

2022 年美国进口需求会进入衰退吗？

假设 2022 年美国居民收入和消费回归常态化，预计 2022 年美国集装箱进口量同比增长 1.7%。实际上，随着美国通胀趋缓，居民收入增长大概率将跑赢通胀，美国消费驱动力仍然存在；叠加库存需求提升，2022 年美国进口规模仍将维持高位，呈小幅增长。

2022 年美国财政支持政策或将延续，疫情补贴停止影响较小。近期奥密克戎毒株在美扩散迅速，新冠患者持续的健康问题以及家属的照料责任，使得美国经济复苏道路漫长坎坷。拜登政府仍在积极推进《重建美好未来法案》，预计 2022 年美国财政支持政策仍然存在，力度或有所减小。实际上，美国近一半州已提前在 2021 年 6 月和 7 月终止疫情失业补助，但美国个人可支配收入和消费支出仍在持续上升，美国零售总额或将维持高位。

美国居民收入水平超越通胀，支撑消费需求持续旺盛

受提前退休、持续的健康问题以及劳动意愿不足等影响，美国劳动力供给严重缺乏，工资水平快速上升。截至 2021 年 12 月，美国员工平均时薪相较于 2010 年初累计涨幅为 39.7%，而 11 月美国 CPI 累计涨幅仅为 28.3%，历史趋势上美国工资增幅超越通胀，其中美国低收入人群工资增幅最高，他们拥有更高的边际消费倾向。同时，美国股市和房地产涨幅明显，财富效应下美国居民可支配大幅上升，高端消费需求同样旺盛。

2022 年美国通胀压力凸显，或将扩大对中国商品的关税豁免

受较低的长协价因素影响，2021 年前 9 月中国大陆出口至美国实际运费货值比仅为 6.64%。美国 CPI 上涨主要受汽车、能源和食品价格推动，而主要依赖进口的商品 CPI 涨幅小于整体，服装价格同比 2019 年甚至是下降的，表明集运价格没有推动美国通胀。2022 年欧线长协价或同比增长 2~3 倍，美线长协价或翻倍以上增长，即期价或将维持高位，2022 年美国通胀压力或远高于 2021 年。近期美国对待关税态度也有所转变，2022 年关税豁免清单或进一步扩展。

美国零售业库存销售比处于历史最低水平，补库存需求持续

自 2020 年 5 月以来，美国零售业库存比持续下降，2021 年 10 月美国零售库存销售比仅为 1.07，持续处于历史最低位。美国供应链正在投资安全库存，不考虑销售额增长的情况下库存水平或将提高 5%-10%，2022 年美国补库存需求或持续存在。

美国电商发展迅速，仓配型物流模式下合意库存水平提升

预计 2022 年美国网络销售额或将突破 1 万亿美元，同比增长 15.4%，美国电商渗透率或达到 17.7%。而美国以仓配型物流为主导，美国电商需要传统零售商 3 倍以上的仓储空间，带动库存需求提升；同时，当日达/次日达服务逐渐成为标配，亚马逊及更多零售商不断加快交付速度，相应合意库存水平将大幅提升。

交通运输

维持

强于大市

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

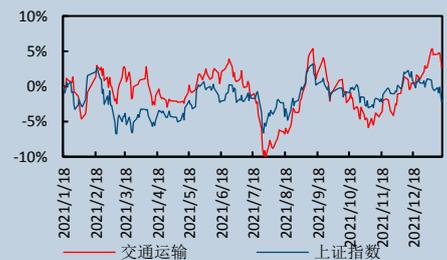
18817566082

SAC 执证编号：S1440519110001

SFC 中央编号：BRP908

发布日期：2022 年 01 月 17 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、2022 年美国财政支持政策或将延续，疫情补贴停止影响较小.....	1
1.1 2022 年美国财政支持政策或仍然存在，力度或有所减小.....	1
1.2 疫情失业补助停止后，收入和消费支出仍在上升.....	2
二、美国居民收入水平持续超越通胀，支撑消费需求持续旺盛.....	5
2.1 美国工资水平增速超越通胀，涨幅差距快速拉大.....	5
2.2 美国股市和房地产的财富效应，高端消费需求旺盛.....	6
三、2022 年美国通胀压力凸显，或将扩大对中国商品的关税豁免.....	9
3.1 目前中国至美国综合运费货值比仅 6.64%，对于美国通胀基本没有影响	9
3.2 2022 年新长协价大幅增长，美国通胀压力凸显.....	11
3.3 美国对待关税态度转变，或将扩大中国商品的关税豁免.....	13
四、美国零售业库存销售比处于历史低位，补库存需求持续存在.....	15
五、美国电商发展迅速，仓配型物流模式下合意库存水平提升.....	16
5.1 美国电商快速发展，2022 年网络销售额或突破 1 万亿美元.....	16
5.2 美国以仓配型物流为主导，电商发展提高库存需求.....	17
5.3 当日/次日达服务成为标配，未来整体合意库存水平提升.....	21
六、2022 年美国进口需求或将维持高位，增速或在 2% 及以上	23
七、风险分析	26

图表目录

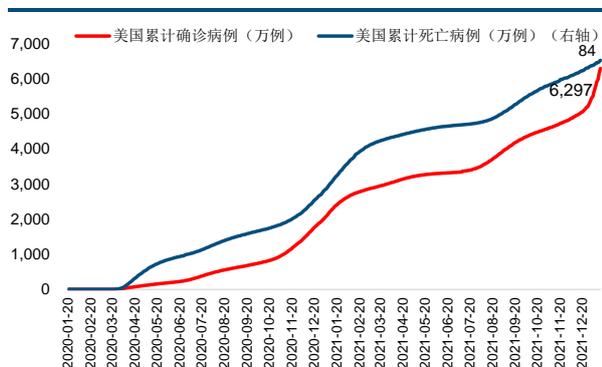
图表 1: 美国累计新冠肺炎确诊病例和死亡病例 (万例)	1
图表 2: 美国当日新增新冠肺炎确诊病例数 (例)	1
图表 3: 首批新冠肺炎患者的后遗症表现	2
图表 4: 美国不变价 GDP (万亿美元) 及同比增速	2
图表 5: 2020 年以来美国主要的财政刺激政策	2
图表 6: 美国个人可支配收入和消费支出 (万亿美元)	3
图表 7: 美国个人储蓄存款推动零售需求上涨	3
图表 8: 美国财政货币政策影响下的集装箱货物进口量 (周度)	3
图表 9: 美国集装箱进口量及同比增速 (万 TEU)	4
图表 10: 美国集装箱进口量不同年份月度变化对比	4
图表 11: 美国劳动参与率与失业率	5
图表 12: 美国非农职位空缺数与空缺率	5
图表 13: 美国私人非农企业员工平均时薪 (季调) (美元)	6
图表 14: 美国平均时薪增幅高于 CPI 增幅	6
图表 15: 美国不同收入人群工资增长中位数(12 个月平均)	6
图表 16: 边际消费倾向随收入水平上升而下降	6
图表 17: 美国房价指数持续创新高	7
图表 18: 美国房价指数同比增速处于历史高位	7
图表 19: 美国标普 500 和纳斯达克指数表现	7
图表 20: 美国家庭直接/间接持有股票占家庭金融资产比例	7
图表 21: 最富有的 10% 的美国人持有 89% 的股票	8
图表 22: 美股市场主要奢侈品公司的股价表现	8
图表 23: 中国大陆出口至美国总运费占总货值比重 (%)	9
图表 24: 中国大陆出口至美国集装箱即期运费货值比 (%)	9
图表 25: 2021 年 12 月美国进口商品结构	10
图表 26: 美国 CPI 及各类商品 CPI 同比增速 (季调)	10
图表 27: 2021 年 11 月美国 CPI 分项权重及同比增速	10
图表 28: 2022 年美线即期运价和长协价情况	11
图表 29: 2022 年欧线即期运价和长协价情况	11
图表 30: 2022 年美线即期运价和长协价情况	12
图表 31: 中国大陆出口至美国集装箱货代运费货值比 (%)	12
图表 32: 中国大陆至美国集装箱海运长协价占货值比 (%)	12
图表 33: 船公司跨太平洋航线单箱收入占货值比 (%)	12
图表 34: UNCTAD 预测平均进口价格上涨幅度 (%)	13
图表 35: UNCTAD 预测平均消费价格上涨幅度 (%)	13
图表 36: UNCTAD 预测各类产品消费价格上涨幅度 (%)	13
图表 37: UNCTAD 预测长期影响下全球企业生产成本、中间品、消费品价格上涨幅度 (%)	13
图表 38: 此前关税豁免规模情况	14
图表 39: 关税覆盖结构	14

图表 40:	2018 年后, 美国对华进口增速出现明显下行.....	14
图表 41:	疫情后中国对美出口相对其他地区重获优势.....	14
图表 42:	美国制造业 PMI 和社会库存同比增速 (%)	15
图表 43:	美国制造业 PMI 中客户库存处于低位	15
图表 44:	美国制造业、批发业和零售业库存同比增速 (%)	15
图表 45:	美国制造业、批发业和零售业库存销售比	15
图表 46:	2022 年美国网络零售额预计突破 1 万亿美元.....	16
图表 47:	美国电商渗透率	16
图表 48:	美国 CPI 与数字价格指数 DPI 走势	17
图表 49:	美国 CPI 与数字价格指数 DPI 月度同比变化.....	17
图表 51:	2021 年 10 月美国线上零售商的市场份额.....	18
图表 52:	美国线上零售商销售额同比增速 (%)	18
图表 53:	亚马逊和美国三大快递公司包裹量 (亿件)	18
图表 54:	亚马逊和美国三大快递市场份额 (按包裹量计算)	18
图表 55:	亚马逊美国履约中心的分布	19
图表 56:	HS 2 分类下中国大陆至美国货运量前 20 大类商品的集装箱运量 (TEU)	20
图表 57:	电子商务需要传统实体零售商库存空间的 3 倍左右.....	21
图表 58:	美国平均每平方英尺仓储空间的库存水平 (美元/平方英尺)	21
图表 59:	美国平均新建仓库建筑规模和高度	21
图表 60:	亚马逊全球仓库面积 (百万平方英尺)	22
图表 61:	亚马逊物流设施 60 分钟车程所覆盖的美国人口.....	22
图表 62:	美国主要线上零售商 2020 年资本支出	22
图表 63:	仅约 50% 的零售商能够提供当日送达	22
图表 64:	经通胀调整后的美国个人可支配收入和个人消费支出 (折年数季调) (万亿美元)	23
图表 65:	经通胀调整后的美国年度个人可支配收入和个人消费支出 (万亿美元)	23
图表 66:	经通胀调整后的美国个人储蓄率 (%)	23
图表 67:	经通胀调整后的美国年度个人储蓄率 (%)	23
图表 68:	经通胀调整后的美国耐用品、非耐用品和服务的个人消费支出 (折年数季调) (万亿美元)	24
图表 69:	经通胀调整后的耐用品和非耐用品占个人消费支出比例 (%)	24
图表 70:	预计 2022 年美国进口箱量为 2,885 万 TEU.....	24
图表 71:	预计 2022 年美国进口箱量同比增速 1.7%	24
图表 72:	2022 年 1-5 月美国零售商进口箱量 (万 TEU)	25
图表 73:	美国零售商进口箱量同比增速 (%)	25

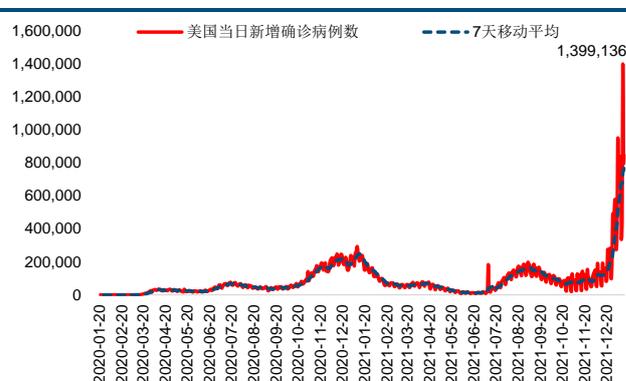
一、2022 年美国财政支持政策或将延续，疫情补贴停止影响较小

1.1 2022 年美国财政支持政策或仍然存在，力度或有所减小

近期奥密克戎毒株在欧美国家扩散迅速，美国疫情严重反弹，多项疫情指标刷新纪录。截至 2021 年 1 月 14 日，世界卫生组织（WHO）数据显示美国累计新冠确诊病例超过 6200 万例，累计死亡病例超过 84 万例，是全球疫情最为严重的国家之一。近期奥密克戎变异毒株在美加速传播，2021 年 1 月 5 日-14 日美国日均新增病例数接近 80 万例，单日新增病例数最高接近 140 万例。

图表1：美国累计新冠肺炎确诊病例和死亡病例（万例）


资料来源：WHO，中信建投

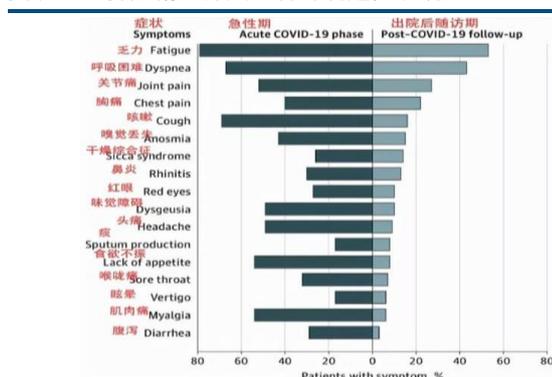
图表2：美国当日新增新冠肺炎确诊病例数（例）


资料来源：WHO，中信建投

新冠疫情对美国的影响严重且深远，部分新冠肺炎患者存在后遗症，叠加疫情不断反复，经济复苏道路漫长坎坷，仍需经济刺激政策支持。一项针对武汉金银潭医院出院的新冠患者随访发现，即使已经出院一年，新冠患者仍然存在疲劳、乏力、呼吸困难等后遗症表现。2021 年美国总人口数约 3.28 亿，近五分之一的人口均已经感染或感染过新冠病毒，新冠肺炎患者持续存在的健康问题以及家属的照料责任使得劳动参与率持续处于低位，仍需经济刺激政策支持。

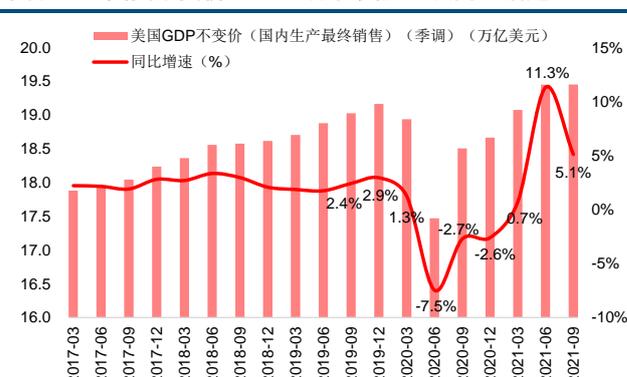
2021 年美国财政和货币刺激政策不断，美国经济增速逐步恢复，预计 2022 年美国财政支持政策仍然存在，力度或有所减小。疫情冲击下，2020 年美国实际（经通胀调整后的）国内生产总值（GDP）同比下降了 3.5%，这是自 2009 年以来美国经济首次出现同比萎缩。美国联邦政府于 2020 年 3 月至 2021 年 6 月向美国经济注入了约 4 万亿美元，包括直接向家庭提供现金，增加失业救济金，并为企业制定了多项新的赠款和贷款计划。拜登政府仍在积极推进《重建美好未来法案》，预计 2022 年美国财政支持政策延续，力度或有所减小。

图表3： 首批新冠肺炎患者的后遗症表现



资料来源: 《The Lancet》, 中信建投

图表4： 美国不变价 GDP (万亿美元) 及同比增速



资料来源: Wind, 中信建投

图表5： 2020 年以来美国主要的财政刺激政策

国家/地区 (Country/Region)	签署时间 (Signed Date)	宏观调控 (Macroeconomic Regulation)	具体内容 (Specific Content)
美国 (USA)	2020 年 3 月 18 日 (March 18, 2020)	1920 亿美元 家庭优先冠状病毒病毒应对法案 (FFCRA) (19.2 billion USD Family First Coronavirus Response Act)	员工因新冠造成的客观因素无法工作, 获得 12 周带薪假, 原薪资三分之二, 每日最高 200、总计不超 1.2 万。
	2020 年 3 月 27 日 (March 27, 2020)	2.2 万亿美元 财政刺激计划 (220 billion USD Fiscal Stimulus Plan)	签署通过《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》(CARES 法案), 是美国历史上最大规模单次财政刺激, 涵盖居民、企业、政府等各方面。
	2020 年 4 月 24 日 (April 24, 2020)	4840 亿美元 薪资保障计划与医疗强化法案 (484 billion USD Payroll Protection and Medical Enhancement Act)	总额 4840 亿, 主要是针对 CARES 法案追加。
	2020 年 12 月 27 日 (December 27, 2020)	9000 亿美元 新冠病毒纾困刺激法案 (900 billion USD COVID-19 Relief Act)	法案直接向个人提供 600 美元现金、每周 300 美元的失业救济 (持续 10 至 16 周), 小企业将获得 2840 亿美元的救助。
	2021 年 3 月 11 日 (March 11, 2021)	1.9 万亿美元 美国救援计划 (190 billion USD American Rescue Plan Act)	主要用于疫情防控、对居民、小企业、州和地方政府的援助等。
	2021 年 11 月 15 日 (November 15, 2021)	1.2 万亿美元 基础设施投资和就业法案 (120 billion USD Infrastructure and Jobs Act)	计划五年内投入总计 9730 亿美元, 八年内投入总计 1.2 万亿美元。该计划包括近 4000 亿美元基建交通基建支出与 5790 亿美元新增基建支出。这是自 1950 年代艾森豪威尔发展州际公路系统以来美国基建方面的最大投资计划。
仍在推进 (Still in progress)	1.75 万亿美元 重建美好未来法案 (175 billion USD Build Back Better Act)	包括气候和清洁能源激励计划、税收激励措施、带薪家庭假、普及学前教育以及根据《平价医疗法案》扩大补贴。2021 年 11 月 19 日美国众议院投票通过, 参议院通过需要进一步修订。	

资料来源: 公司公告, 中信建投

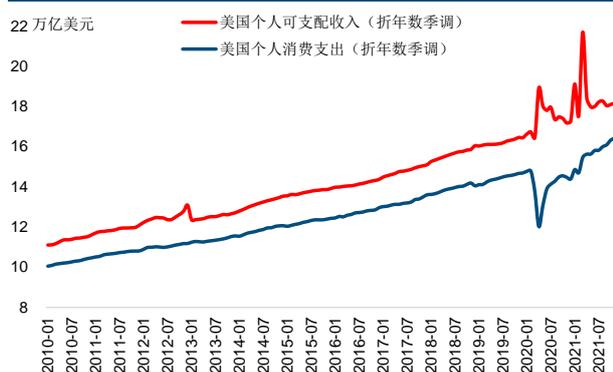
1.2 疫情失业补助停止后, 收入和消费支出仍在上升

巨额财政补贴导致美国居民收入和储蓄规模大幅上涨, 推动美国消费需求大幅提升。美国多轮大规模经济刺激大幅抬升了美国居民收入和储蓄规模, 2020 年美国对于居民的直接补贴、额外失业金补助以及企业发放薪资补贴规模合计超过 1.1 万亿美元, 2021 年 3 月美国 1.9 万亿美元“美国救助计划法案”对居民的直接补贴和额外失业金补助规模合计达到近 9000 亿美元。

目前美国疫情失业补助已完全停止, 个人可支配收入仍处于上升态势, 储蓄率降低至疫情前水平, 个人消费支出维持增长。美国零售和食品服务总额同比 2019 年增长 22.4%, 高于历史平均增速, 收入持续增长背景下零售总额或将维持高位。2021 年 9 月 6 日, 美国救援计划中所提供的疫情失业补助政策宣告终止, 其中 26 个

州已提前在 2021 年 6 月和 7 月终止补助，9 月美国个人可支配收入相应环比下降 1.3%，但是 10 月和 11 月环比增速回升至 0.4%，其中薪酬、工资等涨幅居前；美国个人消费支出环比始终保持增长态势，11 月同比 2019 年增长 11.96%。从历史趋势上看，美国个人可支配收入和消费支出始终保持上升趋势。美国个人储蓄率已降至疫情前 6.9% 的水平，但是美国零售和食品服务额并没有大幅回调，收入维持增长的背景下零售总额或将维持高位。

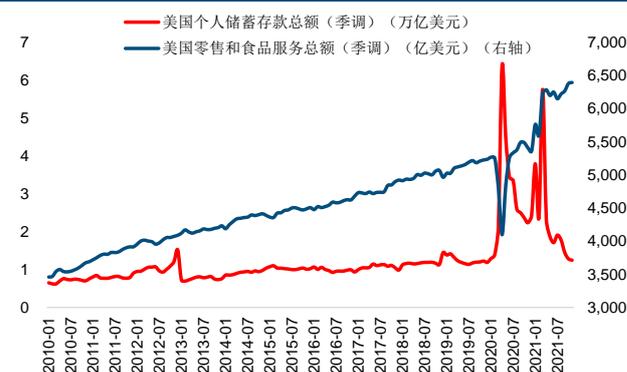
图表6： 美国个人可支配收入和消费支出（万亿美元）



资料来源：Wind，中信建投

注：折年数即美国经济分析局将当月数据折算成全年预测数据

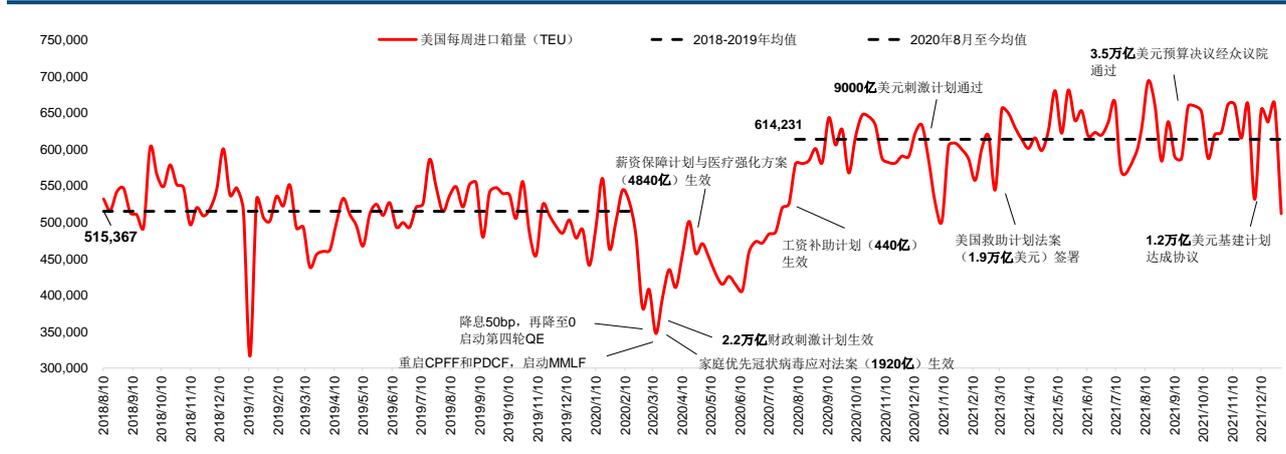
图表7： 美国个人储蓄存款推动零售需求上涨



资料来源：Wind，中信建投

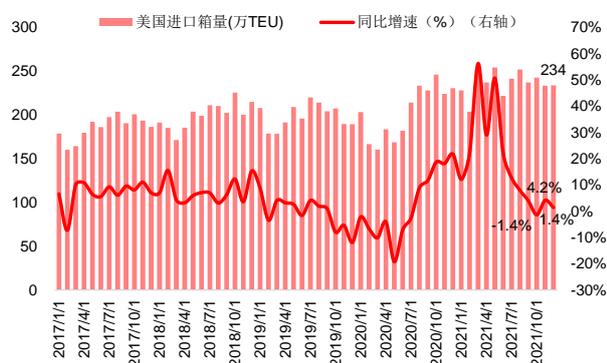
美国旺盛的消费需求带来了贸易端的活跃，包括防疫物资在内的各类货物的运输需求保持高位，2021 年美国月度进口箱量始终维持在 200 万 TEU 以上，淡旺季差异显著缩小。以美国为代表的主要经济体疫情持续反复，本地制造与本地消费供给缺口拉大，客观上进一步刺激外部贸易需求增加。自 2020 年 8 月份以来，美国周度进口箱量始终维持高位，2020 年 8 月至 2021 年 12 月美国周度进口箱量均值为 61.42 万 TEU，相较于 2018-2019 年均值 51.54 万 TEU 涨幅为 19.18%。从月度数据来看，2021 年美国月度进口箱量始终维持在 200 万 TEU 以上，受旺盛的需求和拥堵的航线网络影响，淡旺季差异显著缩小。2021 年美国累计进口箱量为 2835 万 TEU，同比增长 16.15%，同比 2019 年上升 18.84%。

图表8： 美国财政货币政策影响下的集装箱货物进口量（周度）



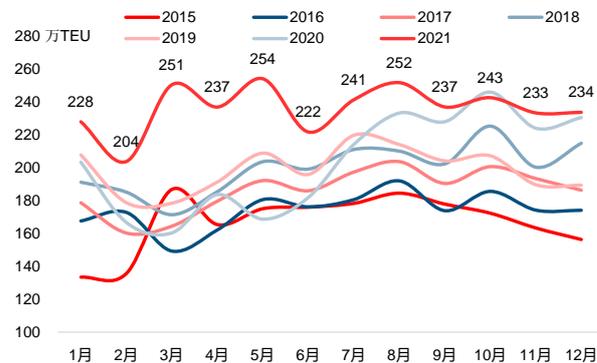
资料来源：CTS，中信建投

图表9：美国集装箱进口量及同比增速（万 TEU）



资料来源：CTS，中信建投

图表10：美国集装箱进口量不同年份月度变化对比



资料来源：CTS，中信建投

二、美国居民收入水平持续超越通胀，支撑消费需求持续旺盛

2.1 美国工资水平增速超越通胀，涨幅差距快速拉大

劳动力市场供给严重不足，即便失业补助停止发放后，大部分空缺职位仍没有被填补。主要原因在于：（1）疫情影响下部分提前退休的劳动力不再回到就业市场；（2）新冠肺炎患者后遗症导致的健康问题，以及家属的照料责任导致劳动力供给下降；（3）疫情影响下劳动意愿发生转变，劳动者期望获得更多的工作弹性、薪酬以及福利。多轮大规模经济刺激下，企业复工复产意愿强烈，招聘需求旺盛；而劳动力供给却受到疫情影响严重，部分劳动力提前退休，新冠肺炎患者持续存在的健康问题以及家属的照料责任，叠加失业金补助和救济暂缓了居民的就业意愿，并使得劳动者对于新工作更加挑剔。2021年12月美国劳动参与率仍处于61.9%的低位，明显低于疫情前63.3%的水平，而11月美国职位空缺数仍达1056万，位于历史高位。

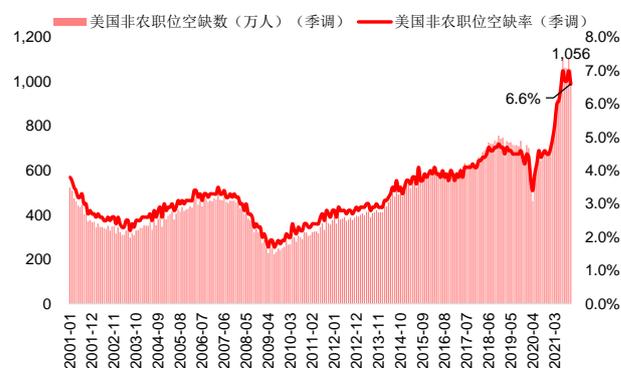
“工资-价格”螺旋上升，美国居民平均时薪增速超越美国CPI的增速，疫情期间涨幅差距快速拉大。劳动力严重短缺的情况下，美国平均时薪快速上升。截至2021年12月，美国私人非农企业员工平均时薪相较于2010年初的累计涨幅为39.7%，而11月美国CPI的累计涨幅为28.3%。从历史上看，美国私人非农企业员工平均时薪增速始终高于美国CPI的增速，而这一差距在疫情期间快速拉大。长期来看，美国通胀率政策目标是2%，美联储预测2022年底核心通胀率仍将达到2.7%，多数经济学家认为美国高通胀将至少持续到2023年，同时他们认为通胀未来可能有所放缓，但工资将会继续上涨。

图表11：美国劳动参与率与失业率



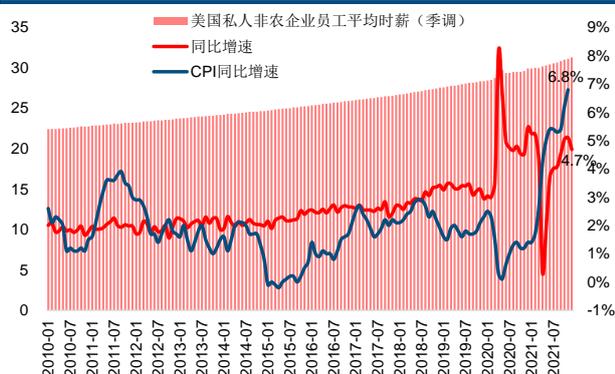
资料来源：Wind，中信建投

图表12：美国非农职位空缺数与空缺率



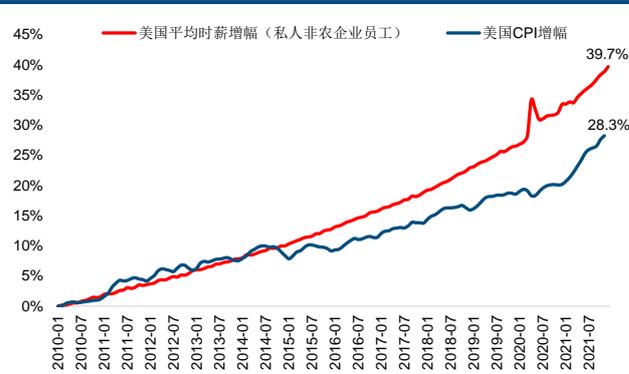
资料来源：Wind，中信建投

图表13: 美国私人非农企业员工平均时薪(季调)(美元)



资料来源: Wind, 中信建投

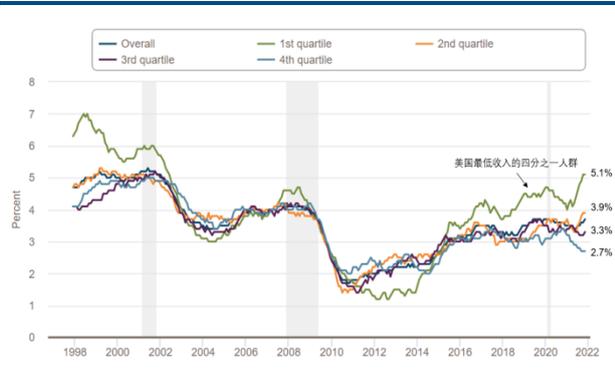
图表14: 美国平均时薪增幅高于CPI增幅



资料来源: Wind, 中信建投

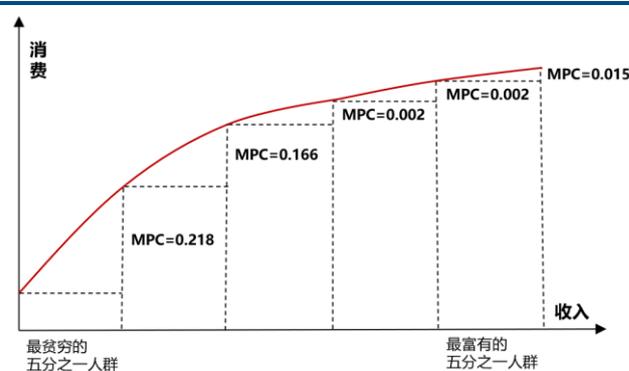
美国收入最低的四分之一人群工资水平增幅最高,他们拥有更高的边际消费倾向,支撑美国消费需求持续旺盛。分不同收入阶层来看,2021年11月美国收入最低的四分之一人群工资水平同比增长5.1%,远高于整体水平3.7%,创下了10年来的新高。而低收入人群的边际消费倾向更高,他们的工资上涨更有可能带来的是消费而不是储蓄。根据波士顿联储银行2019年的研究,美国最低收入的五分之一人群边际消费倾向为0.218,而它们最高收入的五分之一人群边际消费倾向仅为0.015。因此,低收入人群的工资上涨使其更有可能消费而不是储蓄,带来美国消费需求持续旺盛。

图表15: 美国不同收入人群工资增长中位数(12个月平均)



资料来源: Federal Reserve Bank of Atlanta, 中信建投

图表16: 边际消费倾向随收入水平上升而下降

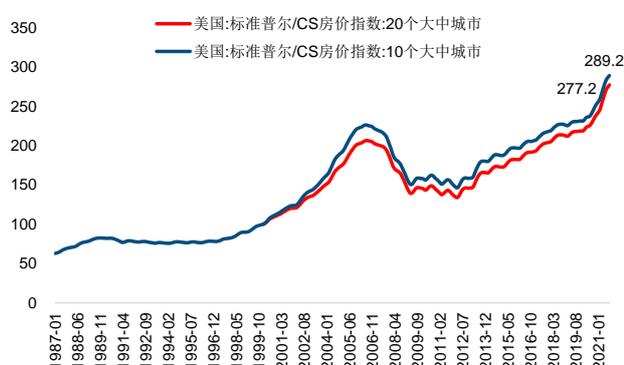


资料来源: Federal Reserve Bank of Boston, 中信建投

2.2 美国股市和房地产的财富效应, 高端消费需求旺盛

美国大规模经济刺激政策下,资金广泛流入美国股市和房地产,财富效应带动美国居民可支配收入大幅上升,同样支撑消费需求旺盛。

美国房地产方面,美地产经纪商协会(NAR)数据显示,10月份成屋价格中值较去年同期上涨13.1%,至35.39万美元,受到房贷利率大幅下降、远程办公等多种需求影响。同时,全球多国房地产价格上涨明显,部分房价甚至迎来了10年来最大涨幅。

图表17： 美国房价指数持续创新高


资料来源: Wind, 中信建投

注: 指数选取 2000 年 1 月=100

图表18： 美国房价指数同比增速处于历史高位


资料来源: Wind, 中信建投

美国股市方面，截至 2021 年 12 月 23 日，标普 500 和纳斯达克指数分别相较于 2019 年初增长了 88.3% 和 134.8%，财富效应明显。根据美国银行的数据，截至 2021 年第三季度，美国家庭金融资产跃升至 141.7 万亿美元，主要由于同期股市继续攀升，其中美国家庭所持有的股票价值增加了 3.5 万亿美元，美国家庭直接和间接持有股票价值占金融资产的比例为 40.9%，股票价值的份额达到历史最高位。

美国最富有的前 1% 的人群显著受益于美国股市上涨，仅前 1% 的人群股票价值份额在提升。根据美联储 2021 年第二季度的数据，最富有的 10% 的美国人持有 89% 的股票，价值约 35.87 万亿美元；前 1% 的美国人持有 53% 的股票，价值 21.71 万亿美元；中间层 40% 的美国人持有 10.5% 的股票，价值 4.24 万亿美元；低收入的 50% 的美国人拥有 0.6% 的股票，价值 260 亿美元。尽管疫情期间，所有财富阶层持有的股票价值都在增长，但只有前 1% 的人扩大了其持有的股票份额，而所有其他财富阶层的股票份额都在下降。

高收入人群更倾向于奢侈品消费，美国股市上奢侈品公司股价上涨同样明显。欧洲三大奢侈品巨头——LVMH 集团、爱马仕集团（Hermès International）和开云集团（Kering）的股价近期均创下历史新高。截至 2021 年 12 月 27 日，LVMH 集团 2021 年内累计上涨约 32%，爱马仕集团 2021 年内累计上涨约 61%，开云集团 2021 年内累计上涨约 12%。疫情冲击对全球奢侈品股票负面影响显著，二季度以后欧美奢侈品门店陆续恢复营业，部分销售业务也转移至线上，受高端消费人群购买力的不断提升，奢侈品股价持续上涨。

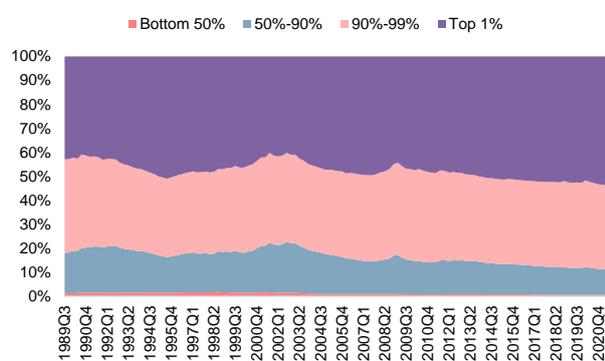
图表19： 美国标普 500 和纳斯达克指数表现


资料来源: Wind, 中信建投

图表20： 美国家庭直接/间接持有股票占家庭金融资产比例

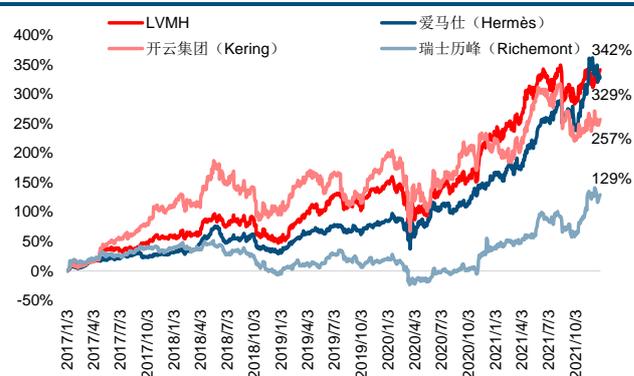

资料来源: 美联储, 中信建投

图表21： 最富有的 10%的美国人持有 89%的股票



资料来源: Federal Reserve, 中信建投

图表22： 美股市场主要奢侈品公司的股价表现



资料来源: Bloomberg, 中信建投

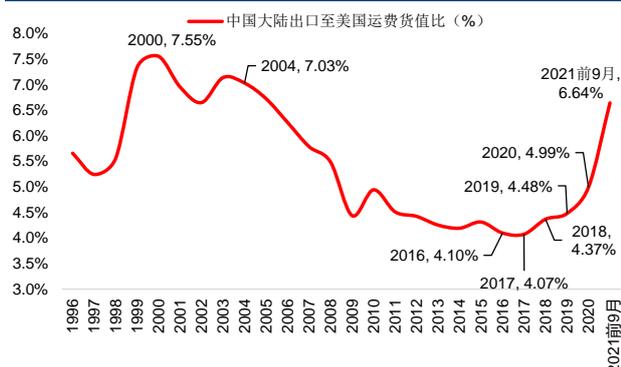
三、2022 年美国通胀压力凸显，或将扩大对中国商品的关税豁免

3.1 目前中国至美国综合运费货值比仅 6.64%，对于美国通胀基本没有影响

我们在《运费货值比视角下，集装箱海运长期价格中枢在哪里？》一文中使用美国国家统计局的贸易数据，详细计算了中国至美国运费货值比情况。

2021 年前 9 月中国大陆出口至美国实际运费货值比仅为 6.64%，低于 2000 年历史最高值 7.55%，仍处于合理区间内。同期中国大陆出口至美国 SCFI 即期价格占货值比为 11.08%，较低的长协价使得实际运费上涨并不明显，对美国通胀基本没有影响。我们将美国国家统计局 SITC 分类标准下所有货物的 CIF 价格和 FOB 价格进行求和，再通过“(总 CIF 价格-总 FOB 价格)/总 FOB 价格”得到平均运费货值比，实际上该运费货值比即不同商品运费货值比按照商品的货值（即 FOB 价格）加权平均的结果。2021 年以来，中国大陆出口至美国实际运费货值比由 2019 年的 4.37% 提升至 2021 年前 9 个月的 6.64%，相比于前述的中国物流费用比例的 6%~9%，仍处于合理区间内。2021 年前 9 月中国大陆出口至美国 SCFI 即期价格占货值比为 11.08%，主要是受到集装箱海运较低的长协价因素影响。

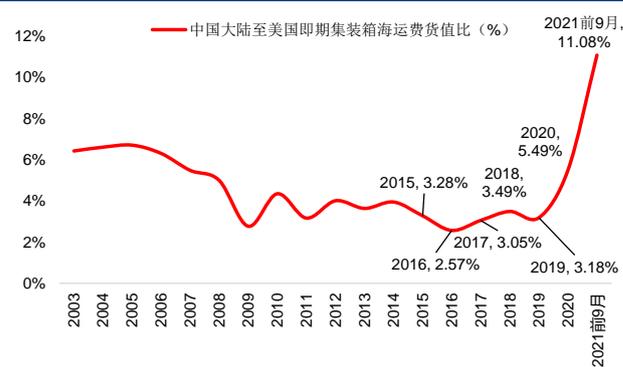
图表23： 中国大陆出口至美国总运费占总货值比重（%）



资料来源：美国国家统计局，中信建投

注：采用货值 (Customs Value) 加权平均计算得到

图表24： 中国大陆出口至美国集装箱即期运费货值比（%）



资料来源：美国国家统计局，中信建投

注：采用当年运费货值比减去去年运费货值比得到同比变化

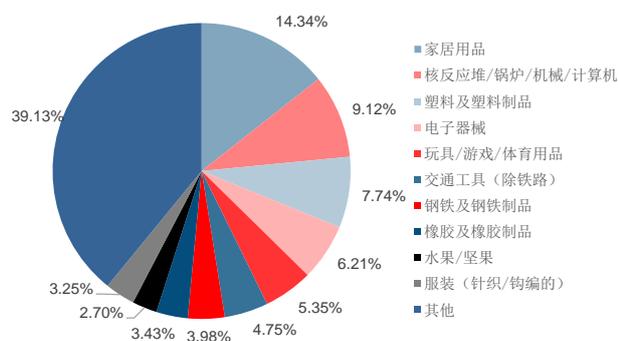
从 CPI 细分项来看，美国 CPI 上涨主要受汽车、能源和食品价格上涨影响，与进口相关的商品 CPI 同比增速均小于整体增速，表明集装箱海运费上涨对美国通胀并没有助推作用。

美国主要进口商品包括家居用品、机械/计算机设备等、服装等，集装箱海运价格与此类商品的通胀呈显著相关；而肉类、水果等商品主要为美国国内生产，主要与美国国内供应链的周转情况相关。根据彭博社调查数据，2020 年美国家具消费中进口商品占比约 60%，服装消费中进口商品占比约 90%。

2021 年 11 月美国 CPI 同比增长 6.9%，同比 2019 年增长 8.1%，其中汽车、能源和食品价格上涨明显，而主要依赖进口的商品价格上涨幅度小于整体，表明集装箱海运费上涨对美国通胀没有影响。从美国 CPI 分项数据来看，涨幅位居前列的分别是私人交通（包括汽车购买、维修等）、烟草及其制品、燃料和公用事业以及食品价格。由于出行需求的恢复和芯片的严重短缺，二手车价格同比上涨 31.4%，新车价格上涨 11.1%，均是美国自 1980 年以来最大涨幅；同时能源价格同比上涨 33.3%，例如汽油价格同比上涨 58.1%，天然气价格上涨 25.1%，是推动 CPI 上涨的主要原因。烟草价格上涨主要受联邦烟草税提案影响，食品价格上涨主要原因在于疫情扰动

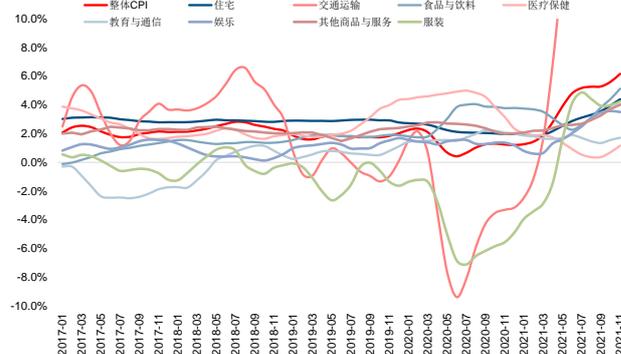
下美国本土食品供应链中断，以及食品行业工资率显著上升等。而主要依赖进口的商品中，家用家具等价格同比增长 6.5%；休闲商品（包括玩具、摄影设备、运动器材等）同比增长 3.9%，同比 2019 年增长 2.9%；服装（包含鞋类）同比增长 5.0%，同比 2019 年甚至是下降的，表明集装箱海运费上涨对美国通胀的作用微乎其微。

图表25： 2021 年 12 月美国进口商品结构



资料来源: Bloomberg, 中信建投

图表26： 美国 CPI 及各类商品 CPI 同比增速（季调）



资料来源: Wind, 中信建投

图表27： 2021 年 11 月美国 CPI 分项权重及同比增速

序号	一级分类	CPI 权重(%)	主要子类目	CPI 权重(%)	2021 年 11 月 同比增速(%)	2021 年 11 月 同比 2019 年增速(%)
1	住宅	42.4	住房租金	33.3	3.9%	5.9%
			燃料和公用事业	4.4	10.0%	11.8%
			家用家具和功能（包括搬家、上门维修等）	4.7	6.5%	9.4%
2	交通运输	15.2	私人交通（包括汽车购买、维修等）	14.1	23.1%	19.8%
			公共交通（机票等）	1.1	-0.6%	-12.5%
3	食品饮料	15.2	食品	14.1	6.1%	10.1%
			酒精饮料	1	1.9%	4.9%
4	医疗保健	8.9	医疗护理商品	1.6	0.2%	-0.9%
			医疗护理服务	7.3	2.1%	5.3%
5	教育和通讯	6.8	教育	3	2.1%	3.5%
			通讯（包括快递等）	3.8	1.3%	3.7%
6	娱乐	5.8	休闲服务	3.8	2.8%	5.4%
			休闲商品（包括玩具、摄影设备、运动器材等）	2	3.9%	2.9%
7	其他商品 和服务	3.2	个人护理	2.5	3.3%	4.5%
			烟草及其制品	0.6	8.9%	13.6%
8	服装	2.7	服装（包含鞋类）	2.7	5.0%	-0.4%
总体					6.9%	8.1%

资料来源: 美国劳工统计局, 中信建投

注: 2020 年和 2021 年的 CPI 市场篮子基于从 2017 年和 2018 年消费者支出调查中收集的数据

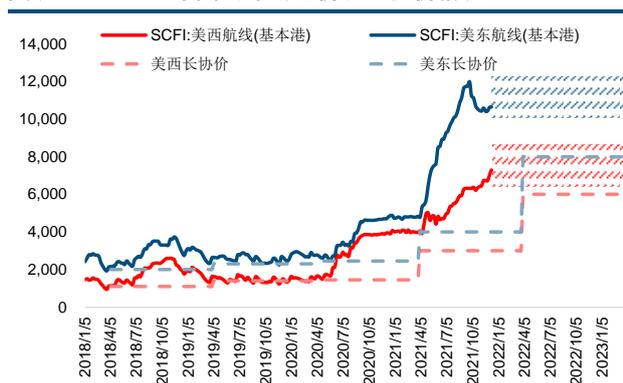
3.2 2022 年新长协价大幅增长，美国通胀压力凸显

我们在《中远海控：长协价驱动公司价值合理回归》一文中针对 2022 年集装箱海运的长协价和现货价分别进行了预测。

欧线方面，根据中远海控管理层股东大会上的指引，2022 年欧线长协价格相较于 2021 年同比增长约 2~3 倍；同时，根据中远海控管理层披露，2021 年欧线长协价在 2800 美元/FEU 左右。因此，对应 2022 年欧线长协价格或在 5600 美元/FEU 至 8400 美元/FEU 左右。基于此，我们假设 2022 年欧线去程长协价同比增长 2.5 倍，对应长协价格为 7000 美元/FEU，即 3500 美元/TEU。

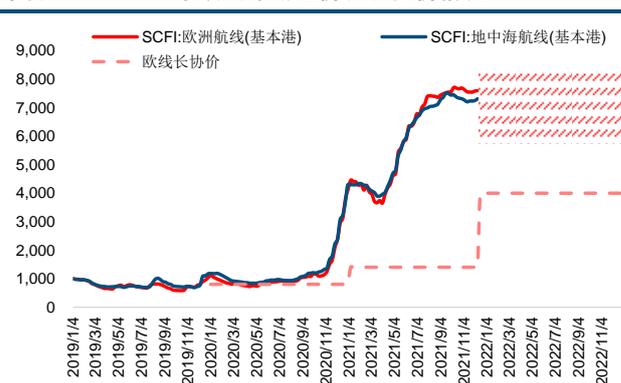
美线方面，从国际航线跨航线套利的角度来看，欧线和美线两大主干远洋航线的运价差距不会过大，否则船公司将调整运力配置平衡运价关系。2021 年前 9 个月欧线和美线的现货运价比例大概在 4:3，假设 2022 年欧线和美线的长协价仍然维持这一比例，则对应美线长协价应该在 5250~7500 美金/FEU。其次，货代目前 13000 美元/FEU 左右的报价代表了市场所接受的真实价格，与船公司报价差距依然明显。基于此，我们假设 2022 年美线去程长协价为 5500 美元/FEU。

图表28： 2022 年美线即期运价和长协价情况



资料来源：SSE，中信建投估算

图表29： 2022 年欧线即期运价和长协价情况



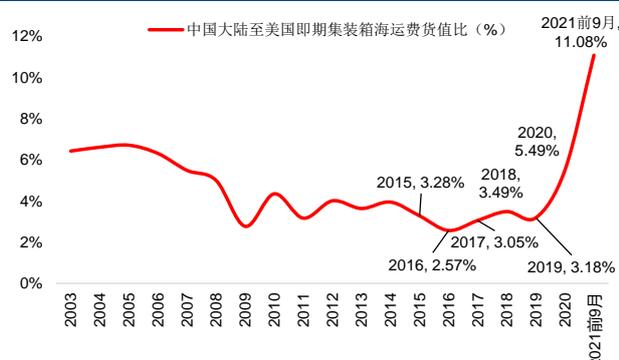
资料来源：SSE，中信建投估算

我们在《运费货值视角下，集装箱海运长期价格中枢在哪里？》一文中结合 Datamyne 数据库和美国国家统计局的贸易数据，推算了中国大陆至美国集装箱海运费占其货值的比例情况。

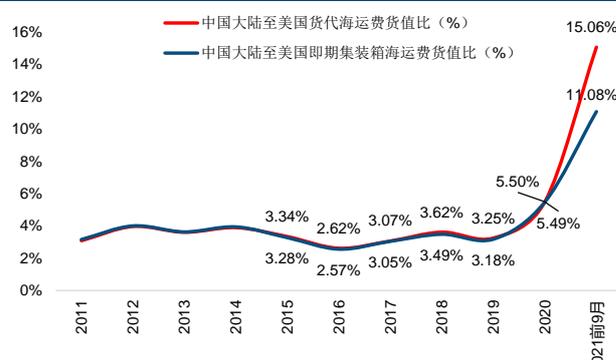
2021 年前 9 月中国大陆出口至美国货代价格货值比（使用 WCI 即期价格近似）为 15.06%，船公司现货价格货值比（使用 SCFI 即期价格近似）为 11.08%。

我们假设 2022 年集装箱海运单箱货值为近三年的平均值，新的长协价将于 2022 年 5 月 1 日生效，按时间加权平均后，预计 2022 年中国至美国的集装箱海运长协价占货值比为 7.84%，同比提高 3.84pct。我们再以中远海控为例，使用我们在《中远海控：长协价驱动公司价值合理回归》一文中的假设，预计 2022 年中远海控跨太平洋航线单箱收入占货值比为 11.06%，同比提高 2.39pct。

因此，从集装箱海运费占货值比的变化来看，2021 年集装箱海运价格的上涨对于美国通胀的影响有限，主要原因在于长协价格远低于现货价。而 2022 年欧线长协价或同比增长 2~3 倍，美线长协价或翻倍以上增长，即期海运价或将维持高位，2022 年美国的通胀压力将远高于 2021 年，相应带来的或是美国对于中国商品进口关税的放松。

图表30： 2022 年美线即期运价和长协价情况


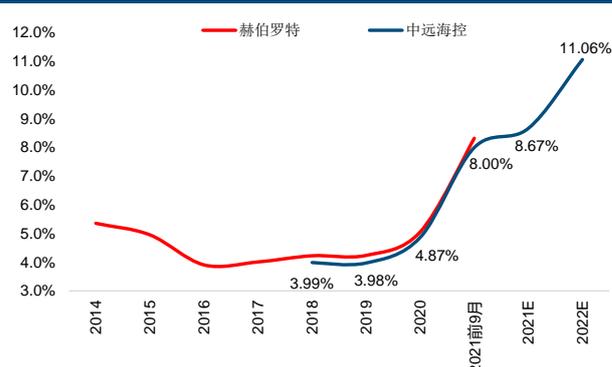
资料来源: SSE, Datamyne, 美国国家统计局, 中信建投
 注: 2009 年及之前的集装箱即期海运费由 CCFI 推算得到; 平均 SCFI 运费由美东和美西海岸货量加权平均得到

图表31： 中国大陆出口至美国集装箱货代运费货值比 (%)


资料来源: Drewry, Datamyne, 美国国家统计局, 中信建投
 注: 平均 WCI 运费由美东和美西海岸货量加权平均得到

图表32： 中国大陆至美国集装箱海运长协价占货值比 (%)

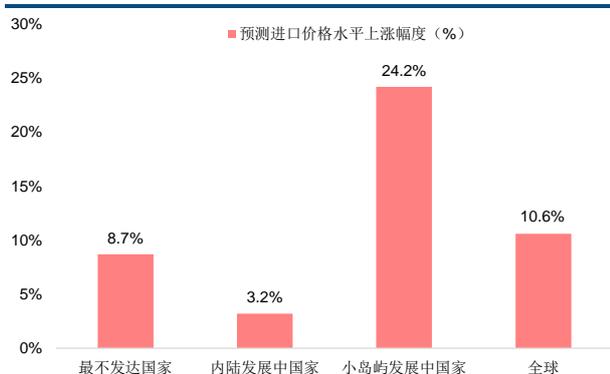

资料来源: 美国国家统计局, Datamyne, 中信建投估算

图表33： 船公司跨太平洋航线单箱收入占货值比 (%)


资料来源: 美国国家统计局, Datamyne, 中信建投估算
 注: 包含长协价和回程价因素

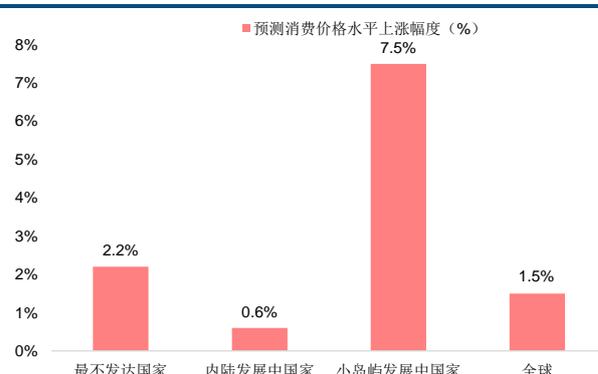
假设集装箱海运费高位运行至 2023 年底, 全球平均进口价格水平预计上涨 10.6%, 平均消费价格预计上涨 1.5%。2021 年 11 月, 联合国贸发会 (UNCTAD) 发布报告表示, 假设 2021 年 8 月的集装箱海运价格持续至 2023 年 12 月, 全球平均进口价格水平将上涨 10.6%, 其中小岛屿发展中国家 (包括新加坡、斐济等主要依赖海运进出口的国家) 商品进口价格将上涨 24.2%; 全球平均消费价格将上涨 1.5%, 其中小岛屿发展中国家消费价格将上涨 7.5%。

从具体商品来看, 受集装箱海运费价格影响较大的主要是全球化生产的商品和低附加值商品, 假设集装箱海运费高位运行至 2023 年, 预计计算机、电子和光学产品价格上涨 11.4%, 家具服装等价格上涨 10.2%。联合国贸发会 (UNCTAD) 发布报告表示, 由于全球化生产的商品在生产过程中需要经历多次跨区域运输, 尤其是销往北美和欧洲主要市场的东亚商品受海运费价格影响最大, 预计 2023 年计算机、电子和光学产品消费价格或上涨 11.4%。低附加值产品, 例如家具、纺织品、服装和皮革产品等, 预计 2023 年消费价格可能上涨 10.2%。

图表34： UNCTAD 预测平均进口价格上涨幅度（%）


资料来源：UNCTAD，中信建投

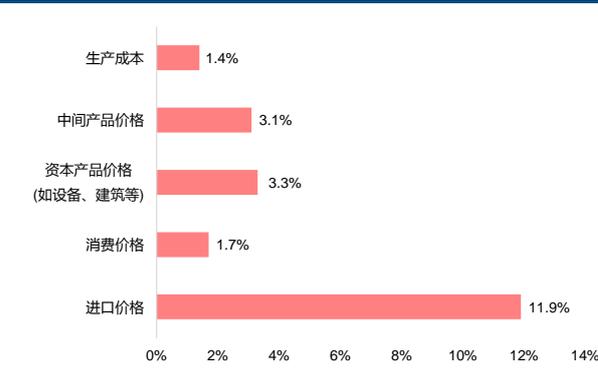
注：最不发达国家包括缅甸、老挝等，内陆发展中国家包括哈萨克斯坦、蒙古等，小岛屿发展中国家包括新加坡、斐济等

图表35： UNCTAD 预测平均消费价格上涨幅度（%）


资料来源：UNCTAD，中信建投

图表36： UNCTAD 预测各类产品消费价格上涨幅度（%）


资料来源：UNCTAD，中信建投

图表37： UNCTAD 预测长期影响下全球企业生产成本、中间品、消费品价格上涨幅度（%）


资料来源：UNCTAD，中信建投

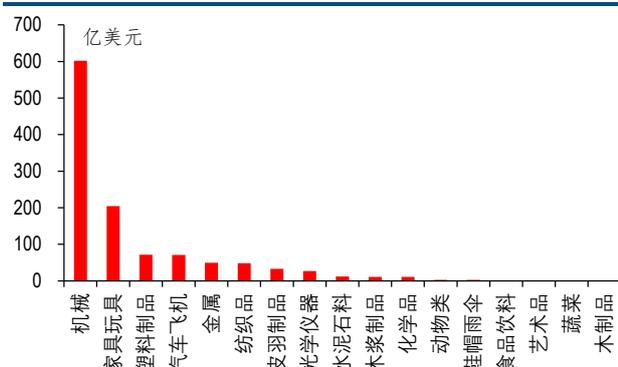
注：假设 2021 年 8 月集装箱海运费价格是长期的，即假设运价上涨完全传递至生产成本和最终用户（即消费者和企业）

3.3 美国对待关税态度转变，或将扩大中国商品的关税豁免

近期美国针对中国商品关税的态度也明显发生变化，10 月美国贸易代表戴琦宣布重启关税豁免程序，12 月美国财政部长耶伦表示特朗普任内对中国输美商品加征的一些关税没有任何实质战略理由，通过重启排除程序降低关税，可能有助于缓解通胀压力。

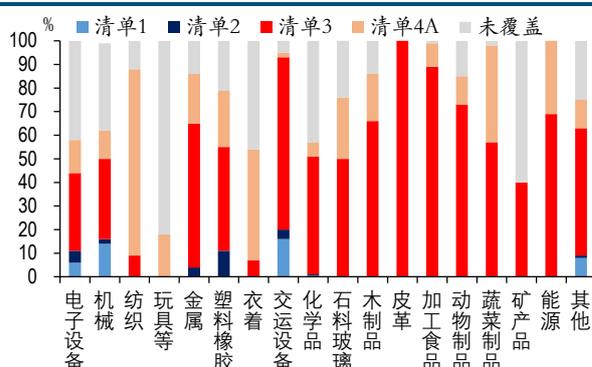
短期关税缓解仍主要以豁免程序为主，覆盖比例或在 2-3 成。从政策走势来看，由于拜登面临中期选举压力，而物价上涨、贸易采购、气候环境等议题均需要中方进行协作，2022 年中美关系出现边际缓和的概率在增加。按照细分行业粗略统计，涉及各品类对美出口规模（按照 2019 年数据计算）约 1100 亿美元，占总额 4500 亿美元总体的 25% 左右。这一比例整体可观，但 2020 年前实质上已经执行过关税豁免清单，关注 2022 年这一清单内容是否继续扩展。

图表38： 此前关税豁免规模情况



资料来源：USTR，中信建投宏观团队

图表39： 关税覆盖结构

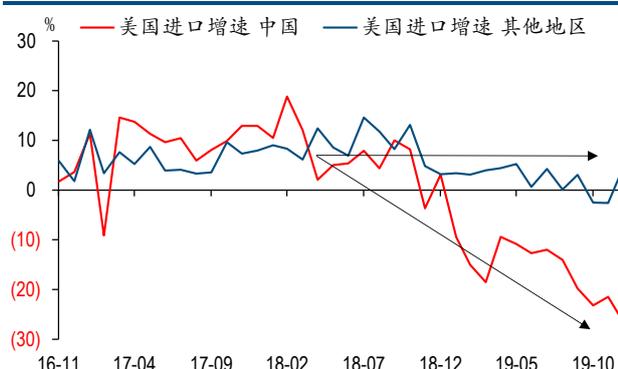


资料来源：Wind，中信建投宏观团队

新冠疫情以来，受制于供应链，美国对华进口的依赖度上升，一定程度上或对冲了部分关税影响。将美国进口商品区分为中国和其他地区两组。2017年中国增速整体高于其他地区，全年均值来看，我们大致超出4个百分点左右。2018年关税开始分批次加征，中国对美出口开始明显下行，下半年出口开始步入负增长区间，2019年更是全年负增，且增速趋势性下行。同一时间，其他地区对美出口则保持相对稳定。假设这一差别完全由关税所致，则粗略估计下，影响中国对美出口增速在22个百分点左右。当然，2019年全球经济处于一轮下行周期中，关税的冲击可能被夸大。2020年新冠疫情爆发后，全球供应链受到很大冲击，中国生产率率先恢复，在全球贸易的份额大幅抬升。由于供应端的话语权增加，一定程度上可能对冲了关税的负面影响，美国自华进口增速重新超过其他地区。改善幅度大致在17个百分点左右。

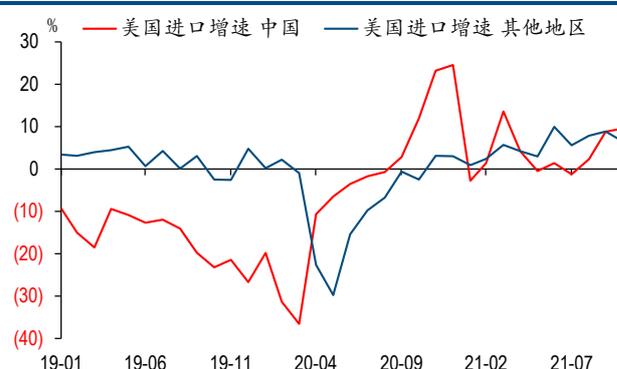
中性假设下，关税豁免或提升中国对美出口增速5%左右，提升2022年整体出口增速0.9，额外拉动2022年GDP约0.25%。综合上述分析，假设中国供应链优势仍得到一定维持，对冲关税一半冲击，而美国豁免关税比例在25%左右，则2022年对美出口增速或额外抬升5个百分点左右，按照今年1-11月累计出口规模计算，对美出口占比17.2%，则拉动整体出口增速0.9%左右。广义来看，出口对国内经济的拉动不仅体现在净出口分项上，还有助于带动多部门的生产、投资和消费，粗略估算关税豁免可以额外拉动2022年GDP超3000亿元，增速约0.25%。

图表40： 2018年后，美国对华进口增速出现明显下行



资料来源：Wind，中信建投宏观团队

图表41： 疫情后中国对美出口相对其他地区重获优势



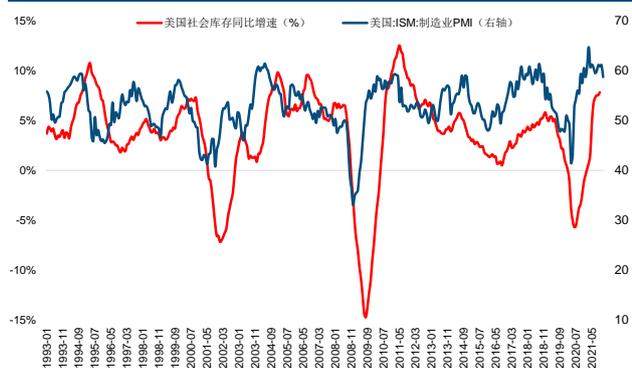
资料来源：Wind，中信建投宏观团队

四、美国零售业库存销售比处于历史低位，补库存需求持续存在

尽管美国批发商与零售商在努力补充货源，但是 10 月份美国零售库存销售比率仅为 1.07，持续处于历史最低水平，补库存需求或将在 2022 年持续存在。自 2020 年 5 月以来，美国制造业供给缺口逐步扩大，周度进口货量始终维持高位。截至 2021 年 12 月，美国 PMI 分项中客户库存为 31.7，持续处于历史低位。同时，美国零售业库存补充不及销售速度，10 月零售库存销售比仅为 1.07，持续处于历史最低位。

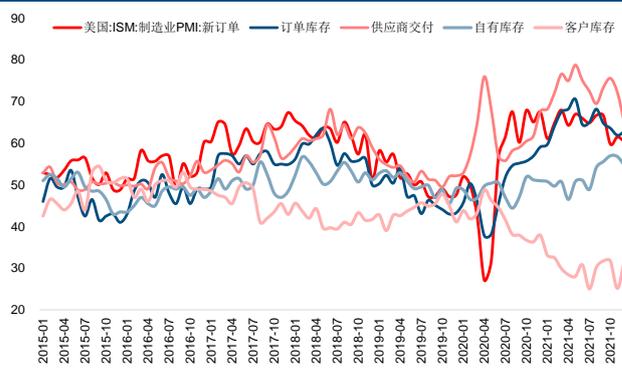
后疫情时代，从准时制和单一采购型供应链转向更具韧性的供应链，需要更高的安全库存水平。不考虑销售额增长的情况下，这一转变或将使美国中长期库存水平提升 5%-10%，2022 年美国补库存需求或持续存在。根据普洛斯估计，从准时制和单一采购型供应链转向更具韧性的供应链，需要更高的安全库存，在不考虑销售额增长的情况下，或将提升库存水平 5-10% 及以上。美国零售业的这种转变可能会在未来五年内每年产生 50 至 100 亿美元左右的额外库存。

图表42： 美国制造业 PMI 和社会库存同比增速（%）



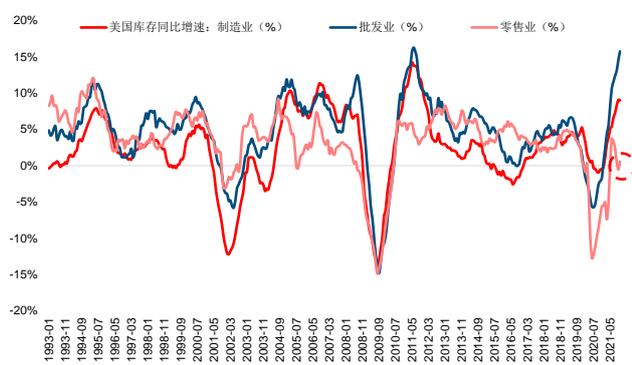
资料来源：Wind，中信建投

图表43： 美国制造业 PMI 中客户库存处于低位



资料来源：Wind，中信建投

图表44： 美国制造业、批发业和零售业库存同比增速（%）



资料来源：Wind，中信建投

图表45： 美国制造业、批发业和零售业库存销售比

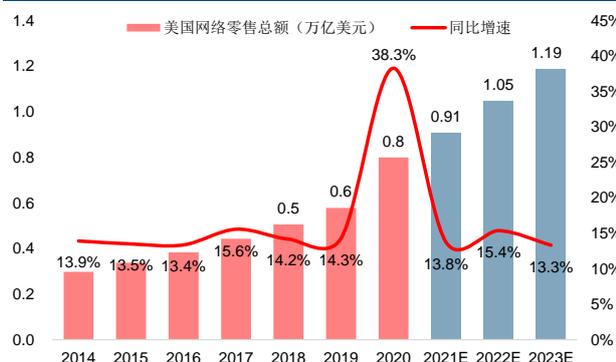


资料来源：Wind，中信建投

五、美国电商发展迅速，仓配型物流模式下合意库存水平提升

5.1 美国电商快速发展，2022 年网络销售额或突破 1 万亿美元

美国电商快速发展，2022 年网络销售额或将突破 1 万亿美元，不考虑汽车、汽油等商品 2022 年电商渗透率或突破 20%。根据 2021 年 7 月 eMarket 的预测数据，2022 年美国网络零售总额将突破 1 万亿美元，同比增长 15.4%，线上渗透率将在 2022 年达到 17.7%。同时，该线上渗透率有可能被低估，因为它考虑了通常不会在线上销售的汽车、汽油等销售类别，若排除这些类别，2022 年美国电子商务可能会提高至整体销售额的 20%。

图表46： 2022 年美国网络零售额预计突破 1 万亿美元


资料来源: eMarket, 中信建投

图表47： 美国电商渗透率

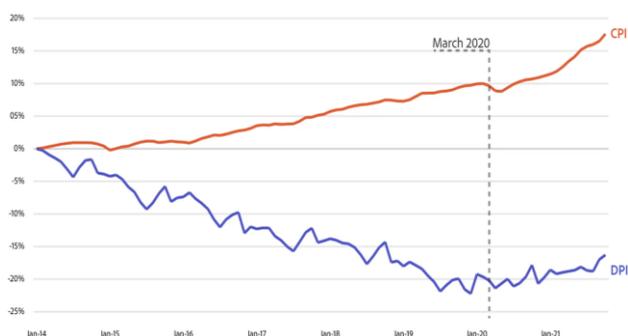

资料来源: eMarket, 中信建投

美国线上消费价格仍远低于线下价格，原因在于电商在货架、超市运营等方面没有成本，利润率较线下零售商高约 14%。电商的快速发展将缓解通胀压力，刺激消费需求。

从美国电商的价格水平来看，历史上美国的消费者价格指数 CPI 与线上消费价格指数 DPI 走势始终是背离的。虽然近期线上线下价格均有所上升，但根据 Adobe 数据披露，2021 年 10 月美国线上价格仅同比上涨 1.9%，远低于线下价格同比上涨的 6.2%。基本不变的线上价格缓解了美国的通胀压力，进一步刺激了美国的消费需求。

从电商的成本结构来看，由于电商在货架、超市运营等方面成本没有成本，根据美国 Oneshop 零售的数据，电子商务的利润率较线下零售商高约 14%。因此，美国零售的主要成本构成发生转移，电商的快速发展一定程度上弥补了海运费上升的影响。

图表48： 美国 CPI 与数字价格指数 DPI 走势



资料来源: Adobe, 中信建投

图表49： 美国 CPI 与数字价格指数 DPI 月度同比变化



资料来源: Adobe, 中信建投

图表50： 一件 150 美元服装的线下零售和电子商务成本结构比较

成本分类	线下零售			电子商务		
	成本项目	成本 (美元)	占比	成本项目	成本 (美元)	占比
商品成本	制造成本	45	30%	制造成本	45	30%
销售费用	营销	15	10%	营销	15	10%
	租金	22.5	15%	仓库成本	5	3%
管理费用	店员工资	27	18%	运营成本	30	20%
	其他零售成本	12	8%	包邮和退换货成本	10	7%
净利润	运输成本 (配送至门店)	4.5	3%	净利润	45	30%
	净利润	24	16%			
	总计	150		总计	150	

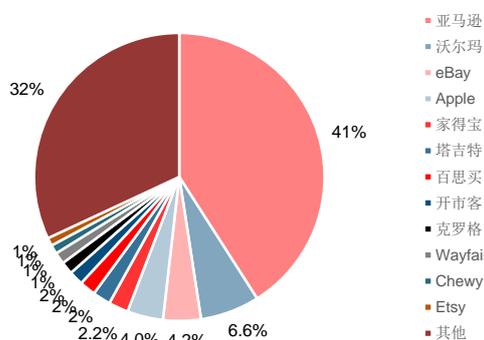
资料来源: Onestop 零售, 中信建投

5.2 美国以仓配型物流为主导，电商发展提高库存需求

不同于中国的干网型物流模式为主导，美国以仓配型物流模式为主导。仓配模式通过提前在靠近终端消费者的地方储货，缩短了揽件、交付等时间，扩展了快速交付的货物品类。两种物流模式的差异在于所适用的地理区域、货品种类和消费群体不同。中国电商履约多分布在东部沿海，收件端分散、运距较短，快递更加灵活高效，成为履约主流模式。美国制造业外包，电商履约跨越东西海岸，收件端集中、运距长，仓配模式可以提升干线运输密度、优化终端配送时效，更加适合美国市场。

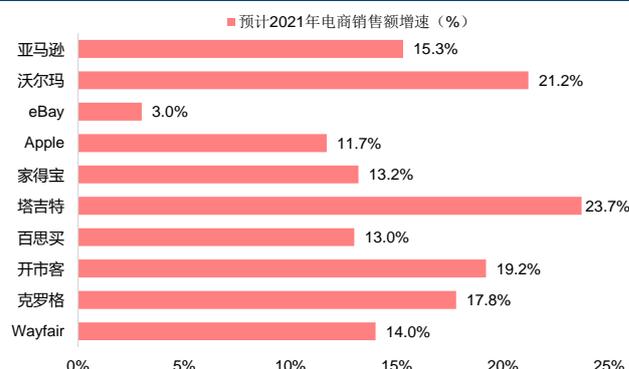
亚马逊以 41% 的市场份额主导美国电商市场份额，通过自建物流，为美国商家和消费者提供高效的仓配服务，成为美国电商履约的主流模式。2020 年亚马逊电商销售额猛增 44.1%，eMarket 预计 2021 年在电商销售额增速为 15.3%，达到 3671.9 亿美元，市场份额将提升至 41% 左右。

图表51： 2021年10月美国线上零售商的市场份额



资料来源: Statista, 中信建投

图表52： 美国线上零售商销售额同比增速 (%)

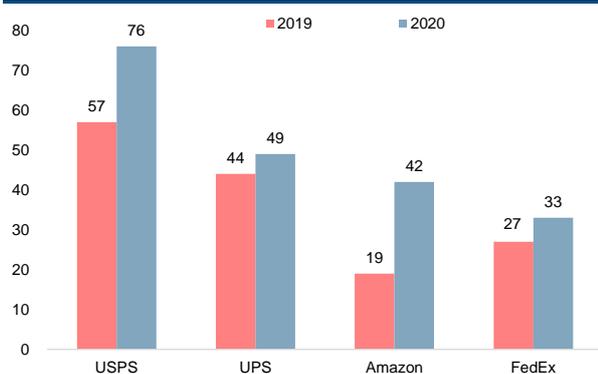


资料来源: eMarket, 中信建投

亚马逊交付的包裹数量有望在 2021 年底或 2022 年初超越美国三大快递公司，成为美国最大的包裹递送服务公司。2020 年，亚马逊交付的包裹数量由 2019 年的 19 亿件大幅提升至 42 亿件，占美国包裹运输量的 21%，首次超过联邦快递。其中仍有大约 28 亿件交由其他快递公司进行最后一英里交付。2021 年 11 月 29 日，亚马逊全球消费者首席执行官 Dave Clark 接受采访时表示，亚马逊有望在 2021 年底或 2022 年初超越美国邮政和 UPS，成为美国最大的包裹递送服务公司。

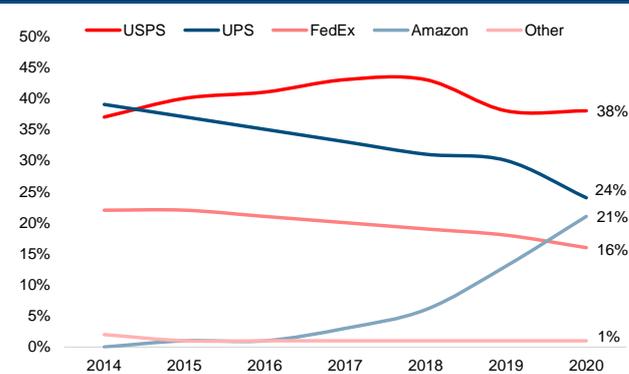
从亚马逊履约中心的具体分布来看，其选址靠近美国人口密集的位置，具有强烈的市场导向；同时设施规模较为均匀，平均占地面积为 855,000 平方英尺。绝大多数亚马逊履约中心占地面积均超过 60 万平方英尺，以满足库存需求并实现规模经济；它们通常位于人口密集城市的郊区，靠近主要高速公路和包裹枢纽，并有机会分担部分最后一公里配送站的工作。

图表53： 亚马逊和美国三大快递公司包裹量 (亿件)



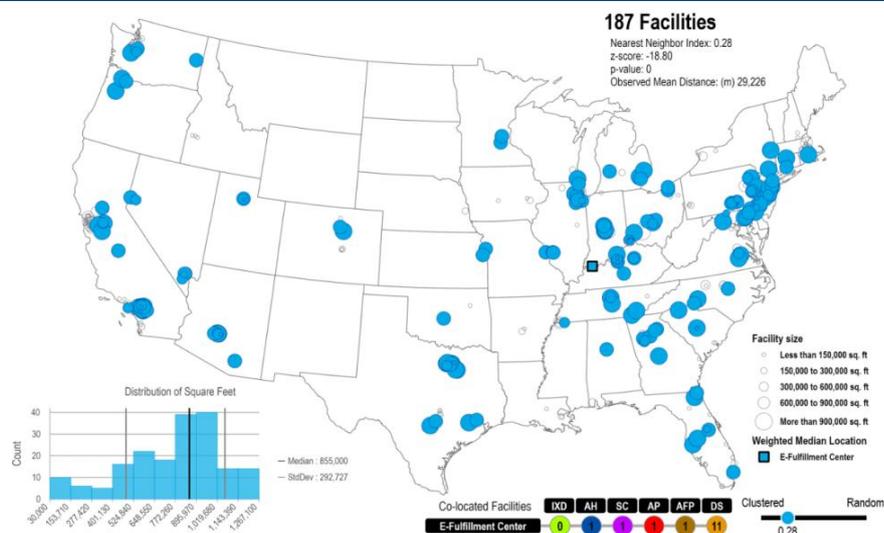
资料来源: Pitney Bowes 包裹运输指数, 中信建投

图表54： 亚马逊和美国三大快递市场份额 (按包裹量计算)



资料来源: Pitney Bowes 包裹运输指数, 中信建投

图表55： 亚马逊美国履约中心的分布



资料来源: *Journal of Transport Geography*(2020), 中信建投

仓配型物流模式下，线上销售相比于传统商店货架需要更多的仓储空间，原因在于：

1) 线上商城更加丰富的产品种类需要更深的库存水平。美国自中国大陆进口的商品更加多元，而非集中于进口量排名前 20 的商品类别。我们在《运费货值比视角下，集装箱海运长期价格中枢在哪里？》一文中，测算了中国大陆至美国集装箱出口量排名前 20 的商品情况，由 2019 年 86.8% 的占比逐步下降至 2021 年前 9 月的 76.6%，受美国电商的快速发展影响明显，线上平台更加丰富的 SKU 使得美国消费选择更加多元，而不是集中于进口量排名前 20 的商品。相应带来的是美国电商更深的库存水平。

图表56： HS 2 分类下中国大陆至美国货运量前 20 大类商品的集装箱运量（TEU）

分类	货物名称	集装箱运量（TEU）			集装箱运量占比（%）		
		2019 年	2020 年	2021 年前 9 月	2019 年	2020 年	2021 年前 9 月
高货值 (>7 万 美元/FEU) (与中高端 消费相关)	光学设备/医疗设备	121,289	138,698	116,914	1.3%	1.4%	1.2%
	电子器械	810,114	865,394	736,873	8.4%	8.8%	7.2%
	服装及配件(非针织)	203,909	165,297	147,285	2.1%	1.7%	1.4%
	核反应堆/锅炉/机械等	985,687	1,024,347	826,167	10.3%	10.4%	8.1%
	橡胶及制品(包括轮胎)	102,922	100,888	117,652	1.1%	1.0%	1.2%
	鞋类	286,784	203,436	257,178	3.0%	2.1%	2.5%
	服装及配件(针织/钩编)	304,055	249,874	216,487	3.2%	2.5%	2.1%
中货值 (4-7 万 美元/FEU) (与部分消 费和制造业 相关)	杂项制品(文具、打火机、 发夹、拉链等等)	109,523	124,903	149,396	1.1%	1.3%	1.5%
	塑料及制品	738,565	809,644	660,484	7.7%	8.2%	6.5%
	玩具/游戏/体育用品	713,203	742,295	742,718	7.4%	7.6%	7.3%
	贱金属及制品	110,133	131,445	183,884	1.1%	1.3%	1.8%
	车辆及零件(除铁路外)	395,093	401,202	385,130	4.1%	4.1%	3.8%
	其他纺织艺术品	330,551	358,661	388,558	3.4%	3.7%	3.8%
	钢铁及制品	533,611	542,832	440,316	5.6%	5.5%	4.3%
低货值 (<4 万 美元/FEU) (与房地产 相关)	铝及制品	84,407	108,242	172,544	0.9%	1.1%	1.7%
	木材及制品	179,089	173,854	170,515	1.9%	1.8%	1.7%
	家居用品	1,790,052	1,695,725	1,498,713	18.7%	17.3%	14.7%
	纸/纸板及制品	173,182	176,924	195,443	1.8%	1.8%	1.9%
	玻璃及制品	189,495	172,097	188,773	2.0%	1.8%	1.9%
	陶瓷制品	174,106	149,230	189,871	1.8%	1.5%	1.9%
	小计	8,335,770	8,334,987	7,784,901	86.8%	84.9%	76.6%
	总计	9,598,050	9,817,463	10,164,348			

资料来源: Datamyne, 中信建投

2) 线上销售具有更高的波动性，需要更高的安全库存水平。相比于传统零售商，电商平台往往拥有更全面的销售渠道，可以通过网站、移动 APP 以及社交媒体接触更多的消费者，沃尔玛、塔吉特等均已有效部署了全渠道销售。这也相应带来了销量波动性的提升，需要更高的安全库存水平。

3) 仓配型物流模式下库存更加分散，靠近最终消费者的仓库位置具有即时分销潜力，随时可能触发供应链上游的补货，整体库存水平更高。以亚马逊的仓配体系为例，其主要依据销售数据预测进行库存分布，以货主为单位对库存分布进行调拨，并及时拉动上游供应链补货。相比于集中库存模式，整体库存水平更高。

同样销售额的情况下美国电商需要的仓储空间是传统零售商的 3 倍以上，美国电商的快速发展将大幅提高库存需求。普洛斯根据 2019 年美国 30 家顶级零售商的公司年报披露数据计算得出，线上零售商所需仓储空间是传统实体零售店的 3.51 倍。

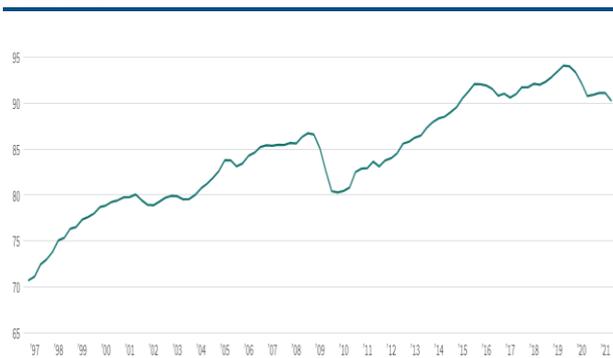
图表57： 电子商务需要传统实体零售商库存空间的3倍左右

	销售额 (十亿美元)	仓储空间 (百万平方英尺)	每单位仓储空间产生的销售额 (美元/平方英尺)	每单位销售额所需仓储空间 (千平方英尺/美元)
线上零售	234	265	886	1174
传统实体零售店	1343	449	2992	334
				3.51 倍

资料来源：普洛斯，中信建投

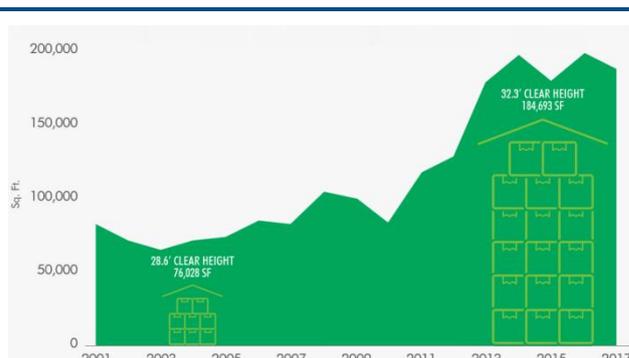
注：基于2019年美国30家顶级零售商的公司年报

随着电商渗透率的持续提升，普洛斯预计到2025年美国 and 欧洲每年将需要额外1.25亿平方英尺及以上的仓储空间，以满足电子商务的履约需求，带来库存需求大幅提升。从历史上看，电子商务供应链规模的增长一直与线上销售额的快速增长保持同步。自2002年以来，美国无论是每平方英尺仓储空间的库存水平，还是仓库的高度和面积都经历了快速增长，2012年至2017年间美国新建仓库平均面积增加了108,665平方英尺，提高143%；平均高度提升3.7英尺，提高13%。电子商务渗透率在2020年前四个月的增长速度超过了前十年，显然需要对物流履行能力进行额外投资，或相应带来美国库存需求的大幅提升。

图表58： 美国平均每平方英尺仓储空间的库存水平（美元/平方英尺）


资料来源：普洛斯，中信建投

注：包含批发及零售存货(不含汽车)

图表59： 美国平均新建仓库建筑规模和高度


资料来源：CBRE Research，中信建投

5.3 当日/次日达服务成为标配，未来整体合意库存水平提升

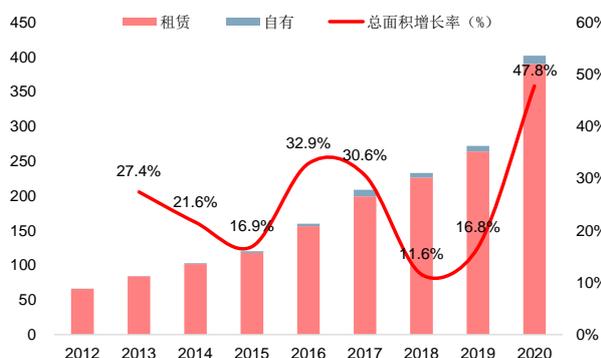
当日达/次日达服务逐渐成为标配，带动美国未来合意库存水平的提升。亚马逊已经能够为77%的美国人口提供当日送达和一日送达服务，沃尔玛和其他零售商也在加快交付速度。

2019年4月，亚马逊宣布将为Prime订阅用户推出免费一日送达服务，仅在2019年第二季度亚马逊就花费近8亿美元在仓储物流方面。2020年亚马逊资本支出约为350亿美元，将其履行和物流网络面积增加了50%，随着亚马逊不断增加分拣中心和配送站，它与更多美国人口的距离越来越近。根据瑞银(UBS)的分析，2018年亚马逊配送站60分钟车程所覆盖的美国人口为51%，而2021年配送站覆盖的美国人口达77%。

与免费送货一样，提供当日送达或次日送达服务不仅仅是一种竞争优势，更多地这是客户的期望。全美零售商联合会(NRF)研究发现，多达77%的在线消费者期望获得当日达服务并支付费用，而仅约50%左右的美

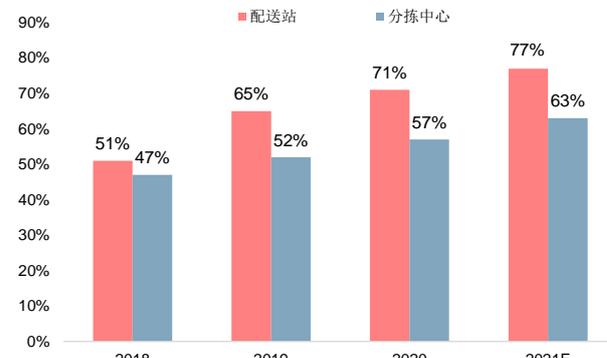
国零售商能够提供当日达服务。加快交付速度的竞赛迫使沃尔玛和其他零售商加大电商履约能力的投资，目前沃尔玛、塔吉特、开市客和百思买均已承诺提供当日达服务。随着亚马逊及更多零售商不断增加当天和次日送达的覆盖范围，客户将越来越习惯于更快的交付速度，相应带来的或是未来美国整体合意库存水平的提升。

图表60： 亚马逊全球仓库面积（百万平方英尺）



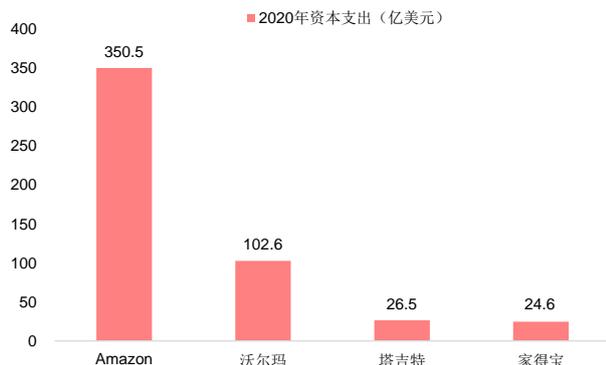
资料来源：公司公告，中信建投

图表61： 亚马逊物流设施 60 分钟车程所覆盖的美国人口



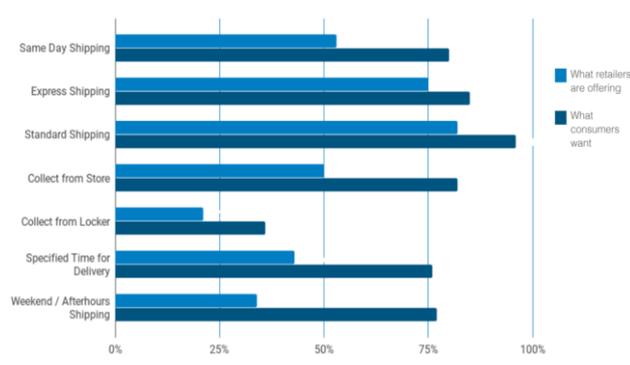
资料来源：公司公告，中信建投

图表62： 美国主要线上零售商 2020 年资本支出



资料来源：公司公告，中信建投

图表63： 仅约 50% 的零售商能够提供当日送达

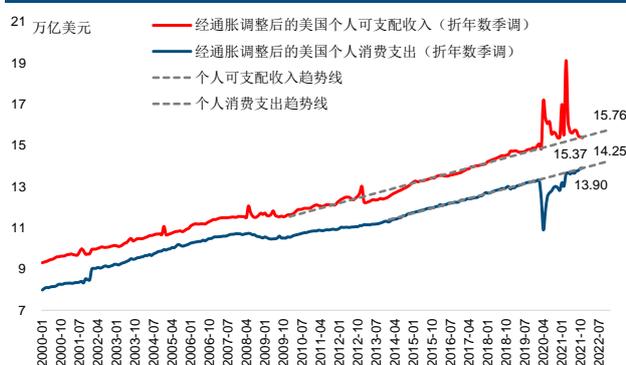


资料来源：eFulfillment，中信建投

六、2022 年美国进口需求或将维持高位，增速或在 2%及以上

从历史趋势来看，经通胀调整后的美国个人可支配收入和个人消费支出持续上升，若不考虑疫情对于斜率的变化，假设 2022 年美国居民收入和消费回归常态化，预计 2022 年经通胀调整后的美国个人可支配收入和个人消费支出分别为 15.62 和 14.10 万亿美元，分别同比下降 2.50%和上升 3.32%。为避免美国通胀对于收入和支出的预测影响，我们均采用不变价数据，即通胀调整后的数据。截至 2021 年 11 月，美国个人可支配收入折年数为 15.37 万亿美元，同比增长 0.05%；美国个人消费支出折年数为 13.90 万亿美元，同比增长 7.37%。若不考虑疫情对于增长趋势的改变，通过回归分析得出：2022 年经通胀调整后的美国个人可支配收入和个人消费支出分别为 15.62 万亿美元、14.10 万亿美元，分别同比下降 2.50%和上升 3.32%。

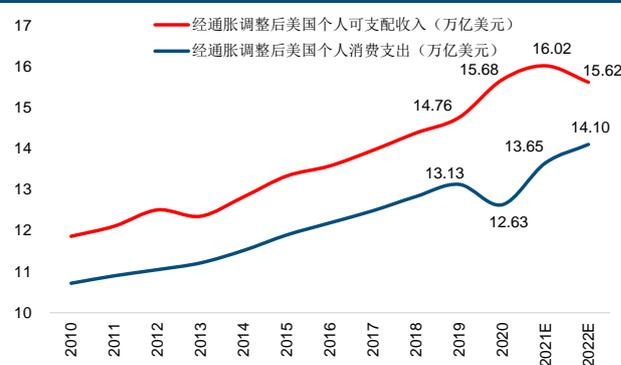
图表64： 经通胀调整后的美国个人可支配收入和个人消费支出（折年数季调）（万亿美元）



资料来源：Wind，中信建投

注：折年数即美国经济分析局将当月数据折算成全年预测数据

图表65： 经通胀调整后的美国年度个人可支配收入和个人消费支出（万亿美元）



资料来源：Wind，中信建投

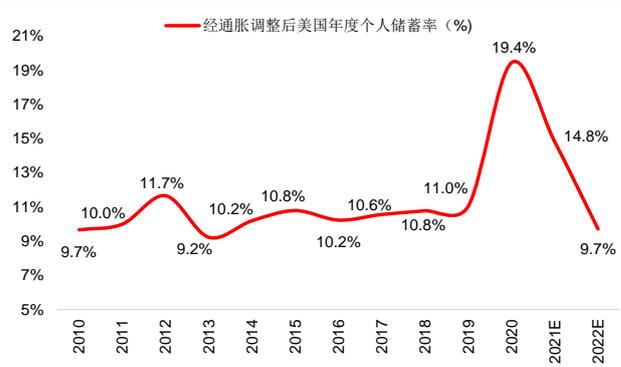
美国 CPI 不断走高降低了美国居民的储蓄意愿，促进消费需求，预计 2022 年经通胀调整后的美国个人储蓄率为 9.7%。从历史数据来看，美国 2012 年至 2019 年底经通胀调整后的个人储蓄率波动较小，平均值为 10.58%。随着美国 CPI 不断走高，美国个人储蓄率甚至低于疫情前平均水平。截至 2021 年 11 月，经通胀调整后的美国个人储蓄率已下降至 9.61%。根据前述回归分析得出的收入和消费支出数据，得到 2022 年经通胀调整后的美国个人储蓄率为 9.7%。

图表66： 经通胀调整后的美国个人储蓄率（%）



资料来源：Wind，中信建投

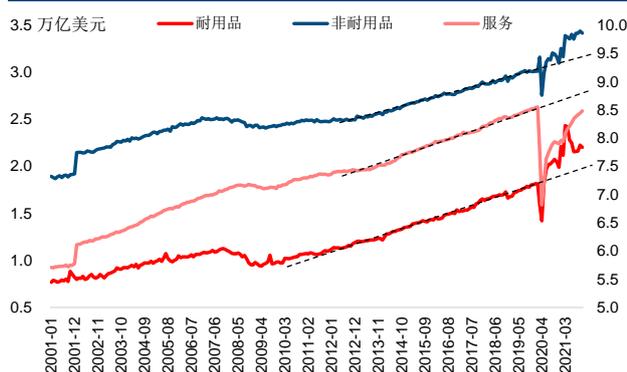
图表67： 经通胀调整后的美国年度个人储蓄率（%）



资料来源：Wind，中信建投

从具体消费支出情况来看，美国商品消费支出占整体消费支出的比例维持高位，考虑近期奥密克戎在美扩散迅速，商品消费仍难以向服务消费转变，预计 2022 年经通胀调整后的商品消费占比维持在 40.4%。美国耐用消费品支出虽有回落，但仍显著高于历史中枢增长水平；非耐用消费品支出持续维持高位。我们将耐用消费品和非耐用消费品支出相加得到商品消费支出，其占整体消费支出的比例具有持续上升趋势。我们假设 2022 年经通胀调整后的商品消费占比仍将维持在 40.4%，得到 2022 年经通胀调整后美国商品消费支出为 5.70 万亿美元。

图表68： 经通胀调整后的美国耐用品、非耐用品和服务的个人消费支出（折年数季调）（万亿美元）



资料来源：Wind，中信建投

注：折年数即美国经济分析局将当月数据折算成全年预测数据

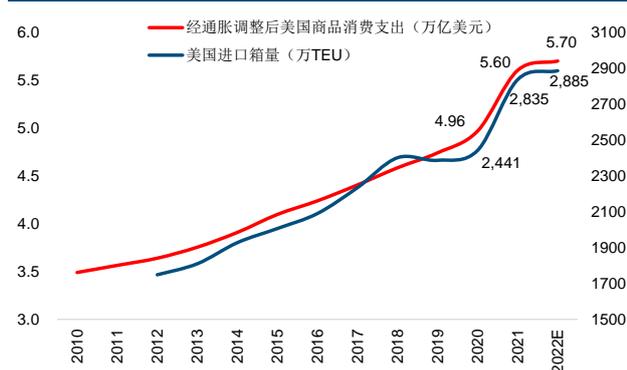
图表69： 经通胀调整后的耐用品和非耐用品占个人消费支出比例（%）



资料来源：Wind，中信建投

经通胀调整后的美国商品消费支出与美国进口箱量高度相关，假设 2022 年美国商品消费支出与美国进口箱量同比例增长，则 2022 年美国集装箱进口量为 2,885 万 TEU，同比增长 1.7%，同比增加约 50 万 TEU。可见，虽增速有所放缓，但进口箱量绝对规模仍在高位上行，美国进口需求难言进入衰退。

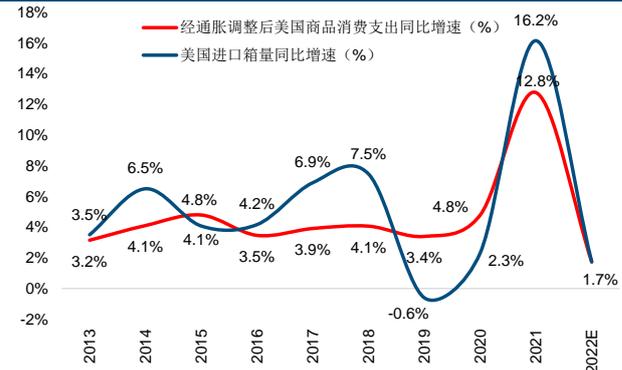
图表70： 预计 2022 年美国进口箱量为 2,885 万 TEU



资料来源：Wind，Bloomberg，中信建投

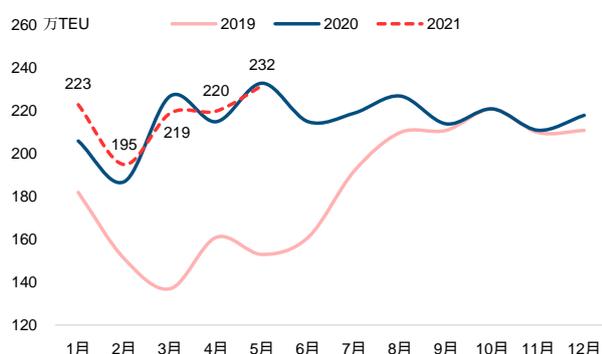
注：2021 年经通胀后美国商品消费支出为前 11 个月平均折年数值

图表71： 预计 2022 年美国进口箱量同比增速 1.7%



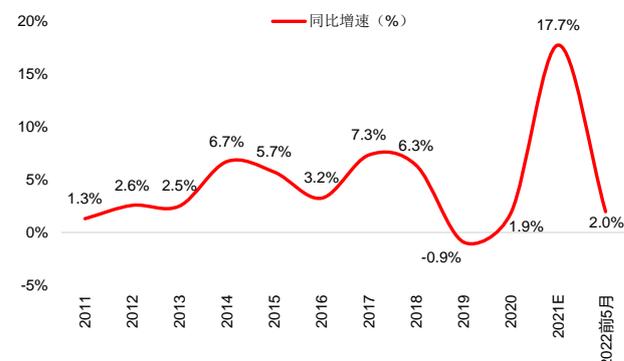
资料来源：Wind，Bloomberg，中信建投

美国零售联合会（NRF）针对 2022 年美国零售商进口箱量进行预测，预计 2022 年前五个月美国零售商进口量增速为 2%。根据美国零售联合会（NRF）报告指出，预计 2022 年美国零售商进口量增速将趋于平稳，数量仍将处于高位。NRF 根据美国零售商在 2021 年初的订单情况，预计 2022 年前五个月美国零售商进口量将维持约 2% 的增速，月度进口量将保持在 200 至 250 万标准箱之间，占整体进口箱量的近 90%。

图表72： 2022年1-5月美国零售商进口箱量（万 TEU）


资料来源：NRF，中信建投

注：NRF 将美国零售商主要进口港口的整体箱量作为零售进口箱量

图表73： 美国零售商进口箱量同比增速（%）


资料来源：NRF，中信建投

综上所述，假设疫情对于美国居民收入和消费的增长斜率不发生改变，假设 2022 年美国居民收入和消费回归常态化，则预计 2022 年美国集装箱进口量同比增长 1.7%。实际上，随着 2022 年美国货币政策收紧，美国通胀趋缓，居民收入增长将持续跑赢通胀，叠加股市和房地产的财富效应，美国消费驱动力仍然存在；同时，美国关税豁免范围或将扩大，美国传统零售商和电商补库存需求持续存在，2022 年美国进口规模仍将维持高位，或维持 2% 及以上的增速。

1) 市场较为担忧 2022 年美国财政刺激政策消失后，美国消费需求会大幅回落。近期奥密克戎毒株在美加速传播，新冠患者的后遗症以及家属的照料责任使得美国复工复产道路坎坷，美国经济复苏仍需财政刺激政策的支持，拜登政府的《重建美好未来法案》仍在积极推进中，预计 2022 年美国财政支持政策或仍然存在，力度或有所减小。同时，美国近一半的州已提前在 2021 年 6 月和 7 月终止疫情失业补助，对于许多美国人来说失业援助早已不复存在，但美国个人可支配收入和消费支出仍在持续上升，零售总额或将维持高位。

2) 美国收入的持续增长来源于工资薪酬的大幅增长，以及股市和房地产的财富效应。劳动力市场供给严重不足，员工平均时薪快速上升，并且增速超越美国 CPI 的增速，尤其是收入较低的人群增幅更高，他们也拥有更高的消费边际。而股市和房地产的财富效应则带来了美国富人高端消费的需求旺盛，奢侈品消费增长显著。

3) 美国通胀来源主要是汽车、能源和食品价格上涨所推动，而主要依赖进口的商品价格上涨幅度小于整体，服装价格同比 2019 年甚至是下降的，集装箱海运费上涨对美国通胀没有影响。2021 年前 9 月中国至美国综合运费占货值比仅 6.64%，主要原因在于较低的长协价。然而，2022 年欧线长协价或同比增长 2~3 倍，美线长协价或翻倍以上增长，即期价或将维持高位，即期集装箱海运价格或将维持高位，2022 年美国的通胀压力将远高于 2021 年，相应带来的或是美国对于中国商品进口关税的放松。持续关注 2022 年关税豁免清单内容是否进一步扩展。

4) 2021 年 10 月美国零售库存销售比率仅为 1.07，持续处于历史最低水平，补库存需求或将在 2022 年持续存在。同时，美国正在从准时制和单一采购型供应链转向更具韧性的供应链，安全库存要求更高，不考虑销售额增长的情况下，美国中长期库存水平或将提升 5%-10%。

5) 美国电商发展迅速，2022 年网络零售额的渗透率或接近 20%。而美国以仓配型物流为主导，线上销售相比于传统商店货架需要 3 倍以上的仓储空间，带来美国库存需求的大幅提升。同时，当日达/次日达服务逐渐成为标配，亚马逊及更多零售商不断加快交付速度，带动美国未来整体合意库存水平的提升。

七、风险分析

(1) 疫情再次加剧造成全球经济的大面积崩溃。(2) 美国财政和货币政策紧缩超出预期。(3) 中美贸易关系恶化风险。

分析师介绍

韩军：交通运输行业首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。5 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。

研究助理

李琛 13122770135 lichenyf@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk