

## 宏观深度报告

## 美国库存周期：这一次有什么不一样？

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **一、美国库存周期主流观点以及疑点。**主流研究用1993年以来名义库存同比增速来观察库存周期。结论是，美国库存周期平均3年左右，2022年中已经开始主动去库存，按周期规律，2023下半年或完成去库、开启补库周期。然而过去一年，尤其2023年以来，美国去库存对经济的拖累并不明显，美股表现积极，似乎与传统库存周期规律相背。
- **二、本轮美国库存周期有何不同？**
  - 1) 更受价格扰动。**本轮名义库存与实际库存周期的偏离较大。纳入1968-1992年的数据，以及综合观察名义和实际库存指标，可以发现美国实际库存周期规律更为稳定，平均一个周期46个月。此外，1970-80年代高通胀时期，库存周期也更长。据此判断，本轮库存周期受价格扰动较大，周期时间可能延长，且主动去库节点可能略有滞后。
  - 2) 更受供应链扰动。**2021年，美国制造业供应链出现阻塞，程度可能是1970年代以来最深，令美国中下游批发和零售商库存过度紧张。2022年以来供应链问题缓解，部分前期积压的补库需求延迟释放，美国零售商库存加快增长，并与制造商库存增速明显错位。美国汽车零售库存的急剧下滑以及延迟补库，是最为生动的一例。
  - 3) 库存周期与制造业投资周期错位。**2022年下半年以来，美国制造业投资建厂规模急剧上升，成为固定资产投资增长的关键动能。1993年以来，只有2011-12年和2015-16年，美国去库阶段恰逢制造业投资走高，而这两次美国去库的幅度也相对较缓。美国制造业投资周期强势开启：一方面，当前美国或处于投资建厂库兹涅茨周期（15年左右）的上升期；另一方面，美国政策大力引导基建、新能源、芯片等相关投资，鼓励制造业“回流”，初见成效。
- **三、美国库存周期下一步及影响。**
  - 1) 库存周期判断：**本轮去库存的开启可能介于2022年Q3-Q4，去库周期长度可能约为2年，继而当前美国仅处于去库周期前半段、即将走入后半段，补库周期的开启可能在2024年Q2-Q3。
  - 2) 对美国的影响：**本轮去库存的节奏或较平缓，对经济下行的放大作用或不明显。2011-13年的美国去库周期与当前较为类似，均是去库阶段恰逢制造业投资周期开启。在该轮去库周期，美国实际GDP同比增长平均为1.9%，最低也有1%左右，美国经济并未被NBER官方定义为衰退。
  - 3) 对美股的影响：**本轮美国去库存对美股的冲击或相对有限。2011-13年美国主动去库阶段，标普500（月度均值）在主动去库期间的收益率达到16%，在1998年以后8轮主动去库周期中表现最优，对本轮美股表现具备借鉴意义。
  - 4) 对中国出口的影响：**有关今年下半年“中美库存周期共振”利好中国出口的判断还需进一步检视。
- **风险提示：**美国企业补库存提前开启，美国非制造业韧性不及预期，美联储货币紧缩超预期，国际地缘局势超预期等。

# 正文目录

一、	美国库存周期主流观点及疑点.....	4
二、	本轮美国库存周期有何不同? .....	7
2.1	本轮库存周期更受价格扰动 .....	7
2.2	本轮库存周期更受供应链扰动 .....	9
2.3	本轮库存周期与制造业投资周期错位 .....	12
三、	美国库存周期下一步及影响 .....	14

## 图表目录

图表 1	1993 年以来美国经历了 9 轮完整的库存周期 .....	4
图表 2	1993 年以来美国 9 轮库存周期详情 .....	5
图表 3	库存周期四个阶段的划分 .....	5
图表 4	2022 年下半年以来美国处于“主动去库”阶段 .....	5
图表 5	美国主动去库周期中，美国实际 GDP 同比可能受到拖累拖累而进一步走弱 .....	6
图表 6	1993 年以来，美股几次较大极别调整，多发生在主动去库周期 .....	6
图表 7	近一年美国库存变动保持正增长 .....	7
图表 8	今年以来美股表现积极 .....	7
图表 9	美国库存价格具备周期性特征，供给冲击出现时周期延长 .....	8
图表 10	1968 年以来美国名义和实际库存周期平均时长一致，但实际库存周期更为稳定 .....	8
图表 11	库存价格与实际库存变动节奏通常较为一致，但当价格剧烈变化时可能错位 .....	9
图表 12	2021 年美国制造业交付时长指数显著高于新订单指数，反映供应链扰动较大 .....	10
图表 13	新冠疫情后，美国零售商库销比大幅下滑、并显著低于批发和制造商，目前也尚未恢复至疫情前水平 ..	10
图表 14	历史上，美国零售商库存变动通常领先于制造商，但本轮库存增速的回落却滞后于制造商 .....	11
图表 15	2020 年以后美国汽车库存急剧下滑 .....	11
图表 16	美国汽车行业库存分布以零售商为主 .....	11
图表 17	美国零售库存中汽车占比仍明显低于历史水平 .....	12
图表 18	近一年美国零售和批发汽车库存保持较快增长 .....	12
图表 19	2022 年下半年以来，美国投资建厂规模急剧上升 .....	12
图表 20	美国本轮去库周期恰逢制造业投资上升周期，在历史上并不多见 .....	13
图表 21	当前美国或处于投资建厂库兹涅茨周期（15 年左右）上升期 .....	13
图表 22	近年来拜登政府出台相关法案引导基建、新能源、芯片等投资 .....	14
图表 23	2023 年以来美国计算机、电子等投资大幅上升 .....	14
图表 24	近年来美国制造业“回流”初见成效 .....	14
图表 25	美国本轮去库存的开启可能介于 2022 年 Q3-Q4，去库周期长度可能约 2 年 .....	15
图表 26	1968 年以来，美国实际 GDP 增速对实际库存同比增速通常呈现 1-3 个季度的领先性 .....	15
图表 27	2011-13 年去库周期中，美国经济呈现韧性 .....	16
图表 28	2011-13 年主动去库期间，美股表现积极 .....	16
图表 29	美国名义库存周期对中国对美国名义出口表现通常是同步的，有时呈现一定滞后性 .....	17

主流研究认为，美国制造业自 2022 年下半年以来步入去库存周期，已持续约 1 年，2023 年下半年有望开启补库存周期。然而，近一年美国经济呈现较强韧性、美股表现积极，与过往库存周期经验相背，暗示本轮美国库存周期可能“不一样”。

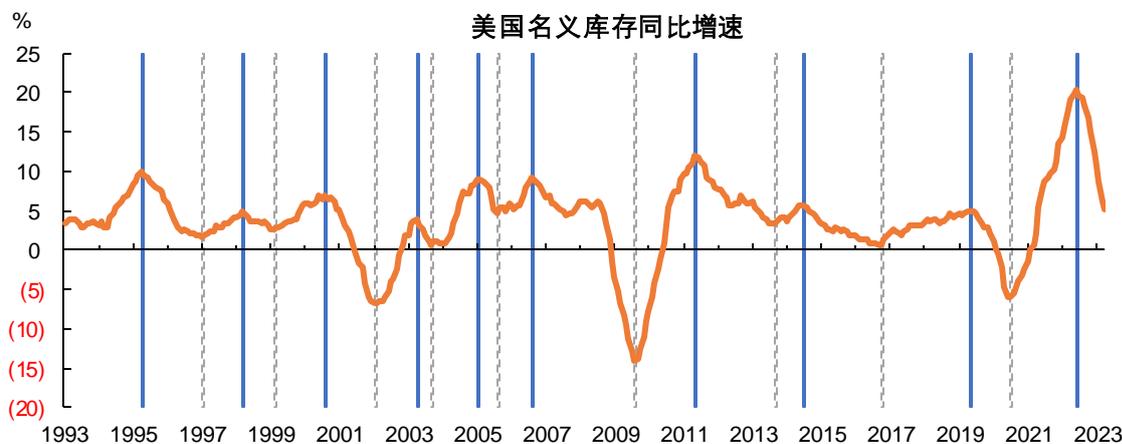
我们研究后发现，本轮美国库存周期受到持续高通胀和供应链阻塞的影响，且与制造业投资周期错位。据此判断，相较主流预期，本轮美国去库存的开启可能更为滞后、幅度更为平缓、持续时间可能更久，补库存的开启或将延后至 2024 年中左右。也因此，本轮去库存对美国经济下行的放大作用或不明显，但也不宜据此对美国经济和股市的前景过度乐观；由于中美库存周期的错位，有关今年下半年“中美库存周期共振”的判断亦需进一步检视。

## 一、美国库存周期主流观点及疑点

美国商务部普查局（U.S. Census Bureau）公布的名义库存总额（Total Business Inventories），有时也被称为“制造和贸易库存”（Manufacturing & Trade Inventories），该数据起始于 1992 年，月度更新。目前主流研究主要参考 1993 年以来名义库存总额同比增速，以观察库存周期。主要结论包括：

- 1) 1993 年以来，美国经历了 9 轮完整的库存周期。一个库存周期平均历时 36 个月，去库存（库存增速下滑）平均历时 16 个月，补库存（库存增速上升）平均历时 20 个月。
- 2) 当前，美国正处于第 10 轮库存周期的“去库存”阶段，本轮库存增速于 2022 年 6 月达峰，截至 2023 年 4 月已经连续 10 个月下滑，但仍保持同比正增长。
- 3) 往后看，按照往常周期规律，美国库存增速低点可能在 2023 年下半年，届时将完成去库存并开启补库存。

图表1 1993 年以来美国经历了 9 轮完整的库存周期



资料来源：Wind, 美国商务部, 平安证券研究所

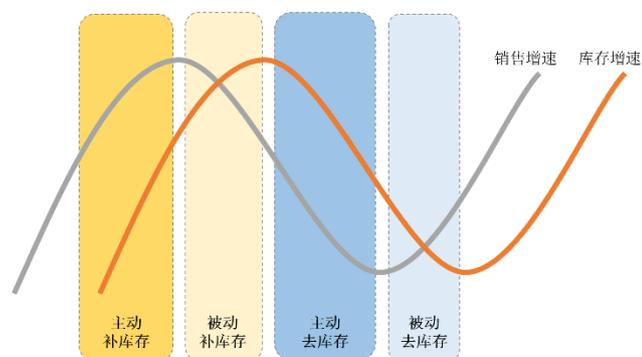
图表2 1993年以来美国9轮库存周期详情

波峰	波谷	完整周期(月)	去库时长(月)	补库时长(月)
1995年4月	1997年1月	35	21	14
1998年3月	1999年2月	29	11	18
2000年8月	2002年1月	32	17	15
2003年4月	2003年9月	21	5	16
2005年1月	2005年8月	19	7	12
2006年8月	2007年8月	57	12	45
2011年5月	2013年9月	38	28	10
2014年7月	2016年10月	58	27	31
2019年5月	2020年7月	37	14	23
2022年6月				
平均		36	16	20

资料来源: Wind, 平安证券研究所

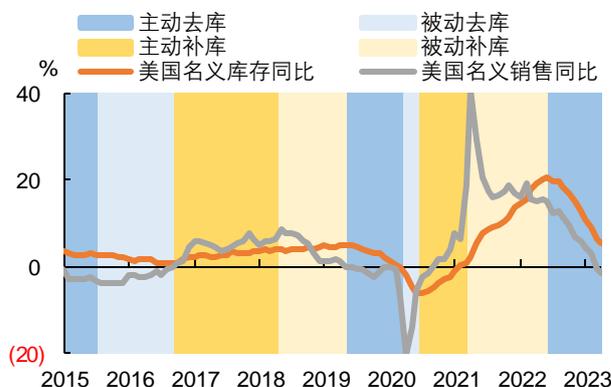
传统库存周期理论认为, 商品需求(销售)是企业库存变动的领先指标。进一步引入需求指标(销售同比增速), 可以将一个库存周期划分为四个阶段: 主动去库(库存和销售同比下降)、被动去库(库存同比下降、销售同比上升)、主动补库(库存和销售同比上升)和被动补库(库存同比上升、销售同比下降)。本轮美国商品销售同比增速在2021年4月达到高点, 此后保持回落趋势, 截至2023年4月已经同比负增。继而, 2022年6月以来, 美国库存和销售同比增速均出现下滑, 处于“主动去库”阶段。

图表3 库存周期四个阶段的划分



资料来源: Wind, 平安证券研究所

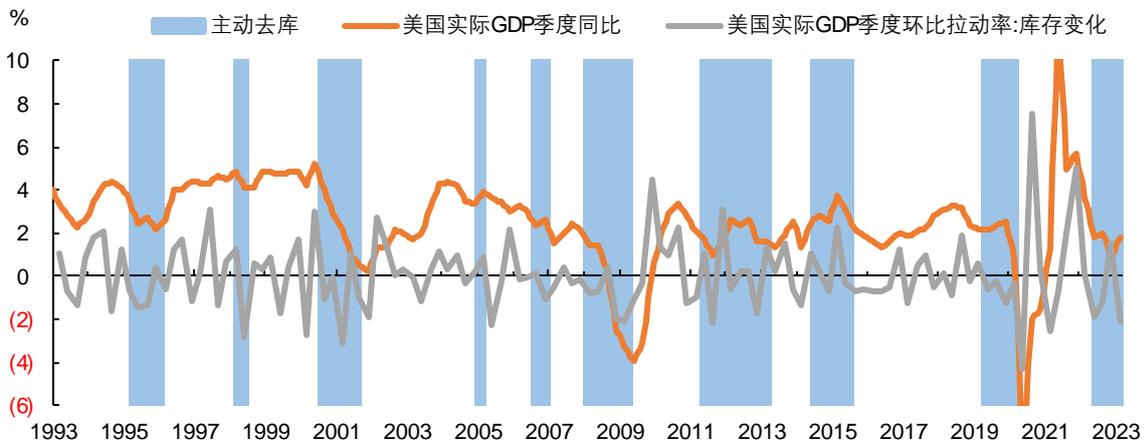
图表4 2022年下半年以来美国处于“主动去库”阶段



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2022年下半年以来, 随着美国主动去库周期的确认, 市场普遍认为美国经济下行压力可能加剧。理论上, 在主动去库存阶段, 面对已经走弱的商品需求, 企业选择更大幅度减少生产, 这可能加大经济下行压力。经验上, 1993-2020年之间的9轮主动去库阶段, 平均历时11个月。其中多数时期, 美国库存变动对实际GDP季度环比形成拖累, 且美国实际GDP同比可能走弱, 尤其在去库存周期后半段, 经济走弱的概率更大。

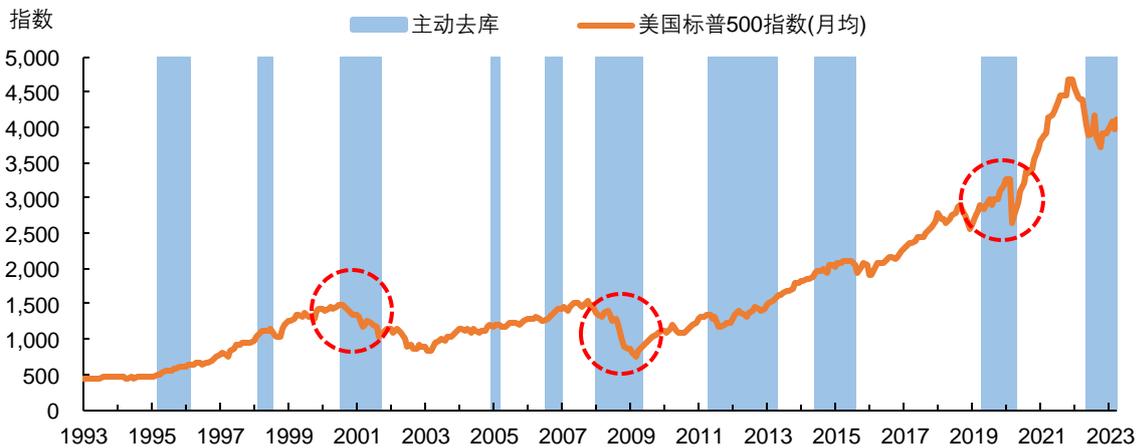
图表5 美国主动去库周期中，美国实际GDP同比可能受到拖累而进一步走弱



资料来源: Wind,平安证券研究所

同时，主动去库的出现一度引发市场对于美股调整的担忧。理论上，企业在主动去库时面临“产销双弱”，利润收缩，继而美国上市公司盈利端（分子端）可能承压。经验上，相较其他三个阶段，主动去库阶段的美股指数上涨概率较低，平均区间收益率也较低。1993-2020年中的9轮主动补库周期，标普500指数（月均）在周期内平均下跌3%，明显逊于美股长期走牛的趋势，其中包括2000-2001年（互联网泡沫）、2008-2009年（次贷危机）以及2020年初（新冠疫情）的三轮较大级别的调整。

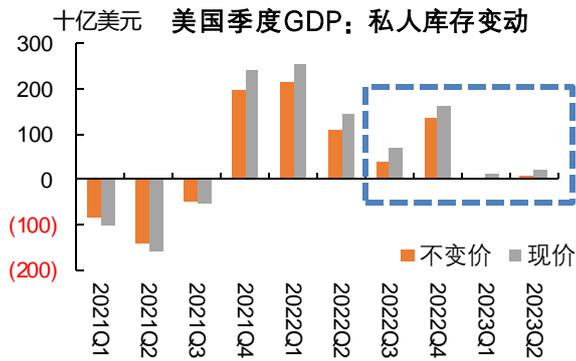
图表6 1993年以来，美股几次较大级别调整，多发生在主动去库周期



资料来源: Wind,平安证券研究所

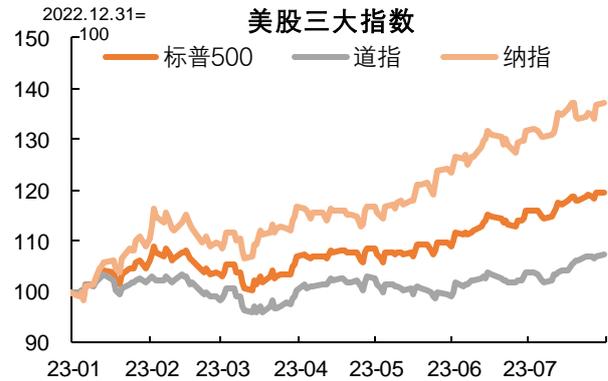
然而 2023 年以来，美国去库存对经济的拖累并不明显、美股表现积极，似乎与传统库存周期规律相背。从库存对经济的直接影响看，用于 GDP 核算的美国私人库存变动水平，无论是名义还是实际值，自 2022 下半年至 2023 年上半年，都持续保持环比正增长。这意味着，库存变动至少还未对美国 GDP 环比增长形成拖累，对同比的拖累也相对有限。从整体经济形势看，2023 上半年美国实际 GDP 季度环比折年平均为 2.2%，衰退压力并不明显。股市方面，今年以来截至 7 月美股三大指数均实现正增长，截至 7 月 31 日标普 500 和纳斯达克指数年内涨幅分别达到 20%和 37%。

图表7 近一年美国库存变动保持正增长



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表8 今年以来美股表现积极



资料来源：Wind,平安证券研究所

本轮美国去库存对经济和市场的影响偏离历史规律，无非三方面原因：

一是，库存周期规律不够稳定，或者观测库存周期所用指标效果不佳。我们研究后认为，纳入 1968-1992 年的数据，以及综合观察名义和实际库存指标，或能得出更为科学的库存周期规律。

二是，市场对库存周期的位置判断出现误差。我们研究后发现，由于存在价格和供应链的双重扰动，本轮去库存的节点可能比主流预期认为的更滞后，去库存斜率更平缓。

三是，库存变动对经济和市场的影响弱化。我们研究后发现，制造业投资周期的启动，作为一个影响经济增长和资产价格的新因素，可能对冲了部分去库存的负面影响。

本文第二部分将详细阐述上述结论。

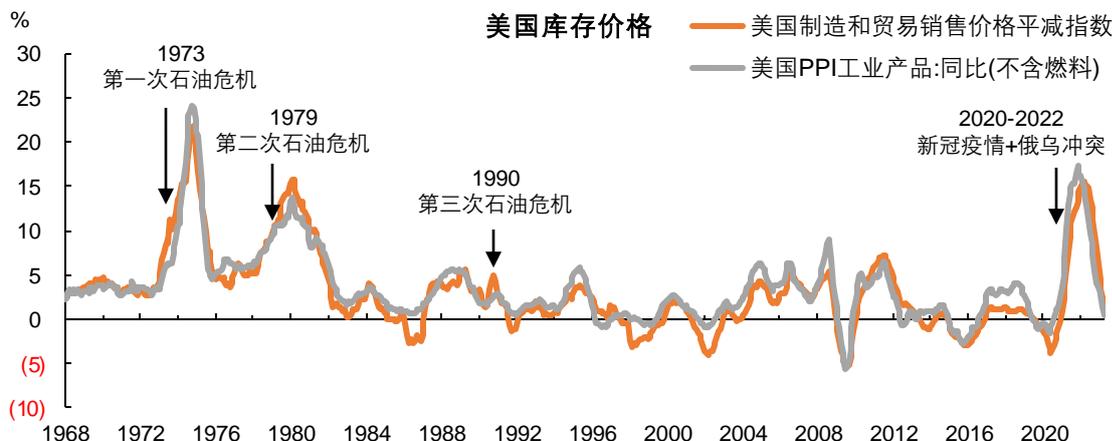
## 二、本轮美国库存周期有何不同？

### 2.1 本轮库存周期更受价格扰动

在做周期研究时，主流研究多观察的是名义库存而非实际库存。原因或有三方面：一是，价格变动通常被视为“周期”的重要组成，因此名义库存较实际库存包含更丰富的信息；二是，美国商务部普查局公布的名义库存数据应用较广，而 1993-2019 年名义与实际库存走势相近，在周期研究中无需过多考虑价格扰动；三是，名义库存周期对于判断资产价格、中国名义出口表现等，更有参考价值。

工业品价格具备周期性特征，但供给冲击的出现可能会令波动周期延长。美国经济分析局（BEA）公布了 1968 年以来“制造和贸易销售价格平减指数”（Implicit Price Deflators for Manufacturing and Trade Sales）。我们对比发现，该指数与 PPI 工业产成品（不含燃料）同比较为吻合，且考虑到三大商的库存和销售具有对应关系，这一指数理应反映库存价格水平。观察价格周期特征，1968 年以来美国工业品价格大致经历了 16 轮完整周期，平均一个周期 36 个月左右，但周期长短方差较大。其中，1974-1990 年期间，伴随三次石油危机，美国库存价格经历大幅波动，价格波动周期平均延长至 48 个月左右。

图表9 美国库存价格具备周期性特征，供给冲击出现时周期延长

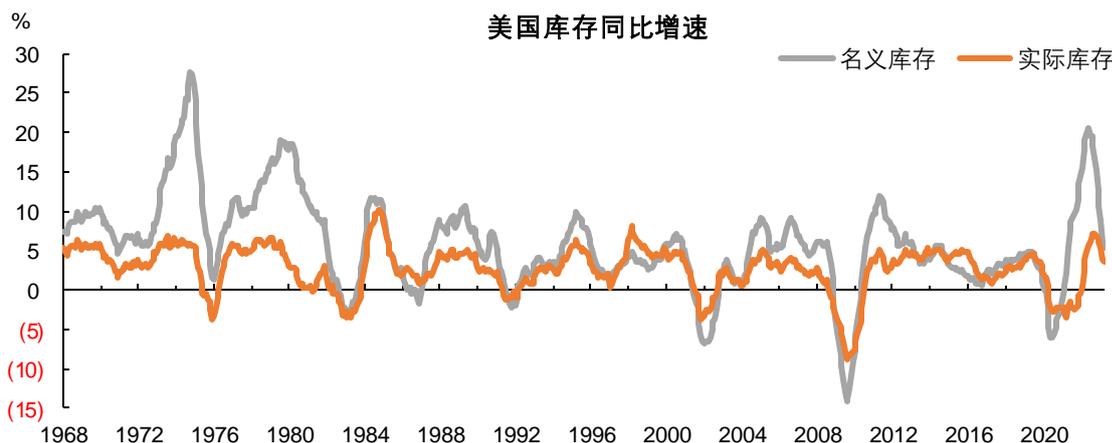


资料来源：Wind, BEA, 平安证券研究所

BEA 公布了 1967 年以来美国实际库存数据以及销售(库存)平减价格指数，我们测算得到 1968 年以来名义库存同比增速，并对比同期实际库存同比增速，可以发现：

- 1) 1968 年以来，美国经历的完整名义和实际库存周期均为 14 轮，平均一个周期为 46 个月，长于 1993 年以来名义库存周期的 36 个月。1993 年以前，尤其几次石油危机期间，美国库存周期较长。
- 2) 1970-80 年代高通胀时期，名义库存和实际库存增速的差距较大，周期也更容易出现错位。
- 3) 相比名义库存，实际库存增速的周期特征更为稳定。

图表10 1968 年以来美国名义和实际库存周期平均时长一致，但实际库存周期更为稳定

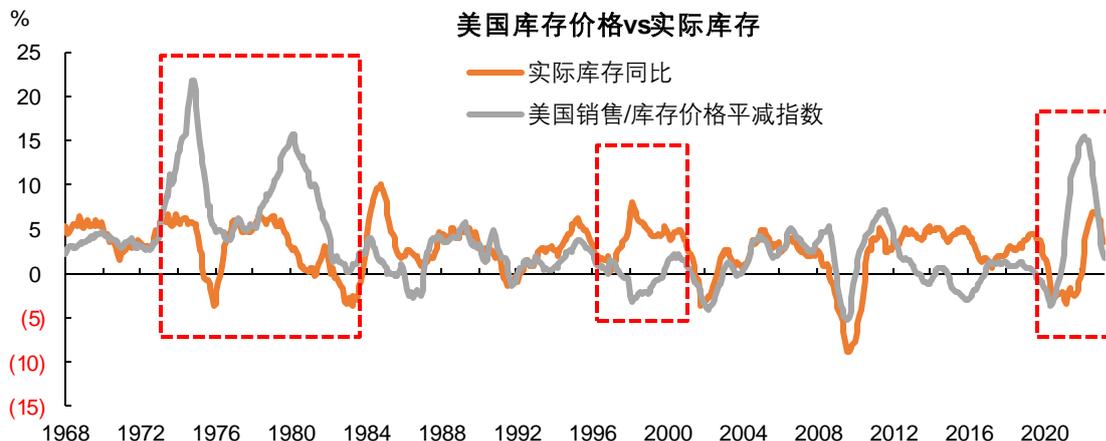


资料来源：Wind, BEA, 平安证券研究所

**如何理解名义与实际库存周期的异同？** 首先，名义和实际库存的周期特征基本吻合，说明库存周期的本质是“量”的变化，即企业实际生产和销售数量的波动，这也提示我们需更关注实际库存的变动规律及影响；其次，价格既是供需关系的映射，也会反向影响企业生产和库存选择，因此价格变动与库存变动呈现类似的周期性特征，且多数时期价格和实际库存变动节奏

较为一致。但是，当工业品价格受到外生供给冲击而大幅抬升后，名义和实际库存周期就可能出现一定偏离。原因在于，当价格冲高时，名义库存增速可能被动抬升；价格在大涨后势必回落，在此过程中名义库存增速可能被动下滑，但实际库存增速或将保持韧性（价格降温可能吸引部分企业实际补库），最终使名义和实际库存增速呈现错位。

图表11 库存价格与实际库存变动节奏通常较为一致，但当价格剧烈变化时可能错位



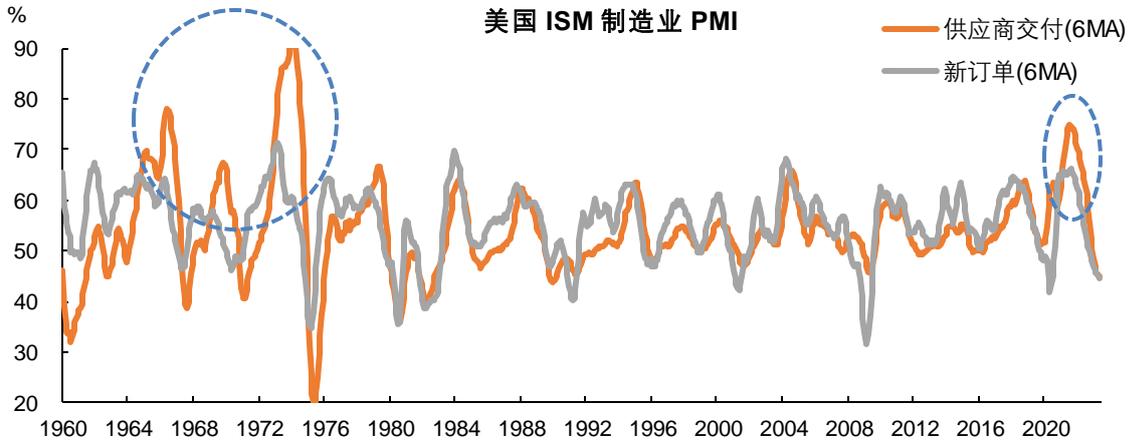
资料来源：Wind, BEA, 平安证券研究所

本轮库存周期受价格扰动较大，周期时间可能延长，且主动去库节点可能略有滞后。一方面，2020-21年新冠疫情冲击，叠加2022年俄乌冲突，令美国库存价格平减指数和PPI工业品（不含燃料）同比，在2022年一季度升至15%以上，此后快速回落，如此剧烈的波动仅在1970-80年代出现过。如前所述，高通胀可能延长库存周期，可能3年左右（1993-2019均值），延长至4年左右（1968-2019均值）、甚至不排除更长。另一方面，本轮名义库存与实际库存周期的偏离较大，本轮实际库存同比增速在2022年10月触顶，较名义库存增速触顶的时间滞后了4个月。由此推断，2022年下半年以来截至当前，美国可能仅处于主动去库存阶段的早期，继而去库存对美国下行经济的放大效应尚不明显。

## 2.2 本轮库存周期更受供应链扰动

2021年，美国制造业供应链出现阻塞，程度可能是1970年代以来最深。美国ISM制造业PMI显示，2021年美国制造业交付时长指数显著高于新订单指数，说明企业交付困难不只因订单需求增长，更反映了供应链出现阻塞。以PMI交付指数与新订单指数的偏离程度衡量，该轮供应链阻塞程度是1970年代以来最严重的。该轮美国供应链问题有多重原因：一是，新冠疫情对不同经济体形成不对称冲击，引发贸易供需失衡；二是，美国交通运输业遭遇周期性瓶颈，叠加劳动力供给不足；三是，贸易保护、产业保护政策持续作用，增大供应链的脆弱性。

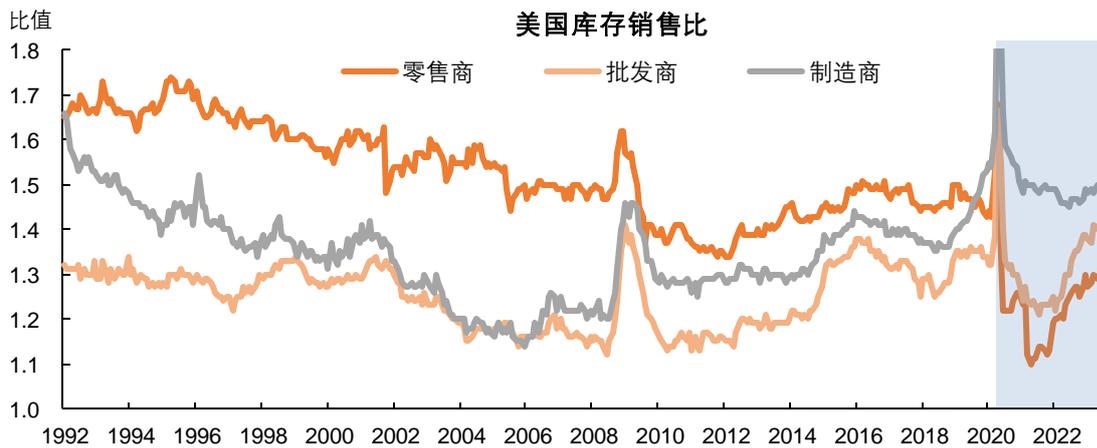
图表12 2021年美国制造业交付时长指数显著高于新订单指数，反映供应链扰动较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2021年供应链扰动令美国中下游批发和零售商库存过度紧张，补库需求受到积压。库存销售比这一指标能够排除价格因素，反映库存与销售“量”的相对强弱。1992年以来，美国三大商的库销比变动方向是基本一致的，且零售商的库销比一直高于批发和制造商。但新冠疫情后，零售商库销比大幅下滑，并显著低于批发和制造商，目前也尚未恢复至疫情前水平。这说明，本轮供应链扰动主要影响美国上游制造商向中下游批发和零售商输送产品，最终呈现出上游制造商库存过度堆积，但中下游批发和零售商库存严重告急。这也意味着，部分前期积压的补库需求可能延迟释放，体现在2022年以来批发和零售商库销比较明显地回升。

图表13 新冠疫情后，美国零售商库销比大幅下滑、并显著低于批发和制造商，目前也尚未恢复至疫情前水平

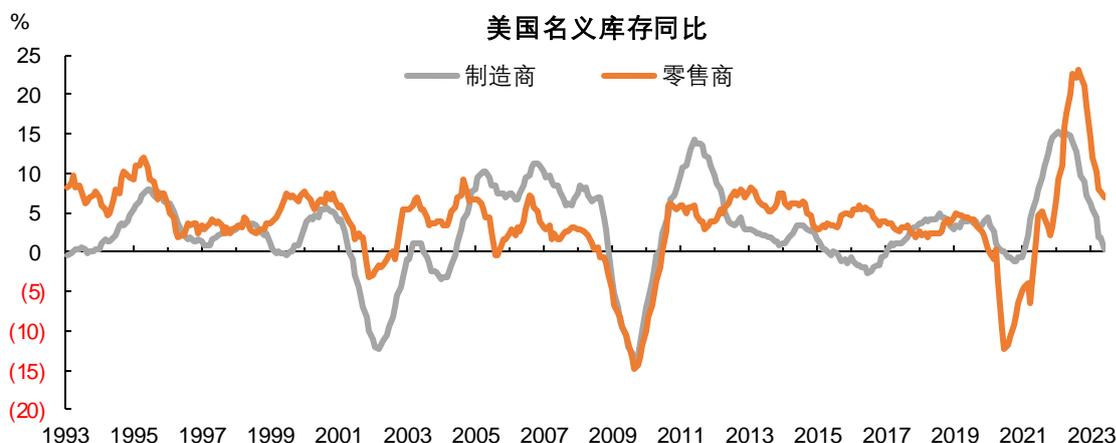


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2022年以来供应链问题缓解，美国零售商库存加快增长，并与制造商库存增速明显错位。美国ISM制造业PMI交付时长分项在2021年底基本确立了回落趋势，标志着供应链扰动缓和。美国零售商名义库存增速曾经在2021年三季度左右短暂下跌，但2021年四季度以来持续走高。历史上，美国零售商库存变动通常领先于制造商，但本轮其库存增速的回落却滞后于制造商。正如企业库存变动通常跟随销售（需求）走势，上游制造商的库存变动理应跟随下游批发和零售商的库存变化。但

本轮出现错位，直接原因便是供应链扰动，使得零售商在前期被迫大幅去库存，也自然造就了后来的“报复性”补库。

图表14 历史上，美国零售商库存变动通常领先于制造商，但本轮库存增速的回落却滞后于制造商



资料来源: Wind, 平安证券研究所

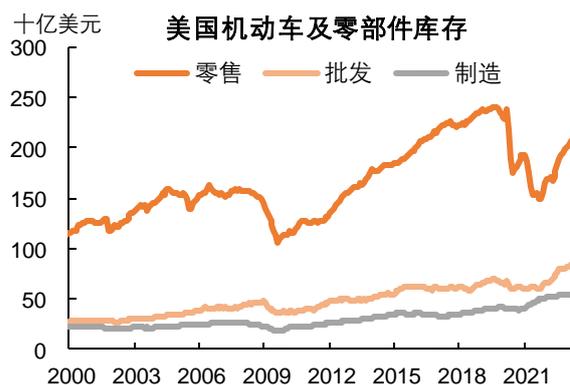
美国汽车零售库存的急剧下滑以及延迟补库，是最为生动的一例。截至2019年，美国汽车库存本身已经来到历史较低水平，补库需求不断累积。但2020年新冠疫情冲击及其引发的供应链问题，严重阻碍了汽车行业补库进程，美国汽车库存急剧下滑并明显偏离历史水平。在三大商中，汽车库存紧张问题主要影响零售商，因零售商在汽车行业中的库存金额占比高达6成。同时，汽车行业在所有零售商库存品类中的占比约3成，亦在零售商总额中扮演重要角色。2022年以来，美国汽车业持续处于补库状态。2022年下半年以来截至今年5月，美国批发和零售商中的机动车和零部件库存同比增速持续保持在20%以上，这与同期三大商库存总额同比增速的下滑趋势背道而驰。

图表15 2020年以后美国汽车库存急剧下滑



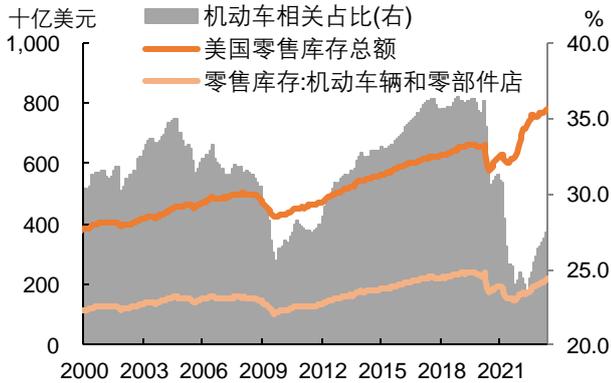
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 美国汽车行业库存分布以零售商为主



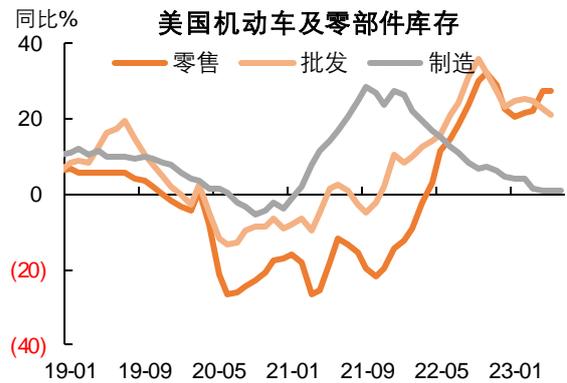
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 美国零售库存中汽车占比仍明显低于历史水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 近一年美国零售和批发汽车库存保持较快增长

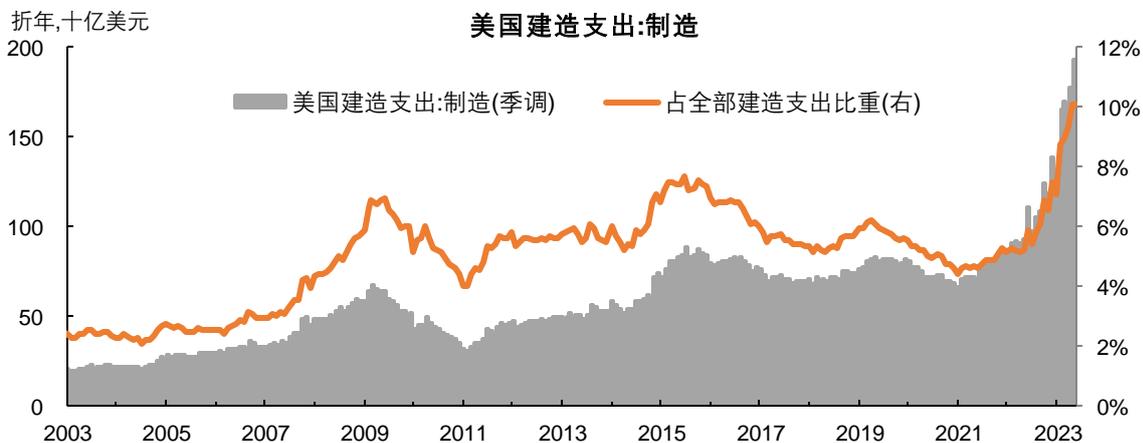


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.3 本轮库存周期与制造业投资周期错位

2022 下半年以来, 美国制造业投资建厂规模急剧上升, 成为固定资产投资增长的关键动能。美国建造支出 (Construction Spending) 中的制造 (Manufacturing) 分项自 2022 下半年以来持续突破千亿美元大关 (折年数, 下同), 今年以来更以指数式增长。今年 1-5 月, 美国制造建造支出平均高达约 1800 亿美元, 同比增长 88%, 占有建造支出比重突破 10%, 这些数字均是 2003 年有数据以来最高纪录。值得注意的是, 今年 5 月美国制造类支出同比增加 841 亿美元, 在所有非住宅增量支出中占比超过 5 成, 而住宅类支出大幅下滑 1114 亿美元, 若不是制造支出迅猛增长, 美国建造支出恐怕很难实现正增长。

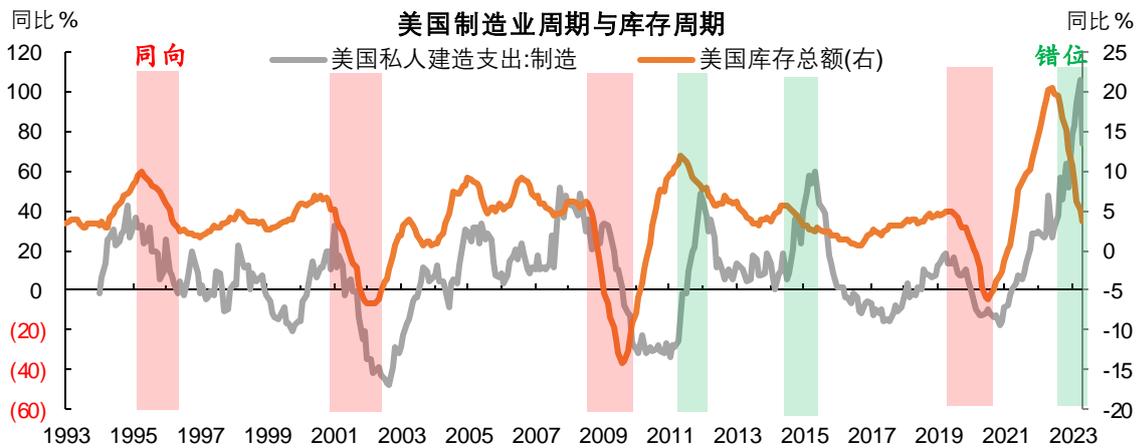
图表19 2022 下半年以来, 美国投资建厂规模急剧上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国本轮去库周期恰逢制造业投资上升周期, 在历史上并不多见。回顾 1993 年以来的数据, 在 1995-96 年, 以及 2001、2008 和 2019-20 年的三次经济危机, 均可观察到美国去库存和制造业投资同步下行。只有 2011-12 年和 2015-16 年, 美国去库阶段恰逢制造业投资走高, 而这两次美国去库的幅度也相对较缓, 期间美国名义库存同比增速虽有放缓但仍保持一定幅度的正增长。由此可见, 制造业投资上升期虽不改变去库存的大方向, 但可以帮助减缓去库节奏。

图表20 美国本轮去库存周期恰逢制造业投资上升周期，在历史上并不多见

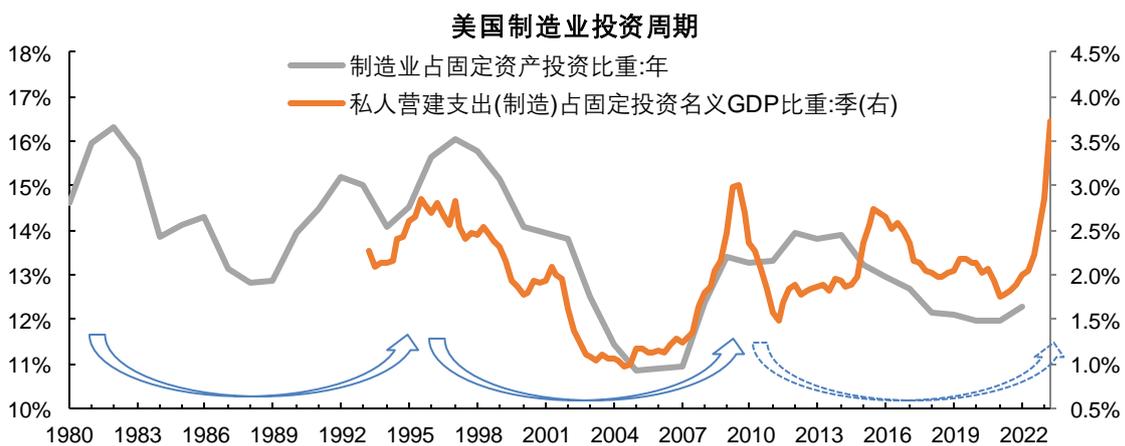


资料来源: Wind,平安证券研究所

本轮美国制造业投资周期强势开启，可以从两方面理解：

一方面，当前美国或处于投资建厂库兹涅茨周期（15年左右）上升期。美国经济学家库兹涅茨提出一种为期 15-25 年的经济周期，有时也被称为“建筑周期”。1980 年以来数据显示，美国制造业投资总额占固定资产投资的比重呈现 15 年左右的长周期特征，且每轮高峰通常持续 3-5 年，近三轮繁荣时期分别是 2009-13 年、1995-97 年和 1980-82 年。美国制造营建支出在固定投资中的比重，整体随之波动。上一轮投资建厂快速上升期开始于 2008-09 年，距今约 15 年。换言之，本轮投资增长可能顺应了制造业工厂，以及相关设备、技术等更新换代的需求。

图表21 当前美国或处于投资建厂库兹涅茨周期（15年左右）上升期



资料来源: Wind,平安证券研究所

另一方面，美国政府大力引导基建、新能源、芯片等相关投资，鼓励制造业“回流”且初见成效。事实上，在美国基建日益老化的背景下，从特朗普到拜登政府均高度重视基建投资。2021 年 11 月拜登签署《基础设施投资与就业法案》，涉及金额达到 1.2 万亿美元。据白宫网站，截至 2023 年 5 月，拜登政府已拨款超过 2200 亿美元投资基建项目。2022 年 8 月，拜登

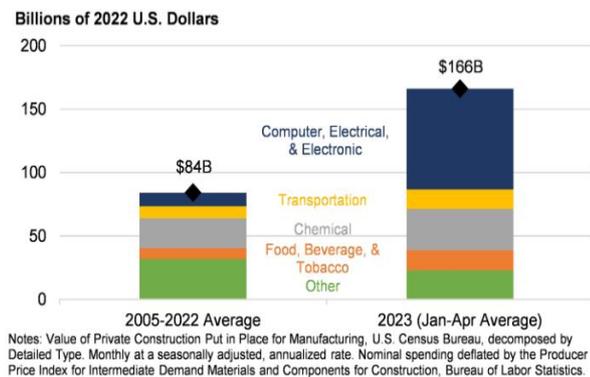
政府出台《芯片与科学法案》和《通胀削减法案》。据英国《金融时报》，两大法案颁布以来截至 2023 年 3 月，美国清洁能源、半导体等相关行业累计私人投资额也已超过 2000 亿美元。据美国财政部统计，2023 年 1-4 月，通胀调整后的制造业实际投资中，主要增长来自计算机、电子和电气行业，较 2005-2022 均值翻了一倍，投资额占所有制造业厂房投资的 50% 以上。近年来美国制造业“回流”初见成效，截至 2021 年美国 FDI 中制造业占比已经回升至本世纪以来最高水平。

图表22 近年来拜登政府出台相关法案引导基建、新能源、芯片等投资

时间	政策	内容
2021 年 11 月 15 日	《基础设施投资与就业法案》	该法案囊括了拜登政府提出的一系列基础设施建设计划，涉及道路、桥梁、铁路、公交、城市基建、电网、通讯以及水处理等多个领域，总价值超过 1.2 万亿美元
2022 年 8 月 9 日	《芯片与科学法案》	该法案将提供 2800 亿美元支持美国国内的半导体研发与生产，并直接向在美设厂的半导体公司，提供 390 亿美元的补贴，其中有 25% 以投资税收减免的方式资助公司
2022 年 8 月 16 日	《通胀削减法案》	该法案将提供高达 3690 亿美元补贴，以支持电动汽车、关键矿物、清洁能源及发电设施的生产和投资，其中 2506 亿用于能源业，477 亿用于制造业，464 亿用于环境保护，234 亿用于新能源汽车等

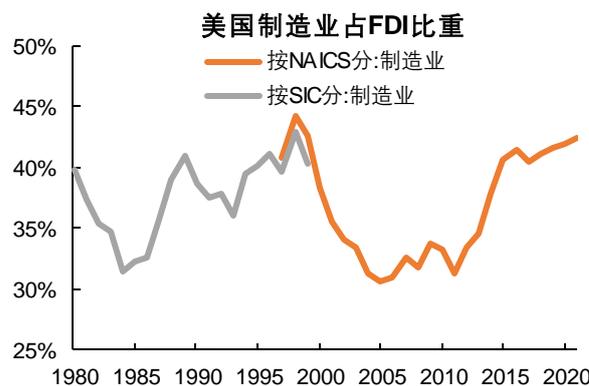
资料来源: Wind, 白宫, 平安证券研究所

图表23 2023 年以来美国计算机、电子等投资大幅上升



资料来源: 美国财政部, 平安证券研究所

图表24 近年来美国制造业“回流”初见成效



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、 美国库存周期下一步及影响

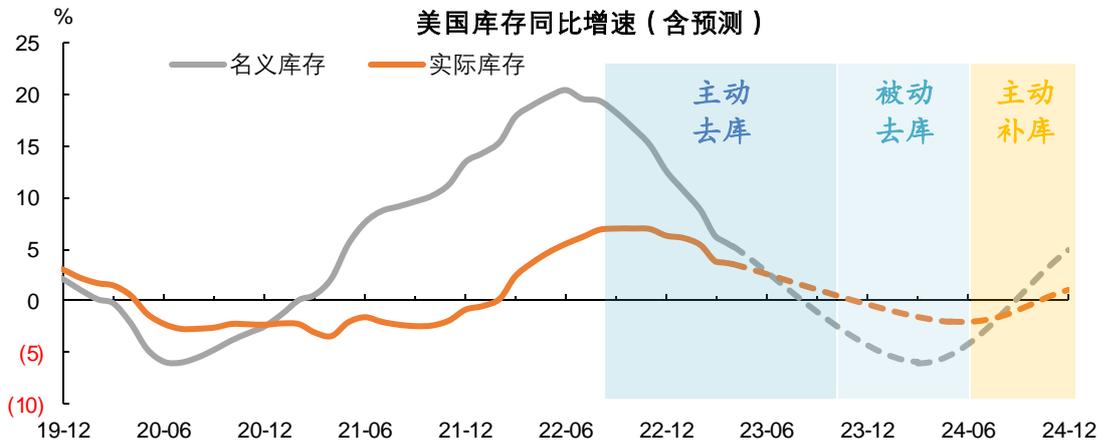
如何判断本轮美国库存周期的节点和持续性?

首先，美国本轮去库存的开启可能介于 2022 年 Q3-Q4，去库周期长度可能约为 2 年，继而当前美国仅处于去库周期前半段、即将走入后半段，补库周期的开启可能在 2024 年 Q2-Q3。判断依据：1) 考虑到本轮高通胀对库存周期的扰动，本轮去库存开启的节点可能介于名义库存顶点（2022 年 6 月）和实际库存顶点（2022 年 10 月）之间。2) 考虑高通胀可能令库存周期延长，完整周期的基准时长可能从 3 年延长至 4 年左右，去库周期可能从 1.5 年延长至 2 年左右。3) 从供应链角度思考，亦可得出本轮美国去库存周期可能延长的判断。由于供应链阻断令不同环节的企业库存周期错位，即在制造商积极去库时，部分批发和零售商可能补库，令整体去库幅度较缓、时间较长。

其次，进一步判断本轮美国库存周期的四个阶段：本轮主动去库阶段或持续至 2023Q4，之后开启被动去库阶段，2024 年

中左右开启主动补库阶段。主要依据是，目前美国 PPI 工业产品（不含燃料）同比以及名义销售同比均在下行、尚未见底，综合考虑周期规律和基数因素，预计“价格底”出现在今年三季度左右，“销售底”出现在今年四季度左右，这也是主动去库和被动去库的临界线；此后预计销售增速持续回升，待库存增速触底企稳后，进入主动补库阶段。

图表25 美国本轮去库存的开启可能介于 2022 年 Q3-Q4，去库周期长度可能约 2 年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后，以“经济底”为锚看“库存底”，也进一步支撑本轮补库周期推迟开启的判断。1968 年以来，美国实际 GDP 增速对实际库存同比增速通常呈现 1-3 个季度的领先性。考虑到美国利率或将持续维持“充分限制性”水平，目前美国经济大概率尚未触底，“经济底”可能出现在 2024 上半年。参考美国咨商会截至 2023 年 7 月的预测，其认为未来三个季度美国经济环比将持续下行，本轮 GDP 同比低点在 2024Q1，具体预测是 2023Q3 至 2024Q2，美国实际 GDP 季度同比分别为 1.1%、0%、-0.8%和-0.6%。按照库存走势相对于 GDP 的滞后规律，本轮美国实际库存触底回升的节点或在 2024 年中左右。

图表26 1968 年以来，美国实际 GDP 增速对实际库存同比增速通常呈现 1-3 个季度的领先性



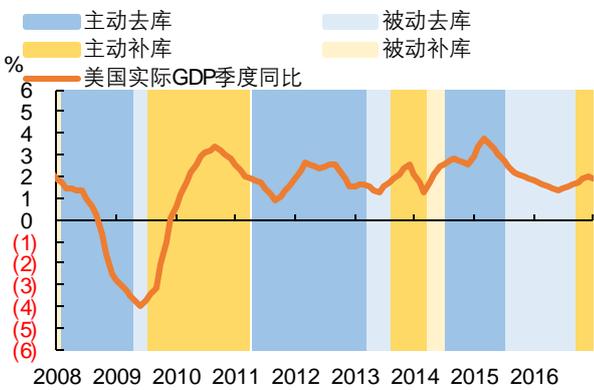
资料来源: Wind, 平安证券研究所

如何看待后续去库周期的幅度，以及对美国经济、股市和中国出口的影响？我们试做如下判断：

首先，本轮美国去库存的节奏或较平缓，对美国经济下行的放大作用或不明显。一方面，当前美国 PPI 工业产品（不含燃料）跌入负区间且正在探底，价格回落以及供应链改善等，可能帮助释放部分前期积压的补库需求，弱化总量去库存的幅度。另一方面，本轮美国去库周期恰逢制造业投资周期开启，经济下行受到对冲。**2011-13 年的美国去库周期与当前较为类似：**同样是经济危机后库存首次触顶回落，去库阶段伴随制造业投资上升，继而去库幅度比较平缓、历时较久（持续 26 个月）。在该轮去库周期，美国实际 GDP 同比增长平均为 1.9%，最低也有 1% 左右，美国经济并未被 NBER 官方定义为衰退。

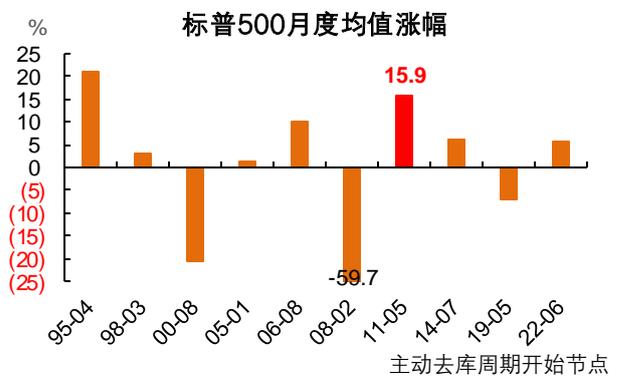
其次，本轮美国去库存对美股的冲击或相对有限。参考 2011-13 年美国主动去库阶段，美股表现良好，标普 500（月度均值）在主动去库期间的收益率达到 15.9%，在 1998 年以后 8 轮主动去库周期中表现最优。从货币政策周期角度看，今年 7 月以后的半年至一年里，可能处于美国利率“平台期”，历史上美联储停止加息至首次降息期间，美股也通常表现积极（参考报告《2023 下半年宏观经济展望：产能周期下的嬗变》）。据 FactSet 数据（截至 7 月 21 日），标普 500 企业 2023 财年盈利增速预期为 1.1%，其中工业企业盈利增速预期为 13.8%，仍然积极。不过，从“预期差”的角度看，企业主动去库阶段可能并不会像主流预期得那样很快结束，未来一年美股盈利预期下调以及股价阶段调整的风险或不能排除。

图表 27 2011-13 年去库周期中，美国经济呈现韧性



资料来源：Wind, 平安证券研究所

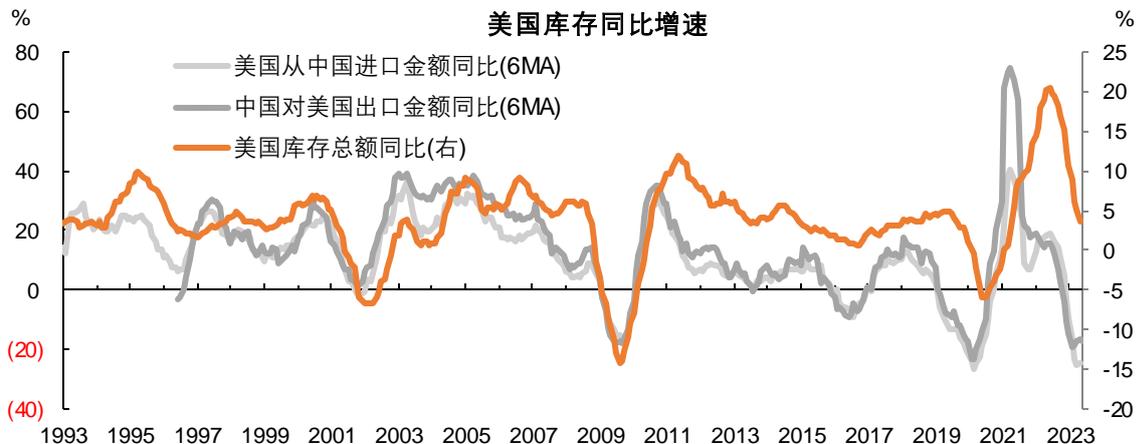
图表 28 2011-13 年主动去库期间，美股表现积极



资料来源：Wind, 平安证券研究所

最后，有关今年下半年“中美库存周期共振”利好中国出口的判断需进一步检视。数据显示，美国名义库存波动，与中国对美名义出口表现通常是同步相关的，有时呈现一定滞后性。基于美国补库周期在 2024 年中左右才开始的假设，美国补库需求对中国出口的拉动作用亦可能延后至 2024 上半年。因此，如果今年下半年美国仍在去库，则不宜盲目高估中国出口复苏弹性。

图表29 美国名义库存周期对中国对美国名义出口表现通常是同步的，有时呈现一定滞后性



资料来源: Wind,平安证券研究所

**风险提示:** 1) 美国企业补库存提前开启，原因可能是中下游批发零售补库需求阶段上升，叠加制造商补库提前开启，或者制造业投资上升的幅度和影响力超预期。2) 美国非制造业韧性不及预期，继而美国后续去库周期对经济下行的放大作用超预期。3) 美联储货币紧缩超预期，继而美国经济和市场受到额外冲击。4) 国际地缘局势超预期，可能带来新的价格和供应链扰动，干扰库存周期节奏等。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层