



宏观专题分析报告

宏观专题研究报告(深度)
 证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
 chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
 zhaoyu2@gjzq.com.cn

昂贵的补库：当制造业新周期遇到高利率

年初以来，美国制造业景气持续抬升，上游能源、金属率先补库。随着美联储降息曲线的上移，补库能否持续、有何结构性特征？中美库存周期联动的特征是否有所弱化，美国库存周期与中国出口的关系有何新特点？

宏观看库存：美国库存周期整体处于主动补库早期，但高利率环境下，补库弹性或较弱

美国库存已处于补库早期。库存周期时间长度已超经验均值，截至1月，美国2020年开启的库存周期已有42个月（补库23个月，去库19个月），仅低于2009年-2013年金融危机库存周期（48个月）及2016-2020年库存周期（44个月）。目前美国库存回升迹象初步显露，2月库存增速已回升至1%，进入新一轮主动补库早期阶段。

美国库存周期价格干扰增大，实际库存变化较为温和，对经济的贡献也降低。2020年库存周期启动以来，供应链紧张、原材料上涨导致价格波动贡献了绝大部分库存变化，美国实际库存变动较温和，与以往三次衰退期的去库相比，此次去库有明显差异，未对经济构成明显拖累。但另一方面，补库或也不足以改变2024年美国整体经济形势。

美国四大库存领先指标已回升，补库周期或于年中开启，但此次补库力度或较弱。销售库存比、销售增速、OECD领先指标及PPI增速是美国库存周期的四大领先指标，前三者反映需求端拉力，PPI反映成本端推力，四项领先指标共同指向美国补库周期或于今年年中启动，但在高利率压制下，今年总体补库力度或相对平淡，全年仍面临波折。

中观看库存：零售先行补库，制造、批发仍在去库阶段，亮点集中在上游行业

美国三大部门库存结构分化，批发业库存占比上升，零售业库存占比最低。2020年后，供应链紧张致使批发商囤积库存较多，超出历史趋势水平，成为库存占比最高的部门，库存规模格局变为批发>制造>零售。作为供应链的中间环节，批发商从制造商收购商品并销售给零售商。随着供应链逐步正常化，批发商环节库存占比或将延续回落。

三大部门中，零售商已进入主动补库，制造及批发商处于被动去库阶段。2023年三季度后，零售业销售增速、名义及实际库存增速均回升，首先进入主动补库阶段；截至今年1月，批发业尚处于被动去库阶段，销售增速回升，但受前期库存大幅积压影响，批发业库存增速仍下降；制造业处于被动去库阶段，实际及名义库存增速仍下降。

细分行业中，补库亮点集中在基本金属、原油、化工等上游行业。制造业环节中，上游的化工、基本金属、金属加工、石油等行业修复较快，已进入主动补库阶段；批发环节主动补库行业集中在计算机、专业设备等领域。零售环节补库集中在杂货、日用品等非耐用消费品。三大环节共性为上游供需修复均较强，中下游行业修复偏弱。

中美库存共振：中美上游行业同步改善，关注基本金属、金属制品、后地产等链条

美国补库拉动中国出口，领先滞后关系表现为：美国需求回升→美国从中国进口同步回升→美国库存回补→中国库存同步回升，最终形成中美库存周期共振。完整的拉动链条，起点为美国需求回升，表现为美国销售增速首先改善；在此链条中，往往会看到中国对美国出口先于美国库存改善，二者本质上均为美国需求修复的结果。

本轮周期，中美库存共振集中在中上游行业。中美库存周期状态可分为三类，第一类为中美库存共振向上的行业，主要集中在化工、基本金属、金属加工制品、专业设备、石油等中上游行业；其二为美国需求改善，中国库存增速有望回升的行业，主要为计算机、木制品、农产品；其三为中美库存增速仍共振下滑的行业，集中在下游领域。

美国库存周期回升，或通过价格、出口渠道，带动国内四大链条：基本金属、金属制品、后地产及纺织链条。去年三季度以来，美国基本金属产业进入主动补库。主动补库阶段，金属价格易涨难跌，且大宗价格往往领先库存周期见底回升，典型的为铜价。而中美PPI金属价格走势基本同步，美国金属主动补库或带动中国相关链条升温。

美国建筑、住宅投资回升或带动中国金属加工制品链条。美国金属加工制品生产金属零件、五金工具、金属建筑构件、金属机械等。在三大法案掀起的建厂浪潮下，美国制造业投资、基建投资规模均明显上涨，2024年以来，美国建造支出仍处于高位。随着美国地产周期触底回升，2024年金属制品需求增速或仍有回升空间。

美国地产修复或带动家电等后地产链条出口，美国纺织品需求回升或拉动中国服装出口。美国地产市场韧性较强，在高利率环境下供、需、价格增速均触底回升，2024年或进一步带动中国后地产链条出口。美国纺织服装销售库存比于去年二季度触底回升，对应2024年下半年，美国服装产业进入补库阶段，中国纺服出口仍有上升空间。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩



内容目录

一、宏观看库存：美国库存整体处于主动补库早期，补库弹性或较弱.....	5
(一) 美国库存价格扰动扩大，实际库存变动温和，对经济贡献减弱.....	5
(二) 库存领先指标改善，补库周期启动或待年中，回补力度偏弱.....	7
二、中观看库存：零售先行补库，制造批发仍去库，亮点集中在上游行业.....	9
(一) 三大部门库存结构分化，制造、批发库存积压，零售先行补库.....	9
(二) 细分行业中，补库亮点集中在金属，原油、化工等上游领域.....	12
三、中美库存共振：上游行业同步改善，关注基本金属、金属制品等链条.....	14
(一) 中美库存共振，核心为美国需求强度，出口弹性需关注关税.....	14
(二) 价格与库存共振，美国补库或带动国内基本金属等链条.....	17
风险提示.....	20

图表目录

图表 1：从增速来看，美国库存周期增速已有所回升.....	5
图表 2：从绝对金额看，美国 2022 年以来去库较为温和.....	5
图表 3：2020 年以来，美国实际库存去库较为有限.....	5
图表 4：2020 年以来，美国库存价格贡献增大.....	5
图表 5：美国名义库存规模扩大，实际库存扩张有限.....	6
图表 6：本轮库存周期的波动中，价格贡献较大.....	6
图表 7：地缘政治是美国企业供应链担忧的首要问题.....	6
图表 8：2020 年后，美国企业供应链更加分散.....	6
图表 9：2020 至 2023 年，美国供应链处于紧张状态.....	6
图表 10：中国出口至美国的产品具有低价优势.....	6
图表 11：美国库存变动对 GDP 的扰动长期回落.....	7
图表 12：实际库存变动幅度小，对 GDP 的影响较低.....	7
图表 13：销售库存比领先美国库存增速 12 个月左右.....	7
图表 14：OECD 领先指标领先库存同比 6 到 12 个月左右.....	7
图表 15：美国销售总额领先库存增速回升.....	7
图表 16：PPI 同比推升库存增速回升.....	7
图表 17：股市上涨带动美国金融条件转向宽松.....	8
图表 18：美国金融条件放宽领先新订单.....	8
图表 19：美国实际利率领先销售增速.....	8
图表 20：今年年初，美国耐用品消费有所季节性改善.....	8
图表 21：美国实际库存处于长期中枢水平.....	9
图表 22：美联储高利率时间可能持续更久.....	9
图表 23：2024 年美国财政赤字率或降至 5.9%.....	9
图表 24：2024 年美国财政利息支出上升，有效支出减少.....	9
图表 25：美国三大部门名义库存金额结构.....	9



图表 26:	2020 年后, 批发商实际库存扩张幅度较大.....	9
图表 27:	美国三大部门实际库存占比变动.....	10
图表 28:	截至今年 1 月, 批发库存占比最大, 零售最低.....	10
图表 29:	三大部门销售增速: 零售>批发>制造.....	10
图表 30:	三大部门销售库存比回升, 核心零售回升较大.....	10
图表 31:	美国零售业, 核心零售改善, 汽车销售下滑.....	10
图表 32:	美国零售业, 汽车销售库存比回落.....	10
图表 33:	三大部门名义库存增速: 零售>制造>批发.....	11
图表 34:	三大部门实际库存增速: 零售>制造>批发.....	11
图表 35:	零售业进入主动补库阶段.....	11
图表 36:	零售业名义与实际库存均回升.....	11
图表 37:	批发业处于被动去库阶段.....	11
图表 38:	批发业名义与实际库存均下行.....	11
图表 39:	制造业处于被动去库阶段.....	12
图表 40:	制造业名义库存下降, 实际库存回落.....	12
图表 41:	制造业细分行业库存周期状态, 补库集中在中上游行业.....	12
图表 42:	制造业库存中, 交运、化工、机械占比较大.....	13
图表 43:	制造环节中占比最高的交运业需求增速回落.....	13
图表 44:	批发业细分行业库存周期状态: 补库集中在计算机、专业设备等.....	13
图表 45:	批发业细分行业中, 机械、汽车占比最高.....	13
图表 46:	批发环节的机械设备业处于主动去库阶段.....	13
图表 47:	零售业细分行业库存状态.....	14
图表 48:	零售环节, 汽车库存占比最高.....	14
图表 49:	零售环节, 汽车销售及库存增速均下降.....	14
图表 50:	美国销售需求改善, 带动中国出口回升.....	14
图表 51:	美国库存增速滞后于中国对美出口.....	14
图表 52:	中国对美出口改善, 带动中国补库.....	15
图表 53:	中美库存周期基本同步.....	15
图表 54:	中国份额更高的产品, 出口增速更有优势.....	15
图表 55:	美国弱补库周期下, 中国对美出口增速较差.....	15
图表 56:	贸易摩擦以来, 中国出口至美国的非加征关税产品仍创新高.....	16
图表 57:	中美库存周期状态, 中美库存共振主要集中在中上游行业.....	16
图表 58:	美国补库与中国出口明细产品.....	17
图表 59:	美国基本金属主动补库带动金属价格上升.....	17
图表 60:	中美 PPI 基本金属价格往往同步回升.....	17
图表 61:	美国上游行业原材料、能源库存位置更低.....	18
图表 62:	美国非耐用品库存位置更低.....	18
图表 63:	美国金属加工制品进入主动补库.....	18
图表 64:	美国新屋开工许可增速触底回升.....	18
图表 65:	2024 年以来, 美国建造支出仍处于高位.....	18
图表 66:	中国出口至美国金属加工制品改善.....	18



图表 67: 美国地产价格增速触底回升	19
图表 68: 美国地产供给、需求增速均回升	19
图表 69: 美国后地产链条销售同比增速回升	19
图表 70: 中国出口至美国的家电等产品同比改善	19
图表 71: 美国纺织服装链条中, 服装库存占比最高	19
图表 72: 美国纺织服装销售增速触底回升	19
图表 73: 美国服装销售-库存比领先库存增速	20
图表 74: 中国出口至美国纺织服装增速回升	20



年初以来，美国制造业景气持续抬升，上游能源、金属率先补库。随着美联储降息曲线的上移，补库能否持续、有何结构性特征？中美库存周期联动的特征是否有所弱化，美国库存周期与中国出口的关系有何新特点？

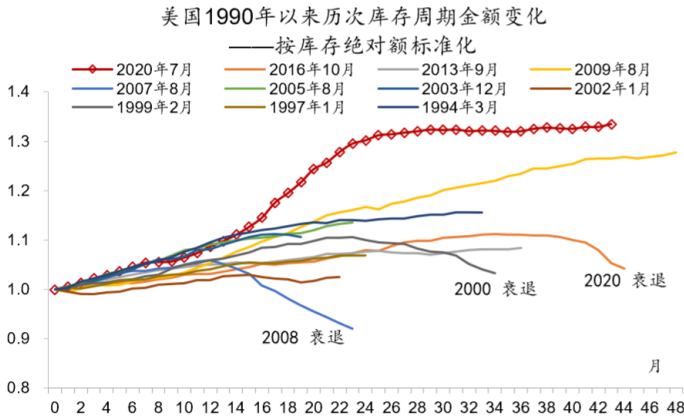
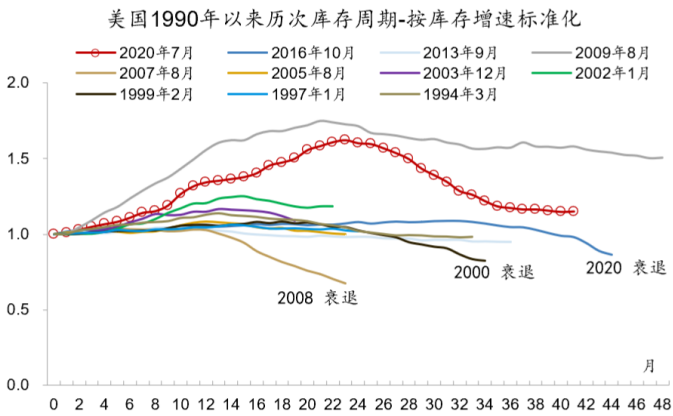
一、宏观看库存：美国库存整体处于主动补库早期，补库弹性或较弱

(一) 美国库存价格扰动扩大，实际库存变动温和，对经济贡献减弱

美国库存周期已处于补库早期。截至今年1月，美国2020年开启的库存周期时长已有42个月，补库时长23个月，去库19个月。此次库存周期长度已超经验均值，仅低于2009年-2013年的库存周期(48个月)及2016-2020年库存周期时长(44个月)。2022年至2023年底，美国库存增速由20%降至0.4%左右，降幅较大，但增速仍为正。今年2月，美国库存总体增速已回升至1%，进入新一轮主动补库早期阶段。

图表1：从增速来看，美国库存周期增速已有所回升

图表2：从绝对金额看，美国2022年以来去库较为温和



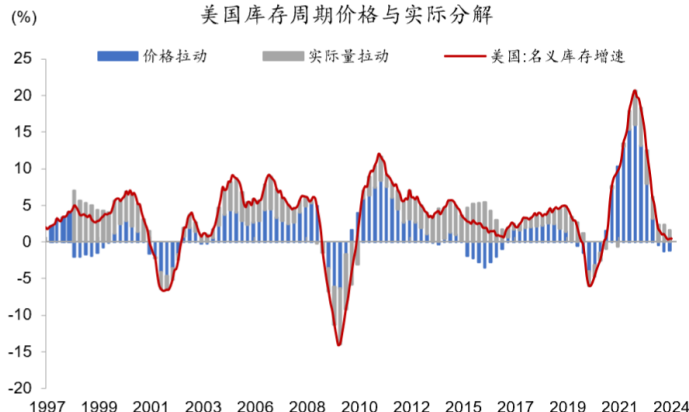
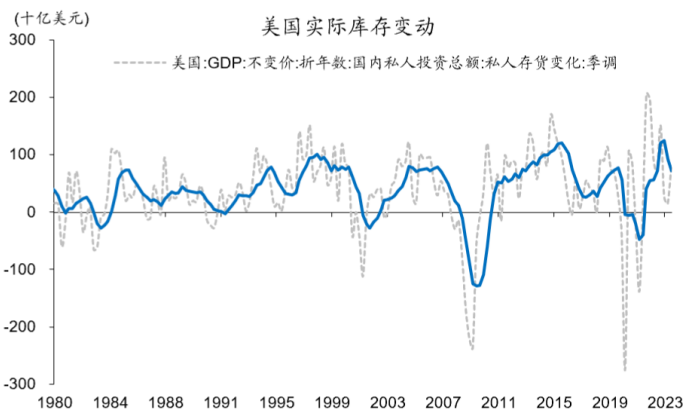
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

美国本轮库存周期，实际库存变化较为温和，价格干扰增大。库存金额等于实际库存数量与库存价格乘积。美国2020年库存周期启动以来，价格贡献了绝大部分库存变动，名义库存规模大幅扩张，实际库存规模变动却较温和，仍然处于长期趋势水平。从增速的角度看，名义库存增速波动较大，上下波动达20个点，实际库存增速波动则更平缓。截至2024年1月，美国实际库存规模始终维持正增长，与2000、2008及2020年三次衰退期的去库幅度相比，本轮去库有明显差异。

图表3：2020年以来，美国实际库存去库较为有限

图表4：2020年以来，美国库存价格贡献增大

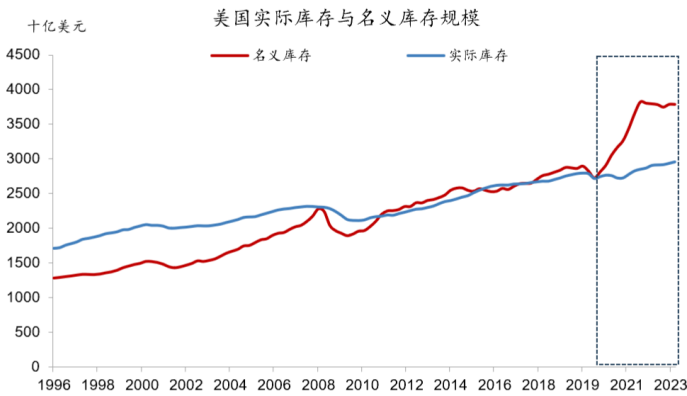


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

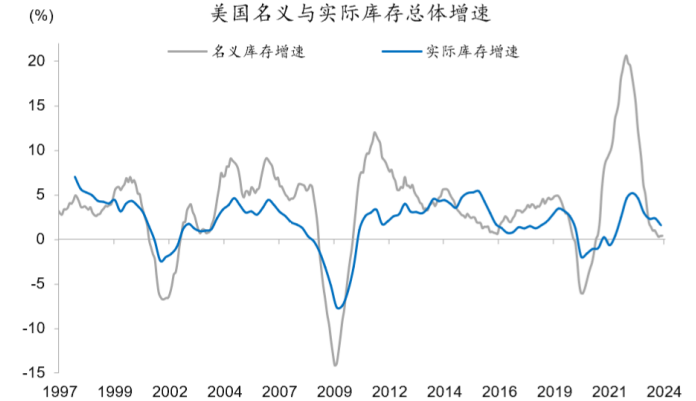


图表5: 美国名义库存规模扩大, 实际库存扩张有限



来源: CEIC, 国金证券研究所

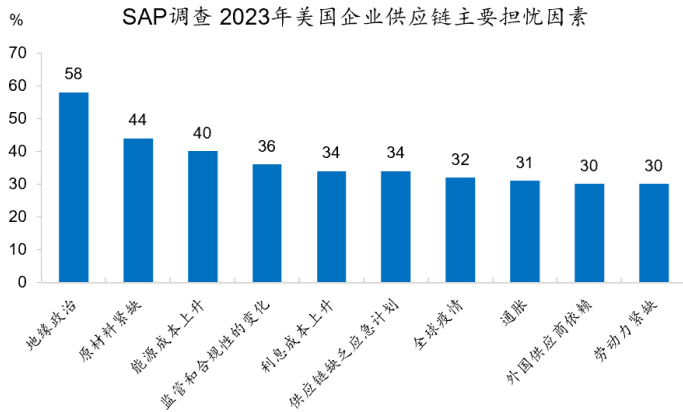
图表6: 本轮库存周期的波动中, 价格贡献较大



来源: CEIC, 国金证券研究所

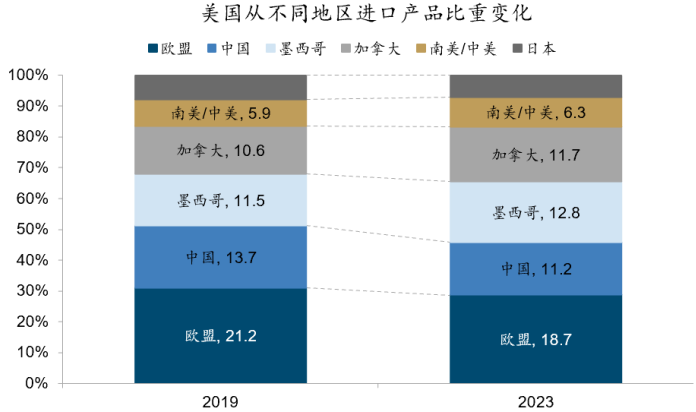
供应链紧张、原材料上涨及库存管理逻辑转变, 是美国名义与实际库存背离的主要原因。2020年, 全球财政货币双宽松, 引发原材料价格上涨; 受地缘政治紧张的影响, 美国企业对库存安全的关注度提高, 供应链来源更加分散化, 美国从欧洲等地进口比重上升, 由于进口价格高于中国, 导致库存采购成本上升; 在供应链紧张, 运输时间拉长的情况下, 实际库存数量回补的难度也提升。上述因素叠加, 导致库存名义规模抬升幅度更高, 剔除价格因素后, 实际库存中枢并未明显抬升。

图表7: 地缘政治是美国企业供应链担忧的首要问题



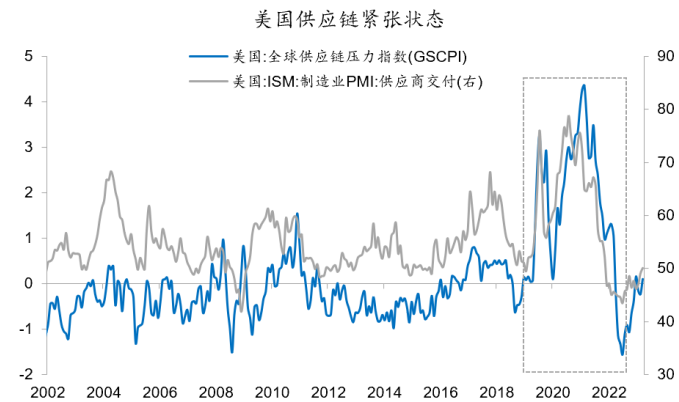
来源: SAP, 国金证券研究所

图表8: 2020年后, 美国企业供应链更加分散



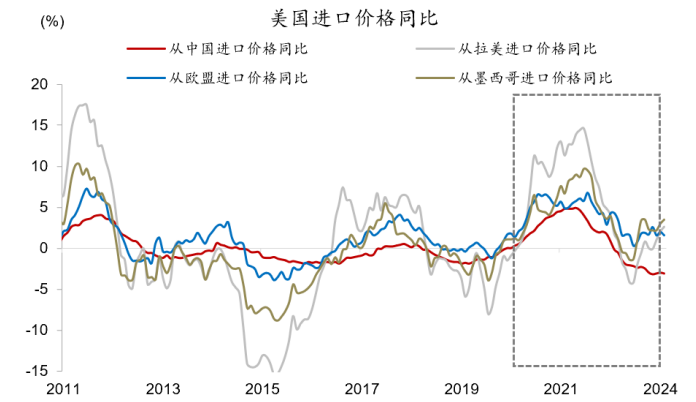
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表9: 2020至2023年, 美国供应链处于紧张状态



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 中国出口至美国的产品具有低价优势

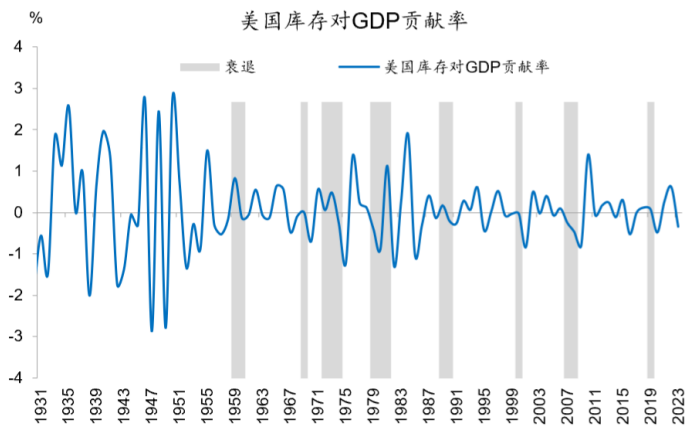


来源: Wind, 国金证券研究所

较低的实际库存变动, 导致去库未明显拖累美国经济, 补库或也不足以明显改变2024年美国经济形势。美国库存变化对GDP的影响幅度长期呈下降趋势, 2020年的强补库周期对经济的提振作用低于金融危机时期。本轮去库阶段对经济影响较弱, 2023年去库仅拖累GDP增速0.3个点, 剔除库存的作用下, 美国GDP同比增速仍有2.2%, 2024年, 补库存或也不足以带动美国经济明显修复。

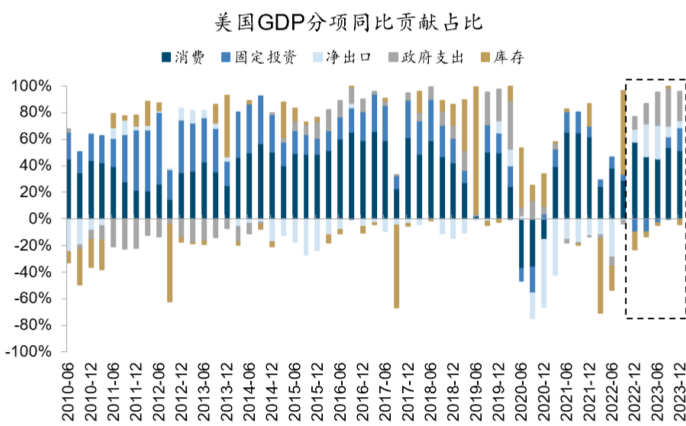


图表11: 美国库存变动对GDP的扰动长期回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 实际库存变动幅度小, 对GDP的影响较低

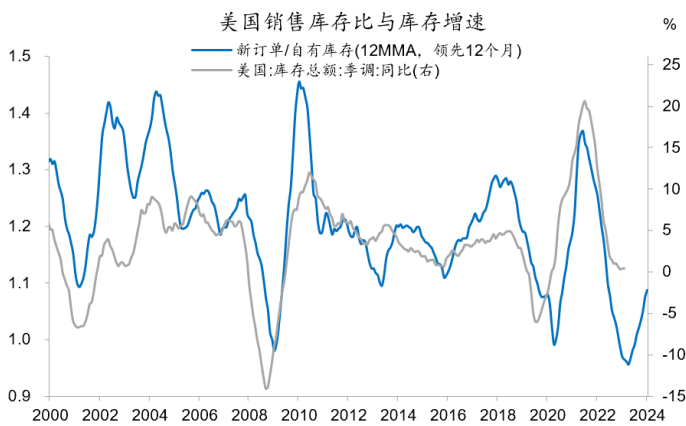


来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 库存领先指标改善, 补库周期启动或待年中, 回补力度偏弱

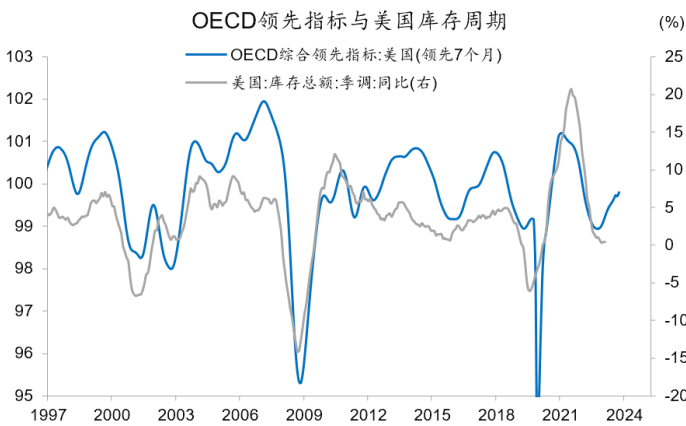
美国库存主要领先指标已触底回升, 补库周期或于2024年中启动。美国库存周期的领先指标主要有四个维度: 一是销售库存比, 反映了相对于需求水平, 库存规模的稀缺性程度, 该指标领先美国库存12个月左右, 并于2023年6月触底回升, 对应美国库存周期回补时间约为今年年中; 二是销售总额增速, 主要反映需求情况, 领先美国库存增速3到12个月, 该指标于2023年中触底回升; 三是OECD综合领先指标, 底层指标包含股价、耐用品订单、消费者信心等, 综合反映美国经济温度, 该指标于2023年6月触底回升, 领先美国库存增速6到12个月左右; 四是PPI同比增速, 从成本端推升库存增速, 领先美国库存增速6个月左右, 已于2023年三季度触底抬升。从四个维度综合来看, 美国库存周期回升或于2024年中启动。

图表13: 销售库存比领先美国库存增速12个月左右



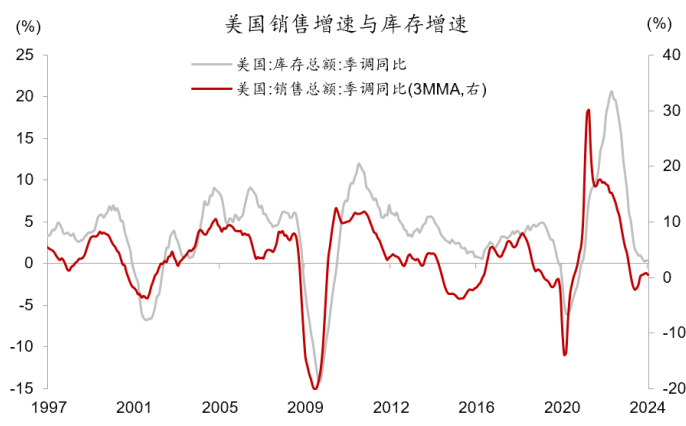
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: OECD领先指标领先库存同比6到12个月左右



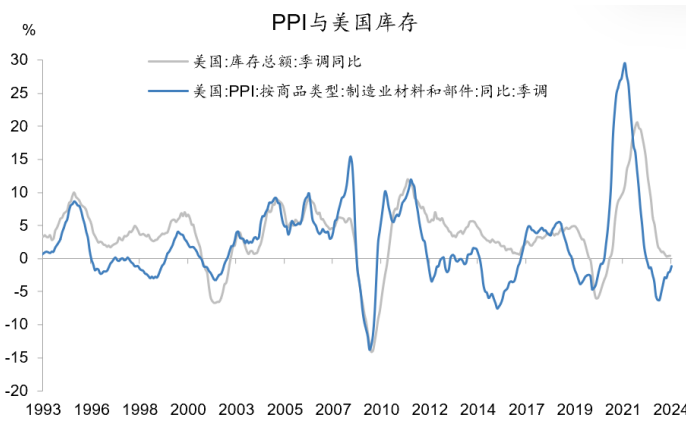
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 美国销售总额领先库存增速回升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: PPI同比推升库存增速回升



来源: Wind, 国金证券研究所

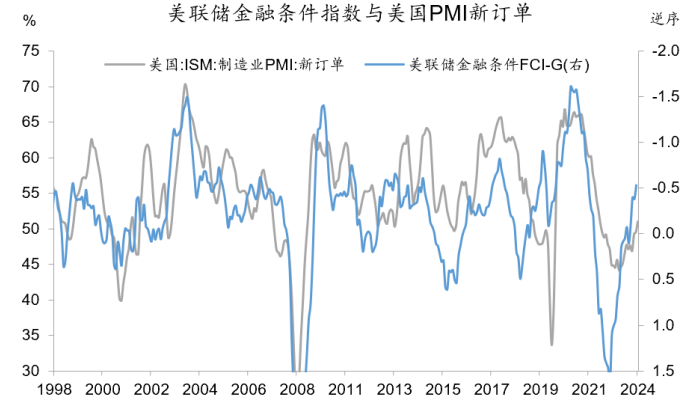
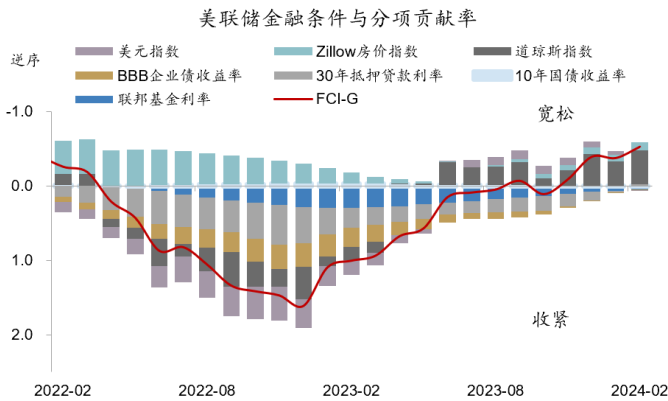
当前美国补库需求的回升, 或源自美国金融条件放宽、利率阶段性下降。美国金融条件



领先制造业 PMI 及 PMI 新订单。2023 年以来，在股价上涨、抵押贷款利率回落以及美元指数回落的带动下，美国金融条件转向宽松，引起需求端好转；2022 年至今，美国实际利率出现两轮阶段性回落。2022 年 Q3 至 2023 年 Q1，美国实际利率由 1.7% 下降 50BP 至 1.2%。2023 年四季度，美国实际利率由 2.5% 下降 80BP 至 1.7%，利率阶段性下降，同样带来销售端改善；此外，年初年末的美国消费季，也带动消费有所提振。

图表17: 股市上涨带动美国金融条件转向宽松

图表18: 美国金融条件放宽领先新订单

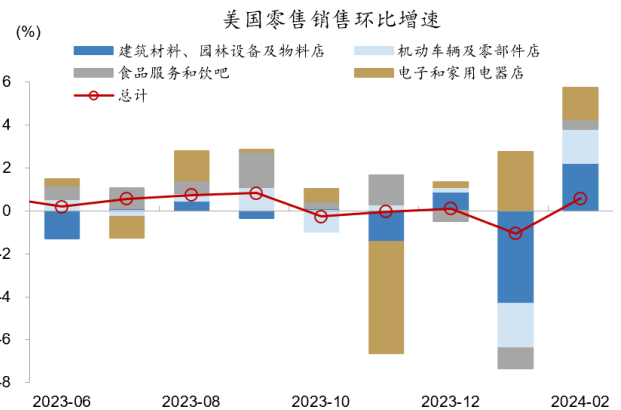
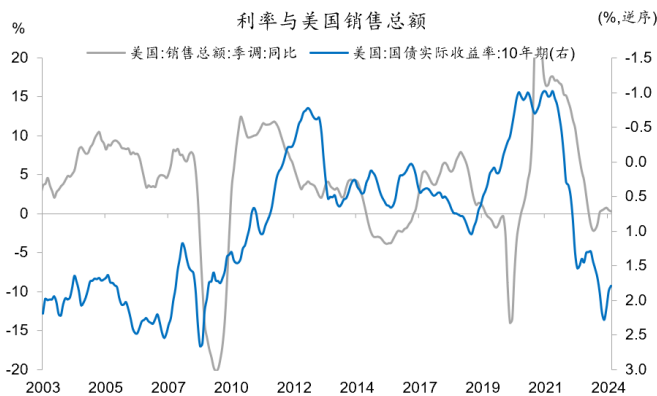


来源: Fed, 国金证券研究所

来源: Fed, Wind, 国金证券研究所

图表19: 美国实际利率领先销售增速

图表20: 今年年初, 美国耐用品消费有所季节性改善



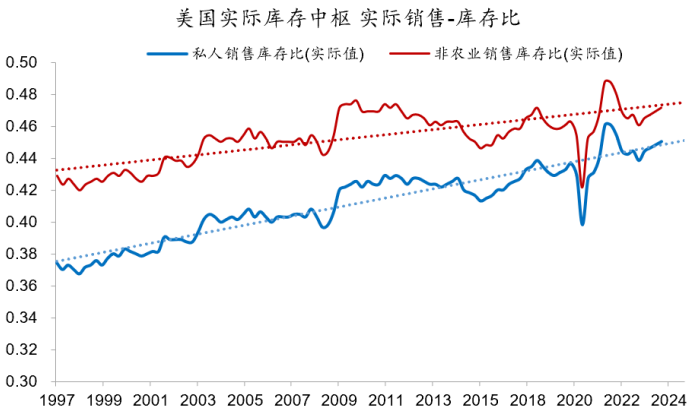
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

向后看，本轮美国补库力度相对较弱，库存周期总体或较为平淡。全年总量层面的压制因素有三点：其一，从销售-库存比看，美国补库需求未必强烈。销售-库存比反映相对于需求，库存位置是否合理。目前美国实际销售-库存比处于中枢水平，实际库存水平仍然充足；其二，从货币政策看，美国存在“经济好转-通胀反弹-美联储打压”的矛盾，美联储降息时间点可能推后，高利率时间或维持更久。美国制造及批发业的利率敏感性较高，库存占比近七成，高利率或持续压制补库力度；其三，今年美国财政赤字或有收缩，赤字率预计从 2023 年 6.3% 降至 5.9%，对经济的支撑作用或减弱。后续美国总体补库力度及持续性仍有待观察。

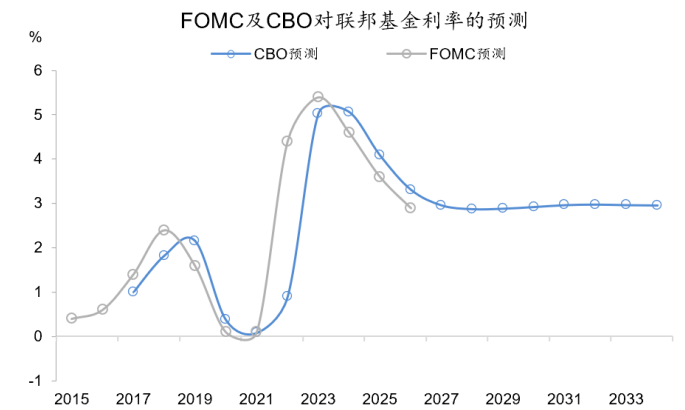


图表21: 美国实际库存处于长期中枢水平



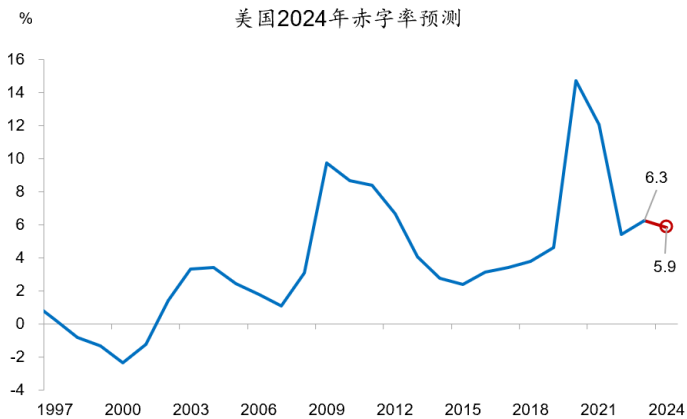
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表22: 美联储高利率时间可能持续更久



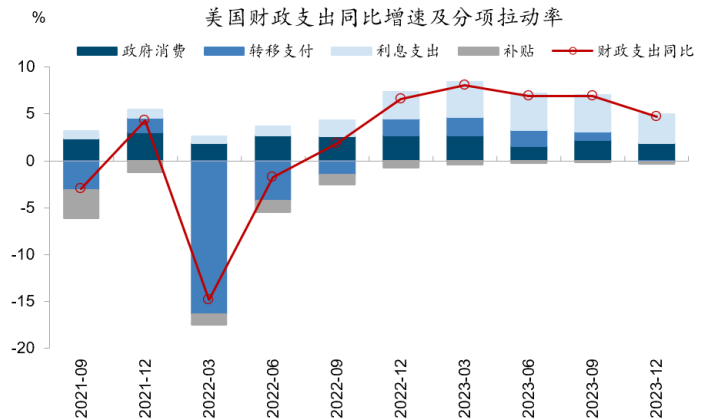
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表23: 2024年美国财政赤字率或降至5.9%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 2024年美国财政利息支出上升, 有效支出减少



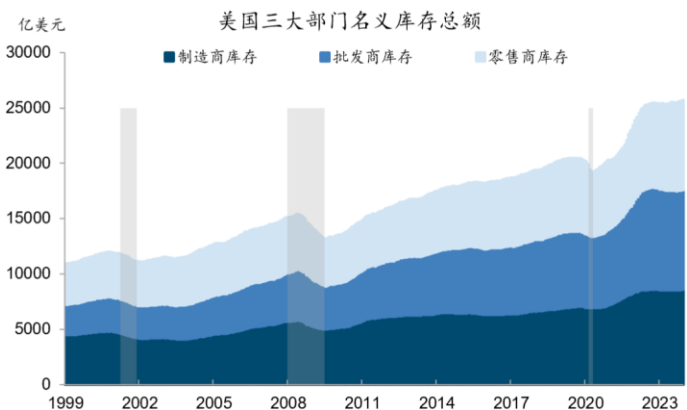
来源: CEIC, 国金证券研究所

二、中观看库存: 零售先行补库, 制造批发仍去库, 亮点集中在上游行业

(一) 三大部门库存结构分化, 制造、批发库存积压, 零售先行补库

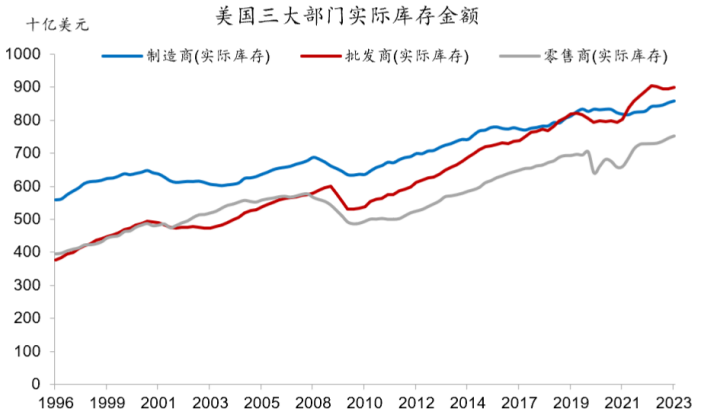
美国三大部门库存结构分化, 批发业库存占比上升, 零售库存占比最低。2020年后, 美国库存结构出现显著变化, 供应链紧张致使批发商囤积库存较多, 超出历史趋势水平, 成为库存占比最高的部门, 库存规模格局变为批发>制造>零售。截至2024年1月, 制造业库存规模占比34%, 批发占比35%, 零售占比31%。作为供应链的中间环节, 批发商从制造商收购商品并销售给零售商, 批发库存上涨表明批发商预计下游零售消费者支出仍将增加。随着供应链逐步正常化、补贴退坡, 批发商库存占比或仍将延续回落。

图表25: 美国三大部门名义库存金额结构



来源: Wind, 国金证券研究所

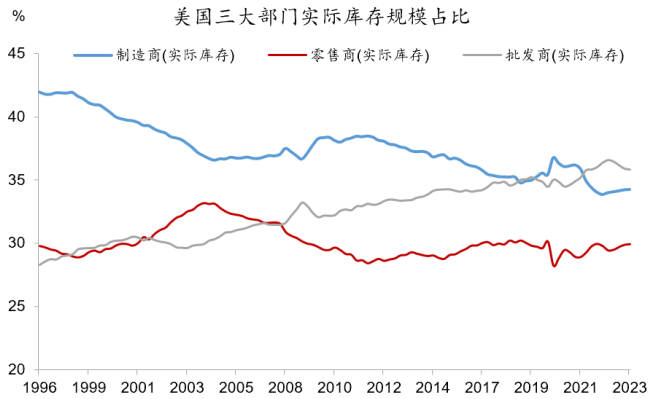
图表26: 2020年后, 批发商实际库存扩张幅度较大



来源: CEIC, 国金证券研究所



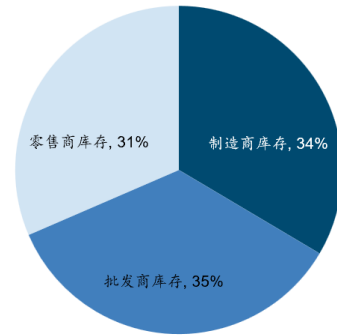
图表27: 美国三大部门实际库存占比变动



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表28: 截至今今年1月, 批发库存占比最大, 零售最低

美国三部门库存规模占比

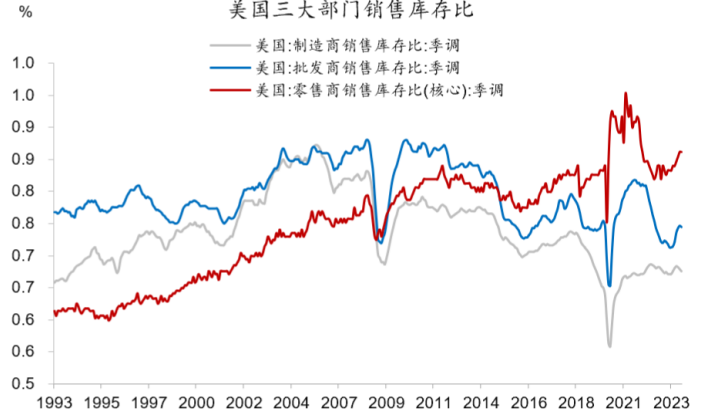
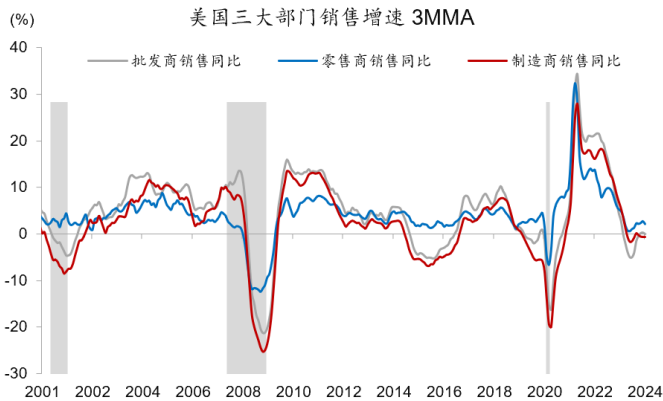


来源: Wind, 国金证券研究所

需求端, 制造、批发、零售三部门销售增速已有改善迹象, 零售业销售增速回升较快。2023年6月以来, 三部门销售增速均触底改善, 截至今今年1月, 零售增速最高, 三个月移动平均同比 2%, 批发商为 0%, 制造商销售增速较差, 为-0.7%; 三部门销售库存占比同样回升, 核心零售销售库存比(不含汽车)回升幅度最大, 批发业其次, 制造业回升幅度较弱。零售业中, 汽车销售与整体零售增速差距较大, 不含汽车的核心零售增速已回升, 但汽车销售增速及销售库存比仍继续回落, 反映汽车需求或将走弱。

图表29: 三大部门销售增速: 零售>批发>制造

图表30: 三大部门销售库存比回升, 核心零售回升较大

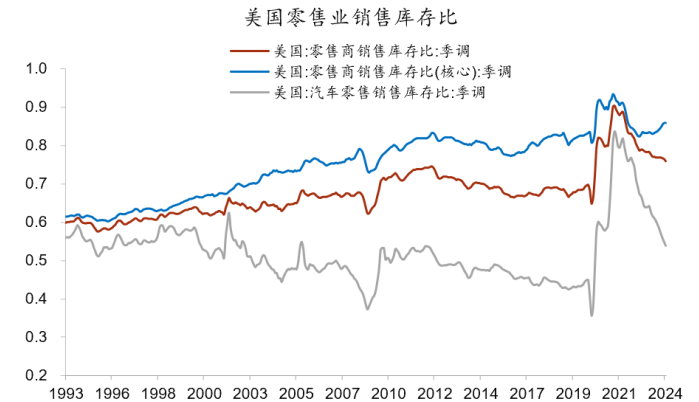
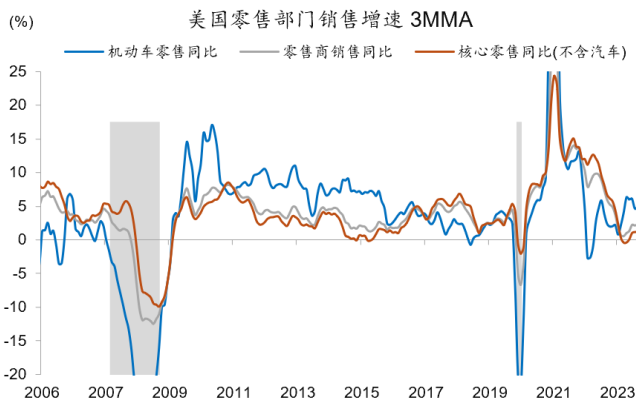


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 美国零售业, 核心零售改善, 汽车销售下滑

图表32: 美国零售业, 汽车销售库存比回落



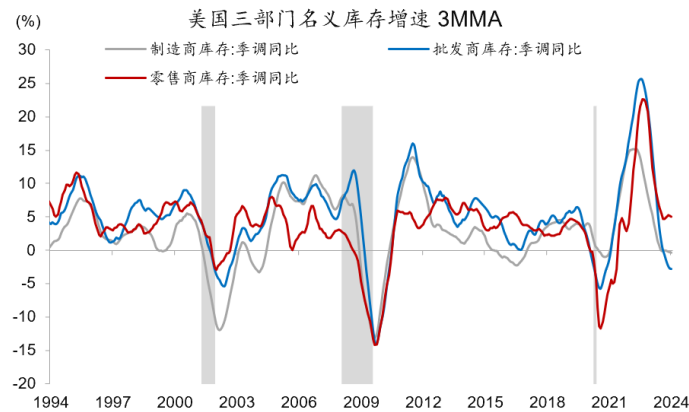
来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: CEIC, 国金证券研究所

库存端, 三大部门库存进度不一, 零售业库存增速先回升。截至2024年1月, 零售业名义及实际库存增速均回升, 批发业名义及实际库存增速均下滑, 制造业名义、实际库存增速均回落, 名义与实际库存反映的格局相同, 均表现为: 零售业库存增速较高, 制造业库存增速次之, 批发业库存增速较差。

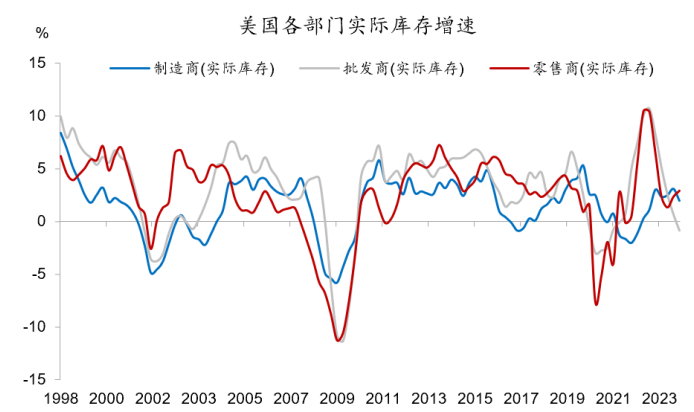


图表33: 三大部门名义库存增速: 零售>制造>批发



来源: Wind, 国金证券研究所

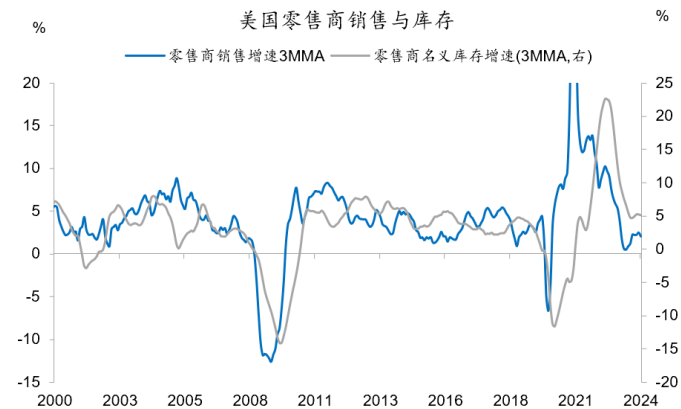
图表34: 三大部门实际库存增速: 零售>制造>批发



来源: CEIC, 国金证券研究所

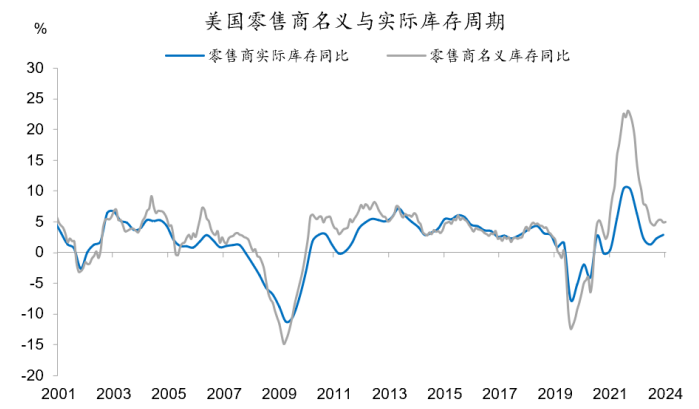
库存周期状态上, 零售商已进入主动补库, 制造及批发处于被动去库阶段, 全面补库尚未开启。三大部门中, 零售业首先进入主动补库阶段。2023 年三季度后, 零售业销售增速、名义及实际库存均回升; 截至今年 1 月, 批发业处于被动去库阶段, 2023 年三季度至今, 批发业销售增速回升约 5 个百分点, 但受前期库存大幅积压影响, 批发业库存增速仍下降; 截至今年 1 月, 制造业处于被动去库阶段, 2023 年三季度后, 制造业销售增速有所回升, 但实际及名义库存增速仍下降。

图表35: 零售业进入主动补库阶段



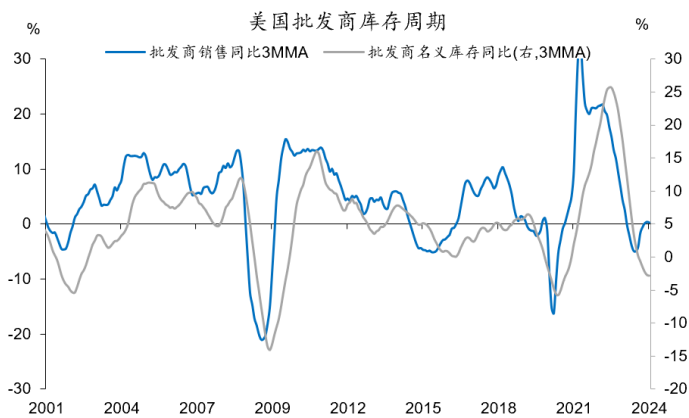
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表36: 零售业名义与实际库存均回升



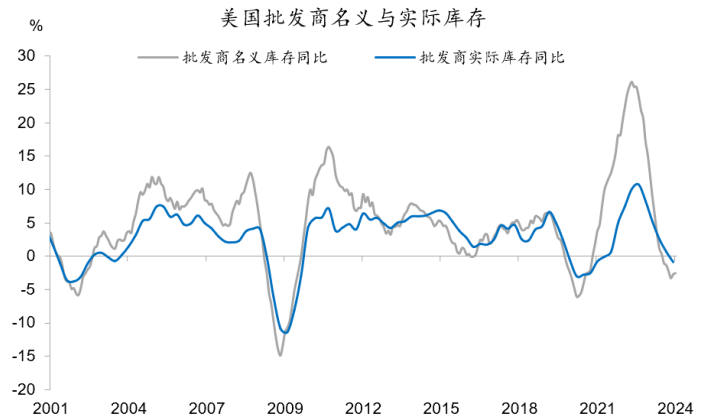
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表37: 批发业处于被动去库阶段



来源: CEIC, 国金证券研究所

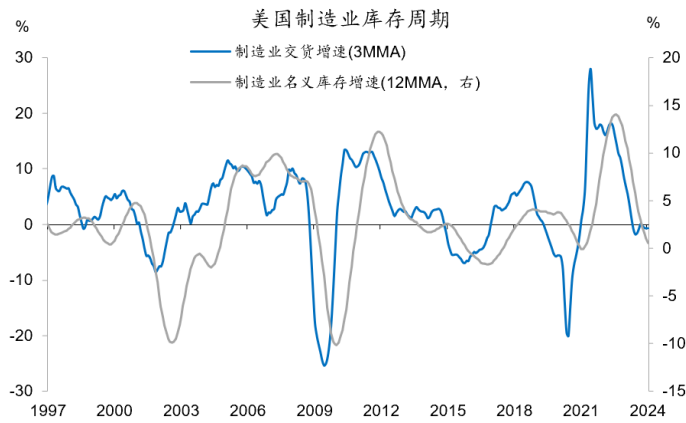
图表38: 批发业名义与实际库存均下行



来源: CEIC, 国金证券研究所

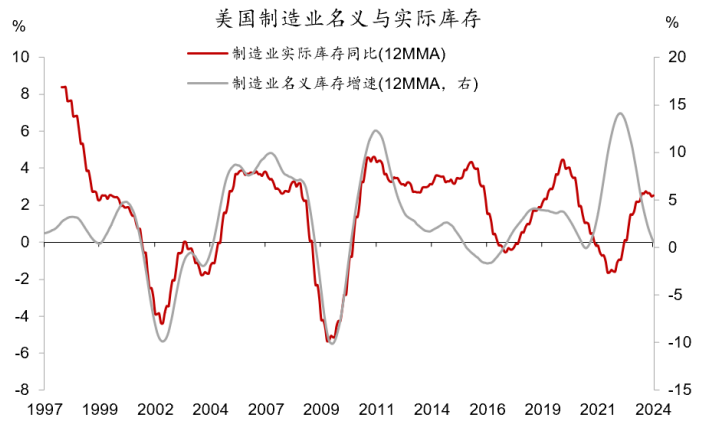


图表39: 制造业处于被动去库阶段



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表40: 制造业名义库存下降, 实际库存回落



来源: CEIC, 国金证券研究所

(二) 细分行业中, 补库亮点集中在金属, 原油、化工等上游领域

制造业补库领域集中在中上游, 运输、金属、化工已经进入主动补库阶段。制造业 21 个细分行业中, 7 个行业进入补库状态, 占比约 33%。补库行业集中在中上游的交通运输、化工、基本金属、金属加工制品、原油等, 中下游饮料、皮革、印刷等多数行业仍处于主动去库过程中。交通运输在制造业中库存占比最高, 达 20%, 库存增速虽回升, 但销售增速已回落, 处于被动补库阶段。

图表41: 制造业细分行业库存周期状态, 补库集中在中上游行业

美国制造业库存		库存状态	库存增速							交货增速						
指标名称	单位		分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08
制造业	%	被动去库	24	-0.37	-0.32	-0.21	-0.09	-0.05	-0.14	42	-0.66	-0.65	-0.58	-0.28	0.13	-0.81
制造业: 不包括运输	%	被动去库	29	-1.13	-0.96	-0.68	-0.45	-0.31	-0.37	43	-0.88	-1.06	-1.20	-1.16	-1.14	-2.57
制造业: 不包括国防	%	被动去库	24	-0.53	-0.46	-0.33	-0.21	-0.17	-0.26	41	-0.87	-0.90	-0.86	-0.51	-0.06	-1.04
制造业: 含未发货订单	%	主动去库	30	1.35	1.36	1.33	1.32	1.36	1.53	47	1.94	2.59	3.10	3.22	3.53	3.69
耐用用品	%	主动去库	26	1.15	1.09	1.04	1.06	1.17	1.39	42	0.88	1.32	1.76	2.29	3.15	3.57
非耐用用品	%	被动去库	24	-2.70	-2.48	-2.13	-1.86	-1.92	-2.45	40	-2.08	-2.44	-2.69	-2.57	-2.57	-4.67
按行业划分																
交通运输设备	%	被动补库	37	2.86	2.42	1.79	1.42	1.04	0.87	52	0.57	1.66	2.91	4.86	7.57	9.69
基础化学品	%	主动补库	12	-0.29	-0.69	-1.16	-1.31	-1.19	-0.85	50	1.31	1.90	1.64	1.29	1.23	1.10
金属加工制品	%	主动补库	25	-0.42	-0.47	-0.58	-0.74	-0.76	-0.47	56	2.88	2.44	2.03	1.16	0.41	-0.32
初级金属	%	主动补库	34	-2.87	-3.17	-3.57	-3.87	-3.85	-3.79	45	-0.10	0.26	-0.19	-1.37	-1.22	-2.66
木制品	%	主动补库	8	-4.05	-4.21	-4.21	-4.42	-4.95	-5.35	19	-1.08	-1.28	-1.46	-1.28	-1.28	-1.36
石油及煤产品	%	主动补库	44	-6.22	-4.69	-2.37	-1.89	-4.60	-11.43	40	-11.48	-13.11	-13.64	-12.32	-12.26	-19.19
纺织制品	%	主动补库	15	-6.31	-7.04	-7.64	-8.04	-7.75	-7.09	26	-3.30	-3.12	-3.71	-3.96	-4.62	-4.13
食品	%	被动去库	4	-2.47	-1.73	-1.06	-0.24	0.45	1.29	25	0.19	0.33	0.29	0.12	-0.04	-0.38
纺织厂	%	被动去库	9	-4.39	-4.89	-4.96	-4.38	-4.11	-2.96	25	-5.36	-5.48	-5.91	-6.81	-7.26	-7.51
橡胶和塑料制品	%	被动去库	5	-4.69	-4.62	-4.64	-4.59	-4.22	-3.42	33	0.47	0.02	-0.63	-1.32	-1.74	-2.22
非金属矿产	%	主动去库	54	3.08	3.08	3.50	4.08	4.64	5.21	10	-0.93	0.55	1.16	1.37	1.28	1.31
机械	%	主动去库	49	3.02	3.50	4.28	5.09	6.10	7.02	49	1.56	1.26	1.48	2.35	2.86	3.20
电气设备及其他设备	%	主动去库	39	1.97	2.83	3.67	4.14	4.61	5.20	67	3.28	5.00	6.30	7.44	8.05	7.48
其他耐用用品	%	主动去库	24	1.13	1.09	1.04	1.06	1.32	1.50	44	0.34	0.53	0.80	0.40	0.88	0.86
计算机和电子产品	%	主动去库	19	-0.07	-0.08	-0.07	0.09	0.27	0.51	41	1.16	1.22	1.21	1.17	1.17	1.13
饮料和烟草	%	主动去库	4	-1.36	-1.45	-1.08	-0.69	0.05	0.69	79	9.31	9.37	10.25	9.72	9.93	9.97
纸制品	%	主动去库	13	-2.95	-3.06	-3.21	-3.19	-2.90	-2.16	36	-0.88	0.02	0.37	0.44	0.62	0.79
家具及相关产品	%	主动去库	2	-4.46	-4.30	-3.79	-3.53	-3.16	-2.67	20	-2.68	-2.73	-2.23	-2.39	-2.17	-1.24
服装	%	主动去库	17	-6.19	-5.89	-5.10	-4.05	-2.59	-0.65	36	-9.33	-7.22	-4.15	0.03	2.68	2.40
皮革及相关制品	%	主动去库	8	-6.71	-7.65	-7.01	-5.66	-3.34	-0.08	63	4.23	4.21	1.76	1.08	2.56	6.86
印刷	%	主动去库	7	-8.72	-9.06	-9.08	-8.27	-6.66	-4.81	28	-2.61	-3.00	-2.56	-1.88	-1.04	-0.49

来源: CEIC, 国金证券研究所



图42: 制造业库存中, 交运、化工、机械占比较大

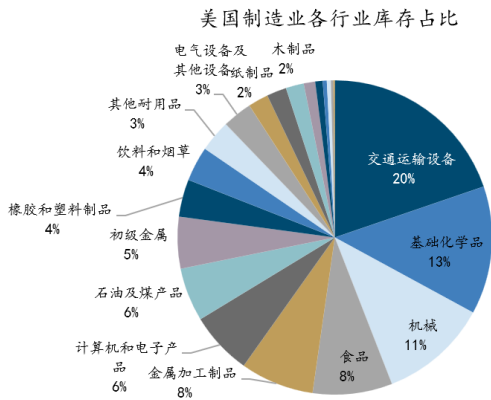
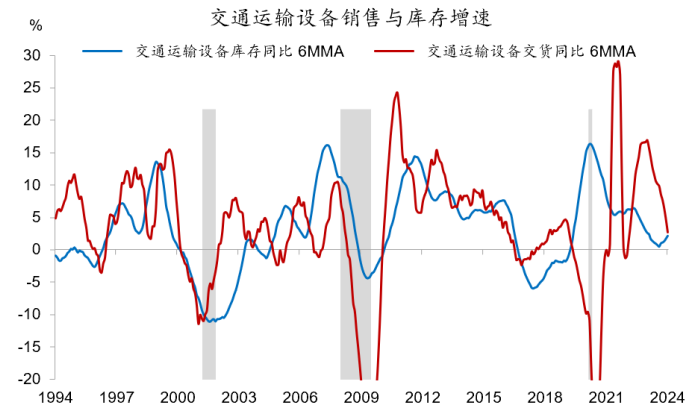


图43: 制造环节中占比最高的交运业需求增速回落



来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: CEIC, 国金证券研究所

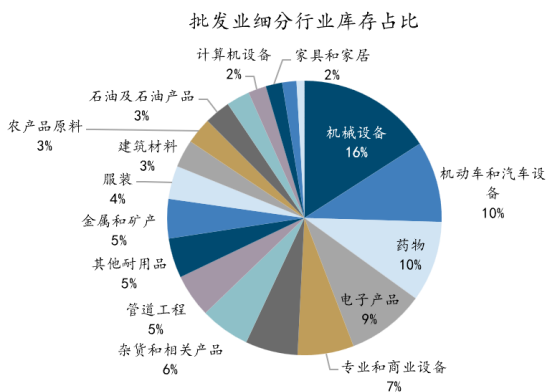
批发环节补库集中在计算机、专业设备等中游行业。批发环节共 19 个细分行业, 其中 5 个行业进入主动补库阶段, 规模占比约 19%, 80%的细分行业仍处于去库当中。批发环节补库集中在中游专业设备、计算机设备、纸制品、农产品原料等行业, 其中需求改善较好的为专业设备、计算机设备, 或受益于全球半导体周期回升。批发环节占比最高的机械、汽车业仍处于主动去库阶段, 销售及库存增速均回落。

图44: 批发业细分行业库存周期状态: 补库集中在计算机、专业设备等

美国批发业库存		库存状态	库存增速						销售增速								
指标名称	单位		分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	
总体	批发商	%	被动去库	10	-2.83	-2.73	-2.28	-1.53	-0.67	0.15	36	0.30	0.40	0.15	-0.55	-1.61	-4.16
按行业划分	耐用品	%	被动去库	30	1.06	1.25	1.85	2.78	3.81	5.15	29	0.87	0.13	-0.77	-1.53	-1.68	-2.11
	非耐用品	%	被动去库	3	-8.81	-8.79	-8.49	-7.98	-7.29	-7.14	40	-0.33	1.02	1.39	0.91	-1.37	-5.49
	专业和商业设备	%	主动补库	6	-3.50	-5.33	-6.82	-6.91	-6.87	-5.94	17	0.93	-0.68	-1.96	-2.01	-1.43	-0.46
	其他非耐用消费品	%	主动补库	4	-4.38	-5.20	-5.83	-6.31	-5.64	-5.96	7	-6.39	-5.36	-6.17	-5.97	-6.67	-7.86
	计算机和计算机外围设备	%	主动补库	8	-6.94	-11.34	-15.60	-16.86	-18.55	-19.12	13	-1.76	-4.06	-5.14	-5.69	-5.80	-3.76
	纸张和纸制品	%	主动补库	2	-16.78	-17.79	-19.02	-18.10	-16.87	-15.17	7	-6.99	-7.55	-8.40	-9.65	-9.18	-9.24
	农产品原料	%	主动补库	6	-26.62	-25.59	-25.58	-26.56	-29.00	-32.71	13	-16.80	-12.13	-9.02	-11.32	-16.51	-20.08
	药物	%	被动去库	28	3.35	3.18	2.44	2.74	3.89	4.57	88	13.17	14.52	13.71	14.39	13.72	12.98
	啤酒、葡萄酒和蒸馏饮料	%	被动去库	13	-2.11	-1.54	-0.08	1.88	4.39	7.06	10	-1.40	-0.27	-0.48	-2.14	-3.25	-3.69
	电子产品	%	被动去库	7	-5.22	-4.46	-4.15	-3.70	-1.72	1.52	26	1.38	0.66	-0.22	-2.18	-2.47	-2.82
	其他耐用消费品	%	被动去库	9	-7.06	-5.86	-4.26	-3.40	-3.04	-3.12	42	4.46	3.09	-2.47	-6.94	-9.94	-13.82
	金属和矿产, 不包括石油	%	被动去库	26	-7.20	-6.48	-6.06	-5.38	-4.94	-4.62	34	-6.77	-7.79	-9.99	-11.91	-13.21	-14.87
	木材和建筑材料	%	被动去库	5	-8.78	-9.43	-9.08	-8.68	-9.19	-10.04	9	-7.40	-7.19	-8.52	-10.91	-12.51	-14.43
	化学品和相关产品	%	被动去库	2	-14.74	-14.04	-13.58	-13.47	-12.01	-9.80	30	-3.02	-5.71	-7.49	-8.07	-8.14	-8.03
	石油及石油产品	%	被动去库	19	-17.01	-15.44	-10.54	-8.77	-7.66	-11.62	42	-4.36	-1.69	0.99	-0.90	-6.15	-18.75
	机械、设备和用品	%	主动去库	87	14.35	15.25	17.08	18.94	20.64	22.00	39	0.46	1.09	1.53	2.43	3.69	4.06
	机动车和汽车设备	%	主动去库	72	11.04	11.11	11.83	13.35	14.76	16.61	61	5.55	4.02	4.81	4.90	6.60	7.68
	杂货和相关产品	%	主动去库	3	-5.01	-5.27	-5.33	-5.01	-5.52	-5.32	27	-0.19	-0.03	0.27	1.51	2.29	2.03
	硬件、管道工程及加热设备	%	主动去库	2	-7.28	-6.63	-5.11	-3.35	-1.49	0.58	9	-1.53	-0.70	1.17	0.92	0.59	-1.51
	家具和家居	%	主动去库	3	-14.08	-14.98	-15.48	-15.03	-13.98	-11.39	13	0.92	-2.04	-4.02	-2.57	0.75	1.64
服装、布匹和缝纫用杂货	%	主动去库	2	-23.17	-22.66	-21.58	-19.01	-15.80	-10.32	13	-8.38	-9.80	-9.66	-9.65	-9.34	-11.80	

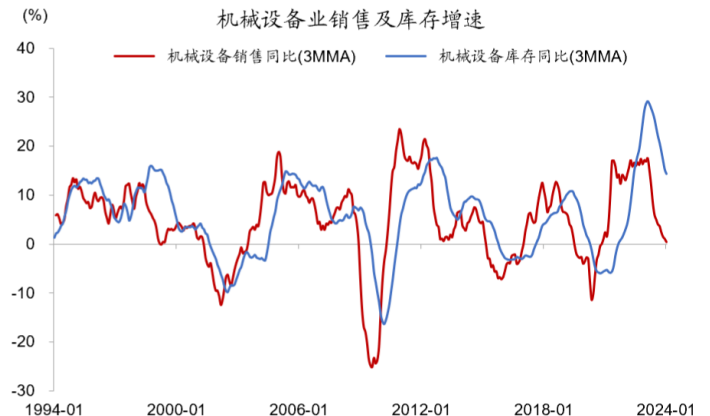
来源: CEIC, 国金证券研究所

图45: 批发业细分行业中, 机械、汽车占比最高



来源: CEIC, 国金证券研究所

图46: 批发环节的机械设业处于主动去库阶段



来源: CEIC, 国金证券研究所

零售环节补库集中在杂货、日用品等非耐用品领域。零售环节分为 7 个细分行业, 仅杂货店、百货店进入主动补库阶段, 补库行业规模占比约 21%。杂货、日用品的补库主要受三点因素影响, 一是美国商品通胀有所反弹带动消费额增加; 二是消费季打折促销有所提振; 三是居民收入增速放缓, 转向非耐用品消费。零售环节, 汽车同样处于去库阶



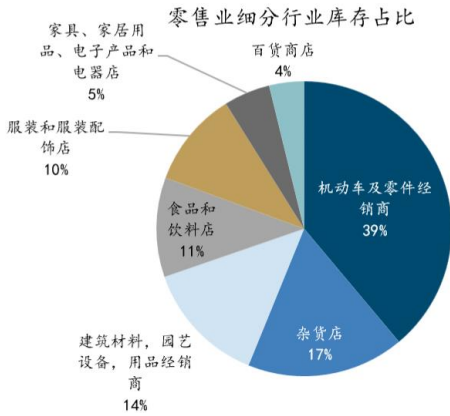
段，汽车在零售业库存中占比最高，达39%，截至1月，汽车零售及库存增速均下滑。

图表47：零售业细分行业库存状态

美国零售业库存		库存状态		库存增速							销售增速						
指标名称	单位	分位数	分位数	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	分位数	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	
零售商	%	主动补库	68	5.08	5.19	5.21	4.92	4.67	4.72	25	1.90	2.50	2.25	2.22	2.25	1.23	
零售, 不包括汽车及零部件经销商	%	被动去库	8	-1.47	-1.29	-1.01	-1.07	-1.21	-1.32	24	1.63	1.82	1.25	1.16	1.01	0.06	
按行业划分	%	主动补库	24	-1.93	-1.84	-1.91	-2.94	-3.62	-4.19	42	1.69	2.03	1.20	1.48	1.88	1.72	
百货商店	%	主动补库	26	-7.03	-8.03	-9.06	-9.94	-10.69	-11.12	40	-4.13	-3.78	-5.04	-4.65	-4.14	-3.90	
服装和服装配饰店	%	被动去库	45	0.42	0.57	1.29	1.33	1.32	0.72	47	2.01	2.17	0.58	0.90	1.89	1.59	
家具、家居用品、电子产品和电器店	%	被动去库	10	-11.39	-10.92	-10.63	-11.06	-11.91	-12.07	8	-4.12	-3.45	-4.28	-5.78	-4.99	-4.47	
机动车及零件经销商	%	主动去库	91	23.40	23.53	23.08	22.59	22.53	23.64	52	4.20	5.89	4.99	4.66	6.08	6.01	
食品和饮料店	%	主动去库	10	0.82	0.99	1.69	2.49	3.63	4.07	11	1.26	0.56	0.82	1.18	2.30	1.86	
建筑材料、园艺设备、用品经销商	%	主动去库	2	-7.77	-7.38	-6.89	-6.30	-6.00	-5.20	1	-5.14	-3.94	-4.45	-4.50	-4.04	-3.72	

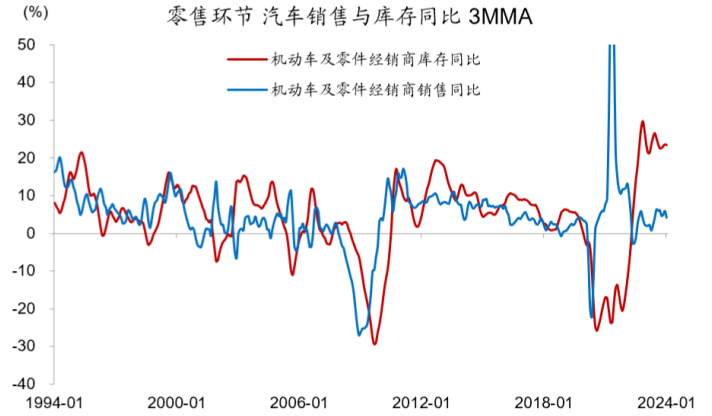
来源：CEIC，国金证券研究所

图表48：零售环节，汽车库存占比最高



来源：CEIC，国金证券研究所

图表49：零售环节，汽车销售及库存增速均下降



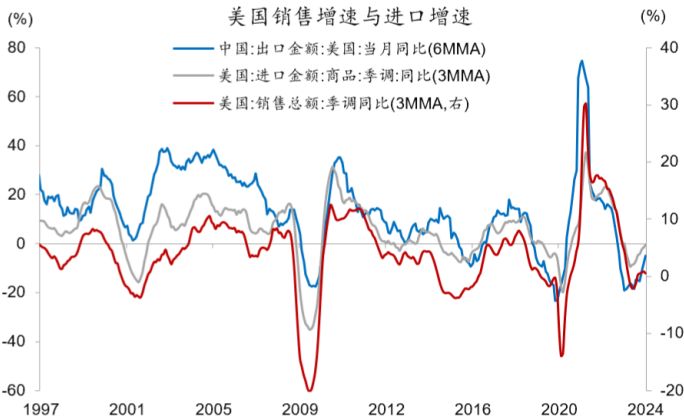
来源：CEIC，国金证券研究所

三、中美库存共振：上游行业同步改善，关注基本金属、金属制品等链条

(一) 中美库存共振，核心为美国需求强度，出口弹性需关注关税

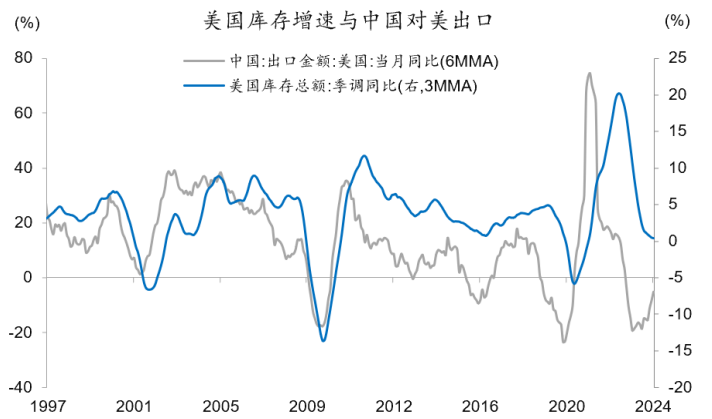
美国补库拉动中国出口，领先滞后关系表现为：美国需求回升→美国从中国进口同步回升→美国库存回补→中国库存同步回升，最终形成中美库存周期共振。完整的拉动链条，起点为美国需求回升，表现为美国销售增速首先改善；其次，美国进口增速提高，中国对美出口接近同步回升；再次，美国库存增速出现提振；最后，中国库存与美国库存周期接近同步改善。在此链条中，往往会看到中国对美国出口先于美国库存改善，二者本质上均为美国需求改善的结果。

图表50：美国销售需求改善，带动中国出口回升



来源：Wind，国金证券研究所

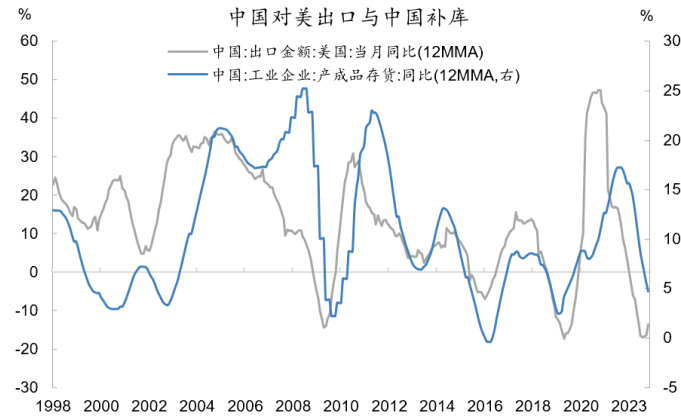
图表51：美国库存增速滞后于中国对美出口



来源：Wind，国金证券研究所

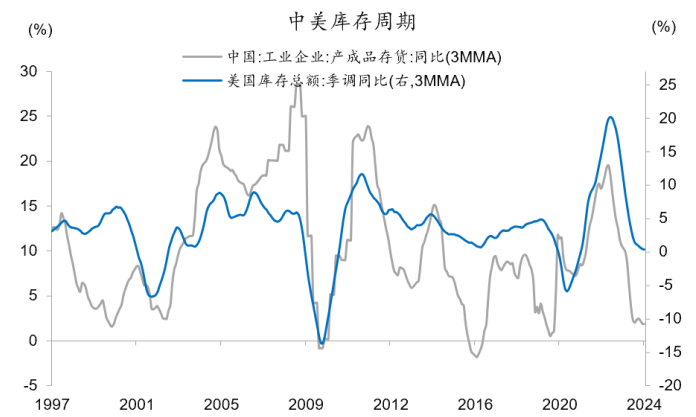


图表52: 中国对美出口改善, 带动中国补库



来源: Wind, 国金证券研究所

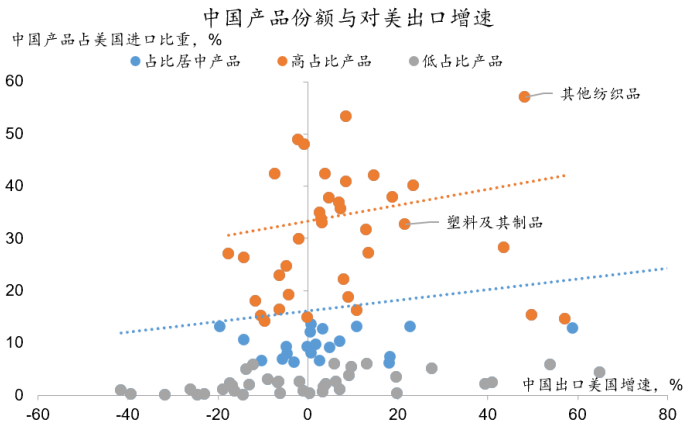
图表53: 中美库存周期基本同步



来源: Wind, 国金证券研究所

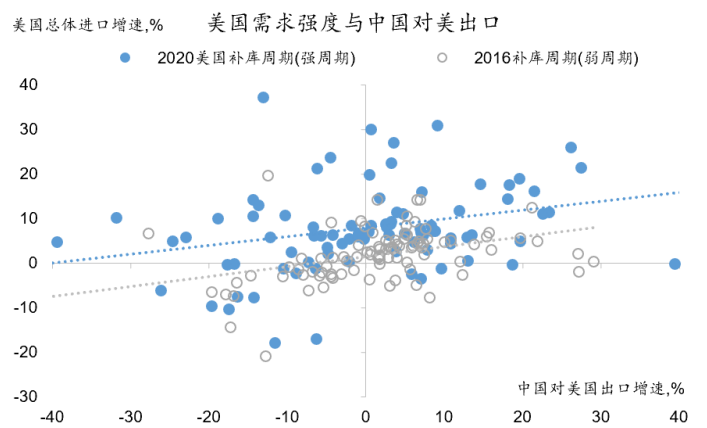
从需求端看, 美国对中国出口的拉动作用, 首先受美国需求强度的影响。美国补库动力更强时, 各类产品对美出口增速均更高。美国过往两轮补库周期里, 2020-2022 为强补库周期, 中国分类产品对美出口增速中枢为 5.7%, 2016-2018 为弱补库周期, 中国出口中枢仅为 1.3%。弱补库周期下, 中国各类产品出口增速差异较低, 需关注需求端的影响。

图表54: 中国份额更高的产品, 出口增速更有优势



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表55: 美国弱补库周期下, 中国对美出口增速较差

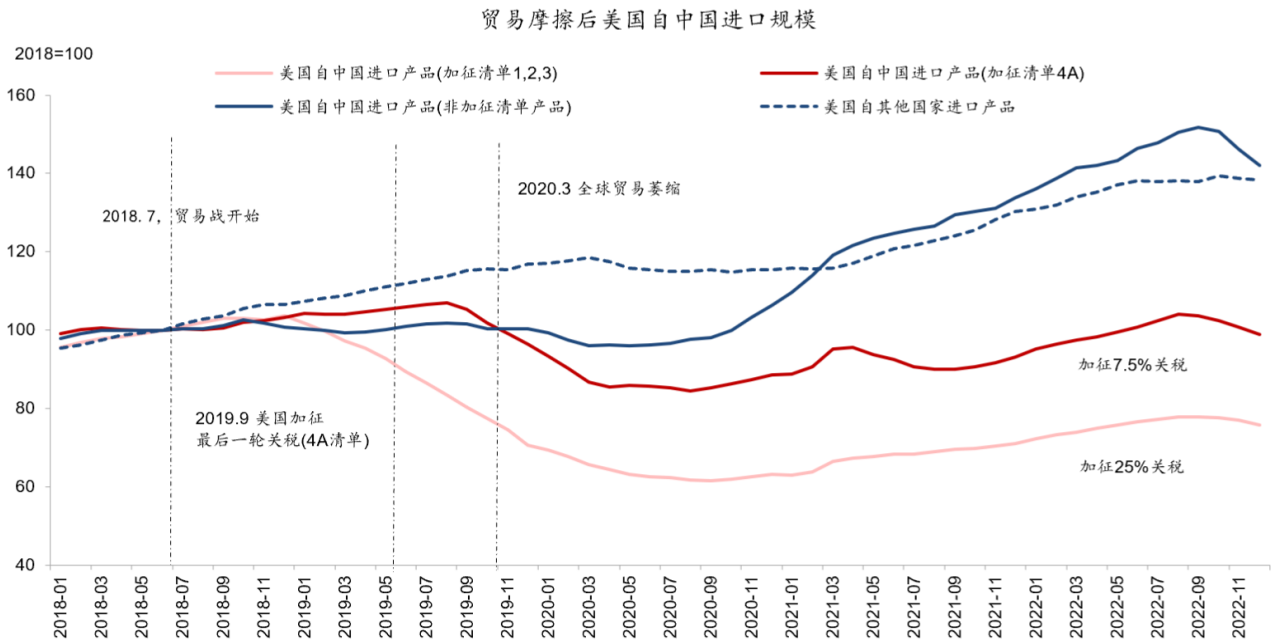


来源: CEIC, 国金证券研究所

从供给端看, 中国出口至美国的增速弹性受关税影响, 高关税产品出口回升弹性较低。中美贸易摩擦导致部分产品出口弹性下降。2018 年后, 美国分四批对中国额外加征关税, 前三批清单主要征税产品包括半导体、汽车零件、消费电子等。第四批清单(清单 4A)主要征税产品包括锂电池、疫情防护产品等。当前, 中国对美出口中份额下降最大的产品集中在高关税产品, 出口至美国的非加征关税产品 2022 年已创新高, 受关税影响较低。



图表56: 贸易摩擦以来, 中国出口至美国的非加征关税产品仍创新高



来源: PIIE, 国金证券研究所

本轮周期, 中美库存共振主要集中在中上游行业。我们将美国各行业库存与中国工业企业产成品库存进行分类匹配, 按照中美库存增速状态可分为三类, 第一类为中美库存增速共振向上的行业, 主要集中在中上游领域, 包括化学品、基本金属、金属加工制品、专业设备、石油、纺织品等行业; 其二为美国需求改善, 中国库存增速未来有望回升的行业, 主要为计算机、木制品、农产品; 其三为, 中美库存增速仍共振下滑的行业, 集中在中下游领域, 包括食品、皮革、饮料、纸制品等行业。

图表57: 中美库存周期状态, 中美库存共振主要集中在中上游行业

	行业名称	美国库存状态	美国库存增速						中国库存增速							
			趋势	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	趋势	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
中美库存共振	基础化学品	% 主动补库	回升	-0.29	-0.69	-1.16	-1.31	-1.19	-0.85	回升	-1.26	-1.98	-2.33	-2.23	-0.75	0.85
	金属加工制品	% 主动补库	回升	-0.42	-0.47	-0.58	-0.74	-0.76	-0.47	回升	1.48	0.06	-0.62	-1.77	-2.73	-3.08
	初级金属	% 主动补库	回升	-2.87	-3.17	-3.57	-3.87	-3.85	-3.79	回升	1.78	1.05	0.37	-0.87	-2.15	-2.47
	专业和商业设备	% 主动补库	回升	-3.50	-5.33	-6.82	-6.91	-6.87	-5.94	回升	13.38	13.64	13.47	13.15	12.63	12.60
	石油及煤产品	% 主动补库	回升	-6.22	-4.69	-2.37	-1.89	-4.60	-11.43	回升	-3.86	-6.90	-8.68	-11.45	-12.08	-11.92
	纺织制品	% 主动补库	回升	-6.31	-7.04	-7.64	-8.04	-7.75	-7.09	回升	5.62	4.86	4.13	3.27	2.43	1.82
中国有望补库	木制品	% 主动补库	回升	-4.05	-4.21	-4.21	-4.42	-4.95	-5.35	下降	1.38	2.14	2.47	3.90	5.08	6.32
	计算机和计算机外围设备	% 主动补库	回升	-6.94	-11.34	-15.60	-16.86	-18.55	-19.12	下降	-1.76	-1.36	-1.20	-0.50	-0.02	1.28
	农产品	% 主动补库	回升	-26.62	-25.59	-25.58	-26.56	-29.00	-32.71	下降	2.82	3.16	3.00	3.73	4.10	4.68
中美库存均向下	机动车及零件经销商	% 主动去库	下降	23.40	23.53	23.08	22.59	22.53	23.64	下降	1.38	2.26	2.58	3.15	4.13	6.12
	机械、设备和用品	% 主动去库	下降	14.35	15.25	17.08	18.94	20.64	22.00	下降	5.32	6.64	6.88	7.07	7.22	7.97
	机动车和汽车设备	% 主动去库	下降	11.04	11.11	11.83	13.35	14.76	16.61	下降	1.38	2.14	2.47	3.90	5.08	6.32
	非金属矿产	% 主动去库	下降	3.08	3.08	3.50	4.08	4.64	5.21	下降	3.88	4.20	4.32	4.20	3.18	3.20
	机械	% 主动去库	下降	3.02	3.50	4.28	5.09	6.10	7.02	下降	5.32	6.64	6.88	7.07	7.22	7.97
	电气设备及其他设备	% 主动去库	下降	1.97	2.83	3.67	4.14	4.61	5.20	下降	5.32	6.64	6.88	7.07	7.22	7.97
	食品和饮料店	% 主动去库	下降	0.82	0.99	1.69	2.49	3.63	4.07	下降	2.58	2.30	2.50	3.55	5.28	7.05
	纸制品	% 主动去库	下降	-2.95	-3.06	-3.21	-3.19	-2.90	-2.16	下降	-7.14	-7.38	-7.20	-6.67	-4.90	-3.08
	皮革及相关制品	% 主动去库	下降	-6.71	-7.65	-7.01	-5.66	-3.34	-0.08	下降	-0.90	-0.52	-0.08	0.77	1.57	2.02
	建筑材料, 园艺设备	% 主动去库	下降	-7.77	-7.38	-6.89	-6.30	-6.00	-5.20	下降	1.38	2.14	2.47	3.90	5.08	6.32
家具和家居	% 主动去库	下降	-14.08	-14.98	-15.48	-15.03	-13.98	-11.39	下降	-1.68	-2.18	-1.90	-2.10	-1.98	-1.88	

来源: CEIC, 国金证券研究所

从细分行业看, 随着美国销售改善, 中国出口至美国主要产品增速不同程度上升, 化工、金属、药品、纺织制品、家电等回升较明显。中国出口产品按照 HS 代码进行分类, 美国库存按照北美产业分类 (NAICS) 划分行业及产品, 我们将 HS 分类与北美产业分类 (NAICS) 进行匹配, 观察美国需求回升对中国出口的拉动作用。截至今年 2 月, 中国出口至美国主要产品增速均有所改善, 美国需求增速及中国出口增速均有明显提振的行业包括, 制造业环节的化工、纺织、基本金属、金属制品; 批发环节的计算机、专业设备、药品; 零售环节的杂货、服装、家电等。



图表58: 美国补库与中国出口明细产品

美国细分行业库存		库存状态	美国销售增速							中国出口至美国增速								
指标名称	单位	回升状态	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	回升幅度	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09			
制造业	交通运输设备	%	被动补库	下降	0.57	1.66	2.91	4.86	7.57	9.69	5.27	-6.89	-10.21	-13.79	-14.90	-11.86	-12.16	
	基础化学品	%	主动补库	回升	1.31	1.90	1.64	1.29	1.23	1.10	41.03	-10.31	-17.76	-28.14	-41.66	-44.75	-51.34	
	纺织制品	%	主动补库	回升	-3.30	-3.12	-3.71	-3.96	-4.22	-4.13	24.60	3.55	-3.45	-9.15	-12.71	-16.98	-21.04	
	初级金属	%	主动补库	回升	-0.10	0.26	-0.19	-1.37	-1.22	-2.66	23.98	-5.57	-13.44	-18.57	-23.62	-26.11	-29.55	
	金属加工制品	%	主动补库	回升	2.88	2.44	2.03	1.16	0.41	-0.32	21.37	-4.70	-12.23	-17.00	-21.38	-23.54	-26.07	
	木制品	%	主动补库	回升	-1.08	-1.28	-1.46	-1.28	-1.28	-1.36	19.75	-12.97	-17.77	-21.87	-24.23	-28.65	-32.72	
	石油及煤产品	%	主动补库	回升	-11.48	-13.11	-13.64	-12.32	-12.26	-19.19	-29.83	-16.02	-12.27	2.81	4.23	14.10	13.81	
	橡胶和塑料制品	%	被动去库	回升	0.47	0.02	-0.63	-1.32	-1.74	-2.22	25.81	2.86	-4.73	-9.62	-13.62	-18.01	-22.95	
	食品	%	被动去库	回升	0.19	0.33	0.29	0.12	-0.04	-0.38	20.20	5.63	0.64	-4.08	-7.64	-10.92	-14.56	
	纺织厂	%	被动去库	回升	-5.36	-5.48	-5.91	-6.81	-7.26	-7.51	15.77	-14.59	-21.00	-25.99	-26.84	-26.43	-30.35	
	饮料和烟草	%	主动去库	下降	9.31	9.37	10.25	9.72	9.93	9.97	91.70	59.21	55.38	45.69	-1.83	-6.21	-32.48	
	家具及相关产品	%	主动去库	下降	-2.68	-2.73	-2.23	-2.39	-2.17	-1.24	26.24	-3.84	-10.53	-15.49	-20.49	-25.05	-30.08	
	印刷	%	主动去库	下降	-2.61	-3.00	-2.56	-1.88	-1.04	-0.49	22.27	-1.70	-9.71	-13.72	-19.68	-23.90	-23.96	
	服装	%	主动去库	下降	-9.33	-7.22	-4.15	0.03	2.68	2.40	18.88	-8.06	-15.11	-18.85	-21.60	-24.31	-26.94	
	纸制品	%	主动去库	下降	-0.88	0.02	0.37	0.44	0.62	0.79	17.32	-0.85	-8.72	-12.13	-14.59	-16.24	-18.17	
	非金属矿产	%	主动去库	下降	-0.93	0.55	1.16	1.37	1.28	1.31	16.13	-13.08	-19.30	-22.08	-27.76	-27.44	-29.21	
	电气设备及其他设备	%	主动去库	下降	3.28	5.00	6.30	7.44	8.05	7.48	13.22	-3.04	-6.82	-6.06	-9.53	-14.66	-16.26	
	皮革及相关产品	%	主动去库	下降	4.23	4.21	1.76	1.08	2.56	6.86	11.21	-11.15	-17.15	-20.62	-22.71	-22.89	-22.35	
	计算机和电子产品	%	主动去库	下降	1.16	1.22	1.21	1.17	1.17	1.13	6.87	-14.32	-19.06	-22.65	-23.82	-22.04	-21.19	
	机械	%	主动去库	下降	1.56	1.26	1.48	2.35	2.86	3.20	6.45	-15.49	-20.19	-23.74	-24.78	-22.80	-21.94	
批发业	专业和商业设备	%	主动补库	回升	0.93	-0.68	-1.96	-2.01	-1.43	-0.46	9.20	-5.53	-10.57	-13.92	-15.87	-15.58	-14.73	
	计算机和计算机外围设备	%	主动补库	回升	-1.76	-4.06	-5.14	-5.69	-5.80	-3.76	6.87	-14.32	-19.06	-22.65	-23.82	-22.04	-21.19	
	纸张和纸制品	%	主动补库	回升	-6.99	-7.55	-8.40	-9.65	-9.18	-9.24	17.32	-0.85	-8.72	-12.13	-14.59	-16.24	-18.17	
	农产品	%	主动补库	回升	-16.80	-12.13	-9.02	-11.32	-16.51	-20.08	9.95	15.11	19.70	13.94	10.92	14.31	5.16	
	药物	%	被动去库	回升	13.17	14.52	13.71	14.39	13.72	12.98	113.51	47.96	37.72	8.59	-29.24	-47.45	-65.54	
	电子产品	%	被动去库	回升	1.38	0.66	-0.22	-2.18	-2.47	-2.82	13.22	-3.04	-6.82	-6.06	-9.53	-14.66	-16.26	
	啤酒、葡萄酒和蒸馏饮料	%	被动去库	回升	-1.40	-0.27	-0.48	-2.14	-3.25	-3.69	91.70	59.21	55.38	45.69	-1.83	-6.21	-32.48	
	化学品和相关产品	%	主动去库	回升	-3.02	-5.71	-7.49	-8.07	-8.14	-8.03	41.03	-10.31	-17.76	-28.14	-41.66	-44.75	-51.34	
	石油及石油产品	%	被动去库	回升	-4.36	-1.69	0.99	-0.90	-6.15	-18.75	-29.83	-16.02	-12.27	2.81	4.23	14.10	13.81	
	金属和矿产, 不包括石油	%	被动去库	回升	-6.77	-7.79	-9.99	-11.91	-13.21	-14.87	24.24	-2.27	-9.51	-14.82	-19.60	-22.63	-26.51	
	木材和建筑材料	%	被动去库	回升	-7.40	-7.19	-8.52	-10.91	-12.51	-14.43	19.75	-12.97	-17.77	-21.87	-24.23	-28.65	-32.72	
	机动车和汽车设备	%	主动去库	下降	5.55	4.02	4.81	4.90	6.60	7.68	7.34	-3.00	-6.76	-10.31	-11.98	-9.19	-10.34	
	家具和家居	%	主动去库	下降	0.92	-2.04	-4.02	-2.57	0.75	1.64	26.24	-3.84	-10.53	-15.49	-20.49	-25.05	-30.08	
	机械、设备和用品	%	主动去库	下降	0.46	1.09	1.53	2.43	3.69	4.06	6.45	-15.49	-20.19	-23.74	-24.78	-22.80	-21.94	
	杂货和相关产品	%	主动去库	下降	-0.19	-0.03	0.27	1.51	2.29	2.03	16.45	-7.44	-11.80	-11.83	-14.63	-18.80	-23.89	
	硬件、管道工程及加热设备	%	主动去库	下降	-1.53	-0.70	1.17	0.92	0.59	-1.51	16.17	-5.98	-13.00	-16.81	-20.47	-21.61	-22.15	
	服装、布匹和缝纫用杂货	%	主动去库	下降	-8.38	-9.80	-9.66	-9.65	-9.34	-11.80	18.88	-8.06	-15.11	-18.85	-21.60	-24.31	-26.94	
	零售业	杂货店	%	主动补库	回升	1.69	2.03	1.20	1.48	1.88	1.72	16.45	-7.44	-11.80	-11.83	-14.63	-18.80	-23.89
		服装和服装配饰店	%	被动去库	回升	2.01	2.17	0.58	0.90	1.89	1.59	18.88	-8.06	-15.11	-18.85	-21.60	-24.31	-26.94
		家具、家居用品、电子产品	%	被动去库	回升	-4.12	-3.45	-4.28	-5.78	-4.99	-4.47	26.24	-3.84	-10.53	-15.49	-20.49	-25.05	-30.08
机动车及零件经销商		%	主动去库	下降	4.20	5.89	4.99	4.66	6.08	6.01	7.34	-3.00	-6.76	-10.31	-11.98	-9.19	-10.34	
食品和饮料店		%	主动去库	下降	1.26	0.56	0.82	1.18	2.30	1.86	20.20	5.63	0.64	-4.08	-7.64	-10.92	-14.56	
建筑材料、园艺设备、用品		%	主动去库	下降	-5.14	-3.94	-4.45	-4.50	-4.04	-3.72	19.75	-12.97	-17.77	-21.87	-24.23	-28.65	-32.72	

来源: CEIC, 国金证券研究所

(二) 价格与库存共振, 美国补库或带动国内基本金属等链条

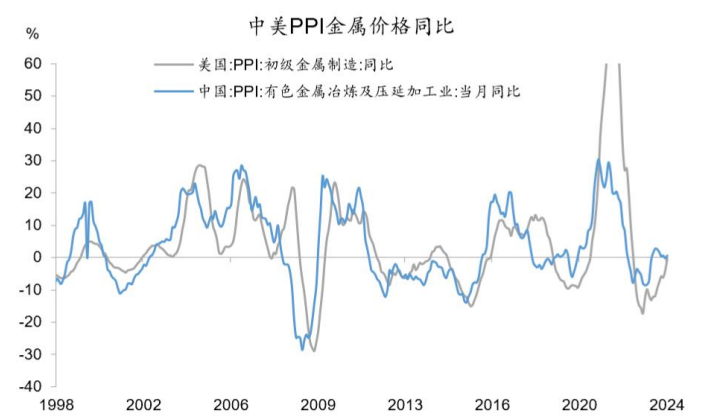
美国基本金属主动补库, 或通过价格共振渠道带动国内产业链条。美国基本金属产业生产冶炼黑色及有色金属, 包括铁、铜、铝、镍、锌等, 主要通过价格共振渠道影响国内产业链。去年三季度以来, 美国基本金属销售及库存增速均回升, 进入主动补库。主动补库阶段, 大宗有色金属价格易涨难跌, 且大宗价格往往领先库存周期见底回升, 典型的为铜价。中美 PPI 金属价格走势基本同步, 通过全球大宗金属价格的共振, 美国金属业主动补库或带动中国上游基本金属相关链条升温。进一步区分产品来看, 美国上游金属等大宗商品库存分位更低, 使得中短期内仍有内在补库需求。

图表59: 美国基本金属主动补库带动金属价格上升



来源: CEIC, Wind, 国金证券研究所

图表60: 中美 PPI 基本金属价格往往同步回升

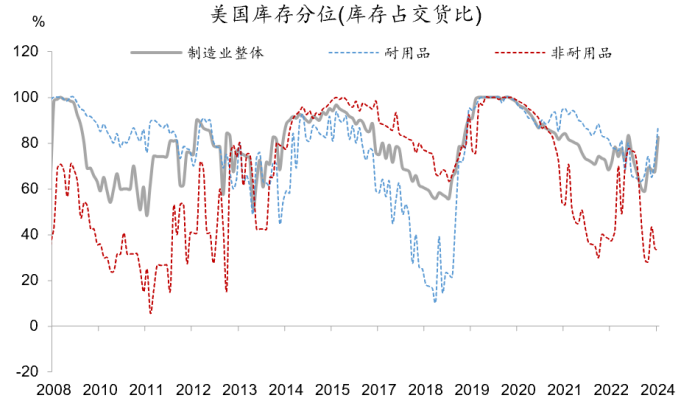
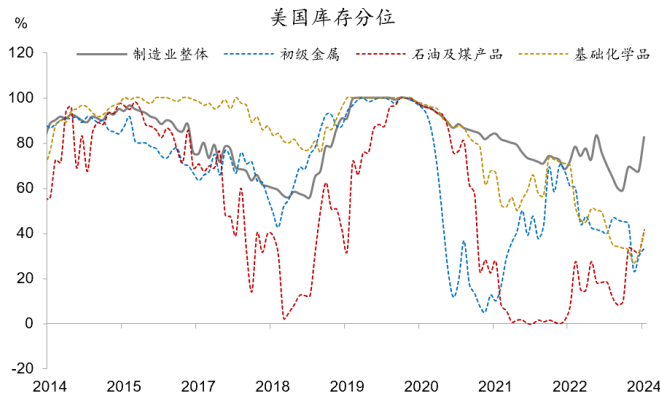


来源: Wind, 国金证券研究所



图表61: 美国上游行业原材料、能源库存位置更低

图表62: 美国非耐用品库存位置更低



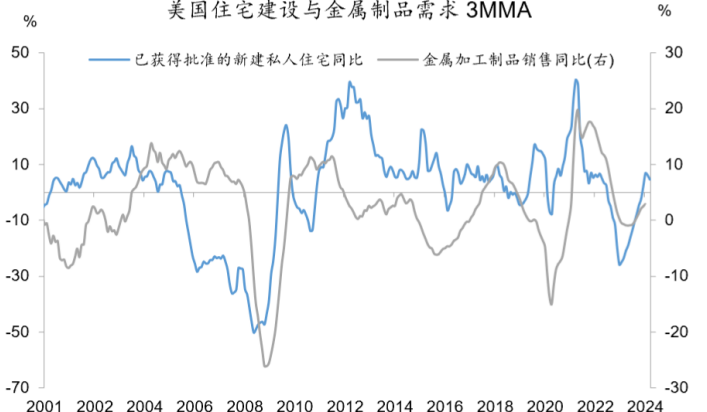
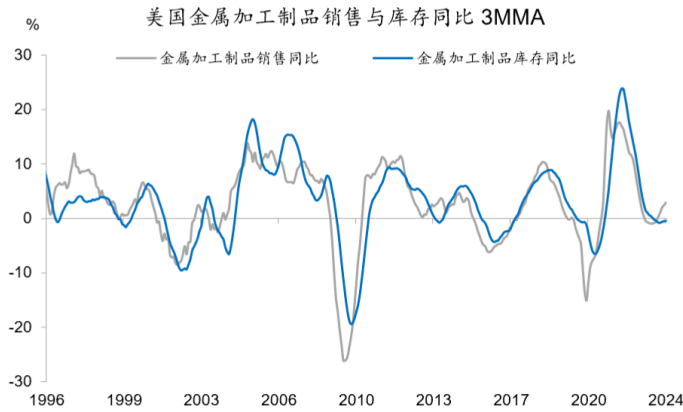
来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: CEIC, 国金证券研究所

美国建筑、住宅投资回升或带动中国金属加工制品链条。金属加工制品生产金属零件、五金工具、金属建筑构件、金属机械等,美国主要通过外贸需求渠道影响国内产业链。美国新屋开工领先金属制品需求,2023年美国地产周期触底,新屋开工许可增速回升,2024年金属制品需求增速或仍有回升空间;在《芯片法案》、《基建法案》等掀起的建厂浪潮下,美国制造业投资、基建投资规模均明显上涨,2024年以来,建造支出仍处于高位。中国出口至美国的金属器具、金属工具等产品增速2023年底已见底回升。

图表63: 美国金属加工制品进入主动补库

图表64: 美国新屋开工许可增速触底回升

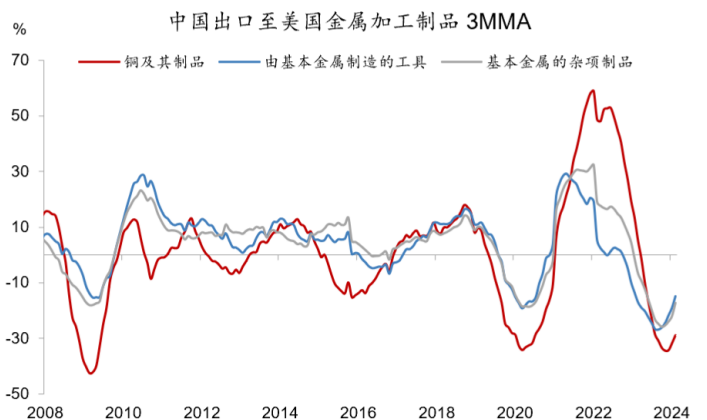
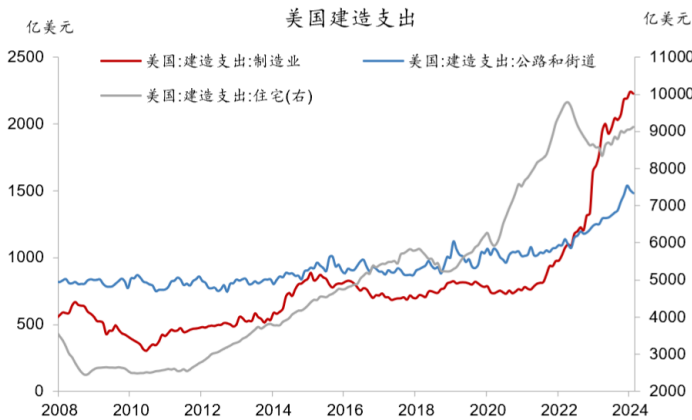


来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: CEIC, Wind, 国金证券研究所

图表65: 2024年以来,美国建造支出仍处于高位

图表66: 中国出口至美国金属加工制品改善



来源: Wind, 国金证券研究所

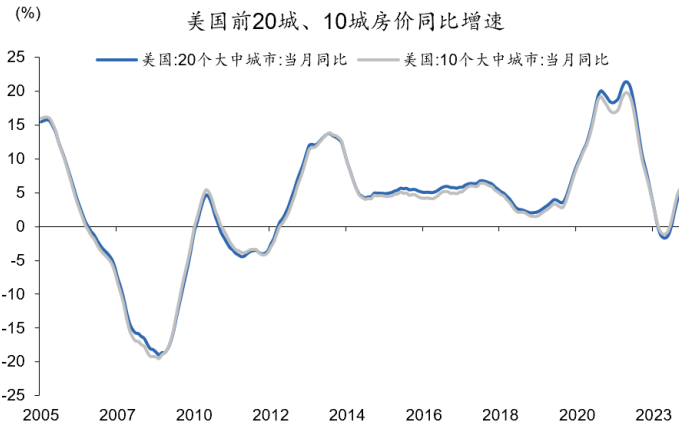
来源: CEIC, 国金证券研究所

美国地产修复或带动中国家电等后地产链条改善。2023年,美国地产市场韧性较强,在高利率环境下供、需、价格增速均触底回升。供给端,美国住宅建造支出2023年4月触底回升,同比增速10月份回正;需求端,成屋及新房销售增速2023年上半年均回升;价格方面,美国房价增速呈现加速回暖的迹象。2023年1月,美国FHFA、房地美房价指数及前20城房价环比增速均转为正增长。当前,美国后地产链条的家电等销售同比增速



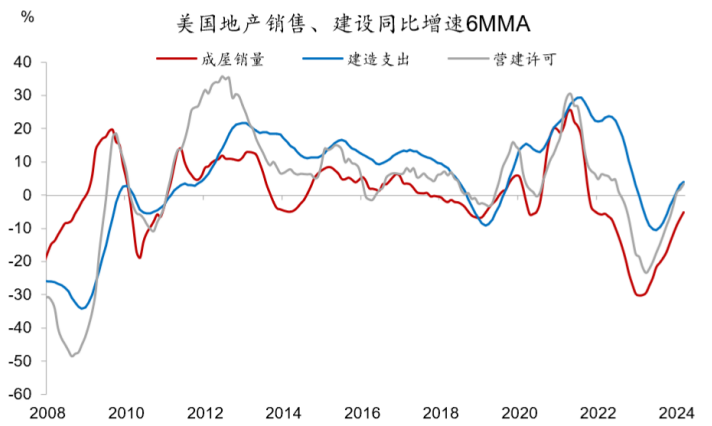
回升，中国出口至美国的家电产品同比增速也出现改善。美国地产较强的韧性或进一步带动中国后地产链条出口改善。

图表67: 美国地产价格增速触底回升



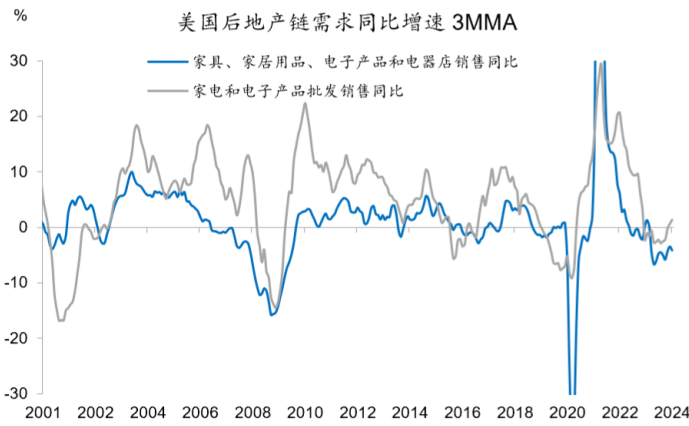
来源: Wind, 国金证券研究所

图表68: 美国地产供给、需求增速均回升



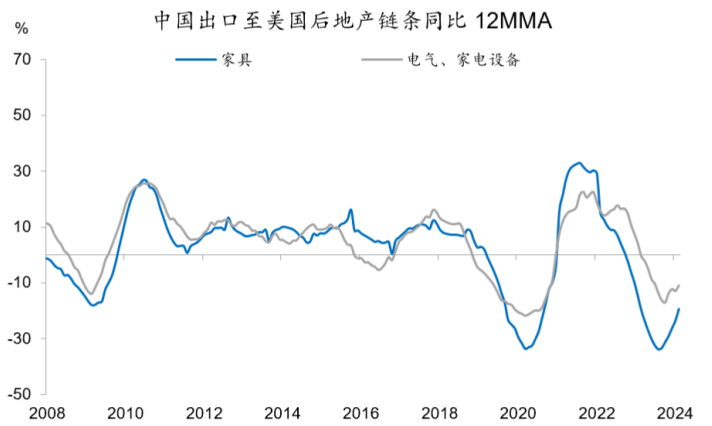
来源: Wind, 国金证券研究所

图表69: 美国后地产链条销售同比增速回升



来源: CEIC, 国金证券研究所

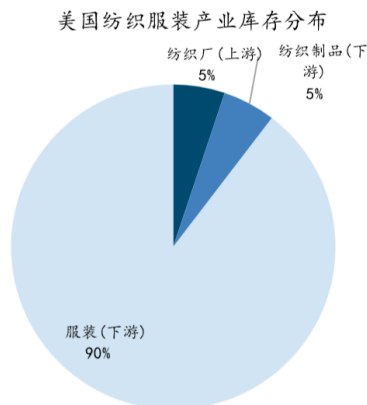
图表70: 中国出口至美国的家电等产品同比改善



来源: CEIC, 国金证券研究所

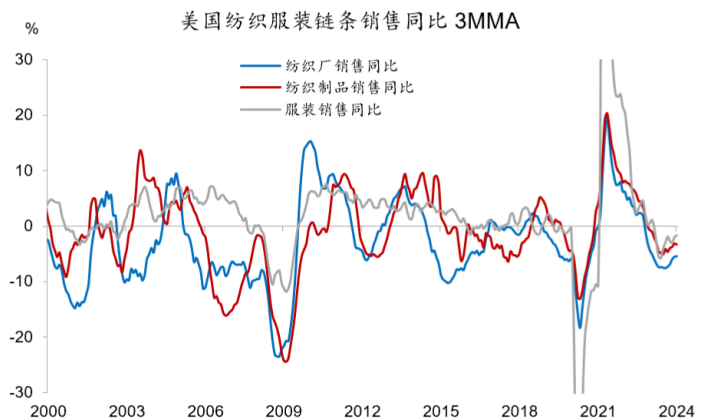
美国纺织品、服装需求回升或带动中国出口提振。美国纺织链条包括上游纺织品，下游服装、纺织制品三个环节。上游纺织厂将纤维转化为纺织品原材料，如布料、纱线和织物等，供应下游服装及纺织制品厂，是纺织品生产的起始点；下游纺织制品厂主要生产床单、毛巾、窗帘等纺织制品（除服装外）；下游服装厂主要生产服装。其中服装库存占纺织链条库存比重最高，达90%以上。当前，美国纺织服装产品销售增速于2023年三季度触底回升。服装产品销售库存比在去年二季度触底回升，该指标领先库存增速一年左右，对应2024年下半年，服装链条进入补库阶段。2023年四季度，中国对美出口的纺织品、服装及衣着附件产品增速均有改善，2024年在美国需求带动下出口仍有上升空间。

图表71: 美国纺织服装链条中，服装库存占比最高



来源: CEIC, 国金证券研究所

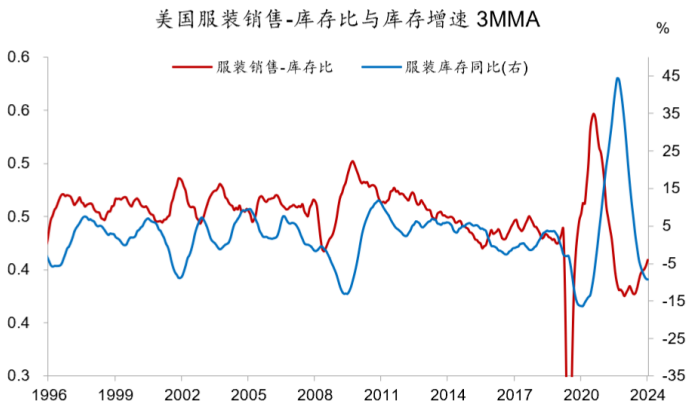
图表72: 美国纺织服装销售增速触底回升



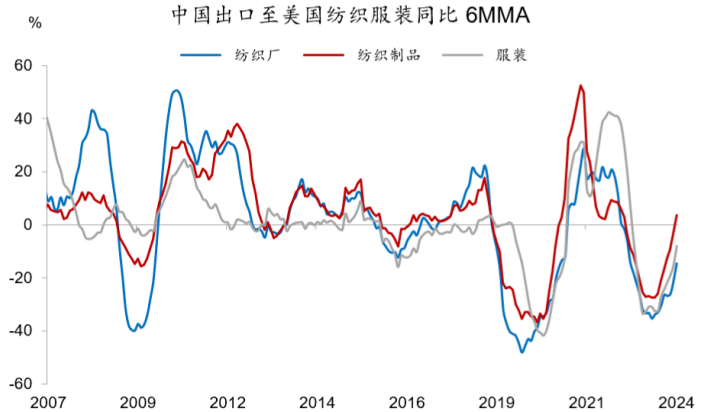
来源: CEIC, 国金证券研究所



图表73: 美国服装销售-库存比领先库存增速



图表74: 中国出口至美国纺织服装增速回升



风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但FOMC成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

<p>上海 电话: 021-80234211 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn 邮编: 201204 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼</p>	<p>北京 电话: 010-85950438 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn 邮编: 100005 地址: 北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧</p>	<p>深圳 电话: 0755-86695353 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn 邮编: 518000 地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806</p>
---	--	---



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究