

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

美国制造业复苏：中国对美出口新变局

2024年5月31日

- **美国制造业复苏存在两个主推力。**今年以来，美国和全球制造业 PMI 均出现筑底反弹，美国多个复苏迹象也在指向美国制造业景气度的低迷状态或将结束，并有望开始进入复苏阶段。在美国制造业库存水平较低背景下，我们认为美国制造业复苏有两个动力，一是银行向企业贷款标准放松，二是耐用品的集中消费或已进入更新换代阶段。目前来看，美国制造业复苏或仍有两个季度的上行期，我们认为，年内美国制造业复苏仍具备持续性。
- **美国制造业复苏与否，可能不是美联储议息的关键制约。**本轮美国制造业进入复苏周期后，对美联储议息的制约或有限。因为不论是就业还是通胀，制造业的表现或很难代表整体，一是制造业就业在整体就业市场的份额较小，仅十分之一；二是制造业补库很难带动核心商品二次通胀的形成。因此，我们认为今年的通胀和就业形势仍旧具备降息条件，降息时点可能落在今年四季度。
- **年内对美出口增速可能已经触底。**我们认为，美国总进口需求回升，或能弥补年内出口份额的回落，助力对美出口增速触底。中国对美直接出口增速取决于美国总进口和份额两个因素。未来中国对美出口仍然面临美国一系列限制性政策和墨西哥等经济体竞争等影响，对美直接出口份额仍有下降的可能性。然而，美国制造业修复带来的补库存周期，将有望推动美国总进口需求改善，这有望带动我国对美国累计出口增速逐步由负转正。
- **风险因素：**美国通胀反弹超预期，地缘政治风险超预期等。

目 录

一、美国制造业复苏动能初显.....	3
1.1 美国制造业景气度摆脱低迷.....	3
1.2 美国制造业复苏存在两个主推力.....	7
1.3 年内美国制造业复苏或仍具持续性.....	10
二、对美联储议息的影响或有限.....	10
2.1 制造业复苏或不会制约美联储的降息.....	10
2.2 首次降息时点可能在 Q4.....	13
三、对中国出口的影响.....	14
3.1 中国对美出口增速可能已经触底.....	14
3.2 美国制造业复苏下，哪些行业或领域有望迎来改善.....	17
3.3 美国制造业复苏对中国出口的带动.....	21
风险因素.....	23

表 目 录

表 1：美国主要从中国进口资本货物和消费品.....	18
表 2：中国对美出口最多的是机电设备和纺织原料及制品.....	18
表 3：2024 年 3 月美国耐用品和非耐用品的库存分位数.....	19
表 4：A 股各行业海外营收占比表.....	21

图 目 录

图 1：美欧日英 PMI 有触底迹象.....	3
图 2：2009 年以来，美欧日英经历四轮制造业周期.....	3
图 3：全球制造业 PMI 也有触底反弹迹象.....	4
图 4：美国制造业就业扩散指数触底企稳.....	4
图 5：美国固定资产投资与制造业 PMI 走势相关.....	5
图 6：美国工业用品进口和制造业 PMI 相关联.....	5
图 7：美国正在进行半成品补库.....	6
图 8：美国 PPI 同比触底反弹.....	6
图 9：美国地方联储制造业原料价格也在回升.....	7
图 10：美国制造业库存同比增速较低.....	7
图 11：美国新订单和自有库存之差率先触底回升.....	8
图 12：截至 2022 年，美国耐用品的平均使用年限为 4.3 年.....	8
图 13：美国各项耐用品消费使用年限约为 4-5 年.....	9
图 14：美国银行贷款标准改善带动制造业 PMI 回升.....	9
图 15：美国制造业就业在整体非农就业的占比不到 10%.....	11
图 16：制造业和整体非农就业并不总是相同走势.....	11
图 17：美国核心商品对通胀的贡献较弱.....	12
图 18：美国库存上行时，核心商品通胀并不总是随之上升.....	12
图 19：美国核心商品通胀与实际库存增速之间的关联性或不大会.....	13
图 20：5 月 16 日，市场仍在预期美国三季度启动降息.....	13
图 21：美国自华进口份额有所下滑.....	14
图 22：受近岸外包等政策影响后，美国自华进口年度份额还在下降.....	15
图 23：美国自华进口份额有所下滑.....	15
图 24：美国自墨西哥、加拿大区域的进口份额有所上涨.....	16
图 25：美国整体商品进口跟随着制造业 PMI 回升而回升.....	16
图 26：近两年，份额对美国自华进口增速都有拖累.....	17
图 27：美国产能利用率走势和全球制造业走势关联.....	17
图 28：美国耐用品进口量与耐用品消费量较为接近.....	19
图 29：美国非耐用品进口量无法满足其非耐用品的消费量.....	20
图 30：美国非耐用品消费对其制造业的解释力大于耐用品消费.....	20
图 31：美国纺织服装、家具、电气设备对进口的依赖占比均高于 20%.....	22

一、美国制造业复苏动能初显

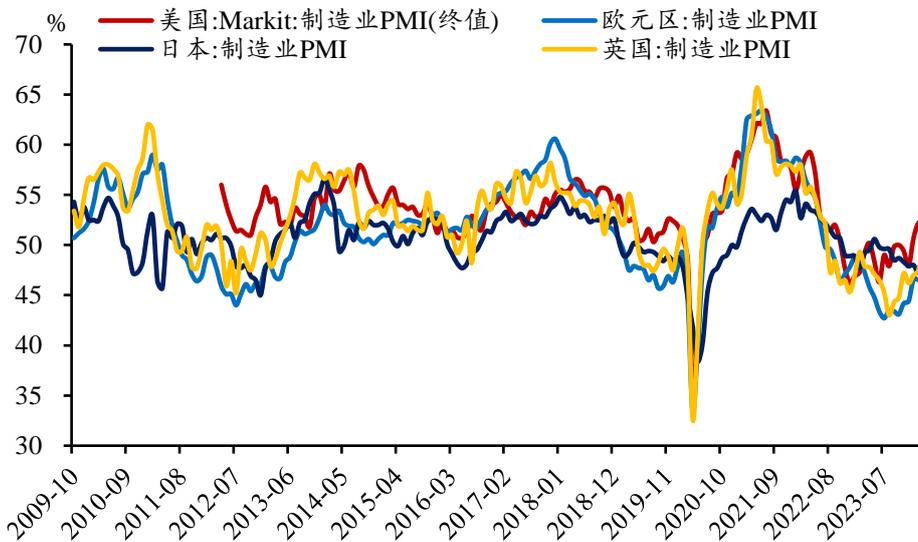
1.1 美国制造业景气度摆脱低迷

历史来看，2009年以来，海外主要经济体经历了四轮制造业 PMI 的波动周期，全球制造业 PMI 也同样存在类似的上升、下降波动周期。

今年以来美国 and 全球制造业 PMI 均出现明显的筑底反弹迹象。美国制造业 PMI 在 2021 年中达峰之后持续回落，2022 年 12 月起美国制造业景气度跌破荣枯线且表现低迷，去年多数时间都在 46% - 47% 的低景气度区域震荡，但今年以来，美国 Markit 制造业 PMI 重回扩张区间，其他多个发达经济体制造业 PMI 也都呈现出触底企稳迹象。不仅如此，时隔 16 个月后，全球制造业 PMI 在今年 1 月重新回到 50%，2 月、3 月进一步回升。

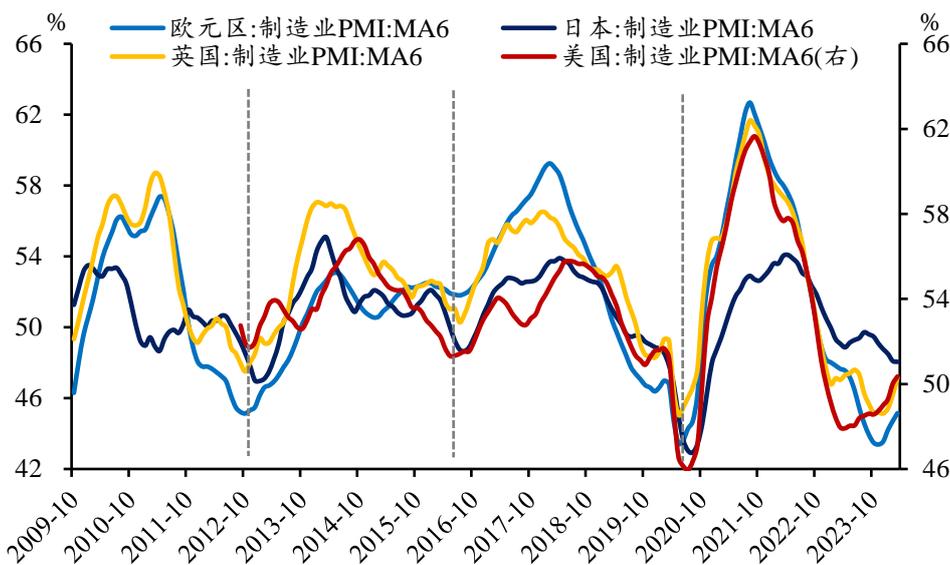
我们认为，当前美国 and 全球制造业 PMI 呈触底反弹迹象，或意味着美国制造业进入复苏阶段。

图 1：美欧日英 PMI 有触底迹象



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：2009 年以来，美欧日英经历四轮制造业周期



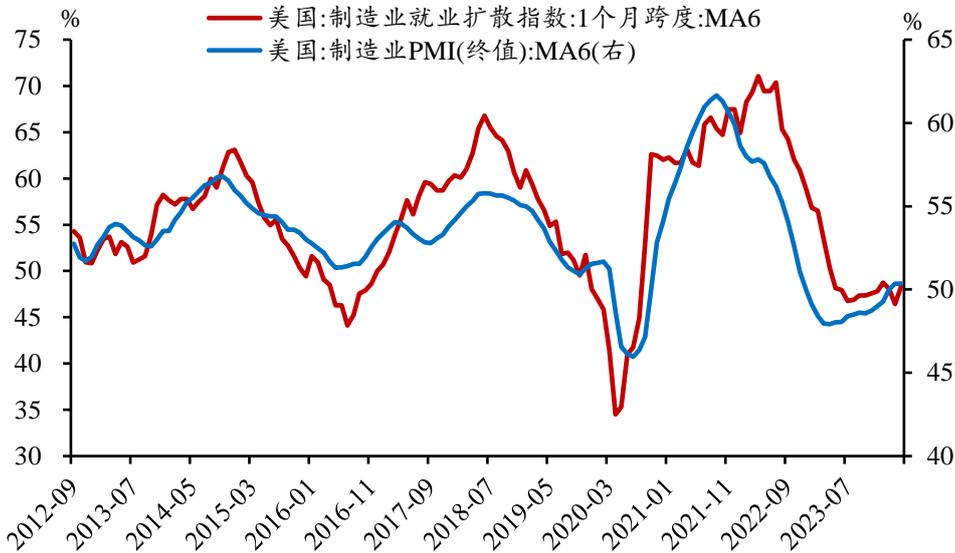
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3：全球制造业 PMI 也有触底反弹迹象


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

当前美国制造业展现的多个复苏迹象，显示其制造业景气度的低迷状态或已结束，现在可能正开始进入复苏阶段。

复苏迹象之一：制造业就业扩散指数企稳，或是下一步复苏的开端。当制造业进入复苏阶段时，与之相对应的是，越来越多的制造企业开始需要更多劳动力来增加生产，这通常意味着就业收缩的行业不会再进一步扩大，反之越来越多的行业就业会进入扩张。历史上，美国制造业景气度上行期也往往伴随着制造业就业扩散指数的回升。现在美国制造业就业扩散指数 MA6 已经止住了下跌趋势，这或指向制造业就业很难再有更大的下行空间，而就业扩散指数的企稳迹象或是下一步复苏的开端。

图 4：美国制造业就业扩散指数触底企稳


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 美国制造业 PMI 为右轴

复苏迹象之二：美国固定资产投资增速回升或指向企业重新开始投资。固定资产投资包含企业购买或建设设备、房屋、工厂等投资，制造业复苏通常伴随着企业扩大生产规模，扩大生产通常意味着企业要增加对设备、技术和生产能力的投资。因此，以往美国制造业 PMI 的复苏通常伴随着企业对资本设备等投资，今年以来，美国固定投

资增速回升或意味着部分企业已经重新开始投资，这显示制造业 PMI 的提升背后或是一轮新的周期启动。

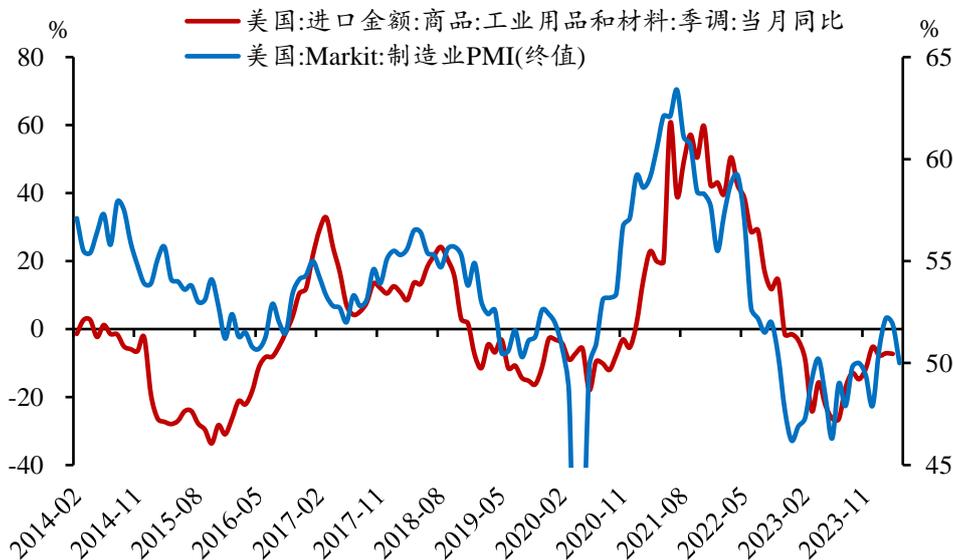
图 5：美国固定资产投资与制造业 PMI 走势相关



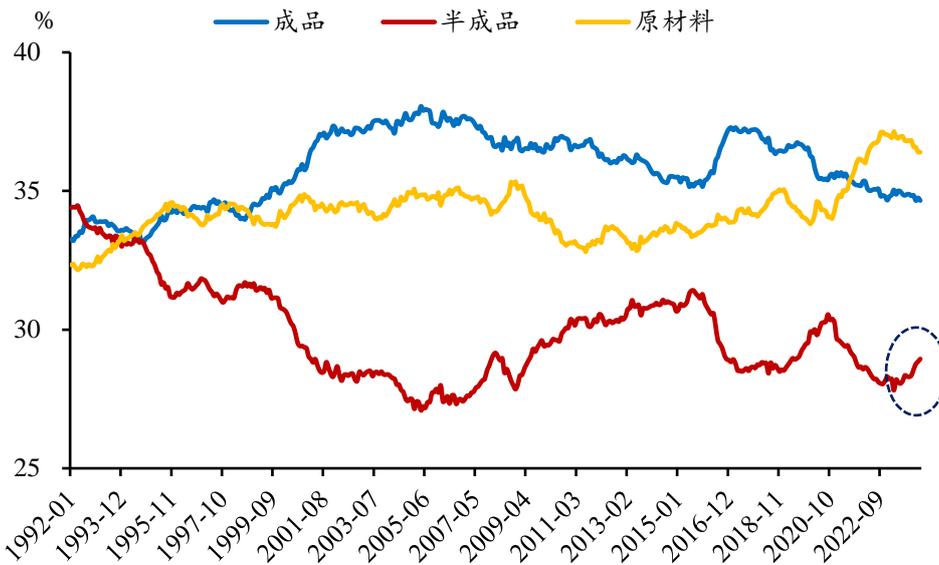
资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 美国制造业 PMI 为右轴

复苏迹象之三：美国制造业企业正在消耗原材料库存，同时补充半成品库存。2023 年年中以来，随着 PMI 的回升，美国对工业用品和材料的进口需求也不断回升。从美国制造业库存变化上看，目前美国正在进行半成品补库，与此同时原材料和成品库存也在不断消耗，美国制造业销售额同比从去年 10 月的-1.9%波动性回升至今年 3 月的 1.55%，结合来看，我们认为，美国制造业企业进行半成品补库或是为满足下一步生产做下铺垫。

图 6：美国工业用品进口和制造业 PMI 相关联

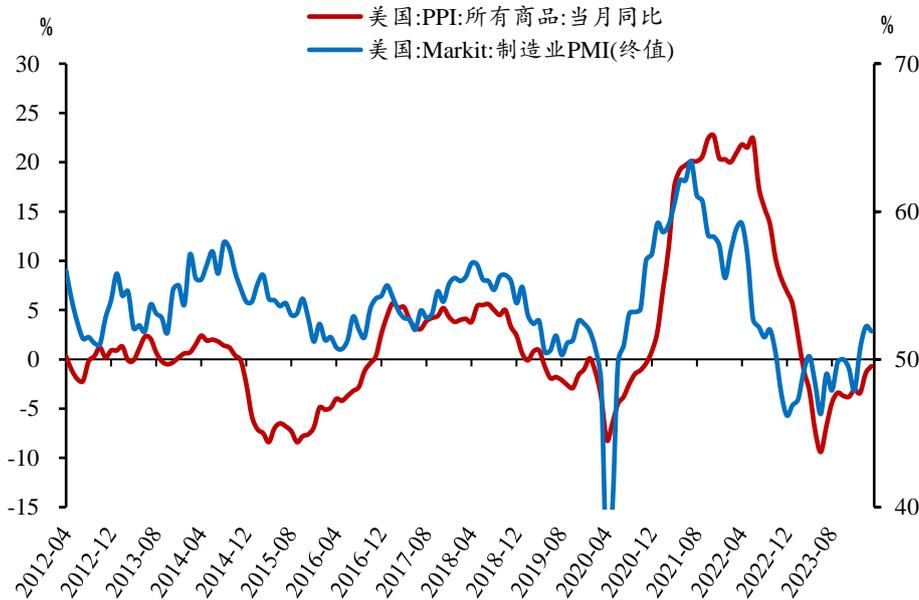


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 美国制造业 PMI 为右轴

图 7：美国正在进行半成品补库


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

复苏迹象之四：原材料价格回升与制造业企业原材料消耗和半成品补库相验证。我们认为，美国在原材料库存消耗和半成品补库同时存在，可能是因为原材料库存占比已达到较高水平。数据显示，去年3月原材料库存占比已经是1992以来的最高水平，而半成品库存占比处于历史较低水平。现在半成品库存自较低位置开始回升，而美国原材料价格也在上涨，或指向原材料的消耗可能是生产需求带来的占比回落，半成品库存增加可能也不是积压库存的结果，而是为日后生产而进行的积极补库。

图 8：美国 PPI 同比触底反弹


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 9：美国地方联储制造业原料价格也在回升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1.2 美国制造业复苏存在两个主推力

我们认为，美国制造业得以进入复苏阶段的原因主要在于，一是耐用品消费或进入置换阶段，二是银行向企业的贷款标准放松。

第一个推力：是制造业低库存水平下，耐用品消费有望迎来新一轮置换窗口。

首先，本轮复苏中的大背景是较低的库存水平。美国制造业库存经历一段时间的下降之后，当前的库存水平已经处于较低水平。在这一情形之下，若新订单提升，库存水平或将无法满足现有的新增需求。当前美国新订单与自有库存之差率先触底回升，也在指向美国制造业具备补库动力。

图 10：美国制造业库存同比增速较低



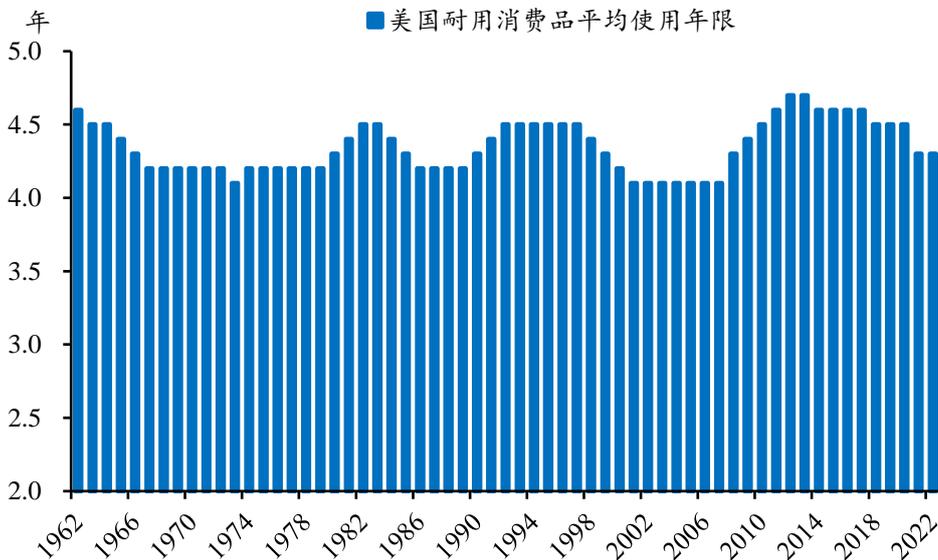
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 11: 美国新订单和自有库存之差率先触底回升

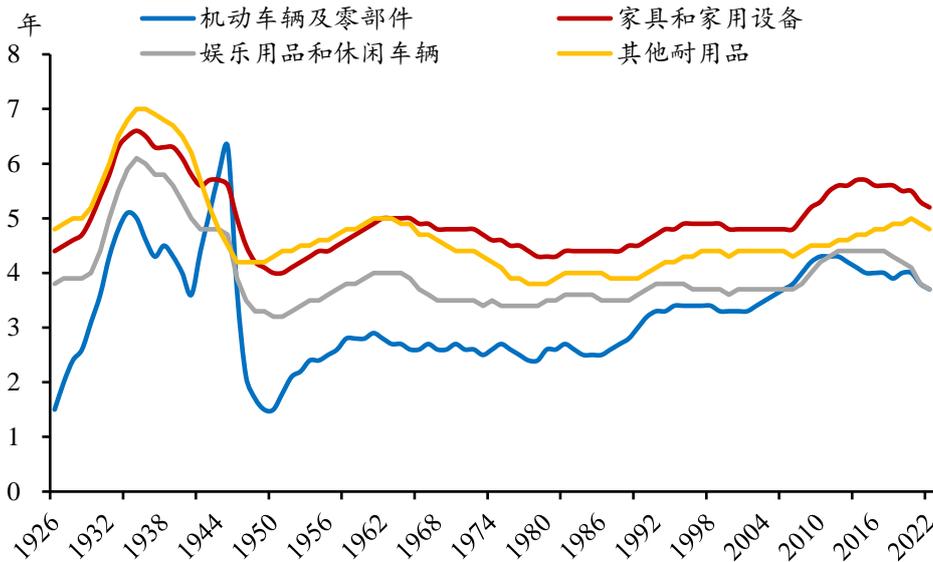

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

其次，疫情期间大规模的耐用品集中消费或已开始更新置换。历史上，美国制造业 PMI 呈周期性波动规律，而商品消费对制造业 PMI 的解释力度明显强于服务消费，这解释了 2023 年服务业消费强势下美国制造业依然较为低迷的现象。从耐用品的细分项来看，其平均使用年限大约为 4-5 年。截至 2022 年底，美国全部耐用品的平均使用年限为 4.3 年，而疫情期间，耐用品消费出现强劲增长，第一轮刺激增长出现在 2020 年 4 月，按耐用品平均使用年限推算，今年或到了耐用品新一轮更换周期。

我们认为，2024 年耐用品消费有望迎来新一轮置换窗口，美国消费者的更换需求或将推动耐用品增长。更具体地说，制造业复苏将有望从耐用品更换周期中得到催化。

图 12: 截至 2022 年，美国耐用品的平均使用年限为 4.3 年


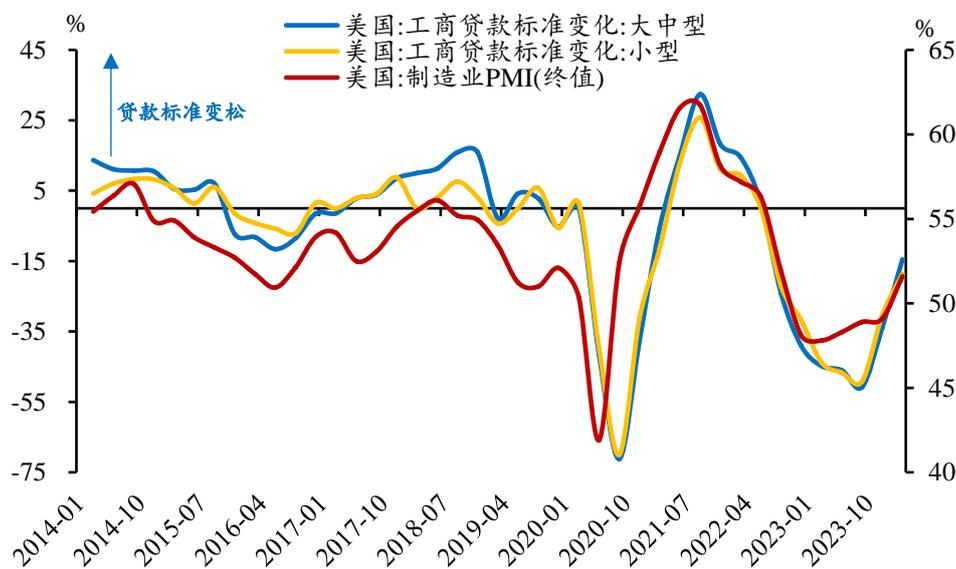
资料来源: BEA, 信达证券研发中心

图 13: 美国各项耐用品消费使用年限约为 4-5 年


资料来源: BEA, 信达证券研发中心

第二个推力: 是美国银行对企业贷款的标准放松, 为高利率下制造业能实现复苏提供动力。金融条件的改善可能被视为经济复苏的先行指标, 当金融条件改善时, 投资者和企业可能更愿意进行投资和扩张, 从而在后续几个月内促进制造业活动的增长。现在银行对企业贷款标准放松, 使得企业重启投资更具条件。

- 1) 2021 年下半年, 美国工商贷款的标准从宽松的顶点开始收紧, 与此同时, 美国制造业 PMI 也从顶部回落。
- 2) 2023 年 Q3 以来, 美国银行对大中小型企业的信贷紧缩程度都有所缓解, 或指向贷款标准放松同样也有望带动制造业修复。

图 14: 美国银行贷款标准改善带动制造业 PMI 回升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

1.3 年内美国制造业复苏或仍具持续性

我们认为，今年年内制造业复苏或仍有上行空间，而明年本轮美国制造业复苏的持续性和斜率仍需观察。

一方面，耐用品更新换代是个渐进式过程，往往持续性较长。从各项耐用品的平均使用年限来看，他们的使用年限并不相同，截至 2022 年底，除家具外的耐用品使用年限介于 3.5-5 年之间，再加上居民的更新换代时点往往不一致，整个更新换代或是个持续性过程。

另一方面，新订单与库存的领先指标也显示，制造业 PMI 可能至少有半年左右的上行时间。根据美国制造业“新订单-自有库存”的领先性来看，或指向年内制造业复苏仍有上行空间。

后续复苏持续性的风险主要在于，若经济出现明显放缓影响居民消费力，那么居民可能延迟其更新换代需求。

二、对美联储议息的影响或有限

美国制造业持续复苏背景下，市场或加重对二次通胀的担忧，如何看待其后续走势和市场含义？

2.1 制造业复苏或不会制约美联储的降息

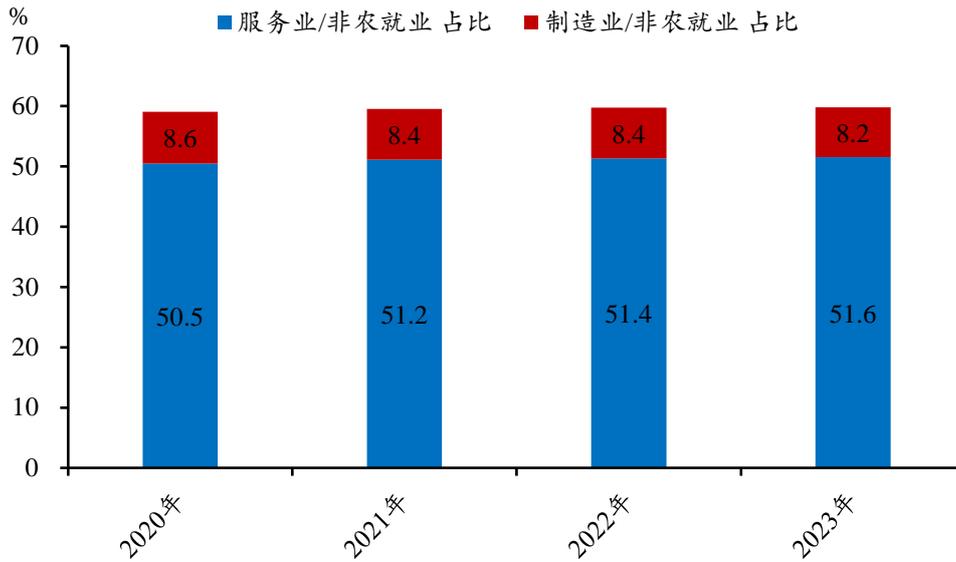
即使美国制造业进入复苏阶段，可能也不会制约美联储的降息。

一方面，是美国制造业就业的局部复苏，很难赋予整个就业市场较强韧性。美联储兼顾的是整体劳动力市场，而非局部的制造业就业市场。制造业就业的复苏并不意味着美国整个劳动力市场也开始变得更好，二者并不能等同。

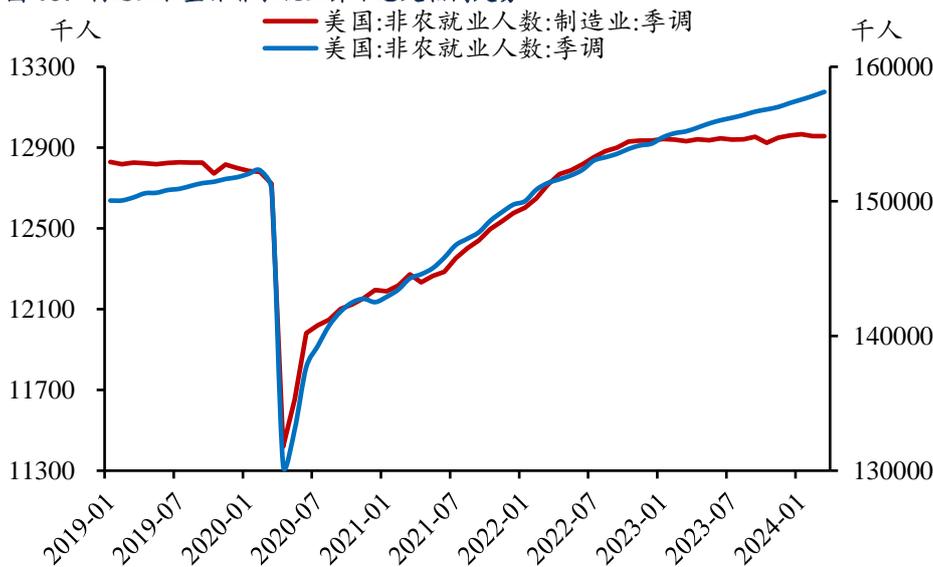
第一，制造业在整体非农就业的占比不到十分之一。截至 2023 年，美国制造业在整体非农就业人数中的占比为 8.2%，不到 10%；而美国服务业在整体非农就业人数中的占比至少为 50%。因此相比之下，制造业的就业形势对整体就业的影响有限，服务业的就业形势对整体就业的影响更大。

第二，历史上，制造业和整体非农就业并不总是相同走势。以往来看，制造业非农就业走势和整体非农就业走势并非一直保持一致，回顾 2019 年至今二者表现，在整个“2019 年”、“2023 年-至今”这两段时间段内二者的就业走势就存在分叉。

因此，制造业就业复苏无法等同整体就业市场复苏。

图 15: 美国制造业就业在整体非农就业的占比不到 10%


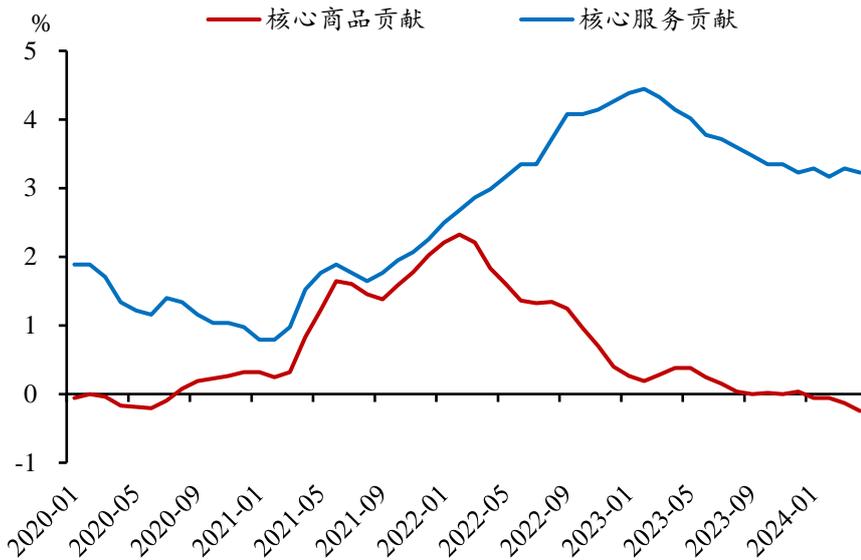
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 16: 制造业和整体非农就业并不总是相同走势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

另一方面, 美国制造业补库可能不会带来核心商品的二次通胀。从当前美国通胀水平来看, 核心商品通胀贡献已经基本回到疫前水平, 核心服务贡献处在缓慢回落的过程中, 市场担心制造业补库后, 核心商品是否会反扑, 从而出现核心商品二次通胀, 我们认为美国制造业补库可能不会带来核心商品的二次通胀。

1) 制造业实际库存上升时, 核心商品通胀并不总是随之上升。尽管美国制造业的名义库存与核心商品通胀有一定关联性, 但实际上, 扣除价格影响后, 美国实际库存上升时核心通胀并不总是上升的。而 2020 年、2021 年期间, 制造业实际库存和核心通胀的大幅上涨, 主要是疫情期间供应链受阻导致。

图 17：美国核心商品对通胀的贡献较弱


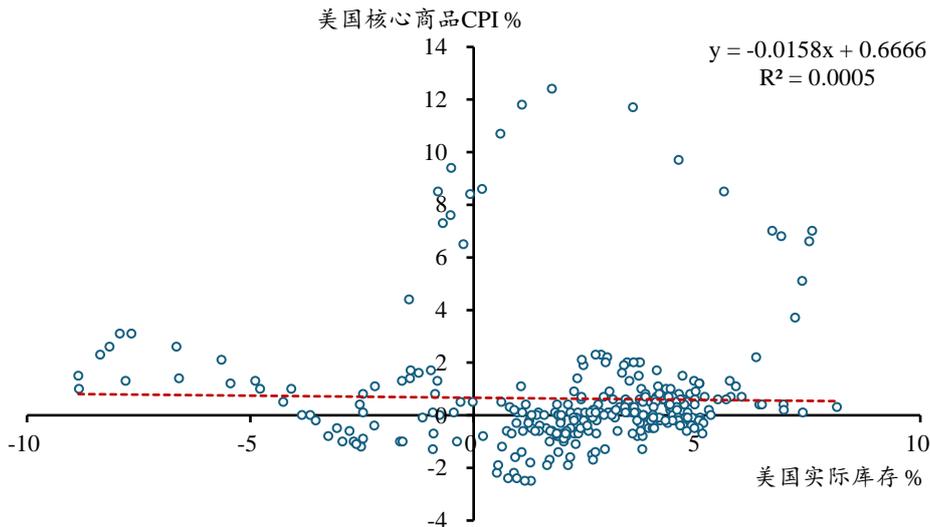
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 18：美国库存上行时，核心商品通胀并不总是随之上升


资料来源: ifind, fred, 信达证券研发中心

2) 制造业实际库存和核心通胀的关联性较弱的原因或是受商品进口的影响。在美国居民的消费中，“计算机、电子和光学产品”、“纺织品、服装、皮革及相关产品”这些制成品进口量占家庭最终消费的份额都在 80%以上，因此我们认为，实际库存和核心通胀关联弱可能是受到商品进口的影响。

而后续联储能否降息的关键，或将主要取决于租金为首的服务通胀是否能恢复下行。我们认为，地产回暖暂不影响住房租金继续回落。（具体逻辑参见已外发报告《美国地产触底回升：特征、展望与影响》）。

图 19：美国核心商品通胀与实际库存增速之间的关联性或不


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2.2 首次降息时点可能在 Q4

首次降息时点可能推迟至今年四季度。美联储在近期 FOMC 会议上均表明，希望通胀下滑，而降息取决于通胀是否能持续性地向着 2% 回落。目前来看，今年以来通胀略有反弹，后续通胀回落进程可能较慢，但核心通胀或仍能下降。而经过这次反弹后，美联储或需要连续几个月的通胀数据来确认核心通胀不会反弹。若核心通胀仍能如期预期般回落，首次降息时点可能推迟至四季度。

预计年内美联储降息或仅一次。今年上半年，美联储启动降息的可能性已明显降低，美联储降息时点推迟在下半年以后，今年的降息时间窗口就会变窄。若首次降息时点推迟至四季度，则年内美联储降息可能仅为一次。

图 20：5 月 16 日，市场仍在预期美国三季度启动降息

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	32.0%	67.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	20.2%	53.8%	25.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.6%	33.9%	42.2%	15.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	5.6%	24.9%	39.3%	24.7%	5.4%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.8%	15.0%	31.9%	32.2%	15.3%	2.8%
2025/3/19	0.0%	1.7%	10.1%	25.1%	32.1%	22.1%	7.8%	1.1%
2025/4/30	0.8%	5.4%	16.7%	28.2%	27.7%	15.8%	4.8%	0.6%

资料来源: CME, 信达证券研发中心, 数据截至 2024.5.16

三、对中国出口的影响

3.1 中国对美出口增速可能已经触底

我们通过两因素拆解分析得出，中国对美直接出口取决于两个因素：一是美国的总量需求，二是美自华进口份额。

即：美国自华进口=美国总进口×美自华直接进口份额。

展望来看，中国对美国出口仍然面临美国一系列限制性政策和墨西哥等经济体竞争等影响，对美直接出口份额仍有下降的可能性。

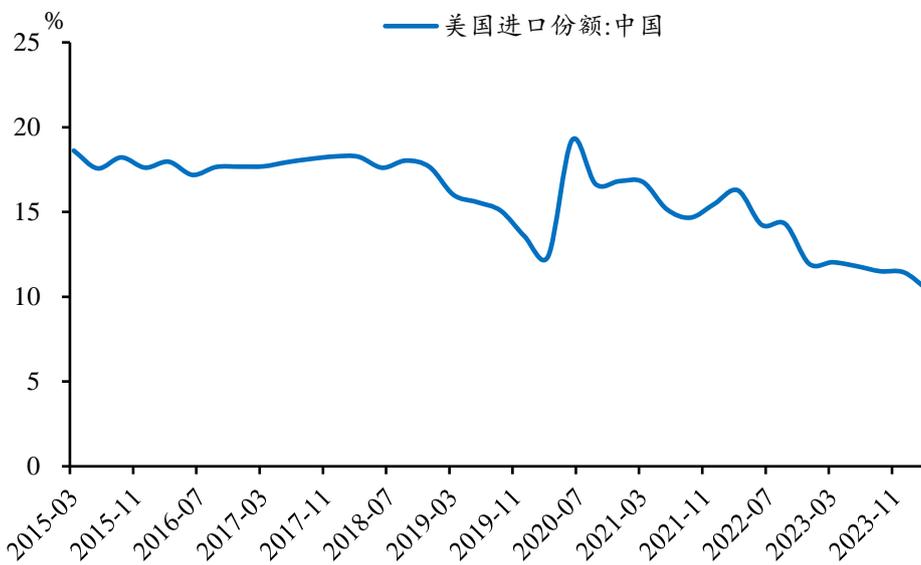
然而，美国制造业修复带来的补库存周期，将有望推动美国总进口量的改善，这有望弥补出口份额回落的影响，年内有望带动我国对美国出口增速逐步由负转正。

一方面，中国对美直接出口份额仍有下降的可能性。

1) 目前来看，中国对美出口份额还在下滑。2015年以来，对美出口份额出现过两次明显回落，一是2018年-2019年贸易摩擦期间，二是疫后美国周边国家供应链逐步恢复期间。我国对美直接出口份额下降既有美国“贸易摩擦”、“友岸外包”等一系列政策的影响，也有中国企业主动“出海”的影响，目前来看，中国对美出口份额被墨加地区替代。截至2024年Q1，中国对美直接出口份额仍在下降。

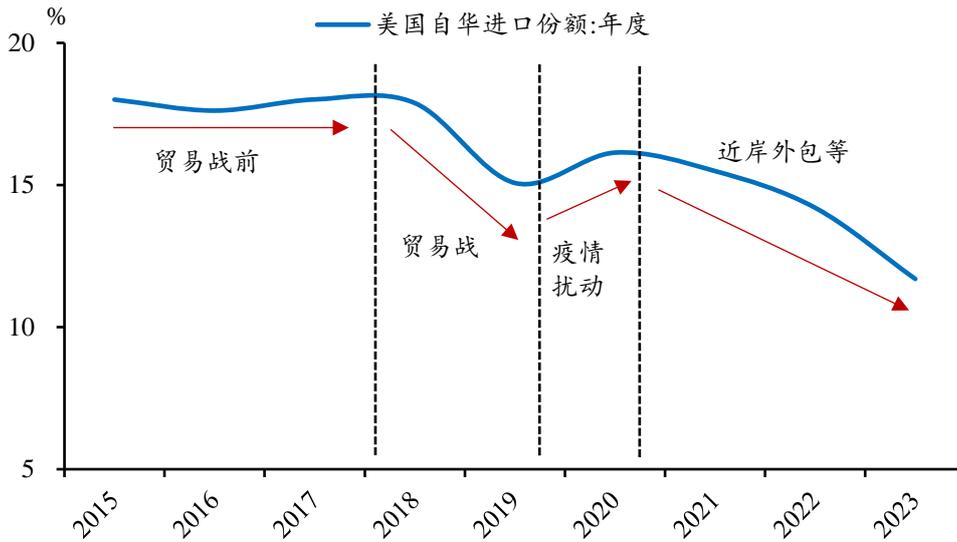
2) 往后看，中美直接贸易还存在继续下滑的风险点。近期，美国政府针对中国180亿美元的商品额外加征关税，除了关税，美国政府可能还会出台别的政策限制中国产品进入美国境内。而墨美贸易超过中美贸易背后主要是美国寻求降低对中国的商品进口依赖，当前这一趋势并未改变，因此对美直接出口份额仍有下降的可能性。

图 21：美国自华进口份额有所下滑



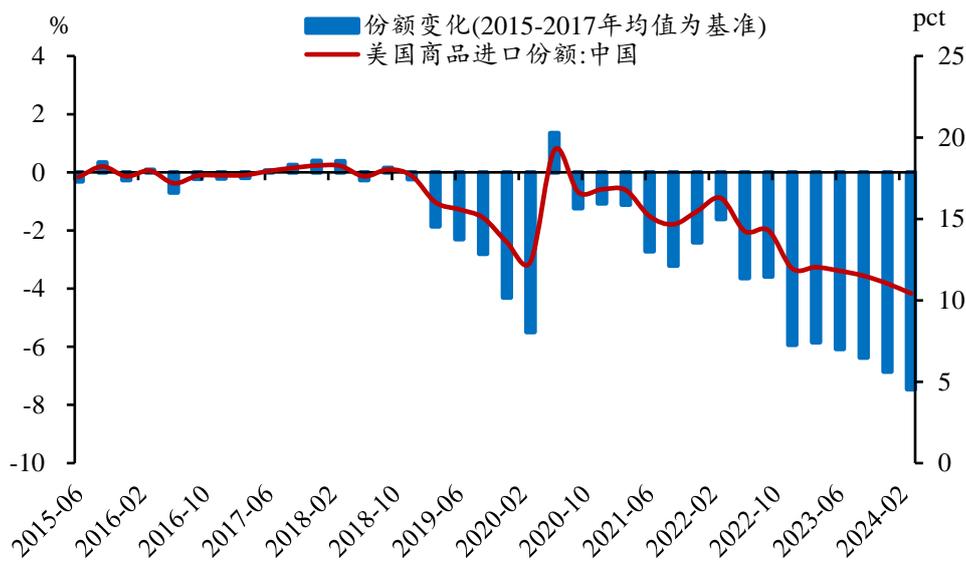
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 22: 受近岸外包等政策影响后, 美国自华进口年度份额还在下降

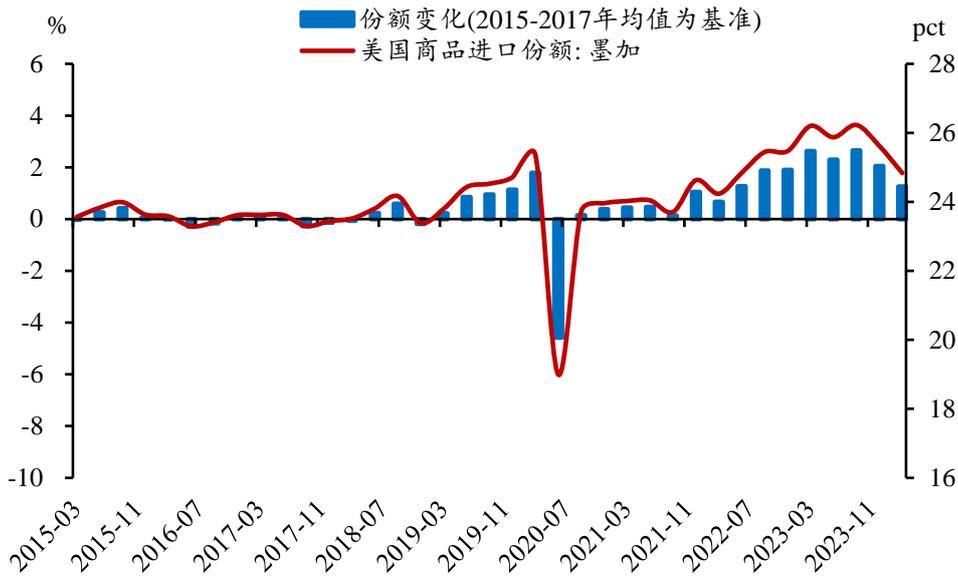


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 23: 美国自华进口份额有所下滑

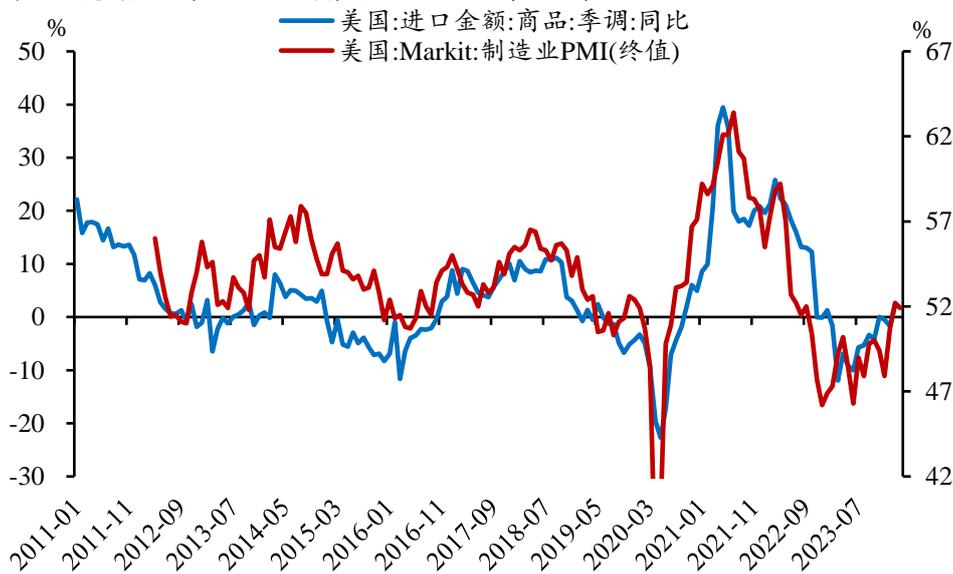


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

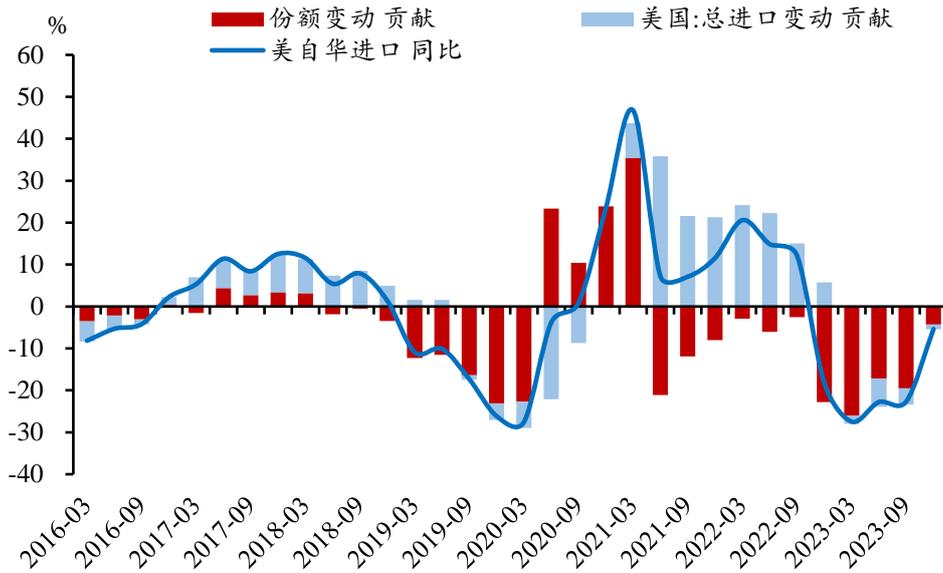
图 24：美国自墨西哥、加拿大区域的进口份额有所上涨


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

但另一方面，美国总进口需求有望触底回升，弥补年内份额回落的影响。历史数据显示，美国整体进口需求往往和制造业景气度走势密切相关。从去年下半年以来，美国总进口需求增速已经跟随制造业 PMI 开始上升，我们认为，制造业或将进入复苏阶段，在此情况下，美国的总进口需求或已触底。而这一总需求量增长，在年内或能弥补中国对美出口份额回落的影响。

图 25：美国整体商品进口跟随着制造业 PMI 回升而回升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 26: 近两年, 份额对美国自华进口增速都有拖累


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 27: 美国产能利用率走势和全球制造业走势关联


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3.2 美国制造业复苏下, 哪些行业或领域有望迎来改善

美国制造业复苏对中国出口的利好, 主要是通过美国制造业对中国中间品的需求来体现, 这意味着满足以下三个条件的领域或能够改善: 对美出口占比高、美国库存水平低和海外营收占比高的行业和领域。

一是有望直接利好中国对美出口占比较高的机电和纺织行业。美国主要从海外国家进口消费品(除食品和汽车外)、资本货物(除汽车外)、工业用品和材料三大类, 而中国给美国提供的主要是消费品和资本货物。从对美出口产品来看, 中国对美出口机电产品和纺织产品占比较高, 美国制造业景气度回升利好中国出口改善时, 对美出口占比较高的机电设备和纺织服装制造类行业有望从对美出口中受益。

表 1: 美国主要从中国进口资本货物和消费品

	2021	2022	2023
A. 美国各项进口/美国总进口(占比:%)			
食品、饲料和饮料	6.4	6.4	6.5
工业用品和材料	22.9	24.9	21.9
资本货物(除汽车外)	26.9	26.6	27.8
汽车、零部件和发动机	12.3	12.3	14.8
消费品(除食品和汽车外)	27.1	26.1	24.7
其他	4.4	3.7	4.2
B. 美国各项自华进口/美国该项总进口(占比:%)			
食品、饲料和饮料	2.6	2.6	2.2
工业用品和材料	7.1	7.2	6.0
资本货物(除汽车外)	22.7	20.4	16.7
汽车、零部件和发动机	5.3	5.4	4.4
消费品(除食品和汽车外)	33.0	31.3	27.6
其他	6.7	7.1	7.0

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

表 2: 中国对美出口最多的是机电设备和纺织原料及制品

对美出口 类别	占比(%)	金额(亿美元)
武器、弹药及零件	0.0	10
动植物油脂	0.2	88
矿产品	0.3	121
动物产品	0.3	132
植物产品	0.4	177
珠宝、贵金属及制品	0.7	289
木及制品、编结品	0.8	335
纸、纸板及其制品	1.3	532
食品饮料、烟草及制品	1.4	592
毛皮革制品及箱包	1.6	690
矿物材料制品、玻璃及制品	2.1	875
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	3.1	1310
化学工业及相关工业产品	3.9	1635
鞋帽伞制品	3.9	1623
车辆、航空器、船舶及运输设备	5.0	2078
塑料制品、橡胶制品	6.4	2672
贱金属及制品	6.9	2882
纺织原料及纺织制品	11.0	4635
机电、音像设备及零件	51.3	21514

资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 表中数据为 2023 年数据

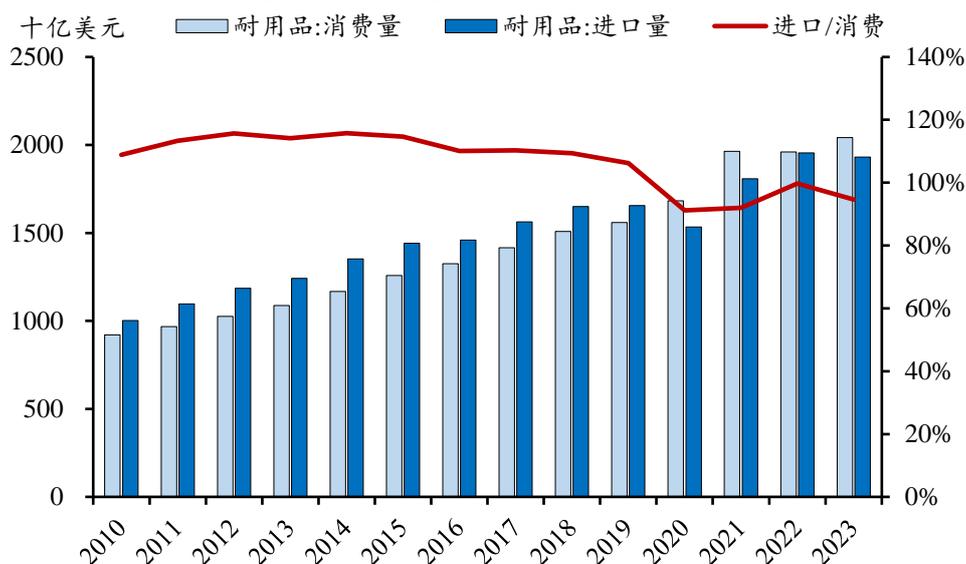
二是美国库存水平较低的家具行业或更具备补库动能。美国耐用品消费量与进口量基本持平，而美国国内非耐用品的消费量和进口量缺口较大，根据耐用品和非耐用品的消费量和进口量来看，耐用品消费很大部分依赖进口。在美国国内的制造业中，非耐用品和耐用品都有一定比重，因此库存水平较低的耐用品和非耐用品行业或都具备较强的补库动能。2024年3月，美国耐用品库存的分位数是37.7%，其中家具产品的库存水平更低，我们认为，在此情况下，中国的家具家居链也有出口机会。非耐用品库存分位数是17.6%，美国国内也可能对生产非耐用的中间品进行补库。

表 3：2024 年 3 月美国耐用品和非耐用品的库存分位数

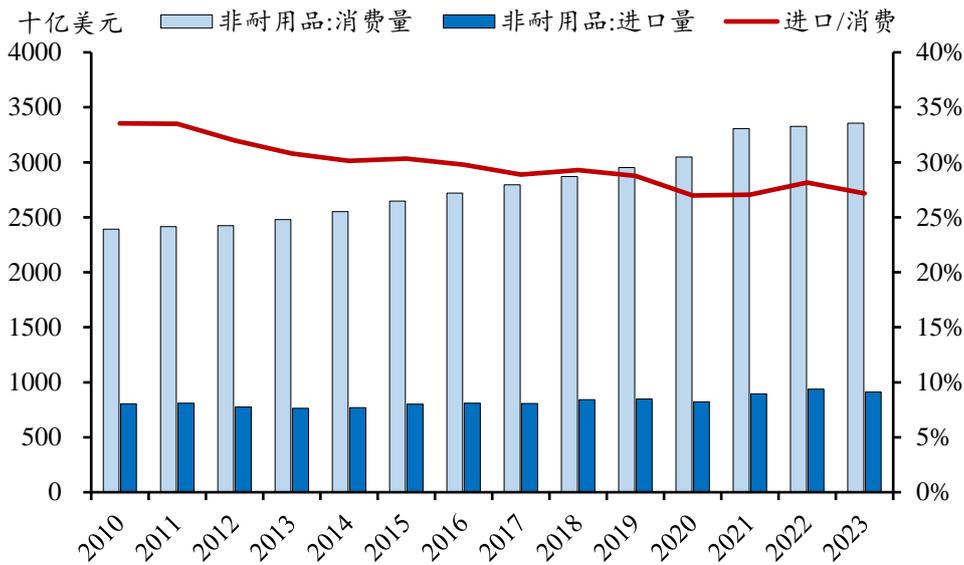
耐用品	库存同比 (%)	历史分位数	非耐用品	库存同比 (%)	历史分位数
合金冶炼	-1.9	29.6%	食品	-3.2	3.7%
机械	1.1	36.3%	饮料和烟草制品	-1.1	12.2%
电脑及电子产品	0.2	43.3%	纺织厂	-2.3	49.7%
电气设备、电器及零件	-0.5	31.5%	纺织产品	-3.7	28.3%
运输设备	7.2	76.2%	服饰	-0.9	51.6%
家具及相关产品	-4.2	13.1%	皮革及相关产品	-5.4	27.0%
			纸制品	-2.1	25.9%
			印刷	-5.3	19.7%
			石油和煤炭产品	0.3	39.0%
			化学产品	-0.6	16.5%
			塑料和橡胶制品	-4.6	10.4%
制造业:全部耐用品	2.2	37.70%	制造业:全部非耐用品	-1.7	17.6%

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

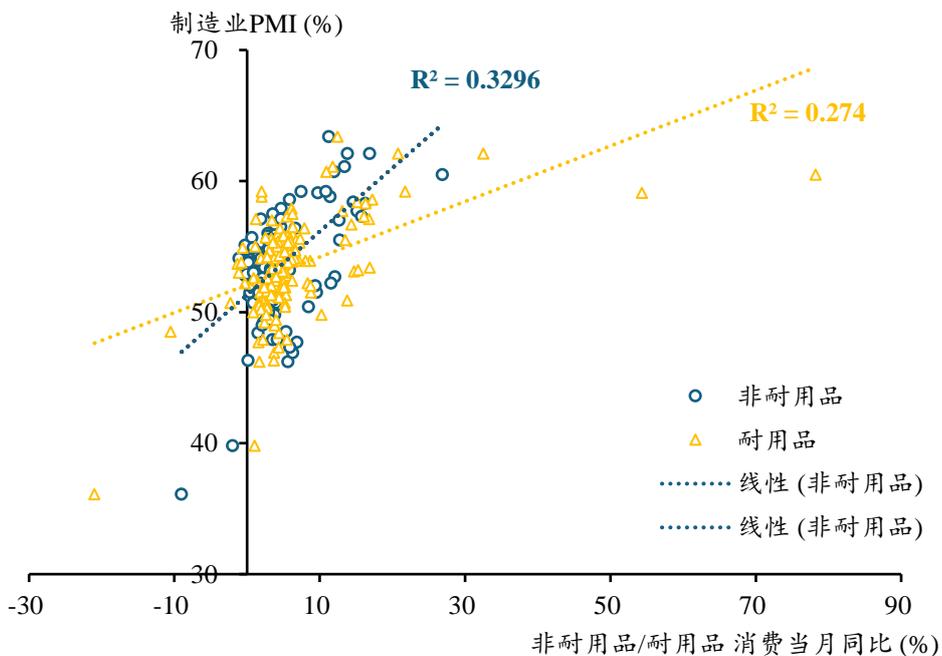
图 28：美国耐用品进口量与耐用品消费量较为接近



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 29：美国非耐用品进口量无法满足其非耐用品的消费量


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 30：美国非耐用品消费对其制造业的解释力大于耐用品消费


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三是中国海外营收占比较高的电子、家电、化工等行业。在全球化的今天，很多行业都开展了出海业务，但每个行业的出海业务比重各异。出海比重越大，越可能在出口链机会中有更强表现。对于电子、家电、化工、汽车、机械设备、电力设备、有色金属等海外收入占比较高的行业来说，当美国制造业处于扩张区间时，或能取得不错的表现。

表 4：A 股各行业海外营收占比表

申万行业代码	申万行业	海外营收占比(%)
S27	电子	40.2
S33	家用电器	36.4
S75	石油石化	26.6
S22	基础化工	23.8
S28	汽车	20.8
S36	轻工制造	19.6
S63	电力设备	19.6
S64	机械设备	19.5
S42	交通运输	17.7
S24	有色金属	17.4
S77	美容护理	17.1
S35	纺织服饰	16.6
S45	商贸零售	16.2
S37	医药生物	11.9
S71	计算机	11.8
S65	国防军工	11.7
S11	农林牧渔	7.8
S72	传媒	7.7
S51	综合	6.8
S62	建筑装饰	6.8
S73	通信	5.9
S23	钢铁	5.8
S61	建筑材料	5.3
S46	社会服务	5.0
S48	银行	4.8
S74	煤炭	4.2
S41	公用事业	3.4
S34	食品饮料	3.4
S76	环保	2.8
S49	非银金融	1.2
S43	房地产	0.3

资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 表中数据为 2022 年数据

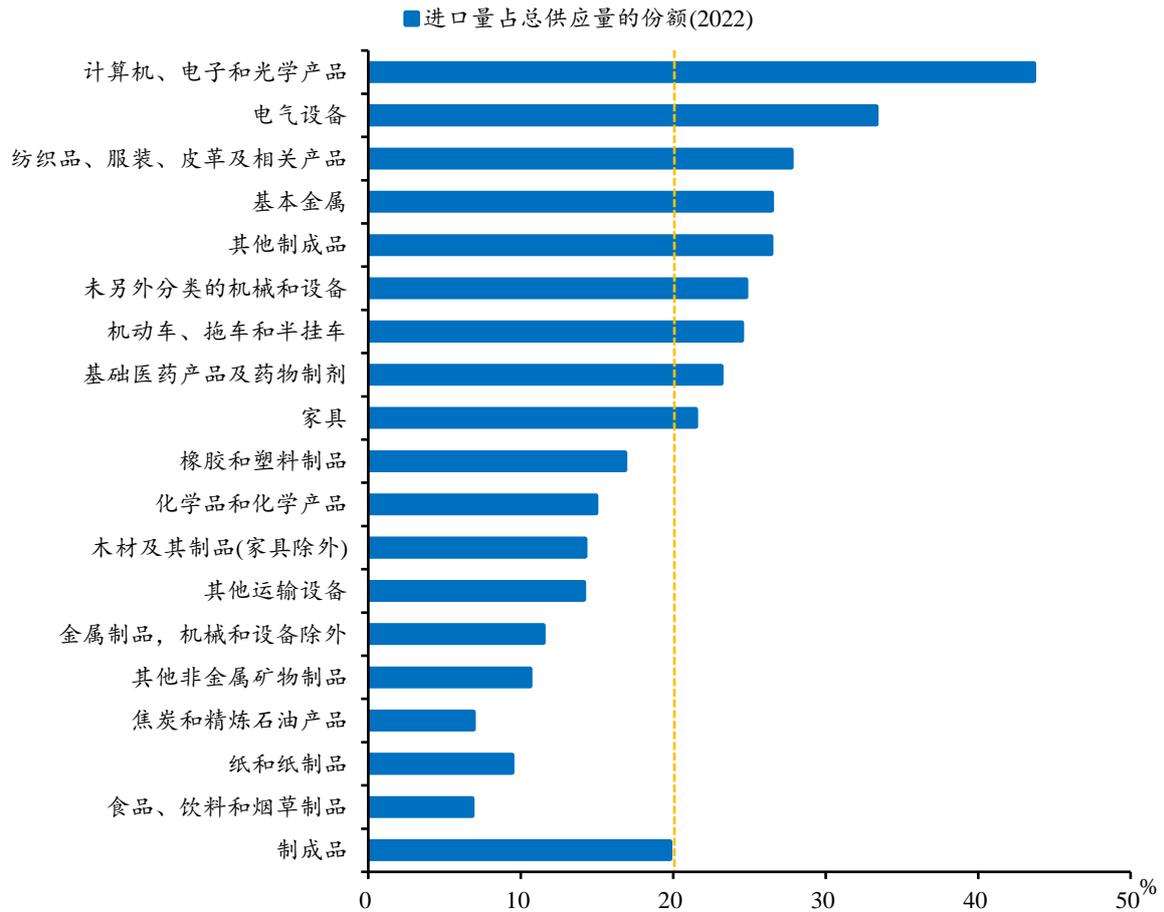
3.3 美国制造业复苏对中国出口的带动

若年内美国制造业复苏持续, 有望带动中国对美出口全年增速回升至 2.8%。

在具体影响方面, 我们的测算显示, 美国 Markit 制造业 PMI 年内累计均值与中国对美出口的累计同比有正向促进关系。具体来说, 美国 Markit 制造业 PMI 年内累计均值每提高 1 个百分点, 会带动中国对美出口的累计同比提升 3.8-3.9 个百分点。

目前, 2024 年 1-4 月美国 Markit 制造业 PMI 年内累计均值为 51.2%, 同年 1-4 月中国对美出口的累计同比为 -1.0%。若到年底, 美国 Markit 制造业 PMI 年内累计均值能提升 1 个百分点至 52.2%, 则年内中国对美出口的累计同比或能升至 2.8%。

具体行业方面, 综合来看, 我们看好电子、机械、家具家居和纺织服装行业的出口表现。

图 31：美国纺织服装、家具、电气设备对进口的依赖占比均高于 20%


资料来源: OECD, 信达证券研发中心

风险因素

美国通胀反弹超预期；地缘政治风险超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。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。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

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15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	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理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。