

报告日期：2022年7月5日

分析师

分析师：蒋飞 S1070521080001
☎ 0755-83537175
Email:jiangfei@cgws.com
分析师：李相龙 S1070522040001
☎ 0755-23820694
Email:lxlong@cgws.com

相关报告

《人民币汇率料将兑现我们预期》2022-04-25
《美国消费增速向正常水平回归》2022-04-18
《疫情影响超预期，政策放松再加码》2021-04-11
《中美十年期国债利差继续缩窄》2021-03-28
《宽松货币、地产政策可期》2021-03-21
《稳增长需地产、货币政策发力》2021-03-14

当前中美经济的共同特征：高库存

——宏观经济专题报告

核心观点

中美经济从 2021 年开始出现“美下、中上”的周期分化现象，同时中美货币政策也是相向而行。但中美两国具有相同的特征，就是高库存。

美国方面，库存总额自 2020 年疫情以来持续攀升，一定程度体现出美国经济的“滞”。从批发、零售两个角度看，疫后经济刺激下，美国零售业需求旺盛，库存稍显不足；而由于“牛鞭效应”和物流阻滞，批发商库存相对过剩。但是当前美国制造业新订单已经见顶回落，库存的被动上涨无法持续，库存增速也已回落。

国内方面，库存高企也一定程度上阻碍经济复苏。截至今年 5 月，我国工业与制造业需求暂时低迷，工业企业存货增速远超美国制造业存货增速。高库存一定程度上会制约生产投资，下半年我国经济将面临外需回落、内需回升的双重影响，经济复苏力度取决于美联储加息力度和国内财政货币政策支持的力度的对比。

我们认为下半年在进一步降息以及特别国债等政策出台的背景下，国内经济仍以回升为主，全年 GDP 增速有望回到合理水平。

风险提示：国内宏观经济政策不及预期；经济预测数据与实际数据有偏差；货币政策超预期；新冠疫情再次爆发。

目录

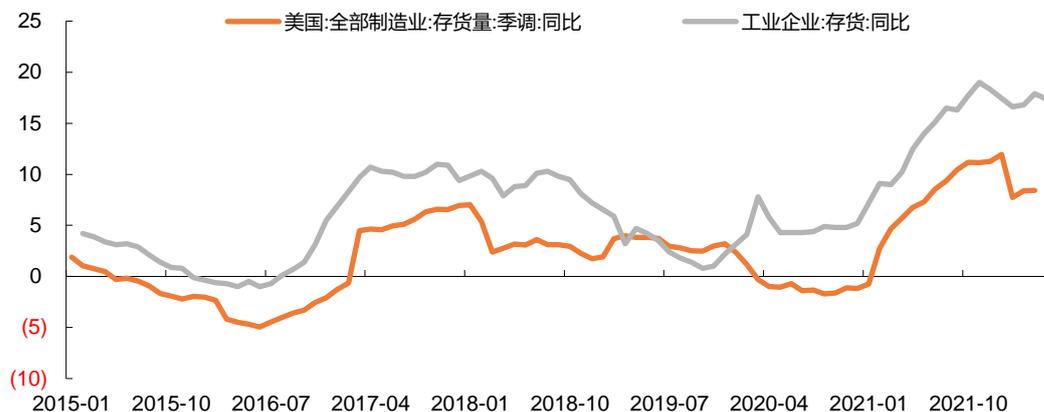
1. 美国高库存前景不容乐观.....	4
1.1 美库存总额持续攀升.....	4
1.2 零售业库存仍显不足.....	5
1.3 批发商库存相对过剩.....	5
1.4 制造业库存增速回落.....	6
2. 中国高库存阻碍经济复苏.....	8
2.1 工业库存持续攀升.....	8
2.2 库存结构分化严重.....	9
2.3 高库制约生产投资.....	11
2.4 是衰退还是复苏?.....	12
3. 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 中美库存增速处于高位	4
图 2: 美国总库存及增速达到自疫情以来新高	4
图 3: 库存销售比与销售总额的变化情况	4
图 4: 美国库存结构变更	5
图 5: 美国库存结构占比变化情况	5
图 6: 美国零售商库存小幅回升	5
图 7: 美国零售商库存相对不足	5
图 8: 美国批发商销售较好, 库销比较低	6
图 9: 美国批发商库存增速较高	6
图 10: 美国批发商销售增速结构	6
图 11: 美国批发商库存增速分结构	6
图 12: 美国制造业库存增速回落	6
图 13: 美国 PMI 库存仍有上升趋势	6
图 14: 美国虽库存高企, 相对于需求仍较低	7
图 15: 美国存货出货比较低	7
图 16: 美国制造业 PMI 显示库存被动上升	7
图 17: 美国制造业 PMI 新增订单与新订单错位	7
图 18: 美国制造业存货增速结构	8
图 19: 美国汽车与房屋销售状况已变差	8
图 20: 国内工业企业存货高增	8
图 21: PMI 显示国内工业企业存货高增	8
图 22: PMI 需求指数与工业产销率	9
图 23: 出口交货值与消费增速	9
图 24: 中国工业库存增速分化	9
图 25: 汽车销量和库存	10
图 26: 家具销售和存货同比	10
图 27: 计算机通信生产和库存	10
图 28: 中国采矿业存货结构	10
图 29: 煤炭产销和采矿业存货同比	10
图 30: 工业企业存货与工增同比	11
图 31: 工业库存和工业出口交货值	11
图 32: 工业库存和利润增速	11
图 33: 工业库存和制造业投资增速	11
图 34: 出口类工业库存同比	12
图 35: 内销存货占比较大行业存货同比	12
图 36: 出口和内销存货增速	13
图 37: PMI 内需和外需	13
图 38: PMI 新出口和美国制造业 PMI (剔除异常值)	13
图 39: PMI 内需和社融	13
表 1: 出口占比较高的行业 (2022 年 5 月)	12
表 2: 存货占比比重较大的前八大行业 (2022 年 5 月)	13

我们知道中美两国从 2021 年开始就出现周期分化现象，整体来说美国经济正在下行，中国经济正在上行；美国货币政策正在收紧，中国货币政策正在放松。但中美两国还具有相同的特征，就是高库存。

图 1: 中美库存增速处于高位



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

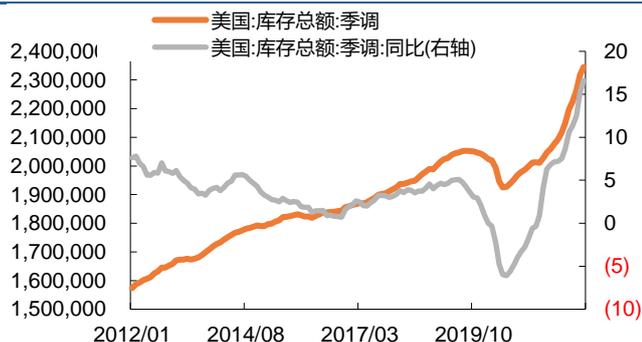
1. 美国高库存前景不容乐观

1.1 美库存总额持续攀升

2022 年以来美国经济正从过热阶段向滞胀阶段转变，经济的滞反映在企业层面就是库存的上升。截至 4 月美国总库存达到 2.35 万亿美元，同比增速达到 16.61%，是 2020 年疫情发生以来的新高。其中批发商库存占比达到 37%，成为第一大库存；制造商库存占比达到 34%，已经连续两年下降；零售商库存占比达到 30%，降至 1992 年以来最低水平附近，总体表明结构上分化严重。

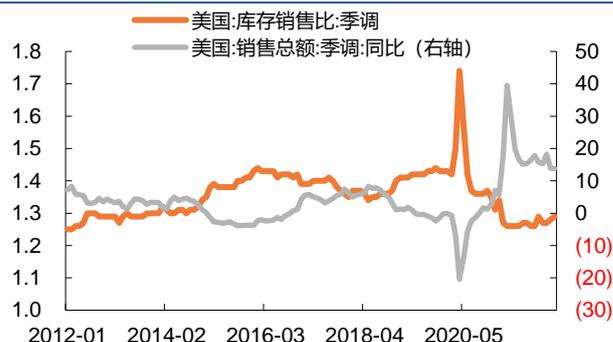
虽然库存还在高速增长，但库存销售比刚从这轮经济复苏中回升，显著低于过去十年水平，因此相对而言库存并不是很高。这主要源于美国居民消费的快速增长，4 月美国销售增速为 13.75%，已经连续 14 个月两位数增长，这并不是正常情况下的现象。我们预计随着消费增速的快速下滑，高库存问题才会现象出来，并将成为拖累需求的重要因素。

图 2: 美国总库存及增速达到自疫情以来新高



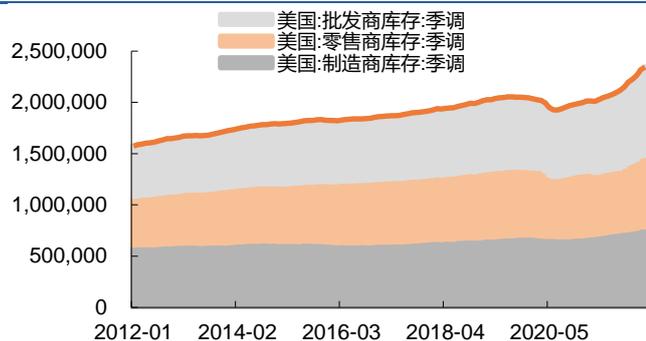
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 3: 库存销售比与销售总额的变化情况



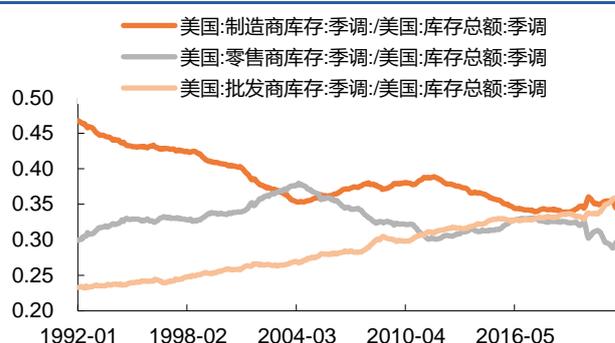
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 4: 美国库存结构变更



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 5: 美国库存结构占比变化情况



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

1.2 零售业库存仍显不足

截至 4 月份美国零售业库存接近 7000 亿美元，同比为 15.11%。从其过去两年的走势来看，不难看出疫情直接造成的冲击较小，零售库存并未因需求的快速下降而上升。反而因经济刺激政策的及时出台，库存大幅下降，随后因供应链被疫情阻断，缓慢的回升，截止到现在也没回到其疫情前的趋势上。

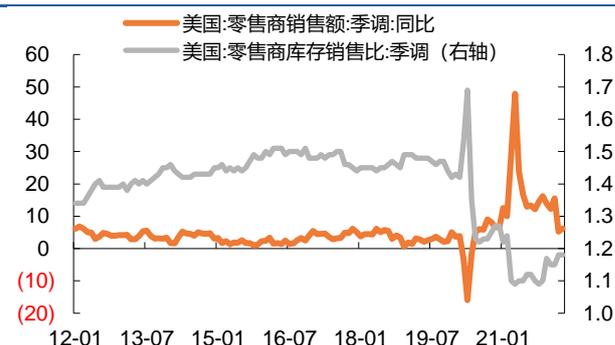
美国零售销售的增速已经比高点大幅回落，4 月份同比为 6.19%，已经接近疫情前的增长水平。但库存销售比虽从底部已经回升，仍远远低于疫情前水平。这表明零售库存相对仍然不足，未来通过消费增速的继续下滑和运输的加快，促使零售库存销售比回升至疫情前水平。

图 6: 美国零售商库存小幅回升



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 7: 美国零售商库存相对不足



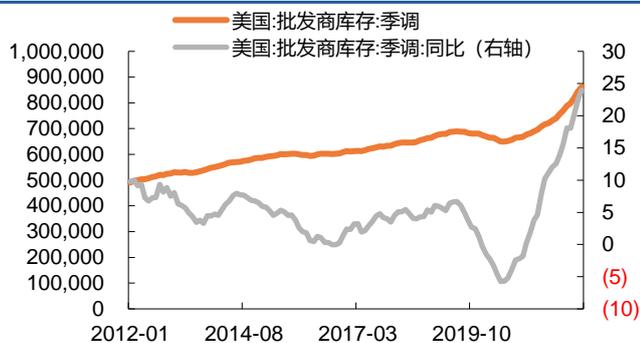
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

1.3 批发商库存相对过剩

截至 4 月份美国批发商库存达到 8600 亿美元，同比增速为 23.99%，最近几个月都在 20% 以上的高位。相比于零售库存相对不足，批发商零售早在 2021 年上半年就达到疫情前水平，并且现在已经远远甩开之前的增长趋势，可以说批发商的库存已经相对过剩。

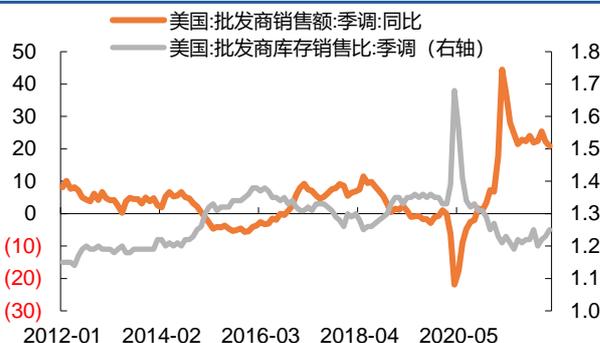
批发商面对的销售状况也不错，增速也在 20% 的水平，库存销售比也处于低位。为何库存会远远超过零售商的相对水平呢？这一方面是因“牛鞭效应”，批发商的库存一般都比零售商要多，相对零售商仍然有空间，批发商的库存已明显过剩；另一方面可能是因为运输问题，疫情造成了海上运输阻碍以及大量货物滞留港口，使得批发商的库存转化为零售商的库存不畅。

图 8: 美国批发商销售较好，库销比较低



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

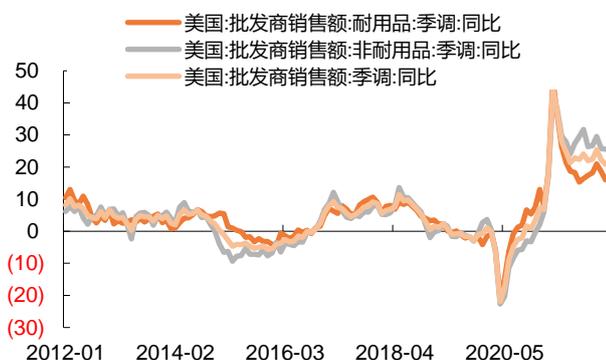
图 9: 美国批发商库存增速较高



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

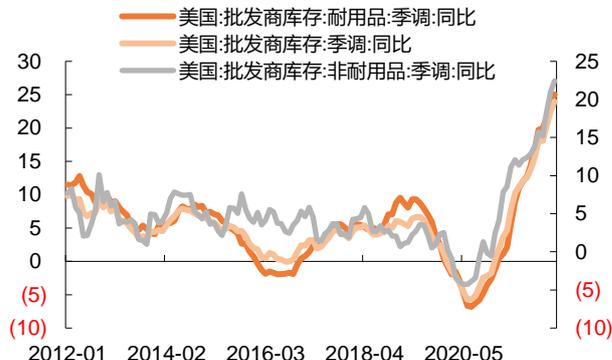
从结构上来看，非耐用品的销售增速显著高于耐用品增速，这一现象与 2014 年明显不同，当时油价处于快速下降的阶段，非耐用品销售增速下降更快；而当前油价仍在高位，美国居民出行需求仍在高涨，造成非耐用品销售增速保持在 20% 以上的增速上。虽然需求增速有明显差别，但库存情况则没有——无论是耐用品还是非耐用品库存增速都在两位数增长。

图 10: 美国批发商销售增速结构



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 11: 美国批发商库存增速分结构



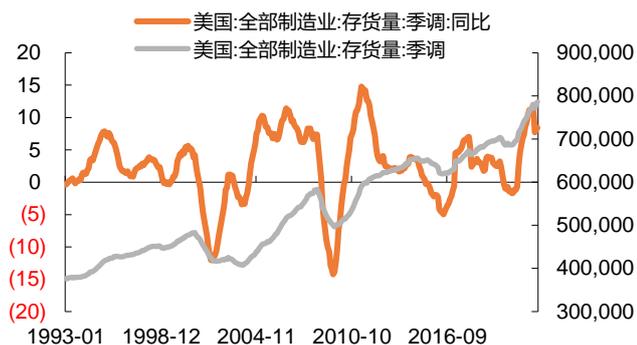
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

1.4 制造业库存增速回落

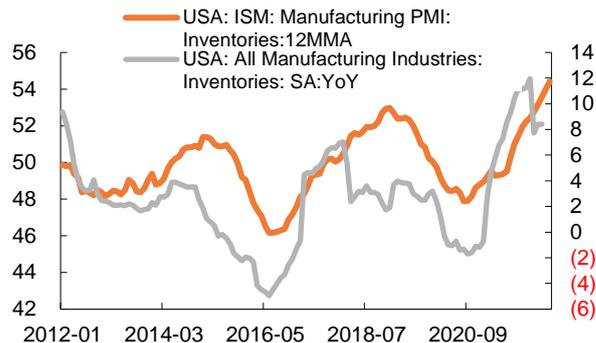
截至 4 月份美国全部制造业季调后存货量为 7860 亿美元，同比增速为 8.41%。虽然增速并不是历史最高，但已经能反映出库存存在不断积压。6 月份 ISM 制造业 PMI 自有库存指数为 56%，12 月移动均值为 54.41%，从趋势上来看仍在上升。

图 12: 美国制造业库存增速回落

图 13: 美国 PMI 库存仍有上升趋势



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

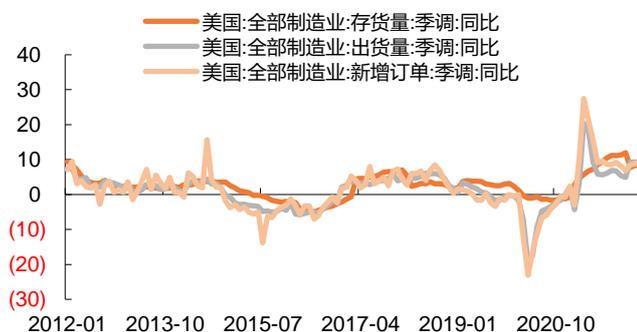


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

从订单、出货和存量的关系来看,截至到4月份美国新增订单指数增速为9.39%,仍在快速增长;出货量增速为9.22%,和新增订单增速差不多;存货量增速为8.41%,存货出货比降至1.48%。存货出货比持续走低,表明虽然存货已经高企,但相对于需求来说仍然较低。这一现象在采购经理指数上却不同,从ISM制造业PMI指数的新订单和库存指数来看,新订单指数趋势值在2021年9月份就已经见顶回落,库存仍处于被动上升阶段,根据历史经验,未来几个月库存就会见顶回落。因此可以看出制造业的新增订单和PMI的新订单指数在这轮经济周期中发生了错位:PMI新订单已经回落三个季度,而制造业新增订单增速刚刚回落一个季度。这可能和统计误差有关,但不影响两者都已经见顶回落的判断。

图 14: 美国虽库存高企, 相对于需求仍较低

图 15: 美国存货出货比较低



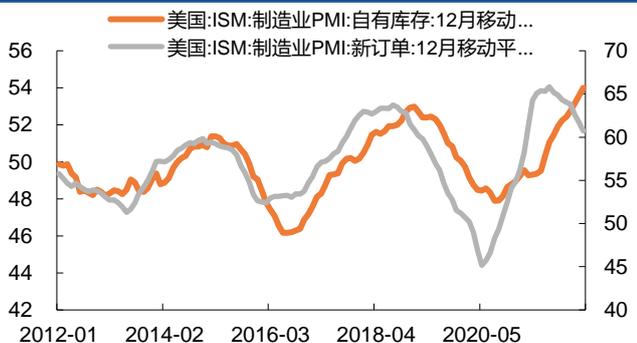
资料来源: IFIND, 长城证券研究院



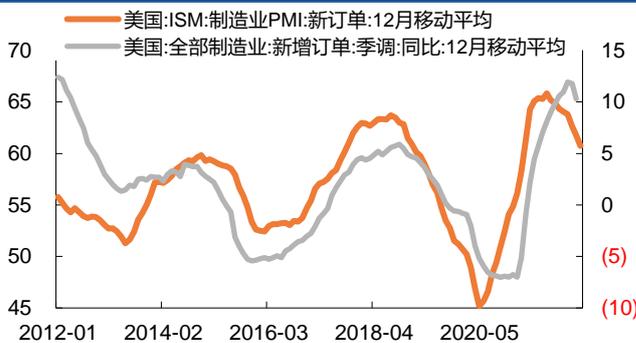
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 16: 美国制造业 PMI 显示库存被动上升

图 17: 美国制造业 PMI 新增订单与新订单错位



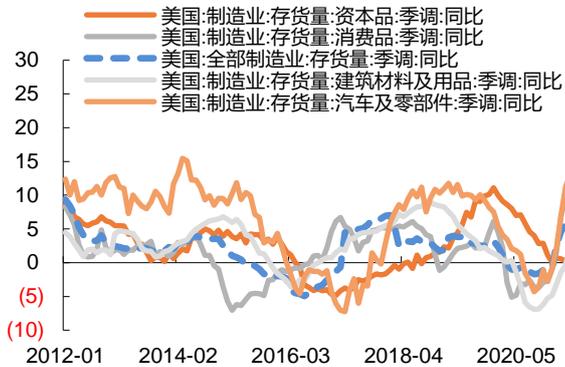
资料来源: IFIND, 长城证券研究院



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

从结构上来看，主要细项中汽车和建筑材料的存货量增速最高，其次是消费品的存货量增速，最低的是资本品的存货量增速。汽车存货增速达到 11.82%（5 月），建筑存货增速达到 13.74%（4 月），均高于整体制造业存货增速。实际上汽车及建材的存货增速已经在大幅下滑，同时销量增速反映出汽车和房屋的销售状况已经变差。

图 18: 美国制造业存货增速结构



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 19: 美国汽车与房屋销售状况已变差



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

2. 中国高库存阻碍经济复苏

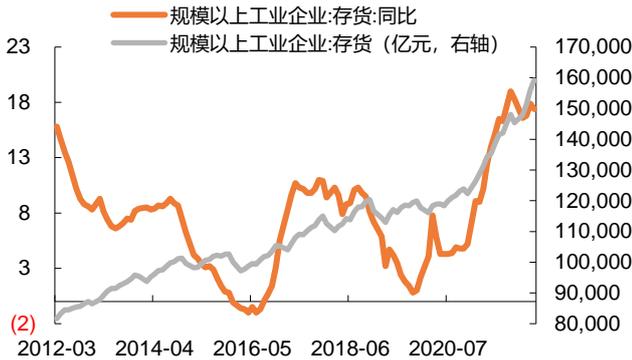
2.1 工业库存持续攀升

截至 5 月份我国工业企业存货接近 16 万亿，同比增速达到 18.53%，超过美国的总库存增速，远远超过美制造业存货增速。工业企业库存高企的现象在制造业景气指数里也表现出来，6 月份中采 PMI 指数的产成品库存为 48.6%，12 月移动均值 48.13%，趋势上仍在攀升。

从销售情况来看，中国工业和制造业的需求仍然低迷，5 月份工业企业的产销率为 -1%，从 3 月份开始有所回升，但仍然是负增长；6 月份 PMI 新订单指数回升至 50%，刚刚达到临界点，新订单-产成品库存的差值为 1.8%，比上个月进一步回升，但相比疫情前的 2 月份水平还有较大差距。总体来说两者都未表现出较强的工业和制造业需求。从需求来源来看，5 月份出口交货值增速为 11.1%，从 4 月份的疫情中明显走了出来，超过了 3 月份的出口水平；但 5 月份社会消费品零售总额同比为 -6.7%，虽然也比 4 月份的 -11.1% 大幅回升，仍然未回到疫情前的水平。

图 20: 国内工业企业存货高增

图 21: PMI 显示国内工业企业存货高增

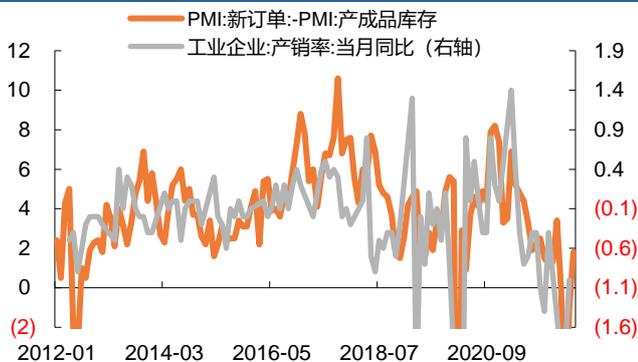


资料来源: IFIND, 长城证券研究院



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 22: PMI 需求指数与工业产销率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 23: 出口交货值与消费增速

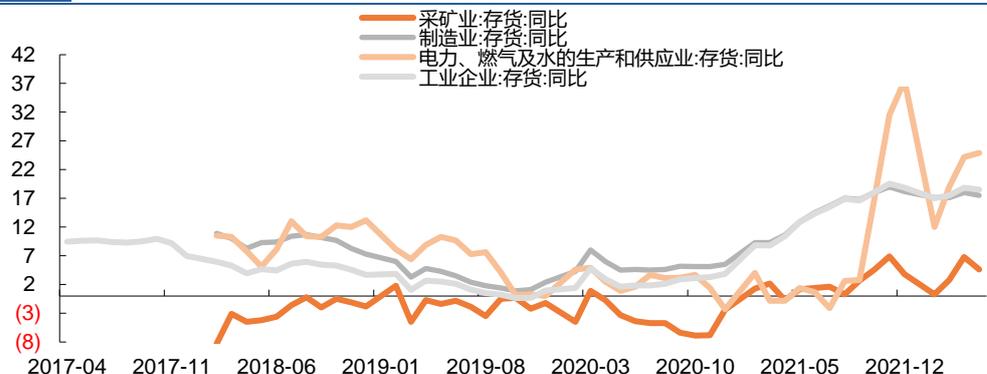


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

2.2 库存结构分化严重

从结构上来看，制造业库存同比为 17.5%，采矿业库存同比为 4.6%，公用事业（电力燃气和水）的存货同比为 24.9%，三者库存增速同样分化严重。制造业是工业中的主要部分，其库存增速与整个工业库存增速走势较为一致。

图 24: 中国工业库存增速分化



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

制造业结构中主要行业的库存都出现了较大的回升，比如 5 月份汽车制造的存货增速回升至 22.6%，与之相对应的是销量增速仅为-16%，可以说汽车即将进入去库存阶段；5 月家具制造的存货增速下降至 4.5%，与销量增速的持续下行是一致的，反映了房地产行业的萎靡已经让家具行业基本完成了去库存。计算机通信行业的存货增速已经保持一年的高位，但出口和生产增速都已经明显下降，这意味着计算机行业也将生产过剩。

图 25: 汽车销量和库存



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 26: 家具销售和存货同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 27: 计算机通信生产和库存



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

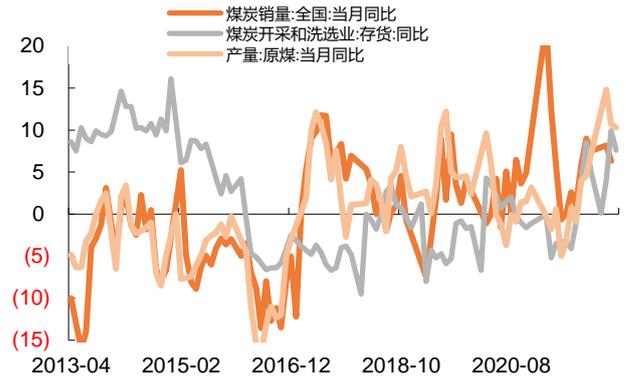
采矿业的库存主要来自于煤炭，其占比最大，走势与整个采矿业库存走势较为一致。在去年缺煤断电的情况下，去年和今年都在加快原煤的开采和生产，产量增速也达到近五年的高位。伴随着经济需求的下降，煤炭库存有所回升。

图 28: 中国采矿业存货结构

图 29: 煤炭产销和采矿业存货同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

2.3 高库存制约生产投资

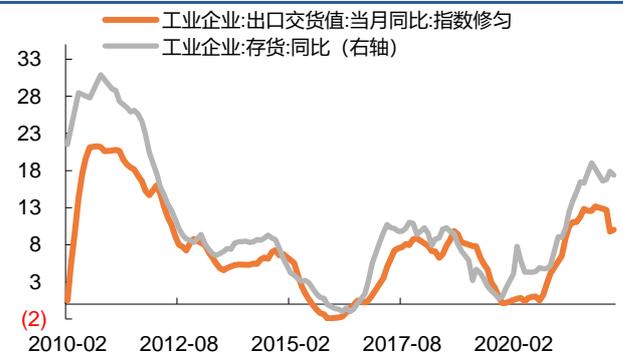
工业库存反映了需求的强弱, 一般情况下库存高企的时候就是需求旺盛的时候, 此时生产也会加快; 同理在需求回落的时候库存增速也会跟着下降。这在经济数据上表现为工业库存增速和工业增加值增速走势一致。但疫情带来的冲击改变了这种规律, 2020年疫情发生后, 生产快速回落, 库存大幅增加; 在随后的经济复苏中库存是在需求持续了一段时间之后才开始增加。2021年受益于外需的强劲, 库存始终保持在高位, 2022年上半年再次受疫情的冲击, 生产回落, 库存仍维持在高位。

图 30: 工业企业存货与工增同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 31: 工业库存和工业出口交货值



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

高库存意味着需求不足, 此时工业企业利润增速已经下滑, 企业并没有意愿扩大再生产和投资规模。从历史情况来看, 去库存的阶段正是投资增速下滑的阶段。工业企业利润增速已经从2021年5月份高点持续下滑, 截止到今年5月份还未结束, 同期制造业投资增速也呈现持续回落现象。过往经验来看, 企业利润见底的时候正是库存见底的时候, 而当前库存仍在高位, 工业企业利润可能仍未见底。

图 32: 工业库存和利润增速

图 33: 工业库存和制造业投资增速



资料来源: IFIND, 长城证券研究院



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

2.4 是衰退还是复苏?

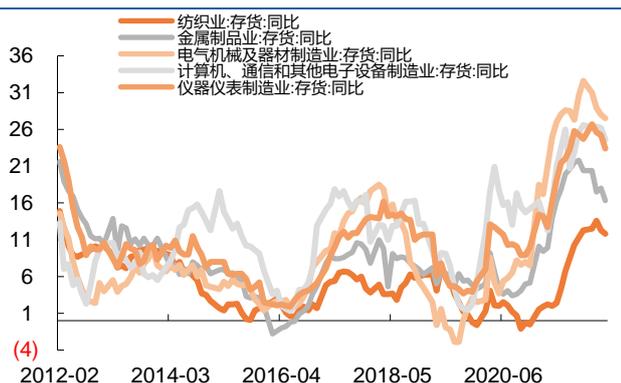
如果将中国的工业库存按照出口和内销分类,我们可以发现出口类的工业库存整体处于高位,内销类的工业库存也偏高。出口占比较高的行业是机电产品、纺织品、贱金属、化学制品以及车辆船舶等,除了纺织品库存增速偏低之外,其他库存增速均偏高。

表 1: 出口占比较高的行业 (2022 年 5 月)

行业	机电产品	纺织品	贱金属	化学制品	车辆船舶	塑料制品	鞋帽伞等	光学医疗
占比	42.6%	8.83%	8.59%	7.5%	5.14%	5.09%	2.29%	2.08%

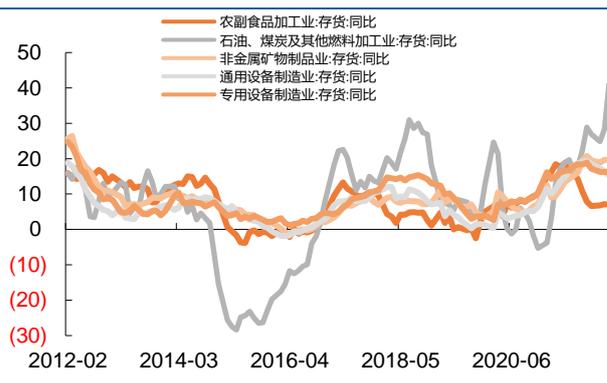
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 34: 出口类工业库存同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 35: 内销存货占比较大行业存货同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

再观察一下占工业存货比重较大的前八大行业分别是 (1) 通用设备制造业、(2) 黑色金属冶炼及压延加工业、(3) 专用设备制造业、(4) 化学原料及化学制品制造业、(5) 有色金属冶炼及压延加工业、(6) 非金属矿物制品业、(7) 石油煤炭及其他燃料加工业和 (8) 农副食品加工业。除了黑色、有色以及化学原料及化学制品业属于出口占比较高的行业,其他均可以反映以内需为主。

表 2: 存货占比比重较大的前八大行业 (2022 年 5 月)

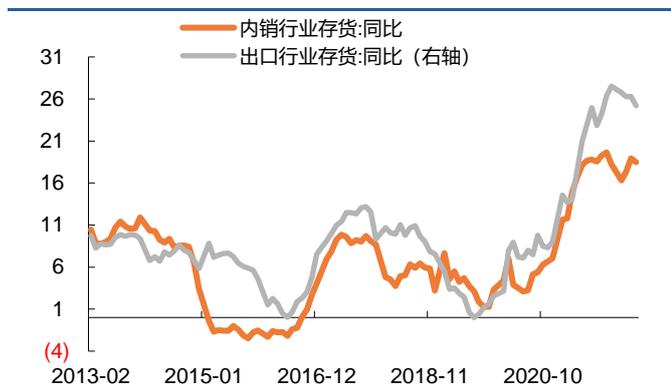
行业	通用设备	黑色金属	专用设备	化学制品	有色金属	非金属制品	燃料加工	农副食品
占比	6.21%	6.01%	5.99%	5.85%	4.89%	4.55%	4.37%	3.94%

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

我们选择出口排名较前的五个行业以及内销排名较强的五个行业分别累计作为出口和内销的代表, 可以发现两者的库存均处于高位, 只是出口的库存增速更高。

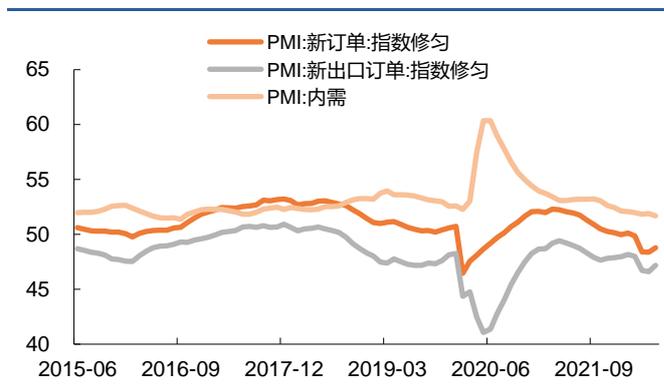
从 PMI 新订单来看, 出口需求和内需的走势都在下滑, 基本上都处于除疫情之外的历史低位。需求下滑、库存高企, 这就是当下中国经济遇到的困境。

图 36: 出口和内销存货增速



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 37: PMI 内需和外需

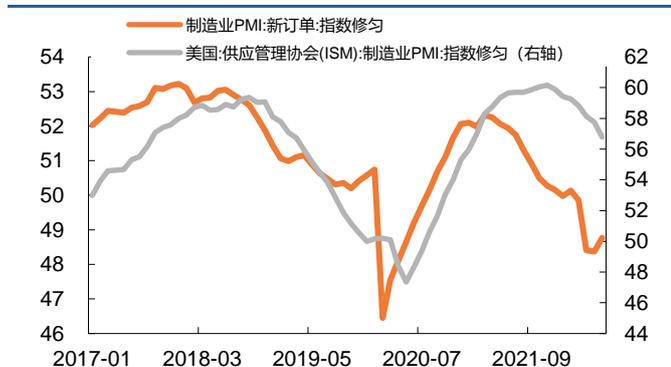


资料来源: IFIND, 长城证券研究院

由于美国仍处于货币政策紧缩、经济需求衰退的周期中, 在通胀未回落到 2% 目标之前美国需求都会持续回落, 因此中国面对外需持续回落的可能。今年内需受财政政策和货币政策的支撑, 尤其是在疫情之后各地复工复产的背景下, 社融增速也在不断回升。下半年随着房地产销售的回暖, 社融增速将持续回升至 12%, 带动内需的进一步回暖。

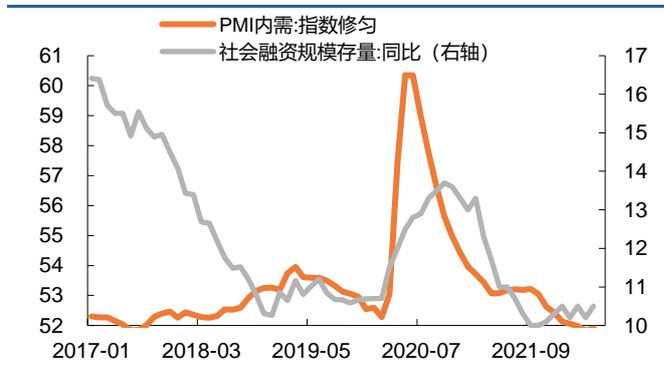
因此下半年中国经济将面临外需回落、内需回升的双重影响, 到底是外需影响大还是内需影响大? 是衰退还是复苏? 还需要继续观察美联储加息的力度和国内财政货币政策支持的力度谁占主导。我们认为下半年在进一步降息以及特别国债等政策出台的背景下, 国内经济仍以回升为主, 全年 GDP 增速在 4% 以上完全有可能。

图 38: PMI 新出口和美国制造业 PMI (剔除异常值)



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 39: PMI 内需和社融



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

3. 风险提示

国内宏观经济政策不及预期；经济预测数据与实际数据有偏差；货币政策超预期；新冠疫情再次爆发。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>