

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

外需何时企稳？从美国库存周期看中国出口

自 2022 年年中步入去库存阶段以来，美国本轮去库存持续时间已达一年以上，部分环节库存增速已降至历史较低分位，下半年美国库存周期能否迎来触底回升？美国库存周期将如何影响中国的出口景气？

热点思考：外需何时企稳？从美国库存周期看中国出口

总量层面，美国库存影响中国出口的机制是补库需求外溢至进口需求，进而拉动中国出口。在领先-滞后关系上，美国销售总额增速与美国进口增速较为同步，共同反映美国国内需求状况。库存增速略滞后于美国国内需求（如销售、新订单）。并且，美国库存周期与中国出口景气度显著正相关，故从美国库存周期观察中国出口景气是可行的。

结构层面，美国制造业库存、批发业库存与中国出口的相关性更高。美国库存周期对中国出口的拉动作用受到中国产品份额的影响。中国对美国的出口份额较高的产品集中在耐用品中的电气设备、家具和非耐用中的玩具、日用品等。中国份额较高的产品对美国库存的相关性更高，份额较低的产品与美国库存周期之间的相关性更弱。

美国整体仍处于主动去库存阶段。美国（名义）库存增速自 2022 年 6 月触顶回落，销售总额同比增速自 2021 年 4 月回落。截至今年 4 月，销售增速降至 -0.9%，库存增速降至 6%，一阶导均为负，属于“主动去库”。从时长上看，美国去库阶段已持续 13 个月（历史均值为 17 个月）。并且，有一定理由相信，部分环节本次去库周期较历史或更长。

从影响库存周期的需求和价格因素看，美国总体库存周期尚未触底，补库周期的开启仍需“耐心”。库存受需求和价格的“牵引”。需求端，美国总需求回落的趋势尚未改变，制造商、零售、批发销售增速均下降，触底迹象尚不明朗。价格端，美国 PPI 增速降至低位，价格因素对美国库存周期的拖累可能将放缓，但美国 PPI 回升的动力较弱。

虽然总体库存周期触底回升的概率较低，但细分项中，耐用品需求已出现好转，库存处于低位，或率先开始补库。2 季度以来，美国耐用品新订单增速、交货增速均回升，主要为交通运输、家电、计算机等。从领先指标看，耐用品库存占交货比已由去年初的 1.9 下降至 1.85，在新订单好转的情况下，耐用品可能存在着更高的补库需求。

美国地产链条，交通运输链条的好转使耐用品的补库需求具有一定韧性。受到供需错配的影响，美国地产链条的修复短期内仍能够延续，受地产销售改善的拉动，家用电器、灯具订单增速回升，5 月增速分别回升至 8.1% 和 13.2%；交通运输链需求增速最高，5 月新订单增速达到 17%，主要受船舶及飞机新订单改善拉动。

美国后地产链条修复及补库可能带动中国出口产品获益。从中国份额来看，美国耐用品中对美国依赖度较高的为电气设备（包括家用电器，占比为 22%-30% 左右），家具（占比为 25%-35% 左右）等。但美国对中国的飞机、船舶等产品的依赖度较低。因此，美国地产链条的补库需求好转更可能拉动中国出口中的家电等。

海外事件&数据：美联储鹰派官员布拉德辞职，美国 6 月整体通胀迅速放缓，加息预期回落

美国 5 月耐美联储鹰派官员布拉德辞职，加息预期回落。7 月 12 日当周，美联储总资产及逆回购规模下降，TGA 存款上升 1160 亿美元。货币市场基金规模下降 200 亿美元，美联储 BTFP 工具使用量持平前值。7 月 5 日当周，美国商业银行存款上升，大银行存款上升 79 亿美元，小型银行存款上升 25 亿美元。

美国 6 月整体通胀迅速放缓，数据低于预期。美国 6 月季调后 CPI 同比 3.1%，预期 3.1%，前值 4.1%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%。季调后核心 CPI 同比 4.9%，预期 5.0%，前值 5.3%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%。分项而言，商品分项 CPI 同比 -0.9%，前值 0.8%，主要源于能源商品、二手车和机票价格的大幅下降。

美国 7 月消费者信心上升。美国 7 月密歇根消费者信心初值 72.6，前值 64.4，创 2021 年 9 月份以来新高，月度涨幅为 2006 年以来最大。7 月 8 日当周，美国红皮书零售增速 -0.4%，前值 0.7%，其中百货店增速 -2.3%，前值 -0.2%，折扣店增速 0.2%，前值 1.0%。欧洲航班出行回落，纽约拥堵指数回落。

风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

内容目录

一、热点思考：外需何时企稳？从美国库存周期看中国出口.....	4
（一）美国库存周期影响中国出口的机制？美国补库需求带动中国出口.....	4
（二）美国库存周期的整体位置？整体仍处于主动去库存阶段，补库还需时间.....	5
（三）美国不同行业谁可能先补库？后地产链条修复可能带动中国出口收益.....	8
二、海外基本面&重要事件.....	11
（一）货币与财政：美联储鹰派官员布拉德辞职，加息预期回落.....	11
（二）生产与就业：欧洲工业生产回落，制造业未触底.....	12
（三）消费与出行：美国 7 月消费者信心上升.....	12
（四）通胀与能源：美国 6 月 CPI 数据低于预期，整体通胀迅速放缓.....	13
（五）库存与供应：美国原油库存回升.....	14
风险提示.....	14

图表目录

图表 1：美国库存滞后于美国销售与进口.....	4
图表 2：美国库存周期与中国出口增速.....	4
图表 3：2022 年，中国产品占美国进口份额为 17%.....	4
图表 4：美国进口占全球的份额最高.....	4
图表 5：美国批发商库存的重要性更高.....	5
图表 6：零售商库存增速与中国出口同步性略弱.....	5
图表 7：美国制造商库存与中国出口同步性较高.....	5
图表 8：2022 年，中国出口到美国产品的比重.....	5
图表 9：中国低份额产品与美国库存周期之间的相关性弱.....	5
图表 10：美国自主主要贸易伙伴进口份额变化.....	5
图表 11：PMI 指标显示美国处于主动去库存阶段.....	6
图表 12：美国销售增速及库存增速均回落.....	6
图表 13：美国库存周期划分，去库阶段时长平均为一年半.....	6
图表 14：美国库存周期不同环节绝对额分化较大.....	6
图表 15：美国制造业库存增速较低.....	6
图表 16：美国制造、批发、零售销售额仍处于回落中.....	7
图表 17：美国内外总需求倾向于回落.....	7
图表 18：本轮美国库存周期，价格因素回落幅度更大.....	7
图表 19：美国 PPI 增速领先库存周期.....	7
图表 20：CRB 同比领先 PPI 触底，前者出现触底反弹.....	8
图表 21：美国商品通胀降至低位.....	8
图表 22：制造业耐用品交货、新订单增速好转.....	8
图表 23：库存占交货比领先耐用品库存增速.....	8
图表 24：美国制造业各行业库存、订单、库存占交货比.....	9
图表 25：美国家用电器、灯具订单增速回升.....	9

图表 26: 计算机链条订单增速较好.....	9
图表 27: 交通运输链条订单增速回升.....	9
图表 28: 美国耐用品订单增速好于整体制造业订单.....	9
图表 29: 疫情后, 美国对中国依赖度最高的产品, 依赖度等于美国进口中国产品金额/对应产品美国进口总额.....	10
图表 30: 美国流动性量价跟踪.....	11
图表 31: 本周加息预期回落.....	11
图表 32: FED WATCH 预计 7 月份加息 25BP.....	11
图表 33: 欧洲 5 月工业生产指数增速下降.....	12
图表 34: 欧元区制造业生产指数回落.....	12
图表 35: 美国 7 月 8 日当周初请失业 24 万人.....	12
图表 36: 美国 7 月活跃位数量下降.....	12
图表 37: 美国红皮书零售增速-0.4%, 前值 0.7%.....	13
图表 38: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	13
图表 39: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	13
图表 40: 欧洲航班飞行次数回升.....	13
图表 41: 美国 7 月消费者预期改善.....	13
图表 42: 美国 TSA 安检人数回落.....	13
图表 43: 能源商品和核心非耐用品进一步回落.....	14
图表 44: 食品饮料价格同比仍处高位, 但有所放缓.....	14
图表 45: 上周美国原油库存增加 549 万桶.....	14
图表 46: 上周美国战略原油储备减少 40 万桶.....	14

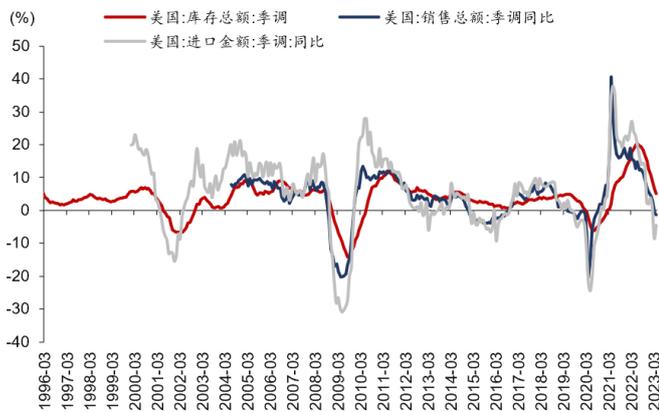
自 2022 年年中步入去库存阶段以来，美国本轮去库存持续时间已达一年以上，部分环节库存增速已降至历史较低分位，下半年美国库存周期能否迎来触底回升？美国库存将如何影响中国的出口增速？

一、热点思考：外需何时企稳？从美国库存周期看中国出口

（一）美国库存周期影响中国出口的机制？美国补库需求带动中国出口

总量层面，美国往往在需求好转的刺激下，补库存，拉动进口，带动中国出口。库存周期是经济周期的对应，从侧面反映了需求情况。美国需求回升带动销售增速回升，拉动库存周期回补，进而拉动其他国家出口增长。在领先滞后关系上，美国销售总额增速与美国进口增速同步，共同反映美国国内需求情况，库存增速滞后于美国销售与进口增速。美国库存周期与中国出口增速高度正相关，库存的形成略滞后于中国出口增速。2022 年，中国产品占美国进口份额为 17%，仍然为美国第一大进口来源国。

图表1：美国库存滞后于美国销售与进口



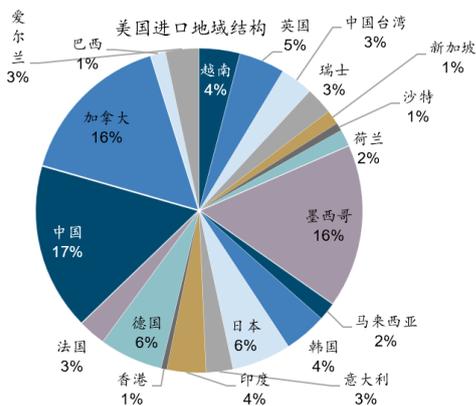
图表2：美国库存周期与中国出口增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

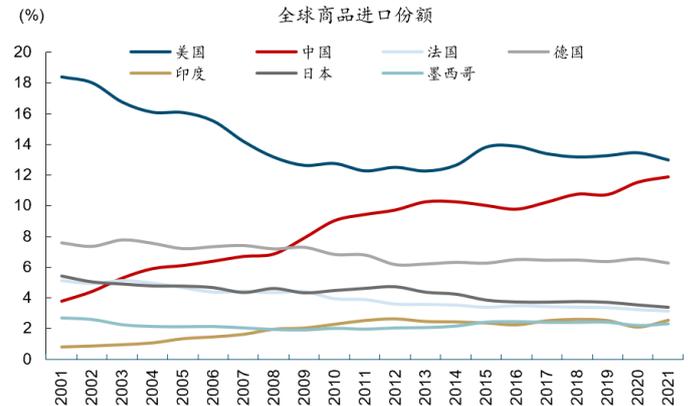
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：2022 年，中国产品占美国进口份额为 17%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：美国进口占全球的份额最高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

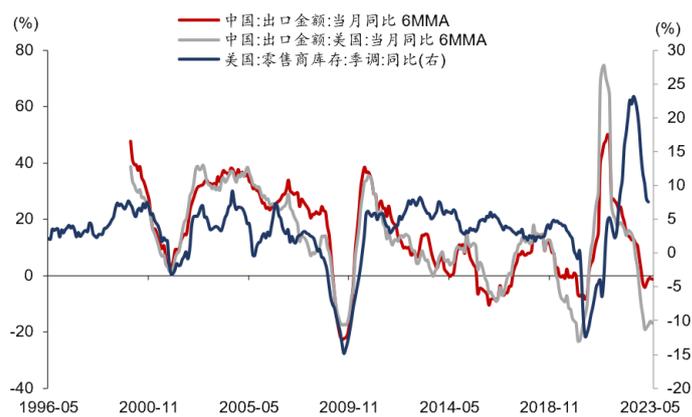
结构层面，美国库存周期中的制造业库存、批发业库存与中国出口相关性更高。美国库存的三大环节包括制造商库存、批发商库存、零售商库存。其中零售商库存周期与中国出口关联性较弱，在历史上频繁发生背离。原因是零售商库存规模长期回落，自身波动规律不明显，且零售商库存中汽车占比高，受其影响较大。其次，中国对美国出口产品中，电机、机械等生产环节规模更高，因此，美国的制造业及批发业库存周期与中国出口相关性更高。

图表5: 美国批发商库存的重要性更高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 零售商库存增速与中国出口同步性略弱



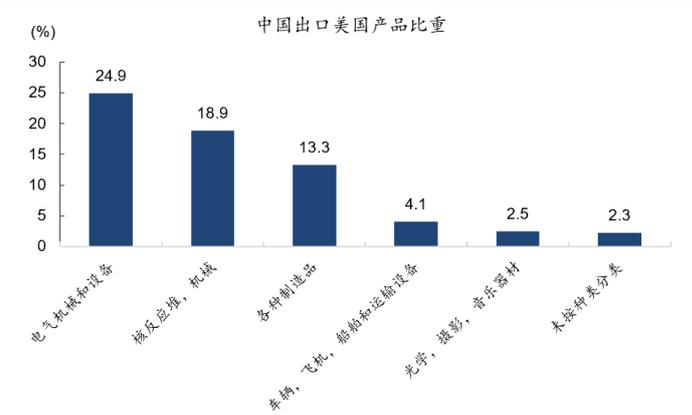
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 美国制造商库与中国出口同步性较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

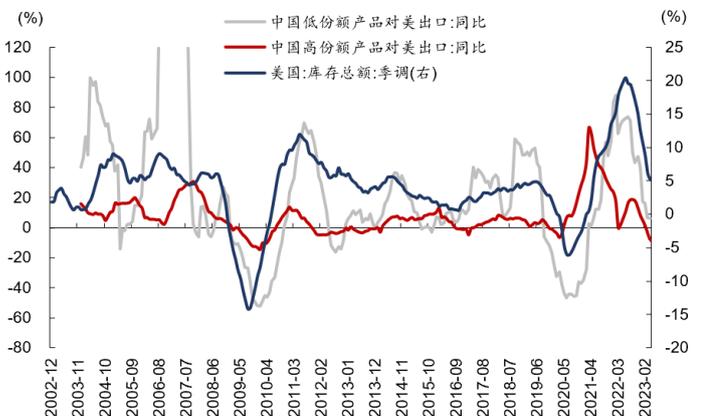
图表8: 2022年, 中国出口到美国产品的比重



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

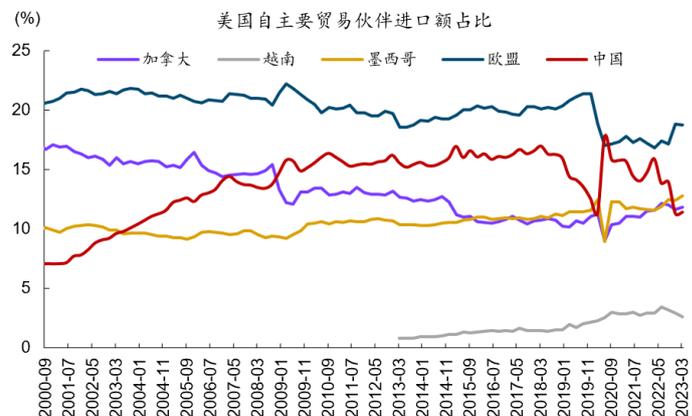
美国库存周期对中国出口的拉动作用受到中国份额的影响。2018年后, 中国出口产品占美国进口份额下降, 截至2023年3月, 中国占美国进口产品比重由2018年的17%降至11%, 墨西哥、欧盟、越南地区份额则上升。中国份额下降的产品集中在动植物产品、皮革制品、棉花、针织物等。高份额产品集中在玩具、日用品等非耐用类产品, 耐用品中依赖度较高的为电气设备, 家具等。从相关性上看, 中国份额较高的产品对美国库存周期的相关性更高, 份额较低的产品与美国库存周期之间的相关性更弱。

图表9: 中国低份额产品与美国库存周期之间的相关性弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 美国自主主要贸易伙伴进口份额变化



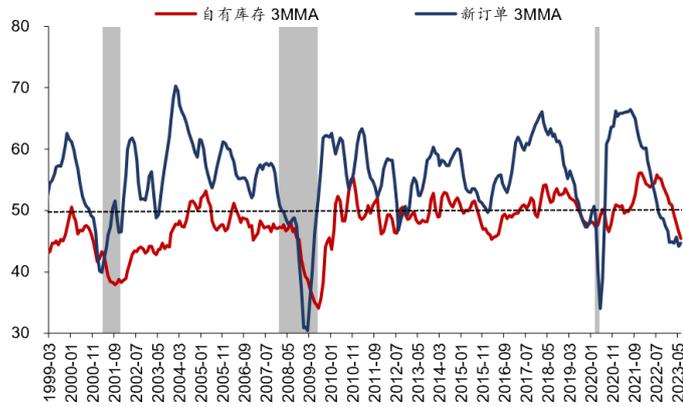
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 美国库存周期的整体位置? 整体仍处于主动去库存阶段, 补库还需时间

美国库存周期整体仍处于主动去库存阶段。本轮周期, 美国库存总体增速自2022年6月触顶回落, 销售总额同比增速自2021年4月回落。截至今年4月, 销售增速降至-0.9%,

库存增速降至 6%，仍然缺乏充分的整体回升动力。另一方面，美国制造业 PMI 新订单及自有库存也均处于回落周期中，截至今年 5 月，新订单降至 45.6，自有库存降至 44。当前，美国总库存增速已降至 5% 的较低水平，从去库时长上看，美国本轮去库阶段已持续一年以上，但仍然低于历史平均的 17 个月左右的去库时长。

图表11: PMI 指标显示美国处于主动去库存阶段



图表12: 美国销售增速及库存增速均回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

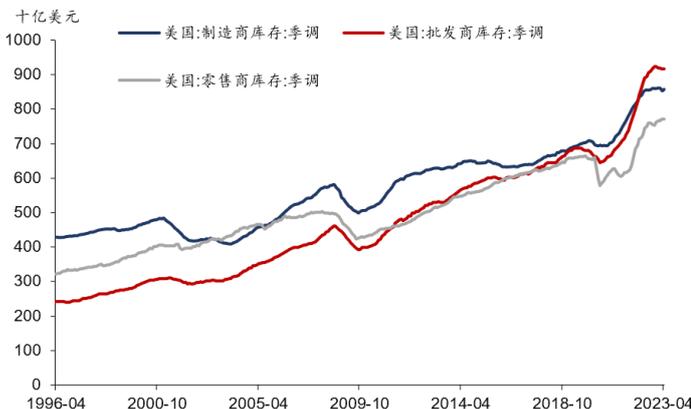
图表13: 美国库存周期划分, 去库阶段时长平均为一年半

周期数	库存周期		库存周期上行(月)		库存周期下行(月)		总时长(月)
			主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	
1	1994-03	1997-01	9	4	10	11	34
2	1997-02	1999-02	1	12	4	7	24
3	1999-03	2002-01	11	7	12	4	34
4	2002-02	2003-09	15	0	0	5	20
5	2003-10	2005-08	16	0	7	0	23
6	2005-09	2009-08	0	13	30	5	48
7	2009-09	2013-09	8	13	23	5	49
8	2013-10	2016-10	7	3	13	14	37
9	2016-11	2020-07	19	13	10	3	45
10	2020-08	至今	9	14	7	-	-
平均			9.5	7.9	11.6	6.0	34.9
			17.4		17.6		

来源: 美联储官网、国金证券研究所

结构上，美国库存分化较大，制造业库存水位已较低。从库存绝对额上看，疫情后美国批发商库存金额抬升最高，库存占比提升最快，至 2022 年末，批发商库存占比已超过 37%，已成为美国库存占比最大的环节，制造商库存占比下降至 32%，零售商库存占比最低。从库存增速上看，制造商库存增速最低，批发商其次，零售商库存增速偏高，5 月制造商库存增速仅为 0.5%，分位数仅为 28%，库存压力较低。

图表14: 美国库存周期不同环节绝对额分化较大



图表15: 美国制造业库存增速较低



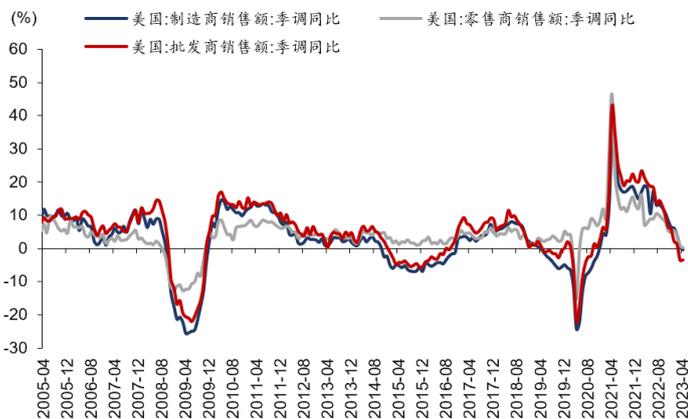
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

从影响库存周期的需求和价格因素看，美国整体库存周期尚未触底，补库仍需时间。库

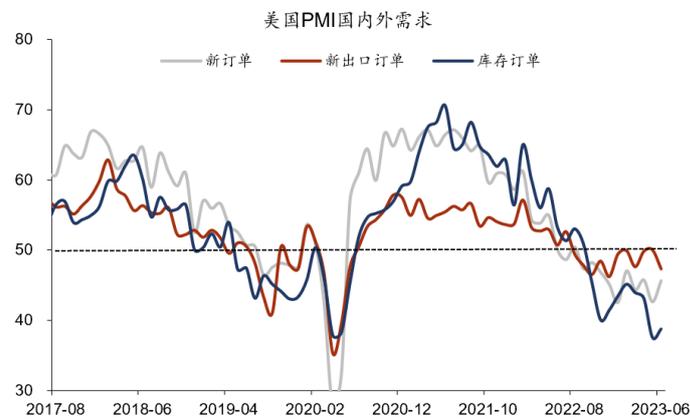
存周期受需求、价格的影响。需求端，美国总需求回落的趋势尚未改变，美国制造商、零售、批发销售增速均下降，截至4月，制造商销售额增速降至-0.5%，零售商降至0.2%，批发商降至-3.4%，触底迹象尚不明朗。美国制造业PMI中，反映内需的新订单、反映外需的新出口订单以及库存订单6月份均位于荣枯线一下，反映需求端对补库的支撑较弱。

图表16: 美国制造、批发、零售销售额仍处于回落中



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

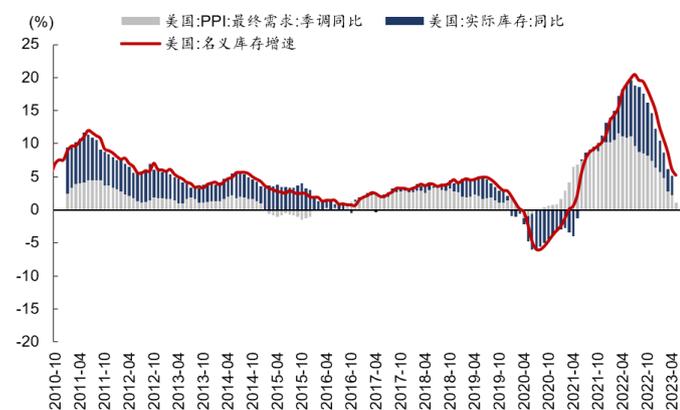
图表17: 美国内外总需求倾向于回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

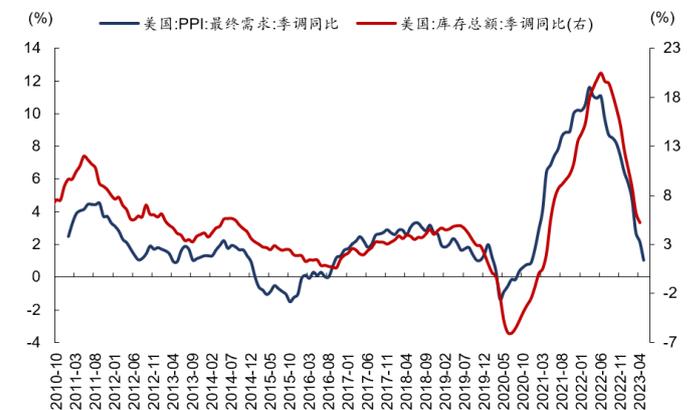
价格因素对美国库存周期的拖累减轻，但美国 PPI 回升的动力较弱。库存周期同样受价格的驱动，美国 PPI 增速领先库存周期。过去一年，美国库存周期明显回落，这当中，PPI 代表的价格因素下降了近 10 个百分点，实际库存仅回落了约 5 个百分点，反映价格对库存周期的拖累较明显。但时至年中，CRB 指数同比出现触底迹象，美国 CPI 商品通胀同样降至低位，耐用商品价格出现反弹。这意味着后续价格端对美国库存周期的拖累可能减轻，但在需求下降的情况下，美国 PPI 回升的动力较弱。

图表18: 本轮美国库存周期，价格因素回落幅度更大



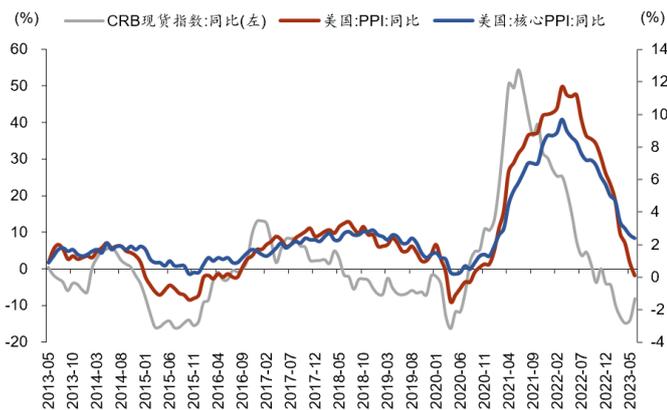
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 美国 PPI 增速领先库存周期

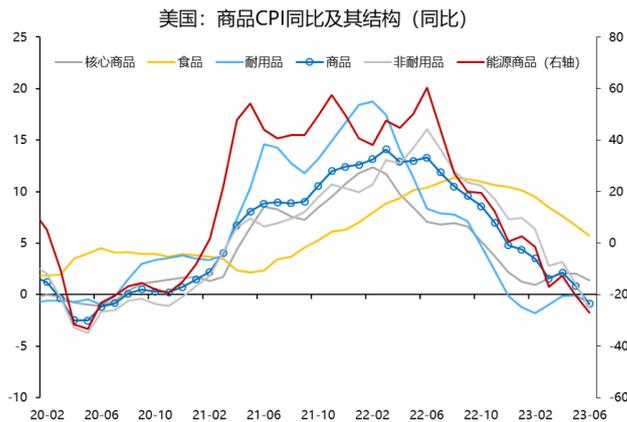


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: CRB 同比领先 PPI 触底, 前者出现触底反弹



图表21: 美国商品通胀降至低位



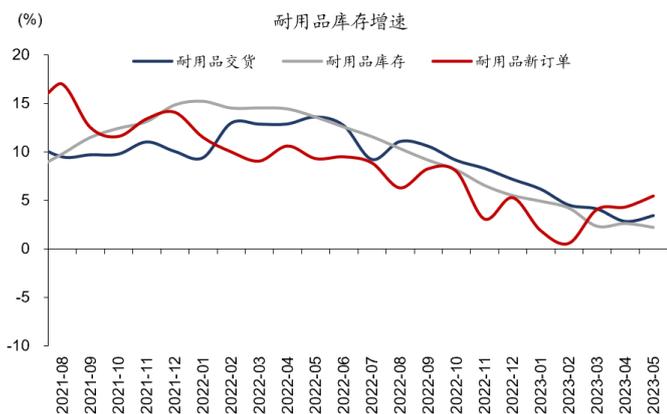
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 美国不同行业谁可能先补库? 后地产链条修复可能带动中国出口收益

美国总体库存周期触底回升的概率较低, 但细分领域内, 制造业耐用品需求已出现好转, 库存已处于低位, 可能率先迎来补库。疫情后, 美国经济结构明显分化, 耐用品消费在财政补贴下周期步伐领先其他消费品。美国制造业耐用品新订单增速由 2 月的 0.6% 回升至 5.5%、交货增速 5 月回升至 3.5%。从领先指标看, 库存占交货比领先耐用品库存增速, 库存占交货比下降代表库存水平相对于其出货量而言较低, 耐用品库存占交货比已由去年年初的 1.9 下降至 1.85, 在新订单好转的情况下, 耐用品可能存在着更高的补库需求。

图表22: 制造业耐用品交货、新订单增速好转



图表23: 库存占交货比领先耐用品库存增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美国制造业耐用品不同行业中, 交通运输、家电、计算机等需求好转更快。从美国制造业各行业库存来看, 除机械、皮革等行业库存增速较高外, 大部分行业库存增速及分位均已回落。需求侧新订单明显好转的行业集中在交通运输设备(连续四个月增速回升)、计算机(连续两个月增速回升, 电子计算机订单增速上升至 10.8%)、电气设备等, 带动耐用品新订单增速连续上升。

图表24: 美国制造业各行业库存、订单、库存占交货比

美国制造业库存			库存增速			库存占交货比			新订单			新订单金额		
指标名称	单位	分位数(10Y)	2023-05	2023-04	2023-03	分位数(10Y)	2023-05	2023-04	2023-03	分位数(10Y)	2023-05	2023-04	2023-03	2023-05
总体														
制造业: 库存	%	28	0.47	1.94	2.00	76	1.49	1.50	1.48	40	-0.14	-1.13	0.71	
制造业库存: 不包括运输	%	31	0.36	2.14	2.87					30	-3.58	-3.59	-1.60	
制造业库存: 不包括国防	%	25	0.32	1.84	1.92					40	-0.63	-2.74	0.34	
制造业库存: 与未发货订单	%	42	2.36	2.79	2.20					76	7.74	4.24	4.95	
按行业划分														
耐用用品														
初级金属	%	35	-2.42	-1.54	-0.97	47	1.75	1.74	1.74	33	-4.65	-3.26	-3.55	288353
金属加工制品	%	29	-0.25	0.26	1.16	90	1.83	1.83	1.83	29	-1.53	-2.23	-1.35	26803
机械	%	83	8.85	9.55	10.53	95	2.50	2.50	2.52	44	0.87	0.52	0.56	35238
计算机和电子产品	%	44	1.72	1.79	2.49	83	1.89	1.89	1.89	50	1.64	1.37	3.53	37764
电气设备及其他设备	%	70	5.78	6.76	7.88	98	1.87	1.88	1.85	78	6.18	2.54	5.92	24043
交通运输设备	%	28	0.94	1.11	-1.64	64	1.79	1.87	1.79	87	17.56	14.97	12.90	14089
家具及相关产品	%	16	0.53	0.90	2.80	93	1.53	1.53	1.53	42	1.11	0.83	2.02	102461
非耐用用品														
食品	%	57	-2.18	0.89	1.47	76	1.14	1.14	1.14					6806
饮料和烟草	%	10	2.64	3.68	4.47	94	0.90	0.91	0.90					
纺织厂	%	52	-0.11	1.10	2.70	97	1.78	1.80	1.82					
纺织制品	%	14	-5.21	-3.64	-1.64	46	1.70	1.70	1.71					
服装	%	73	4.57	8.50	13.69	83	1.87	1.88	1.88					
皮革及相关制品	%	78	9.27	10.51	17.38	87	2.52	2.51	2.70					
纸制品	%	43	0.79	1.47	2.24	86	2.69	2.65	2.66					
印刷	%	24	-0.24	-0.34	-1.16	77	1.05	1.05	1.05					
石油及煤产品	%	23	-18.89	-4.22	-5.43	18	0.97	0.97	0.96					
基础化学品	%	28	0.58	0.93	1.53	49	0.72	0.72	0.73					
橡胶和塑料制品	%	24	-0.18	1.05	2.71	96	1.47	1.47	1.47					
							1.41	1.42	1.42					

来源: 美联储官网、国金证券研究所

按照产业链条划分, 美国地产链条, 交通运输链条的好转使耐用用品的补库需求具有一定韧性。我们在报告《美国地产为何对利率“脱敏”?》中指出, 受到供需错配的影响, 美国地产链条的修复短期内仍能够延续。受地产销售改善拉动, 家用电器、灯具订单增速回升, 5月增速分别回升至8.1%和13.2%; 交通运输设备的需求增速最高, 5月新订单增速达到17%, 主要受船舶及飞机新订单改善拉动。当期, 美国耐用用品的订单增速已好于制造业整体的新订单增速。

图表25: 美国家用电器、灯具订单增速回升



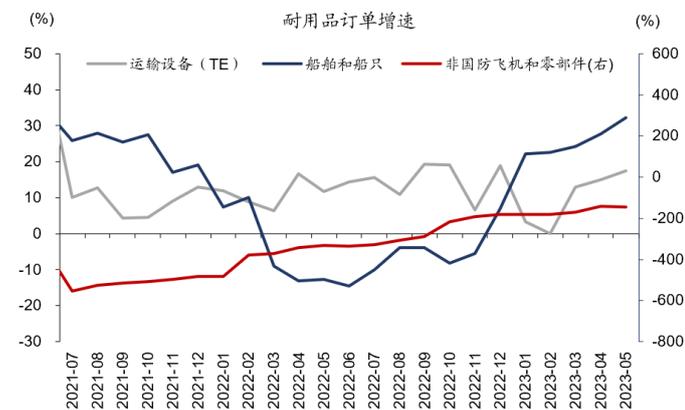
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 计算机链条订单增速较好



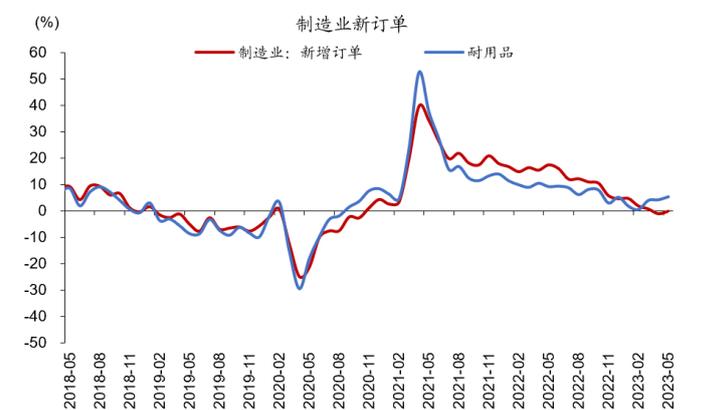
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 交通运输链条订单增速回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 美国耐用用品订单增速好于整体制造业订单



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美国后地产链条修复及补库可能带动中国出口产品获益。从中国份额来看，美国耐用品中对中国依赖度较高的为电气设备（包括家用电器，占比为 22%-30%左右），家具（占比为 25%-35%左右）等。但另一方面，美国对中国的飞机、船舶等产品的依赖度较低。因此，美国地产链条的补库需求好转更可能拉动中国出口中的家电等。但由于中国份额较低，美国交通运输链条的补库较难使中国出口获益。

图表29：疫情后，美国对中国依赖度最高的产品，依赖度等于美国进口中国产品金额/对应产品美国进口总额

美国对中国依赖度最高的产品	3月美国自中国进口金额(百万美元)	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2021-12	2021-06	2021-01	2020-10	2020-03
伞, 阳伞, 手杖, 坐杖, 鞭子, 马鞭及其部分	63	92.2	93.0	91.9	91.9	89.6	86.6	83.7	85.3	88.6	90.7	93.4	92.2	94.7	82.4	89.8
加工过的羽毛和绒毛, 由羽毛或绒毛制成的物品	115	68.0	71.5	75.3	77.0	72.3	72.0	73.5	78.1	80.2	79.7	79.6	76.9	79.1	75.0	57.2
玩具, 游戏和运动用品, 其零部件和附件	1749	67.1	69.4	73.3	73.0	76.3	78.3	81.3	81.0	79.4	78.5	78.0	70.9	73.8	83.3	48.4
各种制造物品	253	43.7	47.4	53.0	50.1	50.6	52.6	56.3	57.2	56.9	54.7	55.3	51.5	53.6	55.5	29.0
其他制成的纺织品, 套装, 旧衣服和旧纺织品	491	43.0	48.9	48.3	49.6	50.0	52.1	53.9	57.5	56.4	54.2	53.8	55.0	53.6	61.5	39.1
铁路或有轨电车机车, 滚动设备及其部分	93	37.8	31.4	45.0	50.5	44.0	54.2	47.0	49.9	50.6	40.5	53.3	31.2	28.7	34.7	16.4
爆破器材、焰火产品、火柴、自燃合金	32	36.7	42.3	41.8	35.1	24.2	26.5	35.3	40.8	44.8	66.9	37.1	55.3	28.1	14.2	4.9
头饰及其部分	81	32.9	36.9	36.5	39.2	36.2	40.6	48.0	49.8	50.4	42.0	45.5	44.6	47.3	52.1	28.0
印刷书籍, 报纸, 图片及其他印刷行业产品	107	30.7	38.5	40.9	35.5	36.3	44.6	44.2	49.3	47.5	47.4	48.7	45.8	49.4	51.2	27.1
鞋靴, 护腿及类似物, 以及这类物品的部分	537	28.8	40.7	43.9	34.4	29.7	29.4	36.3	41.5	41.3	40.9	46.1	35.5	40.8	45.1	29.2
特种织物, 绒毛织物, 蕾丝, 挂毯	14	25.9	29.6	32.6	33.8	28.5	27.4	27.8	29.3	31.0	33.0	37.1	34.4	39.7	36.0	20.1
基本金属的杂项制品	282	25.9	33.3	36.5	35.2	34.1	36.2	36.9	39.6	39.3	38.8	43.3	38.9	42.2	39.9	23.0
乐器, 乐器的部分和附件	33	25.3	29.1	35.8	33.9	33.3	40.3	44.0	43.3	43.9	36.4	40.4	36.7	46.3	48.4	18.9
家具, 寝具, 床垫, 床垫支架, 垫子	1209	25.0	31.0	31.5	30.9	28.7	27.4	28.8	30.9	32.6	32.8	41.5	35.1	38.6	36.9	21.0
由基本金属制造的工具, 实施工具, 餐具	199	23.0	28.9	30.5	27.3	29.9	31.4	32.5	33.7	31.4	32.5	35.3	34.0	38.4	41.3	19.6
草制品, 艾草或其他编织材料, 篮子和藤编制品	11	22.7	35.7	40.0	41.0	35.0	32.6	33.0	37.7	39.9	38.1	44.3	40.1	44.9	43.0	28.2
玻璃和玻璃器皿	156	22.6	26.7	27.3	27.2	27.6	27.6	29.9	30.9	33.6	31.1	36.3	32.6	34.6	34.2	20.1
电气机械和设备及其部分, 录音机和录音机	8276	22.2	24.4	30.6	30.2	27.6	31.2	33.3	28.2	28.5	29.8	36.5	29.6	34.9	35.3	23.4
塑料及其制品	1207	21.7	25.8	27.7	27.8	25.3	25.1	25.9	28.6	28.3	28.1	29.7	29.2	37.5	35.6	17.4

来源: Bloomberg、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 总量层面, 美国库存影响中国出口的机制是补库需求外溢至进口需求, 进而拉动中国出口。在领先-滞后关系上, 美国销售总额增速与美国进口增速较为同步, 共同反映美国国内需求状况。库存增速略滞后于美国国内需求(如销售、新订单)。并且, 美国库存周期与中国出口景气度显著正相关, 故从美国库存周期观察中国出口景气是可行的。
- (2) 结构层面, 美国制造业库存、批发业库存与中国出口的相关性更高。美国库存周期对中国出口的拉动作用受到中国产品份额的影响。中国对美国的出口份额较高的产品集中在耐用品中的电气设备、家具和非耐用中的玩具、日用品等。中国份额较高的产品对美国库存的相关性更高, 份额较低的产品与美国库存周期之间的相关性更弱。
- (3) 美国整体仍处于主动去库存阶段。美国(名义)库存增速自2022年6月触顶回落, 销售总额同比增速自2021年4月回落。截至今年4月, 销售增速降至-0.9%, 库存增速降至6%, 一阶导均为负, 属于“主动去库”。从时长上看, 美国去库阶段已持续13个月(历史均值为17个月)。并且, 有一定理由相信, 部分环节本次去库周期较历史或更长。
- (4) 从影响库存周期的需求和价格因素看, 美国总体库存周期尚未触底, 补库周期的开启仍需“耐心”。库存受需求和价格的“牵引”。需求端, 美国总需求回落的趋势尚未改变, 制造商、零售、批发销售增速均下降, 触底迹象尚不明朗。价格端, 美国PPI增速降至低位, 价格因素对美国库存周期的拖累可能将放缓, 但美国PPI回升的动力较弱。
- (5) 虽然总体库存周期触底回升的概率较低, 但细分项中, 耐用品需求已出现好转, 库存处于低位, 或率先开始补库。2季度以来, 美国耐用品新订单增速、交货增速均回升, 主要为交通运输、家电、计算机等。从领先指标看, 耐用品库存占交货比已由去年初的1.9下降至1.85, 在新订单好转的情况下, 耐用品可能存在着更高的补库需求。
- (6) 美国地产链条, 交通运输链条的好转使耐用品的补库需求具有一定韧性。受到供需错配的影响, 美国地产链条的修复短期内仍能够延续, 受地产销售改善的拉动, 家用电器、灯具订单增速回升, 5月增速分别回升至8.1%和13.2%; 交通运输链需求增速最高, 5月新订单增速达到17%, 主要受船舶及飞机新订单改善拉动。
- (7) 美国后地产链条修复及补库可能带动中国出口产品获益。从中国份额来看, 美国耐用品中对中国依赖度较高的为电气设备(包括家用电器, 占比为22%-30%左右), 家具(占比为25%-35%左右)等。但美国对中国的飞机、船舶等产品的依赖度较低。因此, 美国地产链条的补库需求好转更可能拉动中国出口中的家电等。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：美联储鹰派官员布拉德辞职，加息预期回落

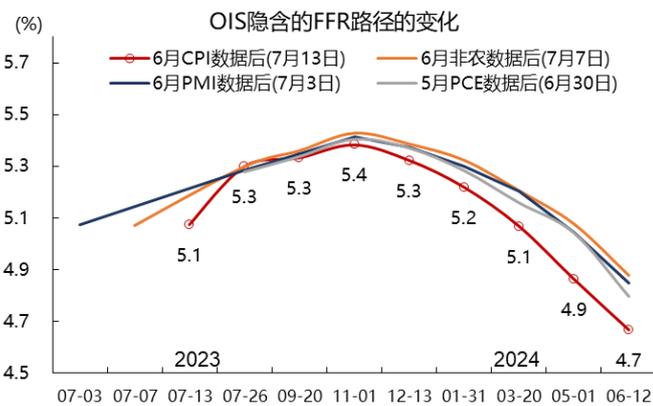
美联储鹰派官员布拉德辞职。7月13日，圣路易斯联储宣布布拉德将辞去地方联储主席一职。本周受通胀低于预期影响，美联储加息预期回落。7月12日当周，美联储总资产及逆回购规模下降，TGA存款上升1160亿美元。货币市场基金规模下降200亿美元，美联储BTFP工具使用量持平前值。7月5日当周，美国商业银行存款上升，大银行存款上升79亿美元，小型银行存款上升25亿美元。

图表30：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	07-12	07-05	06-28	06-21	06-14	06-07	05-31	
流动性数量型指标	美联储										
	总资产	十亿美元	↓ -21	8340.9	8362.1	8388.3	8389.3	8385.9	8436.3	8456.8	
	其他贷款	十亿美元	↓ -3	274.4	277.3	282.0	285.9	293.8	296.4	293.6	
	一级信贷	十亿美元	↓ -1	2.7	3.4	3.2	3.2	3.6	3.2	4.0	
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 0	102.3	102.0	103.1	102.7	102.0	100.2	93.6	
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -2	162.4	164.8	168.3	172.3	180.5	185.2	188.1	
	逆回购	十亿美元	↓ -98	2271.9	2370.3	2437.1	2508.1	2615.7	2611.0	2598.6	
	储备金	十亿美元	↓ -28	3176.0	3204.0	3306.3	3306.2	3205.5	3250.8	3280.0	
	TGA	十亿美元	↑ 116	408.6	292.1	134.9	77.5	48.5	49.5	68.3	
	商业银行										
	现金	十亿美元	↑ 9		3286.4	3276.9	3264.4	3356.5	3351.6	3321.4	
	消费贷	十亿美元	↓ -14		1883.2	1897.5	1886.9	1883.7	1881.7	1885.6	
	住房贷款	十亿美元	↓ -4		2515.1	2519.2	2518.3	2516.5	2514.7	2536.5	
	商业地产贷款	十亿美元	↓ 0		2923.4	2923.4	2920.1	2917.9	2915.4	2912.7	
工商业贷款	十亿美元	↓ -1		2768.3	2768.8	2775.1	2774.3	2770.9	2783.7		
存款	十亿美元	↑ 90		17350.0	17259.6	17196.6	17259.8	17215.3	17302.8		
大银行存款	十亿美元	↑ 79		10883.2	10803.8	10759.0	10811.1	10787.1	10877.9		
小银行存款	十亿美元	↑ 25		5203.0	5177.8	5170.2	5183.3	5173.2	5170.5		
货币市场基金	十亿美元	↓ -20	5454.2	5474.6	5430.9	5433.8	5452.0	5456.7	5420.0		
流动性价格型指标	隔夜融资市场										
	SOFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
	EFFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
	美元融资市场										
	LIBOR-OIS	%	↓ 0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	
	TED利差	%	↑ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	
	票据与信用债市场										
	Master企业债利差	%	↓ 0.0	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	
	票据利差	%	↓ 0.0		0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	
	离岸市场										
欧元兑美元互换基差	%	↓ -0.1	-12.5	-12.4	-15.3	-16.0	-20.4	-23.0	-21.5		
日元兑美元互换基差	%	↓ -0.6	-30.9	-30.3	-32.5	-34.4	-36.1	-38.3	-41.1		

来源：美联储官网、国金证券研究所

图表31：本周加息预期回落



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表32：FED WATCH 预计7月份加息 25BP

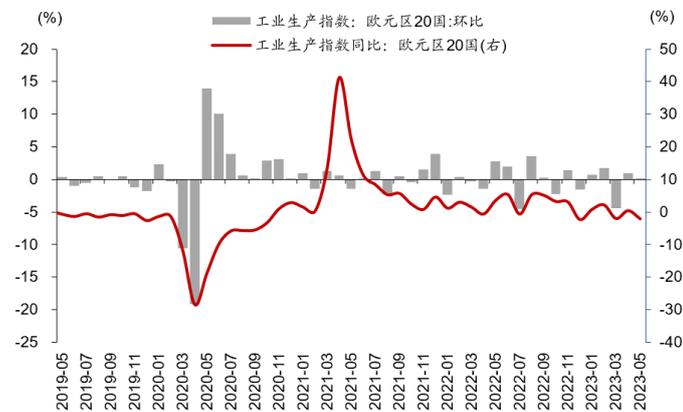
区间/日期	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	23	92	79	65	56	42	25	6
500-525	0	100	77	8	6	5	18	34	39	24
475-500	86	0	0	0	0	0	1	8	24	38
450-475	14	0	0	0	0	0	0	1	5	25
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源：Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业：欧洲工业生产回落，制造业未触底

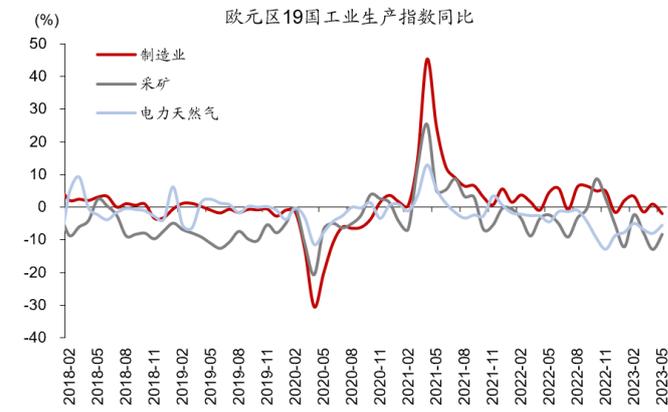
欧洲5月工业生产指数回落。环比录得0.19%，前值0.95%，同比-1.9%，前值0.4%。其中，制造业环比-2%，前值0.9%，采矿-8.31%，前值-12.93%，电力天然气-5.5%，前值-8%。7月8日当周初请失业金人数24万人，前值25万人，续请失业人数173万人，前值172万人。7月3日当周制造业活跃职位数量172万，前值188万，专业服务业活跃职位数量178万，前值206万。

图表33：欧洲5月工业生产指数增速下降



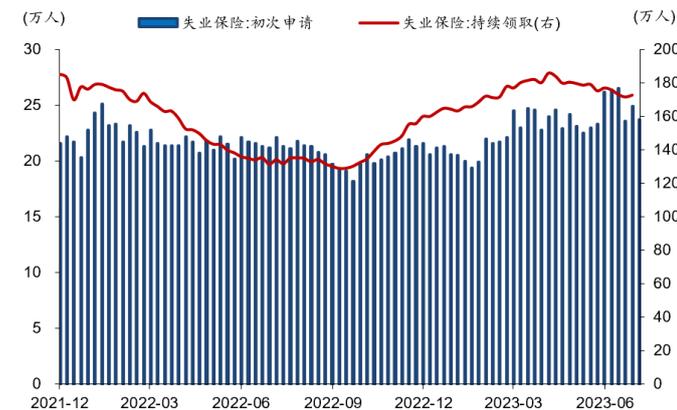
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表34：欧元区制造业生产指数回落



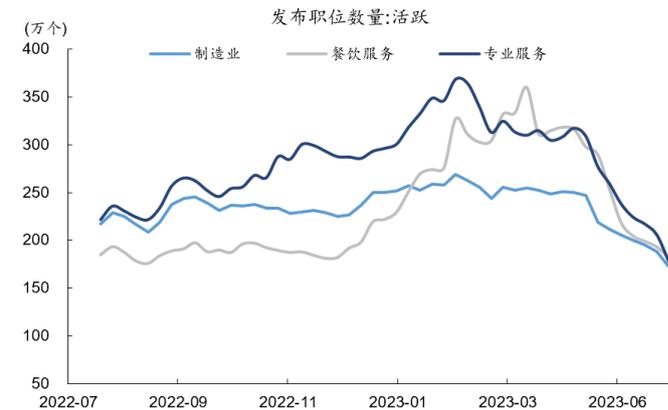
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表35：美国7月8日当周初请失业24万人



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表36：美国7月活跃位数量下降

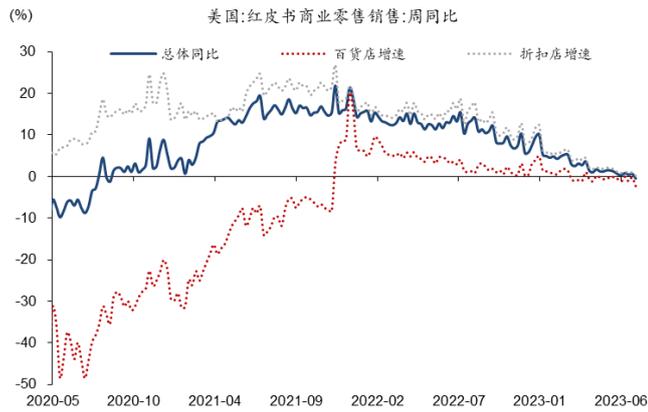


来源：Bloomberg，国金证券研究所

(三) 消费与出行：美国7月消费者信心上升

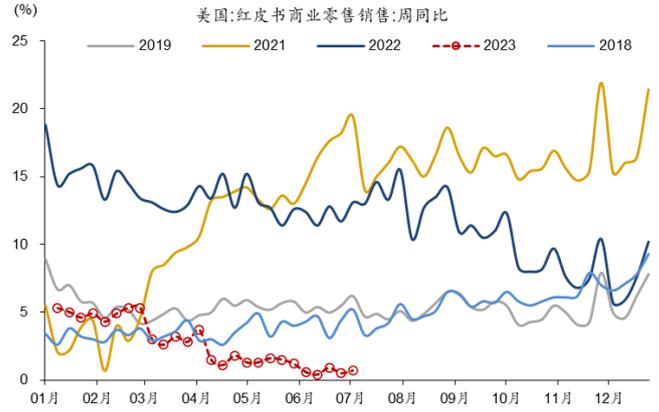
美国红皮书零售增速回落。美国7月密歇根消费者信心初值72.6，前值64.4，创2021年9月份以来新高，月度涨幅为2006年以来最大。7月8日当周，美国红皮书零售增速-0.4%，前值0.7%。其中百货店增速-2.3%，前值-0.2%，折扣店增速0.2%，前值1.0%。欧洲航班出行回落，纽约拥堵指数回落。

图表37: 美国红皮书零售增速-0.4%，前值 0.7%



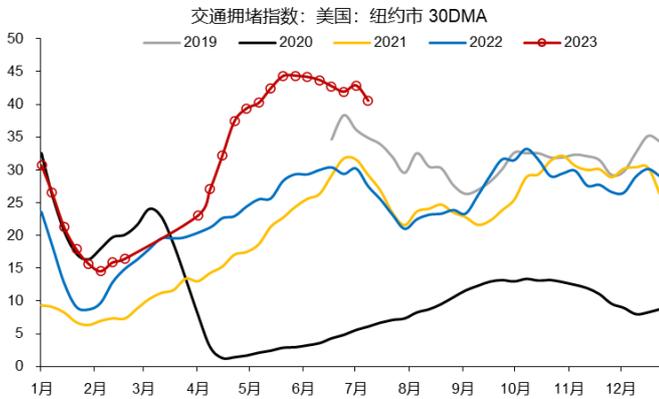
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国红皮书零售增速弱于季节性



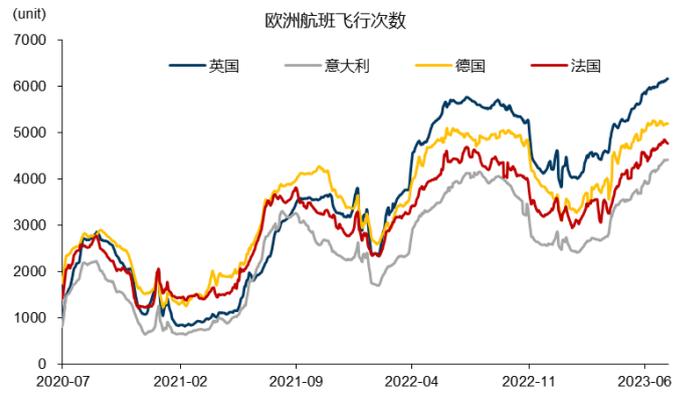
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 美国纽约交通拥堵情况回落



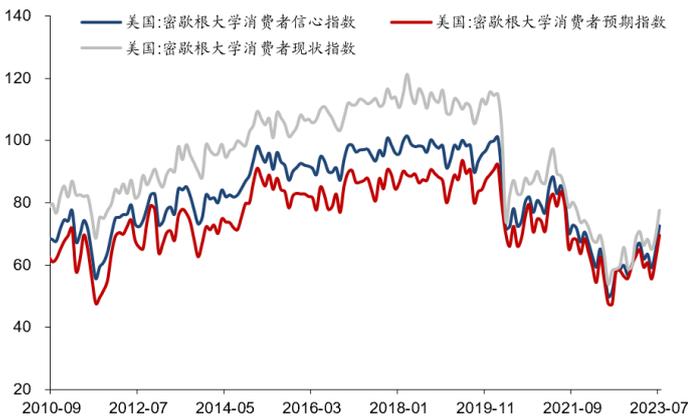
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: 欧洲航班飞行次数回升



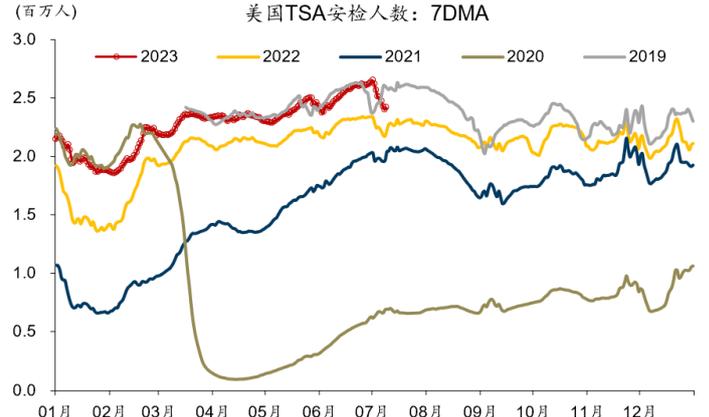
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表41: 美国 7 月消费者预期改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国 TSA 安检人数回落



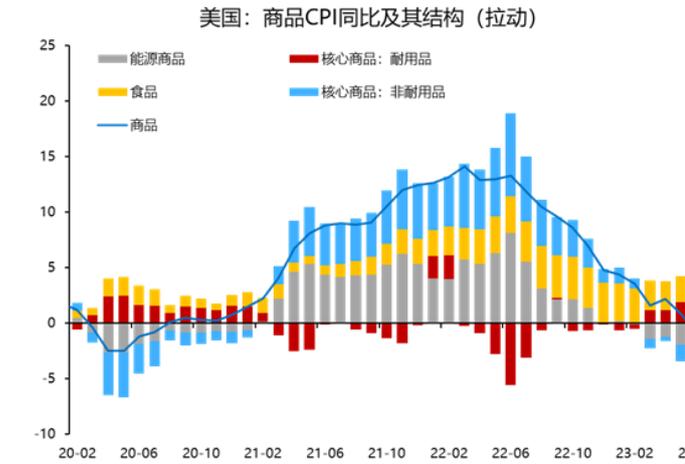
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国 6 月 CPI 数据低于预期, 整体通胀迅速放缓

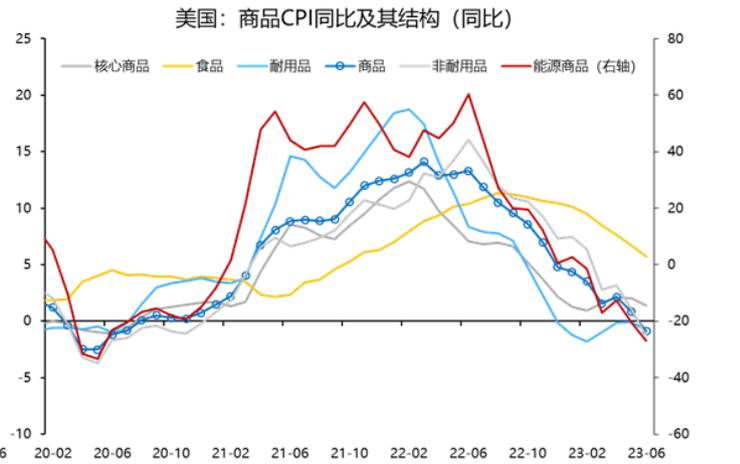
美国 6 月 CPI、核心 CPI 数据同比环比低于预期。美国 6 月季调后 CPI 同比增长 3.1%，预期 3.1%，前值 4.1%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%。分项而言，商品分项 CPI 同比-0.9%，前值 0.8%，主要源于能源商品、二手车和机票价格的大幅下降。

图表43: 能源商品和核心非耐用品进一步回落

图表44: 食品饮料价格同比仍处高位, 但有所放缓



来源: WIND、国金证券研究所



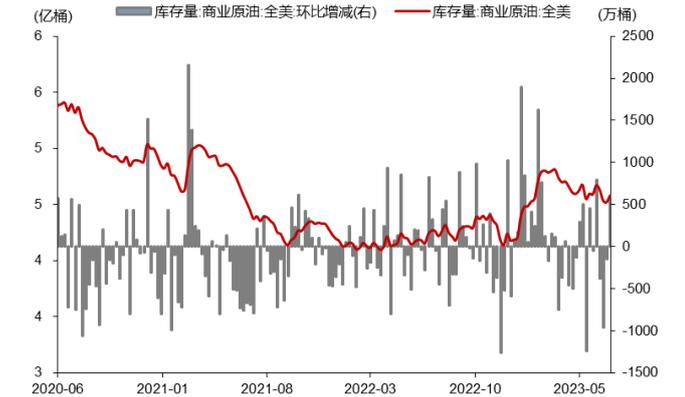
来源: WIND、国金证券研究所

(五) 库存与供应: 美国原油库存回升

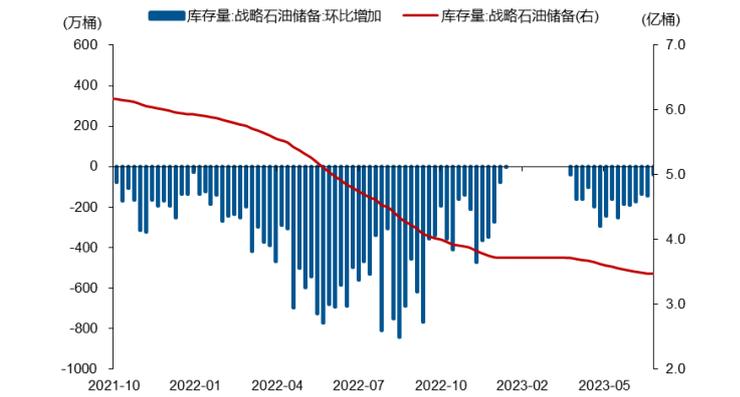
上周美国原油库存增加 594 万桶, 前值减少 150 万桶。原油库存量升至 4.58 亿桶, 低于 2019 年同期水平; 战略原油储备减少 40 万桶, 存量降至 3.5 亿桶。原油产量增至 1230 万桶, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表45: 上周美国原油库存增加 549 万桶

图表46: 上周美国战略原油储备减少 40 万桶



来源: WIND、国金证券研究所



来源: WIND、国金证券研究所

风险提示

- 1、 俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战, 美欧对俄制裁力度只增不减, 滞胀压力加速累积下, 货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、 稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、 疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402