2020 年 11 月 5 日

美国库存周期的重启

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@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

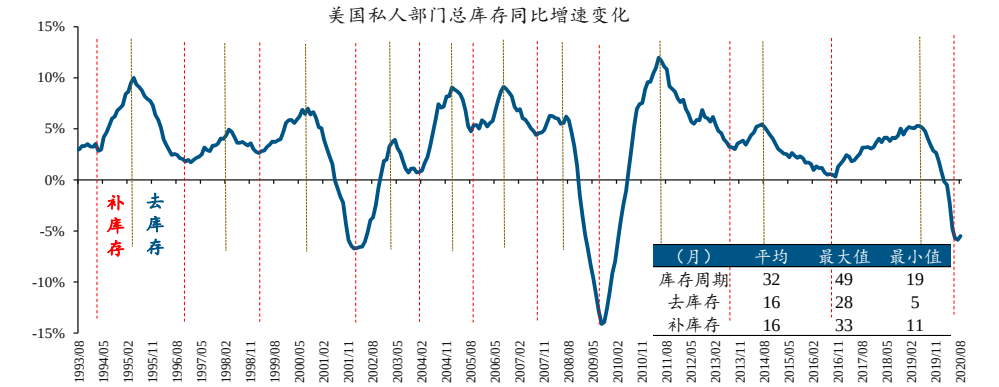
疫情爆发后，因生产与需求错位，美国私人部门各环节库存大幅下滑至历史低位。随着疫情影响已逐渐可控，美国经济活动或逐步回归常态，库存回补值得关注。

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。

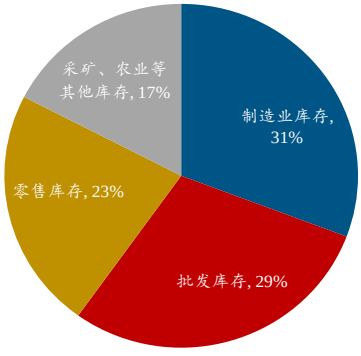
图1：美国私人库存存在明显的周期波动规律



数据来源：Wind、BEA、FRED、开源证券研究所

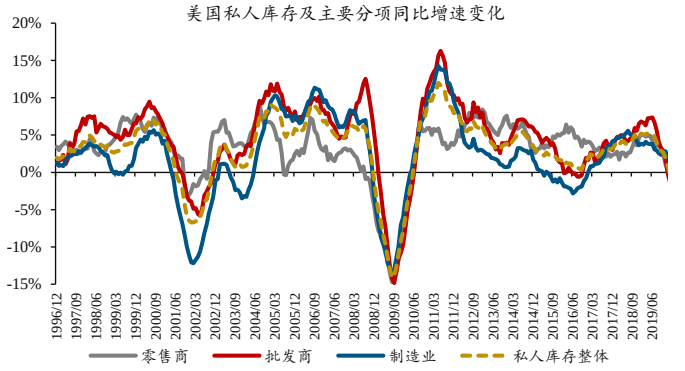
美国私人库存既包括商品生产环节的制造业库存，也包括流通环节的批发、零售库存；历史经验显示，私人部门补库存，往往推动美国经济增长加速。从构成来看，美国私人库存包括制造业库存、批发商库存、零售商库存，以及采矿业、农业等其他库存。其中，生产环节的制造业库存和流动环节的批发、零售库存最为重要，占比分别达到 31%、29%、23%，共同决定了私人库存走势。对于美国经济而言，私人库存的变化往往加大经济波动。历史经验显示，私人部门补库存，往往推动美国经济增长加速；而私人部门去库存，易拖累美国经济回落节奏加快。

图2：美国私人库存由制造业、批发及零售库存等构成



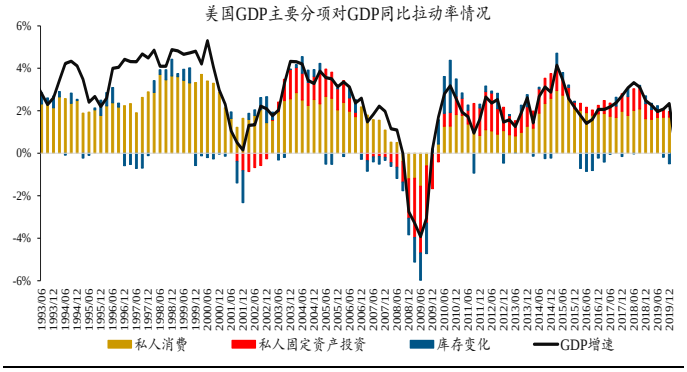
数据来源：Wind、BEA、FRED、开源证券研究所

图3：制造业及批发、零售库存，基本决定私人库存走势



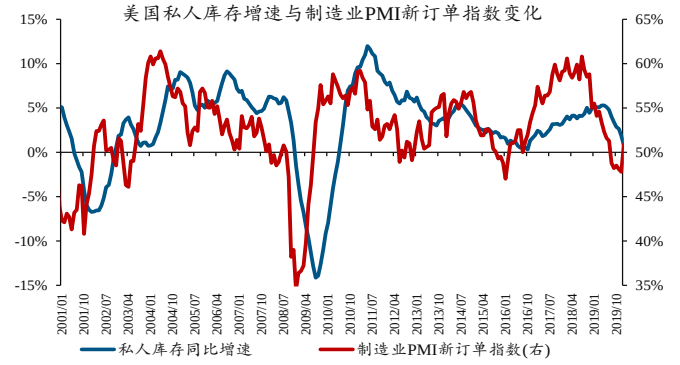
数据来源：Wind、BEA、FRED、开源证券研究所

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

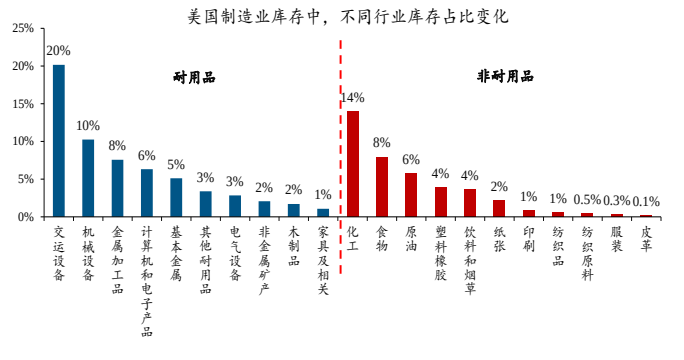
图5：美国私人库存，滞后制造业 PMI 新订单指数变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

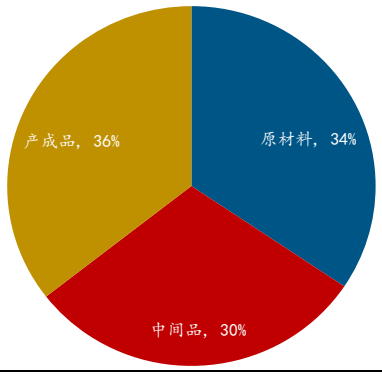
美国制造业及批发、零售库存中，耐用品库存占比均超过了非耐用品；同时，制造业库存，还可进一步细分为原材料、中间品及产成品库存。美国制造业库存中，交运设备、机械设备等耐用品库存合计占比达到 60%。制造业库存中，根据所处生产环节的不同，可进一步细分为原材料、中间品、产成品库存，占比分别为 34%、30%、36%。美国批发、零售库存中，耐用品库存占比也超过了非耐用品。具体来看，批发库存中，耐用品库存占比达到 61%，机械设备、机动车及零部件等库存占比均超过 10%。零售库存中，机动车及零部件库存占比最大，达到 35%。

图6：美国制造业库存中，耐用品库存占比超过非耐用品



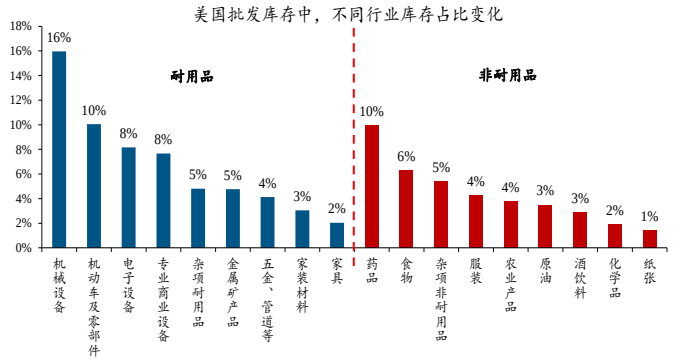
数据来源：BEA、开源证券研究所（基于 2019/12 数据测算）

图7：制造业库存可分为原材料、中间品及产成品库存



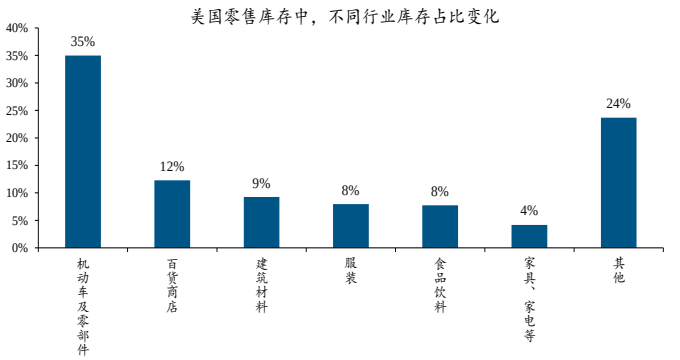
数据来源：BEA、开源证券研究所（基于 2019/12 数据测算）

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%

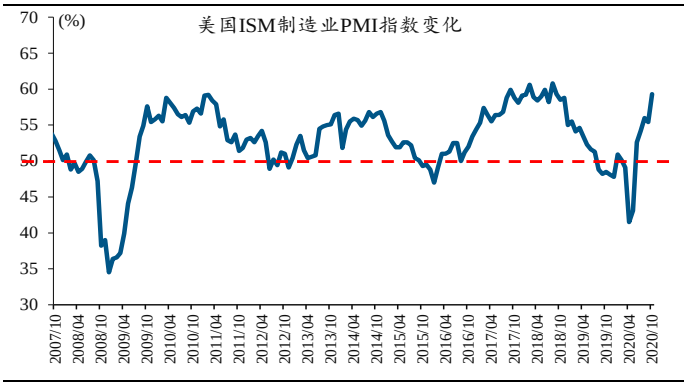


数据来源：BEA、开源证券研究所（基于 2019/12 数据测算）

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

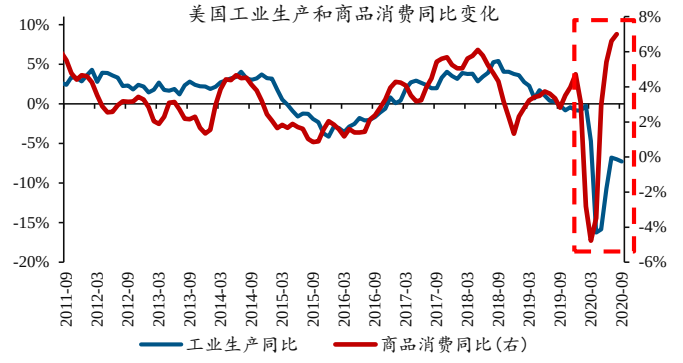
3 月疫情爆发后，美国以商品消费为首的需求端经历大幅萎缩后，不断修复；而以工业生产为代表的生产端，修复节奏持续偏慢。疫情爆发后，美国私人商品消费增速在 2 月至 4 月，由 4.3%一度回落至-13.5%；但 5 月以来，伴随美国政府提供现金补贴及失业状况改善等支撑收入提升，私人商品消费增速由-13.5%不断加快修复至 8.2%。与商品消费的修复相比，受疫情出现二次集中爆发、干扰企业复工进程等拖累，美国生产端的修复明显偏慢。5 月以来，工业生产、制造业生产同比仅分别由-16.3%、-20.3%升至-7.3%、-6.5%，依然处于萎缩状态。

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

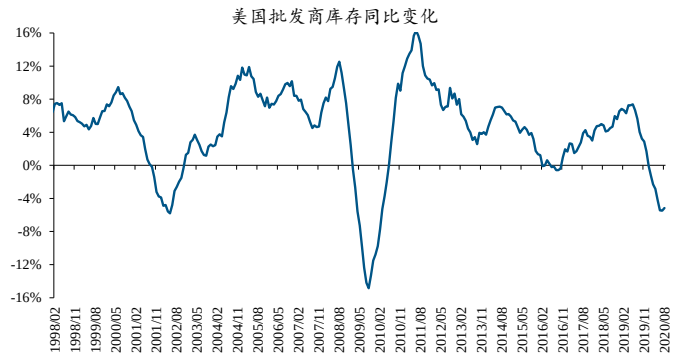
图11：5 月以来，美国商品消费修复远快于工业生产



数据来源：Wind、开源证券研究所

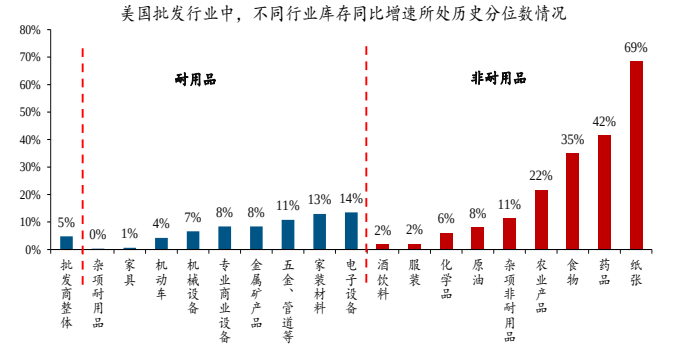
生产与需求修复错位背景下，美国批发、零售库存同比增速双双快速回落至历史低位。因需求端的修复快于生产端，美国批发库存同比增速由-1.3%快速回落至-5.2%,后者所处历史分位数低至 5%。美国批发库存中，家具、机动车、机械设备、化学品等库存增速纷纷大幅下滑。与批发库存的表现类似，美国零售库存同比增速由-0.6%大幅回落至-10.4%。其中，百货商店、机动车及零部件、服装、家具等库存同比增速，均降至 1%~2%的历史分位数水平。

图12：因生产端的修复慢于需求端，美国批发库存大降



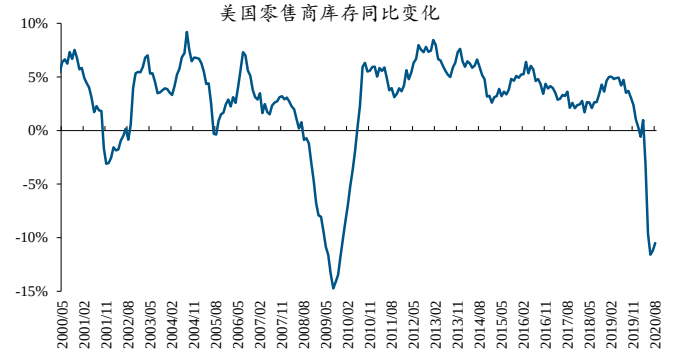
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：美国多个行业批发库存降至历史最低水平附近



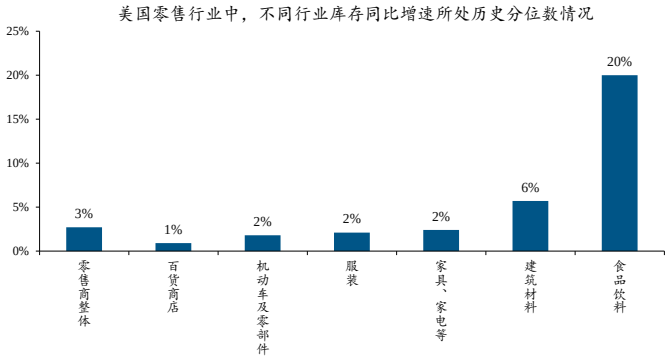
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

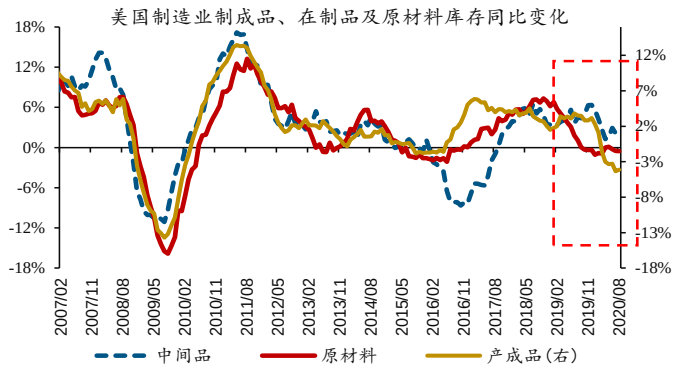
不仅批发、零售库存，美国制造业库存、尤其是产成品及原材料库存，也出现大幅下滑。4 月以来，美国制造业库存同比增速由 1.3%持续回落至-1.2%。其中，制造业产成品库存同比增速由-1.6%降至-4.1%，后者所处历史分位数低至 8%；制造业原材料库存同比增速，也回落至历史低位的-0.5%。因生产修复缓慢，美国制造业中间品库存出现积压，4 月至 8 月，库存同比增速由 1.3%升至 2.4%。行业层面，金属加工、机械设备、家具、基本金属、电气设备等耐用品生产行业，及塑料橡胶、纺织品、化工、纺织原料等非耐用品生产行业，库存同比增速均出现大幅下滑。

图16：4 月以来，美国制造业库存同比增速不断下滑



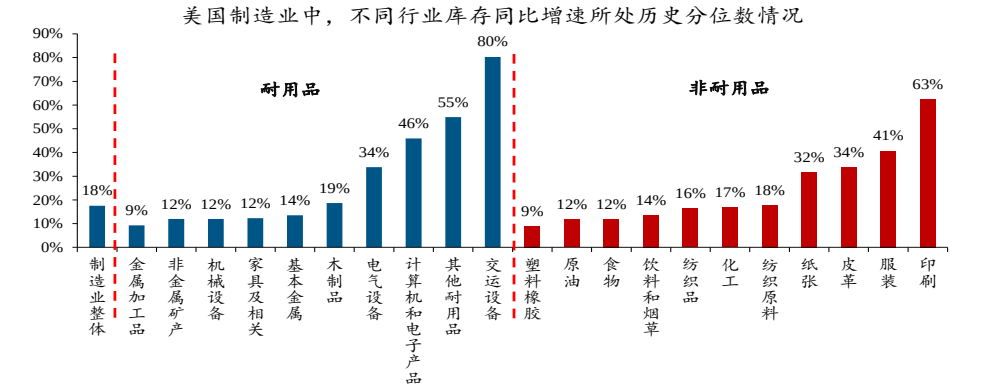
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

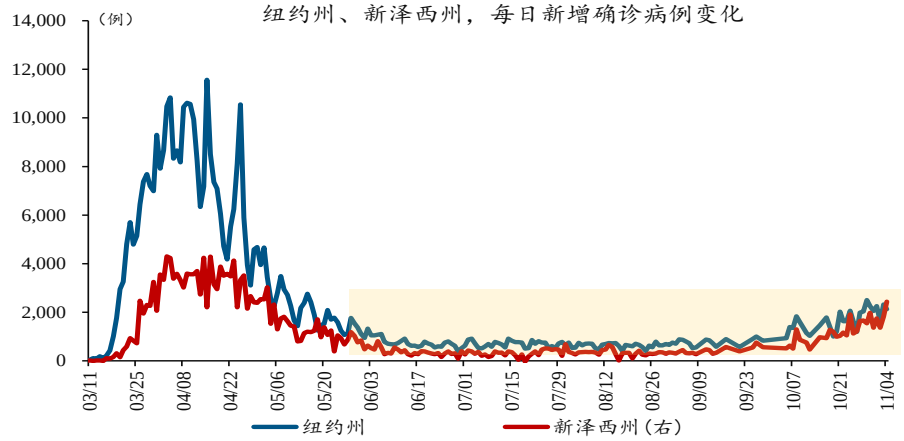
① 美国交运设备库存较高，与波音公司飞机滞销、库存高企有关；其他交运设备，如机动车等库存水平较低。

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

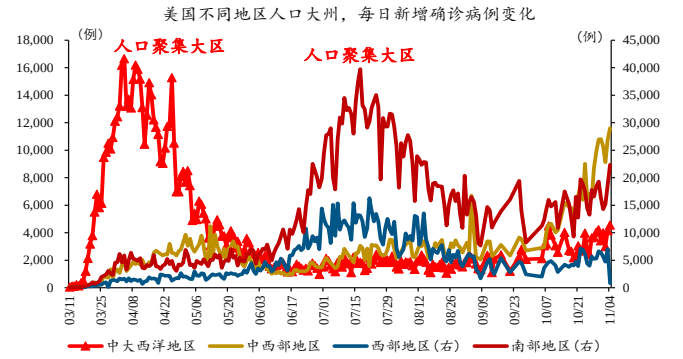
表1：纽约州等美国首次疫情爆发地区发布了比白宫更严格的复工标准

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”； 2、现存病例或检测阳性率应连续 14 天呈“下降趋势”； 3、收治所有重症患者，并为存在感染的医护人员提供充足的检测，含最新的抗体测试。	1、住院人数连续下降 14 天（3 天移动均值）； 2、住院死亡人数连续下降 14 天（3 天移动均值）； 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%）； 5、足够的 ICU 数量（最低值 30%）； 6、每月的千人居民病毒检测量达到 30 人（7 天移动均值）。

资料来源：White House、New York Government、开源证券研究所

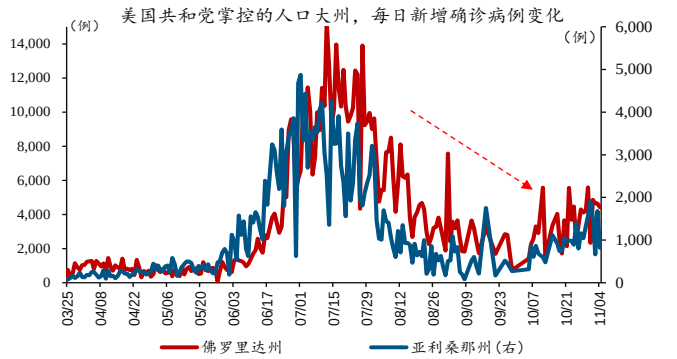
佛罗里达州等美国疫情二次集中爆发地区，在加强对潜在病毒感染者追踪、并实施强制佩戴口罩令后，重新控制住疫情发展。美国疫情在 6 月至 7 月出现二次集中爆发背后，是佛罗里达州、亚利桑那州等共和党掌控的人口大州激进复工，放松、甚至取消疫情防控措施。疫情的二次爆发，导致上述共和党州的复工进程放缓，州内选民对特朗普的支持率也出现大幅下滑。这一背景下，上述共和党人口大州快速加强对潜在病毒感染者追踪，并实施强制佩戴口罩令。随着一系列防疫措施的实施，佛罗里达州、亚利桑那州等疫情自 7 月下旬起，不断改善。

图20：7月中旬以来，美国疫情二次爆发地区病例下滑



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

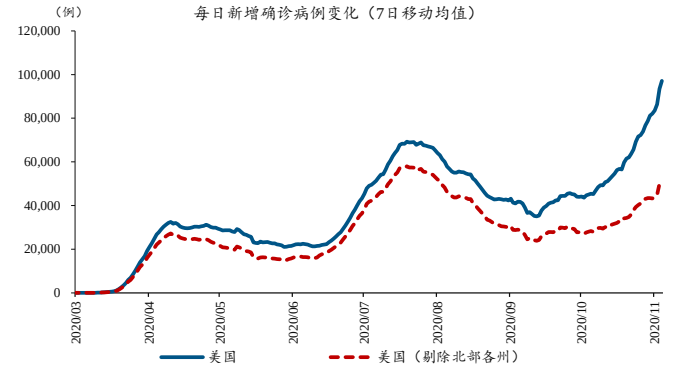
图21：7月中旬以来，佛罗里达州等疫情开始改善



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

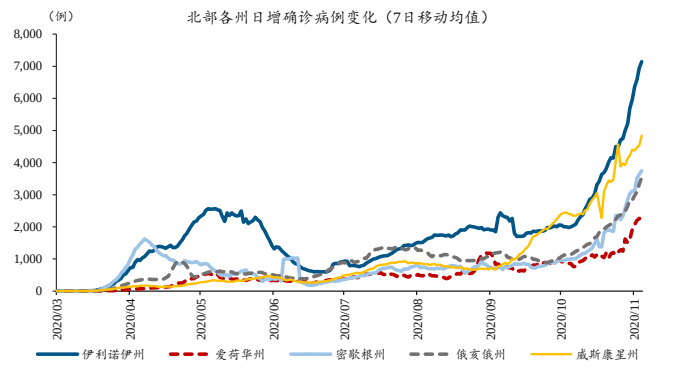
9月底以来，受学生大规模返校及天气快速转凉等影响，美国前期防控松散的北部各州确诊病例大幅增加，疫情再度出现反弹。或因地处内陆、前期疫情不严重等，美国北部各州疫情防控一直较为松散。9月底以来，随着州内高校迎来开学季、大量学生返校，以及气温骤降等，俄亥俄州、威斯康星州等美国北部州新增病例激增。受此影响，美国整体新增确诊病例由4万例/天左右，反弹至7万例/天以上。

图22：9月底以来，美国北部州疫情再度反弹



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

图23：印第安纳、肯塔基等美国北部州疫情大幅反弹

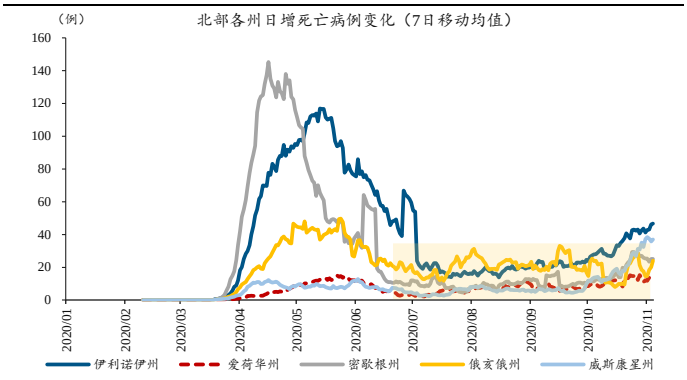


数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

但因主要人口大州控制住疫情，以及北部各州人口规模、密度较小，美国新增死亡病例持续低企，疫情影响已逐渐可控。9月以来，美国主要人口大州疫情控制良好，新增死亡病例持续下滑，复工进程有序推进。同时，美国北部各州的人口规模、密度，均远低于其他地区；并且，在吸取前期抗疫经验后[②]，对州内养老院采取了严格的保护措施，避免老年人群体出现群聚性感染。结果来看，虽然疫情有所反弹，但美国北部各州及全国整体新增死亡病例依然保持低位，主要州纷纷继续推进复工，疫情影响已逐渐可控。

② 疫情爆发早期，华盛顿州等多个养老院爆发疫情，导致大量老年人死亡。

图24：虽然疫情反弹，但北部各州新增死亡病例低企



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

图25：8月以来，美国总体新增死亡病例不断下滑



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

疫苗最快可能在2020年年底或2021年年初上市，使美国面临的疫情风险进一步下降。根据美国疾病控制和预防中心(CDC)的预测，美国多款疫苗，有望最快在2020年年底或2021年年初上市；与此同时，若能在2020年底前上市，美产疫苗的年产量有望达到1亿剂，可基本有效覆盖全美的接种需求。随着疫苗越来越接近落地，美国面临的疫情风险趋进一步下降。

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

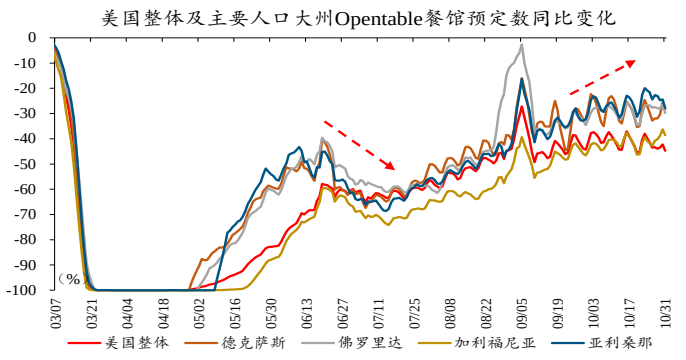
国家	公司/机构	疫苗类型	临床进度	产能
中国	武汉生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	使用阶段	2亿剂/年
	科兴生物	灭活病毒疫苗	Ⅲ期人体试验 早期/限制使用阶段	3亿剂/年
	北京生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	使用阶段	2亿剂/年(在建)
	康希诺&中国军事医学科学院	重组病毒载体疫苗	Ⅲ期人体试验 使用阶段	1-2亿剂/年
美国&德国&中国	美国辉瑞公司 PfizerInc&德国BioNTech SE&中国复星医药	核酸疫苗(mRNA)	Ⅱ期至Ⅲ期人体试验，宣布推迟实用化	2020年底前达1亿剂/年，2021年底前达13亿剂/年
美国	莫德纳公司（Moderna Inc.）	核酸疫苗(mRNA)	Ⅲ期人体试验，宣布推迟实用化	2021年底前达5-10亿剂/年
	强生（Johnson & Johnson）	重组病毒载体疫苗	Ⅲ期人体试验	2021年产10亿剂
	诺瓦克斯 Novavax	蛋白质疫苗	Ⅲ期人体试验	2021年第一季度1亿剂，年产20亿剂
英国	阿斯利康、康希诺与牛津大学	重组病毒载体疫苗	Ⅱ期/Ⅲ期人体试验暂停	2021年底前提供20亿剂 2020、2021年底前，在中国将达到1亿剂/年、2亿剂/年
	帝国理工学院	核酸疫苗(mRNA)	Ⅱ期人体试验	--

资料来源：WHO、新华社、CNN、开源证券研究所

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

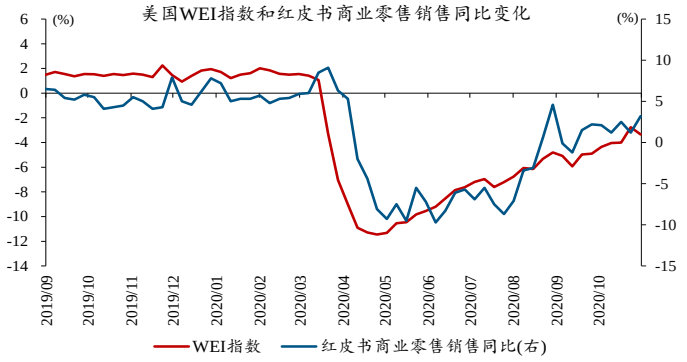
7 月以来，随着疫情影响逐渐可控，美国主要人口大州经济活动的修复不断加快。居民外出就餐预定数，能较好地反映经济活动的变化。6 月至 7 月，因疫情二次集中爆发，加利福尼亚州、德克萨斯州、佛罗里达州、亚利桑那州等美国人口大州外出就餐预定同比增速，均由升转降。7 月中下旬以来，伴随疫情影响逐渐可控，上述人口大州外出就餐预定同比增速纷纷止跌反弹。

图26：7 月以来，德州、加州等餐饮消费持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

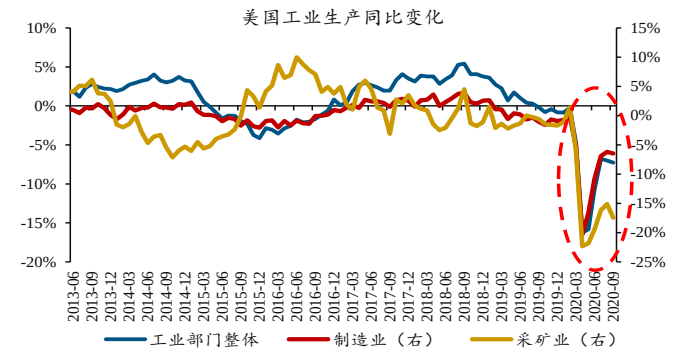
图27：7 月以来，美国 WEI 指数和商业零售销售改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

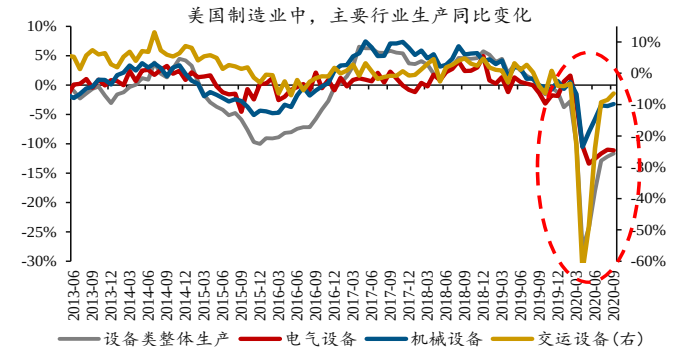
主要人口大州控制住疫情、持续推进复工下，美国交运设备、机械设备、电气设备、纺织品、基本金属、化工、家具等行业的生产修复，自 7 月起不断向好。数据显示，7 月以来，美国设备类行业生产同比增速由-18%修复至-11.7%；其中，交运、机械、电气设备生产同比增速，分别由-23.9%、-14.6%、-12.6%修复至-6.5%、-9.8%、-11.1%[③]。非设备类行业方面，纺织品、基本金属、化工、家具生产同比增速，也分别由-16.1%、 -24.6%、-5%、-12.6%修复至-7.3%、-18.1%、-3.2%、-11.1%。产能利用率方面，机械设备、化工、基本金属等产能利用率不断上升。

图28：7 月以来，采矿业生产表现相对疲软



数据来源：Wind、开源证券研究所

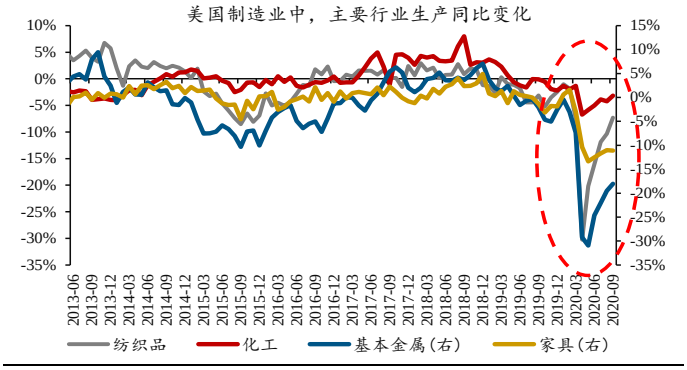
图29：7 月以来，美国设备类行业生产不断向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

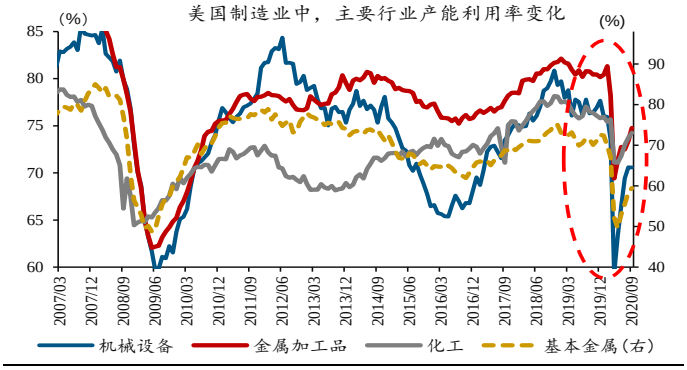
[③] 美国交运设备生产修复向好，主要受到机动车等行业生产改善支撑。

图30：7 月以来，美国纺织品、化工等生产不断向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

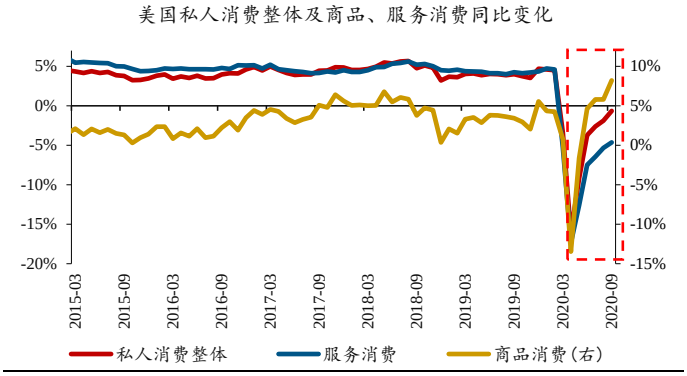
图31：美国机械设备、化工等行业产能利用率持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

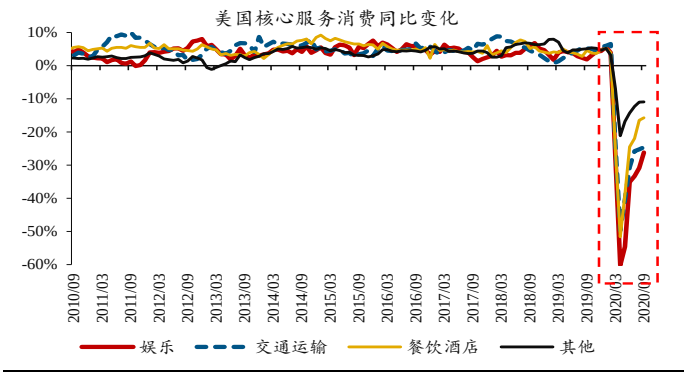
美国与外出相关的服务、商品消费等，也自 7 月起，出现不同程度地改善。7 月以来，随着主要人口大州疫情逐渐可控，美国餐饮酒店、交通运输、娱乐等服务消费同比增速分别由-24.5%、-30.7%、-35.1%改善至-15.7%、-24.6%、-26.2%。商品消费方面（参照最新公布的 9 月零售销售数据），机动车、服装、杂货店零售销售同比增速，也分别由 6.7%、-22.8%、2.2%升至 10.9%、-12.5%、4.3%。

图32：7 月以来，美国服务消费持续向好



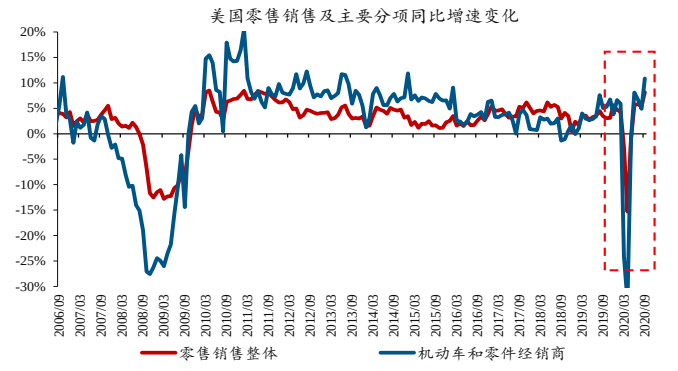
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：餐饮酒店、交通运输、娱乐服务等消费持续向好



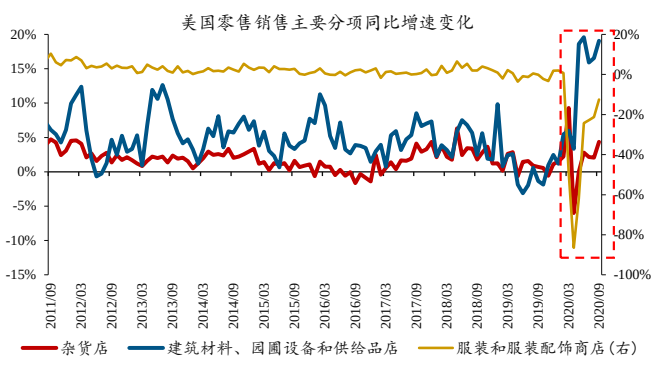
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：美国 9 月机动车零售销售增速大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：美国 9 月服装、杂货店零售销售增速大幅抬升



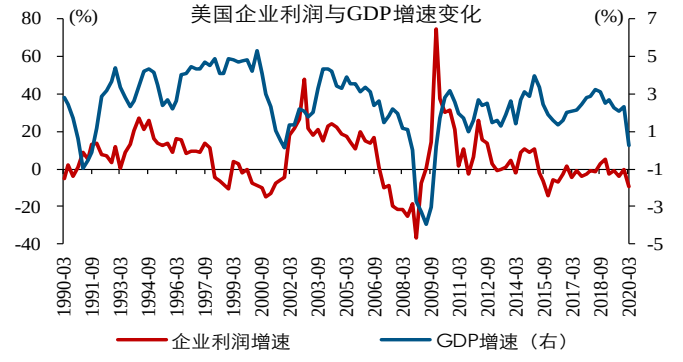
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

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

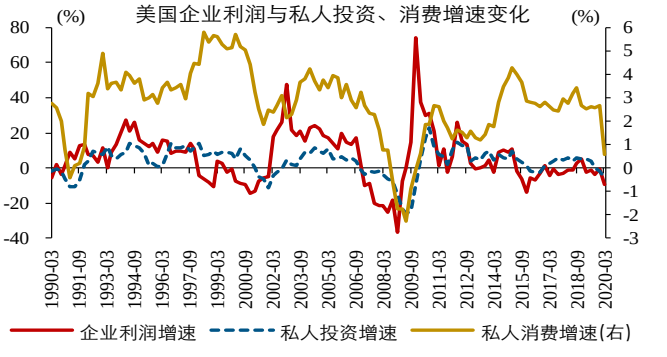
美国经济周期中，企业盈利是最核心的驱动力，领先私人投资、消费及 GDP 等变化。虽然美国 GDP 中私人消费占比接近 70%，但企业盈利才是驱动美国经济的最核心动力。从美国经济的运行逻辑来看，私人投资和私人消费共同主导 GDP 走势。其中，私人投资直接由企业盈利决定，私人消费主要受劳动力市场影响（通过收入影响消费），而后者景气变化与企业盈利走势密切相关。回溯美国历史数据，企业盈利增速一般领先私人投资、消费及 GDP 增速变化。

图36：美国经济周期中，企业盈利一般领先 GDP 变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

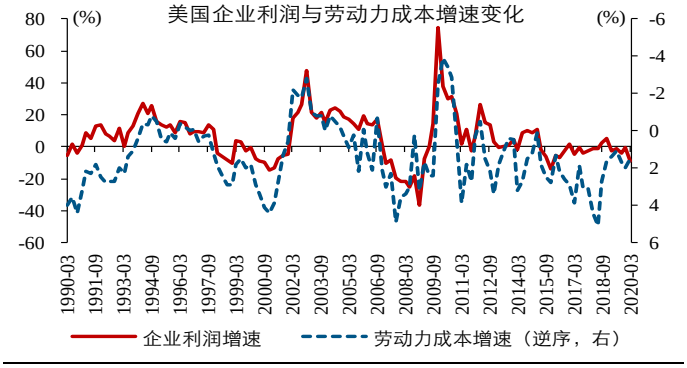
图37：美国经济中，企业盈利往往领先消费、投资变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

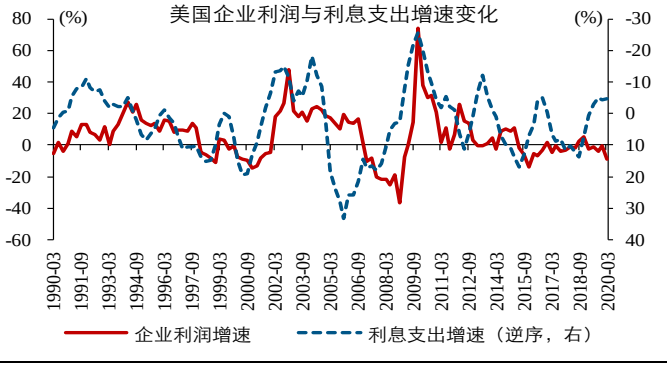
美国企业盈利的走势，与企业的劳动力成本、融资成本等变化高度负相关，后两者分别主要受就业环境、美联储货币政策影响。美国企业的生产成本，主要包括劳动力成本、融资成本、资本折旧等。由于占比高、波动大，劳动力成本和融资成本的变化，对美国企业盈利影响最大。历史经验显示，劳动力成本和融资成本持续回落时，美国企业盈利一般加速增长。进一步来看，美国企业的劳动力成本增速，与失业率变化高度负相关。同时，美国企业的融资成本变化，主要受美联储货币政策影响；美联储放松货币、带动实际利率水平回落阶段，企业融资成本增速一般持续下滑。

图38：美国企业利润和劳动力成本变化负相关



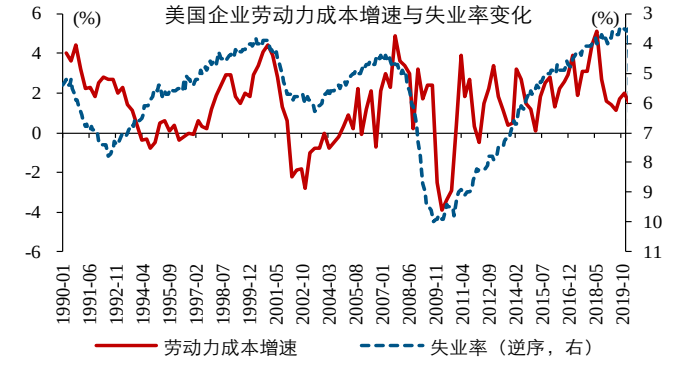
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：美国企业利润和融资成本变化负相关



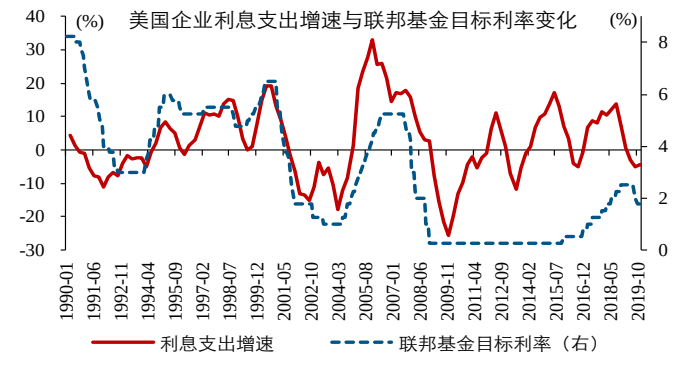
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：美国企业劳动力成本主要受就业市场景气影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

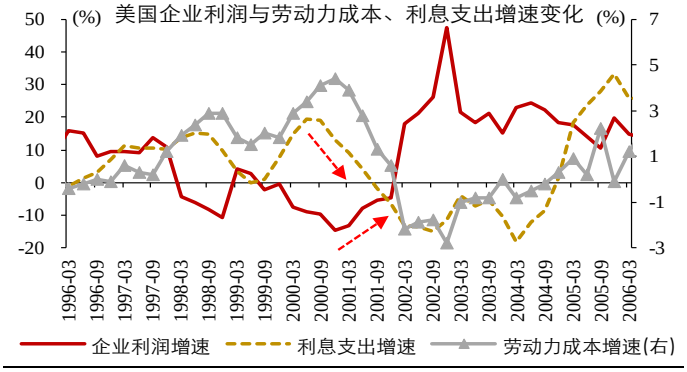
图41：美国企业融资成本主要受美联储政策影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

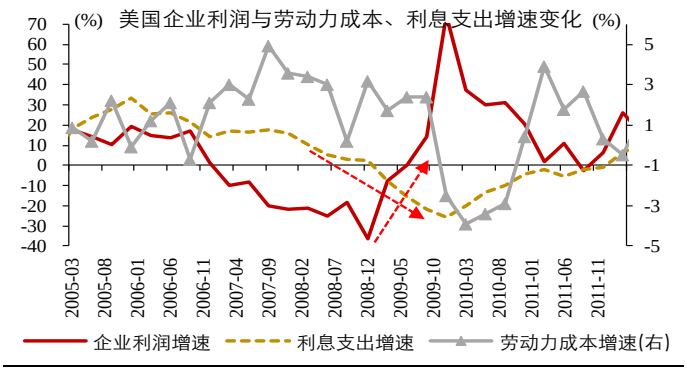
历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币带动企业融资成本大幅下滑，支撑企业盈利止跌反弹紧密相关。历次美国经济走出衰退背后，是企业盈利的“率先”反弹，后者与低利率环境紧密相关。具体来看，美国经济衰退阶段，随着美联储大幅降息（包括 QE）等，企业融资成本趋于加速回落。受此影响，美国企业盈利下滑速度往往开始放缓，并在随后止跌反弹。美国企业盈利修复，一般也受到劳动力成本回落支撑，但由于工资刚性等，后者回落速度往往慢于融资成本。

图42：2001 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升



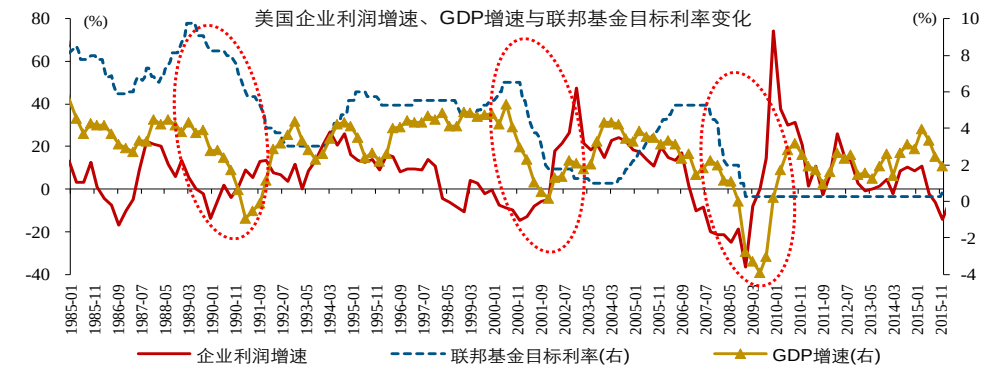
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

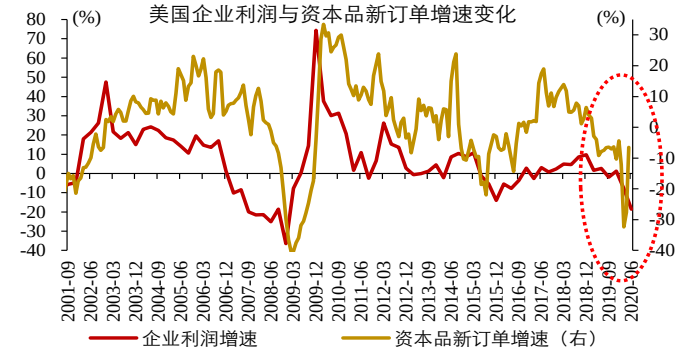
疫情爆发后，伴随美联储大幅降息等、带动实际利率水平快速降至历史新低，美国经济已完全具备复苏条件。疫情在美国本土爆发后，美联储在 2 周内紧急降息 150bp，并重启 QE；同时，美联储先后创立了多个一二级市场融资便利工具，直接为企业提供流动性。美联储一系列宽松政策操作下，美国实际利率水平快速下滑，并刷新历史新低。受此影响，美国企业融资成本显著下滑，对企业盈利的改善形成支撑。高频数据显示，美国企业盈利的同步指标资本品新订单增速已自 5 月起大幅反弹。企业盈利的反弹，意味着美国经济已完全具备复苏条件，需求前景向好。

图45：美联储宽松货币政策下，美国利率水平大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：美企盈利同步指标资本品新订单增速已有所反弹

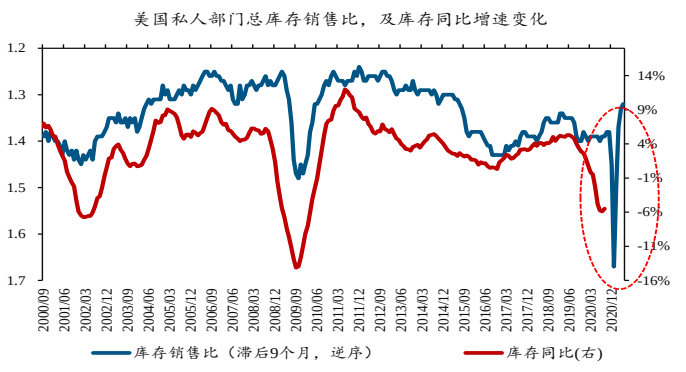


数据来源：Wind、开源证券研究所

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

经济具备复苏条件、需求向好背景下，美国私人部门库存的领先指标，已持续、大幅抬升。历史经验显示，美国私人部门库存销售比，以及制造业新订单等，领先私人部门库存变化。最新数据来看，5 月至 8 月，美国制造业新订单同比增速止跌反弹，由-23%持续抬升至-4%；同时，库存销售比也自高位回落，由 1.63 降至 1.31。

图47：美国库存领先指标，库存销售比高位回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：美国库存领先指标，制造业新订单增速止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

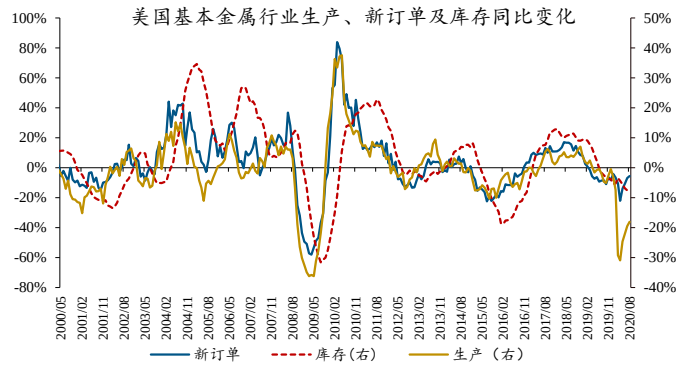
伴随需求向好，以及疫情可控下复工复产持续推进，美国库存水平极低的化工、基本金属等上游行业，以及机械设备、电气设备等中游行业，或将进入补库阶段。化工、基本金属等上游行业，以及机械设备、电气设备等中游行业，库存水平（制造业库存）目前均处于历史低位。未来一段时间，随着需求向好，以及疫情影响逐渐可控下、复工复产持续推进，化工、基本金属、机械设备、电气设备等或将进入补库阶段。最新数据显示，上述行业的库存领先指标，均已止跌反弹、持续抬升。

图49：美国化工行业库存领先指标已止跌反弹



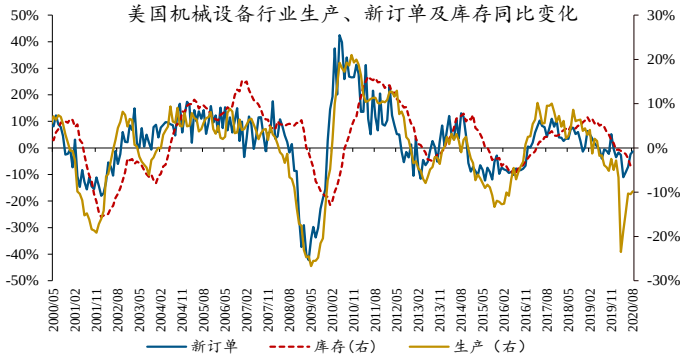
数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：美国基本金属行业库存领先指标已止跌反弹



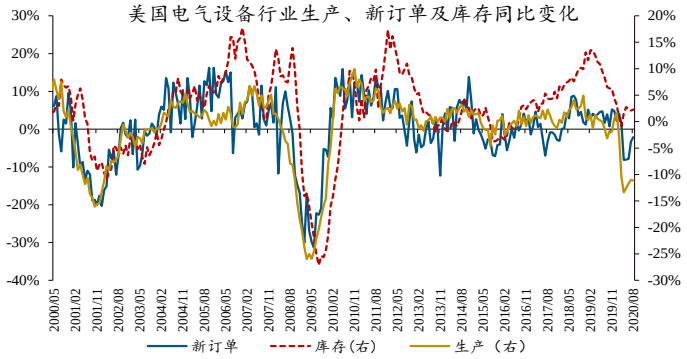
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：美国机械设备行业库存领先指标已止跌反弹



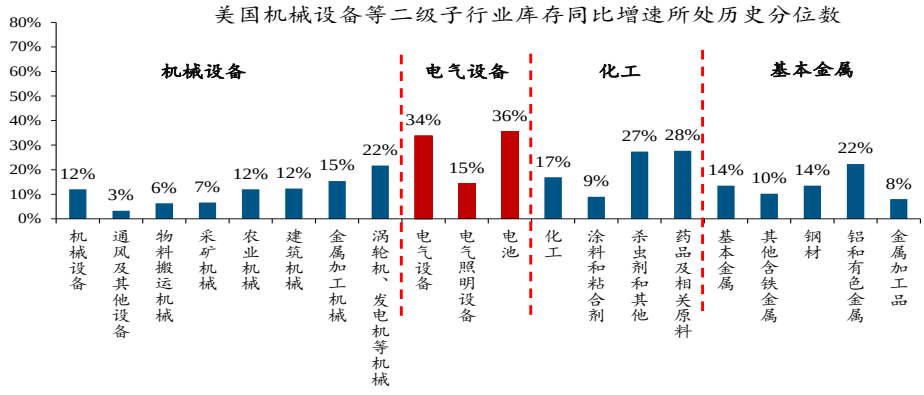
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：美国电气设备行业库存领先指标已止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

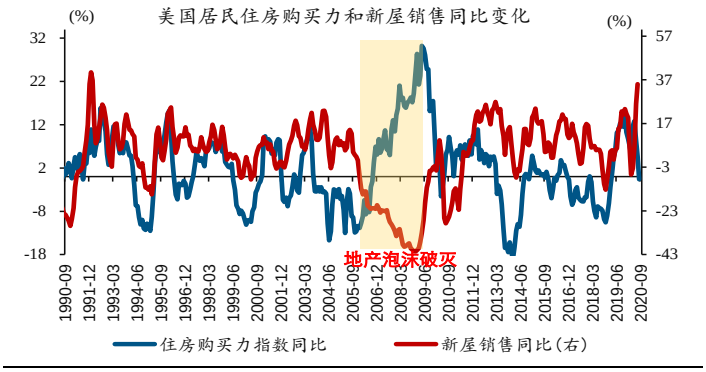
图53：美国化工、基本金属、机械及电气设备等行业库存，均处于历史极低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

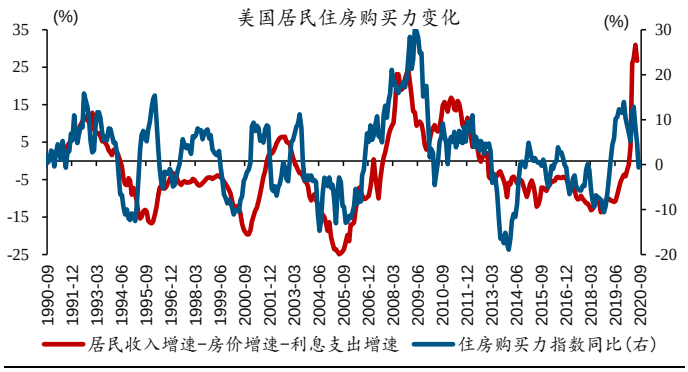
疫情影响可控下，美国整体就业景气、居民收入水平有望持续抬升；受此支撑，美国地产市场的高景气或将延续。历史经验显示，美国地产（新屋）销售滞后居民住房购买力变化，后者主要受居民收入、房价及利息支出压力等影响。3 月疫情爆发后，受美联储大幅降息、显著缓解利息支出压力等影响，美国居民住房购买力快速提升，带动地产市场景气不断改善。随着美国名义利率水平已降至历史低位，居民收入的表现，或将开始主导住房购买力的变化。展望居民收入变化，随着疫情影响逐渐可控，大量的服务业就业的修复加快，或将带动整体居民收入持续提升。

图54：美国居民住房购买力领先新屋销售变化



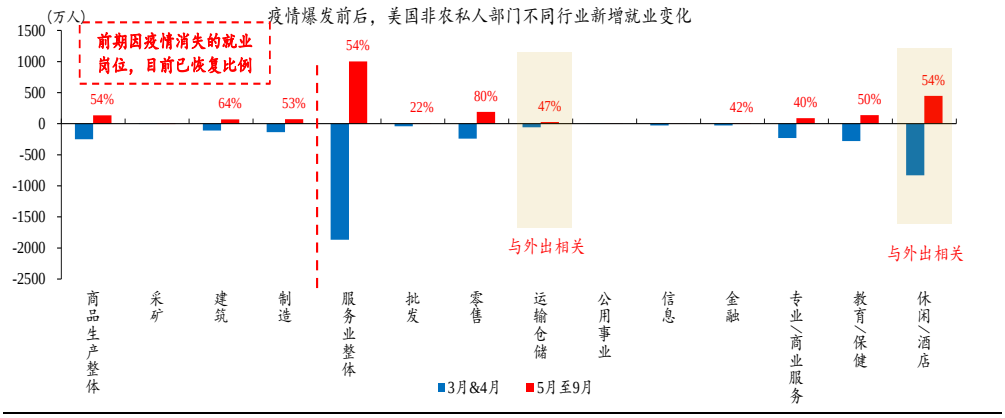
数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：居民住房购买力与居民收入、利息支出高度相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

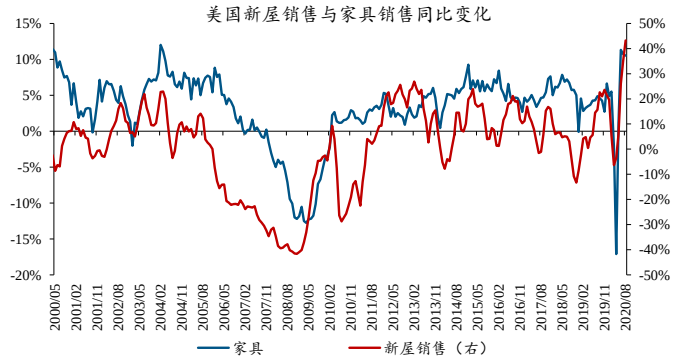
图56：美国多个与外出相关的服务业就业，还远未修复至疫情爆发前水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

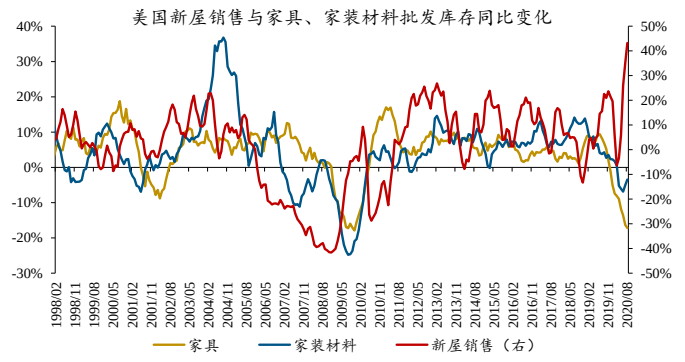
受地产市场维持高景气度等支撑，美国家具、家装材料等地产链相关的下游行业，库存回补值得关注。美国家具、家装材料等行业的需求，主要来自美国地产市场。历史数据来看，美国家具、家装材料的销售增速，滞后于新屋销售增速变化。因前期生产与需求错位，美国家具、家装材料等行业的库存水平已降至历史低位。未来一段时间，随着地产市场维持高景气度，以及疫情可控下复工复产持续推进，美国家具、家装材料等地产链相关行业库存回补值得关注。

图57：美国新屋销售领先家具销售变化



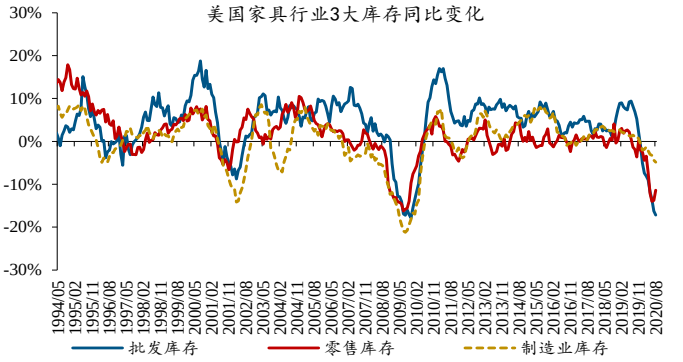
数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：美国新屋销售领先家具、家装材料库存变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：美国家具行业 3 大库存均已降至历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：美国家装材料行业批发、零售库存水平较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、报告结论

1）上世纪 90 年代以来，美国经济活动，一直存在明显的周期波动规律。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。

2）3 月疫情爆发以来，因生产与需求修复错位，美国私人部门库存大幅下滑至历史低位。具体来看，疫情爆发后，随着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。结果是，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。

3）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。总体来看，美国疫情影响已逐渐可控。

4）随着疫情影响逐渐可控，7 月以来，美国主要人口大州持续推进复工。体现在经济表现上，美国设备类行业生产同比增速由-18%快速修复至-11.7%；纺织、基本金属、化工、家具等行业的生产修复也不断向好。与此同时，与外出相关的汽车、服装等商品消费，以及餐饮酒店、交通运输、娱乐等服务消费，均较之前有所改善。

5）回溯历史，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，经济已完全具备复苏条件。当然，美国经济、如生产活动等前期修复较慢，主要是受疫情二次爆发拖累。

6）9 月以来，虽然总体疫情反弹，但主要人口大州疫情控制良好，有序推进复工；美国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，伴随疫情影响可控、需求不断释放，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、支撑居民住房购买力下，地产链相关行业的库存回补也值得关注。

5、风险提示

疫苗研发进度不及预期等。

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6～12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn