

2020年11月5日

美国库存周期的重启

宏观研究团队

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

疫情爆发后，因生产与需求错位，美国私人部门各环节库存大幅下滑至历史低位。随着疫情影响已逐渐可控，美国经济活动或逐步回归常态，库存回补值得关注。

● **因疫情爆发后生产与需求错位，美国库存水平持续、大幅下滑，降至历史低位**

上世纪 90 年代以来，美国经济活动，一直存在非常明显的周期性波动规律。以库存周期为例，1994 年至今，美国共经历了 10 轮库存周期，每轮周期持续 2~3 年左右；其中，补库存、去库存阶段一般分别持续 11~33 个月、5~28 个月。美国最近一轮的库存周期，开始于 2016 年底，并自 2019 年 7 月起进入去库存阶段。

3 月疫情爆发后，因生产与需求错位，美国私人部门库存大幅下滑至历史低位。疫情爆发后，随着美国政府提供现金补贴等带动收入提升，商品消费快速走出萎缩、持续修复。而生产端，因疫情二次爆发、干扰企业复工进程，修复较慢。这一背景下，生产环节的制造业库存，及流动环节的批发、零售库存，均大幅下滑。

● **伴随人口大州控制住疫情等，美国疫情逐渐可控；7 月起，经济活动不断恢复**

随着主要人口大州控制住疫情、以及疫苗研发进展顺利，美国疫情影响逐渐可控。6 月疫情二次爆发后，美国主要人口大州纷纷加强对潜在病毒感染者追踪，并实施强制佩戴口罩令等。一系列措施下，人口大州疫情不断改善，新增死亡病例持续下滑。同时，根据美国 CDC 预测，新冠疫苗最快有望年底或 2021 年初上市。

7 月以来，主要人口大州持续推进复工下，美国多个行业生产修复不断向好，汽车、服装、餐饮消费等也纷纷改善。7 月以来，美国设备类行业生产同比增速由 -18% 快速修复至 -12%；纺织、基本金属、化工、家具等行业生产也不断向好。同时，美国汽车、服装，及餐饮酒店、交通运输、娱乐等消费，均较之前有所改善。

● **美国经济早已具备复苏条件；需求向好，库存偏低下，美国库存回补值得关注**

伴随美联储大幅放松货币、带动实际利率刷新历史新低，美国经济早已具备复苏条件。历次美国经济走出衰退，与低利率环境支撑企业盈利改善紧密相关。3 月疫情爆发后，随着美联储大幅放松货币，美国实际利率快速降至历史新低。受此影响，美国企业盈利的同步指标资本品新订单增速等，自 5 月起大幅反弹。美国经济随后的表现显示，疫情能干扰经济的修复节奏，但无法改变复苏的趋势方向。

伴随疫情影响可控、需求不断释放，美国库存极低的中上游行业，及地产链相关的下游行业，库存回补值得关注。9 月以来，虽然美国总体疫情反弹，但主要人口大州疫情控制良好，有序推进复工；各类经济活动继续修复，企业新订单持续改善。未来一段时间，美国库存极低的化工、基本金属、机械及电气设备等中上游行业或开始补库。居民收入改善支撑下，地产链相关行业库存回补也值得关注。

● **风险提示：**疫苗研发进度不及预期等。

相关研究报告

《宏观经济点评-财政支出积极，4 季度或延续高增》-2020.10.22

《宏观经济点评-经济动能的“错位”和“收敛”》-2020.10.19

《宏观经济点评-“用工荒”再现，还原就业市场真实图景》-2020.10.18

目 录

1、 3月疫情爆发后，美国私人部门库存快速降至历史低位.....	4
1.1、 1990年以来，美国经济、如私人库存等，存在明显周期波动规律.....	4
1.2、 疫情爆发后，因生产与需求修复错位，美国各个环节库存大幅下滑.....	6
2、 美国疫情影响已逐渐可控，生产等经济活动修复不断向好.....	8
2.1、 伴随人口大州控制住疫情、疫苗研发顺利等，美国疫情已逐渐可控.....	8
2.2、 7月以来，美国多个行业生产修复不断向好，部分消费也有所改善.....	11
3、 需求向好及极低库存下，美国多个行业库存回补值得关注.....	13
3.1、 伴随实际利率刷新新低，美国经济已具备复苏条件、需求前景向好.....	13
3.2、 需求改善、库存水平极低下，美国多个行业的库存回补值得关注.....	15
4、 报告结论.....	18
5、 风险提示.....	19

图表目录

图 1： 美国私人库存存在明显的周期波动规律.....	4
图 2： 美国私人库存由制造业、批发及零售库存等构成.....	4
图 3： 制造业及批发、零售库存，基本决定私人库存走势.....	4
图 4： 私人库存变化，往往加大美国经济波动.....	5
图 5： 美国私人库存，滞后制造业 PMI 新订单指数变化.....	5
图 6： 美国制造业库存中，耐用品库存占比超过非耐用品.....	5
图 7： 制造业库存可分为原材料、中间品及产成品库存.....	5
图 8： 批发库存中，机械设备、机动车等库存占比较大.....	5
图 9： 零售库存中，机动车及零部件库存占比达 35%.....	5
图 10： 5月以来，美国经济需求端领先指标快速反弹.....	6
图 11： 5月以来，美国商品消费修复远快于工业生产.....	6
图 12： 因生产端的修复慢于需求端，美国批发库存大降.....	6
图 13： 美国多个行业批发库存降至历史最低水平附近.....	6
图 14： 因生产端的修复慢于需求端，美国零售库存大降.....	7
图 15： 美国多个行业零售库存降至历史最低水平附近.....	7
图 16： 4月以来，美国制造业库存同比增速不断下滑.....	7
图 17： 制造业产成品、原材料库存双双降至历史低位.....	7
图 18： 美国制造业中，多个耐用品及非耐用品行业库存增速出现大幅下滑.....	7
图 19： 严格遵守复工指引下，纽约州、新泽西州一直有效地控制住疫情发展.....	8
图 20： 7月中旬以来，美国疫情二次爆发地区病例下滑.....	9
图 21： 7月中旬以来，佛罗里达州等疫情开始改善.....	9
图 22： 9月底以来，美国北部州疫情再度反弹.....	9
图 23： 印第安纳、肯塔基等美国北部州疫情大幅反弹.....	9
图 24： 虽然疫情反弹，但北部各州新增死亡病例低企.....	10
图 25： 8月以来，美国总体新增死亡病例不断下滑.....	10
图 26： 7月以来，德州、加州等餐饮消费持续修复.....	11
图 27： 7月以来，美国 WEI 指数和商业零售销售改善.....	11
图 28： 7月以来，采矿业生产表现相对疲软.....	11

图 29: 7月以来, 美国设备类行业生产不断向好	11
图 30: 7月以来, 美国纺织品、化工等生产不断向好.....	12
图 31: 美国机械设备、化工等行业产能利用率持续抬升.....	12
图 32: 7月以来, 美国服务消费持续向好	12
图 33: 餐饮酒店、交通运输、娱乐服务等消费持续向好.....	12
图 34: 美国9月机动车零售销售增速大幅抬升	12
图 35: 美国9月服装、杂货店零售销售增速大幅抬升.....	12
图 36: 美国经济周期中, 企业盈利一般领先 GDP 变化.....	13
图 37: 美国经济中, 企业盈利往往领先消费、投资变化.....	13
图 38: 美国企业利润和劳动力成本变化负相关	13
图 39: 美国企业利润和融资成本变化负相关	13
图 40: 美国企业劳动力成本主要受就业市场景气影响.....	14
图 41: 美国企业融资成本主要受美联储政策影响	14
图 42: 2001年前后, 融资成本下滑助力企业盈利回升.....	14
图 43: 2008年前后, 融资成本下滑助力企业盈利回升.....	14
图 44: 历次美国经济走出衰退, 与美联储放松货币紧密相关.....	14
图 45: 美联储宽松货币政策下, 美国利率水平大幅回落.....	15
图 46: 美企盈利同步指标资本品新订单增速已有所反弹.....	15
图 47: 美国库存领先指标, 库存销售比高位回落	15
图 48: 美国库存领先指标, 制造业新订单增速止跌反弹.....	15
图 49: 美国化工行业库存领先指标已止跌反弹	16
图 50: 美国基本金属行业库存领先指标已止跌反弹	16
图 51: 美国机械设备行业库存领先指标已止跌反弹	16
图 52: 美国电气设备行业库存领先指标已止跌反弹	16
图 53: 美国化工、基本金属、机械及电气设备等行业库存, 均处于历史极低水平	16
图 54: 美国居民住房购买力领先新屋销售变化	17
图 55: 居民住房购买力与居民收入、利息支出高度相关.....	17
图 56: 美国多个与外出相关的服务业就业, 还远未修复至疫情爆发前水平.....	17
图 57: 美国新屋销售领先家具销售变化	18
图 58: 美国新屋销售领先家具、家装材料库存变化	18
图 59: 美国家具行业3大库存均已降至历史低位	18
图 60: 美国家装材料行业批发、零售库存水平较低	18
表 1: 纽约州等美国首次疫情爆发地区发布了比白宫更严格的复工标准.....	8
表 2: 中国、美国的多款新冠病毒疫苗, 已进入上市前的III期临床试验阶段.....	10

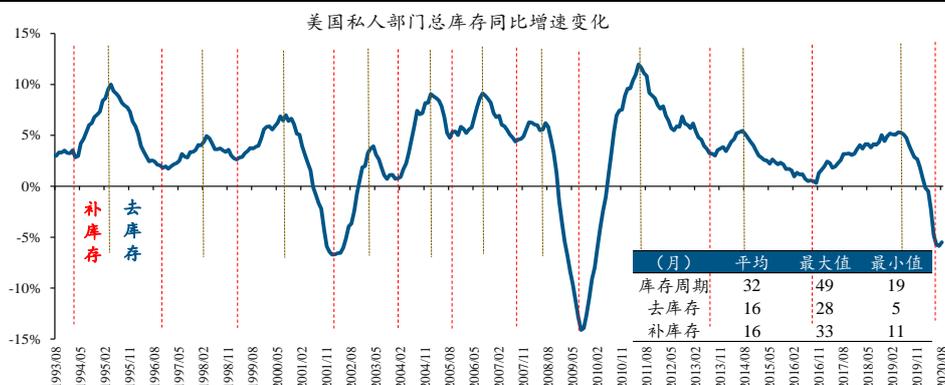
疫情爆发后，因生产与需求错位，美国私人部门各环节库存大幅下滑至历史低位。随着疫情影响已逐渐可控，美国经济活动或逐步回归常态，库存回补值得关注。

1、3月疫情爆发后，美国私人部门库存快速降至历史低位

1.1、1990年以来，美国经济、如私人库存等，存在明显周期波动规律

上世纪90年代以来，美国的经济活动，一直存在非常明显的周期性波动规律。以库存周期为例，1994年至今，美国共经历了10轮库存周期，每轮周期平均持续32个月，补库存、去库存分别平均持续16、16个月左右。美国最近一轮的库存周期开始于2016年10月，受贸易摩擦及波音飞机滞销等扰动，补库时间较长；2019年7月起，进入到去库存阶段。

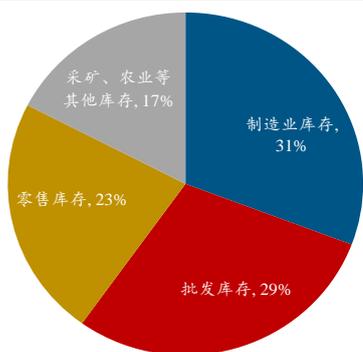
图1：美国私人库存存在明显的周期波动规律



数据来源：Wind、BEA、FRED、开源证券研究所

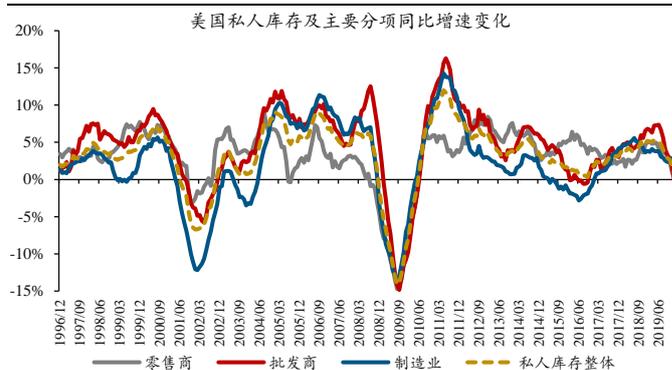
美国私人库存既包括商品生产环节的制造业库存，也包括流通环节的批发、零售库存；历史经验显示，私人部门补库存，往往推动美国经济增长加速。从构成来看，美国私人库存包括制造业库存、批发商库存、零售商库存，以及采矿业、农业等其他库存。其中，生产环节的制造业库存和流通环节的批发、零售库存最为重要，占比分别达到31%、29%、23%，共同决定了私人库存走势。对于美国经济而言，私人库存的变化往往加大经济波动。历史经验显示，私人部门补库存，往往推动美国经济增长加速；而私人部门去库存，易拖累美国经济回落节奏加快。

图2：美国私人库存由制造业、批发及零售库存等构成



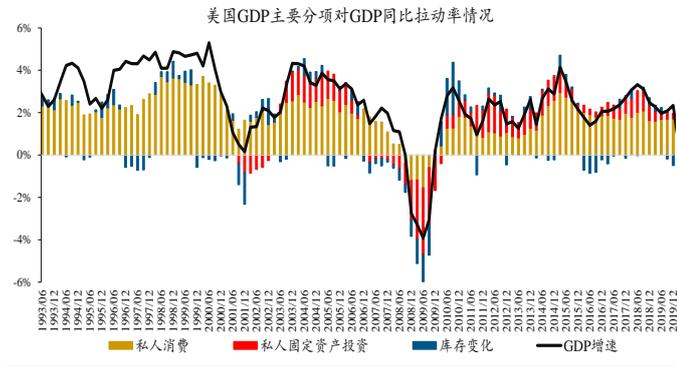
数据来源：Wind、BEA、FRED、开源证券研究所

图3：制造业及批发、零售库存，基本决定私人库存走势



数据来源：Wind、BEA、FRED、开源证券研究所

图4：私人库存变化，往往加大美国经济波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

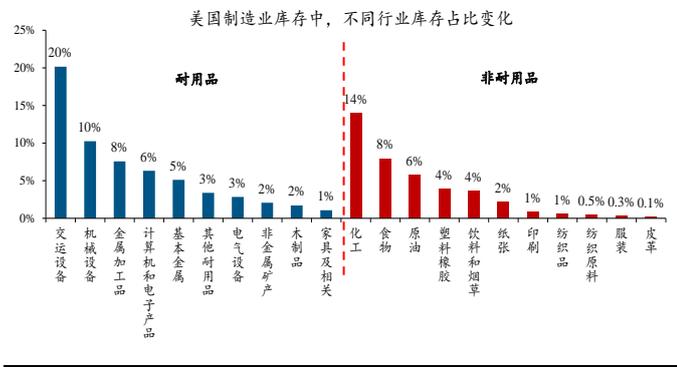
图5：美国私人库存，滞后制造业PMI新订单指数变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

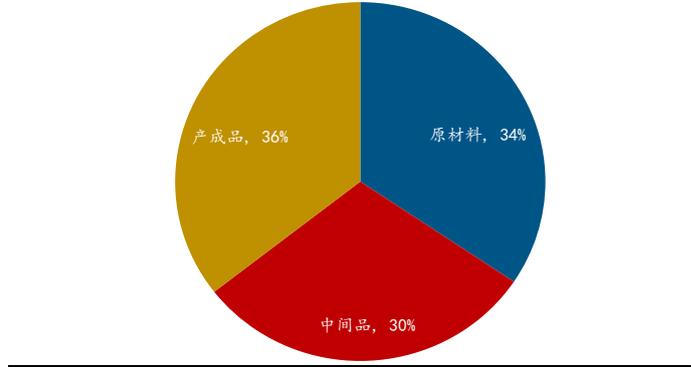
美国制造业及批发、零售库存中，耐用品库存占比均超过了非耐用品；同时，制造业库存，还可进一步细分为原材料、中间品及产成品库存。美国制造业库存中，交运设备、机械设备等耐用品库存合计占比达到60%。制造业库存中，根据所处生产环节的不同，可进一步细分为原材料、中间品、产成品库存，占比分别为34%、30%、36%。美国批发、零售库存中，耐用品库存占比也超过了非耐用品。具体来看，批发库存中，耐用品库存占比达到61%，机械设备、机动车及零部件等库存占比均超过10%。零售库存中，机动车及零部件库存占比最大，达到35%。

图6：美国制造业库存中，耐用品库存占比超过非耐用品



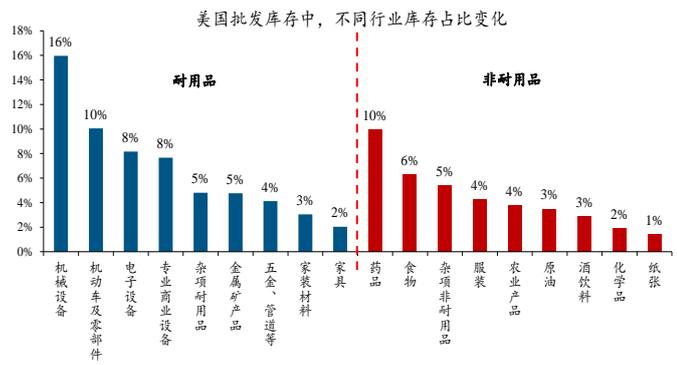
数据来源：BEA、开源证券研究所（基于2019/12数据测算）

图7：制造业库存可分为原材料、中间品及产成品库存



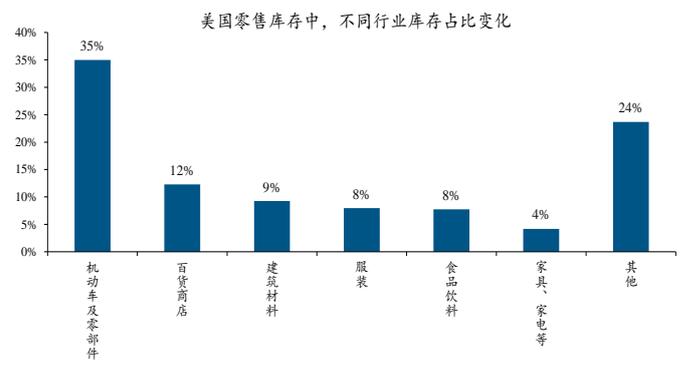
数据来源：BEA、开源证券研究所（基于2019/12数据测算）

图8：批发库存中，机械设备、机动车等库存占比较大



数据来源：BEA、开源证券研究所（基于2019/12数据测算）

图9：零售库存中，机动车及零部件库存占比达35%

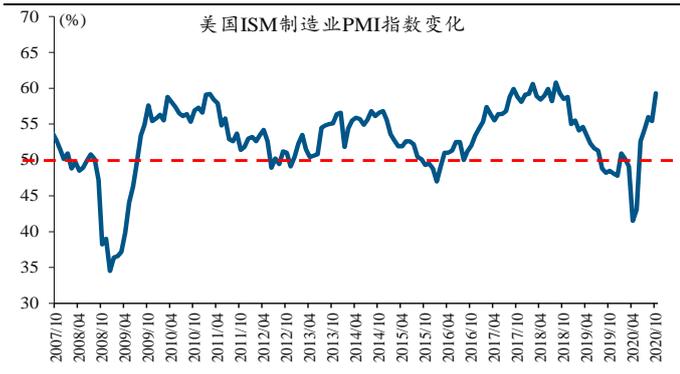


数据来源：BEA、开源证券研究所（基于2019/12数据测算）

1.2、疫情爆发后，因生产与需求修复错位，美国各个环节库存大幅下滑

3月疫情爆发后，美国以商品消费为首的需求端经历大幅萎缩后，不断修复；而以工业生产为代表的生产端，修复节奏持续偏慢。疫情爆发后，美国私人商品消费增速在2月至4月，由4.3%一度回落至-13.5%；但5月以来，伴随美国政府提供现金补贴及失业状况改善等支撑收入提升，私人商品消费增速由-13.5%不断加快修复至8.2%。与商品消费的修复相比，受疫情出现二次集中爆发、干扰企业复工进程等拖累，美国生产端的修复明显偏慢。5月以来，工业生产、制造业生产同比仅分别由-16.3%、-20.3%升至-7.3%、-6.5%，依然处于萎缩状态。

图10：5月以来，美国经济需求端领先指标快速反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：5月以来，美国商品消费修复远快于工业生产



数据来源：Wind、开源证券研究所

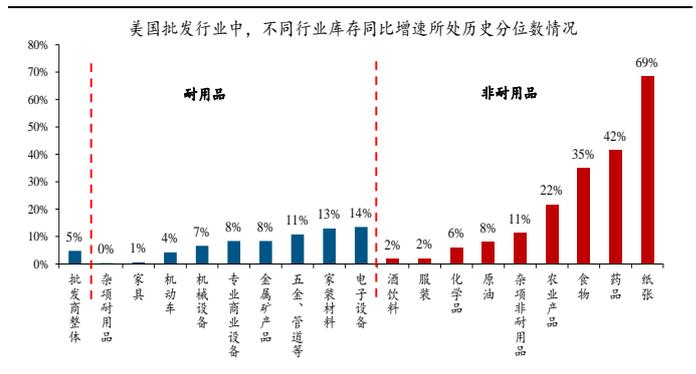
生产与需求修复错位背景下，美国批发、零售库存同比增速双双快速回落至历史低位。因需求端的修复快于生产端，美国批发库存同比增速由-1.3%快速回落至-5.2%，后者所处历史分位数低至5%。美国批发库存中，家具、机动车、机械设备、化学品等库存增速纷纷大幅下滑。与批发库存的表现类似，美国零售库存同比增速由-0.6%大幅回落至-10.4%。其中，百货商店、机动车及零部件、服装、家具等库存同比增速，均降至1%~2%的历史分位数水平。

图12：因生产端的修复慢于需求端，美国批发库存大降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：美国多个行业批发库存降至历史最低水平附近



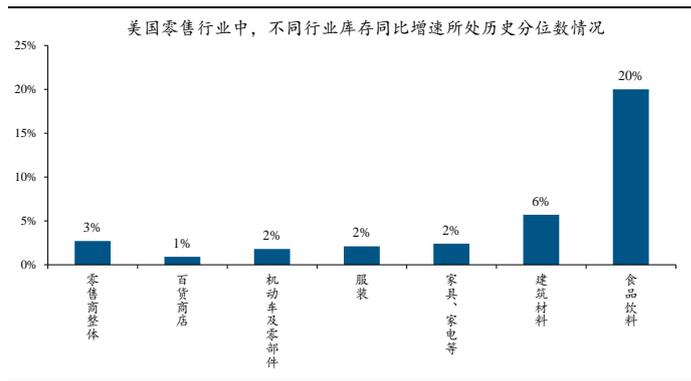
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 因生产端的修复慢于需求端, 美国零售库存大降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 美国多个行业零售库存降至历史最低水平附近



数据来源: Wind、开源证券研究所

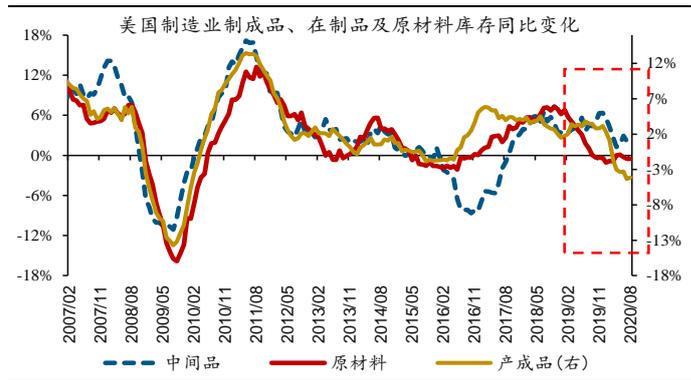
不仅批发、零售库存, 美国制造业库存、尤其是产成品及原材料库存, 也出现大幅下滑。4月以来, 美国制造业库存同比增速由1.3%持续回落至-1.2%。其中, 制造业产成品库存同比增速由-1.6%降至-4.1%, 后者所处历史分位数低至8%; 制造业原材料库存同比增速, 也回落至历史低位的-0.5%。因生产修复缓慢, 美国制造业中间品库存出现积压, 4月至8月, 库存同比增速由1.3%升至2.4%。行业层面, 金属加工、机械设备、家具、基本金属、电气设备等耐用品生产行业, 及塑料橡胶、纺织产品、化工、纺织原料等非耐用品生产行业, 库存同比增速均出现大幅下滑。

图16: 4月以来, 美国制造业库存同比增速不断下滑



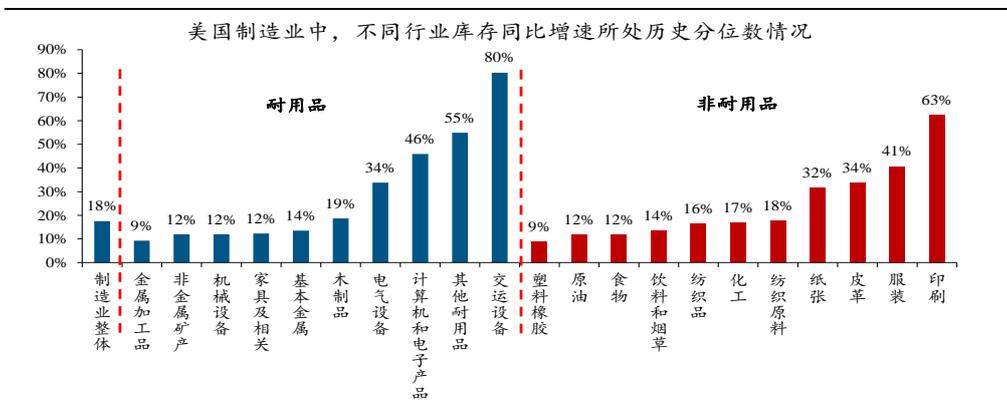
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 制造业产成品、原材料库存双双降至历史低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 美国制造业中, 多个耐用品及非耐用品行业库存增速出现大幅下滑^①



数据来源: Wind、开源证券研究所

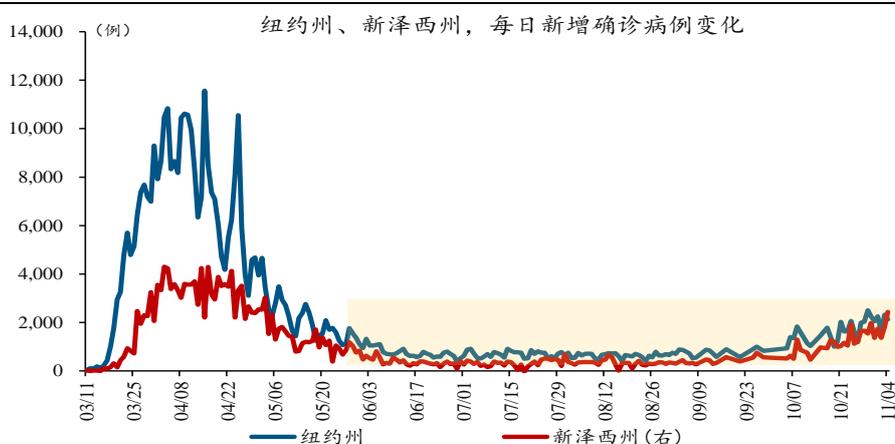
^① 美国交通运输设备库存较高, 与波音公司飞机滞销、库存高企有关; 其他交通运输设备, 如机动车等库存水平较低。

2、美国疫情影响已逐渐可控，生产等经济活动修复不断向好

2.1、伴随人口大州控制住疫情、疫苗研发顺利等，美国疫情已逐渐可控

纽约州、新泽西州等美国疫情首次集中爆发地区，疫情形势自5月起持续可控。5月开启复工后，处于美国疫情首次集中爆发地区的纽约州、新泽西州等，严格遵守复工指引、分阶段复工。纽约州公布的复工指引更是比白宫的指引严格，对每一阶段的复工推进，都提出了住院人数、病床数、ICU数及检测人数等全方位的要求。严格分阶段复工下，纽约州、新泽西州疫情持续可控。（关于美国疫情的详细分析，请参考我们已发布报告《美国疫情，至暗时刻或已过》、《全球疫情“二次”大爆发，会不会发生？》。）

图19：严格遵守复工指引下，纽约州、新泽西州一直有效地控制住疫情发展



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

表1：纽约州等美国首次疫情爆发地区发布了比白宫更严格的复工标准

白宫公布的全美复工标准	纽约州公布的复工标准
1、确诊病例应连续14天呈“下降趋势”；	1、住院人数连续下降14天（3天移动均值）；
2、现存病例或检测阳性率应连续14天呈“下降趋势”；	2、住院死亡人数连续下降14天（3天移动均值）；
3、收治所有重症患者，并为存在感染的医护人员提供充足	3、每10万居民的新增住院人数降至2人以下（3天移动均值）；
4、足够的病床数量（最低值30%）；	4、足够的病床数量（最低值30%）；
5、足够的ICU数量（最低值20%）；	5、足够的ICU数量（最低值20%）；

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_1637



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn