

经济韧性与通胀回落并不矛盾

二季度美国GDP初值点评

相关研究报告

《美债利率或开始“磨顶”》20221030
 《美债“抢跑”》20221113
 《利率出现“重置式”调整》20221120
 《实体经济需求限制利率高度》20221127
 《利率上行趋势放缓》20221204
 《“网上网下”看消费修复前景》20221211
 《外部增长放缓态势难改》20221225
 《房贷利率弹性增加》20230108
 《2023年债市流动性展望》20230119
 《美债短期震荡、难改中长趋势》20230219
 《美欧市场恐慌，国内通胀温和》20230312
 《美欧银行业风波继续演化》20230326
 《美债与美国自然利率》20230402
 《美国就业市场降温、核心通胀可能放缓》20230409
 《通胀温和或有利于银行修复息差——3月通胀数据点评》20230411
 《产出修复理想，内需尚有空间——1季度经济数据点评》20230419
 《美联储和市场的预期差》20230423
 《债务上限之争重来》20230430
 《加息已到尾声，危机尚未蔓延》20230504
 《“可控收缩”是基准情景》20230507
 《信贷扩张可能迎来拐点》20230514
 《加息尾声的美元反弹》20230521
 《美债准备迎接流动性冲击》20230528
 《加息尾声与金融市场》20230602
 《国内降息预期转强》20230611
 《降息之后看社融》20230618
 《地产政策引发热议》20230625
 《汇率或处于超调状态》20230702
 《美国经济“虚火”难降》20230709
 《利率拐点与货币增速剪刀差》20230716

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

固定收益

证券分析师：肖成哲

(8610) 66229354
 chengzhe.xiao@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

证券分析师：张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

过剩流动性带动美国名义总需求继续增长，此时实际产出增长较快反而利于降通胀，经济韧性未必迫使美联储更多加息，但可能延长高利率状态。

- 2季度美国经济仍然表现为“虚火”驱动实际增长：过剩流动性继续驱动名义需求增长，实际产出由于劳动力供给增加而修复。我们在此前报告《美国经济“虚火”难降》(20230709)中提出，美国经济前期主要矛盾是，实际GDP已接近潜在GDP水平，而名义GDP由于货币流动性过剩，与实际GDP分化，使通胀居高不下。在这种情况下，实际GDP增速更高反而更有利于降通胀。2季度，美国经济增长保持韧性、但通胀放缓这一看似矛盾的现象，部分印证了我们的判断。
- 由于1季度末发端的美国银行业风波，2季度美联储缩表进程放缓。美国流通中货币2季度平均同比增长2.6%；占名义GDP的比重约为86.9%，较1季度略有上升，仍明显高于疫情前水平。根据剑桥方程，微观主体的货币需求应与名义GDP保持较为稳定的关系。如果流通中货币的供给超过需求，微观主体将不断增加消费投资，带动名义GDP增长。但同时，美国实际GDP增速受制于潜在产出瓶颈（主要是劳动力供给瓶颈），与名义GDP增速显著分化，这是前期美国通胀居高不下的主要原因。随着劳动力供给修复，2季度美国实际与名义GDP增速的缺口有所收窄，这与美国CPI及核心CPI涨幅收窄的现象相一致。
- 当前美国经济韧性与通胀回落并不矛盾，因此未必迫使美联储进行更多加息。当然，经济韧性使美联储有条件在相对较长的时间内保持高利率，这可能对非美货币汇率保持一定压力。
- 但随着我国出口商品价格的调整，人民币汇率超调的压力也相应减轻，预计美国经济韧性对我国汇率、利率及资本市场的影响相对有限。
- 风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通胀超预期上行，国内外疫情发展超预期等。

事件：

美国商务部当地时间 27 日公布的首次预估数据显示，今年第二季度美国国内生产总值(GDP)按年率计算增长 2.4%，高于市场普遍预期。其中占美国经济总量约 70%的个人消费支出增长 1.6%，增幅较第一季度收窄 2.6 个百分点；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增长 7.7%，较第一季度大幅增长 7.1 个百分点；住宅类固定资产投资下跌 4.2%，该数据已经连续 9 个季度下滑。

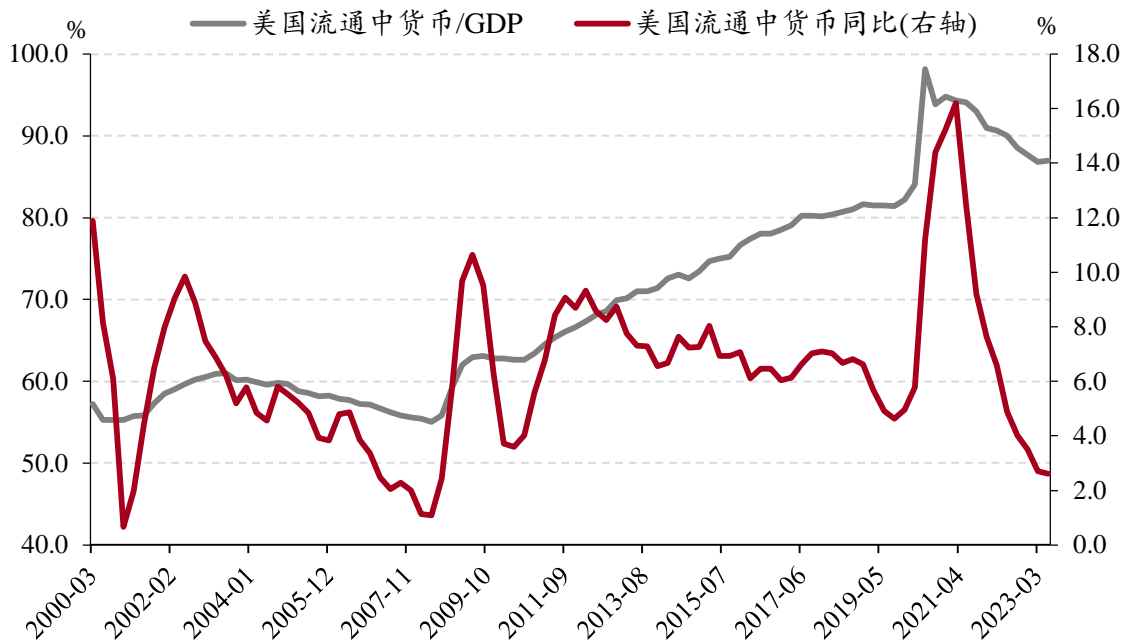
点评：

2 季度美国经济仍然表现为“虚火”驱动实际增长：过剩流动性继续推动名义需求增长，实际产出由于劳动力供给增加而修复。我们在此前的报告《美国经济“虚火”难降》(20230709)中提出，美国经济前期主要矛盾是，实际 GDP 已接近潜在 GDP 水平，而名义 GDP 由于货币流动性过剩，与实际 GDP 分化，使通胀居高不下。在这种情况下，实际 GDP 增速更高反而更有利于降通胀。2 季度，美国经济增长保持韧性、但通胀放缓这一看似矛盾的现象，部分印证了我们的判断。

由于 1 季度末发端的美国银行业风波，2 季度美联储缩表进程放缓。2 季度美国流通中货币平均同比增长 2.6%，增速收敛的节奏明显慢于 1 季度。流通中货币占名义 GDP 的比重约为 86.9%，较 1 季度还有微小上升，且仍明显高于疫情前水平。

根据剑桥方程式，微观主体的货币需求应与名义 GDP 保持较为稳定的关系。如果流通中货币的供给超过需求，微观主体将不断增加消费投资，带动名义 GDP 增长。

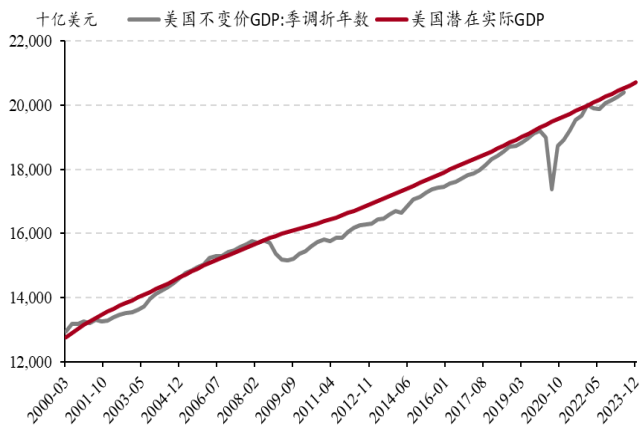
图表 1. 美国流通中货币与 GDP 之比



资料来源：Wind，中银证券

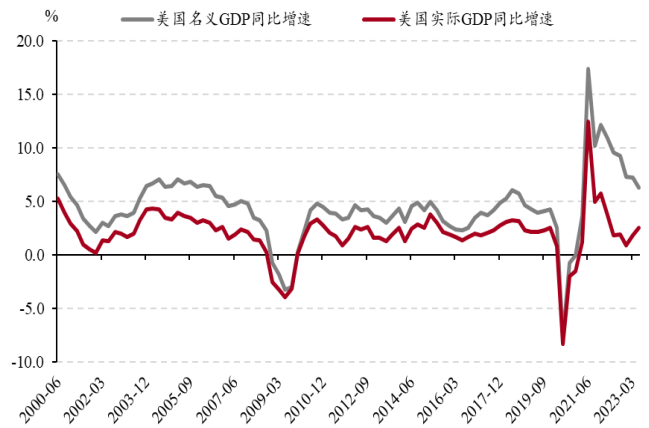
但同时，美国实际 GDP 增速因受制于潜在产出瓶颈（主要是劳动力供给瓶颈），与名义 GDP 增速显著分化，这是前期美国通胀居高不下的主要原因。随着劳动力供给修复，2 季度美国实际与名义 GDP 增速的缺口有所收窄（图表 3），这与美国 CPI 及核心 CPI 涨幅收窄的现象相一致（图表 4）。

图表 2. 美国实际 GDP 接近潜在产出水平



资料来源: Wind, 中银证券。注: 为剔除基数大幅变动影响, 2021 年和 2023 年的增速分别使用 2020-2021 和 2022-2023 的两年复合平均增速。

图表 3. 美国实际和名义 GDP 增速分化



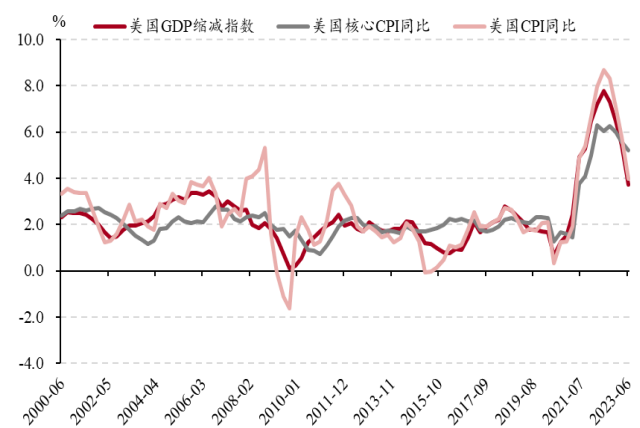
资料来源: Wind, 中银证券。注: 为剔除基数大幅变动影响, 2021 年和 2023 年的增速分别使用 2020-2021 和 2022-2023 的两年复合平均增速。

当前美国经济韧性与通胀回落并不矛盾, 因此未必迫使美联储进行更多加息。当然, 经济韧性使美联储有条件在相对较长的时间内保持高利率, 这可能对非美货币汇率保持一定压力。

但随着我国出口商品价格的调整, 人民币汇率超调的压力也相应减轻。我们曾在前期报告《汇率或处于超调状态》(20230702)中提出, 此前人民币汇率所受到的压力可能是一种由于商品价格调整相对滞后所导致的超调现象, 这种超调有利于保持商品市场均衡、且随后也有望向长期均衡回归, 我国货币政策未必需要相应调整。

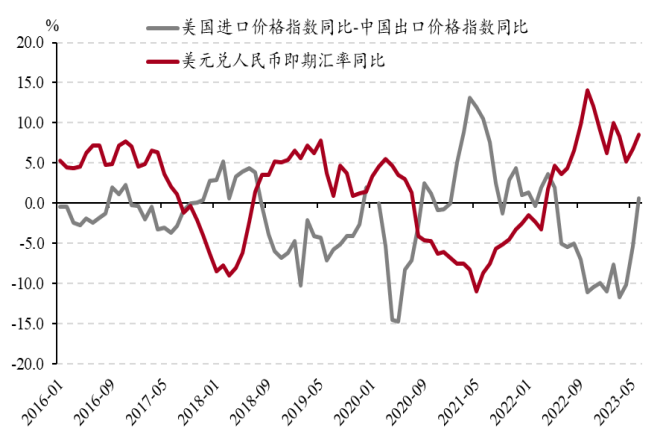
经验显示, 2015 年“811 汇改”后人民币兑美元汇率同比涨幅通常倾向于弥补我国出口价格与美国进口价格的显著分歧: 当美国进口价格指数的涨幅明显大于我国出口价格指数的涨幅时, 人民币兑美元倾向于升值; 当美国进口价格指数的涨幅明显大于我国出口价格指数的涨幅时, 人民币兑美元则倾向于贬值。这种现象符合汇率超调理论的假说。

图表 4. 美国 GDP 缩减指数与 CPI 同比涨幅



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 人民币汇率超调压力减小



资料来源: Wind, 中银证券

6 月我国出口价格指数同比降幅已达 6.7%, 超过同期美国进口价格指数同比降幅 (6.1%), 人民币汇率超调的压力也相应减轻。综合利率和商品价格两方面看, 预计美国经济韧性对我国汇率、利率及资本市场的影响相对有限。

风险提示: 国内外实体经济出现超预期变化, 通胀超预期上行, 国内外疫情发展超预期等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371