



## 宏观专题

# 如何看待本轮补库周期的力度与结构

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 研究助理

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

- **库存周期即将迎来向补库周期切换拐点: 在7月份名义库存同比增速迎来拐点后, 9月份实际库存同比增速也见底回升, 整体来看本轮库存周期已经进入了去库尾期, 正处于库存周期的拐点。**从历史经验来看, 实际库存同比增速拐点的出现往往是对名义库存同比增速拐点的确认。复盘2000年以来的6轮库存周期, 名义库存同比增速的拐点基本同步或者小幅领先于实际库存同比增速, 因此实际库存同比增速的拐点出现基本可以确认名义库存周期的转向。此外, 从名义库存周期的前瞻变量PPI来看, 今年6月份PPI已经见底回升, 而PPI拐点通常领先名义库存周期拐点1-2个季度, 同样指向今年四季度库存周期迎来切换拐点。
- **量价齐升下库存周期初现主动补库特征: 结合企业营收数据来看, 库存周期已经初步有了主动补库存的特征。**一方面, 工业企业营收同比增速在6月见底后开始边际回升, PPI的见底回升是企业营收回升的主要原因, 但即使剔除价格因素的影响, 企业在量上也有明显增长, 量价齐升下企业营收预计将继续延续修复态势, 企业主动补库的意愿或有所提升; 另一方面, 从库销比来看, 三季度以来企业库销比加速回落, 表征需求端仍在延续改善。但同样可以看到, 本轮补库周期或仍旧是一轮弱补库周期。营收和库销比数据虽然反映出需求端在边际转好, 但整体修复动能仍相对较弱, 企业营收回升斜率较低, 而库销比也仍显著高于过去历年同期, 因此企业补库的意愿或相对较为有限。
- **下游消费制造有望率先开启补库:**分行业来看, 目前半数行业已经有了进入补库阶段的迹象, 整体来看部分上游行业和中游设备制造业库存分位数仍相对较高, 而下游消费制造业库存分位数均已处于较低区间, 有望率先开始补库。**总结来看, 受地产景气度下行以及终端需求仍较为低迷的影响, 历轮强补库周期中贡献较大的黑色冶炼、电子通信和电气机械预计在本轮补库周期中的补库力度均相对较弱, 一定程度上表征本轮库存周期仍将录得一轮弱补库周期。**预计本轮补库周期中主要的补库行业将是中游设备制造中的通用设备和汽车制造业, 下游消费制造中纺织服装、食品制造和酒类饮料的补库力度可能超预期。
- **中美库存周期或在明年二季度开启共振补库:**从美国当前库存周期的位置来看, 目前整体仍处于主动去库存阶段, 但已接近去库尾声。一方面, 尽管受价格上行影响, 名义库存同比增速在7月和8月份连续两个月有所回升, 但实际库存同比增速在8月份仍在持续下行, 且实际库存同比增速分位数仍处于较高水平, 表征库存仍未

去化完全；另一方面，从库销比来看，截止 8 月份库销比仍高于疫情前的水平，但边际来看已经出现了库销比回落的拐点，指向企业主动去库已经进入了尾声。从时点来看，本轮实际库存去库周期受美国经济衰退预期迟迟未兑现的影响已经去库达到 12 个月，超过了 11 个月的历史主动去库阶段平均时长，预计四季度美国库存周期有望出现向被动去库阶段切换的拐点，此后需求的强弱将决定被动去库阶段的时长，目前来看美国消费需求虽然仍较为强劲，但环比上已经出现边际放缓的迹象，按趋势推算美国预计将于明年二季度进入全面补库阶段，与我国库存周期形成共振补库。而在结构方面，美国家具家居、电脑软件和服饰已进入去库尾声，且实际销售增速也在近期呈现环比回升的趋势，有望最快进入主动补库存的阶段，对我国相关行业补库力度带来一定提振。

- **风险提示：** 疫情形势仍具有不确定性；地方财政压力超预期；宏观政策收紧超预期。

## 内容目录

1. 库存周期即将迎来向补库周期切换拐点.....	5
1.1. 实际库存补库印证库存周期拐点.....	5
1.2. 量价齐升下库存周期初现主动补库特征.....	6
1.3. 下游消费制造有望率先开启补库.....	8
2. 中美库存周期或在明年二季度开启共振补库.....	12
2.1. 美国库存周期或在明年二季度开启全面补库.....	12
2.2. 结构上美国非耐用品有望率先开启补库.....	13
3. 风险提示.....	15

## 图表目录

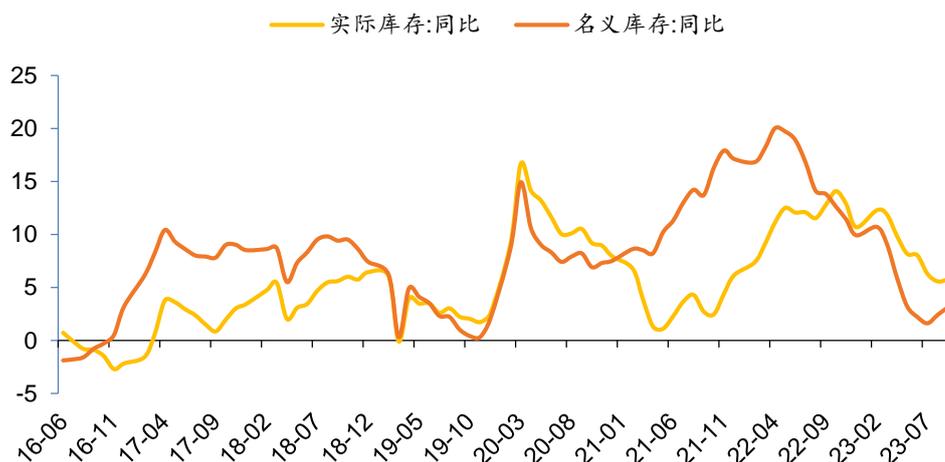
图 1: 9 月实际库存同比增速小幅回升 (%)	5
图 2: 6 月 PPI 见底回升印证四季度或迎来库存周期切换拐点 (%)	6
图 3: 量价齐升下工业企业营收持续修复 (%)	7
图 4: 库销比加速回落但仍处于历年同期高位	7
图 5: 分行业库存同比增速及分位数 (2000 年以来, %)	9
图 6: 美国库存周期主要由消费需求驱动 (%)	12
图 7: 中美库存周期存在一定相关性 (%)	12
图 8: 美国本轮库存周期去库时长已超历史均值	13
图 9: 库销比边际回落指向美国去库周期进入尾声 (%)	13
图 10: 批发商去困进程较快有望率先迎来补库 (%)	13
图 11: 批发商库销比处于相对低位 (%)	13
图 12: 美国分行业库存增速分位数	14
表 1: 理论库存周期去库时长及库存周期拐点处库存增速分位数	6
表 2: 历轮补库周期开启时点名义库存结构 (%)	8
表 3: 历轮补库周期开启时点实际库存结构 (%)	8
表 4: 剔除价格因素后各行业需求变动 (%)	10
表 5: 上市公司存货增速变动情况 (%)	11
表 6: 美国分行业实际销售同比增速 (%)	14

## 1. 库存周期即将迎来向补库周期切换拐点

### 1.1. 实际库存补库印证库存周期拐点

在7月份名义库存同比增速迎来拐点后，9月份实际库存同比增速也见底回升，9月名义库存同比增速录得3.1%，连续两个月回升，9月实际库存录得5.7%，较8月份的5.6%小幅回升，整体来看本轮库存周期已经进入了去库尾期，正处于库存周期的拐点。

图1：9月实际库存同比增速小幅回升（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从历史经验来看，实际库存同比增速拐点的出现往往是对名义库存同比增速拐点的确认。复盘2000年以来的6轮库存周期，名义库存同比增速的拐点基本同步或者小幅领先于实际库存同比增速，因此实际库存同比增速的拐点出现基本可以确认名义库存周期的转向；

从历史上类似轮次库存周期去库阶段的时长来看，本轮库存周期去库时长也较为接近。第一轮和第六轮库存周期的开启均是始于供给端的变动，弱补库周期下最终去库阶段分别仅持续了16个月和13个月。对比来看，本轮库存周期的开启同样受到了供给端的冲击，且需求端一直处于弱修复的态势，与第一轮和第六轮库存周期在背景上有相似之处，而截至9月份本轮库存周期的名义库存去库时长和实际库存去库时长均达到了15个月，去库时长也与此前两轮弱库存周期的去库时长较为接近；

而从库存同比增速的分位数来看，7月份名义库存同比增速处于2000年以来的8.1%分位数，与第一轮和第六轮弱库存周期去库阶段拐点的历史分位数较为接近；8月份实际库存同比增速处于2000年以来的31.4%分位数，显著高于第一轮和第六轮弱库存周期去库阶段拐点的历史分位数，一定程度上表明实际库存同比增速或仍有一定下降空间。

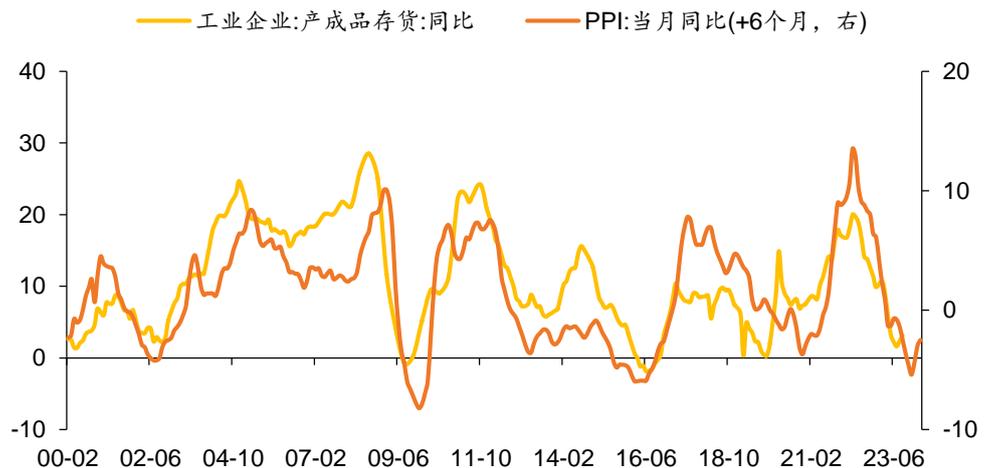
表 1：理论库存周期去库时长及库存周期拐点处库存增速分位数

年份	第一轮 库存周期	第二轮 库存周期	第三轮 库存周期	第四轮 库存周期	第五轮 库存周期	第六轮 库存周期
名义库存去 库时长	16 个月	17 个月	12 个月	22 个月	22 个月	13 个月
名义库存拐 点	2002 年 10 月	2006 年 5 月	2009 年 8 月	2013 年 8 月	2016 年 6 月	2019 年 11 月
拐点处名义 库存增速及 分位数	0.2% (10.2%)	15.6% (72.6%)	-0.8% (2.9%)	5.7% (25.2%)	-1.9% (0.4%)	0.3% (4.7%)
实际库存去 库时长	16 个月	18 个月	15 个月	22 个月	25 个月	13 个月
实际库存拐 点	2002 年 11 月	2006 年 6 月	2010 年 2 月	2013 年 9 月	2016 年 11 月	2019 年 11 月
拐点处实际 库存增速分 位数	3.2% (19.5%)	12.1% (62.5%)	-0.2% (5.1%)	7.5% (38.2%)	-2.7% (0.8%)	1.7% (11.4%)

资料来源：Wind，德邦研究所

此外，从名义库存周期的前瞻变量 PPI 来看，今年 6 月份 PPI 已经见底回升，而 PPI 拐点通常领先名义库存周期拐点 1-2 个季度，同样指向今年四季度库存周期迎来切换拐点。

图 2：6 月 PPI 见底回升印证四季度或迎来库存周期切换拐点（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

注：对于 PPI 同比，图中的 2023 年 6 月数值对应实际上的 2022 年 12 月的数值

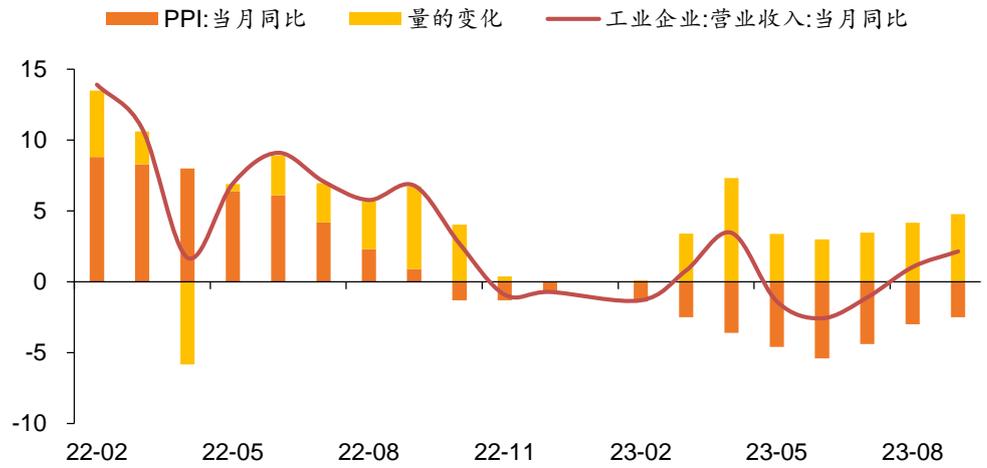
## 1.2. 量价齐升下库存周期初现主动补库特征

而结合企业营收数据来看，库存周期已经初步有了主动补库存的特征。一方面，工业企业营收同比增速在 6 月见底后开始边际回升，PPI 的见底回升是企业营收回升的主要原因，但即使剔除价格因素的影响，企业在量上也有明显增长，量价齐升下企业营收预计将继续延续修复态势，企业主动补库的意愿或有所提升；另一方面，从库销比来看，三季度以来企业库销比加速回落，表征需求端仍在延续改善。

但同样可以看到，本轮补库周期或仍旧是一轮弱补库周期。营收和库销比数据虽然反映出需求端在边际转好，但整体修复动能仍相对较弱，企业营收回升斜

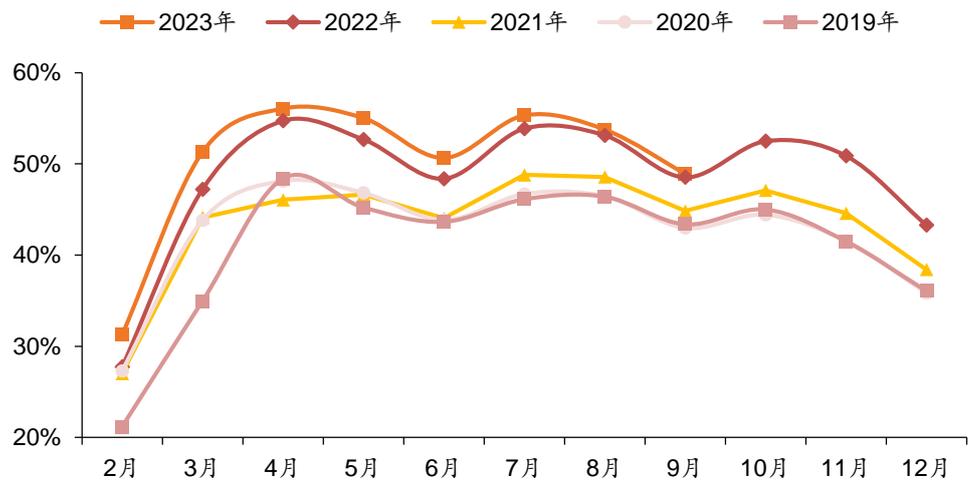
率较低，而库销比也仍显著高于过去历年同期，因此企业补库的意愿或相对较为谨慎。

图 3：量价齐升下工业企业营收持续修复（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：库销比加速回落但仍处于历年同期高位



资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 下游消费制造有望率先开启补库

从整体库存的结构来看，本轮库存周期去库阶段结束后中游设备制造业库存占比进一步提升，无论是名义库存绝对值还是实际库存绝对值占比均显著高于上一轮库存周期，而上游原材料以及下游消费制造的库存占比均有一定程度下滑，一定程度上表明中游设备制造业对工业企业库存周期变动的的影响更加显著。

表 2：历轮补库周期开启时点名义库存结构（%）

	上游	中游	下游	公共事业
2023-07	27.18	46.67	25.73	0.41
2019-11	27.50	43.65	28.53	0.32
2016-06	30.76	39.37	29.63	0.25
2013-08	35.05	36.60	28.11	0.24

资料来源：Wind，德邦研究所

表 3：历轮补库周期开启时点实际库存结构（%）

	上游	中游	下游	公共事业
2023-08	27.95	46.60	25.06	0.39
2019-11	28.33	43.51	27.84	0.31
2016-11	28.15	41.47	30.07	0.31
2013-09	35.47	36.41	27.93	0.19

资料来源：Wind，德邦研究所

分行业来看，目前半数行业已经有了进入补库阶段的迹象，整体来看部分上游行业和中游设备制造业库存分位数仍相对较高，而下游消费制造业库存分位数均已处于较低区间，有望率先开始补库。

具体而言，上游采矿业中黑色采矿仍处于去库阶段，且 9 月库存分位数已经录得 2000 年以来新低，但随着地产需求的边际修复，黑色采矿有望在近期切换至补库阶段；而对于 9 月份已经出现补库迹象的煤炭开采、有色采矿和非金属采矿而言，其库存分位仍相对偏高，且三季度以来需求端的修复具有不确定性，因此后续能否延续补库仍待观察；石化开采自 6 月份库存见底后已连续三个月回升，叠加需求转好已经完成了向主动补库阶段的切换。

上游原材料方面，黑色冶炼、有色冶炼、化纤制造和化工制造均已补库超过两个月，且需求端呈现较为稳定的修复态势，已基本确定进入了主动补库的阶段，但受终端需求偏弱的影响，预计补库力度相对有限；与黑色采矿相类似，非金属制品库存分位数已处于 2000 年以来低位但依旧处于去库阶段，需求端虽然边际有所回升但仍旧较为低迷，短期内预计仍将延续去库态势。

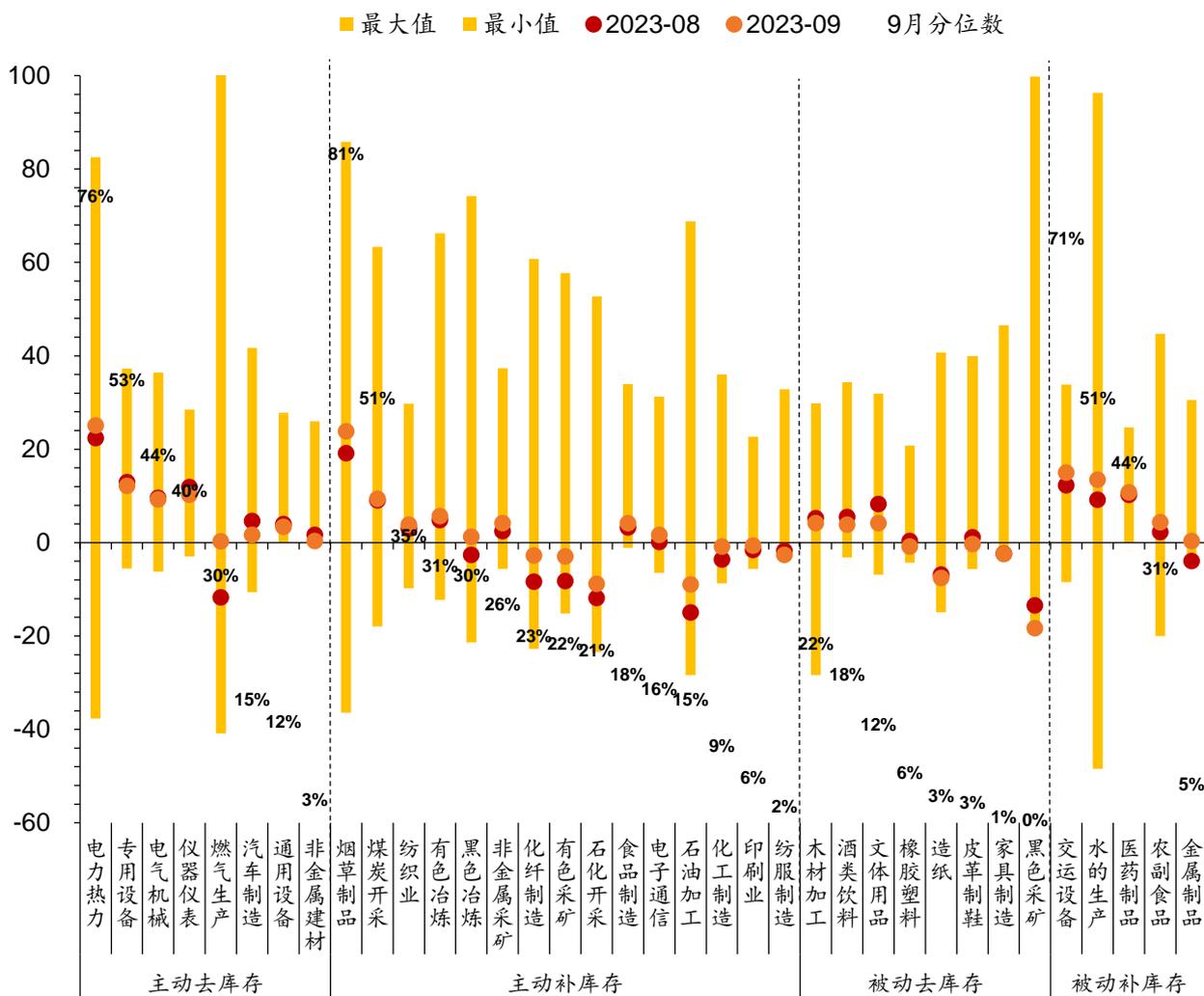
中游设备制造业方面，高技术制造相关的专用设备、电气机械和仪器仪表库存分位数仍相对较高，且需求端均处于边际下行的趋势，预计短期内仍将处于主动去库的阶段；汽车制造和通用设备库存分位数已经处于较低水平，且从需求端来看有边际回暖的迹象，两个行业已接近去库阶段到补库阶段的拐点，看好其后续补库力度；电子通信制造已进入主动补库阶段，外需虽然在持续改善但整体需求仍处于低位，补库的强度不易高估。

下游消费制造业目前整体库存分位数均较低，有望率先开始补库进程。具体

来看，纺服制造、皮革制鞋和家具制造目前库存分位数已经接近 2000 年以来低值，但受美国终端需求偏弱影响（9 月美国可选消费和地产后周期零售均录得环比负增长），企业补库动力或相对有限；食品制造和酒类饮料库存分位数也相对较低，且随着消费的稳步复苏，食饮行业的需求和盈利能力也在修复，基本处于去库阶段向补库阶段切换的拐点，但考虑到低基数和消费场景回补的影响将逐渐减弱，补库力度或也相对有限。

总结来看，受地产景气度下行以及终端需求仍较为低迷的影响，历轮强补库周期中贡献较大的黑色冶炼、电子通信和电气机械预计在本轮补库周期中的补库力度均相对较弱，一定程度上表征本轮库存周期仍将录得一轮弱补库周期。预计本轮补库周期中主要的补库行业将是中游设备制造中的通用设备和汽车制造业，下游消费制造中纺织服装、食品制造和酒类饮料的补库力度可能超预期。

图 5：分行业库存同比增速及分位数（2000 年以来，%）



资料来源：Wind，德邦研究所

表 4：剔除价格因素后各行业需求变动 (%)

指标名称	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
煤炭开采	-3.27	0.05	-0.91	-11.60	-8.75	-9.84	-1.66	0.40
石化开采	5.88	6.61	5.82	5.06	4.58	8.84	3.55	8.76
黑色采矿	4.28	15.45	31.01	-8.29	-6.44	-0.64	6.76	0.32
有色采矿	-3.13	0.82	-11.68	-4.49	-8.16	-4.34	-9.56	0.00
非金属采矿	-2.67	-1.67	-12.09	-5.64	-7.74	-12.45	-5.88	-4.94
农副食品	1.08	2.89	4.04	4.82	1.92	4.49	0.45	3.04
食品制造	4.87	0.72	-0.36	5.38	4.39	4.89	1.83	0.40
酒类饮料	8.85	-5.89	2.46	10.02	18.23	-0.52	1.34	1.87
烟草制品	2.76	-2.04	-4.44	2.34	2.58	1.19	4.22	8.06
纺织业	5.96	2.43	0.59	1.20	-1.32	2.96	-0.32	-4.36
纺织服装	-2.98	-11.94	-11.72	-11.28	-5.04	-7.81	-8.00	-11.39
皮革制鞋	-5.62	-10.15	-12.80	5.85	4.22	-14.90	-28.82	-10.76
木材加工	0.79	11.22	2.56	1.38	-10.27	-12.80	-5.20	-1.01
家具制造	-3.31	-3.59	-6.19	-7.48	-8.78	-5.30	-10.27	-16.37
造纸	10.17	8.83	5.27	0.80	-1.37	3.53	-4.60	-3.67
印刷业	0.57	-10.57	-5.85	-7.61	-7.13	-3.02	-4.49	-7.44
文体用品	-5.89	-0.12	-17.03	-16.75	-2.87	3.98	-10.55	-8.96
石油加工	11.23	15.24	9.21	6.44	7.57	14.82	2.72	4.42
化工制造	10.73	14.09	11.87	3.83	0.06	2.09	-0.31	1.17
医药制品	-4.85	-8.90	-1.17	1.18	-2.40	-6.47	-9.95	0.80
化纤制造	16.14	21.27	11.92	9.20	3.91	8.14	-5.90	-3.06
橡胶塑料	9.94	5.41	5.28	1.10	1.75	3.61	0.83	-5.44
非金属建材	-2.66	-4.07	-5.04	2.62	-1.93	2.83	3.08	-2.77
黑色冶炼	10.01	14.97	18.62	3.26	0.31	5.52	8.03	4.71
有色冶炼	8.14	5.57	7.14	5.19	8.30	11.55	8.96	5.60
金属制品	2.42	1.48	-1.66	1.49	2.42	1.83	4.51	-4.55
通用设备	0.34	0.71	-3.50	-0.75	7.60	17.45	6.61	-3.80
专用设备	0.54	-2.88	-3.43	1.77	5.54	6.00	3.98	-1.20
汽车制造	8.79	7.04	6.67	9.85	27.19	57.42	15.97	-5.44
交运设备	4.14	8.33	-0.55	10.37	5.19	15.16	11.32	0.00
电气机械	8.98	8.37	9.09	10.46	15.01	22.09	16.10	10.40
电子通信	-0.99	0.42	0.11	-2.24	-0.61	1.22	-6.24	-6.03
仪器仪表	-1.00	-4.31	3.48	3.14	8.44	12.05	10.10	-2.35
其他制造	0.19	-0.71	-7.36	-4.58	-2.61	-6.19	-2.31	-7.54
废弃资源	22.03	27.69	32.30	17.82	1.70	6.95	47.73	0.55
金属制品	3.43	11.58	-19.27	24.74	19.31	17.00	21.31	2.76
电力热力	3.38	0.75	2.37	4.51	-0.23	1.89	6.76	3.21
燃气生产	-2.06	1.88	2.82	-3.15	2.57	2.51	5.55	1.19
水的生产	3.28	3.39	3.28	-0.59	2.91	5.07	8.73	2.39

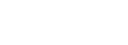
资料来源：Wind，德邦研究所

进一步从上市公司存货数据来看，截止今年三季度上市公司整体仍处于去库阶段但多个行业存货增速分位数已位于近 10 年低值，呈现出的结构特征也与工业企业产成品存货数据基本一致。

地产链相关行业存货增速已处于近 10 年低值且今年以来仍在加速去库；中游行业中国防军工和交运设备在今年下半年以来已进入补库阶段，而汽车、电子行业去库也已经较为彻底，有望在四季度率先开启补库；下游行业中纺织三季度已初显补库特征，而食品饮料和轻工制造存货增速也已经处于近 10 年较低分位，有

望在四季度迎来补库。

表 5：上市公司存货增速变动情况 (%)

	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	近十年存货 增速走势
SW 基础化工	-2.83	-0.97	10.93	16.72	33.89	-0.36	-4.44	
SW 钢铁	0.30	-16.38	-3.14	-9.16	-11.20	10.69	8.28	
SW 有色金属	11.67	12.92	15.07	22.81	19.98	18.41	20.45	
SW 电子	3.93	1.91	6.31	21.38	27.67	25.14	25.18	
SW 汽车	4.76	17.78	28.05	28.58	42.09	32.72	19.04	
SW 家用电器	-5.27	-4.72	-6.56	-2.87	2.80	14.34	26.00	
SW 食品饮料	9.70	11.38	12.88	14.69	14.12	13.33	14.75	
SW 纺织服饰	-5.11	-7.30	-1.98	0.33	6.80	23.72	29.41	
SW 轻工制造	-7.10	-4.84	0.05	3.20	5.15	21.53	30.21	
SW 医药生物	6.14	9.63	13.10	13.27	15.51	20.07	17.40	
SW 公用事业	8.55	10.41	4.21	-5.07	17.61	26.04	28.29	
SW 交通运输	-1.25	-5.91	-1.82	4.47	10.47	37.99	44.18	
SW 房地产	-18.36	-11.62	-10.05	-7.50	-5.19	-3.22	-0.77	
SW 商贸零售	-2.76	7.49	3.22	5.58	10.58	-0.66	-24.63	
SW 建筑材料	-7.23	-6.80	-2.74	0.21	-0.03	1.70	-1.30	
SW 建筑装饰	4.22	3.97	4.23	0.68	-0.68	0.01	-0.20	
SW 电力设备	14.56	19.05	30.42	50.72	54.48	87.37	86.09	
SW 机械设备	7.40	10.66	10.44	11.12	13.25	5.97	7.40	
SW 国防军工	8.90	3.19	1.34	2.37	6.42	14.94	17.25	
SW 计算机	3.73	3.12	4.05	6.31	14.11	26.17	32.06	
SW 传媒	-3.14	-0.83	-2.77	0.41	-1.16	5.66	9.79	
SW 通信	-4.78	1.63	6.35	27.27	29.96	32.43	33.91	
SW 煤炭	1.15	11.25	14.55	9.05	6.04	5.25	0.69	
SW 石油石化	-4.08	-8.00	-5.19	22.10	39.83	66.14	62.93	

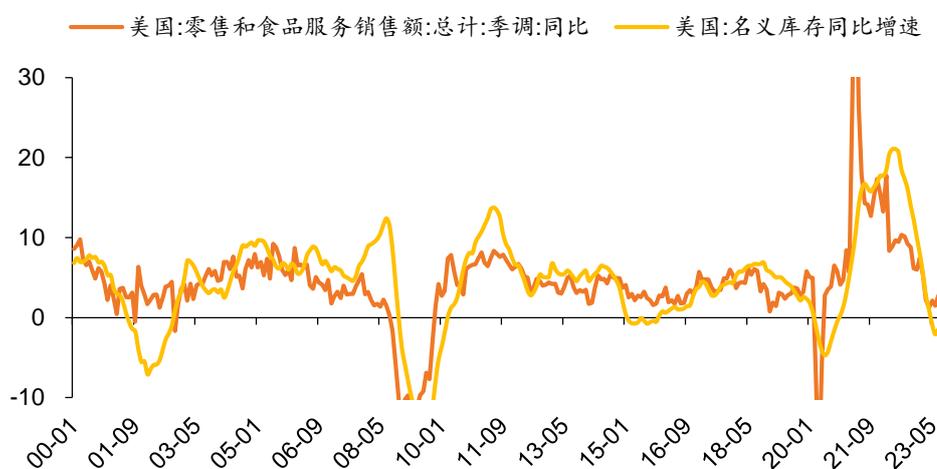
资料来源：Wind，德邦研究所

## 2. 中美库存周期或在明年二季度开启共振补库

### 2.1. 美国库存周期或在明年二季度开启全面补库

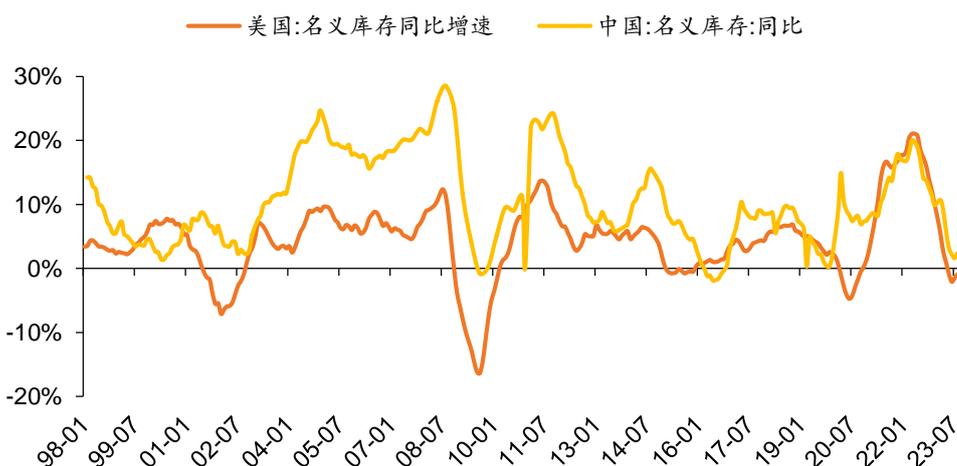
复盘历史来看，中美库存周期存在一定的相关性，其背后的逻辑在于美国库存走势主要由需求驱动，从走势来看美国消费需求对美国库存周期变动具有一定的领先性，因此当美国消费需求回升带动企业补库时，将通过进口我国地产后周期和耐用品相关产品拉动我国工业企业补库，而同理当美国消费需求回落时，对我国工业企业库存的拉动作用会显著减弱。当美国消费需求回升且叠加我国内需修复带动企业补库时便会出现中美库存周期共振补库，比较典型的两个时期是 08 年金融危机后的 2009 年三季度到 2011 年二季度以及新冠疫情爆发后的 2020 年四季度到 2022 年一季度。

图 6：美国库存周期主要由消费需求驱动（%）



资料来源：Wind、BEA，德邦研究所

图 7：中美库存周期存在一定相关性（%）



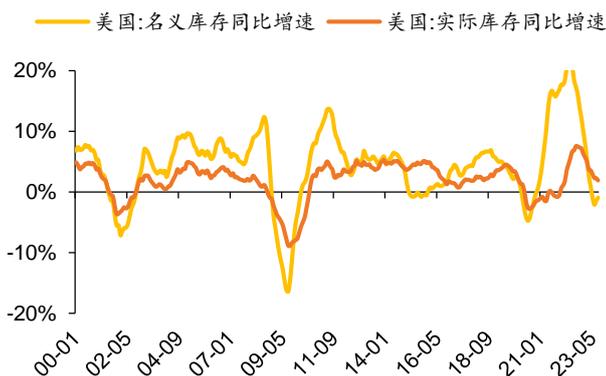
资料来源：Wind，德邦研究所

从美国当前库存周期的位置来看，目前整体仍处于主动去库存阶段，但已接近去库尾声。一方面，尽管受价格上行影响，名义库存同比增速在 7 月和 8 月份连续两个月有所回升，但实际库存同比增速在 8 月份仍在持续下行，且实际库存同比增速分位数仍处于较高水平，表征库存仍未去化完全；另一方面，从库销比

来看，截止 8 月份库销比仍高于疫情前的水平，但边际来看已经出现了库销比回落的拐点，指向企业主动去库已经进入了尾声。

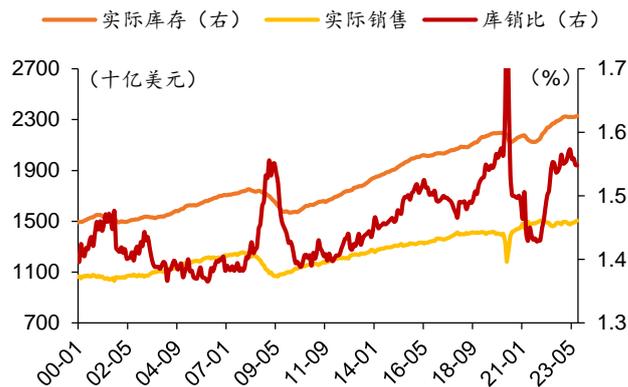
从时点来看，本轮实际库存去库周期受美国经济衰退预期迟迟未兑现的影响已经去库达到 12 个月，超过了 11 个月的历史主动去库阶段平均时长，预计四季度美国库存周期有望出现向被动去库阶段切换的拐点，此后需求的强弱将决定被动去库阶段的时长，目前来看美国消费需求虽然仍较为强劲，但环比上已经出现边际放缓的迹象，按趋势推算美国预计将于明年二季度进入全面补库阶段，与我国库存周期形成共振补库。

图 8：美国本轮库存周期去库时长已超历史均值



资料来源：BEA，德邦研究所

图 9：库销比边际回落指向美国去库周期进入尾声 (%)

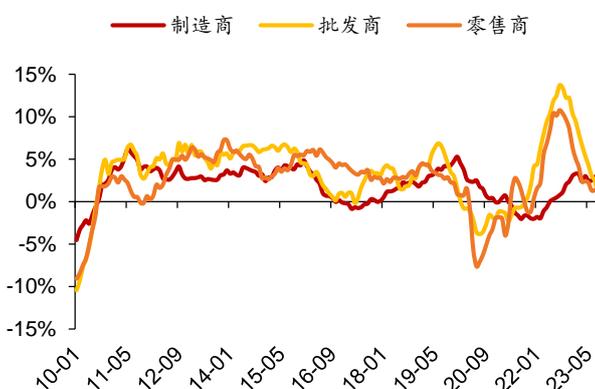


资料来源：BEA，德邦研究所

## 2.2. 结构上美国非耐用品有望率先开启补库

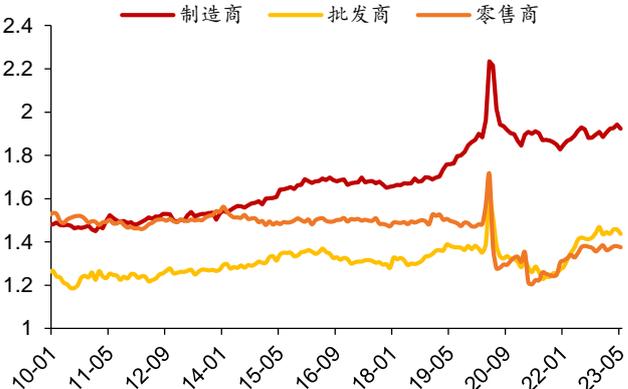
进一步从与我国出口较为相关的美国批发商库来看，美国批发商名义库存已经经历了 14 个月的去库过程，而批发商实际库存也已经经历了 12 个月的去库过程，从名义库存来看，批发商库存增速分位数与整体库存增速分位数较为接近，而从实际库存来看，批发商库存增速分位数要显著低于整体库存增速分位数，表征批发商去库进程要相对快于整体库存，有更大的动能更早开启补库周期。

图 10：批发商去库进程较快有望率先迎来补库 (%)



资料来源：BEA，德邦研究所

图 11：批发商库销比处于相对低位 (%)



资料来源：BEA，德邦研究所

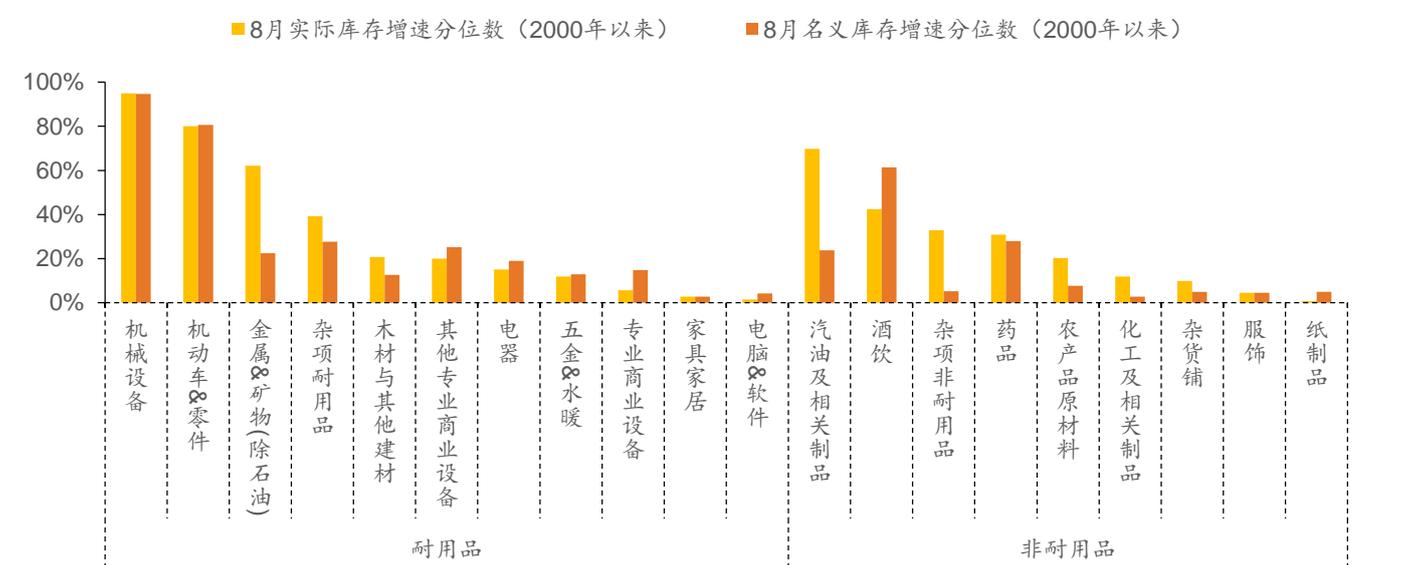
从细分品类来看，非耐用品去库进程相对于耐用品更快，非耐用品库存增速

分位已经接近 2000 年以来最低点，而耐用品库存增速分位仍相对偏高，各行业的去库进程也存在较大差异。

耐用品中的家具家居和电脑软件以及非耐用品中的服饰和纸制品去库较为彻底，库存增速分位数已经接近见底，有望提前进入补库阶段；专业商业设备、电器以及木材与其他建材的去库进程也已经接近尾声，去库节奏与整体库存周期较为一致；而机动车与零件和机械设备去库进程较为缓慢，目前去库时长仅 6 个月，且库存增速分位数也处于高位。

结合实际销售增速来看，家具家居、电脑软件和服饰的实际销售增速也在近期呈现环比回升的趋势，有望最快进入主动补库存的阶段；木材与其他建材实际销售增速在近期也呈现修复态势，但美国房屋销售的低景气度或对其补库时点和补库力度造成一定拖累；而电器、机动车及零件以及机械设备的实际销售增速仍处于较低区间，仍有一定去库压力。

图 12：美国分行业库存增速分位数



资料来源：BEA，德邦研究所

表 6：美国分行业实际销售同比增速 (%)

	23-01	23-02	23-03	23-04	23-05	23-06	23-07	23-08
机动车&零件	1.56	0.49	-1.79	-1.13	2.05	0.03	-1.06	1.50
家具家居	-1.98	1.09	-1.27	-0.59	2.49	-0.39	0.63	1.33
木材与其他建材	-1.24	-1.82	-2.69	-1.07	1.17	-1.51	1.95	0.82
专业商业设备	-4.91	2.27	-0.04	-0.43	1.18	1.22	1.16	1.55
电脑&软件	-7.04	2.54	1.06	-0.46	2.79	1.47	-0.32	4.17
其他专业商业设备	-2.72	2.02	-1.11	-0.40	-0.42	0.95	2.67	-0.98
金属&矿物-除石油	1.80	-1.97	-2.20	-2.82	-2.93	0.90	1.01	0.75
电器	1.04	2.85	-3.94	-0.47	0.71	-0.43	-0.05	-2.06
五金&水暖	-2.52	-0.07	-2.42	0.40	-0.99	-0.93	1.82	0.59
机械设备	0.94	1.81	-3.98	-2.98	0.75	0.40	1.00	0.01
杂项耐用品	3.86	2.07	-5.86	1.60	-3.44	-4.77	5.55	-1.67
纸制品	-1.92	2.48	-2.80	-1.55	-0.97	1.10	-1.65	-1.04
药品	0.10	1.09	0.70	1.86	1.13	0.07	1.31	2.79
服饰	0.92	2.85	-2.68	-5.73	-4.13	0.40	2.40	0.30
杂货铺	0.88	2.65	-1.54	-4.13	0.83	1.38	0.22	0.85

农产品原材料	1.87	-4.16	-4.53	4.50	0.76	-6.92	-2.67	5.49
化工及相关制品	-4.57	1.56	1.90	1.54	-2.75	0.88	1.11	2.18
汽油及相关制品	-8.37	-2.93	2.32	1.88	7.04	-2.82	-0.09	5.04
酒饮	4.64	1.97	-3.47	-2.48	-2.91	2.05	-1.45	1.77
杂项非耐用品	1.94	-1.05	-1.04	1.81	1.02	-0.70	-2.31	1.14

资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 风险提示

- (1) 疫情形势仍具有不确定性；
- (2) 地方财政压力超预期；
- (3) 宏观政策收紧超预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名，ISI Emerging Markets Group 2021 杰出成就分析师。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。