

长鞭效应的反向、最快补库的结束与百年故事的重演

证券研究报告

2022 年 6 月 10 日

作者

疫情打乱了生产节奏，破坏了运输效率。在到货时间高度不确定与上下游信息不对称的情况下，美国企业疫情以来大幅增加进口和积累库存，产生了“长鞭效应”，催生了美国 21 世纪以来斜率最高的一轮补库。

当前供应链正在加速恢复正常，美国终端需求正在以最快的速度减弱，这一轮美国企业部门的补库周期基本告终，库存拐点已经来临。

类似于一百年前西班牙大流感结束后的故事正在重演。零售商已经从供不应求变为了供过于求，开始降价去库，这种终端供需逆转的压力将很快传递到批发商和生产商，进而带动更广泛的价格下行和经济减速。

渠道端正在从供不应求明显转为供过于求的行业，主要有非必需耐用品（家电、电子产品、电脑及电脑外围设备、家具）和快消品（服装）等。这些行业将面对较大的去库存和降价压力，价格变化的微观信号已经出现。

“长鞭效应”的反向将是未来美国核心消费品 CPI 回落不可忽视的原因，也将是下半年中国出口必然经历的逆风考验。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政紧缩超预期

宋雪涛

SAC 执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

郭微微

guoweimei@tfzq.com

分析师

联系人

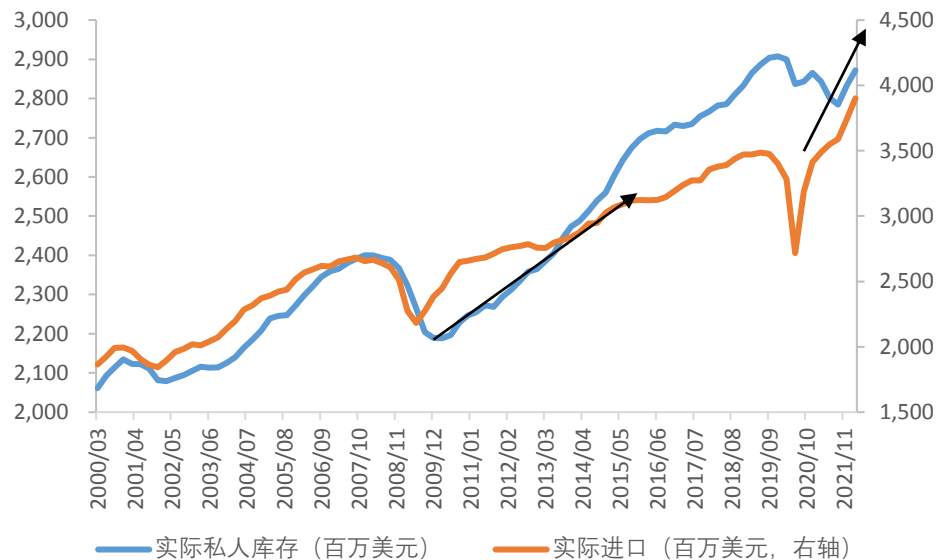
相关报告

1 《多收了三五斗——长鞭效应下，库存正在过度累积》 2021-12-05

疫情打乱了生产节奏，破坏了运输效率。在到货时间高度不确定与上下游信息不对称的情况下，美国企业疫情以来大幅增加进口和积累库存，产生了“长鞭效应”。

从零售商到批发商，再到生产商和上游的供应商，每个环节层层放大，催生了美国 21 世纪以来斜率最高的一轮补库。2022 年一季度美国实际私人库存超过了 2019 年同期，库存只用了两个季度就已基本回补到正常水平，补库速度远远快于 2008 年金融危机后库存完全回补所用的三年时间（2010-2013 年）。（详见《多收了三五斗——长鞭效应下，库存正在过度累积》）

图 1：美国实际私人库存只用了两个季度就已基本回补到正常水平



资料来源：FRED，天风证券研究所

当前供应链正在加速恢复正常。纽约联储计算的全球供应链压力指数已经在去年 12 月见顶后回落，洛杉矶及长滩等位的船只数量也回到了 2020 年疫情大流行初期时的水平。

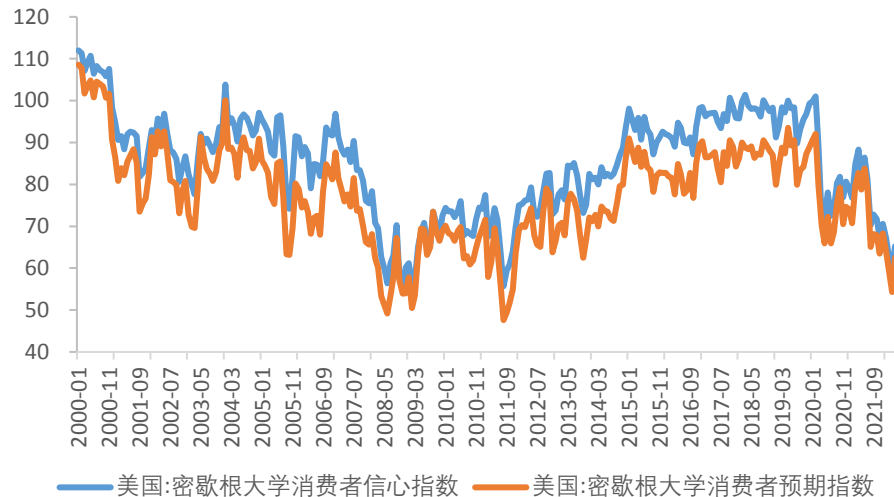
图 2：全球供应链压力指数已见顶回落



资料来源：纽约联储，天风证券研究所

另一方面，美国终端需求正在以最快的速度减弱。密歇根大学消费者信心指数和消费者预期指数连续 12 个月处于下行通道，今年 5 月降至 2000 年以来的历史低位。高油价和超额储蓄消耗正在削弱消费者的实际购买力。（详见《油价 100 美元，离衰退有多远？》）

图 3：美国终端需求正在减弱



资料来源：WIND，天风证券研究所

当供应链的瓶颈缓解、终端需求转弱后，库存会开始过度积累。企业不仅面临销售下降，还会发现之前因为无法确认到货而下了过多的订单在源源不断地送来。此时零售商和批发商会开始大幅减少订单、降价清理库存，产生巨大的价格波动和经济波动。

一百年前的西班牙大流感结束后，美国经济很快重回正轨，货币政策并没有收紧，商品需求旺盛，钢铁和煤炭行业出现大罢工，铁路拥堵和航运短缺加剧了供应链瓶颈，商品价格出现明显走高。乐观的美国商人不断涨价争先累库，推动了物价的上涨。过去一年的美国已经重演了一百年前的历史，但这只是前半场。

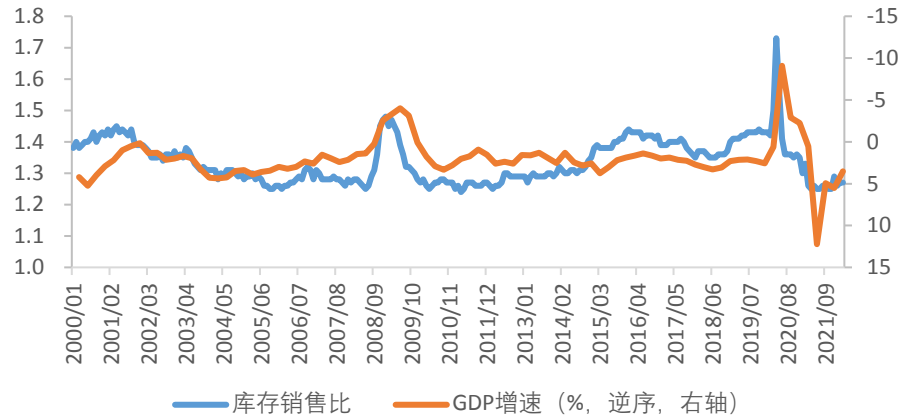
一百年前的那段历史，下半场发生了什么？在 1920 年联储加息、财政收缩后，美国 PPI 高位回调，高库存的企业开始抛售，价格开始螺旋式下跌，很快从通胀走向了通缩，从复苏走向了萧条。1920 年工业增加值下降 27.9%，PPI 最大降幅 27.8%。**历史前半场的大流行和大通胀，最终在后半场以通缩和萧条结尾**（实际上那场被遗忘的萧条持续时间也很短，之后开启了咆哮的二十年代）。

一百年前的故事正在重演。

从当前数据看，这一轮美国企业部门的补库周期基本告终，库存拐点已经来临。今年 1 季度美国企业库存投资对 GDP 环比折年率的贡献从去年 4 季度的 5.3% 回落到了 -1.1%。去除价格因素后，今年 1 季度美国实际私人库存已经超过了疫情前的同期水平。

复盘过去 20 年，库销比是美国经济增速的稳定领先指标，两者高度负相关。**当前库销比开始筑底上行，供需拐点逐渐浮现，我们判断美国经济增速回落或成定局。**

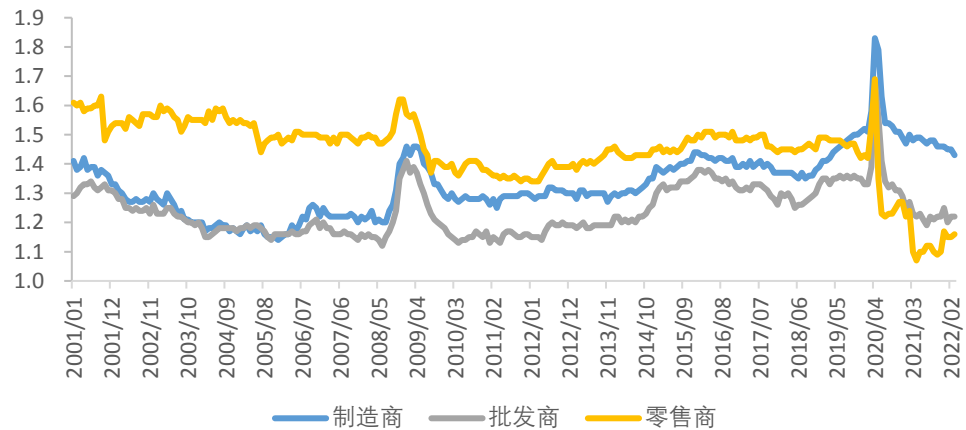
图 4：经济增速的领先指标库销比开始筑底上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

把供应链按环节分成制造商-批发商-零售商，美国零售商的库销比已经走出谷底，进入上升通道。**零售商是供应链的神经末梢**，最先感知到终端供需情况的变化，当前已经从供不应求变为了供过于求，并开始减少未来订单，转向降价去库存。而批发商的库销比尚在底部波动，制造商的库销比还在回落。

图 5：制造商、批发商和零售商的库销比



资料来源：WIND，天风证券研究所

今年1季度，全美最大的两家零售巨头 Walmart 和 Target 公布财报均出现了营收高于预期、利润低于预期的问题，主因是高库存的拖累。之前为了应对通胀和供应链的不确定性，两家零售企业的实际库存都增长了 20%以上，但由于美国家庭的非必需消费品需求已经在疫情期间过度透支，防疫放松后服务消费开始分流商品消费，企业的实际销售额反而同比下降了 3%-4%。

过度的库存积累和下滑的销售前景，已经引发了零售企业开始取消未来订单并降价去库。6 月初，Walmart 表示计划降低服装和家居用品的价格，以确保非必需品的销量。Target 也表示计划进行促销活动并取消供货商订单，降低公司存货中家具、家电和电子产品等低需求产品占比，调高食品、美容产品和返校用品等高需求产品占比。

零售商的降价去库只是开端，终端供需逆转的压力将很快传递到批发商和生产商，并触发各环节去库，进而带动更广泛的价格下行和经济减速。

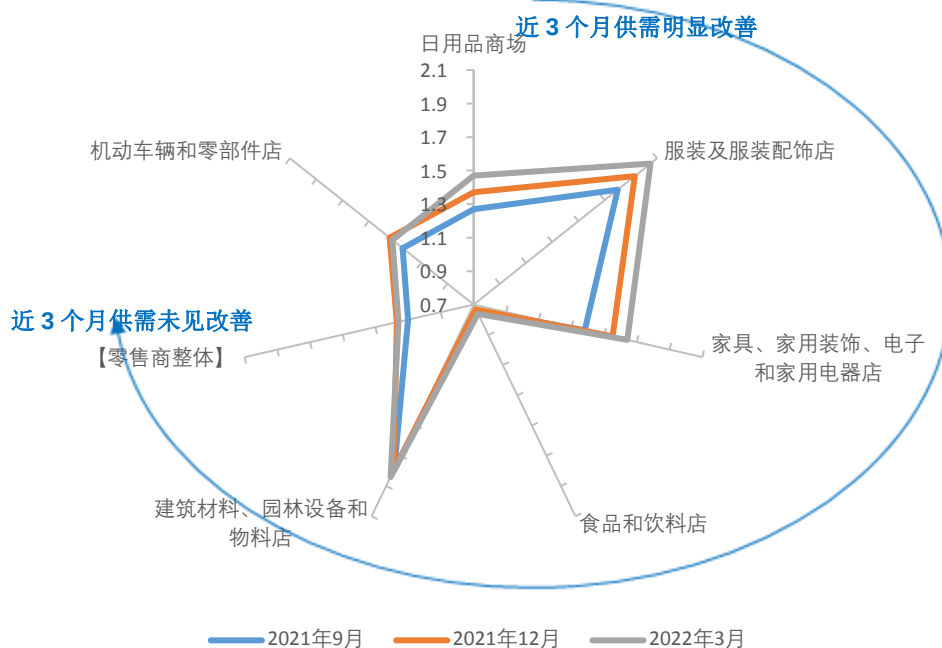
这轮“历史最快的复苏”已经变为了“历史最快结束的复苏”，当“零售商→批发商→生产商”层层放大的“长鞭效应”出现反向，**哪些行业会面对较大的去库存和降价压力呢？**

过去 3 个月，统计渠道端（批发商和零售商）的供需情况，正在从供不应求明显转为供过

于求的行业，主要有非必需耐消品（家电、电子产品、电脑及电脑外围设备、家具）和快消品（服装）等。这些行业的终端需求和渠道库存已不足以支撑零售商和批发商继续主动补库，生产商有较大可能面临订单的下滑。

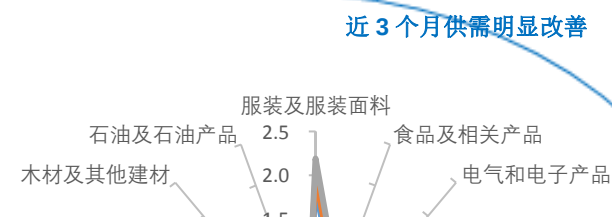
供需关系仍然相对紧张的行业，主要有大宗商品（石油、金属等）、部分工业品（机械、汽车、建材等）和部分必需消费品（饮料、纸制品等）。这些行业供求关系紧张，与一些根深蒂固的原材料短缺原因有关。

图 6：零售商库销比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：批发商库销比



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_42889

