



Research and
Development Center

中国出口形势的扭转与机遇 ——2024 年出口展望

2024 年 1 月 9 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

中国出口形势的扭转与机遇

——2024年出口展望

2024年1月9日

- **去年出口压力大，但出现边际企稳。**去年我国出口跌幅较大主要与几点因素有关。一是美国处于库存去化阶段；二是海外多国仍在加息，政策利率偏高，制造业景气度下滑；三是全球价格回落，制成品出口价格下行压力也较大。综上，在去库存、加息和价格回落三重压力叠加之下，去年我国对外出口金额同比跌幅较多。然而，下半年来，出口触底回升与干散货运价指数回升一致，我们认为出口边际企稳与干散货等大宗商品的需求改善有关。
- **出口压制有望迎来扭转。**去年全球增长仍是服务优于商品表现，从全球经济走势来看，2024年全球GDP增速或继续放缓，但全球贸易增速有望触底回升。我们认为，美国补库与全球制造业触底回升的共振下，去年中国出口的压制在2024年都有望得到缓解。首先，美国由去库存阶段进入补库阶段。其次，全球制造业有望触底反弹。出口压制迎来扭转，而出口份额有韧性之下，我们预计，2024年中国出口将实现小幅正增长，中国全年出口增速约为4.1%。
- **关注2024年两大出口链机会。**如若2024年全球经济增速继续放缓而外贸增速有所回升，出口链的结构性行情更加重要，我们建议关注两大出口链机会。第一类出口链机会是若今年美联储启动降息，存量房贷利率较高的美国居民或将释放其换房需求，房屋销售增速有望上行，与美国地产后周期相关的板块或迎来利好。第二类出口链机会是美国库存水平越低的行业越可能率先补库。综合来看，在这轮低库存相关出口机会中，建议关注纺织产品、化学产品、家具家居品类。由于非耐用品库存水平远低于耐用品，建议在关注度上，非耐用品>耐用品。
- **风险因素：**地缘政治风险超预期；海外经济放缓超预期。

目录

一、去年出口压力大，但出现边际企稳.....	4
1.1 过去外贸形势：去库存、加息与价格回落.....	4
1.2 去年下半年出口出现企稳迹象.....	8
二、出口压制有望迎来扭转.....	11
2.1 全球：紧缩周期或见顶，经济复苏动能分化.....	11
2.2 美国补库与全球制造业触底回升共振.....	13
三、关注 2024 年两大出口链机会.....	18
3.1 今年降息或启动，关注美国地产后周期出口链.....	18
3.2 关注美国低库存下的出口机会.....	19
风险因素.....	23

表目录

表 1: BDI 指数的三大分项和权重.....	10
表 2: IMF 预计 2024 年全球 GDP 增速继续放缓.....	11
表 3: IMF 预计 2024 年全球出口贸易增速回暖.....	12
表 4: 制造商耐用品库存同比增速普遍高于非耐用品.....	20
表 5: 美国分行业库存结构.....	20
表 6: 2020 年 6 月，美国制造商库存同比分位数较低的是纺织、石油和煤炭产品.....	21
表 7: 上一轮美国进口补库增速较高的前 20 个细分项集中在库存水平较低的行业.....	22
表 8: 批发商耐用品库存同比增速普遍高于非耐用品.....	23

图目录

图 1: 中国对外出口金额累计增速为负.....	4
图 2: 美国处于库存去化阶段.....	4
图 3: 库存去化阶段，美国进口和销售增速也承压.....	5
图 4: 中国主要出口目的地加权政策利率明显上行.....	5
图 5: 多个出口目的地累计政策利率变动较大.....	6
图 6: 全球供应链压力得到缓解.....	6
图 7: 2023 年全球出口数量指数平稳.....	7
图 8: 2023 年全球制成品价格指数明显下降.....	7
图 9: 自 2023 年 5 月以来，出口价格对出口总额拖累较大.....	8
图 10: PPI 和出口价格指数走势相关.....	8
图 11: 2023 年 3 月以来，中国对外出口同比增速呈“U”形.....	9
图 12: 波罗的海集装箱和干散货指数走势分化.....	9
图 13: 2023 年 BDI 的回升很大程度上源于 BCI.....	10
图 14: 国内集装箱和干散货指数也出现分化.....	10
图 15: 全球出口增速和中国出口增速走势一致.....	11
图 16: WTO 预计 2024 年全球商品出口贸易增速回升.....	12
图 17: 全球出口增速和中国出口增速走势一致.....	13
图 18: 美国商品消费走势落后于服务消费.....	13
图 19: 我们预计 2024 年出口增速前低后高.....	14
图 20: 美国新订单和自有库存之差率先回升.....	14
图 21: 美国新订单回升，而自有库存却处于低位.....	15
图 22: 制造业 PMI 的 12MA 值领先于库存同比拐点.....	15
图 23: 美国销售总额回落拖累进口.....	16
图 24: 全球制造业 PMI 和 70 国家出口增速走势一致.....	17
图 25: 中国出口数量指数和全球制造业 PMI 的走势相关.....	17
图 26: 全球制造业 PMI 共振触底回升.....	18
图 27: 美国未偿还抵押贷款在高利率的占比提升.....	19
图 28: 美国房屋销售走势和美国家具进口走势相关.....	19
图 29: 美国家具产品库存水平较低.....	21
图 30: 上一轮补库中，美国进口增速较高.....	22

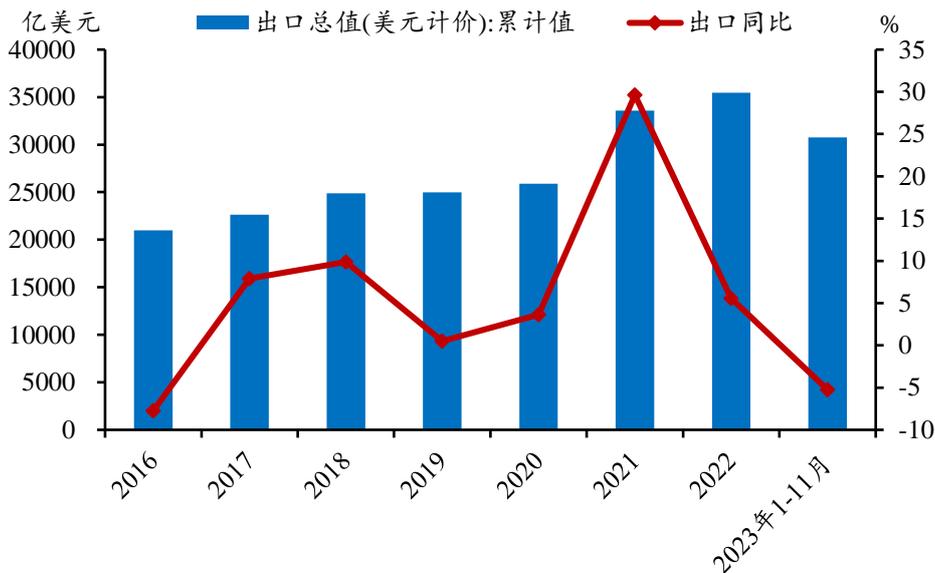
一、去年出口压力大，但出现边际企稳

1.1 过去外贸形势：去库存、加息与价格回落

2023 年 1-11 月，中国对外出口金额累计同比转负，显示我国外贸出口承受较大压力。2023 年我国面临的外贸压力主要和严峻的外部环境有关，主要有以下几点：

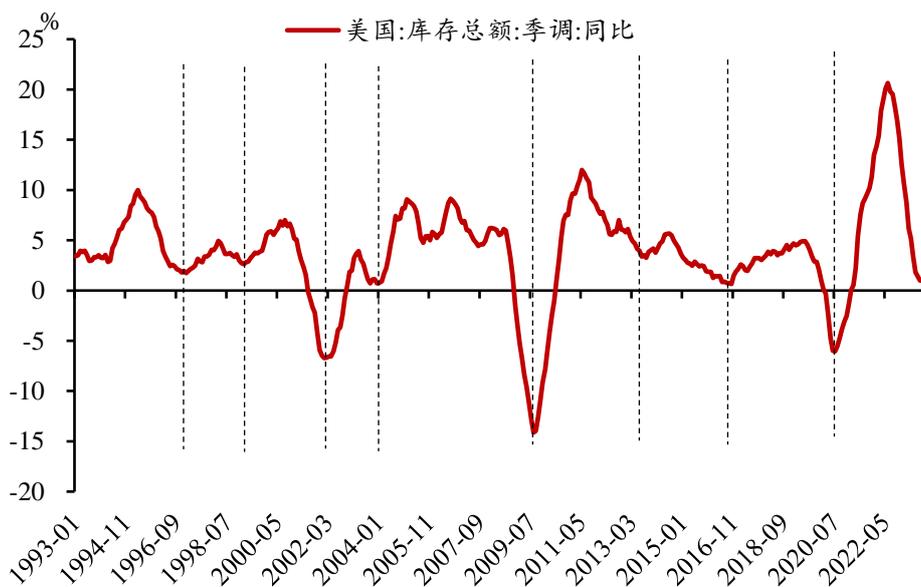
第一，美国处于库存去化阶段。历史数据显示，美国进口同比增速与其库存总额同比增速相关。而美国经历 23 个月的库存同比增速上行后，自 2022 年 6 月开始，其库存总额同比增速开始至高位下滑，显示美国逐步进入库存去化阶段。与之相对应的是，美国的进口金额同比和销售总额同比增速也在去库存阶段面临下行压力。

图 1：中国对外出口金额累计增速为负



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 右轴为出口同比

图 2：美国处于库存去化阶段



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

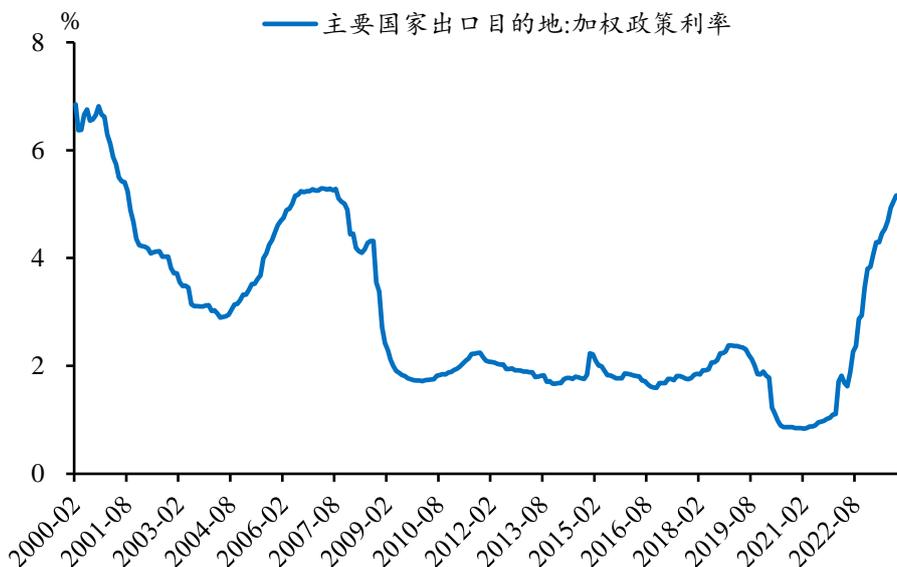
图 3：库存去化阶段，美国进口和销售增速也承压



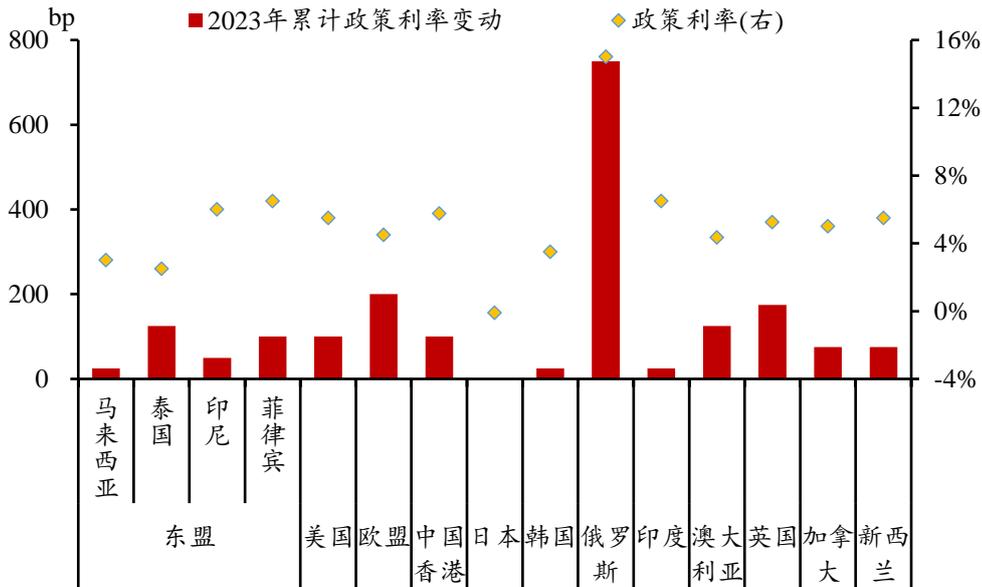
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第二，海外多国处于加息末期，政策利率偏高，制造业景气度下滑。根据 BIS 公布的各国央行政策利率，我国对外出口主要目的地的加权政策利率快速上行，这是近十年未有过的海外政策利率环境。截至 2023 年底，多数海外经济体尚未进入降息周期，整体政策利率水平较高，对海外制造业景气度产生抑制。

图 4：中国主要出口目的地加权政策利率明显上行



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：多个出口目的地累计政策利率变动较大


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第三，通胀回落，全球制成品出口价格下行压力较大。除全球制造业走弱及美国库存去化影响全球出口量的需求以外，全球出口价格下行也是 2023 年外贸走弱的重要因素。

1) 从全球外贸视角来看，2023 全球出口数量指数基本维持在 165 左右的水平，同比来看，全球出口数量指数同比出现微跌。截至 2023Q3，全球出口数量指数同比最大跌幅为 1.61%。而全球制成品价格指数下行趋势明显，价格同比跌幅超过 3%。

2) 从中国外贸视角来看，中国出口量、价指数显示，2021 年 6 月至 2023 年 4 月期间，出口价格对中国出口同比有贡献，但自 2023 年 5 月以来，出口价格转弱拖累了 2023 年整体出口增速。

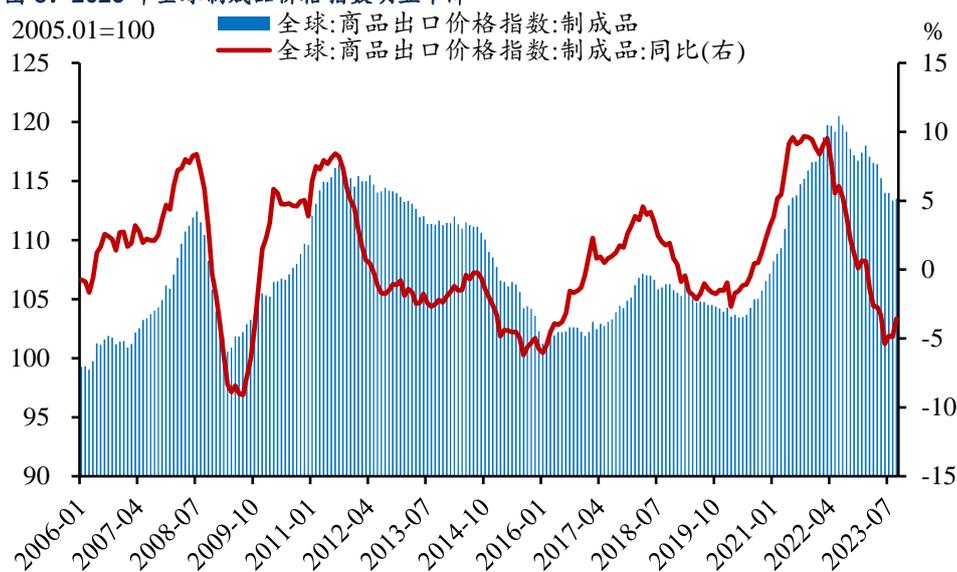
综上，在去库存、加息和价格回落三重压力叠加之下，去年我国对外出口金额同比跌幅较多。

图 6：全球供应链压力得到缓解


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

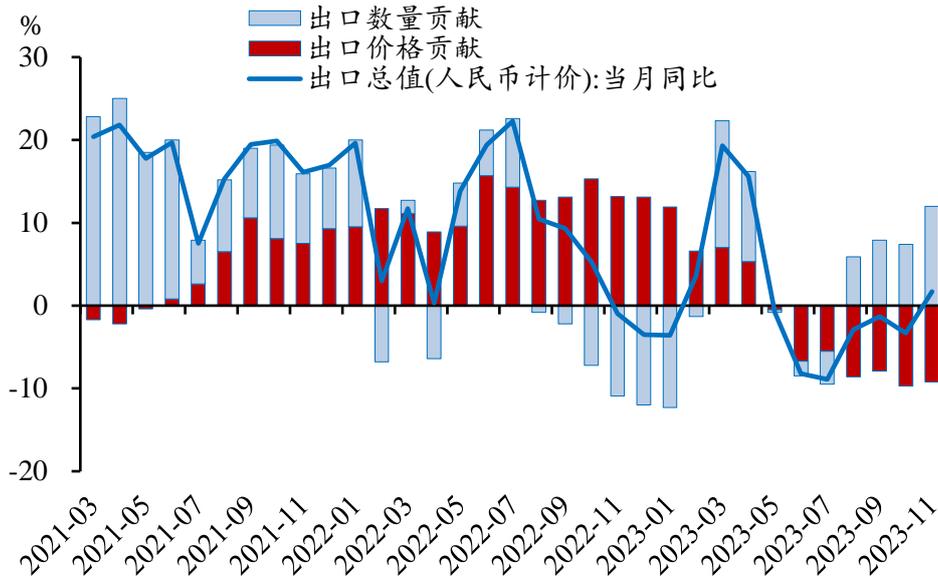
图 7：2023 年全球出口数量指数平稳


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 8：2023 年全球制成品价格指数明显下降


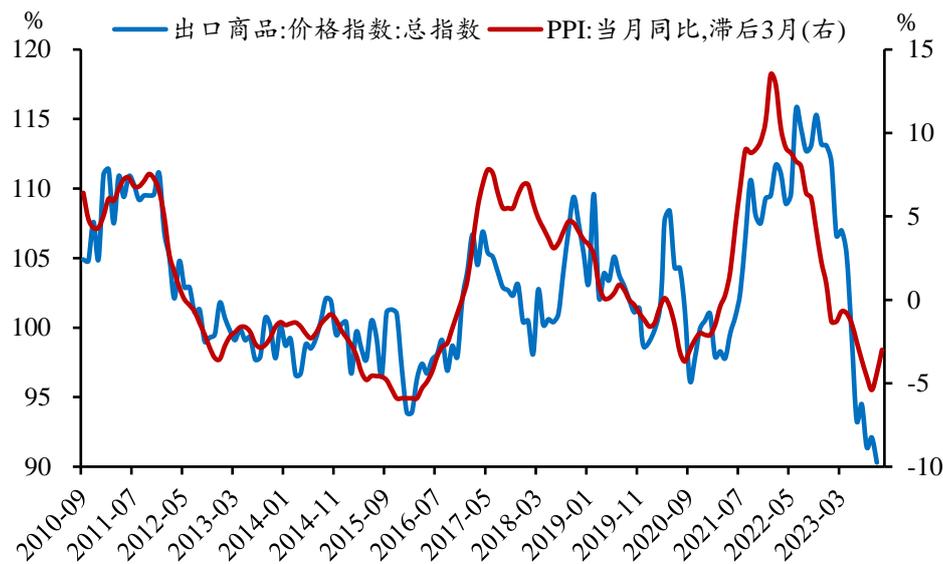
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 9：自 2023 年 5 月以来，出口价格对出口总额拖累较大



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 10：PPI 和出口价格指数走势相关



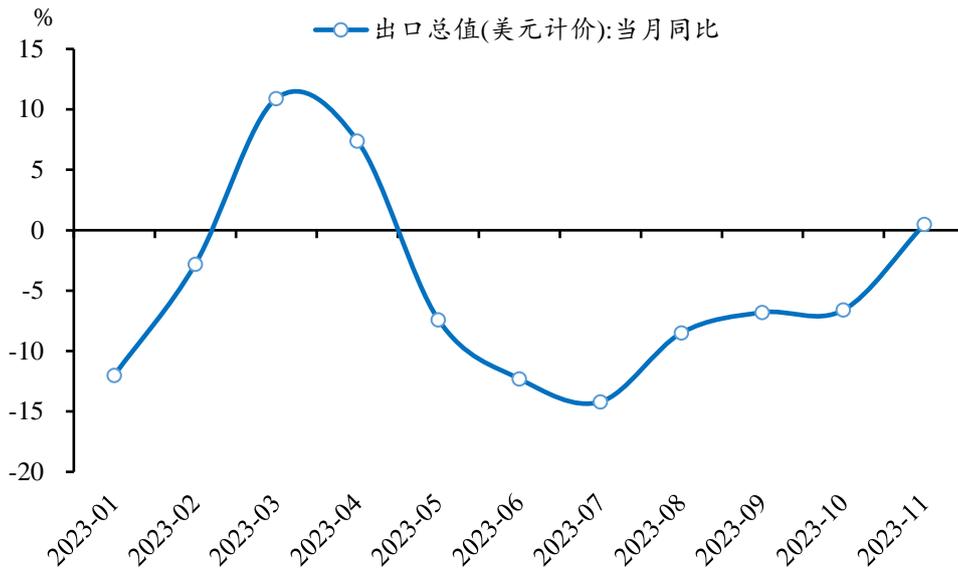
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1.2 去年下半年出口出现企稳迹象

在去年单月出口增速表现中，除 3、4 月出口增速较高外，多个月份出口同比延续负增速，直至去年 11 月转为小幅正增长。

从走势上看，去年春节后的出口增速呈“U”型走势，对外出口增速在下半年起触底回升，出现企稳迹象。

图 11：2023 年 3 月以来，中国对外出口同比增速呈“U”形



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从微观海运指标来看，下半年出口开始触底回升，不仅有基数的原因，也有部分外贸需求改善的影响。

对于全球出口贸易而言，海运占主要的部分，于中国而言亦是如此，中国 95%的出口货物由海运承担，因此无论是全球还是中国的出口贸易，海运指标都是一个重要的微观指标。

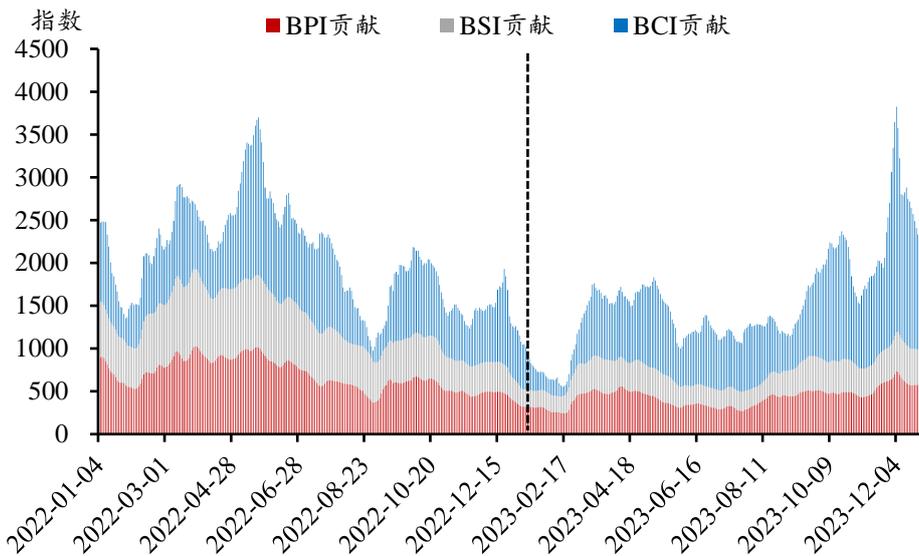
1) 从全球角度来看，波罗的海干散货指数 (BDI) 是反映全球干散货运输市场走势的重要指标，而这一指标显示下半年起干散货商品的出口运输走强。从分项指标来看，BDI 的回升源自海岬型 BCI 的上升，这类干散货船主要运输的是铁矿石、煤炭、铝土矿等工业原料。2) 从国内来看，海运指标也显示下半年起北方国际干散货指数 (TBI) 上升，而 BDI 和 TBI 均是衡量干散货外贸的指标。

因此，我们能得到**两点关键信息**：一是干散货外贸好于集装箱外贸，二是与出口触底回升一致的是干散货外贸**指数好转**。我们认为，无论是全球外贸还是中国外贸，这背后主要反映的是全球对干散货外贸需求的改善。

图 12：波罗的海集装箱和干散货指数走势分化



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

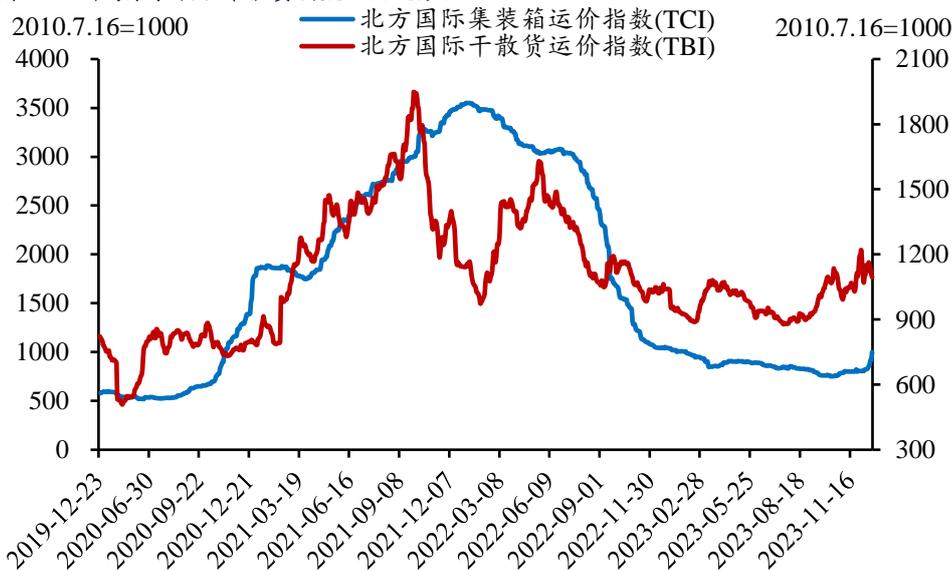
图 13：2023 年 BDI 的回升很大程度上源于 BCI


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

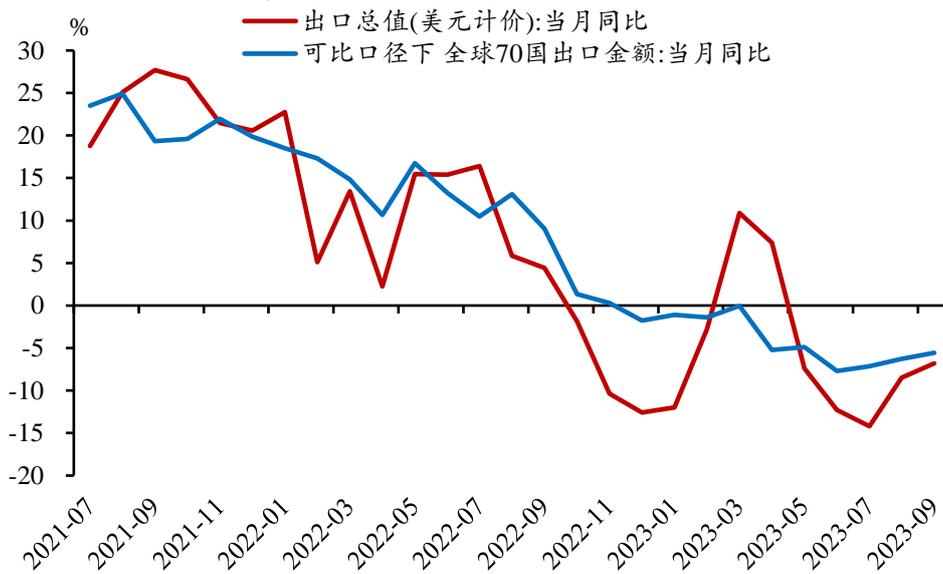
表 1：BDI 指数的三大分项和权重

指数类别	类型	吨位	主要运输货物	占 BDI 权重
BSI	Supramax	通常为 5.2 万吨-6.0 万吨	水泥、磷酸盐、钢材、化肥和谷物	30%
BPI	Panamax	通常为 6.5 万吨-8.0 万吨	民生物资及谷物等大宗物资	30%
BCI	Capesize	通常为 13.0 万吨-21.0 万吨	铁矿石、煤炭、铝土矿等工业原料	40%

资料来源: balticexchange, 《波罗的海干散货指数 (BDI) 》, 信达证券研发中心

图 14：国内集装箱和干散货指数也出现分化


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 15: 全球出口增速和中国出口增速走势一致


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、出口压制有望迎来扭转

2.1 全球：紧缩周期或见顶，经济复苏动能分化

从全球经济走势来看，2024 年全球 GDP 增速或继续放缓，但全球贸易增速有望回升。

1) 受发达经济体影响，2024 年全球 GDP 增速或放缓。根据国际货币基金组织（IMF）2023 年 10 月的最新预测，2024 年全球增速将继续放缓至 2.9%，这远低于疫情前 2000-2019 年平均 3.8% 的水平，更显著低于国际金融危机前 2001-2007 年平均 4.0% 的增速。分区域来看，发达经济体和新兴市场经济体 GDP 增速走势出现分化。

表 2: IMF 预计 2024 年全球 GDP 增速继续放缓

指标名称 (单位: %)	权重	2022年	2023年E	2024年E	2000-2019年 平均值	2001-2007年 平均值
全球GDP增速:	100.0%	3.5	3.0	2.9	3.8	4.0
发达经济体:	41.7%	2.6	1.5	1.4	2.1	2.3
美国	15.5%	2.1	2.1	1.5	2.5	2.7
欧元区	12.0%	3.3	0.7	1.2	1.4	1.6
新兴市场和发展中经济体	58.30%	4.1	4.0	4.0	5.4	5.9

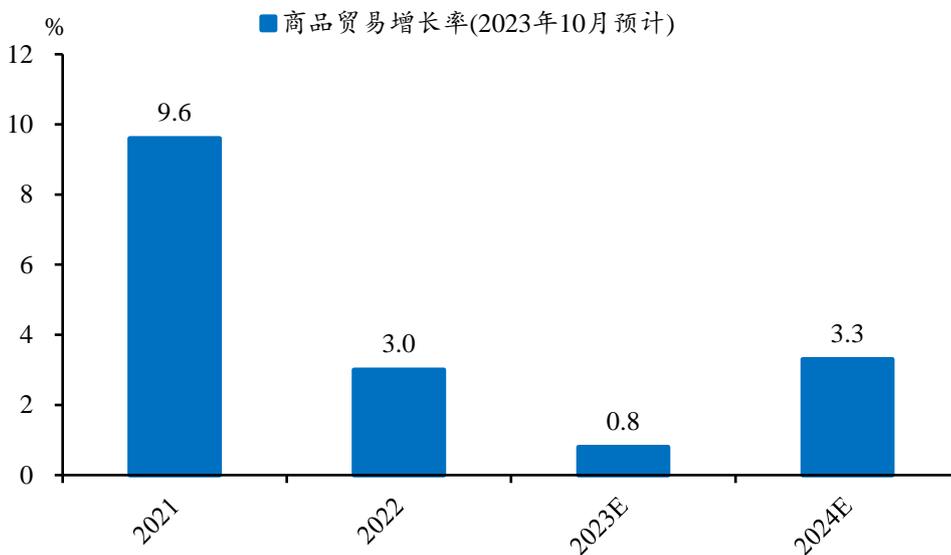
资料来源: IMF, 信达证券研发中心

2) 全球贸易增速有望实现触底回升。从贸易角度来看，IMF 预计全球贸易增速将在 2023 年实现触底，2024 年出现回升。根据 IMF 的预测，2024 年全球贸易增速和全球出口贸易增速均为 3.5%，WTO 也预计 2024 年的全球出口增速会迎来回升。

表 3: IMF 预计 2024 年全球出口贸易增速回暖

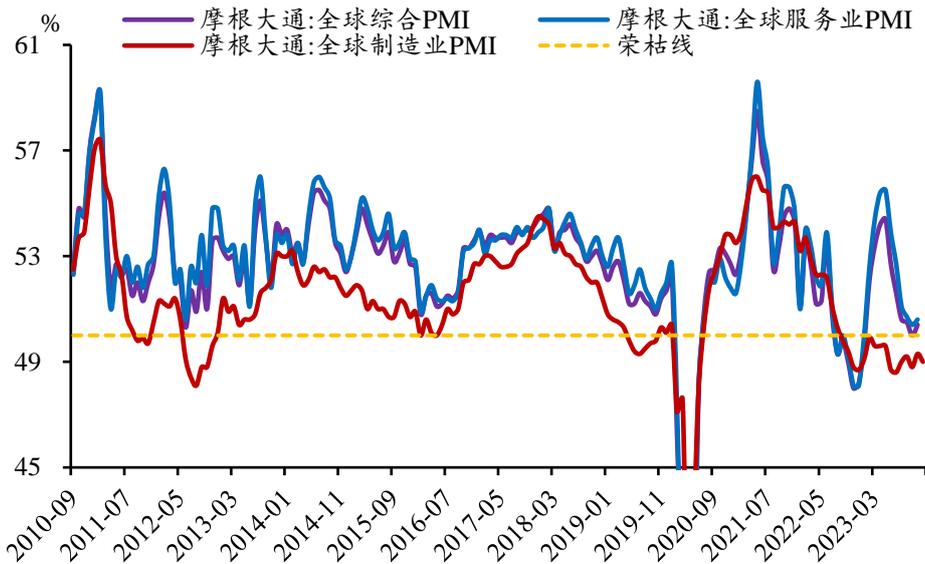
指标名称 (单位: %)	权重	2022年	2023年E	2024年E
全球贸易增速	-	5.1	0.9	3.5
全球出口贸易增速:	100.0%	4.8	1.0	3.5
发达经济体	60.5%	5.3	1.8	3.1
新兴市场和发展中经济体	39.5%	4.1	-0.1	4.2

资料来源: IMF, 信达证券研发中心

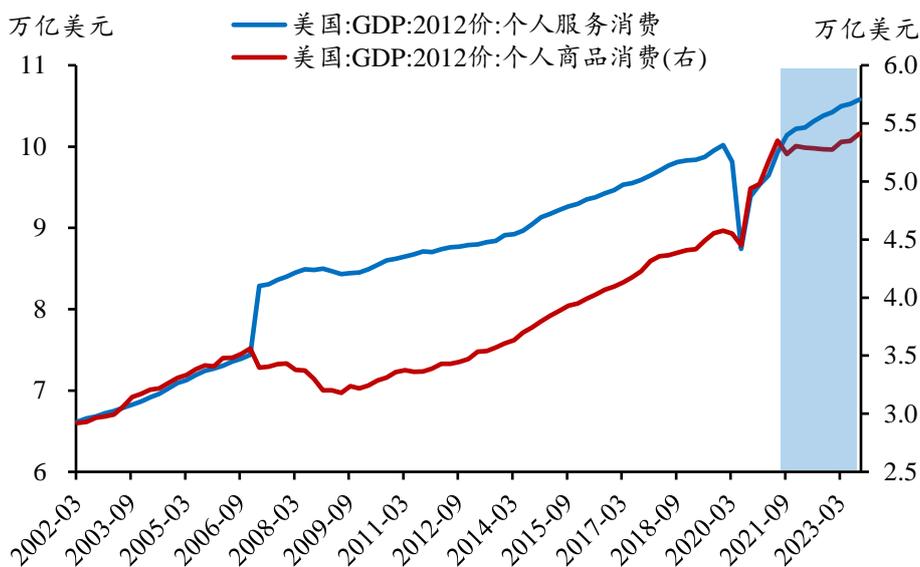
图 16: WTO 预计 2024 年全球商品出口贸易增速回升


资料来源: WTO, 信达证券研发中心

我们认为, 贸易增速与经济增长背离, 或是受 2024 年服务业景气度表现的影响。从全球景气度来看, 受服务业的提振, 全球综合 PMI 也在 2023 年二季度处于较高水平, 而制造业表现处于较低位置。美国的商品消费走势再次落后于服务消费, 也是服务业强于制造业的一个投射。鉴于服务业景气度回落, 我们认为 2024 年全球 GDP 增速或继续放缓。

图 17：全球出口增速和中国出口增速走势一致


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

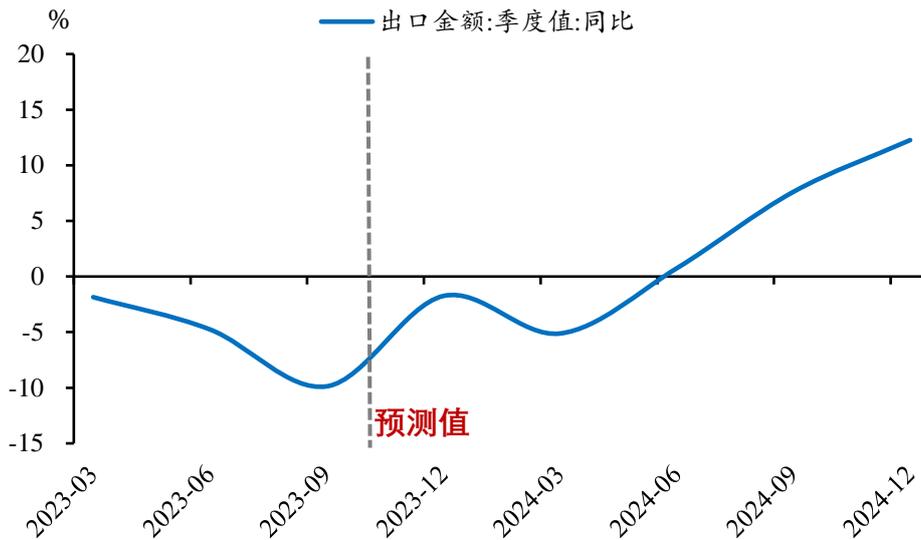
图 18：美国商品消费走势落后于服务消费


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2.2 美国补库与全球制造业触底回升共振

我们认为，美国补库与全球制造业触底回升的共振下，前文提及的出口压制在 2024 年都有望得到缓解。

我们预计，2024 年中国对外出口增速或达 4.1%，从节奏上看，2024 年上半年出口压力或大于下半年。

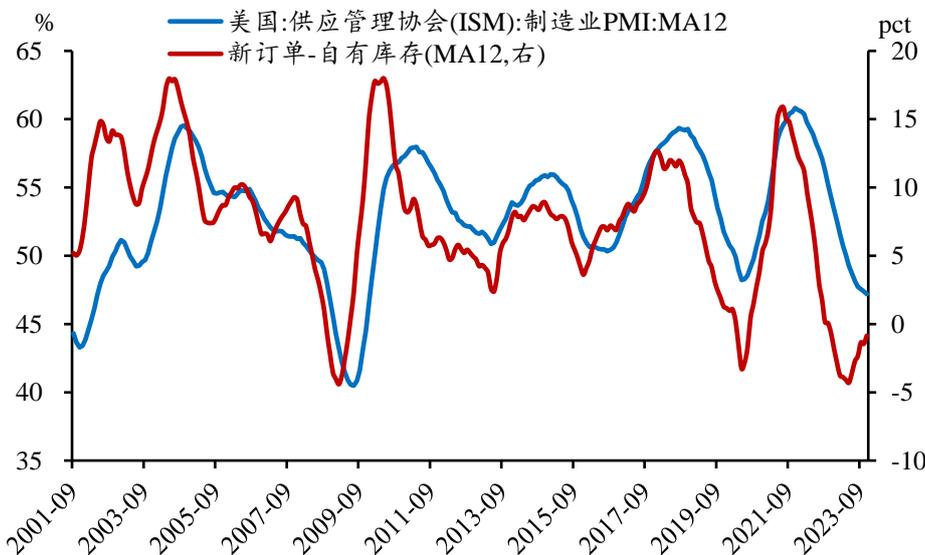
图 19：我们预计 2024 年出口增速前低后高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

首先，美国由去库存阶段进入补库阶段。从 2022 年 7 月开始，美国进入去库存阶段。我们认为，现在美国制造业景气度大概率是底部位置，预计后续制造业或将触底反弹。从订单驱动库存的角度来看，美国“新订单-自有库存”这一领先指标已经出现触底反弹迹象。历史上，这一指标往往领先于制造业 PMI 的 12 月移动平均值，也就是说 2024 年美国制造业或会触底反弹。而美国制造业触底反弹往往伴随着去库存向补库的转变。

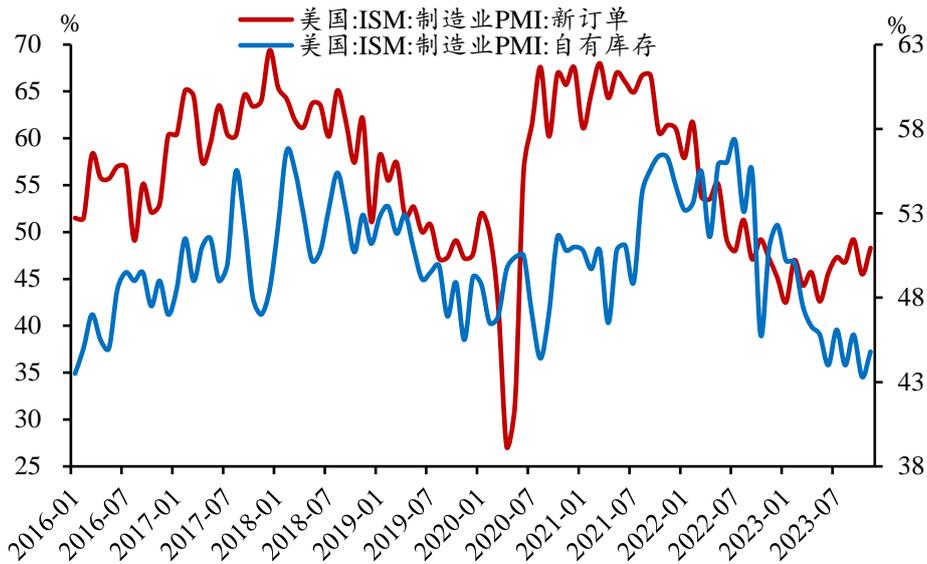
我们认为，与全球经济走势类似，2024 年美国经济增长或受服务业景气度放缓拖累，而制造业有望自低位反弹。

根据 IMF 的预测，2023 年美国经济增长为 2.1%，2024 年美国经济增长回落至 1.5%。

图 20：美国新订单和自有库存之差率先回升


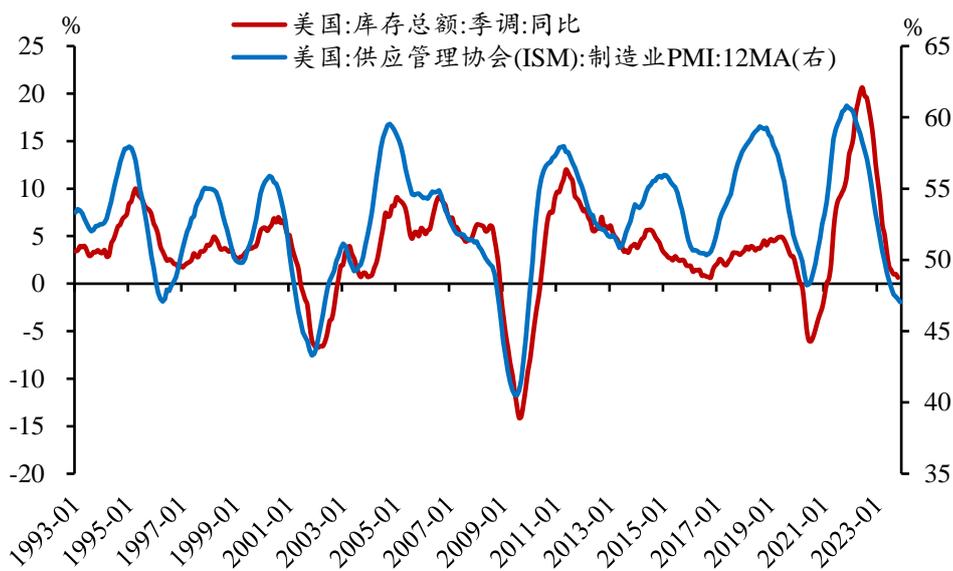
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 21：美国新订单回升，而自有库存却处于低位

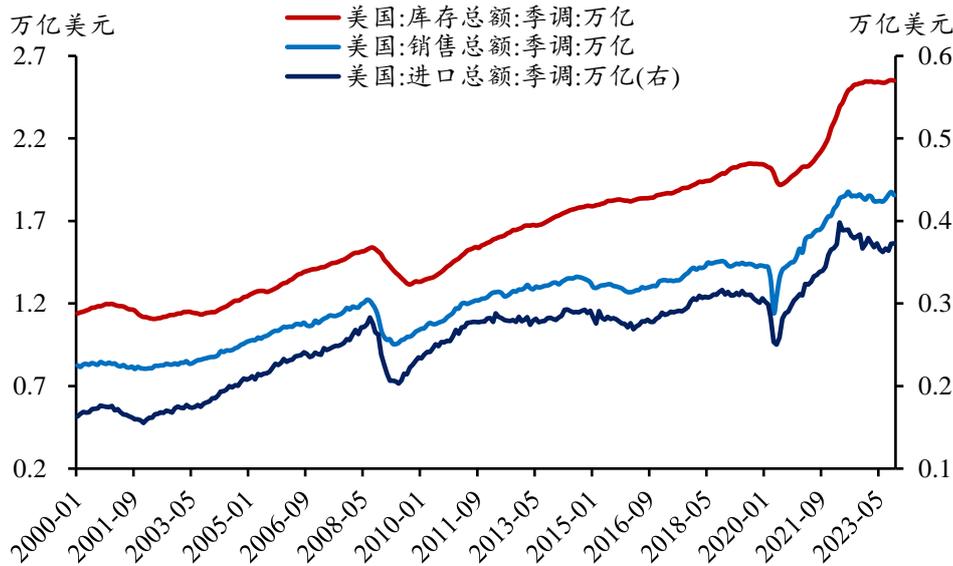


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 22：制造业 PMI 的 12MA 值领先于库存同比拐点



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 23：美国销售总额回落拖累进口


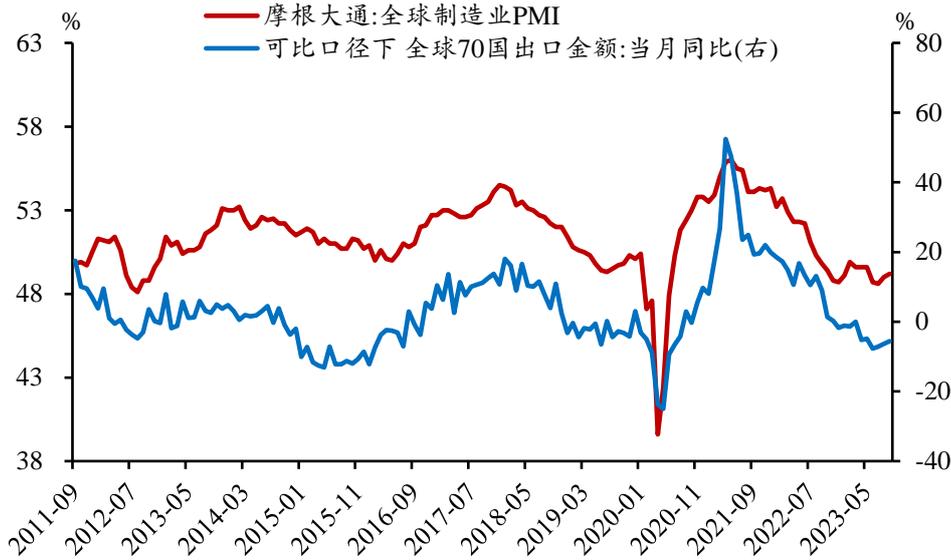
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

其次，全球制造业有望触底反弹。2024 年，全球制造业景气可能迎来修复。由于制造业是可贸易部门，在贸易的传导作用下，主要经济体制造业景气具有很强的同步性和共振性。目前，多个制造业指标均指向全球制造业景气出现触底修复迹象：

- 1) 中国入世后多数时间里，中美库存周期具有很强同步性，2023 年 Q3 中美库存周期同步出现触底迹象，2024 年可能不仅是中国补库，也同样是美国补库，中美库存周期共振；
- 2) 近几个月，全球制造业 PMI 波动中回升，2023 年 7-11 月，全球制造业 PMI、美国制造业 PMI、中国制造业 PMI 不同程度回升；
- 3) 最近几个月，中美 PPI 共振触底回升，2023 年 6-11 月，美国 PPI 同比从-9.4%升至-3.6%，中国 PPI 同比从-5.4%升至-3.0%。

此外，我们根据全球数据可得的 70 个经济体，跟踪测算中国的出口份额，发现 2023 年下半年以来中国出口份额稳中有升，中国制造彰显出强大的竞争力。

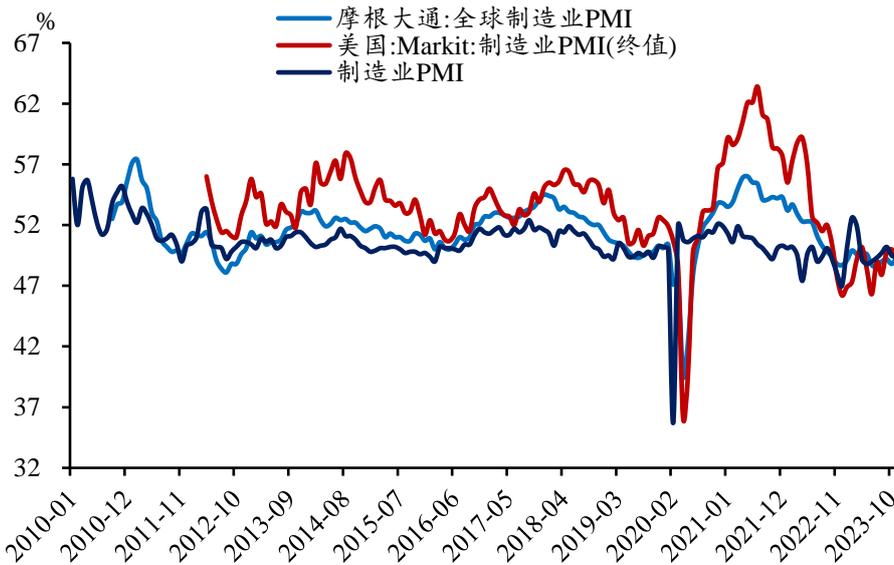
综上，我们认为，2024 年出口将实现小幅正增长。我们预计，2023 年中国出口下降 4.7%，2024 年增长 4.1%。

图 24：全球制造业 PMI 和 70 国家出口增速走势一致


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 25：中国出口数量指数和全球制造业 PMI 的走势相关


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 26：全球制造业 PMI 共振触底回升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、关注 2024 年两大出口链机会

我们认为如若 2024 年全球经济增速继续放缓而外贸增速有所回升，那么出口链的结构性行情更加重要，我们建议关注两大出口链机会。

3.1 今年降息或启动，关注美国地产后周期出口链

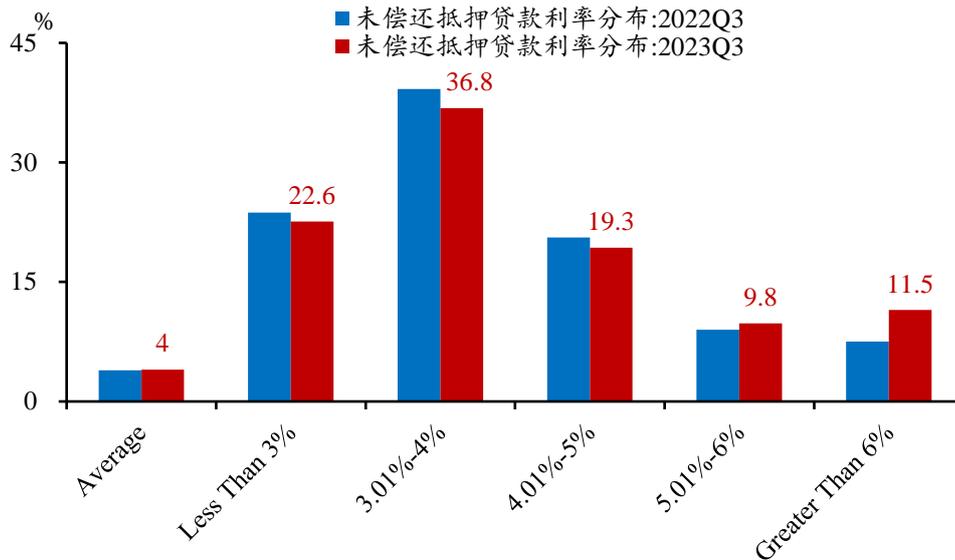
第一类出口链机会：若今年美联储启动降息，与美国地产后周期相关的板块或迎来利好。

去年 12 月美联储 FOMC 会议显示，2023 年美国加息周期进入尾声、降息开始进入美联储官员视野。目前，市场对今年具体降息时点有分歧，但对于今年降息这一走向分歧不大，这意味着今年的抵押贷款利率有望回落。

从美国未偿还抵押贷款利率的分布情况来看，截至 2023 年三季度，美国近 80% 的未偿还抵押贷款利率在 5% 以下，近 20% 的未偿还抵押贷款利率高于 5%。

从历史来看，美国抵押贷款利率和政策利率走势基本一致。若抵押贷款利率如期回落，存量房贷利率较高的美国居民或将释放其换房需求，房屋销售增速有望上行。

而美国房屋销售增速往往和地产相关商品（如：家具类）进口增速走势一致，这意味着若今年如期降息有望对地产后周期出口链形成利好。

图 27：美国未偿还抵押贷款在高利率的占比提升


资料来源: FHFA, 信达证券研发中心

图 28：美国房屋销售走势和美国家具进口走势相关


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3.2 关注美国低库存下的出口机会

出口边际好转的逻辑在于美国补库存和全球制造业共振，因此美国耐用品和非耐用品库存水平越低，越可能率先补库。我们认为，可以关注美国库存水平较低的行业机会。

目前美国绝大多数行业库存增速已连续数月下降，库存同比分位数水平处于较低位置，但不同行业有所分化。截至 2023 年 10 月，美国耐用品库存同比分位数比非耐用品库存同比分位数水平要高。其中：

- 1) 耐用品库存同比分位数中，“电气设备、电气及零件”的库存同比分位数水平较高，“家具及相关产品”的库存同比分位数水平最低。
- 2) 非耐用品库存同比分位数中，食品、印刷、饮料和烟草制品、塑料制品等库存同比分位数较低，而服饰、石油和煤炭的库存同比分位数较高。

从库存水平分位数来看，库存处于低位水平的类别或率先进行补库，如：耐用品的家具及相关产品、合金冶炼。

表 4：制造商耐用品库存同比增速普遍高于非耐用品

制造业库存同比(%)	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023年10月 库存同比 分位数
耐用品:电气设备、电器及零件	15.06	14.77	13.90	3.98	4.04	57.90%
耐用品:机械	13.77	12.84	12.27	5.17	4.08	52.50%
耐用品:电脑及电子产品	5.30	5.14	5.07	-0.09	-0.05	40.90%
耐用品:运输设备	4.12	4.11	4.45	1.30	1.98	39.00%
耐用品:合金冶炼	18.59	18.91	19.14	-4.23	-3.97	19.20%
耐用品:家具及相关产品	4.02	3.11	1.96	-3.47	-3.12	17.80%
非耐用品:食品	1.76	0.57	0.21	-0.58	-1.38	8.10%
非耐用品:印刷	-3.11	-5.05	-6.55	-8.77	-9.15	8.60%
非耐用品:饮料和烟草制品	1.05	0.93	0.40	-0.73	-2.09	9.20%
非耐用品:塑料和橡胶制品	-2.26	-3.44	-4.66	-4.94	-4.61	9.70%
非耐用品:化学产品	-0.65	-0.75	-1.54	-1.66	-1.55	10.00%
非耐用品:皮革及相关产品	4.33	-1.91	-3.90	-4.86	-8.65	14.60%
非耐用品:纺织产品	-6.10	-7.22	-8.35	-8.33	-8.18	14.90%
非耐用品:纸制品	-0.83	-2.45	-3.39	-3.49	-3.54	17.00%
非耐用品:纺织厂	-1.01	-3.41	-3.86	-4.66	-4.49	24.90%
非耐用品:石油和煤炭产品	-20.16	-13.17	-3.26	2.37	-3.52	28.70%
非耐用品:服饰	0.18	-1.26	-4.24	-4.21	-4.90	34.40%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 5：美国分行业库存结构

分类	库存占比 (%)	具体行业	库存占比 (%)	2023年10月库存 (百万美元)
所有制造业	100.0	-	-	856,987
耐用品行业	61.2	家具及相关产品	1.2	10,263
		木制品	1.9	15,971
		非金属矿物制品	2.0	17,286
		电气设备	3.1	26,442
		其他耐用品	3.3	27,916
		初级金属	5.4	45,972
		电脑及电子产品	6.5	55,330
		金属制品	7.5	64,679
		机械	11.1	95,069
		运输设备	19.4	165,901
非耐用品行业	38.8	化工产品	13.2	112,764
		食品	8.3	70,832
		石油和煤炭产品	5.8	49,557
		塑料和橡胶制品	3.9	33,467
		饮料和烟草制品	3.6	30,551
		纸制品	2.1	17,899
		印刷	0.8	6,522
		纺织产品	0.4	3,619
		纺织厂	0.4	3,543
		服装	0.3	2,151
		皮革及相关产品	0.1	1,253

资料来源: Census, 信达证券研发中心

图 29：美国家具产品库存水平较低


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

上一轮补库进程显示：库存分位数越低，进口增速则较高。回顾上一轮美国补库的情况，可以看到在 2020 年 7 月美国制造业总库存同比分位数水平触底时，库存分位数较低的行业包括：1) 石油和煤炭，2) 塑料和橡胶制品，3) 纺织产品，4) 合金冶炼，5) 机械。

而上一轮制造业库存补库时，库存水平较低的相关分项进口增速往往较高。以进口增速靠前的 20 个细分项来看，主要集中在石油及相关设备、合金冶炼、纺织品和机械方面，与库存低位时库存水平最低的几个行业相一致。

综合来看，在这轮低库存相关出口机会中，建议关注纺织产品、化学产品、家具家居品类。关注度上，建议非耐用品>耐用品。

表 6：2020 年 6 月，美国制造商库存同比分位数较低的是纺织、石油和煤炭产品

制造业库存同比(%)	制造业库存低点(2020-07)		制造业库存高点(2022-06)		库存分位数之差(pct)
	制造业库存同比(2020-07)	库存同比分位数(2020-07)	制造业库存同比(2022-06)	库存同比分位数(2022-06)	
耐用品:运输设备	9.96	85.00%	3.95	51.40%	-33.6
耐用品:电脑及电子产品	7.30	81.00%	4.84	68.50%	-12.5
耐用品:电气设备、电器及零件	-0.59	31.40%	15.75	97.00%	65.6
耐用品:家具及相关产品	-2.05	21.10%	18.07	97.00%	75.9
耐用品:机械	-3.63	14.60%	16.32	97.20%	82.6
耐用品:合金冶炼	-7.16	12.40%	15.62	85.30%	72.9
非耐用品:石油和煤炭产品	-24.63	6.70%	47.86	98.30%	91.6
非耐用品:塑料和橡胶制品	-5.40	8.10%	19.80	97.80%	89.7
非耐用品:纺织产品	-13.41	9.40%	16.69	96.40%	87.0
非耐用品:纺织厂	-5.97	15.70%	18.93	99.40%	83.7
非耐用品:纸制品	-1.49	28.10%	11.21	94.80%	66.7
非耐用品:化学产品	1.38	32.20%	9.60	88.60%	56.4
非耐用品:食品	1.30	33.00%	10.01	90.20%	57.2
非耐用品:皮革及相关产品	-1.26	43.30%	34.21	98.30%	55.0
非耐用品:印刷	-0.14	46.30%	13.40	94.00%	47.7
非耐用品:饮料和烟草制品	2.70	47.40%	10.84	96.70%	49.3
非耐用品:服饰	4.04	75.80%	20.39	98.10%	22.3

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 30：上一轮补库中，美国进口增速较高


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 7：上一轮美国进口补库增速较高的前 20 个细分项集中在库存水平较低的行业

	2020-07	2022-06	增速
	商品进口金额(百万美元)	商品进口金额(百万美元)	%
工业用品和材料:炼钢原料:季调	366.00	1,522.00	3.16
工业用品和材料:天然气:季调	381.00	1,517.00	2.98
工业用品和材料:原油:季调	5,089.00	18,414.00	2.62
工业用品和材料:铝土矿和铝:季调	764.00	2,668.00	2.49
工业用品和材料:石油产品:季调	1,677.00	5,730.00	2.42
工业用品和材料:铜:季调	276.00	828.00	2.00
工业用品和材料:钢铁厂产品:季调	992.00	2,935.00	1.96
工业用品和材料:液化石油气:季调	107.00	312.00	1.92
工业用品和材料:天然橡胶:季调	59.00	171.00	1.90
工业用品和材料:燃料油:季调	1,205.00	3,345.00	1.78
工业用品和材料:镍:季调	134.00	348.00	1.60
工业用品和材料:无机化学制品:季调	517.00	1,263.00	1.44
工业用品和材料:有色金属:季调	232.00	553.00	1.38
除汽车外的资本货物:钻井及油田设备:季调	149.00	596.00	3.00
除汽车外的资本货物:农业拖拉机和配件:季调	47.00	116.00	1.47
消费品:宝石钻石:季调	770.00	2,764.00	2.59
消费品:宝石:季调	193.00	511.00	1.65
消费品:羊毛服装、家居用品:季调	111.00	269.00	1.42
消费品:鞋类:季调	1,050.00	2,449.00	1.33
食品、饲料和饮料:可可豆:季调	50.00	119.00	1.38

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 8：批发商耐用品库存同比增速普遍高于非耐用品

批发商库存同比(%)	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023年10月 库存同比 分位数
耐用品：	6.86	5.05	3.53	2.85	2.03	22.40%
机械设备和用品	23.85	21.40	20.76	19.76	16.06	93.20%
汽车及汽车零件和用品	18.93	16.68	14.22	13.39	12.83	82.30%
金属及矿产,石油除外	-4.22	-4.39	-5.25	-5.19	-5.68	18.10%
电气和电子产品	5.63	2.30	-3.37	-4.09	-3.29	13.20%
杂项	-3.70	-2.76	-2.91	-3.44	-3.81	12.10%
电脑及电脑外围设备和软件	-18.93	-19.77	-18.66	-17.22	-15.10	6.70%
木材及其他建材	-10.78	-10.35	-9.00	-8.21	-8.33	6.20%
专业及商业设备和用品	-4.72	-6.68	-6.43	-7.49	-7.09	5.60%
五金、水暖及加热设备和用品	3.17	0.45	-1.89	-3.04	-4.91	3.70%
家具及家居摆设	-8.53	-11.82	-13.83	-16.29	-15.17	1.80%
非耐用品：	-7.12	-6.52	-7.78	-7.59	-8.87	0.80%
纸及纸制品	-14.13	-15.64	-15.74	-19.24	-19.35	0.00%
服装及服装面料	-3.91	-11.30	-15.76	-20.33	-20.28	0.20%
化学品及有关产品	-6.29	-9.02	-14.10	-12.91	-13.23	2.40%
杂项	-6.62	-5.58	-5.68	-5.65	-8.01	2.40%
农产品原材料	-37.64	-32.03	-28.44	-26.52	-25.13	5.40%
食品及相关产品	-4.57	-5.95	-5.44	-5.16	-4.46	5.90%
石油及石油产品	-15.95	-9.05	-9.85	-4.07	-15.27	5.90%
啤酒、葡萄酒及蒸馏酒	10.04	6.87	4.27	2.03	-0.54	12.70%
药品及杂品	4.87	6.44	2.39	2.83	2.89	26.00%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘政治风险超预期；海外经济放缓超预期

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。