

宏观深度报告

美国经济下一步

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **美国经济表现好于年初预期。**2023 前两个季度，美国实际 GDP 环比（折年）均实现了 2% 以上的适度增长，消费和投资表现均好于预期。美国经济为何强劲？目前比较有共识的“直接原因”包括：一是，居民就业强劲、收入稳定增长。二是，地产投资快速企稳，制造业投资逆势上升。三是，政府消费和投资支出保持较快增长。四是，美股表现积极，进一步加持居民收入与消费意愿等。但上述原因更多是“现象”而非本质。
- **美国经济韧性的深层原因。**1) **财政与货币极致配合。**美国财政刺激对私人消费和投资的积极影响仍在延续。首先，美国居民“超额储蓄”尚有余量（今年上半年释放约 4500 亿美元），且可能转化为“超额存款”，持续增加居民利息收入。其次，政府加杠杆“代替”居民加杠杆，令居民资产负债表强健。最后，财政计划在引导产业投资上颇有成效。2) **金融体系韧性强化。**美联储加息并未引发金融危机进而冲击实体经济。美债收益率曲线倒挂，但金融市场压力上升有限，令这一传统衰退预警信号暂时失灵。今年 3 月美国地区银行危机较快冷却，银行业整体保持稳健，银行信贷紧缩对实体经济的影响或有限。美国当局有效处理危机的能力，也是美国金融体系韧性的重要一环。3) **“去通胀”意外顺利。**市场或高估了需求对美国通胀的驱动、低估了供给驱动的角色。供给方面，全球供应链持续修复；需求方面，央行加息和亚太经济复苏遇阻，令大宗商品价格整体回落。此外，美国通胀预期维持相对稳定，进一步为通胀回落保驾护航。通胀顺利回落带来利好，包括居民实际收入上升、消费信心修复、以及美股回暖等。4) **“建筑周期”强势开启。**美国地产和制造业投资或处于中周期（10-15 年维度）的上行期。因此，本轮住宅投资下滑幅度有限、新房销售较快企稳反弹；政策加持下，制造业投资建厂需求带动非住宅投资整体上升。
- **美国经济下一步。**本轮美国经济呈现较强韧性，并非完全偶然。美国财政与货币政策的配合、金融体系的韧性、意外的“完美去通胀”、以及“建筑周期”的强势开启，仍有望继续支持美国经济。展望未来半年至一年，可以对美国经济的基准情形适当上修，“软着陆”概率上升。不过，未来美国经济、政策与市场的演绎客观存在不确定性：一是，数据喜忧交织，需谨慎看待美国经济的“好”。美国 GDI 数据弱于 GDP 就是一例。二是，经济周期延迟而非反转，不宜期待美国经济过早复苏。三是，美联储抗通胀步入“最后一公里”，双向风险仍难平衡。1980 年美联储也曾犯错过早降息，不得不在 1981 年以更大幅度加息，“制造”了较为严重的衰退，也令美股陷入长达 20 个月的熊市。这一前车之鉴，美联储或许不得不察。
- **风险提示：**美国经济数据超预期下修，美国通胀超预期反弹，美联储紧缩超预期加码，美国财政支出增长不及预期等。

正文目录

一、	美国经济表现好于年初预期	5
二、	美国经济韧性的深层次原因	6
1.1	财政与货币极致配合	6
1.2	金融体系韧性强化	9
1.3	“去通胀”意外顺利	11
1.4	“建筑周期”强势开启	13
三、	美国经济下一步	14

图表目录

图表 1	2023 上半年美国主要经济指标好于 2023 年 1 月美国咨商会预测	5
图表 2	美国居民工资和劳动报酬收入保持高增	6
图表 3	美国地产开工企稳反弹、制造业建设投资高增	6
图表 4	美国政府支出对经济的拉动高于疫情前水平	6
图表 5	2023 上半年美股表现积极	6
图表 6	美国居民超额储蓄和超额存款变化较为同步	7
图表 7	美国居民利息收入增长夯实总收入增长	7
图表 8	2020 年以后，美国居民杠杆率上升相对有限	7
图表 9	美国居民净资产占可支配收入比重维持高位	7
图表 10	美国公共基建投资撬动私人投资	9
图表 11	美国高速路、水利、交通运输等投资受到提振	9
图表 12	1960 年代以来至 2020 年，美债收益率倒挂后的 1-2 年内，美国经济均无一例外地随之衰退	10
图表 13	美债收益率曲线倒挂后，金融体系压力可能上升，但 2008 年以来美国金融体系更为稳健	10
图表 14	美国银行存款和信贷增速往往同步	11
图表 15	美国消费贷款增速仍保持高位	11
图表 16	美联储资产在地区银行危机后扩张	11
图表 17	美国金融市场压力在短暂上升后快速回落	11
图表 18	美国通胀驱动因素中“供给”占比高于“需求”	12
图表 19	全球供应链状况对美国 CPI 同比具有领先性	12
图表 20	油价下跌拉低美国 CPI 通胀率 0.2-0.3 个百分点	12
图表 21	美国长期通胀预期相对稳定	12
图表 22	美国居民实际收入同比增速转正	13
图表 23	美国居民消费信心逐渐修复	13
图表 24	随着美国通胀有序回落，美联储逐步放缓加息，美股表现积极	13
图表 25	美国住房供给紧张，促进新屋开工企稳回升	14
图表 26	美国商业银行房地产贷款增速走高	14
图表 27	美国非住宅建造支出大幅增长	14
图表 28	美国或处于非住宅投资周期的上升期	14
图表 29	美国 GDI 实际增速弱于 GDP	15
图表 30	零售销售（经 PCE 调整）增速弱于消费支出	15
图表 31	美国制造业去库存仍在延续	15
图表 32	美国政策利率开始显著高于通胀水平	15
图表 33	1980 年美联储过早降息，1981 年重启加息	16

图表 34 1981-82 年美股持续调整 16

2023 以来，美国经济韧性好于预期，引发市场对美国经济的新一轮重估。在美联储持续加息、美国地区银行风险冒头等背景下，美国居民收入和消费意愿为何强劲？私人投资为何快速企稳反弹？美股为何表现积极？

我们认为，本轮美国经济韧性好于预期背后有四个深层次原因：一是，美国财政和货币的“完美配合”，造就了居民资产负债表的强健，也撬动了企业投资增长。二是，美国金融体系的相对韧性，限制了货币和信贷紧缩的负面冲击。三是，高通胀顺利回落，因供给改善、需求预期和通胀预期稳定，也因此提振了居民实际收入、消费信心和美股表现。四是，短周期和中周期错位，“建筑周期”的开启带动地产和制造业建设投资，缓解经济下行压力。

展望未来半年至一年，我们认为，可以对美国经济的基准情形适当上修，预计美国经济将保持略低于潜在增速水平增长，实现“软着陆”的概率在上升。不过，美国经济下行只是延缓而非反转，美联储抗通胀将步入“最后一公里”，经济下行及市场波动风险仍需警惕。

一、美国经济表现好于年初预期

2023 上半年，美国经济韧性好于预期，2023 前两个季度 GDP 环比（折年）均实现了 2% 以上的适度增长。对比 2023 年 1 月美国咨商会预测，可以观察到，美国消费和投资表现均好于预期；在此背景下，美国核心通胀韧性比预期更强，但标题通胀下滑幅度超预期；美联储加息路径基本符合年初预期，没有刻意“制造”衰退。

具体来看：1) 2023 年前两个季度美国 GDP 环比不仅没有如预期般萎缩，反而实现了 2% 以上增长，基本持平于潜在增长水平；2) 美国消费支出增长是经济增长的关键动能，前两个季度居民消费环比增长均超过预期 3 个百分点以上；3) 美国住宅投资环比增速连续两个季度超过预期 10 个百分点以上；美国非住宅投资在一季度基本符合预期，但在二季度表现亮眼，环比增速超过 10 个百分点；4) 政府支出保持较高水平增长，基本符合预期；5) 美国失业率如期保持低位，劳动参与率的修复好于预期；6) 美国 PCE 通胀率回落速度超预期，但核心 PCE 回落不及预期；7) 美联储加息路径基本符合预期。

图表1 2023 上半年美国主要经济指标好于 2023 年 1 月美国咨商会预测

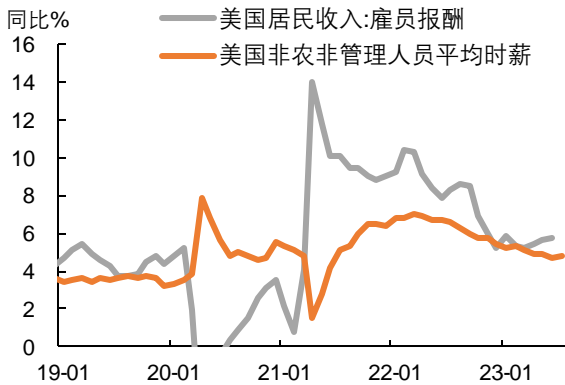
	2023Q1E	2023Q1	差距	2023Q2E	2023Q2	差距
实际 GDP (Q/Q,%)	(0.6)	2.0	2.6	(2.0)	2.4	4.4
实际 GDP (Y/Y,%)	1.2	1.8	0.6	0.8	2.6	1.8
实际可支配收入 (Q/Q,%)	2.0	1.9	(0.1)	0.5	0.5	(0.0)
实际居民消费 (Q/Q,%)	0.0	4.2	4.2	(1.5)	1.6	3.1
住宅投资 (Q/Q,%)	(15.0)	(4.0)	11.0	(15.0)	(4.2)	10.8
非住宅投资 (Q/Q,%)	(0.8)	0.6	1.4	(3.2)	7.7	10.9
库存变动 (bln\$,年化)	50.0	3.5	(46.5)	(8.0)	9.3	17.3
政府支出 (Q/Q,%)	3.0	5.0	2.0	3.2	2.6	(0.6)
出口 (Q/Q,%)	5.0	7.8	2.8	2.0	(10.8)	(12.8)
进口 (Q/Q,%)	(2.0)	2.0	4.0	(1.5)	(7.8)	(6.3)
失业率 (%)	3.4	3.5	0.1	3.5	3.6	0.1
劳动参与率 (%)	62.4	62.6	0.2	62.3	62.6	0.3
PCE 物价 (Y/Y,%)	4.6	4.2	(0.4)	3.6	3.0	(0.6)
核心 PCE 物价 (Y/Y,%)	4.0	4.6	0.6	3.6	4.1	0.5
政策利率 (% , 中间值, 期末)	4.875	4.875	0	5.125	5.125	0

资料来源：Wind, 美国咨商会, 平安证券研究所。注：2023Q1E 和 2023Q2E 为美国咨商会 2023 年 1 月预测值

美国经济为何强劲？目前比较有共识的“直接原因”包括：一是，居民就业强劲、收入稳定增长。美国失业率保持历史低位，2023 上半年新增非农就业累计达到 162 万人，较 2015-19 年平均水平仍高出 42%；就业韧性下，美国非农非管理人员时薪

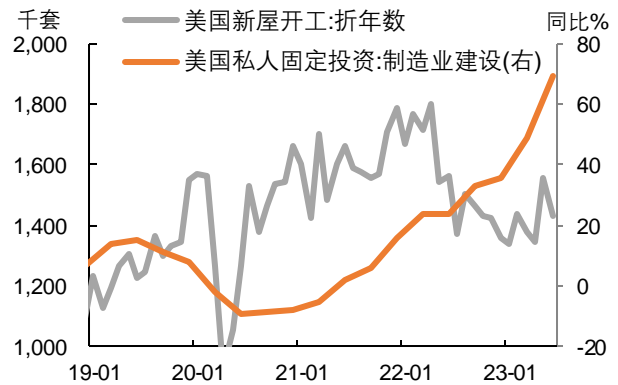
同比平均增长 5%，居民雇员报酬收入同比平均增长 5.5%。二是，地产投资快速企稳，制造业投资逆势上升。美国新屋开工数量自 2023 年 1 月以来触底回升；美国私人固定投资中的制造业建设分项在 2023 年前两个季度同比分别增长 49%和 69%。三是，政府消费和投资支出保持较快增长。2023 年前两个季度，美国政府消费和投资对 GDP 环比拉动率分别为 0.85 和 0.45 个百分点，高于 2015-19 年平均水平的 0.35 个百分点。四是，美股表现积极，进一步加持居民收入与消费意愿。标普 500 指数在 2023 上半年累计上涨 15.9%，而在 2022 上半年累计下跌 20.6%，形成鲜明对比。2023 上半年，美国居民雇员报酬中，养老金和保险基金的收入同比平均增长 4.0%。

图表2 美国居民工资和劳动报酬收入保持高增



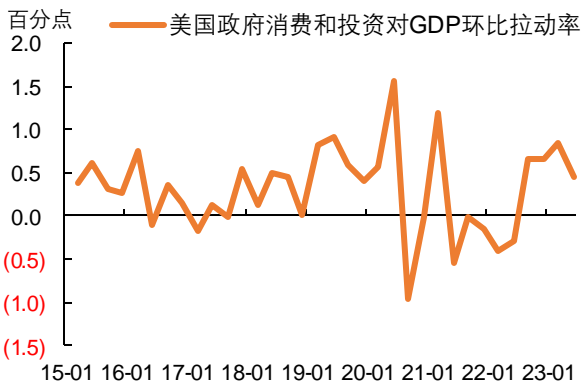
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 美国地产开工企稳反弹、制造业建设投资高增



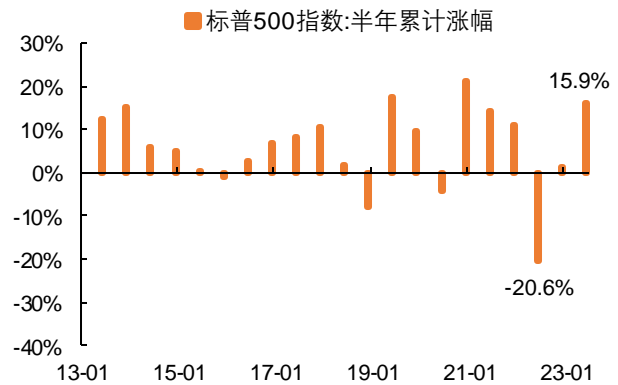
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 美国政府支出对经济的拉动高于疫情前水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 2023 上半年美股表现积极



资料来源: Wind,平安证券研究所

但我们认为，上述原因更多是现象而非本质。譬如，美国居民消费热情为何保持高涨？高利率背景下，地产和制造业投资为何能快速企稳甚至反弹？货币和信贷紧缩的影响为何不明显？高利率和衰退预期下，美股为何表现积极？带着这些疑问，我们进一步思考本轮美国经济韧性背后的深层次原因，并发现以下四条底层线索。

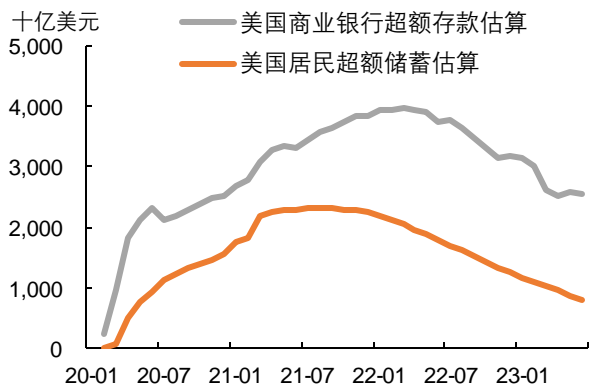
二、美国经济韧性的深层次原因

2.1 财政与货币极致配合

新冠疫情后，美国实施了 1960 年代以来最积极的财政和货币政策刺激，可以说充分践行了现代货币理论（MMT）的教条。2020-2021 年美国财政赤字占 GDP 比重高达 12-14%，是 2019 年的 2-3 倍。虽然，2022-2023 年美国财政赤字占 GDP 比重已经降至 6% 以下，但疫情后的财政刺激对美国私人消费及投资的积极影响仍在延续。

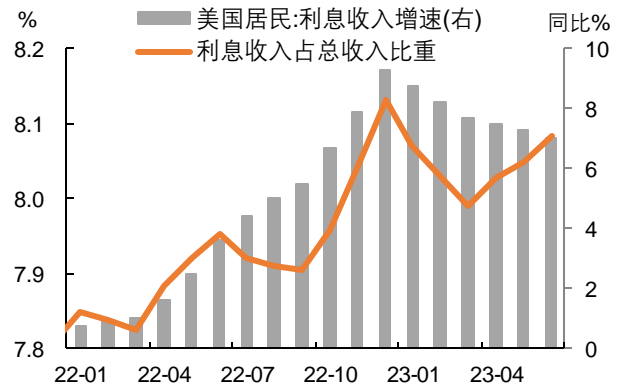
首先，美国居民“超额储蓄”尚有余量，且可能转化为“超额存款”，持续增加居民利息收入。我们测算，截至今年 6 月，美国居民的“超额储蓄”由最高时的 2.3 万亿下降至 8000 亿美元。今年上半年消耗了约 4500 亿美元，约占全年美国私人消费支出的 2.5%。更值得一提的是，居民超额储蓄可能转化为“超额存款”（高于疫情前商业银行存款的趋势水平）。我们测算，本轮美国商业银行超额存款最高时达到 4 万亿美元，目前仍有约 2.5 万亿美元，美国财政对居民和企业的补贴或是关键贡献。继而，借着美联储加息的“东风”，这部分银行存款为居民和企业带来了丰厚的利息收益。美国居民利息收入今年以来维持 7% 以上的同比增长，夯实了居民总收入增长，进一步提高了居民消费能力和意愿。

图表6 美国居民超额储蓄和超额存款变化较为同步



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 超额储蓄估算基于 2014-2019 年美国居民储蓄对数增长趋势计算; 超额存款估算基于 2014-2019 年美国银行存款线性增长趋势计算

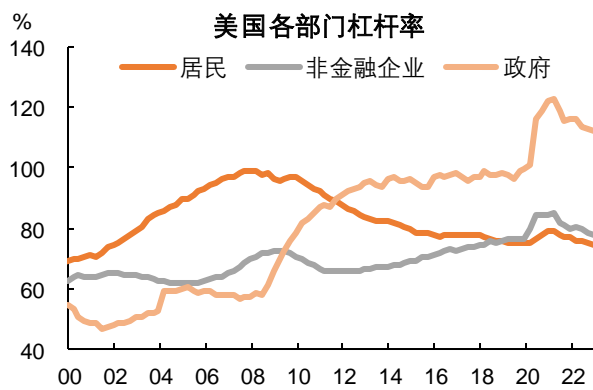
图表7 美国居民利息收入增长夯实总收入增长



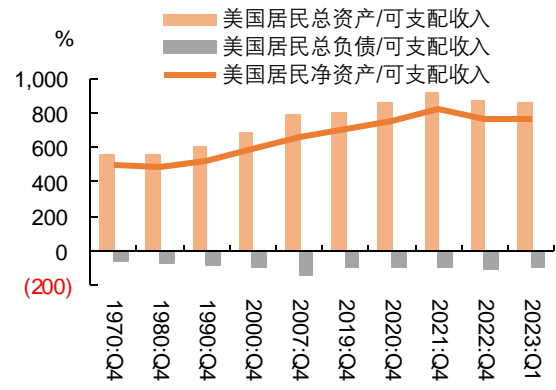
资料来源: Wind, 平安证券研究所

其次，政府加杠杆“代替”居民加杠杆，令居民部门资产负债表强健，弱化了货币紧缩对居民部门的冲击。与次贷危机后货币主导的政策刺激不同，美国本轮财政补贴多是一次性的、不需要“还”，居民进一步通过银行借贷的意愿自然下降。因此，疫情后美国居民杠杆率上升十分有限，企业杠杆率上升幅度较大，政府杠杆率上升最为显著。对应到资产负债表中，居民负债上升有限，而资产端先后因财政补贴、就业修复和劳动收入而增长。据美联储数据，2020-2021 年，美国居民净资产占可支配收入比重快速上升。2022 年以来，美联储加息令资产端有所缩水，但截至 2023Q1，居民净资产占可支配收入比重仍较 2019 年 4 季度增长了约 60 个百分点，货币紧缩并未明显削弱美国居民的净资产水平。

图表8 2020 年以后，美国居民杠杆率上升相对有限



图表9 美国居民净资产占可支配收入比重维持高位

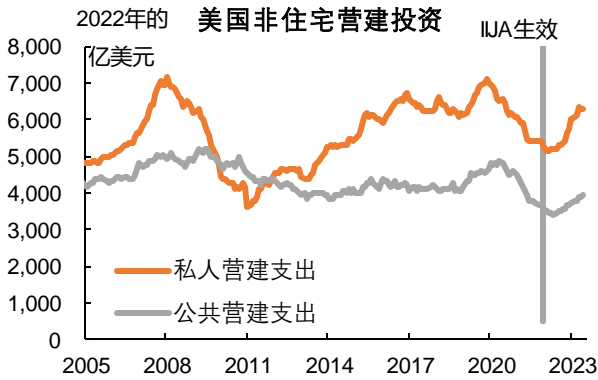


资料来源：Wind,平安证券研究所

资料来源：Wind,平安证券研究所

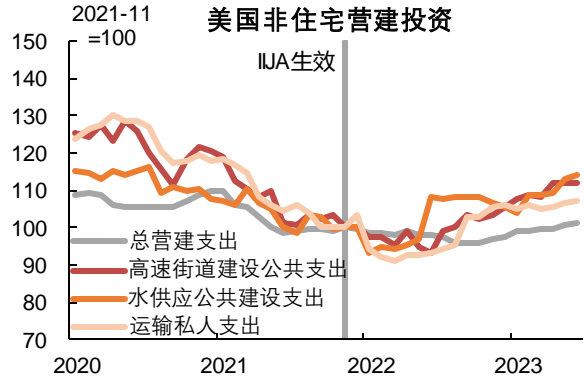
最后，大规模财政计划引导投资颇有成效，充分发挥了逆周期调节作用。拜登政府在“重建美好未来”框架下，不仅于 2021 年实施了大规模疫情纾困政策（《美国救援计划》《美国就业计划》和《美国家庭计划》等），还在 2021-2022 年期间先后出台《基础设施投资与就业法案》（IIJA）、《芯片与科学法案》和《通货膨胀削减法案》等，鼓励未来 8-10 年的基建、制造业投资。政策作用下，美国财政支出持续保持较高增速，同时更撬动了私人投资的增长。据美国财政部测算，自 2021 年 8 月 IIJA 生效以来，美国公共和私人实际建造支出（经 PPI 调整）逐渐见底回升，其中公共高速路、桥梁、水利等支出以及私人交通运输支出等，均有亮眼表现。可以说，拜登政府的财政法案有效弱化了美国固定资产投资在高利率下受到的冲击。

图表 10 美国公共基建投资撬动私人投资



资料来源：FRED, 美国财政部, 平安证券研究所。注：数据经“PPI: 中间需求:原材料和零部件”调整

图表 11 美国高速路、水利、交通运输等投资受到提振



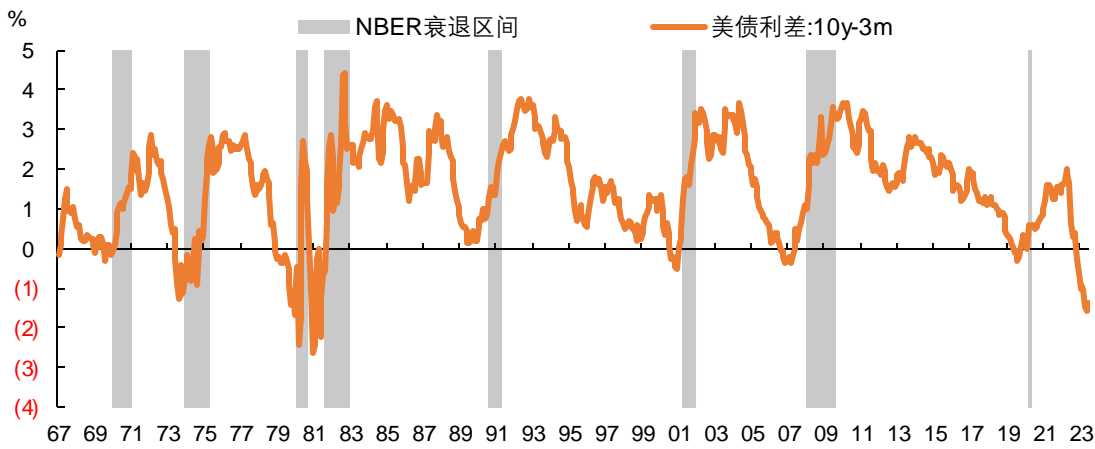
资料来源：FRED, 美国财政部, 平安证券研究所。注：数据经“PPI: 中间需求:原材料和零部件”调整

2.2 金融体系韧性强化

金融风险被认为是美联储加息时的一项隐性约束。加息通过引发（局部）金融危机而冲击实体经济，这一传导风险在美联储快速加息过程中持续引发担忧。今年 3 月美国爆发地区银行危机，但相关风险快速冷却，且未对实体经济造成明显冲击：一方面，财政扩张一定程度上弱化了货币紧缩的负面冲击；另一方面，后金融危机时代下，美国金融体系的韧性也是经济稳定增长的重要基石。

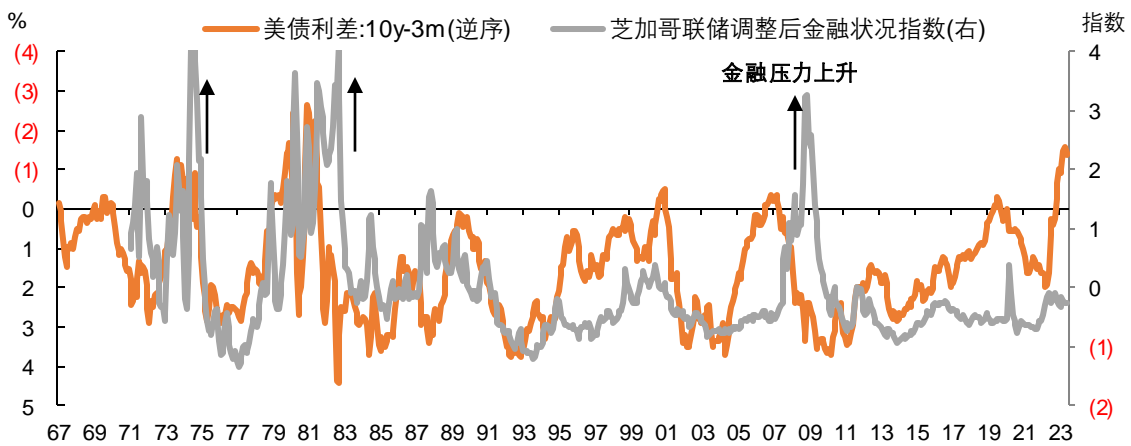
首先，美债收益率曲线倒挂这一传统衰退预警暂时失灵，原因之一或是美国金融体系韧性强化。美联储激进加息，引发美债收益率曲线倒挂，是衰退预期的缘起之一。1960 年代以来至 2020 年，10 年期和 3 个月期美债利率 8 次（接近）倒挂后的 1-2 年内，美国经济均无一例外地随之衰退。2022 年 10 月以后，上述美债关键利率开始倒挂，且幅度为 1981 年以来最深。历史上，美债收益率曲线倒挂后，金融体系压力往往随之上升，因为美国各类金融机构可能存在资产负债久期错配的问题，这也是今年部分地区银行暴雷的导火索之一。但截至目前，多数美国金融机构承受住了资产端的浮亏压力。事实上，2008 年次贷危机后，美国金融监管强化、风控机制更为成熟，赋予了金融体系更强韧性。这也体现在，芝加哥联储调整后的金融状况指数，随美债关键利差波动的幅度更缓了。

图表12 1960年代以来至2020年，美债收益率倒挂后的1-2年内，美国经济均无一例外地随之衰退



资料来源: Wind, NBER, 平安证券研究所

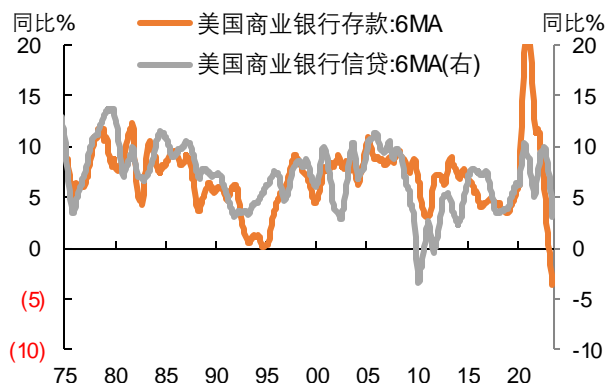
图表13 美债收益率曲线倒挂后，金融体系压力可能上升，但2008年以来美国金融体系更为稳健



资料来源: Wind, 平安证券研究所

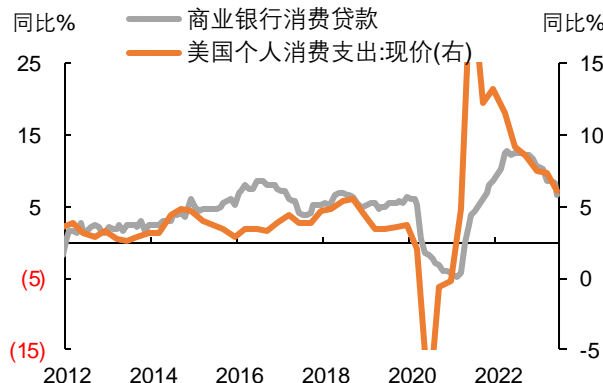
其次，美国银行业整体稳健的背景下，银行信贷紧缩对实体经济的影响或有限。今年3月美国地区银行危机后，商业银行存款加速外流，市场担忧银行放贷能力和意愿大幅受挫。本轮美国银行存款同比增速快速回落并转负，主要是基数原因所致（如前所述，“超额存款”由4万亿美元左右回落至约2.5万亿美元），而银行信贷仍有韧性、保持同比正增长，银行信贷的“弹药”仍相对充足。另一方面，高利率和经济相对平稳增长的环境，夯实了美国主要银行的盈利能力，可能进一步缓解了银行信贷投放的约束。今年1-6月，美国商业银行消费贷款同比增速仍高达6-11%，为居民消费提供了充足支撑。

图表14 美国银行存款和信贷增速往往同步



资料来源: Wind,平安证券研究所

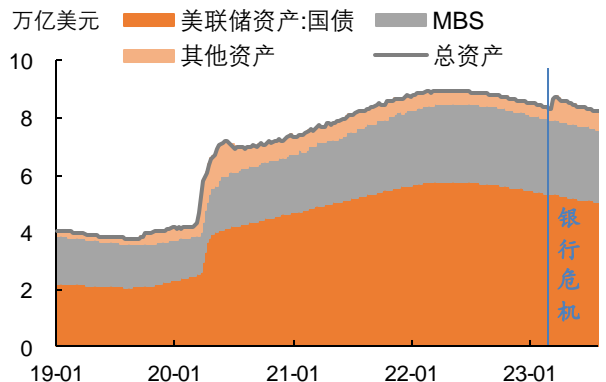
图表15 美国消费贷款增速仍保持高位



资料来源: Wind,平安证券研究所

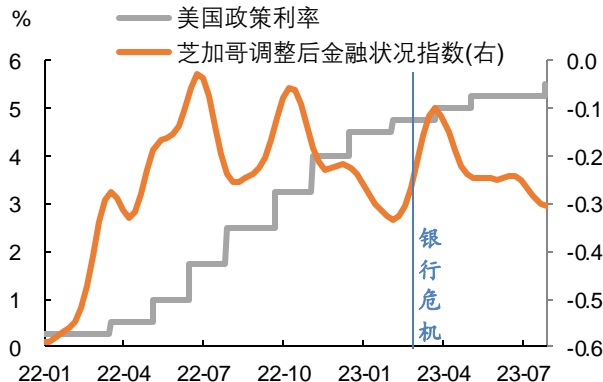
最后，美国当局有效处理危机的能力，也是美国金融体系韧性的重要一环。今年3月的地区银行业危机后，美国财政部、美联储和联邦存款保险公司（FDIC）第一时间为储户提供“完全救助”，此后协助相关银行的收购，甚至在欧洲银行业动荡期间也施以援手，对内外部金融风险苗头保持高度警惕。自1980-90年代储贷危机以及2007-08年次贷危机后，美国监管机构不断吸取经验教训，深刻认识到银行挤兑和流动性危机的危害，出手更加果断及时。本轮银行危机后，美联储配合实施了扩表操作，此后虽保持缩表节奏，但加息节奏放缓；与此相应，美国金融市场压力在短暂上升后亦快速回落。某种程度上，本轮银行危机的爆发非但没有明显冲击美国经济，反而令美联储紧缩过程更加谨慎，美国金融市场反而受益。

图表16 美联储资产在地区银行危机后扩张



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表17 美国金融市场压力在短暂上升后快速回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

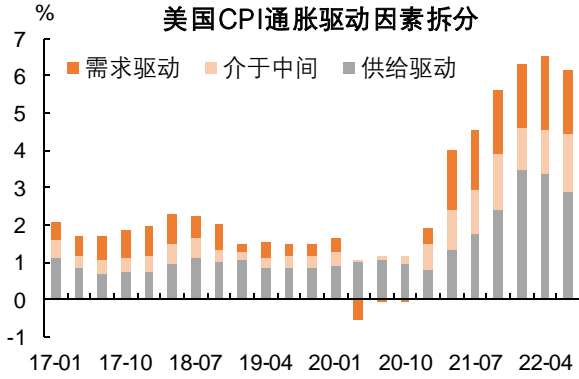
2.3 “去通胀”意外顺利

今年以来，在就业市场维持韧性的同时，美国标题通胀率快速回落。在此背景下，美联储并未急于加码紧缩、不刻意“制造”衰退，提振了市场对经济的预期与信心。通胀回落为什么没有以需求大幅回落为前提？也就是为什么似乎出现了“完美去通胀”（immaculate disinflation）的局面？我们认为，市场此前对通胀粘性过度担忧，主因是高估了需求对通胀的驱动、低估了供给对通胀的驱动。

供给方面，全球供应链持续修复，为美国CPI通胀率的快速回落做铺垫。据OECD研究，截至2022上半年，美国通胀中“供给驱动”和“介于中间”对通胀的贡献约占7成，“需求驱动”仅占3成。2021年，美国和全球供应链均受重创，纽约联储统计的全球供应链压力指数急剧攀升，美国CPI同比随后也开始走高，主要受能源、食品、二手车等分项驱动。2022

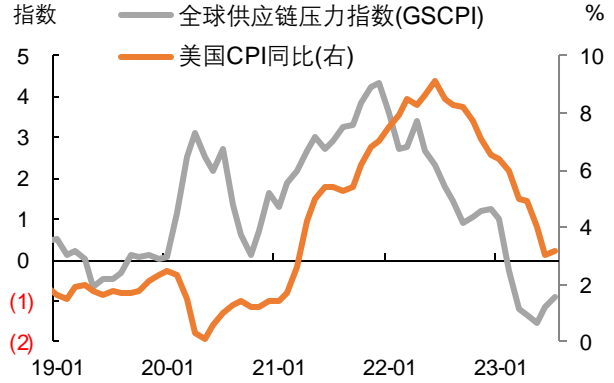
年上半年，即便俄乌冲突爆发，也并未阻止全球供应链修复的大趋势；2022 年下半年以来，俄乌冲突影响淡化，能源生产国亦保持相对克制，国际天然气、原油、农产品等价格进一步回落，美国 CPI 通胀率也开始回落。

图表 18 美国通胀驱动因素中“供给”占比高于“需求”



资料来源: OECD, 平安证券研究所

图表 19 全球供应链状况对美国 CPI 同比具有领先性

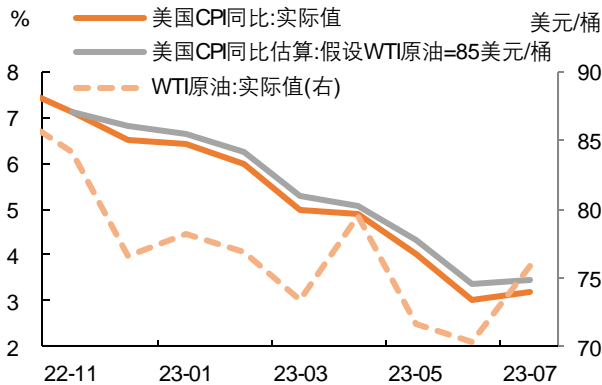


资料来源: Wind, 平安证券研究所

需求方面，需求预期走弱，令大宗商品价格整体走低，进一步促成通胀回落。美联储加息虽然尚未引发衰退，但也避免了需求的过快增长；同时，面对美欧央行紧缩，商品需求预期走弱，叠加今年二季度亚太经济复苏遇到一定波折，今年以来大宗商品价格整体趋弱。WTI 原油均价由 2022 年四季度 85 美元/桶，回落至今年 6 月的 70 美元/桶左右。根据油价和美国 CPI 通胀率的历史相关性，我们测算，如果油价保持在 85 美元/桶，今年 1-6 月美国 CPI 通胀率或少回落 0.2-0.3 个百分点。

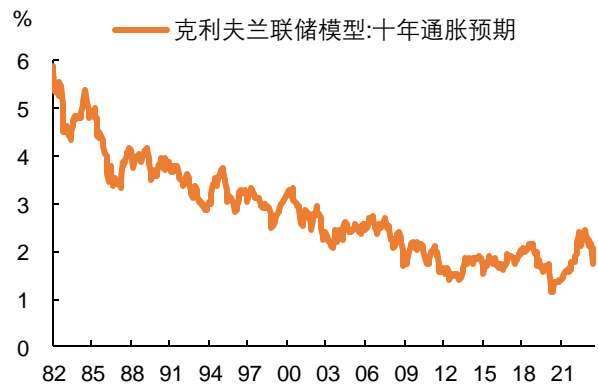
美国通胀预期维持相对稳定，亦为美国通胀回落“保驾护航”。与 1970-80 年代不同，本轮美国通胀走高过程中，长期通胀预期并未脱锚。克利夫兰联储模型的十年通胀预期，在 1980 年代超过 5%，但在本轮最高不超过 2.5%。通胀预期相对稳定，弱化了“物价-工资”螺旋上升的风险，这也是美国通胀得以顺利回落的有利条件之一。

图表 20 油价下跌拉低美国 CPI 通胀率 0.2-0.3 个百分点



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注:估算方法基于 2000 年以来 CPI 同比和 WTI 油价同比的 OLS 回归结果。

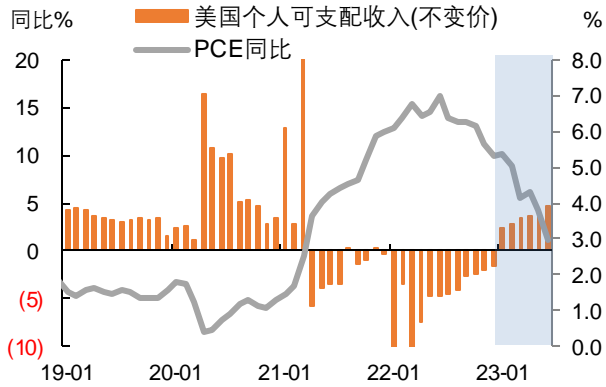
图表 21 美国长期通胀预期相对稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

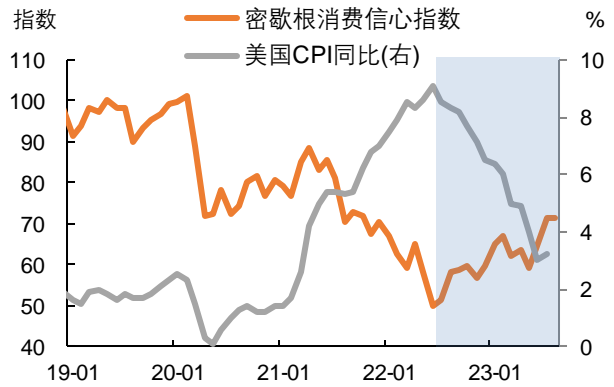
继而，通胀顺利回落带来的利好，未必被市场完全预期。美国标题通胀率顺利回落对美国经济的利好至少体现在三个方面。一是，居民实际收入增速快速回升。今年以来美国个人可支配收入同比增速转正，结束了超过一年的负增长。二是，居民消费信心得以修复。美国密歇根消费信心指数随着通胀率的回落而同步回升，截至今年 7 月已恢复至 2021 年四季度水平；三是，金融市场对货币紧缩的担忧缓解，风险偏好回暖，美股等资产表现积极。

图表22 美国居民实际收入同比增速转正



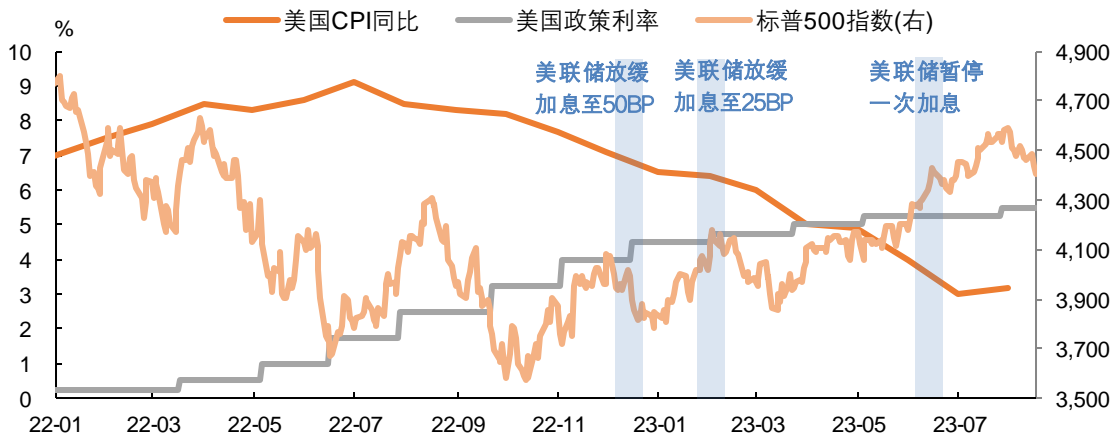
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 美国居民消费信心逐渐修复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 随着美国通胀有序回落, 美联储逐步放缓加息, 美股表现积极



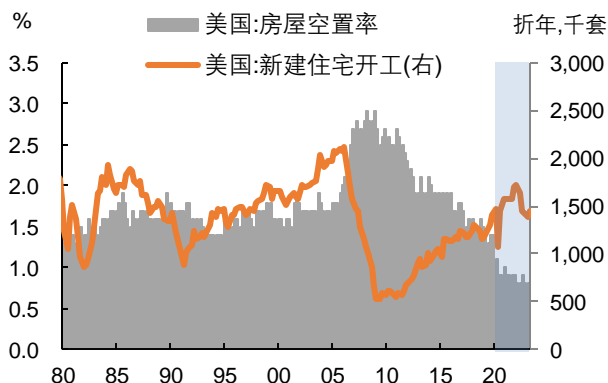
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 “建筑周期” 强势开启

近一年, 美国经济在短周期即库存周期(2-3年维度)中处于下行阶段, 但地产和制造业投资或处于中周期即建筑周期(10-15年维度)的上行期。本轮美国住宅投资下滑幅度有限、新房销售较快企稳反弹; 政策加持下, 制造业投资建厂需求带动非住宅投资整体上升。

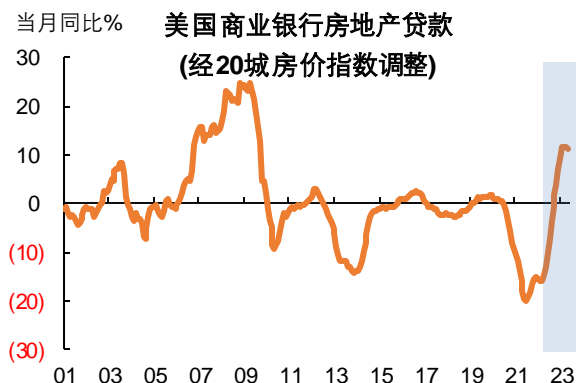
地产方面, 2007-08年地产泡沫破裂后, 美国房地产市场持续处于出清状态, 成屋库存水平、住房空置率均持续下降。2020-22年, 伴随美国货币政策从“放水”到“收水”, 美国房地产经历了从繁荣到降温的快速切换。2022年, 美联储加息令房地产市场首当其冲受到影响, 实际GDP住宅投资分项萎缩10.6%。但这令美国住房供给进一步紧张, 酝酿新一轮地产投资中周期的开启。2023年前两个季度, 美国实际GDP住宅投资环比(年化)萎缩幅度收窄至4%左右, 伴随新屋销售、开工等指标先后企稳反弹。此外, 美国商业银行地产贷款(经房价调整后)的同比增速自2022年10月以后转正, 今年2-5月均保持在10%以上, 也反映出地产投融资实际需求的强劲。

图表25 美国住房供给紧张，促进新屋开工企稳回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

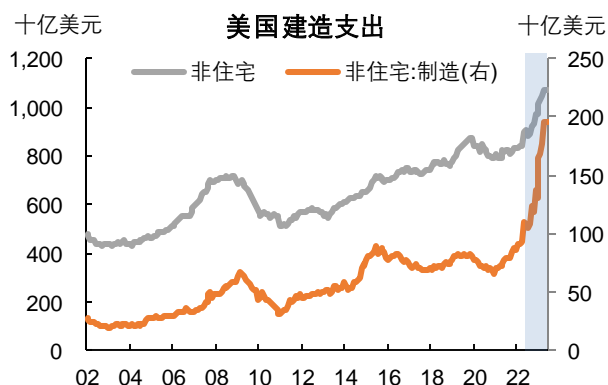
图表26 美国商业银行房地产贷款增速走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

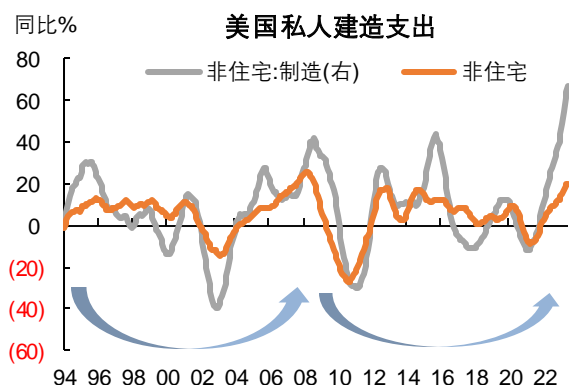
制造业方面，今年以来美国建造支出中的制造类投资急剧增长，并带动整个非住宅类投资的增长。如我们在近期报告《美国库存周期：这一次有什么不一样？》中指出，除了拜登政府的引导外，这一轮制造业投资建厂如此活跃，也可能是顺应经济周期的结果：通过观察制造业投资占 GDP 比重的变化，我们认为目前美国正处于 15 年左右的“建筑周期”中的上升期。事实上，从私人非住宅建造投资同比增速中，也可以观察到类似的周期规律。

图表27 美国非住宅建造支出大幅增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 美国或处于非住宅投资周期的上升期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 美国经济下一步

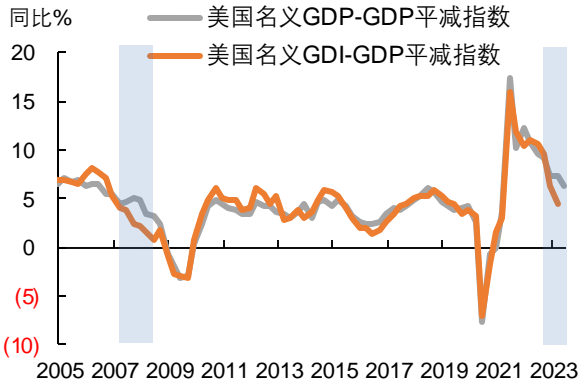
总结而言，本轮美国经济呈现较强韧性，并非完全偶然。市场主流预期出现偏差，其中有不少原因可归结于经验主义下的误判，即高通胀和高利率势必引发经济衰退。但事实上，美国财政与货币政策的配合、金融体系的韧性、意外的“完美去通胀”、以及建筑周期的强势开启，这些新的变化对传统经济分析框架及衰退预警信号，无疑带来了新的挑战。

展望未来半年至一年，我们认为，可以对美国经济的基准情形适当上修，预计美国经济将保持略低于潜在增速水平增长，实现“软着陆”的概率上升。

不过，鉴于美国经济出现诸多新变化，未来经济、政策与市场的演绎存在仍不确定性。我们具体提示三方面风险：

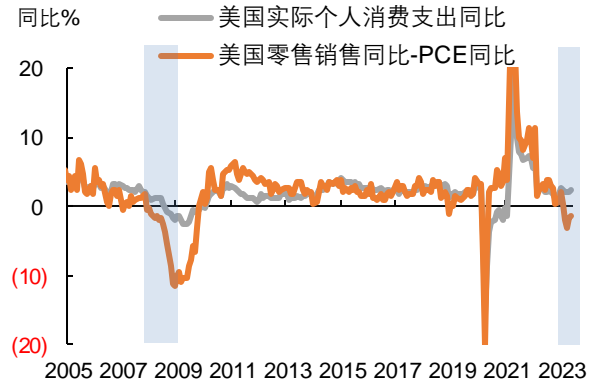
一是，数据喜忧交织，需谨慎看待美国经济的“好”。事实上，今年以来美国经济指标并非全线走强，不乏数据喜忧交织的例子。例如，虽然生产法口径下的 GDP 增长强劲，但收入法口径下的 GDI（国内总收入）增速在今年一季度却明显弱于 GDP 增速。又如，用于 GDP 核算的私人消费支出实际增速虽保持正增长，但零售销售（经 PCE 调整）的同比增速却跌入负区间，也令人怀疑美国居民消费的成色。尤其注意到，类似的偏离在 2007-08 年次贷危机也出现过。

图表29 美国 GDI 实际增速弱于 GDP



资料来源：Wind, 平安证券研究所

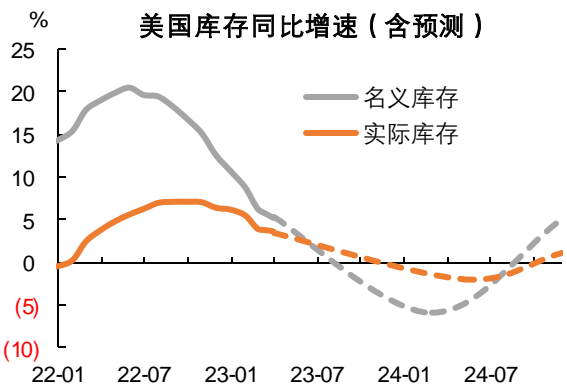
图表30 零售销售（经 PCE 调整）增速弱于消费支出



资料来源：Wind, 平安证券研究所

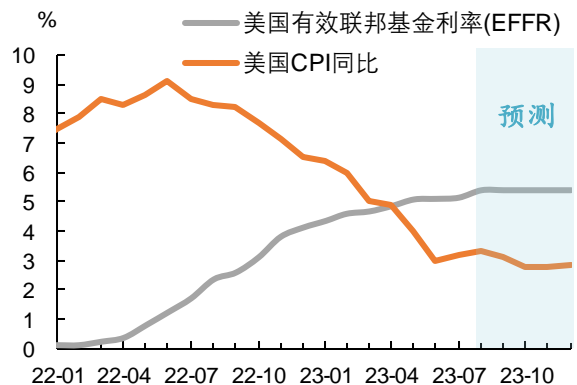
二是，经济周期只是延迟而非反转，不宜期待美国经济过早复苏。我们认为，虽然美国经济具备较强韧性，但未来半年至一年，经济下行趋势仍是难以逆转的。换言之，美国经济可能“软着陆”，而非“不着陆”。参考美国咨商会 2023 年 8 月最新预测，自 2023 年三季度至 2024 年二季度，美国实际 GDP 环比折年率预计分别为 1.3%、-1.0%、-0.8%和 1.0%，GDP 同比增速在 0-2%区间。此外我们补充两个视角：一是，从库存周期角度看，预计未来半年美国制造业进入去库存下半场，补库存的开启可能在 2024 年二季度至三季度（参考报告《美国库存周期：这一次有什么不一样？》）。二是，从货币政策角度看，美联储虽然已接近加息尾声，但可能不会很快降息，政策利率仍将维持在“充分限制性”水平较长时间。而随着通胀回落，美国实际利率水平或将进一步上行，使需求增长更受抑制。

图表31 美国制造业去库存仍在延续



资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：具体测算方法及逻辑请参考报告《美国库存周期：这一次有什么不一样？》

图表32 美国政策利率开始显著高于通胀水平

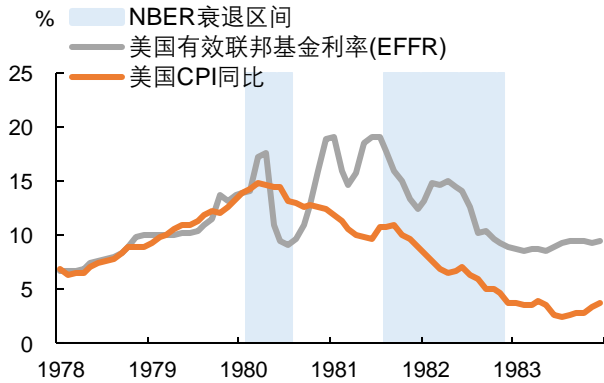


资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：CPI 同比预测，为假设 CPI 环比 0.2% 测算得出；政策利率假设维持在 5.375%

三是，美联储抗通胀步入“最后一公里”，双向风险仍难平衡。虽然美国通胀失控的风险基本能够排除，但通胀率能否顺利回归到 2% 的目标水平仍存不确定性，美联储尚难宣告胜利。如果美联储执着于追求 2% 的通胀水平，持续推迟降息，则可能紧缩过度、令经济额外承压；如果美联储对于通胀目标表示出更大灵活性，选择提早降息，美国经济或能得以喘息，但通

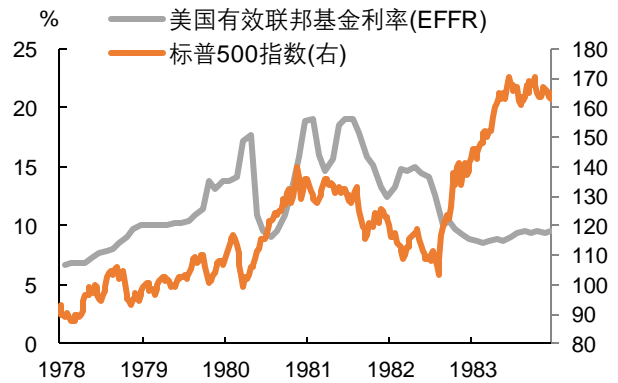
胀反复的风险也可能上升。不要忘记 1980 年代沃尔克领导的美联储也曾“犯错”！在 1980 年下半年美联储过早降息（配合信贷管控政策），令通胀回落遇阻，继而不得不在 1981 年以更大幅度加息，“制造”了较为严重的衰退，也令美股陷入长达 20 个月的熊市。如果未来美联储的表现不能延续“完美”，“软着陆”预期生变，那么市场情绪恐将面临又一次反转。

图表33 1980 年美联储过早降息，1981 年重启加息



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表34 1981-82 年美股持续调整



资料来源：Wind, 平安证券研究所

风险提示：1) 美国经济数据超预期下修，经济实际韧性弱于前期数据的体现。2) 美国通胀超预期反弹，原因可能是发生新的供给冲击。3) 美联储紧缩超预期加码，削弱经济下行前景。4) 美国财政支出增长不及预期，原因可能是政府债务约束加剧、被迫削减支出。5) 美国金融市场波动超预期，金融风险超预期上升。6) 非美经济或市场超预期恶化，波及美国经济和市场等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层