

对美出口改善，哪些行业更受益？ ——从行业周期看出口拉动

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002
chenxing@ctsec.com

分析师 马骏

SAC 证书编号: S0160523080004
majun@ctsec.com

相关报告

1. 《【财通宏观陈兴团队】货币宽松进程未止——2023年8月金融数据解读》 2023-09-11
2. 《美国经济仍有韧性——海外聚焦2023年第3期》 2023-09-10
3. 《新房销售不如二手——实体经济图谱 2023年第28期【财通宏观陈兴团队】》 2023-09-10

核心观点

8月我国对美出口增速显著反弹，与我们在此前报告中的预期一致。那么，对美出口增速的提升，哪些行业因此会更为受益？

- ❖ **行业库存周期，到了什么阶段？**从一级分类来看，消费品占美国库存比重近一半，占中国对美出口比重约6成；原材料占美国库存比重约三分之一，但在我国对美出口中仅占不到2成；资本品占美国库存比重约两成，占我国对美出口约四分之一。**结合实际库存和销售数据来看**，原材料率先被动去库，资本品和消费品正由主动去切换至被动去。**从行业层面来看**，机械、服装和皮革仍位于**主动去库阶段**，化学制品尚在**补库阶段**，其他行业处于被动去库阶段。消费品未来改善空间较大，**从库存历史分位水平来看**，原材料和资本品部分行业库存同比增速年内将保持高位，并逐步下行。**从进口依赖度来看**，电子电器，家具家居及建材和服装皮革行业位居前列。综合两方面因素，**服装、家具家居和电子电器等消费品行业未来对美出口改善空间较大。**
- ❖ **去库转入补库，行业谁先谁后？**根据历史上各行业的补库规律，我们对其库存走势进行了预测。从结果来看，**家具家居和电子电器正接近于转入补库周期，而服装和皮革等消费品行业紧随其后**，机械设备和化学制品行业库存周期变化相对偏慢，正处于上一轮补库向去库周期切换的阶段，后续或将有较长的去库进程。从实际库存增速来看，**资本品库存已高，消费品行将发力**。从**具体行业来看**，交运行业年内增速仍居高位，地产链行业如家具和建材四季度或有机遇，电子电器和服装皮革预计将于明年迎来累库。
- ❖ **对美出口变化，哪些行业更受益？**美国库存变化与其商品进口之间存在着一致性，而美国重点商品进口趋势又和我国出口息息相关。根据我们的预测，从一级分类看各行业对我国出口增速的拉动，资本品或在今年四季度转正，消费品在明年一季度转正，原材料在明年二季度转正。综合库存和出口的各项数据，我们发现，**电子电器、家居建材和服装等行业表现较好**。电子电器行业美国对于中国出口依赖度约为五分之一，其将在今年四季度开始补库，而美国库存周期变动对该行业出口的拉动将于明年一季度转正。家具家居及建材行业对于中国出口的依赖度超过三分之一，库存变动对该行业出口的拉动将录得同期所有行业的最高值。我们匹配并计算海外业务收入占比较高的行业。电子电器设备行业对应电子、家用电器和电力设备三个一级行业，其中，**其他家电（如按摩椅）的海外营收占比最高，超过60%，照明设备、元件以及光学光电子的海外营收占比也接近一半**。家具家居行业中，**家居用品的海外营收占比最高，超过四分之一，玻璃玻纤的海外营收占比也接近五分之一**。服装行业中，**纺织制造海外营收占比最高，超过40%**。
- ❖ **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 行业库存周期，到了什么阶段？	3
2 去库转入补库，行业谁先谁后？	5
3 对美出口变化，哪些行业最受益？	7

图表目录

图 1. 美国各行业库存初步分类情况.....	3
图 2. 资本品、原材料、消费品实际库存同比 (%)	4
图 3. 资本品、原材料、消费品实际销售同比 (%)	4
图 4. 美国各行业实际库存周期所处阶段.....	4
图 5. 各行业库存情况以及对中进口依赖度 (%)	5
图 6. 各行业在库存周期中的相对位置.....	6
图 7. 原材料和资本品行业实际库存同比 (%)	6
图 8. 消费品行业实际库存同比 (%)	6
图 9. 机械行业名义库存同比预测 (%)	7
图 10. 电子电器行业名义库存同比预测 (%)	7
图 11. 金属矿物名义库存与商品进口同比 (%)	7
图 12. 金属矿物行业进口与对美出口同比 (%)	7
图 13. 库存变动对我国向美国出口增速的拉动 (%)	8
图 14. 美国库存变动对我国出口同比增速的拉动 (%)	8
图 15. 库存变动对行业出口增速的拉动 (%)	8
图 16. 库存变动对行业出口增速的拉动 (%)	8
图 17. 美国各行业实际库存与出口各项预测汇总.....	9
图 18. 部分相关申万行业海外营收占比 (%)	10

8月我国对美出口增速显著反弹，与我们在报告《对美出口，还能不能好转？——从实际库存看出口拉动》中的预期一致。那么，对美出口增速的提升，哪些行业会因此更为受益？本报告对此进行展开分析。

1 行业库存周期，到了什么阶段？

消费品占美国库存一半，而占我国对美出口约六成。我们将美国公布的行业库存数据归纳整合，初步划分成三个一级分类行业和13个二级分类行业¹。从一级分类来看，消费品占美国库存比重近一半，占中国对美出口比重约6成，原材料占美国库存比重约三分之一，但在我国对美出口中仅占不到2成，资本品占美国库存比重约两成，占我国对美出口约四分之一。

图1.美国各行业库存初步分类情况

一级分类	二级分类	美国库存中占比 (%)	我国对美出口中占比 (%)
原材料	金属和矿物	16.3	6.5
	塑料和橡胶	2.0	5.6
	化学制品	7.7	3.3
	农林纸纺	6.9	2.5
	合计	33.0	17.8
资本品	机械设备和专业设备	15.6	23.0
	运输设备	5.5	0.6
	合计	21.1	23.6
消费品	电子电器	11.5	27.0
	服装	2.6	9.3
	家具家居及建材	3.0	6.4
	汽车及零部件	7.3	3.8
	食饮烟药	11.8	1.6
	皮革	0.2	1.4
	杂项	9.6	9.0
	合计	45.9	58.5

数据来源：BEA，财通证券研究所，美国库存比重和中国对美出口比重数据均为近一年数据计算。

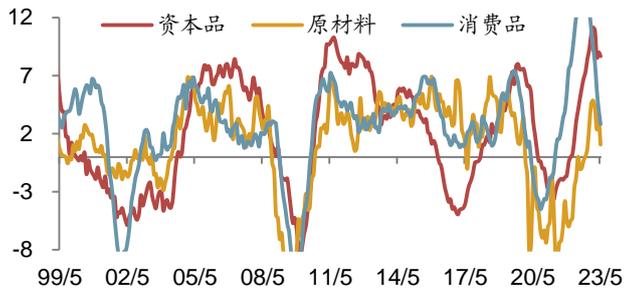
原材料率先被动去库，资本品和消费品正由主动去切换至被动去。一方面，从实际库存同比增速来看，自去年起，消费品、资本品、原材料依次开启去库周期，而原材料和消费品同比增速历史分位数较低，或将率先触底开启补库。另一方面，

¹ 在后文分析中，考虑到出口重要程度和行业复杂度，农林纸纺和食饮烟药没有进行展开。

从销售同比增速来看，资本品和消费品在 2021 年开启下行周期并于近期转为上行，而原材料在 2022 年小幅回落后开始持续上升。

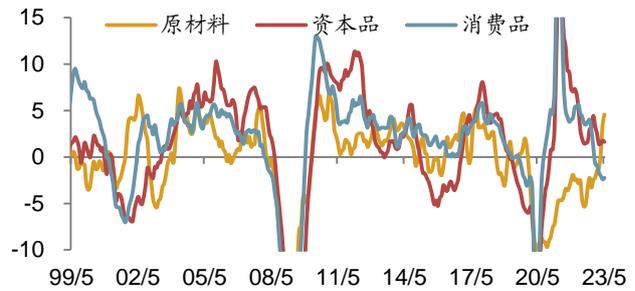
结合库存和销售数据来看，原材料率先开启被动去库阶段，资本品和消费品正由主动去库逐渐切换至被动去库。

图2.资本品、原材料、消费品实际库存同比 (%)



数据来源：BEA，财通证券研究所

图3.资本品、原材料、消费品实际销售同比 (%)



数据来源：BEA，实际销售同比为 3 个月移动平均，财通证券研究所

多数行业仍在被动去库。结合库存与销售同比增速，具体到二级行业层面来看，机械、服装和皮革仍处于主动去库阶段，化学制品尚处于补库阶段，其他行业虽处于被动去库阶段，但随着销售的逐步回暖，未来或也将逐步向补库阶段切换。

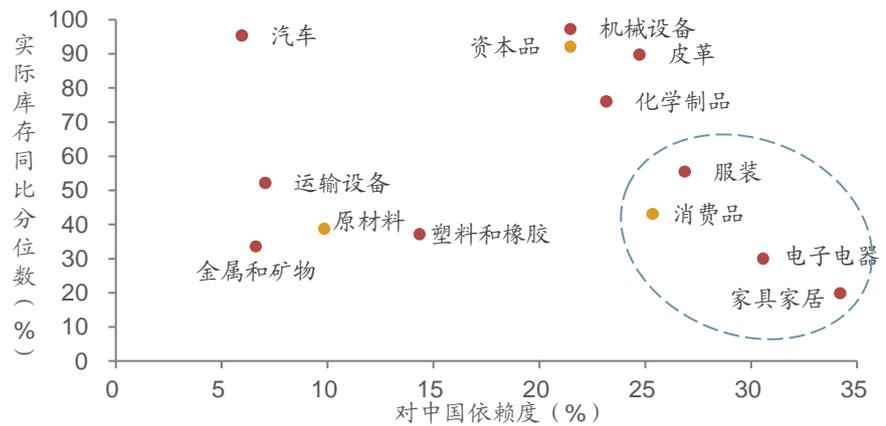
图4.美国各行业实际库存周期所处阶段

行业	实际库存同比增速趋势	实际销售同比增速趋势	目前阶段
金属和矿物			被动去库
化学			被动补库
塑料和橡胶			被动去库
机械			主动去库
运输设备			被动去库
电子电器			被动去库
汽车及零部件			被动去库
家具家居及建材			被动去库
服装			主动去库
皮革产品			主动去库
杂项			被动去库

数据来源：BEA，财通证券研究所，趋势数据为 2015 年 1 月至今。

消费品未来改善空间较大。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，得到各类产品对中国的进口依赖度。从库存历史分位水平来看，金属和矿物、电子电器和家具家居及建材等行业较低，更早转向补库的可能性较大。从进口依赖度来看，电子电器、家具家居及建材和服装皮革行业位居前列，上述行业对中国出口的依赖更高。综合两方面因素来看，服装、家具家居和电子电器等消费品行业未来对美出口改善空间较大。

图5.各行业库存情况以及对美国进口依赖度 (%)

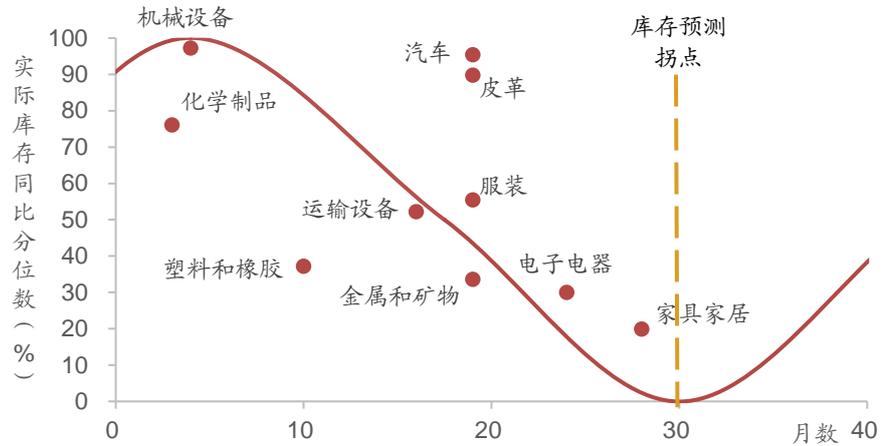


数据来源: BEA, ITC, 财通证券研究所

2 去库转入补库，行业谁先谁后？

家具家居和电子电器即将转入补库。根据历史上各行业的补库规律，我们对其库存走势进行了预测。从结果来看，家具家居和电子电器正接近于转入补库周期，而服装和皮革等消费品行业紧随其后，机械设备和化学制品行业库存周期变化相对偏慢，正处于上一轮补库向去库周期切换的阶段，后续或将有较长的去库进程。

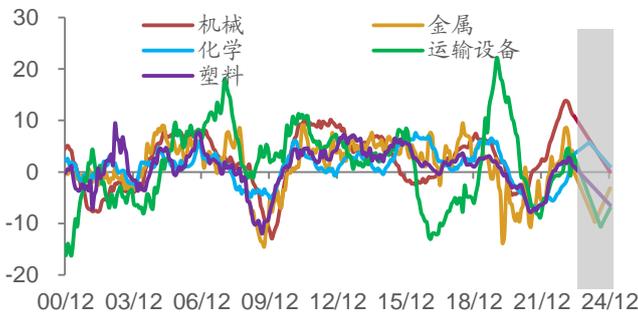
图6.各行业在库存周期中的相对位置



数据来源：BEA，财通证券研究所，行业横坐标与拐点 $x=30$ 的差值即为迎来拐点的剩余时间。

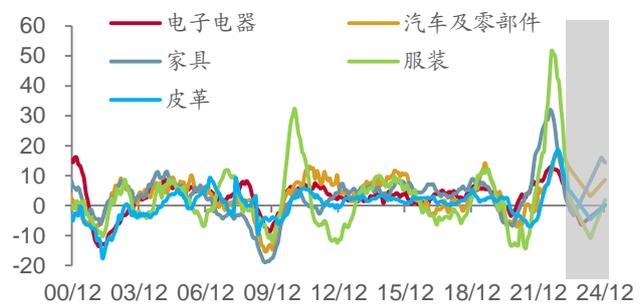
资本品库存已高，消费品行将发力。从实际库存同比增速水平来看，原材料和资本品部分行业库存同比增速预计年内将保持高位，并逐步下行。而消费品行业即将迎来库存拐点，其库存同比增速随即或将开启上行。从具体行业来看，交运行业年内增速仍居高位，地产链行业如家具和建材四季度或有机遇，电子电器和服装皮革预计将于明年迎来累库。

图7.原材料和资本品行业实际库存同比（%）



数据来源：BEA，WIND，财通证券研究所，灰色阴影部分为预测值。

图8.消费品行业实际库存同比（%）



数据来源：BEA，WIND，财通证券研究所，灰色阴影部分为预测值。

名义库存走势与实际库存后续趋于一致。各行业库存的名义和实际同比增速大有不同，我们以化学制品行业和金属矿物行业为例进行分析，发现行业的名义实际和库存同比增速差与对应通胀项走势基本一致。与原材料行业类似，资本品和消费品中具体行业同样满足上述规律。

由于行业的名义和实际库存同比增速差与对应项通胀数据走势基本一致，根据历史数据可以计算得到二者之间的相关系数，结合上文对各行业实际库存同比的预测，可以进一步得到各行业名义库存增速。考虑到各行业对应通胀水平目前基本回归疫情前中枢，未来名义库存同比与实际库存同比趋势基本一致。

图9.机械行业名义库存同比预测 (%)



数据来源：BEA, WIND, 财通证券研究所, 2023年5月后为预测数据

图10.电子电器行业名义库存同比预测 (%)

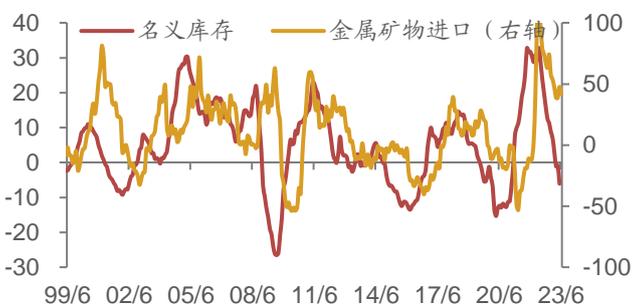


数据来源：BEA, WIND, 财通证券研究所, 2023年5月后为预测数据

3 对美出口变化，哪些行业最受益？

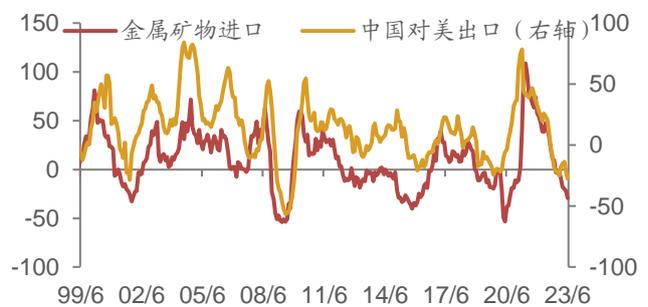
各行业对美出口与其库存周期同步。具体到各行业而言，美国库存变化与其商品进口之间存在着一致性，而美国重点商品进口趋势又和我国出口息息相关。以金属和矿物行业为例，自去年二季度以来金属和矿物行业名义库存持续下行，与此同时，金属和矿物行业的中国对美出口同比也呈现下降趋势，二者的趋势保持高度一致。

图11.金属矿物名义库存与商品进口同比 (%)



数据来源：WIND, CEIC, 财通证券研究所

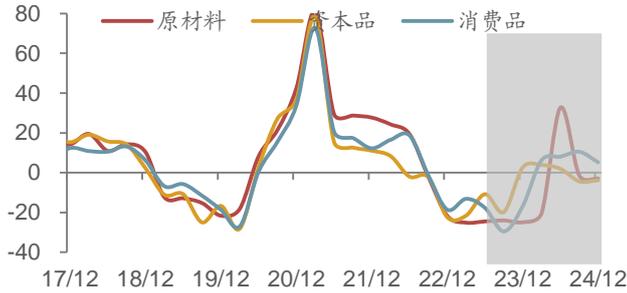
图12.金属矿物行业进口与对美出口同比 (%)



数据来源：WIND, CEIC, 对美出口为3个月移动平均, 财通证券研究所

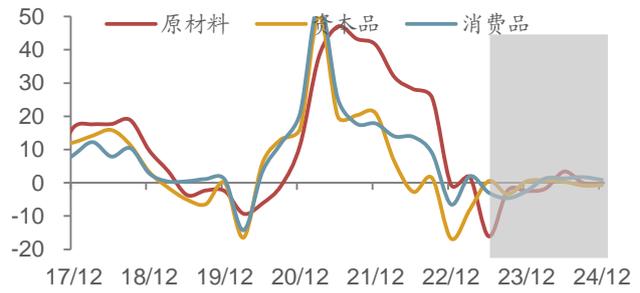
补库推动出口上行。正如上文指出，在行业层面中，中国对美出口和美国名义库存之间存在显著相关性。根据历史数据可以计算得到库存变动与对美出口绝对值的对应系数，结合上文针对名义库存同比的预测，可以计算得到对美出口的绝对值。在假设其他因素均不变的情况下，便可以得到其对该行业中国总出口同比增速的贡献情况。从一级分类来看，资本品或在今年四季度转正，消费品在明年一季度转正，原材料在明年二季度转正。

图13.库存变动对我国向美国出口增速的拉动 (%)



数据来源: BEA, WIND, 财通证券研究所, 灰色阴影部分为预测值。

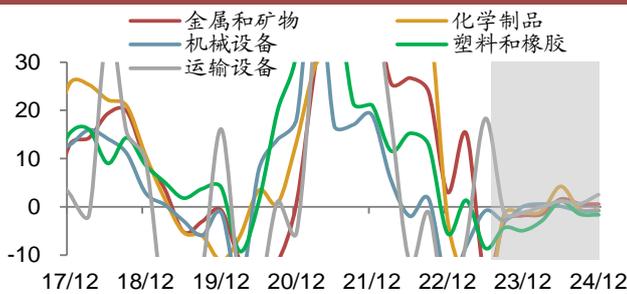
图14.美国库存变动对我国出口同比增速的拉动 (%)



数据来源: BEA, WIND, 财通证券研究所, 灰色阴影部分为预测值。

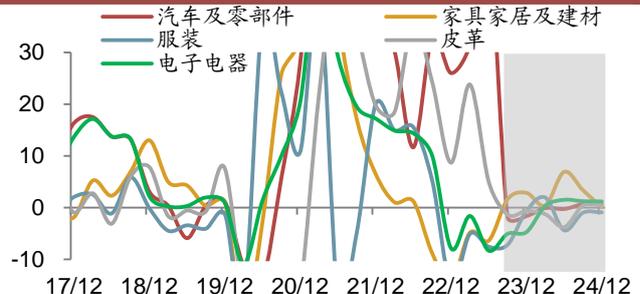
美国库存周期变动对家具家居及建材出口将率先由拖累转为拉动。具体到二级行业分类来看,在原材料中,美国库存周期变动对金属矿物、化学制品和塑料橡胶行业出口的拉动,均将在明年二季度转正,对各行业出口增速的拉动预计分别达到1.6、4.2和1.2个百分点。在资本品中,美国库存周期变动对机械和专业设备行业出口的拉动,或于今年四季度转正,并将在明年一季度达到高点,而对运输设备行业出口增速的拉动或于明年二季度转正。在消费品中,美国库存周期变化对家具家居行业出口增速将率先由拖累转为拉动,拉动效应将于今年三季度转正,并在明年二季度到达高点。对服装和电子电器行业出口增速的拉动将在明年一季度转正,对各行业出口增速的拉动或分别达到2个百分点和0.4个百分点。而对汽车和皮革行业出口增速的拉动转正时间最晚,直到明年三季度才由拖累重回拉动。

图15.库存变动对行业出口增速的拉动 (%)



数据来源: WIND, 财通证券研究所, 灰色阴影部分为预测值。

图16.库存变动对行业出口增速的拉动 (%)



数据来源: WIND, 财通证券研究所, 灰色阴影部分为预测值。

电子电器、家居建材以及服装行业表现较好。综合库存和出口的各项数据,我们发现,电子电器、家居建材和服装等行业表现较好。电子电器行业美国对于中国出口依赖度约为五分之一,预计其将在今年四季度开始补库,而美国库存周期变动对该行业出口的拉动将于明年一季度转正,且较今年三季度提升5.4个百分点。家具家居及建材行业对于中国出口的依赖度超过三分之一,库存变动对该行业出口拉动转正时点,以及其实际库存拐点预计在今年三季度,均早于其他行业。同时库存变动对该行业出口的拉动将在明年二季度达到6.9个百分点的峰值,也是

同期所有行业的最高值。近来美国地产行业多项指标稳中向好，地产回暖将继续带动配套家具家居和建材的需求。**服装行业**对于中国出口的依赖同样较高，预计将于明年二季度开始补库，而库存变动对该行业出口的拉动将在明年一季度转正，拉动绝对值较今年三季度提升 9.1 个百分点。

图 17. 美国各行业实际库存与出口各项预测汇总

一级分类	二级分类	库存同比分位数 (%)	对中国依赖度 (%)	预测实际库存拐点	预测出口转正时点	较 23Q3 同比上行 (%)
原材料	金属和矿物	33.6	6.6	24Q2	24Q2	4.8
	化学制品	76.1	23.2	-	24Q2	5.7
	塑料和橡胶	37.2	14.3	-	24Q2	5.5
资本品	机械设备	97.3	21.5	-	23Q4	2.9
	运输设备	52.2	7.1	24Q3	24Q2	2.3
消费品	电子电器	30.0	30.6	23Q4	24Q1	5.4
	汽车	95.4	5.9	24Q2	24Q3	2.5
	家具家居	19.9	34.2	23Q3	23Q3	-
	服装	55.5	26.9	24Q2	24Q1	9.1
	皮革	89.8	24.7	24Q2	24Q3	1.7
	杂项	14.0	55.2	23Q4	24Q1	15.8

数据来源：WIND, BEA, 财通证券研究所

家电、元件、家居用品以及纺织制造海外营收占比靠前。我们把美国库存行业和中国上市企业申万行业分类进行匹配，并计算海外业务收入占主营业务收入比重较高的行业。电子电器设备行业对应我国的电子、家用电器和电力设备三个一级行业，其中，其他家电（如按摩椅）的海外营收占比最高，超过 60%，照明设备、元件以及光学光电子的海外营收占比也接近一半。家具家居行业中，家居用品的海外营收占比最高，超过四分之一，玻璃玻纤的海外营收占比也接近五分之一。服装行业中，纺织制造海外营收占比最高，超过 40%。

图18.部分相关申万行业海外营收占比 (%)

海外营收占比排序	电子		家用电器		电力设备		家具家居		服装	
1	元件	49.2	其他家电	61.0	电机	39.6	家居用品	31.3	纺织制造	43.6
2	光学光电子	47.5	照明设备	49.8	光伏设备	28.1	玻璃纤维	18.1	服装家纺	11.4
3	消费电子	44.3	小家电	41.0	电池	20.0	装修建材	5.1	饰品	1.5
4	半导体	38.9	白色家电	37.4	风电设备	11.7	水泥	2.7		
5	电子化学品	23.6	黑色家电	34.7	其他电源设备	10.6				

数据来源：WIND，财通证券研究所，“其他家电”主营产品为按摩椅、按摩器、桑拿设备等家电设备。

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

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

● 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。