

## 海外补库周期启动

### 投资要点:

**美国开年以来库存增速持续提升，整体处于补库初期阶段：**（1）年初以来美国名义库存增速持续提升，整体处于补库早期阶段：美国名义库存增速已由年初的0.3%提升至4月的1.0%附近，制造商、批发商、零售商均明显提升，其中零售商保持领先；（2）**耐用品和非耐用品库存增速均明显改善：**耐用品增速明显升温，由1月的1.8%提升至4月的2.6%；非耐用品降幅收窄，由3月的-9.4%升至-8.4%；（3）**大部分品类库存处于历史偏低水平：**其中食品、服装、酒、纸制品等非耐用品库存分位数在5%以下。而从库存分位数的变动情况看，电脑设备、木材建材、石油产品等已明显改善；（4）**上市公司数据同样验证美国已开启补库周期：**年初以来标普500成分股库存增速已触底回升，其中24Q1工业、通讯服务、可选消费库存增速改善明显。

**欧洲年内有望逐步进入补库阶段，但力度大概率弱于美国：**（1）**欧洲库存对GDP的拖累已明显收窄，年内有望逐步进入补库阶段：**23Q4开始欧洲库存变动对GDP贡献触底回升，到24Q1已回升至-0.9%附近；（2）**零售商已开启补库，制造商或在去库尾声：**零售商对库存的评估值在年初以来持续提升，而制造商库存评估情况在23Q4大幅回落，24Q1以来未见明显反转，但并未继续下行，或反映制造商层面去库大概率接近尾声；（3）**分行业层面看：**大部分行业库存分位数仍在走低，医药、运输设备、造纸、家具等库存水位极低、或离补库不远，而通信电子、木制品、焦炭、食品等已呈现补库迹象；（4）**年内有望进入补库阶段，但幅度或不及美国：**随着欧央行6月开启降息，以及23Q4以来的制造业修复，24H2欧洲有望逐步进入补库阶段，但经济修复偏弱+降息对经济的传导仍需时间，意味着年内欧洲补库力度或弱于美国。

**海外补库周期启动，出口有望边际改善：**（1）**历史经验看，欧美库存周期与中国出口高度相关：**海外尤其是欧美开启补库后，中国出口增速通常上行，源于欧美等发达经济体仍是外需主要来源地；（2）**海外尤其是欧美补库周期启动，重点关注对欧美出口占比高、金额大且库存处于偏低的细分行业：**消费电子在内的电气设备以及家具灯具、玩具等劳动密集型产品或相对占优；（3）**但需警惕全球经济弱复苏下库存修复力度有限+贸易壁垒扰动的负向影响：**现阶段全球经济整体仍处于弱复苏状态，对应外需修复或偏慢。而5月以来欧美对华贸易壁垒事件频发，对其影响需要持续关注。

**风险提示：**欧美经济复苏偏慢；地缘风险扰动；贸易壁垒事件频发等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
 执业证书编号：S0210523050003  
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳  
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《宏观周报：中美库存周期共振的可能性》— 2024.04.13
- 2、《海外库存周期走到哪了》—2024.02.28
- 1、《宏观周报：中美库存周期共振的可能性》— 2024.01.30

## 正文目录

1 美国：24Q1 补库周期启动 .....	3
2 欧洲：补库力度弱于美国.....	6
3 海外补库周期启动，出口有望边际改善.....	8
4 风险提示.....	11

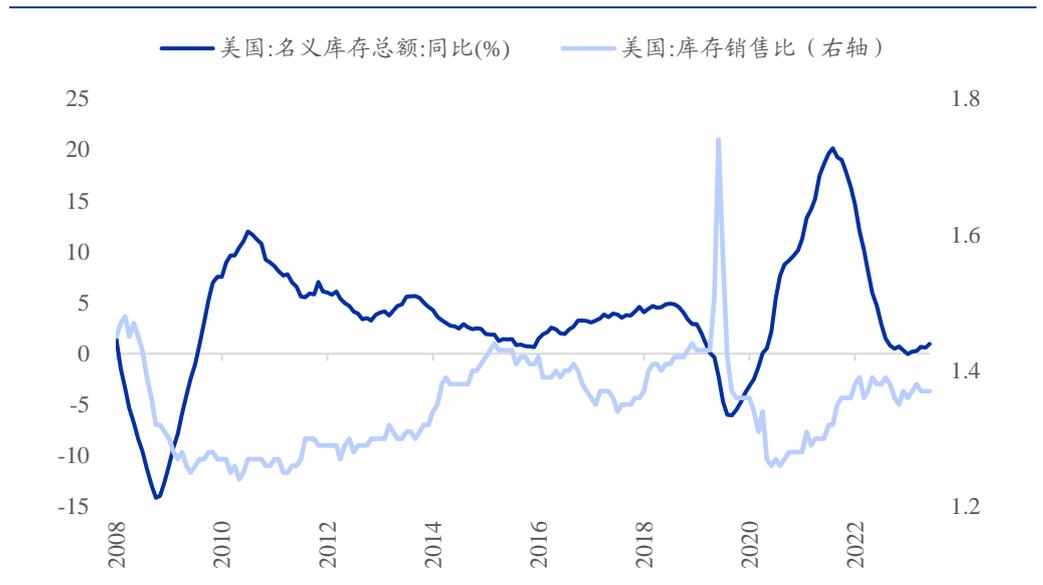
## 图表目录

图表 1：美国名义库存增速和库销比.....	3
图表 2：按制造、批发、零售区分的美国名义库存增速.....	3
图表 3：批发商分品类的名义库存增速.....	4
图表 4：批发商分品类名义库存增速的历史分位值.....	5
图表 5：24Q1 美股上市公司名义库存增速触底回升.....	5
图表 6：24Q1 工业、通讯服务、可选消费库存增速改善明显.....	6
图表 7：欧洲库存变动与制造业 PMI.....	7
图表 8：欧洲零售商和制造商的库存评估情况.....	7
图表 9：制造商分行业的企业库存情况评估.....	8
图表 10：美国开启补库后，中国出口增速通常提升.....	9
图表 11：全球制造业回暖，中国出口增速通常提升.....	9
图表 12：中国对美出口结构（2023 年）.....	10
图表 13：中国对欧盟出口结构（2023 年）.....	10
图表 14：2024 年发达经济体经济回升幅度或相对有限.....	11

## 1 美国：24Q1 补库周期启动

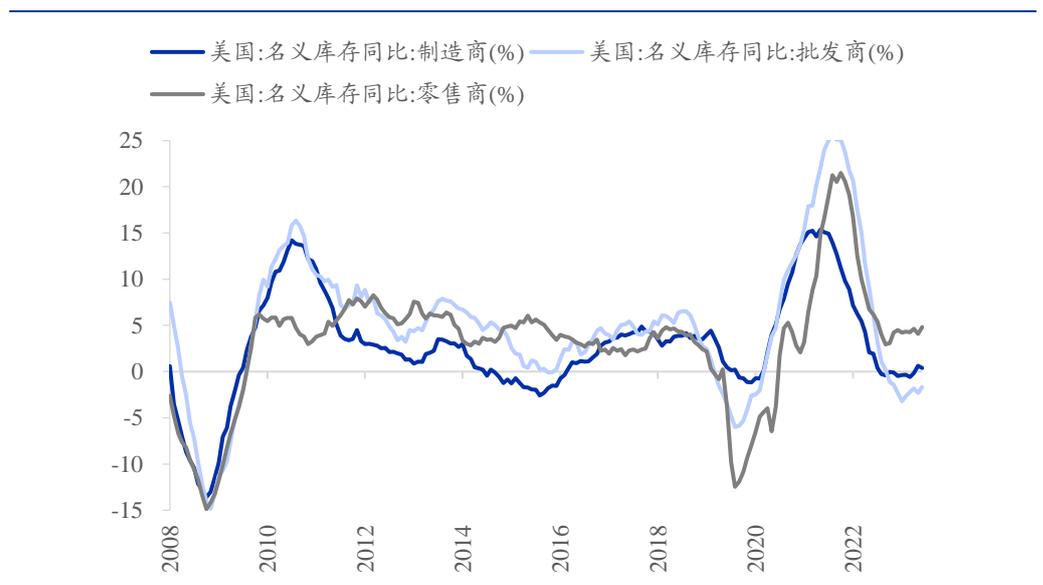
年初以来美国名义库存增速持续提升，整体处于补库早期阶段，其中零售商增速保持领先。截至4月，美国名义库存增速已由年初的0.3%提升至1.0%附近，且增速逐月提升，从表观增速上已表明美国已进入新一轮补库周期。按三大部门分类，4月美国制造商、批发商、零售商名义库存增速分别为0.4%、-1.7%、4.8%，均较年初水平有所提升，其中零售商仍然领先(4.3%→4.8%)，制造商已由负转正(-0.6%→0.4%)，批发商降幅收窄(-2.2%→-1.7%)。

图表 1：美国名义库存增速和库销比



来源：Wind、华福证券研究所

图表 2：按制造、批发、零售区分的美国名义库存增速



来源：Wind、华福证券研究所

**耐用品和非耐用品库存增速均明显改善。**按批发商库存增速看，年初以来耐用品增速明显升温，由1月的1.8%提升至4月的2.6%；非耐用品降幅收窄，由3月的-9.4%升至-8.4%。按细项看，耐用品中除金属及矿产、机械设备外，其余7个品类库存增速提升，其中五金用品(+1.9%)、电脑设备(1.8%)、金属及矿产(+1.5%)等同比改善幅度居前；非耐用品中，除药品外其余品类库存增速仍然为负，但大部分品类降幅均明显收窄，其中石油产品(+5.8%)、农产品(+3%)、食品(+2%)等同比改善幅度居前。从库存的分位数情况看，大部分品类库存处于历史偏低水平，其中食品、服装、酒、纸制品等非耐用品库存分位数在5%以下。而从库存分位数的变动情况看，电脑设备、木材建材、石油产品等已明显改善。

**图表 3：批发商分品类的名义库存增速**

	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
<b>耐用品：</b>	2.6	2.2	2.3	1.8	0.9	0.5	1.7	2.6	3.3	4.7	6.6	8.8	10.3
汽车及零部件	11.3	9.9	11.8	13.2	11.6	10.4	13.5	14.2	14.7	16.8	19.9	22.5	22.7
家具家居	-7.8	-8.2	-10.5	-12.6	-14.8	-15.2	-15.3	-16.6	-13.8	-11.9	-8.7	-5.9	-1.7
木材建材	1.6	0.2	-2.7	-6.5	-10.8	-11.1	-9.3	-8.8	-10.0	-10.7	-11.1	-9.5	-8.3
专业及商业设备	-0.3	-0.7	-0.6	-1.4	-3.0	-6.4	-6.9	-7.3	-6.5	-7.0	-5.0	-2.8	-1.7
电脑设备	4.3	2.5	-1.4	-2.1	-4.9	-14.0	-14.1	-16.4	-17.5	-19.0	-18.1	-17.3	-14.5
金属及矿产	-9.8	-8.3	-7.2	-8.1	-8.6	-7.2	-5.8	-6.6	-4.7	-3.4	-2.6	1.6	2.6
电气及电子产品	-5.1	-5.9	-6.5	-4.6	-4.7	-5.2	-3.8	-3.4	-2.2	3.0	5.5	9.1	13.0
五金用品	-4.5	-6.4	-6.6	-6.8	-7.7	-7.5	-5.9	-4.3	-3.4	-2.6	0.4	2.0	4.7
机械设备	15.0	15.6	16.1	14.7	15.5	15.1	15.9	19.4	19.6	20.5	22.7	24.0	24.1
<b>非耐用品：</b>	-8.4	-9.4	-8.2	-8.4	-8.1	-8.8	-8.4	-7.4	-7.6	-6.4	-6.9	-4.8	0.0
纸制品	-13.3	-14.9	-16.4	-16.3	-15.6	-18.8	-19.4	-19.2	-15.4	-15.8	-13.6	-8.7	-3.8
药品	3.6	2.3	6.1	5.1	6.0	2.5	3.7	4.1	3.5	7.5	5.7	8.2	9.2
服装	-21.0	-21.5	-21.4	-22.8	-23.5	-24.3	-22.6	-22.8	-18.2	-14.2	-7.0	-0.7	3.2
食品	-8.2	-6.2	-5.4	-3.8	-5.3	-6.4	-4.4	-5.5	-5.9	-6.5	-5.0	-2.3	2.5
农产品	-29.2	-32.2	-29.8	-29.1	-26.1	-24.4	-24.0	-27.6	-27.8	-30.8	-36.2	-37.5	-30.0
化学品	-9.1	-10.1	-10.7	-13.9	-13.1	-12.7	-11.1	-10.9	-11.9	-6.6	-5.1	-0.9	-2.2
石油产品	-7.4	-13.2	-19.7	-20.1	-19.3	-14.1	-12.1	-3.9	-9.7	-9.3	-15.7	-14.7	-4.7
酒	-4.4	-4.9	-0.8	-1.7	-2.4	-1.3	-0.4	2.6	4.1	6.4	9.3	15.1	17.4

来源：Wind、华福证券研究所

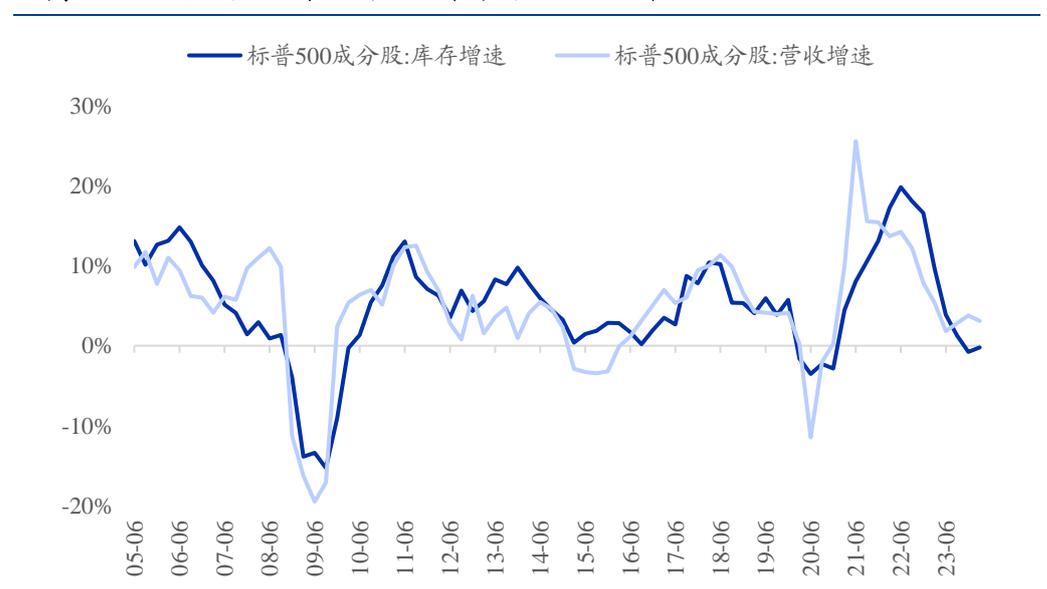
图表 4：批发商分品类名义库存增速的历史分位值

主要品类	历史分位值 (2024.04)	历史分位值 (2023.12)	相对变化
食品	1.7%	5.8%	-4.1%
非耐用品	2.3%	3.4%	-1.1%
服装	2.7%	0.6%	2.1%
酒	4.4%	7.8%	-3.4%
纸制品	4.7%	2.3%	2.4%
农产品	5.4%	7.8%	-2.4%
化学品	6.8%	3.4%	3.4%
五金用品	7.8%	4.0%	3.8%
电气及电子产品	11.6%	12.2%	-0.6%
家具家居	11.9%	3.4%	8.5%
金属及矿产	15.0%	17.7%	-2.7%
石油产品	20.1%	4.0%	16.1%
专业及商业设备	23.2%	15.3%	7.9%
木材建材	30.7%	5.1%	25.6%
耐用品	31.7%	24.9%	6.8%
药品	34.1%	48.1%	-14.0%
电脑设备	52.9%	22.8%	30.1%
汽车及零部件	72.3%	73.0%	-0.7%
机械设备	88.7%	89.7%	-1.0%

来源：Wind、华福证券研究所；历史分位值的计算区间为 2000.01-2024.04

从美股上市公司层面看，年初以来库存增速已触底回升，微观上同样验证美国已开启补库周期。截至 24Q1，美国标普 500 成分股库存增速由上季度的-0.8%回升至-0.2%，结束长达 1 年半的下行态势，整体处于补库初期阶段。而库存增速的好转，一方面源于经过 1 年半的去库周期，现阶段库存已处于偏低水位，另一方面 23H2 以来美国经济边际好转，带动企业营收增速提升，为企业补库提供需求侧动力。

图表 5：24Q1 美股上市公司名义库存增速触底回升



来源：Capital IQ、华福证券研究所

美股分行业看，24Q1 工业、通讯服务、可选消费库存增速改善明显。截至 24Q1，标普 500 分行业中，工业（-5.1%→0.9%）、通讯服务（-17.9%→-13.7%）、可选消费（-11.0%→-6.9%）改善幅度居前，后续在制造业修复+消费仍有韧性的催化下，改善趋势大概率仍能延续。

图表 6：24Q1 工业、通讯服务、可选消费库存增速改善明显

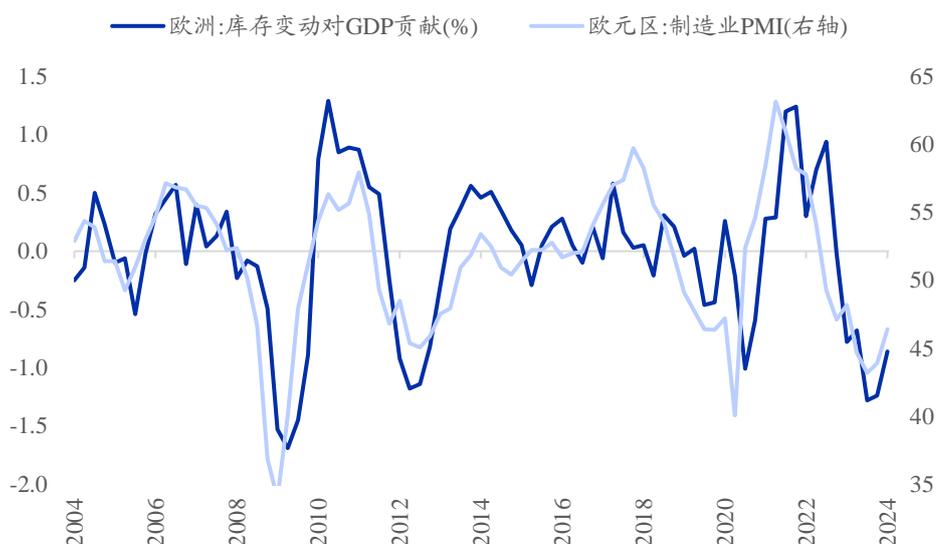
	标普500成分股:分行业库存增速									
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	22-06	22-03	
标普500:	-0.2%	-0.8%	1.2%	3.9%	9.7%	16.6%	18.1%	19.8%	17.2%	
通讯服务	-13.7%	-17.9%	2.7%	-1.0%	0.0%	11.8%	63.2%	72.4%	53.2%	
材料	-9.5%	-5.5%	1.8%	8.9%	17.0%	18.7%	20.0%	23.3%	23.9%	
必选消费	-8.1%	10.2%	15.2%	17.5%	17.9%	9.9%	15.4%	16.2%	19.6%	
可选消费	-6.9%	-11.0%	-10.8%	-5.3%	-0.1%	12.2%	19.3%	28.3%	24.9%	
工业	0.9%	-5.1%	-0.8%	0.2%	4.8%	14.5%	15.6%	17.6%	14.2%	
能源	6.2%	9.6%	10.2%	10.2%	18.1%	22.2%	20.7%	17.7%	9.4%	
医疗健康	6.5%	10.9%	11.5%	10.4%	11.5%	14.0%	9.7%	6.1%	6.2%	
公用事业	8.0%	5.9%	3.3%	16.7%	26.1%	27.1%	25.8%	14.6%	2.8%	
信息技术	8.2%	14.5%	20.0%	26.6%	36.6%	27.8%	28.9%	33.6%	30.1%	

来源：Capital IQ、华福证券研究所

## 2 欧洲：补库力度弱于美国

欧洲库存对 GDP 的拖累已明显收窄，年内有望逐步进入补库阶段，但力度或弱于美国。由于缺乏欧洲库存的存量数据，我们借鉴欧央行的研究思路，用 GDP 核算中库存变动对 GDP 的贡献来近似衡量欧洲库存情况。2022 年开始欧洲库存变动对 GDP 贡献持续下探，到 23Q3 降至-1.3%的局部低点，而 23Q4 开始边际回升，到 24Q1 已回升至-0.9%附近。往后看，随着欧央行 6 月开启降息，以及 23Q4 以来的制造业修复，24H2 欧洲有望逐步进入补库阶段，但经济修复较美国明显偏弱+降息对经济的传导需要半年以上时间，意味着本轮欧洲补库力度或弱于美国。

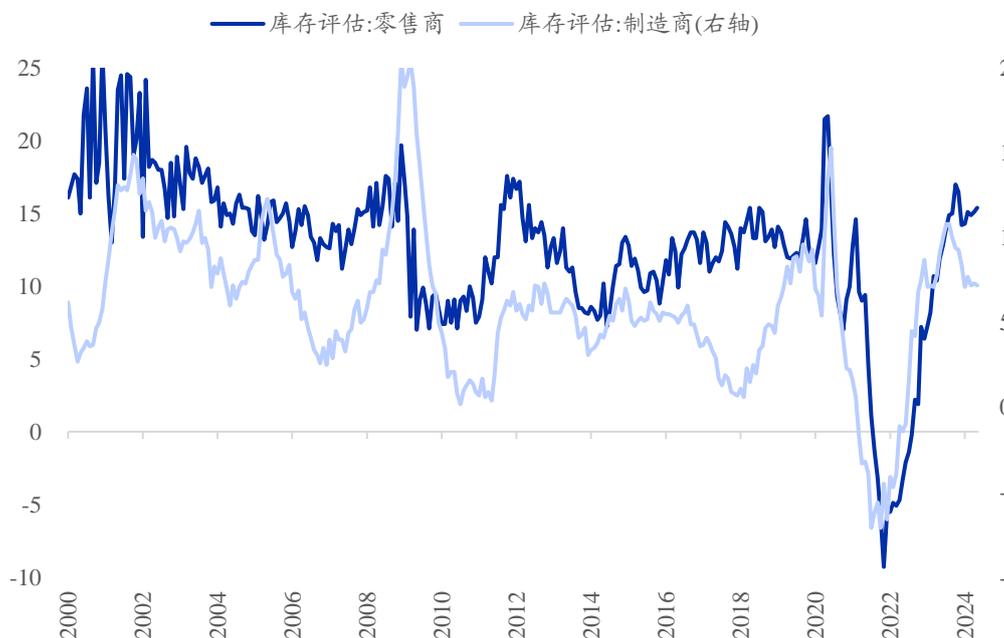
图表 7：欧洲库存变动与制造业 PMI



来源：CEIC、iFind、华福证券研究所

零售商已开启补库，制造商或在去库尾声。根据欧盟委员会的企业调查数据，零售商对库存评估情况在年初以来持续提升，而制造商库存评估情况在 23Q4 大幅回落，24Q1 以来未见明显反转，但并未继续下行，或反映制造商层面去库大概率接近尾声。

图表 8：欧洲零售商和制造商的库存评估情况



来源：欧盟委员会、华福证券研究所，数值越大代表企业认为库存水平越高

分行业层面看，大部分行业库存分位数仍在走低，医药、运输设备、造纸、家具等库存水位极低、或离补库不远，而通信电子、木制品、焦炭、食品等已呈现补库迹象。截至 2024 年 5 月，欧洲制造商 23 个行业中，12 个处于历史分位数 50% 以下，

其中医药、其他运输设备、造纸、家具等库存水位偏低。按库存分位数的变动情况看，23个行业中，15个行业库存水位仍在下降，但通信电子、木制品、焦炭、食品等已呈现补库迹象。

**图表 9：制造商分行业的企业库存情况评估**

主要品类	历史分位值 (2024.05)	历史分位值 (2024.01)	相对变化
医药	7.8%	16.6%	-8.8%
其他运输设备	9.8%	6.4%	3.4%
造纸	11.5%	20.4%	-8.9%
家具	12.5%	24.4%	-11.9%
印刷	18.3%	80.6%	-62.3%
纺织品	19.0%	25.8%	-6.8%
焦炭及精炼油产品	19.0%	11.2%	7.8%
其他制造业	26.5%	55.7%	-29.2%
皮革制品	27.2%	62.9%	-35.7%
木制品	32.6%	17.6%	15.0%
食品	34.3%	26.5%	7.8%
饮料	45.9%	76.1%	-30.2%
化工	56.8%	70.7%	-13.9%
通信电子	64.6%	39.4%	25.2%
非金属制品	66.6%	80.6%	-14.0%
基本金属	72.7%	68.7%	4.0%
金属制品	74.4%	76.5%	-2.1%
橡胶塑料	80.6%	94.2%	-13.6%
电气机械	84.6%	97.2%	-12.6%
汽车	87.0%	47.9%	39.1%
机器设备修理安装	88.4%	96.5%	-8.1%
服装	91.4%	92.1%	-0.7%
机器设备	92.8%	92.1%	0.7%

来源：Wind、华福证券研究所；历史分位值的计算区间为 2000.01-2024.05

### 3 海外补库周期启动，出口有望边际改善

从历史经验看，海外尤其是欧美开启补库后，中国出口增速通常上行。而库存的变化主要反映需求，2022 年在全球央行加息周期+俄乌冲突等因素影响下，全球需求持续下行，美国从 22H2 开始进入去库周期，中国出口增速大幅下滑，2023 年初降幅一度达到两位数。2023Q4 开始，随着全球需求边际回升，中国出口明显回暖，到年底累计降幅大幅收窄。

图表 10: 美国开启补库后, 中国出口增速通常提升



来源: Wind、华福证券研究所

图表 11: 全球制造业回暖, 中国出口增速通常提升

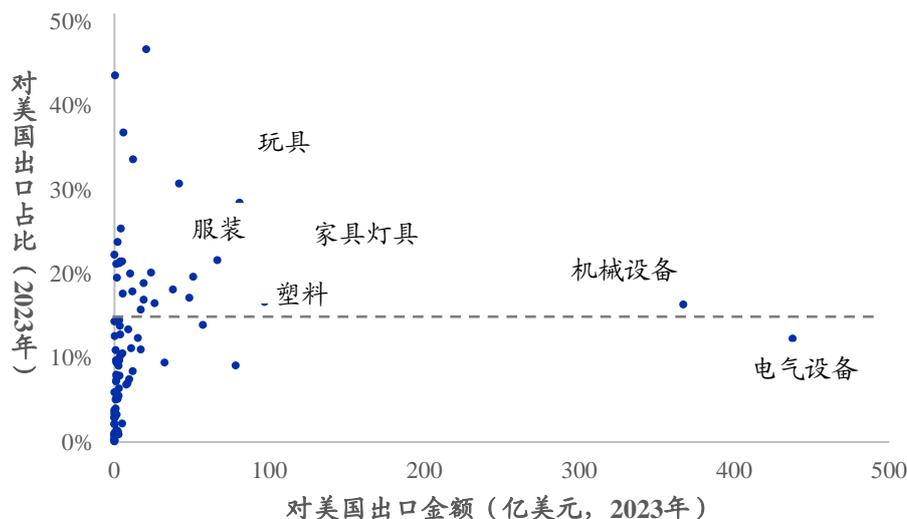


来源: Wind、华福证券研究所

海外尤其是欧美补库周期启动, 重点关注对欧美出口占比高、金额大且库存处于偏低的细分行业。从对美国和欧洲的库存数据分析看, 美国已经处于补库初期, 欧洲年内或有望进入补库阶段。从经济韧性而言, 俄乌冲突以来美国经济表现强于欧洲持续存在, 目前尚未见到反转迹象, 因此美国经济的韧性或指向后续补库幅度上美国强于欧洲, 但具体仍需观察。从分行业视角看, 不同行业库存位置不一, 对国内出口而言, 重点关注对美出口占比较高且金额较大、同时库存处于偏低位置的行业, 消费电子在内的电气设备以及家具灯具、玩具等劳动密集型产品相对占优。

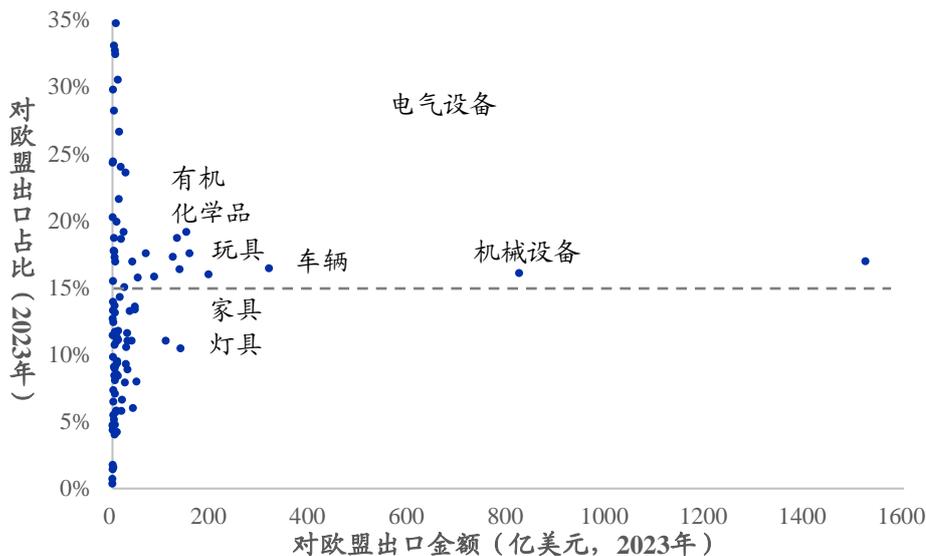


图表 12: 中国对美出口结构 (2023 年)



来源: Wind、华福证券研究所

图表 13: 中国对欧盟出口结构 (2023 年)



来源: Wind、华福证券研究所

但需警惕全球经济弱复苏下库存修复力度有限+贸易壁垒扰动,对国内出口修复高度或带来影响。往后看,在全球经济和贸易环境复苏、欧美由去库进入补库阶段的带动下,国内出口面临的外部环境仍趋改善。但需要指出的是,本轮海外库存周期的修复或相对有限,一方面源于全球经济整体仍处于弱复苏状态,美国经济有韧性但在高利率制约下仍有下行压力,欧洲年内经济修复力度有限,对应外需修复或偏慢。另一方面,5月以来欧美对华贸易壁垒事件频发,5月美国政府宣布对中国钢铝及电池、新能源车等产品加征关税,6月欧盟宣布对华电动汽车加征关税。欧美贸易壁垒对出口的影响,需持续关注。



图表 14：2024 年发达经济体经济回升幅度或相对有限

	G7国家实际GDP增速(含预测)					
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
美国	5.8%	1.9%	2.5%	2.2%	1.8%	2.0%
加拿大	5.3%	3.8%	1.1%	1.2%	2.0%	1.9%
法国	6.4%	2.5%	0.9%	0.8%	1.3%	1.3%
德国	3.1%	1.9%	0.0%	0.2%	1.3%	1.3%
意大利	8.3%	4.1%	1.0%	0.7%	1.2%	1.0%
日本	2.6%	1.0%	1.9%	0.7%	1.0%	1.0%
英国	8.7%	4.3%	0.1%	0.4%	1.2%	1.6%

来源：Factset、华福证券研究所

#### 4 风险提示

欧美经济复苏偏慢；地缘风险扰动；贸易壁垒事件频发等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn