

## 总量研究

## 美国供应链恢复的堵点在哪里

——光大宏观周报 20210619

## 要点

## 本周聚焦：

目前，美国制造业工业生产指数及产能利用率基本回到疫情之前，但是，美国国内供给复苏依然受限，通胀飙升，也拉动了中国对美出口维持在较高水平。我们认为，从就业和运输两方面来看，限制美国供应链修复的部分因素，将在三季度改善，比如失业补贴降低了就业积极性，学校尚未复课使得父母被迫赋闲在家。

但是，也有一些因素，短期能否改善，尚需观察，包括密切接触行业招聘困难，经济复苏不均衡带来的摩擦性失业问题，毒品和酒精监管、驾驶学校持续未开学造成的卡车司机短缺问题，芯片荒导致的汽车供应不足，以及美国港口堵塞问题。这些因素，难以判断何时能够解决，这也是目前市场对于美国通胀和就业恢复节奏分歧较大的原因所在。

出口方面，4月我国在美国整体的进口份额已经下滑到了疫情前水平，未来对美出口走势，主要依赖于美国的供需缺口弥合的节奏。可以看出，限制美国供应链恢复的部分因素，短期难以解决，三季度我国出口压力较小。四季度，随着美国接近群体免疫状态，供应恢复，财政补贴逐步退出，出口也将承压。

## 全球疫情：

美国及欧洲各国新增确诊下降，东南亚、英国新增确诊继续上升。各国疫苗接种继续推进，美国每百人新冠疫苗接种量达到93.05剂，英国、法国和德国分别为106.14剂、66.52剂、74.05剂。

## 全球资产：

大宗商品跌多涨少，油价上涨，黄金价格大跌，工业金属普遍下跌。全球股市跌多涨少，美国纳斯达克指数、标普500和道琼斯工业指数分别下跌0.28%、1.91%、3.45%，欧洲、国内股市普遍下跌。

## 央行观察：

美联储宣布维持联邦基金利率目标不变，维持购债规模不变，上调2021年通胀预期。美联储强调，通胀率上升只是暂时性因素，有充足工具应对通胀上升。欧洲央行将维持宽松货币政策。日本央行仍坚守宽松货币政策，并表示将在必要时毫不犹豫地采取额外的宽松措施。俄罗斯央行年内第三次提高基准利率。

**海外新闻：**七国集团（G7）峰会正式在英国康沃尔结束；美国宣布全球基建计划；拜登和普京同意启动美俄战略稳定对话。

## 国内观察：

6月以来，**上游：**原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨；**中游：**高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降；**下游：**商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌；**流动性：**货币市场利率下行，债券市场利率。

## 国内政策：

广东新增病例涉及广深佛莞，部分区域升级疫情防控。证监会修订发布《证券市场禁入规定》。国常会通过《中华人民共和国人口与计划生育法（修正草案）》。发改委表示将适时开展多批次投放铜、铝、锌国家储备。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogegge@ebsecn.com

## 相关研报

制造业强、社零暖，经济内生动能加速修复——2021年5月实体数据点评（2021-06-16）

美国通胀再超预期，美联储议息会议如何应对？——光大宏观周报（2021-06-13）

基建计划再度缩水，拜登如何顺利闯关？（2021-06-11）

社融回落速度将趋于收敛——2021年4月金融数据点评（2021-06-11）

“政冷经热”怎么谈，美方诉求在哪里？——《大国博弈》第五篇（2021-06-10）

PPI年内上行动能有限，中下游涨价分化——2021年4月通胀数据点评（2021-06-09）

出口分化，低技术拖累，高技术强劲——2021年4月贸易数据点评（2021-06-07）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

乘势而上：全球复苏、货币微松、中美缓和——2021年宏观中期策略报告（2021-06-03）

PPI冲高见顶，投资继续上行——2021年5月经济数据预测（2021-06-01）

建筑业重返高景气，基建投资反弹在即——2021年5月PMI数据点评（2021-05-31）

一文详解拜登6万亿美元财政幻术——光大宏观周报（2021-05-30）

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

## 目 录

|                                                  |           |
|--------------------------------------------------|-----------|
| <b>一、美国供应链恢复的堵点在哪里？</b>                          | <b>4</b>  |
| 1.1 就业：失业补贴、学校尚复课、结构性失业                          | 4         |
| 1.2 运输：港口阻塞、司机短缺、运价上涨                            | 6         |
| 1.3 芯片荒进一步冲击了美国供应链                               | 7         |
| 1.4 从美国供应链恢复，看下半年中国出口                            | 8         |
| <b>二、全球观察</b>                                    | <b>8</b>  |
| 2.1 海外疫情：美国新增确诊下降，疫苗接种持续推进                       | 8         |
| 2.2 海外经济：美国 6 月 12 日当周初请失业金人数上升                  | 9         |
| 2.3 金融与流动性数据：美债收益率下行、通胀预期下降                      | 10        |
| 2.4 全球市场：全球股市跌多涨少，油价上涨，黄金价格大跌                    | 12        |
| 2.5 央行观察：美联储宣布维持联邦基金利率目标不变                       | 13        |
| 2.6 海外政策：拜登和普京同意启动美俄战略稳定对话                       | 14        |
| <b>三、国内观察</b>                                    | <b>16</b> |
| 3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨 | 16        |
| 3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降       | 17        |
| 3.3 下游：商品房成交面积增幅缩窄，猪价、菜价、水果价格环比下跌                | 18        |
| 3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率上行                        | 19        |
| 3.5 国内新闻：发改委将适时开展多批次投放铜、铝、锌国家储备                  | 19        |
| <b>四、下周财经日历</b>                                  | <b>20</b> |

## 图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：美国 5 月工业制造业生产指数约为 2019 年底的 99% | 4  |
| 图 2：5 月，中国对各国出口增速（中国海关总署口径）        | 4  |
| 图 3：密集接触型行业的职位空缺率明显高于建筑业和制造业       | 6  |
| 图 4：美国 5 月交通运输类 CPI 大幅上涨           | 7  |
| 图 5：5 月美国供应商配送和积压订单库存 PMI 持续上升     | 7  |
| 图 6：美国二手车价格指数接连创新高                 | 8  |
| 图 7：2021 年 4 月，中国占美国进口份额已经回落到疫情前水平 | 8  |
| 图 8：英国、东南亚新增确诊上升（7 天移动平均）          | 9  |
| 图 9：疫苗接种比例持续上升                     | 9  |
| 图 10：美国 6 月 12 日当周初请失业金人数上升        | 10 |
| 图 11：美国 6 月消费者信心指数小幅回落             | 10 |
| 图 12：美国 5 月零售环比低于预期                | 10 |
| 图 13：美国 10 年期国债收益率下行，通胀预期下降        | 11 |
| 图 14：英国、法国、德国 10 年期国债收益率上行         | 11 |
| 图 15：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差下降        | 11 |

国投瑞银

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 16: 美国投资级企业债利差指标整体下降 .....     | 11 |
| 图 17: 美联储资产规模略有上升 .....          | 12 |
| 图 18: 美、欧、日央行资产规模均有上升 .....      | 12 |
| 图 19: 全球股市跌多涨少 .....             | 12 |
| 图 20: 大宗商品跌多涨少 .....             | 12 |
| 图 21: 原油价格环比上涨 .....             | 16 |
| 图 22: 动力煤、焦煤价格环比上涨, 环比增幅缩窄 ..... | 16 |
| 图 23: 铜价环比下跌, 库存同比下降 .....       | 17 |
| 图 24: 铝价环比上涨, 库存同比上涨 .....       | 17 |
| 图 25: 高炉开工率环比下跌 .....            | 17 |
| 图 26: 水泥价格指数环比下跌 .....           | 17 |
| 图 27: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降 .....    | 18 |
| 图 28: 钢坯库存同比上涨 .....             | 18 |
| 图 29: 商品房成交面积增幅缩窄 .....          | 18 |
| 图 30: 土地供应面积同比增速上行 .....         | 18 |
| 图 31: 猪价、菜价、水果价格环比下跌 .....       | 19 |
| 图 32: 3 月, 乘用车日均零售销量跌幅扩大 .....   | 19 |
| 图 33: 货币市场利率下行 .....             | 19 |
| 图 34: 债券市场利率上行 .....             | 19 |

## 表目录

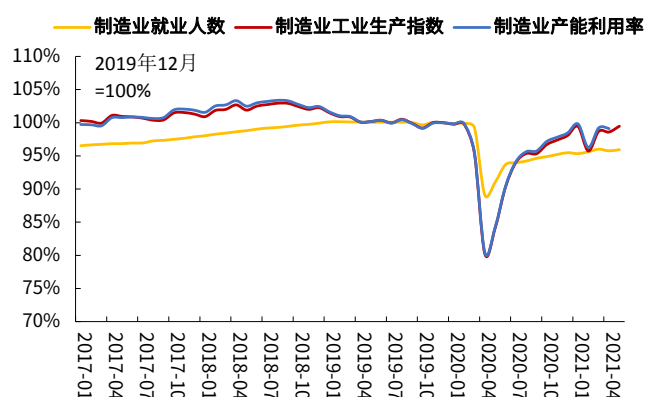
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 美国多个州在 6 月中下旬陆续结束发放大流行失业补贴 ..... | 5  |
| 表 2: 美欧日俄央行官员表态 .....                 | 14 |
| 表 3: 美国经济热力图 .....                    | 15 |
| 表 4: 欧元区经济热力图 .....                   | 15 |
| 表 5: 英国经济热力图 .....                    | 15 |
| 表 6: 日本经济热力图 .....                    | 16 |
| 表 7: 下周全球经济数据热点 .....                 | 20 |

## 一、美国供应链恢复的堵点在哪里？

今年以来，美国各州陆续复工，5月美国制造业工业生产指数达到2019年底的99%，4月制造业产能利用率达到2019年的99.6%，美国国内的工业产能已经基本回到疫情前。但是，4月、5月美国CPI环比飙升，中国对美出口增速依然维持高位。这说明，美国国内供给恢复受限，供需缺口依然存在。

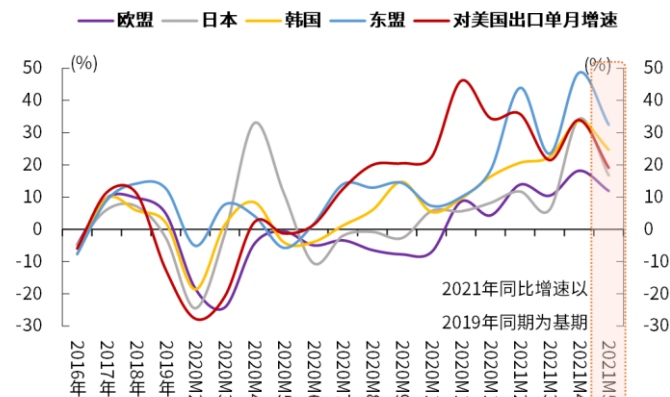
6月3日，美联储公布了最新经济展望调查褐皮书，认为供应链瓶颈在推高物价压力。何为供应链瓶颈？美国供给恢复的堵点在哪里？是长期因素还是短期因素，何时才能恢复？

图1：美国5月工业制造业生产指数约为2019年底的99%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：5月，中国对各国出口增速（中国海关总署口径）



资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：美元计价）

### 1.1 就业：失业补贴、学校未返校复课、摩擦性失业

近期，美国国内劳动力市场供需矛盾加剧。一方面，美国职位空缺在快速上升，4月JOLTs职位空缺928.6万个，远超预期830万个及前值829万个。另一方面，5月劳动参与率下降0.1个百分点至61.60%，低于预期值61.80%，4月、5月美国非农就业数据均低于预期。职位空缺增加，但是新增就业减少，劳动参与率下降，劳动力市场供需矛盾在加剧。

我们认为，限制美国就业恢复的因素，部分可以在短期改善，而部分尚需观察。部分因素将在三季度改善，比如失业补贴降低了就业积极性，学校尚未复课使得父母被迫赋闲在家；另外一些因素，短期能否改善尚需观察，比如密切接触行业招聘困难，经济复苏不均衡带来的失业问题。

第一，6月下旬，多个州开始停止发放联邦失业补贴，其余州将于9月初结束发放。

3月份，美国国会通过1.9万亿财政刺激计划，在9月6日之前发放每周300美元的联邦政府失业救济金。但是，失业补贴也在一定程度上降低了劳动力重返就业市场的积极性。为了促进劳动力重返市场，多个州计划提前结束发放失业补贴。截止6月19日，已经有包括密西西比州等14个州结束发放300美元每周的失

业补贴。13 个州将在 6 月底至 7 月底陆续结束发放失业补贴，剩余各州最晚将在 9 月 6 日停止发放。

**表 1：6 月中下旬，多个州陆续停止发放 300 美元每周的失业补贴**

| 时间       | 州                                                |
|----------|--------------------------------------------------|
| 6 月 12 日 | 阿拉斯加、爱荷华、密西西比、密苏里                                |
| 6 月 19 日 | 阿拉巴马州、爱达荷州、印第安纳州、内布拉斯加州、新罕布什尔州、北达科他州、西弗吉尼亚州、怀俄明州 |
| 6 月 26 日 | 阿肯色州、佛罗里达州、乔治亚州、俄亥俄州、南卡罗来纳州、南达科他州、德克萨斯州、犹他州      |
| 6 月 27 日 | 俄克拉荷马州蒙大拿州                                       |
| 7 月 3 日  | 马里兰州、田纳西州                                        |
| 7 月 10 日 | 亚利桑那                                             |
| 7 月 31 日 | 路易斯安那州                                           |
| 9 月 6 日  | 其余各州                                             |

资料来源：CNET，光大证券研究所

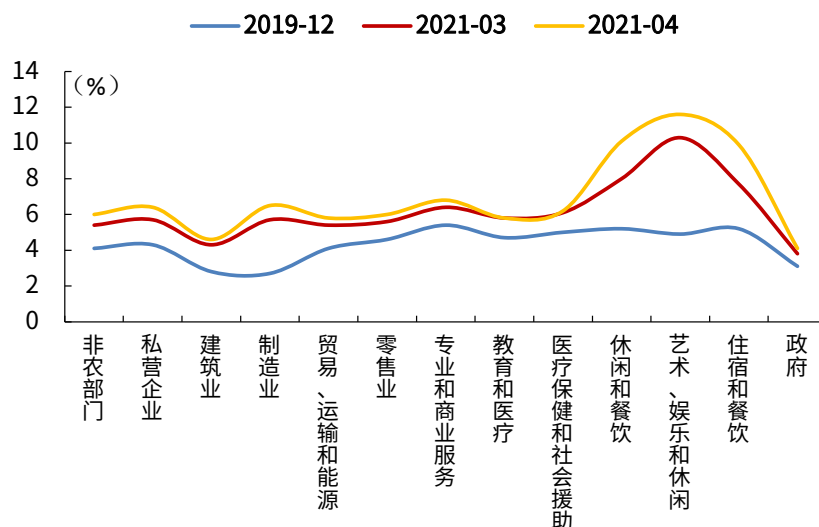
**第二，美国大部分的中小学校和幼托机构预计会在秋季返校复课。**目前由于大部分学校尚未返校复课，因此父母（或其中至少一方）需要承担较重的育儿任务，被迫赋闲在家，同样也影响了一部分人群就业的倾向。不过，随着秋季大部分学校开始返校复课，育儿压力对于就业的制约也会大幅降低。

以上两个限制就业恢复的因素，会随着三季度各州陆续停止发放失业补贴、秋季学校复课，而逐步改善。但是，限制劳动力恢复的，同样也有一些因素是政策短期难以改善的，比如密切接触性行业更难招募从业人员，以及经济复苏不均衡带来的失业问题，这些因素能否在三季度内得到改善，尚需观察。

**第三，出于对于疫情的担忧，密切接触行业职位空缺率更高，如休闲娱乐、住宿餐饮。**据《经济学人》研究表明，失业救济的刺激效应是有时间限制的，短期失业补贴难以让人们拒绝一份有长期奖励的工作。《经济学人》认为，出于对疫情的恐惧，密切接触行业更难招募到合适的从业人员，如娱乐和酒店行业，职位空缺率最高；而非密切接触的行业，如建筑业，职位空缺率则较低。这个因素可能要等到美国正式进入群体免疫状态后，才会得到改善。

**第四，区域和行业复苏不均衡造成的摩擦性失业问题。**疫情冲击下，一些企业倒闭，一些新的工作机会出现，如电子商务、线下配送等。另外，经济复苏在不同区域也有较大差异，据《经济学人》统计，在就业增长方面，美国繁荣地区与困难地区的差距，是疫情爆发前的两倍。行业 and 区域复苏的不均衡，使得工人们需要时间来适应和寻找新的工作机会。

图 3：密集接触型行业的职位空缺率明显高于建筑业和制造业



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.2 运输：港口阻塞、司机短缺、运价上涨

据 CNN 报道，6 月 14 日，美国零售联合会致信白宫，呼吁解决美国港口的拥堵问题。信中提到，“供应链中断问题，尤其是影响我们主要海港的拥堵问题，正在给美国零售商带来重大挑战”。美国零售联合会警告说，这些问题给供应链增加了“几天和几周”的时间，导致库存短缺，并增加了大量的运输和仓储成本。

**港口阻塞引起连锁反应，针对卡车司机的检疫进一步延长了运货时间。**据 5 月美国 LMI（物流仓储经理人指数）报告，现在只有 40% 的船舶“准时”抵达港口，即使抵达港口后，等待卸货的时间是平时的两倍。深圳盐田港承担着中国对美贸易 1/4 的货量，5 月底以来，盐田港受疫情影响，运营能力下降，也进一步影响了美国货船返航。港口拥挤进一步在供应链中引起连锁反应，拖累了整体供应链的效率。另外，据华尔街日报报道，即使货物已准备好发货，针对卡车司机的检疫规定，也可能导致延误加剧。

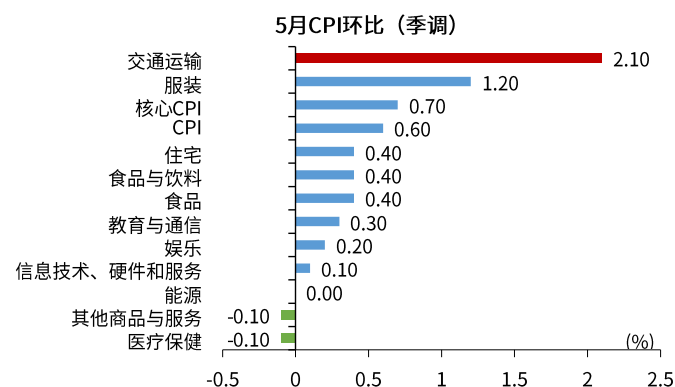
**卡车司机的短缺，也是美国运力紧张的关键原因。**据 5 月美国 LMI（物流仓储经理人指数）报告，近期三个因素造成了全美卡车司机短缺，进一步限制了运力。第一，疫情期间，卡车驾驶学校暂停上课，导致市场上新增卡车司机不足。第二，2020 年 1 月 6 日开始，针对商业驾驶司机的酒精及毒品管制开始执行，雇主主要在 12 个月内上报司机信息。这意味着，第一批司机的信息要在 2021 年 1 月 6 日上报。酒精及毒品管制开始执行，同样降低了可用的司机数量。第三，持续的救济金发放，使得居民储蓄水平提高，也降低了卡车司机的就业意愿。

**美国运力饱和，运价上涨，这使得廉价产品（木材等）的拒载率上升，进一步加剧了经济复苏的不均衡。**据 5 月 LMI 报告，由于司机短缺，运价上涨，低价值商品对运输的吸引力较小，木材等廉价产品运输不畅，限制了仓库的修建，进一步约束了运输能力。

**美国运力紧张，短期成为了制约供应链恢复的重要原因。**从 5 月的 PMI 数据来看，美国制造业就业和生产都出现回落，但是供应商配送、积压订单库存指数则

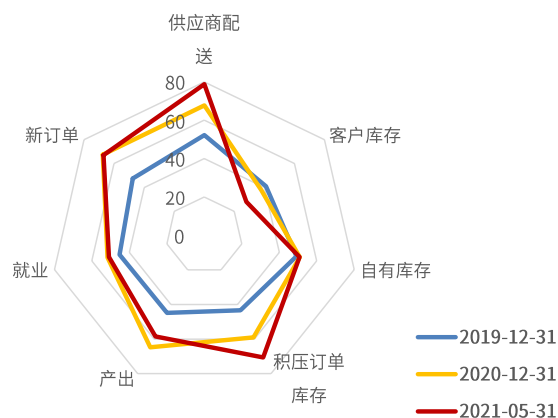
在上升，表明供应链的运输能力已经成为了限制生产的瓶颈。5月，供应商配送指数已经跳升至78.8，这是1974年4月以来的最高值（该指数越高表明配送越慢）。由于运力紧张，美国国内运价全线上涨，5月美国交通运输类CPI环比大涨2.1%，成为了助推通胀的重要因素。

图4：美国5月交通运输类CPI大幅上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

图5：5月美国供应商配送和积压订单库存PMI持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

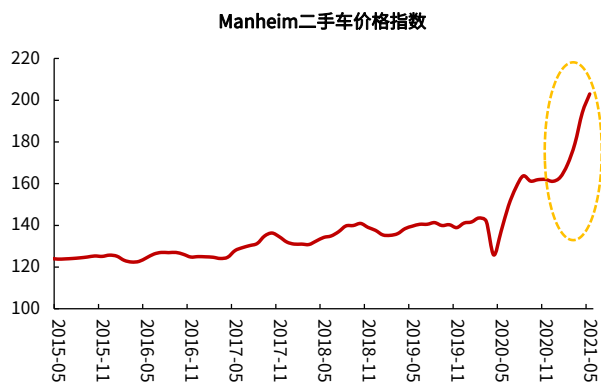
### 1.3 芯片荒进一步冲击了美国供应链

疫情以来，全球半导体行业产能持续紧张，多个汽车厂出现停工。受芯片荒影响，美国阿拉巴马州的现代汽车工厂将从6月14日起暂停运营5天，韩国牙山现代工厂也因为半导体短缺将于6月16日停工，这也是牙山工厂第四次因为半导体短缺而停工。

**芯片荒直接冲击了汽车行业产能，进一步限制了美国国内供应链恢复。**受到芯片短缺的冲击，美国新车供应严重不足，据5月LMI报告，8级卡车（重卡）的积压量仍处于创纪录水平，卡车短缺，进一步限制了美国国内的运输能力。新车供应不足，二手车需求剧增，导致二手车价格在近几个月不断飙升。据曼海姆(Mannheim)提供的二手车指数显示，5月二手车价格指数同比增长48.2%，预计未来二手车价格将进一步攀升，同比涨幅可达50%，将继续推升通胀。

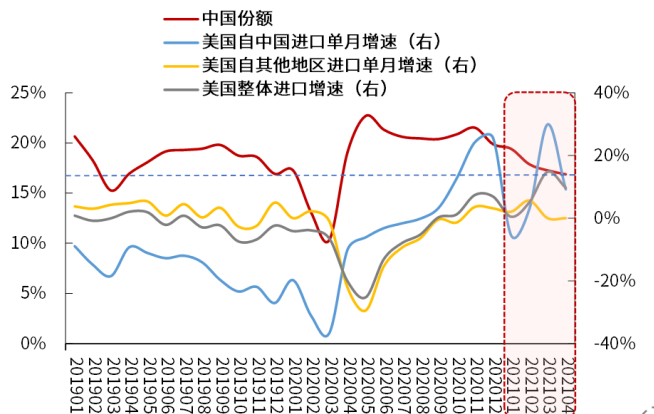
**全球芯片荒可能要数年时间才能缓解。**据路透5月31日报道，英特尔首席执行官表示，全球半导体短缺可能需要数年时间才能解决，并计划在6到9个月内开始生产芯片，以解决美国汽车厂的芯片短缺问题。

图 6：美国二手车价格指数接连创新高



资料来源：Manheim，光大证券研究所

图 7：2021 年 4 月，中国占美国进口份额已经回落到疫情前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：中国为中国内地，数据均为美国海关公布的不含税进口金额；为剔除基数效应，2021年增速均为与2019年同期相比

## 1.4 中国对美出口三季度有支撑，四季度承压

2020 年，中国对美出口享受了份额上升和需求回升的双重提振。疫情冲击前期（2020 年上半年），中方在美国整体进口中的份额快速提升，从 2019 四季度的 18%快速上升至 2020 年 5 月的 23%。之后，直到 2020 年 11 月，中国份额都维持了相对高的水平，美国整体进口恢复，带动中国对美出口增速上行。在 2020 年，中国对美出口享受了份额上升和需求回升的双重提振。

2020 年 11 月至今，中国的份额优势逐步回落，未来对美出口走势，主要依赖于美国供需缺口弥合的节奏。中国在美国整体进口份额的占比，在 2020 年 11 月（22%）之后便持续下滑。截止 2021 年 4 月，份额已经下滑到 17%，基本回到疫情前的水平。这也意味着，接下来中国对美出口走势，主要依赖于美国总进口的走势。

出口三季度有支撑，四季度承压。三季度内，部分限制美国供应链的因素会得到缓解，如失业补贴暂停发放，学校开始返校复课。但是另一些因素，如卡车司机数量供应不足，港口阻塞，芯片短缺等问题，何时能够缓解，尚需观察。因此，我们认为中国出口在三季度依然会有一定支撑，下行压力集中在四季度。四季度，美国将逐步接近群体免疫状态，供应能力恢复，居民消费能力随着财政补贴退出而下滑，美国国内的供需矛盾将逐步缓解，对于中国产能的依赖也会减弱。

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\\_20298](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20298)

