

繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现

库存周期向来是经济周期运行的加强项，经历持续近1年的快速补库之后，美国私人部门库存已升至历史高位。订单持续走弱的背景下，库存周期拐点或现。

■ 疫情期间，美国库存周期的“异化”？不同环节，库存行为显著分化

美国的私人库存行为滞后于需求而周期往复，是经济周期波动的加强项。美国GDP构成中，私人消费、投资占比分别约为7成、2成。相比而言，私人消费更像经济运行的“压舱石”、波动较小，私人投资往往是波动的重要贡献，其中库存的周期波动为甚。私人库存主要包括制造商、批发商、零售商三大环节，比例约为4:3:3。PMI新订单指数是库存较好的领先指标，一般领先2-4个季度。

不同以往，美国本轮库存周期明显“异化”：补库节奏有异，实际、名义库存背离，结构大幅分化。疫情冲击下，库存增速低位盘整的时间超出过往；伴随疫情影响的逐步减弱，2021年下半年以来美国进入快速补库阶段。以往周期中，实际、名义库存走势基本趋同，且分项的“步调”也基本一致。但本轮周期中，美国名义、实际库存走势背离，且制造商、批发商、零售商的库存行为明显分化。

■ 美国库存周期“异化”的背后？疫后大通胀、供应链冲击等

四十年一遇的全球大通胀，导致美国名义库存增速的异常高企。美国本轮名义库存同比增速持续攀升至17.7%，不断创下历史新高，背后的物价贡献不容忽视，相关PPI同比增速也高达15%。跟以往通胀不同的是，本轮大通胀的背后，放水节奏更为突然；能源供给受限问题长期化；持续数十年的温和通胀环境，使得政策应对普遍“慢了一拍”。以上种种因素，使得本轮通胀的持续性超出预期。

供应链冲击等，也是导致美国库存周期“异化”、不同环节库存行为显著分化的重要原因。疫后美国生产修复慢、需求修复快；为满足强劲的内需，疫后商品贸易逆差快速走扩、连续多月高于1000亿美元，因此批发、零售等流通环节补库较为顺利。但是，本土生产为主，或无法通过进口有效满足的板块，库存行为也受到相应抑制。此外，库存“异化”，也与预期扰动下的“牛鞭效应”有关。

■ 美国库存周期如何演绎？周期拐点或现，或成步入“衰退”又一助力

需求见顶下，渠道商补库逆转在即，制造商或继续补库、但弹性有限。新订单指数已连续回落3个季度，6月已跌破50%的枯荣线。年初刺激退潮及加息周期的背景下，商品消费降温也已有段时间，意味着批发、零售库存周期逆转在即，拖累经济未来表现。目前，生产行为的修复滞后于需求，仍处于扩张区间，考虑到库存水平仍处于历史低位，制造商库存或继续回补，但支持力度或相对有限。

美国本轮库存周期的拐点或现，未来或成步入“衰退”又一助力。以往库存集中回补一般持续约4-5个季度，本轮回补自去年中以来持续近1年，且处于历史绝对高位；结合新订单指数等领先指标看，库存周期转向的概率明显上升。2季度私人库存对GDP环比拖累超2个百分点，会否是拖累的开始，值得关注。

风险提示：美联储加息持续性不达预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现.....	4
1.1、疫情期间，美国库存周期的“异化”？不同环节，库存行为显著分化.....	4
1.2、美国库存周期“异化”的背后？疫后大通胀、内部供需错位等.....	6
1.3、美国库存周期如何演绎？周期拐点将现，或成步入“衰退”又一助力.....	8
2、数据跟踪：美国经济陷入“技术性衰退”.....	10
2.1、美国经济跟踪：美国 2 季度 GDP 环比为负，PCE 同比持平预期.....	10
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 2 季度 GDP 季环比初值高于预期.....	15
2.3、日本经济跟踪：日本 6 月零售销售同比下滑.....	16
3、重点关注：美国 6 月非农报告.....	16
4、风险提示：.....	17

图表目录

图表 1：美国 GDP 主要分项同比.....	4
图表 2：美国私人投资分项同比增速波动较大.....	4
图表 3：美国私人库存波动较大.....	4
图表 4：私人库存一般滞后制造业 PMI 新订单指数变化.....	4
图表 5：2021 年下半年以来美国进入快速补库阶段.....	5
图表 6：美国名义库存同比走势.....	6
图表 7：美国实际库存同比走势.....	6
图表 8：美国名义库存高企，与物价贡献有关.....	6
图表 9：美国 PPI 同比走势.....	6
图表 10：美国商品贸易逆差大幅走扩.....	7
图表 11：本轮批发、零售等渠道商补库较快.....	7
图表 12：美国批发商库存同比增速分位数细项.....	7
图表 13：美国零售商库存同比增速分位数细项.....	7
图表 14：“牛鞭效应”导致需求信息“扭曲”.....	7
图表 15：疫后美国生产修复慢于需求修复.....	7
图表 16：美国商品消费降温、服务消费接力.....	8
图表 17：美国财政刺激持续退潮中.....	8
图表 18：加息周期下，美国汽车贷款需求走弱.....	8
图表 19：加息周期下，美国地产销售需求走弱.....	8
图表 20：疫情期间生产、需求修复不同步.....	9
图表 21：美国制造商分项实际库存同比.....	9
图表 22：美国制造商分项实际库存同比.....	9
图表 23：美国制造业新订单、积压订单同比双双回落.....	9
图表 24：美国 2 季度私人库存拖累 GDP 超 0.7 个点.....	9
图表 25：美国私人去库存未来对经济的拖累值得关注.....	9

图表 26: 美国 2 季度 GDP 环比增速为负	10
图表 27: 美国私人投资增速进一步下滑.....	10
图表 28: 私人投资主要受库存“异常”拖累	11
图表 29: 实际非住宅投资对 GDP 的环比拉动率.....	11
图表 30: 设备投资分项对 GDP 的环比拉动率	11
图表 31: 刺激退潮下, 美国政府支出降速乃大势所趋.....	11
图表 32: 私人消费由商品向服务转移.....	11
图表 33: 以家具为代表的耐用品消费大幅下滑	11
图表 34: 以食品饮料、能源为代表的非耐用品消费下滑	12
图表 35: 以餐饮住宿为代表的服务是主要拉动力.....	12
图表 36: 美国 6 月新屋销售年化总数大幅下滑	12
图表 37: 美国 6 月成屋签约销售指数同比不及预期.....	12
图表 38: 美国 6 月耐用品订单环比初值高于预期	13
图表 39: 美国 7 月密歇根大学消费者信心指数上升.....	13
图表 40: 美国 6 月商品贸易逆差收窄	13
图表 41: 美国不同商品贸易差额	13
图表 42: 美国 6 月 PCE 物价指数持平预期	14
图表 43: 美国 6 月服务 PCE 同比低于商品	14
图表 44: 美国 6 月个人收入上升	14
图表 45: 美国 6 月个人收入环比高于预期.....	14
图表 46: 当周, 美国初请失业金人数高于预期.....	15
图表 47: 当周, 美国 EIA 原油库存下滑	15
图表 48: 欧元区 2 季度 GDP 季环比初值高于预期	15
图表 49: 欧元区 2 季度 GDP 同比初值下降.....	15
图表 50: 欧元区 7 月 CPI 同比续创历史新高	16
图表 51: 欧元区 7 月 CPI 环比上升	16
图表 52: 日本 6 月工业产出同比初值持平前值.....	16
图表 53: 日本 6 月零售销售同比下滑	16
图表 54: 下周海外重点数据发布日期情况.....	17

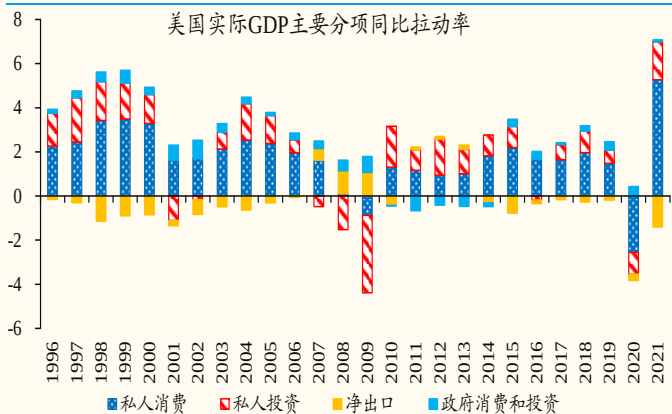
1、周度专题：繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现

库存周期向来是经济周期运行的加强项，经历持续近 1 年的快速补库之后，美国私人部门库存已升至历史高位。订单持续走弱的背景下，库存周期拐点或现。

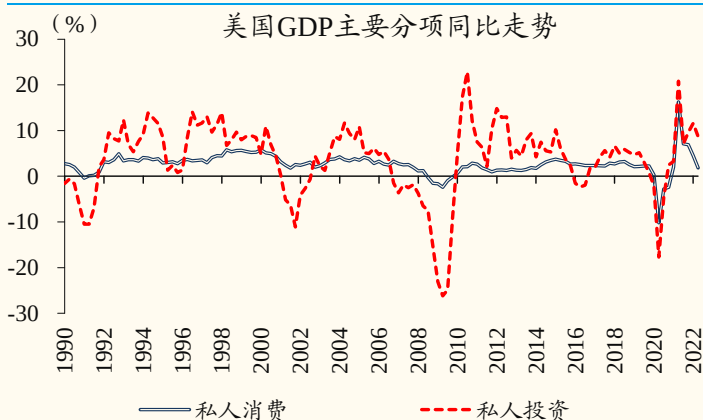
1.1、疫情期间，美国库存周期的“异化”？不同环节，库存行为显著分化

美国的私人库存行为滞后于需求而周期往复，是经济周期波动的加强项；PMI 新订单指数是其较好的领先指标，一般领先 2-4 个季度。美国 GDP 构成中，私人消费、投资占比分别约为 7 成、2 成。相比而言，私人消费更像经济运行的“压舱石”、波动相对较小，私人投资往往是经济波动的重要贡献，其中库存的周期波动为甚。美国私人库存主要包括制造商、批发商、零售商三大环节，占比大约为 37%、33%、30%。从历史走势来看，美国私人库存走势一般跟随制造业 PMI 新订单指数变化，滞后大约 2-4 个季度。

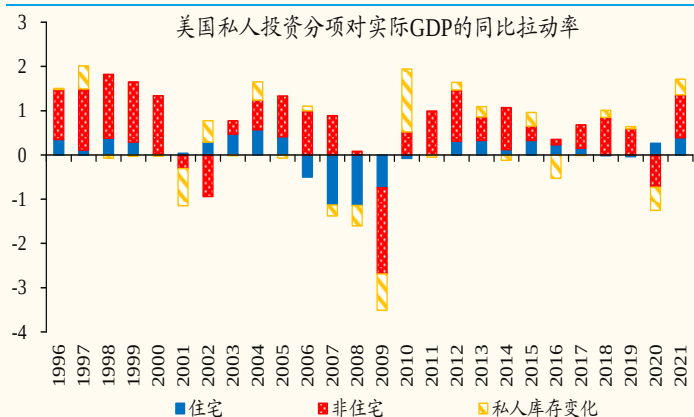
图表 1：美国 GDP 主要分项同比



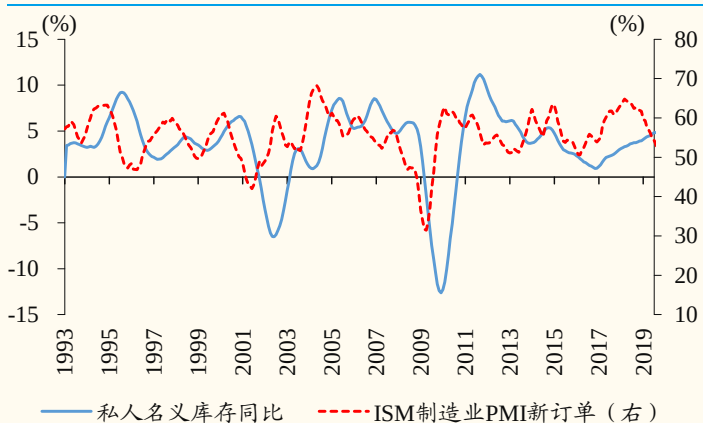
图表 2：美国私人投资分项同比增速波动较大



图表 3：美国私人库存波动较大

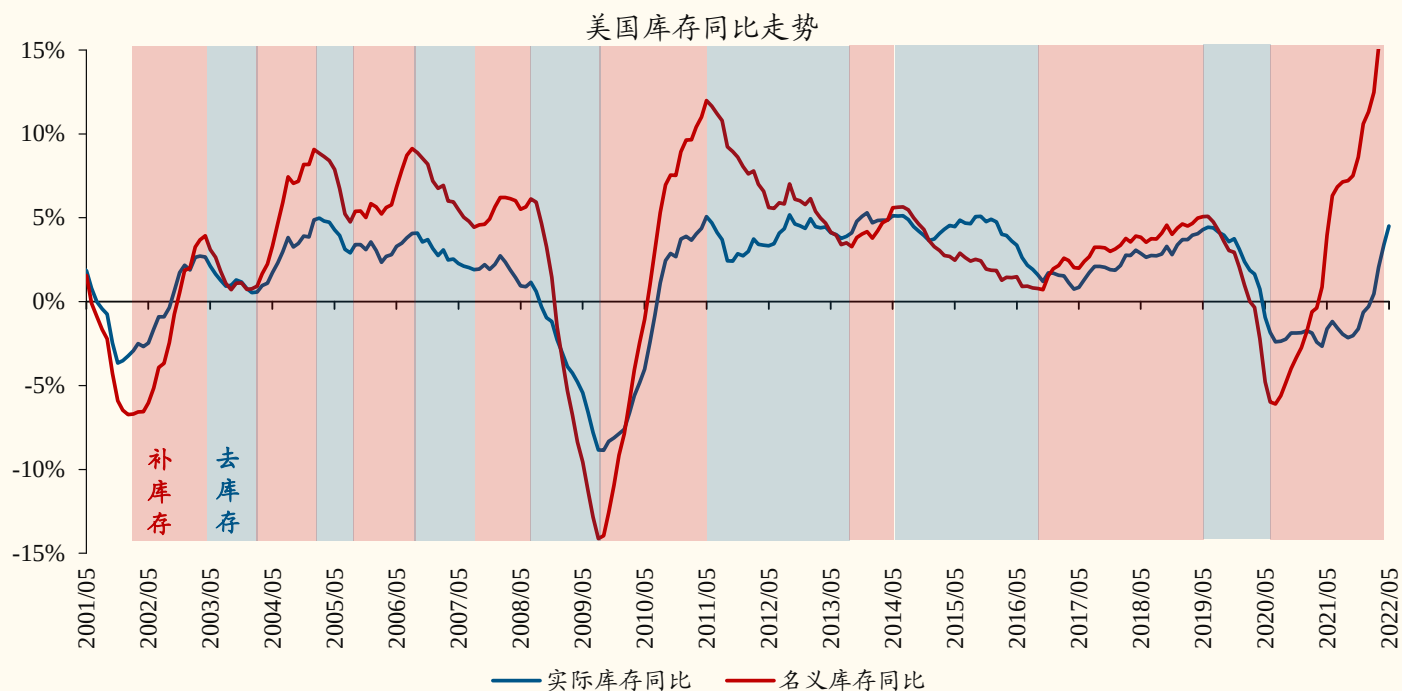


图表 4：私人库存一般滞后制造业 PMI 新订单指数变化



疫情冲击下，库存增速低位盘整的时间超出过往；伴随疫情影响的逐步减弱，2021年下半年以来美国进入快速补库阶段。疫情影响下，库存行为的走势与历史周期规律有所不同。伴随疫情影响的减弱，需求端逐步修复，以新订单指数为表征，2020年下半年开始持续改善，库存行为滞后约12个月反应，进入快速回补阶段。截至2022年5月，私人库存同比已修复至5%，相当于历史百分位的83%水平。历史周期显示，美国快速补库阶段集中在4-5个季度左右，本轮回补自去年中以来持续近1年。

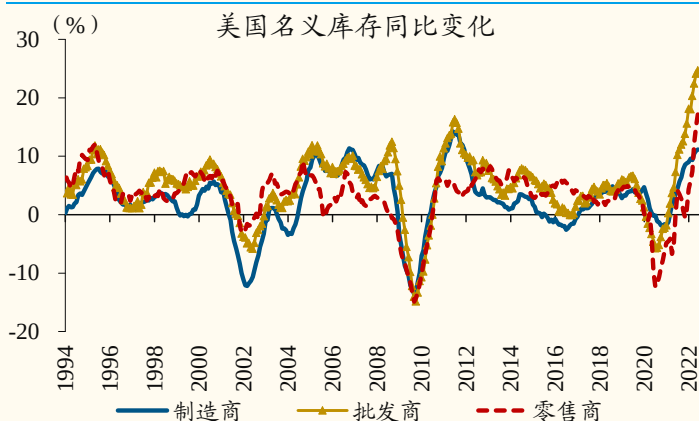
图表 5：2021 年下半年以来美国进入快速补库阶段



来源：BEA、国金证券研究所

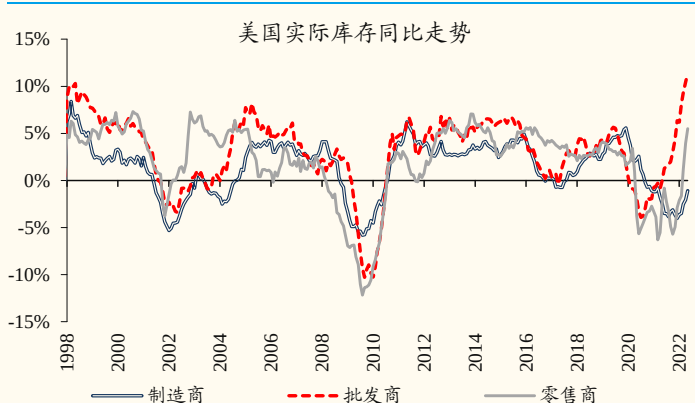
以往周期中，不同环节的库存行为大致趋同；疫情干扰下，本轮库存周期明显“异化”，不同环节的库存行为明显分化。全球大通胀背景下，批发商和零售商的名义库存同比分别达到 24.7%、17.4%，皆创下有数据以来的新高；制造商库存同比也超过 10%、接近历史高点。扣除价格干扰之后，批发商、零售商依然处于历史高位，但制造商的库存持续处于近些年来的历史低位。不同环节库存行为的分化，是以往周期中较为罕见的。

图表 6：美国名义库存同比走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：美国实际库存同比走势

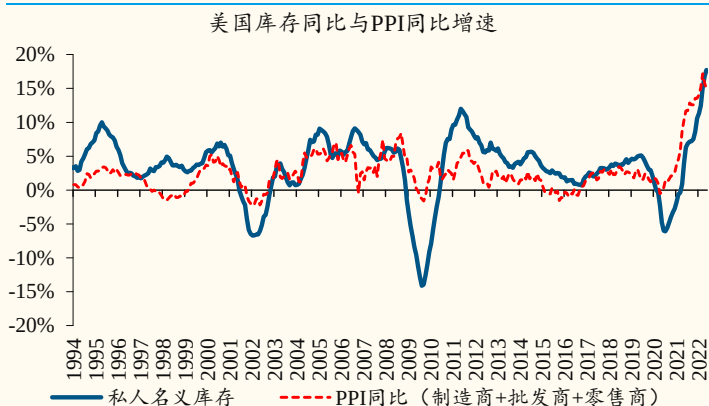


来源：BEA、国金证券研究所

1.2、美国库存周期“异化”的背后？疫后大通胀、内部供需错位等

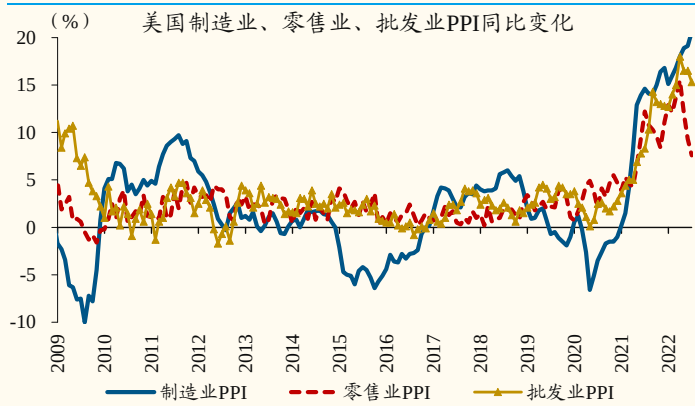
四十年一遇的全球大通胀，导致美国名义库存增速的异常高企。美国本轮名义库存同比增速持续攀升至 17.7%，不断创下历史新高。名义库存高增的背后，物价的贡献不容忽视，相关 PPI 同比增速也高达 15%。跟以往通胀不同的是，本轮大通胀的背后，放水节奏更为突然；能源供给受限问题长期化；持续数十年的温和通胀环境，使得政策应对普遍“慢了一拍”。以上种种因素，使得本轮通胀的持续性超出预期。

图表 8：美国名义库存高企，与物价贡献有关



来源：Wind、国金证券研究所

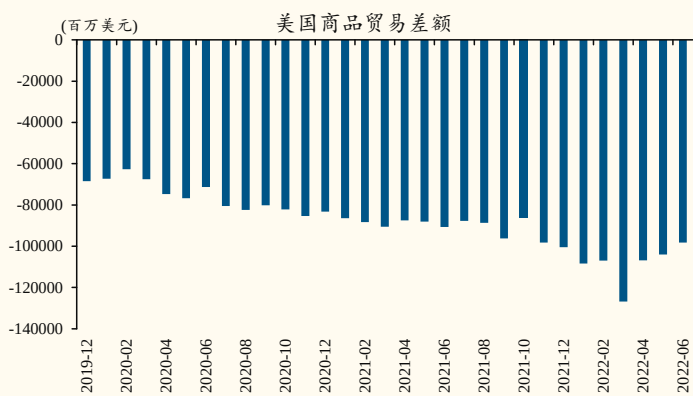
图表 9：美国 PPI 同比走势



来源：Wind、国金证券研究所

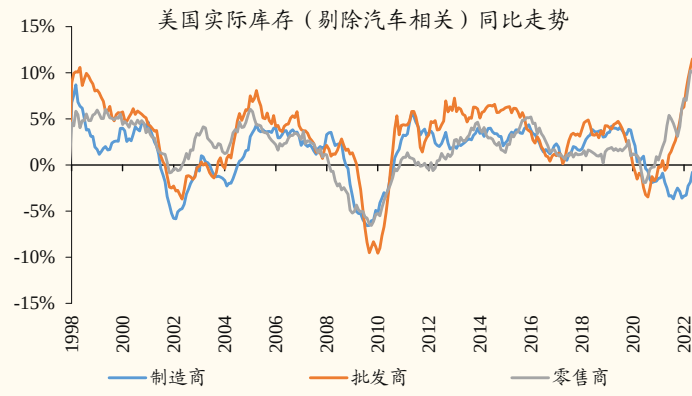
供应链冲击，也是导致美国库存周期“异化”、不同环节库存行为显著分化的重要原因。疫情期间，不同经济体的救助政策思路不同，导致国别间生产与需求端修复的分化。美国生产修复慢、需求修复快；为满足强劲的内需，疫后商品贸易逆差快速走扩、连续多月高于 1000 亿美元，因此批发、零售等流通环节补库较为顺利。但是，本土生产为主，或无法通过进口有效满足的板块，库存行为也受到相应抑制。因此，在剔除掉受供应链影响较大的汽车及零部件库存后，零售商、批发商库存实际走势分别为 11.5%、10.1%，均高于制造商。

图表 10：美国商品贸易逆差大幅走扩



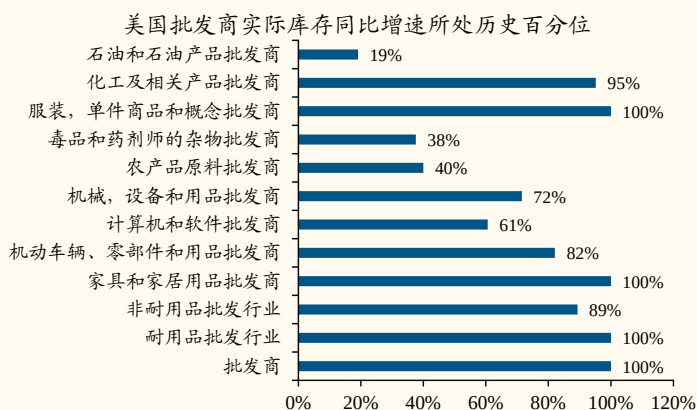
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：本轮批发、零售等渠道商补库较快



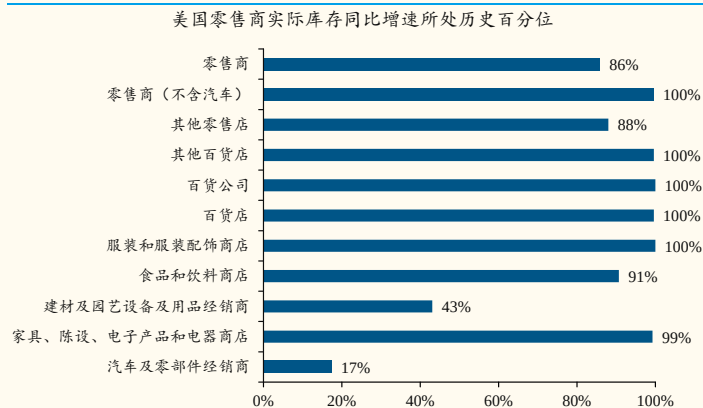
来源：BEA、国金证券研究所

图表 12：美国批发商库存同比增速分位数细项



来源：BEA、国金证券研究所

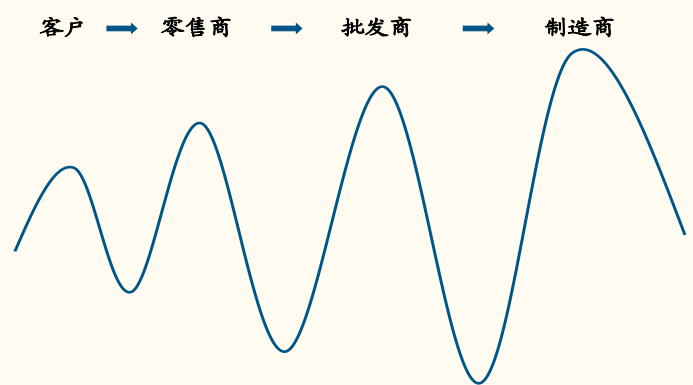
图表 13：美国零售商库存同比增速分位数细项



来源：BEA、国金证券研究所

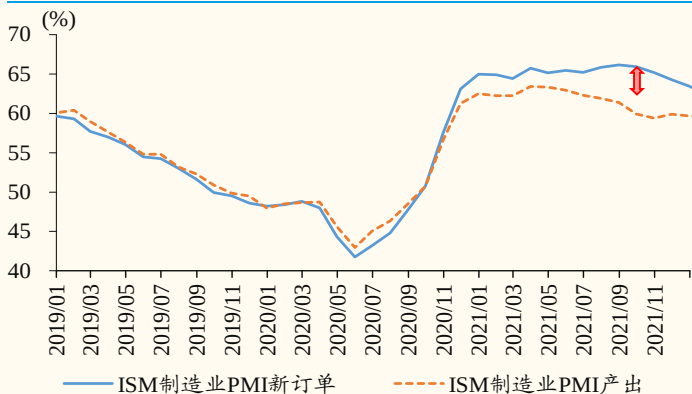
疫情期间，不同环节库存行为的明显分化，与预期扰动下库存行为的“牛鞭效应”有关。所谓“牛鞭效应”，指供应链的需求变异放大现象。在疫后需求刚刚回升、供应受限的阶段，渠道商库存快速去化，随后开始增加大量订单、维持正常的备货水平。但是，上游生产一直无法满足需求，表现为制造业 PMI 新订单指数持续位于 65% 左右，但产出指数“仅仅”在 60% 附近。生产持续低迷下，因担心未来备货不足，渠道商的“囤货意愿”快速攀升，使得订购量一般会超过实际需求。“牛鞭效应”下，渠道商库存回补远超制造商库存。

图表 14：“牛鞭效应”导致需求信息“扭曲”



来源：国金证券研究所

图表 15：疫后美国生产修复慢于需求修复

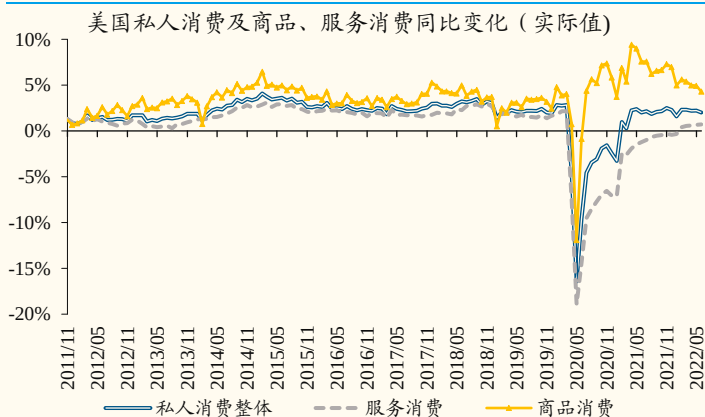


来源：Wind、国金证券研究所

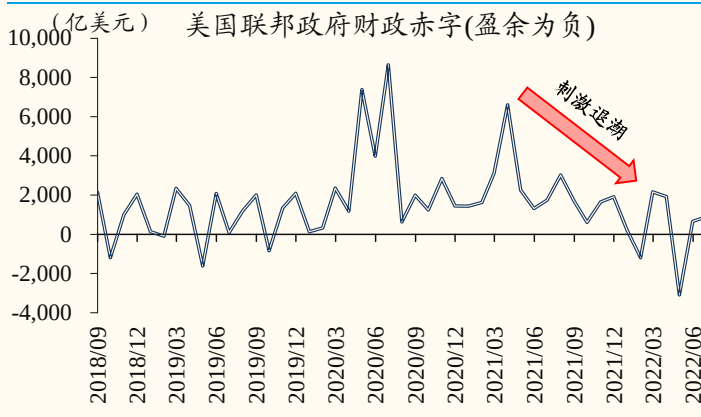
1.3、美国库存周期如何演绎？周期拐点将现，或成步入“衰退”又一助力

新订单指数已连续回落 3 个季度，6 月已跌至枯荣线以下，年初以来，商品消费降温也已有段时间；库存周期逆转在即，拖累经济未来表现。制造业 PMI 新订单指数已回落至 50% 的荣枯线以下，预示补库存周期的力量已经大幅弱化。刺激退潮下，美国消费商品消费自高位持续回落。货币政策收紧的背景下，汽车等利率敏感性消费行为也开始显露疲态。需求走弱的背景下，滞后的库存行为也已到达拐点，未来可能持续拖累经济表现。

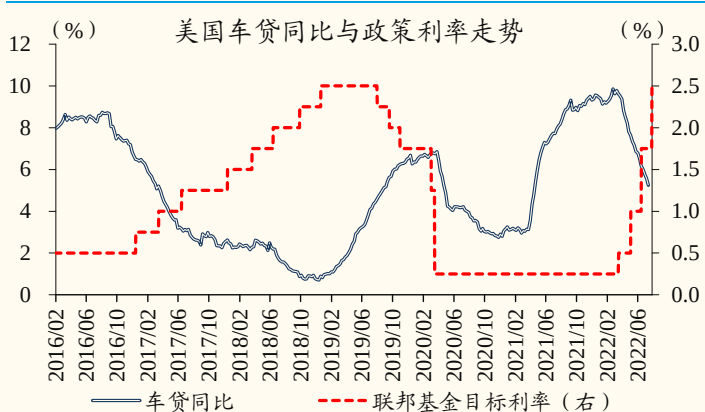
图表 16：美国商品消费降温、服务消费接力



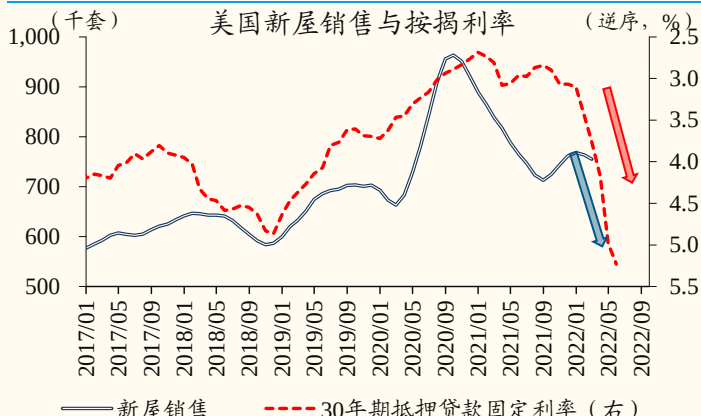
图表 17：美国财政刺激持续退潮中



图表 18：加息周期下，美国汽车贷款需求走弱



图表 19：加息周期下，美国地产销售需求走弱



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_44691

