

美国消费回落与进口强劲之谜

证券研究报告

2021 年 11 月 20 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

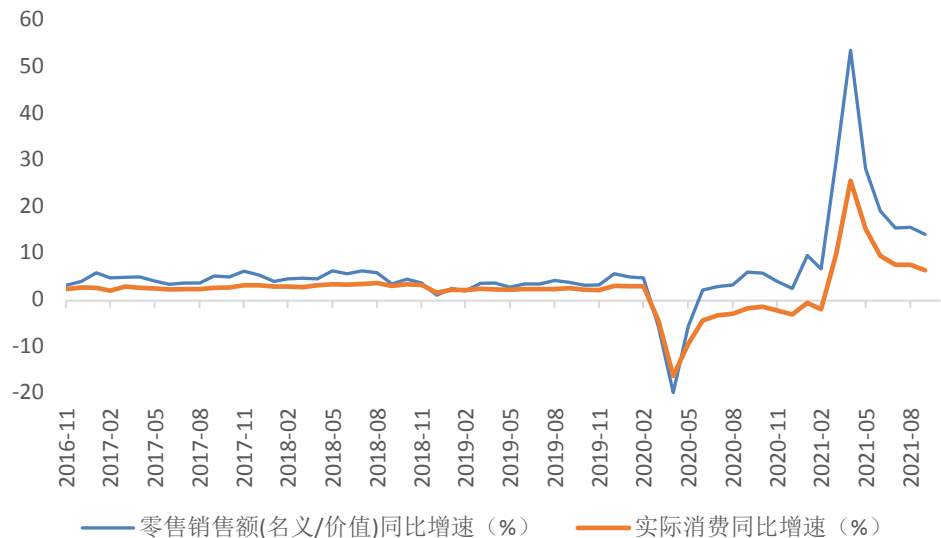
- 1 《COP26 气候协定：以退为进》
2021-11-15
- 2 《六问六答：关于房地产投资和房企
风险问题》 2021-11-12
- 3 《碳减排工具的意义和影响》
2021-11-09

整体而言，2 季度后，美国进口体现了经济增长动能从消费向投资，从终端销售到补库的转换。由于高通胀和企业零售端的补库仍将持续到年底，预计四季度美国进口额仍将维持高增速。

风险提示：美国财政支出超预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏超预期

今年二季度后，随着财政补贴退坡，美国消费趋于回落，但于此同时美国进口额居高不下，9月美国贸易逆差达到809亿美元的历史新高，超过了6月时创下的732亿美元的纪录。其中，进口增长0.6%至2885亿美元，出口下降3%至2076亿美元。该如何解释美国消费的疲软和进口的强势？

图 1：美国实际消费同比增速 vs 美国零售同比增速



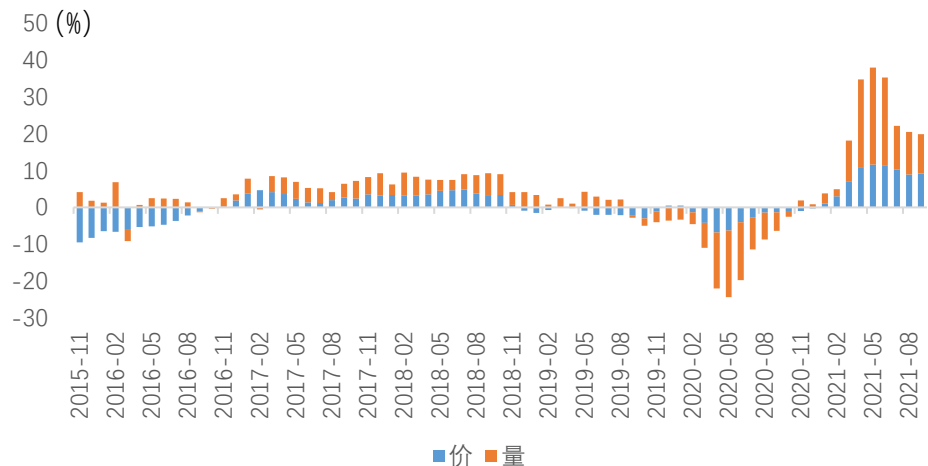
资料来源：Bloomberg, Fred, 天风证券研究所

1) 价格因素

经济复苏的不同步推高了价格。尽管美国经济逐渐重新开放，企业活动增加，但他们在亚洲的许多供应商所在国在今年秋季重新进入封锁状态。美国 9 月进口额同比达 19.9%，其中价格同比增长 9.2%，实际进口量同比增长在 3 月后持续萎缩。

具体而言，美国劳工部发布的一份报告显示，总体而言，9 月进口工业用品的价格同比上涨了 35.8%。其中燃料和润滑油的价格同比上涨了 70.2%，未成品金属价格同比上涨 32.6%，而成品金属价格同比上涨 24.7%。相比之下，进口消费品价格同比仅上涨了 1.5%。价格因素也体现在美国居民实际消费和零售数据分化加剧中，9 月零售额同比 13.9%，环比 0.7%，而实际消费增速同比 6.2%，环比 0.3%。

图 2：美国进口同比价格和量的拆分



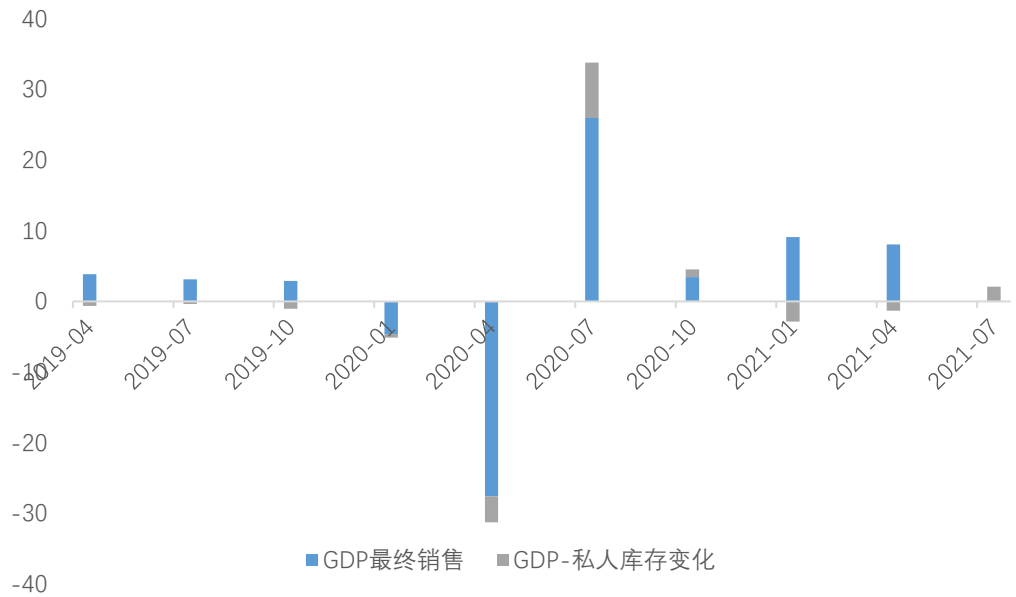
资料来源：Wind, 天风证券研究所

2) 补库需求

三季度美国 GDP 环比年化增速放缓至 2%，但最终销售环比增速为-0.1%，这意味着补库行为贡献了 2.1% 的年化增长。进口的强势更多反映补库需求，而非终端销售。

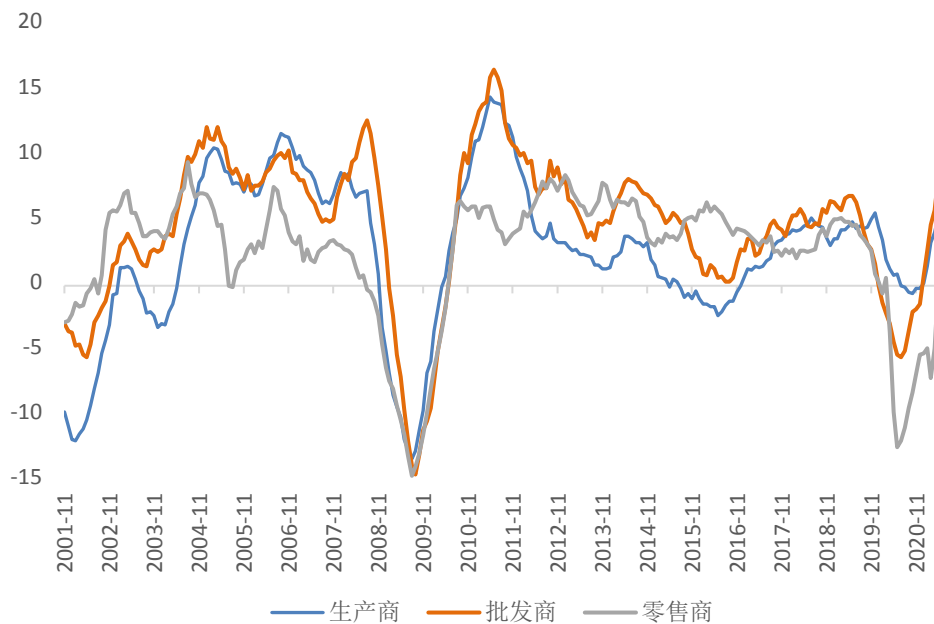
实际上生产及批发环节自年初开始大幅补库，但因为渠道、交运环节的阻塞，零售端持续去化，直到 5 月库存才实现同比转正。目前生产商、批发商库存同比处于高位，零售端仍有补库空间。随着美国假日购物季临近，且进口商因为疫情原因提前囤货，全球供应链的动荡促使企业预防性补库存。

图 3：美国 GDP 增速分拆



资料来源：Fred，天风证券研究所

图 4：生产商、批发商持续补库，零售商库存同比近期转正

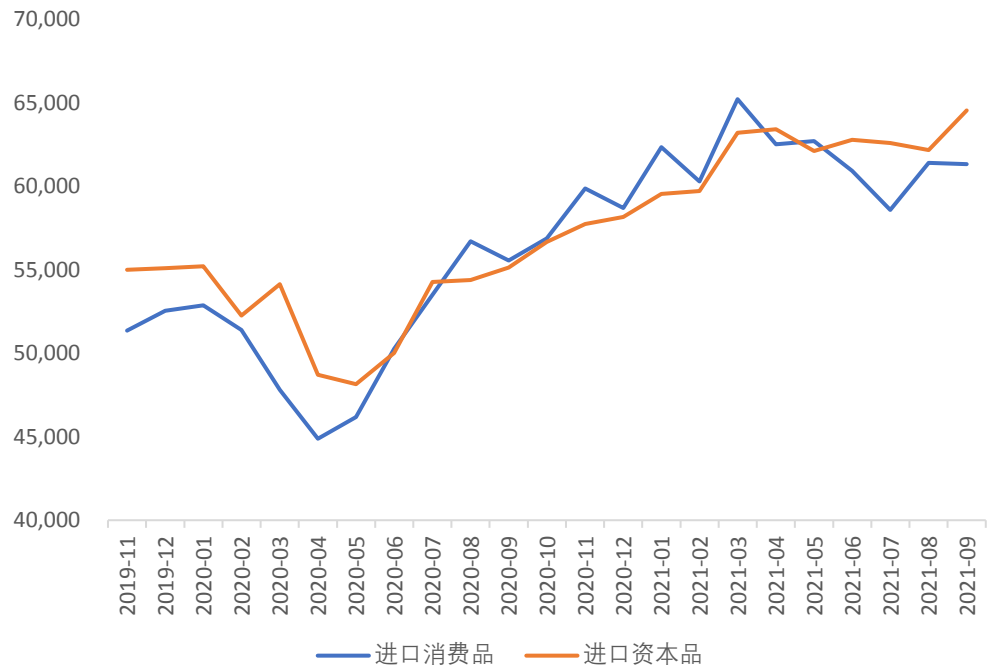


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

3) 工业需求回升, 消费需求回落

去掉价格因素后, 消费品进口额持续高位回落, 高点出现在今年 3 月。资本品进口额今年持续走平, 9 月再度上升。

图 5: 消费品、资本品去掉价格因素后进口额 (以 2019 年 11 月价格为基准, 百万美元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

消费品进口自 3 月触及峰值后持续下降, 9 月消费品进口规模为 631.5 亿美元, 自高点回落 4.79%。消费品剔除价格因素后, 耐用品几乎全面回落, 但随着防疫措施进一步开放, 服装和玩具游戏体育用品的进口需求有所回暖。

表 1: 2021 年消费品进口规模相对于 2019 年同比增长, 剔除价格因素

	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
玩具、游戏与体育用品	41.8%	55.0%	95.1%	58.2%	62.9%	61.9%	9.0%	26.1%	49.3%
服装、家居用品-棉质	-14.3%	-14.9%	7.8%	0.0%	6.0%	-11.0%	-11.2%	-0.4%	4.0%
游艇与汽车	11.3%	-1.2%	-10.1%	24.2%	18.0%	46.9%	19.9%	20.3%	13.1%
家具及家用产品等	20.7%	7.9%	49.0%	43.4%	28.9%	34.8%	25.5%	33.1%	18.1%
食品、饲料和饮料	11.4%	8.7%	5.3%	10.0%	16.6%	17.5%	15.9%	13.6%	10.6%
制药用品	48.2%	19.5%	-2.9%	-7.4%	13.2%	1.4%	1.3%	15.4%	5.0%

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

资本品进口稳步回升, 9 月创年内新高, 达 656.3 亿美元。资本品剔除价格因素后, 钻井与油田设备的需求随油价回暖, 船舶和铁路运输设备的进口也有所回升, 半导体、计算机、食品与烟草机械的需求保持强劲, 汽车及零部件、电信设备、飞机的进口需求出现回落。

表 2：2021 年资本品进口规模相对于 2019 年同比增长，剔除价格因素

	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
民用飞机	109.6%	89.1%	-18.8%	-7.5%	-19.5%	36.3%	6.5%	18.6%	11.0%
电信设备	1.1%	2.0%	13.7%	17.4%	3.3%	3.1%	3.0%	-3.7%	0.4%
半导体	16.0%	12.0%	33.2%	44.4%	37.5%	33.4%	39.0%	15.9%	34.0%
钻井与油田设备	-79.4%	-69.8%	-64.8%	-18.7%	-56.4%	-51.8%	-52.8%	-64.3%	-7.4%
食品与烟草机械	1.3%	10.0%	11.7%	16.0%	23.6%	16.5%	19.4%	4.0%	26.5%
铁路运输设备	-32.9%	-34.8%	-27.3%	-36.6%	-47.0%	-6.3%	-36.2%	-21.7%	-14.4%
专业采矿	-28.5%	12.1%	-5.9%	1.9%	-17.0%	-16.9%	-26.7%	-14.6%	-15.4%
其他商业船舶	-28.1%	-71.3%	-51.8%	-88.6%	-49.1%	-27.9%	-25.9%	-14.8%	15.7%
其他工业机械	-1.1%	-8.1%	5.1%	5.5%	2.9%	1.3%	3.5%	-1.7%	0.4%
计算机	37.5%	42.8%	45.9%	35.6%	8.1%	-7.9%	34.5%	18.2%	40.2%
汽车车辆、零件和引擎	-1.4%	-11.8%	-6.5%	-7.4%	-12.7%	-13.2%	-10.5%	-14.0%	-18.4%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

中间品进口今年以来持续回升，9 月达 579.8 亿美元，比去年 12 月增长了 39%。中间品剔除价格因素后，原油、有色金属、钢铁产品、非金属矿、天然橡胶等原材料需求继续复苏，金属制品、农业原料、纺织品等半成品的需求回落。

表 2：2021 年中间品进口规模相对于 2019 年同比增长，剔除价格因素

	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
原油	-17.2%	-12.5%	-20.6%	-13.7%	-16.5%	-17.3%	-5.7%	2.8%	2.4%
有色金属	-34.4%	-37.4%	-22.3%	-29.5%	-20.5%	7.8%	-1.3%	-5.9%	-2.5%
纺织成品供应	17.7%	16.9%	23.4%	24.8%	21.8%	18.8%	23.3%	20.0%	14.9%
钢铁产品	-27.8%	-22.2%	-5.7%	-10.9%	-3.6%	-4.4%	-6.8%	1.1%	9.1%
成型金属成品	49.1%	112.2%	47.8%	27.1%	30.8%	55.0%	24.5%	34.3%	18.2%
煤炭及相关产品	1.7%	53.9%	-24.4%	-24.2%	-13.2%	-44.2%	-57.4%	-55.3%	-69.8%
农业原料和牲畜	-22.5%	-7.3%	54.5%	24.7%	5.7%	23.7%	3.1%	-4.8%	6.6%
其他贵金属	123.8%	147.9%	127.7%	141.2%	119.8%	105.7%	74.0%	69.5%	35.3%
天然气	-58.4%	8.2%	-27.0%	-27.4%	-37.0%	-27.3%	-39.8%	-34.2%	-37.4%
非金属矿产，硫	-18.1%	-4.4%	-11.8%	7.7%	-15.0%	11.1%	16.9%	-0.1%	11.4%
天然橡胶	-36.5%	26.9%	-6.8%	-18.1%	7.6%	-11.4%	71.6%	-3.8%	54.0%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

整体而言，2 季度后，美国进口体现了经济增长动能从消费向投资，从终端销售到补库的转换。由于高通胀和企业零售端的补库仍将持续到年底，预计四季度美国进口额仍将维持高增速。

展望明年，美国经济面临总需求回落、通胀压力减轻、补库放缓。消费端，游艇汽车家具家电等耐用品消费在透支后增速持续回落；服装玩具等非耐用品消费阶段性受益于社交解封和原材料涨价，明年二季度是价格加速回落的拐点。投资端，较高的油价将支撑油气开采设备需求和油气生产，拜登签署的基建计划将支撑铁路运输设备、钢铁产品、有色金属的需求，但是电信设备、飞机、汽车、机械等周期性行业补库和生产将随耐用品需求放缓。

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_29767

