

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜

吴起睿 张润锋

衰退忧虑下的“库存窗口期”

——美国补库周期节奏探讨

阅读摘要

2024年7月,美国失业率数据触发“萨姆规则(Sahm Rule)”引发衰退忧虑。整体看,该数据仅在“触线”的初步阶段、劳动力市场急转的可能性偏低,结合9月大概率降息25BP、以及弱补库周期与经济景气度的关系,我们调高美国衰退的概率(从25%至30%),但仍认为衰退概率偏低。

疫后美国已经历了一个较为完整的“主动去库 -> 主动补库”周期。目前,由于生产侧在“等待”经济预期进一步明确的信号,美国正处于“库存窗口期”。综合历史规律,以及现阶段需求扩张偏乏力、中上游库存供给偏高、前期价格因素扰动较大等因素的影响,判断美国在“库存窗口期”内已走出“弱去库”阶段,目前处于“弱补库”阶段。

对于后续美国补库的强度和延续时间,预计美联储降息对需求的提振效果将成为走向的关键。如果降息落地后,市场预期呈现明显向好势头,则最快可能在10月逐渐开启较为“强”的补库周期(新订单PMI领先库存增速),反之“库存窗口期”预将延续;美国大选和供应链稳定性担忧可能令阶段库存供给快速增加,但预计幅度偏小。

衰退忧虑下的“库存窗口期”

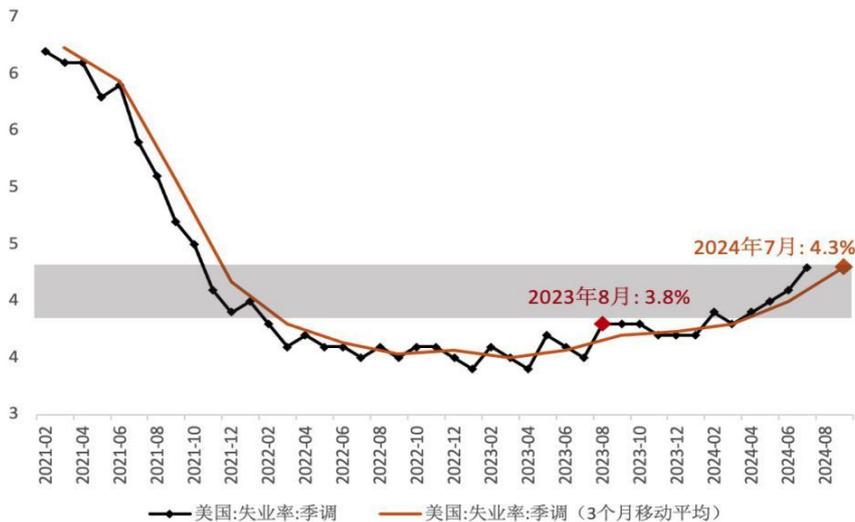
——美国补库周期节奏探讨

一、美国经济衰退的概率仍低

（一）伴随宏观基础（macro fundamental）变化，“萨姆规则”对经济衰退的前瞻指引效果或有限

近期美国公布的7月失业率（4.3%）数据触发“萨姆规则（Sahm Rule）”¹，引发对美国劳动数据进一步关注以及对衰退的担忧（见图表1）。就数据而言，美国劳动市场紧张程度下降与我们年中预测²一致。我们认为，劳动力市场的确处于拐点位置，但单一指标边际变动对衰退预测影响有限。

图表 1：7月失业率数据触发“萨姆规则”



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹ 萨姆规则衰退指标由经济学家 Claudia Sahm 提出。当美国 3 个月失业率移动平均值，减去前一年失业率低点，所得数值超过 0.5% 时，意味着经济体正经历衰退阶段。虽然经济学家萨姆公开称该指标对于衰退的指向性有待考量，该事件依然引发市场对美国衰退的忧虑，带来美股下跌，后续引发日元套息交易反转，进而波及全球资本市场，具体分析请参考中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心报告《日韩股市大幅波动的逻辑、影响和前景》。

² 具体分析参考中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心报告《“软着陆”的逻辑和情景——2024 年宏观中期展望（美国篇）》。

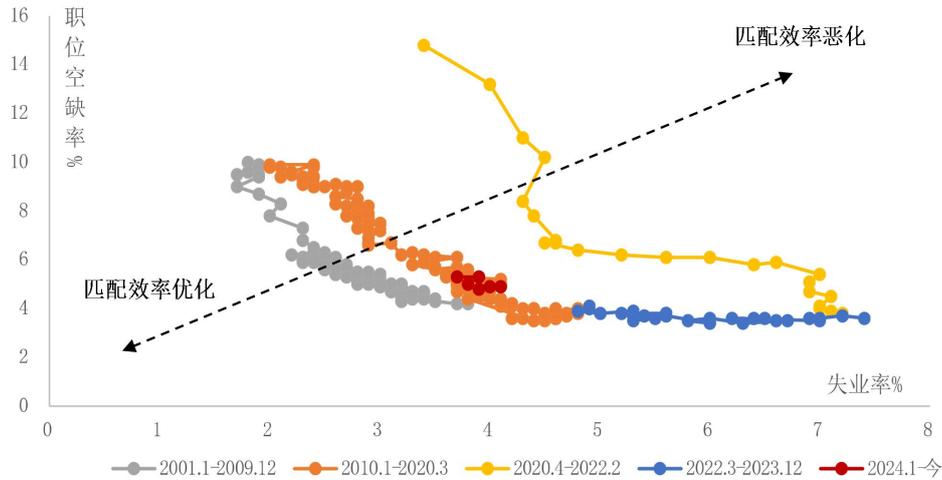
首先，美国失业率数据目前在“触线”的初步阶段，结合9月降息预期明确，劳动力市场急转的可能性偏低。参考历次衰退，失业率指标均高于警戒线6个月以上，或者大幅高于警戒线（超过10个百分点），而目前劳动力市场大部分指标虽走弱，但并未进入衰退忧虑的范围。供需缺口虽持续收缩（6月供需缺口为137.3万人，比2023年同期减少了54.8%），但依然处于劳动力供大于求的状况。工资增速持续下降，7月非农时薪同比增速降至3.63%，也仅比6月下降0.2个百分点、幅度有限。与此同时，贝弗里奇曲线反映的劳动市场匹配效率仍高于2020年以来的平均水平（见图表2）。

除了广泛讨论的飓风带来的临时失业人口上升³之外（见图表3），劳动参与率低于长期趋势是造成失业率数据“偏高”的另一个重要原因⁴。美国劳动参与率在2020年2月从63.3%下跌，4月触底至60.1%后逐渐反弹，目前维持在62.7%左右，低于长期趋势水平约1个百分点（见图表4）。因此，“萨姆规则”或应根据目前宏观基础重新评估。

³ 本次失业率超过警戒线，从就业结构来看主要是失业人口（7月失业及完成临时工作人数：349万人）中临时性失业人数影响边际上升。而对失业率更有指向性的永久失业人数（7月：168万人）保持稳定，前12月均值为160.3万人。

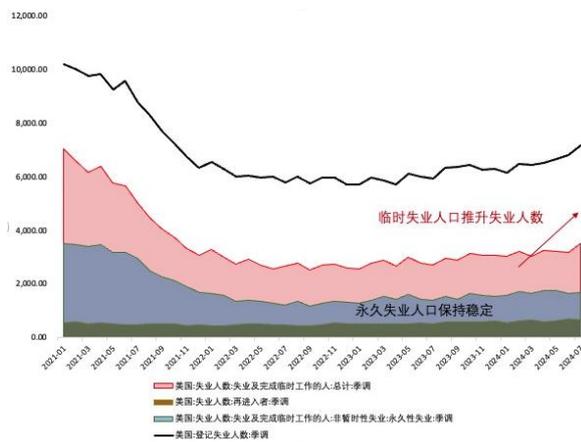
⁴ 失业率=失业人口/美国劳动力人口，劳动参与率=劳动力人口/民众非机构人口；民众非机构人口指16岁以上人口，排除现役军人、监牢中犯人、被限制在疗养院人口。

图表 2：贝弗里奇曲线显示劳动力市场匹配效率仍高于 2020 年以来的平均水平



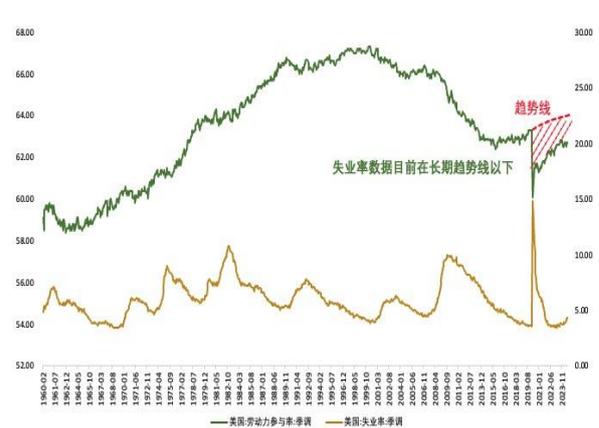
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：临时失业人数上升，永久失业人数稳定



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：劳动参与率数据目前处于趋势线以下



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）美国衰退概率偏低

除“萨姆规则”外，美国私人库存 (private inventory)⁵ 由于其先于 GDP 变化且在紧缩周期对 GDP 贡献率显著上升，通常作为经济的“衰退指标”。结合目前劳动力市场韧性下降、9 月降息 25BP（年内审慎降息 75BP）、以及弱补库周期（详细分析见下文）与经济景气度的关系，我们调高美国衰

⁵ 美国私人库存 (private inventory) 为占 GDP 总额 0.2% 左右的顺周期指标。

退的概率（从 25%至 30%），但仍认为衰退概率偏低。基准情形下，维持全年 GDP 增速预测中位值 2%，即：美国经济即将走软的信号已经释放，但不代表经济将立刻步入衰退。

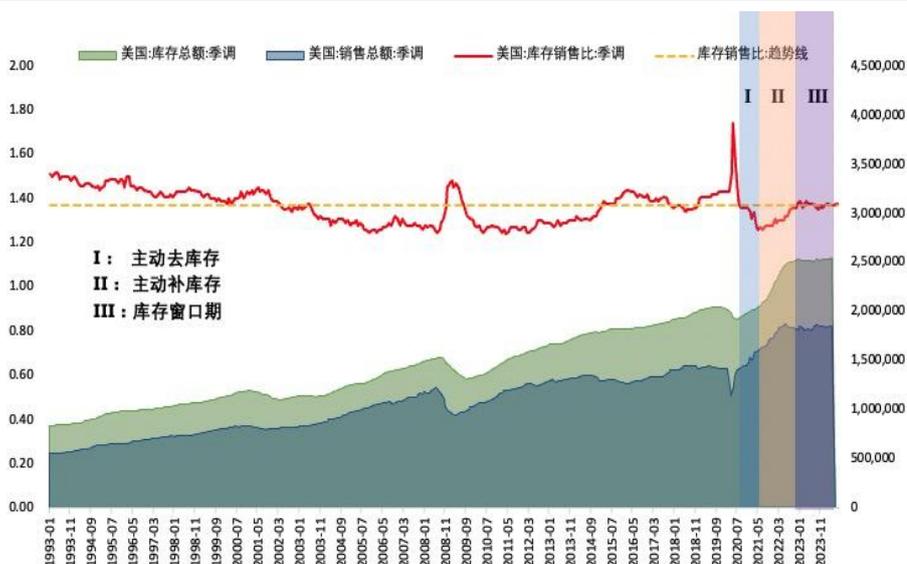
二、本轮美国库存周期处于什么位置？

（一）生产侧在“等待”经济预期进一步明确的信号，目前美国处于“库存窗口期”

美国库存周期在 2020 年疫情之后，经历了一个较为完整的“主动去库（I）→ 主动补库（II）”周期（见图表 5）。库存销售比（库销比）从 2020 年中 1.37 的水平持续下降 10 个百分点，2021 年中开始随着经济预期回暖，主动补库周期开启。

2023 年以来，库销比稳定在 1.36-1.39 区间，围绕长期趋势水平有小幅波动。我们认为，目前库存处于“库存窗口期（III）”，即厂商对经济预期较为模糊，或在“等待”进一步的需求侧信号。库存结构数据提供了进一步支持，补库较为明显的主要是处在下游、对需求侧信息变动较为敏锐的零售商以及批发商，而上游生产商的库销比保持稳定（见图表 6）。以此判断，较为乐观的经济预期并未从下游传导至上游，生产侧依然对经济前景保持审慎、主动补库意愿不明显。

图表 5：美国进入疫情后的弱补库周期



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：零售、批发商库销比小幅上升，但生产商库销比稳定



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）“库存窗口期”内，美国已走出“弱去库”阶段，目前处于“弱补库”阶段

1. 从历史规律看，周期长度、库存增速数据均指向补库周期已开启。

1999 年至今美国经历了七轮完整的库存周期，平均时长为 3.5 年（42.3 个月），其中主动补库、主动去库持续时间

相对较长，分别为 11.4 个月、14.9 个月，而被动补库、被动去库持续时间相对较短，分别为 9.9 个月、6.0 个月（见图表 7）。至 2023 年 12 月，第七轮库存周期已持续 42 个月、与历史均值相当，尤其是末阶段的被动去库已持续 7 个月、高于历史均值，库存增速为 0.2%、位于历史数据的 16%分位数。至 2024 年 6 月，库存增速回升至 2.1%、31%分位数但仍显著低于 3.6%的历史均值，销售增速也在反复寻底后逐步恢复上行，主动补库大概率已经开启。

图表 7：1999 年以来美国库存周期回顾

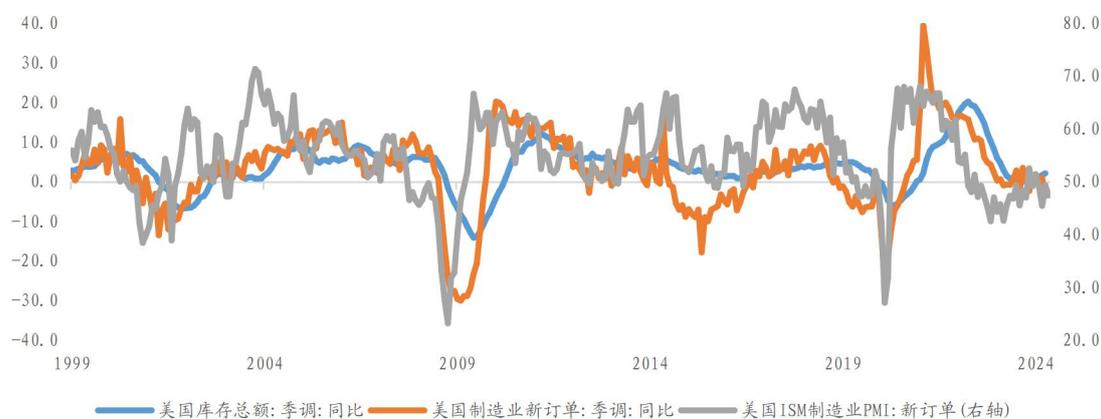
		主动补库	被动补库	主动去库	被动去库
第一轮	时间段	1999. 3-1999. 12	2000. 1-2000. 7	2000. 8-2001. 8	2001. 9-2002. 1
	时长（月）	10	7	13	5
第二轮	时间段	2002. 2-2003. 2	2003. 3	2003. 3	2003. 4-2003. 8
	时长（月）	11	0. 5	0. 5	5
第三轮	时间段	2003. 9-2004. 12	2005. 1-2006. 7	2006. 8-2009. 4	2009. 5-2009. 7
	时长（月）	16	19	33	3
第四轮	时间段	2009. 8-2010. 3	2010. 4-2011. 4	2011. 5-2013. 3	2013. 4-2013. 8
	时长（月）	8	13	23	5
第五轮	时间段	2013. 9-2014. 3	2014. 4-2014. 7	2014. 8-2015. 7	2015. 8-2016. 9
	时长（月）	7	4	12	14
第六轮	时间段	2016. 10-2018. 4	2018. 5-2019. 4	2019. 5-2020. 3	2020. 4-2020. 6
	时长（月）	19	12	11	3
第七轮	时间段	2020. 7-2021. 3	2021. 4-2022. 5	2022. 6-2023. 5	2023. 6-2023. 12
	时长（月）	9	14	12	7
平均时长（月）		11. 4	9. 9	14. 9	6. 0
每轮库存周期平均时长（月）		42. 3			

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 从供需通胀三条主线看，目前需求扩张偏乏力、中上游库存供给偏高、前期价格因素扰动较大，指向目前处于“弱补库”阶段。

第一，需求角度看，财政及货币政策真空期叠加“等待”情绪影响，厂商预期、订单需求偏弱限制补库力度。需求一般沿“厂商预期-新订单-库存增速”影响库存变化。前期刺激性财政政策效力逐步消退、美国居民超额储蓄耗尽，加上劳动力市场放缓、薪资增长减速，消费端面临压力而货币政策对投资端的“补位”提振未至。政策真空期叠加市场“等待”进一步经济信号，厂商对新订单的预期相对谨慎，2024上半年ISM制造业新订单PMI在荣枯线附近徘徊，制造业新订单也呈略微收缩态势、较2023年同期收缩0.3%（见图表8）。

图表8：美国ISM制造业新订单PMI通常领先库存变化，目前在周期低位、未显著抬升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

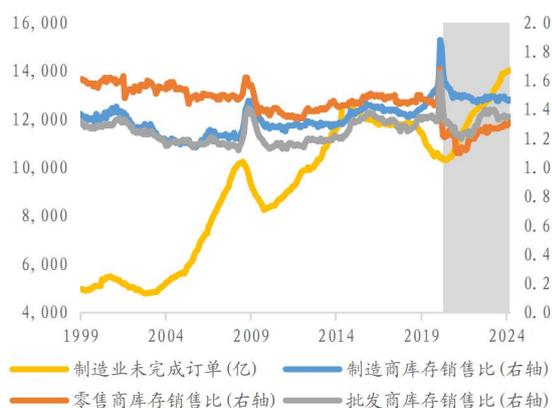
第二，供给角度看，疫情后上游去库不明显、中游囤货推升中上游库存，阻碍下游补库的上溯力度。一方面，新冠疫情后财政政策刺激下私人消费大幅扩张，零售商库存多次快速去化⁶，而供应链紧张下未完成订单积压严重⁷，上游制

⁶ 去化时点与 CARES 法案、薪资保护计划、美国救援计划等重大支出法案时点基本一致。

⁷ 制造业未完成订单自 2020 年中的 1.0 万亿美元持续增长至 2024 年中的 1.4 万亿美元。

造商去库力度弱于下游、且库销比显示其目前处于观望状态（见图表 9）。另一方面，供不应求下批发商、零售商未雨绸缪、大幅补库（见图表 10），库存增速在 2022 年中分别达到 25.8%、21.5%，远高于此前六轮补库高点⁸。上游去库不明显、中游过度囤货使制造及批发商库存偏高。至 2024 年 6 月，下游零售商（快速去库）库销比明显低于疫情前、位于历史 16%分位数，具备较强补库动能；但中上游批发商（囤货）、制造商（供应链紧张）库销比处于历史 83%、94%分位数的高位，下游补库动能向中上游传导存在一定阻力。反映了疫情下，美国经济复苏呈现供给缓于需求、服务业景气度高于制造业的特征。

图表 9：制造业未完成订单持续积压，影响第七轮周期去库力度



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 10：疫情后批发、零售商大幅补库，程度远超制造商



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

第三，价格角度看，当前供应链压力缓解、通胀压力减弱影响本轮补库力度；上轮周期中的弱去库（疫情下通胀高企影响去库节奏，详见前述分析）也限制本轮补库力度。通

⁸ 此前六轮补库，批发商、零售商库存增速高点分别为 16.4%（2011 年 6 月）、12.1%（1995 年 4 月）。

胀一般沿“外部供应链冲击-进口价格-生产者物价-库存增速”影响库存的变化。历史上补库力度较大的第四轮（2009-2013年）、第七轮（2020-2023年）周期中，补库初期均出现供应链压力迅速紧张化，大幅抬升进口价格、拉动生产者物价，进而刺激厂商补库意愿的情况。至2024年7月，供应链压力指数仍为负值，进口价格及生产者价格指数略有回升但尚无快速大幅上涨迹象（见图表11）。因此，本轮价格端对补库的拉动力度相对较小。

图表 11：第四轮、第七轮库存周期前期，供应压力骤升、进口价格及生产者价格也大幅上涨

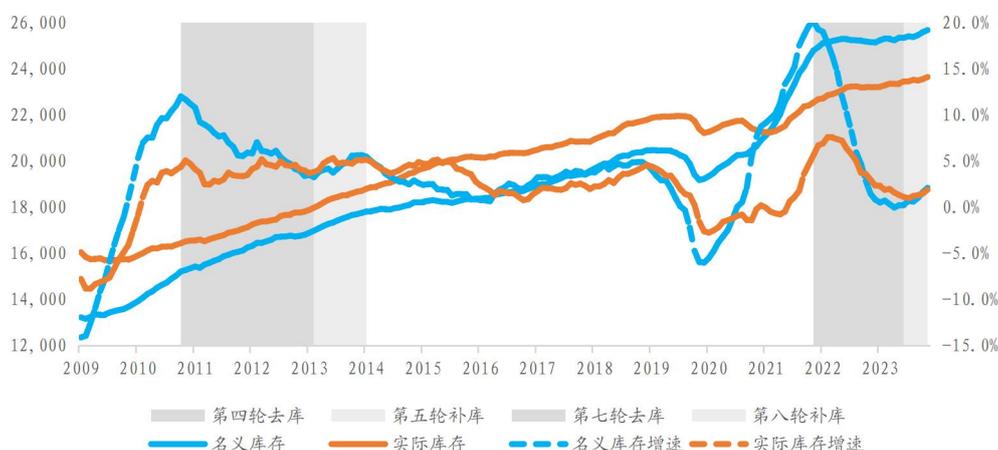


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

通胀助推上一轮补库后引起的弱去库，也影响了本轮补库力度。历史上第四轮库存周期（2009-2013年）受通胀推动，去库相对不明显，虽然库存增速回落但仍保持正增，实际库存绝对值较去库起点仍增长了9.4%。弱去库直接制约了2013-2014年的补库力度，实际库存仅增长了4.5%、补库时长不足一年（见图表12）。而第七轮库存周期（2020-2023年）通胀助推效应更明显，去库阶段虽然名义库存曾阶段性

回落，但实际库存仍较去库前增长了 4.1%，相对较高的实际库存水平预将也影响本轮周期的补库力度。

图表 12：在通胀助推库存周期名义增长后，去库不足将制约下一轮周期补库力度



数据来源：WIND、圣路易斯联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）后续库存周期走向分析与展望

美国后续补库周期的强度和延续时间，主要受三方面因素影响：（1）美联储启动降息周期能够在多大程度上提振投资需求（价格、需求）；（2）面对大选带来的政策不确定性，是否会出现提前抢补库的行为（供给）；（3）地缘形势复杂演绎，是否会提升全球供应链稳定性忧虑，进而推动美国库存水平趋势性走高（价格、供给）。综合来看：

第一，美联储降息对需求的提振效果是影响后续库存周期走向的关键因素。

如前分析，供给、需求、价格等多因素影响下，目前美国补库状况呈现由下游批发商、零售商向上游制造商传导不畅的结构性弱补库状态。美联储 9 月降息落地，有望在大幅波动的市场预期中给予较为确定的指引，如果降息后经济预

期明显向好，则预计制造商最快在 10 月逐渐走出“库存窗口期”（详见图 8 所示新订单 PMI 领先库存增速）、开启较为“强”的补库周期（历史上 1993 年、2002 年的补库周期均起始于美联储的降息）；与之相反，如果 9 月美联储降息后经济预期未见趋势向好、甚至经济下行压力持续显现，则美国“库存窗口期”可能进一步延续。

第二，大选和供应链稳定性担忧可能令阶段库存供给快速增加，但预计幅度偏小。

2018 年 3 月，时任美国总统特朗普宣布大规模加征关税决定，引发美国企业“抢进口”（2018 年 2 月美国商品进口同比+10.5%）。后续地缘形势不确定性升温、疫情冲击，全球供应链稳定性忧虑升温，也持续影响美国企业“抢进口”意愿。

当前，美国大选、地缘形势不确定性均较高，但预计影响美国企业“抢进口”的效应可能弱于 2018 年，主因是全球贸易结构多元化调整。2018 年至 2023 年间，美国前五大进口来源地中，自加拿大、墨西哥、英国、韩国进口额增幅均超过 20%。因此，由于担忧大选后政府提高关税水平的“抢进口潮”或弱于 2018 年，发生时点或在 2024 年底至 2025 年初。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**