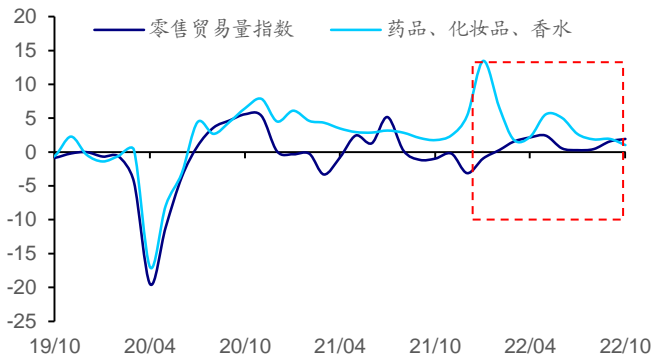
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图32 日本消费趋势指数（与趋势项的差异，%）


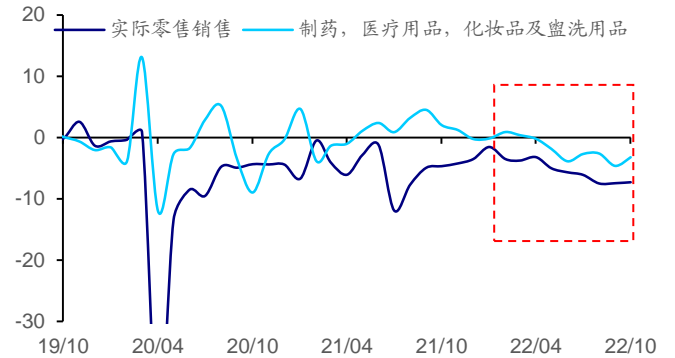
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图33 韩国实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

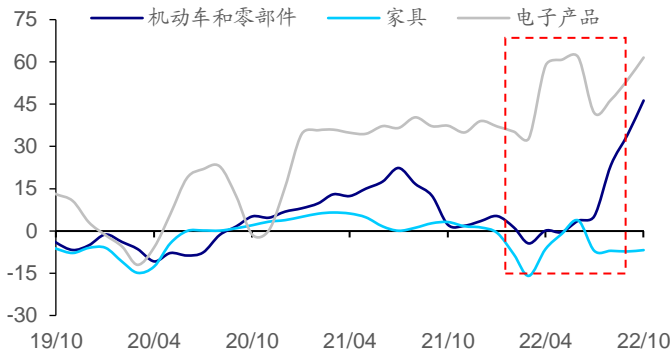
图34 巴西零售贸易量指数（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

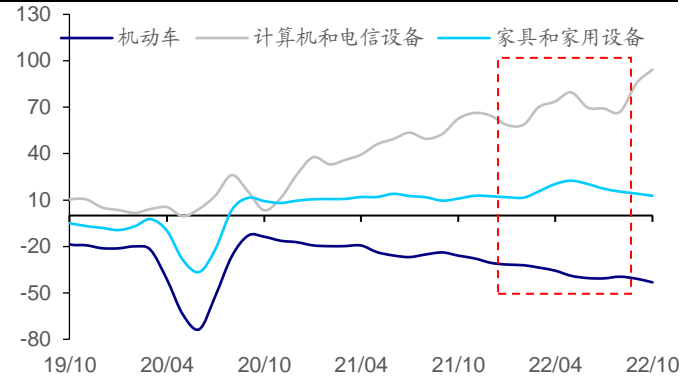
图35 南非实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

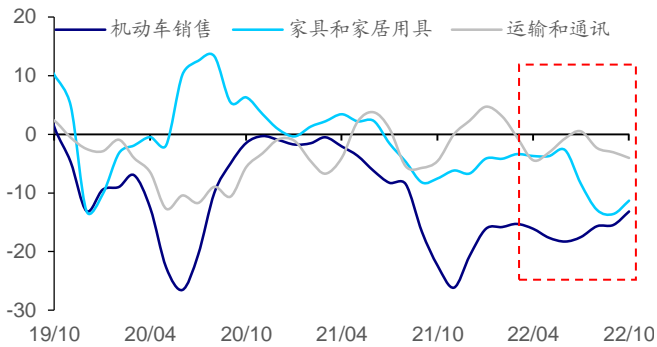
再来看耐用品消费，我们主要分析了汽车、电子产品（通信设备）、家具家电三大类耐用品，我们发现其中汽车消费改善相对明显。电子产品和家具家电消费，在疫情期间就表现不错，这主要是由于居家时间增加，所以在疫情过去后，需求也相对减弱，所以出现相关消费反而走低的情形。而与出行相关的汽车消费则相反，在大部分经济体中汽车消费均出现明显改善，尤其是在中国香港、韩国和南非，修复速度非常快。而个别汽车消费走弱的地区，如新加坡，主要由于当地拥车证配额减少等非疫情相关的原因。

图36 中国香港零售销售量指数（与趋势项的差异，%）


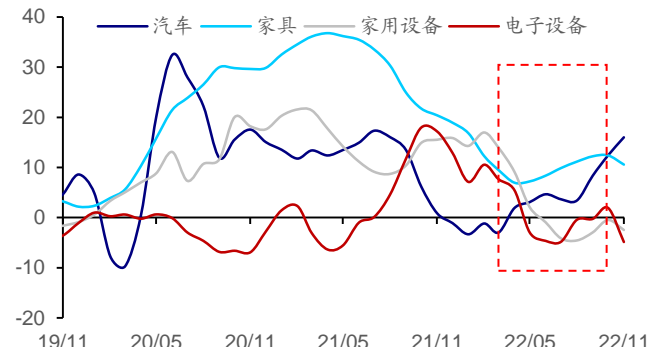
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图37 新加坡实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）


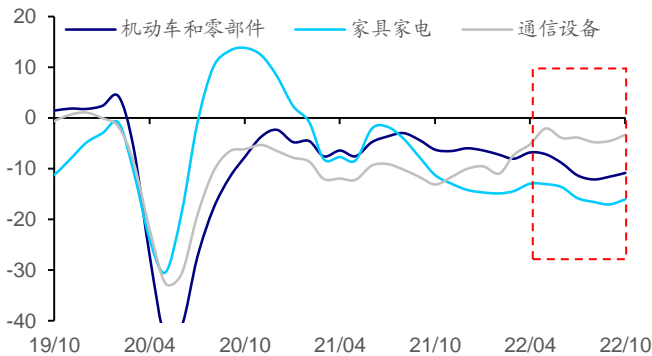
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图38 日本消费趋势指数（与趋势项的差异，%）


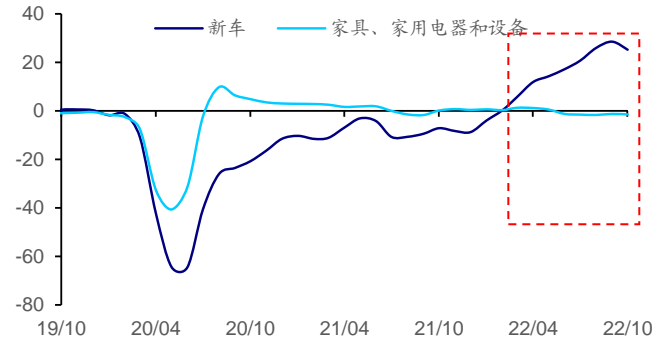
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图39 韩国实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图40 巴西零售贸易量指数（与趋势项的差异，%）


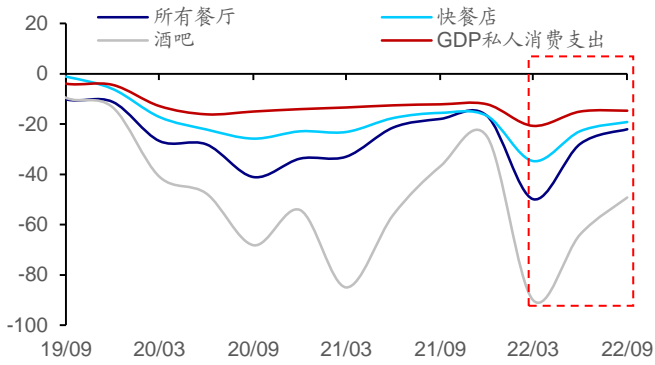
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图41 南非实际零售销售指数（与趋势项的差异，%）


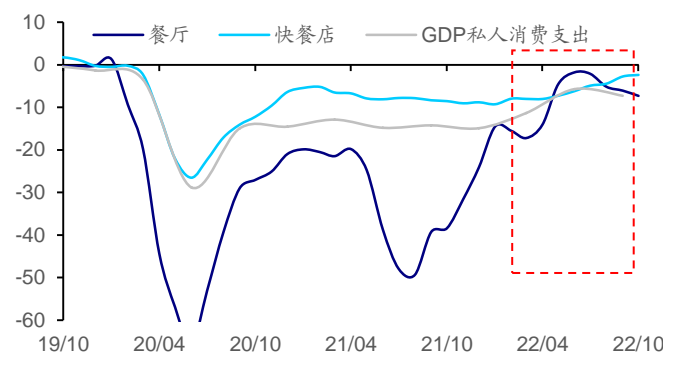
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

除了商品消费，我们更关注与疫情相关性更大的服务消费。

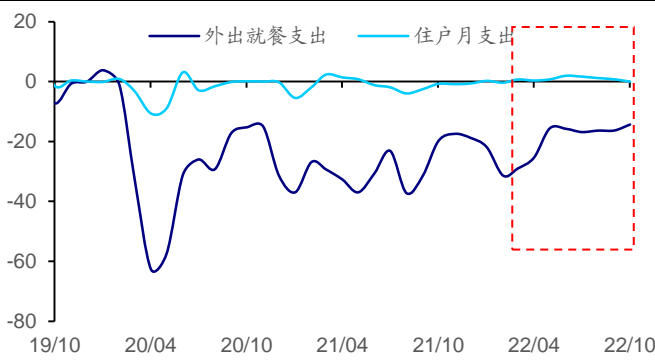
一类服务消费是餐饮和住宿，这一类消费在疫情影响消退后快速恢复，且恢复速度较其他消费要明显更快。尤其是其中享受型的酒吧、餐厅消费，在短期出现了非常迅速的增长。但从修复高度来看，整体餐饮住宿消费修复至无疫情水平的80-90%左右。相对于享受、娱乐型的酒吧，平价、实用型的快餐店修复水平明显较高。在消费修复程度水平较低的中国香港，酒吧消费仅修复至50%左右，而快餐店消费已修复至80%；在消费修复水平相对高一些的韩国，餐厅消费已超过无疫情水平近8%，而酒吧消费仍仅仅修复至92%。这说明刚需和非刚需的分化，在服务消费中也很明显。

图42 中国香港餐厅收入物量指数（与趋势项的差异，%）


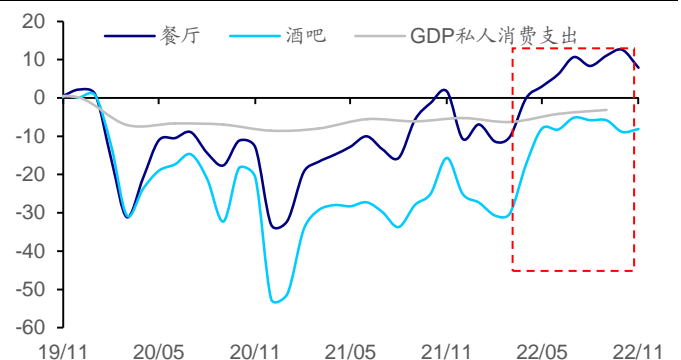
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图43 新加坡餐饮服务指数（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

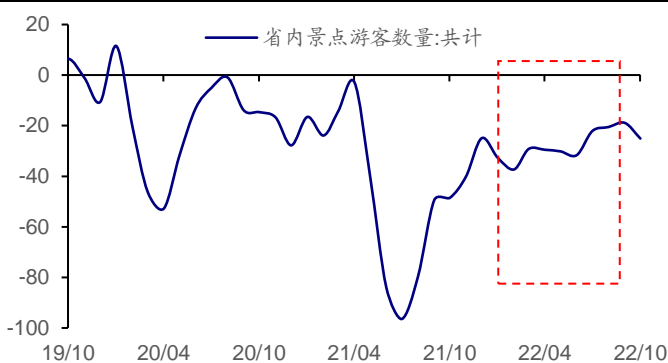
图44 日本家庭外出就餐（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

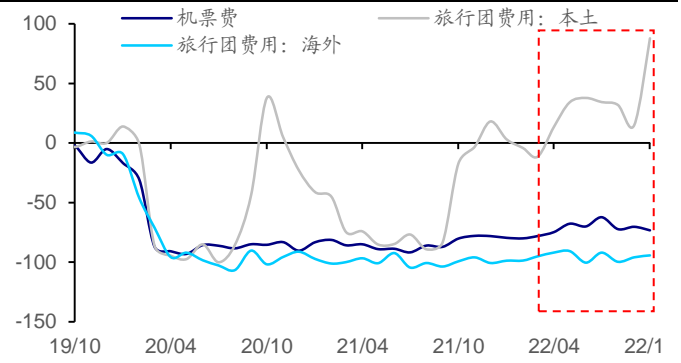
图45 韩国服务行业活动物量指数：餐饮（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所。海通证券研究所测算

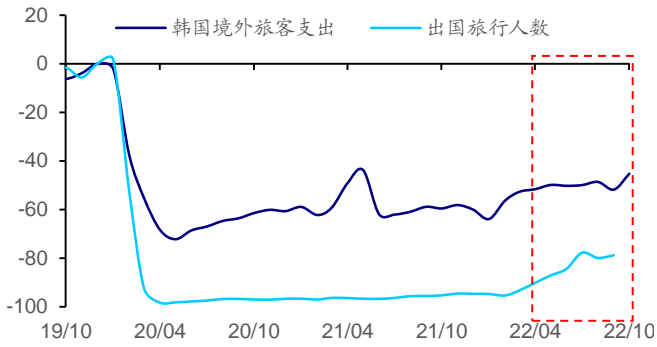
另一类服务消费是休闲旅游，和餐饮住宿消费类似，反弹速度也相对较快，境内游的修复速度较境外游要更快，这主要是由于各地允许境外游客入境时间相对更晚，且短期内消费者对跨国旅行仍然慎重，而境内游面临的限制相对较小。总体来看，旅游的修复程度仍然偏低，尤其是境外游。从中国台湾、日本、韩国和巴西的数据可以看出，旅游的修复水平相对其他消费明显偏低，平均来看仅修复至无疫情水平的不到六成。其中，受到疫情冲击最大的出国游才初见起色，从日本家庭的海外旅行团费用和韩国的境外旅客数量可见，当前修复水平仅有 10-20%，不过韩国的数据显示，出国游的人均支出明显增加。

图46 中国台湾省内景点游客数量（与趋势项的差异，%）


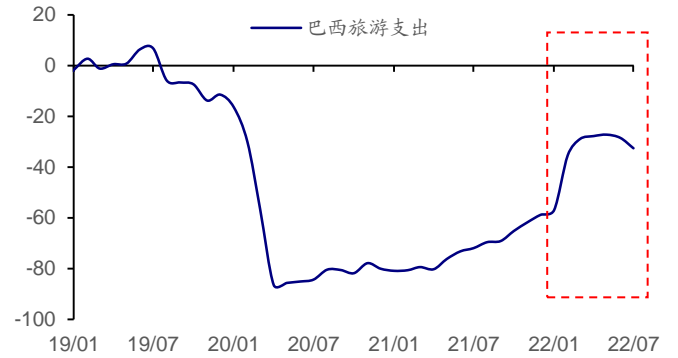
资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图47 日本家庭经济调查开支数据（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算。该指数通过服务企业销售额统计

图48 韩国境外旅行情况（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

图49 巴西旅游支出总额（与趋势项的差异，%）


资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

整体来看，在疫情影响减弱后，餐饮住宿、旅游等服务消费，商品消费中的纺织服装等出行相关品类弹性较大、修复较快，而其他商品消费并没有出现明显改善趋势。不过，从修复的高度来看，服务消费的修复程度较商品消费要低一些。在修复持续半年后，餐饮住宿消费仍只修复到无疫情水平的八到九成，旅游消费则更低，只修复到六成左右。其中，快餐店、境内旅游等细分品类相对修复程度较高，这些品类的共同特征是，性价比高、本土化强，是服务消费中的结构性亮点。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23219403 luying@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23219404 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23219658 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23219674 llz13859@haitong.com
 王宇晴 wyq14704@haitong.com
 侯欢(021)23154658 hh13288@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@haitong.com
 曹君豪 021-23219745 cjh13945@haitong.com
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@haitong.com
 联系人
 吴其右(021)23154167 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23219433 tjy13580@haitong.com
 章画意(021)23154168 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23219068 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23219645 ww14694@haitong.com
 江涛(021)23219819 jt13892@haitong.com
 舒子宸 szc14816@haitong.com
 张弛(021)23219773 zc13338@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来 021-23219635 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23212041 zd14683@haitong.com
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@haitong.com
 张紫睿 021-23154484 zzz13186@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23154132 gs10373@haitong.com
 李影(021)23154117 ly11082@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
 联系人
 余培仪(021)23219400 ypy13768@haitong.com
 杨锦(021)23154504 yj13712@haitong.com
 王正鹤(021)23219812 wzh13978@haitong.com
 刘颖(021)23214131 ly14721@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ynniu@haitong.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@haitong.com
 李姝醒 02163411361 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23219635 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lkg12371@haitong.com
 联系人
 周航(021)23219671 zh13348@haitong.com
 彭婷(010)68067998 ppt13606@haitong.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
 肖治键(021)23219164 xzj14562@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@haitong.com
 房乔华 021-23219807 fqh12888@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@haitong.com
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@haitong.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 联系人
 余玖翰(021)23154141 ywh14040@haitong.com

批发和零售贸易行业

 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@haitong.com
 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 联系人
 张冰清 021-23154126 zbq14692@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

 陈晓航(021)23154392 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@haitong.com
 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23219383 zhh14696@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢益(021)23219436 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23154399 zjm14937@haitong.com

电子行业 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书 02123219748 hjs14155@haitong.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@haitong.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23219760 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23212208 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@haitong.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@haitong.com 马菁菁 mj14734@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 联系人 李 博 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@haitong.com 杨昊翊 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23154128 xf13728@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 肖 尧(021)23154171 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 罗月江 (010) 56760091 lj12399@haitong.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23219405 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23154114 sh12219@haitong.com 颜慧菁 yhj12866@haitong.com	机械行业 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23154659 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成 18901961523 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23219402 gj15051@haitong.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23154019 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23154483 hsj14606@haitong.com	银行业 林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23154134 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23219768 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23154382 ly11194@haitong.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@haitong.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 联系人 王文杰 wwj14034@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 吕科佳 lkj14091@haitong.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com