

美国库存周期处于什么位置？

——Global Vision 第八期

专题内容摘要

全球制造业 PMI 处于复苏阶段，其中美国制造业 PMI 数据持续回升，3 月 Markit 制造业 PMI 为 52.5，创 21 个月新高；美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，远超普遍预期的 48.5，表明美国制造业活动持续复苏，有望开启新一轮库存周期，库存周期拐点或已临近。

➤ 美国整体库存处于被动去库阶段

整体来看，当前美国处于被动去库存阶段。我们以制造业 PMI 数据以及美国经济分析局公布的实际库存数据来刻画美国库存周期所处位置。自 2022 年 9 月以来，美国的实际库存同比增速高位回落，宣告美国正式步入去库存阶段，目前已经持续 19 个月；目前美国已经走过需求下降，库存水平下降的主动去库存阶段；2023 年 6 月美国 PMI 数据企稳回升，表明需求有所回暖，美国库存水平持续下降，表明美国步入被动去库存阶段且持续至今。

➤ 美国零售商率先步入补库存阶段

去库速度上，零售商 > 批发商 > 制造商，其中零售商率先步入补库阶段。制造商库存去化压力相对较小，预计后续补库力度将偏弱；而批发商部门由于此前补库较多，目前大部分行业仍处于去库阶段，其中家具、电子产品、硬件管道及供暖、纸制品、服装、化学制品以及酒精饮料库存同比增速历史分位数（1998 年以来）均已低于 10%；目前零售商大部分行业均已到达库存周期底部，地产周期有关的家具陈设、电子产品和电器、建筑材料和园林设备等行业均已有补库迹象，但汽车零部件库存仍保持较高水平。

➤ 美国库存周期对我国出口的影响

美国实际库存周期接近底部，后续补库有望拉动中国出口。美国库存同比变动略微滞后于美国进口同比变动，但美国补库往往能带动进口大幅增长，而中国出口同比增速与美国出口同比增速的变动较为一致，目前美国实际库存周期接近底部，后续补库开启有望带动中国出口复苏。从美国进口依赖视角来看，美国的家居建材、轻工纺服、机械设备等商品对中国的进口依赖度较高，后续美国新一轮库存周期开启时我国上述行业更有望受益。

风险提示：1) 全球经济复苏不及预期；2) 美联储降息不及预期；3) 地缘政治冲突加剧。

相对市场表现



作者

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

分析师：包承超
执业证书编号：S0590523100005
邮箱：baochc@glsc.com.cn

分析师：张晓春
执业证书编号：S0590513090003
邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

联系人：肖辉煌
邮箱：xiaohh@glsc.com.cn

相关报告

1、《国联低空经济系列研究—政策概述篇：——产业面面观第 18 期》2024.04.03
2、《全球制造业复苏到哪一步了？——Global Vision 第七期》2024.04.02

正文目录

1. 美国库存周期到什么位置了?.....	4
1.1 美国整体库存处于被动去库存阶段	4
1.2 美国零售商率先步入补库存阶段	5
1.3 美国库存周期对我国出口的影响	9
2. 全球数据观察	10
2.1 全球宏观经济数据一览	10
2.2 全球大类资产数据一览	13
3. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 本次库存周期受价格因素的影响较大	4
图表 2: 名义库存同比增速回升但实际库存仍在回落.....	4
图表 3: 美国当前处于被动去库存阶段	5
图表 4: 本轮库存周期中, 批发商/零售商库存水平提升较多.....	5
图表 5: 零售商库存同比增速略微领先批发商和制造商.....	5
图表 6: 制造商或处于主动去库存阶段	6
图表 7: 批发商或处于被动去库存阶段	6
图表 8: 零售商或处于主动补库存阶段	7
图表 9: 制造商和批发商库存销售比已超过疫情前水平.....	7
图表 10: 美国制造商分行业实际库存情况	7
图表 11: 美国批发商分行业实际库存情况	8
图表 12: 美国零售商分行业实际库存情况	9
图表 13: 库存相对滞后于进口, 但美国补库存往往能带动进口大幅增长.....	9
图表 14: 美国占中国的出口份额 VS 中国占美国的进口份额.....	10
图表 15: 美国进口与中国出口存在一定相关性	10
图表 16: 美国对中国商品的进口依赖程度: 整体来看, 家居建材、轻工纺织、机械 设备等对中国的进口依赖度较高.....	10
图表 17: 2024 年 3 月美国新增非农就业人数 30.3 万人, 失业率环比下降 0.1% ..	11
图表 18: 美国新增非农就业人数中, 教育和保健服务及政府部门贡献率最高..	11
图表 19: 2024 年 3 月美国新增非农就业人数及时薪分行业表现	11
图表 20: G7、中国、印度 OECD 综合领先经济指标分别录得 99.95、101.19、99.86	12
图表 21: 美国、日本花旗经济意外指数较前一周上升, 中国、欧洲花旗意外指数较 前一周下降	12
图表 22: 中国、美国、欧元区 ZEW 经济景气指数上升	12
图表 23: 美国周度经济指数 (WEI)、WEI_4WMA、WEI_13WMA 均上升	12
图表 24: 美国通胀预期较前一周上升	12
图表 25: 联邦利率期货显示 2024 年 5 月基准利率维持不变的概率为 95.2%, 年内 降息 3 次	12
图表 26: 主要发达国家制造业 PMI 中, 欧元区、德国、英国和法国制造业 PMI 仍在 荣枯线下方	13
图表 27: 主要新兴国家制造业 PMI 中, 中国、印度位于荣枯线上方.....	13
图表 28: 上周全球大类资产表现 (%)	13
图表 29: 全球主要股票市场指数跌幅	14
图表 30: 全球主要权益市场 PE 以及十年期分位数	14
图表 31: 全球主要股票市场二级行业涨跌幅	15

图表 32: 全球主要股票市场二级行业估值情况	15
图表 33: 过去一周, 欧洲、日本小盘占优, 美股、港股大盘占优.....	16
图表 34: 过去一周, A 股、欧洲、日本价值风格占优, 美股、港股成长风格占优	16
图表 35: 标普 500 指数 12 个月动态 P/E 为 20.7 倍, 位于 2006 年以来均值+1*标准差上方	16
图表 36: 纳斯达克指数 12 个月动态 P/E 为 27.5 倍, 位于 2007 年以来均值+1*标准差上方	16
图表 37: 恒生指数 12 个月动态 P/E 为 8.1 倍, 位于 2013 年以来均值-1*标准差下方	16
图表 38: 欧洲 Stoxx600 指数 12 个月动态 P/E 为 13.9 倍, 位于 2006 年以来均值上方	16
图表 39: 日经 225 指数 12 个月动态 P/E 为 22.1 倍, 位于 2006 年以来均值上方	17
图表 40: MSCI 新兴市场指数 12 个月动态 P/E 为 12.2 倍, 位于 2006 年以来均值上方	17
图表 41: 美股风险溢价位于近三年均值-1*标准差下方	17
图表 42: 港股风险溢价位于近三年均值+1*标准差上方	17
图表 43: 标普 500 指数未来 12 个月 EPS 一致预期上升	17
图表 44: 恒生指数未来 12 个月 EPS 一致预期上升	17
图表 45: 过去一周, 中国、美国、日本、英国、法国、德国 10 年期国债利率上升	18
图表 46: 过去一周, OIS-SOFR 利差收窄至 23.86bp	18
图表 47: 过去一周, 美债期限利差 10Y-2Y、10Y-3M 倒挂收窄.....	18
图表 48: 过去一周, VIX、恒指波幅指数、日经波动率指数上升.....	18
图表 49: 过去一周, CBOE 美股看跌看涨期权成交量比 10DMA 上升	18
图表 50: 过去一周, iShares 中国大盘股 ETF log_PCR 持平	19
图表 51: 过去一周, 恒生指数 log_PCR 上升	19
图表 52: 过去一周, RSI(14 天) 显示黄金、布油达到超买	19
图表 53: 过去一周, 北向资金净流出 38.93 亿元, 南向资金净流入 80.55 亿元	20
图表 54: 过去一周, 北向资金主要流入基础化工、公用事业, 流出有色金属、电子	20
图表 55: 过去一周, 南向资金主要流入传媒、银行, 流出社会服务、煤炭....	20
图表 56: 北向持仓占行业总市值比重变化 (%)	21
图表 57: 北向资金持仓各行业占比变动	22
图表 58: 北向重仓行业资金累计流入 (亿元)	22

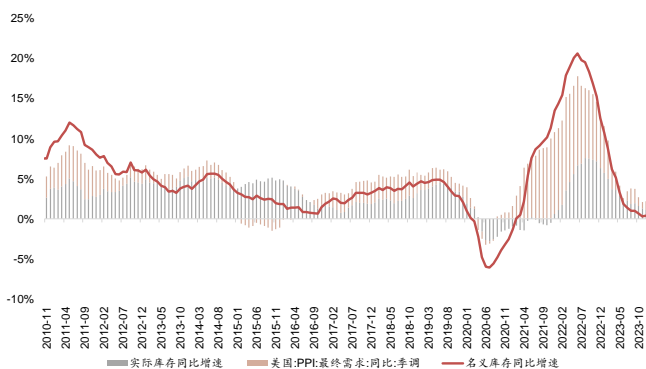
1. 美国库存周期到什么位置了？

正如上期 *Global Vision* 讨论：全球制造业 PMI 处于复苏阶段，其中美国制造业 PMI 数据持续回升，3 月 Markit 制造业 PMI 为 52.5，创 21 个月新高；美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，远超普遍预期的 48.5，表明美国制造业活动持续复苏，有望开启新一轮库存周期，库存周期拐点或已临近。

1.1 美国整体库存处于被动去库阶段

本文选取实际库存同比增速刻画美国库存周期。美国的库存指标主要分为名义库存指标以及实际库存指标，其中名义库存指标由 US Census（美国商务普查局）公布；实际库存指标由 BEA（美国经济分析局）公布，相较名义库存主要差异为剔除了价格因素，由于当前价格因素影响过大，使得实际库存与名义库存之间出现一定背离，所以当前选取实际库存水平能更合理的刻画美国的库存水平以及库存周期所处位置。

图表1：本次库存周期受价格因素的影响较大



资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所

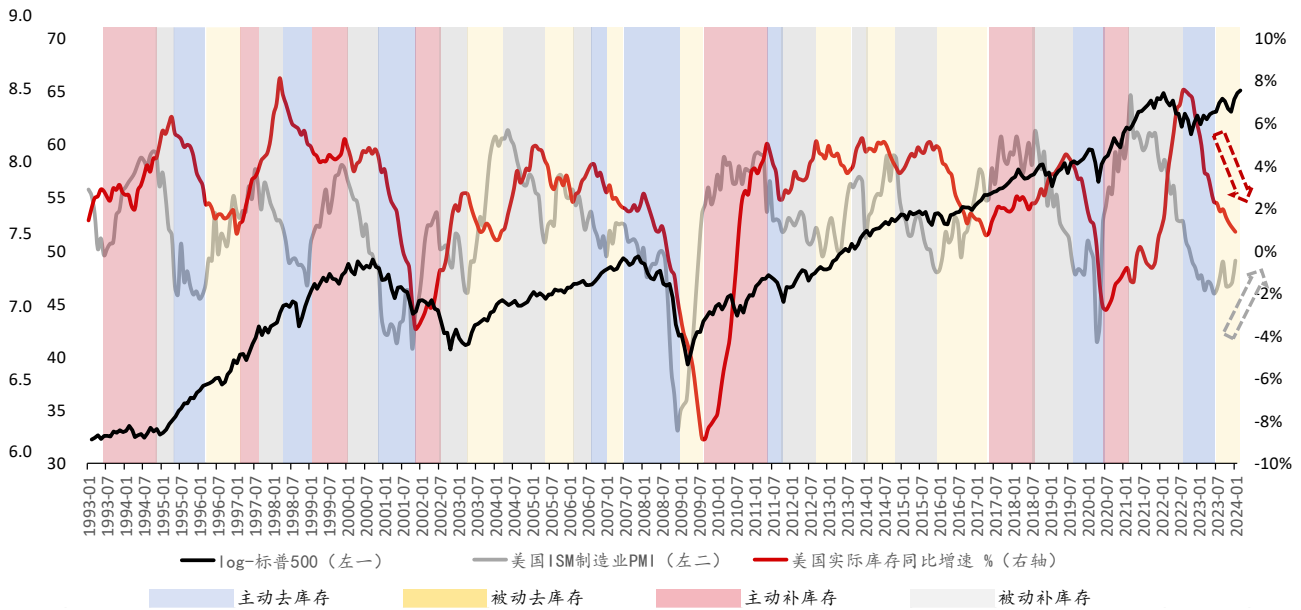
图表2：名义库存同比增速回升但实际库存仍在回落



资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所

整体来看，当前美国处于被动去库存阶段。我们以制造业 PMI 数据以及 BEA 公布的实际库存数据来刻画美国的库存周期所处位置。自 2022 年 9 月以来，美国的实际库存同比增速高位回落，正式步入去库存阶段，已经持续 19 个月；目前美国已经走过需求下降，库存水平下降的主动去库存阶段；2023 年 6 月美国 PMI 数据企稳回升，表明需求有所回暖，美国库存水平持续下降，美国步入被动去库存阶段且持续至今。

图表3：美国当前处于被动去库存阶段



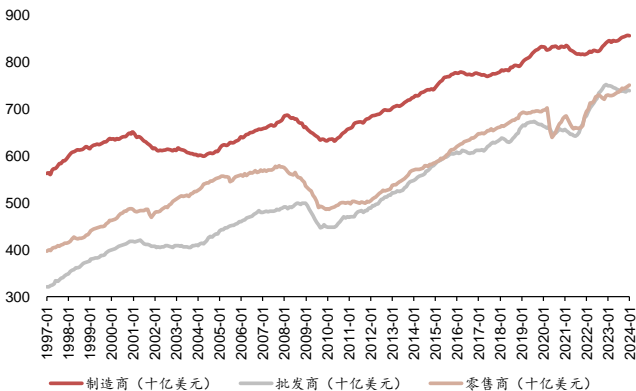
资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所整理

1.2 美国零售商率先步入补库存阶段

美国供应链环节包括三大部门，分别是制造商、批发商以及零售商，截至 2024 年 01 月，三部门库存占比分别为 36.5%、31.5%、32.1%。

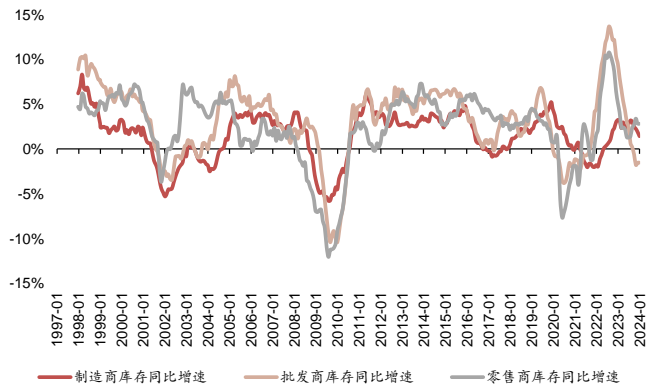
去库速度上，零售商 > 批发商 > 制造商，其中零售商率先步入补库阶段。从供应链结构来看，在本轮库存周期中，批发商以及零售商此前的补库规模更大，库存同比增速更高，其中零售商对应终端消费需求，库存变化通常领先于制造商和批发商，此外，由于 2020 年美国扩张性财政政策刺激居民消费，使得供应链下游环节库存水平快速去化，去库速度上体现为零售商 > 批发商 > 制造商。

图表4：本轮库存周期中，批发商/零售商库存水平提升较多



资料来源：Haver, 国联证券研究所

图表5：零售商库存同比增速略微领先批发商和制造商

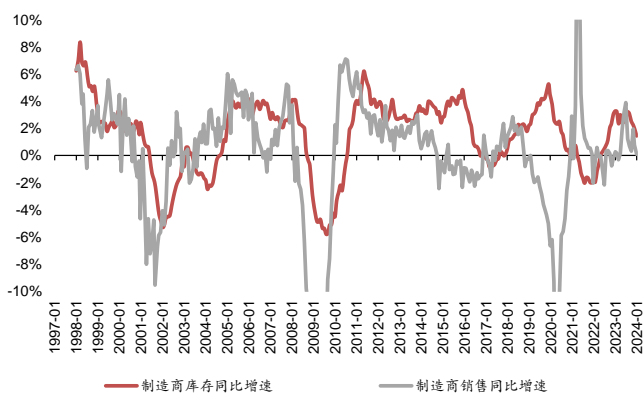


资料来源：Haver, 国联证券研究所

制造商库存去化压力相对较小，预计后续补库力度将偏弱。 制造商销售同比和实际库存同比均是从 2023 年 7 月开始持续回落，目前已经持续约 9 个月，库销比稳步回升。截至 2024 年 1 月，制造商实际库存同比、销售同比、库销比分别为 1.45%、0.12%、1.93。由于前期制造商补库幅度相对较小，所以此轮去库压力也较小。

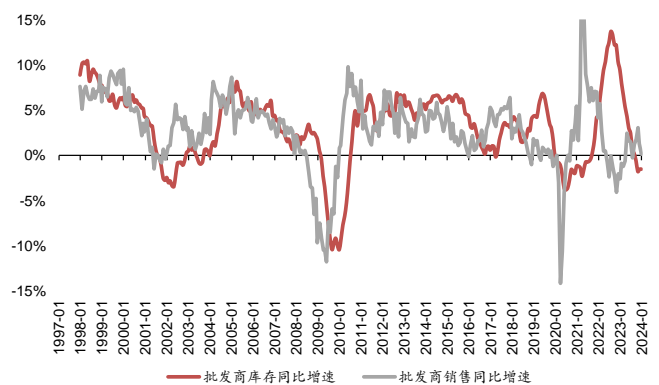
批发商目前或处于被动去库阶段。 批发商实际库存同比从 2022 年 9 月开始持续回落，已经持续约 19 个月；而批发商销售同比增速从 2022 年 11 月开始回升，已经持续约 17 个月，目前批发商仍处于被动去库阶段，但库存周期拐点或已临近。截至 2024 年 1 月，制造商实际库存同比、销售同比、库销比分别为-1.51%、0.14%、1.42。

图表6：制造商或处于主动去库阶段



资料来源：Haver, 国联证券研究所

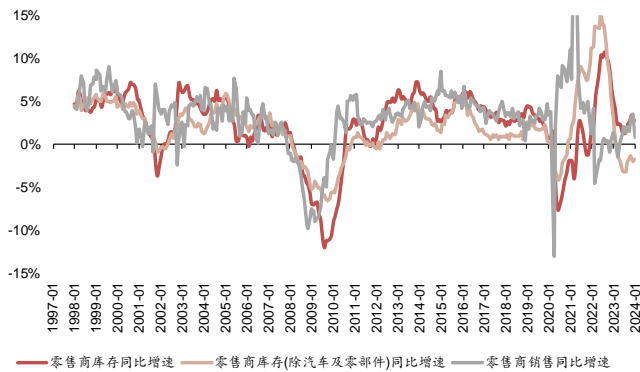
图表7：批发商或处于被动去库阶段



资料来源：Haver, 国联证券研究所

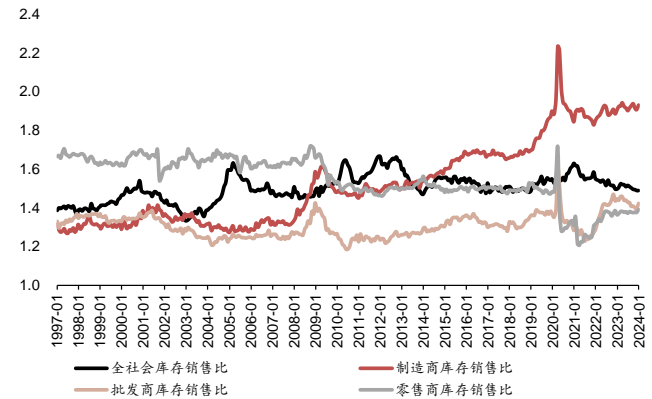
零售商目前或处于主动补库阶段。 零售商实际库存同比是从 2022 年 9 月开始回落，于 2023 年 7 月开始见底回升，去库阶段持续约 11 个月；而销售同比于 2022 年 3 月起便持续提升，表明目前零售商或处于主动补库阶段。截至 2024 年 1 月，零售商实际库存同比、销售同比、库销比分别为 2.83%、0.86%、1.39。

图表8：零售商或处于主动补库阶段



资料来源：Haver, 国联证券研究所

图表9：制造商和批发商库存销售比已超过疫情前水平



资料来源：Haver, 国联证券研究所

制造商细分行业来看：从库存同比增速整体变动来看，非金属矿物制品、运输设备、食物、纺织品以及纸均处于补库阶段。从库存同比增速分位数来看，计算机及电子产品、饮料及烟草制品、皮革、印刷及相关支持活动、石油及煤炭等库存同比增速历史分位数（1998年以来）已低于25%。

图表10：美国制造商分行业实际库存情况

行业	库存占比	实际库存同比增速													2024年1月库存同比增速分位数	1998年至今实际库存同比增速变动情况
		2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	2024/01		
制造商	100%	3.3%	3.3%	2.4%	3.0%	2.4%	2.5%	2.8%	3.2%	3.1%	2.5%	2.3%	1.9%	1.5%	37.8%	
耐用消费品	57%	3.5%	3.5%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	2.4%	2.2%	1.9%	1.5%	1.1%	38.4%	
木制品	2%	3.8%	5.3%	6.9%	7.3%	8.2%	6.7%	5.6%	4.7%	3.8%	2.3%	0.3%	0.4%	36.8%		
非金属矿物制品	2%	-1.5%	-1.6%	-1.0%	-1.3%	-0.9%	-0.6%	-0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	1.1%	53.8%	
基本金属	4%	5.9%	5.1%	3.6%	3.6%	3.6%	2.8%	2.4%	1.8%	0.4%	-0.4%	-0.1%	-1.3%	-2.0%	29.4%	
金属制品	7%	1.3%	1.7%	2.6%	1.9%	1.8%	2.5%	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%	2.7%	2.0%	1.3%	40.3%	
机械	8%	11.0%	11.3%	10.5%	9.8%	9.4%	9.1%	8.7%	8.7%	8.1%	6.7%	6.1%	4.6%	3.6%	60.5%	
计算机和电子产品	9%	2.4%	2.3%	1.7%	1.3%	1.4%	0.8%	0.7%	0.8%	0.4%	0.2%	0.1%	-0.2%	-0.1%	21.7%	
电气设备、电器和组件	3%	4.2%	3.8%	4.3%	4.0%	3.5%	4.1%	4.0%	3.7%	3.3%	2.7%	1.7%	0.7%	0.6%	32.3%	
运输设备	17%	1.0%	1.0%	-2.6%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	1.3%	1.1%	1.7%	1.7%	48.7%	
汽车及零部件	6%	3.9%	4.3%	2.1%	1.6%	1.6%	1.9%	2.5%	2.5%	2.4%	2.9%	1.8%	1.8%	1.2%	35.2%	
其他运输设备	12%	-0.6%	-0.7%	-5.0%	-0.9%	-1.0%	-0.9%	-1.0%	-0.5%	-0.2%	0.4%	0.8%	1.7%	1.9%	49.6%	
家具及相关产品	1%	6.7%	6.0%	5.6%	4.8%	4.5%	3.2%	2.5%	1.4%	1.0%	0.5%	-0.3%	-1.6%	-1.3%	25.9%	
其他耐用消费品	4%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	2.3%	2.2%	2.3%	1.6%	1.5%	1.2%	0.6%	21.4%	
非耐用消费品	43%	3.0%	2.9%	2.3%	3.2%	2.0%	2.2%	3.1%	3.9%	4.0%	3.0%	2.8%	2.6%	1.9%	54.80%	
食物	8%	-2.1%	-0.8%	0.9%	2.5%	2.9%	3.4%	3.0%	3.1%	2.7%	3.2%	3.8%	4.3%	3.3%	75.60%	
饮料和烟草制品	4%	0.4%	0.3%	1.2%	0.2%	-0.2%	0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.8%	-1.3%	-1.0%	-1.5%	-0.7%	8.60%	
纺织印染	1%	1.8%	1.8%	2.6%	2.7%	3.4%	3.7%	2.5%	2.2%	1.8%	1.3%	0.1%	0.6%	1.2%	74.00%	
纺织产品厂	0%	-2.3%	-2.4%	-1.4%	-1.7%	-1.6%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	-1.5%	-1.2%	-0.8%	-0.6%	38.40%	
衣服	1%	1.8%	1.2%	1.2%	0.6%	0.3%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	55.40%	
皮革及相关产品	0%	11.4%	8.8%	6.9%	3.8%	3.0%	1.1%	-1.8%	-2.9%	-3.6%	-5.3%	-4.9%	-4.3%	-3.2%	17.30%	
纸	2%	-3.1%	-2.9%	-2.5%	-2.2%	-1.8%	-1.7%	-1.8%	-1.5%	-1.2%	-1.1%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	40.70%	
印刷及相关支持活动	1%	-1.0%	-1.3%	-3.6%	-2.5%	-1.9%	-2.6%	-3.2%	-3.9%	-4.8%	-5.4%	-5.2%	-5.1%	-5.1%	10.20%	
石油和煤炭产品	7%	11.0%	7.4%	1.3%	3.1%	-4.9%	-5.0%	-0.6%	3.8%	4.9%	0.2%	-0.2%	-1.4%	-4.2%	16.00%	
化学	15%	3.0%	3.8%	4.6%	5.8%	7.1%	7.6%	8.2%	8.3%	8.1%	7.8%	7.2%	7.0%	6.9%	92.90%	
塑料和橡胶制品	4%	6.3%	6.5%	5.8%	4.5%	3.8%	3.0%	2.9%	2.6%	2.8%	2.5%	1.5%	1.0%	0.6%	27.50%	

资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所整理

批发商细分行业来看：目前，批发商部门由于此前补库较多，目前大部分行业仍

处于去库阶段,但也有部分行业已出现补库迹象,例如家具、专业设备及通讯设备等。从库存同比增速分位数来看,木材和建筑、专业设备及通讯设备、金属和矿物等库存同比增速历史分位数(1998年以来)均已低于25%。家具、电子产品、硬件管道及供暖、纸制品、服装、化学制品以及酒精饮料库存同比增速历史分位数(1998年以来)均已低于10%。整体来看,批发商库存同比历史分位数已处于低位。

图表11: 美国批发商分行业实际库存情况

行业	库存占比	实际库存同比增速													2024年1月库存同比增速分位数	1998年至今实际库存同比增速变动情况
		2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	2024/01		
批发商	100%	9.5%	8.0%	6.7%	5.4%	4.3%	3.0%	2.4%	0.7%	0.3%	-0.6%	-1.8%	-1.5%	-1.5%	11.2%	
耐用品	60%	13.9%	13.1%	11.2%	9.9%	8.6%	6.4%	4.7%	3.0%	2.2%	1.2%	-0.3%	-0.2%	0.1%	22.1%	
汽车	11%	22.1%	22.6%	21.9%	19.6%	18.6%	16.4%	14.8%	11.7%	11.1%	11.1%	8.5%	10.1%	11.2%	81.0%	
家具	2%	8.0%	2.4%	-2.8%	-5.6%	-9.1%	-11.9%	-14.9%	-16.3%	-18.2%	-16.7%	-16.6%	-16.0%	-13.3%	5.4%	
木材和建筑	2%	2.9%	1.5%	6.1%	5.7%	5.4%	1.7%	-0.6%	-2.8%	-4.0%	-5.6%	-8.4%	-8.8%	-6.7%	12.5%	
专业及通讯设备	6%	2.3%	-0.6%	-2.7%	-4.5%	-5.3%	-7.0%	-8.9%	-8.6%	-9.9%	-9.4%	-9.4%	-5.8%	-3.7%	12.8%	
计算机及软件	2%	-16.1%	-17.1%	-21.0%	-22.2%	-24.0%	-23.9%	-24.5%	-22.9%	-22.0%	-19.8%	-21.8%	-9.6%	-5.4%	16.0%	
其他专业及通讯设备	4%	12.1%	7.8%	6.7%	4.4%	4.3%	1.5%	-1.0%	-1.8%	-4.3%	-4.7%	-3.9%	-4.2%	-3.1%	19.8%	
金属和矿物	4%	11.8%	12.1%	10.8%	11.8%	10.3%	5.7%	5.7%	4.6%	3.6%	1.9%	-1.2%	-1.5%	-4.2%	22.7%	
电子产品	9%	19.1%	20.5%	14.5%	12.2%	8.7%	4.7%	1.9%	-3.8%	-4.1%	-3.7%	-4.9%	-5.1%	-6.1%	7.6%	
硬件、管道和供暖	4%	9.4%	7.5%	4.1%	1.1%	-0.8%	-1.3%	-3.5%	-5.0%	-5.3%	-6.9%	-8.3%	-8.5%	-7.9%	6.0%	
机械设备	17%	17.9%	18.3%	17.3%	16.8%	16.4%	15.3%	13.9%	13.6%	13.2%	10.4%	9.8%	9.1%	8.7%	80.4%	
其他耐用品	4%	12.6%	7.7%	4.1%	3.4%	2.9%	1.0%	0.8%	-0.7%	-2.5%	-4.5%	-6.8%	-10.3%	-9.2%	8.3%	
非耐用品	40%	4.1%	1.8%	1.2%	-0.1%	-1.1%	-1.2%	-0.5%	-2.4%	-2.4%	-3.0%	-3.8%	-3.4%	-3.7%	0.9%	
纸制品	1%	-1.0%	-1.4%	-2.4%	-5.5%	-7.6%	-9.9%	-10.7%	-10.1%	-11.9%	-11.7%	-11.4%	-9.3%	-9.6%	1.9%	
药品	14%	10.1%	8.0%	7.5%	6.4%	6.0%	3.5%	4.7%	1.5%	2.0%	2.3%	0.6%	2.6%	1.8%	30.7%	
服装	4%	31.2%	18.7%	13.8%	5.6%	1.4%	-4.5%	-11.5%	-15.1%	-19.1%	-19.6%	-22.1%	-21.7%	-20.6%	0.6%	
杂货	6%	0.3%	0.5%	-0.9%	-1.2%	-4.5%	-6.0%	-6.7%	-5.6%	-4.7%	-2.8%	-3.6%	-2.2%	-2.1%	16.3%	
农场生产原材料	3%	-18.2%	-22.9%	-23.5%	-26.7%	-26.4%	-21.3%	-14.0%	-7.6%	-4.9%	-2.9%	-3.0%	-2.4%	-1.0%	36.8%	
化学制品	1%	6.2%	2.5%	0.6%	-0.5%	3.2%	-0.2%	-1.0%	-5.9%	-5.3%	-7.4%	-9.9%	-10.2%	-11.1%	5.1%	
石油及石油制品	3%	4.1%	5.0%	9.1%	17.0%	17.4%	24.0%	25.5%	9.6%	8.8%	3.9%	2.5%	-4.3%	-5.6%	31.4%	
酒精饮料	3%	17.3%	17.0%	16.0%	13.5%	12.9%	8.2%	5.5%	3.3%	1.6%	-0.6%	-1.0%	-1.7%	-2.0%	8.3%	
其他非耐用品	5%	-1.0%	-1.3%	-1.9%	-3.3%	-4.9%	-3.3%	-1.0%	-0.7%	0.0%	-2.5%	-0.3%	0.2%	-1.5%	24.0%	

资料来源: Haver, Wind, 国联证券研究所整理

零售商细分行业来看:目前,零售商部门库存占比较多的汽车零部件暂时未开始去库,因此整体来看零售商库存同比历史分位数仍处于较高位置;如若剔除汽车及零部件来看,2024年1月零售商库存同比历史分位数仅为11.8%。且目前零售商大部分行业均已到达库存周期底部,从库存同比增速分位数来看,家具陈设、电子产品和电器、建筑材料和园林设备等库存同比增速历史分位数(1998年以来)均已低于25%。地产周期有关的家具陈设、电子产品和电器、建筑材料和园林设备等均已出现补库迹象。

图表12：美国零售商分行业实际库存情况

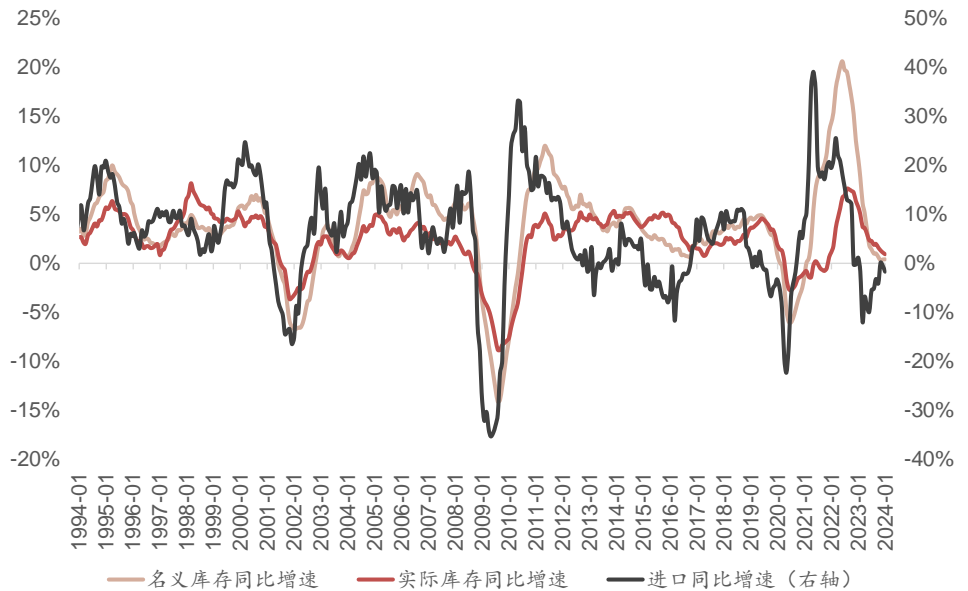
行业	库存占比	实际库存同比增速														2024年1月库存同比增速分位数	1998年至今实际库存同比增速变动情况
		2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	2024/01			
零售商	100%	5.1%	4.1%	2.4%	2.4%	2.2%	1.3%	1.3%	1.4%	2.3%	2.7%	3.4%	2.9%	2.8%	46.4%		
汽车及零部件	34%	9.6%	10.1%	9.5%	12.1%	13.0%	12.6%	12.5%	13.0%	13.1%	12.9%	14.3%	14.0%	13.4%	94.8%		
家具、陈设、电子产品和电器	3%	-1.0%	-3.9%	-9.0%	-11.1%	-12.0%	-13.9%	-13.5%	-12.9%	-11.6%	-9.1%	-9.5%	-11.2%	-10.1%	7.3%		
建筑材料和园林设备及用品	9%	0.4%	-0.9%	-3.9%	-5.1%	-5.6%	-6.7%	-8.0%	-7.5%	-7.5%	-7.4%	-7.9%	-7.9%	-7.6%	4.8%		
食品和饮料商店	8%	4.8%	3.5%	3.4%	1.9%	2.0%	2.3%	2.8%	2.1%	2.7%	1.7%	2.1%	3.1%	2.0%	60.2%		
服装及服饰配件专卖店	7%	8.3%	7.3%	4.8%	1.3%	-0.4%	-3.9%	-2.3%	-3.0%	-0.1%	-0.4%	-1.0%	-1.0%	0.0%	30.7%		
日用品商场	14%	5.6%	3.7%	-0.4%	-2.0%	-3.0%	-3.6%	-4.1%	-4.6%	-1.5%	-0.8%	-0.2%	-0.6%	-1.0%	25.9%		
百货公司	7%	-1.5%	-2.3%	-3.8%	-4.5%	-5.2%	-5.7%	-5.6%	-5.6%	-4.8%	-4.0%	-3.7%	-3.0%	-2.5%	35.2%		
其他百货	7%	14.1%	10.8%	3.3%	0.6%	-0.6%	-1.5%	-2.5%	-3.6%	2.1%	2.6%	3.5%	1.9%	0.6%	30.7%		
其他零售	25%	2.0%	0.4%	-0.6%	-0.1%	-0.6%	-1.6%	-1.6%	-1.4%	-1.0%	0.1%	0.8%	-0.8%	-0.4%	18.2%		
零售除汽车及零部件	66%	3.2%	1.7%	-0.5%	-1.4%	-2.0%	-3.1%	-3.2%	-3.2%	-2.1%	-1.6%	-1.3%	-1.9%	-1.8%	11.8%		

资料来源：Haver, Wind, 国联证券研究所整理

1.3 美国库存周期对我国出口的影响

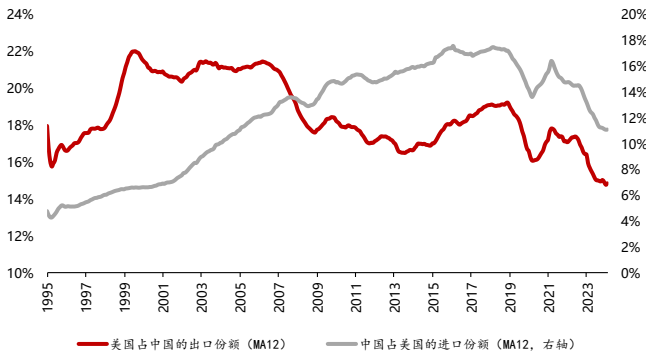
美国实际库存周期接近底部，后续补库有望拉动中国出口。美国库存同比变动略微滞后于美国进口同比变动，但美国补库往往能带动进口大幅增长。过去美国占中国出口份额虽逐年下降，但过去12月美国占中国出口平均份额仍达15%左右，而过去12月中国占美国进口份额约为11%，且中国出口同比增速与美国出口同比增速的变动较为一致，因此后续美国补库有望带动美国进口大幅增长，为中国出口增添机会。

图表13：库存相对滞后于进口，但美国补库往往能带动进口大幅增长



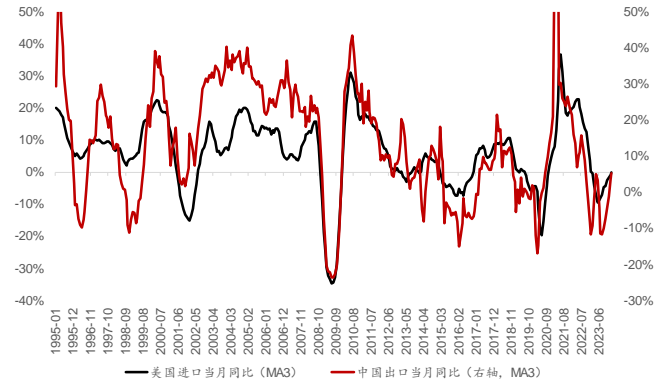
资料来源：Wind, 国联证券研究所

图表14: 美国占中国的出口份额 VS 中国占美国的进口份额



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 美国进口与中国出口存在一定相关性



资料来源: Wind, 国联证券研究所

整体来看, 家居建材、轻工纺服、机械设备等对中国的进口依赖度较高。根据海关统计口径计算了美国从中国进口各商品占美国该商品总进口的比重, 并列出比重超过 10% 的品类, 对其进行简单归类, 可以看到家居建材、轻工纺服、机械设备等对中国的进口依赖度较高, 后续美国新一轮库存周期开启时我国上述行业更有望受益。

图表16: 美国对中国商品的进口依赖程度: 整体来看, 家居建材、轻工纺服、机械设备等对中国的进口依赖度较高

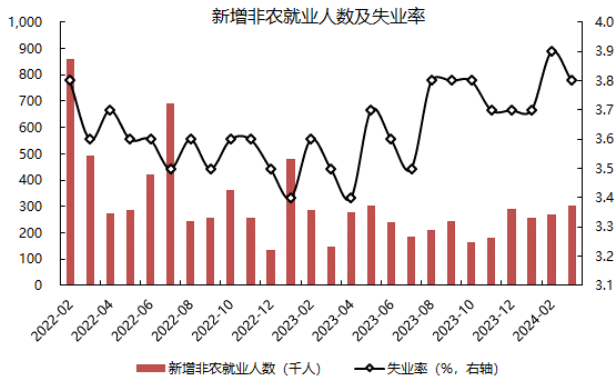
指标名称	2024-02	2024-01
预制建筑物;未另列明的卫浴,水道,供暖和照明设备及配件	43%	44%
鞋类	40%	40%
电信,录音及重放装置和设备	38%	41%
未另列明的杂项制品	35%	35%
纺织纱线,织物,未另列明的成品及有关产品	34%	36%
未另列明的金属制品	30%	31%
家具及其零件;床上用品,床垫,床垫支架,软垫及类似填充家具	28%	31%
办公用机器及自动数据处理设备	25%	25%
旅行用具,手提包及类似容器	25%	25%
服装及服装配件	20%	25%
251美元以下进口商品及其他非免税正式入关的低价值商品的估值	20%	21%
未另列明的电力机械,装置和器械及其电器零件(含家用电气设备的未另列明的非电动部件)	19%	20%
未另列明的通用工业机械和设备及其未另列明的机器零件	17%	16%
未另列明的摄影仪器,设备和材料以及光学产品	16%	20%
未另列明的皮革,皮革制品以及裘皮	16%	19%
软木及木材制品(不含家具)	15%	16%
纸,纸板,纸浆以及纸和纸板的制品	15%	15%
粗肥料及原矿物(不含煤炭,石油及宝石)	14%	6%
有机化学品	13%	16%
未另列明的非金属矿产品	12%	11%
非初级形状的塑料	11%	11%
未另列明的专业,科学及控制用仪器和装置	10%	11%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 全球数据观察

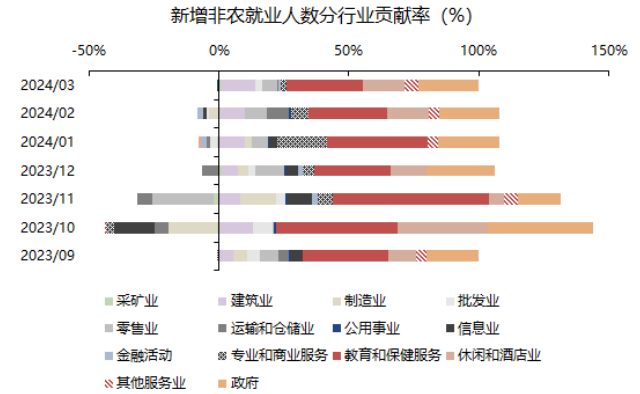
2.1 全球宏观经济数据一览

图表17: 2024年3月美国新增非农就业人数 30.3 万人, 失业率环比下降 0.1%



资料来源: Haver, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 3 月

图表18: 美国新增非农就业人数中, 教育和保健服务及政府部门贡献率最高



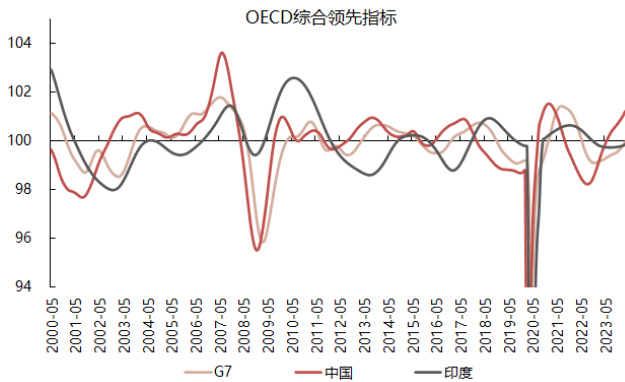
资料来源: Haver, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 3 月

图表19: 2024年3月美国新增非农就业人数及时薪分行业表现

	新增非农就业人数 (千人)			时薪 (美元)	时薪环比增速 (%)			时薪同比增速 (%)		
	2024/3	2024/2	Δ较上期 (千人)	2024/3	2024/3	2024/2	Δ较上期 (pct)	2024/3	2024/2	Δ较上期 (pct)
私人部门	232	207	25	34.69	0.35%	0.17%	0.2	4.14%	4.28%	-0.1
商品	42	17	25	35.36	0.57%	0.20%	0.4	5.36%	5.30%	0.1
采矿业	3	1	2	39.10	-0.61%	0.61%	-1.2	4.88%	5.95%	-1.1
建筑业	39	26	13	37.80	0.53%	0.00%	0.5	5.03%	4.85%	0.2
制造业	0	-10	10	33.63	0.60%	0.24%	0.4	5.39%	5.42%	-0.0
耐用品	4	-3	7	35.49	0.68%	0.28%	0.4	6.10%	6.11%	-0.0
非耐用品	-4	-7	3	30.38	0.46%	0.03%	0.4	3.76%	3.81%	-0.1
服务	190	190	0	34.54	0.29%	0.17%	0.1	3.88%	4.05%	-0.2
批发业	8.5	-2.9	11	29.85	0.30%	0.13%	0.2	4.04%	3.87%	0.2
零售业	17.6	23.0	-5	37.61	0.64%	0.21%	0.4	3.38%	3.18%	0.2
运输和仓储业	1.2	22.5	-21	24.35	0.08%	0.37%	-0.3	2.87%	2.36%	0.5
公用事业	-0.4	3.1	-4	30.55	0.23%	0.07%	0.2	5.97%	6.31%	-0.3
信息业	0	-3	3	50.81	0.08%	-0.02%	0.1	2.92%	3.57%	-0.7
金融活动	3	-6	9	49.48	0.47%	0.22%	0.2	2.63%	2.65%	-0.0
商业服务	7	17	-10	45.23	0.53%	0.47%	0.1	5.80%	5.68%	0.1
教育和保健服务	88	82	6	41.68	0.41%	0.19%	0.2	4.23%	4.22%	0.0
- 医疗和社会救助	81.3	85.4	-4	33.83	-0.03%	0.18%	-0.2	2.86%	3.55%	-0.7
- 休闲服务	49	43	6	21.90	0.50%	0.55%	-0.0	4.39%	4.66%	-0.3
- 其他服务业	16	11	5	31.06	-0.38%	0.10%	-0.5	3.78%	4.98%	-1.2
政府	71	63	8							
非农新增就业	303	270	33							

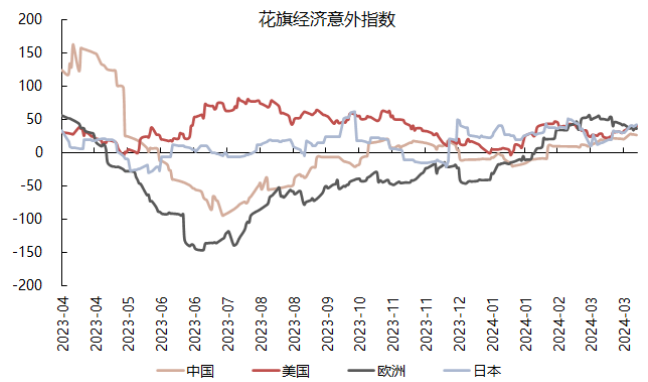
资料来源: Wind, Bloomberg, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 3 月

图表20: G7、中国、印度 OECD 综合领先经济指标分别录得 99.95、101.19、99.86



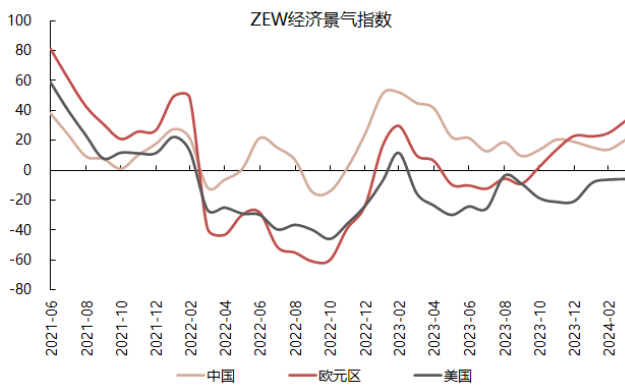
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 3 月

图表21: 美国、日本花旗经济意外指数较前一周上升, 中国、欧洲花旗意外指数较前一周下降



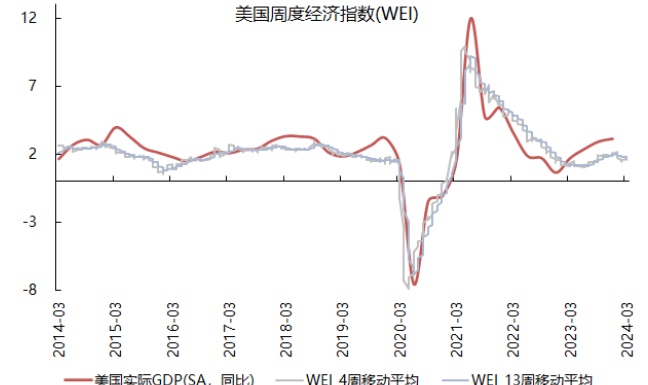
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表22: 中国、美国、欧元区 ZEW 经济景气指数上升



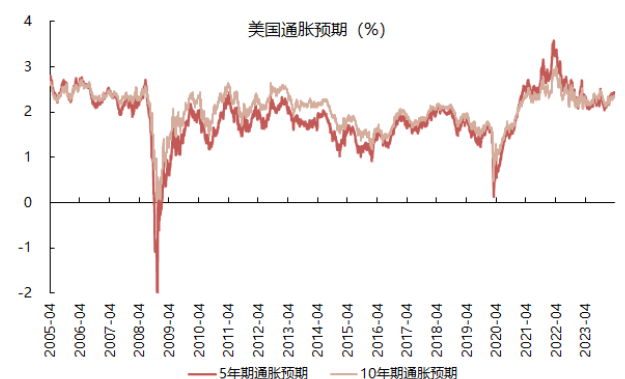
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 3 月

图表23: 美国周度经济指数 (WEI)、WEI_4WMA、WEI_13WMA 均上升



资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 3 月 30 日

图表24: 美国通胀预期较前一周上升



资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

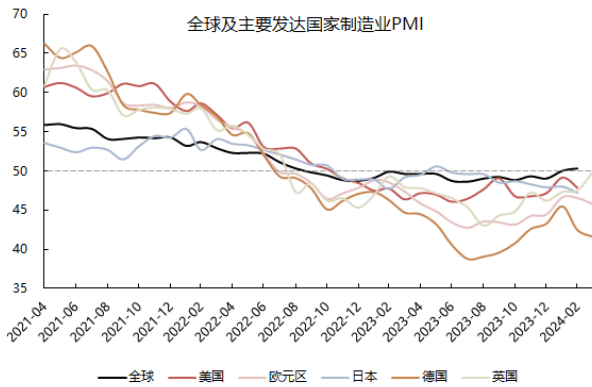
图表25: 联邦利率期货显示 2024 年 5 月基准利率维持不变的概率为 95.2%, 年内降息 3 次

会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

资料来源: CME, 国联证券研究所

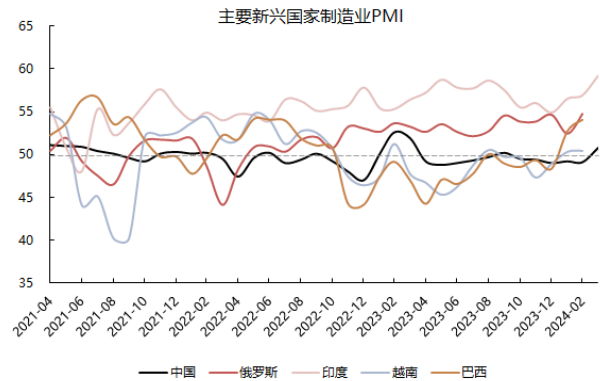
注: 数据截至 2024 年 4 月 7 日, 黑框内为 3 月 2 日 CME 预测数据

图表26：主要发达国家制造业 PMI 中，欧元区、德国、英国和法国制造业 PMI 仍在荣枯线下方



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 3 月

图表27：主要新兴国家制造业 PMI 中，中国、印度位于荣枯线上方



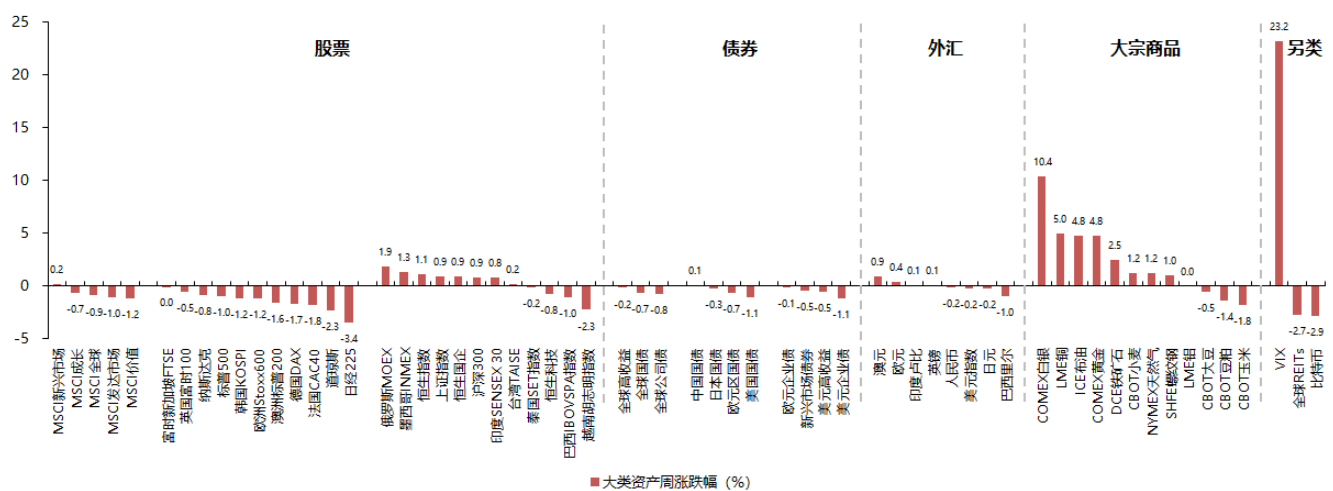
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 3 月

2.2 全球大类资产数据一览

2.2.1 市场表现与估值

过去一周，新兴市场股市表现优于发达市场；发达市场股指普跌，其中富时新加坡 FTSE、英国富时 100 和纳斯达克跌幅较浅，日本、道琼斯指数领跌；新兴市场中，俄罗斯 MOEX、墨西哥 INMEX 和恒生指数领涨，越南、巴西指数领跌；债市中，中国国债领涨，美国、欧元区国债领跌；汇率中，澳元、欧元、印度卢比走强，巴西里尔、日元、美元领跌；大宗商品中，COMEX 白银、LME 铜、ICE 布油涨幅领先，CBOT 玉米、CBOT 豆粕领跌；另类资产中，VIX 领涨，比特币领跌。

图表28：上周全球大类资产表现 (%)



资料来源：Wind，Bloomberg，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 4 月 5 日

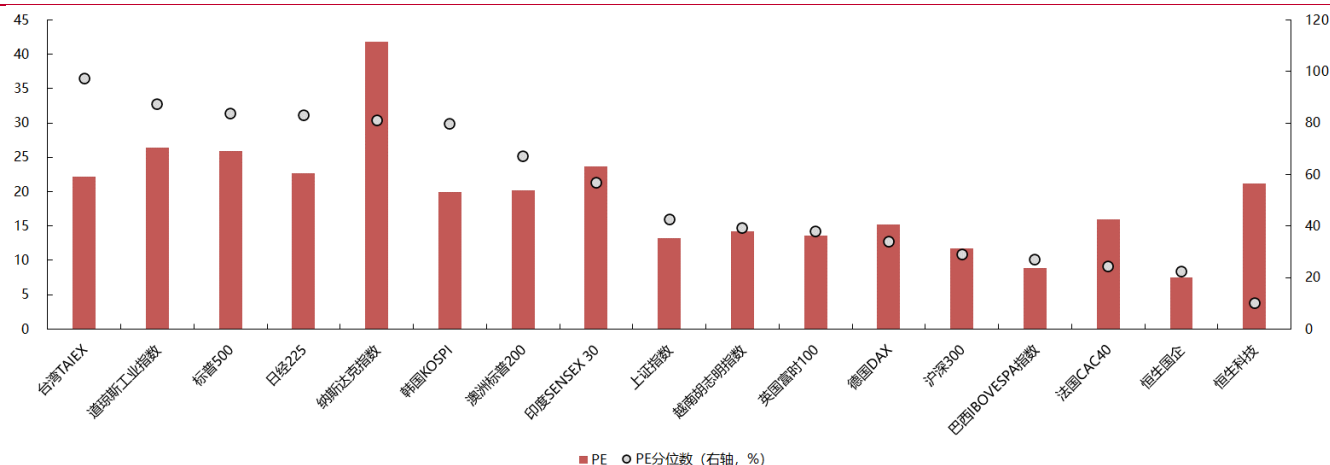
全球主要股票市场中，过去一周，俄罗斯 MOEX、墨西哥 INMEX、恒生指数涨幅领先，日经 225、越南胡志明、道琼斯工业指数跌幅靠前。

图表29：全球主要股票市场指数跌幅

	证券简称	本周涨跌幅 (%)	月初至今涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	
MSCI	MSCI全球	-0.90	-0.90	6.81	
	MSCI全球成长	-0.67	-0.67	8.56	
	MSCI全球价值	-1.15	-1.15	5.01	
	MSCI发达国家	-1.03	-1.03	7.36	
	MSCI新兴市场	0.24	0.24	2.15	
发达市场	道琼斯工业指数	-2.27	-2.27	3.22	
	纳斯达克指数	-0.80	-0.80	8.24	
	标普500	-0.95	-0.95	9.11	
	英国富时100	-0.52	-0.52	2.30	
	法国CAC40	-1.76	-1.76	6.87	
	德国DAX	-1.72	-1.72	8.50	
	欧洲STOXX600(欧元)	-1.19	-1.19	5.75	
	澳洲标普200	-1.57	-1.57	2.40	
	日经225	-3.41	-3.41	16.52	
	富时新加坡FTSE全指	-0.01	-0.01	-1.26	
	韩国KOSPI	-1.18	-1.18	2.22	
	新兴市场	上证指数	0.92	0.92	3.17
		沪深300	0.86	0.86	3.98
恒生指数		1.10	1.10	-1.90	
恒生科技		-0.77	-0.77	-8.33	
恒生国企		0.91	0.91	1.65	
台湾TAIEX		0.21	0.21	13.42	
印度SENSEX 30		0.81	0.81	2.78	
泰国SET指数		-0.17	-0.17	-2.84	
越南胡志明指数		-2.26	-2.26	11.08	
墨西哥INMEX		1.33	1.33	1.45	
巴西IBOVESPA指数		-1.02	-1.02	-5.51	
俄罗斯MOEX	1.89	1.89	9.56		

资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表30：全球主要权益市场 PE 以及十年期分位数



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

过去一周，A股材料、能源、商业和专业服务涨幅领先；港股材料、能源、耐用消费品和服装涨幅领先；美股能源、媒体、资本货物表现较好；欧洲能源、银行、半导体与半导体生产设备表现较好；日本能源、家庭与个人用品表现较好。

图表31：全球主要股票市场二级行业涨跌幅

GICS二级行业分类 单位：%	A股				港股				美股				欧洲				日本			
	1-Week Return	2-Week Return	1-Month Return	YTD	1-Week Return	2-Week Return	1-Month Return	YTD	1-Week Return	2-Week Return	1-Month Return	YTD	1-Week Return	2-Week Return	1-Month Return	YTD	1-Week Return	2-Week Return	1-Month Return	YTD
能源	6.0	4.4	0.9	16.1	4.1	3.8	7.3	26.9	3.8	6.0	13.5	16.5	4.7	5.1	10.9	7.3	2.1	2.9	12.8	30.8
材料	-6.9	4.1	-9.7	2.7	-3.8	6.0	18.7	19.2	-0.2	1.5	5.4	8.2	-0.1	0.5	-6.6	3.1	-3.0	-6.3	-2.3	7.5
资本货物	2.4	-1.0	-3.9	-0.7	0.6	-2.4	-0.7	1.9	0.6	1.4	6.7	12.7	-1.1	2.0	2.3	10.1	-1.0	-2.2	1.4	22.4
商业和专业服务	4.4	0.6	-6.8	-6.4	1.2	-2.0	-2.6	2.6	-2.3	1.1	1.2	7.8	-2.9	-3.2	-2.4	5.3	-1.0	-2.4	4.2	7.7
运输	2.9	0.9	-3.4	4.6	-0.7	-4.3	-2.4	-8.3	-1.1	2.3	-1.2	5.0	-0.2	0.5	0.2	9.2	-1.5	-5.7	-5.4	-1.0
汽车与汽车零部件	0.5	-2.7	0.0	0.5	-1.7	-8.0	-6.2	-15.5	-5.3	2.4	-5.8	-27.4	-0.5	0.0	2.9	16.5	-3.5	-5.1	-0.7	31.1
耐用消费品与服装	3.1	4.5	-3.7	9.2	2.1	3.6	9.8	12.4	-4.7	3.8	-4.1	-5.9	-3.0	-2.0	-2.7	8.2	-1.9	-4.5	-0.7	-2.1
消费者服务	0.6	-3.5	1.9	-1.7	1.5	1.2	4.2	0.8	-2.2	1.8	0.0	3.4	-2.4	-2.2	-1.2	4.0	-2.8	-5.8	-9.3	-9.2
零售业	3.0	-1.8	1.2	-11.2	0.0	-1.9	1.6	-4.0	-0.5	0.4	2.9	15.2	-2.3	1.8	12.0	8.2	-4.4	-5.1	1.8	23.0
食品与主要用品零售	3.6	1.2	1.2	-7.2	-1.4	-0.5	-0.8	-11.7	-1.9	1.5	-2.4	10.2	-2.3	1.4	0.0	4.8	-3.1	-2.4	-1.8	9.1
食品、饮料与烟草	2.3	-0.4	-4.5	-0.2	1.5	-1.0	1.5	-6.2	-2.6	1.6	2.0	-0.5	-3.1	-1.9	-1.4	4.8	-0.4	0.4	3.0	5.1
家庭与个人用品	2.8	-1.0	0.6	-6.5	-0.8	-0.5	5.9	15.0	-3.8	2.5	-0.8	5.4	-4.2	-2.9	-4.1	4.8	2.3	0.6	1.0	-2.6
医疗保健设备与服务	0.9	-4.3	-4.6	-10.9	-3.0	-6.1	-7.5	-15.0	-3.6	2.0	-0.2	2.4	-2.0	-1.6	-2.4	3.0	-5.2	-8.5	-9.7	1.5
制药、生物科技与生命科学	0.7	-3.1	-2.8	-11.6	-3.0	-7.2	-14.0	-27.0	-2.6	1.2	-1.3	6.8	-2.5	-1.5	-0.7	4.7	-2.5	-5.3	-5.2	6.8
银行	0.6	1.2	1.4	11.4	1.0	-0.2	1.7	5.7	-2.0	0.3	3.7	12.2	1.8	3.3	8.9	13.9	-2.3	-4.8	-0.9	24.1
多元金融	0.6	-5.2	-5.5	-4.9	-1.7	-6.2	-6.1	-11.6	-1.5	-0.2	2.4	8.7	-1.0	-1.0	3.9	5.0	-3.2	-4.6	0.1	26.8
保险	0.5	-2.4	-4.1	0.5	0.6	-4.8	-7.9	-11.3	-1.0	0.9	4.2	14.7	-3.1	-2.0	1.5	7.4	-0.2	-1.4	5.7	31.5
软件与服务	-3.1	-10.6	-6.7	-14.2	1.2	3.6	10.8	1.5	-0.1	1.3	2.4	7.9	-1.6	-1.8	0.6	7.7	-2.5	-5.4	-1.9	10.2
技术硬件与设备	-0.1	-5.4	-1.9	-5.6	-0.2	-1.8	3.0	-12.0	-0.9	1.1	0.1	-6.9	-3.2	-3.8	-0.7	3.7	-3.7	-6.1	-7.3	4.6
半导体与半导体生产设备	0.0	-6.5	-6.8	-12.9	-1.0	-7.4	-2.9	-8.3	-2.1	3.9	0.1	35.7	1.3	0.0	-0.6	21.6	-5.5	-4.1	-5.5	32.7
电信服务	0.2	1.2	-0.9	5.0	-0.2	0.1	-0.5	5.6	-0.4	2.8	1.7	6.4	-2.6	-0.5	-1.1	-0.1	-2.9	-5.8	-3.3	11.7
媒体	-3.3	-7.7	0.1	-1.1	-0.1	-4.0	1.2	4.1	2.6	1.5	9.3	18.5	-1.2	-0.7	0.8	7.3	-4.5	-7.9	-5.8	4.5
公用事业	1.1	0.9	1.7	6.4	-0.8	-4.6	-2.8	0.1	-0.5	2.2	5.3	4.1	-2.6	-1.7	-0.1	7.8	0.0	0.6	11.7	15.5
房地产	-2.6	-4.6	-2.4	-10.6	-0.8	-3.4	-2.4	-13.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind, Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表32：全球主要股票市场二级行业估值情况

GICS二级行业分类 单位：%	A股				港股				美股				欧洲				日本			
	P/E	Quantile	P/B	Quantile	P/E	Quantile	P/B	Quantile	P/E	Quantile	P/B	Quantile	P/E	Quantile	P/B	Quantile	P/E	Quantile	P/B	Quantile
能源	11.8	31%	1.5	72%	7.5	18%	0.9	57%	12.5	23%	2.5	95%	8.9	19%	1.6	90%	7.4	32%	7.4	32%
材料	26.7	41%	1.7	14%	16.0	63%	0.9	37%	22.4	89%	3.1	63%	17.3	64%	1.9	68%	15.0	52%	15.0	52%
资本货物	21.3	18%	1.8	14%	5.3	2%	0.4	2%	25.1	91%	6.1	100%	21.6	75%	3.9	99%	16.7	77%	16.7	77%
商业和专业服务	44.6	41%	1.7	1%	17.1	40%	0.5	2%	33.3	83%	8.7	99%	26.8	85%	6.9	72%	28.4	66%	28.4	66%
运输	19.7	34%	1.4	18%	13.9	42%	0.8	4%	25.9	88%	6.0	89%	16.5	41%	2.3	65%	12.3	14%	12.3	14%
汽车与汽车零部件	28.9	71%	2.2	37%	34.0	83%	1.5	22%	26.3	76%	3.3	64%	6.2	24%	0.9	29%	12.2	50%	12.2	50%
耐用消费品与服装	18.3	10%	2.3	9%	18.8	30%	2.1	64%	17.2	19%	4.1	72%	30.3	89%	5.5	96%	15.2	25%	15.2	25%
消费者服务	59.6	80%	3.1	27%	26.5	68%	1.9	20%	26.5	74%	120.5	94%	32.3	75%	4.6	94%	60.2	64%	60.2	64%
零售业	-	-	1.1	2%	18.0	32%	1.4	23%	36.6	82%	13.1	81%	22.9	66%	3.1	49%	131.3	98%	131.3	98%
食品与主要用品零售	83.3	94%	2.2	19%	-	-	1.4	19%	25.8	91%	6.2	98%	12.8	18%	1.7	45%	20.3	48%	20.3	48%
食品、饮料与烟草	32.7	41%	4.5	36%	21.5	21%	2.3	41%	17.3	30%	5.0	27%	14.7	0%	3.1	18%	19.4	47%	19.4	47%
家庭与个人用品	33.7	12%	2.9	7%	26.8	49%	2.7	24%	24.3	74%	8.8	70%	20.3	37%	4.3	41%	40.9	85%	40.9	85%
医疗保健设备与服务	34.7	34%	2.8	1%	25.1	19%	1.1	0%	22.3	68%	4.0	82%	29.7	85%	2.4	13%	81.7	98%	81.7	98%
制药、生物科技与生命科学	40.7	58%	2.7	1%	21.5	18%	1.5	2%	30.0	99%	5.9	88%	21.9	82%	4.6	84%	24.1	45%	24.1	45%
银行	5.2	21%	0.6	11%	4.3	7%	0.4	4%	11.3	42%	1.3	67%	7.5	17%	0.9	85%	12.4	95%	12.4	95%
多元金融	21.2	28%	1.2	1%	11.5	13%	0.5	0%	24.2	97%	3.1	100%	13.6	64%	1.5	100%	18.1	77%	18.1	77%
保险	12.8	22%	1.1	1%	7.6	0%	0.7	0%	14.6	56%	2.5	97%	13.2	73%	1.9	98%	13.6	53%	13.6	53%
软件与服务	238.7	81%	3.0	3%	30.9	12%	2.6	4%	42.6	88%	11.0	91%	41.9	95%	5.1	95%	31.0	100%	31.0	100%
技术硬件与设备	43.8	32%	2.6	7%	18.5	34%	1.4	19%	26.1	83%	16.3	87%	69.9	90%	2.0	42%	26.6	87%	26.6	87%
半导体与半导体生产设备	31.6	3%	2.8	12%	13.6	27%	0.9	1%	53.7	97%	9.2	98%	32.0	45%	10.1	93%	41.6	74%	41.6	74%
电信服务	17.8	16%	1.6	59%	10.4	22%	0.8	22%	10.2	14%	1.7	12%	35.1	99%	1.3	39%	66.4	96%	66.4	96%
媒体	50.7	64%	2.0	21%	142.0	74%	1.5	23%	26.7	86%	5.3	93%	22.0	69%	2.3	54%	22.0	49%	22.0	49%
公用事业	19.7	33%	1.8	49%	11.3	11%	0.8	4%	17.1	48%	2.0	64%	12.0	21%	1.6	64%	3.3	1%	3.3	1%
房地产	-	-	0.7	0%	-	-	0.4	0%	39.1	22%	2.6	32%	9.2	0%	0.6	11%	13.1	5%	13.1	5%

资料来源：Wind, Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日，估值分位数计算范围为2010年至今。

图表33：过去一周，欧洲、日本小盘占优，美股、港股大盘占优



资料来源：Wind, Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表34：过去一周，A股、欧洲、日本价值风格占优，美股、港股成长风格占优



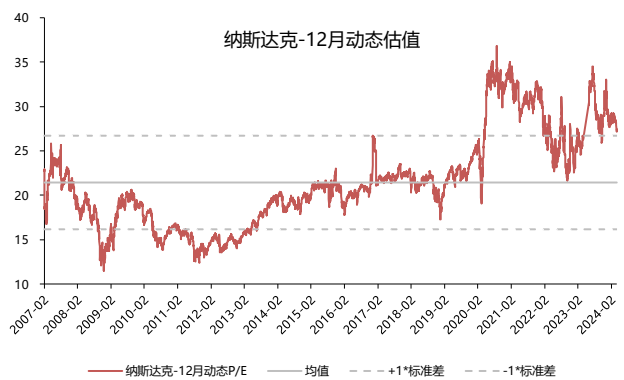
资料来源：Wind, Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表35：标普500指数12个月动态P/E为20.7倍，位于2006年以来均值+1*标准差上方



资料来源：Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表36：纳斯达克指数12个月动态P/E为27.5倍，位于2007年以来均值+1*标准差上方



资料来源：Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表37：恒生指数12个月动态P/E为8.1倍，位于2013年以来均值-1*标准差下方



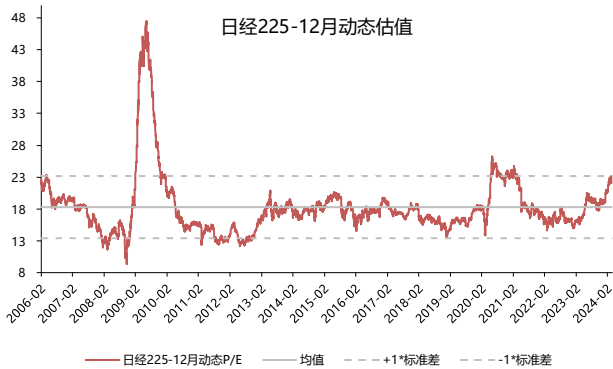
资料来源：Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表38：欧洲Stoxx600指数12个月动态P/E为13.9倍，位于2006年以来均值上方



资料来源：Bloomberg, 国联证券研究所
注：数据截至2024年4月5日

图表39: 日经 225 指数 12 个月动态 P/E 为 22.1 倍, 位于 2006 年以来均值上方



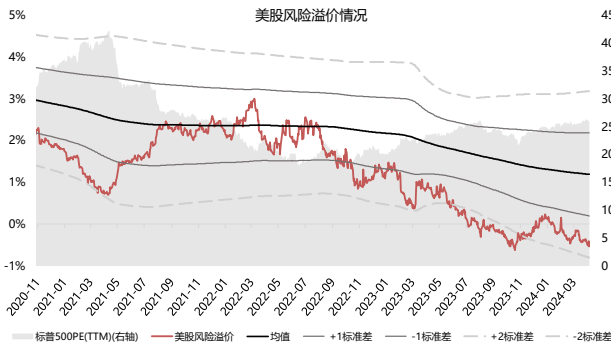
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表40: MSCI 新兴市场指数 12 个月动态 P/E 为 12.2 倍, 位于 2006 年以来均值上方



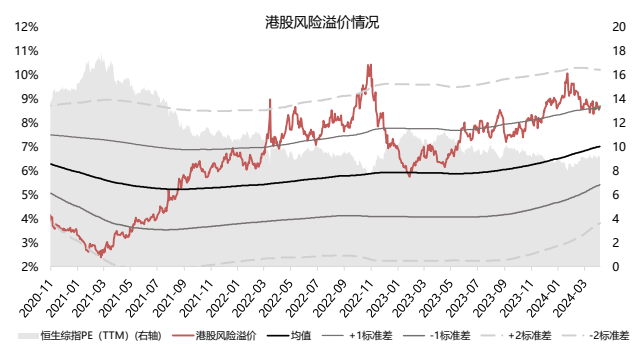
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表41: 美股风险溢价位于近三年均值-1*标准差下方



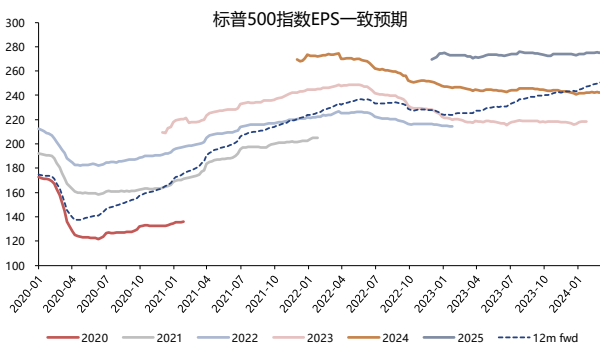
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表42: 港股风险溢价位于近三年均值+1*标准差上方



资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表43: 标普 500 指数未来 12 个月 EPS 一致预期上升



资料来源: Factset, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

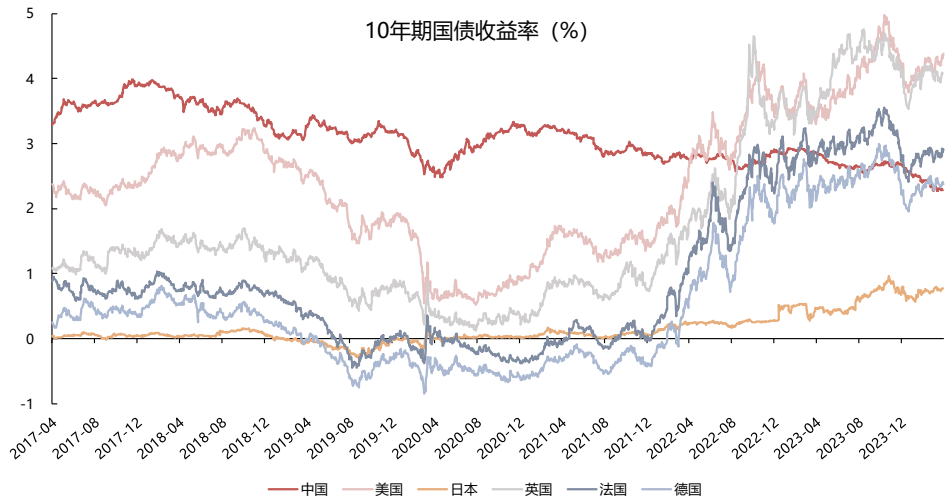
图表44: 恒生指数未来 12 个月 EPS 一致预期上升



资料来源: Factset, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

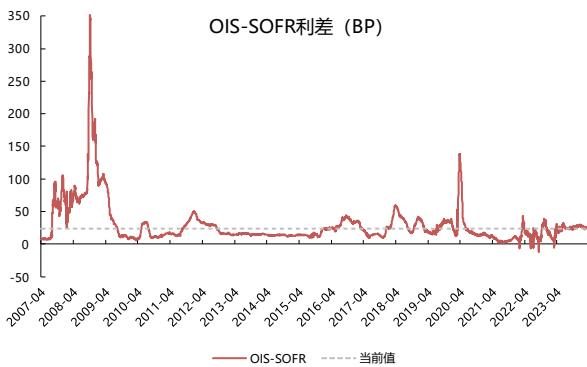
2.2.1 流动性

图表45：过去一周，中国、美国、日本、英国、法国、德国 10 年期国债利率上升



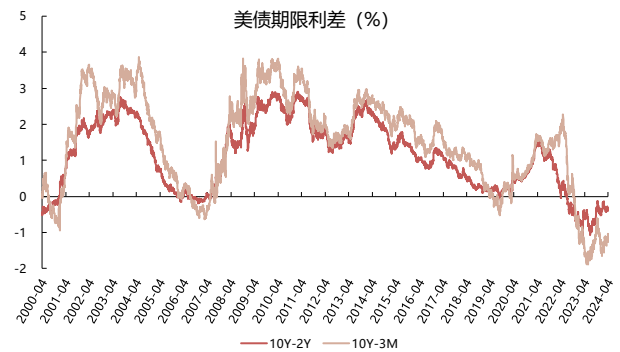
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表46：过去一周，OIS-SOFR 利差收窄至 23.86bp



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 4 月 5 日

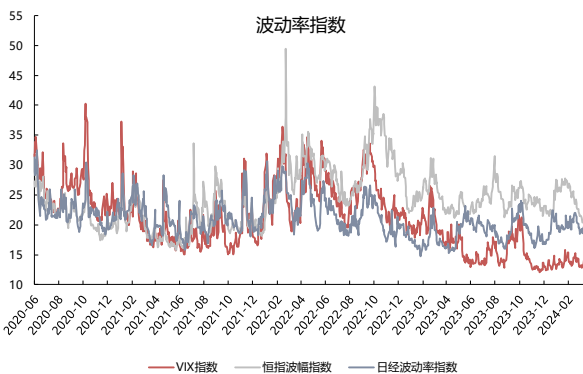
图表47：过去一周，美债期限利差 10Y-2Y、10Y-3M 倒挂收窄



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 4 月 5 日

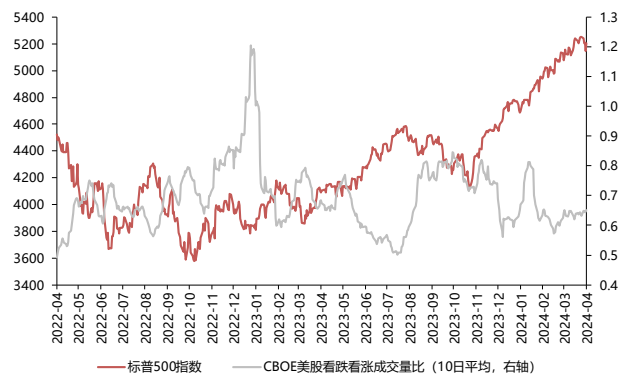
2.2.2 情绪

图表48：过去一周，VIX、恒指波幅指数、日经波动率指数上升



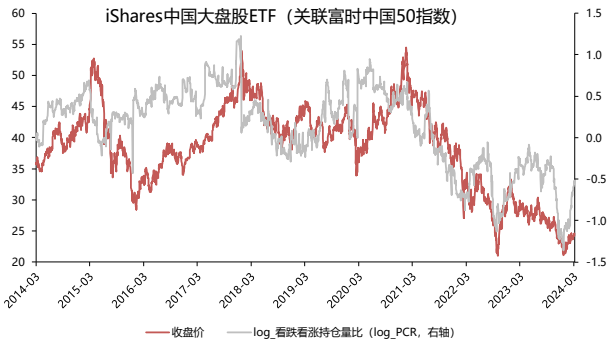
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表49：过去一周，CBOE 美股看跌看涨期权成交量比 10DMA 上升



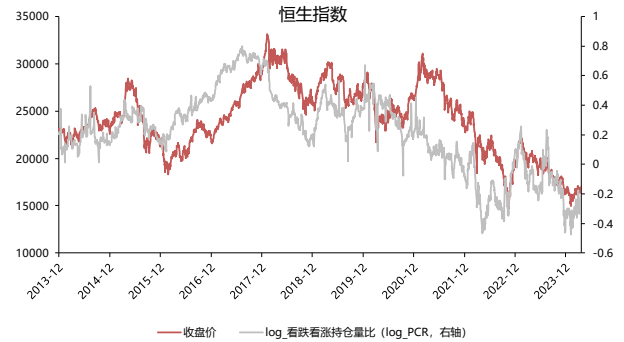
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表50: 过去一周, iShares 中国大盘股 ETF log_PCR 持平



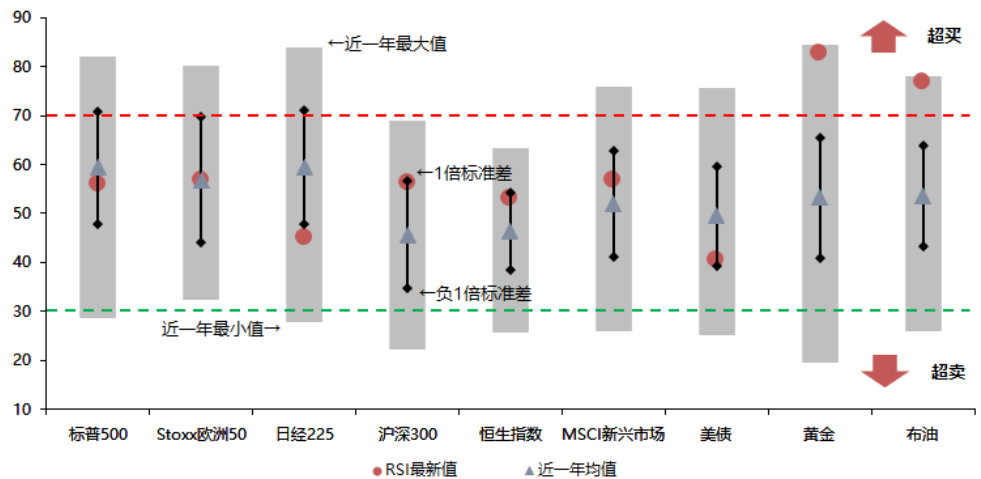
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

图表51: 过去一周, 恒生指数 log_PCR 上升



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

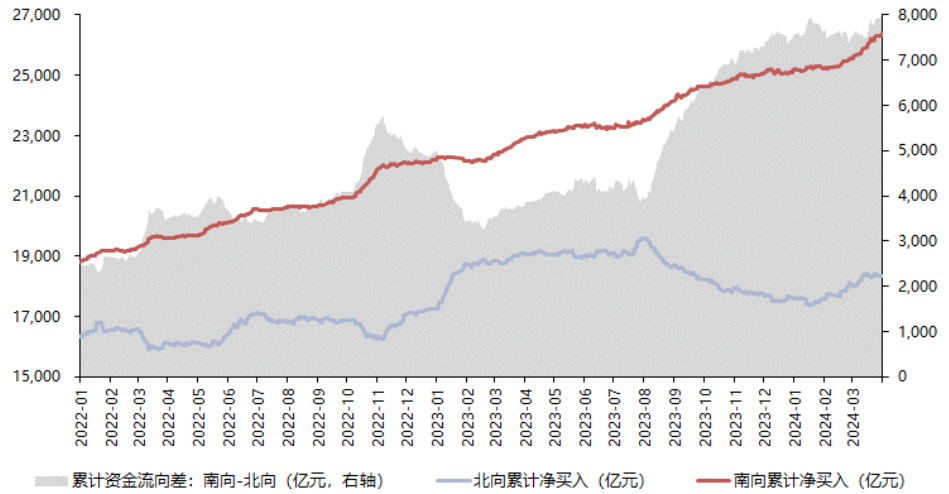
图表52: 过去一周, RSI (14 天) 显示黄金、布油达到超买



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 5 日

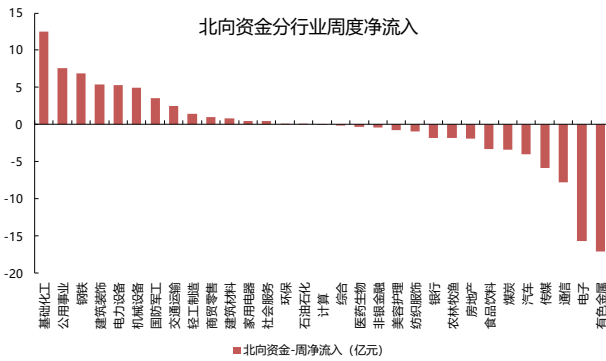
2.2.3 资金流向

图表53: 过去一周, 北向资金净流出 38.93 亿元, 南向资金净流入 80.55 亿元



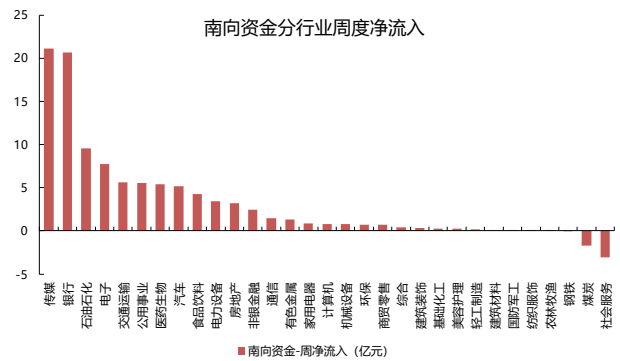
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 3 日

图表54: 过去一周, 北向资金主要流入基础化工、公用事业, 流出有色金属、电子



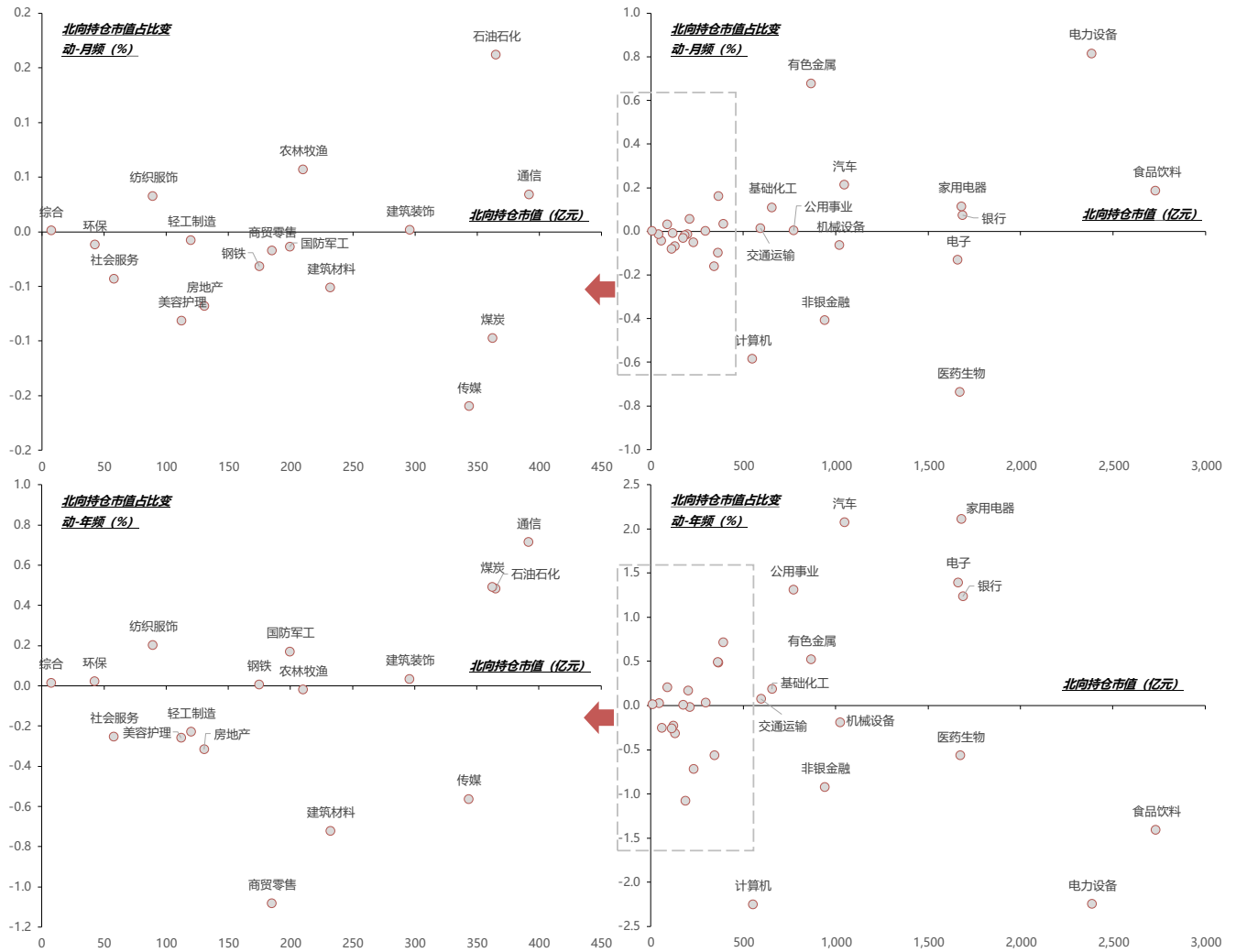
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 3 日

图表55: 过去一周, 南向资金主要流入传媒、银行, 流出社会服务、煤炭



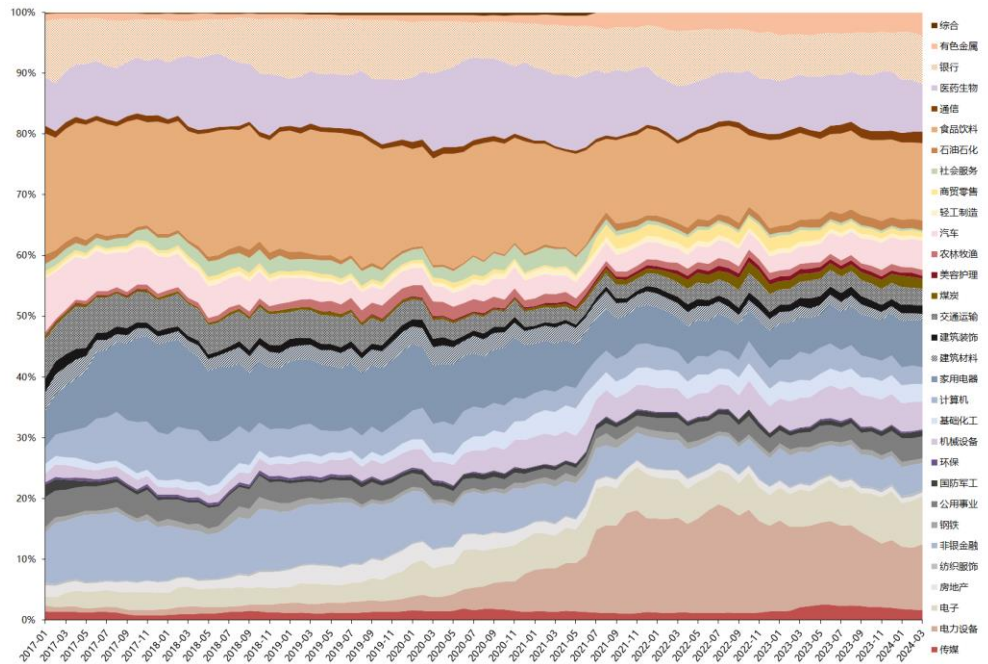
资料来源: Wind, 国联证券研究所
注: 数据截至 2024 年 4 月 3 日

图表56：北向持仓占行业总市值比重变化（%）



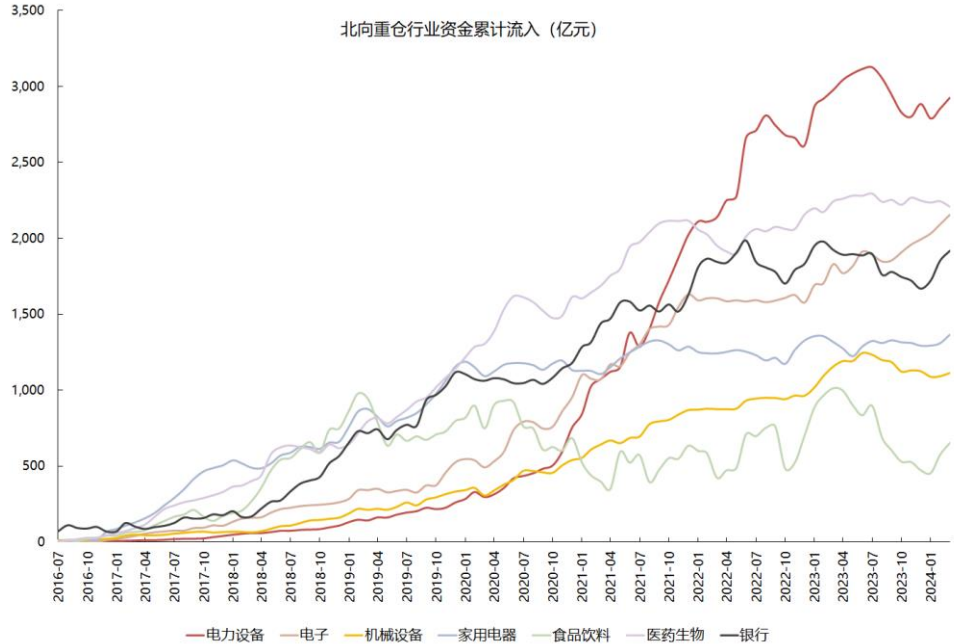
资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至 2024 年 4 月 3 日

图表57：北向资金持仓各行业占比变动



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至2024年3月

图表58：北向重仓行业资金累计流入（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：数据截至2024年3月

3. 风险提示

- 1) 全球经济复苏不及预期。
- 2) 美联储降息不及预期。
- 3) 地缘政治冲突加剧。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼