

## 美国 GDP 韧性不是“表观现象”，经济短期仍可承受更高利率

20230728

### 核心内容：

- **如何理解偏强的二季度 GDP 初值和略低于预期的 ECI 和 PCE 通胀？** 二季度 GDP 初值环比折年率为 2.4%，明显高于 1.8% 的市场预期，同比折年增速为 2.56%；随着一季度的环比折年率上修至 2.0%，美国上半年经济运行高于 1.8% 的长期潜在增长率。二季度增长的结构同样体现出经济韧性，除了净出口形成小幅拖累外，消费缓和但增长仍较稳定，去除库存的投资在上季度负增长后环比转正，政府支出也还在发力。7月28日则公布了二季度雇佣成本指数（ECI）和 PCE 通胀的增速。ECI 环比增速为 1.0%，核心 PCE 通胀同比回落至 4.1%，两者均略低于预期。与 GDP 初值不同，ECI 和 PCE 通胀回落大于预期在暗示紧缩政策似乎没有进一步延长的必要，有所矛盾。需要意识到 PCE 通胀的走弱在去年同期高基数影响下并不特别意外，ECI 的环比也仍保持了 1% 的增速，这依旧符合短期通胀回落压力不大，但中期背离 2% 目标的风险没有消除的判断。
- **二季度 GDP 较强是“表观现象”吗？为什么更高利率和信贷紧缩下 GDP 环比还有所加快？** 为了剥离干扰项目，可以用（1）政府、净出口和库存以外项目对 GDP 的拉动率以及（2）强周期性项目对 GDP 的拉动率来判断经济的位置。政府、净出口和库存以外项目对 GDP 的拉动率在二季度为 1.95%，上半年平均为 2.33%，明显高于 2022 年 0.79% 的均值；强周期性项目对 GDP 的拉动率在二季度为 0.79%，上半年为 0.95%，同样好于去年-0.95% 的均值。不难看出，GDP 的强韧并不是由出口、库存或者政府支出的意外波动而造成的“表观现象”，不论是服务与商品消费还是投资都保持了稳定增长。关于第二个问题，观察以上两个指标也可以发现，二季度两个指标对 GDP 的拉动率都有所减弱，政府、净出口和库存以外项目从一季度的 2.71% 降至 1.95%，而强周期性部门则从 1.10% 降至 0.79%。也就是说，美国的高利率和信贷紧缩并不是没有效果，经济仍处于缓慢走弱的状态。从中期考虑，美国经济在拉长的紧缩周期和进一步信贷紧缩下终会走弱。
- **经济同步指标 CEI 环比也在回升，在美国短期经济韧性再度被数据确认的情况下，美联储小幅拉长紧缩周期的可能不宜低估。** 两个同步指标的环比在二季度都出现了改善，这也在支持经济的韧性。银河同步指标分项中不仅新增就业较强，工业生产和实际收入都有边际改善的趋势，这也足以证明经济不弱。这种韧性对中期通胀控制的压力值得美联储警惕。银河影子联邦基金利率在前瞻指引实施后可以作为有效联邦基金利率的领先指标，该影子利率近期创下新高，暗示市场定价中隐含联邦基金利率进一步小幅抬升的信号，这也比较符合“加息周期拉长”的判断。美元和美债收益率仍暂时受到支撑，但年内大方向向下。美元指数方面，在美欧经济差距的基础上，美欧利差也随着欧央行软化 9 月加息态度而扩大，两者均支持美元；同时，虽然日央行边际调整了 YCC，但日元对美元指数的影响弱于欧元，且日本通胀持续性处于观察期的情况下日央行操作也会保持谨慎，美元短期仍难快速下行。10 年期美债方面，通胀的短期震荡与中期问题、美国的经济韧性和未被充分定价的潜在加息也使收益率保持在高位，我们在中期展望《拾级而上》中警示过美债收益率短期上行的风险。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

### 主要风险：

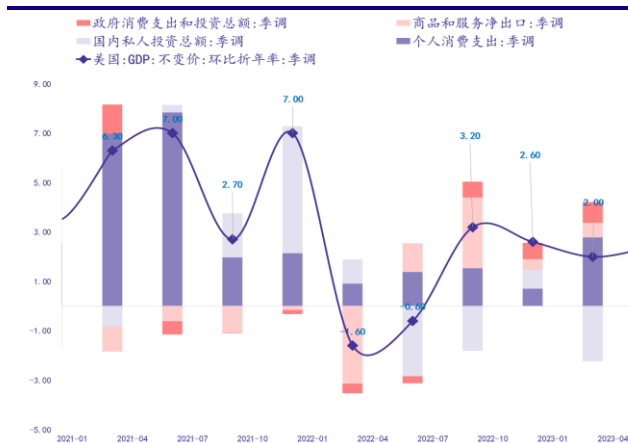
1. 重要经济体增速超预期下行
2. 通胀意外上升
3. 市场出现严重流动性危机

## 一、如何理解偏强的二季度 GDP 初值和略低于预期的 ECI 和 PCE 通胀？

7月27日，美国2023年二季度GDP初值公布，环比折年率为2.4%，明显高于1.8%的市场预期，同比折年增速为2.56%；随着一季度的环比折年率上修至2.0%，美国上半年经济运行较强且高于1.8%的长期潜在增长率。

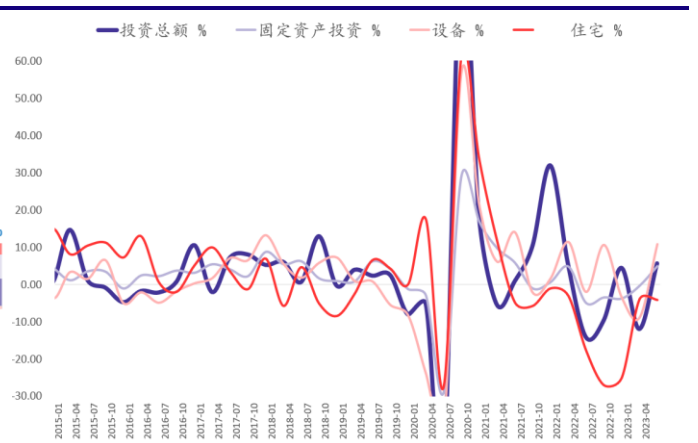
二季度增长的结构同样体现出经济韧性，除了净出口形成小幅拖累外，消费缓和但增长仍较稳定，去除库存的投资在上季度负增长后环比转正，政府支出也还在发力。尽管一季度末银行业危机的爆发使市场对二季度增长抱有担忧，但GDP初值不论从总量还是结构上都相对健康，劳动市场和韧性和私人部门资产产生的财富效应在短期不仅支持服务业，也防止商品消费与生产明显下行。我们在去年认为美国处于分部门的“滚动衰退”当中，而目前来看滚动衰退尚未明显冲击服务部门，但房地产建筑业出现了一定“滚动恢复”的迹象，继续为美国经济提供动力。整体上，经济和劳动数据再次印证了美联储在7月FOMC会议上对经济的描述，美国年内进入衰退概率较低，而紧缩周期可能拉长，对应短期“更高更久”的利率和中期经济风险的提升。

图 1：二季度 GDP 初值中消费有所放缓，投资环比回升，政府稳定 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2：除了住宅投资仍受高利率限制外，其他投资均转正 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

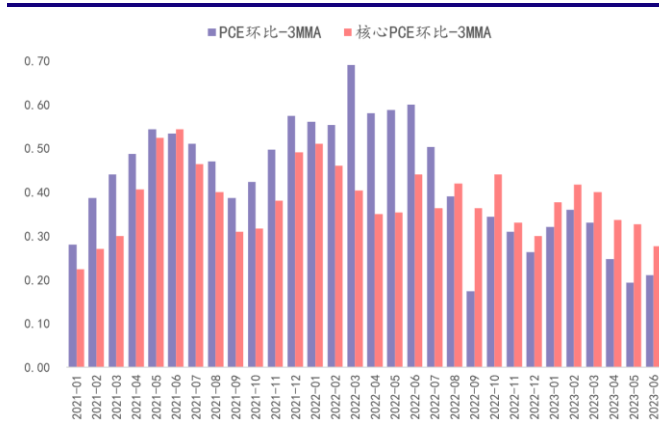
7月28日则公布了二季度雇佣成本指数 (ECI) 和 PCE 通胀的增速。ECI 环比增速为 1.0%，略低于预期的 1.1%，同比增速为 4.6%。PCE 通胀 6 月同比增速降至 3%，核心 PCE 通胀同比回落至 4.1%，略低于预期。与 GDP 初值不同，ECI 和 PCE 通胀回落大于预期在暗示紧缩政策似乎没有进一步延长的必要，有所矛盾。需要意识到 PCE 通胀的走弱在去年同期高基数影响下并不特别意外，ECI 的环比也仍保持了 1% 的增速，这依旧符合短期通胀回落压力不大，但中期背离 2% 目标的风险没有消除的判断。

由于 FOMC 会议上美联储坚持了谨慎模糊的数据导向，且短期通胀下行趋势形成，市场暂未充分定价 7 月后进一步加息的可能。我们的模型同样显示名义通胀在三、四季度不存在大幅反弹的风险，核心通胀保持缓慢缓和的趋势，但紧缩周期的拉长更多来自于中期问题。首先，劳动市场和薪资增速降温偏慢，随着通胀低位将推升实际收入并支撑消费；其次，近期美国各类资产价格回升产生的财富效应不仅易推升消费，还可能降低潜在劳动供给。在美国短期经济韧性再度被数据确认的情况下，美联储小幅拉长紧缩周期的可能不宜低估。

综上，我们仍认为美联储在9月或更晚时点将加息25BP，且利率会在高位保持较长时间以遏制通胀在中期反弹。同时在信贷继续收紧、劳动市场和消费降温的情况下，拉长的紧缩周期会对经济中期表现造成更大冲击，2024年降息幅度值得期待。

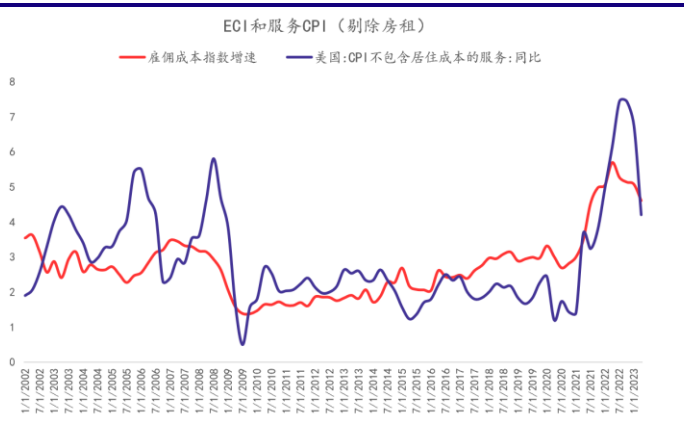
最后，美元和美债收益率仍暂时受到支撑，但年内大方向向下。美元指数方面，在美欧经济差距的基础上，美欧利差也随着欧央行软化9月加息态度而扩大，两者均支持美元；同时，虽然日央行边际调整了YCC，但日元对美元指数的影响弱于欧元，且日本通胀持续性处于观察期的情况下日央行操作也会保持谨慎，美元短期仍难快速下行。10年期美债方面，通胀的短期震荡与中期问题、美国的经济韧性和未被充分定价的潜在加息也使收益率保持在高位，我们在中期展望《拾级而上》中警示过美债收益率短期上行的风险。

图 3：6 月核心 PCE 通胀环比缓和 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：ECI 增速回落，但斜率可能难以使美联储满意，服务通胀仍有压力 (%)



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

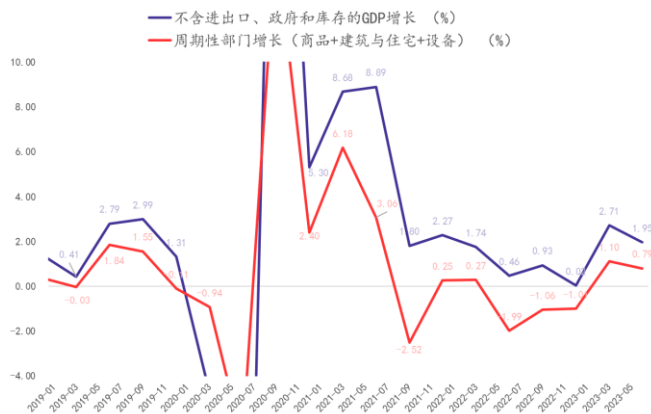
## 二、二季度 GDP 强韧不是“表现现象”，周期与非周期性部门均保持了韧性

对二季度 GDP 数据可以提出两个问题：第一，从结构和稳定性上考虑，二季度 GDP 增速是否存在类似 2022 四季度表面较强但实际偏弱的情况？第二，在一季度银行业危机爆发后，不论是商行资产负债表还是 SLOOS 调查都指向信贷进一步收紧，为什么二季度环比折年率反而有所加快？

由于整体 GDP 增速中存在不少干扰项，比如波动较大的库存和进出口，对 GDP 增长情况的评估和对未来短期走势的判断需要剥离这些项目。我们常用（1）政府、净出口和库存以外项目对 GDP 的拉动率以及（2）强周期性项目对 GDP 的拉动率来判断经济的位置。

关于第一个问题：政府、净出口和库存以外项目对 GDP 的拉动率在二季度为 1.95%，上半年平均为 2.33%，明显高于 2022 年 0.79% 的均值，也即美国上半年主要消费和投资项目均保持了不弱的增长，甚至稳定高于潜在经济增速。强周期性项目则并未包括服务消费等波动偏小支出类别，更多作为帮助预判衰退的领先指标。强周期性项目对 GDP 的拉动率在二季度为 0.79%，上半年为 0.95%，同样好于去年-0.95% 的均值。从历史经验考虑，在衰退发生前强周期性部门一般都会快速下行并进入负值，这与当前周期性部门的表现并不匹配，更无需提及韧性更强的服务部门。因此，以上两个指标印证了二季度 GDP 的强韧并不是由出口、库存或者政府支出的意外波动而造成的“表现现象”，不论是服务与商品消费还是投资都保持了稳定增长。

图 5: 周期性部门和不含净出口、政府与库存部门对 GDP 的拉动 (%)



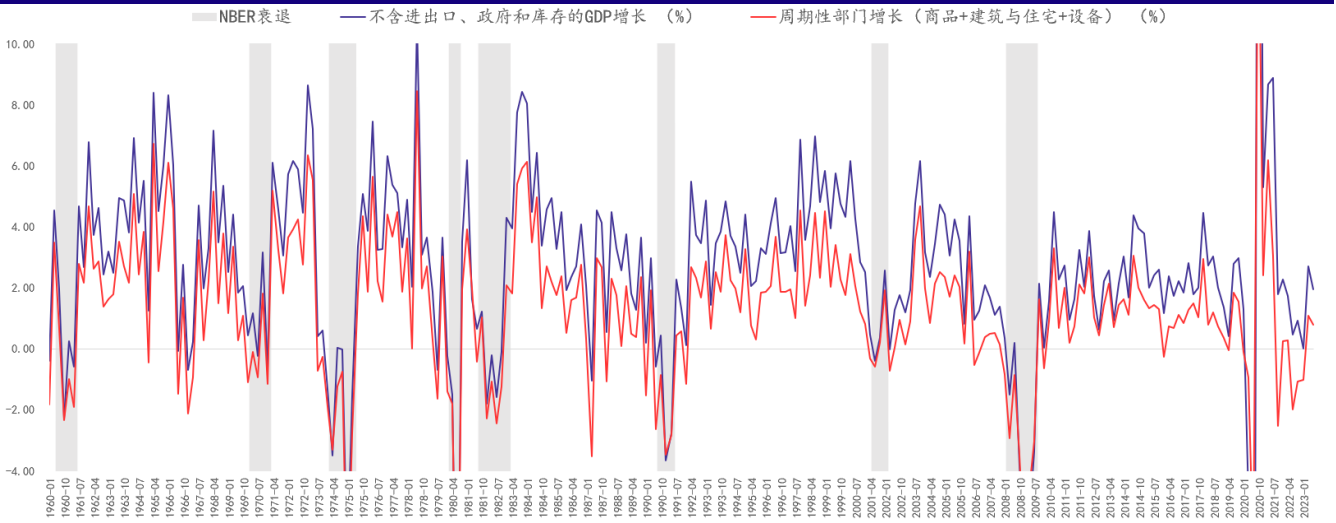
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 美国库存整体仍处于低位, 暂时在主动去库存中



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 从历史规律考虑, 正增长的周期性部门距离衰退仍有相当距离, 经济强韧不是“表现现象”



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

关于第二个问题: 观察以上两个指标也可以发现, 二季度两个指标对 GDP 的拉动率都有所减弱, 政府、净出口和库存以外项目从一季度的 2.71% 降至 1.95%, 而强周期性部门则从 1.10% 降至 0.79%。也就是说, 美国的高利率和信贷紧缩并不是没有效果, 经济仍处于缓慢走弱的状态。从中期角度考虑, 美国经济在更高利率和进一步信贷紧缩下可能终会走弱, 但大概率是较为轻微的衰退。虽然如此, 也需要注意到设备和知识产权投资环比继续改善, 对应美国高新技术制造业和 AI 相关投资的上行, 经济可能存在一些新的增长动能, 在劳动市场的加持下托举短期增长。

库存方面, 二季度仅增加了 93 亿美元, 处于较低水平。由于领先于库存的制造商、批发商和零售商销售在消费趋弱的情况下还没有确认底部, 美国目前仍然处于主动去库存的状态。考虑到销售底部一般领先库存至少一到两个季度, 美国库存底部最早也要在三季度末才能确认。同时, 在高利率和信贷紧缩对消费的压制下, 即使确认底部, 销售回升带动补库存的斜率可能也较为平缓。这也侧面反映了美国经济虽然短期有韧性, 但中期依旧面临压力。

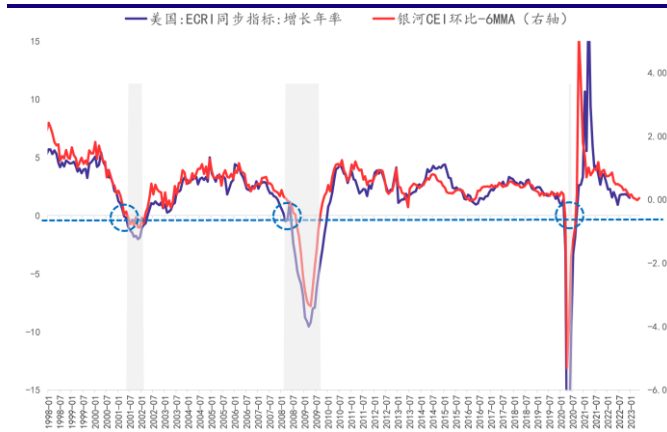


### 三、从经济同步指标 CEI 和影子联邦基金利率考虑经济位置和货币政策前景

除了 GDP 初值外，银河经济同步指标和费城联储同步指标也可以侧面印证经济的韧性。在通胀中期风险没有消除的情况下，偏强的经济可以承受拉长的紧缩周期。银河经济同步指标 5 月环比为 0.04%，比 4 月的-0.01%有所改善，也依旧高于-0.25 的衰退阈值。更偏重劳动市场数据的费城联储同步指标 6 月同比为 3.5%，同样远高于 2.5% 的衰退阈值。值得注意的是，两个同步指标的环比在二季度都出现了改善，这也在支持经济的韧性。银河同步指标分项中不仅新增就业较强，工业生产和实际收入都有边际改善的趋势，这也足以证明经济不弱。这种韧性对中期通胀控制的压力值得美联储警惕。

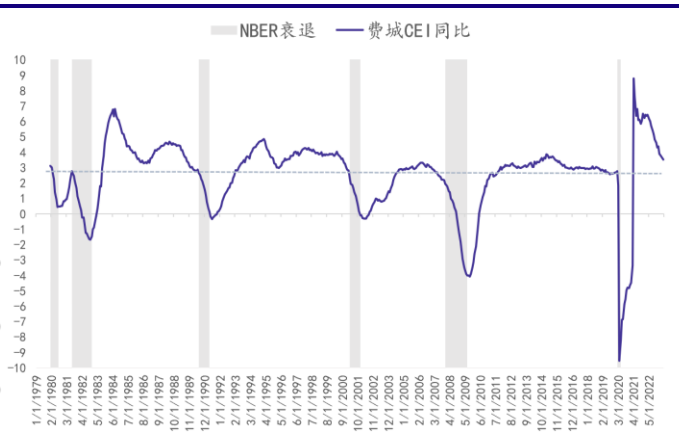
最后，银河影子联邦基金利率在前瞻指引实施后可以作为有效联邦基金利率的领先指标，该影子利率近期创下新高，暗示市场定价中隐含联邦基金利率进一步小幅抬升的信号，这也比较符合“加息周期拉长”的判断。

图 8：银河 CEI 环比边际改善，总体离衰退仍有距离 (%)



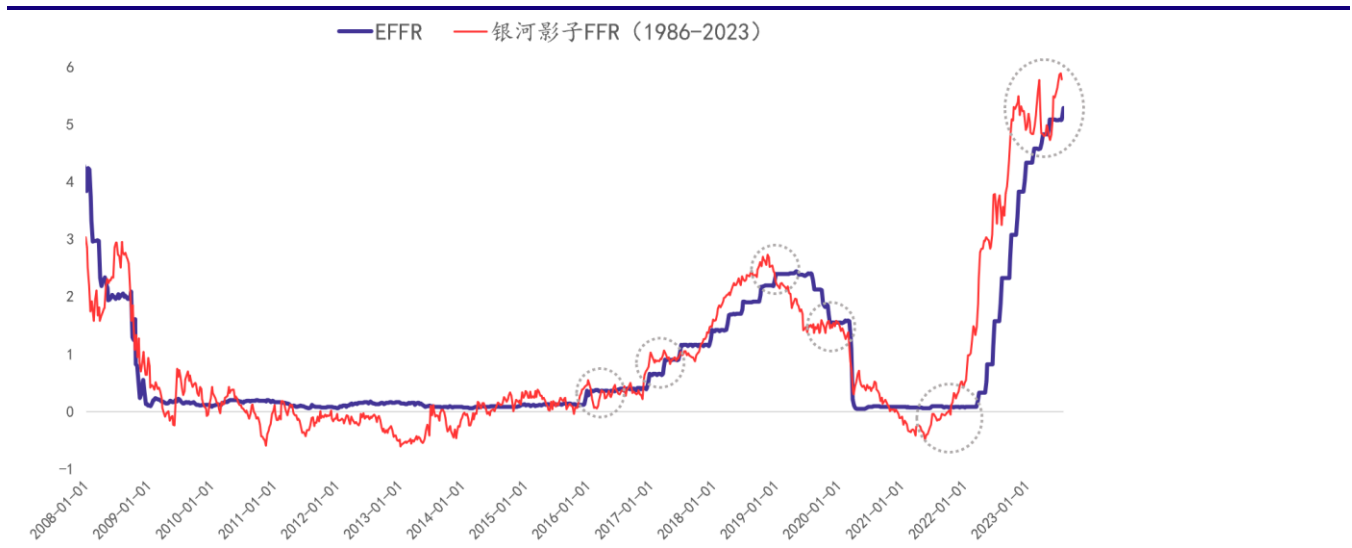
资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

图 9：费城联储 CEI 同比下行斜率缓和，同样体现经济韧性



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 10：影子联邦基金利率显示美联储还有进一步提高利率的可能 (%)



资料来源：Wind、Fred、FRB，中国银河证券研究院整理

图 11：美国二季度 GDP 初值概览

	上一季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Jun-23	Mar-23	Dec-22	Jun-23	Mar-23	Dec-22	Jun-23	Mar-23	Dec-22
<b>GDP</b>	100	20.40	20.28	20.18	2.4	2	2.6	\	\	\
<b>个人消费支出</b>	70.67	14.42	14.36	14.21	1.6	4.2	1	1.12	2.79	0.7
商品	27.52	5.61	5.60	5.52	0.7	6	-0.1	0.16	1.34	-0.01
耐用品	11.45	2.34	2.33	2.25	0.4	16.3	-1.3	0.03	1.28	-0.11
非耐用品	16.32	3.33	3.32	3.32	0.9	0.5	0.6	0.13	0.07	0.09
服务	43.81	8.94	8.89	8.82	2.1	3.2	1.6	0.95	1.44	0.72
<b>国内私人投资总额</b>	17.79	3.63	3.58	3.69	5.7	-11.9	4.5	0.97	-2.22	0.79
固定资产投资	17.42	3.55	3.51	3.52	4.9	-0.4	-3.8	0.83	-0.08	-0.68
非住宅投资	14.94	3.05	2.99	2.99	7.7	0.6	4	0.99	0.08	0.52
建筑	2.35	0.48	0.47	0.45	9.7	15.8	15.8	0.26	0.4	0.38
设备	6.29	1.28	1.25	1.28	10.8	-8.9	-3.5	0.53	-0.48	-0.18
知识产权	6.41	1.31	1.30	1.29	3.9	3.1	6.2	0.21	0.16	0.33
住宅	2.77	0.56	0.57	0.58	4.2	-4	-25.1	-0.16	-0.16	-1.2
私人库存变动	0.05	0.01	0.00	0.14	\	\	\	0.14	-2.14	1.47
<b>出口</b>	12.52	2.55	2.63	2.58	-10.8	7.8	-3.7	1.16	0.86	-0.44
商品出口	9.00	1.84	1.92	1.86	-16.3	12.3	-7.4	-1.35	0.91	-0.62
服务出口	3.59	0.73	0.73	0.73	1.8	-1.3	5	0.07	-0.05	0.18
<b>进口</b>	18.43	3.76	3.84	3.82	-7.8	2	-5.5	1.16	-0.28	0.86
商品进口	15.85	3.23	3.30	3.28	-8	2.3	-5.9	0.98	-0.27	0.76
服务进口	2.67	0.54	0.55	0.55	-6.8	0.4	-3.7	0.18	-0.01	0.1
<b>政府</b>	17.19	3.51	3.48	3.44	2.6	5	3.8	0.45	0.85	0.65
联邦政府	6.84	1.40	1.39	1.37	0.9	6	5.8	0.06	0.38	0.37
州和地方政府	10.34	2.11	2.09	2.07	3.6	4.4	2.6	0.39	0.47	0.29

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊：银河证券首席经济学家。**

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn