

## 研究部

宗韶晖  
shzong@cebm.com.cn

边泉水  
qsbian@cebm.com.cn

## 关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

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

## 报告摘要

- 疫情对消费的冲击可以分为即时冲击和长尾冲击两大类，其中即时冲击主要通过消费场景的丧失体现，而长尾冲击则更多通过对于居民收入的途径传导。在定量去衡量疫情的冲击的时候，更多是在衡量疫情发生时的即时冲击。定量衡量的方法主要分为两大类，分别是情景模拟法和代理变量法。
- 情景模拟法主要是通过通过将当前疫情状态与历史上相似时期做对比，观察历史上疫情发展相似时期消费的降幅，从而得到本次疫情对于消费的影响幅度。从 2021 年以来，疫情的影响基本呈现出局部性的特点，几乎没有全国范围内的大爆发，因此通过复盘此前几轮爆发疫情的城市的消费下行幅度，以此为基础模拟当前疫情爆发城市的消费下降幅度，从而得到对于全国的消费的冲击幅度。
- 2021 年主要爆发了四轮疫情，选取存在月度消费数据的每轮疫情影响的主要城市，去观察这些城市消费增速与除该城市以外全国其他地区的消费增速的差距，得到疫情对于当地消费的冲击。从哈尔滨、南京、郑州、厦门四个城市表现来看，基本上在疫情爆发当月，其社消零售总额会损失 10%-20%左右。
- 本轮疫情中受到冲击最严重的是上海市、长春市和吉林市，其 3 月在本轮疫情中消费受损幅度可能在 20%以上，而从这三个城市社消零售总额在全国中的占比来看，上海市占比为 4.1%，长春市和吉林市占比分别为 0.5%和 0.1%。在 3 月其他存在高风险地区的城市中，其在全国社消零售总额中的占比为 14.5%，若这部分城市消费损失复苏在 10%-20%之间，则全国 3 月消费增速可能要下降 2.4%-4%之间。
- 疫情对于消费的影响，尤其是即使冲击主要通过限制出行从而对消费形成限制，因此可以用交通出行的强度作为疫情的代理变量，其越低，证明疫情封锁严格程度越高，对于消费的限制就会越明显，同时这一指标也可以衡量疫情发生的时间长短。
- 第一个代理变量是拥堵延时指数。去除香港的数据后，首先对剩下 99 个城市的拥堵延时指数做算术平均，与疫情后的社消零售总额的增速做比较，可以发现这是一个比较好的代理变量，拟合程度已经达到了 77.5%。今年 3 月拥堵延时指数平均下降 4.6%，以此为代理变量计算消费增速的话，3 月消费增速可能下降 3%左右。
- 第二个代理变量是十大城市地铁客运量，其拟合优度达到了 92.5%。十大城市 3 月地铁客运量同比下降了 25.9%，据此 3 月全国消费可能下降 1.2%左右。
- 但不论用情景模拟法还是代理变量法，可能都只是反映了疫情的即时性的冲击，但实际上疫情对于居民收入增长与收入分配的影响可能具有长期性，因此不宜对疫情得到控制后居民消费修复速度过于乐观。



## 目录

一、如何定量衡量疫情对消费的冲击？ .....	3
二、高频数据跟踪 .....	7

## 图表目录

图表 1：2021 年爆发的四轮疫情 .....	3
图表 2：2021 年受疫情冲击的典型城市消费受损情况 .....	3
图表 3：3 月以来存在高风险地区的城市（不包括吉林省） .....	4
图表 4：2021 年新增确诊病例与社零增速反向变动 .....	4
图表 5：3 月拥堵延迟指数负增长 .....	5
图表 6：拥堵延迟指数与社零拟合情况 .....	6
图表 7：加权处理后拥堵延迟指数拟合效果并未明显提升 .....	6
图表 8：十大城市地铁客运量与社零拟合情况 .....	6
图表 9：3 月十大城市地铁客运量负增长 .....	6
图表 10：高频数据跟踪 .....	7

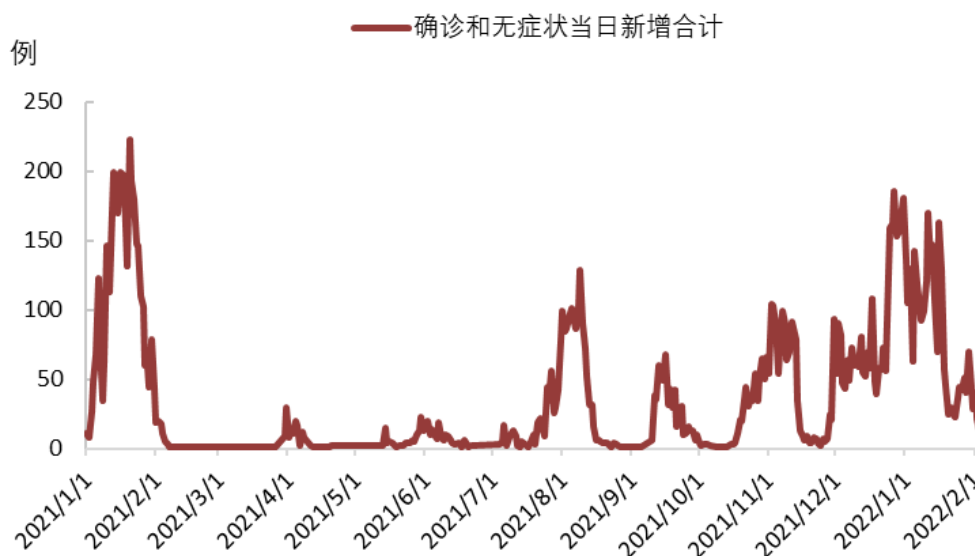
## 一、如何定量衡量疫情对消费的冲击？

疫情对消费的冲击可以分为即时冲击和长尾冲击两大类，其中即时冲击主要通过消费场景的丧失体现，而长尾冲击则更多通过对于居民收入的途径传导。在定量去衡量疫情的冲击的时候，更多是在衡量疫情发生时的即时冲击。定量衡量的方法主要分为两大类，分别是情景模拟法和代理变量法。

### (1) 情景模拟法

情景模拟法主要是通过当前疫情状态与历史上相似时期做对比，观察历史上疫情发展相似时期消费的降幅，从而得到本次疫情对于消费的影响幅度。从 2021 年以来，疫情的影响基本呈现出局部性的特点，几乎没有全国范围内的大爆发，因此通过复盘此前几轮爆发疫情的城市消费下行幅度，以此为基础模拟当前疫情爆发城市的消费下降幅度，从而得到对于全国的消费的冲击幅度。

图表 1：2021 年爆发的四轮疫情



来源：Wind，莫尼塔研究

2021 年主要爆发了四轮疫情，在这其中，我们选取了存在月度消费数据的每轮疫情影响的主要城市，去观察这些城市消费增速与除该城市以外全国其他地区的消费增速的差距，从而得到疫情对于当地消费的冲击。从哈尔滨、南京、郑州、厦门四个城市受到疫情的影响来看，基本上在疫情爆发当月，其社消零售总额会损失 10%-20%左右。

图表 2：2021 年受疫情冲击的典型城市消费受损情况

城市	时间	当月新增确诊病例	疫情当月消费增速	与全国其他地区消费增速差距	损失幅度
哈尔滨	1月	133	28.8	-5	3.7
南京	7月	219	-5.6	-14.4	13.2
郑州	8月	126	-9.1	-11.7	11.4
厦门	9月	251	-17.7	-22.2	21.2

来源：Wind，莫尼塔研究

回到本轮疫情，本轮疫情中受到冲击最严重的是上海市、长春市和吉林市，其3月在本轮疫情中消费受损幅度可能在20%以上，而从这三个城市社消零售总额在全国中的占比来看，上海市占比为4.1%，长春市和吉林市占比分别为0.5%和0.1%。而在3月其他存在高风险地区的城市中，其在全国社消零售总额中的占比为14.5%，若这部分城市消费损失复苏在10%-20%之间，则**全国3月消费增速可能要下降2.4%-4%之间。**

图表 3：3月以来存在高风险地区的城市（不包括吉林省）

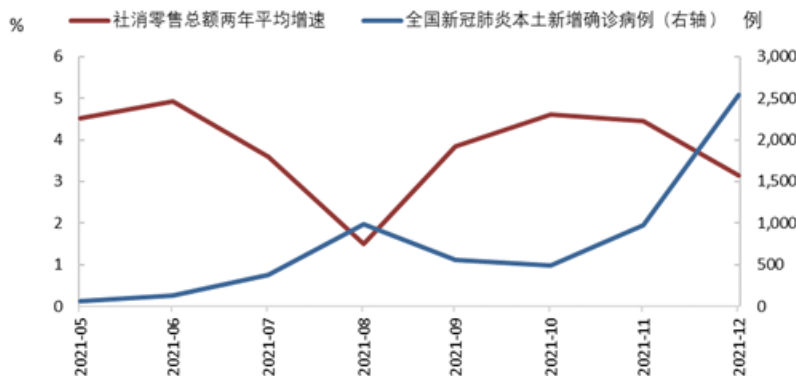
省份	城市	社消零售总额	占比	省份	城市	社消零售总额	占比
天津	天津	4688.8	1.20	江苏	常州	2321.4	0.59
河北	廊坊	1330.1	0.34		南京	7203	1.84
	唐山	2027.6	0.52	福建	莆田	1612.3	0.41
山东	滨州	717.9	0.18		泉州	5228.9	1.33
	德州	1114.4	0.28		漳州	1697.1	0.43
	青岛	5203.5	1.33	陕西	宝鸡	801.9	0.20
	威海	1166.4	0.30		铜川	133.1	0.03
广东	淄博	1134.7	0.29	甘肃	兰州	1641.2	0.42
	深圳	8664.8	2.21		白银	165.3	0.04
	东莞	3740.1	0.95	辽宁	营口	559.6	0.14
黑龙江	哈尔滨	2223.6	0.57		沈阳	3637.6	0.93

来源：Wind，莫尼塔研究

## (2) 代理变量法

无论从逻辑上推导还是从直观上观察，疫情爆发的月份消费增速都会产生明显的下降，但如果要做定量的研究，那么还需要解决的一个问题就是到底用什么作为疫情的代理变量。衡量疫情的维度也并不是只有一个，疫情持续的时间、疫情的严重程度以及防疫严格程度都是影响消费的变量。在2021年，新增确诊病例或许还是一个可以接受的代理变量，从直观上看，2021年各月消费增速确实与新增确诊病例成反比，但是本轮疫情主要是有奥密克戎病毒引发，其传播速度与2021年的诸轮疫情不可同日而语，这也意味着新增确诊病例这一代理变量失效。

图表 4：2021 年新增确诊病例与社零增速反向变动

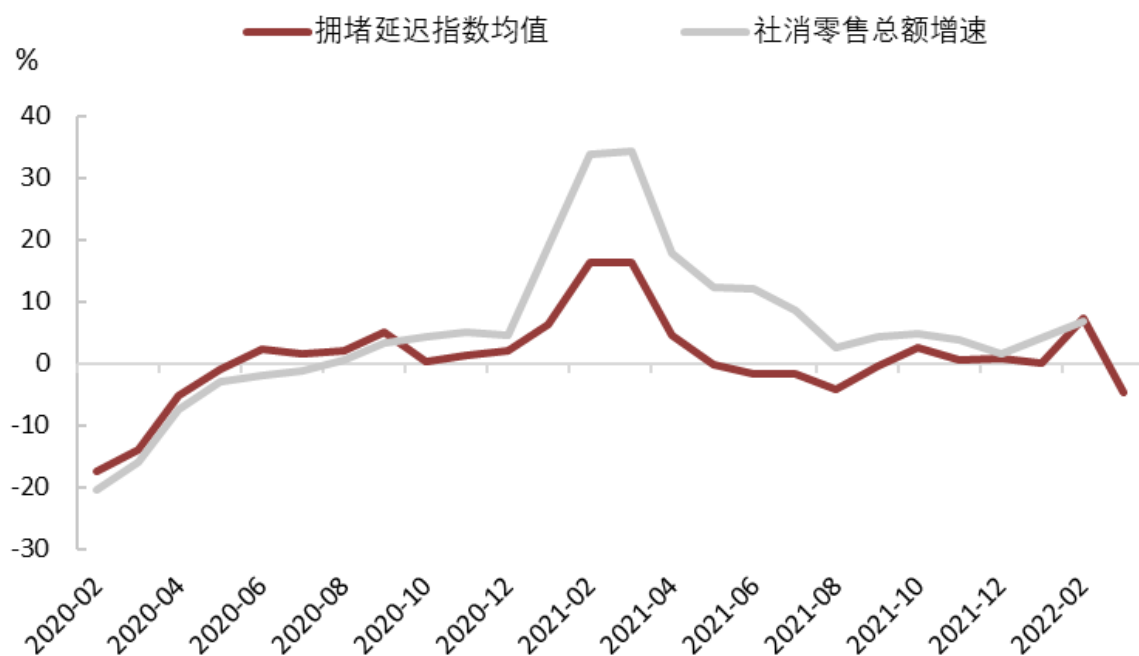


来源：Wind，莫尼塔研究

疫情对于消费的影响，尤其是即使冲击主要通过限制出行从而对消费形成限制，因此我们可以用交通出行的强度作为疫情的代理变量，其越低，证明疫情封锁严格程度越高，对于消费的限制就会越明显，同时这一指标也可以衡量疫情发生的时间长短。因此可以用拥堵延迟指数作为疫情的一个代理变量。

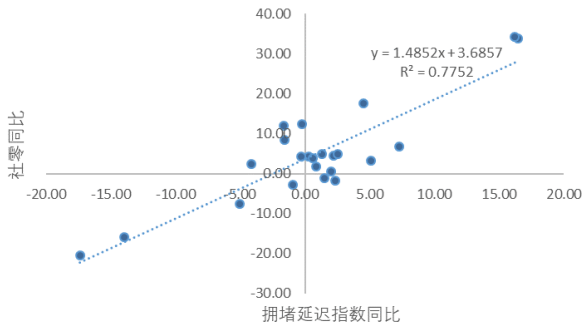
去除香港的数据后，首先对剩下 99 个城市的拥堵延迟指数做算术平均，与疫情后的社消零售总额的增速做比较，可以发现这是一个比较好的代理变量，拟合程度已经达到了 77.5%。继续将这个代理变量做更细化的处理，这 99 个城市的社消零售总额 2020 年在全国中的比重为 67.2%。以每个城市 2020 年的社消零售总额占比为权重，将拥堵延迟指数进行加权平均，其效果并未比算术平均出现改善，因此可以直接使用 99 个内地城市的拥堵延迟指数的均值作为反映疫情冲击的代理变量。今年 3 月拥堵延迟指数平均下降 4.6%，以此为代理变量计算消费增速的话，3 月消费增速可能下降 3% 左右。

图表 5：3 月拥堵延迟指数负增长



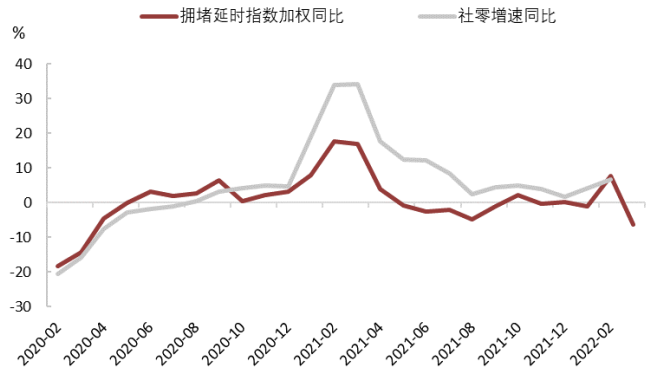
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：拥堵延迟指数与社零拟合情况



来源：Wind，莫尼塔研究

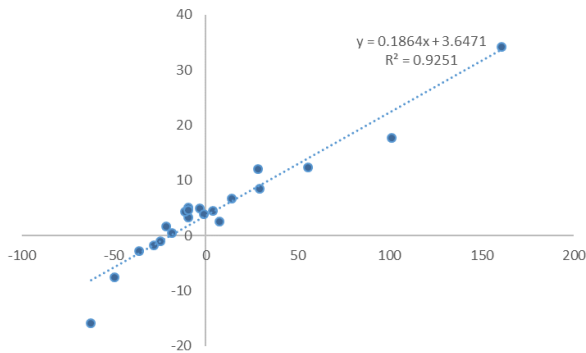
图表 7：加权处理后拥堵延迟指数拟合效果并未明显提升



来源：Wind，莫尼塔研究

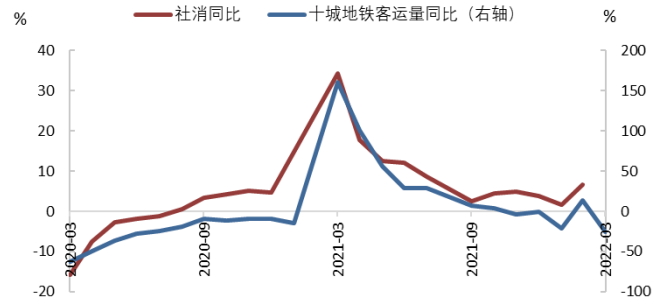
其实沿着这个思路，只要是高频的、能够反映人口与货物流动冲击的相关指标均可以作为疫情的代理变量，除了拥堵延时指数外，十大城市地铁客运量也可以作为疫情的代理变量，其拟合优度达到了92.5%。十大城市3月地铁客运量同比下降了25.9%，据此3月全国消费可能下降1.2%左右。

图表 8：十大城市地铁客运量与社零拟合情况



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：3月十大城市地铁客运量负增长



来源：Wind，莫尼塔研究

但不论用情景模拟法还是代理变量法，可能都只是反映了疫情的即时性的冲击，但实际上疫情对于居民收入增长与收入分配的影响可能具有长期性，因此不宜对疫情得到控制后居民消费修复速度过于乐观。

## 二、高频数据跟踪

图表 10：高频数据跟踪

	单位	当周值	环比	上周值	3月	2月	2021年	2020年	
实体经济	综合平均价格指数:环渤海动力煤	元/吨	736	-0.1	737	738	740	737	585
	期货结算价(连续):铁矿石	元/吨	949.5	-0.4	953.5	945.5	718	1381	788.5
	期货结算价(连续):螺纹钢	元/吨	4965	-2.9	5115	5115	4716	4548	4220
	库存期货:螺纹钢	吨	14188	0.0	14188	14188	21794	30233	31557
	唐山钢厂:高炉开工率	%	52.4	-4.3	54.8	52.4	44.4	39.7	74.6
	水泥价格指数:全国	/	171.5	-0.1	171.7	172.8	168.1	184.3	154.6
	南华工业品指数	/	4086.1	3.4	3952.6	3999.8	3577.2	3210.8	2550.5
	30大中城市:商品房成交面积	万平方米	177	16.5	152	970	715	18420	17541
	100大中城市:供应土地占地面积	万平方米	694	-68.4	2192	3283	3386	129316	146817
	100大中城市:成交土地占地面积	万平方米	475	-69.7	1571	2883	2679	98989	110375
	100大中城市:成交土地溢价率	%	0.2	-92.9	3.1	6.1	15.1	3.0	6.6
	当周日均销量:乘用车:厂家批发	辆	24219	-80.0	121114	1E+05	88780	102139	140067
食品价格	农产品批发价格200指数	/	132.6	-2.1	135.4	136.1	130.3	126.5	130.3
	平均批发价:猪肉	元/公斤	18.3	0.4	18.22	18.25	18.54	23.08	45.4
	平均批发价:鸡蛋	元/公斤	10.1	3.5	9.7	9.5	8.6	9.9	8.5
	平均批发价:28种重点监测蔬菜	元/公斤	5.3	-6.9	5.7	6.0	5.7	5.0	5.3
	平均批发价:7种重点监测水果	元/公斤	7.5	3.3	7.2	7.0	6.8	6.4	6.0
大宗商品	RJ/CRB商品价格指数	/	311.9	4.6	298.2	295.2	269.1	232.4	167.8
	期货结算价(连续):布伦特原油	美元/桶	111.7	8.7	102.8	107.9	101.0	77.8	51.8
	期货结算价(连续):WTI原油	美元/桶	107.0	8.8	98.3	100.3	95.7	75.2	48.5
	现货结算价:LME铜	美元/吨	10277.0	-0.1	10292	10337	9974	9692	7741.5
	现货结算价:LME铝	美元/吨	3237.5	-3.2	3346	3503	3450	2806	1978
金融市场	DR007	%	1.73	-10.8	1.94	2.24	2.30	2.29	2.46
	R007	%	1.87	-6.9	2.01	2.75	2.47	2.55	2.59
	SHIBOR:隔夜	%	1.34	-23.5	1.75	2.01	2.23	2.13	1.09
	货币净投放	亿元	200	/	-5700	-2300	1000	-7566	8940
	国债到期收益率:1年	%	1.99	-3.9	2.07	2.13	2.24	2.24	2.47
	国债到期收益率:10年	%	2.76	0.4	2.75	2.79	2.78	2.78	3.14
	上证指数	/	3211.2	-1.2	3251.9	3252.2	3462.3	3639.8	3473.1
	创业板指	/	2460.4	-4.3	2569.9	2659.5	2881.3	3322.7	2966.3
	即期汇率:美元兑人民币	/	6.37	0.1	6.36	6.34	6.31	6.37	6.54
	USDCNH:即期汇率	/	6.38	0.2	6.37	6.35	6.31	6.36	6.50
	人民币汇率指数	/	105.1	0.2	104.9	104.3	102.5	102.5	94.8

来源: Wind, 莫尼塔研究

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

### 上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

### 纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: [sales.list@cebm.com.cn](mailto:sales.list@cebm.com.cn)