

# 对美出口，还能不能好转？ ——从实际库存看出口拉动

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

联系人 马骏

majun@ctsec.com

## 相关报告

1. 《出口增速或已触底——7月外贸数据解读》 2023-08-08
2. 《财政有多大发力空间？——财政政策的回顾与展望》 2023-08-07
3. 《落实政策部署——实体经济图谱2023年第23期【财通宏观陈兴团队】》 2023-08-05

## 核心观点

近来我国出口增速持续下行，这在很大程度上和发达经济体特别是美国对我国出口的拖累有关。抛开美国对我国“脱钩断链”可能带来的中长期影响，发达经济体尤其是美国库存阶段变化能否改善我国出口状况？会起到多大的带动作用？

- ❖ **美国库存周期，实际上走到哪儿了？**从常用的名义库存和名义销售数据来看，美国库存总额同比与销售总额同比持续回落，指向目前仍处在主动去库存阶段。而从实际数据上来看，库存同比依旧下跌，销售同比却已由负转正有所回升，指向当下实际已处在被动去库存阶段。名义与实际不一致，主要源自疫情时期美国通胀水平高企掩盖了实际销售增速业已回升的事实。考虑到实际数据能够排除价格水平剧烈变化的扰动，因此在接下来的分析中我们主要使用实际库存的数据。此外分部门来看，制造商、批发商和零售商的销售同比皆已出现上升拐点，库存同比尚在回落，表明三商皆处在被动去库存阶段。考虑到制造商与批发商销售拐点出现更早，库存水平相对较低，**制造商与批发商或将早于零售商补库。**
- ❖ **补库周期，年内能否启动？**从历史数据来看，实际GDP同比增速与实际库存同比增速的变化趋势、幅度高度一致，去库存一般发生在衰退时期，而补库存则对应在复苏时期。库存周期与信贷和货币周期联系较弱。**实际库存变动与GDP中的私人库存变化高度相关**，在核算GDP时，计入的是库存变化而非库存绝对值，因此更需关注库存变动情况。从2008年金融危机以来的补库规律来看，实际库存同比增速或在今年12月前后出现拐点。而根据历史情况，我们统计了补库周期拐点出现前后私人库存变化对GDP同比的贡献率，进而预测实际库存同比增速。结果显示，中性（基准）情形下，**补库将助力美国经济着陆，年内或将迎来补库周期。**
- ❖ **提振我国出口，利好哪些行业？**我们发现美国进口同比略微领先库存同比，中国对美出口与美国总进口走势高度一致。因此，一旦美国开启补库周期，其进口回升也将带动中国出口表现好转。我们根据二者相关性做出预测，中性情景下，**明年上半年美国补库拉动我国出口增速将在2-3个百分点左右。**我们测算了当前美国不同行业库存同比的历史分位数水平，以及其对中国的进口依赖度。结合各行业库存水平以及对美国进口依赖度来看，未来**塑料和橡胶产品、家具及相关产品、造纸印刷以及电子产品和电器设备**等行业出口表现或将更好。
- ❖ **风险提示：**美联储货币紧缩不及预期，美国经济韧性不及预期，市场对加息预期波动较大，美联储对实际利率预测存在偏差。

## 内容目录

1 美国库存周期，实际上走到哪儿了？ .....	3
2 补库周期，年内能否启动？ .....	5
3 提振我国出口，利好哪些行业？ .....	7

## 图表目录

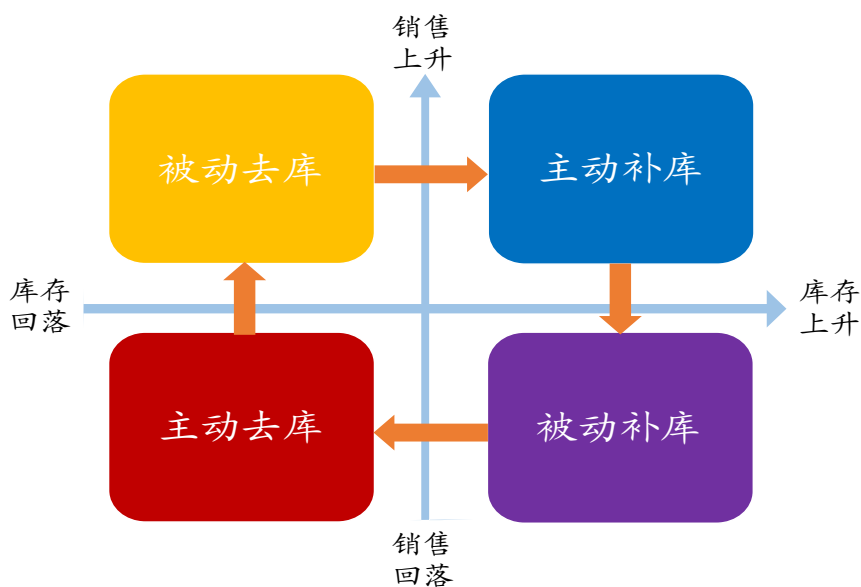
图 1. 库存周期阶段循环图 .....	3
图 2. 名义库存和销售同比 (%) .....	4
图 3. 实际库存和销售同比 (%) .....	4
图 4. 美国库存、销售的名义与实际同比之差和 CPI 变动较为一致 (%) .....	4
图 5. 美国各部门实际销售同比 (%) .....	5
图 6. 美国各部门实际库存同比 (%) .....	5
图 7. 美国库存周期与经济周期 (%) .....	5
图 8. 美国库存周期与信贷、货币周期 (%) .....	5
图 9. 实际库存与私人固定投资同比 (%) .....	6
图 10. 实际库存与个人消费支出同比 (%) .....	6
图 11. 实际库存变化与 GDP 私人库存分项 (十亿美元) .....	6
图 12. 私人库存变化对 GDP 同比贡献 (%) .....	6
图 13. 美国实际库存与 GDP 各项数据预测汇总 .....	7
图 14. 美国实际库存季度同比预测 (%) .....	7
图 15. 美国实际库存总额预测 (十亿美元) .....	7
图 16. 美国库存与美国商品进口同比 (%) .....	8
图 17. 美国库存与中国对美出口同比 (%) .....	8
图 18. 中国总出口同比增速受美国库存变动预测 (%) .....	8
图 19. 美国库存周期拉动中国总出口季度同比情况预测 .....	9
图 20. 美国制造商和批发商分行业实际库存情况 .....	9

近来我国出口增速持续下行，这在很大程度上和发达经济体特别是美国对我国出口的拖累有关。抛开美国对我国“脱钩断链”可能带来的中长期影响，发达经济体尤其是美国库存阶段变化能否改善我国出口状况？会起到多大的带动作用？本报告对此进行展开分析。

## 1 美国库存周期，实际上走到哪儿了？

库存周期反映市场供需格局变化。库存周期亦称基钦周期，由经济学家约瑟夫·基钦提出，用于描述企业库存的周期性变动，是一种时间较短的经济周期。一轮完整的库存周期主要包括四个阶段：经济处于繁荣期，销售与库存齐升的**主动补库**阶段；经济处于衰退期，销售下降导致库存上升的**被动补库**阶段；经济处于萧条期，销售与库存齐跌的**主动去库**阶段；经济处于复苏期，销售上升导致库存下降的**被动去库**阶段。其中，库存与销售在一定程度上可以分别代表供给与需求的力量，由于市场供需格局的变化，需求变动往往领先于库存，因此库存便会出现周期性波动。

图1.库存周期阶段循环图



数据来源：Hornstein, Andreas. "Inventory investment and the business cycle." FRB Richmond Economic Quarterly 84.2 (1998): 49-71., 财通证券研究所

实际库存已处于**被动去库**。那么美国现在库存周期处于哪一阶段呢？如果从市场常用的**名义库存和名义销售**数据来看，库存总额同比与销售总额同比自去年2季末至今不断回落，指向目前仍处在**主动去库存阶段**。但是如果从实际值上来看，虽然库存同比增速依旧下跌，销售同比却已由负转正，呈现回升趋势，并且5月

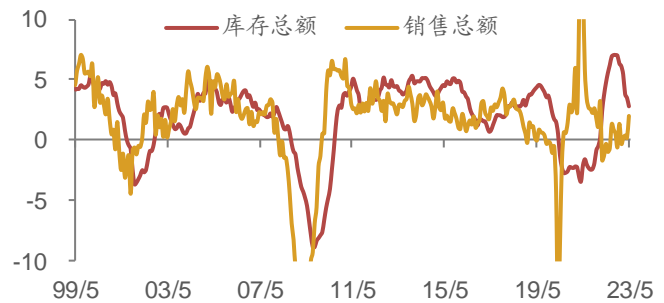
实际销售同比增速明显扩大，指向当下实际库存或已处在被动去库存阶段，领先名义数据变化。

图2.名义库存和销售同比 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

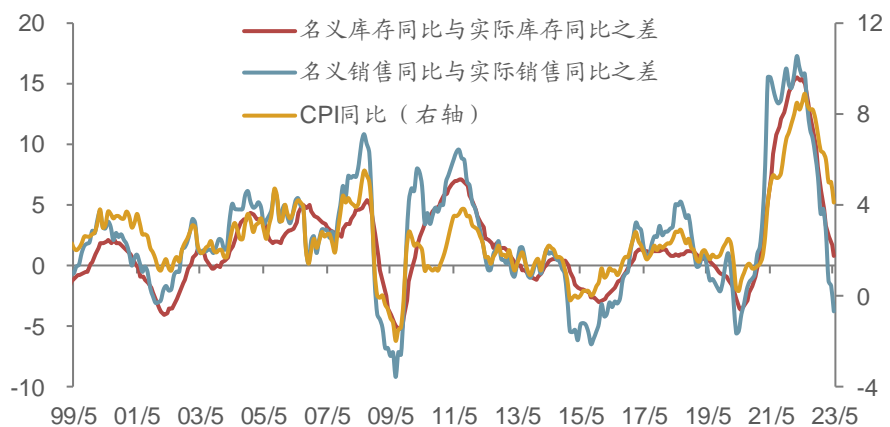
图3.实际库存和销售同比 (%)



数据来源：BEA，财通证券研究所

**为何实际库存周期与名义库存周期不符？**当下名义销售与实际销售的趋势背离，主要源自前期通胀水平高企，掩盖了实际销售增速业已回升的事实。**实际销售好转的底气在于消费韧性。**由于后疫情时代供给长期弱于需求，叠加通胀顺畅回落，实际薪酬增速持续上升，并且政府构建的收入缓冲垫仍未消失，所以消费仍具有较强韧性。名义和实际库存的周期在疫情前基本吻合，但实际数据能够排除疫情后价格水平剧烈变化的扰动，反应真实库存周期对经济的影响，并且考虑到未来美国通胀增速波动幅度将明显减小，因此在接下来的分析中我们主要使用实际库存的数据。

图4.美国库存、销售的名义与实际同比之差和 CPI 变动较为一致 (%)

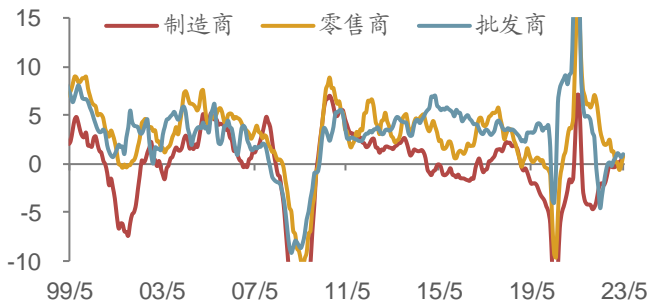


数据来源：WIND，BEA，财通证券研究所

**制造商和批发商或将率先补库。**美国库存数据主要分为三大部门，分别是制造商、批发商和零售商，其各自销售和库存走势与总体并不完全一致。**一方面，从销售同比增速来看，**制造商与批发商在去年 11 月便开始回升，零售商则较晚，于今年年初才出现拐点，但目前三商同比增速均已回正。**另一方面，从库存同比增速来**

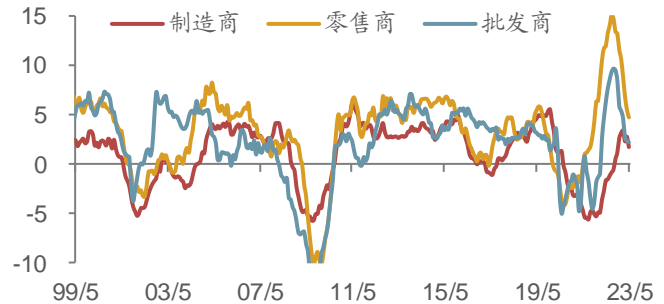
看，三商均在回落阶段，但回落幅度略有不同。同时制造商、批发商同比增速现有水平低于零售商，指向制造商、批发商库存水平相对较低。以上数据表明，三商皆已处在被动去库存阶段。考虑到制造商与批发商销售拐点出现更早，库存水平相对较低，制造商与批发商或将早于零售商补库，而前两者库存占总体库存水平约七成，其补库行为也将推动总体库存周期转为补库。

图5.美国各部门实际销售同比 (%)



数据来源：BEA，以上为3个月移动平均且滞后1个月，财通证券研究所

图6.美国各部门实际库存同比 (%)

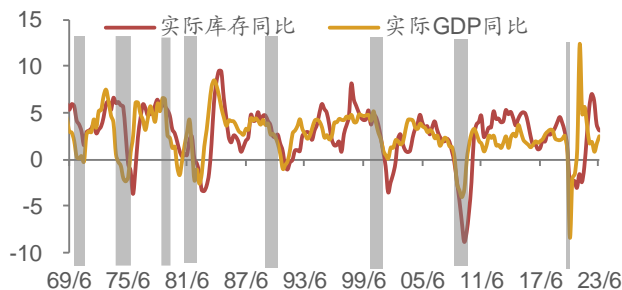


数据来源：BEA，财通证券研究所

## 2 补库周期，年内能否启动？

库存变化与经济走势联系紧密。如前文所言，销售同比增速是库存同比增速的领先指标，销售情况取决于居民的收入水平，而个人收入水平则同经济运行状况联系紧密。从历史数据来看，实际GDP同比增速与实际库存同比增速的变化趋势、幅度高度一致，且GDP增速变化大致领先库存周期约1-2个季度，去库存一般发生在衰退时期，而补库存则对应在复苏时期。库存周期与信贷和货币周期联系较弱。虽然整体来看，指标间相关性并不显著，但在经济衰退时，库存与利率呈现正相关，与信贷呈现明显的负相关，主要由于美联储的逆周期调节政策所致。

图7.美国库存周期与经济周期 (%)



数据来源：WIND，BEA，阴影区域代表NBER衰退期间，财通证券研究所

图8.美国库存周期与信贷、货币周期 (%)

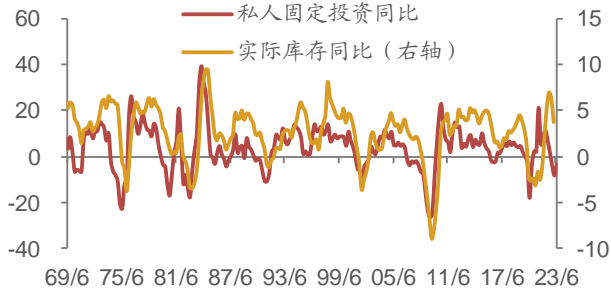


数据来源：WIND，BEA，阴影区域代表NBER衰退期间，财通证券研究所

当经济遭遇衰退时，需求往往弱于供给，企业需要缩减生产规模、去库存，私人投资随即下行。同时企业削减人力开支，带动工作岗位、薪酬水平下降，最终导

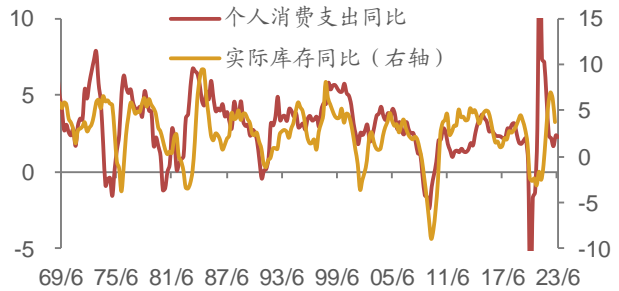
致个人消费支出下降，库存周期则逐步切换至被动补库和主动去库周期。总的来说，私人投资、个人消费与实际库存走势十分相似，且大致领先库存 1-2 个季度变动。

图9.实际库存与私人固定投资同比 (%)



数据来源：WIND, BEA, 财通证券研究所

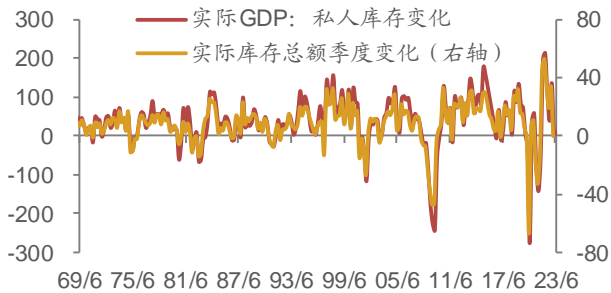
图10.实际库存与个人消费支出同比 (%)



数据来源：WIND, BEA, 财通证券研究所

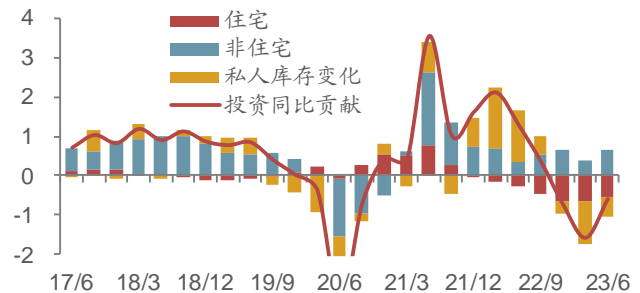
实际库存和 GDP 私人库存变化高度一致。库存规模属于存量概念，而 GDP 则是流量概念，因此在核算 GDP 时，计入的是库存变化而非库存绝对值。尽管商业领域的库存与 GDP 私人库存的口径并不完全一致，但其变化趋势却高度一致。值得注意的是，私人库存绝对值占 GDP 的比重较低，但其变动值的波动更加显著，对 GDP 同比贡献影响较大。

图11.实际库存变化与 GDP 私人库存分项 (十亿美元)



数据来源：WIND, BEA, 财通证券研究所

图12.私人库存变化对 GDP 同比贡献 (%)



数据来源：WIND, 财通证券研究所

补库将助力美国经济着陆。从 2008 年金融危机以来的补库规律来看，实际库存同比增速或在今年 12 月前后出现拐点。而根据历史情况，我们统计了补库周期拐点出现前后私人库存变化对 GDP 同比的贡献率，进而预测后续 GDP 私人库存的变化，再根据 GDP 中的私人库存变化与实际库存季度变动的对应关系，进一步得到实际库存总额变化以及实际库存同比增速预测值。此外，我们在情景分析中，针对乐观和悲观情景，分别假设库存拐点提前、滞后约一个季度，并对私人库存变化的 GDP 贡献率进行了调整。结果显示，在乐观预测下，私人库存变化将在四季度大幅转正，并带动对 GDP 同比贡献大幅回升至约 0.3% 水平；在中性预测下，私人库存变化对 GDP 同比贡献拉动不及乐观情景；而在悲观预测下，去库存阶段将保持较长时间。

图13.美国实际库存与 GDP 各项数据预测汇总

情景	季度	私人库存变化 GDP 同比贡献率 (%)	GDP: 私人库存变化 (十亿美元)	库存季度变动 (十亿美元)	实际库存总额 (十亿美元)	实际库存同比 (%)
乐观	23Q3	-0.40	-41.47	-3.42	2326.90	1.68
	23Q4	0.26	188.62	53.09	2379.98	2.50
	24Q1	0.29	62.59	22.14	2402.12	3.48
	24Q2	0.41	92.51	29.49	2431.61	4.35
中性	23Q3	-0.47	-55.47	-6.85	2323.46	1.53
	23Q4	-0.80	-24.75	0.69	2324.15	0.10
	24Q1	0.26	55.87	20.49	2344.63	1.01
	24Q2	0.29	68.73	23.65	2368.28	1.63
悲观	23Q3	-0.63	-87.59	-14.74	2315.57	1.18
	23Q4	-0.68	0.19	6.82	2322.38	0.02
	24Q1	-0.84	-166.72	-34.17	2288.21	-1.42
	24Q2	0.21	51.43	19.40	2307.61	-0.97

数据来源: WIND, BEA, 财通证券研究所

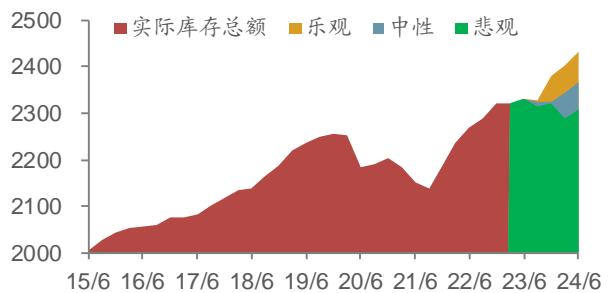
年内或将迎来补库周期。由于美国实际库存周期已经处于被动去库阶段，未来随着销售趋势回升，或将逐步进入主动补库阶段。根据前文的预测，在乐观情景下，实际库存同比将在三季度末出现拐点，库存总额逐步攀升，带动库存周期切换至主动补库阶段；在中性（基准）情景下，库存同比将在四季度末出现拐点，仍在正值区间，明年一季度开启大规模补库；而在悲观情景下，库存同比持续下探，于明年一季度触底反弹，库存总额可能陷入负增长。

图14.美国实际库存季度同比预测 (%)



数据来源: BEA, 财通证券研究所

图15.美国实际库存总额预测 (十亿美元)



数据来源: BEA, 财通证券研究所

### 3 提振我国出口，利好哪些行业？

对美出口与库存周期大体同步。美国作为全球主要的消费市场，每年都有巨量的海外商品进口需求。而每当美国处于补库周期时，其商品进口增速同样处于上行区间，且美国进口同比增速略微领先库存同比，两者的趋势在方向和幅度上均高度一致。与此同时，由于中国对美出口在美国总进口中占据较大部分，这使得中国对美出口与美国总进口走势高度一致。因此，美国库存周期步入去库阶段时，

进口同比增速同样下滑，拖累中国对美出口。反之，一旦美国开启补库周期，其进口回升也将带动中国出口表现好转。

图16.美国库存与美国商品进口同比 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

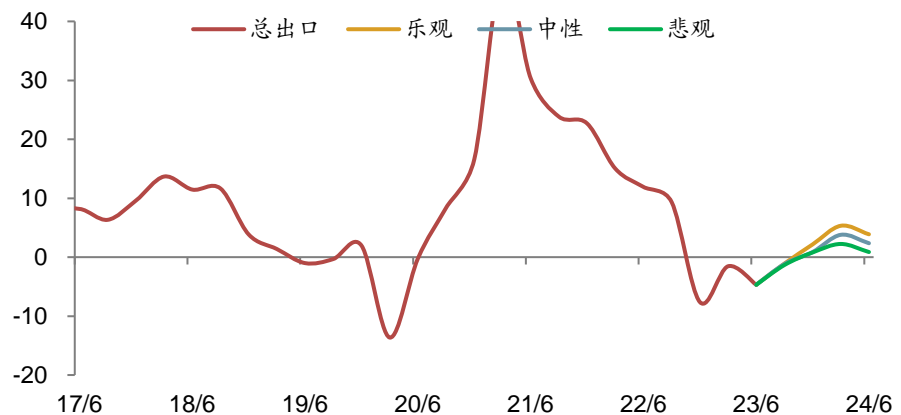
图17.美国库存与中国对美出口同比 (%)



数据来源：WIND，中国对美出口为3个月移动平均，财通证券研究所

**补库提振出口上行。**正如上文指出，中国对美出口总额和美国名义库存同比之间存在显著相关性，根据历史数据计算得到库存变动与对美出口绝对值的对应系数，利用实际库存、名义库存与CPI同比之间的显著相关性，结合上文针对实际库存同比的预测，进一步得到名义库存绝对值，根据预测的名义库存水平绝对值变动可以计算得到对美出口额的绝对值。在假设其他因素均不变的情况下，便可以推出其对中国出口同比增速的贡献情况。

图18.中国总出口同比增速受美国库存变动预测 (%)



数据来源：WIND，BEA，财通证券研究所

**对我国出口贡献显著上升。**预测结果显示，乐观情景下，美国库存对出口贡献将在今年四季度转正，在明年一季度到达高点，对总出口的提振达到5个百分点。在中性情景下，补库对出口的拉动幅度不及乐观情景，今年四季度转正，对我国出口提振约3.6个百分点。在悲观情景下，去库存阶段负面影响仍大，将持续较长时间，后续出口贡献也弱于中性和乐观情景。



**图19.美国库存周期拉动中国总出口季度同比情况预测**

情景	季度	对美出口拉动 (%)	对总出口拉动 (%)
乐观	23Q3	-7.1	-1.1
	23Q4	14.3	2.1
	24Q1	35.1	5.0
	24Q2	25.6	3.8
中性	23Q3	-7.6	-1.2
	23Q4	5.7	0.9
	24Q1	25.0	3.6
	24Q2	15.6	2.3
悲观	23Q3	-8.6	-1.4
	23Q4	5.5	0.8
	24Q1	15.0	2.2
	24Q2	5.9	0.9

数据来源：WIND，BEA，财通证券研究所

**消费品将迎来出口机遇。**根据实际库存的细分项数据，我们计算了当前不同行业库存同比的历史分位数水平，并通过美国从中国进口相关行业产品的份额得到其对中国的进口依赖度。**从库存同比的历史分位水平来看**，塑料和橡胶产品、家具及相关产品、造纸印刷以及石油和煤炭等行业较低，更早转向补库的可能性较大。**从进口依赖度来看**，杂项耐用品、家具及相关产品、电子产品和电器设备位居前列，上述行业对中国出口的拉动效应更强。结合各行业产品对中国进口依赖度来看，未来**塑料和橡胶产品、家具及相关产品、造纸印刷以及电子产品和电器设备**等行业出口或将更好。

**图20.美国制造商和批发商分行业实际库存情况**

行业分类	对中国进口依赖度 (%)	同比增速历史分位 (%)
杂项耐用品	74.3	42.1
家具及相关产品	34.2	11.7
电子产品与电器设备	30.6	31.6
纺织、服装制造	29.8	60.4
机械制造、五金	23.7	97.7
造纸、印刷	19.2	13.7
塑料和橡胶产品	14.2	0.6
化学制造及相关产品	10.5	75.4
木制品、建筑材料	10.0	75.4
金属制品	6.6	64
运输设备及零部件	6.1	83.3
食品制造	3.1	63.3
石油和煤炭	0.1	15.3

数据来源：BEA，WIND，财通证券研究所，杂项耐用品指除现有行业产品外，其他可回收材料、文娱用品、木材、玩具、弹药以及游乐船等耐用品商品。

**风险提示：**美联储货币紧缩不及预期，美国经济韧性不及预期，市场对加息预期波动较大，美联储对实际利率预测存在偏差。

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。