

# 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

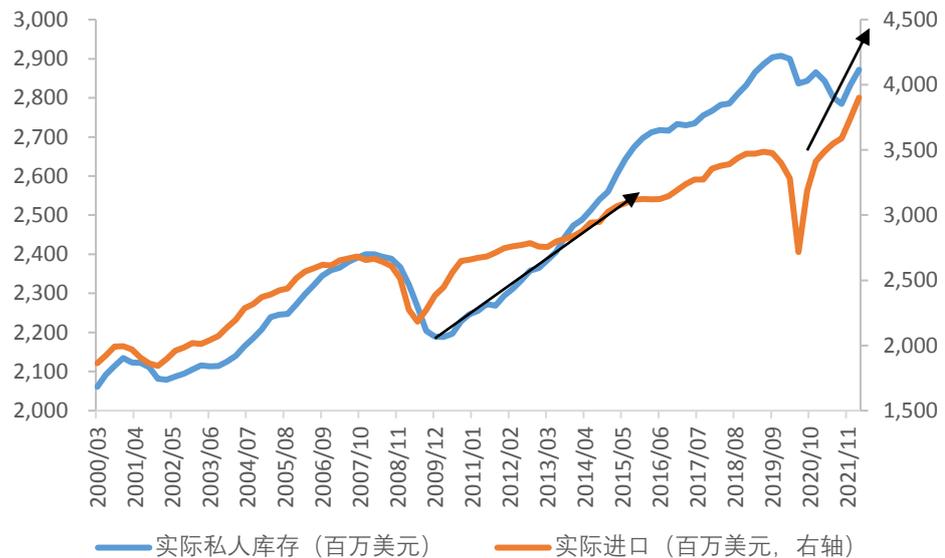
## 相关报告

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》）

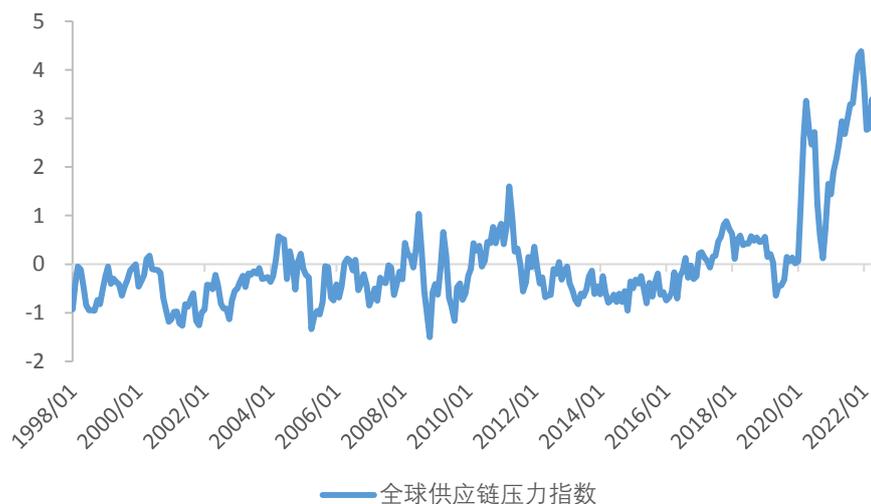
图 1：美国实际私人库存只用了两个季度就已基本回补到正常水平



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。

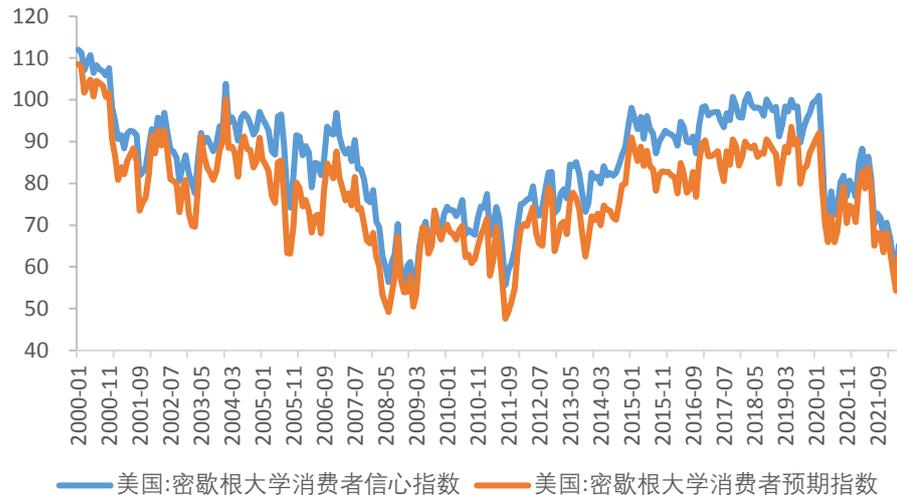
图 2：全球供应链压力指数已见顶回落



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，但这只是上半场。

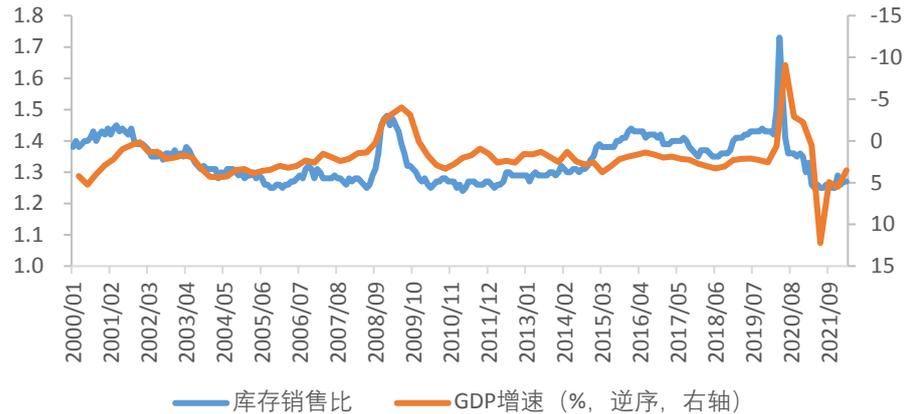
一百年前的那段历史，下半场发生了什么？在 1920 年联储加息、财政收缩后，美国 PPI 高位回调，高库存的企业开始抛售，价格开始螺旋式下跌，很快从通胀走向了通缩，从复苏走向了萧条。1920 年工业增加值下降 27.9%，PPI 最大降幅 27.8%。**历史上半场的大流行和通胀，最终在后半场以通缩和萧条结尾**（实际上那场被遗忘的萧条持续时间也很短，之后开启了咆哮的二十年代）。

**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。**

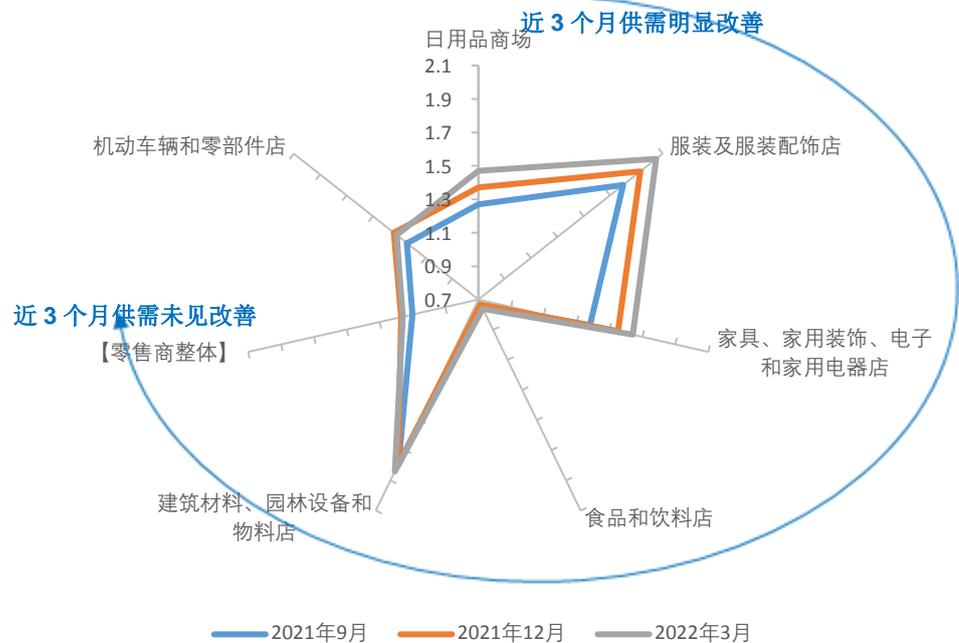
这轮“历史最快的复苏”已经变为了“历史最快结束的复苏”，当“零售商→批发商→生产商”层层放大的“长鞭效应”出现反向，**哪些行业会面对较大的去库存和降价压力呢？**

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。

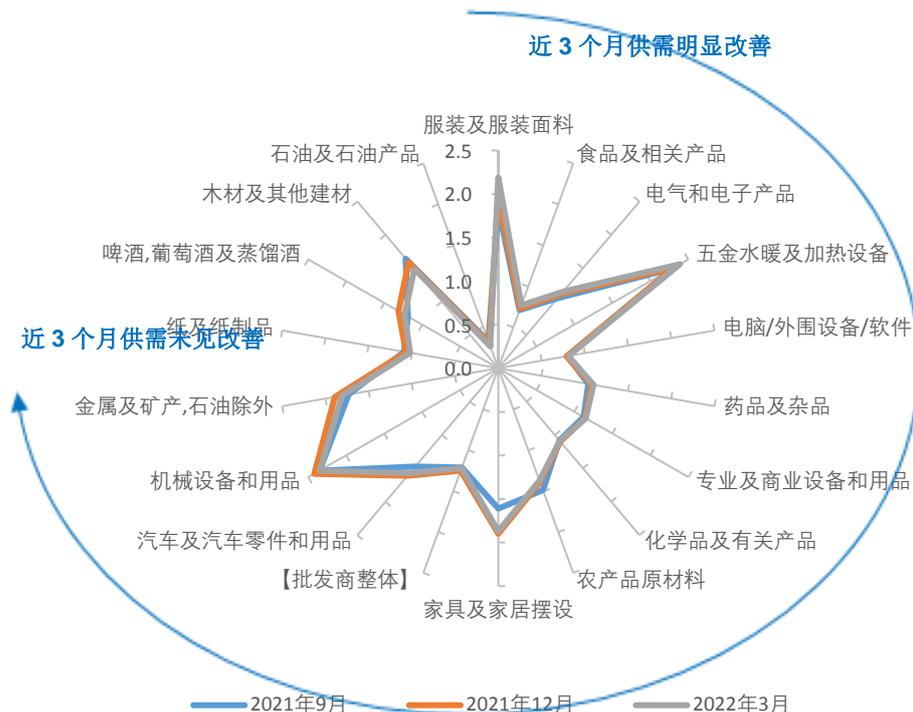
供需关系仍然相对紧张的行业，主要有大宗商品（石油、金属等）、部分工业品（机械、汽车、建材等）和部分必需消费品（饮料、纸制品等）。这些行业供求关系紧张，与一些根深蒂固的原材料短缺原因有关。

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



资料来源：WIND，天风证券研究所

目前已经能看到一些价格变化的微观信号。今年以来，消费电子产业链上部分产能较充足的零部件持续降价，摄像头模组价格已下调 10%左右。另外根据研究公司 StyleSage 数据，5 月中旬梅西百货和科尔士百货公司等中档百货公司加强了价格促销活动，促销活动覆盖 57%的商品；服装类零售商也对 36%的商品推出了促销活动，促销比例超过了 4 月份的 32%。

以上“长鞭效应”可能发生反向的商品（服装、家具、家电、电子产品和电脑），在美国 CPI 篮子组成中占比 4.6%，在美国核心消费品 CPI（不含食品、能源和服务）篮子中占比 21.2%。“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。

另一方面，以上四种商品（服装、家具、家电、电子产品和电脑）也合计贡献了 2021 年中国整体出口额的 22.1%。长鞭效应的反向与海外订单的份额转移，将是下半年中国出口必然经历的逆风考验。出口既关系到经济就业和政策调整，也影响汇率贬值和货币空间，是影响国内股债市场的一个重要变量。（详见《出口是今年的胜负手》）

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com