

美国去库继续放缓，补库渐行渐近

投资要点：

截至11月，美国名义库存降至0附近，批发商库存降幅居前，零售商持续改善：截至2023年11月，美国名义库存总额、制造商库存、批发商库存、零售商库存增速分别为0.4%、-0.2%、-3.0%、5.3%，零售商仍然领先、8月以来增速持续提升，与Q3以来美国消费韧性较强相一致，但制造商和批发商仍在下行通道，其中批发商降幅居前。

截至2023Q4，实际库存降幅整体好于名义库存，批发商降幅同样居前：根据BEA公布的季度库存数据，截至2023Q4，私人部门合计、制造商、批发商、零售商实际库存增速分别为1.7%、2.0%、-0.8%、3.2%，总库存增速较Q3明显回落（-0.7pct），其中制造商和批发商增速环比大幅下行（-1.1pct、-1.5pct），批发商库存增速更是继2021Q2后再次掉入负增区间，零售商则连续两个季度改善。

非耐用品去库领先耐用品，纸制品、服装、家具家居等库存增速处于历史偏低分位值：按批发商分品类的库存增速看，11月非耐用品（-8.6%→-9.2%）、耐用品增速（2.0%→1.0%）继续下降，非耐用品去库领先，两者在历史上的分位值分别为1.3%和25.0%，非耐用品去库继续保持领先；按更细品类看，服装（0.3%）、纸制品（1.0%）、家具家居（2.7%）、化学品（2.7%）等11月份的历史分位值较低，或离补库不远，上述品类同样是中国出口优势部类，后续若开启补库，对国内出口或带来明显提振。

上半年是美国从去库到补库的重要观察期，去库已明显放缓，补库周期或渐行渐近：从2022Q3开始，美国一直处于去库阶段，去库周期已超过1年。根据我们此前报告《美国库存周期位置探讨》中所指出的，美国去库阶段平均时长为18.8月，按此类推，上半年是美国从去库到补库的节点，去库可能接近尾声。短期内美国去库尚未完全走完+全球制造业PMI偏低迷，对应中国出口仍有一定压力，但随着后续美欧等主要央行开启降息周期+库存实质性拐点出现，出口面临的外部环境有望实质性变好。

风险提示：美国经济超预期下滑、历史经验不代表未来。

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

- 1、《美国去库仍在进行，但速率放缓》—2023.12.18
- 2、《美国经济：是与否》—2023.11.03
- 3、《美国库存周期位置探讨》—2023.10.19

图表 1: 美国名义库存增速和库销比



来源: Wind、华福证券研究所

图表 2: 按制造、批发、零售区分的美国名义库存增速



来源: Wind、华福证券研究所

图表 3: 美国实际库存增速



来源: BEA、华福证券研究所

图表 4: 批发商分品类的名义库存增速

	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11
耐用品:	1.0	2.0	2.9	3.5	5.0	6.9	9.3	11.1	12.9	15.5	17.2	19.4	22.2
汽车及零部件	10.6	12.4	13.4	14.2	16.7	18.9	21.4	22.4	24.6	25.3	24.6	23.0	27.1
家具家居	-15.0	-15.0	-16.3	-13.8	-11.8	-8.5	-5.2	-1.4	2.0	7.8	14.0	21.4	29.0
木材建材	-10.4	-8.8	-8.2	-9.0	-10.3	-10.8	-9.4	-8.5	-5.6	-4.2	3.1	9.7	14.4
专业及商业设备	-6.5	-6.8	-7.5	-6.4	-6.7	-4.7	-2.6	-1.1	1.0	3.3	5.7	9.6	15.5
电脑设备	-14.9	-14.7	-17.2	-18.7	-19.8	-18.9	-18.3	-15.5	-13.2	-8.9	-7.5	-3.9	5.3
金属及矿产	-7.0	-5.7	-5.2	-5.3	-4.4	-4.2	0.1	1.9	-0.5	0.4	1.8	3.9	10.4
电气及电子产品	-4.5	-3.6	-4.1	-3.4	2.3	5.6	10.0	13.7	16.0	21.7	21.2	24.7	27.8
五金用品	-6.9	-5.1	-3.0	-1.9	0.5	3.2	5.0	8.4	13.0	18.6	21.9	24.9	27.7
机械设备	15.3	16.3	19.8	20.8	21.4	23.9	25.9	26.7	27.6	28.8	29.3	29.4	27.5
非耐用品:	-9.2	-8.6	-7.6	-7.8	-6.5	-7.1	-5.2	-1.1	3.1	6.9	11.8	14.3	18.0
纸制品	-19.0	-19.3	-19.2	-15.7	-15.6	-14.1	-9.2	-4.5	1.8	4.8	6.0	8.8	12.8
药品	1.2	3.0	2.8	2.4	6.4	4.9	7.9	8.7	10.5	10.8	13.7	10.8	13.9
服装	-23.3	-20.9	-20.3	-15.8	-11.3	-3.9	3.0	8.2	16.9	23.5	36.3	46.0	56.2
食品	-6.4	-4.4	-5.2	-5.4	-5.9	-4.6	-2.3	2.2	3.9	7.6	9.3	13.3	16.6
农产品	-23.8	-24.7	-26.5	-28.4	-32.0	-37.6	-40.3	-35.3	-26.8	-19.7	-10.1	-5.1	-0.6
化学品	-14.5	-13.4	-12.9	-14.1	-9.0	-6.3	-0.8	-2.1	1.2	4.6	9.3	14.2	17.4
石油产品	-14.0	-12.4	-4.1	-9.9	-9.0	-16.0	-16.6	-5.4	-4.4	2.7	13.0	14.8	22.8
酒	-1.5	-0.6	2.0	4.3	6.9	10.0	15.5	17.3	20.6	22.2	21.8	20.0	22.2

来源: Wind、华福证券研究所

图表 5: 批发商分品类名义库存增速的历史分位值

主要品类	历史分位值 (2023.11)	历史分位值 (2023.01)	相对变化
服装	0.3%	96.5%	-96.2%
纸制品	1.0%	74.2%	-73.2%
非耐用品	1.3%	85.3%	-84.0%
食品	2.4%	81.5%	-79.1%
家具家居	2.7%	89.1%	-86.4%
化学品	2.7%	76.3%	-73.6%
五金用品	4.8%	94.4%	-89.6%
木材建材	5.2%	37.2%	-32.0%
电脑设备	7.3%	15.3%	-8.0%
农产品	7.6%	18.4%	-10.8%
专业及商业设备	8.7%	59.9%	-51.2%
石油产品	8.7%	60.6%	-51.9%
酒	8.7%	97.2%	-88.5%
电气及电子产品	11.1%	94.4%	-83.3%
药品	19.5%	81.1%	-61.6%
金属及矿产	20.5%	40.4%	-19.9%
耐用品	25.0%	95.1%	-70.1%
汽车及零部件	69.6%	97.9%	-28.3%
机械设备	89.8%	99.3%	-9.5%

来源: Wind、华福证券研究所; 历史分位值的计算区间为 2000.01-2023.11

图表 6: 美国名义库存增速与中国出口金额增速



来源: Wind、华福证券研究所

图表 7: 全球制造业 PMI 与中国出口金额增速



来源: Wind、华福证券研究所

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