

## 宏观深度

## 详解库存周期：误区、框架与研判

## 证券分析师

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

**张璐** 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

**常艺馨** 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



## 平安观点：

■ 本文基于对中国库存周期的理论和数据研究，对库存周期研判的基本框架进行了再审视，考察了细分行业的库存周期阶段特征，在此基础上提出我们对本轮补库存的判断及其经济含义。

一、中国库存周期的基本框架再审视。1、库存周期是中国经济周期最常见的表现形式。市场此前将上市公司资本开支增速作为产能周期的表征，实则资本开支与库存周期有相同的驱动因素，遵循3-4年的运行节律。2、库存周期是“需求-生产-价格-库存”的系列变化过程。中国的库存周期依次有三个领先指标：需求（领先约14个月）-产出缺口（领先约6个月）-价格（领先约2个月），可以综合作为预判库存周期运行节奏的前瞻指标。3、PPI扣减得到“实际库存”是个伪概念。价格本身是推动库存周期演化的重要变量，其对于库存周期的领先性意义更重要。剔除价格的所谓“实际库存”变化势必会慢于名义库存，也会在很大程度上引入上游原材料价格波动的影响，不利于我们研究判断库存周期的拐点。

二、详考当前库存周期的行业特征。1、工业原料行业：产能过剩可能制约补库存高度。价格在上游原材料行业的库存周期中占据核心地位，而产能利用率影响价格弹性，进而影响后续补库存的高度。目前化工和非金属等行业产能利用率偏低、塑料橡胶受到出口下行约束，可能限制其价格弹性和补库存高度。2、装备制造行业：多数行业高景气，去库存已近尾声。装备制造的多数行业呈现较高景气度，从多数行业工业增加值增速回升的情况来看，进一步去库存的空间或许不大。尤其是，如果看到消费电子需求明显好转，以其行业体量将有望拉动整体工业库存周期向上。3、消费制造行业：行业景气低迷，去库存仍在半途。消费制造行业的库存增速波动幅度较小、库存体量占比也相对较低，对于整体工业产成品库存的影响相对较弱。2022年以来，消费制造行业的利润、生产、出口、投资增速依次呈现出断崖式下跌，整体行业景气处于历史低位，仍有进一步去库存空间。

三、本轮补库存的判断及经济含义。本轮库存周期运行已经出现了一些积极信号，包括产出缺口的收敛、价格向上拐点的出现、工业生产的总体企稳回升。从我们构建的领先指标组合来看，当前库存周期已进入探底和筑底过程，有望在今年四季度看到向上拐点。从大类行业来看，上游原材料行业已呈现出生产扩张加快，中游装备制造行业总体景气水平较高、有望成为本轮补库存的主要驱动力量，而下游消费制造行业尚未出现补库存的充分信号。此外，当前中国工业中游和下游行业景气度的分化，可以放在全球产业链调整背景下来理解。从今年美国进口结构动向来看，由于中国装备制造业的产业链复杂性，其出口需求的韧性相对较强，而下游消费制造业则面临较大的产业链转移压力。不过，本轮补库存存在总需求扩张不足和产能过剩逐渐凸显两大限制性因素，对库存周期向上的高度，及其对经济增长的驱动程度，不宜抱高期待。

# 正文目录

<b>一、中国库存周期的基本框架再审视</b> .....	<b>4</b>
1、库存周期是中国经济周期最常见的表现形式.....	4
2、库存周期是“需求-生产-价格-库存”的系列变化过程.....	5
3、PPI 扣减得到“实际库存”是个伪概念.....	7
<b>二、详考当前库存周期的行业特征</b> .....	<b>8</b>
1、工业原料行业：产能过剩问题可能制约补库存高度.....	8
2、装备制造行业：多数行业高景气，去库存已近尾声.....	10
3、消费制造行业：行业景气低迷，去库存仍在半途.....	12
<b>三、本轮补库存的判断及经济含义</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

图表 1	中国的“朱格拉周期”在现有数据体系下并不典型	4
图表 2	企业的资本开支（尤其中游装备制造业）也受到库存周期驱动	5
图表 3	产出缺口领先产成品库存约 6 个月	5
图表 4	社融增速领先产成品库存约 14 个月	6
图表 5	PPI 领先产成品库存约 2 个月	6
图表 6	存货变动在我国 GDP 核算中影响不大	6
图表 7	产成品存货在我国工业企业营业成本中约占 5%	6
图表 8	产成品库存变动滞后于工业生产、而非相反	7
图表 9	PPI 与产成品库存的主要影响因子不同	7
图表 10	PPI 波动的影响因子较为集中地分布在上游行业	8
图表 11	原材料行业利润与 PPI 高度相关	9
图表 12	原材料行业库存变化滞后于 PPI	9
图表 13	原材料行业投资受去产能政策影响较大	9
图表 14	非金属和化工行业产能过剩问题凸显	9
图表 15	我国制造业各行业终端需求占比拆分	10
图表 16	装备制造行业库存去化程度不高	11
图表 17	但从生产扩张来看进一步去库存空间或已不大	11
图表 18	金属制品和电子设备拖累装备制造总体盈利表现	11
图表 19	装备制造业投资增长受到产能利用率下行约束	11
图表 20	近年来我国制造业投资的拉动力集中在装备制造、工业原料、医药、食品等行业	12
图表 21	消费制造行业景气度总体低迷	13
图表 22	消费制造业库存增速波动幅度较小	13
图表 23	医药和食品行业工业增加值负增	13
图表 24	医药和食品行业库存增速水平不低	13
图表 25	去年四季度以来美国从中国进口的占比显著下滑	14
图表 26	美国从中国进口机械设备的降幅相对较小	14
图表 27	美国从中国进口机械设备的结构 (SITC 二级分类)	14
图表 28	美国从中国进口劳动密集型产品的结构	14
图表 29	近三年来装备制造业投资增长“一枝独秀”	15
图表 30	消费制造业生产修复程度仍低	15

2023年7月中国工业企业产成品存货同比降至1.6%，已处于1996年有数据以来的6.8%分位水平，本轮去库存的主要下行势能已得到体现，市场对于后续补库存的临近及其对经济增长的可能拉动愈发期待。本文基于对中国库存周期的理论和数据研究，对库存周期研判的基本框架进行了再审视，考察了细分行业的库存周期阶段特征，在此基础上提出我们对本轮补库存的判断及其经济含义。

我们认为，本轮中国库存周期运行已经出现了一些积极信号，包括产出缺口的收敛、价格向上拐点的出现、工业生产的总体企稳回升。根据我们构建的领先指标组合来看，当前库存周期已进入探底和筑底过程，有望在今年四季度看到向上拐点。综合行业分析来看，上游原材料行业已呈现出生产扩张加快的特征，中游装备制造行业总体景气水平较高、有望成为本轮补库存的主要驱动力量，而下游消费制造行业尚未出现补库存的充分信号。不过，本轮补库存存在总需求扩张不足和产能过剩逐渐凸显两大限制性因素，对库存周期向上的高度、及其对经济增长的驱动程度，不宜抱高期待。

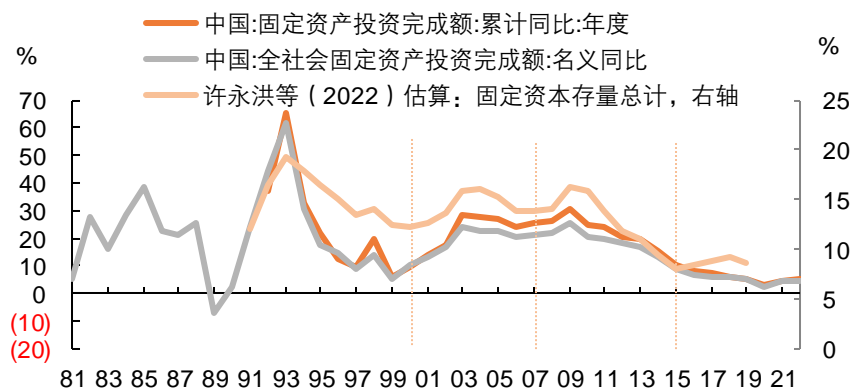
## 一、中国库存周期的基本框架再审视

### 1、库存周期是中国经济周期最常见的表现形式

库存周期属于经济周期中的短周期，周期长度约为3-4年，是宏观研究中观察到的最主要经济周期。以工业企业产成品库存累计同比增速表征，其历史运行基本稳定遵循3-4年的规律、且为月度数据，对资本市场来说有较高的研究价值和指示意义。

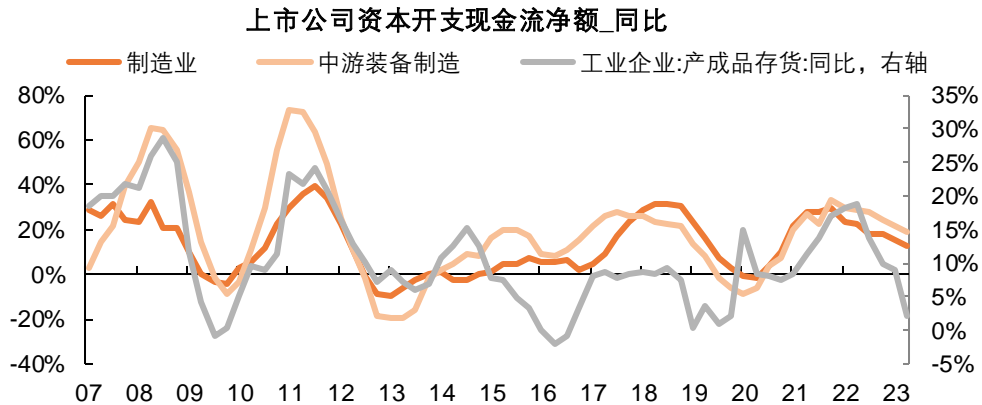
而对于更长的中周期——所谓长约9-10年的朱格拉周期或称产能周期，在目前我国的数据语境下较为模糊。从常用的固定资产投资完成额数据来看，可以大致认为我国在1990年-2000年、2000年-2010年走过了两轮朱格拉周期，但2010年之后固定资产投资增速持续下行，并未重现周期运行规律。采用学术界对中国固定资本存量的最新估算，约可认为中国在2016年开启了最新一轮朱格拉周期，但对于后续周期的演化（譬如是否2019年即已步入本轮周期的下行阶段），仍然难以前瞻性辨别。市场此前将上市公司资本开支增速作为产能周期的表征，实则不甚准确，企业的资本开支增长与库存周期有相同的驱动因素，遵循3-4年的运行节律。

图表1 中国的“朱格拉周期”在现有数据体系下并不典型



资料来源: Wind, 许永洪,王璐,杜瑶. 中国固定资本存量与研发资本增长效应重估[J]. 数量经济技术经济研究, 2022, 39(11):22., 平安证券研究所

图表2 企业的资本开支（尤其是中游装备制造业）也受到库存周期驱动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2、库存周期是“需求-生产-价格-库存”的系列变化过程

库存周期的形成类似于“蛛网模型”，产出缺口和价格在其中具有核心地位。当产品“供不应求”（产出缺口为负）时，产品价格上涨，企业增加生产以提升盈利，产品供需格局从“供不应求”逐步向“供过于求”转变（产出缺口由负转正），在此过程中，产成品库存逐渐积累、产品价格见顶回落。随着产品价格下跌，企业开始减少生产，产成品库存逐渐消耗，产品供需格局再度向“供不应求”过渡（产出缺口由正转负）。这个过程周而复始。这个“蛛网模型”不断循环的关键在于两个粘性：一是，产品价格粘性，其对于产品供需格局变化的反应存在滞后；二是，企业产出决策粘性，其对于价格变化的反应也存在一定滞后。而给这个“蛛网模型”注入动力的是产品需求的波动。因此，库存周期依次有三个领先指标：需求-产出缺口-价格。

这种领先性在中国的宏观数据上能够得到验证。我们采用社融增速表征需求的外生变化，采用工业增加值季节性调整后剔除趋势项的方法计算工业产出缺口，采用工业品价格指数 PPI。可以观察到，需求指标领先产成品库存增速约 14 个月，产出缺口领先产成品库存约 6 个月，价格领先产成品库存约 2 个月。这可以综合作为预判库存周期运行节奏的前瞻指标：1) 按照截至 7 月的产出缺口计算，今年 5 月以来中国工业的负产出缺口开始呈现收敛迹象，指向 11 月前有望看到产成品库存增速的向上拐点；2) 7 月 PPI 同比开始见底回升，指向 9 月前后产成品库存增速有望见底；3) 社融增速在 2020 年 3 月到 2021 年 9 月走出了一轮小周期，此后一直呈现窄幅波动，且从 2022 年 6 月开始再度趋于下行。这意味着近两年来总需求并未出现大的向上脉冲，从而本轮库存周期的上行空间或许不大。

图表3 产出缺口领先产成品库存约 6 个月



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 社融增速领先产成品库存约14个月



资料来源: Wind, 平安证券研究所

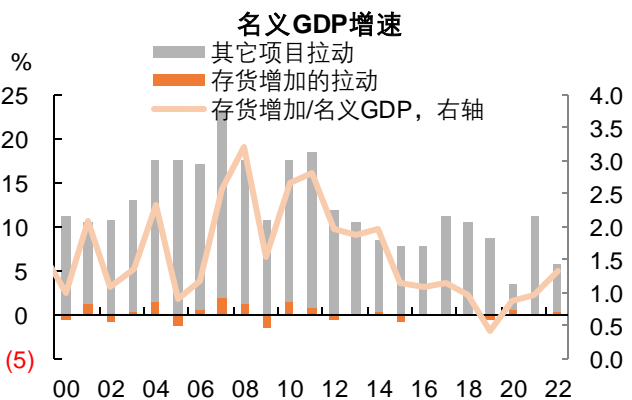
图表5 PPI领先产成品库存约2个月



资料来源: Wind, 平安证券研究所

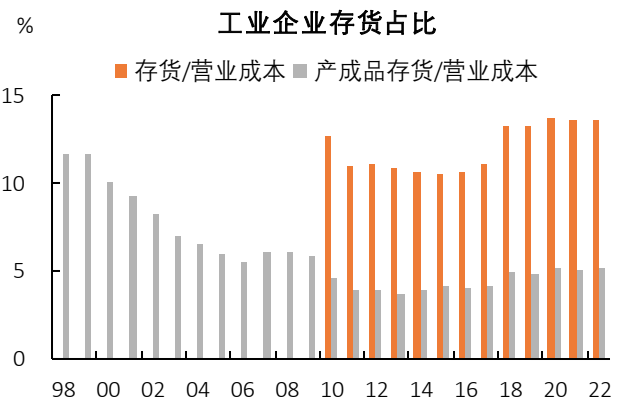
此处引申出一个需要澄清的问题是，存货增长本身并不是驱动经济增长的直接动因，而是对生产扩张意愿的滞后反映。2022 年我国规模以上工业企业的产成品库存仅占营业成本的 5.2%，总存货（包括原材料、在产品、半成品等）也只占到 13.6%。根据最新公布的 2020 年中国投入产出表，各工业部门加总的存货变动（绝对值）仅占总产出的 1.6%。在支出法 GDP 核算中，2022 年“存货增加”占名义 GDP 的 1.3%，对当年名义 GDP 增速的拉动仅为 0.4 个百分点（名义 GDP 增速为 5.7%）。我们观察产成品库存增速与工业增加值增速的关系，可以看到工业增加值增速领先于产成品库存变动，背后遵循的是产出缺口变化的逻辑。也就是说，不是产成品库存增长带动工业生产向上，而是工业生产向上带动产成品库存的增长。

图表6 存货变动在我国 GDP 核算中影响不大



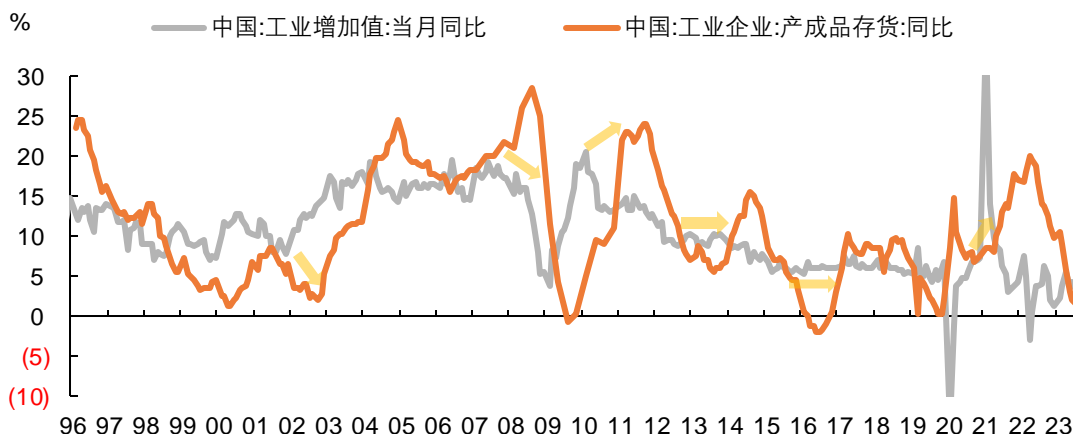
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 产成品存货在我国工业企业营业成本中约占 5%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 产成品库存变动滞后于工业生产、而非相反

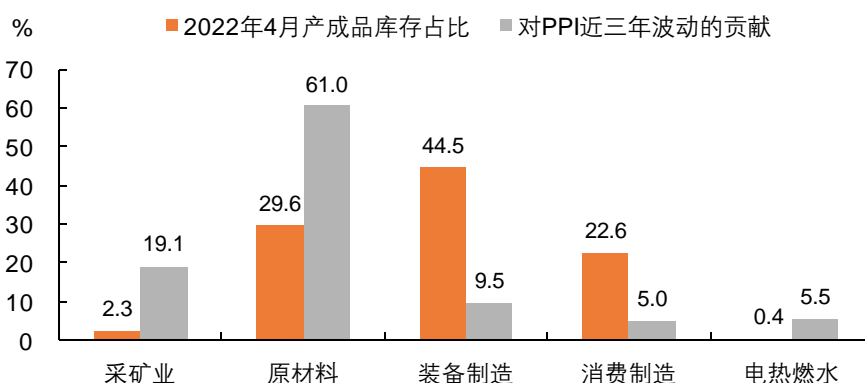


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3、PPI 扣减得到“实际库存”是个伪概念

产成品库存是个名义值，但用 PPI 扣减再去观察所谓“实际库存”并不适宜。这一方面是由于价格本身是推动库存周期演化的重要变量，价格对于库存周期的领先性意义更重要。基于前述价格对库存的领先性，在观察“产成品库存-PPI”增速时，势必会看到实际库存的上行和下行拐点的滞后于名义库存。另一方面，不同行业对 PPI 和产成品库存的影响存在较大差异：PPI 的主要影响因子集中在上游行业，采矿业和原材料行业合计对 PPI 波动的贡献率可达 80%，中游装备制造类行业对 PPI 波动的贡献率仅有 9.5%；工业产成品库存的影响因子集中在制造业，其中又以装备制造类行业的产成品库存占比最高，在 2022 年 4 月本轮库存周期顶点时，其占比达到 44.5%。由于这种差异的存在，“产成品库存-PPI”增速在很大程度上引入了上游原材料价格波动的影响，而并不单纯是实际库存的概念。

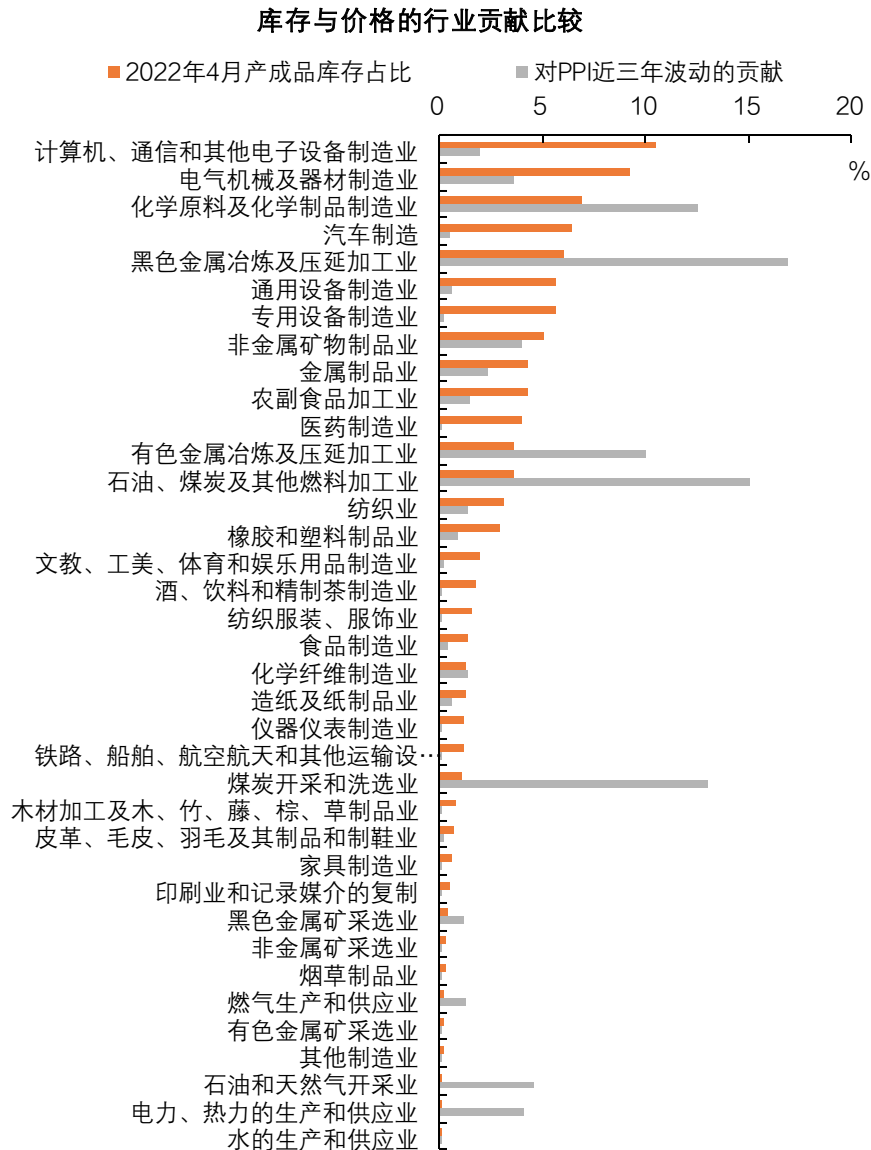
图表9 PPI 与产成品库存的主要影响因子不同



资料来源: Wind, 平安证券研究所;

注：2022.4 是本轮库存周期最高点；对 PPI 的贡献采用经标准化的（近三年标准差\*2022 年主营业务收入占比）来刻画

图表10 PPI 波动的影响因子较为集中地分布在上游行业



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2022.4 是本轮库存周期最高点

## 二、详考当前库存周期的行业特征

### 1、工业原料行业：产能过剩问题可能制约补库存高度

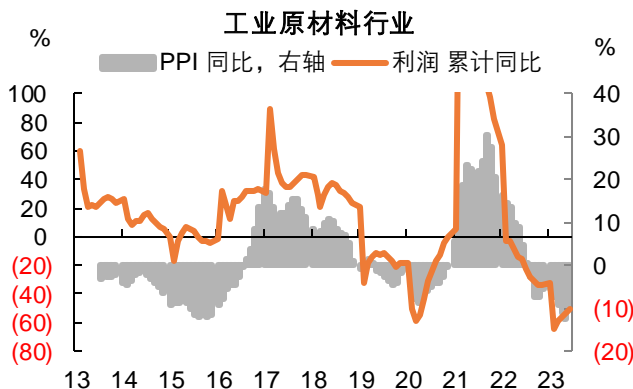
工业原材料行业包括石油煤炭加工、化工、化纤、非金属、黑色、有色、橡胶塑料 7 个行业，合计约占工业产成品库存的 28.5%（按照 2020 年以来月度产成品库存加总计算）。其中，化纤行业库存占比较小，我们不做详细分析。

工业原材料行业的整体运行呈现以下几个特征：一是，行业利润增速与行业 PPI 增速高度相关，也就是说产品价格变动直接影响行业盈利状况。二是，产成品库存增速滞后于 PPI 增速大约半年、且高度相关，也即行业库存行为受产品价格驱动明显。三是，行业固定资产投资受去产能政策影响较大，近年来与行业利润状况时有背离，典型的是 2016-17 年利润回升



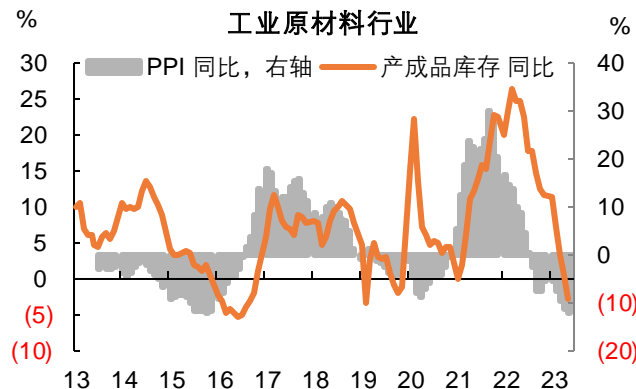
而投资停滞和 2018-19 年投资扩张而利润回落。总结来说，价格在上游原材料行业的库存周期中占据核心地位，而产能利用率影响价格弹性，进而影响后续补库存的高度。

图表 11 原材料行业利润与 PPI 高度相关



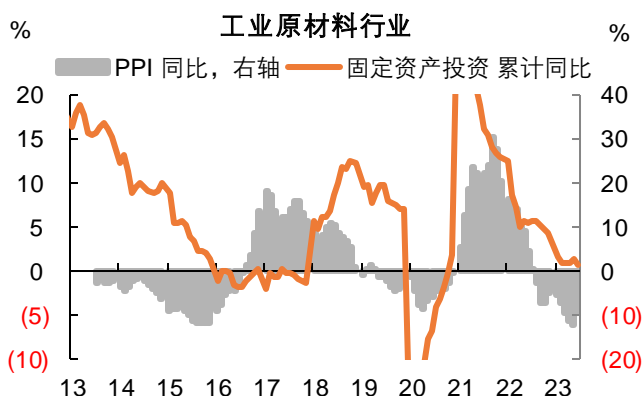
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 12 原材料行业库存变化滞后于 PPI



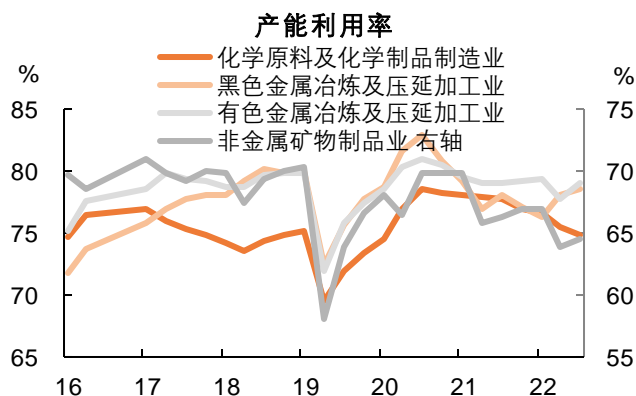
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 原材料行业投资受去产能政策影响较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 14 非金属和化工行业产能过剩问题凸显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

具体来看，可将工业原材料行业划分为三组，分别是：

**1、化工和有色（分别占工业产成品库存的 6.7%和 3.7%），**疫情以来受海外需求爆发和全球绿色转型浪潮推动，生产、投资均保持高增长。今年 6 月以来有色行业 PPI 同比出现显著回升，体现需求较强。而化工行业 PPI 运行至底部，与此前产能快速扩张有关，2021 年下半年以来行业产能利用率出现持续下滑，因此，尽管其生产和投资表现较强，但行业利润水平同比大幅收缩。目前，化工行业产成品库存增速降至历史较低水平，但产能过剩压力制约价格反弹幅度，从而可能限制其补库存高度。

**2、黑色和非金属（分别占工业产成品库存的 5.7%和 5.2%），**是终端需求受房地产影响最大的两个工业行业，也是受到去产能政策节奏影响最突出的工业行业。我们基于最新投入产出表和 2022 年工业增加值数据测算，2022 年房地产在黑色和非金属行业终端需求中的占比分别达到 27.7%和 39.3%。目前两个行业的 PPI 和利润增速均处于低位，受到需求疲软和产能相对充裕的影响较大（两个行业的固定资产投资都表现为 2016-17 年停滞、2018-19 年出现一轮扩张）。相较而言，目前，非金属行业产能利用率仅处于 2017 年以来 13.6%低分位水平，其库存增速处于中等偏低水平，体现其产能过剩、库存去化

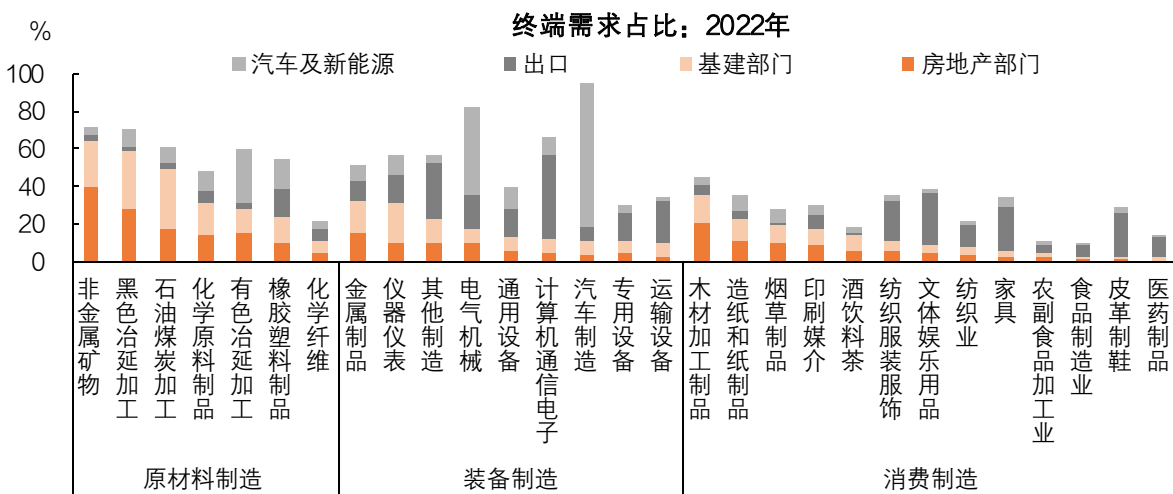
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

尚不算彻底。而黑色行业需求受到制造业拉动相对更大，今年上半年其产能利用率有所回升，工业增加值增速显著回升，产成品库存水平更接近历史低位，补库存空间相对值得期待。

**3、石油煤炭和橡胶塑料（分别占工业产成品库存的 3.2%和 2.9%），分别受到绿色转型和出口下行的约束。**在绿色转型背景下，当前石油煤炭行业固定资产投资大幅收缩，而随着产能和库存的同步去化，7月以来能源价格持续回升，对于石油煤炭行业从去库存向补库存过渡有望起到正向推动。橡胶塑料行业出口依赖度较高（2023 上半年其出口交货值在营业收入中的占比达到 15.7%），去年 8 月以来其出口交货值同比持续为负，需求端对于补库存的驱动可能在一定程度上受限。

可见，部分工业原材料行业受产能过剩问题困扰，尤其在房地产投资持续低迷的情况下，价格回升带动产成品库存回升的幅度可能因此受限。

图表 15 我国制造业各行业终端需求占比拆分



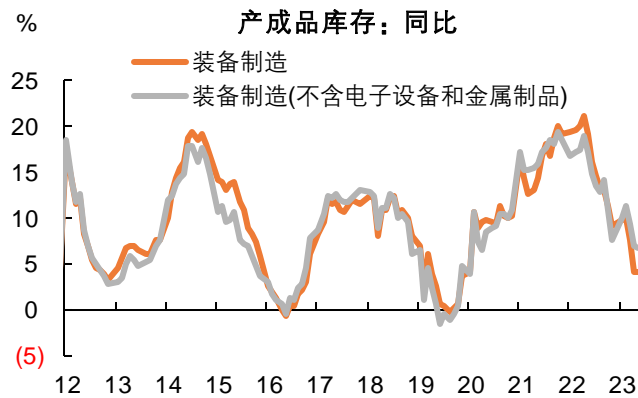
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2、装备制造行业：多数行业高景气，去库存已近尾声

装备制造行业包括金属制品、通用设备、专用设备、运输设备、电气机械、电子设备、仪器仪表、汽车制造 8 个行业，合计约占工业产成品库存的 44%（按照 2020 年以来月度产成品库存加总计算）。其中，电子设备和电气机械在工业产成品库存分析中具有极高重要性（单个行业占比分别达到 10.4%、8.9%），同时，除金属制品和汽车制造以外，各装备制造行业均为高出口依赖度行业（今年 1-7 月出口交货值占营收比例均超过 10%），且电子设备是出口依赖度最高的工业行业（今年 1-7 月出口交货值占营收比例达到 42.6%）。

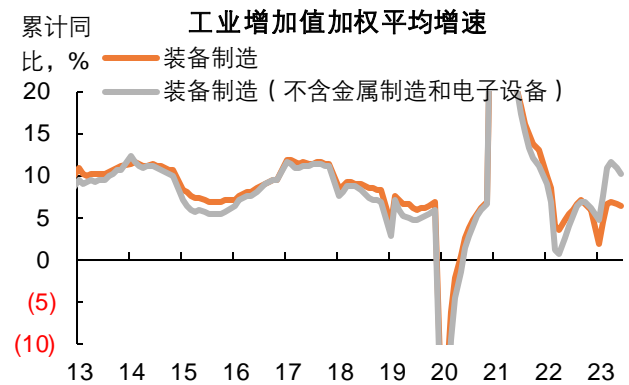
装备制造的多数行业呈现较高景气度，生产、投资、利润表现均较好，尽管产成品库存尚未降至此前周期的底部，但从多数行业工业增加值增速回升的情况来看，进一步去库存的空间或许不大。相对来说，由于这些行业投资的持续较快增长，专用设备、电气机械、汽车制造等行业的产能利用率已低于疫情前水平，其投资可能面临减速，进而给整体制造业投资带来不利影响。

图表16 装备制造行业库存去化程度不高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

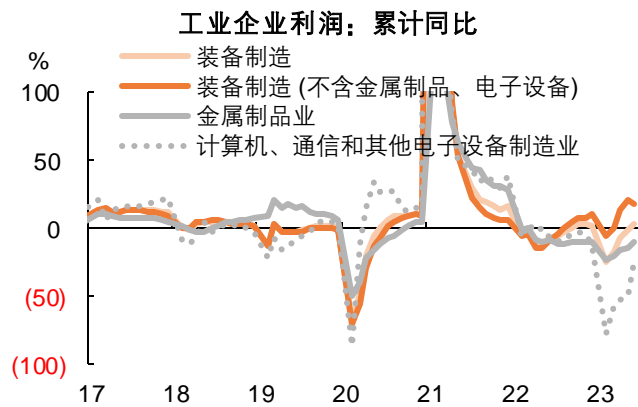
图表17 但从生产扩张来看进一步去库存空间或已不大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

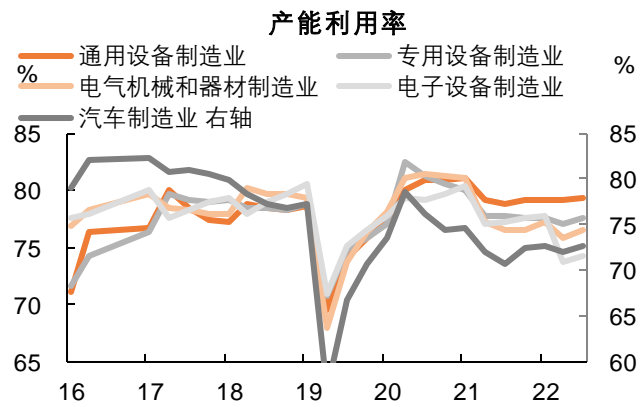
两个例外的行业分别是电子设备和金属制品。这在工业企业利润增速中得到集中体现，今年 1-6 月所有装备制造业利润累计同比约为 3.8%，而剔除金属制品和电子设备后利润累计同比为 17.3%，金属制品和电子设备均为同比大幅收缩，二者的分化程度也是前所罕见的。电子设备行业受制于全球消费需求低迷，尽管投资仍保持中高增速，但出口、生产、利润均增长乏力，产成品库存增速已降至历史低位。投资与生产的分化也导致电子设备制造业的产能利用率降至 2016 年有数据以来低位。金属制品行业受到国内地产需求影响较大，出口、生产、投资、利润增长均疲软，产成品库存增速已处于 1999 年有统计以来最低水平。目前，这两个行业的库存周期运行均对下游需求变化较为敏感，尤其是，如果看到消费电子需求明显好转，那么以其行业体量将有望拉动整体工业库存周期向上。

图表18 金属制品和电子设备拖累装备制造总体盈利表现



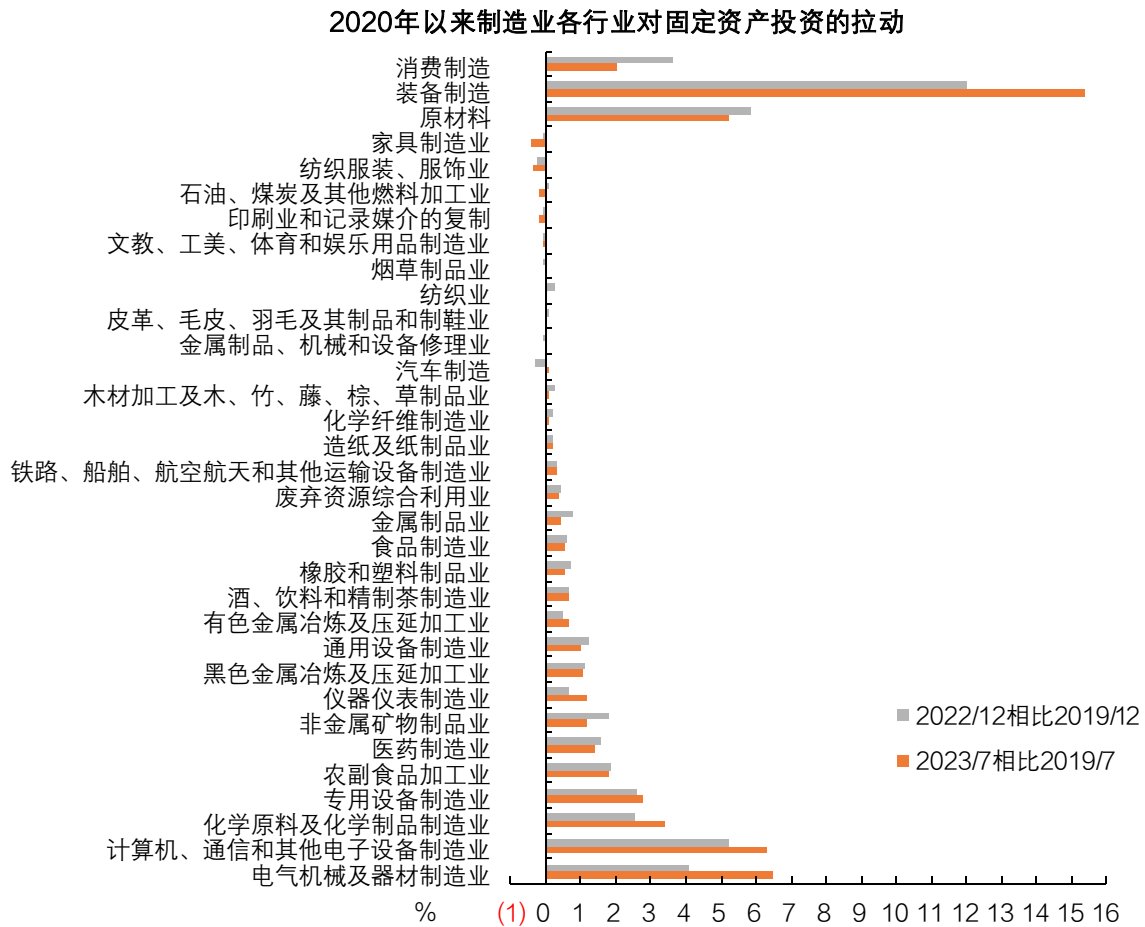
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 装备制造业投资增长受到产能利用率下行约束



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 近年来我国制造业投资的拉动力集中在装备制造、工业原料、医药、食品等行业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

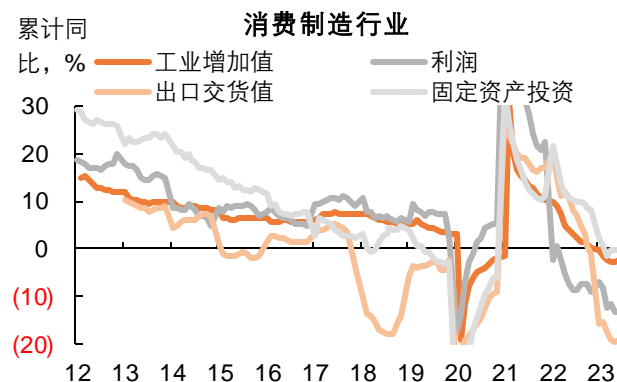
### 3、消费制造行业：行业景气低迷，去库存仍在半途

消费制造行业包括医药、食品烟酒饮料、纺织服装、木材家具、造纸印刷、文体娱乐用品六类 13 个行业，合计约占工业产成品库存的 23.6%（按照 2020 年以来月度产成品库存加总计算）。其中，纺织服装类、家具、文体娱乐用品为高出口依赖度行业（出口交货值占营收的比例超过 20%）。与居民消费连接紧密是其主要特征。

消费制造行业的库存增速波动幅度较小，加之其库存体量占比也相对较低，因而对于整体工业产成品库存的影响相对较弱。

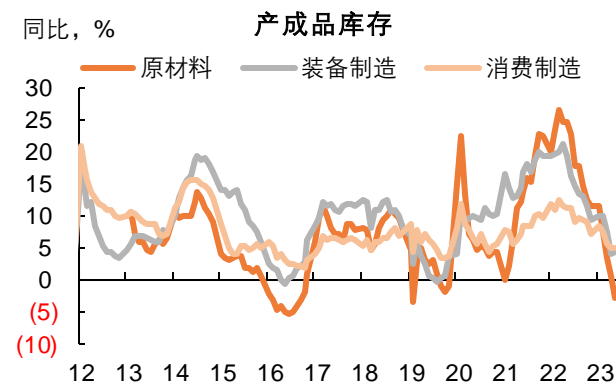
2022 年以来，消费制造行业的利润、生产、出口、投资增速依次呈现出断崖式下跌，整体行业景气处于历史低位。疫情期间，纺织服装、文体娱乐等社交类需求受到较大冲击，目前从工业增加值角度只是低位企稳，尚未展现出明显反弹；房地产市场调整对于房地产后周期的木材家具消费需求形成抑制，目前工业增加值仍处于历史低位。而医药和食品疫情以来呈现出较快的投资扩张，今年开始呈现出产能利用率下降、投资显著下行的状态。

图表21 消费制造行业景气度总体低迷



资料来源: Wind, 平安证券研究所

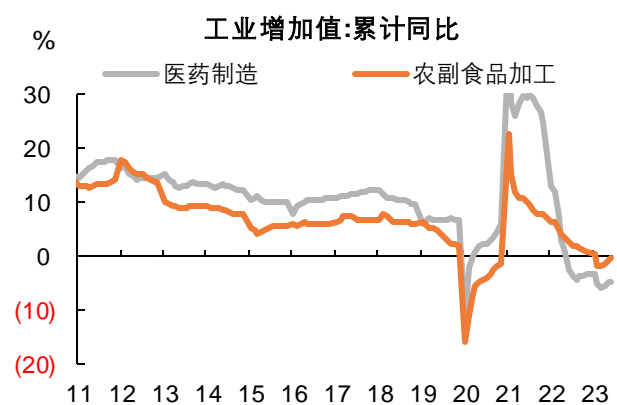
图表22 消费制造业库存增速波动幅度较小



资料来源: Wind, 平安证券研究所

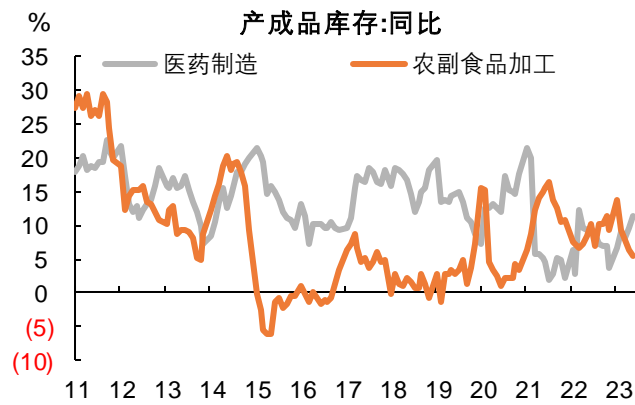
目前，消费制造行业整体库存水平不低，在行业景气低迷情况下仍有进一步去库存的空间。在库存占比较高的行业中，医药和食品行业的产成品库存分别处于 2011 年以来 34%和 44%分位水平，但两个行业的工业增加值均处于负增长状态，有被动补库存的迹象；文体娱乐行业的产成品库存处于2011 年以来 26%分位水平，而工业增加值显著负增、处于历史低位，去库存的空间仍然较大；仅纺织业的去库存相对充分，随着疫情防控放开后生产逐渐企稳，有望较早进入补库存阶段。

图表23 医药和食品行业工业增加值负增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 医药和食品行业库存增速水平不低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、本轮补库存的判断及经济含义

我们认为，市场对库存周期的认知容易出现两个误区：

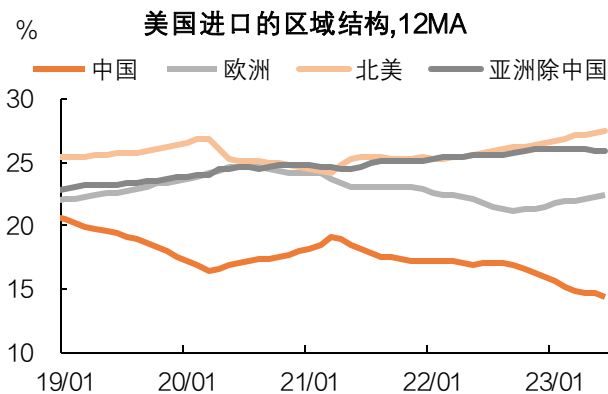
- 一是，脱离需求和生产指标的领先性变化，将“产成品存货”作为库存周期的单独刻画指标。如我们在前面分析中所指出的，库存周期作为经济周期中最常见、最容易把握的一种表现形式，它的运行演进是包括总需求变化、企业生产决策变化、产品价格变化在内的一系列过程，最终落脚于“产成品存货”这一指标上。单就“存货”的规模来说，不管是在国民经济核算、还是投入产出结果、还是在工业成本结构当中，其占比均较低，本身并不足以对经济运行方向产生决定性影响。

➤ 二是，对价格在库存周期中作用的认识存在一定偏差，试图观测“实际库存”。事实上，价格是库存周期运行的重要一环，是企业生产扩张决策的指示性变量，剔除价格的所谓“实际库存”变化势必慢于名义库存，不利于我们研究判断库存周期的拐点。特别是，考虑到 PPI 的权重性行业集中在上游行业，而产成品库存中以装备制造行业占比最高，若从总体上考察“产成品库存-PPI”增速，则会在很大程度上引入上游原材料价格波动的影响，也不利于对库存周期节奏进行把握。

本轮我国库存周期运行已经出现了一些积极信号，包括产出缺口的收敛、价格向上拐点的出现、工业生产的总体企稳回升。根据我们构建的领先指标组合来看，当前我国制造业库存周期已进入探底和筑底过程，有望在今年四季度看到向上拐点。分大类行业来看，上游原材料行业已呈现出生产扩张加快的特征，中游装备制造行业总体景气水平较高、有望成为本轮补库存的主要驱动力量，而下游消费制造行业尚未出现补库存的充分信号。

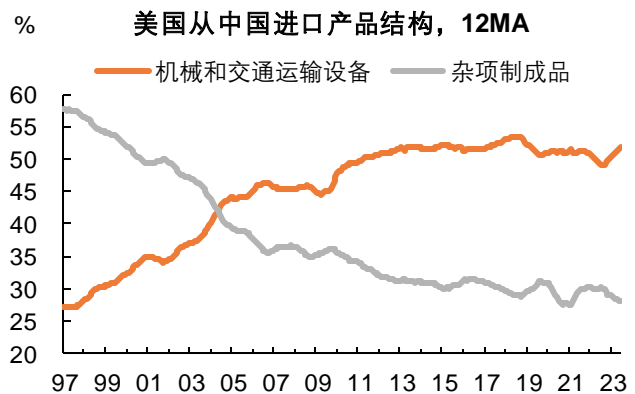
此处补充一点，当前中国制造业中游和下游景气度的分化，可以放在全球产业链调整的背景下来理解。去年四季度以来，美国产业链重塑和进口替代战略的影响凸显，在制造业回流、友岸外包、国别分散三大目标导向下，美国从中国进口的占比再度下滑，而从北美、欧洲进口的比例显著抬升。这一过程对中国中游装备制造行业和下游劳动密集型行业的冲击有所不同：按 SITC 分类，今年以来，美国从中国进口机械和交通运输设备的比例出现显著回升，而从中国进口杂项制成品的比例再度下降。也就是说，美国从中国进口机械设备产品的降幅相对较小。这表明由于装备制造业的产业链复杂性，其出口需求的韧性相对较强，而下游消费制造业则可能面临较大的产业链转移压力。

图表 25 去年四季度以来美国从中国进口的占比显著下滑



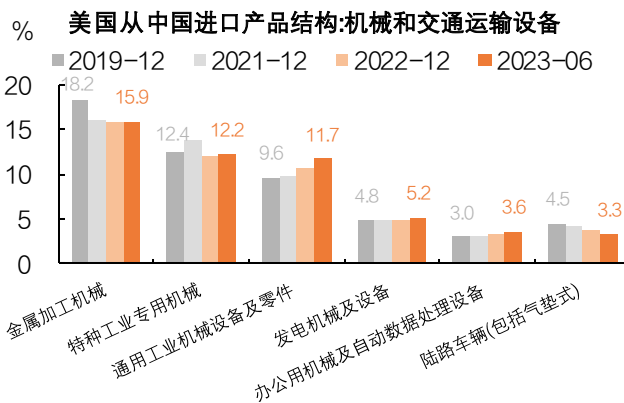
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 26 美国从中国进口机械设备的降幅相对较小



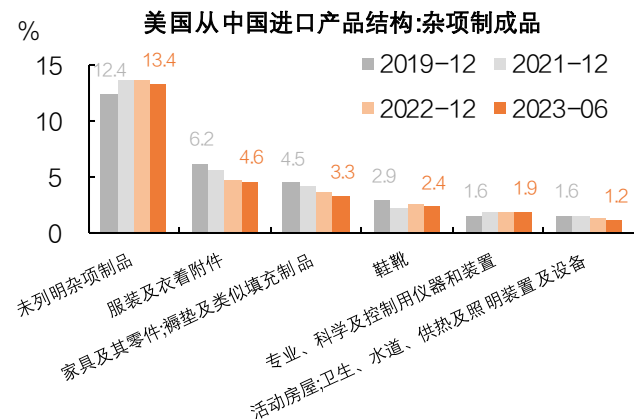
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 27 美国从中国进口机械设备的结构 (SITC 二级分类)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 28 美国从中国进口劳动密集型产品的结构

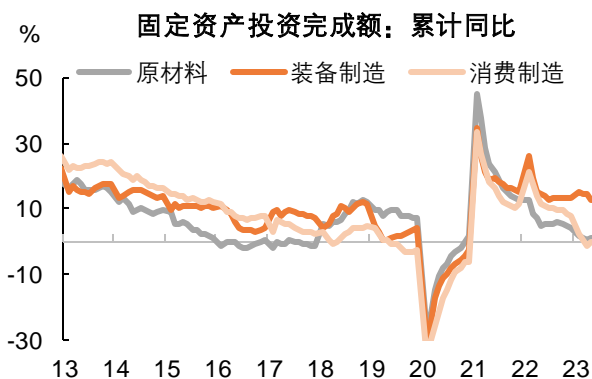


资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后需要指出的是，我们应该能够在今年底看到补库存的开启，但对库存周期向上的高度、及其对经济增长的驱动程度，不宜抱高期待。

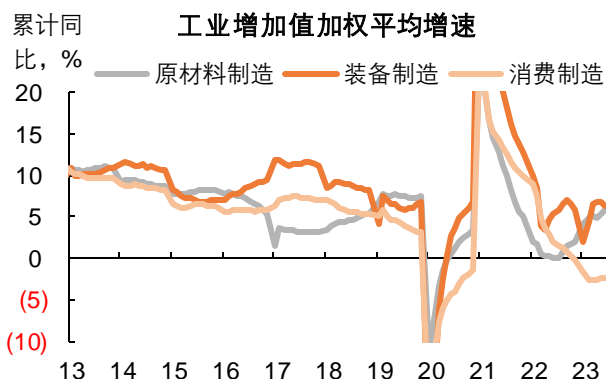
- 一是，总需求未有显著扩张，房地产收缩、出口放缓、消费低迷共同压制总需求。这在宏观上体现为，社融增速自2021年四季度开始变平、2022年下半年趋于下行，从历史领先经验上不能支持库存增速大幅反弹；在中观上体现为，下游消费制造行业的出口、生产、利润收缩幅度陷于历史低位，内、外需均疲软。

图表29 近三年来装备制造业投资增长“一枝独秀”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 消费制造行业生产修复程度仍低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

- 二是，产能过剩问题逐渐凸显，影响价格弹性，从而限制补库存的高度。价格因素对于上游行业的库存行为影响最直接，而目前化工、非金属等行业产能利用率偏低，可能限制其价格弹性和补库存高度。此外，近三年来，中游装备制造业的固定资产投资增速持续高于2015-2019年水平，在制造业固定资产投资中表现“一枝独秀”，对于经济总需求起到了重要支撑作用。但这也造成专用设备、电气机械、汽车制造等行业的产能利用率走低，未来投资可能面临减速，使得扩大总需求的紧迫性进一步提高。

**风险提示：**稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，地缘政治冲突升级，经济转型中的结构性变化使领先指标效果不佳等。

## 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±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±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 楼 25 层