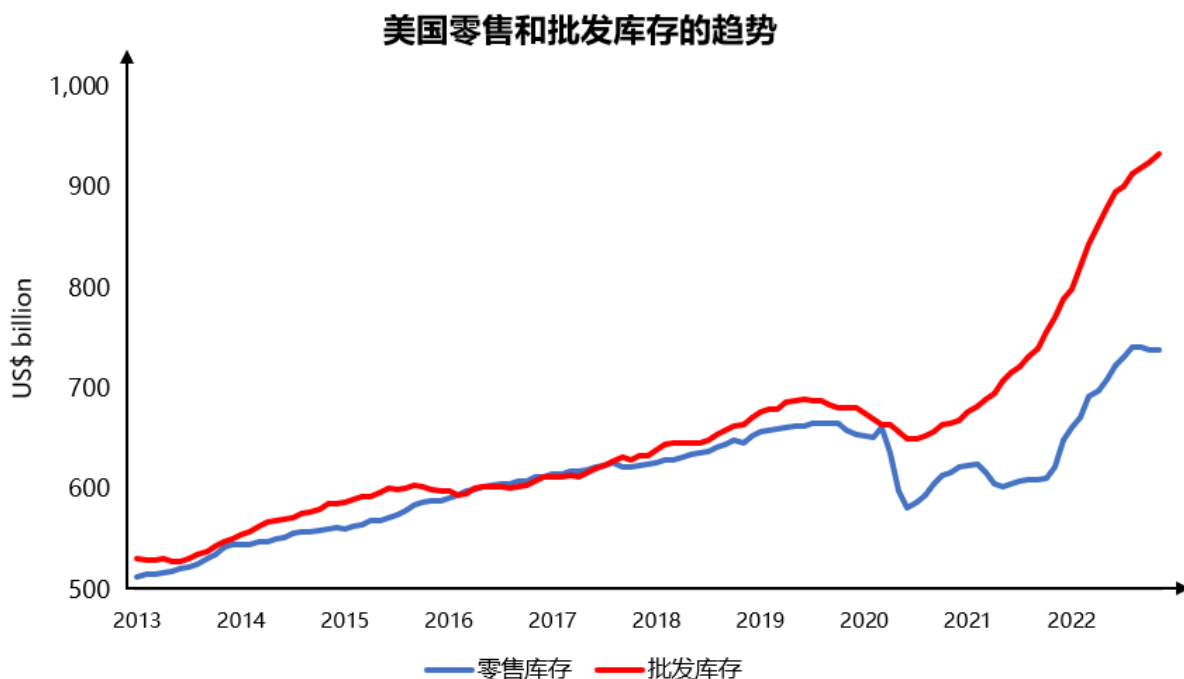


【HoSay 财经】从美国和大马的零售与库存数据看经济周期

在全球央行经过去年的货币紧缩周期之后，通胀确实有出现缓解的现象。而今年市场都把焦点放在经济衰退的课题，主要是货币紧缩导致市场的消费需求大幅下滑，进而引发企业盈利收缩和面对库存堆积的局面。这股全球去库存的周期何时会结束，而投资者又要在何时开始布局未来的经济复苏。今天我会分析美国和大马的零售与库存的周期，来探讨美国的去库存阶段结束的时间点，以及大马强劲的零售表现在马股又会出现什么投资机会。

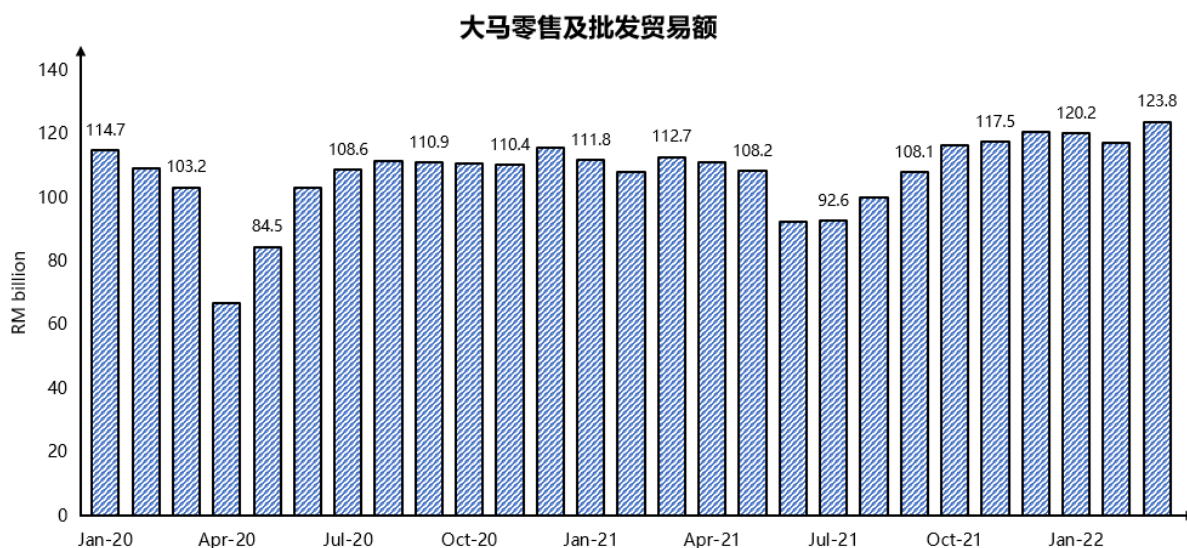


根据美国商务部所公布的数据显示，美国 12 月的批发库存按月增长 0.1% 来到 US\$932.9 billion，低于 11 月修正后的 0.9% 增幅符合市场的预期，创下 2020 年 7 月以来最小的增幅。从上图可以看到，批发库存还是处于上升的阶段，表明企业累计库存的速度并没有出现放缓，反映商品正在堆积，国内的需求快速下降。此外，零售库存已经来到顶峰并开始转折向下，显示出美国的零售商的库存正在开始被消耗，去库存的阶段已经开始。虽然美国的库存水平依然高企，但我预计目前美国已经开始从被动加库存阶段步入主动去库存阶段。

被动加库存主要是反映当市场的产能扩张超出需求的增长，但企业意识到需求减少到真实减产之间有时间差，导致产能维持高水平但没有充足的需求，这时期库存增长速度加快。但来到主动去库存阶段，宏观经济变差，企业便会降低产能使用率去减少产出。这时需求减少的速度大于库存增加的速度，库存总量还在上升，而股市的底部往往会发生在主动去库存的阶段。我认为今年上半年市场会进入主动去库存的阶段，这可从各大企业降低资本支出和大量裁员的趋势中轻易看出。来到下半年，当全球经济开始见底反弹，企业的库存低于正常水平，回补库存的阶段就会展开。这时市场的新订单会陆续增加，经济景气开始转好，对于股市也是利好。

但这就要注意通胀非常有可能卷土重来。在通胀还未控制到美联储设下 2% 的长期目标之前，我预计通胀在下半年会开始伴随着大宗商品走强，这也让美联储抗通胀的工作变得更加复杂。这也符合我之前的观点，上半年市场会经历经济衰退的阶段，然而下半年在商品通胀抬头和经济升温的背景下，股市的走向变得非常难去预测。此外，虽然各大企业都是放出更加悲观的盈利指引，但观察近期所加所公布的经济数据显示，美国经济根本没有出现衰退的风险，强劲的

就业数据和 ISM 非制造业指数都在告诉我们美国经济非常稳健，这也让美联储过去的加息政策显得更加无用。

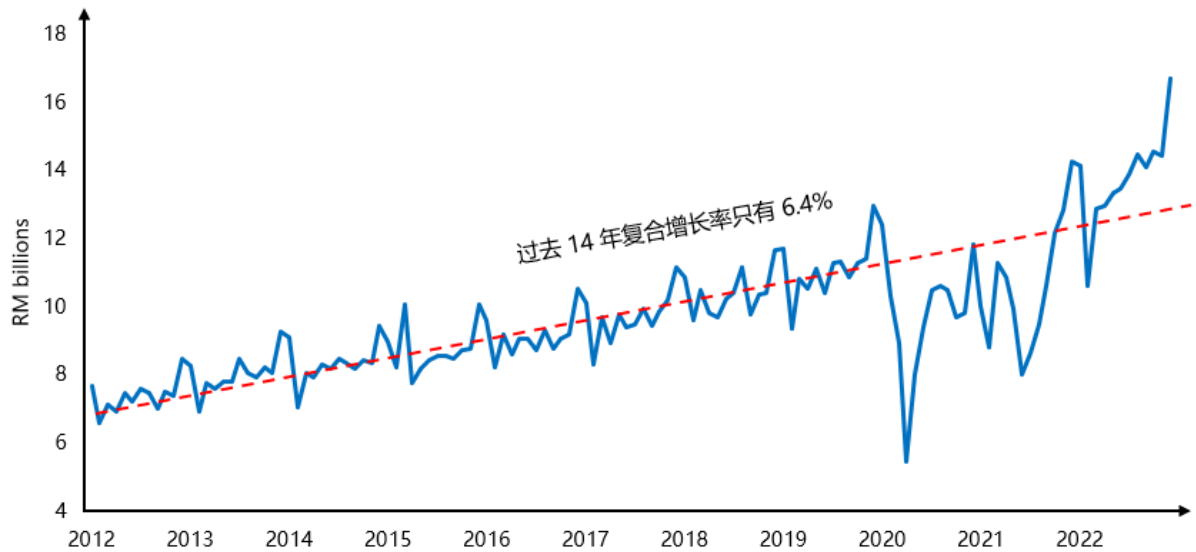


把焦点放到我国。大马统计局在这个星期公布的数据显示大马 2022 年 12 月批发和零售贸易额按年和按季分别上涨 13.8% 和 2.3% 至 RM 137.3 billion 创下有数据统计的新高水平，而 2022 全年的贸易额也高达 RM 1,555 billion。分开个别细项观察，零售贸易按年增长 22.7% 至 RM 59.5 billion，批发贸易按年上升 4.7% 至 RM 60.3 billion，而汽车销售则按年上扬 20.7% 至 RM 177.5 billion。如果按月比较，这三者也同时上涨 1.4%、1.3% 以及 9.4%。从零售贸易的细项来看，非专卖店零售销售按年上涨 24.7% 至 RM 22.4 billion，是推动 12 月数据增长的主要动力。

我在上图整理出大马批发与零售贸易额从 2020 年 1 月至今每个月的表现。虽然疫情爆发初期大马的批发与零售贸易受到严重的冲击，但在短短的 3 个月之内就回到正常水平。2022 年 RM 1,555 billion 的批发与零售贸易额更是超过 2019 全年贸易额的 RM 1,326.9 billion。这也表示大马的报复性消费的行情在 2022 下半年才更加明显，这也是推动去年许多消费类相关的个股股价大幅上涨的主要原因，当中包括 BONIA、BJFOOD、TEXCHEM、SDS、KAWAN、PWROOT、AJI、OFI、MFLOUR 等等的公司。

除了受到实质需求的推升，消费类型公司在去年因为大宗商品价格的上涨而被迫在下半年开始涨价。换个角度来看，这些公司在 2022 上半年因为原材料成本上升而 margin 受到冲击，但在 2022 下半年乃至今年商品价格开始回落之后，涨价的效应才开始显现，这股涨价潮和商品价格所创造的时间差很可能会是消费类型的公司在今年的 margin 有所提升的原因。因此，去年这些公司的股价因为盈利反弹的预期而上涨，但今年只要盈利还能稳步上扬，相信部分估值较低的消费类型公司还是有表现的机会。另外，这些公司也能免于全球经济放缓所带来的负面冲击，主要是公司主打本地市场的内需消费，而非外部需求。

马来西亚信用卡消费趋势



另外，上图显示从国家银行的官方网站所搜集的马来西亚信用卡消费资料。数据显示大马的信用卡消费在 2022 年 12 月按年和按月分别上涨 17.2% 以及 15.8% 至 RM 16.7 billion 创下历史新高，而 2022 全年的信用卡消费也来到 RM 165.6 bil，对比 2021 年 RM 126.9 bil 的数额大幅增长 30.5%。从上图可以看到大马从 2012 年至今的信用卡消费都是稳定成长，过去 14 年的复合增长率为 6.4%。虽然疫情爆发之后信用卡消费出现暴跌，但两年的经济复苏之后也回到均值的水平。目前这个数值还在创下历史新高，尤其是 2022 年末季的成长速度加快，和长期均值出现很大的落差。

另外，大马的消费产品与服务板块的指数来到 601 左右的水平，开年至今也上涨了 2.5% 左右，并且在近期也尝试挑战 52 周的新高。虽然现在的爆发性消费行情不会长期维持，但从各项利好的数据和消费旺季的带动下，我预计这个季度公司不的业绩大部分消费类型公司的盈利都不会太差，甚至有机会突破新高的可能。来到 2023 年，这股盈利爆发性成长在基期效应垫高之下会消失，并回到稳定增长的阶段。只要管理层的成本管控出色，今年的消费类公司还是有表现的机会。