

美国宏观政策“左右互搏”

——2023 年二季度美国 GDP 数据点评

2023Q2 美国 GDP 再超市场预期，环比折年率录得 2.4%（市场预期 1.8%），很大程度上受到财政政策支撑。出于政党支持率、地缘政治等考量，美国政府仍在对居民部门进行大量转移支付，并通过《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》等计划持续提振制造业投资。尽管高利率持续压制耐用品消费和房地产投资，但财政扩张仍得以支撑私人部门的其他消费和投资活动。此外，疫后重启带来的出行需求旺盛也是数据超预期的重要支撑。美国货币紧缩但财政积极，宏观政策出现“左右互搏”，这将加剧美国通胀和经济增长前景的复杂性。

一、个人消费：三大支撑，动能分化

二季度美国消费继续超市场预期，但边际已转冷。个人消费支出环比折年率 1.6%（市场预期 1.2%），贡献了本季度 GDP 环比增幅的 46%。而一季度个人消费支出环比折年率高达 4.2%，贡献了 GDP 环比增幅的 139%。从结构上看，商品消费趋于冷却但服务动能韧性仍足。其中，娱乐商品、能源、住房、交运、金融分项动能走强，其他均在走弱，表明出行需求、房屋租金和资本市场是支撑消费动能的三大因素。

在年初圣诞节脉冲效应退坡后，二季度美国商品消费环比折年率跌至 0.7%（一季度 6.0%）。耐用品方面，高利率对汽车消费的压制重新占据主导地位。机动车消费环比折年率跌至-7.5%（一季度 45.2%），拖累耐用品消费环比折年率跌至 0.4%（一季度 16.3%）。非耐用品方面，疫后出行需求带来能源消费扩张。能源消费环比折年率达 13.1%（一季度 2.6%），带动非耐用品消费环比折年率升至 0.9%（一季度 0.5%）。

由于租金上涨提振住房消费，出行需求提振交通运输消费，服务消费保持高增，环比折年率 **2.5%**（一季度 **3.2%**）。高利率叠加低库存令美国房地产市场“量跌价升”，租金水平随之上行，住房与公用事业环比折年率高达 **3.2%**；疫后出行需求脉冲支撑运输消费，交运服务环比折年率升至 **9.8%**；AI 科技牛叠加软着陆预期升温，令美国股市持续上涨，金融和保险服务环比折年率升至 **5.9%**。

值得注意的是，上半年转移支付驱动美国居民可支配收入保持高增，成为高利率下消费韧性的主要来源，折射出当前美国宏观政策的冲突。2023 年美国居民月均获得政府转移支付仍超 **1,000 美元**，而疫前水平低于 **800 美元**。

二、私人投资：环比转正

美国私人部门投资也受到宏观政策矛盾的影响。高利率持续压制地产投资，但 AI 投资热和财政政策对非地产投资构成支撑，叠加库存周期止跌，使得投资支出环比再度转正。二季度私人投资环比折年率升至 **5.7%**（一季度 **-11.9%**），贡献了本季度 GDP 环比增幅的 **42%**。一方面，房贷利率高企令美国楼市产销两弱，地产投资连续六个季度环比下跌，二季度环比下跌 **4.2%**。另一方面，芯片法案、通胀削减法案从财政端发力支撑非住房投资，运输设备（环比折年率 **56%**）和制造业（环比折年率 **94%**）投资大涨，是投资支出转正的主力贡献项。

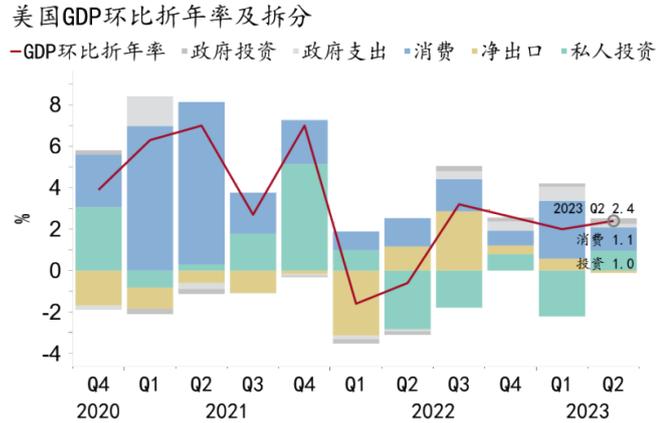
三、影响及前瞻：“软着陆”预期进一步升温

2023 年二季度 GDP 数据再超市场预期，美国经济“软着陆”预期进一步升温。考虑到未来美国货币紧缩效应或进一步显现，而财政扩张可持续性存疑，下半年美国经济增长或仍将趋弱。

(作者: 谭卓 王天程)

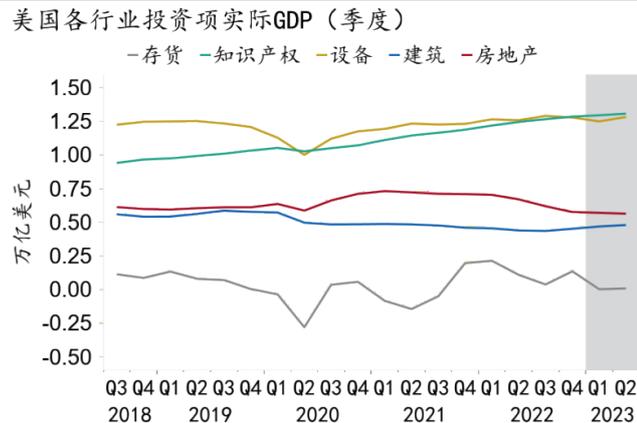
附录

图 1: 投资支出环比转正



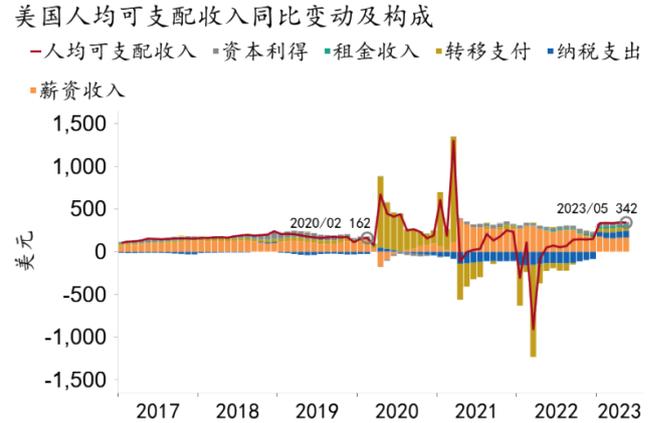
资料来源: Wind、招商银行研究院

图 3: 库存投资止跌, 设备投资扩张



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 财政仍在支撑居民收入



资料来源: Wind、招商银行研究院

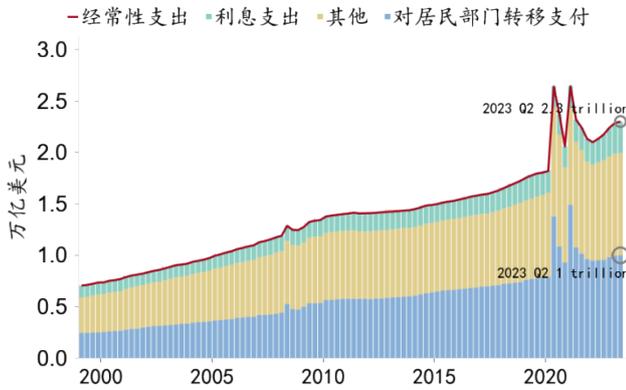
图 4: 美国楼市产销两弱



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5：美国财政仍在扩张

美国政府部门经常性支出及拆分



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：美元、美债走势映射软着陆预期升温

美元指数与美债收益率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院