

研究部

杨一凡

yfyang@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

报告摘要

- **当前消费“填坑”多少？**整体来看，在上海疫情有所好转、北京疫情可控的情况下，数据上社会消费品零售总额同比下降6.7%，降幅比上月收窄4.4%，环比也转为正增长，与疫情前相比，5月消费已恢复近3至4成，消费整体企稳回升趋势不改。具体来看，一方面，受疫情有所恢复和供应链修复的影响，商品零售有所好转；另一方面，5月多地疫情封控管理措施仍未完全放松，对消费场景修复的制约依旧存在，总体呈现出服务消费恢复缓于商品消费的趋势，较疫情前仍有一定修复空间。分项来看，1) 线下消费回升较小，线上消费回暖明显；2) 必需和可选消费增速双双回升。
- **常态化核酸对居民消费的提振有多少？**首先，常态化核酸不会对居民支出形成挤兑。当前检测成本主要由政府负担，且排队时间相对可控，对生活影响不大，且比起封城静默，及时排查风险隐患，能够更好地帮助居民生活和通勤，加速当地餐饮服务业等修复。其次，常态化核酸对跨省出游的需求回暖支撑不足。一方面，常态化核酸存在较短的时效性，居民远距离出行能力受到一定的约束。另一方面，当地抗疫政策不确定性依然较强，出行的意愿受阻。第三，从消费习惯角度考量，疫情之后导致很多老年长者的消费习惯“被迫”发生改变。中老年群体在疫情和隔离期间开始尝试新的购买方式，不仅促进了新的购物方式，也导致线下和线上消费的分化收窄空间有限。
- **为何促消费通过发放消费券而非现金补贴？**不同财政补贴对消费的刺激因为路径不同，导致最终展现的效果也有所不同。消费券能够通过实现较小的财政投入，进而达到较大消费支出的杠杆效果。相较之下，现金补贴发放的最终效果取决于居民对个人收入的分配。和欧美国家不同，我国居民倾向于预防性储蓄，因此现金补贴对消费的乘数效应远低于欧美，而消费券相对刚性，带动居民边际消费倾向更高，因此政府转移支付带来的消费增量在我国的效果将优于现金补贴。
- **下半年消费恢复是否会存在预期差？**首先，从政策端来看，我国经济增长逐渐转变为依靠内需增长和消费升级协同带动，所以消费持续稳定增长是经济结构优化升级的重要“压舱石”，长期看疫情对消费的影响远大于投资端，叠加主要国家货币政策收紧，经济下行压力逐步显现，我国耐用品出口需求也会有所萎缩，所以本轮促消费政策的力度将大于2020年。其次，企业利润最差的时间已过，就业逐步改善。BCI企业融资环境指数跌幅已经有所收窄。对于消费，我们认为不用过于悲观，一方面政策发力效果还未体现，另一方面消费升级优化，反弹依然存在。且疫情后数字经济相关核心产业占经济规模比重不断上行，宅经济相关需求增速韧性依然较强。第三，价格对消费支撑会持续攀升。居民消费受价格和需求的共同影响。虽然疫情之后居民仍然有一段主动抑制外出需求，非食品类商品受到溢出效应，但是食品类商品价格上涨会增加部分消费支出。



目录

一、消费的“填坑”和“症结”	3
二、高频数据跟踪	6

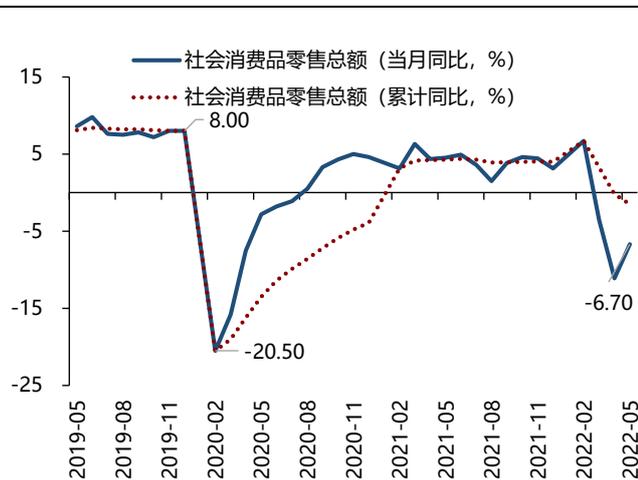
图表目录

图表 1：5 月消费相较于疫情前恢复约 4 成	3
图表 2：商品和线上消费表现好于餐饮收入	3
图表 3：必选消费整体好于可选消费	4
图表 4：地铁客运量回升	4
图表 5：上海通勤延迟指数基本回到疫情前水平	4
图表 6：近期城市消费券发放细则	5
图表 7：BCI 企业融资环境指数跌幅收窄	6
图表 8：工业企业利润增速和失业率相关性较高	6
图表 9：下半年 CPI 对社零能够起到一定支撑	6
图表 10：网上商品和服务零售表现较好	6
图表 11：高频数据跟踪	7

一、消费的“填坑”和“症结”

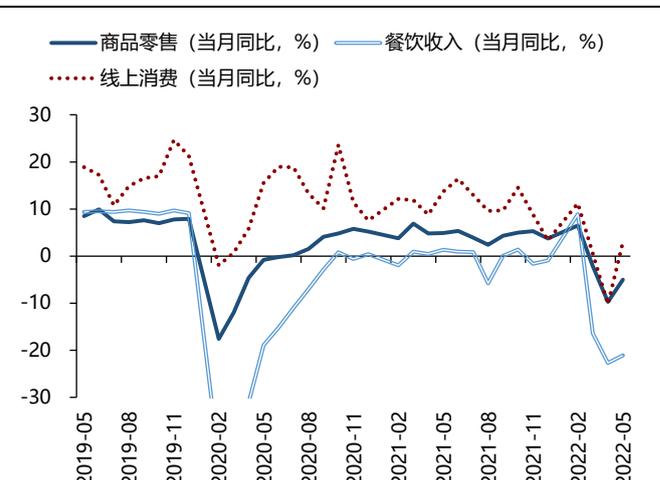
当前消费“填坑”多少？整体来看，在上海疫情有所好转、北京疫情可控的情况下，数据上社会消费品零售总额同比下降6.7%，降幅比上月收窄4.4%，环比也转为正增长，与疫情前相比，5月消费已恢复近3至4成，消费整体企稳回升趋势不改。具体来看，一方面，受疫情有所恢复和供应链修复的影响，商品零售有所好转，同比-5%，较上月回升4.7个百分点；另一方面，5月多地疫情封控管理措施仍未完全放松，对消费场景修复的制约依旧存在，主打线下服务的餐饮收入表现较弱，同比-21.1%，较上月回升仅1.6%，总体呈现出服务消费恢复缓于商品消费的趋势，较疫情前仍有一定修复空间。分项来看，1) 线下消费回升较小，线上消费回暖明显。这一点变化除了疫情对消费场景复苏的限制致使部分线下消费回归线上消费外，还受到年中消费季“618”预售提前的影响，加速线上消费增速提升；2) 必需和可选消费增速双双回升。必需消费中的烟酒、食品、饮料维持在高景气区间，可选消费品中汽车和通信器材发生明显好转。

图表 1：5月消费相较于疫情前恢复约4成



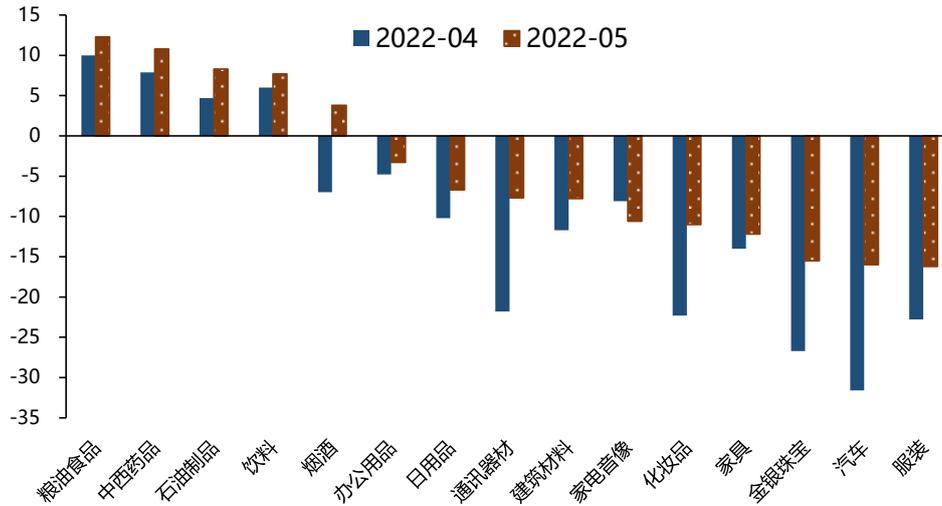
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：商品和线上消费表现好于餐饮收入



来源：Wind，莫尼塔研究

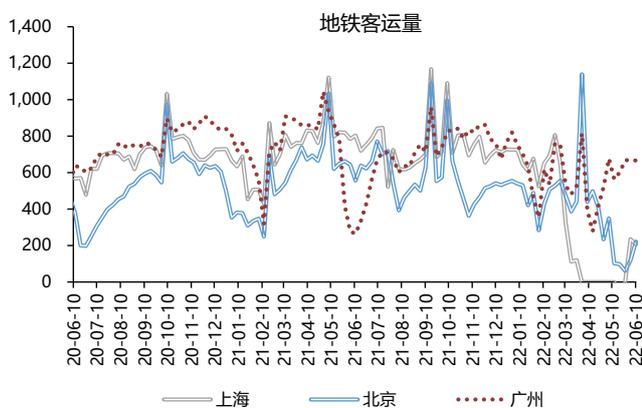
图表 3：必选消费整体好于可选消费



来源：Wind，莫尼塔研究

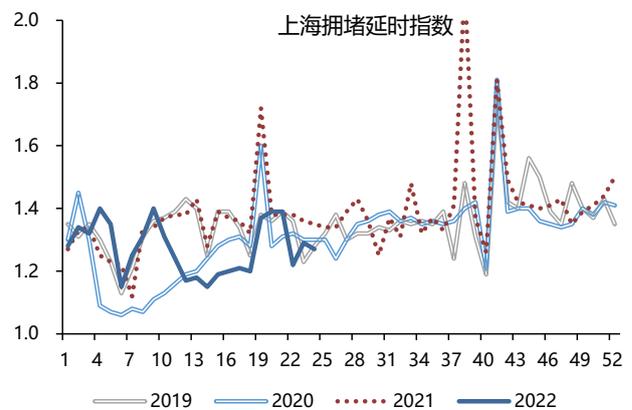
常态化核酸对居民消费的提振有多少？首先，常态化核酸不会对居民支出形成挤兑。当前检测成本主要由政府负担，且排队时间相对可控，对生活影响不大，且比起封城静默，及时排查风险隐患，能够更好地帮助居民生活和通勤，加速当地餐饮服务业等修复。**其次，常态化核酸对跨省出游的需求回暖支撑不足。**一方面，常态化核酸存在较短的时效性，居民远距离出行能力受到一定的约束。另一方面，当地抗疫政策不确定性依然较强，出行的意愿受阻。**第三，从消费习惯角度考量，疫情之后导致很多年长者的消费习惯“被迫”发生改变。**中老年群体在疫情和隔离期间开始尝试新的购买方式，不仅促进了新的购物方式，也导致线下和线上消费的分化收窄空间有限。

图表 4：地铁客运量回升



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：上海拥堵延迟指数基本回到疫情前水平



来源：Wind，莫尼塔研究

为何促消费通过发放消费券而非现金补贴？不同财政补贴对消费的刺激因为路径不同，导致最终展现的效果也有所不同。消费券能够通过实现较小的财政投入，进而达到较大消费支出的杠杆效果。相较之下，现金补贴发放的最终效果取决于居民对个人收入的分配。和欧美国家不同，我国居民倾向于预防性储蓄，因此现金补贴对消费的乘数效应远低于欧美，而消费券相对刚性，带动居民边际消费倾向更高，因此政府转移支付带来的消费增量在我国的效果将优于现金补贴。国务院办公厅4月下旬发布了《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，包括北京发放超3亿元北京绿色节能消费券、郑州发放2亿元汽车消费券、深圳出台《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》，均指向一方面政府让利，对居民消费形成定向指引，另一方面重点支持绿色智能家电和新能源汽车，不仅能够促进经济往数字化转型，也能带动相关中上游和关联产品销售增长。

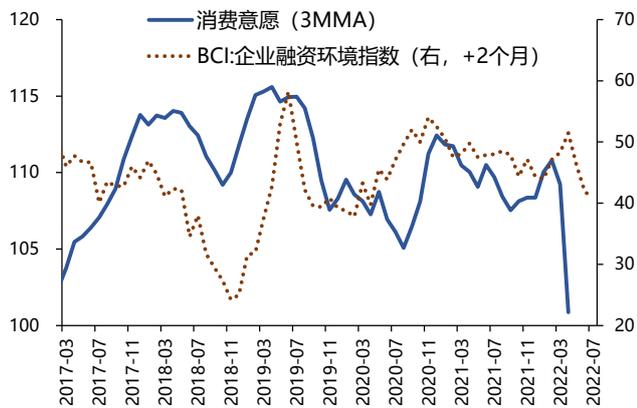
图表 6：近期城市消费券发放细则

时间	地点	具体内容
6月15日	海口	海口市商务局通过京东平台推出线上电商购物券和线下消费券
6月15日	台州	台州市体育事业发展中心面向全市发放30万元的体育消费券
6月15日	德阳	通过云闪付平台开启消费券发放活动，资金总额约1亿元
6月13日	武汉	分批次向在汉人员投放3.5亿元“惠购湖北”电子消费券
6月11日	南京	支付宝、云闪付、美团、抖音等平台领取消费，可用于餐饮、商超
6月10日	义乌	消费券可在义乌市域内支持支付宝收款的线下消费场所核销使用
6月10日	宁德	宁德市在云闪付平台发放了餐饮、零售、文旅等多种消费券
6月8日	连云港	连云港市推出了每人最高可领5300元的餐饮、家电、汽车三种消费券
6月3日	宁波	4轮发放消费券，包含餐饮、汽车、家电、酒店、文旅等11种类型
6月2日	济南	消费券通过支付宝、云闪付、美团、抖音使用，涉及文旅、汽车等范围，最高可领7880元
6月2日	大连	消费券可用于大连云购物APP中，范围包括旅游、商超、餐饮住宿
6月1日	郑州	郑州在郑好办app上推出餐饮、百货、文旅、汽车四个领域的消费券，其中仅汽车消费券就达2亿
6月1日	长春	长春于美团外卖合作推出餐饮外卖的消费券，同时在云闪付平台推出汽车消费券
6月1日	中山	中山市推出了包括餐饮、商超、家电等多种类型的消费券，
5月28日	深圳	深圳居民于京东、美团搜索“乐购深圳”领取京东支付券
5月23日	深圳	通过对消费者购买符合条件的手机、电脑等产品，补贴15%
5月21日	太原	太原与建行、云闪付、京东合作，推出电商消费券，最高可领3430元
5月21日	青岛	青岛发放了家电消费、汽车消费、零售餐饮三种消费券
5月18日	福州	福州于云闪付推出包含文旅、零售、家电、餐饮四个领域的消费券
4月12日	北京	面向在京消费者发放超过3亿元北京绿色节能消费券

来源：Wind，莫尼塔研究

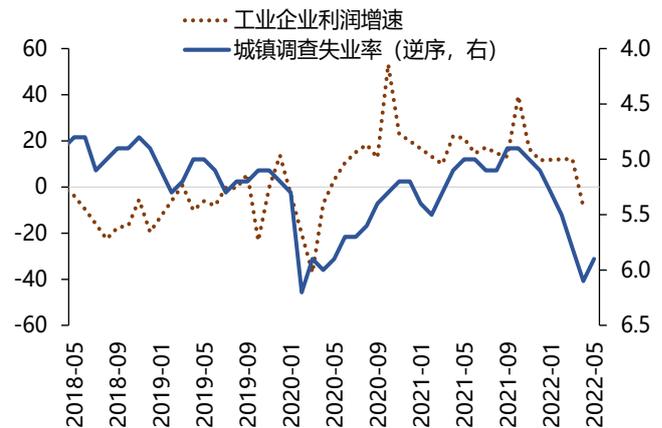
下半年消费恢复是否会存在预期差？首先，从政策端来看，我国经济增长逐渐转变为依靠内需增长和消费升级协同带动，所以消费持续稳定增长是经济结构优化升级的重要“压舱石”，长期看疫情对消费的影响远大于投资端，叠加主要国家货币政策收紧，经济下行压力逐步显现，我国耐用品出口需求也会有所萎缩，所以本轮促消费政策的力度将大于2020年。其次，企业利润最差的时间已过，就业逐步改善。BCI企业融资环境指数跌幅已经有所收窄，与消费意愿和就业率呈现明显的相关性，虽然消费意愿当前处于历史低点，但是我们认为不用过于悲观，一方面政策发力效果还未体现，另一方面消费升级优化，反弹依然存在。2017年政策拉动消费升级，带动就业和个人收入预期回暖。本轮疫情后，数字经济相关核心产业占经济规模比重不断上行，宅经济相关需求增速韧性依然较强。第三，价格支撑会持续攀升。居民消费受价格和需求的共同影响。虽然疫情之后居民仍然有一段时间主动抑制外出需求，非食品类商品受到溢出效应，但是食品类商品价格上涨会增加部分消费支出。

图表 7: BCI 企业融资环境指数跌幅收窄



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 8: 工业企业利润增速和失业率相关性较高



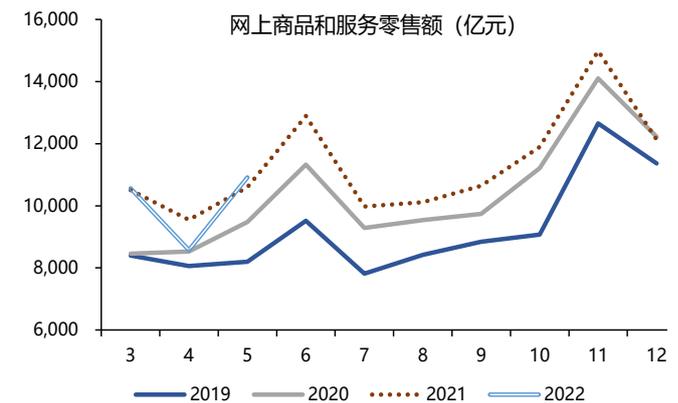
来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 9: 下半年 CPI 对社零能够起到一定支撑



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 10: 网上商品和服务零售表现较好



来源: Wind, 莫尼塔研究

二、高频数据跟踪

实体经济: 房地产市场回暖, 土地市场持续疲软。本周, 土地市场表现持续低迷, 但随疫情好转和政策扶持, 商品房成交量环比大幅提升 33%至 321 万平方米。总体上, 黑色系金属多数下跌。本周由于需求恢复不及预期, 铁矿石价格环比下跌 5.3%至 939 元/吨, 螺纹钢价格环比下跌 1%至 4552 元/吨。此外, 环渤海动力煤连续六周持稳运行在 735 元/吨。

食品价格: 猪肉价格有所上涨。本周食品价格大多下跌, 农产品批发价格 200 指数环比下跌 0.6%至 114.5, 鸡蛋价格环比下降 1.3%至 9.7 元/公斤, 水果价格环比下跌 3%至 7.2 元/公斤, 蔬菜价格基本持平。由于国内生猪基础产能已调减一定幅度, 且随着下半年猪肉预期消费逐步增加, 猪肉价格小幅上涨, 环比上升 0.6%至 21.3 元/公斤。

大宗商品：原油价格打破连续四周上涨，首次下跌。本周，在美联储宣布加息后美元的强势反弹和俄罗斯宣布 2022 年加大石油出口缓解了供应紧张的双重作用下，布伦特原油价格环比下跌 7.3%至 113.1 美元/桶，WTI 原油价格环比下跌 9.2%至 109.6 美元/桶。除美元走强的影响外，美联储激进加息预期导致全球经济面衰退风险加剧，削弱了对金属的需求，本周 LME 铜价下跌 5.5%至 9101 美元/吨，LME 铝价下跌 9.2%至 2500.5 美元/吨。

金融市场：5 月经济数据略超预期，股市整体上涨。本周 DR007 上涨 9bp 至 1.66%，部分需求的释放使得流动性方面有所收紧。5 月经济数据略超预期，叠加 A 股风险偏好上升，本周股市整体上涨。从数据来看，上证指数上涨 1%至 3316.8 点，创业板指上涨 3.9%至 2657.2 点。

图表 11：高频数据跟踪

	单位	当周值	环比	上周值	5月	4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	735	0.0	735	735	735	585	
	期货结算价(连续)：铁矿石	元/吨	939	-5.3	992	954.5	944.5	1381	788.5
	期货结算价(连续)：螺纹钢	元/吨	4552	-1.0	4600	4522	5152	4548	4220
	库存期货：螺纹钢	吨	7200	0.0	7200	7200	1200	30233	31557
	唐山钢厂：高炉开工率	%	59.5	-1.3	60.3	57.9	52.4	39.7	74.6
	水泥价格指数：全国	/	149.6	-1.8	152.4	159.1	168.1	184.3	154.6
	南华工业品指数	/	3882.8	-5.8	4120.0	4057.0	3988.7	3210.8	2550.5
	30大中城市：商品房成交面积	万平方米	321	33.0	241	921	824	18420	17541
	100大中城市：供应土地占地面积	万平方米	2536	-13.3	2927	3283	3386	130413	146817
	100大中城市：成交土地占地面积	万平方米	915	-29.0	1288	2883	2679	103835	110375
	100大中城市：成交土地溢价率	%	5.8	86.7	3.1	6.1	15.1	2.9	6.6
	当周日均销量：乘用车：厂家批发	辆	49555	52.3	32529	90187	53129	102139	140067
食品价格	农产品批发价格200指数	/	114.5	-0.6	115.2	118.1	128.3	126.5	130.3
	平均批发价：猪肉	元/公斤	21.3	0.6	21.15	21.21	19.79	23.08	45.4
	平均批发价：鸡蛋	元/公斤	9.7	-1.3	9.8	10.2	10.8	9.9	8.5
	平均批发价：28种重点监测蔬菜	元/公斤	4.0	0.0	4.0	4.1	4.8	5.0	5.3
	平均批发价：7种重点监测水果	元/公斤	7.2	-3.0	7.4	7.3	7.8	6.4	6.0
大宗商品	RJ/CRB商品价格指数	/	309.1	-5.1	325.8	316.5	308.3	232.4	167.8
	期货结算价(连续)：布伦特原油	美元/桶	113.1	-7.3	122.0	122.8	109.3	77.8	51.8
	期货结算价(连续)：WTI原油	美元/桶	109.6	-9.2	120.7	114.7	104.7	75.2	48.5
	现货结算价：LME铜	美元/吨	9101.0	-5.5	9630	9500.5	9820.5	9692	7741.5
	现货结算价：LME铝	美元/吨	2500.5	-9.2	2752.5	2816.5	3039	2806	1978
金融市场	DR007	%	1.66	5.4	1.57	1.84	2.01	2.29	2.46
	R007	%	1.70	4.4	1.63	1.84	2.03	2.55	2.59
	SHIBOR：隔夜	%	1.41	0.8	1.40	1.59	1.84	2.13	1.09
	货币净投放	亿元	0	/	0	-100	-6400	-7566	8940
	国债到期收益率：1年	%	2.01	0.3	2.01	1.92	2.03	2.24	2.47
	国债到期收益率：10年	%	2.78	0.8	2.75	2.74	2.84	2.78	3.14
	上证指数	/	3316.8	1.0	3284.8	3186.4	3047.1	3639.8	3473.1
	创业板指	/	2657.2	3.9	2556.5	2405.1	2319.1	3322.7	2966.3
	即期汇率：美元兑人民币	/	6.70	0.1	6.69	6.66	6.59	6.37	6.54
	USDCNH：即期汇率	/	6.68	-0.7	6.73	6.68	6.64	6.36	6.50

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