

美国经济数据仍指向较晚的弱衰退，美元确定性最高

20230128

核心内容：

- **美国四季度 GDP 初值略超预期，消费放缓，支持美联储缓和加息至 25BP** 环比折年率为 2.9%，高于 2.6% 的市场预期，全年 GDP 初值为 2.1%。美国 GDP 连续两个季度保持增长，虽然联邦基金利率快速上行，但消费在超额储蓄和工资增长等因素的支撑下并未失速，投资表面上也摆脱了连续两个季度的负增长。不过，剔除波动较大的进出口和库存等部分后，美国经济仍稳定处于下行通道。在通胀回落的背景下，市场预期美联储在 2 月进一步放缓加息至 25BP 的实现概率较高，同时较强的经济数据也缓和了短期的衰退忧虑，有利于风险偏好回升。
- **上行动力主要来源于消费和库存回升，投资和消费实际继续放缓，美国较晚陷入浅衰退的判断不变** 消费中，商品小幅恢复，在两个季度的显著走弱后环比回升，通胀的缓和与不低的名义工资增速阻止商品支出继续大幅放缓。服务依然是消费的压舱石，但环比增速从第三季度的 3.7% 下行至 2.6%，韧性强于商品。投资总额环比回升 1.4%，拉动 GDP 上行 0.27 个百分点，库存上升是投资数据转正的主因，但结合美国制造业 PMI 在四季度的持续收缩等因素，更多反应库存被动积累。剔除干扰后，投资和消费都处于放缓中，但下行幅度低于市场预期体现出了美国经济没有失速，结合较强的劳动市场，2023 上半年难以衰退。不过，服务消费的稳步回落和投资中工业部分的走低反映出美国经济下行的趋势不改，只是斜率较为缓和，因此较晚（2023Q4）的浅衰退仍是基准假设。
- **净出口负增长，政府支出稳定** 四季度出口转为 1.3% 的负增长，能源商品在欧洲能源危机缓解后环比大幅回落。进口方面，消费和投资的放缓使商品需求降低，这一趋势短期也将保持。因此，净出口将继续拉低美国实际 GDP。政府支出增长速率保持，政府支出环比增长 3.7%，其中工业政策和扩张的国防军事支出起到重要作用。以上支出也会托底投资，减缓美国短期进入衰退的压力。
- **美元的确定性在股债汇中最高，短期震荡下行**（1）美联储加息预计进一步放缓；（2）美国经济短期保持韧性，但仍处于下行通道，不会改变汇率的下行趋势；（3）欧元区经济好于预期，核心通胀仍在历史高位，短期支持欧央行继续严厉加息。因此，美元在 2023 上半年的震荡回落确定性较高。相比之下，美债收益率在较高的衰退预期下也同样有回落空间，但经济数据目前仅指向浅衰退，不排除市场过度交易衰退预期的可能，所以美债配置价值仍在，但确定性弱于美元。美股方面，虽然市场形成了“盈利底”预期，企业财报数据和经济数据的信号并不明朗，或仍有一跌。从确定性上排名，美元>美债>美股，押注美元震荡回落胜率大概率最高。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

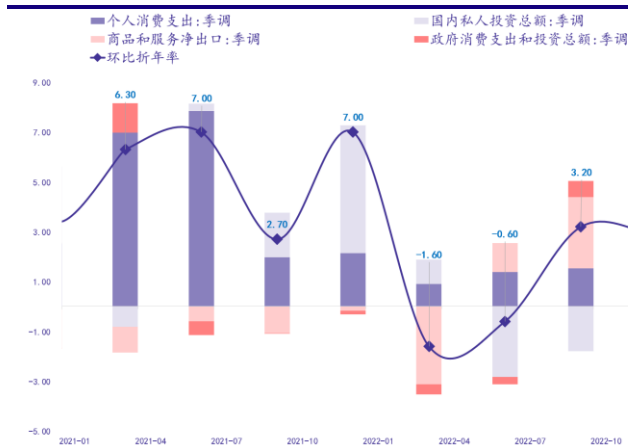
特别感谢：于金潼

主要风险：美国经济超预期下行，南欧国家出现债务问题

1月26日，美国四季度GDP初值公布，环比折年率为2.9%，高于2.6%的市场预期，同比折年增速为0.96%。前三季度修正后的环比折年率分别为-1.6%、-0.6%和3.2%，全年初值为2.1%。美国实际GDP在经济超预期的韧性下连续两个季度保持增长，虽然联邦基金利率快速上行，但消费在超额储蓄和工资增长等因素的支撑下并未失速，投资也摆脱了连续两个季度的负增长。不过，剔除波动较大的进出口和库存等部分后，美国经济仍稳定处于下行通道。在通胀回落的背景下，市场预期美联储在2月进一步放缓加息至25BP，同时较强的经济数据也缓和了短期的衰退忧虑，有利于风险资产定价。不过，高利率水平、多项月度数据的回落和领先指标的下滑使衰退的警报继续闪烁，劳动市场的边际恶化也将逐渐降低判定美国衰退的阻力。

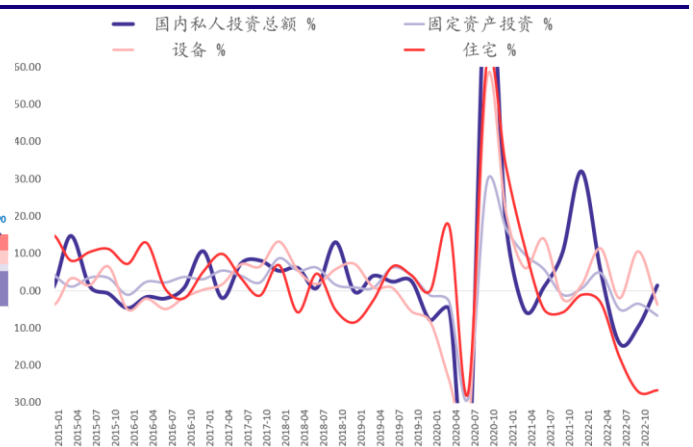
整体来看，经济数据并不改变我们此前的倾向：尽管衰退较难避免，但大概率不会于2023上半年出现，而将出现在四季度或更晚，同时衰退程度较浅。美联储方面于一季度达到利率峰值并暂停加息的可能性较大，但降息也至少要等到四季度。在偏高衰退概率下，美债较高的配置价值延续，但经济韧性意味着未来需警惕美债收益率高估。美股仍在等待盈利底，能源板块未来下行空间大，而通信、可选消费等的利润已经显著回落，需要关注盈利情况的分化。经济韧性为美元提供一定支撑，但在2023上半年通胀较快回落以及欧元区经济好于预期的判断下，美元指数震荡回落的确定性高于在复杂经济信心中动荡的美债和美股。

图 1：四季度 GDP 初值中消费未失速，投资环比回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2：住宅投资降幅放缓，仍是投资负增长的主要动力 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国一季度GDP受严重贸易逆差和库存下降而负增长，并不反映经济低迷；二季度开始加息后，GDP中总需求的弱化更加明显；三季度在利率快速上行的情况下依然反映了投资消费的继续走弱；而四季度消费增速小幅放缓，投资转正，体现出经济短期仍处在增长轨道，不过剔除出口和库存这类波动较大的项目后，美国经济继续放缓，这也符合PMI的趋势¹。

从分项来看，占比最大的个人消费支出环比折年率（以下简称环比²）依然维持2.1%的增长，但低于2.9%的预期，对GDP有1.42个百分点的正向贡献，略低于三季度1.54%的拉动率。消费的放缓商品消费出现年内首次正增长，耐用品与非耐用品均有恢复，环比分别上行0.5%和1.5%，三季度为-0.8%和-0.1%。耐用品中汽车和家居产品放缓幅度较大，非耐用品中食品饮料、服饰和能源小幅下行但保持增长。总体上，商品在两个季度的显著走弱后环比回升，通胀的缓和与不低的名义工资增速阻止商品支出继续大幅放缓。

¹ 目前四季度GDP是初值，后期仍有上修可能。

² 环比折年率不等于环比，简称仅为简洁。环比折年率=[(1+环比增速)⁴-1]*100%

服务依然是消费的压舱石，但环比增速从第三季度的 3.7% 下行至 2.6%，拉动 GDP 上行 1.16%，是四季度除投资中私人库存之外最重要的增长因素。服务韧性强于商品，但增速继续边际放缓，这也体现了美联储紧缩的滞后效果开始显现以及美国经济动能的进一步放缓。服务类整体保持边际回落，但 12 月 PCE 细项中娱乐、食宿、医疗等项目略有回升。整体来看，消费的在高利率下的下行仍将继续，但商品类难以大幅下行和服务类的粘性阻止短期内出现衰退，需要注意

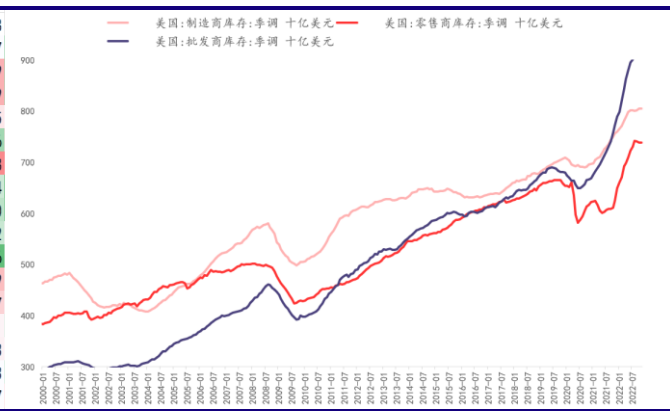
(1) 劳动市场供给仍不足，时薪上行还在为消费提供一定动力；(2) 随着通胀比工资增速回落，美国居民的可支配收入在增加；(3) 居民资产负债表相对健康，超额储蓄在上半年仍可以提供缓冲，低负债也利于居民加杠杆；(4) 商业银行信贷派生虽然是滞后变量，但也未出现明显萎缩，支撑消费。消费的韧性与通胀是一体的，如果美联储要快速压低通胀至 2%，弱衰退依然难以避免。

图 3：零售在 2022 年四季度环比大幅放缓，但同比仍不低 (%)

环比	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
零售总计	-1.15	-0.99	1.07	-0.17	0.67
机动车及零部件	-1.23	-2.64	1.54	-0.54	2.89
机动车	-1.40	-2.93	1.78	-0.74	3.09
家具和家装	-2.48	-2.22	1.97	-2.12	0.65
电子和家用电器	-1.08	-1.22	-1.24	-1.38	-1.96
建筑材料和园林设备	0.28	-3.13	1.20	-0.72	1.68
食品饮料店	0.03	0.41	1.22	0.84	0.44
杂货店	0.13	0.45	1.22	0.87	0.30
保健和个人护理	-0.88	0.60	-0.19	0.84	0.02
加油站	-4.57	-1.63	3.34	-3.96	-4.96
服装及服装配饰店	-0.29	-0.76	-0.35	0.99	0.99
运动商品、书和音乐、业余爱好品	0.12	-0.34	0.63	-0.43	1.07
日用品商场	-0.85	-0.23	-0.31	1.13	0.31
百货公司 (不包括租赁部门)	-6.55	-3.15	-2.48	1.17	0.83
杂货店 (含 办公、文具、礼品店)	-1.07	-5.61	-0.97	0.36	0.23
无店铺商贩	-1.15	0.14	0.97	-0.13	0.57

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4：库存整体依然高位，四季度的回升更可能是被动累积 (十亿美元)

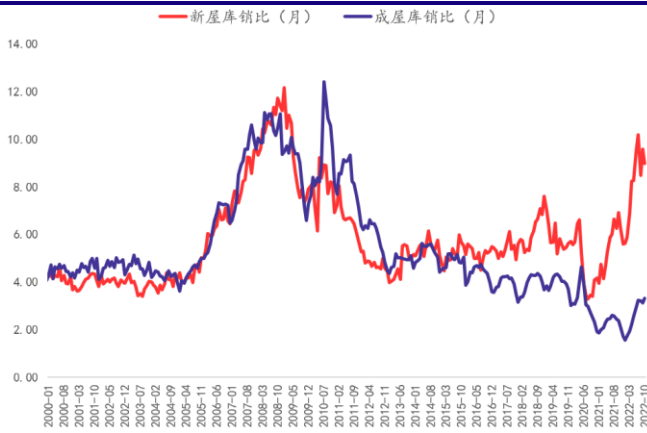


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

国内私人投资总额环比回升 1.4%，拉动 GDP 上行 0.27 个百分点；其中，固定资产投资下滑幅度扩大至 6.7%，非住宅类投资放缓至 0.7%，而私人库存变动明显上行并拉动投资增长 1.46%。整体上，住宅投资继续大幅下行，工业投资同样出现放缓，投资热情在高利率下继续回落。库存上升是投资数据转正的主因，但结合美国制造业 PMI 在四季度的持续收缩、商品消费的下行以及企业设备投资的放缓，企业主动补库存可能性较低，该数据更多反应库存的被动积累。美国 30 年房贷利率虽然从高位回落，但仍高于 6%，货币供应收缩，新房库销比保持在历史高位，因此地产投资将继续萎缩，房价也会进一步下行。工业投资方面，设备投资负增长 3.7%，知识产权类投资放缓至 5.3%，消费的回落降低企业投资信心，但经济韧性防止工业投资大幅降低。

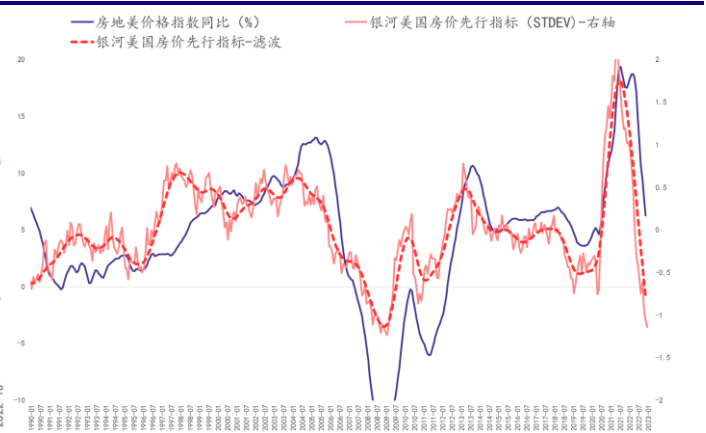
从最重要的消费和投资来看，两者都处于放缓中，但下行幅度低于市场预期体现出了美国经济没有失速，结合较强的劳动市场，2023 上半年难以衰退。不过，服务消费的稳步回落和投资中工业部分的走低反映出美国经济下行的趋势不改，只是斜率较为缓和，因此较晚的弱衰退仍是基准假设。

图 5：新屋库销比处于历史高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：先行指标预示房价将继续下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

进出口方面，美国四季度出口转为 1.3% 的负增长，进口 -4.6% 但有所放缓，净出口拉动 GDP 增长 0.56 个百分点。出口方面，美国的服务类保持较高增长，但商品类显著下滑，这主要由于出口中工业产品，特别是能源商品在欧洲能源危机缓解后环比大幅回落。随着全球高利率环境下经济的放缓，美国出口预计继续放缓。进口方面，消费和投资的放缓使商品需求降低，这一趋势短期也将保持。因此，净出口将继续拉低美国实际 GDP。

政府支出增长速率保持，政府支出环比增长 3.7%，联邦政府增长 6.2%，其中工业政策和扩张的国防军事支出起到重要作用。美国 2023 年国防预算超过 8000 亿美元，预期比 2022 年高出 800 亿；同时，拜登政府的《基础设施投资和就业法案》(5500 亿美元)、《芯片和科学法案》(2800 亿美元) 和《降低通货膨胀法案》(3940 亿美元) 也将扩大政府支出。以上计划也会托底投资，减缓美国短期进入衰退的压力。

图 7：美国 2022 年四季度 GDP 初值

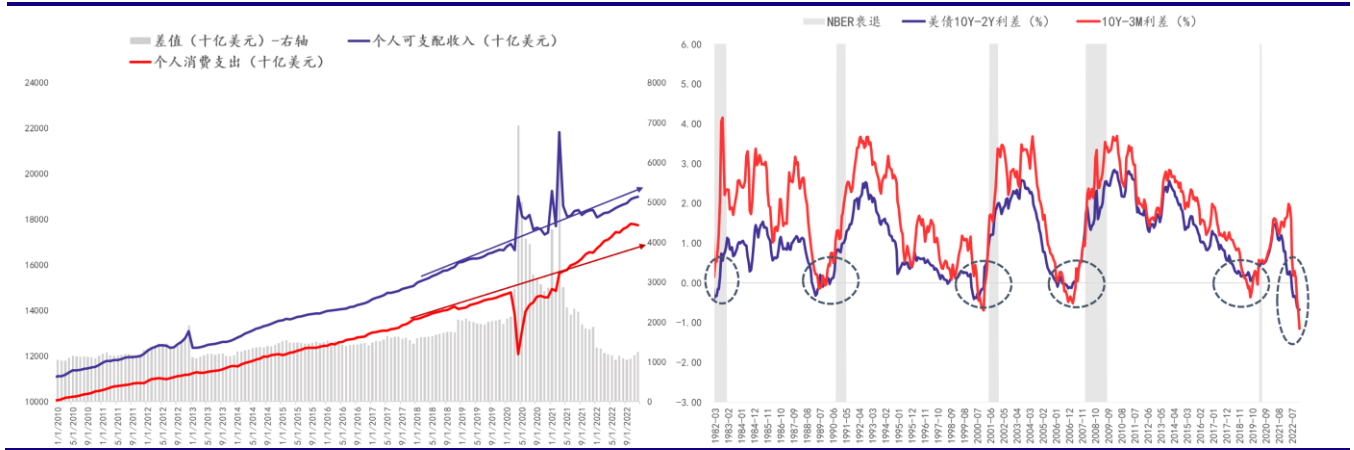
	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Dec-22	Sep-22	Jun-22	Dec-22	Sep-22	Jun-22	Dec-22	Sep-22	Jun-22
GDP	100	20.20	20.05	19.90	2.9	3.2	-0.6			
个人消费支出	70.56	14.25	14.18	14.10	2.1	2.3	2	1.42	1.54	1.38
商品	27.43	5.54	5.52	5.53	1.1	-0.4	-2.6	0.26	-0.08	-0.61
耐用品	11.18	2.26	2.25	2.26	0.5	-0.8	-2.8	0.04	-0.07	-0.24
非耐用品	16.46	3.33	3.31	3.31	1.5	-0.1	-2.5	0.22	-0.01	-0.37
服务	43.79	8.84	8.79	8.71	2.6	3.7	4.6	1.16	1.63	1.99
国内私人投资总额	18.15	3.67	3.65	3.75	1.4	-9.6	-14.1	0.27	-1.8	-2.83
固定资产投资	17.28	3.49	3.55	3.58	-6.7	-3.5	-5	-1.2	-0.62	-0.92
非住宅投资	14.68	2.96	2.96	2.92	0.7	6.2	0.1	0.09	0.8	0.01
建筑	2.16	0.44	0.44	0.44	0.4	-3.6	-12.7	0.01	-0.09	-0.34
设备	6.33	1.28	1.29	1.26	-3.7	10.6	-2	-0.2	0.53	-0.11
知识产权	6.35	1.28	1.27	1.25	5.3	6.8	8.9	0.28	0.36	0.46
住宅	2.84	0.57	0.62	0.67	-26.7	-27.1	-17.8	-1.29	-1.42	-0.93
私人库存变动	0.64	0.13	0.04	0.11	\	\	\	1.46	-1.19	-1.91
出口	9.24	2.60	2.60	2.52	-1.3	14.6	13.8	-0.15	1.65	1.51
商品出口	3.68	1.87	1.90	1.82	-7	17.8	15.5	-0.58	1.38	1.18
服务出口	18.95	0.74	0.72	0.71	12.4	7.5	9.9	0.43	0.26	0.33
进口	16.27	3.83	3.87	3.95	-4.6	-7.3	2.2	0.71	1.21	-0.35
商品进口	2.77	3.29	3.33	3.41	-5.6	-8.6	-0.4	0.72	1.19	0.05
服务进口	17.04	0.56	0.56	0.56	0.4	-0.8	16.6	-0.01	0.02	-0.41
政府	6.80	3.44	3.41	3.38	3.7	3.7	-1.6	0.64	0.65	-0.29
联邦政府	10.24	1.37	1.35	1.34	6.2	3.7	-3.4	0.39	0.24	-0.22
州和地方政府	3.85	2.07	2.06	2.04	2.3	3.7	-0.6	0.25	0.41	-0.06

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美国经济数据的韧性叠加通胀的回落在短期有利于风险偏好的回升，也支持美联储在2月进一步放缓加息至25BP，这既符合市场预期，也可以使美联储观察高利率的效果。当前来看，在股、债、汇三类资产中，确定性最高的是美元的下行：(1) 美联储加息预计进一步放缓；(2) 美国经济短期保持韧性，但仍处于下行通道，不会改变汇率的下行趋势；(3) 欧元区经济好于预期，核心通胀仍在历史高位，短期支持欧央行继续严厉加息。因此，美元在2023上半年的震荡回落确定性较高。相比之下，美债收益率在较高的衰退预期下也同样有回落空间，但经济数据目前仅指向浅衰退，不排除市场过度交易衰退预期的可能，所以美债整体配置价值仍在，但确定性弱于美元。美股方面，虽然市场形成了“盈利底”预期，企业财报数据和经济数据的信号并不明朗，或仍有一跌；其中能源板块利润大幅下行确定性较高，但不排除此前利润下滑较多的通信和可选消费存在结构性机会。从确定性上排名，美元>美债>美股，所以押注美元回落胜率最高。

图 8：超额储蓄继续消耗，商业信贷尚未显著放缓

图 9：领先指标显示衰退较难避免



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn