

# 研报精选

2021年6月21日 第28期

## **宏观专栏**

### **消费修复的“二次分化”**

报告认为，伴随疫苗注射推进，线下服务消费修复或将加快，出现消费修复的“二次分化”。服务消费有望成为未来一段时间主要的消费增长拉动，相比之下，商品消费进一步修复空间有限。

### **美联储看通胀：从欢迎转向警惕**

圣路易斯联储主席布拉德表示，近期通胀势头超出预期，美联储可能在2022年就开始加息，引发市场动荡。报告分析，布拉德的言论表明，一些美联储官员对通胀的态度已从欢迎转向警惕。

## **专题聚焦**

### **下半年大宗商品展望：并非超级周期**

报告认为，长期大宗商品可能并不具备整体结构性牛市的特征。下半年大宗商品需求差异对价格的影响趋弱，供给溢价将成为价格轮动的关键。各品种价格的相对表现排序：有色金属>农产品>能源>黑色金属>贵金属。

### **宠物食品：千亿市场，方兴未艾**

报告认为，我国宠物食品行业具有早期高成长红利，长期发展空间广阔的特征，增长源于宠物备受重视、宠物主科学养宠意识提升、购买力及意愿提高。报告认为产品、渠道、品牌三维核心能力强的企业有望突围。

## 宏观专栏

### 消费修复的“二次分化”

5月社会消费品零售总额两年平均增速回升，而近期的端午假期出游等消费增速较五一回落。如何理解近期消费数据的“矛盾”表现？我们认为，2020年，服务消费深度负增、商品消费较快修复，是疫情后消费修复的“第一次分化”。而在就业、收入等约束下，当前商品消费进一步修复空间有限；伴随国内疫苗注射的快速推进，线下服务消费修复或将加快，出现消费修复的“二次分化”。服务消费将成为接下来一段时间主要的消费增长拉动和相关领域的价格上涨推手。

近两月，线下服务相关消费修复明显快于商品消费，消费修复进程出现“二次分化”。5月，社会消费品零售总额两年复合同比增长4.5%，增速较4月份改善0.2个百分点。其中，商品零售和餐饮收入两年复合同比，分别较4月提高0.1和0.9个百分点。这是连续第2个月餐饮收入增速改善幅度高于商品零售。此前，在4月社会消费品零售总额中，商品零售和餐饮收入增速分别较1季度提高0.0和1.5个百分点。并且，五一假期较2019年同期，实现了疫情以来的首次假期出游人次正增长。这些数据特征均指向了线下服务相关消费的修复加快。

端午假期旅游出行的增速回落，更多受假期特点、广东疫情等扰动，并不代表消费服务的走弱。端午假期全国旅游出游人次和旅游收入，较2019年同期分别下降1.3%和25.2%，相较于五一假期增速均有回落。但从历史经验来看，端午假期旅游出行增速一般低于五一假期。因为五一小长假相对更适于出游，对旅游出行相关消费的拉动强于端午短假，即使计算同比增速，通常也会比端午假期增速更高。此外，年初的“就地过年”政策，对五一假期出行和消费形成一定支撑；而近期广东疫情反弹，则对端午假期出行形成一定抑制。

伴随我国疫苗注射工作的推进，年内或可实现群体免疫，线下服务消费修复可能加快。5月以来，我国疫苗注射工作推进明显加速，截至6月18日，当月日均注射量为1778.5万剂次，每百人疫苗接种量已达70.1剂次。在此基础上，按照中性情形线性外推，我国在下半年有可能实现群体免疫。比如按照每日

注射1000万剂次推算，我国大约在10月下旬实现每百人疫苗注射160剂次。考虑到消费行为的修复具有连续性、并不一定等到完全群体免疫后才回升，可能伴随疫苗注射的推进，服务消费修复便同步加快。

向后展望，商品和服务消费修复的“二次分化”仍将延续。疫情冲击下，就业摩擦、收入分化均有所加大，对居民收入和消费修复空间形成制约，商品消费的走势将趋于平缓。而线下服务由于其密切接触的特征，前期受疫情冲击较大、目前尚未修复到正常水平，未来仍有较大的改善空间。从全国假期旅游收入、全国旅客周转量等数据走势来看，目前仍处于修复通道中。和2020年商品消费先行、服务消费滞后的分化特征相比，2021年商品和服务消费的“二次分化”，则是商品消费平缓、服务消费加快的格局。

线下服务消费的进一步修复，可能对总消费形成边际拉动，并推升相关领域的通胀水平。居民最终消费中，约53%是服务，其中批发零售、住宿餐饮、交通运输、居民服务等受疫情影响较大。这4个行业合计，大约占居民服务消费的37.5%、居民总消费的19.9%，其边际变化对居民消费总量影响可观。此外，5月份服务CPI环比增长0.2%，连续第3个月环比超季节性，受旅游等分项拉动较大。由于去年2、3、5月无真实消费，旅游消费价格环比取0，旅游CPI同比增速可能存在低估。下半年旅游CPI同比可能出现两位数高增速，对服务CPI形成拉动。

---

以上观点来自：2021年6月20日中金公司研究部已发布的《消费修复的“二次分化”》

段玉柱 SAC 执业证书编号：S0080121040056

黄文静 SAC 执业证书编号：S0080520080004

郑宇驰 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

周彭 SAC 执业证书编号：S0080119080009

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 宏观专栏

### 美联储看通胀：从欢迎转向警惕

上周四，美联储点阵图给出了2023年加息两次的预期。周五，圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard）表示，近期通胀势头超出预期，美联储可能在2022年就开始加息<sup>1</sup>。布拉德的言论引发市场动荡。美元上涨，黄金、铜等大宗商品下跌，10年期美债收益率下行。股市方面，道琼斯指数下跌幅度超过纳斯达克，顺周期资产受到打压。

为什么布拉德的言论影响如此大？我们认为有两个原因：其一，布拉德在2022年有投票权，对明年货币政策具有一定影响力。美联储货币政策决议是由联邦基金利率委员会(FOMC)委员投票决定。拥有投票权的委员包括主席、理事、以及五位地方联储主席，其中，纽约联储主席拥有永久投票权，另外四个席位由其它地方联储主席轮换。今年布拉德没有投票权，但明年将通过轮换获得投票权。因此，他对货币政策的看法会引起市场更多的关注。

其二，布拉德的言论表明，一些美联储官员对通胀的态度已发生变化——从最初的欢迎通胀，转向警惕通胀。4月以来，由供给瓶颈带来的通胀引起了美联储官员的关注。虽然美联储采取平均通胀目标制(AIT)，但供给推升的通胀并不是美联储想要看到的，尤其是4、5月CPI超预期，令部分联储官员对通胀的看法变得更加警惕。但另一方面，也有官员倾向于保持耐心。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利（Neel Kashkari）周五表示，希望在2023年底之前都不要加息，以支持劳动力市场复苏。卡什卡利也希望取消利率点阵图，因为历史上点阵图经常给出过于鹰派的预期<sup>2</sup>。由此可见，美联储内部对通胀的看法存在较大分歧。

对市场而言，这次虽未发生“Taper恐慌”，却出现了“加息动荡”，背后的根源在于美联储对通胀风险估计不足。2013年美联储Taper曾引发市场动荡，

<sup>1</sup> 美国圣路易斯联储行长布拉德2022年将成为联邦公开市场委员会(FOMC)中有投票权的委员，明尼阿波利斯联储主席卡什卡利2023年将成为联邦公开市场委员会(FOMC)中有投票权的委员。

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>

<sup>2</sup> <https://www.cnbc.com/2021/06/18/feds-kashkari-opposed-to-rate-hikes-at-least-through-2023.html>

一个原因是美联储在与市场沟通时准备不足。这次美联储在Taper上吸取了教训，提前给市场吹风，因此目前尚未出现Taper恐慌。但今年美国CPI通胀超预期上行，不仅超出了市场预期，也令许多美联储官员措手不及。换句话说，此前美联储低估了美国通胀上行的风险，这才是上周资本市场动荡的根本原因。

**往前看，加息预期或难解通胀之困。**央行打压通胀的传统做法是货币紧缩，比如通过提高利率抑制需求。但这次美国通胀受到供给约束支撑，比如原材料与劳动力短缺，而货币政策在应对供给约束方面是无能为力的。此外，利率上升抑制需求的机制是替代效应（substitution effect），利率上升导致居民储蓄动机上升，消费支出下降。而疫情期间美国财政扩张大幅增加居民收入，带来较强的收入效应（income effect）。两股力量叠加，可能给收入效应会更强一些（毕竟当前美国居民储蓄率仍然较高）。从这个角度看，在供给未改善、需求仍比较强劲的情况下，美国CPI仍将面临上行压力，美联储对通胀的争论与分歧也将继续存在。

---

以上观点来自：2021年6月20日中金公司研究部已发布的《美联储看通胀：从欢迎转向警惕》

刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 下半年大宗商品展望：并非超级周期

#### 主题研究：结构性牛市并不遥远，但非超级周期

我们认为，大宗商品具备结构性牛市基础，需要同时满足两个条件，一是需求强度趋势向上，二是供给弹性下降。从历史经验看，不同国家的经济增长对大宗商品的消耗强度曲线具有相似特征，一般而言，趋势不会突变，这使得“趋势分析”成为可能。而不同国家的大宗商品消耗强度处于曲线的不同阶段，单一个体都可能影响整体趋势，“趋势分析”有助于捕捉市场里可能存在的结构性牛市的先兆信号，这是对大宗商品结构性问题的方法初探。

从实证结果看，目前大宗商品整体可能并不是超级周期的开端。从“趋势分析”看，当前大宗商品需求增长乏善可陈，供给约束独木难支。其中，部分工业品具备结构性牛市特征，但石油等其他大宗商品并不具有长期的结构性短缺趋势。而且，从上一轮大宗商品超级周期看，“趋势分析”初探方法可以行之有效地捕捉到结构性牛市的信号。

在今年全球经济逐步走出疫情影响的背景下，目前只有铜和铝存在结构性牛市的可能，而石油并不具备结构性牛市的特征。但不同于石油，工业品对其他大宗商品整体供应曲线的影响非常有限，可能难以带动大宗商品超级周期。

#### 2H21大宗商品展望：供需双K驱动，价格二元分布

在全球疫情冲击后，国内外经济活动的恢复既有时间的先后之分，也有程度的高低之别。在大宗商品市场里，一些品种走出波澜壮阔的“结构性牛市”，但也有的品种表现相对落后。我们认为，长期大宗商品可能并不具备整体结构性牛市的特征。而中短期来看，大宗商品价格轮动可能从三梯队分化转向二元分布，主要来自供需双K驱动。

中短期来看，大宗商品价格轮动可能从三梯队分化转向二元分布，主要来自供需双K驱动。对下半年，国内外需求K型分化后的收窄，以及供应溢价K型分化持续，可能成为大宗商品价格逐步见顶，同时波动区间下沿抬升的驱动

因素。我们预计，下半年大宗商品需求差异对价格的影响趋弱，这将推动大宗商品第二三梯队融合，而供给溢价也将成为二元分布的关键因素。结合我们对大宗商品的价格预测，在下半年大宗商品价格轮动中，各品种价格的相对表现排序为有色金属>农产品>能源>黑色金属>贵金属。

- **大宗商品需求增长的K型收敛。**对下半年来说，欧美疫情改善是与海外需求有关的大宗商品价格上涨的推动力，而国内需求正在经受相关大宗商品供需错配后涨价的考验。我们有理由相信，石油等海外需求相关的大宗商品存在补涨的可能，而螺纹钢等国内需求相关的品种则可能难有起色。而相比于其他品种，有色金属需求仍继续享有全球碳中和与美国基建计划带来的中长期新增长。整体来讲，下半年大宗商品需求差异对价格的影响趋弱。
- **大宗商品供应溢价的K型分化。**海外供应可能继续受发展中国家疫情和北美天气的负面影响，而国内大宗商品在三四月份的供应溢价在近期保供稳价的调控下可能难以持续。往前看，大宗商品价格轮动的二元分布可能主要来自于国内外供应溢价的K型分化。

---

以上观点来自：2021年6月15日中金公司研究部已经发布的《下半年大宗商品展望：并非超级周期》

郭朝辉 SAC 执业证书编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

## 专题聚焦

### 宠物食品：千亿市场，方兴未艾

我国宠物食品行业具有早期高成长红利，长期发展空间广阔，增长源于宠物备受重视、宠物主科学养宠意识提升、购买力及意愿提高。同时，企业实力增强，我们认为产品、渠道、品牌三维核心能力较强的企业有望突围，且企业战略、经营策略积极调整也尤为重要。

**宠物食品行业空间广阔，格局有集中空间：**宠物食品行业发展向荣，我们测算2020年我国宠物食品行业零售规模约834亿元，是宠物行业中的最大细分市场，2015~2020年CAGR达+24.4%。向前看，我们判断行业发展空间广阔，2025年行业规模有望超2,000亿元，动力源于宠物备受重视、科学养宠意识提升、居民购买力提高。竞争格局上，2020年CR5、CR10仅23.1%、32.9%，头部企业份额仍有长足提升空间。

**企业打磨核心能力，提升终端市场话语权：**我们认为当前国内企业正从产品、渠道、品牌三个维度打磨核心能力，提升自身在终端市场的话语权。1) 产品端，多通过完善的产品矩阵及细分产品创新；2) 渠道端，在线上、线下全面覆盖渠道网络，借此实现线上曝光引流、线下客户沉淀，从而增强客户粘性；3) 品牌端，企业自主品牌建设倚仗多品牌矩阵，形成交叉作战，同时通过持续的品牌教育以提升品牌力。

**企业战略聚焦国内市场，经营加速发展：**宠物食品企业积极开发国内市场，在战略、内功、经营策略上加速转型发展。1) 战略上，国内企业从前期聚焦海外代工，转向侧重国内业务发展自有品牌；2) 内功上，企业在产品质量、数字化运营、产能扩展上做出努力，增量提效；3) 经营策略上，市场及人力资源投放愈加积极，快速并购实现协同发展，策略调整以适应市场发展。

---

以上观点来自：2021年6月18日中金公司研究部的《宠物食品：千亿市场，方兴未艾》  
孙扬 SAC 执业证书编号：S0080516050001 SFC CE Ref：BME215

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2021.6.14 海外宏观专题报告：全球最低税率，影响几何？
- 2021.6.15 中国宏观专题报告：下半年宏观经济展望：宏观变局：聚焦供给约束
- 2021.6.15 中国图说中国宏观周报：现金管理类理财新规影响几何？
- 2021.6.16 中国宏观热点速评：5月经济数据点评：服务业复苏将快于工业
- 2021.6.17 海外宏观简评：美国货币政策变数增加
- 2021.6.18 海外宏观热点速评：宏观探市：从点阵图到资产价格

### 策略及大宗商品

- 2021.6.15 海外中资股策略：2021年下半年港股展望：重拾新经济
- 2021.6.15 全球资金流向监测：外资连续41周流入，美股转为流出
- 2021.6.15 主题策略：2021年下半年A股展望：重回成长
- 2021.6.15 海外策略：2H21海外市场展望：从增长外溢到流动性反噬
- 2021.6.15 2021年中大类资产配置展望：复苏错位，轮动异步
- 2021.6.15 大宗商品：2H21大宗商品展望：并非超级周期
- 2021.6.17 大宗商品：商品指数：加强规范，正当其时
- 2021.6.17 海外策略：6月FOMC：散点图大幅改变美联储退出节奏了么？
- 2021.6.18 主题策略：集两板之长，聚科技之光——中证科创创业50指数解析
- 2021.6.19 全球资金流向监测：外资连续42周流入，互联互通双向流出
- 2021.6.20 A股策略周报：风格变化的全球背景
- 2021.6.20 大宗商品：图说大宗：价格回落，未来走势分化
- 2021.6.20 海外策略：全球疫苗接种进展依然分化巨大 疫情复工周度追踪（6月20日）
- 2021.6.20 海外市场观察：近期美元涨长债跌为哪般？ 2021年6月14日~6月20日

### 固定收益

- 2021.6.15 中资美元债周报：新发回落，高收益地产继续下跌——中资美元债周报
- 2021.6.16 资产证券化分析周报：ABS一周市场回顾
- 2021.6.16 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2021.6.16 简评：地产基建回落，债市仍是资产荒逻辑——2021年5月经济数据点评
- 2021.6.17 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2021.6.18 固定收益资产配置策略周报：美联储边际收紧，中国债券或跑赢——债券相对价值体系跟踪第四十四期
- 2021.6.18 中国可转债策略周报：当指数变得难以跑赢

- 2021.6.19 中国房地产债券月报：5月房地产债券月报：— 销售持续回落，个体隐忧再现
- 2021.6.20 专题研究：美国通胀超预期，美联储边际收紧，然后呢？——中金债券市场调查2021年6月期

## 行业

- 2021.6.14 节能环保：发改委发文推进固废资源化，CCER渐行渐近
- 2021.6.14 电力电气设备：广东海上风电政策落地，推动行业持续发展
- 2021.6.14 家电及相关：家电经典时代转向品牌出海、第三消费时代
- 2021.6.14 银行：预计现金管理类理财产品整改软着陆，7万亿元理财迎准货基时代
- 2021.6.14 有色金属：铝：铝锭抛储靴子落地，不改铝市健康格局
- 2021.6.14 机械：超声水表渗透率较低，有望替代机械水表
- 2021.6.15 主题研究：项目电价及开发规则利好，光伏迎积极拐点
- 2021.6.15 有色金属：氢氧化锂继续上涨，氧化镨钕价格有望逐步企稳
- 2021.6.15 汽车及零部件：新能源车保持高景气度，行业有望迎来加库存周期
- 2021.6.15 交通运输物流：周报：科技驱动供应链发展；滴滴递交招股书
- 2021.6.15 医疗健康：《数据安全法》发布，规范数字健康发展
- 2021.6.15 主题研究：新能源车月度观察：中欧渗透率维持高位，动力全球双寡头格局强化
- 2021.6.15 金融：财富行业竞争格局的几点讨论
- 2021.6.15 主题研究：追“宗”系列 | 铜铝价格或高位震荡，玻璃淡季蓄势待发
- 2021.6.15 有色金属：5月铜材开工下降，秘鲁铜矿供应风险上升
- 2021.6.15 证券及其他：以服务实体经济为初心,加快行业高质量发展
- 2021.6.16 房地产：周报#247：销售边际降温，5月信贷同比少增
- 2021.6.16 石油天然气：石化月报(第四期)：大炼化出海——应对碳中和系列之一
- 2021.6.16 传媒互联网：数据月报：5月手游持续增长，影市渐回暖
- 2021.6.16 房地产：中金看海外公司 | 普洛斯：全球领先的现代仓储物流服务商
- 2021.6.17 房地产：基本面降速但仍具韧性，按揭现收紧迹象
- 2021.6.17 交通运输物流：航空：五月行业需求恢复进程略有波动
- 2021.6.17 可选消费：5月社零较19年同期+9.3%，延续回暖态势
- 2021.6.17 建筑与工程：5月建筑数据点评：制造业投资延续较快增长
- 2021.6.17 基础材料：5月点评：钢价回归理性，建材蓄势待发
- 2021.6.18 传媒互联网：5月电商数据：短期承压；长期基本面稳健
- 2021.6.18 消费赛道研究：宠物食品：千亿市场，方兴未艾
- 2021.6.18 物业管理服务：2021年下半年展望：黄金年代正当时

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn