



宏观深度报告

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

《美国通胀: 供需错配如何博弈——
海外通胀专题之一》

如何刻画美国供应链问题

海外通胀专题之二

投资要点:

- **核心观点。**美国本轮的供应链瓶颈是供给侧的运力没能及时跟上生产、进口与需求的结果。随着近期政府干预的加强, 各类运输高频指标开始边际好转, 不过运力瓶颈更明显的改善预计仍至少要等到明年二季度需求出现更明显的弱化后。明年美联储的货币政策很大程度上取决于本轮通胀上行的幅度与持续的时长。我们认为, 运力瓶颈的边际改善与前期透支消费带来的后期需求弱化有望拖缓通胀的上行势头, 减缓美联储加息的迫切性, 并将缓解给人民币带来的贬值压力。
- **需求侧。**前期激增的财政补贴极大地增加了美国居民、尤其是低收入者的收入水平, 进而刺激其消费需求, 而疫情反复对服务支出的影响使得这部分消费需求集中涌向商品支出, 使得商品支出出现严重偏离线性外推水平的飙升。
- **外运。**除部分行业仍面临原材料短缺外, 美国总量层面的工业产值与产能利用率已恢复至疫情前水平, 但国内供给无法满足当前激增的需求, 而这部分需求缺口无疑将由生产国的进口弥补。激增的进口需求加剧了海运与港口压力, 体现为海运价格与港口吞吐量的明显提升, 尤其是加州洛杉矶与长滩港的运营压力。
- **内运。**内运的瓶颈是外运港口阻塞与内运自身恢复弱于生产及进口的共同结果。外运方面, 港口集装箱堵塞使得前往港口的卡车无法完成卸货装货的过程, 进而导致车与货同时滞留在港口。内运方面, 卡车司机作为相对低薪行业, 政府疫情期间的补助与疫情对其造成的心理冲击降低了其复工的意愿。一方面, 这导致卡车行业总量层面的就业人数修复缓慢; 另一方面, 这使得卡车司机更愿意从事风险系数相对较低的当地运输而非长途运输。卡车货运行业这一结构性的变化也缩短了美国内运可触及的范围, 加剧了运力瓶颈问题。
- **风险提示:** Delta, Lambda 等变异毒株超预期扩散; 美国通胀出现显著上行风险; 就业市场恢复不及预期。

内容目录

1. 如何刻画美国供应链瓶颈？	4
2. 外运：港口集装箱的仓储瓶颈	5
3. 内运：运输修复过于缓慢.....	9
4. 展望：运力瓶颈有望边际缓解	13
5. 风险提示	15

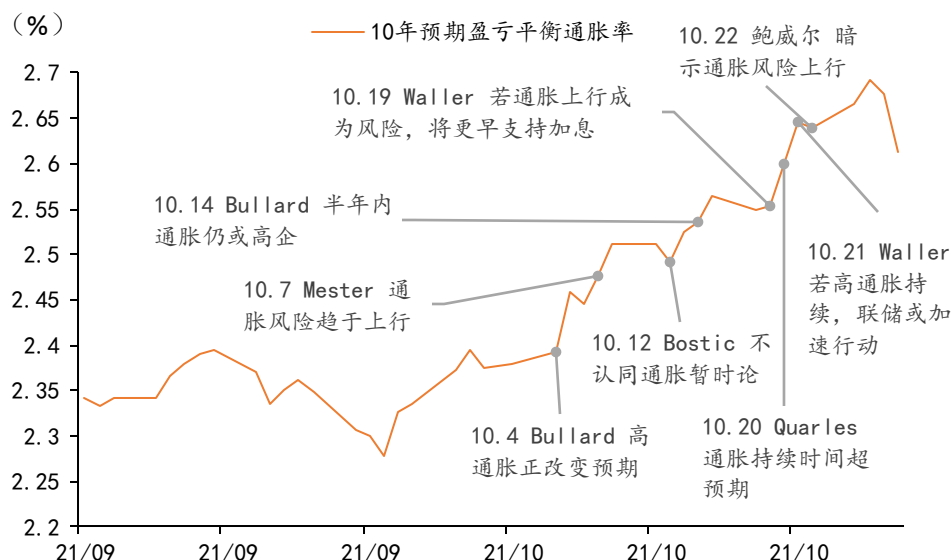
图表目录

图 1: 美国 10 年期盈亏平衡通胀率时间序列	4
图 2: 美国 CPI、PCE 价格指数与截尾系列同比时间序列.....	4
图 3: 美国生产、批发与零售行业库存时间序列.....	5
图 4: 美国生产、批发与零售库存销售比时间序列	5
图 5: 主要集装箱运价时间序列	6
图 6: 美国各大港口集装箱进口规模时间序列	6
图 7: 美国各大港口集装箱进口规模同比增速时间序列.....	7
图 8: 美国纽约新泽西港集装箱进出口规模时间序列	8
图 9: 美国奥克兰港集装箱进出口规模时间序列.....	8
图 10: 美国休斯顿港集装箱进出口规模时间序列.....	8
图 11: 美国萨瓦那港集装箱进出口规模时间序列	8
图 12: 美国奥克兰港集装箱进出口规模时间序列.....	8
图 13: 美国查尔斯顿港集装箱进出口规模时间序列	8
图 14: 美国洛杉矶港集装箱进出口规模时间序列.....	9
图 15: 美国长滩港集装箱进出口规模时间序列	9
图 16: 美国可供卡车与可供货物指数时间序列	9
图 17: 卡车市场需求指数时间序列.....	10
图 18: 干货卡车每日运货停留总时长时间序列	10
图 19: 干货卡车每日运货延误总时长时间序列	10
图 20: 卡车运费时间序列	11
图 21: 铁路联运即期费率加权平均价格时间序列.....	11
图 22: 生产与非管理岗位非农就业人数时间序列 (2019/9=100).....	12
图 23: 生产与非管理岗位非农就业人数时间序列 (2019/9=100).....	12
图 24: 非农就业人数时间序列 (2019/9=100)	12
图 25: 职位空缺率时间序列.....	12
图 26: 失业率时间序列.....	12
图 27: 生产与非管理岗时薪时间序列.....	13
图 28: ISM 制造业 PMI 部分分项时间序列.....	14
图 29: ISM 服务业 PMI 部分分项时间序列.....	14

1. 如何刻画美国供应链瓶颈？

10月以来，市场通胀预期持续升温。以盈亏平衡通胀率预期为衡量的10年期预期通胀率升至2.69%，创2005年5月15日以来新高。这一方面来自近期通胀读数的持续高企，另一方面来自美联储对短期通胀问题态度的边际变化。

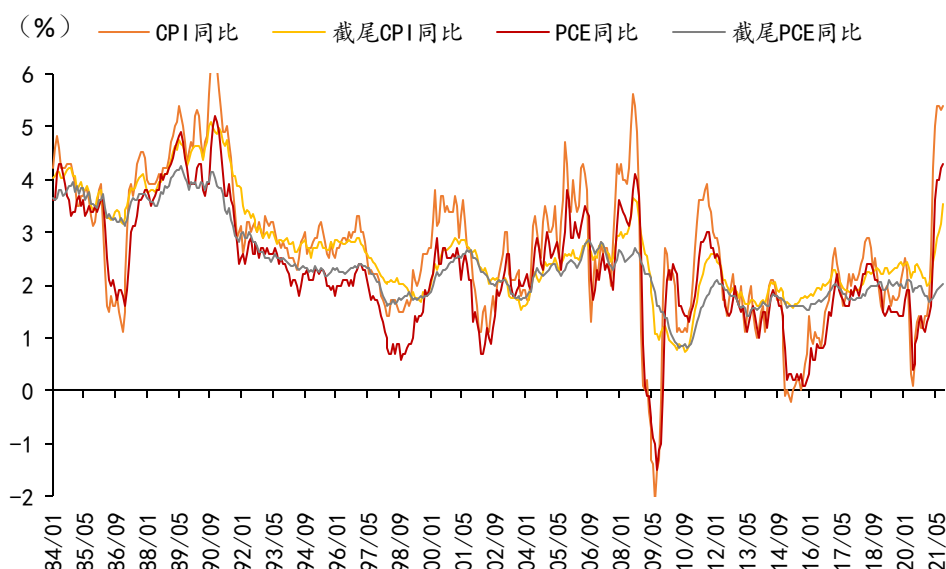
图1：美国10年期盈亏平衡通胀率时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

10月以来，不断有美联储 FOMC 委员公开发表对通胀的看法。总结来看，FOMC 委员们的核心观点有三：①通胀持续高企让美联储放弃通胀暂时论观点；②供给侧瓶颈构成推升通胀主因；③上行风险提升，但长期预期仍然锚定。

图2：美国 CPI、PCE 价格指数与截尾系列同比时间序列

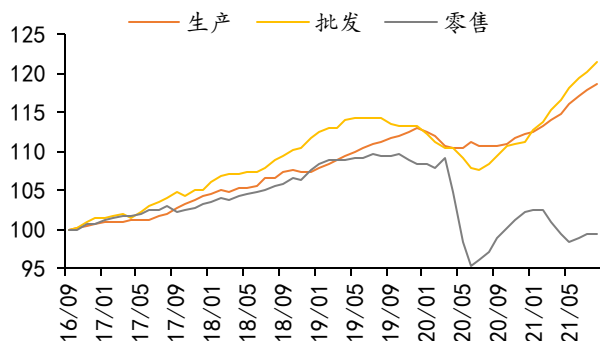


资料来源：彭博，德邦研究所

我们在前期报告《美国通胀：供需错配如何博弈》中指出，造成美国通胀持续高企的主因已从前期结构性的产品缺货切换为当前更加广泛的运力瓶颈。其中最直接的体现便是PCE、CPI指数与两个指数截尾序列之间的背离。

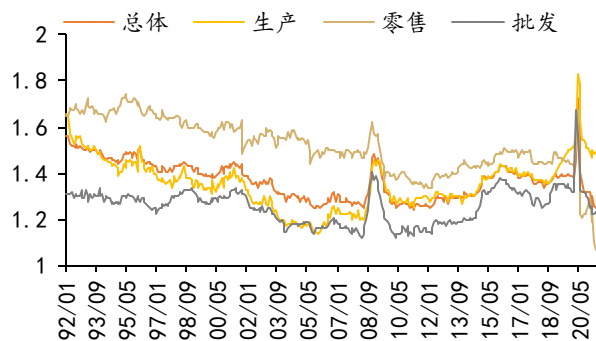
运力问题的另一个结果就是，在生产有序恢复的情况下，美国的库存呈现出生产>批发>零售的现象。一来，生产有序恢复使得生产商的库存逐步恢复至疫情前的线性外推水平；二来，运力瓶颈使得商品无法从生产向批发、再向销售进行有效传导，使得库存大量堆积在生产端，而零售端库存则因上游受限、下游需求旺盛而被快速消耗。

图 3：美国生产、批发与零售行业库存时间序列



资料来源：彭博、德邦研究所，2016/1 = 100

图 4：美国生产、批发与零售库存销售比时间序列



资料来源：彭博、德邦研究所

向前看，如何刻画美国运力层面的矛盾已然成为市场焦点。运力问题的边际改善构成明年供应链问题与通胀问题的关键因素，进而影响美联储货币政策的步伐与国内外资产价格的走势。本报告尝试对美国的海运、港口、铁路、内运以及相关的就业数据进行跟踪并展开分析，以追踪美国运输行业的最新情况。

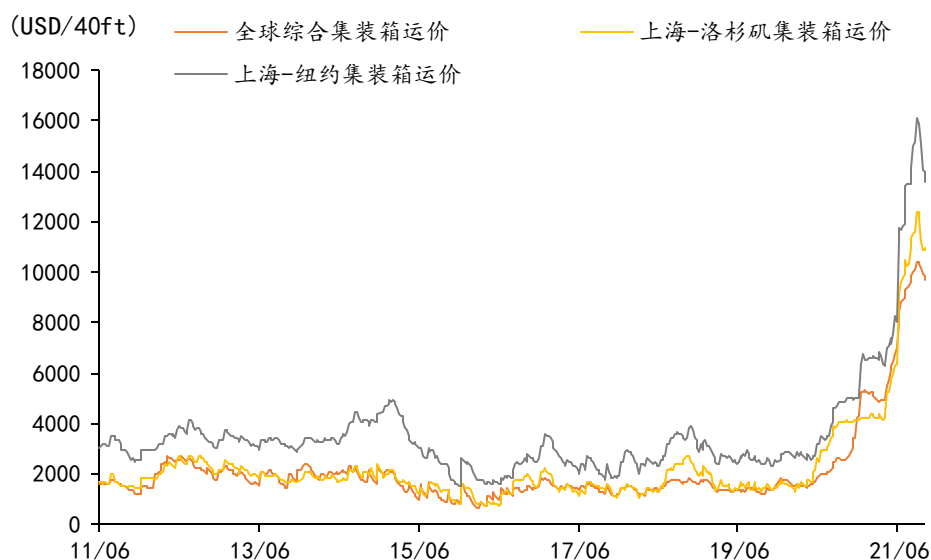
2. 外运：港口集装箱的仓储瓶颈

宏观来看，美国本轮的供应链瓶颈是供给侧的运力没能及时随生产与进口跟上需求的结果。

需求上，前期激增的财政补贴极大地增加了美国居民、尤其是低收入者的收入水平，进而刺激其消费需求，而疫情反复对服务支出的影响使得这部分消费需求集中涌向商品支出，使得商品支出出现严重偏离线性外推水平的飙升。

供给上，除部分行业仍面临原材料短缺外（如汽车芯片），美国总量层面的工业产值与产能利用率已恢复至疫情前水平，但国内供给无法满足当前激增的需求，而这部分需求缺口无疑将通过对生产国的进口来弥补。而激增的进口需求加剧了海运与港口压力，海运上体现为集装箱运价的大幅飙升。我们的海运周频追踪数据显示，全球综合集装箱运价已从 2020 年 4 月 30 日的 1446 美元/40ft 集装箱，一路飙升至 2021 年 9 月 23 日的 10377 美元/40ft 集装箱。

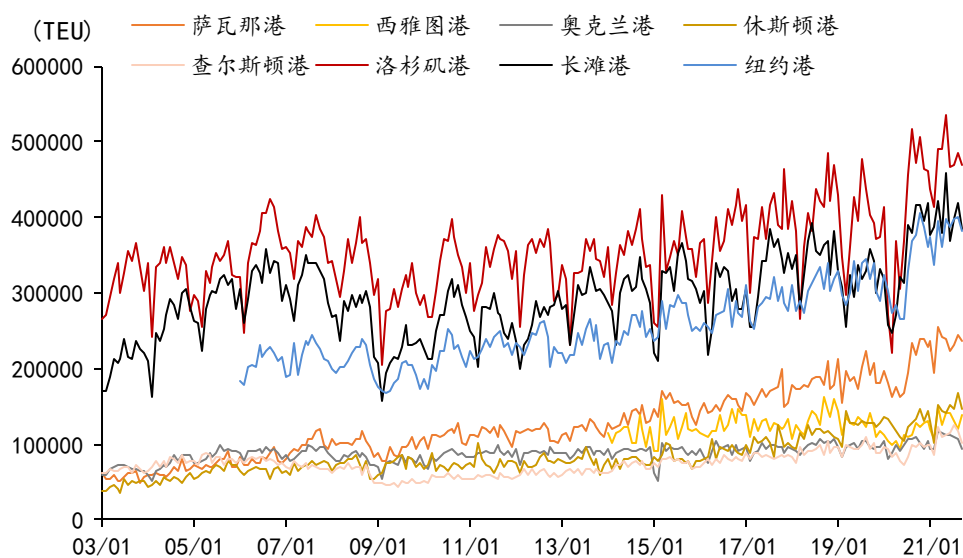
图 5：主要集装箱运价时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

港口上则体现为港口进口规模与营运压力的明显提升，尤其是加州洛杉矶与长滩港。而在美国的 8 大港口，洛杉矶与长滩港进口一直位居前列。从最新公布的 9 月进口规模看，洛杉矶与长滩港占 8 大港口进口规模比重分别为 24%、20%。

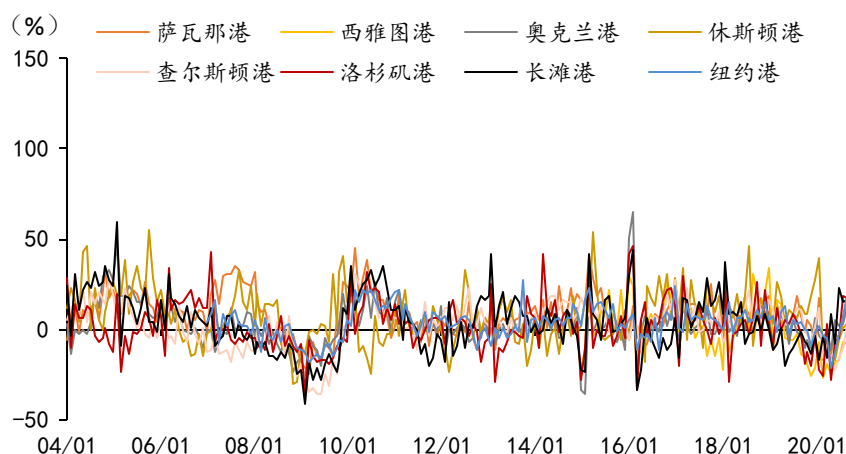
图 6：美国各大港口集装箱进口规模时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

从进口规模的同比增速来看，洛杉矶与长滩港的进口峰值均在今年 3 月，分别触及 122.52%与 70.76%的历史峰值。横向比较，这是二者有统计以来的历史峰值，纵向比较，加州两港口 3 月触及的增速峰值也明显高于其他港口。

图 7：美国各大港口集装箱进口规模同比增速时间序列



资料来源：彭博，德邦研究所

为何加州洛杉矶与长滩港激增的进口规模所形成的瓶颈问题直到 9 月份才充分显现并得到重视？我们认为答案在于集装箱的仓储瓶颈是从 3 月的进口高峰到 9 月逐步形成的。10 月 22 日，加州国际货运代理公司 Flexport 总经理 Ryan Peterson 通过 Twitter 发布了其在长滩港的实地调研¹。调研结果显示，长滩港真正的问题在于，随着进口集装箱在港口的激增和拉货卡车的不足，长滩港可用于堆积集装箱的运货场 (yard) 的仓储空间已经趋于饱和。一来，这使得码头吊车无法从将货船上的集装箱卸至港口。二来，源源不断赶来卸货的卡车并计划装载下一件集装箱的卡车司机发现，其底座上的货物因为缺乏卸货空间而无法卸载，因此也无法装载本应在港口搬运的下一件集装箱。而根据长滩市政府的市政规定，集装箱必须放置在指定区域，且有严格的限高规定²，因此卡车司机无法将集装箱随意放置，以释放当前饱和的集装箱仓储压力。

除去长滩市政府的上述市政条例外，另有一项法案也意外激化了加州的货运压力，即加州议会法案 5 (AB-5)。又名零工法案 (gigworker bill)，于 2019 年 9 月签署立法并于 2020 年 1 月 1 日生效。法案规定，除非工人能证明其工作不受雇佣公司控制且有独立的商业运营，否则将被判定为公司雇员³。这意味着加州卡车司机向卡车租赁公司租车并独立运营的业务模式受到挑战，因为其无法证明 AB-5 法案中的独立性，而卡车租赁公司又不愿将其雇为员工（意味着其受到更完善的劳动法与最低工资保证等，将增大公司成本）。而根据洛杉矶时报 2019 年的报告⁴，当时加州 13000 名卡车司机中仅有极少数与卡车租赁公司是雇员关系。我们判断，加州卡车司机与卡车租赁公司之间模糊的关系或使得疫情后，部分卡车司机并不倾向于回归至原有的岗位，而是倾向于转行或者施压卡车租赁公司签署劳动合同而非卡车租赁合同，这使得加州卡车司机的供给出现更大缺口，间接导致港口或内运运力的不足。

如果载货进口规模的激增是集装箱瓶颈的原因，那么空箱出口规模的激增则是集装箱瓶颈的结果。因为货运场的饱和开始倒逼港口尽可能多地去出口空载集装箱，以缓解集装箱的仓储压力。追踪数据显示，载货进口与空箱出口双高的现象确实存在于部分美国港口，由此可刻画出这些港口的集装箱仓储面临饱和。

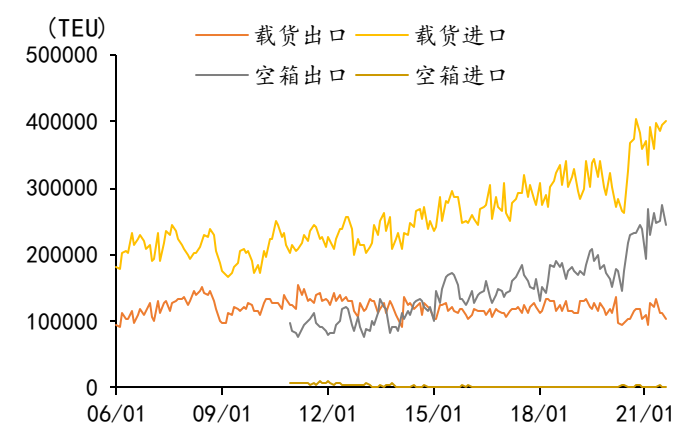
¹ <https://twitter.com/typesfast/status/1451543776992845834>

² https://library.municode.com/ca/long_beach/codes/municipal_code?nodeId=TIT21ZO_CH21.33INDI_DIVIIDEST_21.33.150OUSTAC

³ https://leginfo.ca.gov/faces/billTextClient.xhtml?bill_id=201920200AB5

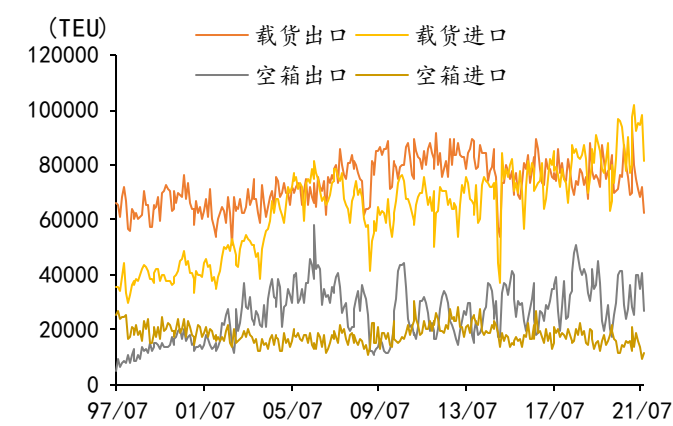
⁴ <https://archive.md/I5R05>

图 8：美国纽约新泽西港集装箱进出口规模时间序列



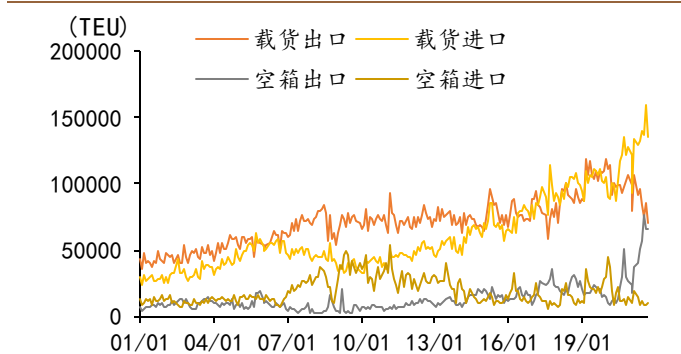
资料来源：彭博、德邦研究所

图 9：美国奥克兰港集装箱进出口规模时间序列



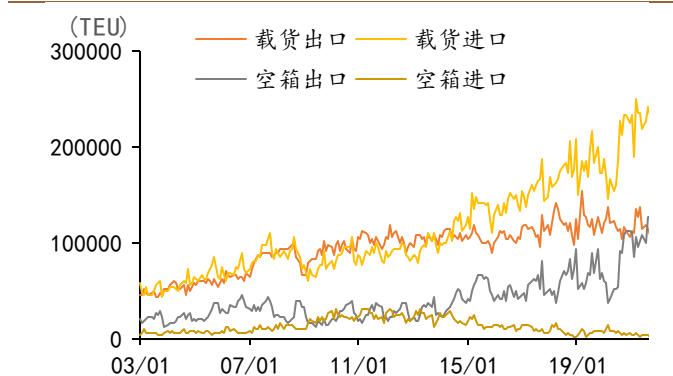
资料来源：彭博、德邦研究所

图 10：美国休斯顿港集装箱进出口规模时间序列



资料来源：彭博、德邦研究所

图 11：美国萨瓦那港集装箱进出口规模时间序列



资料来源：彭博、德邦研究所

图 12：美国奥克兰港集装箱进出口规模时间序列

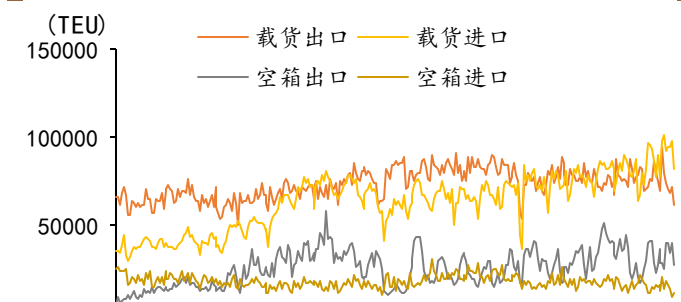
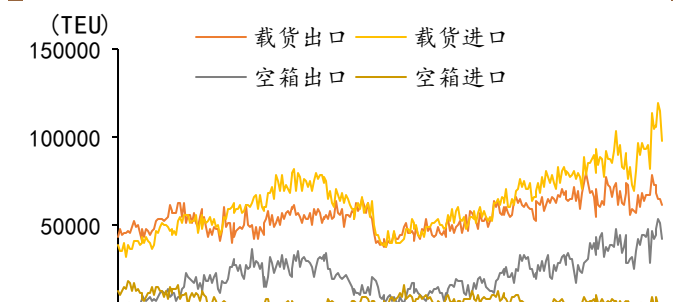


图 13：美国查尔斯顿那港集装箱进出口规模时间序列



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_28577

