



程实：警惕外需之变



文/意见领袖专栏作家 程实 张弘硕



通过结构性政策持续稳定原材料价格和能源供应，对减轻出口贸易类企业的经营压力是必要的。

百年未有之大变局中，形势瞬息万变，优势变劣势、机会变风险，随时可能发生。值得警惕的是，此前表现强势的中国外需，正在经历双重结构性变化：一是从供给侧来看，全球供应链持续恢复使主要经济体在全球价值链上对中国的进口依赖有所下降；二是从需求侧来看，高通胀压力下美国消费增长弱化，从而可能将对中国出口产生边际上的抑制性影响。直面外需之变，政策、机构、企业各个层面都需要审慎应对。

基于我们的调研，对于大多出口日常消费品的中小企业来说，缓解人

民币汇率持续升值带来的出口压力，除了央行提高外汇存款准备金率外，银行可以为企业办理锁定汇率操作提供更多的服务。而对于中间品和资本品为主要出口类别的公司来说，汇率升贬带来价格变动其实影响不大，真正影响企业经营压力的是原材料价格、海运运费以及海外市场内需变化。因此，通过结构性政策持续稳定原材料价格和能源供应，对减轻出口贸易类企业的经营压力是必要的。

全球供应链的持续恢复

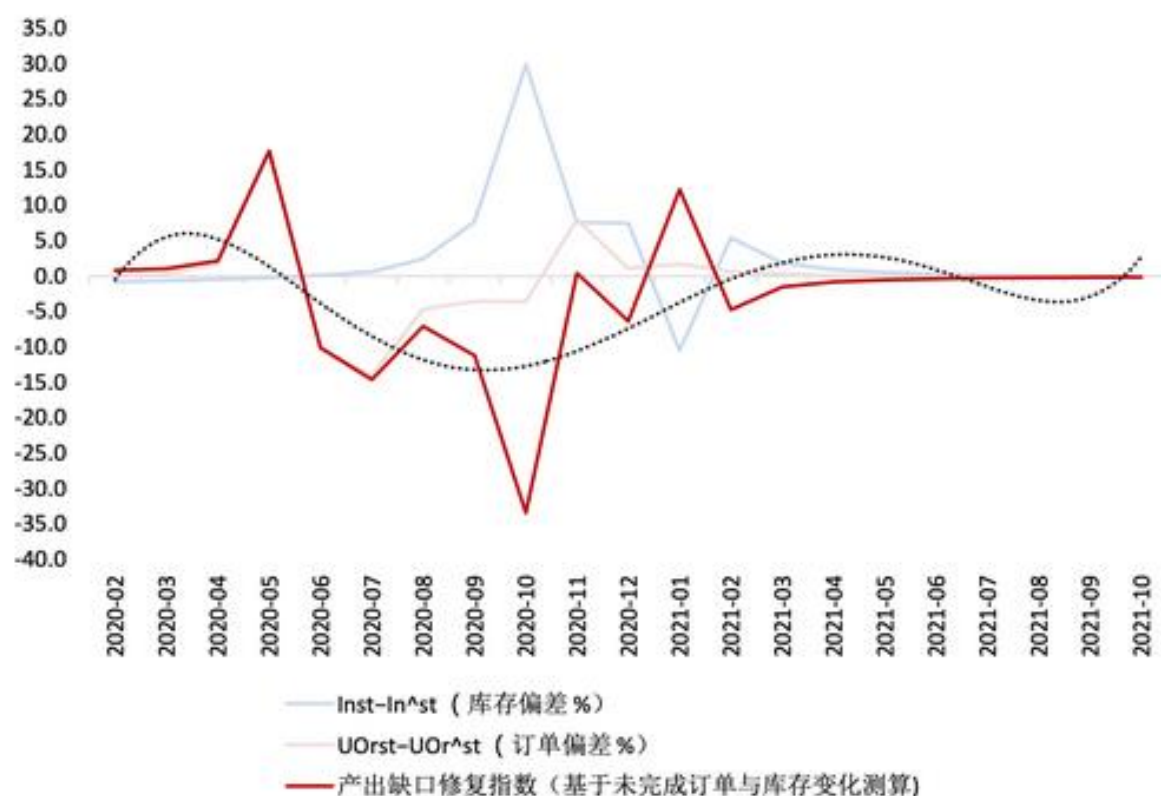
在我们此前的报告《全球价值链能快速恢复吗》一文中，通过基于对 35 位全球学者的实证研究比较，我们归纳和分析了当前全球价值链恢复过程中的 9 种主要挑战并对其进行了排序。我们发现，若全球疫情同步恢复的速度加快，那么从上游的生产和供应端到中下游的物流、零售及消费端，整体价值链的恢复程度将会显著提高。其中，供应方交货时间、物流方交通运输成本，以及买方库存调整均将在短期内显著恢复。

为了进一步支持我们的调研发现，本文进一步基于实证研究发现，产业链上供应端、物流端与零售端在 2021 年二季度以来正在持续修复。尽管这种恢复仍是缓慢且渐进的，但我们相信，随着时间推移，持续的复苏或将对全球贸易和价值链上的供求关系产生新的影响。本文基于美联储经济学家 Charles Gilbert、等人提出的供应瓶颈测算模型，分析了截止到 2021 年三季度，美国实体经济在供应链上的恢复情况。正如 Charles Gilbert 等人的研究发现，美国制造业在未完成订单、库存变化和

出货时间三项数据之间存在长期稳态关系。基于反事实研究，我们采用了 2017 年四季度至 2020 年第二季度的数据，测算了在稳态状态下，美国价值链上新增订单会在 1.5~4.5 个月出货，而库存的补充一般需要 1~2.5 个月的时间。在此基础上，我们预测了正常状态（非疫情冲击）下 2020 年二季度至 2021 年四季度，美国制造业订单、库存和发货数据的变化。进一步，我们将这种稳态关系与实际疫情冲击下的三者关系进行偏差对比，从而估算了美国实体经济供应链端的恢复情况。

基于 Charles Gilbert 等人提出的供应瓶颈测算模型，我们利用美国制造业订单、库存和发货数据在反事实研究中的偏差关系，拟合出了供应瓶颈修复曲线。可以看到，进入 2021 年二季度以来，美国供应链开始呈现正常化。伴随美国劳动参与率的提高，我们预计美国本土在耐用品生产、供应及物流能力上将得到进一步修复。此外，从美国制造业的贸易库存环比增速来看，自 2021 年二季度，美国制造业贸易库存保持快速增长水平，同样侧面反映了美国制造业在供应、生产及物流端的持续恢复，这与我们的供应瓶颈模型的拟合结果一致。

图 1：产出缺口修复指数（基于未完成订单与库存变化测算）%



数据来源：Wind, Bloomberg, 作者估计。注：我们根据美联储供给瓶颈缺口模型对当前美国制造业供给瓶颈恢复程度进行测算，我们发现美国未完成订单与库存水平正在向疫情前的均衡水平收敛，反映了美国制造业供应链进一步恢复。

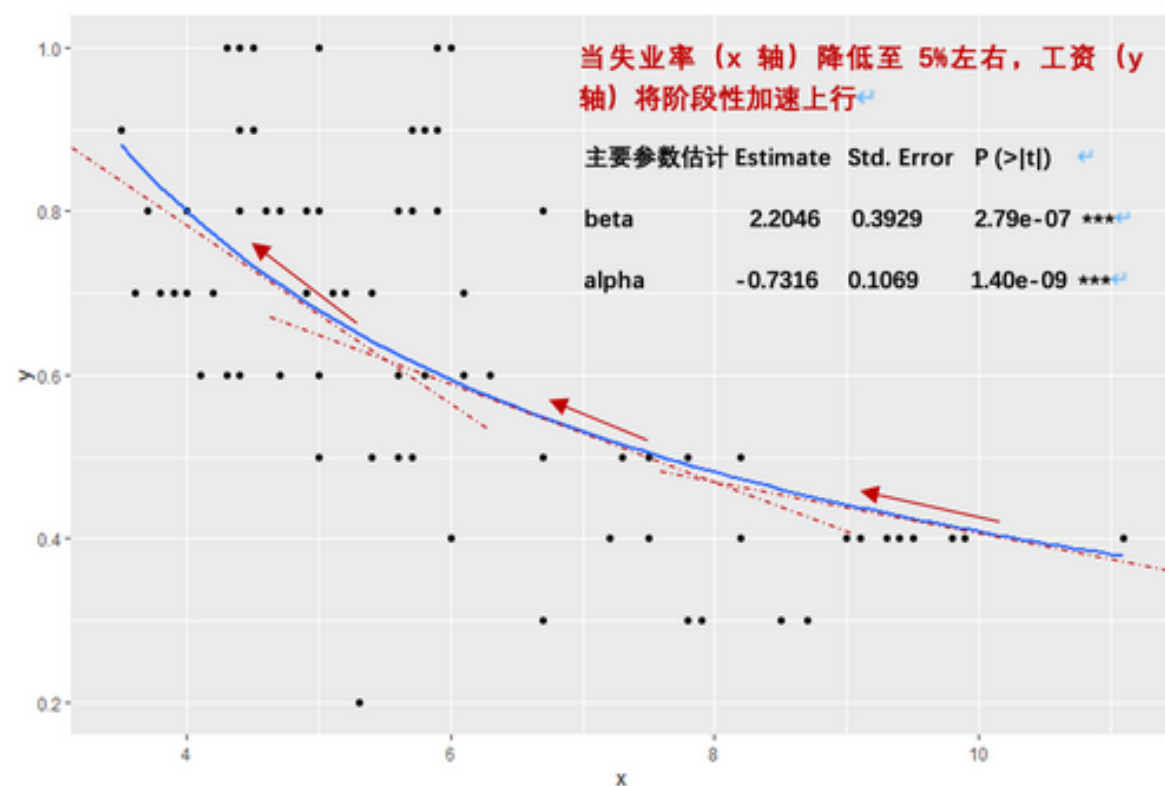
美国私人消费上升动力不足

进入三季度，美国居民的名义工资收入持续增长，美国私人消费增速进一步上升。但从美国居民的实际工资收入来看，持续的高通胀预期才是支持名义工资收入增长的核心因素。相反，实际工资增速在下降。从消费者信心指数来看，美国消费者信心指数自 2021 年 8 月以来开始显著下滑，通胀对消费者信心打击较大，预计美国私人消费短期将出现回落。

我们认为美国持续高通胀对美国内需的影响已逐步显现。从劳动力市

场看，受到中小企业参与回复率较低的影响，美国 11 月非农数据大幅低于市场预期。但从劳动参与率来看，11 月美国劳动参与率却创下自 2020 年 3 月以来新高水平，这实际反映了美国就业市场以及美国国内供应链的持续恢复。就业市场的持续复苏，带动了工资上涨，从而加剧了工资与价格螺旋上涨的动力。

图 2：美国工资薪酬与失业率的非线性关系（工资-菲利普斯曲线）



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_31207

