

# 研究報告

歡迎掃碼關注  
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 吳起睿 張潤鋒

## 美國經濟復蘇的非線性式退潮

### 閱讀摘要

2023 上半年美國 GDP 環比折年率總體回落但超市場預期，消費端韌性較足、投資端短期動能不弱是主要支撐因素。分部門看，短期內居民消費能力仍偏強、消費意願上升，但超額儲蓄耗盡、消費信心總體仍低於疫情前；企業去庫週期料將延續、企業投資超預期但投資信心疲弱、低庫存形成的地產投資韌性難改高利率造成的負向掣肘；政府支出和淨出口或進一步改善、但支撐力或有限。分行業看，製造業與服務業景氣分化，製造業因前期超量恢復而回調、對經濟增長造成一定拖累，服務業尚具備復蘇空間，支撐經濟復蘇韌性。

展望下半年，美國經濟各部門、各行業增長動能未實質轉弱，疊加相對寬鬆的流動性，料繼續支撐美國經濟 3 季度韌性增長（預計環比折年率 2.5%-3.5%），但利率維持高位一段時間，加大 4 季度經濟下行壓力（預計環比折年率 0.5%-1.0%）。整體看，美國經濟大概率可實現“軟著陸”，全年經濟增長路徑呈現下行速度先慢後快的“非線性”式退潮。後續仍需要關注來自商業地產端的風險，以及中小銀行經營風險再次局部顯現的影響。

注：本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

## 美國經濟復蘇的非線性式退潮

### 一、GDP 增速持續降溫，但慢於預期、經濟保持擴張

2023 年 1、2 季度美國 GDP 環比折年率為 2.0%、2.4%，增速較去年末回落（2022 年 3、4 季度分別為 3.2%、2.6%）。但經濟增速超過市場預期，主要增長動能來源於消費的持續韌性及投資動能不弱。

#### （一）消費端：韌性超預期，下半年動能料緩步衰減

1-2 季度美國私人消費環比折年率 4.2%、1.6%，對 GDP 增長的拉動率為 2.8%、1.1%，創 2021 年 2 季度以來高位，特別是交通運輸、金融服務銷售增長強勁。短期內居民消費能力依然偏強，但超額儲蓄預計在 7 月耗盡。美國實際薪資隨通脹降溫，但 5 月重回擴張，年初社保費用上調 8.7%提振居民收入，加息前部分房貸再融資活動減輕利率上升對居民債務支出的壓力，短期內居民消費能力依然偏強。但目前美國消費循環信貸占個人可支配收入比例回升至 6.3%、信用卡拖欠率回升至 2.4%，均接近疫前水平（6.5%、2.6%），居民超額儲蓄餘額估算僅剩約 2,500 億美元<sup>1</sup>，預計將在 7 月耗盡，下半年居民消費能力預將逐步走弱。消費意願有所上升，但消費信心總體仍低於疫情前。部分年長者提前退休、青年勞動參與率提升，抬升美國整體消費傾向<sup>2</sup>，但高通脹和經濟衰

<sup>1</sup> 根據美國疫情前個人儲蓄、消費趨勢預估，2020 年 3 月至 2021 年 8 月美國大約累計了約 2.09 萬億美元的超額儲蓄，截至 2023 年 5 月已使用約 1.84 萬億美元，即還有約 2,500 億美元的超額儲蓄剩餘，大約會在 1.6 個月內耗盡。

<sup>2</sup> 疫情前（2020 年 2 月）個人消費支出占個人可支配收入的 88%，2023 年 4 月占 94%。

退憂慮拖累消費信心，最新美國消費者信心指數小幅回升至 71.6，但仍遠低於疫前水平（2015-2019 年均值為 95.2）。

## （二）投資端：投資波動較大、短期動能不弱，但下半年預計高利率掣肘企業投資和房地產市場表現

1-2 季度美國私人投資環比折年率-11.9%、5.7%，對 GDP 增長貢獻率-2.22%、1.0%。1 季度企業主動去庫週期加速拖累投資創 2022 年 2 季度以來最差表現，但 2 季度庫存的負向拖累回正，設備投資波動轉強，提振投資整體表現。往後看，**企業去庫週期料未結束，下半年仍將拖累經濟增長。**截至 2023 年 5 月，美國本輪去庫週期已延續 11 個月，目前製造商、批發商、零售商庫銷比分別為 1.5、1.4、1.3（疫前均值分別為 1.4、1.3、1.5），製造商和批發商仍有去庫壓力。參考歷史規律，預計本輪去庫週期將在下半年延續，但逐漸從主動去庫存向被動去庫存過渡<sup>3</sup>。進入被動去庫週期後，投資對 GDP 的正向拉動效應平均滯後 7.6 個月方顯現，故下半年存貨投資仍將拖累經濟增長。**企業投資表現超預期，但投資信心疲弱。**耐用品新增訂單增速連續 4 個月超預期，交通運輸設備等相關投資增長較快，支持短期私人投資韌性，但 4-7 月美國 Sentix 投資信心指數連續為負，高利率、高通脹、經濟前景不確定性掣肘企業信心，預計下半年企業投資繼續緩步降溫。**短期房地產韌性主要來源於低庫存，但高利率下存在下行風險。**美國房地產市場年初開始出現止跌企穩跡象，

<sup>3</sup> 美國平均去庫週期約 18 個月，其中主動去庫 10.6 個月、被動去庫 7.4 個月。

隨後開工、銷售、房價數據漸次回暖，其韌性主要來源於低庫存（新屋、成屋庫存分別僅能支持 7.5、3.1 個月的銷售），短期內低庫存料繼續對房價形成支撐<sup>4</sup>，但經測算本輪美國房地產去庫週期或延續至 2024 年中，歷史規律顯示房地產去庫週期住宅投資對 GDP 增速拉動率形成負向掣肘，疊加高利率持續擠壓市場，目前房價與可支配收入比例較歷史均值偏高<sup>5</sup>，6 月房屋銷售與開工環比再度轉跌，4 季度美國房地產可能再度承壓。

### （三）政府支出和淨出口：對經濟支撐作用偏弱，下半年或進一步改善

美國國會預算辦公室於 5 月大幅上調 2023 財年的支出計劃<sup>6</sup>、6 月債務上限談判達成協議，下半年政府支出或將發揮更多跨週期調節作用；美國進口表現受消費端影響較大（進口金額同比通常滯後於零售同比增速 1 個月）。下半年消費動能緩步衰減將帶動進口持續負增，料可小幅改善貿易部門收支。

## 二、製造業和服務業結構分化，服務業強勁預計可延續到 3 季度

（一）需求分化：實際個人消費支出中商品恢復超趨勢水平，截止 6 月高於疫情前趨勢線水平約 3,170 億美元、超

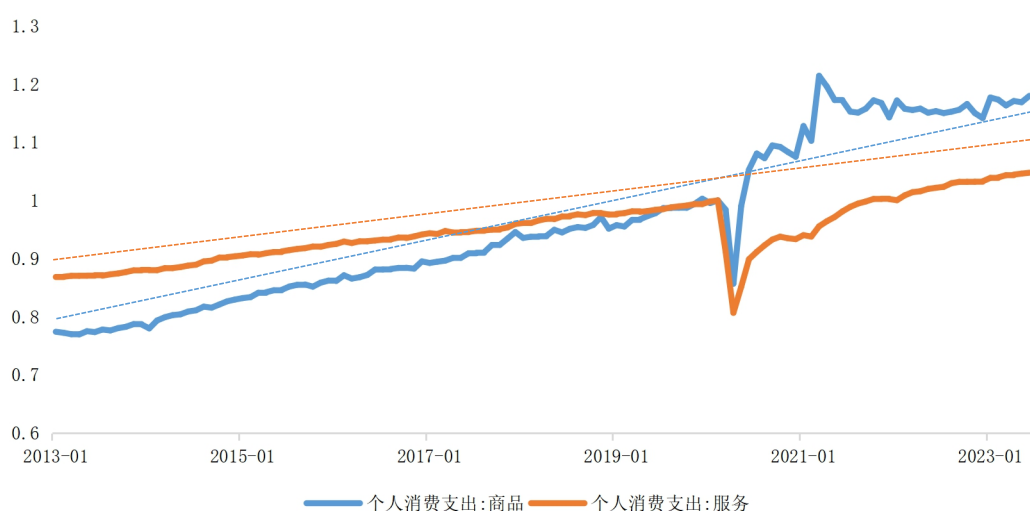
<sup>4</sup> 根據成屋庫存及銷售數據測算，本輪成屋去庫週期或仍將延續約 9 個月；根據歷史規律測算，成屋去庫週期平均延續 1-2 年，而本輪去庫週期起始於 2022 年 12 月，或將延續至 2024 年中。

<sup>5</sup> 目前美國成屋中位價、新屋中位價與可支配收入的比值分別為 6.89、6.98，高於 2000 年以來的歷史均值 5.59、6.72。

<sup>6</sup> 與今年 2 月的預算規劃相比，5 月預算規劃將 2023 財年支出調高 1,390 億美元，主要包括學生貸款減免計劃支出（710 億）及存款保險支出（330 億），而其他各財年支出僅平均調高 90 億美元。

量恢復了 5.9%<sup>7</sup>。其中耐用消費品受前期低利率、財政補貼提振尤為強勁，近期增速回落。但服務業仍未恢復至趨勢水平，低於疫情前趨勢約 1,306 億美元、尚有 1.4% 的缺口（見圖表 1），其中娛樂及交通運輸恢復最慢。

圖表 1：商品支出在趨勢線之上，而服務支出在趨勢線之下<sup>8</sup>



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）生產分化：製造業方面，工業總產值同比自 3 月起開始負增、5 月起製造業新增訂單停止擴張，未來預計隨去庫週期進入後半段，製造業生產整體仍承壓。但鑒於產能利用率暫未明顯回落，拖累效應顯現料偏滯後（見圖表 2）；服務業方面，訪客指數中零售、娛樂、交通、工作場所活動明顯不及疫前<sup>9</sup>，隨著場景逐步恢復，服務業漸進復蘇、仍有恢復空間（見圖表 3<sup>10</sup>）。

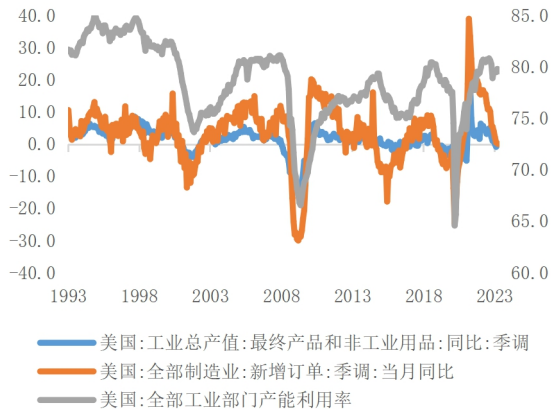
<sup>7</sup> 根據 2013 年 1 月至 2020 年 2 月趨勢線計算得到商品及服務消費支出的趨勢值。

<sup>8</sup> 為更好展現疫情後商品消費、服務消費受衝擊及恢復進程，將其除以各自 2020 年 2 月值（商品消費：48,288 億美元、服務消費：85,468 億美元），使二者 2020 年 2 月值均為 1。

<sup>9</sup> 這也與上文中娛樂、交通支出恢復最慢相互印證。

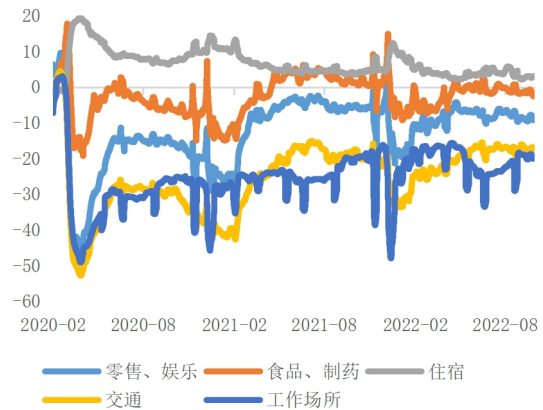
<sup>10</sup> 數據更新至 2022 年 10 月。

圖表 2：產能利用率未大幅下行



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

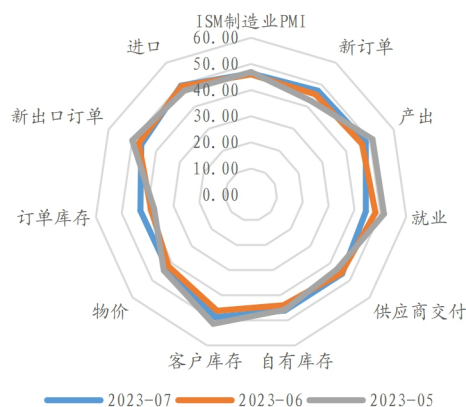
圖表 3：服務業恢復與場景恢復程度密切相關



數據來源：Our World in Data、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

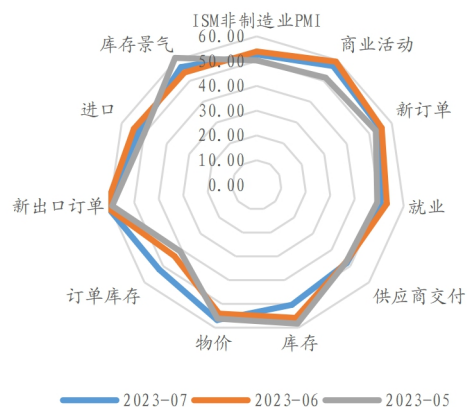
**（三）景氣分化：**根據美國供應管理協會（ISM）數據，製造業景氣自去年末以來持續在榮枯線下（7 月 PMI 為 46.4），其中新訂單收縮明顯（47.3），但產出及客戶庫存 PMI 相對略強（48.3、48.7），亦體現目前美國製造業處於主動去庫階段，未來逐步向被動去庫演進（見圖表 4）；非製造業保持景氣（7 月 PMI 為 52.7），其中商業活動、新訂單 PMI 尤其強勁（57.1、55.0），但就業預期擴張相對溫和（見圖表 5）。

圖表 4：製造業 PMI 承壓明顯



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 5：非製造業 PMI 保持強勁



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

### 三、美國經濟在 3 季度有望延續偏韌性表現，4 季度大概率可實現“軟著陸”

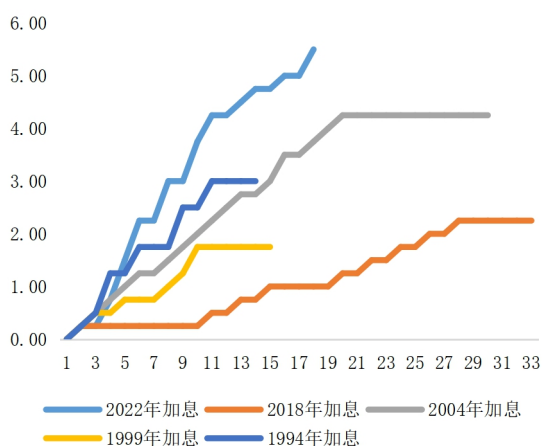
美國經濟動能韌性和流動性仍偏寬鬆，預計繼續支撐美國經濟 3 季度維持偏韌性表現。1-2 季度美國經濟下行速度慢於預期，主要來源於消費能力韌性和就業結構變化帶來的消費超預期表現，以及企業投資、房地產市場回暖帶來的階段性支撐，雖然製造業景氣徘徊在榮枯線以下，但其產能利用率未明顯回落、拖累效應尚不明顯，且服務業仍有一定復蘇空間。結合前文趨勢分析，美國經濟動能有望在 3 季度延續，加之本輪美聯儲雖在 17 個月之內將基準利率上調了 550BP、加息速度遠超過往緊縮週期（見圖表 6），但 M2 總量依然遠高於疫情前趨勢、截至 6 月美國 M2 總量高於疫情前趨勢值<sup>11</sup>18.0%（見圖表 7），市場流動性難言緊缺。綜合分析，美國經濟在 3 季度有望延續偏韌性表現，預計 GDP 環比折年率為 2.5%-3.5%。

4 季度美國經濟下行壓力加大，大概率可實現“軟著陸”。消費端受超額儲蓄耗盡、消費信貸擴張空間受限等影響，預計動能緩慢衰減；投資端隨著高利率的抑制作用進一步顯現，預計企業投資和房地產市場面臨重新下行壓力，疊加製造業和服務業景氣承壓，預計美國經濟下行壓力在 4 季度顯現。不過，美聯儲加息進程或已至尾聲，疊加本財年支出上調，通脹降溫亦有望改善勞動力實際薪資，預計 4 季度

<sup>11</sup> 依據 2010 年 1 月至 2020 年 2 月趨勢計算的趨勢值。

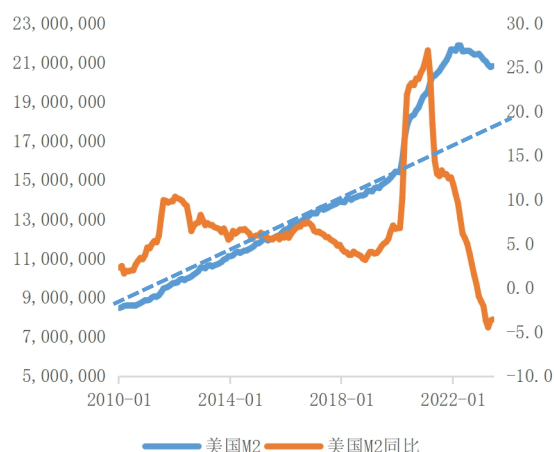
GDP 環比折年率為 0.5%-1.0%。

圖表 6: 本輪加息週期利率上升速度較以往更快  
(縱軸為加息幅度, 橫軸為距離加息開始月份)



數據來源: WIND、中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心

圖表 7: 美國 M2 同比增速回落明顯, 但總量仍在疫情前趨勢線以上  
(左軸為美國 M2 數量, 右軸為美國 M2 同比百分率)



數據來源: WIND、中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心

**特別提示: 下半年若商業地產端或銀行端出現超預期風險、引發金融市場動盪, 則將縮短美聯儲將利率維持在高位的時間、年底開啟降息週期, 提振美國經濟年末表現。**

1. 商業地產風險預計在 4 季度升至年內高點。居家辦公趨勢、利率上升衝擊全美辦公樓空置率自疫情後持續上行, 2023 年 1 季度達 18.6%、或仍未見頂<sup>12</sup>; 商業地產價格指數顯示 5 月美國各類型商業地產價格再度承壓; 商業地產債券市場工具 (CMBS) 發行金額自 2022 年起也明顯下降、今年 1 季度發行額同比驟降 72.1%。空置率攀升、價格承壓、再融資困難令商業地產貸款拖欠率已從 2022 年 3 季度的 0.65% 低點回升至 2023 年 1 季度的 0.76%。短期內美國經濟韌性有

<sup>12</sup> 戴德梁行預計美國辦公樓空置率的上行將延續至 2024 年 2 季度。



望支撐商業地產穩定，但 2023 年 4 季度 CMBS 到期規模將到達年內峰值（占全年比重超四成）、加之經濟下行壓力逐步加大，商業地產風險可能通過銀行、政府特許機構（房利美、房地美等）、保險公司、債務基金等商業貸款主要持有人向整個金融系統傳導，引起更大範圍市場動盪。

2. 銀行端穩定性憂慮難言完全緩解。短期內美國經濟表現超預期、美聯儲加息週期比預期更鷹等因素影響下，美債收益率高位震盪，商業銀行持有的證券頭寸“浮虧”短期內較難恢復。加之高利率、嚴監管、“存款搬家”下商業銀行流動性壓力或會繼續加大，目前美國商業銀行普遍採取加大同業拆借、央行應急工具使用的“短期解決”方案（3月初至7月末商業銀行負債端的“借款”科目上升了15.0%），大量使用短期借款加重了市場對銀行業利息成本上升的擔憂。此外，商業銀行也是美國商業地產貸款的重要持有方，4季度銀行也將面對部分地產信貸資產質量惡化的挑戰，特別是商業地產貸款占比過高的中小銀行風險最大，銀行端穩定性憂慮難言完全緩解。



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

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者  
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構  
及/或作者的意見及分析，並不代  
表香港中資銀行業協會意見。**