

2023年7月28日

全球宏观

美国二季度 GDP 超预期，短期经济有韧性，中期软着陆与否需观察

美国二季度 GDP 年化季环比增长 2.4%，高于市场预期的 1.8% 及一季度的 2.0%。美国二季度的显著变化在于，经济增长不仅来自消费支出的韧性，还在于企业投资正在恢复，经济实现软着陆的预期进一步升温。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

- ⊕ 整体表现上，美国经济在今年上半年一定程度上逆转市场对美国经济陷入衰退的预期。第一季度 GDP 终值上修至 2% 后，美国第二季度实际 GDP 年化季率初值录得 2.4%，超市场预期的 1.8%。而国际货币基金组织（IMF）在近期最新公布的《世界经济展望》也将美国 2023 年 GDP 增长预期由 4 月的 1.6% 上调至 1.8%，并预计美国经济软着陆的概率上升。
- ⊕ 分项表现上，除消费者支出外，来自非住宅固定资产投资、私人库存投资和政府支出等更广泛领域的增长助推了二季度 GDP 增速。消费者支出方面总体保持韧性，其中耐用品消费大幅下降，服务消费有所回落，而非耐用品上升。另一方面，非住宅固定资产投资则由一季度的 0.6%，显著上升至 7.7%，而库存变化由上一季度显著的负贡献（-2.14%）转正至 0.14%。与此同时，高利率对住宅市场的压制仍在，美国住宅投资同比下降 4.2%，降幅与一季度大致相同。

美国经济展望：短期有韧性，中期软着陆仍需观察

- ⊕ 短期维度：经济有韧性。除消费者支出外，更广泛经济领域的增长推动美国二季度经济上行，经济有望更具有弹性。
- ⊕ 中期维度：软着陆与否仍需观察。美国上半年 GDP 数据极具韧性，美联储加息超过 11 次，累计 525 基点，货币政策的紧缩并没有为市场带来明显降温。美国经济韧性远超市场预期，一方面在于紧缩效应通常滞后显现，而 TGA 账户巨量的投放很大程度对冲了货币紧缩对于宏观的冲击，使得滞后进一步延长。另外疫情期间美国居民累积的超额储蓄也有力地支撑了消费支出。据美联储官员沃克的表述，加息周期滞后效应逐渐在 12 个月后显现，2022 年下半年是加息路径陡峭的阶段，预计对经济影响将逐渐体现，与此同时，TGA 账户对流动性的支持已经逆转。因而，我们认为美国经济能否成功软着陆仍需观察。

未来美联储政策路径：短端加息偏鹰，长端降息端偏鸽

我们在最新的《[更高未必更远，美联储收益率曲线修复可期——美联储 7 月 FOMC 会议点评](#)》中指出：

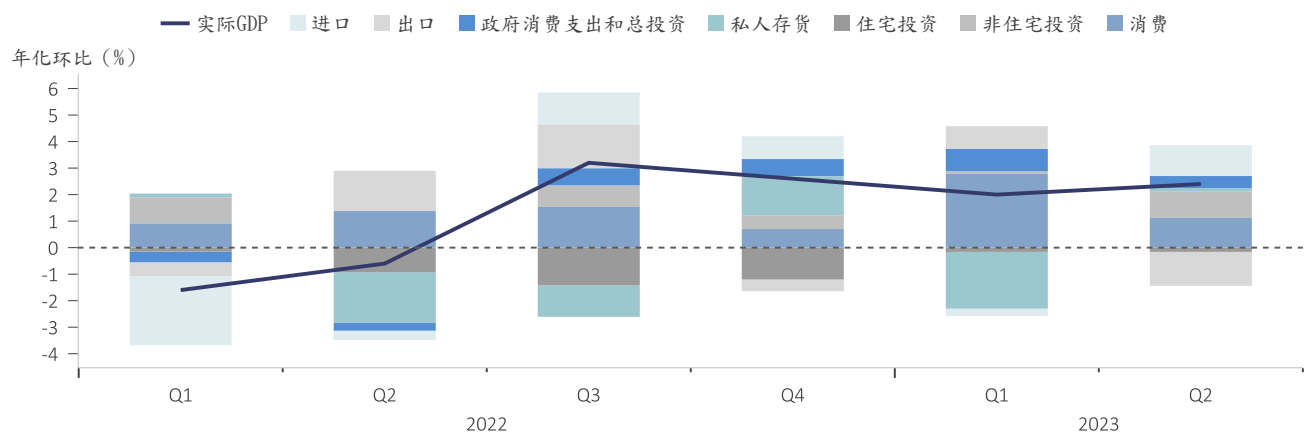
美联储短期加息态度偏鹰，原因在于当前核心通胀位置仍高，劳动力市场趋紧或拖慢核心通胀的回落，预计经济上行风险升温，当前的经济数据印证了这一点，年内美联储仍可能存在最后一次加息。

- ⊕ **长期来看偏鸽派。**一方面，政策紧缩滞后性将逐渐反映在经济活动中。另一方面，随着美国 TGA 账户余额重新增加，这意味着流动性开始重新抽回。与此同时，美联储资产负债表短暂扩表已经结束，资产负债表规模已经重新降至银行业风险事件前的水平。在未来，美联储需要某种对冲货币紧缩的工具以实现经济的软着陆，而降息则可很好扮演此角色。虽然 2023 年实现降息难度较大，但 2024 年降息的概率已大幅增加。

操作建议：对风险资产的配置由谨慎转向谨慎乐观

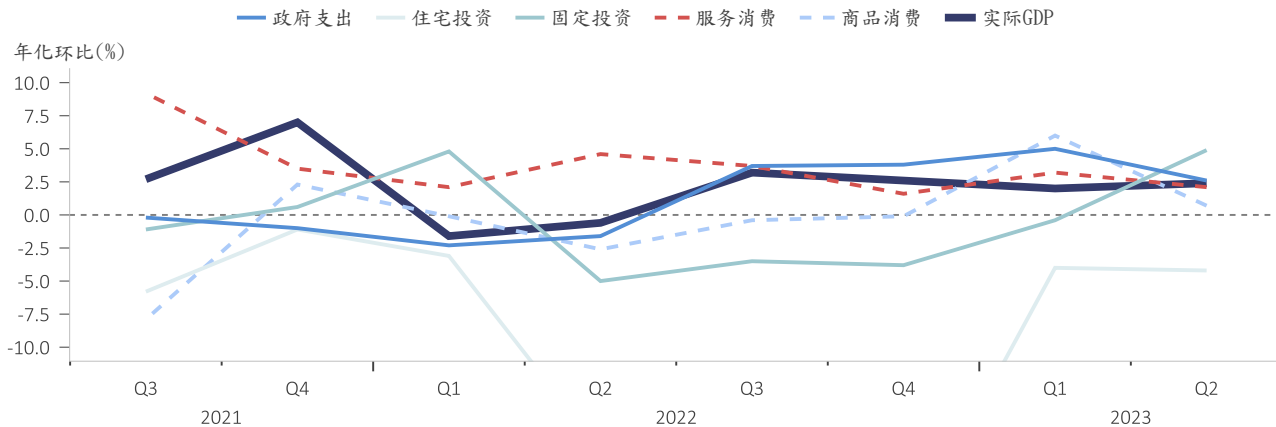
- ⊕ 美联储停止加息后，全球风险资产趋于改善。中国股市当前处于底部震荡位置，反弹可期。1) 盈利端，七月政治局会议后，中国股市的盈利预期和风险偏好迎来改善窗口；2) 估值端，美联储货币政策叠加美债收益率曲线修复可期，将利好全球风险资产，或边际缓解港股的流动性压力。
- ⊕ 对于风险资产谨慎乐观的同时，我们未来仍需密切关注：1) 紧缩的滞后性仍有待观察；2) 后续利率路径仍具有不确定性。

图表 1: 美国实际 GDP 环比折年率及分项贡献



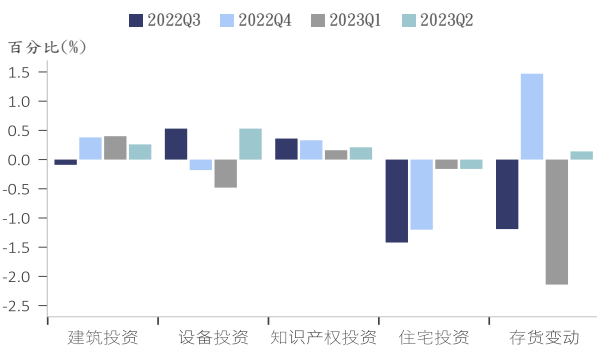
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 2: 美国实际 GDP 及主要分项环比折年率



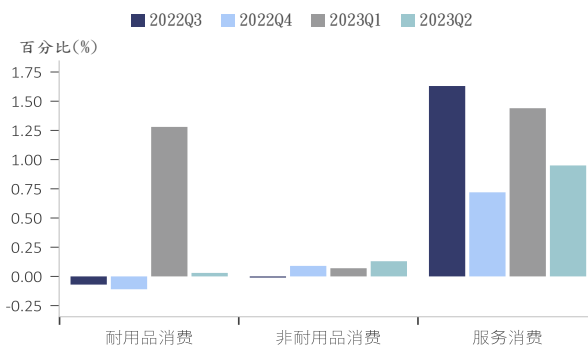
资料来源: Macrobond、交银国际

图表 3: 过去四个季度，投资各分项对美国实际 GDP 贡献



资料来源: Macrobond、交银国际

图表 4: 过去四个季度，消费各分项对美国实际 GDP 贡献



资料来源: Macrobond、交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。