

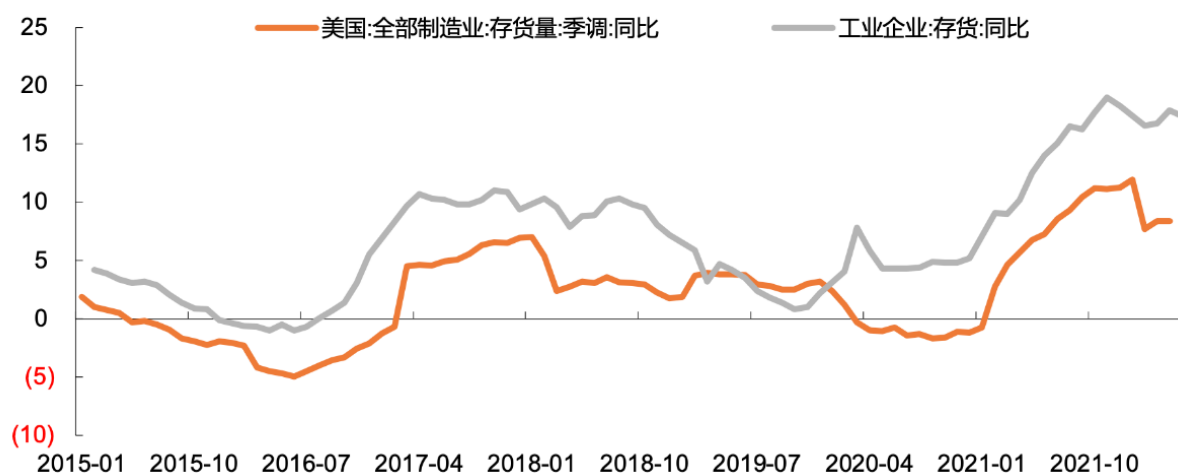


当前中美经济的共同特征：高库存



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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

1. 工业库存持续攀升

截至 5 月份中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。

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。

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。

采矿业的主要行业是石油和天然气开采业，其库存增速为 4.6%，与整个采矿业库存增速一致。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43657

