

## 美国库存周期位置探讨

### 事件:

本文就美国库存周期相关问题进行讨论。

### 投资要点:

1993年以来,美国共经历了9轮完整的库存周期,呈现出以下特征:

1) 时间维度上,美国库存周期持续时长最短为20个月,持续时长最长为49个月,平均长度为35.1个月,其中补库阶段和去库阶段平均时长较为接近,分别为16.3个月和18.8个月。

2) 企业销售额要领先于企业库存的变化。从历史数据来看,美国制造商、批发商以及零售商企业销售额同比增速的走势均与其库存同比增速保持高度一致,但销售额数据拐点基本都要领先于库存数据的拐点。

3) 从结构上看,零售商的库存增速要略微领先于制造商的存货变化。制造业、零售商以及批发商库存增速多数情况下走势保持一致,不过零售商库存增速拐点要略领先于制造业,这可能是由消费在美国经济中的地位导致的。消费在美国GDP构成中占据绝对地位,历次衰退后的复苏初期,消费也是拉动经济增长的核心驱动力。由于零售商直接受终端消费影响,对需求的变化会更加敏感,因此库存调整速度也会略快于中游的制造企业。

不过在本轮库存周期中,制造业要先于零售商和批发商进入去库阶段,这或许与疫情造成的供应链受阻有关。疫情原因造成供应链受阻,导致疫后初期零售商供货严重不足,企业库存销售比出现快速下降。随着经济生产活动的逐步常态化,批发商及零售商补库需求开始释放,库存销售比上升幅度要远远高于制造业企业,去库存时间点因此也略晚于制造业企业。

从时间上来看,本轮库存周期已经持续37个月,超过了过去9轮库存周期的平均时长。从位置上来看,当前美国库存增速已处于历史低位,有数据以来,美国库存增速仅在经济陷入衰退时转负,往后看,本轮美国经济很有可能避免陷入衰退,在当前位置上,美国库存同比增速继续大幅下降的空间并不大。从领先指标来看,近期三大商销售额同比增速均连续两个月回升。尽管销售额增速的向上拐点尚未完全确立,后续仍有可能出现反复,但不论是从时间上还是空间上来看,美国目前已经处于去库周期的后期。根据美国国会预算办公室的预测,美国实际GDP增速预计在今年四季度触底,2024年开始逐季回升,我们预计2024年美国也将进入新一轮补库周期。

**风险提示:** 一是历史经验不代表未来;二是宏观经济不及预期;三是海外市场大幅波动等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号: S0210523050003  
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号: S0210523060005  
邮箱: xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成  
执业证书编号: S0210523060003  
邮箱: zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗  
执业证书编号: S0210523060002  
邮箱: jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡  
执业证书编号: S0210523060006  
邮箱: szh30173@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 《新兴产业投资稳步增长,制造业支持政策有望加码》—2023.06.29
- 《2023年1至5月投资数据评述》—2023.06.22
- 《通胀不及预期,但加息只是暂停:美国5月通胀及6月议息会议点评》—2023.6.15

## 正文目录

1 美国历次库存周期的特征.....	1
2 本轮库存周期略有不同.....	5
3 当前库存周期所处位置.....	7
4 风险提示 .....	9

## 图表目录

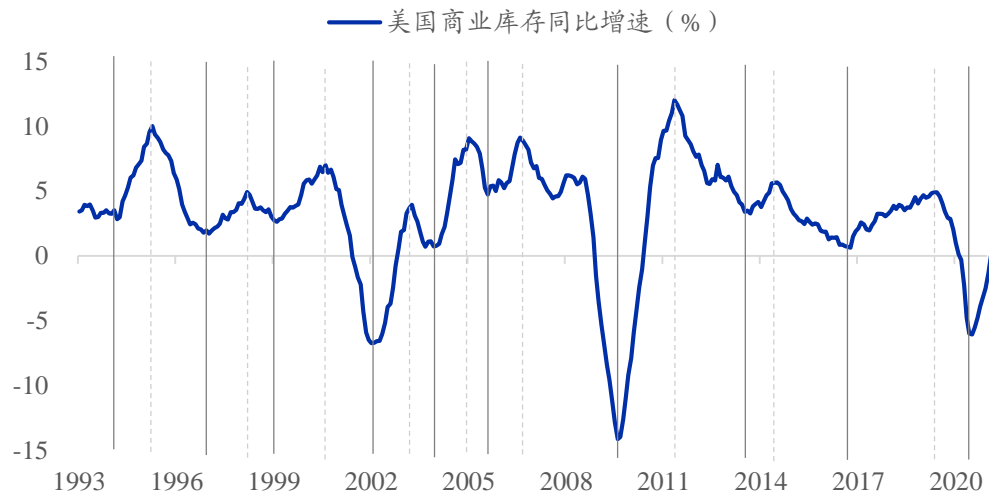
图表 1: 1993 年以来美国商业库存同比变化情况 .....	1
图表 2: 美国 9 轮库存周期时间节点及阶段划分 .....	1
图表 3: 制造业企业库存同比增速与销售额同比增速走势对比 .....	2
图表 4: 批发商企业库存同比增速与销售额同比增速走势对比 .....	2
图表 5: 零售商企业库存同比增速与销售额同比增速走势对比 .....	3
图表 6: 制造业、零售商以及批发商库存同比增速走势对比 .....	3
图表 7: 美国个人消费支出占 GDP 的比重 .....	4
图表 8: 美国消费增速的拐点领先或与 GDP 增速拐点同时出现 (1985 年前) .....	4
图表 9: 美国消费增速的拐点领先或与 GDP 增速拐点同时出现 (1985 年后) .....	5
图表 10: 2020 年以来三大商库存同比增速走势 .....	5
图表 11: 2021 年 LMI 指数维持高位 .....	6
图表 12: 商业库存销售比及三大商库存销售比走势对比 .....	7
图表 13: 2020 年以来美国库存同比增速走势 .....	7
图表 14: 2020 年以来美国制造业库存及销售额同比增速走势 .....	8
图表 15: 2020 年以来美国零售商库存及销售额同比增速走势 .....	8
图表 16: 2020 年以来美国批发商库存及销售额同比增速走势 .....	9

## 1 美国历次库存周期的特征

美国商务部普查局每月会公布制造商、零售商以及批发商的库存数据，也是当前市场跟踪美国库存周期变化的主流数据。从三大商的库存数据来看，美国的库存周期具有以下特征。

一是时间维度上，美国库存周期长度平均约为 35 个月，其中补库阶段和去库阶段平均时长较为接近，分别为 16.3 个月和 18.8 个月。具体来看，1993 年以来，美国共经历了 9 轮完整的库存周期，周期持续时长最短为 20 个月，持续时长最长为 49 个月，平均长度为 35.1 个月。其中，补库阶段平均时长为 16.3 个月，去库阶段平均时长为 18.8 个月。

图表 1：1993 年以来美国商业库存同比变化情况



来源：iFind、华福证券研究所

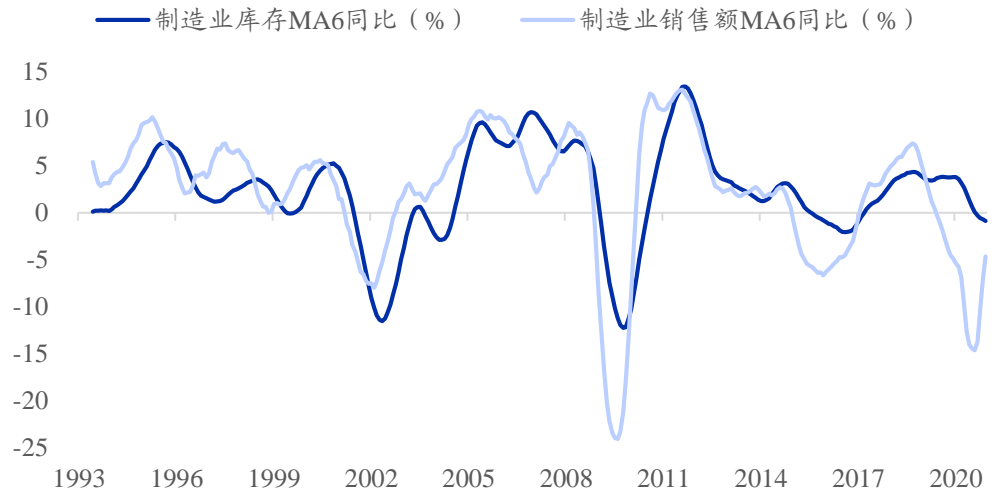
图表 2：美国 9 轮库存周期时间节点及阶段划分

起始时间	补库阶段 (月)	去库阶段 (月)	完整周期 (月)
1994.04~1997.01	13	21	34
1997.02~1999.02	14	11	25
1999.03~2002.01	18	17	35
2002.02~2003.12	15	8	23
2004.01~2005.08	13	7	20
2005.09~2009.08	12	36	48
2009.09~2013.09	21	28	49
2013.10~2016.10	10	27	37
2016.11~2020.07	31	14	45
<b>平均时长 (月)</b>	<b>16.3</b>	<b>18.8</b>	<b>35.1</b>

来源：iFind、华福证券研究所

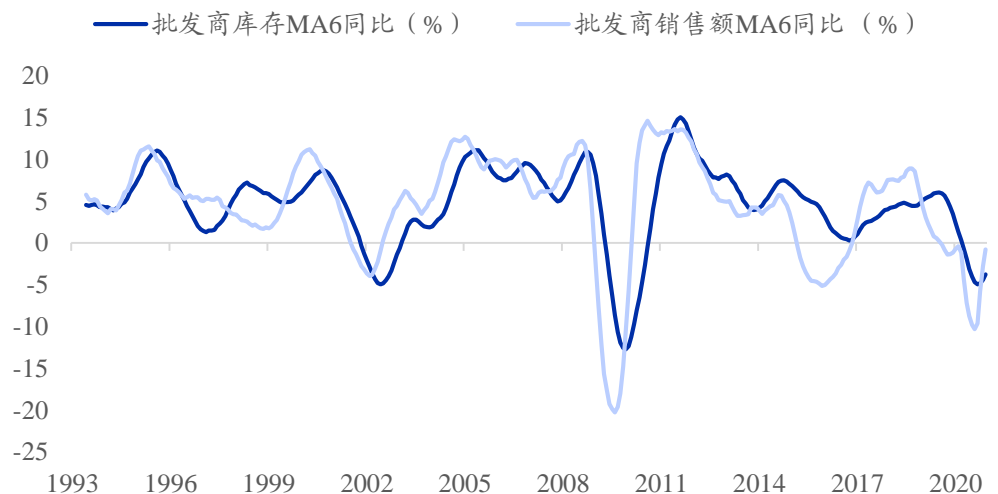
二是企业销售额要领先于企业库存的变化。我们在此前报告《库存周期的历史经验》中提到过，企业感知市场需求变化的最直接来源之一是收入，中国库存周期的历史经验显示，收入变化要领先于企业存货的变化，在美国，这一结论同样成立。从历史数据来看，制造商销售额同比增速的走势与制造商库存同比增速保持高度一致，但制造商销售额数据显然领先于库存数据的见顶或触底。同样，对于批发商以及零售商来说，企业销售额数据的拐点基本都要领先于库存数据的拐点。

**图表 3：制造业企业库存同比增速与销售额同比增速走势对比**



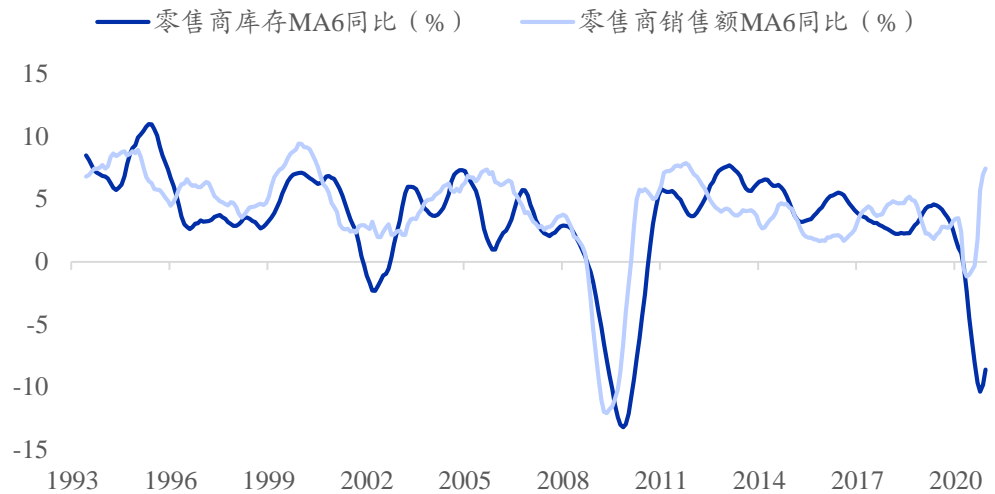
来源：iFind、华福证券研究所

**图表 4：批发商企业库存同比增速与销售额同比增速走势对比**



来源：iFind、华福证券研究所

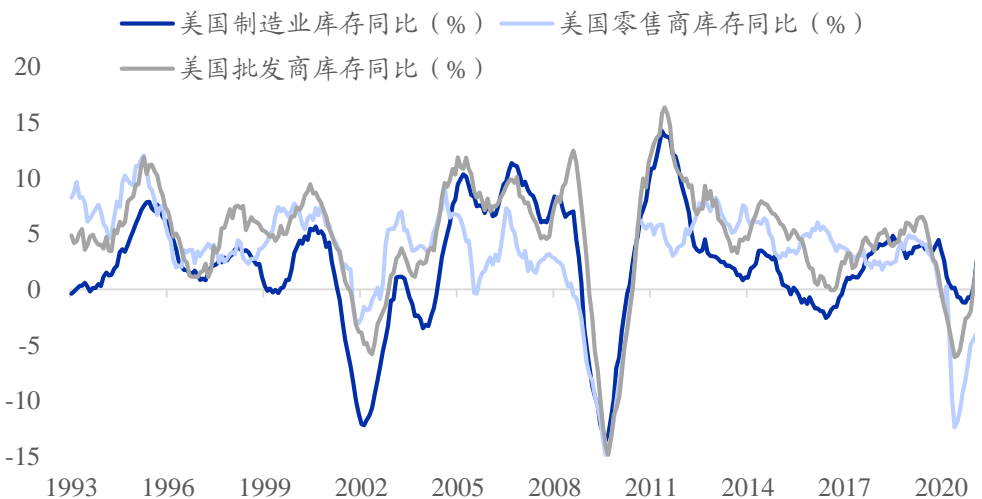
**图表 5：零售商企业库存同比增速与销售额同比增速走势对比**



来源：iFind、华福证券研究所

三是从结构上看，零售商的库存增速要略微领先于制造商的存货变化。从三大商的库存同比增速对比来看，多数情况下三者走势保持一致，不过从先后顺序上看，更接近终端需求的零售商库存同比增速拐点多数情况下要略微领先于中游的制造企业库存同比增速拐点。

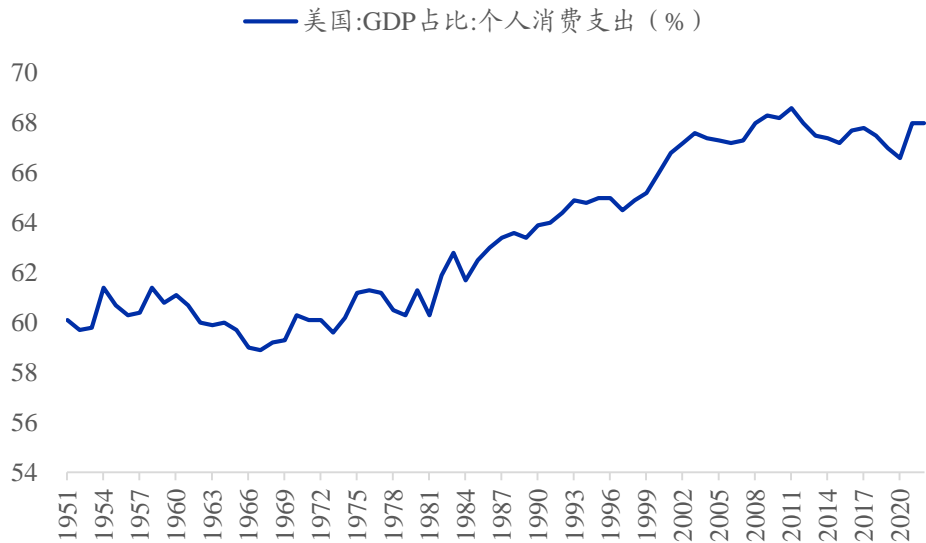
**图表 6：制造业、零售商以及批发商库存同比增速走势对比**



来源：iFind、华福证券研究所

零售商库存增速拐点领先于制造业可能是由居民消费在美国经济中的地位导致的。消费在美国经济增长中占据十分重要的地位，从占比来看，美国居民个人消费支出占 GDP 的比重从 19 世纪 60 年代之前的 60% 左右持续上升，2008 年达到 68% 后基本维持在这一平台，远远超过投资及出口占 GDP 的比重。

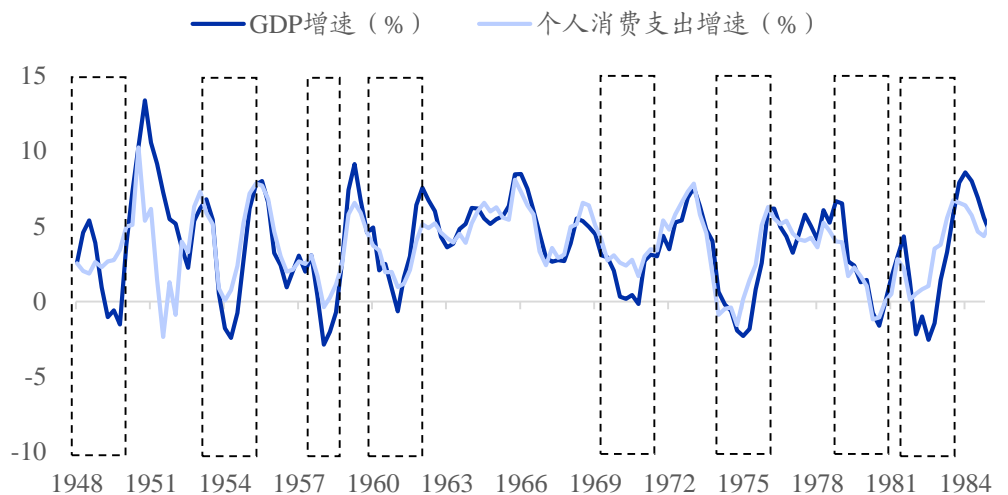
图表 7：美国个人消费支出占 GDP 的比重



来源：iFind、华福证券研究所

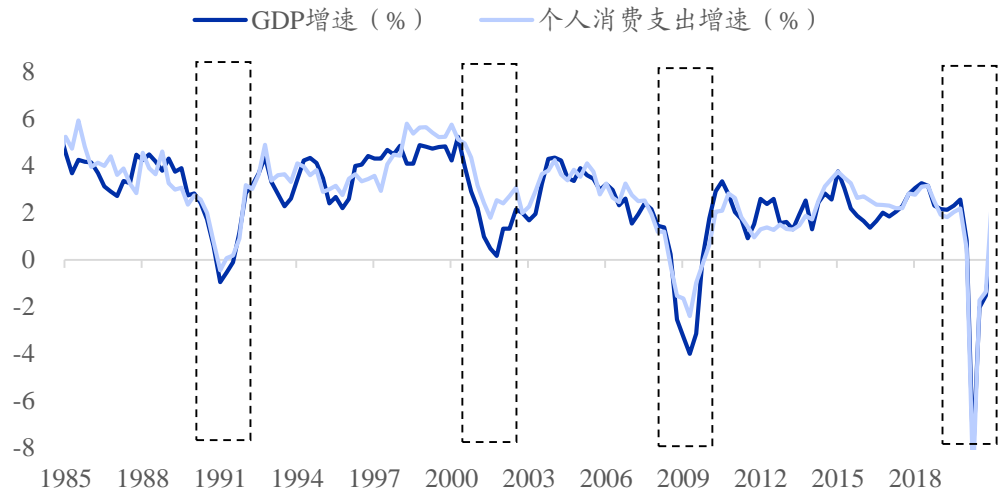
从美国历次经济周期中各项需求的变化情况来看，消费也是拉动美国经济增长的核心驱动力。在历次经济衰退中，带动美国经济触底回升的主要需求来自居民的消费，消费增速的向上拐点不会晚于经济增速的向上拐点出现，或是同时，或是领先。而由于零售商更贴近于下游消费，对经济需求的变化会更加敏感，而制造业企业多属于中游的生产端，因此在传导过程中制造业企业库存调整可能会略落后于更为接近需求端的零售商。

图表 8：美国消费增速的拐点领先或与 GDP 增速拐点同时出现（1985 年前）



来源：BEA、华福证券研究所

**图表 9：美国消费增速的拐点领先或与 GDP 增速拐点同时出现（1985 年后）**

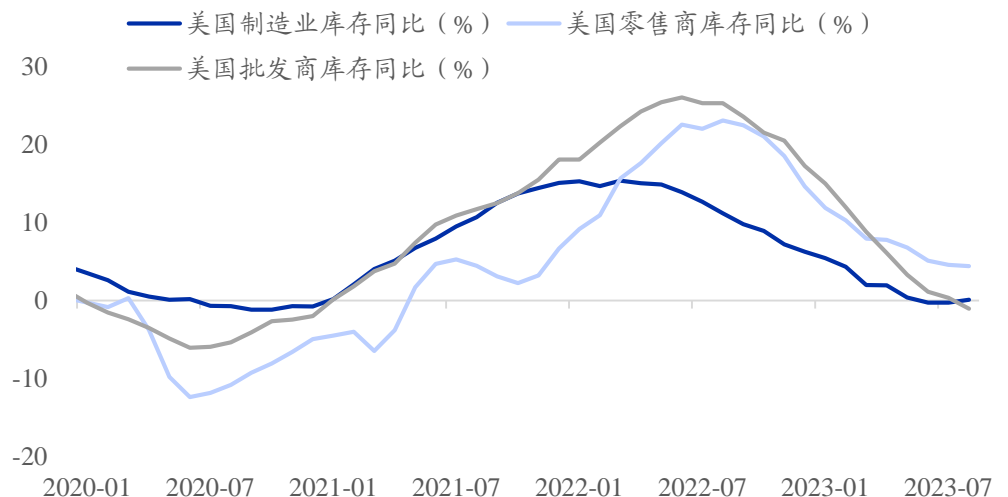


来源：BEA、华福证券研究所

## 2 本轮库存周期略有不同

但在本轮库存周期中，制造业企业的库存增速顶点要早于零售商企业库存增速的顶点。具体来看，从 2020 年年中开始，零售商、批发商以及制造业企业陆续进入新一轮补库存阶段，2022 年 3 月，制造业企业率先达到本轮补库存周期的顶点，零售商以及批发商库存同比增速的峰值分别出现在同年 8 月和 6 月，制造业先于零售商和批发商进入去库阶段。

**图表 10：2020 年以来三大商库存同比增速走势**

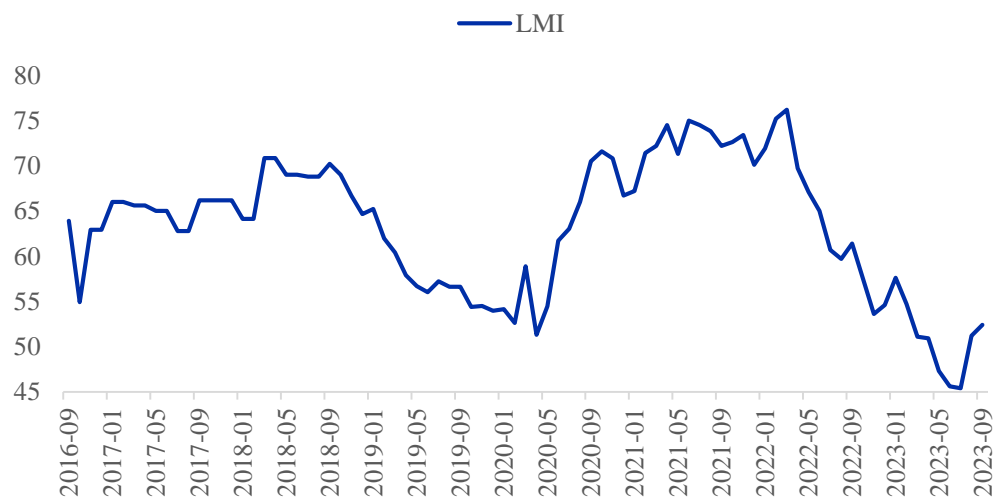


来源：iFind、华福证券研究所

零售商晚于制造业企业进入去库阶段或许与疫情造成的供应链受阻有关。2020年的经济周期和以往并不完全相同，以往经济周期的产生大部分都遵循经济发展的周期性规律，主要是由周期性的内部原因导致的；但2020年的疫情属于经济运行过程中的外部冲击，并且在后续经济企稳复苏的过程中，疫情的负面影响仍然持续存在，特别是对供应链的影响。一方面，由于各国疫情并不完全同步，全球产业链各环节供需错位；另一方面，疫情使得部分人丧失劳动力，劳动力短缺问题突出，因此导致供应链上中下游传递受阻。非常典型的一个例子就是在疫情后的经济复苏期，美国物流系统运力十分紧张。2020年4月后，美国物流经理人指数持续快速攀升，9月份上升至70.47，年底略有下降后，2021年2月再次上升至70以上，并在此后的一年一直维持在70以上的高位，2022年3月升至76.2的最高值后开始下降。

由于运力紧张，零售商供货严重不足，企业库存销售比出现快速下降。以疫情发生前后为分界线，2020年以前，零售商库存销售比一直高于制造业企业，批发商则保持着最高的商品周转效率（库存销售比最低）；而在疫情后，零售商库存销售比降至三大商中的最低水平。随着疫情后经济生产活动的逐步常态化，批发商及零售商补库需求开始释放，库存销售比上升幅度要远远高于制造业企业，去库存时间点因此也略晚于制造业企业。

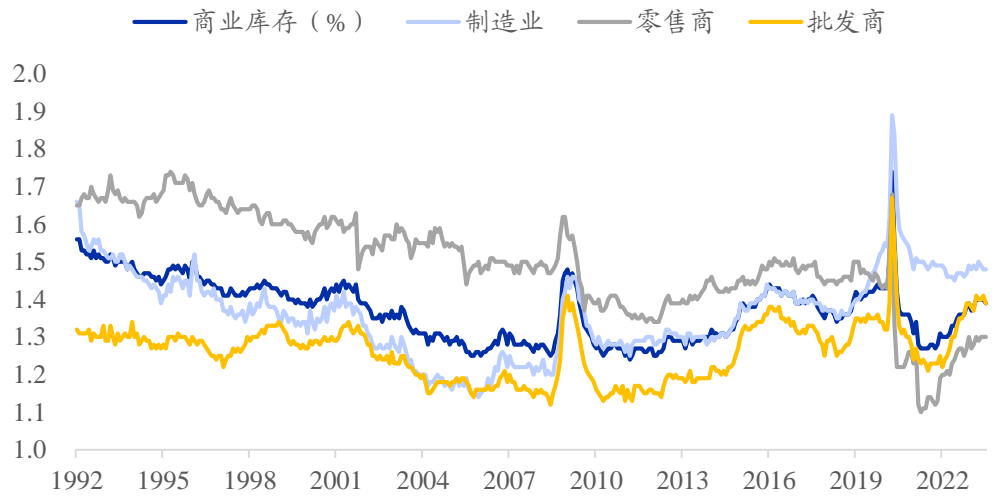
图表 11：2021 年 LMI 指数维持高位



来源：trading economics、华福证券研究所



图表 12: 商业库存销售比及三大商库存销售比走势对比



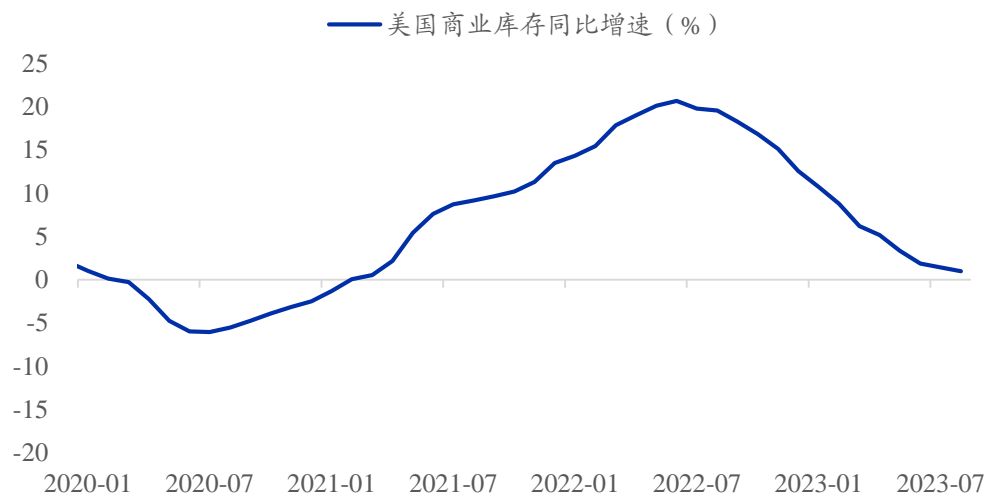
来源: iFind、华福证券研究所

### 3 当前库存周期所处位置

从时间上来看,本轮库存周期已经持续 37 个月,超过了过去 9 轮库存周期的平均时长。本轮库存周期开始于 2020 年 8 月,2022 年 6 月达到此轮库存增速上升的顶点,补库时长为 23 个月;2022 年 7 月库存增速开始下降,截至今年 8 月已连续 14 个月下降。

从位置上来看,当前美国库存同比增速已处于历史低位,后续继续下降的空间并不大。截至今年 8 月份,美国商业库存同比增速为 0.99%,位于 16.3% 的历史分位点。从历史数据来看,1993 年以来,美国商业库存同比增速仅在 2001 年、2008 年金融危机以及 2020 年初这几次经济陷入衰退时为负值,往后看,本轮美国经济很有可能避免陷入衰退,在当前的位置上,美国库存同比增速继续大幅下降的空间并不大。

图表 13: 2020 年以来美国库存同比增速走势

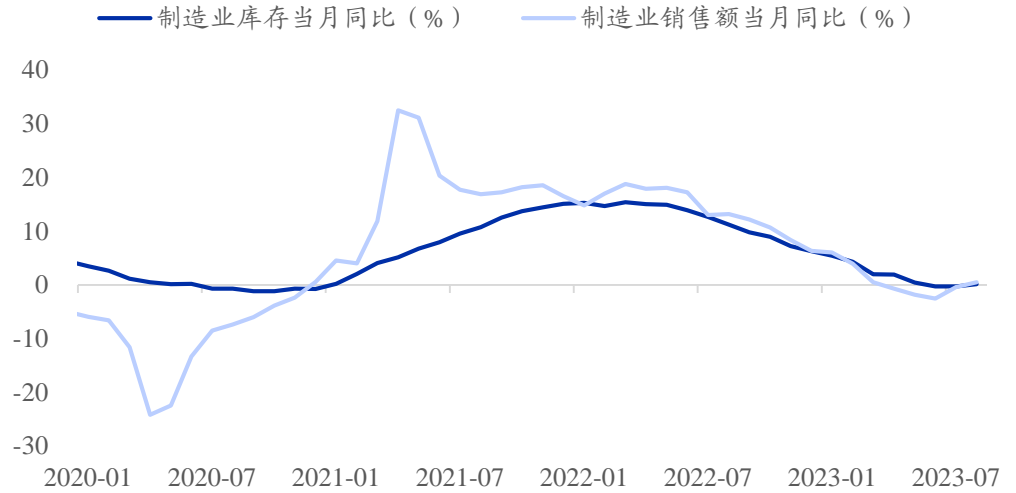


来源: iFind、华福证券研究所

从领先指标来看，近期三大商销售额同比增速均有所回升。2023年8月，制造业销售额当月同比增速为0.49%，由负转正；零售商销售额当月同比增速为2.06%，较7月份回升0.46个百分点，今年至今最低点出现在4月份；批发商销售额当月同比增速为-1.66%，较7月份回升2个百分点以上。8月份制造业、零售商以及批发商的销售额同比增速均连续两个月回升。若后续销售增速保持回升趋势，那么库存周期将进入被动去库存阶段。

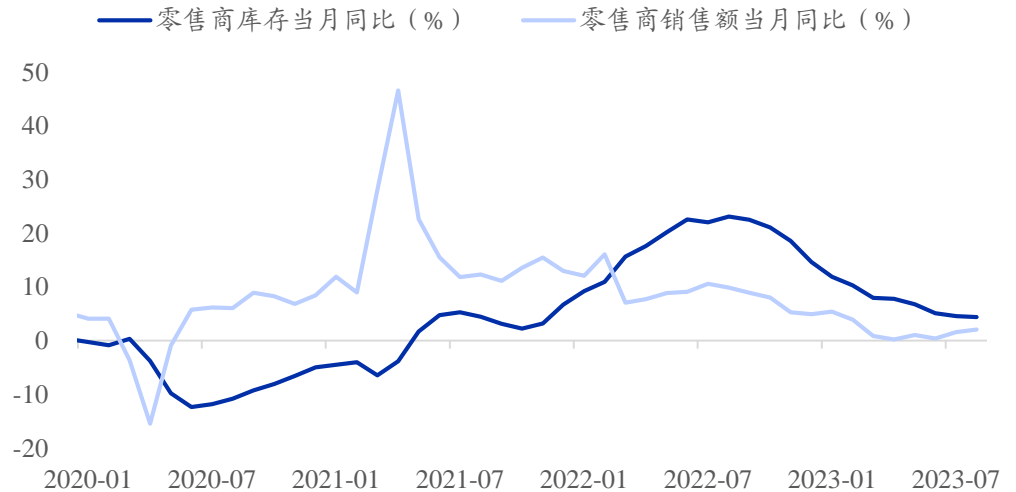
尽管当前销售额同比增速的向上拐点尚未完全确立，后续仍有可能出现反复，但不论是从时间上还是空间上来看，美国目前已经处于去库周期的后期。根据美国国会预算办公室（CBO）最新预测，美国实际GDP增速预计在今年四季度触底，2024年开始逐季回升，我们预计2024年美国也将进入新一轮补库周期。

**图表 14：2020 年以来美国制造业库存及销售额同比增速走势**



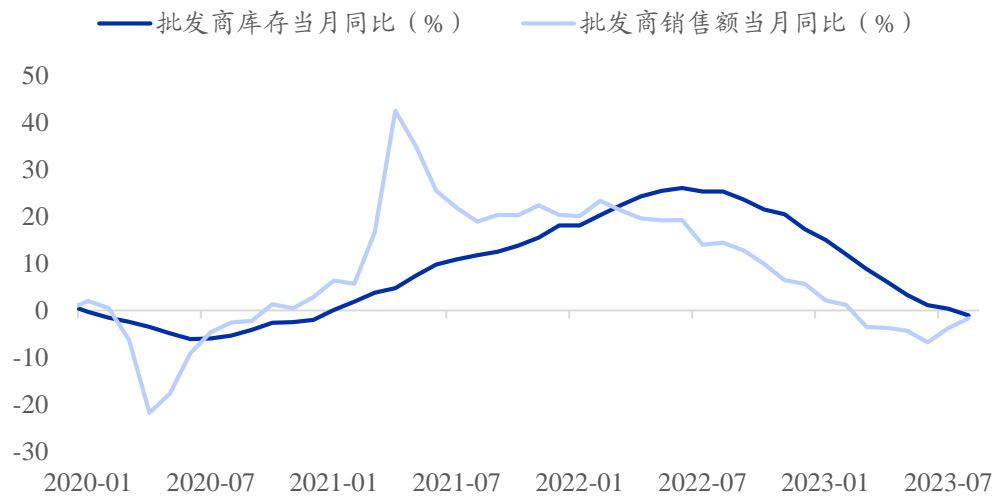
来源：iFind、华福证券研究所

**图表 15：2020 年以来美国零售商库存及销售额同比增速走势**



来源：iFind、华福证券研究所

图表 16：2020 年以来美国批发商库存及销售同比增速走势



来源：iFind、华福证券研究所

#### 4 风险提示

一是历史经验不代表未来；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn