

# 周期轮动下，出口将如何表现？

## ——基于对中美库存周期的研究

### 摘要

- **2023年上半年中美或共振去库，下半年或将有所分化。**国内库存仍处于相对高位，2月产成品存货同比增速处于自2015年以来的79.5%历史分位，随着国内需求回升，预计Q2将进入到被动去库存阶段，根据PPI、M1等领先指标，大概率在Q4步入主动补库阶段，乐观情况下或提前至Q3；美国目前库存仍在高位，正处于主动去库存的阶段，1月库存总额同比增速为2015年以来87.5%的历史分位，领先指标预示着美国去库周期至少还将延续半年以上，预计美国需求或继续受政策利率维持高位的压制，上半年美国将延续主动去库存，直至2024年才会开启补库周期。
- **回溯历史，中美共振去库通常带动经济下行或偏弱增长。**从历史上看，中美共振去库存的时期包括1998.4-1999.2、2001.8-2001.12、2005.2-2005.8、2008.11-2009.8、2011.11-2013.7、2014.9-2016.6、2019.7-2019.11、2020.4-2020.7以及2022.9至今。其中，大部分共振去库时期经济走势偏弱。虽然有时国内经济受投资支撑，对冲部分海外需求下降的影响，但经济总体仍难实现大幅增长。上半年，两国经济大概率走出“中升美落”的特点，但出口可能仍将受到一定拖累。下半年，中美库存阶段可能再度分化，若国内开启弱补库周期，美国仍在主动去库，出口可能也将下滑，但经济增速不一定会走低。如果美国停止加息后，加之通胀下行，下半年需求好转，开始被动去库，届时中美终端需求可能会共振向上，国内经济或呈上行态势。
- **中国上游行业库存累积较多，美国中下游库存水位偏高。**2月，国内采矿业、制造业和电力、燃气及水生产和供应业的产成品存货同比增速分别处于2015年以来的89.1%、67.3%和70.9%的历史分位水平，采矿业目前仍位于被动补库存的阶段。从细分行业来看，41个行业中，有8个仍在被动补库存，23个行业正处于主动去库存的阶段，5个行业已经进入到被动去库的阶段，5个行业已经开始主动补库存；1月，美国制造商的产成品库存同比增速位于75.0%的历史分位水平，批发商和零售商的库存增速的历史分位数则高达85.4%和89.6%，均处于主动去库存的阶段。其中，46个子行业中，有7个行业仍在被动补库存，主要集中在制造商部门中偏中游的行业，34个行业主动去库存，4个行业已经进入到被动去库存的阶段，集中于制造商部门偏下游的行业，1个行业已经处于主动补库存阶段。
- **从总量和结构两个维度，展望中美库存对出口的影响。**美国经济形势变化仍将对我国出口产生重要影响。从同步指标来看，我国对美国的出口增速与美国批发商库存比的相关度较高，目前美国批发部门的库存仍处于历史相对高位，后续可能还将经历较长时间的库存出清。由于美国政策利率维持高位，经济形势料将有所恶化，且海外库存仍处于高位，预计年内出口增速还将继续走低。从结构上看，我们梳理了中美各行业分别所处的库存水位，对比之后，我们认为日用品、纺织、汽车、食品、化学品等行业受美国去库影响或更大，通用设备、专用设备、金属制品等行业可能会有业绩反弹机遇。
- **风险提示：**国内经济复苏不及预期，海外经济超预期衰退。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 开启双期切换下的经济新周期——宏观2023年春季投资展望 (2023-03-09)
2. 重“稳”寻“新”，踏上新征途——2023“两会”政府工作报告解读 (2023-03-07)
3. 乘势而上——开启双期切换下的经济新周期 (2023-02-24)
4. 轮动与空间：详解三大部门资产负债表 (2023-02-20)
5. 全球齿轮转动，数字经济机会详解 (2023-02-03)
6. 2023房地产长效机制新解——基于对保障性住房的研究 (2023-01-30)

## 目 录

<b>1 2023 年上半年中美或共振去库，下半年或将有所分化.....</b>	<b>1</b>
1.1 国内仍在主动去库，下半年或开启弱补库周期.....	1
1.2 美国企业库存水位仍高，年内料将延续去库.....	3
<b>2 回溯历史，中美共振去库通常带动经济下行或偏弱增长.....</b>	<b>5</b>
<b>3 中国上游行业库存累积较多，美国中下游库存水位偏高.....</b>	<b>8</b>
3.1 国内上游和部分下游行业库存压力相对较大.....	8
3.2 美国库存主要积压在批发和零售环节.....	11
<b>4 从总量和结构两个维度，展望中美库存对出口的影响.....</b>	<b>13</b>
4.1 美国流动性收紧叠加库存高位，年内出口或难言乐观.....	13
4.2 依据四条思路，对比中美细分行业所处库存水位.....	13

## 图 目 录

图 1: 库存周期与“美林时钟”大类资产配置的关系 .....	1
图 2: 1998 年以来, 中国所经历的七轮库存周期 .....	2
图 3: 领先指标显示库存同比或在二季度企稳, 三四季度有望开启弱补库周期 .....	3
图 4: 1998 年以来, 美国所经历的八轮库存周期 .....	4
图 5: 美国制造业 PMI 指数仍在收缩区间 .....	4
图 6: 美国经济谘商会预测 2023 年美国经济增长逐季下降 .....	4
图 7: 大部分中美共振去库时期, 中国出口增速走弱 .....	5
图 8: 部分共振去库时期, 国内工业增加值增速也有所放缓, 但有时也受到内需的支撑 .....	5
图 9: 2005 年 5-8 月出口增速走低而投资增速上行 .....	6
图 10: 2012 年 10 月-2013 年 4 月出口小幅反弹 .....	6
图 11: 2000 年 9-12 月出口和国内投资增速均下滑 .....	7
图 12: 2006 年 9-12 月国内出口增速平稳, 投资增速下行 .....	7
图 13: 2007 年 2-10 月出口增速下滑但国内投资上行 .....	7
图 14: 2016 年 7-10 月出口降幅收窄, 投资增速较此前回落 .....	7
图 15: 市场预期美联储将在 5 月之后停止加息 .....	8
图 16: 我国工业中采矿业、制造业和公用事业均处于主动去库周期 .....	9
图 17: 美国制造商、批发商和零售商三大环节均处于主动去库存阶段 .....	11
图 18: 剔除价格因素, 2022 年 8 月以来出口数量同比持续下行 .....	13
图 19: 中国对美国出口增速与美国批发商库销比呈负相关 .....	13

## 表 目 录

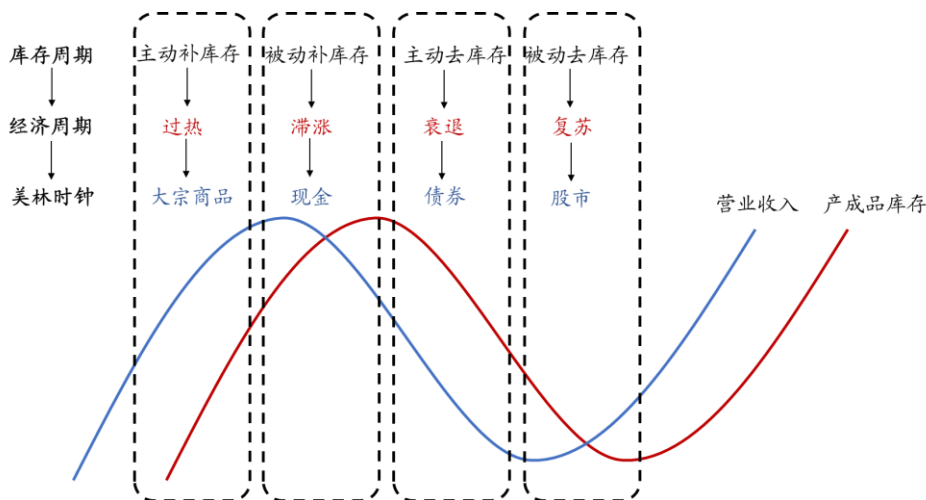
表 1: 采矿业各行业库存情况及所处库存周期 .....	9
表 2: 公用事业及其他各行业库存情况及所处库存周期 .....	9
表 3: 制造业各行业库存情况及所处库存周期 .....	10
表 4: 美国制造商各行业库存情况及所处库存周期 .....	12
表 5: 美国批发商各行业库存情况及所处库存周期 .....	12
表 6: 美国零售商各行业库存情况及所处库存周期 .....	12
表 7: 中国和美国相对应细分行业库存增速历史分位数对比 .....	15

2021年以来，由于地产周期下行、国内需求偏弱，经济逐步进入被动补库存阶段，2022年中开始主动去库存；2020年来，全球供应链问题逐渐凸显，美国企业加快补库存，2022年Q3也开始进入到主动去库阶段。然而，在今年国内放开疫情限制、联储紧缩步伐仍未停歇的背景下，中美经济周期将有所分化，库存周期也可能因此错位。本专题主要从库存周期的角度，通过对中美行业库存、销售等数据梳理和分析，探讨目前中美所处的库存水位，展望后续库存周期的演变。此外，通过对比中美所处库存阶段的不同，对后续我国出口的演绎提供一定线索，并讨论了各行业在外需走弱的背景下，哪些行业受冲击会更明显，哪些行业更具防御属性。

## 1 2023年上半年中美或共振去库，下半年或将有所分化

根据基钦周期的定义，企业库存周期主要分为“被动去库存”、“主动补库存”、“被动补库存”和“主动去库存”四个阶段，分别对应经济的复苏、过热、滞涨和衰退阶段。意味着当经济进入复苏阶段时，需求上升而企业扩产相对滞后，企业开始被动去库存；当经济进入过热阶段时，企业的生产能力跟上需求的扩张，企业开始主动累积库存；当经济进入滞涨阶段时，需求开始走弱而企业减产相对滞后，呈现出被动累积库存的状态；当经济进入衰退阶段，需求继续下行的同时企业生产下降，企业主动减少库存。市场通常采用企业营业收入和产成品库存两个指标的变化来判断目前所处的库存周期，营业收入对应市场需求，产成品库存则对应企业生产。

图 1：库存周期与“美林时钟”大类资产配置的关系



资料来源：wind，西南证券整理

### 1.1 国内仍在主动去库，下半年或开启弱补库周期

国内库存仍处于相对高位，预计 Q2 将进入到被动去库存阶段。1998 年以来，我国工业企业大约经历了 7 轮完整的库存周期，疫情前每个库存周期时长在 36-46 个月左右，平均周期时长约 42 个月。新冠疫情冲击导致 2020 年初需求下行斜率变陡、库存快速累积，随着国内疫情逐渐受控，同时海外供应链受疫情影响较大，我国出口迎来窗口期，经济进入到复苏阶段，库存短暂回落后转为向上抬升。由于 2021 年房地产调控政策频出，下半年房地产企业陆续暴雷，疫情多次对经济形成扰动，加之海外供应链逐渐修复，市场需求进入到下

行周期，而库存仍在累积。2022年5月，企业产成品库存开始转为下降，剔除PPI的影响后的实际库存增速也在2022年11月出现拐点，标志着我国正式进入到“主动去库存”的阶段。从前瞻指标来看，2023年一季度制造业新订单指数均在荣枯线以上，随着疫情防控限制解除，国内经济逐渐进入到复苏区间内，物流运行恢复通畅，市场需求逐步回暖，企业库存周期或轮动至“被动去库存”阶段。从当前的库存情况来看，2023年1-2月工业企业产成品存货为59900亿元，同比增速为10.7%，较2022年的产成品存货同比增速扩大0.8个百分点，自2015年以来的历史分位数为79.5%水平，仍处于相对高位。营业收入同比由去年增长5.9%转为下降1.3%，仅位于9.1%的历史水位。1-2月营收增速下降、库存增速上行，呈现出被动累库的局面，这一现象大概率是春节以及疫情因素所致，3月PMI产成品库存指数降至49.5%，说明国内仍处于去库周期内。

**终端需求有望逐步回升，大概率在Q3-Q4开启弱补库。**展望后续去库的程度及补库的时点，1998年以来，主动去库转换到被动去库阶段平均需要10个月左右，工业企业产成品存货同比增速一般较此前高位下滑约7.8个百分点；被动去库向主动补库阶段转换一般需要6-21个月不等，平均也约为10个月。从被动去库转换到主动补库这一过程中，工业企业产成品存货同比增速平均下滑6个百分点左右，开始补库。我国自2022年5月开始进入到主动去库阶段，近期由于疫情限制解除，终端需求或呈现出逐渐恢复的势头。从领先指标来看，PPI一般领先产成品存货同比增速2-3个月左右，目前PPI仍处于下行通道中，2月PPI录得-1.4%，预示着国内在后续一段时期内仍将延续去库存的趋势。由于M1对于PPI也具有稳定的领先性，领先PPI大约6-9个月，1、2月M1同比分别为6.7%和5.8%，均高于上年同期，M1开始进入回升区间，这也预示着企业库存或在今年三四季度左右进入到补库周期内，但呈现的或是弱补库。预计2023年Q2将进入到被动去库存阶段，大概率在Q4步入主动补库阶段，如若国内需求复苏强劲，海外需求保持韧性，进入主动补库阶段的时点或提前至Q3。

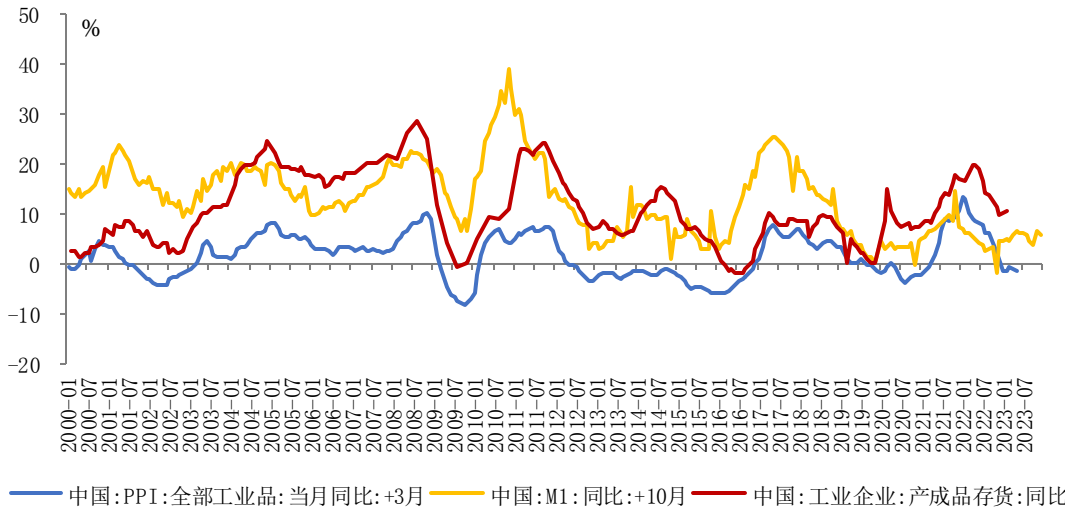
图2：1998年以来，中国所经历的七轮库存周期



资料来源：wind，西南证券整理



图 3：领先指标显示库存同比或在二季度企稳，三四季度有望开启弱补库周期



资料来源：wind，西南证券整理

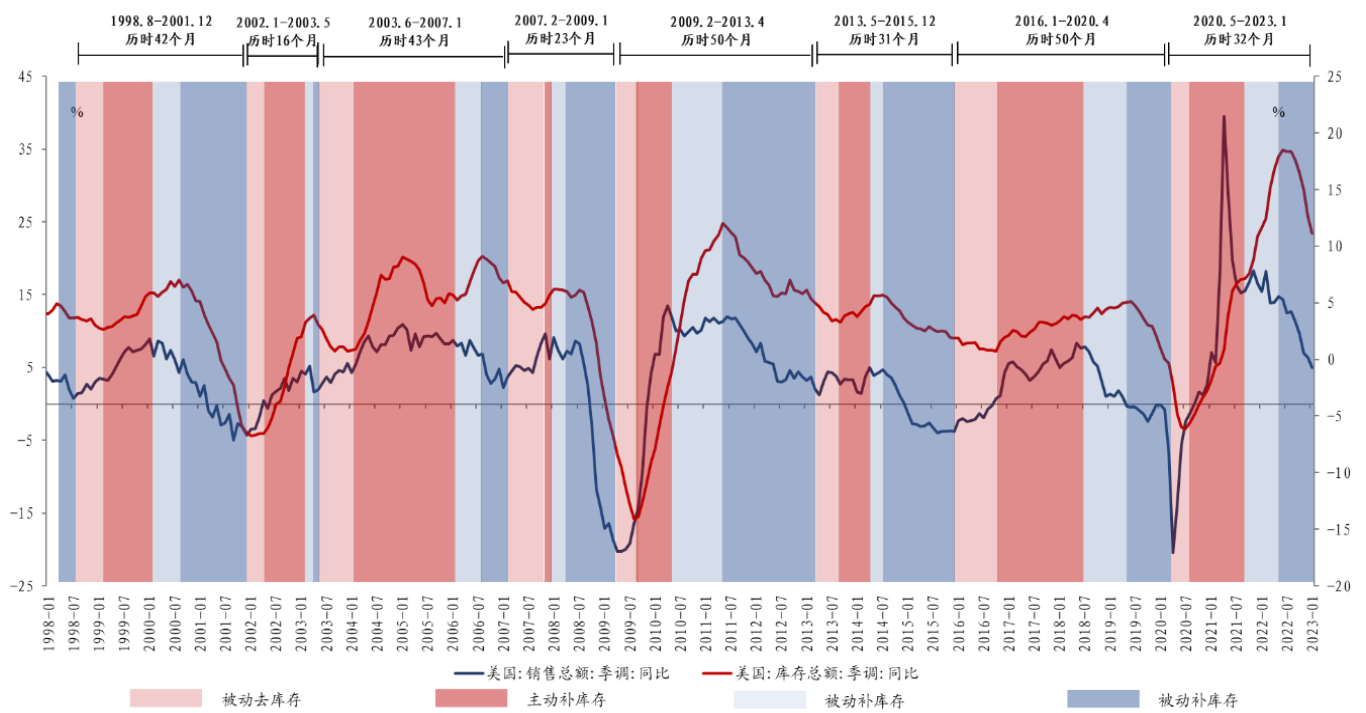
## 1.2 美国企业库存水位仍高，年内料将延续去库

美国目前正在“主动去库存”阶段，库存水平仍在高位。美国自 1998 年以来也经历了大致 8 轮库存周期，每轮周期历时 16-50 个月不等，平均时长约为 36 个月。从最新一轮库存周期来看，新冠疫情冲击下，美国需求和库存均经历了快速下跌。随后美国当局采取了宽松货币政策以及大规模财政补贴，居民消费得到大幅提振，库存也在 2020 年 Q4 开始回补。但由于美联储逐步开启 Taper 并在 2022 年掀起加息浪潮，市场需求开始进入到下行周期，ISM 制造业新订单指数自 2021 年 10 月以来转为下降。同时，受到全球供应链问题的影响，叠加地缘政治的冲击，美国进入到被动累积库存的阶段，从而也导致了美国经济的滞涨。总库存同比增速于 2022 年 6 月触及历史最高水平，Q3 开始出现拐点，与需求一同进入到下行区间内，剔除价格因素的实际库存同比增速也在 Q3 转为下降，意味着无论是名义库存还是实际库存都进入到主动去库存的阶段。然而，截至 2023 年 1 月，美国库存总额同比增速历史分位数（2015 年以来）录得 87.5%，仍处于非常高的水位，而销售同比增速的历史分位数已经降至 58.3%，库存销售比为 1.34，历史分位数为 50.6%。

预计上半年延续主动去库，经济最早或在 2024 年复苏。通常来看，美国所经历的库存周期中，“主动去库存”阶段所历经的时长最高达 23 个月，平均大约 10 个月左右，“被动去库存”阶段平均历时 6.4 个月，也就也意味着大约需要 16-17 个月左右才能完成去库存的周期，若按照历史上主动去库的历时来推算，下半年有概率会进入被动去库的阶段，但目前尚未看到美国经济复苏的信号，而且政策利率维持高位也会对后续美国经济产生一定负面影响。美联储于 3 月份将联邦基金利率区间继续上调 25 个基点至 4.75-5.0%，加息步伐尚未停歇，持续加息的累积效应也或在今年逐步释放。比如，高利率环境导致部分银行风险在近期暴露，同时也将使得企业资本开支减少，居民消费信贷支出下降。从目前的经济状况来看，美国制造业 PMI 在 2022 年 11 月从荣枯线以上跌至 50% 以下，并连续 5 个月维持在收缩区间。据美国经济咨商局，2023 年美国实际 GDP 同比预计逐季下行，2024 年 Q1 实际 GDP 同比降幅收窄，环比转正，经济或最早在 2024 年 Q1 进入到复苏阶段。这意味着如果联储不转向，经济或将继续走弱。此外，从领先指标来看，美国是消费大国，需求变化对于库存

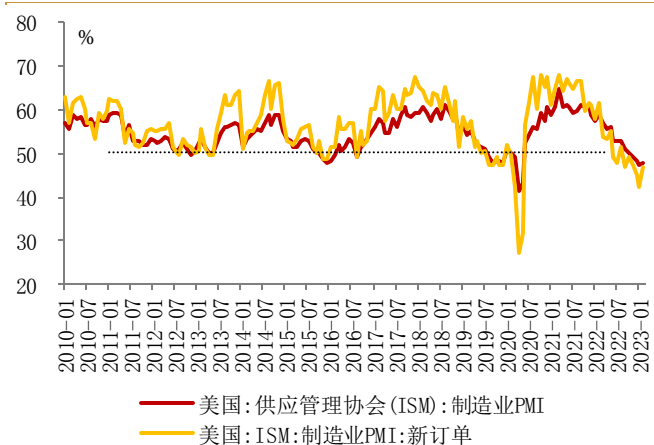
周期的影响较为显著，销售总额同比增速大致领先库存同比增速 6 个月左右。2021 年 5 月以来，销售总额同比增速持续走低，2022 年至今仍呈现出逐月下跌的态势，目前尚未见到向上改善的拐点，预示着美国去库周期至少还将延续半年以上。因此我们预计在货币政策收紧压制需求的背景下，2023 年上半年美国将延续主动去库存，直至 2024 年才会开启补库周期。

图 4：1998 年以来，美国所经历的八轮库存周期



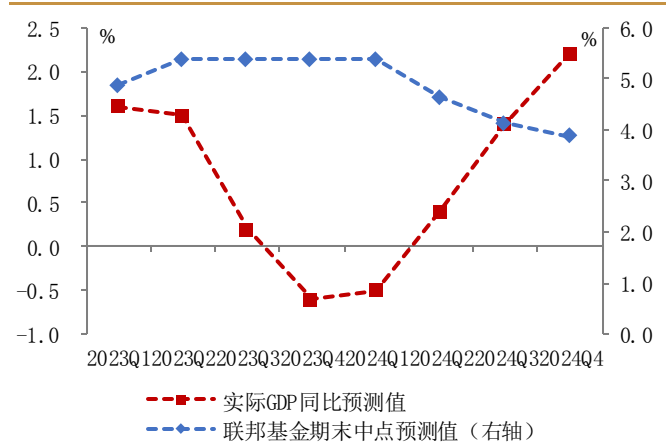
资料来源：wind，西南证券整理

图 5：美国制造业 PMI 指数仍在收缩区间



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：美国经济谘商会预测 2023 年美国经济增长逐季下降

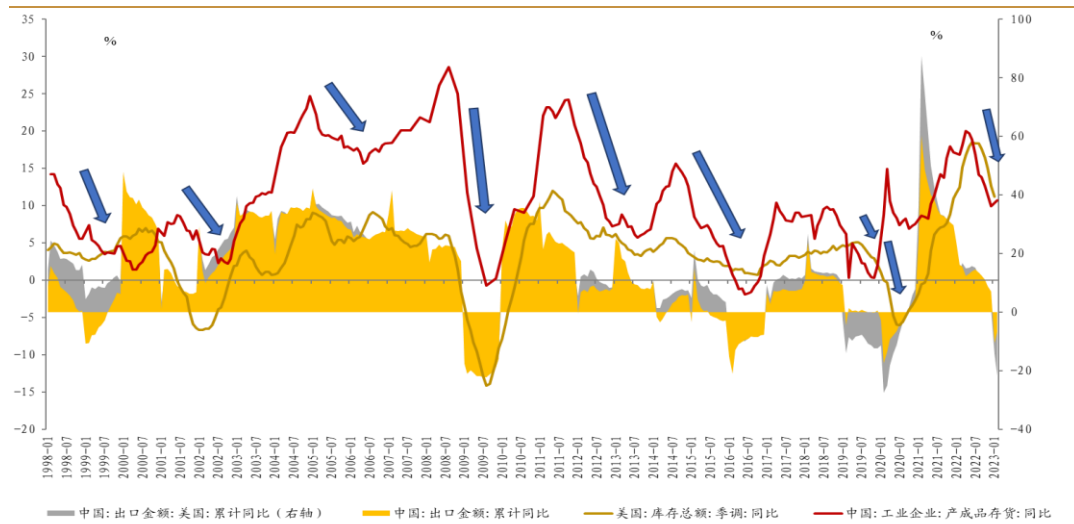


数据来源：美国经济谘商会，西南证券整理

## 2 回溯历史，中美共振去库通常带动经济下行或偏弱增长

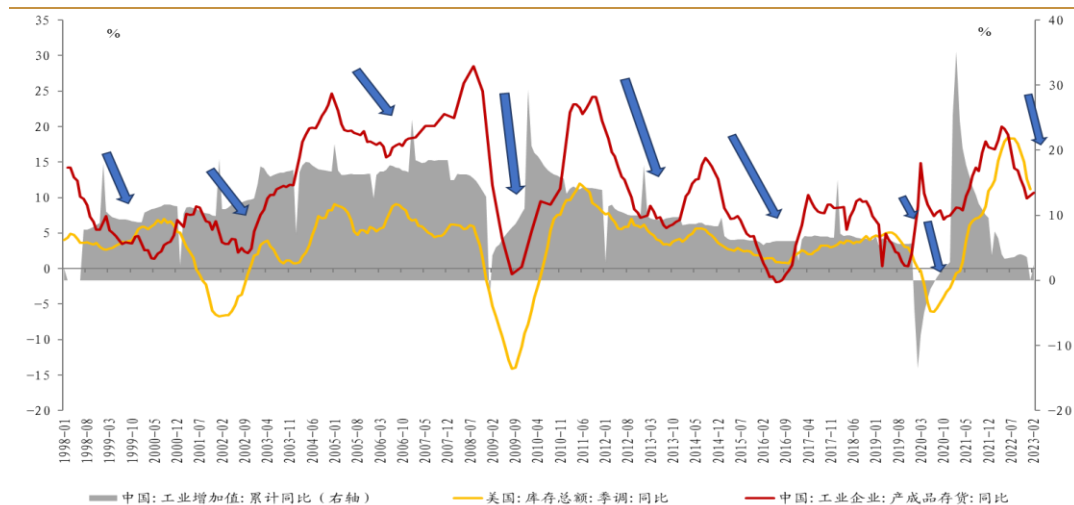
预计在国内经济复苏偏弱、海外流动性依然紧张背景下，2023 年上半年中美两国或延续共振去库的态势。从历史上看，中美共振去库存的时期包括 1998.4-1999.2、2001.8-2001.12、2005.2-2005.8、2008.11-2009.8、2011.11-2013.7、2014.9-2016.6、2019.7-2019.11、2020.4-2020.7 以及 2022.9 至今。其中，大部分共振去库时期经济走势偏弱，GDP、工业增加值、投资以及出口的同比增速呈现出下降走势。虽然有时候国内经济受投资支撑，对冲了部分海外需求下降的影响，但经济总体仍难实现大幅增长。而 2020.4-2020.7 期间较为例外，主要是因为当时美国需求在政策刺激下低位反弹，继续消耗其国内库存，同时中国疫情受控后恢复商品出口供应，库存增速小幅回落，因此出现了中美库存虽然均处于下行区间，但中国对美出口金额同比增速上行的局面，从而带动 GDP、工业增加值、制造业投资等降幅收窄。

图 7：大部分中美共振去库时期，中国出口增速走弱



资料来源：wind，西南证券整理

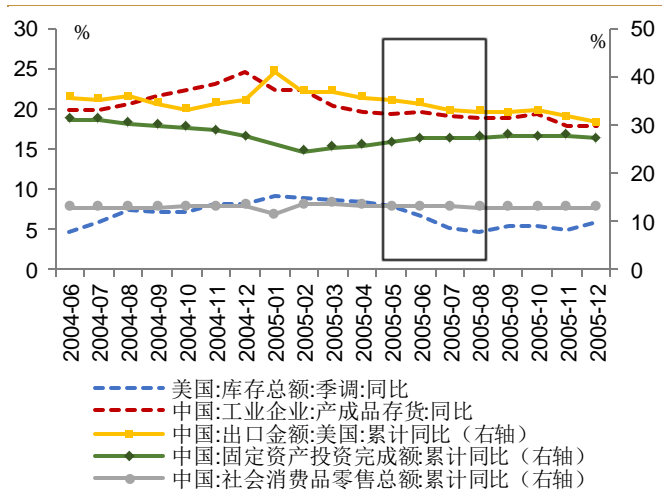
图 8：部分共振去库时期，国内工业增加值增速也有所放缓，但有时也受到内需的支撑



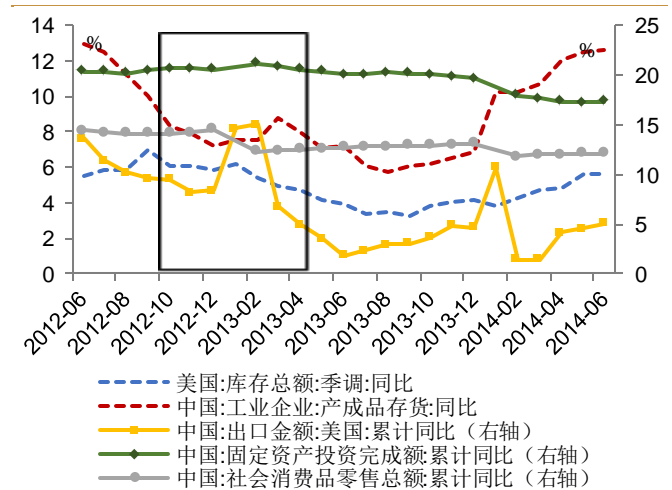
资料来源：wind，西南证券整理



共振去库时期若经济“中升美落”，出口可能仍将受到一定拖累。2023年上半年，两国经济大概率走出“中升美落”的特点，两国所处的去库存阶段将有所分化，国内逐步开启“被动去库”窗口，而美国仍将处于“主动去库”阶段。1998年以来，与今年中美库存周期分化类似的情况仅在2005年5-8月以及2012年10月-2013年4月两个时期出现过。从这两个时期的经济表现来看：**2005年5-8月**：由于国际原油价格走高、美联储持续加息，全球经济增速放缓，与此同时，中国刚进入到复苏初期。在这一时期，中国对美国的出口虽处于高速增长区间，但逐渐进入到下行通道之中，然而，在投资端的支撑作用下，国内整体经济保持了平稳增长；**2012年10月-2013年4月**：中国对美国出口在2013年1、2月出现了反弹，反弹的出现或主要是由于2012年底美国“财政悬崖”问题有所缓和，提振欧美市场情绪，再加上国内出台了有力的稳外贸政策。此后，尽管2013年下半年美国经济开始复苏，但企业仍在消化前期累积的库存，我国对美出口随后依然回落至相对较低的增长趋势中，GDP增速随后一个季度也有所下降。总的来说，在共振去库时期，若中美经济周期出现分化，但由于美国经济仍处于库存消化的时期，短期中国出口可能会有反弹，但总体来说依然难以摆脱出口走弱的困境。

**图9：2005年5-8月出口增速走低而投资增速上行**


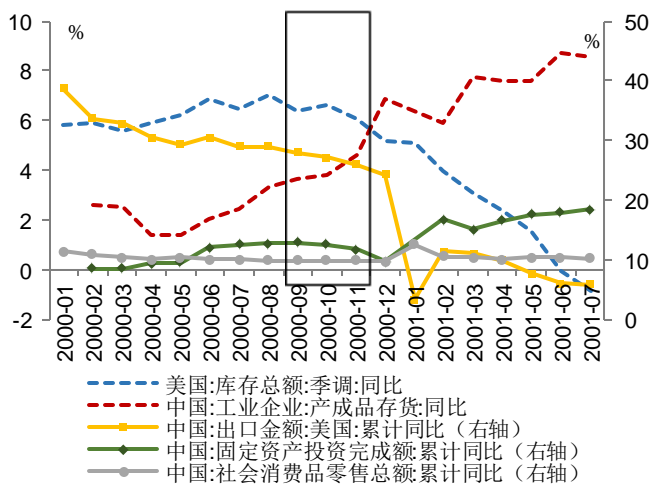
数据来源: wind, 西南证券整理

**图10：2012年10月-2013年4月出口小幅反弹**


数据来源: wind, 西南证券整理

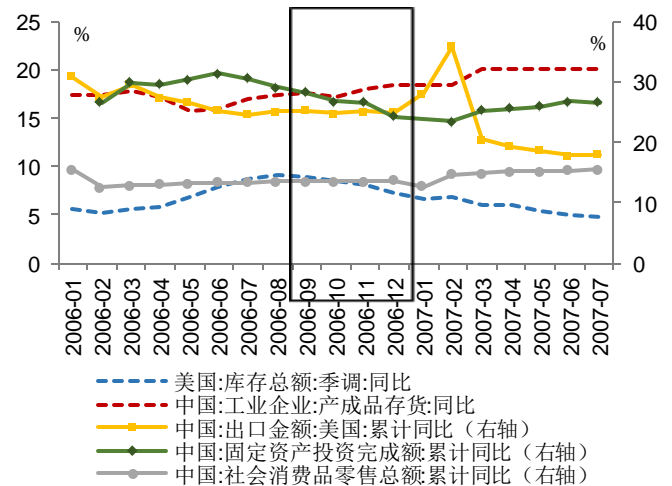
下半年，中美库存阶段可能再度分化，若国内开启弱补库周期，美国仍在主动去库，出口可能也将下滑，但经济增速不一定会走低。从历史上看，类似的时期出现在2000年9月-12月和2006年9月-12月。**2000年9月-12月**期间，中国对美国出口增速虽有下滑，但仍处于相对高位，投资增速处于相对高位，但略有下滑，GDP增速从Q3的8.8%降至Q4的7.5%。之后，随着美国经济下行压力加大，国内也转为进入到被动补库存的阶段，叠加高基数的影响，出口出现明显的下降；**2006年9月-12月**期间，中国对美国出口略有所下降，但总体上较为平稳，国内固定资产投资增速则呈下降走势，而国内消费略有上行，因此带动GDP增速自Q3的12.2%上升至Q4的12.5%。随后，美国经济短暂回暖，带动国内出口增速有所反弹。

图 11：2000 年 9-12 月出口和国内投资增速均下滑



数据来源：wind，西南证券整理

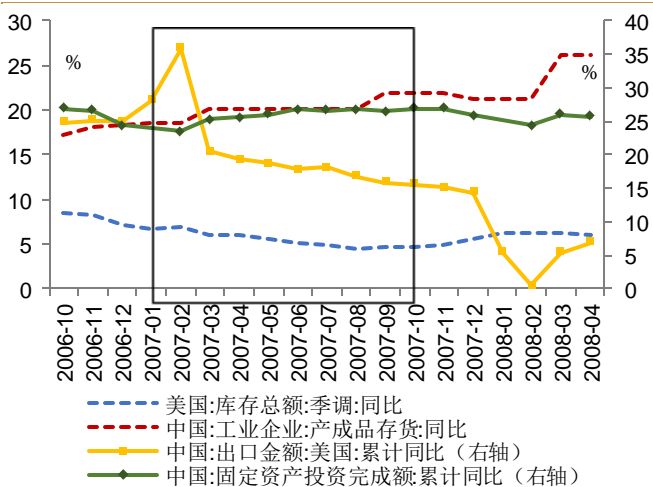
图 12：2006 年 9-12 月国内出口增速平稳，投资增速下行



数据来源：wind，西南证券整理

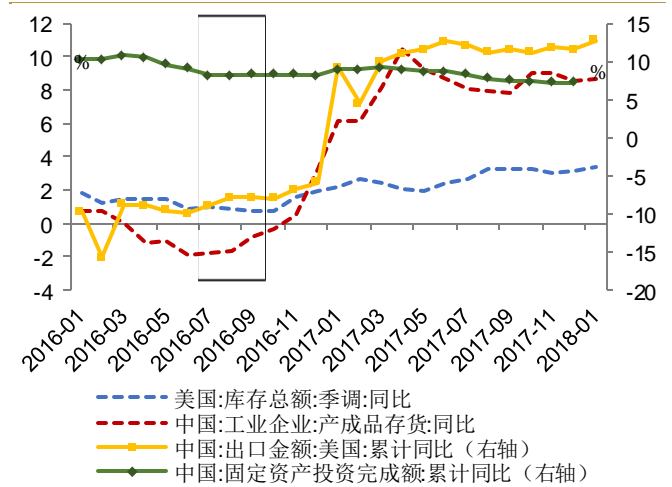
若美国在下半年进入被动去库时期，届时中美终端需求可能会共振向上，国内经济或呈上行态势。但我们不能排除美国经济“软着陆”的可能性，虽然联储将利率维持高位会对企业投资和居民消费产生负面影响，但随着下半年联储逐渐停止加息，同时通胀水平下降，或使得美国居民消费反弹，从而令美国进入被动补库的阶段，届时中美终端需求可能会共振向上，国内经济或呈上行态势。从历史上看，2003.6-2004.1、2007.2-2007.10 和 2016.7-2016.10 三个时期也呈现出国内主动补库存，而美国被动去库存的特征。2003.6-2004.1：中国对美出口增速下行，国内投资也走低，但经济增速较此前仍有所上升；2007.2-2007.10：中国对美出口增速下滑，但国内投资增速上升，对经济增长起到提振作用；2016.7-2016.10：2016 年，特朗普上台之后宣称减少贸易逆差，中美贸易摩擦加剧，中国对美国出口降幅一度跌至 -15.7%，但随着美国经济回温，制造业景气指数回到荣枯线上，中国对美出口降幅开始逐渐向上收敛。然而，国内同时开展了供给侧改革，因此固定资产投资增速进入下行通道，国内 GDP 当季同比从 2016 年 Q2 的 6.8% 略升至 Q4 的 6.9%。

图 13：2007 年 2-10 月出口增速下滑但国内投资上行



数据来源：wind，西南证券整理

图 14：2016 年 7-10 月出口降幅收窄，投资增速较此前回落



数据来源：wind，西南证券整理

图 15：市场预期美联储将在 5 月之后停止加息

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	43.3%	56.7%	0.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.7%	56.5%	0.8%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.1%	48.8%	31.6%	0.5%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.1%	36.3%	38.9%	13.6%	0.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	24.0%	37.6%	25.9%	6.7%	0.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	17.9%	33.1%	29.8%	13.1%	2.3%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	13.2%	28.1%	30.9%	18.6%	5.9%	0.8%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	10.6%	24.4%	30.2%	21.7%	9.0%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	10.9%	24.5%	30.0%	21.3%	8.9%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	6.2%	17.2%	27.0%	26.0%	15.6%	5.7%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.8%	5.1%	14.8%	24.9%	26.2%	17.9%	7.8%	2.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.2%	6.0%	15.8%	25.0%	25.4%	16.8%	7.3%	2.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME FedWatch Tool，西南证券整理

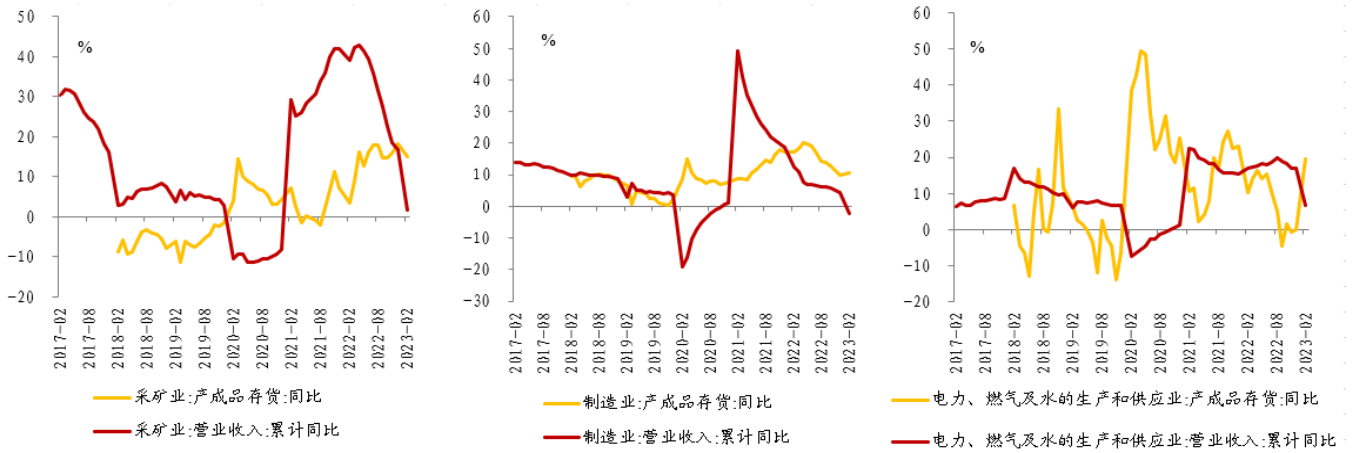
### 3 中国上游行业库存累积较多，美国中下游库存水位偏高

#### 3.1 国内上游和部分下游行业库存压力相对较大

国内采矿业仍在被动补库，制造业和公用事业主动去库存。国内工业分行业库存数据总体上分为采矿业、制造业和电力、燃气及水生产和供应业三大产业，制造业中又可以划分为上游的原材料制造业、中游的设备装备制造业以及下游的消费品制造业等。具体来看，截至 2023 年 2 月，采矿业、制造业和电力、燃气及水生产和供应业的产成品存货同比增速分别为 15.1%、10.6%和 19.4%，分别处于 2015 年以来的 89.1%、67.3%和 70.9%的历史分位水平，库销比分别为 0.14、0.35 和 0.01，处于历史分位水平的 1.8%、7.3%和 9.1%，从所处的库存周期来看，采矿业目前仍位于被动补库存的阶段，后续若下游维持弱复苏的态势，采矿业可能会进入到主动去库存的阶段，由补库转为去库，业绩压力或将有所增大；虽然制造业库存增速在 1-2 月有所抬升，但总体来看仍处于主动去库存阶段，目前库存水位仍相对较高，短期内去库的趋势或将有所延续。上中下游制造业均在主动去库存的过程中，下游消费品制造业的库存同比处在更高的历史分位水平，为 84.1%，上游原材料制造业次之，为 73.9%，而中游制造业仅为 58.0%；电力、燃气及水生产和供应业仍在主动去库，但 1-2 月库存同比增速大幅反弹至 19.4%，但营业收入同比降至 6.7%。

从细分行业来看，41 个行业中 8 个行业仍在被动补库存，23 个行业正处于主动去库存的阶段，5 个行业已经进入被动去库的阶段，5 个行业已经开始主动补库存。被动补库存的行业主要集中于上游采矿业以及下游部分消费品制造业，已经开始主动补库存的行业大多位于上游原材料制造业，已经进入被动去库的行业集中于中游装备设备制造业。从目前的库存水位来看，上游的库存压力相对更大，开采专业及辅助性活动、煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼及压延加工业等的库存同比历史分位数均处于 80% 以上的历史高位，下游部分行业的库存水位也相对较高，食品制造业、木材加工及木制品业、农副食品加工业的库存水位均超出 90%。相比之下，库存增速处于历史低位行业包括其他采矿业、医药制造业、金属制品业、纺织服装业、印刷业、其他制造业等，库存水位均在 20% 以下。

图 16：我国工业中采矿业、制造业和公用事业均处于主动去库周期



资料来源：wind，西南证券整理

表 1：采矿业各行业库存情况及所处库存周期

类别	行业	库存yoy 2023-2	库存yoy历史分位数 (2015年以来)	库存销售比 2023-2	库存销售比历史分位数 2023-2 (2017年以来)	库存yoy (图)	营业收入yoy (图)	所处库存周期
采矿业	煤炭开采和洗选业	22.40	95.45	0.12	1.52			被动补库存
	石油和天然气开采业	-0.90	46.59	0.05	0.00			主动去库存
	黑色金属矿采选业	11.90	69.32	0.34	16.67			被动补库存
	有色金属矿采选业	11.90	93.18	0.27	7.58			被动补库存
	非金属矿采选业	3.80	32.95	0.37	36.36			主动去库存
	开采专业及辅助性活动	82.10	100.00	0.06	27.27			主动补库存
	其他采矿业	-50.00	12.64	0.03	16.67			主动去库存

资料来源：wind，西南证券整理

表 2：公用事业及其他各行业库存情况及所处库存周期

类别	行业	库存yoy 2023-2	库存yoy历史分位数 (2015年以来)	库存销售比 2023-2	库存销售比历史分位数 2023-2 (2017年以来)	库存yoy (图)	营业收入yoy (图)	所处库存周期
公用事业	电力、热力的生产和供应业	71.30	98.86	0.00	7.58			被动补库存
	燃气生产和供应业	6.30	31.82	0.05	4.55			主动去库存
	水的生产和供应业	11.20	43.18	0.07	34.85			主动去库存
其他	废弃资源综合利用业 增长	83.40	100.00	0.37	39.39			被动补库存
	金属制品、机械和设备修理业	37.20	92.05	0.18	30.30			主动补库存

资料来源：wind，西南证券整理

**表 3：制造业各行业库存情况及所处库存周期**

类别	行业	库存yoy 2023-2	库存yoy历史分位数 (2015年以来)	库存销售比 2023-2	库存销售比历史分位数 2023-2 (2017年以来)	库存yoy (图)	营业收入yoy (图)	所处库存周期
上游原材料制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	7.00	43.18	0.19	7.58			主动去库存
	化学原料及化学制品制造业	13.10	76.14	0.34	10.61			主动去库存
	医药制造业	6.60	13.64	0.55	10.61			被动去库存
	化学纤维制造业	2.70	39.77	0.49	12.12			主动去库存
	橡胶和塑料制品业	4.20	35.23	0.43	15.15			主动去库存
	非金属矿物制品业	17.40	88.64	0.38	22.73			被动补库存
	黑色金属冶炼及压延加工业	9.20	72.73	0.27	7.58			主动补库存
	有色金属冶炼及压延加工业	19.90	89.77	0.23	4.55			被动补库存
	金属制品业	2.40	14.77	0.39	10.61			主动去库存
中游设备制造业	通用设备制造业	6.80	42.05	0.54	13.64			被动去库存
	专用设备制造业	9.50	45.45	0.71	31.82			被动去库存
	汽车制造业	11.00	63.64	0.31	7.58			主动去库存
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.20	39.77	0.43	28.79			被动去库存
	电气机械及器材制造业	11.50	56.82	0.40	6.06			主动去库存
	计算机、通信和其他电子设备制造业	12.50	52.27	0.32	10.61			主动去库存
	仪器仪表制造业	18.10	80.68	0.63	36.36			被动去库存
下游消费制造业	农副食品加工业	13.60	92.05	0.31	7.58			主动补库存
	食品制造业	17.20	100.00	0.27	7.58			被动补库存
	酒、饮料和精制茶制造业	5.40	34.09	0.35	7.58			主动去库存
	烟草制品业	6.50	61.36	0.06	1.52			主动去库存
	纺织业	5.80	60.23	0.54	27.27			主动去库存
	纺织服装、服饰业	1.30	15.91	0.49	13.64			主动去库存
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.10	25.00	0.28	13.64			主动去库存
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	18.60	93.18	0.36	21.21			被动补库存
	家具制造业	2.00	22.73	0.40	16.67			主动去库存
	造纸及纸制品业	11.00	68.18	0.35	15.15			主动去库存
	印刷业和记录媒介的复制业	1.40	18.18	0.30	9.09			主动去库存
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	9.20	61.36	0.55	16.67			主动去库存
	其他制造业	3.20	18.18	0.38	15.15			主动去库存

资料来源：wind，西南证券整理



### 3.2 美国库存主要积压在批发和零售环节

美国三部门均处于主动去库阶段，库存主要积压在批发和零售环节。美国的行业库存数据主要按照三个部门来划分，包括制造商、批发商和零售商。截至 2023 年 1 月，美国制造商、批发商和零售商三个部门均处于主动去库存的阶段，当前库存同比增速分别为 5.6%、15.8%和 11.8%，库存销售比分别为 1.5、1.3 和 1.2，如果剔除制造商库存中原材料等存货的影响，制造商产成品库存同比增速为 4.6%，库存销售比为 0.5。对比历史情况，制造商的产成品库存同比增速位于 75.0%的历史分位水平，批发商和零售商的库存增速的历史分位数则高达 85.4%和 89.6%。从库销比来看，零售商的库销比自 2020 年疫情爆发、全球供应链出现瓶颈后快速下跌，甚至跌至制造商和批发商以下，2022 年以来虽有回升，但当前仅处于历史分位 19.8%的水平。制造商和批发商的库销比指数则分别位于 56.3%和 65.6%的历史高位。

从细分行业来看，与国内情况类似的是，美国绝大部分行业目前仍处于主动去库存的阶段。其中，46 个子行业中有 7 个行业仍在被动补库存，主要集中在制造商部门中偏中游的行业，34 个行业主动去库存，4 个行业已经进入到被动去库存的阶段，集中于制造商部门偏下游的行业，1 个行业已经处于主动补库存阶段，也就是批发部门的药品行业。从目前的库存水位来看，与国内不同的是，美国中下游环节的库存压力相对较大。具体来看，在制造商部门中，服装、纺织以及家具等相关行业产成品库存水位较高，历史分位数均处于 90%以上，而电气设备、纸制品、非金属矿产品等库存处于相对低位；在批发商部门中，机械设备、酒类、汽车及汽车零部件、药品以及服装相关行业产成品库存累积较多，也位于历史分位 90%以上，电脑及外围设备和软件、农产品原材料、木材及其他建材仍在库存低水位；在最靠近消费端的零售部门的各行业库存同比增速均在 70%以上，其中机动车辆和零部件、食品饮料的历史分位数超过 90%。

图 17：美国制造商、批发商和零售商三大环节均处于主动去库存阶段



资料来源：wind，西南证券整理

**表 4：美国制造商各行业库存情况及所处库存周期**

类别	行业	库存yoy 2023-1	库存yoy历史分位数 (2015年以来)	库存销售比 2023-1	库存销售比历史分位数 (2017年以来)	库存yoy (图)	营业收入 yoy (图)	所处库存周期
制造商	木制品	0.48	19.79	0.48	19.79			主动去库存
	非金属矿产品	0.59	13.54	0.59	13.54			主动去库存
	初级金属	0.59	44.79	0.59	44.79			主动去库存
	金属制品	0.61	44.79	0.61	44.79			主动去库存
	机械	0.67	19.79	0.67	19.79			被动补库存
	计算机及电子产品	0.49	26.04	0.49	26.04			被动补库存
	电气设备、电器和部件	0.56	0.00	0.56	0.00			主动去库存
	运输设备	0.25	66.67	0.25	66.67			主动去库存
	家具及相关产品	0.59	90.63	0.59	90.63			被动去库存
	杂项耐用品	0.96	58.33	0.96	58.33			主动去库存
	食品	0.45	60.42	0.45	60.42			被动补库存
	饮料及烟草制品	0.79	37.50	0.79	37.50			主动去库存
	纺织厂	0.71	95.83	0.71	95.83			主动去库存
	纺织品厂	1.12	26.04	1.12	26.04			主动去库存
	服装	1.86	97.92	1.86	97.92			被动去库存
	皮革及相关产品	1.36	70.83	1.36	70.83			被动去库存
	纸制品	0.39	6.25	0.39	6.25			主动去库存
	印刷	0.27	57.29	0.27	57.29			被动补库存
石油和煤炭产品	0.32	22.92	0.32	22.92			主动去库存	
化工产品	0.77	56.25	0.77	56.25			主动去库存	
塑料及橡胶制品	0.64	81.25	0.64	81.25			主动去库存	

资料来源：FRED，西南证券整理

**表 5：美国批发商各行业库存情况及所处库存周期**

类别	行业	库存yoy 2023-1	库存yoy历史分位数 (2015年以来)	库存销售比 2023-1	库存销售比历史分位数 (2017年以来)	库存yoy (图)	营业收入 yoy (图)	所处库存周期
批发商	汽车及汽车零件和用品	25.13	94.79	1.70	70.83			主动去库存
	家具及家居摆设	14.15	81.25	2.00	92.71			主动去库存
	木材及其他建材	4.19	19.79	1.76	98.96			主动去库存
	专业及商业设备和用品	6.55	58.33	1.27	95.83			主动去库存
	电脑及电脑外围设备和软件	-5.87	13.54	0.83	70.83			主动去库存
	金属及矿产,石油除外	2.27	44.79	2.07	43.75			主动去库存
	电气和电子产品	21.86	86.46	1.29	96.88			主动去库存
	五金、水暖及加热设备和用品	21.91	82.29	2.66	97.92			主动去库存
	机械设备和用品	29.77	100.00	2.64	39.58			被动补库存
	耐用品杂项	10.07	77.08	1.63	82.29			主动去库存
	纸及纸制品	5.66	76.04	1.09	16.67			主动去库存
	药品及杂品	14.00	91.67	1.08	13.54			主动补库存
	服装及服装面料	36.16	90.63	2.95	93.75			主动去库存
	食品及相关产品	9.12	71.88	0.76	87.50			主动去库存
	农产品原材料	-7.64	18.75	1.06	2.08			主动去库存
	化学品及有关产品	9.96	82.29	1.18	26.04			主动去库存
	石油及石油产品	13.83	71.88	0.31	11.46			主动去库存
	啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	21.80	98.96	1.46	97.92			被动补库存
非耐用品杂项	11.00	80.21	1.85	96.88			主动去库存	

资料来源：wind，西南证券整理

**表 6：美国零售商各行业库存情况及所处库存周期**

类别	行业	库存yoy 2023-1	库存yoy历史分位数 (2015年以来)	库存销售比 2023-1	库存销售比历史分位数 (2017年以来)	库存yoy (图)	营业收入 yoy (图)	所处库存周期
零售商	机动车辆和零部件店	21.00	94.79	1.51	19.79			主动去库存
	家具、家用装饰、电子和家用电器店	4.56	79.17	1.57	45.83			主动去库存
	建筑材料、园林设备和物料店	8.94	75.00	1.96	97.92			主动去库存
	食品和饮料店	13.29	96.88	0.78	32.29			被动补库存
	服装及服装配饰店	12.86	88.54	2.11	13.54			主动去库存
	日用品商场	4.33	78.13	1.38	30.21			被动去库存

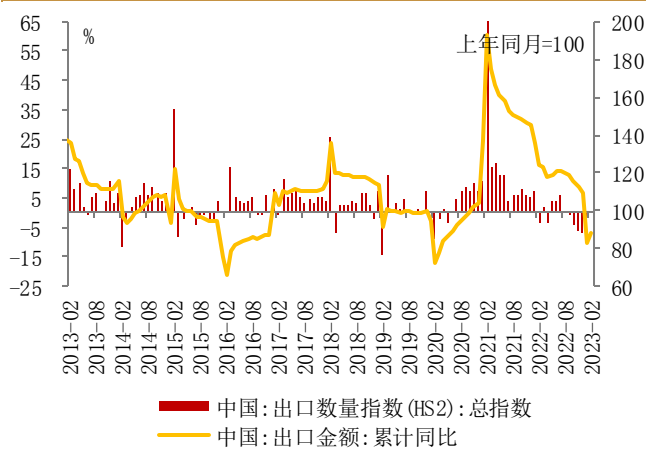
资料来源：wind，西南证券整理

## 4 从总量和结构两个维度，展望中美库存对出口的影响

### 4.1 美国流动性收紧叠加库存高位，年内出口或难言乐观

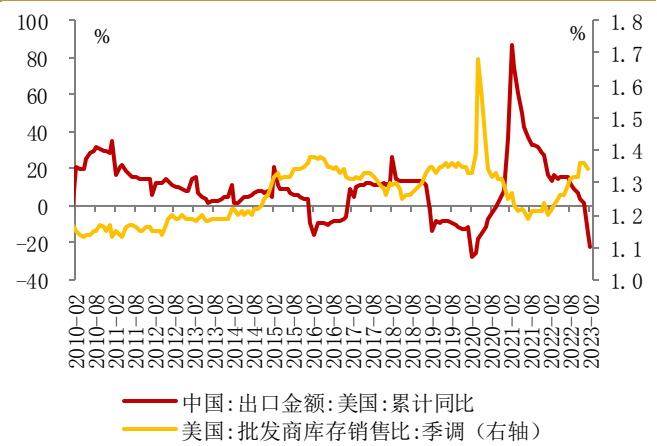
从总体上来看，2023年1-2月中国出口金额录得5063.0亿美元，同比下降6.8%，降幅较上月有所收窄，主要是由于外需略超预期，且国内复工节奏较快。其中，美国至今仍是我国最大的出口市场，1-2月中国对美国出口金额达715.7亿美元，同比下降21.8%，降幅较1月继续扩大，但依然占到中国出口总金额的14.1%，美国的经济形势变化仍将对我国出口产生重要影响。美国Markit制造业PMI自2022年12月触底，而后连续3个月回升，2023年3月初值录得49.3%，但仍在收缩区间。3月，美联储仍宣布加息25个基点，鲍威尔表示仍将致力于压低通胀率至2%，并预计年内不会降息。从同步指标来看，由于中国对美国出口主要是产成品，出口产品大多进入到美国的批发环节。相对库存增速而言，库销比体现出了需求的变化情况，我国对美国出口增速与美国库存销售比大致呈负相关关系。其中，我国对美国的出口增速与美国批发商库销比的相关度更高，而目前美国批发部门的库存水平仍处于历史相对高位。2023年1月美国批发商库销比为1.34，超过65.6%的历史水平，库存周转仍相对较慢。后续批发商可能还将经历较长时间的库存出清。3月，美联储仍宣布加息25个基点，鲍威尔表示仍将致力于压低通胀率至2%，预计年内不会降息。由于美国政策利率维持高位，经济形势料将有所恶化，且海外库存仍处于高位，2023年出口或难言乐观，预计年内出口增速还将继续走低。

图 18：剔除价格因素，2022 年 8 月以来出口数量同比持续下行



数据来源：wind，西南证券整理

图 19：中国对美国出口增速与美国批发商库销比呈负相关



数据来源：wind，西南证券整理

### 4.2 依据四条思路，对比中美细分行业所处库存水位

由于不同行业所处库存水位不同，在面临内外需变化的情况下的表现或将有所分化。我们尝试根据中美各行业分别所处的库存周期以及库存水位情况推断，哪些行业在外需下行的过程中受影响较大，可能面临较大的业绩波动，而哪些行业受影响相对较小，在外需走弱的冲击下具有较强的防御属性。

主要按照四条思路来进行梳理：

- (1) 如果出口依赖度较高的某一行业在美国处于库存高位，在国内也处于库存高位，美国经济走弱和国内弱复苏可能会导致该行业库存出清加快、业绩加速下滑；
- (2) 如果该行业在美国库存处于低位，在国内也处于库存低位，意味着该行业的增长对需求的恢复会更加敏感，补库动能较强，一旦有国内或者海外经济好转的信号出现，该行业可能会有超预期增长；
- (3) 如果该行业在美国库存处于高位，而国内该行业库存仍处于低位，出口或面临较大压力，但随着内需回暖，一定程度上存在出口转内销的可能，相对于库存“双高”的行业而言，业绩受外需冲击的负面影响或相对较小；
- (4) 如果该行业在美国处于库存低位，在国内处于库存高位，国内复苏偏弱的节奏下可能会对该行业业绩有所压制，然而若外需出现改善，国内库存转为出口，该行业或将体现出一定的业绩弹性。但当外需回暖时，首先消耗国内库存，企业扩产可能会滞后，因此业绩弹性相对库存“双低”的情形偏小。

首先，我们以各行业出口交货值与其营业收入的比值代表该行业的出口依赖度，对该比值进行从高到低排序，出口依赖程度居前的行业包括计算机通信和其他电子设备制造业、其他制造业（主要包括日用杂品等）、文教工美和体育娱乐用品制造业、皮革毛皮羽毛制品和制鞋业、纺织服装业、金属制品和机械修理业、家具制造业等，而上游的包括采矿业、公用事业以及烟草等行业的出口依存度极低。

**日用品、纺织、汽车、食品、化学品等行业受美国去库影响或更大，通用设备、专用设备、金属制品等行业可能会有业绩反弹机遇。**若以库存同比增速的历史分位数 50% 作为区分库存水位高低的临界线，在国内和美国均处于较高库存水位的行业包括文教、工美、体育和娱乐用品制造业、仪器仪表制造业、纺织业、汽车制造业、食品制造业、化学原料及化学制品制造业、农副食品加工业等，这些行业后续去库进程或将有所加快，受外需下行的冲击可能会较为明显；在国内和美国均处于较低库存水位的行业包括通用设备制造业、专用设备制造业、金属制品业、石油煤炭及其他燃料加工业等。这些行业在外需下行过程中具有一定防御属性，若外需有所改善，这些行业的业绩反弹弹性或较大；在国内处于库存相对高位，而在美国处于库存相对低位的行业则包括计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械及器材制造业、木材加工及木制品业、造纸及纸制品业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等。受外需下滑的影响较小，若外需有所回暖，这些行业业绩可能具有一定弹性，尤其是对外依赖度更大的行业；在国内库存水位较低，而美国库存水位相对较高的行业则包括其他制造业（日用杂品）、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业、纺织服装业、家具制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、橡胶和塑料制品业、医药制造业、印刷业、化学纤维制造业、酒饮料和精制茶制造业等，这些行业受美国去库存影响或较大，存在着出口转内销的可能，但仍需关注内需改善的情况。

**表 7：中国和美国相对应细分行业库存增速历史分位数对比**

中国行业类别	2022年出口交货值占营业收入比重 %	中国：库存yoy历史分位数 % (2015年以来)	美国行业类别	美国：库存yoy历史分位数 % (2015年以来)
计算机、通信和其他电子设备制造业	43.22	52.27	电脑及电脑外围设备和软件	13.54
其他制造业	30.07	18.18	耐用品杂项	77.08
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	26.57	61.36	耐用品杂项	77.08
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	23.51	25.00	皮革及相关产品	70.83
纺织服装、服饰业	22.19	15.91	服装及服装面料	90.63
家具制造业	20.80	22.73	家具及家居摆设	81.25
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	18.64	39.77	运输设备	66.67
电气机械及器材制造业	16.05	56.82	电气设备、电器和部件	0.00
橡胶和塑料制品业	14.61	35.23	塑料及橡胶制品	81.25
通用设备制造业	14.29	42.05	机械	19.79
专用设备制造业	13.85	45.45	机械	19.79
仪器仪表制造业	13.79	80.68	电子医疗、测量和控制仪器	83.50
纺织业	10.61	60.23	纺织厂	95.83
金属制品业	9.76	14.77	金属制品	44.79
医药制造业	8.89	13.64	药品及杂品	91.67
印刷业和记录媒介的复制业	7.70	18.18	印刷	57.29
汽车制造业	6.88	63.64	汽车及汽车零件和用品	94.79
食品制造业	6.50	100.00	食品及相关产品	71.88
化学原料及化学制品制造业	6.27	76.14	化工产品	56.25
化学纤维制造业	6.07	39.77	化工产品	56.25
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	5.12	93.18	木制品	19.79
造纸及纸制品业	4.64	68.18	纸制品	6.25
农副食品加工业	4.24	92.05	食品	60.42
石油、煤炭及其他燃料加工业	3.58	43.18	石油和煤炭产品	22.92
非金属矿物制品业	2.83	88.64	非金属矿产品	13.54
有色金属冶炼及压延加工业	2.55	89.77	初级金属	44.79
黑色金属冶炼及压延加工业	2.25	72.73	初级金属	44.79
酒、饮料和精制茶制造业	1.37	34.09	啤酒, 葡萄酒及蒸馏酒	98.96

资料来源：wind、FRED，西南证券整理。注：红底色为历史分位数大于 50%



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn