

2024年06月24日

全球制造业 PMI 回暖韧性及影响的几点思考

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 全球制造业 PMI 在 2024 年重新回到荣枯线以上

2024 年 1-5 月，摩根大通全球制造业 PMI 均处在 50% 以上，摆脱了 2023 年相对低迷的状态。部分国家出口增速与部分大宗商品价格出现了较为明显的上行。从历史经验与宏观逻辑上看，或是当前欧美国国家经济需求端的修复、制造业回流等驱动了本轮全球制造业周期回暖，后续全球制造业回暖的韧性与向上修复空间对全球经济、市场有重要影响。

● 美欧经济增长驱动全球制造业回暖，但幅度或相对有限

1. 美国经济需求端保持韧性，后续或温和增长。其一，美国居民净资产与可支配收入持续增长，居民消费或将维持韧性。当前美国劳动力市场的相对强劲与股票市场的长期上涨，带动居民净资产提升与可支配收入增长，叠加美国居民的杠杆率处于较低区间，美国经济需求端韧性较为充足；其二，成屋库存仍较低，地产投资或将温和回升。由于供给较需求下降更多，美国地产投资经历了一定回升。往后看，美国地产的供需缺口尚存，地产投资回升或可延续。不过由于美联储降息时点存在不确定性，本轮地产修复的上行空间有限。其三，补库周期逐渐开启，商品进口需求或将持续提升。2023 年底开始，美国库存同比增速出现明显的触底回升态势，销售总额同比增速在 2024 年也出现相同的趋势，库销比也略有回升，我们判断 2024 年 3 月美国已总体进入到主动补库存阶段，不过本轮美国补库的强度或将偏弱。其四，美国财政付息压力虽有提升，但 TGA 储备充足，财政支出或加快。虽然当前美国财政付息压力增大，但 2024 是大选年，我们认为在 TGA 账户余额较充裕的情况下，拜登政府短期内有较强的动力加快财政开支。

2. 欧洲经济开始缓慢复苏，欧央行开启降息或将提振经济增长。一则欧元区大概率处于补库存的启动阶段，对 GDP 增长的拉动作用或将逐渐增强；二则欧洲央行在 6 月议息会议上开启降息，利率水平的下降对欧洲经济将会有较为明显的支撑作用。往后看，欧洲经济有较大概率会出现逐渐修复的态势，制造业 PMI 也有可能迈入荣枯线以上。

● 全球制造业 PMI 回暖韧性与影响的几点思考

一是可持续性如何？由于美欧经济需求端保持韧性，叠加补库存周期逐渐开始、财政支出短期内或将加快、推动制造业回流本国等因素，本轮全球制造业 PMI 回暖大概率会在 2024 年持续进行。但美联储年内降息空间有限，欧央行降息也存在一定的不确定性，其整体回暖向上的空间也较为有限。

二是会否带来二次通胀？我们认为当前不太可能发生类似 1970 年代的二次通胀。一则 1970 年代二次通胀时美联储货币政策摇摆不定，M2 同比增速相对较高。当下美联储控制通胀态度比较坚决，降息较为谨慎；二则 彼时能源与粮食价格出现大幅上行，对通胀预期产生明显冲击，当下能源价格与通胀预期较为稳定。

三是我国出口是否会充分受益于此？我们认为会受益，但幅度有限。在全球制造业偏弱回暖的情况下，逆全球化思潮不断涌起，各国更为重视供应链安全，制造业机会更偏向于本国/盟友，从而对我国企业出口增速带来一定制约。

● 风险提示：地缘政治风险超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《地产现实预期双弱或打开政策加码空间—宏观经济点评》-2024.6.18

《大宗商品价格向下调整—宏观周报》-2024.6.16

《地产需求端政策延续放松—宏观周报》-2024.6.16

目 录

1、全球制造业 PMI 在 2024 年重回荣枯线以上	4
2、美欧经济增长驱动全球制造业回暖，但幅度或相对有限.....	6
2.1、美国经济表现较好，需求端韧性较为强劲，但向上空间不足.....	6
2.1.1、居民净资产与可支配收入持续增长，居民消费或将维持韧性	8
2.1.2、成屋库存较低，住房需求仍有上升空间，地产投资或将温和回升	10
2.1.3、补库周期逐渐开启，商品进口需求或将持续提升	12
2.1.4、美国财政付息压力提升，但 TGA 储备充足，财政支出仍有余力	14
2.2、欧洲经济开始缓慢复苏，欧央行开启降息或将提振经济增长	16
3、全球制造业 PMI 回暖可持续性影响的几点思考	18
4、风险提示	20

图表目录

图 1：全球制造业 PMI 在 2024 年持续处于荣枯线以上.....	4
图 2：韩国、越南出口均出现改善	5
图 3：2024 年铜价录得较大涨幅	5
图 4：全球制造业 PMI 与欧美制造业 PMI 走势高度相关	6
图 5：美国国内最终购买仍保持较高增速	7
图 6：相较于其他发达国家，美国经济基本恢复至疫情前趋势性水平	7
图 7：美国居民净资产与可支配收入有较大幅度的上升	8
图 8：美国居民净资产变动受股票影响较大.....	8
图 9：美国居民耐用品消费高于疫情前趋势.....	9
图 10：美国居民商品消费同比增速保持连续为正	9
图 11：美国居民家庭负债比率相对不高.....	9
图 12：美国居民部门当前杠杆率相对不高.....	9
图 13：美国股市 2024 年以来上涨较多	10
图 14：美国房贷利率有较大幅度提升	10
图 15：美国房价反弹	10
图 16：美国新房销售有所回升	11
图 17：美国成屋库存较低	11
图 18：美国新房待售量有所回升	11
图 19：美国新开工私人住宅或将持续下行.....	11
图 20：美国住房购买力指数近期维持在 100 以上.....	12
图 21：美国库存总额同比增速回升	13
图 22：美国库销比略有回升	13
图 23：美国零售商可能已经率先开始补库.....	13
图 24：美国零售商库销比缓慢回升	14
图 25：美国批发商库存同比增速内部结构分化.....	14
图 26：美国商品进口金额同比增速持续上升.....	14
图 27：美国财政赤字占 GDP 比重较疫情前偏离不多	15
图 28：美国自由支配财政支出相对较多	15
图 29：美国财政支出结构中利息支出占比在提升.....	15
图 30：美国财政部 TGA 账户余额充足	16

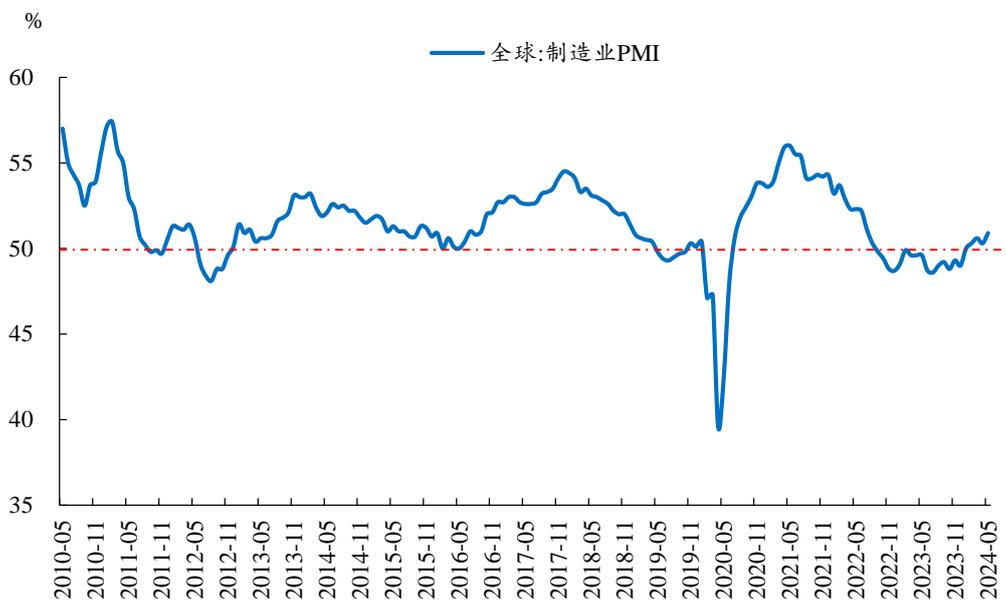
图 31: 欧元区 GDP 增速开始回升	17
图 32: 欧元区工业生产指数开始回升	17
图 33: 欧元区或已逐渐进入补库周期	17
图 34: 欧元区通胀水平连续下降	18
图 35: 美国制造业建造支出仍在持续快速增长 (折年数)	19
图 36: 电子行业的私人投资建造支出增长较快 (折年数)	19
图 37: 1970 年代美国 M2 同比增速相对较高	19
图 38: 1970 年代石油价格上涨将近 10 倍	19
图 39: 全球企业财报电话会中回流相关表述在上升	20
图 40: 受调查企业对各国供应链依赖性和风险的评估	20
表 1: 全球主要经济体制造业 PMI 在 2024 年有不同程度的改善 (%)	5

引言:从2024年1月开始,全球制造业PMI呈现出较为明确的改善,且稳定的处于50%荣枯线以上,其影响在全球经济增长、大宗商品价格、全球贸易等多个维度逐渐呈现。本文试图对本轮全球制造业回暖的驱动因素、向上幅度及可能的影响做出分析。

1、全球制造业 PMI 在 2024 年重回荣枯线以上

2024年1月,摩根大通全球制造业PMI录得50%,**时隔16个月重新回升至荣枯线以上**,且1-5月数值均处在50%以上,摆脱了2023年相对低迷的状态。4月份虽有边际下降,但5月再度回升,全球经济可能处于缓慢修复的状态。

图1: 全球制造业 PMI 在 2024 年持续处于荣枯线以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

分国家来看,发达经济体中,美国制造业PMI¹目前基本稳定在50%以上,相较于2023年呈现出较为明确的改善,欧元区制造业PMI虽尚未回升至50%荣枯线以上,但相较于2023年改善也较为明显,日韩与英国也出现了相似的情况。新兴市场国家中,印度与巴西表现较为亮眼,5月制造业PMI均超过52%,东盟制造业PMI提升趋势也较为明显,2024年基本稳定在51%及以上,其中印尼更是稳定在52%以上。此外,俄罗斯表现也较好,近一年均处于50%荣枯线以上。

在此过程中,部分发展中国家的出口与大宗商品价格均出现了较为明显的提升,其中越南5月出口同比增加12.94%、韩国出口在5月份亦同比增长11.7%,均较2023年出现了较为明显的提升。部分大宗商品价格更是录得较大涨幅,截至6月20日,COMEX铜价录得4.56美元/磅,较2024年初上涨约17%,CRB金属现货指数也录得将约5%的涨幅,显示在这一轮全球制造业改善修复的过程中,对各国经济(特别是出口部门)及商品价格(供给因素可能更关键)都起到了积极的促进作用。

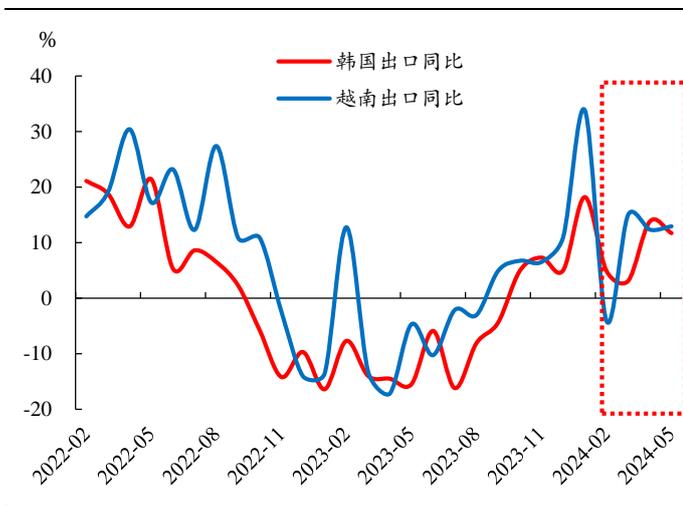
¹ 为统一不同国家之间的横向比较基准,此处制造业PMI数据我们采用S&P Global发布的数据,Institute for Supply Management(ISM)也会发布美国制造业PMI数据,数值上会有一些不同。

表1: 全球主要经济体制造业 PMI 在 2024 年有不同程度的改善 (%)

国家	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06
美国	51.3	50.0	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3
欧元区	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4
德国	45.4	42.5	41.9	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6
法国	46.4	45.3	46.2	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0
意大利	45.6	47.3	50.4	48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8
日本	50.4	49.6	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8
英国	51.2	49.1	50.3	47.5	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5
韩国	51.6	49.4	49.8	50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4	47.8
东盟	51.7	51.0	51.5	50.4	50.3	49.7	50.0	49.6	49.6	51.0	50.8	51.0
越南	50.3	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2
印尼	52.1	52.9	54.2	52.7	52.9	52.2	51.7	51.5	52.3	53.9	53.3	52.5
马来西亚	50.2	49.0	48.4	49.5	49.0	47.9	47.9	46.8	46.8	47.8	47.8	47.7
印度	57.5	58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8
巴西	52.1	55.9	53.6	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6
墨西哥	51.2	51.0	52.2	52.3	50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	51.2	53.2	50.9
俄罗斯	54.4	54.3	55.7	54.7	52.4	54.6	53.8	53.8	54.5	52.7	52.1	52.6
南非	43.8	54.0	49.2	51.7	43.6	50.9	48.2	45.4	46.2	49.4	47.9	48.1

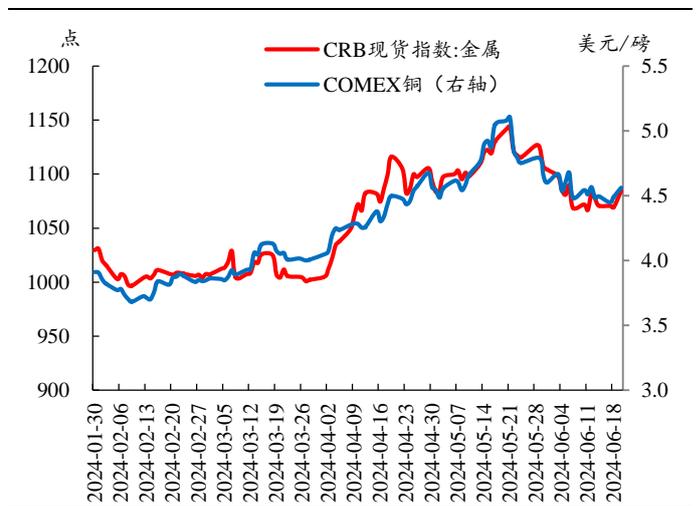
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 韩国、越南出口均出现改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2024 年铜价录得较大涨幅



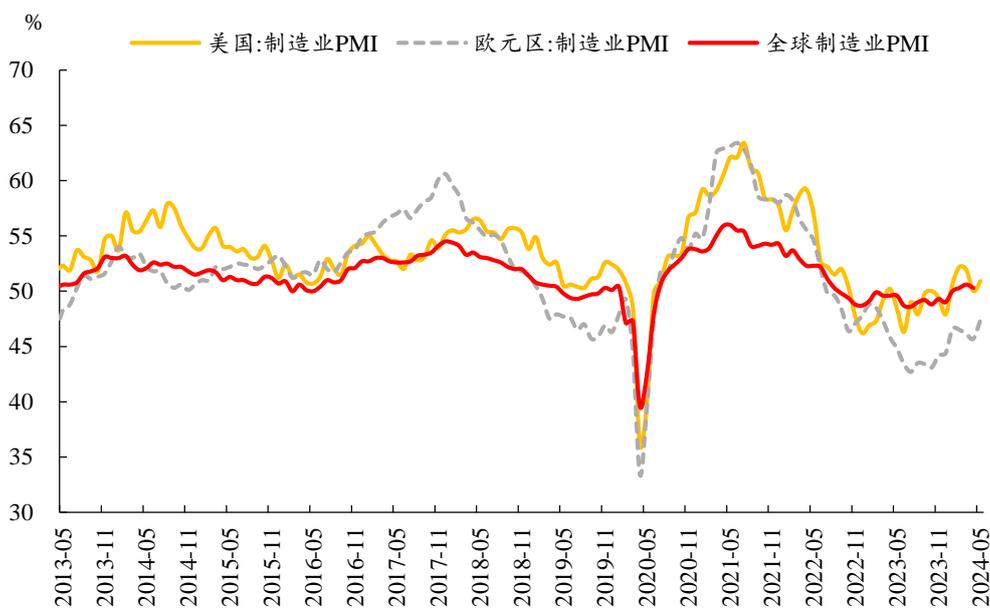
数据来源: Wind、开源证券研究所

由此而引发的思考是, 本轮全球制造业 PMI 抬升背后的驱动因素是什么? 其可持续性以及向上的弹性有多大? 会否带来二次通胀风险? 这对大类资产价格及全球央行的货币政策变动影响至关重要, 亦是后续宏观层面重要的影响因素之一。

从历史经验与宏观逻辑上来看, 我们认为这其中最重要的驱动因素可能是欧美国家经济在高利率水平下表现相对较好, 需求端相对有韧性。如图 4 所示, 全球制造业 PMI 的历史走势与欧美制造业 PMI 走势高度相关, 一方面是因为美欧经济体在全球经济中所占比重较高 (2022 年 GDP 占比约 42%), 对全球经济表现的作用举足轻重; 另一方面则是在当前的全球经济结构中, 美国和欧洲处于全球产业链的核心, 其经济需求端若开始修复/上升, 随之将转化为对商品生产国与资源国 (主要是发展

中国)的产品需求,带动全球制造业 PMI 的接续修复。此外,新冠疫情期间的供应链混乱让全球各国都开始关注供应链的安全问题,叠加当前地缘政治局势波动较大,美国等发达国家开始推动制造业回迁亦或“备份”在其友岸/临岸,亦推动了相关经济体制制造业的发展。最后,自 2022 年底以来的人工智能技术取得了较大发展,新一轮科技革命若隐若现,各国/公司均加大了对相关技术、电力等基础设施的投资,或也对制造业的修复起到了积极的促进作用。

图4: 全球制造业 PMI 与欧美制造业 PMI 走势高度相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

我们沿着上述逻辑,对美国与欧洲的经济现状与前景进行分析,并进一步探讨其需求端的韧性与产业结构/政策的变化与发展,从而探寻本轮全球制造业回暖的可持续性向上修复空间。

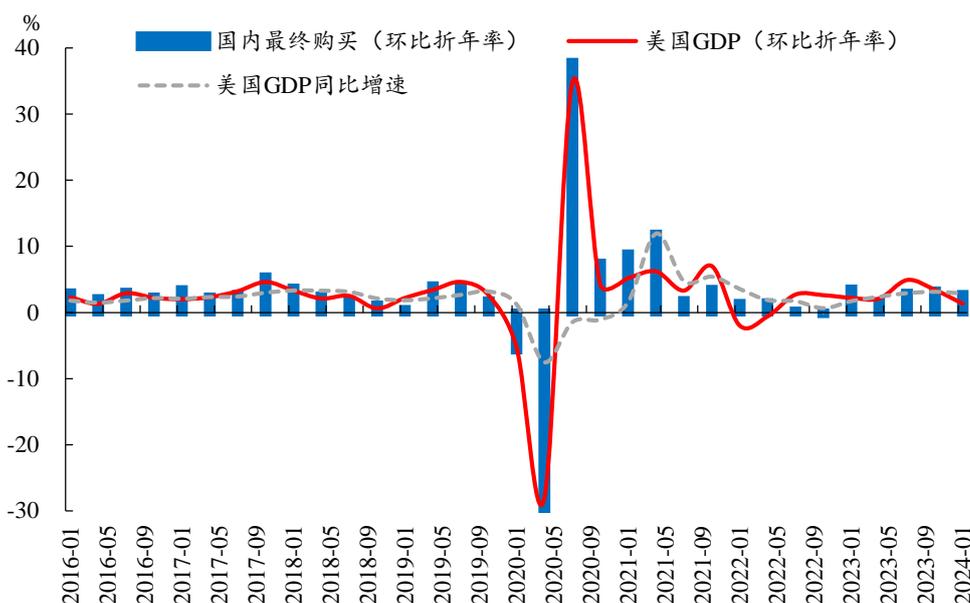
2、美欧经济增长驱动全球制造业回暖,但幅度或相对有限

2.1、美国经济表现较好,需求端韧性较为强劲,但向上空间不足

美国经济需求端整体仍保持韧性。随着美联储在 2022 年 3 月份正式开启本轮加息(总计加息 525bp,幅度为 20 年来最大),市场对美国经济的看法经历了“衰退”→“浅衰退”→“软着陆”→“不着陆”的变化,当下市场对美国经济是“软着陆”还是“不着路”仍有一定的分歧。从最新数据来看,1 季度美国 GDP(终值)环比折年率录得 1.3%,似乎较 2023 年 4 季度下降较多(-2.1 个百分点),但同比增速仍有约 2.9%,相较于 2023 年 4 季度下降幅度较小(详见《美国滞胀风险较低——美国 1 季度 GDP 数据点评》)。考虑到美国经济中消费占据最主要地位,我们使用私人国内最终购买²(private domestic final purchases)来衡量美国经济的需求端,从图 5 可以看到,2024 年 1 季度美国国内私人最终购买环比折年率为 2.8%,相较于 2023 年 4 季度下降 0.5 个百分点,而疫情前 2015-2019 年的平均水平则为 2.8%,说明当前美国国内需求并未出现较大幅度的下滑,整体较有韧性。

² 该指标的定义为真实的个人消费支出(real consumer spending)+私人商业固定资产投资(private business fixed investment)。

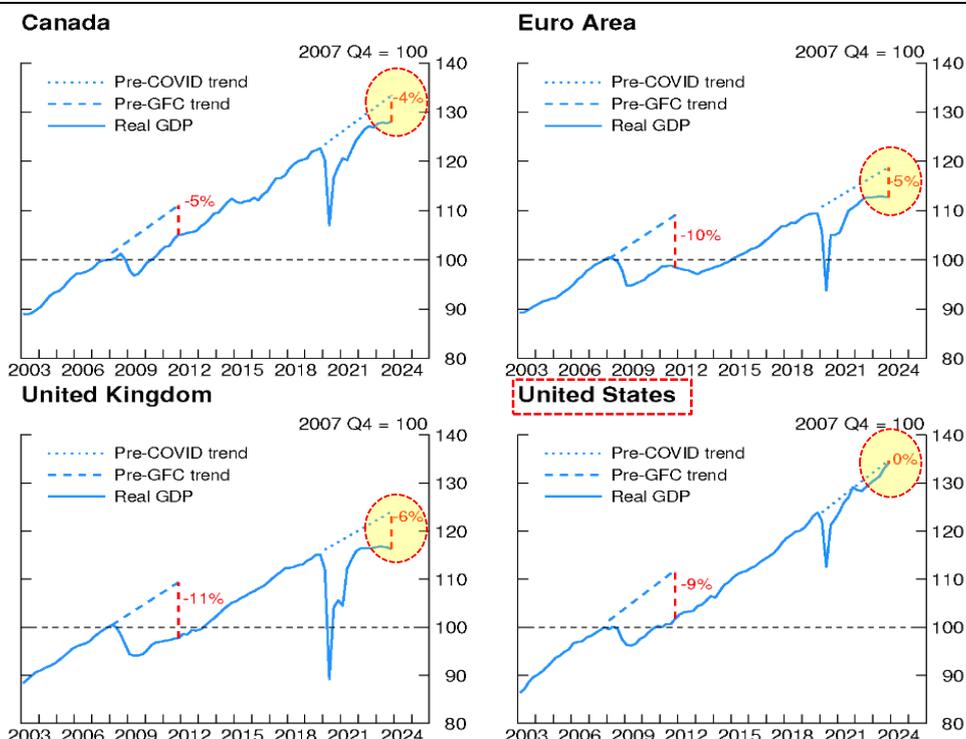
图5：美国国内最终购买仍保持较高增速



数据来源：FRED、开源证券研究所

横向比较来看，即使在发达国家中，美国经济在疫后也经历了相对良好的复苏（与2008年金融危机后不同）。根据美联储的最新研究³，如图6所示，截至2023年底，美国的GDP已经基本回到了疫情前的趋势水平，而其他发达国家则仍有4%-6%的缺额，显示当前美国经济可能处在一个较为稳步的修复状态。当然，后续美国经济的可能变化才是关键，我们沿着前述思路，对美国经济的需求端进行详细分析。

图6：相较于其他发达国家，美国经济基本恢复至疫情前趋势性水平



资料来源：美联储、开源证券研究所

³ 详见：

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/why-is-the-u-s-gdp-recovering-faster-than-other-advanced-economies-20240517.html>

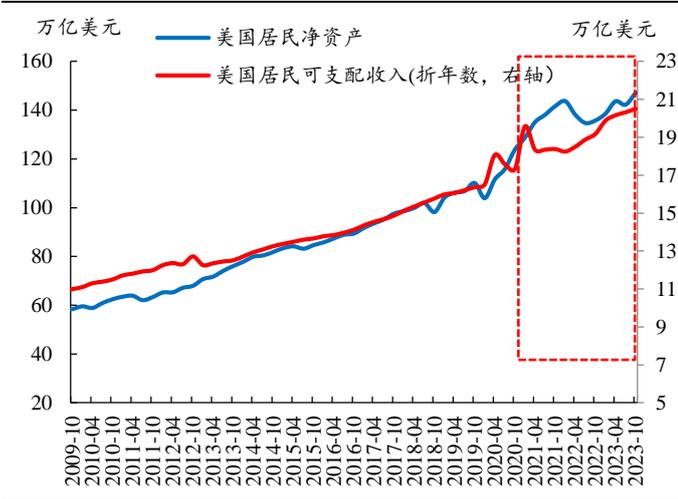
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2.1.1、居民净资产与可支配收入持续增长，居民消费或将维持韧性

美国的经济结构中，消费占比较高，因此居民的消费是国内需求的核心。基于此判断，我们认为当前美国劳动力市场的相对强劲与股票市场的长期上涨，从而带动居民净资产提升与可支配收入增长，是当前美国经济需求端的最重要支撑。

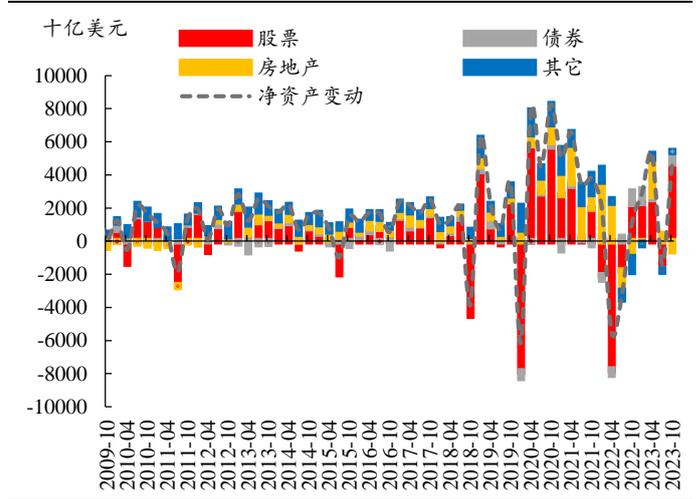
从图 7 可以直观看到，2020 年疫情之后，美国居民的可支配收入与净资产规模均有较大幅度的提升。根据美联储 Z1 表的数据，截至 2023 年底，美国居民净资产较 2019 年底提升了 37 万亿美元至 147 万亿美元，增幅超过 30%，而居民可支配收入也提升了超过 25%。这一方面是美国在疫情初期实施了宽松的财政与货币政策，向居民发放了大量的补贴，直接提升了居民的可支配收入；另一方面则是随着经济需求端的逐渐恢复，美国劳动力市场保持紧张（供需缺口较明显），居民工资收入不断提升。最后，美国股市的不断上升大幅提升了居民净资产，由图 8 可见，美国居民净资产波动在 2020 年疫情以来受到股票价格的影响较大，而 2023 年 AI 引发的美股上涨更是推动了美国居民净资产进一步提升。

图7：美国居民净资产与可支配收入有较大幅度的上升



数据来源：FRED、开源证券研究所

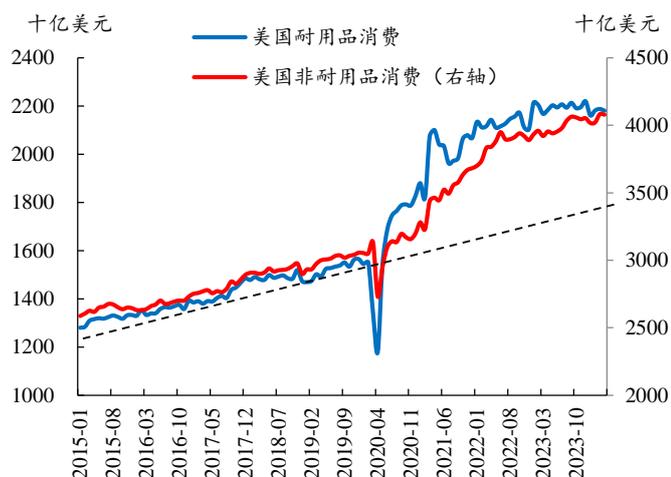
图8：美国居民净资产变动受股票影响较大



数据来源：美联储、开源证券研究所

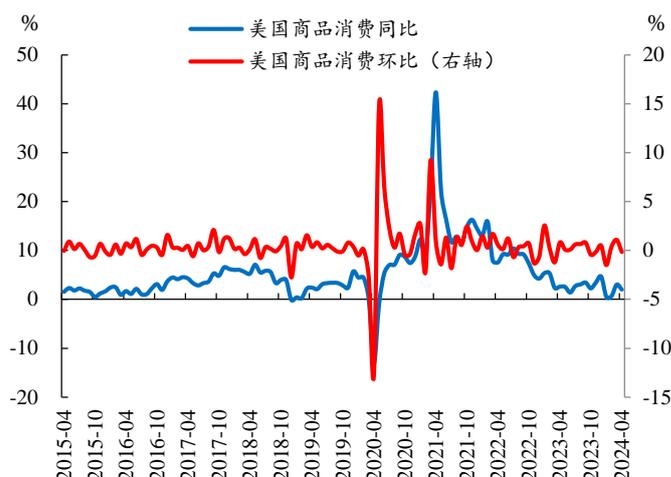
在此背景下，我们观察到美国居民的消费维持了较为明显的韧性。由于本篇报告主要讨论制造业相关问题，虽然在美国居民的服务消费占比更高，但此处我们聚焦美国居民的商品消费。由图 9 可知，疫情后美国居民的商品消费出现了一波明显的上行，2022 年后相关消费的增速虽然有所下行，但仍较 2015-2019 年的趋势水平要高，而自 2023 年以来，美国商品消费（耐用品+非耐用品）的同比增速一直保持为正，其平均增速为 2.82%，较 2015-2019 年的平均增速 3.12%并未出现大幅下滑。当然这其中与美国通胀水平的提升或有一定的关系，但更重要的或是美国居民的收入与净资产趋势改善所带动的消费支出的中枢提升。

图9：美国居民耐用品消费高于疫情前趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

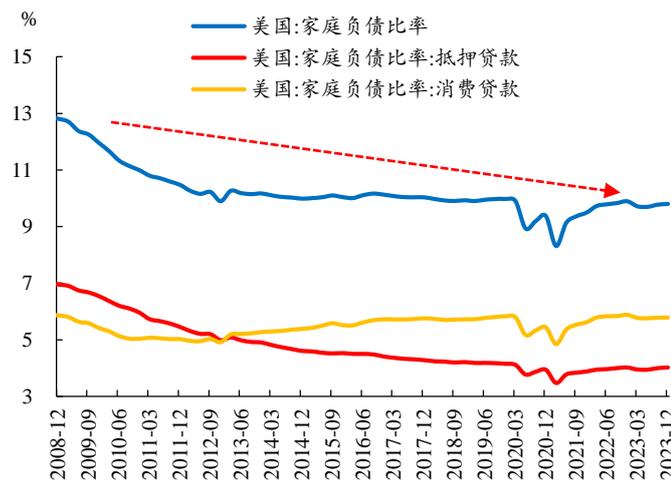
图10：美国居民商品消费同比增速保持连续为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

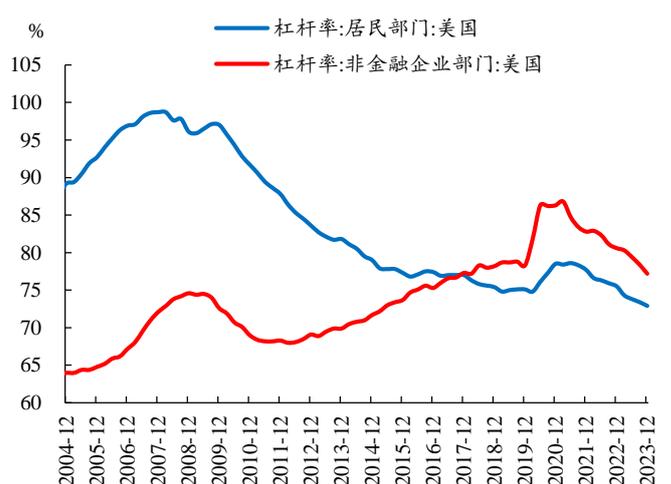
此外，另一个支撑居民消费的关键点在于美国居民的杠杆率近年来持续处于较低区间。2008年金融危机后，美国居民部门和非金融企业部门一直处于去杠杆的状态，截至2023Q4，美国居民家庭负债比率⁴为9.8%，虽然较2023Q1提升了0.09个百分点，但疫情前2015-2019年的家庭负债比率的均值为10.01%，也即当前美国居民家庭负债比率相较于疫情前有所下降。分结构来看，消费贷款负债比率相较于疫情前（2015-2019）平均水平稍高，但抵押贷款负债比率目前仍相对较低。从居民杠杆率来看，截至2023Q4美国居民杠杆率为72.9%，仍处于去杠杆的过程中，绝对水平也相对不高，因此我们认为当前美国居民的财务水平仍比较健康。虽然近期美国信用卡拖欠率等有所上升⁵，但考虑到目前美国经济呈现出较为明显的结构性分化特征，我们认为后续美国消费可能会在增速方面略有受限，但整体将保持较强韧性。

图11：美国居民家庭负债比率相对不高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国居民部门当前杠杆率相对不高



数据来源：Wind、开源证券研究所

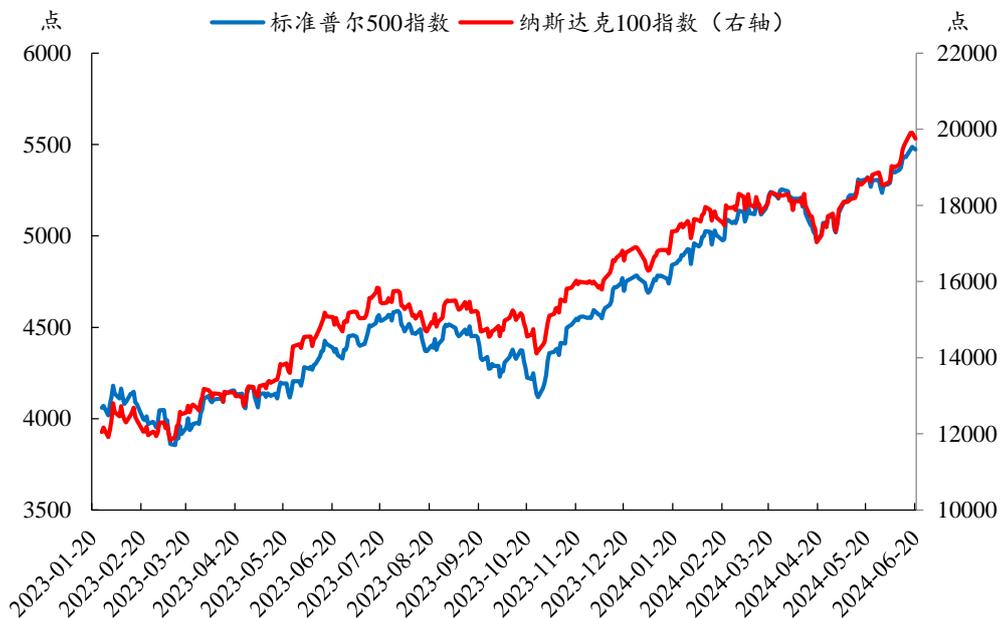
此外，考虑到2024年以来美国股市表现较好，而根据前述分析，股票在美国居民净资产变动中发挥着非常重要的作用，因此当前美国居民净资产有很大可能维持正增长，且从我们前期对大选年的股市复盘来看，美股在大选年的表现都相对较好

⁴ 家庭负债比率（DSR）定义为家庭债务偿还总额与可支配总收入的比率，包含抵押贷款与消费贷款两个部分，数据季度发布。

⁵ <https://usstock.jrj.com.cn/2024/05/28093940795564.shtml>

(详见《拜登、特朗普再度对决：焦灼选情或放大市场波动》)，因此后续股市所形成的财富效应有较大概率将会持续，从而为消费形成一定的支撑。

图13: 美国股市 2024 年以来上涨较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1.2、成屋库存较低，住房需求仍有上升空间，地产投资或将温和回升

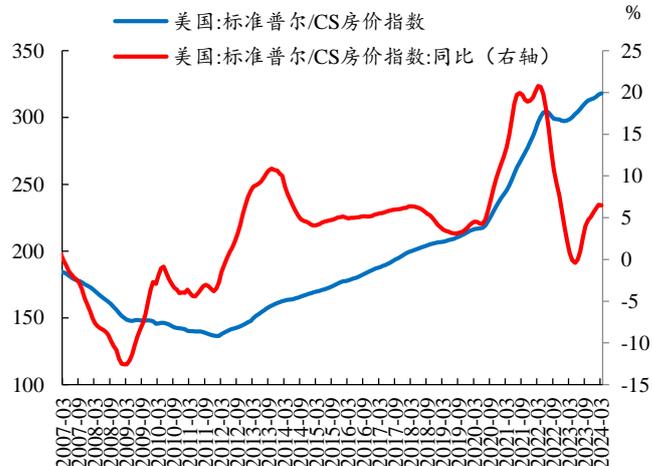
由于供给较需求下降更快，美国新房销售与地产投资在本轮加息中率先实现一定回升。地产投资作为美国经济中的重要一环，亦是美国经济的重要支撑及我国部分行业出口的重要变量。历史经验来看，当美联储开始加息时，由于房贷利率上行，美国地产会受到一定程度的压制，房价会下跌，房屋成交量下降、地产相关的投资或将受到较为明显的抑制。但在 2023 年中后，美国房贷利率虽然仍超过 6%，但房价却出现了反弹，相应的成屋销量虽仍在下降，新房销售却持续上行，并带动我国相关部分出口企业的业绩改善。

图14: 美国房贷利率有较大幅度提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 美国房价反弹

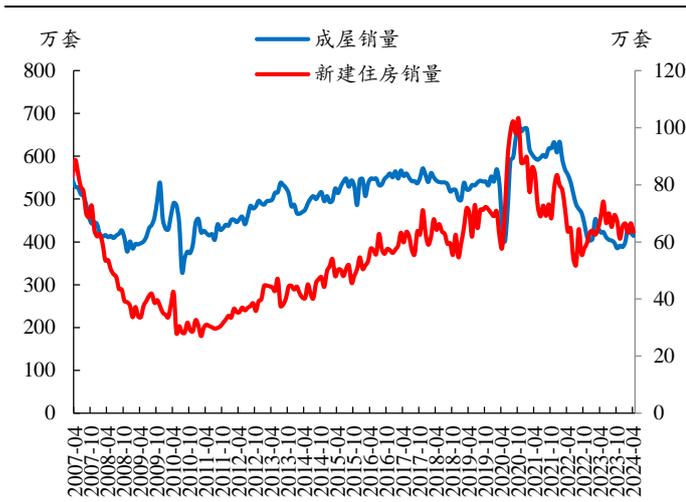


数据来源: Wind、开源证券研究所

究其原因，本轮美国地产能够在相对高的房贷利率下维持较高的韧性，甚至新

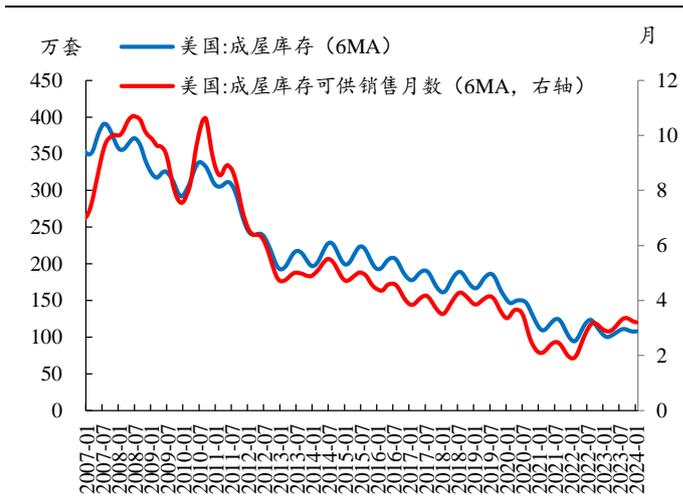
房销量较 2022 年中低点回升，主因供给（成屋为主）较需求下降更快，居民转向新房购买，促使开发商增加了住房投资。具体而言，在新冠疫情初期，美国居民对住房需求较为旺盛（疫情带动的居住需求上行），叠加房贷利率水平处于低位（约 3%），房屋库存被持续消耗。而后美联储加息，房贷利率快速上升，成屋住宅的供给遭到抑制（换房成本提升），库存持续处于低位。在居民收入增加的同时，住房需求部分转向新房购买。随后房价止跌回升，叠加美联储加息进入尾声，利率水平停止上行，地产商逐渐增加住房投资，最终带动美国地产（投资+新房销售）回暖。

图16：美国新房销售有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

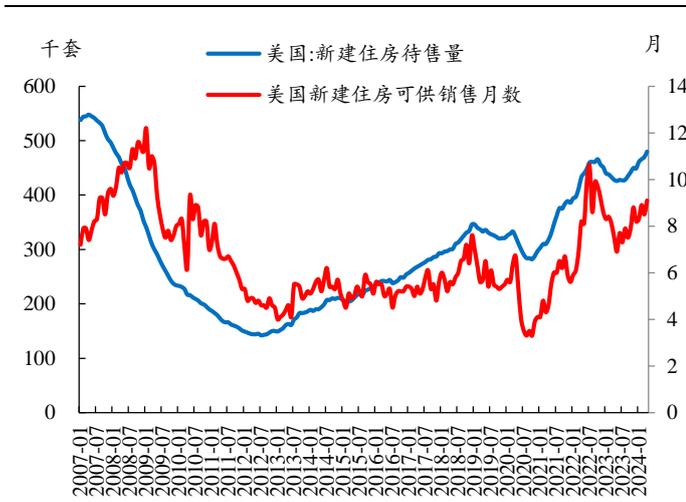
图17：美国成屋库存较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

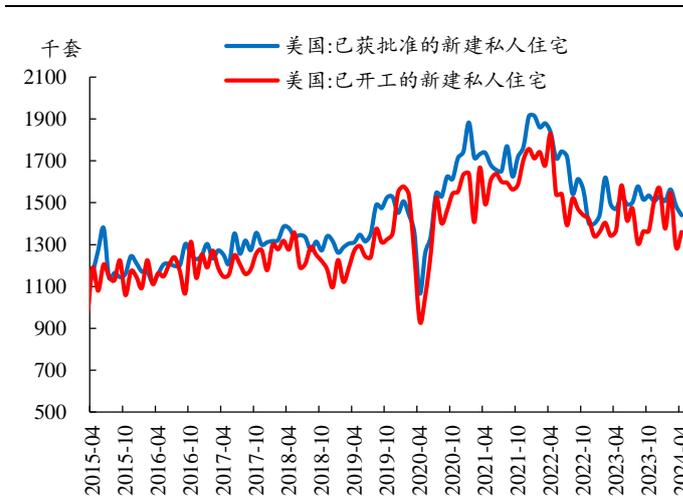
往后看，我们认为美国居民的需求端仍有韧性和上升空间，从而带动地产销售与投资温和增长。如图 18、19 所示，自 2023 年 5 月后，美国新房待售量及可供销售月数均有所上行，新开工的新建私人住宅保持震荡，美国新房销售与地产投资似乎有所放缓。这背后的原因可能是 1) 美联储降息预期不断推后，带动房贷利率中枢提升，叠加房价处于高位，对需求端形成一定潜在压制；2) 地产商面临较高的再融资成本，其可能也不愿意大规模加大投资。但如前所述，需求端的韧性是本轮美国地产周期回升的关键，因此需求端的波动是决定后续美国地产销售与投资的关键。

图18：美国新房待售量有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：美国新开工私人住宅或将持续下行



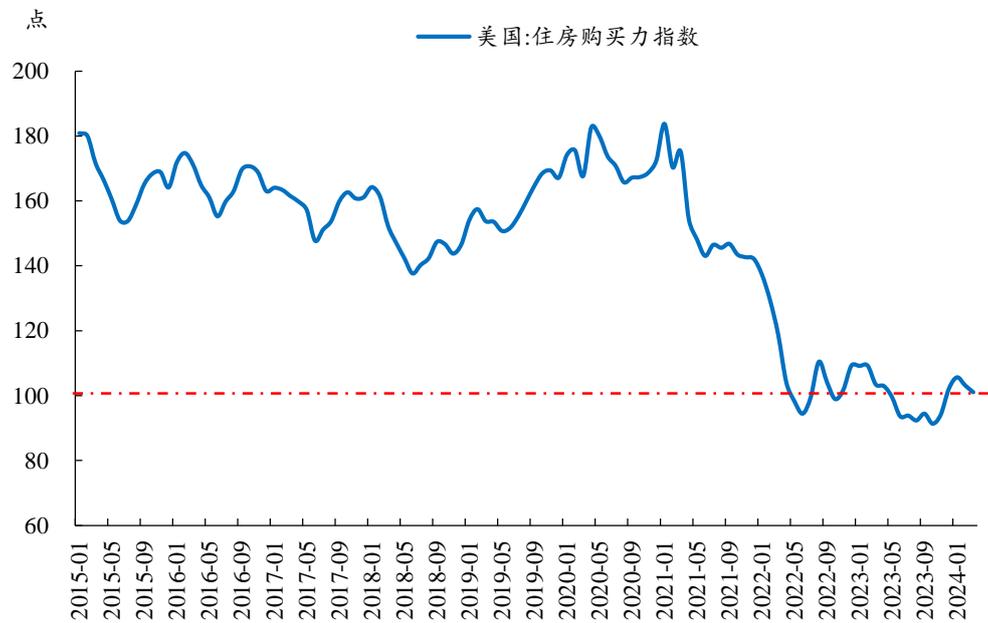
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们从两个指标来观察美国地产需求端的空间，其一，全美房地产经纪人协会

(National Association of Realtors) 每月会发布住房负担指数 (Housing Affordability Index), 用以衡量一个典型家庭的收入是否足以获得国家和地区层面典型住房的抵押贷款⁶, 100 以上表示可以比较充足地获得相关的抵押贷款。截至 2023 年 3 月, 该指数录得 101.1, 且自 2023 年 12 月起便持续超过 100, 说明当前美国居民购房能力较强。其二, 如我们在图 11 中所示, 当前美国居民的抵押贷款家庭负债比率还相对较低, 居民还有加杠杆空间。综合两个指标来看, 且考虑到市场对于美联储 2024 年的降息有比较强的预期, 房贷利率也比较难上升, 因此我们认为美国地产在需求端仍有一定的韧性和上升空间。

结合美国住房的交易结构来看, 当前美国居民地产交易中, 新房占比约 13%, 在成屋库存仍处于较低区间的背景下, 居民对于新房的需求或仍较强, 因此还存在一定的供需缺口, 开发商或会继续进行相关的地产投资。不过考虑到美联储降息时点存在不确定性, 本轮地产修复的上行空间有限, 且过程会较曲折。

图20: 美国住房购买力指数近期维持在 100 以上



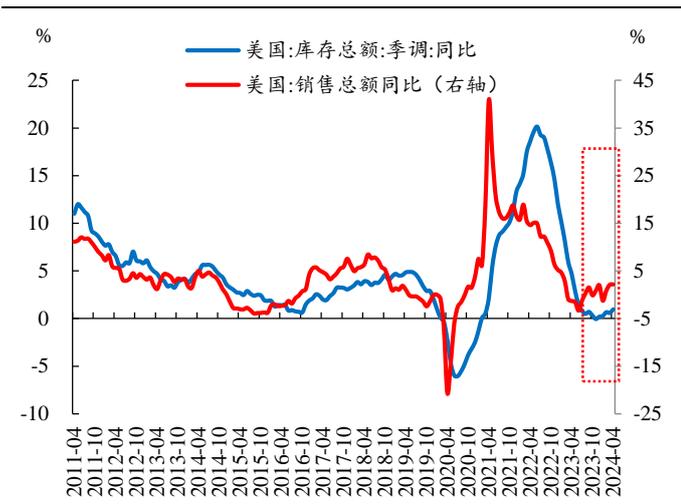
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1.3、补库周期逐渐开启, 商品进口需求或将持续提升

库存周期的重启也是后续美国需求可能提升的重要一环。首先从总量层面来看, 在疫情初期, 由于商品短缺, 在牛鞭效应的带动下, 美国开启了一波较为明显的补库, 如图 21 所示, 美国库存同比增速在 2020 年 3 月-2022 年 5 月经历了较为明显的提升, 而随着美国在 2022 年逐渐放松疫情管控, 居民商品消费转向服务消费, 美国开始进入到去库存阶段。我们结合销售同比增速与库销比两个指标一起来看, 从 2023 年底开始, 美国库存同比增速开始出现明显的触底回升态势, 销售总额同比增速在 2024 年也出现相同的趋势, 库销比也略有回升, 因此可以基本判断, 在 2024 年 3 月美国已总体进入到主动补库存阶段。

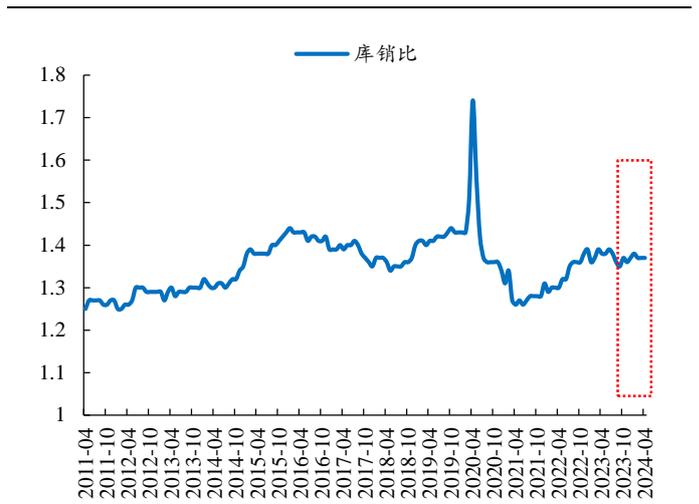
⁶ 该指数信息详见: <https://www.nar.realtor/research-and-statistics/housing-statistics/housing-affordability-index>

图21: 美国库存总额同比增速回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

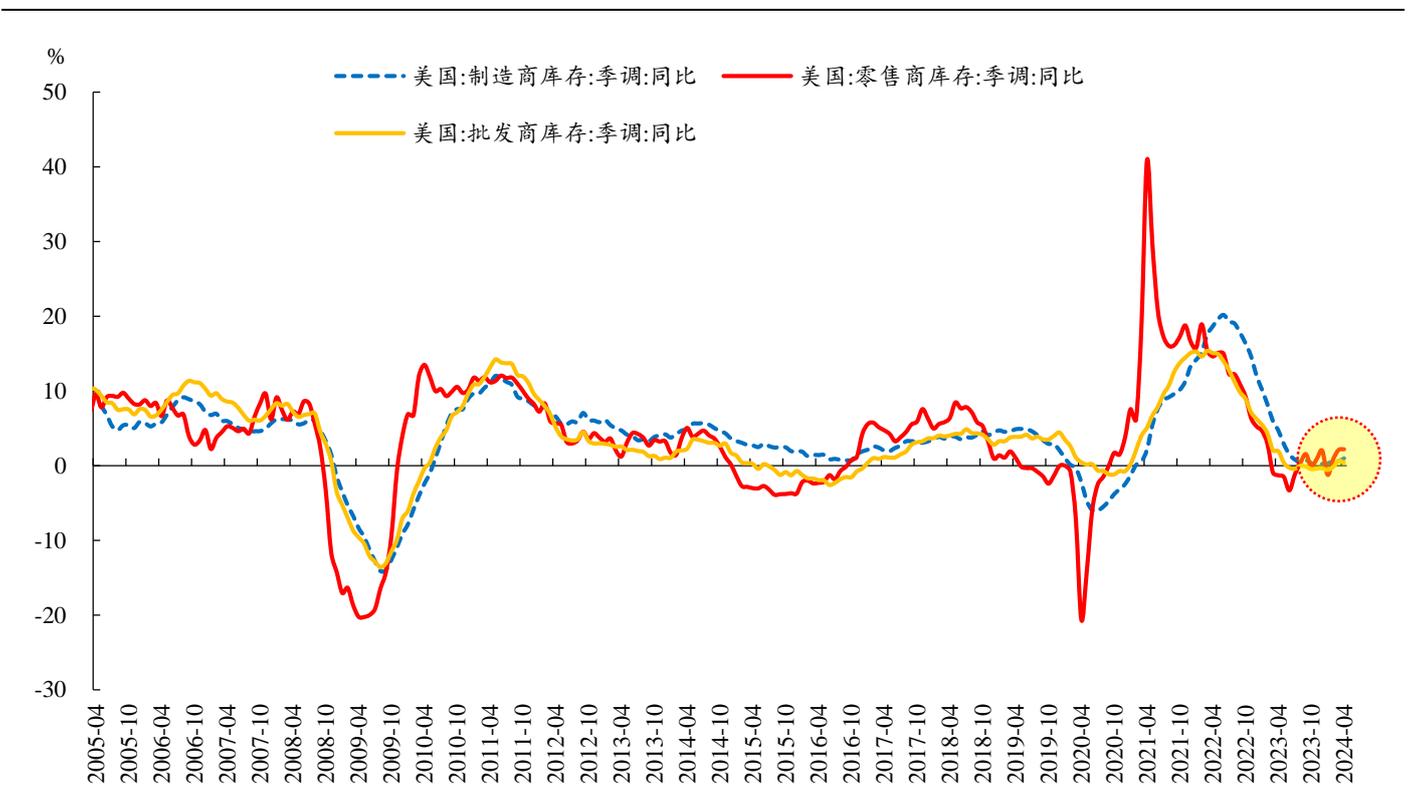
图22: 美国库销比略有回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

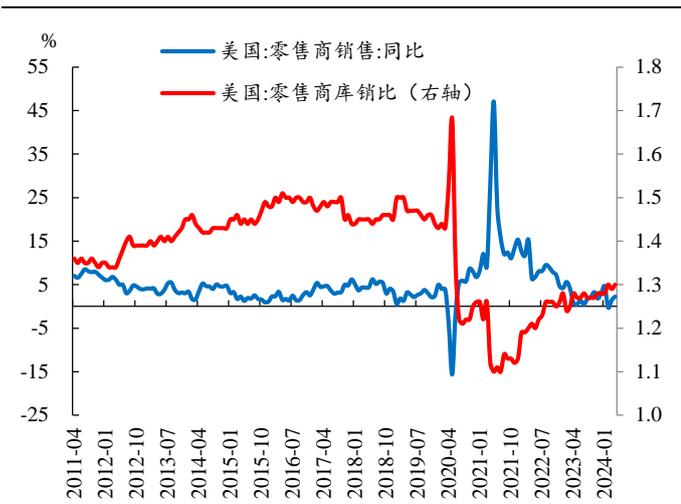
具体到各细分行业，补库存节奏上则略有不同。数据上来看，美国零售商库存同比增速在2023年6月已开始见底回升，而制造商库存同比增速、批发商库存同比增速则分别在2023年11月、2024年3月才开始转正。结合零售商销售及库销比来看，当前美国零售商的补库仍在进行中。批发商库存表现则略有分化，从图25中可以看到，美国耐用品与非耐用品的销售同比增速已在2月份由负转正，同时耐用品库存同比增速也出现持续的回升，但非耐用品的库存同比增速仍在持续下降中。我们认为这与牛鞭效应逆转有关，但考虑到后续美国消费仍能够维持一定的韧性，我们认为后续非耐用品也将会步入补库周期。

图23: 美国零售商可能已经率先开始补库



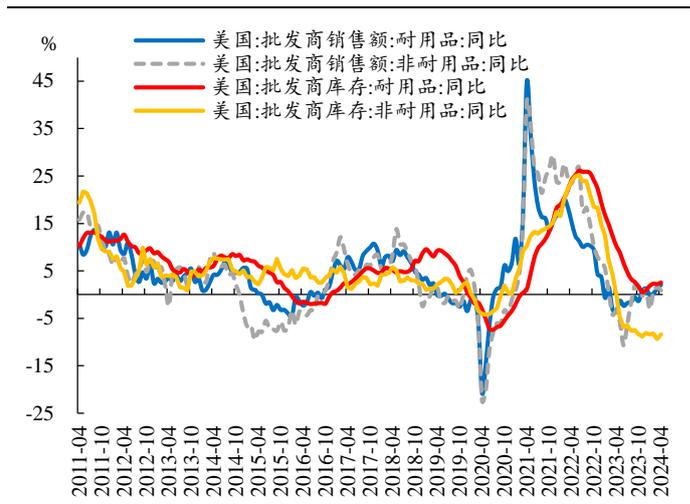
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24：美国零售商库销比缓慢回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

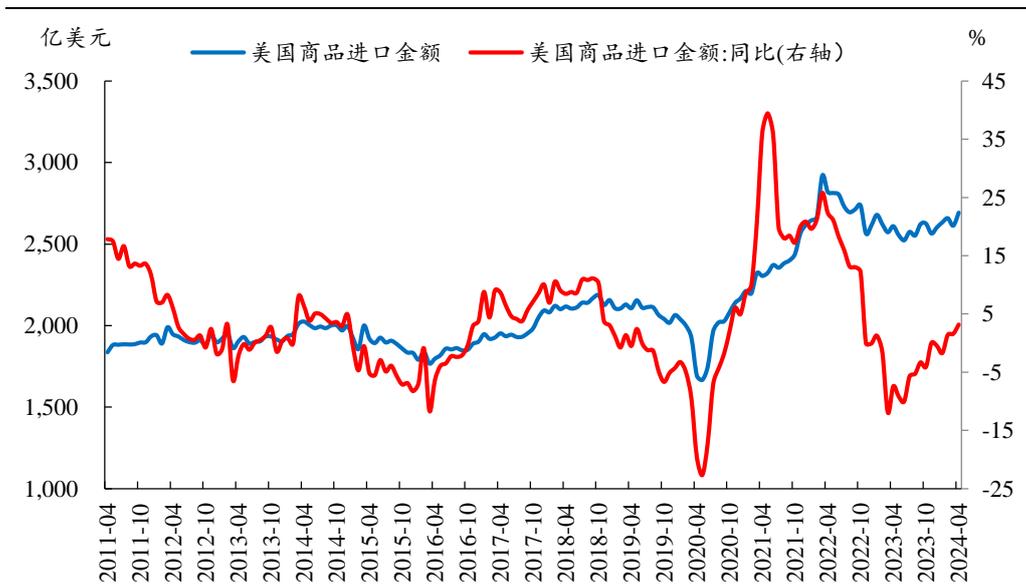
图25：美国批发商库存同比增速内部结构分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着美国补库周期的开始，美国商品进口增速或将持续上升。4月份美国商品进口金额同比上升3.16%，已经连续3个月转正。不过我们认为本轮美国补库的强度或将偏弱，参考2016-2018年美国的补库周期（彼时美联储亦处于加息周期中），美国库存同比增速中值在3%左右。而本轮美联储加息幅度更高，对需求的压制或也将更加明显，本轮补库所带来的商品需求或将更加疲软。

图26：美国商品进口金额同比增速持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

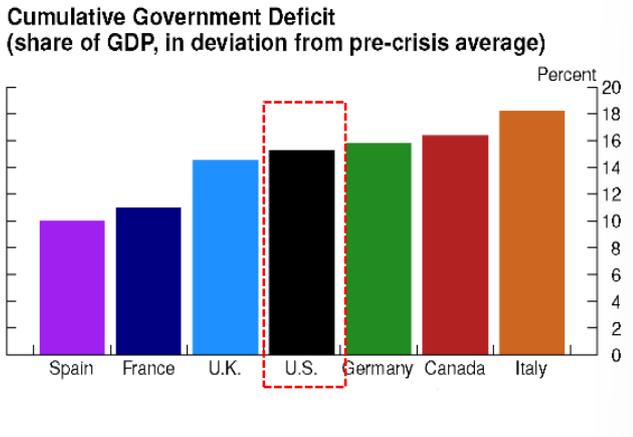
综合上述分析，可以发现美国在居民商品消费维持韧性、地产投资温和回升以及补库周期的逐渐开启这三大要素的推动下，经济需求端或将能够维持一个相对温和的上升趋势，其商品进口金额同比增速也已经连续回升。当然，上述分析仅考虑了经济的自身修复力量，而实际上，本轮美国经济修复中，财政的作用也不容小觑，而且恰逢大选年，美国财政或也将成为美国经济后续的一个重要变量。

2.1.4、美国财政付息压力提升，但TGA储备充足，财政支出仍有余力

2020-2022年美国联邦政府共推出了3轮重大的财政支出法案，且直接补贴至居民部门，推动了需求端修复。根据美联储的研究，虽然美国在疫情期间的财政支出

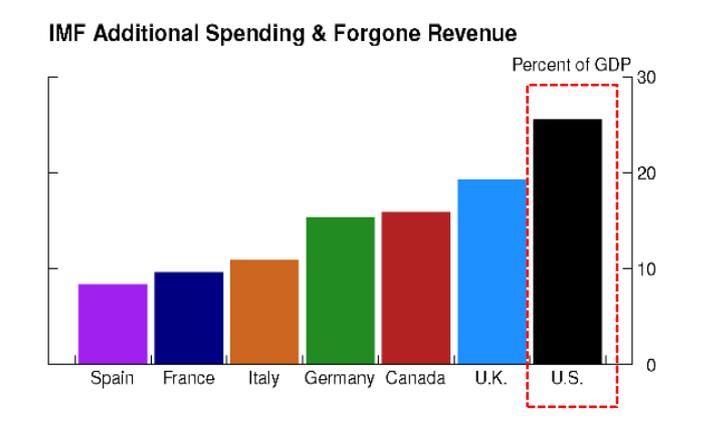
占 GDP 的比重（较疫情前的改变）同其他发达国家相比并不高，但由于美国的自由支配的财政支出相对较多（相较于 2015-2019 年），经济整体修复得比较好。

图27：美国财政赤字占 GDP 比重较疫情前偏离不多



资料来源：美联储、开源证券研究所

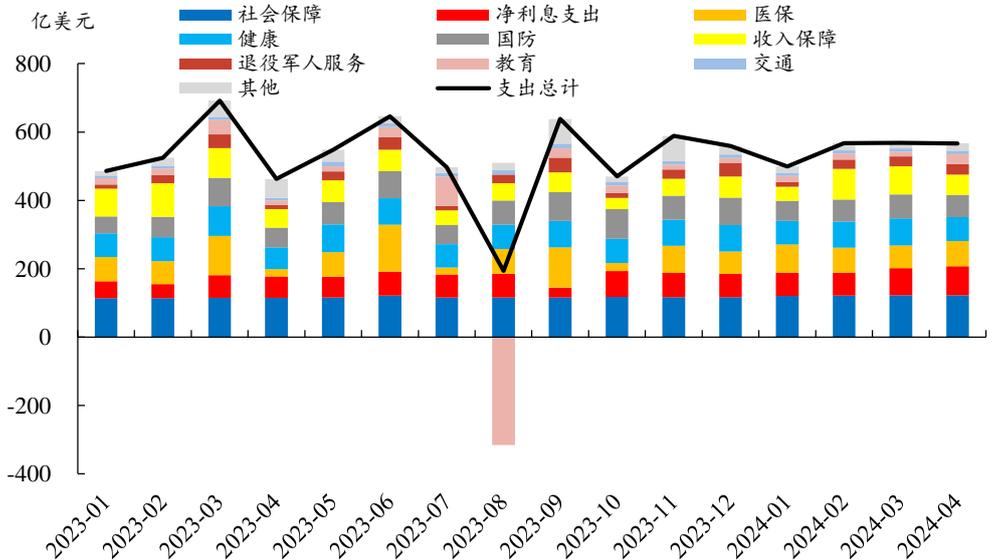
图28：美国自由支配财政支出相对较多



资料来源：美联储、开源证券研究所

沿着上述思路，我们认为财政仍会在 2024 年对美国形成一定支撑。当前关于美国财政可持续性的讨论非常多，其主要担忧在于：一则美联储的加息带动美国国债的付息成本接连上升，截至 2024 年 4 月，美国联邦债务平均利率约为 3.23%，较 2021 年 6 月的低点提升超过 1.6 个百分点，4 月份美国净利息支出已升至 847 亿美元（占总支出比重约为 14.95%）；二则考虑到当前美国通胀黏性较足，美债收益率易上难下，随着之前低成本的债务逐渐到期，后续债务成本还会继续上升，因此美国财政或很难继续扩张。

图29：美国财政支出结构中利息支出占比在提升



数据来源：美国财政部、开源证券研究所

但 2024 是美国大选年，我们认为短期内美国财政扩张应该还能有所延续。拜登政府上台以来，相继推出了包括《基础设施建设法案》、《芯片与科学法案》和《通胀削减法案》等多个引导制造业发展和回流的产业政策，并作为其政绩。在 2024 财年的预算中，拜登政府也不断强调扩大投资。美国政府的自主性支出（discretionary spending）近年来一直处于上升状态，2023 年美国联邦政府自主性支出约为 1.72 万

亿美元，而根据 CBO 的最新预测，2024 年的赤字将达到 1.92 万亿美元，高于 2023 年的 1.69 万亿美元，自主性支出或将上涨到约 1.8 万亿美元⁷。考虑到 2024 年美国财政部 TGA 余额基本维持在 7000 亿美元以上，拜登政府有很大动力加快财政支出，以支撑美国经济增长，进而提升自身选举优势。

图30：美国财政部 TGA 账户余额充足



数据来源：Wind、开源证券研究所

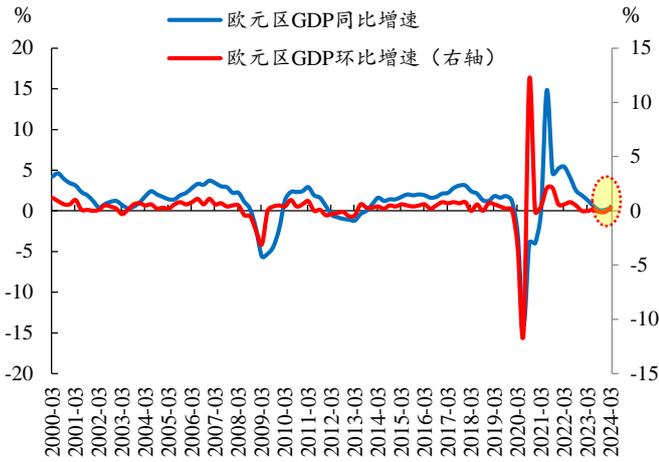
2.2、欧洲经济开始缓慢复苏，欧央行开启降息或将提振经济增长

相较于美国而言，欧洲经济在 2008 年金融危机及 2011 年欧债危机后表现一直相对较弱，2022 年俄乌冲突导致其遭遇能源危机，经济增长再度遭受挫折。但欧元区作为全球第三大经济体，且制造业相对较为发达，其经济表现对全球制造业的驱动作用不可小觑。

2024Q1 欧元区 GDP 同比增长 0.4%，虽然在全球主要经济体中表现仍较差，但相较于 2023Q3、Q4 已经有了一定程度的反弹，环比增速也由负转正。欧元区 20 国工业生产指数在 2024 年已经连续 3 个月上涨，从数据上来看，欧元区经济大概率已经开始进入一个缓慢的修复过程中。此外，如果我们观察欧元区的库存数据，可以发现欧元区也大概率处于补库存的启动阶段。如图 33 所示，2023 年 3 季度之后，欧元区存货变动开始呈现出较为明显的上升态势，其对 GDP 增长的拉动作用也在增强。

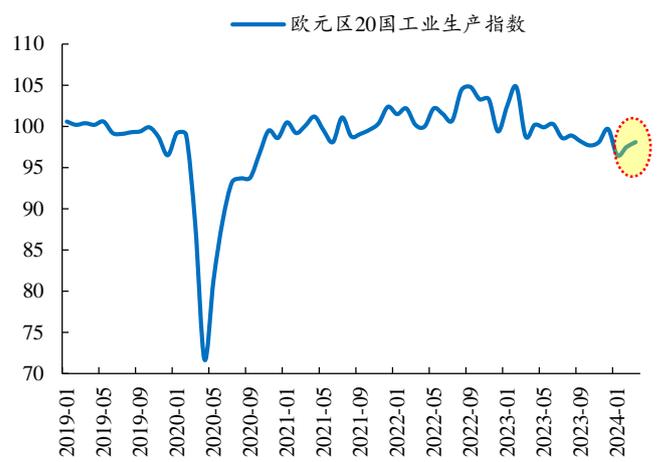
⁷ 详见：<https://news.10jqka.com.cn/20240619/c658967928.shtml>

图31：欧元区 GDP 增速开始回升



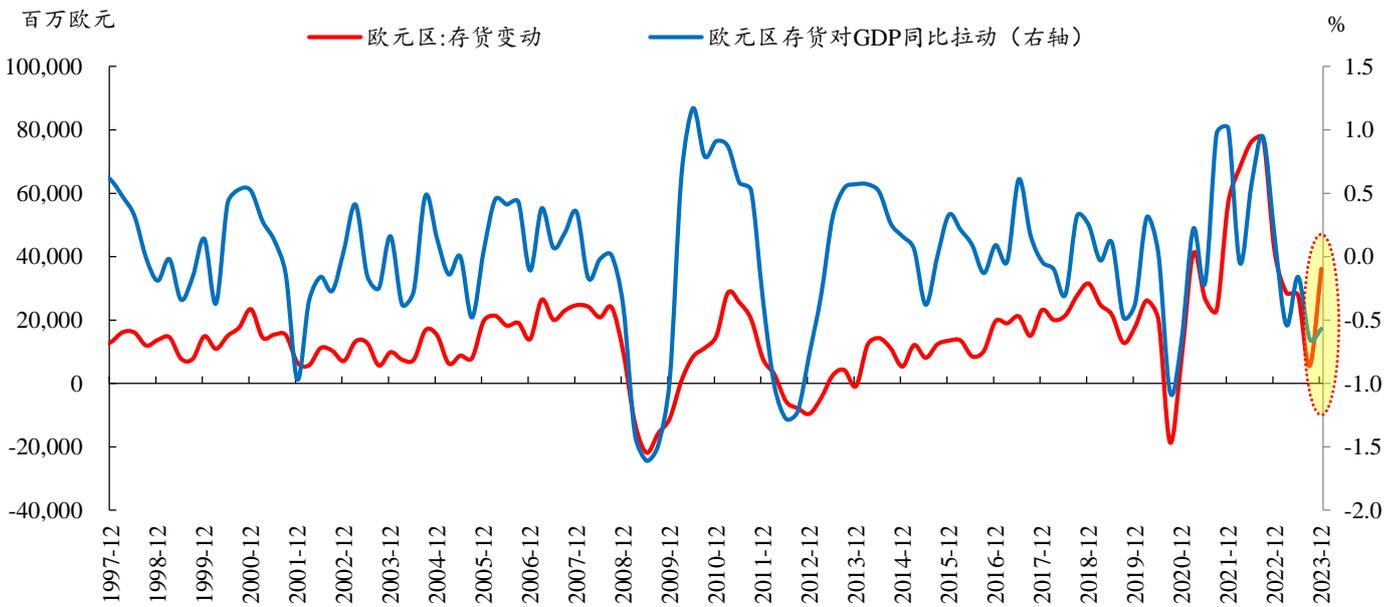
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：欧元区工业生产指数开始回升



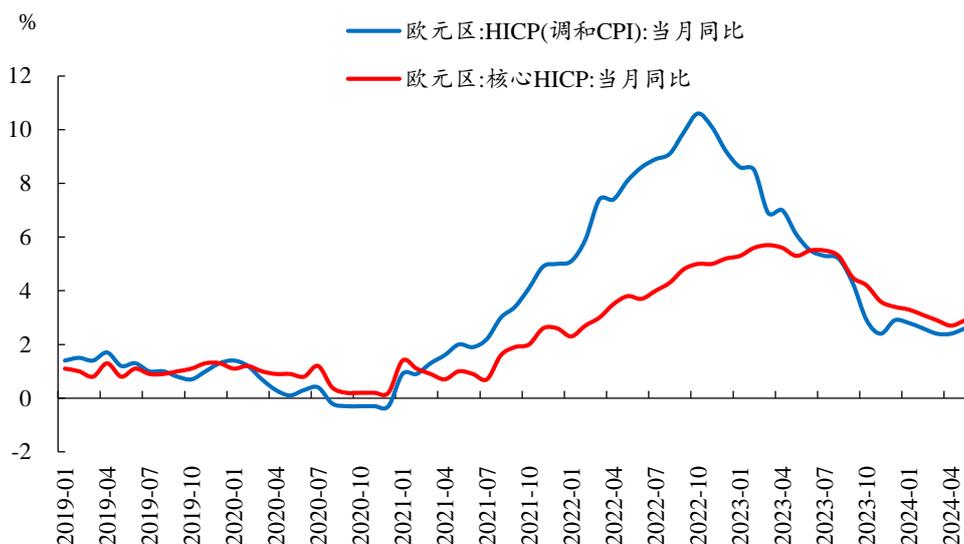
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：欧元区或已逐渐进入补库周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

除了经济基本面在缓慢修复之外，由于当下地缘政治局势相对平稳，国际能源价格从高位回落，欧元区的通胀水平也由2022年的高点连续12个月回落。截至5月，欧元区HICP（调和CPI）同比增长2.6%，核心HICP同比则录得2.9%，结合欧洲较低的经济增速来看，当前通胀水平不太可能出现较为明显的反弹，这也是欧央行会在6月的议息会议上早于美联储降息的重要原因。从历史经验来看，欧央行降息后，对于欧洲经济将会有较为明显的支撑作用，不过考虑到后续欧央行的降息节奏尚存在一定的不确定性，欧元区的经济能够反弹的高度尚不能确定（详见《欧洲央行降息开启，有望为风险资产价格提供支撑》）。但可以肯定的是，往后看欧洲经济大概率会出现加速修复的态势，其制造业PMI有较大概率也在随后迈入荣枯线以上，与美国经济的增长差也将逐渐收窄。

图34：欧元区通胀水平连续下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、全球制造业 PMI 回暖可持续性影响的几点思考

综合我们前面的分析，我们认为本轮全球制造业 PMI 回暖有以下几点值得观察与思考，其对后续各大央行货币政策、经济增长以及资产价格或将有重要影响。

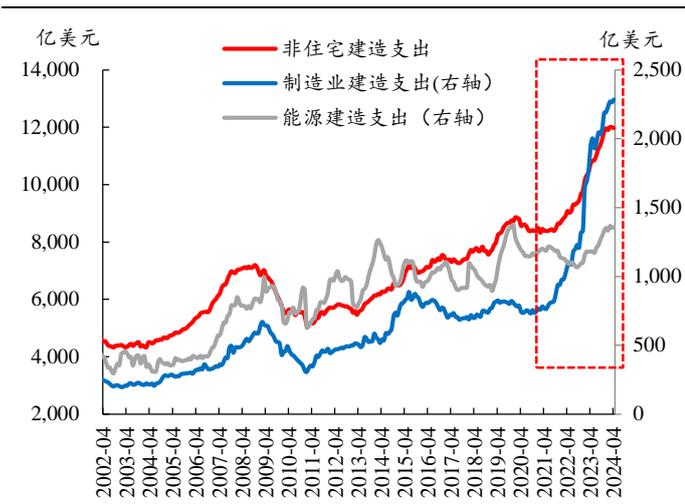
一是可持续性如何？从美欧国家的经济基本面角度来看，由于本轮制造业 PMI 的回归是基于美欧经济需求端保持韧性，叠加补库存周期逐渐开始、财政短期内尚有发力空间的基础之上，**本轮制造业 PMI 回暖大概率会在 2024 年持续进行下去**，但由于美联储年内降息空间有限，欧央行降息也存在一定的不确定性，因此其整体回暖向上的空间也较为有限。

此外，美国总统选举也会对本轮制造业 PMI 回暖的进程带来一定的扰动。一则财政支出进度可能会受影响；二则拜登与特朗普的部分产业和经济政策差别较大，而当下美国选举的情况则较为复杂，因此存在着较大的扰动和不确定性。（详见《拜登、特朗普再度对决：焦灼选情或放大市场波动》）

还有一点需要注意，即当前美国正在大力推动制造业回流，以及提倡供应链的友岸化、邻岸化，虽然其最终效果尚待观察，但叠加当下人工智能热潮发展所带来的制造业投资、电网改造等等需求，或也将部分推动制造业的发展。我们观察到，自 2021 年拜登政府上台并开始推出相关法案之后，制造业建造支出开始明显加速。截至 2024 年 4 月，美国制造业建造支出同比增速为约 17%，累计增长将近 200%。更进一步观察制造业内部以及能源建造支出的数据，可以发现，制造业中增长最快的主要是计算机、电子和电气，与当下技术发展更新的方向（AI）较为一致。而电力方面，虽然当下来看增速相对较低，但随着美国开启新一轮的电网改造，有望在未来 10 年左右的时间持续提升相关投资⁸。从这个角度看，我们认为拜登政府推动的制造业回流政策将会给美国制造业带来一定提升。

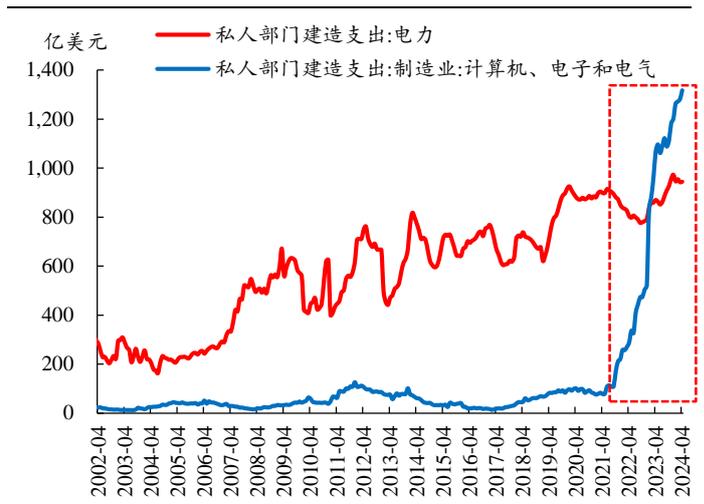
⁸ <https://wallstreetcn.com/articles/3714820>

图35：美国制造业建造支出仍在持续快速增长（折年数）



数据来源：Wind、开源证券研究所

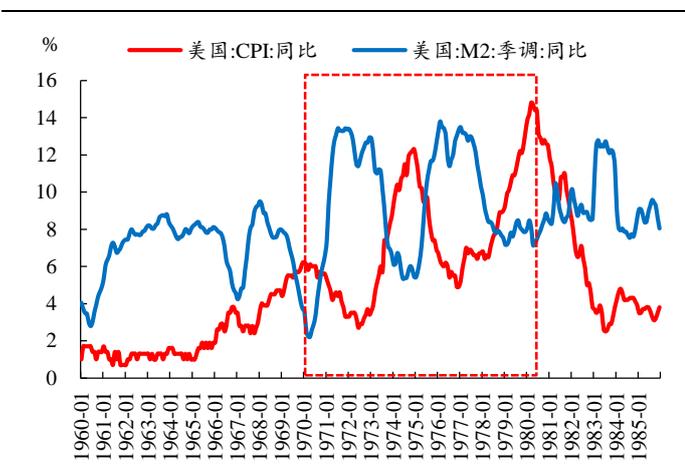
图36：电子行业的私人投资建造支出增长较快（折年数）



数据来源：Wind、开源证券研究所

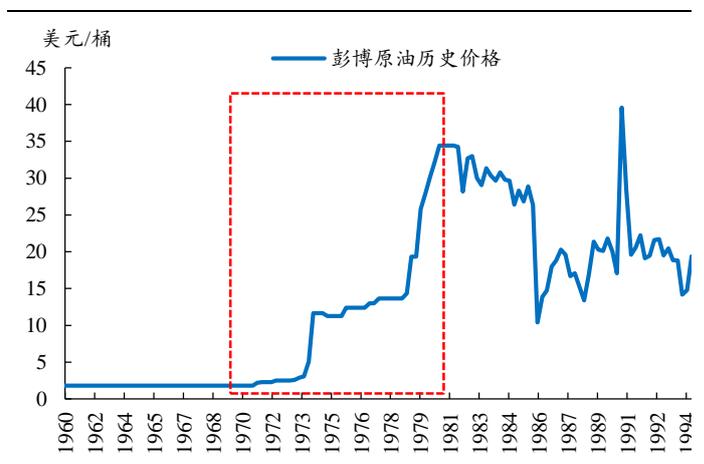
二是会否带来二次通胀风险？我们认为1970年代大滞胀发生的几个条件在当下并不具备，虽然海外国家的通胀中枢会较疫情前有所提升，但并不意味着当下制造业回归会带来二次通胀风险。一方面，1970年代美国通胀反弹的一个重要背景是美联储货币政策摇摆不定，彼时美联储对于是否应该严格控制利率以及货币供应量犹豫不决，且叠加一系列的财政政策（减税等），导致经济政策对高通胀应对失当。我们观察1970年代的通胀水平与M2（考虑到美联储1980年代后才使用利率作为主要政策工具，我们用M2同比增速来衡量当时的货币政策松紧程度），不难发现，在1980年代以前，美国的M2同比增速都处于一个相对较高的区间，且在通胀下行后，M2同比增速反而上行，直至1970年代末采取了非常严格的货币政策（M2增速中枢下行），才使得通胀得到了完全的控制；另一方面彼时能源与粮食价格均出现了大幅上行，对居民的通胀预期产生了较为明显的冲击。当下国际主要商品价格虽有上涨，但幅度较1970年代仍偏低，居民通胀预期相对稳定。综合来看，6月FOMC上美联储没有降息，且削减2024年降息的预测至1次，指向其可能会在较长一段时间内维持高利率政策，因此货币政策端或也较1970年代对经济更加具有限制性。（详见《美联储对降息时点的确定仍缺乏信心——6月FOMC会议点评》）

图37：1970年代美国M2同比增速相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：1970年代石油价格上涨将近10倍

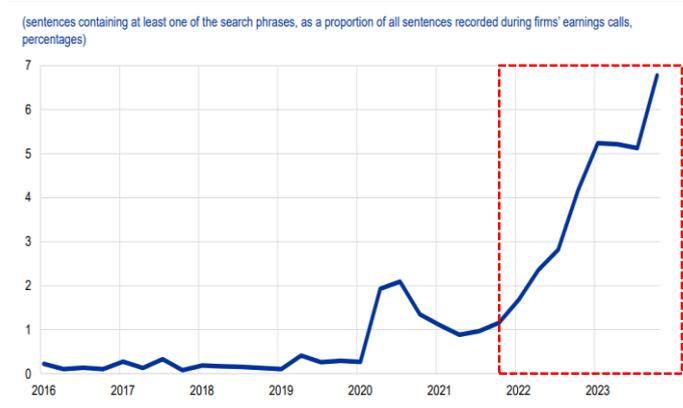


数据来源：Wind、开源证券研究所

三是我国出口是否会充分受益于此？我们认为会受益，但幅度可能有限。当下

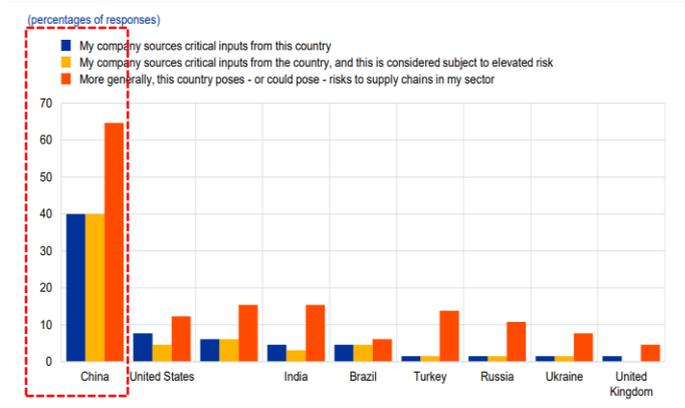
全球制造业回暖预计对我国 2024 年出口形成支撑的迹象已经较为明显，5 月出口数据显示，美元计价下，我国出口同比+7.6%，4 月则为+1.5%，结合 3 年复合同比增速来看，当前我国出口亦有温和回升。（详见《出口同比与 PMI 出口背离的原因》）之所以认为我国出口受益程度可能有限，其原因有两点，一则结合前述分析，当前全球制造业回暖本身的幅度有限，因此对我国出口的直接拉动作用有限；二则随着全球国家更加注重自身的供应链安全，逆全球化的思潮不断涌起，其制造业的相关机会可能更多的偏重于本国企业或盟友。因此本轮全球制造业周期的周期性回暖，可能较难流畅地传导至我国出口端。根据欧洲央行的研究，即使周期性因素正常化，贸易在政治影响范围内的分化也可能对贸易造成压力。自 2019 年以来，贸易壁垒的数量一直在增加，全球企业财报中关于“回流”、“友岸”、“邻岸”的比重自 2022 年以来一直在增加⁹，在其对欧盟企业的调查问卷中，大部分企业均表示，中国是其自身供应链面临较高风险的国家/地区之一，正在实施策略以减少对相关国家的风险敞口，因此我国出口面临的不利因素也不容小觑。

图39：全球企业财报电话会中回流相关表述在上升



资料来源：欧洲央行、开源证券研究所

图40：受调查企业对各国供应链依赖性和风险的评估



资料来源：欧洲央行、开源证券研究所

4、风险提示

- 1、地缘政治局势超预期。若俄乌冲突、巴以冲突风险提升，则可能导致全球供应链再度发生动荡，从而导致全球制造业回暖的趋势受到影响；
- 2、美国经济超预期衰退。若美国经济超预期衰退，则其对全球商品的需求会收到较为明显的影响，则全球制造业周期回暖也会受到波及。

⁹ https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2024/html/ecb.ebbox202401_01~d1c3b1b0a5.en.html

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn