



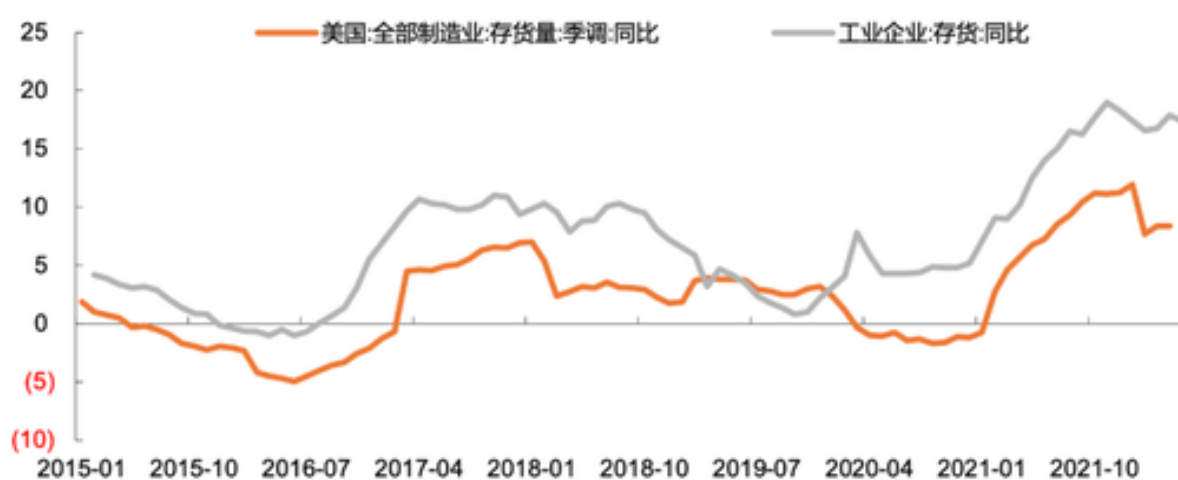
蒋飞：当前中美经济的共同特征“高库存”——宏观经济专题报告



文/意见领袖专栏作家 蒋飞、长城证券分析师 李相龙



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



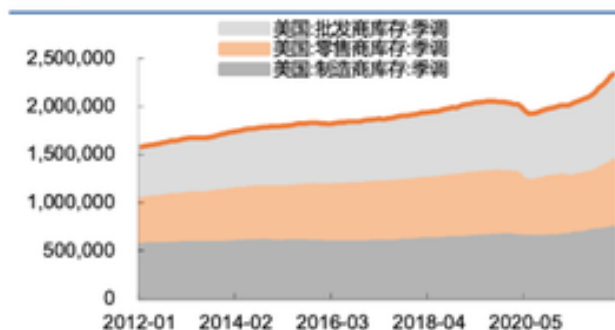
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 3: 库存销售比与销售总额的变化情况



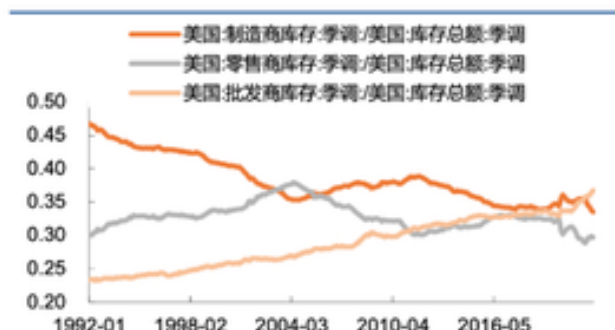
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

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。

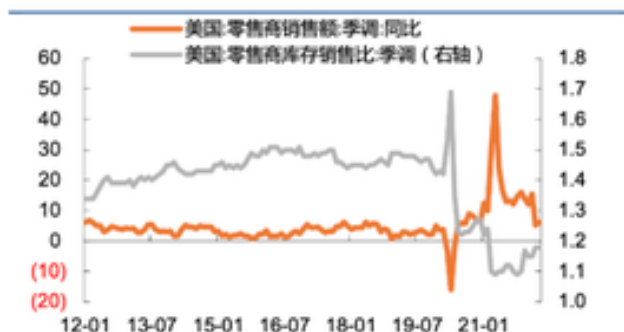
美国零售销售的增速已经比高点大幅回落，4 月份同比为 6.19%，已经接近疫情前的增长水平。但库存销售比虽从底部已经回升，仍远远低于疫情前水平。这表明零售库存相对仍然不足，未来通过消费增速的继续下滑和运输的加快，促使零售库存销售比回升至疫情前水平。

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



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

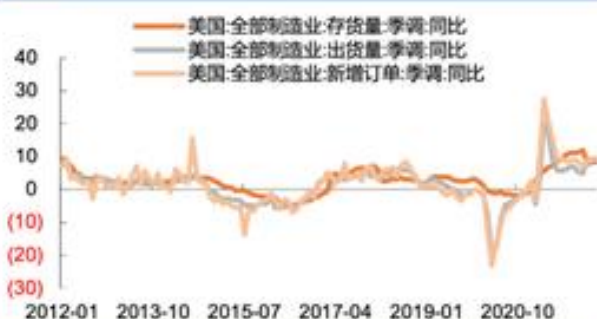
图 13: 美国 PMI 库存仍有上升趋势



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

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



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 15: 美国存货出货比较低



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



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

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

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。

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_43693

