

【建投专题】居民活动半径的拐点与商品需求定价

发布日期：2022 年 12 月 4 日

分析师：田亚雄

电话：023-81157334

期货投资咨询号：Z0012209

伴随着各地防疫政策的进一步放开，12 月或仍旧成为积极信号集中加码的时间窗口，这在很大程度上改变或正在改变市场对于未来居民消费的预期，且已经在过去的商品底部反弹上，完成的第一步的计价——文华商品指数从 11 月初的低点 181 反弹至 191 附近，涨幅 5.5%。

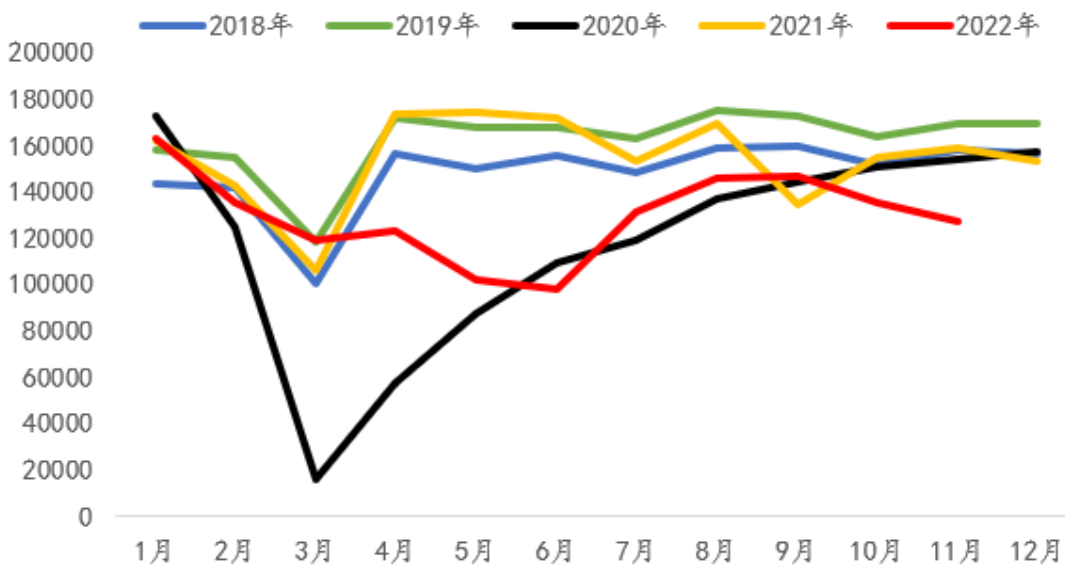
我们理解，后续市场倾向于就改善的现实去确认新一轮的涨幅，对于未来的我国的消费复苏的进程及消费复苏对商品的重新计价我们理解可以从以下角度展开讨论：

- 1、防疫政策放开对商品定价的大体传导路径
- 2、我国过去数次防疫压力边际好转时居民消费的变化
- 3、复盘海外防疫政策宽松时居民消费的变化

01-防疫政策宽松对商品定价的传导路径

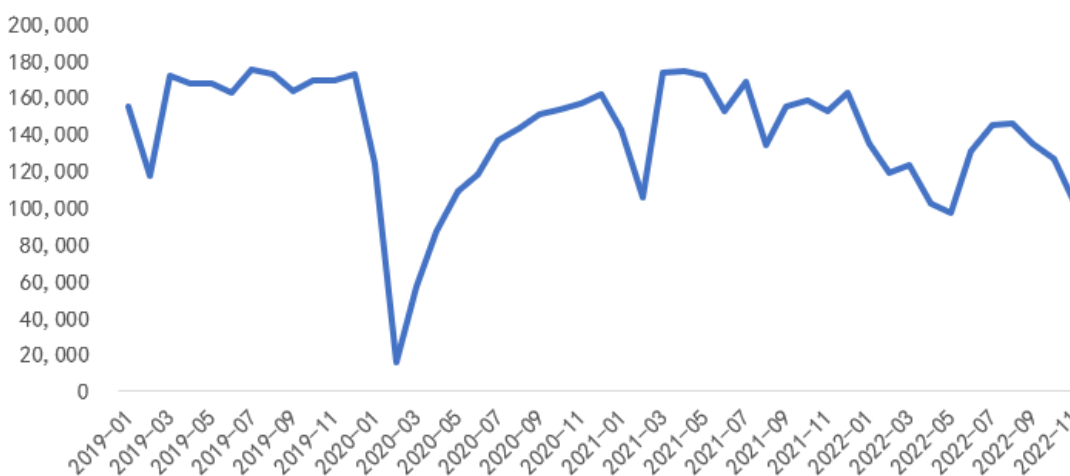
从第一直觉上看，防疫政策的宽松首先引致居民活动半径的重新扩大，尽管在初始阶段，居民对于外出频率和集体出行的安全性还有顾虑，但这对于线下消费是从 0 到 1 的变化，因此即便是修复速率偏慢，但趋势成立的意义也很大；随后如果看到了率先试点宽松方案的城市（石家庄，广州等）后续的经济活动复苏正常，且居民健康没有严重的影响，即可线性地认可未来全国各大城市效仿的可行性，这是最容易理解的部分，全国大型城市的地铁客运人数可以作为有效的跟踪指标。

主要城市地铁客运量表



数据来源: wind, 中信建投期货

主要城市地铁客运量: 月度



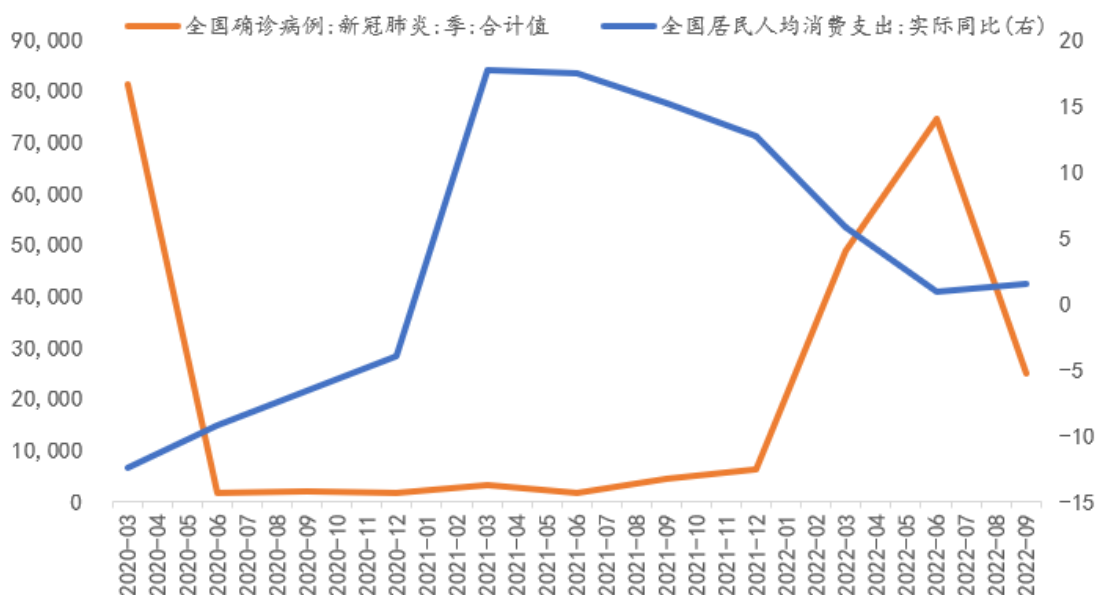
数据来源: wind, 中信建投期货

之于商品的供求因素, 潜在消费人群的恢复还只是前提条件之一, 此外我们仍需要讨论消费场景的恢复, 居民消费意愿和有效需求。

在供给侧, 我们把消费简单划分为服务业消费和一般商品消费, 我们普遍能感受到的是服务业供给主要受制于服务业从业人数, 但普通商品的供给主要受制于下游需求和因前期亏损而萎缩的经营现金流。因此当期一般商品的供应仍旧受到需求或需求预期的影响, 产能和开机率的约束不高。

在消费侧, 我们重点讨论当前消费意愿或有效需求, 在 2020 年一季度受疫情影响, 我国居民人均消费同

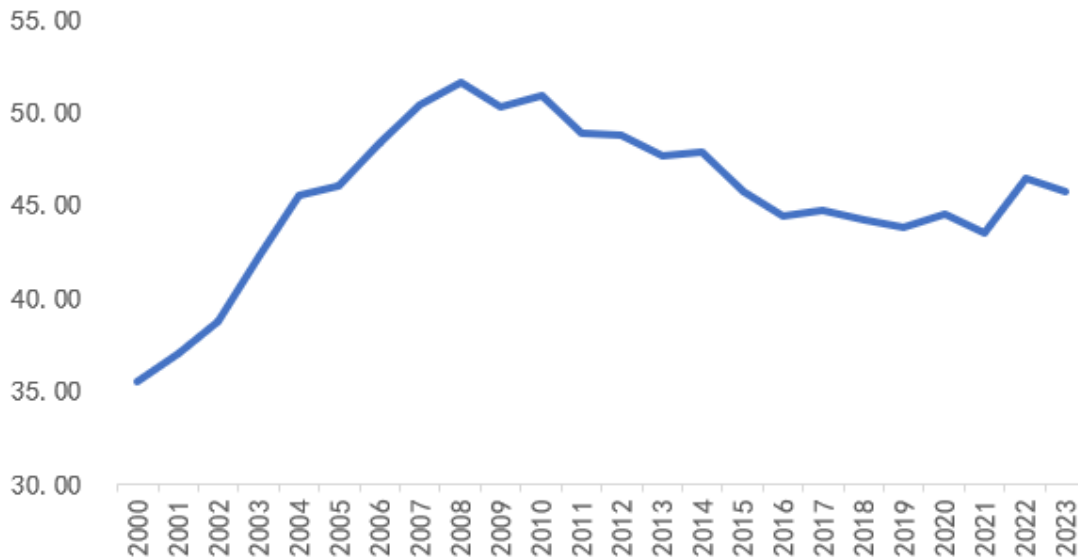
比下降 12.5%，并在 2021 年疫情防控压力缓解后迎来了年同比 12.6% 的增长。进入 2022 年，前三个季度居民人均消费的累积同比分别为 5.7%，0.8% 和 1.5%，且居民人均消费的累积同比的曲线与新增确诊人数存在很显著的反向关系。



数据来源: wind, 中信建投期货

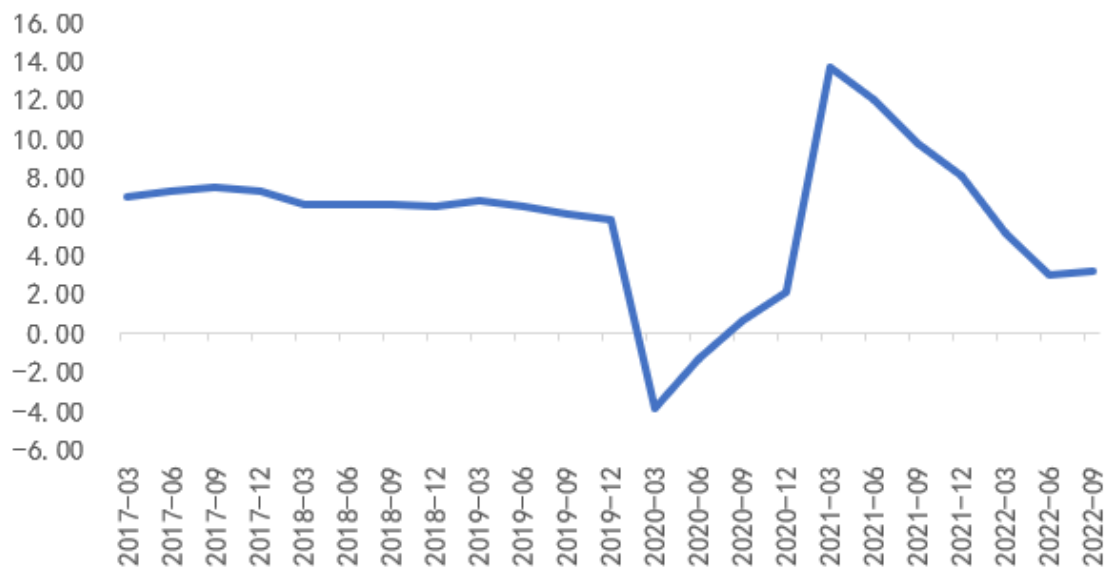
进一步讨论消费意愿，我们很难避开最近 3 年疫情大环境对于居民的收入和预期收入的影响。数据显示我们居民人均可支配收入同比在 2013-2019 年来临稳定在 6.1%-8.1% 的区间，2020 年，2021 年和 2022 年前三季度的累积同比分别为 2.1%，8.1% 和 3.2%，除了这收入增长放缓的表象之外，疫情期间 IMF 口径下，我国居民的储蓄率从 2019 年的 43.79% 上行至 2022 年 46.4% (IMF 预测值)。因此，按此路径推演，我们一方面需要重视居民活动半径扩大对消费的脉冲性向上动力，但另一方面本轮需求恢复的速率偏缓，且路径复杂。

IMF:我国居民储蓄率



数据来源: wind, 中信建投期货

全国居民人均可支配收入:累计实际同比



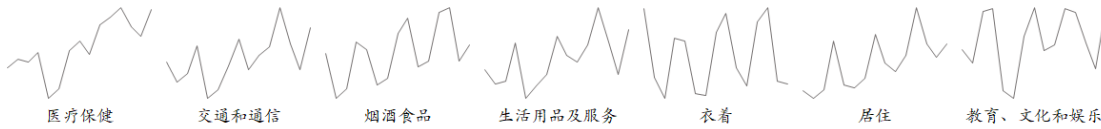
数据来源: wind, 中信建投期货

02、我国的经验:过去数次防疫压力边际好转时居民消费的变化

我国在过去三年的本轮疫情中有以下几段疫情局势恶化的时间窗口:2020年1-2月,2021年1月,2022年3-4月,2022年8月。我们对比过去三年居民消费分项支出的恢复情况,在医疗保健,交通和通信,烟

酒食品，生活用品及服务，衣着，居住，教育、文化和娱乐这七大类的消费分项中，**医疗保健，教育、文化和娱乐**这两个分项保有较强韧性，**教育、文化和娱乐，交通和通信**弹性最大。

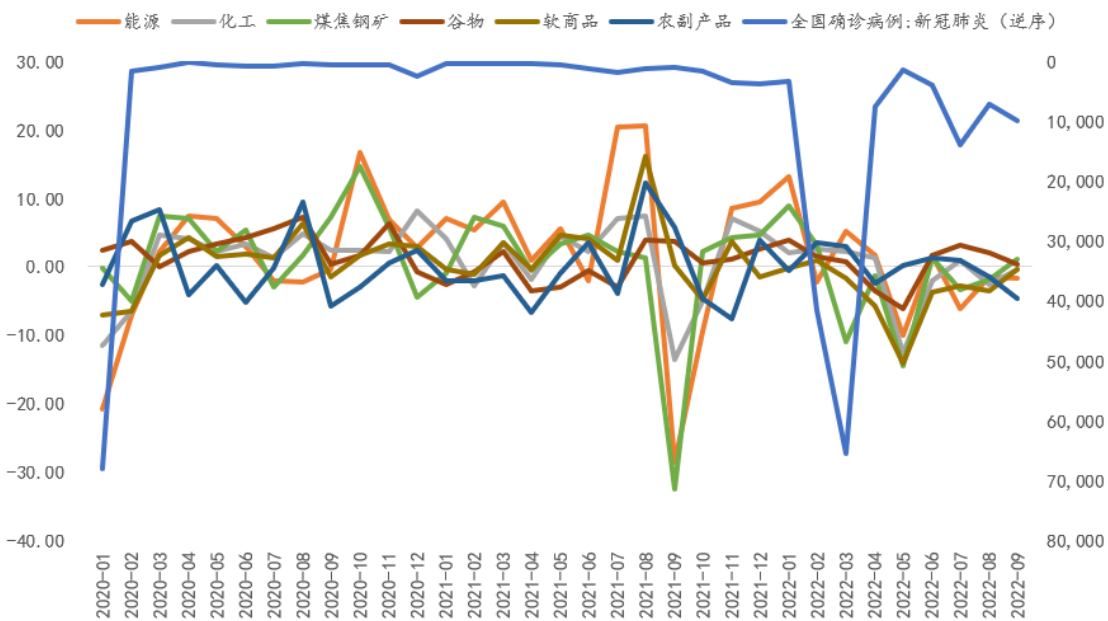
图：2020-2022 年居民人均分类支出



数据来源：wind，中信建投期货

基于以上数据，预计跟交通，通讯，教育，娱乐和娱乐等服务业这类跟线下消费场景高度相关的类别或者未来防疫政策宽松后最具增长弹性，在商品品类中跟出行需求相关的能源上游或有显著的中国需求增量。

图：2020-2022 年新诊断确诊人数与商品分类指数表现



数据来源：wind，中信建投期货

通过跟踪过去疫情月度累积确诊和商品的月度表现，我们大体上看出**能源，煤焦钢矿和软商品**与**全国确诊病例**保有比较强的相关性，从逻辑推演上看，疫情影响国内经济预期因此影响建材产业链需求预期，居民出行情况影响软商品预期。

03-海外经验：欧美防疫政策宽松对居民消费的影响

2021 年初美国国内在 ALPHA 毒株后多陆续开放，从美国消费恢复的节奏上看，首先有脉冲型消费增长的是居家用品（家具，小家电），汽车及零部件，随后是跟出行相关的交通相关的非耐用品，比如汽油等能源，但服饰，餐饮和食品的消费增幅相对落后，我们的初步判断是疫情深刻改变了居民的消费习惯，聚集性的

消费场景很难受到追捧。

展望与思考

在有序恢复正常生产生活秩序的过程中，居民消费有望边际性恢复，在恢复的节奏上，商品消费恢复的斜率大于服务消费。参照我国和海外在过去三年防控压力减弱的窗口期，居民对商品的支出跟踪上看，教育、文化和娱乐，交通和通信这几个分类弹性最大，其中，非耐用品消费有望存在脉冲性的上行阶段；

通过跟踪过去疫情月度累积确诊和商品的月度表现，我们大体上看出能源，煤焦钢矿和软商品与全国确诊病例保有比较强的相关性。

综上，能源和纺织产业链有望获得需求增量，进而获得驱动，但需要特别指出的是，需求侧的长期变化仍旧受制于居民收入预期，储蓄率等反应消费能力的底层指标，这些指标一方面通过失业率-工资的传导链条跟踪，改善相对偏慢，另一方面，居民的消费能力也可以来自于政府的转移支付等外生变量，或有立竿见影的效果，且主要驱动居民在耐用品品类的消费增量。

重要声明

本内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com