

美国供应链矛盾的影响、转机与孕育的机会

证券研究报告

2021年11月01日

● 核心结论

当前美国供应链结构矛盾仍在升级，呈现出以下特征：（1）海港集装箱的进口重箱维持高位、进口空箱维持低位，出口重箱下滑、出口空箱攀升。（2）停滞海港的船舶数量迅速增长，问题集中于西海岸，东海岸情况稍好。（3）供应链危机仅集中在大型港口，中型港口却空闲。（4）耐用品需求回落，国际贸易压力边际缓和；卡车运力不足，内部运输压力加剧。（5）美国政府已采取应对措施，但我们认为实施效果可能不及预期。

港口拥堵和供应链危机有何影响？（1）推升美国内外部运输价格，加剧美国高通胀压力。（2）美国企业库存不足、订单积压；库存紧张程度上，零售商>批发商>制造商；耐用品批发商>非耐用品批发商；零售商中，机动车与零件经销商的库存问题最严峻。（3）美国居民抢购现象严重；民意调查显示圣诞节日用品的采购意愿也已提前。（4）推升美国通胀预期，加息预期在9月中旬开始快速上升。

当前供应链危机是如何造成的？（1）运力需求端：政府财政补贴撤出后，居民商品消费热度不减。9月份，美国零售销额、成屋和新建住房销售量均录得环比正增长，涨价潮和圣诞节假期更是推升抢购情绪，加剧美国库存短缺和货物进口需求。（2）运力供给端：首先，供应链劳动力严重短缺。在全美劳动力参与率、就业率整体尚未恢复的大背景下，运输行业工作因具有特殊性，其职位空缺问题或比其他行业更难解决。第二，大量集装箱积压滞留美国，导致集装箱调度紧张，供不应求。第三，美国运输网络的基础设施状况较差，从海港到内陆运输，均无法承受当前飙升的货运流量。此次供应链危机或将推进拜登基建计划的落地实行。

美国供应链问题如何解决？（1）运力需求端，要看美国居民服务型消费的增长。明年上半年，随着出入境限制放开，密集节日引发的购物潮结束，美国服务型消费将进一步增长、商品消费将降温。（2）运力供给端，关键在于劳动力市场的恢复。尽管8月美国职位空缺高位回落，但供应链危机中，运输业体力型与技能型劳动力短缺的结构性矛盾或需要更长时间才能改善。明年一季度美国供应链矛盾有望边际改善、二季度末或是美国海运供需矛盾、供应链问题的转折点。

虽然供应链危机推升加息预期，但明年不加息或仍为大概率。加息预期升温仅是加息靴子落地的必要不充分条件，货币政策节奏往往与美国政治周期有关。另外，供应链矛盾化解或孕育投资机会，海运等运输成本回落， “海运价格受损”商品将会显现出极大的 α 。

风险提示：全球疫情超预期、美国政策超预期、就业前景低于预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、当前美国供应链结构矛盾仍在升级	4
(一) 美大型港口吞吐特征：进口重箱维持高位、进口空箱维持低位；出口重箱仍在下滑、出口空箱继续攀升	4
(二) 港口停滞船舶数量迅速增长，西岸比东岸拥堵更严重	5
(三) 所谓的供应链危机仅集中在大型港口，中型港口却空闲	6
(四) 耐用品需求回落，国际贸易压力边际缓和；卡车运力不足，内部运输压力加剧	7
(五) 美国政府已开始应对，但运输环节劳动力短缺等因素导致效果大打折扣	8
二、港口堵塞和供应链矛盾的四大影响	9
(一) 供应链矛盾持续推升美国内外部运输价格，加剧美国高通胀压力	9
(二) 物流低效，美国商业库存告急，且库存短缺亦有结构性特征	10
(三) 美国国内恐慌性抢购，圣诞节采购提前	13
(四) 通胀预期上升，加息预期提前	14
三、供应链矛盾是多重因素共振的结果	16
(一) 运力需求端：财政补贴撤出后，居民消费需求未减	16
(二) 运力供给端：劳动力、集装箱、基础设施环环相扣、皆不给力	18
1. 体力型与技能型劳动力短缺	18
2. 空箱增加与需求不减共振下集装箱数量紧张	19
3. 美国运输网络的基础设施状况较差	20
四、密集节日仍将强化供应链矛盾；明年 H1 才将迎来拐点	21
(一) 短期内，美国运输网络难以改善	21
(二) 解决供应链矛盾或有两个关键点；明年上半年供应链矛盾有望逐步改善	21
五、两个需要补充的问题及我们的理解	22
(一) 明年美联储真的会加息吗？加息预期升温仅是加息靴子落地的必要不充分条件	22
(二) 以美国为代表的供应链矛盾化解是否孕育着投资机会？	22
六、风险提示	22
(一) 全球疫情超预期	22
(二) 美国货币政策与财政政策超预期	22
(三) 美国就业前景低于预期	22

图表目录

图 1：洛杉矶港进口：重箱维持高位，空箱数量很少	4
图 2：洛杉矶港出口：重箱减少，空箱增加	4
图 3：新泽西纽瓦克港进口：重箱维持高位，空箱数量很少	4

图 4: 新泽西纽瓦克港出口: 重箱减少, 空箱增加	4
图 5: 洛杉矶和长滩港的班轮在港时间远超其他港口	5
图 6: 当前美国的主要进口对象为亚洲	6
图 7: 洛杉矶-长滩港口货船密集	6
图 8: 新泽西纽瓦克港口堵塞程度较轻	6
图 9: 洛杉矶-长滩港北部为奥克兰港	7
图 10: 奥克兰港业务较为空闲	7
图 11: 中国出口美国的集装箱运价从 2020 年 8 月开始大涨	9
图 12: 2021 年中国国际海员薪酬指数快速上涨	10
图 13: 美国国内运输和仓储服务 PPI 同比涨幅处于高位	10
图 14: 美国供应管理协会积压订单指数飙升	11
图 15: 美国供应管理协会商业客户库存指数处于低位	11
图 16: 库存紧张程度: 零售商 > 批发商 > 制造商	11
图 17: 2021 年 8 月的制造业、批发业、零售业库存/销售比率和 2019 年的对比	12
图 18: 2021 年 8 月耐用品批发商的库存/销售比率和 2019 年的对比	13
图 19: 2021 年美国居民有明显圣诞抢购意识	14
图 20: 美国各类商品正在普遍涨价	14
图 21: 纽约联储的消费者调查中, 通胀预期上升	15
图 22: 美国 10 年期国债的通胀溢价从 9 月下旬开始上升	15
图 23: 美国加息预期从 9 月中旬开始快速上升	16
图 24: 9 月份大部分零售商品和食品服务的销售额环比正增长	17
图 25: 2021 年 9 月美国成屋销售量上升	17
图 26: 2021 年 9 月美国新建住房销售量上升	17
图 27: 10 月份 NAHB/富国银行住房市场指数继续上升	18
图 28: 贸易运输和公用事业的职位空缺率仍在提升	19
图 29: 洛杉矶港集装箱可得性指数处于高位, 上海的集装箱可得性下降	20
图 30: 2020 Q4 至今, 中国贸易出口集装箱数量快速上涨	20
图 31: 2021 年中国出口集装箱的均价快速上涨	20
图 32: Delta 病毒的感染高峰期已过	22

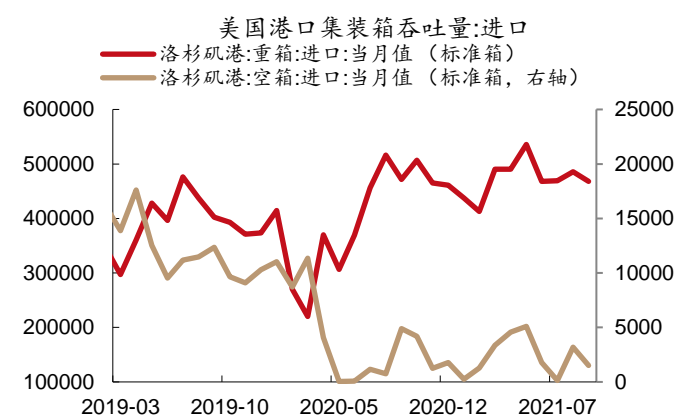
一、当前美国供应链结构矛盾仍在升级

(一) 美大型港口吞吐特征：进口重箱维持高位、进口空箱维持低位；出口重箱仍在下滑、出口空箱继续攀升

根据集装箱吞吐量排名，2020年美国前五大港口为：洛杉矶港、新泽西纽瓦克港、长滩港、萨凡纳港、休斯顿港。其中洛杉矶港和长滩港相邻，位于加利福尼亚州的太平洋海岸；新泽西纽瓦克港、萨凡纳港位于大西洋海岸；休斯顿港在墨西哥湾岸边。2021年二季度以来，美国大型港口的集装箱吞吐量呈现出四大特征：进口重箱维持高位、进口空箱很少、出口重箱下滑，出口空箱持续增加。

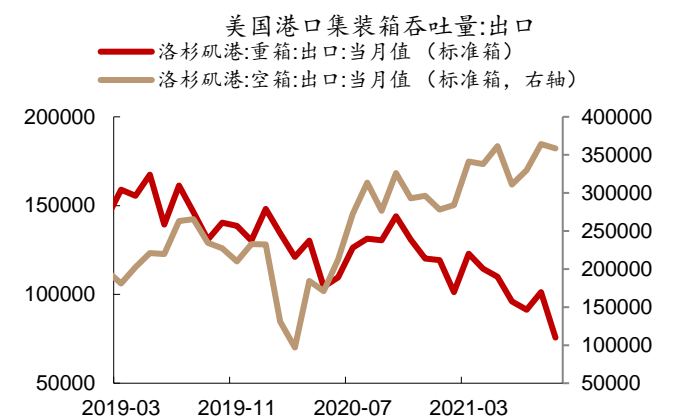
以洛杉矶港口为例。进口重箱数量在2021年5月份达到最高值53.6万箱，9月份下滑至46.8万，但仍处于高位，与2020年11月的水平相近。9月份，进口空箱数量从8月的3201箱下降至1511箱，仅为2019年同期的12%。出口重箱数量从2020年10月至2021年9月由14.4万箱下降至7.6万箱。出口空箱数上升，从2021年1月的27.8万箱上升至9月的35.9万箱。

图1：洛杉矶港进口：重箱维持高位，空箱数量很少



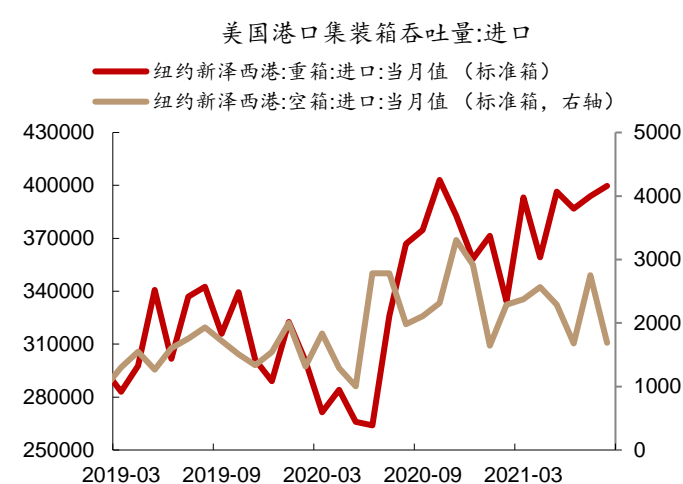
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：洛杉矶港出口：重箱减少，空箱增加



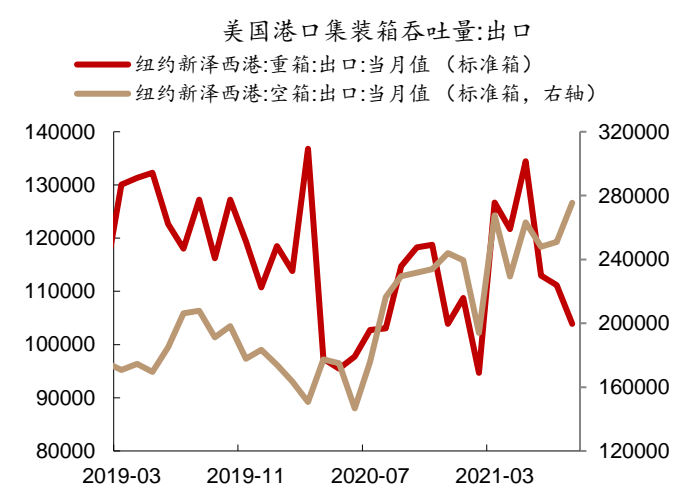
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：新泽西纽瓦克港进口：重箱维持高位，空箱数量很少



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：新泽西纽瓦克港出口：重箱减少，空箱增加



资料来源：Wind，西部证券研发中心

大型港口集装箱吞吐特征说明今年上半年进口与出口对美国商品贸易逆差屡创新高皆为正贡献；下半年美国商品贸易逆差仍处高位则主要与出口进一步放缓有关。

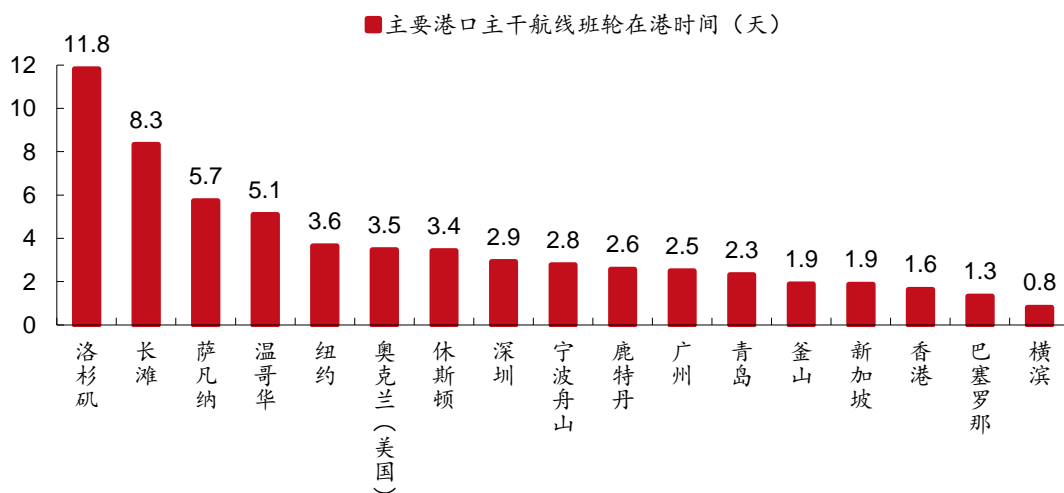
（二）港口停滞船舶数量迅速增长，西岸比东岸拥堵更严重

停滞在港口的船舶数量正在迅速增长。据美国南加州海运交易所统计，10月21日洛杉矶和长滩港口外等待卸货的集装箱轮高达79艘，刷新历史纪录。10月18日洛杉矶港口执行董事 Gene Seroka 表示，“码头上约有25%的货物已经滞留了13天或更久”、“目前我们大概有两周的工作量”。虽然依照拜登10月13日的指令，洛杉矶-长滩港口已经开始24/7工作模式，但船舶拥堵情况并未好转。

美国东部的大西洋海岸港口较西部的状况稍好，美国的主要进口对象为亚洲而非欧洲。从班轮平均在港时间上看，2021年9月洛杉矶港班轮平均需在港滞留11.8天，长滩港班轮的平均在港时间为8.3天。相比之下，在美国东岸的纽瓦克港口、萨凡纳港，以及墨西哥湾的休斯顿港，班轮平均在港时间分别为3.6天、5.7天、3.4天，均不及洛杉矶港船舶停滞时间的一半。从港口船舶实时地图上看，洛杉矶-长滩港的船舶密集程度明显高于东岸的新泽西纽瓦克港（如图7和图8，黄色、橙色、绿色、蓝色圆点分别代表货船、油轮、客轮、其他类型或辅助船只）。

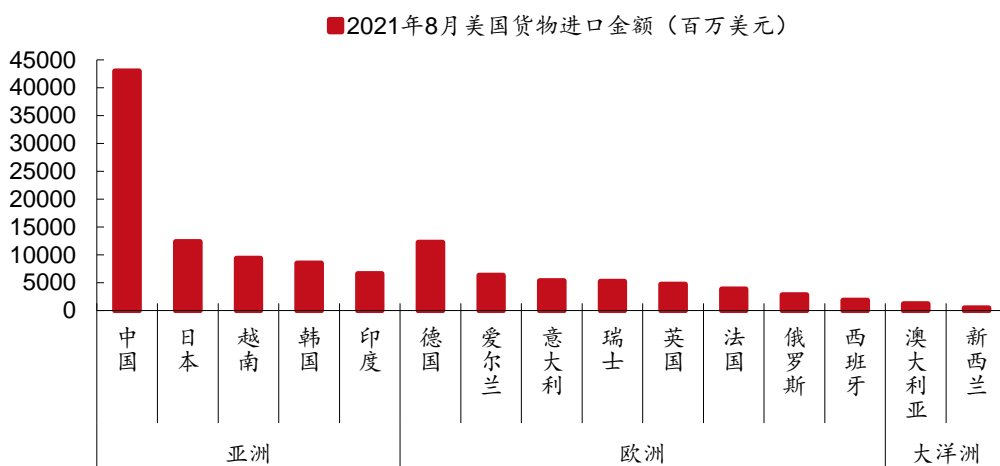
洛杉矶港和长滩港的惊人延误或将推动进口商向东岸港口转移。一般而言，来自亚洲的货物先从西海岸入港，然后通过铁路和公路等运送至美国各个地区，是最符合经济效益的方式；但如果需要在洛杉矶港口滞留十几天，那么航运公司也可能转向东岸。

图5：洛杉矶和长滩港的班轮在港时间远超其他港口



资料来源：上海航运交易所，西部证券研发中心

图6：当前美国的主要进口对象为亚洲



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：洛杉矶-长滩港口货船密集



资料来源：Marine Vessel Traffic，西部证券研发中心（截图于10月26日）

图8：新泽西纽瓦克港口堵塞程度较轻



资料来源：Marine Vessel Traffic，西部证券研发中心（截图于10月26日）

（三）所谓的供应链危机仅集中在大型港口，中型港口却空闲

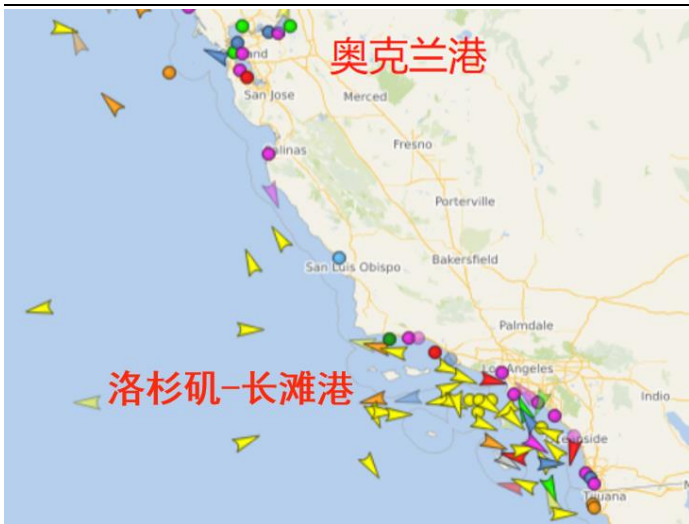
美国的洛杉矶/长滩港运输压力巨大，但是中小型港口却期待更多业务。在美国最大的洛杉矶-长滩港的北部是奥克兰港口，2020年集装箱吞吐量美国排名第十。10月19日，奥克兰港口的海事主管公开呼吁航运公司改变航线，希望能有更多船舶入港：“奥克兰海港没有拥堵，我们已经为更多的业务做好了准备”、“我们需要与更多的海运公司恢复业务，以稳定供应链”。随后奥克兰港发布新闻稿《奥克兰港码头没有积压，需要货物》。文中表示，今年8月份以来，港口就没有出现过船舶积压的情况；9月仅有54艘船在奥克兰港停航，是自2015年以来的最低值。9月份奥克兰港的进口量较2020年9月同比下滑13%，出口量下滑18%。

承运公司忽略奥克兰港口，实则出于财务动机。洛杉矶-长滩港口十分重要，国际航线

宏观专题报告

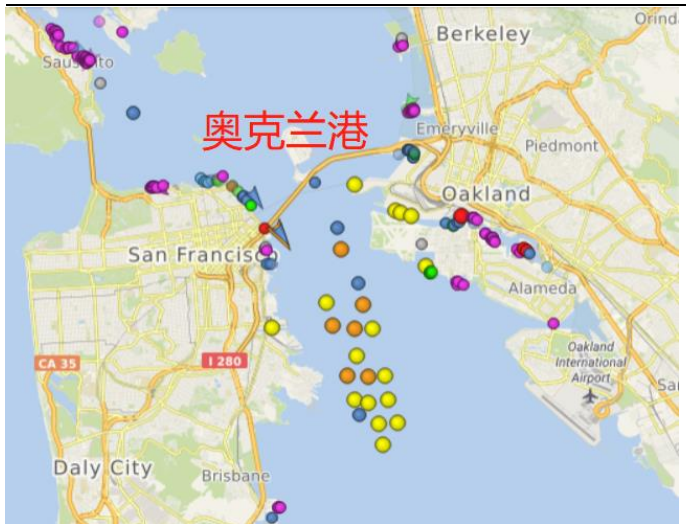
路一般不会跳过，而船舶在洛杉矶-长滩延误过长时间后，为了尽快回到亚洲，只能跳过奥克兰港。因此，在美国大型港口拥堵不堪的同时，中型港口的业务量却下滑。奥克兰港在10月19日的公开呼吁引起了海运公司对中型港口的更多关注，如果接下来中型港口的业务量增加，那么将为大型港口起到分流作用，大型和中型港口的效率都将有所提升。

图9：洛杉矶-长滩港北部为奥克兰港



资料来源：Marine Vessel Traffic, 西部证券研发中心（截图于10月26日）

图10：奥克兰港业务较为空闲



资料来源：Marine Vessel Traffic, 西部证券研发中心（截图于10月26日）

（四）耐用品需求回落，国际贸易压力边际缓和；卡车运力不足，内部运输压力加剧

美国港口压力已由进港集装箱增速过快转变为内部运输效率仍偏低。卸载下来的集装箱不能及时被运走，只能在港口堆积滞留，这就像把10条高速公路车道的货物运到了港口，然后需要把它们塞进5条公路。但我们在此前的报告中反复提到，5月以来美国消费结构已经由线上转为线下、耐用品消费转向服务消费，且前文亦指出下半年以来进口集装箱虽维持高位但并未进一步攀升，因此说明目前美国港口压力已由进港集装箱增速过快转变为内部运输效率仍偏低。

卡车运力不足的根本原因是劳动力短缺，尤其卡车司机工作具有特殊属性。不同于零售业员工或者码头搬运工，训练几小时就能上岗，卡车司机需要运送大量货物，在目前运力紧张的状况下更是要求夜间行驶，对驾驶技术、体能和耐力、年龄和性别都有要求。其次，根据美国劳工局统计，2020年美国卡车司机中45岁以上占比54%，55岁以上占比30%。疫情之下，这些本已接近退休年龄的人群很可能选择提前退休。年长者感染新冠、得重症的概率更高，在收入和储蓄足够维持生活的情况下，没必要去暴露在病毒环境中冒险。

另外，供应链除了港口提货的环节，之后的工厂运送给批发商、批发商运送至零售商等环节，卡车都十分重要。如果为了缓解集装箱积压的问题，将有限的资源调度至海港码头，那么供应链其他环节也会受到影响。

(五) 美国政府已开始应对，但运输环节劳动力短缺等因素导致效果大打折扣

10年13日，白宫宣布美国洛杉矶港口实行24/7运营，此前长滩港口已经在9月中旬开始24/7运作。政府文件表示这两个港口是40%集装箱进入美国的入口，2021年的集装箱运输量有望达到新高；8月份，洛杉矶和长滩港进出口的集装箱数量分别增加了30%和20%。拜登表示，此前美国并没有充分认识到夜间和周末工作的可能性，非高峰时段工作能够提高港口搬运效率，同时可以帮助释放运输系统其他部分的产能，包括高速公路、铁路和仓库，减少白天的拥堵。

除了要求港口24/7运营，六个大型企业也承诺加快从港口提货。美国最大的零售商沃尔玛承诺大幅增加夜间工作时间，计划在未来几周内将吞吐量提高50%；UPS将增加24/7运营模式的使用，将其从港口运输的集装箱数量增加20%；FedEx致力于将夜间运出港口的货物数量增加一倍；三星承诺在未来90天内24小时运营；家得宝承诺在洛杉矶港和长滩港的非高峰时段，每周增加10%的集装箱运出；Target目前约50%的集装箱在夜间运输，公司承诺在未来90天内将这一数量增加10%。

但是拜登的这一命令落实效果可能不及预期。第一，港口24/7运作、企业24/7提货，意味着需要招聘更多员工来日夜轮班，而美国的劳动力短缺仍严重。洛杉矶和长滩港及相关企业能否找到足够的人来支持全天候运营，是否需要给夜班和周末工作的人提供更高的工资，都存在问题。

第二，虽然六家大型企业已经承诺增加工作时间，加快提货速度，但是其他企业可能并不会效仿。一方面，夜里和周末加班并不是美国私营企业所倡导的工作习惯；另一方面，普通私营企业可能不愿意花钱聘请更多员工去加速提货。

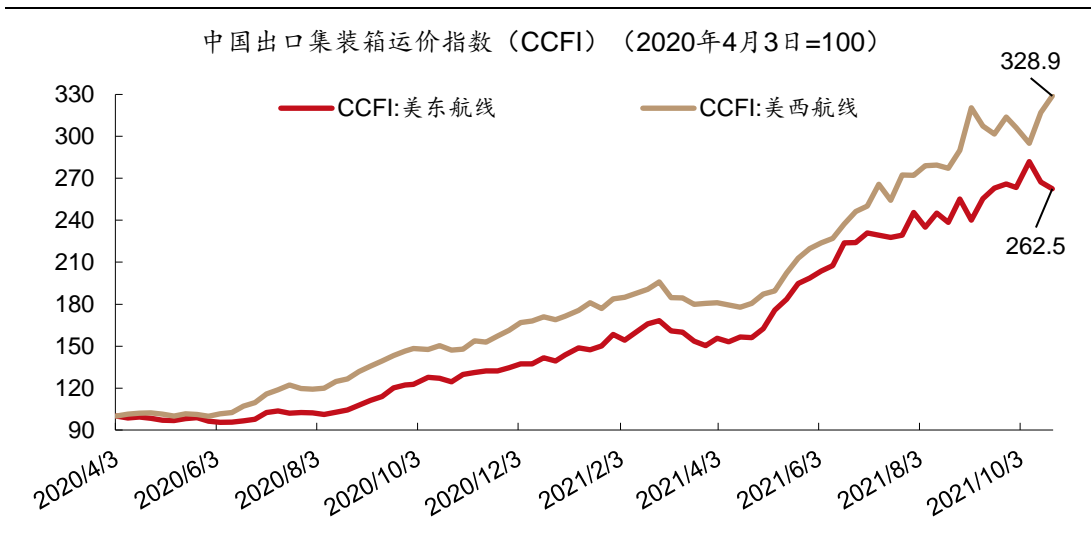
第三，就算洛杉矶和长滩港口的卸货、提货环节效率提升，但是提货后航空、高速公路、铁路网络的运力能否跟上，能否有足够多的铁路班次、公路司机也存疑。洛杉矶港口工作人员表示道：“洛杉矶港现在已经准备好了，问题是卡车司机，更重要的是货物要被提走”、“似乎没有货主想要使用凌晨3点的航班”。

二、港口堵塞和供应链矛盾的四大影响

（一）供应链矛盾持续推升美国内外部运输价格，加剧美国高通胀压力

2021年5月以来，中国出口美国的国际运输价格快速上涨。中国通往美国的集装箱运价从2020年8月开始进入上行通道，2021年4月底开始加速，尤其美西航线比美东航线的价格涨幅更大。截至2021年10月22日当周，美东航线的集装箱运价较一周前下降1.77%，较一个月前下降1.25%，较两个月前上涨10.06%；美西航线较一周前上涨3.73%，较一个月前上涨4.84%，较两个月前上涨18.7%。若以2020年4月初为基期，截至2021年10月22日，美西航线出口集装箱运价累计上涨228.94%，美东航线上涨262.53%。

图 11：中国出口美国的集装箱运价从 2020 年 8 月开始大涨

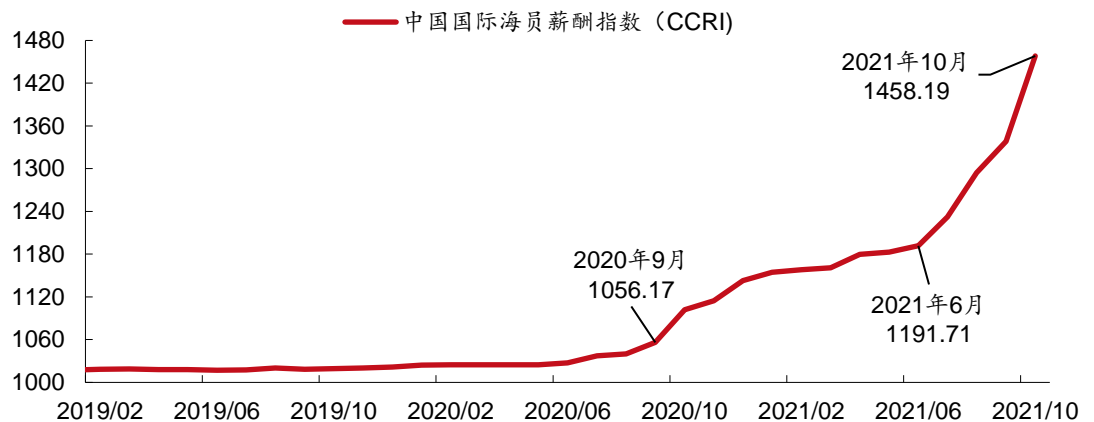


资料来源：Wind，西部证券研发中心

国际运输价格疯狂上涨，一方面因为中国出口美国的运力供不应求，港口拥堵导致船舶、集装箱、海运人员滞留美国，行程时间大大增加。另一方面，国际海运人员的薪酬水平从年初至今快速上涨。10月份，中国国际海员薪酬指数（CCRI）录得1458.19，较9月上涨9.0%，较去年10月同比上涨32.3%。

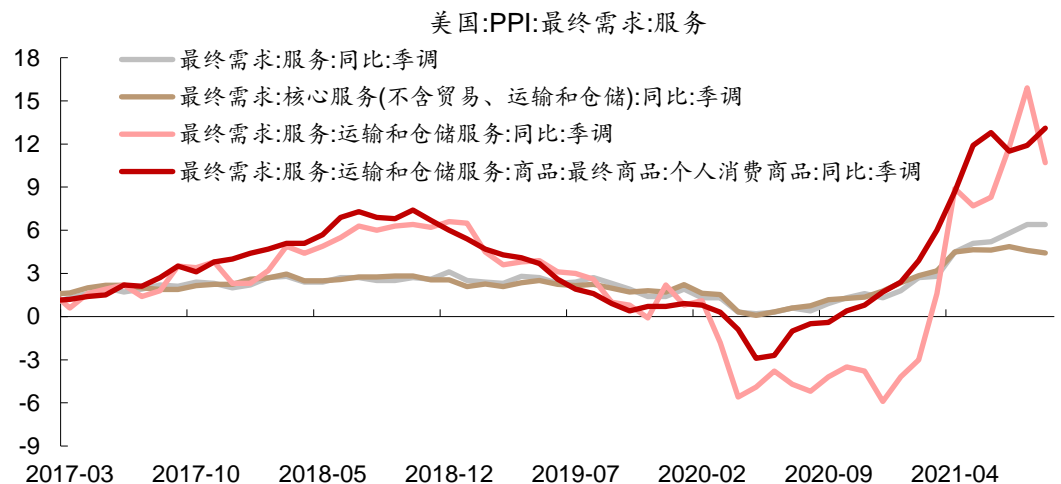
除了国际运价外，美国国内的运输和仓储价格也快速上行。供应链是环环相接的一整个流程，美国国内陆运资源也十分紧张。2021年9月运输和仓储服务PPI同比增长10.7%，其中最终商品为个人消费商品的运输和仓储服务PPI更是同比大涨13.1%，远远高出总体的服务PPI同比增速6.4%。

图 12: 2021 年中国国际海员薪酬指数快速上涨



资料来源: 上海航运交易所, 西部证券研发中心

图 13: 美国国内运输和仓储服务 PPI 同比涨幅处于高位

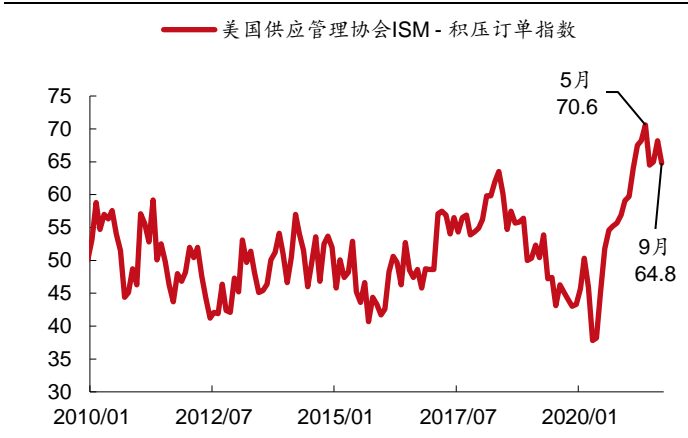


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

(二) 物流低效, 美国商业库存告急, 且库存短缺亦有结构性特征

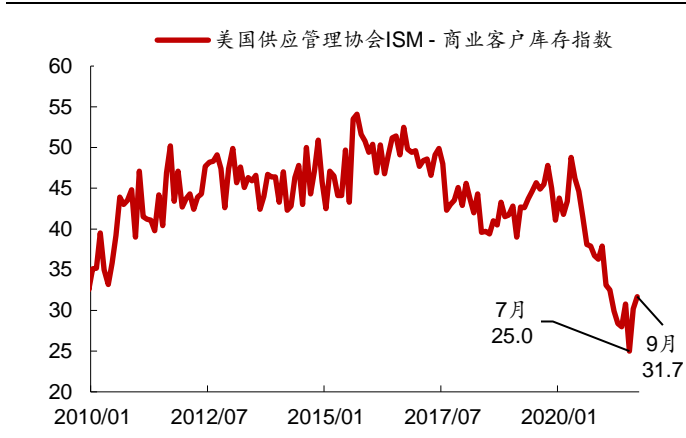
美国在进口环节受困, 已经反映在了制造业和商业的库存数据上。9月23日美国银行发布报告称, 美国正面临“第一英里”问题 (first mile problems), 供应链问题可能会加剧, “最糟糕的情况可能出现在今年最后三个月和2022年第一季度”。“第一英里”问题即指的是在卸载货物和预定运输上就出了问题。美国供应管理协会 (ISM) 积压订单指数在2021年5月达到1993年以来的峰值70.6; 9月份回落至64.8, 但是仍然远远高于去年9月的55.2。订单严重积压的同时, 商业客户库存指数在2021年7月录得1997年有数据统计以来的最低值25; 9月份虽回升至31.7, 但仍低于2021年2月以前的所有月份。

图 14: 美国供应链管理协会积压订单指数飙升



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 15: 美国供应链管理协会商业客户库存指数处于低位



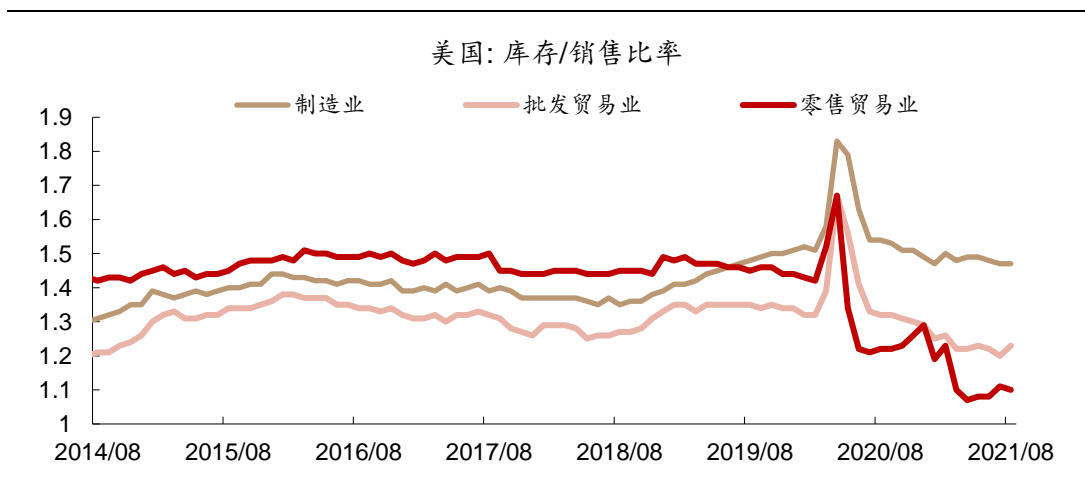
资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

消费品从原料到放上货架，需要经历三个环节：制造商、批发商、零售商；最终消费品也可以分为耐用品、非耐用品两大类。具体来看，当前美国库存问题有三个特点：

(1) 库存紧张程度：零售商 > 批发商 > 制造商。新冠疫情下，美国企业库存/销售比在 2020 年 4 月因为分母项大跌，而纷纷跳升至峰值，随后因为消费恢复不断消耗库存，库存/销售比率快速下滑。截至 2021 年 8 月，美国制造业、批发业、零售业的企业库存/销售比分别为 1.47、1.23、1.10，分别较 2020 年同期下降 0.07、0.09、0.12。

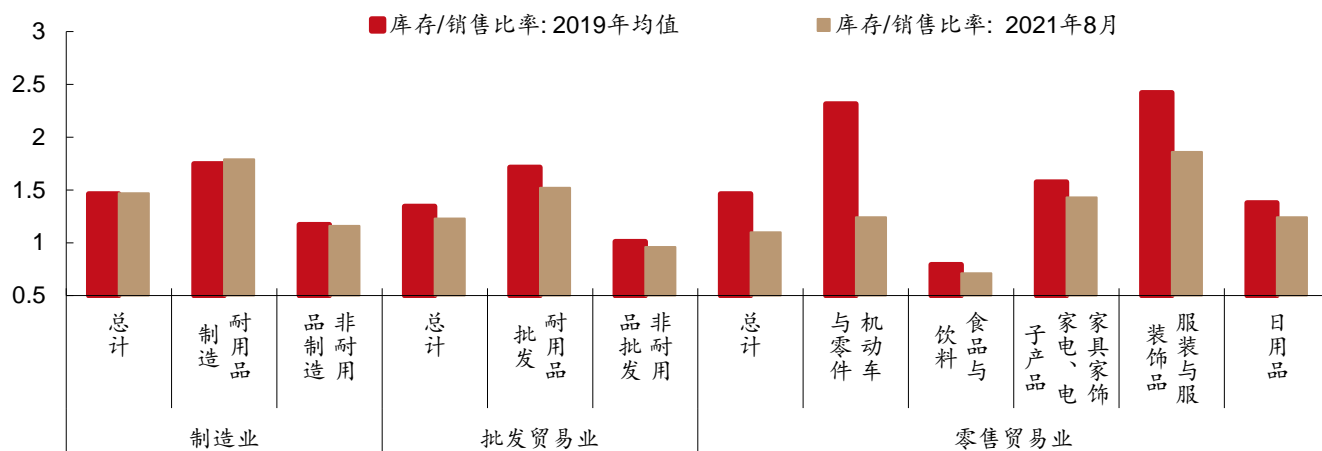
如果与 2019 年的库存/销售比率的均值相比较（如图 17），制造业的库存情况基本和 2019 年持平，而批发业、零售业的库存情况明显差于 2019 年，尤其零售业库存/销售比率（1.10）比 2019 年的均值（1.46）低了约 25%。库存紧张程度上，零售商 > 批发商 > 制造商。可见，美国供应链各个环节都有问题，除国际海运延误外，国内加工、运输等方面的低效也加剧了库存紧张局面。

图 16: 库存紧张程度：零售商 > 批发商 > 制造商



资料来源: Bloomberg, 西部证券研发中心

图 17：2021 年 8 月的制造业、批发业、零售业库存/销售比率和 2019 年的对比



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

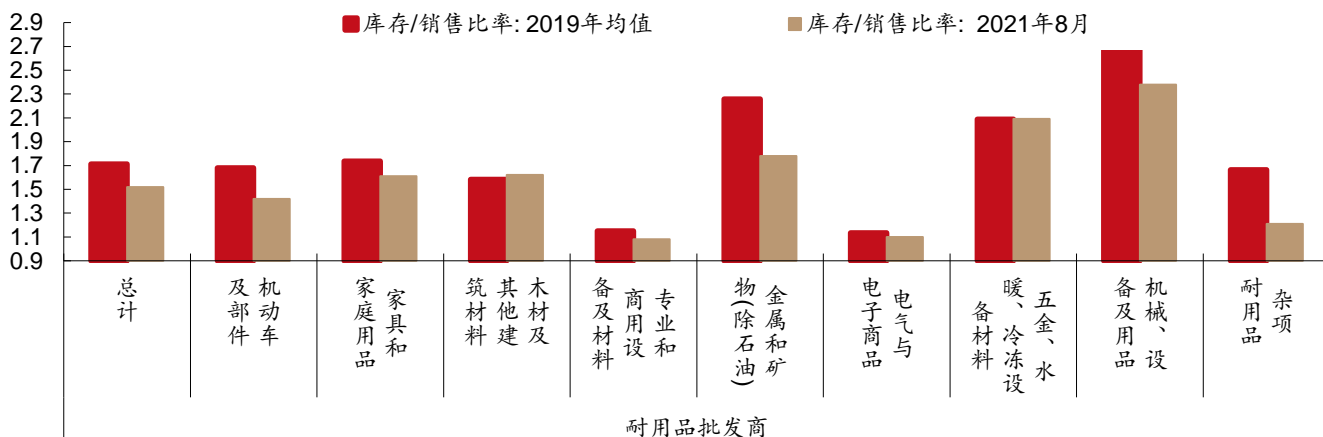
(2) 在批发商环节，耐用品的库存短缺问题更严重，这大概率与疫后财政转移支付令居民部门“抢购”耐用品有关。在制造商环节，耐用品制造和非耐用品制造在库存短缺情况差异不大。但是到了批发商环节，耐用品的批发商们明显遭受更严重的库存短缺。2021年8月，耐用品批发业的库存/销售比率(1.52)较2019年平均水平(1.71)下滑11.3%；非耐用品批发业的库存/销售比率(0.96)较2019年平均水平(1.01)下滑5.1%。

我们在此前的报告中提到，疫后服务消费受约束、三轮转移支付等因素共振下，今年4月美国个人耐用品消费金额较去年1月增加38%，而通常该指标年度增幅仅约4%。疫后居民“抢购”耐用品大概率是批发环节耐用品库存短缺严重的主因之一。

耐用品批发贸易主要包括：机动车及部件、家具和家庭用品、机械设备、电子电气商品、五金等材料批发、金属和矿物批发等等。其中金属和矿物(除能源)批发商的库存问题最严重，其次是机械设备、机动车及部件、家具和家庭用品(如图18)。非耐用品批发主要包括：纸制品、服装服饰、农产品、药品、食品与饮料等。

(3) 在零售商环节，机动车与零件经销商面临最严峻的库存短缺问题；或与“缺芯”及疫情反弹之下回归就业市场推升购车需求有关。2021年8月，机动车及零部件经销商的库存/销售比为1.24，几乎为2019年平均水平(2.32)的一半；其库存/销售比率从今年5月开始好转，但是回升速度缓慢。除了机动车以外，食品饮料、家具家电、服装服饰、日用品等零售企业的库存/销售比也都离正常水平还有不小差距。我们认为零售环节汽车库存短缺严峻与两点因素有关：一是“缺芯”约束生产与销售；二是财政转移支付结束令美国民众需要在疫情反弹背景下回归就业市场，在社交距离下，疫前以公共交通通勤者会在今年加入“有车族”行列，进而汽车需求强劲。当然，由于零售端汽车库存短缺更显著，说明原因二的权重高于原因一。

图 18：2021 年 8 月耐用品批发商的库存/销售比率和 2019 年的对比



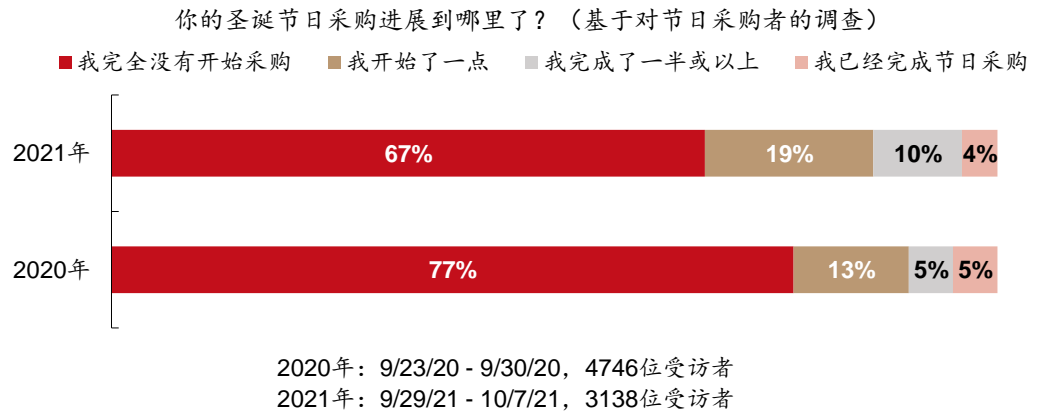
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

（三）美国国内恐慌性抢购，圣诞节采购提前

今年9月开始，美国居民抢购、囤货的现象严重。一方面，美国的零售巨头纷纷公开表态供应链瓶颈的影响，并开启涨价潮。耐克在9月下旬下调了2022财年的销售预期，表示由于供应链紧张、运费飙升，产品滞留在运输途中，预计假日购物季期间将出现货物延误。10月19日，宝洁公司将本财年大宗商品和运费影响从19亿美元上调至23亿美元，并表示将提高其在美国销售的部分美容、口腔和护肤品的价格，以应对大宗商品和运费上涨的影响；而此前宝洁已经对尿布和卫生巾等产品进行过一轮提价。另一方面，商场里空荡的货架、网络购物越来越长的配送时间，也让民众切实感受到供应链的紧张。

除了日常消费外，圣诞节日用品的采购意愿也有所提前。Freightos 预测，按照当前的运力水平，货物可能需要至少75天才能从亚洲制造商到达美国零售商，也就是说10月中旬前还没有离开中国港口的货物，很可能无法赶在圣诞节之间放上货架。美国调查机构CivicScience在9月30日对2767位美国成年人的调查显示，针对问题“海运延迟和货物紧缺是否会影响你今年的节日采购？”，认为会有很大影响、有影响但不大，完全没有影响的受访者分别占25%、46%、25%。CivicScience还将2021/9/29-2021/10/7期间受访者的圣诞采购进度和2020年同期进行对比，更直观地反映了今年美国民众的抢购意识。（如图19）今年10月初，完全没有开始节日采购的受访者比例为67%，比去年同期减少了10%。

图 19：2021 年美国居民有明显圣诞抢购意识

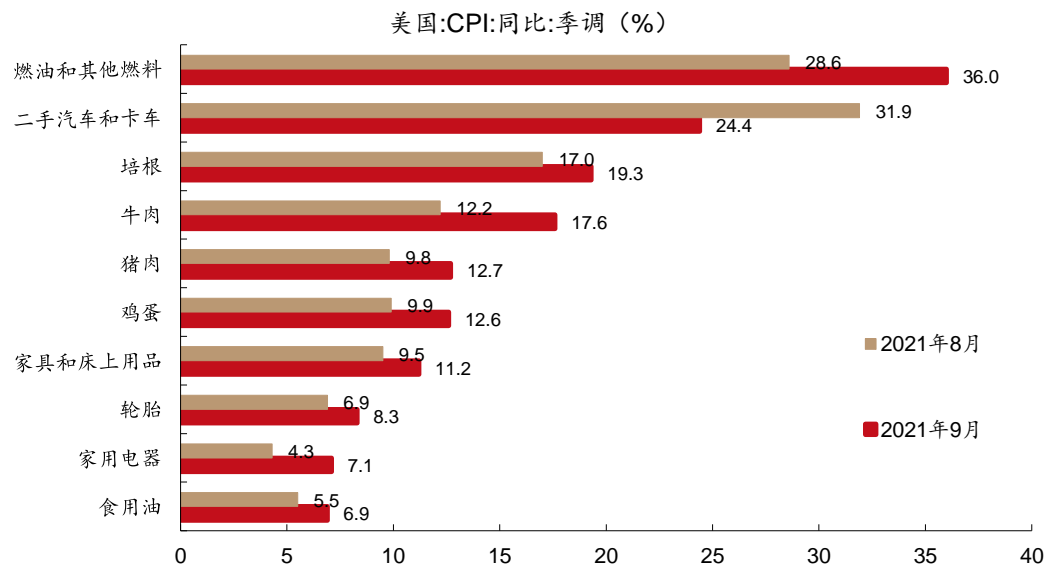


资料来源：CivicScience, 西部证券研发中心

（四）通胀预期上升，加息预期提前

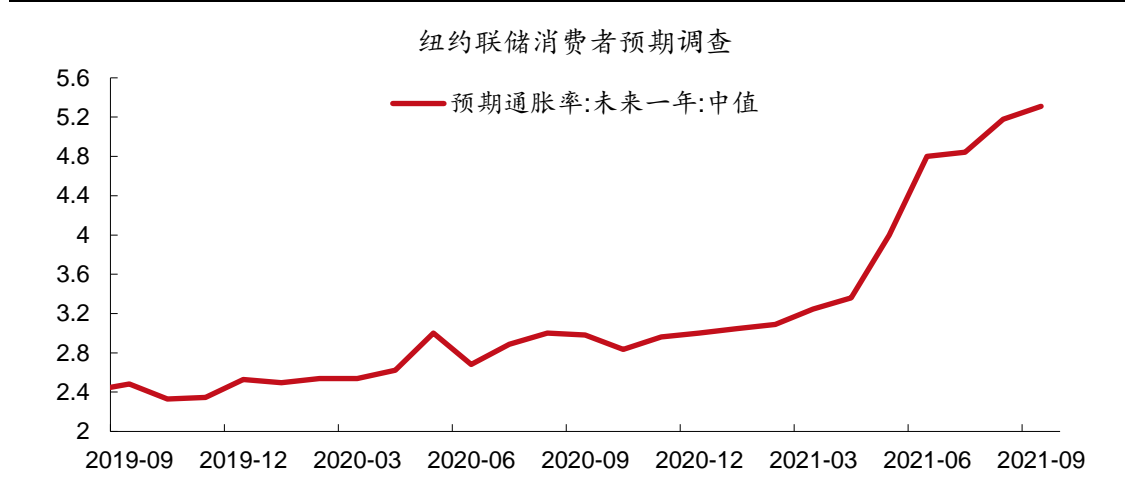
随着供应链危机发酵，美国消费者的通胀预期持续上升。从食品饮料到家具汽车，各类商品正在普遍涨价。此前一直强调通胀“暂时性”的美联储也开始表达对通胀的担忧；10月22日鲍威尔表示，供应链问题带来的压力“很可能持续到明年”，但他仍预计明年通胀将减弱。纽约联储每月进行的消费者预期调查结果显示，消费者为未来一年的通胀预期在9月份继续上涨，从8月的5.18%升至5.31%。10年期美国收益率与10年期TIPS收益率之差，从9月22日的228bp一路上升，10月26日达到269bp。

图 20：美国各类商品正在普遍涨价



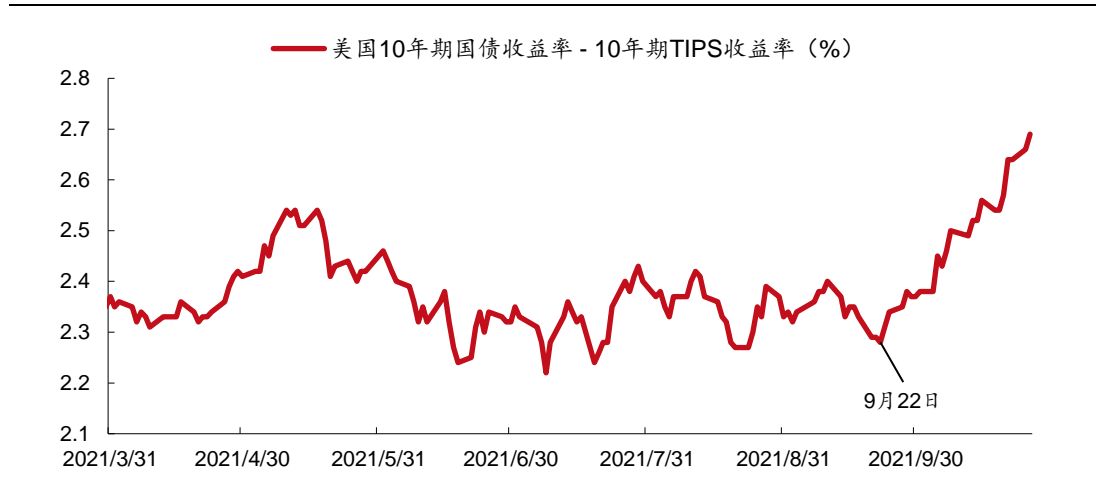
资料来源：Wind, 西部证券研发中心

图 21: 纽约联储的消费者调查中, 通胀预期上升



资料来源: 纽约联储, 西部证券研发中心

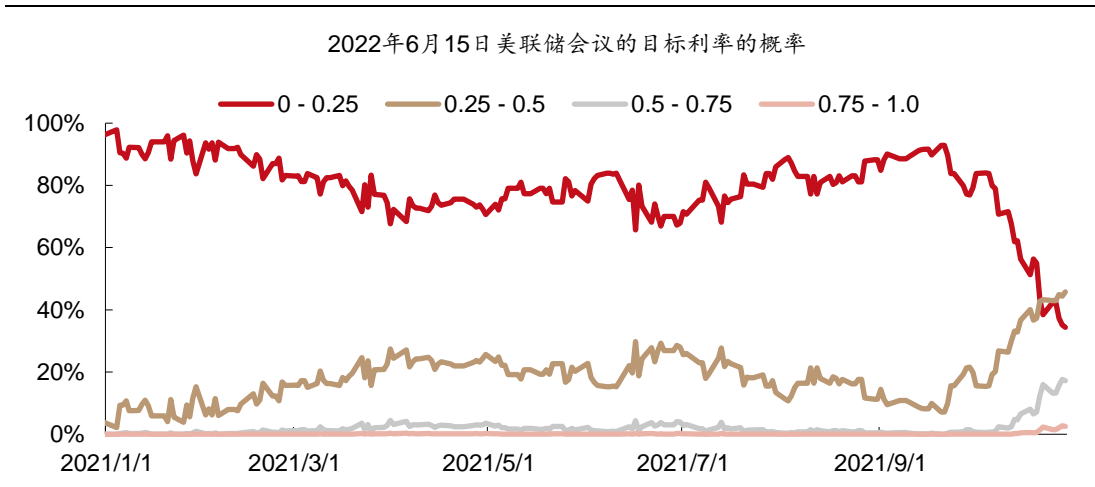
图 22: 美国 10 年期国债的通胀溢价从 9 月下旬开始上升



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

随着通胀预期上升, 加息预期从 9 月中旬开始也不断增强。芝加哥商品交易所的美联储观察工具 (CME FedWatch Tool) 显示: 到 2022 年 3 月议息会议至少加息了一次的概率预测从 9 月 20 日的 0%, 升至 10 月 29 日达到 22.8%; 到 2022 年 6 月议息会议至少加息了一次的概率预测从 9 月 20 日的 7.1%, 升至 10 月 29 日达到 65.6%; 到 2022 年 9 月议息会议至少加息了一次的概率预测从 9 月 20 日的 25.9%, 升至 10 月 29 日达到 86.5%。

图 23：美国加息预期从 9 月中旬开始快速上升



三、供应链矛盾是多重因素共振的结果

（一）运力需求端：财政补贴撤出后，居民消费需求未减

美国政府的财政补贴从今年 6 月开始陆续退出，9 月初完全结束发放，但美国居民的消费需求并没有回落。9 月份，美国零售和食品服务销售额较 8 月继续增长 0.7%，同比增长 14.0%。10 月份美国居民的恐慌性抢购和涨价潮，或继续支撑 10 月份的零售数据。从细分项目来看，大部分的零售商品都在 9 月录得环比正增长，包括日用品、食品饮料、加油站、汽车和机动车及零部件、家具家装、服装配饰、业余爱好商品等；保健和个人护理、电子和家电的零售额较 8 月下滑（如图 24）。

除了零售消费以外，9 月份美国成屋、新屋的销售数据也表现强劲。成屋销售 629 万套，较 8 月环比上升 7%，并且是今年 2 月以来的最高值；新建住房销售 80 万套，较 8 月环比增加 14%，为今年 4 月以来的最高值。全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数在 9 月、10 月连续两个月上升，尤其 10 月份环比提升幅度较大，从 76 上升至 80。

财政补贴退出后美国居民并没有节制消费的倾向，涨价潮和圣诞节更是推升抢购情绪，加剧美国库存短缺和货物进口需求。

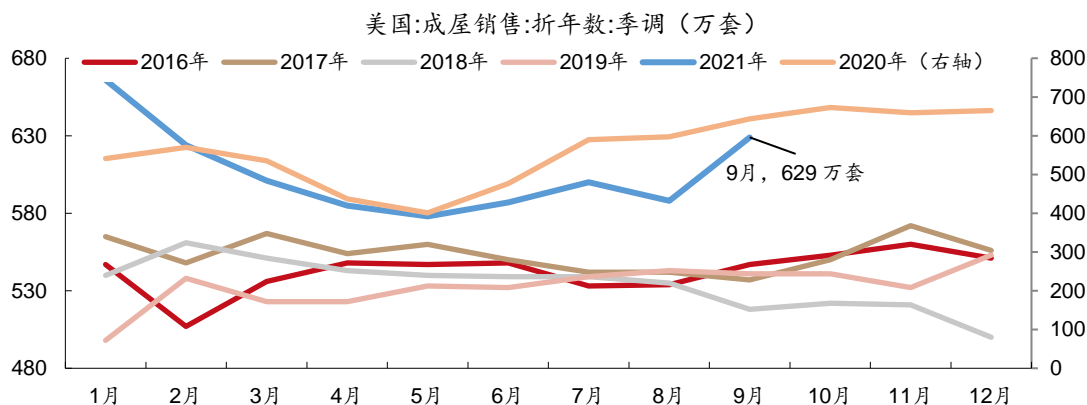
宏观专题报告

图 24: 9 月份大部分零售商品和食品服务的销售额环比正增长

美国:零售和食品服务销售额:季调:当月环比增长率 (%)									
	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
食品服务和饮吧	0.27	0.19	1.47	2.42	4.30	5.11	13.94	-1.41	9.99
机动车辆及零部件店	0.54	-3.32	-4.30	-2.10	-4.63	4.40	17.01	-3.61	4.92
汽车及其他机动车辆店	0.56	-3.71	-4.66	-2.15	-4.76	4.64	17.33	-3.75	5.00
家具和家用装饰店	0.20	1.81	-0.31	-1.57	-2.11	1.10	8.22	-5.18	13.91
电子和家用电器店	-0.86	-4.30	-1.13	4.44	-2.58	1.28	17.63	-5.79	16.56
食品和饮料店	0.68	2.18	-0.59	0.97	1.17	0.74	0.85	-0.53	1.89
食品杂货店	0.71	2.25	-0.21	0.96	1.40	0.89	0.49	-0.57	1.38
保健和个人护理店	-1.40	0.22	-0.52	4.56	-3.04	0.10	8.05	-1.70	0.92
加油站	1.76	1.05	2.43	3.59	1.81	-1.39	10.07	3.20	4.60
服装及服装配饰店	1.08	0.36	-2.60	3.43	3.76	-1.41	23.94	-5.48	6.25
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	3.68	-3.32	-2.04	-1.40	-1.70	-1.83	23.67	-6.40	10.88
日用品商场	1.96	3.44	-1.05	2.38	-2.94	-2.43	13.12	-6.01	10.13
杂货店零售业	1.80	1.66	1.22	4.29	-3.23	-1.00	10.91	-2.75	0.61
建筑材料、园林设备及物料店	0.07	1.07	-1.12	-1.39	-5.69	-3.26	14.12	-4.79	7.81

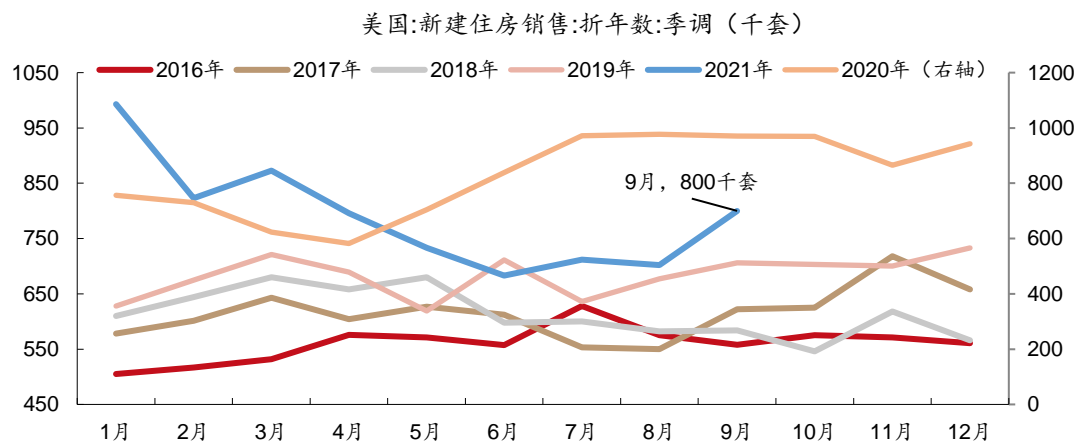
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 25: 2021 年 9 月美国成屋销售量上升



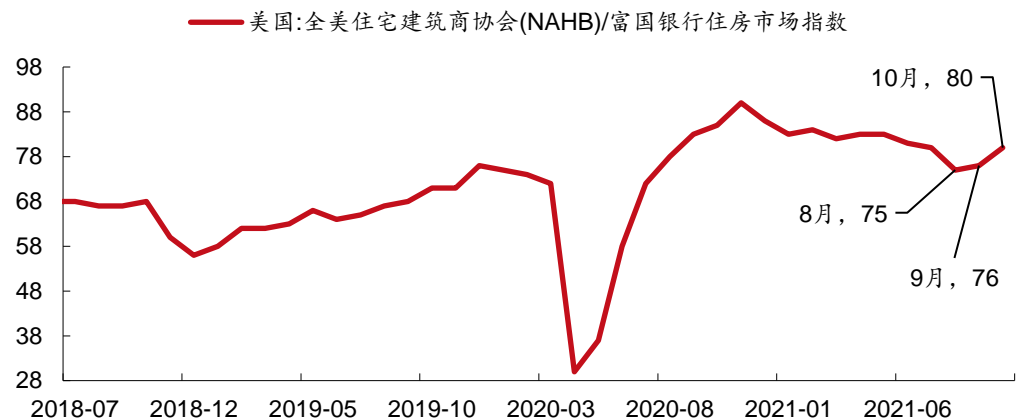
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 26: 2021 年 9 月美国新建住房销售量上升



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 27: 10 月份 NAHB/富国银行住房市场指数继续上升



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

(二) 运力供给端：劳动力、集装箱、基础设施环环相扣、皆不给力

1. 体力型与技能型劳动力短缺

运输网络和供应链所需要的劳动力可以分为体力型、技能型两大类；想补足这两类劳动力的缺口，均具有一定挑战。

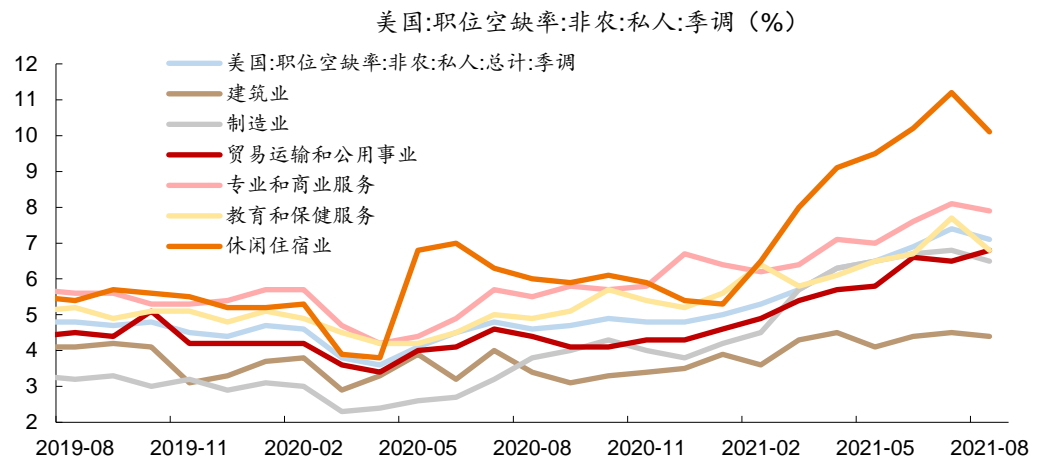
供应链中体力型劳动力主要包括搬运工、司机、仓库工人等。首先，正如第一章第（四）点所述，卡车司机工作具有特殊属性，并不能简短培训后立即上岗，而是对驾驶技术、体能和耐力、年龄和性别有要求。并且美国卡车司机群体高龄化严重，疫情之下很可能选择提前退休。

其次，这类人员可能趁当前各个行业普遍缺人的时候重新择业，毕竟运输行业的体力型工作在人们普遍印象中，总是与脏、累、工作时间长、缺乏尊重等等标签联系在一起。如今美国的休闲、餐饮、住宿等行业的职位空缺率处于历史峰值处，并且从业门槛较低，或比搬运工、卡车司机等岗位更具有吸引力。

供应链中还需要技能型劳动力。随着美国供应链智能化程度的快速提升，对技术型人才的要求也越来越高，需要熟练操作先进设备、掌握相关软硬件。疫情中这些技术人才的外出工作意愿下降，同时技术壁垒导致招聘难度大，即使招聘新手也需要培训较长时间。

美国大多数行业的职位空缺率都在 2021 年 8 月掉头向下，包括制造业、建筑业、商业服务、教育和保健服务、休闲住宿业；尤其休闲住宿业快速下降了 1.1 个百分点。唯有贸易运输和公用事业的职位空缺率在 8 月份环比上行（如图 28）。9 月至 10 月，洛杉矶和长滩港口的集装箱轮数量再创新高、拜登政府要求洛杉矶港和长滩港 24/7 模式运营，预计短期内，运输行业的职位空缺率仍然难以出现拐点。

图 28: 贸易运输和公用事业的职位空缺率仍在提升



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

2. 空箱增加与需求不减共振下集装箱数量紧张

集装箱是国际贸易中最重要的设备之一,无论是制造业所需的机器和配件,还是服饰玩具等非耐用消费,都离不开集装箱的支持。Drewry 航运咨询公司表示,集装箱生产工厂几乎全部集中在中国,预计今年集装箱产量将达到创纪录水平。但集装箱仍然供不应求,主要因为它们被滞留在了错误的地方。

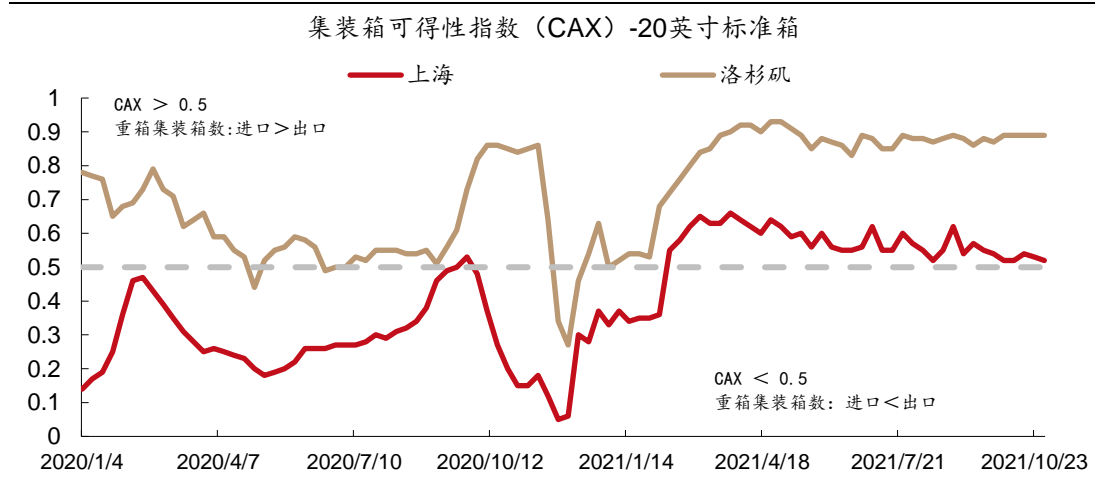
首先,集装箱在美国积压过多。货船需要在港口等待数天时间才能轮上卸货、卸载后没有卡车及时提货运走、国内铁路公路的运力不足,共同导致如今集装箱在美国的滞留时间翻倍。美国联邦海事委员会成员 Carl Bentzel 在 8 月表示“拥堵和延误使一个集装箱从北京到芝加哥的时间从大约 30 天增加到 70 多天”。

集装箱流转平台 Container xChange 的集装箱可得性指数 (Container Availability Index) 显示,今年 4 月开始,洛杉矶港的重箱进口数远远高于出口。CAX=0.5 表示当周该港口的重箱集装箱进口数和出口数相等,CAX>0.5 则表示进口多于出口,如果 CAX 跌至 0.45 以下并保持较长时间,那么该港口可能无法拥有足够的集装箱来处理全部出口。4 月份以来,上海的 CAX 指数呈下行趋势,从 0.64 跌至 0.52,集装箱的可得性降低;洛杉矶港的 CAX 基本保持在 0.85 以上,最高达到 0.93。

另外,疫情期间中国向其他发展中国家运送了大量物资,却没有从这些国家进口的需求,导致这些集装箱有去无回。

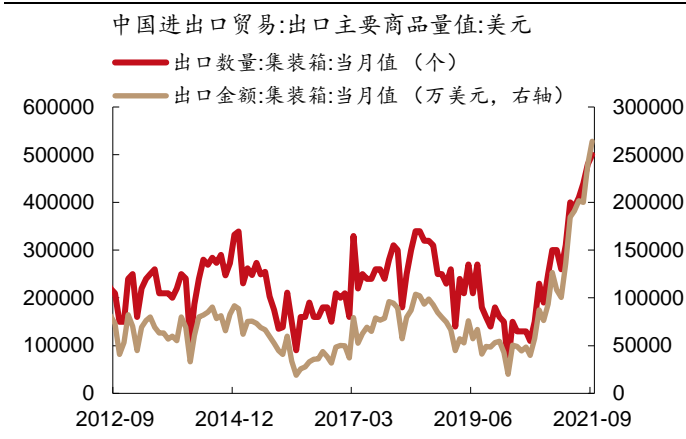
集装箱短缺问题已反映在集装箱价格上。中国集装箱出口贸易数量、平均单价在今年快速上涨。9 月份中国出口集装箱 50 万个,较 8 月环比增加 4.2%,较去年 9 月同比增长 117.4%。9 月份中国出口集装箱平均单价达到 5282 美元,环比上涨 5.6%、同比上涨 38.9%。

图 29: 洛杉矶港集装箱可得性指数处于高位, 上海的集装箱可得性下降



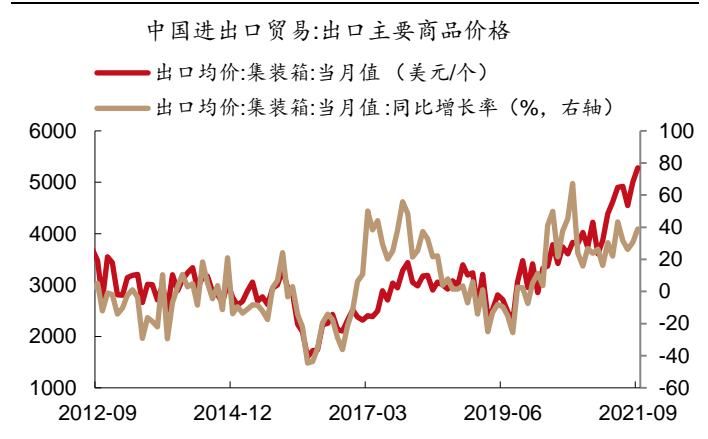
资料来源: Container xChange, 西部证券研发中心

图 30: 2020 Q4 至今, 中国贸易出口集装箱数量快速上涨



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 31: 2021 年中国出口集装箱的均价快速上涨



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

3. 美国运输网络的基础设施状况较差

美国的基础设施建设年限已久, 难以承受当前飙升的货运流量。美国土木工程师学会 (ASCE) 每四年对美国的基础设施状况作一次评估, 2021 年美国基础设施总体评级为 C-。学会对于 C 评级的解释为“基础设施系统状况良好, 但显示出一些需要注意的恶化迹象, 一些条件和功能上有显著的缺陷, 增加了对风险的脆弱性”。细分项目中和运输网络相关的项目有: 航空 (D+)、桥梁 (C)、大坝 (D)、铁路 (B)、港口 (B-)、内陆水道 (D+)、公路 (D)。虽然拜登上任后一直在宣传大规模基建计划, 但目前该计划仍未得到推进。

另外, 港口越是拥堵, 运行效率可能就越低。海港的船舶交通拥堵、集装箱卸货后不能及时运走, 都会加重港口基础设施的负担, 设备无法以日常速度运转工作。10 月 24 日美国物流公司 Flexport 的首席执行官 Ryan Petersen 表示, 洛杉矶-长滩港口货物堆积成山, 集装箱起重机运转困难。洛杉矶-长滩双子港有数百台起重机, 但只有 7 台在运行, 而且似乎运行得相当缓慢。Petersen 提议建立临时的集装箱堆场, 并将空集装箱堆垛到 6 个高度, 而不是限制在 2 个, 从而释放港口底盘。

本次供应链危机或将推动拜登基建计划的落地实行。拜登 2.3 万亿美元的基础计划中，将为海港、公路、桥梁、机场、内陆水道、铁路等共计投资约 6500 亿美元。洛杉矶-长滩港口的严重堵塞情形，显示出尽早提高运输网络效率的重要性。

四、密集节日仍将强化供应链矛盾；明年H1才将迎来拐点

（一）短期内，美国运输网络难以改善

短期内，进口需求难以消退，甚至进一步提升。首先，居民抢购节日商品、囤积日常用品的情绪至少持续至圣诞节。美国全部企业的库存/销售比率仍在历史低位，零售商的库存情况尤其严峻，且短期内很难提升。另外，制造业外流是美国的长期问题，如果拜登的基建计划得到推进，美国工业制造业的进口需求可能进一步提升，贸易逆差或在 2022 年继续扩大。美国供应链的全球性极强，除了从中国大量进口外，对日本、越南、韩国、欧洲的进口需求也较大，货源供应还要看这些国家的工业活动的恢复。日本和韩国的制造业产能利用率指数在 7、8 月均连续下滑。

运输行业劳动力市场正在好转，但是无法补足缺口。Delta 病毒传播的高峰期在 8-9 月，10 月明显好转，外出工作的感染风险减小；政府财政补贴在 9 月初结束，敦促待业群体寻找工作。但是正如第三章第（二）点所述，运输行业的劳动力短缺问题或比其他行业更复杂，预计职位空缺率的拐点比其他行业更迟。

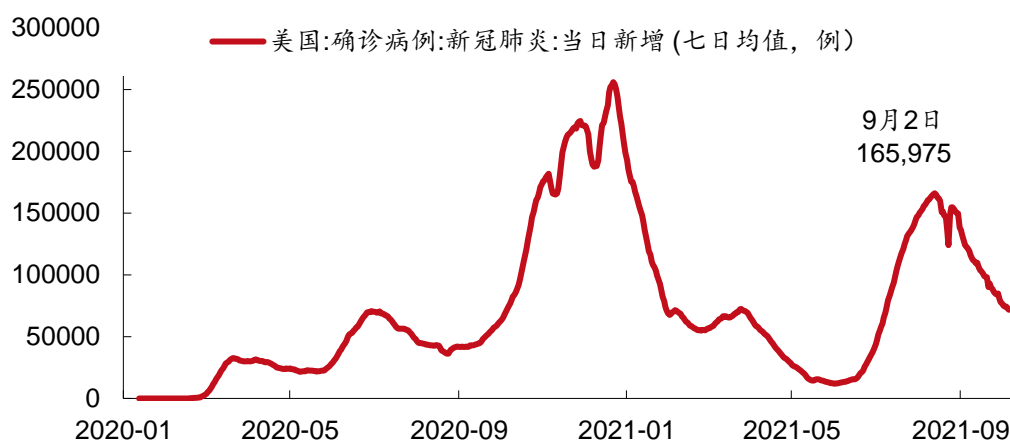
（二）解决供应链矛盾或有两个关键点；明年上半年供应链矛盾有望逐步改善

解决运力需求端问题，要看美国居民服务型消费的增长。居家办公生活、缺乏服务型消费是商品型消费上涨的原因之一。事实上，5 月后美国个人耐用品消费支出已经触顶回落、服务消费也持续回升，但由于储蓄仍未耗尽、此前耐用品需求基数过高、Delta 病毒蔓延导致服务消费复苏再次放缓，因此 Q3 美国供应矛盾再次凸显。

解决运力供给端问题，关键在于劳动力市场的恢复。当前供应链危机中，运输业需要更长的时间来解决劳动力供需问题。尽管 8 月职位空缺高位回落表明美国就业市场供需矛盾或有边际改善，但体力型与技能型劳动力短缺的结构性矛盾或需要更长时间才能改善。一方面，财政补贴结束会削弱耐用品需求并提高就业意愿，但这一过程并非一蹴而就；另一方面供应链在危机之下，也会尽可能提高自动化程度，尽量减少劳动力需求。

11 月 8 日起美国将针对有疫苗护照的群体全面放开出入境限制，2022 年上半年服务型消费将进一步增长；明年 Q1 随着密集节日引发的购物潮结束，商品消费尤其是耐用品消费将进一步降温；随着储蓄消耗、疫情降温、节日已过，明年 Q1 美国劳动力市场的恢复程度亦将有较大提升。进而，明年一季度美国供应链矛盾有望边际改善、二季度末或是美国海运供需矛盾、供应链问题的转折点。

图 32: Delta 病毒的感染高峰期已过



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

五、两个需要补充的问题及我们的理解

(一) 明年美联储真的会加息吗? 加息预期升温仅是加息靴子落地的必要不充分条件

没有加息预期, 美联储不会加息; 有了加息预期, 美联储也未必加息。我们在 10 月 24 日报告《明年美国通胀压力大吗?》中指出, 货币政策节奏往往与美国政治周期有关。比如, 奥巴马任期的 2010 年、2012 年、2014 年及 2016 年美联储货币政策均偏松, 而 2013 年及 2015 年偏紧。但凡有政治根基的总统上台, 就会影响货币政策节奏, 中期选举与大选年份会适度放松、而其他年份则需政策从紧。而缺乏政治根基的美国前总统特朗普就吃了 2018 年紧货币的大亏。2022 年为中期选举年、2024 年为大选年, 因此今年释放 Taper 利空影响、2023 年首次加息符合政治诉求。进而, 明年不加息或仍为大概率。

(二) 以美国为代表的供应链矛盾化解是否孕育着投资机会?

简单来讲, 运输价格大涨加剧了众多商品成本压力, 令价格敏感性商品显著受损; 因此一旦美国乃至全球疫后供应链矛盾化解, 海运等运输成本回落后, “海运价格受损”商品将会显现出极大的 α 。当然, 就此逻辑, 我们还需要时间去进行更深入地挖掘。

六、风险提示

- (一) 全球疫情超预期
- (二) 美国货币政策与财政政策超预期
- (三) 美国就业前景低于预期

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。