

## “滞胀”对居民消费有何影响？

2021年11月11日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

■ 当前我国经济兼具“滞”和“胀”的特征，这对居民消费而言是否意味着更大的下行压力？本篇报告中，我们从“滞”和“胀”两个方面来讨论居民消费将受何影响。尤其对明年而言，疫情反复可能依然是消费的一大逆风，PPI高涨将逐渐向CPI传导，“滞”与“胀”对消费复苏的影响可能更加凸显。那么，局部疫情扩散是否显著拖累消费复苏进程？通胀背景下社零增长中价格因素的贡献有多大？

■ 局部疫情扩散是否显著拖累消费复苏进程？

■ 疫情传播省份的经济水平决定了其经济影响程度。今年以来我国一共出现了六轮局部疫情，其中第三轮、第四轮疫情的传播省份（分别发生在广东、江苏等省）经济水平较高，导致三季度全国工业和消费增速下滑幅度相对较大（图1）。

■ 为了更直观地刻画局部疫情对社零的冲击，我们不妨先计算一个没有疫情情况下的社零趋势水平。假设2020年以来社零规模以疫情爆发前的2013-2019年年均增速持续增长，则去年以来实际的社零规模基本持续低于趋势水平（图2）。其中除疫情首次爆发时的全国性冲击外，第四轮局部疫情爆发后（2021年7-8月江苏等省）社零与趋势水平相差最大。

■ 进一步计算，我们发现该差距大致可以用疫情爆发省份的社零占比与疫情持续天数作简单估算，即用单日社零规模\*疫情持续天数刻画疫情造成的消费损失，计算结果基本与实际社零和趋势水平之间的差距相当（表1）。10月以来的这一轮局部疫情虽然传播人数接近于第四轮，但传播省份社零水平不及第四轮的一半，因此我们预计此轮疫情对全国消费影响相对有限。

■ 通胀背景下社零增长中价格因素的贡献有多大？

■ 当前的通胀环境实际上是PPI和CPI的剪刀差屡创新高，因此“胀”的因素并未明显体现在居民消费价格中。2021年以来社零价格同比整体维持稳定，且略低于疫情前水平（2019年）（图3）。

■ 分产品来看，各类消费品价格分化程度大于过去三年平均水平。例如燃料、汽车消费价格同比大幅高于历史表现；化妆品、食品则出现了价格同比下滑（图4）。

■ 如图5所示，在量价的供需框架下（参考《出口量价拆分的分析框架》），分布于一、三象限的产品消费由需求因素主导，二、四象限由供给因素主导。可见：（1）燃料和汽车价格同比大涨主要受供给约束的影响；（2）化妆品价格同比下滑则可能体现了需求收缩下供给端的降价促销；（3）食品价格的同比下滑本质上也是供给充足的体现，例如今年以来猪肉供给压制猪价；（4）家电、家具价格同比虽然位于正常水平，但销售数量同比偏低，体现地产销售疲软下的地产链需求乏力。

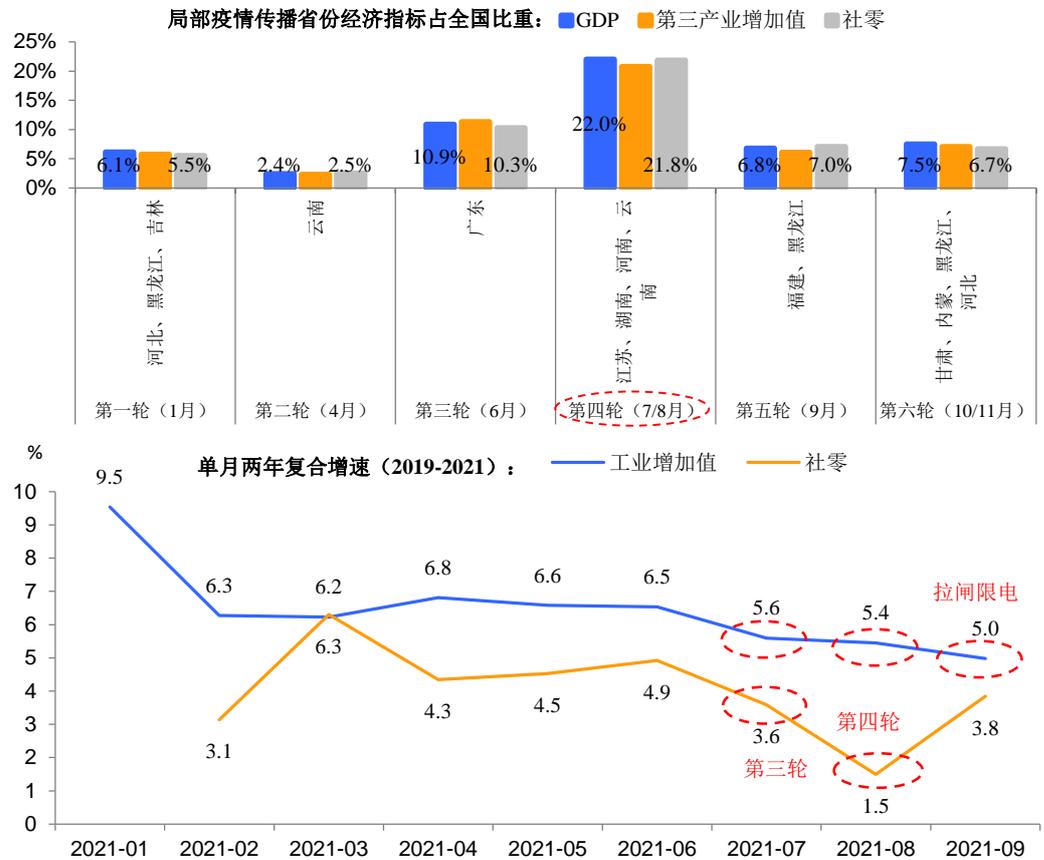
■ 基于此，我们认为明年来看，汽车消费有望受益于供给缓解后的需求释放；地产链产品消费取决于直接影响地产销售的政策走向；化妆品消费回暖则需等到居民收入水平恢复带来可选消费需求的回升。此外考虑到CPI在明年可能温和上行，必选消费将兼具价量支撑。

■ 风险提示：疫情扩散超预期、国内外政策超预期

### 相关研究

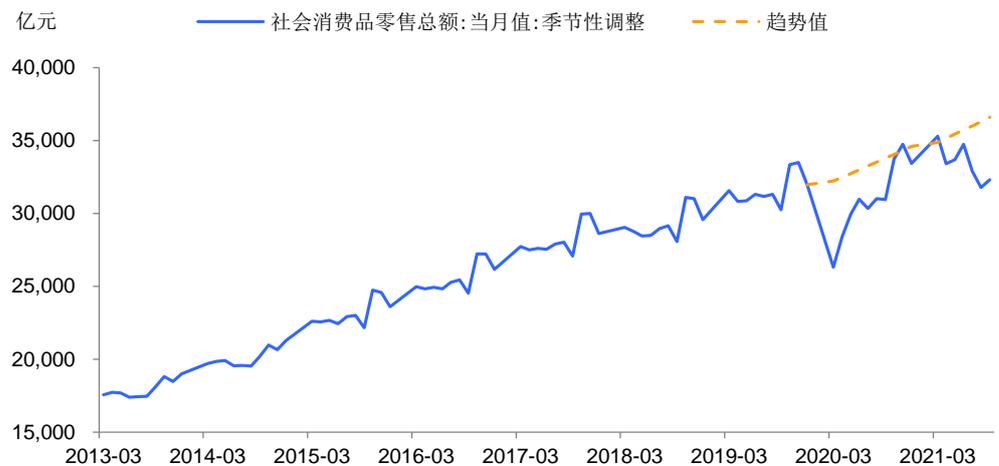
- 1、《宏观周报 20211108：碳减排支持工具如何破局滞胀？》2021-11-08
- 2、《宏观周报 20211107：“类滞胀”交易：中美金融市场有何不同？》2021-11-07
- 3、《宏观月报 20211107：我国对美出口为何持续强劲？》2021-11-07
- 4、《宏观月报 20211105：Taper后第一份非农数据的四大信号》2021-11-05
- 5、《宏观月报 20211103：Taper落地后，加息还有多远？》2021-11-03

图 1: 2021 年 7-8 月局部疫情传播省份经济水平较高, 全国工业和消费受影响程度较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 局部疫情的冲击导致社零规模低于趋势水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

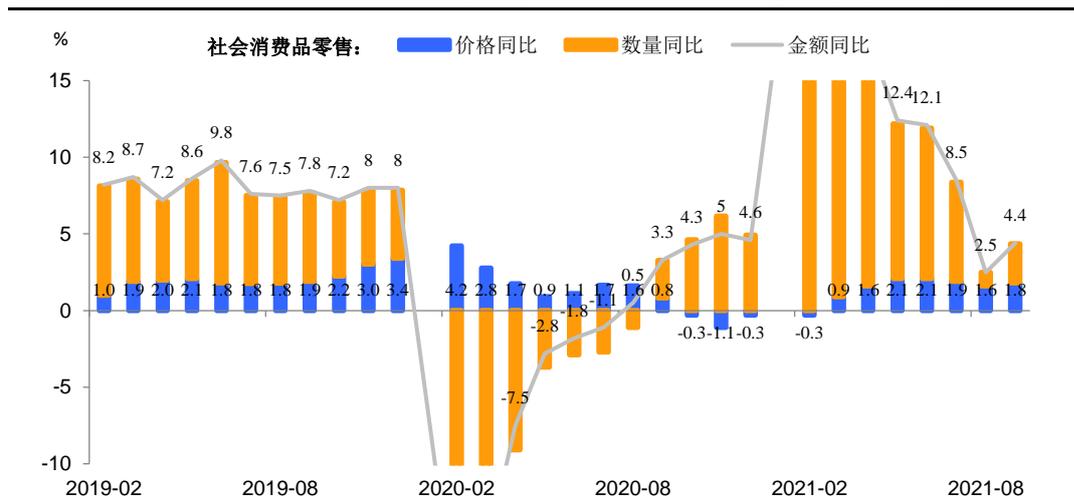
表 1: 局部疫情对全国社零冲击的量化测算

	社零总额 (季调) (亿元)	趋势水平 (亿元)	实际较趋势水 平的差距	疫情影响	疫情冲击量化 测算
2021-06	34,739.49	35,721.06	2.7%	6月前10天广东	3.4%
2021-07	32,908.48	36,005.90	8.6%	6月前10天广东、7月后10天江苏等地	9.2%
2021-08	31,781.04	36,293.02	12.4%	7月后10天、8月前15天江苏等地	15.2%
2021-09	32,303.15	36,582.42	11.7%	8月前15天江苏等地、9月后20天福建等地	11.2%
2021-10	35,209.64 (E)	36,874.14	/	9月后20天福建等地、10月后10天甘肃内蒙等地	4.5% (E)

备注: 考虑到上月疫情对本月社零的冲击存在减弱, 上表中我们倒推计算出减弱的程度为40%; 2021年10月为考虑疫情冲击后的预测值

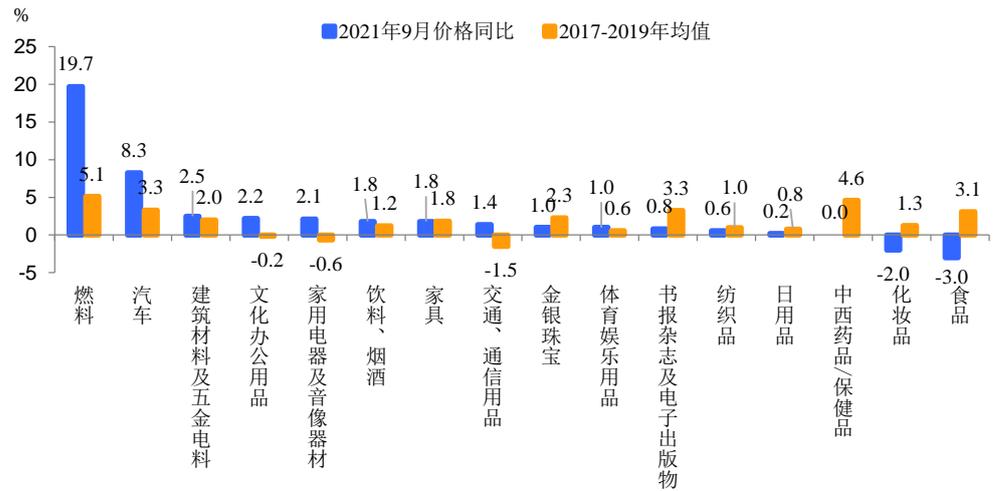
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年以来社零价格同比略低于疫情前水平 (2019 年), 整体维持较稳定水平



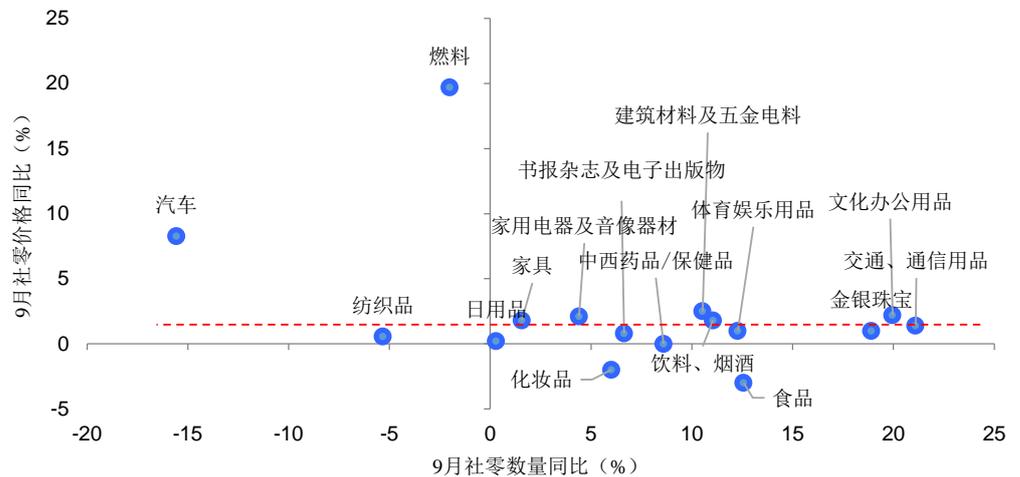
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 各类消费品价格分化程度大于过去三年平均水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 9 月各类商品零售的价格表现



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_29248](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29248)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn