

# 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 吴起睿 张润锋

## 美国经济复苏的非线性式退潮

### 阅读摘要

2023 上半年美国 GDP 环比折年率总体回落但超市场预期，消费端韧性较足、投资端短期动能不弱是主要支撑因素。分部门看，短期内居民消费能力仍偏强、消费意愿上升，但超额储蓄耗尽、消费信心总体仍低于疫情前；企业去库周期料将延续、企业投资超预期但投资信心疲弱、低库存形成的地产投资韧性难改高利率造成的负向掣肘；政府支出和净出口或进一步改善、但支撑力或有限。分行业看，制造业与服务业景气分化，制造业因前期超量恢复而回调、对经济增长造成一定拖累，服务业尚具备复苏空间，支撑经济复苏韧性。

展望下半年，美国经济各部门、各行业增长动能未实质转弱，叠加相对宽松的流动性，料继续支撑美国经济 3 季度韧性增长（预计环比折年率 2.5%-3.5%），但利率维持高位一段时间，加大 4 季度经济下行压力（预计环比折年率 0.5%-1.0%）。整体看，美国经济大概率可实现“软着陆”，全年经济增长路径呈现下行速度先慢后快的“非线性”式退潮。后续仍需关注来自商业地产端的风险，以及中小银行经营风险再次局部显现的影响。

# 美国经济复苏的非线性式退潮

## 一、GDP 增速持续降温，但慢于预期、经济保持扩张

2023 年 1、2 季度美国 GDP 环比折年率为 2.0%、2.4%，增速较去年末回落（2022 年 3、4 季度分别为 3.2%、2.6%）。但经济增速超过市场预期，主要增长动能来源于消费的持续韧性及投资动能不弱。

### （一）消费端：韧性超预期，下半年动能料缓步衰减

1-2 季度美国私人消费环比折年率 4.2%、1.6%，对 GDP 增长的拉动率为 2.8%、1.1%，创 2021 年 2 季度以来高位，特别是交通运输、金融服务销售增长强劲。短期内居民消费能力依然偏强，但超额储蓄预计在 7 月耗尽。美国实际薪资随通胀降温，但 5 月重回扩张，年初社保费用上调 8.7%提振居民收入，加息前部分房贷再融资活动减轻利率上升对居民债务支出的压力，短期内居民消费能力依然偏强。但目前美国消费循环信贷占个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%），居民超额储蓄余额估算仅剩约 2,500 亿美元<sup>1</sup>，预计将在 7 月耗尽，下半年居民消费能力预将逐步走弱。消费意愿有所上升，但消费信心总体仍低于疫情前。部分年长者提前退休、青年劳动参与率提升，抬升美国整体消费倾向<sup>2</sup>，但高通胀和经济衰

<sup>1</sup> 根据美国疫情前个人储蓄、消费趋势预估，2020 年 3 月至 2021 年 8 月美国大约累计了约 2.09 万亿美元的超额储蓄，截至 2023 年 5 月已使用约 1.84 万亿美元，即还有约 2,500 亿美元的超额储蓄剩余，大约会在 1.6 个月内耗尽。

<sup>2</sup> 疫情前（2020 年 2 月）个人消费支出占个人可支配收入的 88%，2023 年 4 月占 94%。

退忧虑拖累消费信心，最新美国消费者信心指数小幅回升至 71.6，但仍远低于疫前水平（2015-2019 年均值为 95.2）。

## （二）投资端：投资波动较大、短期动能不弱，但下半年预计高利率掣肘企业投资和房地产市场表现

1-2 季度美国私人投资环比折年率-11.9%、5.7%，对 GDP 增长贡献率-2.22%、1.0%。1 季度企业主动去库周期加速拖累投资创 2022 年 2 季度以来最差表现，但 2 季度库存的负向拖累回正，设备投资波动转强，提振投资整体表现。往后看，企业去库周期料未结束，下半年仍将拖累经济增长。截至 2023 年 5 月，美国本轮去库周期已延续 11 个月，目前制造商、批发商、零售商库销比分别为 1.5、1.4、1.3（疫前均值分别为 1.4、1.3、1.5），制造商和批发商仍有去库压力。参考历史规律，预计本轮去库周期将在下半年延续，但逐渐从主动去库存向被动去库存过渡<sup>3</sup>。进入被动去库周期后，投资对 GDP 的正向拉动效应平均滞后 7.6 个月方显现，故下半年存货投资仍将拖累经济增长。企业投资表现超预期，但投资信心疲弱。耐用品新增订单增速连续 4 个月超预期，交通运输设备等相关投资增长较快，支持短期私人投资韧性，但 4-7 月美国 Sentix 投资信心指数连续为负，高利率、高通胀、经济前景不确定性掣肘企业信心，预计下半年企业投资继续缓步降温。短期房地产韧性主要来源于低库存，但高利率下存在下行风险。美国房地产市场年初开始出现止跌企稳迹象，

<sup>3</sup> 美国平均去库周期约 18 个月，其中主动去库 10.6 个月、被动去库 7.4 个月。

随后开工、销售、房价数据渐次回暖，其韧性主要来源于低库存（新屋、成屋库存分别仅能支持 7.5、3.1 个月的销售），短期内低库存料继续对房价形成支撑<sup>4</sup>，但经测算本轮美国房地产去库周期或延续至 2024 年中，历史规律显示房地产去库周期住宅投资对 GDP 增速拉动率形成负向掣肘，叠加高利率持续挤压市场，目前房价与可支配收入比例较历史均值偏高<sup>5</sup>，6 月房屋销售与开工环比再度转跌，4 季度美国房地产可能再度承压。

### **（三）政府支出和净出口：对经济支撑作用偏弱，下半年或进一步改善**

美国国会预算办公室于 5 月大幅上调 2023 财年的支出计划<sup>6</sup>、6 月债务上限谈判达成协议，下半年政府支出或将发挥更多跨周期调节作用；美国进口表现受消费端影响较大（进口金额同比通常滞后于零售同比增速 1 个月）。下半年消费动能缓步衰减将带动进口持续负增，料可小幅改善贸易部门收支。

## **二、制造业和服务业结构分化，服务业强劲预计可延续到 3 季度**

**（一）需求分化：**实际个人消费支出中商品恢复超趋势水平，截止 6 月高于疫情前趋势线水平约 3,170 亿美元、超

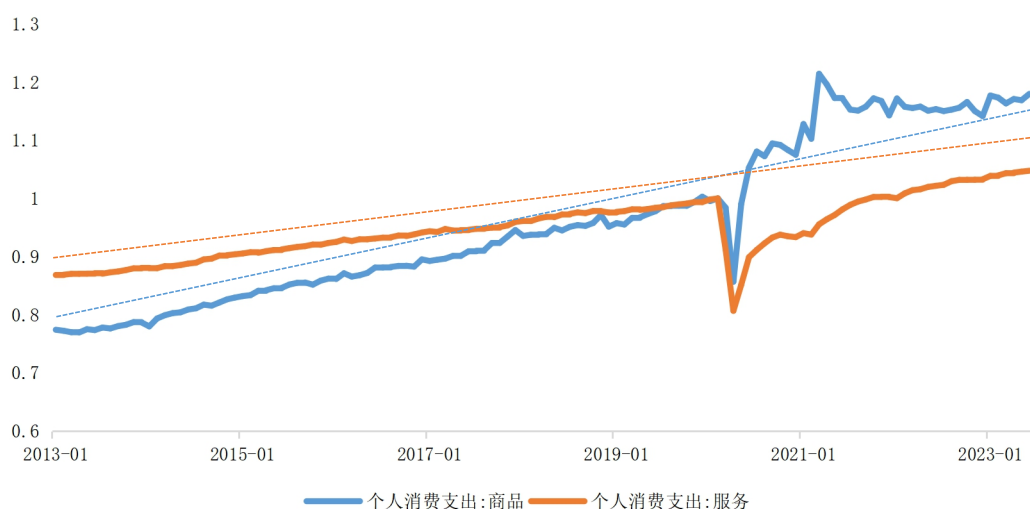
<sup>4</sup> 根据成屋库存及销售数据测算，本轮成屋去库周期或仍将延续约 9 个月；根据历史规律测算，成屋去库周期平均延续 1-2 年，而本轮去库周期起始于 2022 年 12 月，或将延续至 2024 年中。

<sup>5</sup> 目前美国成屋中位价、新屋中位价与可支配收入的比值分别为 6.89、6.98，高于 2000 年以来的历史均值 5.59、6.72。

<sup>6</sup> 与今年 2 月的预算规划相比，5 月预算规划将 2023 财年支出调高 1,390 亿美元，主要包括学生贷款减免计划支出（710 亿）及存款保险支出（330 亿），而其他各财年支出仅平均调高 90 亿美元。

量恢复了 5.9%<sup>7</sup>。其中耐用消费品受前期低利率、财政补贴提振尤为强劲，近期增速回落。但服务业仍未恢复至趋势水平，低于疫情前趋势约 1,306 亿美元、尚有 1.4% 的缺口（见图表 1），其中娱乐及交通运输恢复最慢。

**图表 1：商品支出在趋势线之上，而服务支出在趋势线之下<sup>8</sup>**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**（二）生产分化：制造业方面**，工业总产值同比自 3 月起开始负增、5 月起制造业新增订单停止扩张，未来预计随去库周期进入后半段，制造业生产整体仍承压。但鉴于产能利用率暂未明显回落，拖累效应显现料偏滞后（见图表 2）；服务业方面，访客指数中零售、娱乐、交通、工作场所活动明显不及疫前<sup>9</sup>，随着场景逐步恢复，服务业渐进复苏、仍有恢复空间（见图表 3<sup>10</sup>）。

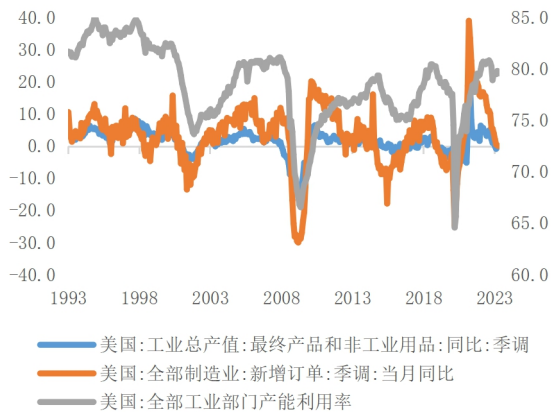
<sup>7</sup> 根据 2013 年 1 月至 2020 年 2 月趋势线计算得到商品及服务消费支出的趋势值。

<sup>8</sup> 为更好展现疫情后商品消费、服务消费受冲击及恢复进程，将其除以各自 2020 年 2 月值（商品消费：48,288 亿美元、服务消费：85,468 亿美元），使二者 2020 年 2 月值均为 1。

<sup>9</sup> 这也与上文中娱乐、交通支出恢复最慢相互印证。

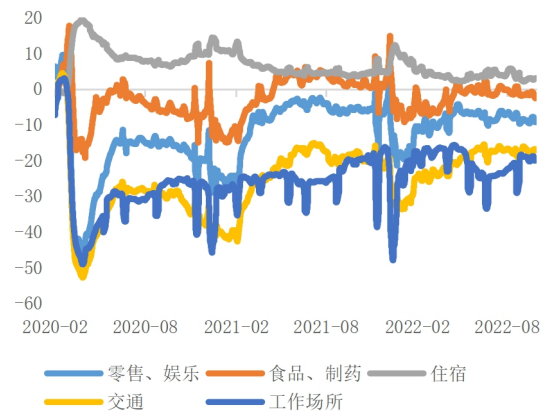
<sup>10</sup> 数据更新至 2022 年 10 月。

图表 2：产能利用率未大幅下行



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

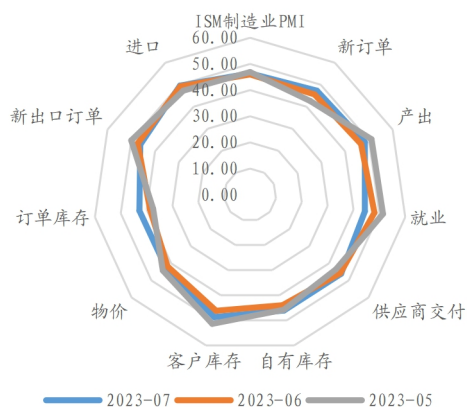
图表 3：服务业恢复与场景恢复程度密切相关



数据来源: Our World in Data、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

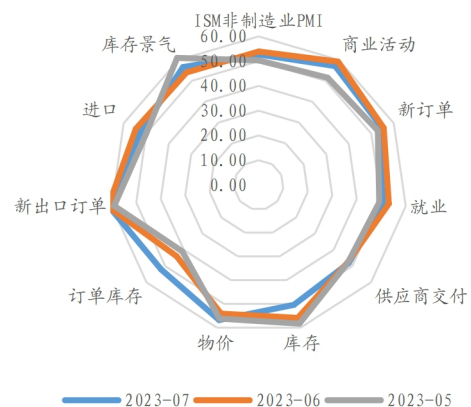
**(三) 景气分化:** 根据美国供应链管理协会 (ISM) 数据, 制造业景气自去年末以来持续在荣枯线下(7月 PMI 为 46.4), 其中新订单收缩明显 (47.3), 但产出及客户库存 PMI 相对略强 (48.3、48.7), 亦体现目前美国制造业处于主动去库阶段, 未来逐步向被动去库演进 (见图表 4); 非制造业保持景气 (7月 PMI 为 52.7), 其中商业活动、新订单 PMI 尤其强劲 (57.1、55.0), 但就业预期扩张相对温和 (见图表 5)。

图表 4：制造业 PMI 承压明显



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 5：非制造业 PMI 保持强劲



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

### 三、美国经济在 3 季度有望延续偏韧性表现，4 季度大概率可实现“软着陆”

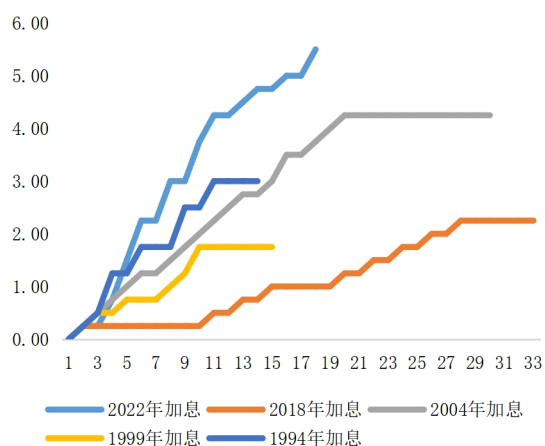
美国经济动能韧性和流动性仍偏宽松，预计继续支撑美国经济 3 季度维持偏韧性表现。1-2 季度美国经济下行速度慢于预期，主要来源于消费能力韧性和就业结构变化带来的消费超预期表现，以及企业投资、房地产市场回暖带来的阶段性支撑，虽然制造业景气徘徊在荣枯线以下，但其产能利用率未明显回落、拖累效应尚不明显，且服务业仍有一定复苏空间。结合前文趋势分析，美国经济动能有望在 3 季度延续，加之本轮美联储虽在 17 个月之内将基准利率上调了 550BP、加息速度远超过往紧缩周期（见图表 6），但 M2 总量依然远高于疫情前趋势、截至 6 月美国 M2 总量高于疫情前趋势值<sup>11</sup>18.0%（见图表 7），市场流动性难言紧缺。综合分析，美国经济在 3 季度有望延续偏韧性表现，**预计 GDP 环比折年率为 2.5%-3.5%**。

**4 季度美国经济下行压力加大，大概率可实现“软着陆”**。消费端受超额储蓄耗尽、消费信贷扩张空间受限等影响，预计动能缓慢衰减；投资端随着高利率的抑制作用进一步显现，预计企业投资和房地产市场面临重新下行压力，叠加制造业和服务业景气承压，预计美国经济下行压力在 4 季度显现。不过，美联储加息进程或已至尾声，叠加本财年支出上调，通胀降温亦有望改善劳动力实际薪资，**预计 4 季度**

<sup>11</sup> 依据 2010 年 1 月至 2020 年 2 月趋势计算的趋势值。

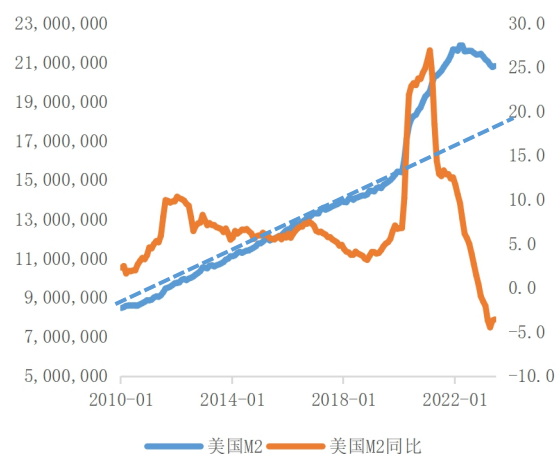
GDP 环比折年率为 0.5%–1.0%。

图表 6: 本轮加息周期利率上升速度较以往更快 (纵轴为加息幅度, 横轴为距离加息开始月份)



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 7: 美国 M2 同比增速回落明显, 但总量仍在疫情前趋势线以上 (左轴为美国 M2 数量, 右轴为美国 M2 同比百分率)



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

特别提示: 下半年若商业地产端或银行端出现超预期风险、引发金融市场动荡, 则将缩短美联储将利率维持在高位的时间、年底开启降息周期, 提振美国经济年末表现。

1. 商业地产风险预计在 4 季度升至年内高点。居家办公趋势、利率上升冲击全美办公楼空置率自疫情后持续上行, 2023 年 1 季度达 18.6%、或仍未见顶<sup>12</sup>; 商业地产价格指数显示 5 月美国各类型商业地产价格再度承压; 商业地产债券市场工具 (CMBS) 发行金额自 2022 年起也明显下降、今年 1 季度发行额同比骤降 72.1%。空置率攀升、价格承压、再融资困难令商业地产贷款拖欠率已从 2022 年 3 季度的 0.65% 低点回升至 2023 年 1 季度的 0.76%。短期内美国经济韧性有

<sup>12</sup> 戴德梁行预计美国办公楼空置率的上行将延续至 2024 年 2 季度。



望支撑商业地产稳定，但 2023 年 4 季度 CMBS 到期规模将到达年内峰值（占全年比重超四成），加之经济下行压力逐步加大，商业地产风险可能通过银行、政府特许机构（房利美、房地美等）、保险公司、债务基金等商业贷款主要持有人向整个金融系统传导，引起更大范围市场动荡。

**2. 银行端稳定性忧虑难言完全缓解。**短期内美国经济表现超预期、美联储加息周期超预期更鹰等因素影响下，美债收益率高位震荡，商业银行持有的证券头寸“浮亏”短期内较难恢复。加之高利率、严监管、“存款搬家”下商业银行流动性压力或会继续加大，目前美国商业银行普遍采取加大同业拆借、央行应急工具使用的“短期解决”方案（3月初至7月末商业银行负债端的“借款”科目上升了15.0%），大量使用短期借款加重了市场对银行业利息成本上升的担忧。此外，商业银行也是美国商业地产贷款的重要持有方，4季度银行也将面对部分地产信贷资产质量恶化的挑战，特别是商业地产贷款占比过高的中小银行风险最大，银行端稳定性忧虑难言完全缓解。



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。**