



美国经济温和下行

——海外观察：2022年四季度美国经济数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**美国四季度实际GDP环比折年率初值为2.9%，前值3.2%，同比增长1%，前值5.7%，好于市场预期。2022年全年，美国实际GDP增速为2.1%，较去年下降3.8%。12月PCE物价指数的同比录得5.02%，核心PCE增速下滑至4.42%，符合市场预期。
- **核心观点：**2022年以来，随着美联储逐步收紧货币政策，美国经济增速放缓的趋势已成为市场共识。四季度美国经济数据显示，美国经济仍有韧性，经济衰退的速度慢于市场预期。得益于就业强劲、通胀降温，居民消费的下行速度温和，对美国经济形成支撑。政策利率走高使住宅投资承压，但目前对非住宅领域影响有限。展望未来，美国货币政策的边际变化将减小，对于经济衰退逻辑的分歧或将成为资本市场波动性的主导因素。
- **美国经济增速进一步放缓，但仍好于市场预期。**美国四季度实际GDP环比折年率初次估计为2.9%，虽然较三季度下滑了0.3%，但仍高于市场预期的2.6%。2022年上半年，美国经济增速曾连续两个季度转负，一度导致海外资本市场提前交易衰退，但随着三四季度GDP重新回正，美国经济韧性凸显，市场情绪边际回暖，带动信用利差收窄和风险资产价格回升。市场对于美国经济下行的趋势已有共识，但对于经济增长放缓的速度和程度仍有分歧，或将成为2023年美元资产价格波动的主要驱动因素。
- **内需是美国经济韧性的来源。**居民消费对GDP的环比拉动率虽然较三季度有所下滑，但仍高达1.42，是四季度美国GDP的主要贡献项。商品消费在连续三个季度环比下滑后再次回正，服务消费仍是居民消费的主要支撑。进口的环比增速降幅较上月有所收窄，净出口贡献率为0.56%，较上季度下降2.3%。强劲就业市场是居民消费的支撑，通胀的降温锦上添花，除去转移支付的实际个人收入12月同比仍然增长了0.25%，作为NBER最为看重的指标之一，说明美国经济距离衰退仍有一定距离。
- **加息的压力主要体现在投资端。**私人部门投资呈现出分化态势。库存投资大幅上升，对GDP的贡献率达1.46%，主要由制造业库存推动，反映需求放缓之下，零售端的被动补库压力正在向上游制造商传导。住宅投资环比下跌26.7%，拖累GDP增速1.29%，政策利率上行直接抬高房贷成本，导致房地产投资大幅收缩。房地产投资的悲观对其他领域的影响似乎有限，非住宅投资环比仍维持正增长，四季度个人储蓄率较前值仅小幅上升0.2%，企业债利差自2022年三季度的高点以来收窄，处于2019年的水平附近，企业融资环境仍较为宽松。
- **对于经济衰退的定价将成为全球资本市场波动性的主要来源。**加息时期，美国经济存在同时两种衰退逻辑：一种是通胀增速超过名义收入，导致实际收入下滑，破坏消费者信心，从消费端进行传导的衰退逻辑；另一种是美联储加息导致的金融条件收紧，从投资端传导的衰退逻辑。不同的逻辑之下，衰退的程度和持续时间，以及市场定价的方式都将有所差别。从四季度数据来看，第一种类型衰退的风险仍占主导，政策利率收紧对于除地产外领域投资的影响较为有限，而近期通胀和经济数据公布后资产价格的回暖也对流动性起到了一定支撑。这说明美联储仍有必要将利率保持高位。未来一段时间，美国货币政策的边际变化较去年可能变小，对于衰退形式的分歧或将成为金融市场波动性的主要来源。
- **风险提示：**美国通胀回升；美联储大幅加息；欧洲金融市场风险。

正文目录

1. 美国经济增速进一步放缓，但仍好于市场预期.....	4
2. 内需是美国经济韧性的来源.....	4
3. 加息的压力主要体现在投资端	5
4. 对于经济衰退的定价将成为全球资本市场波动性的主要来源	5
5. 核心观点	6
6. 风险提示	6

图表目录

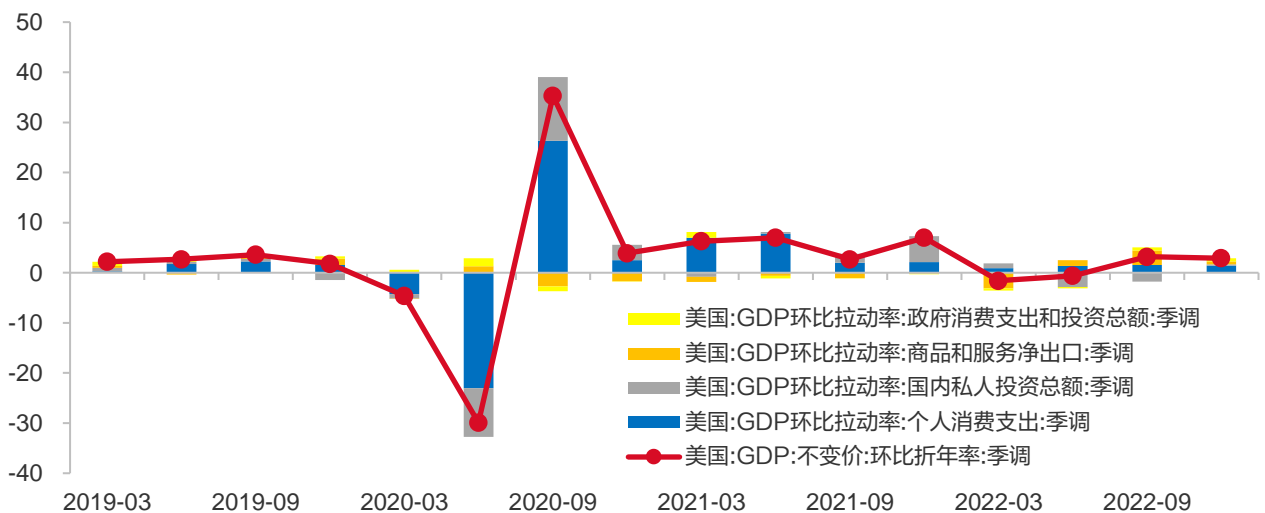
图 1 美国 GDP 分项拆解, %	4
图 2 以往衰退周期中的居民收入及消费数据表现, %	5
图 3 个人储蓄率, %	5
图 4 企业债利差, %	5

事件：美国四季度实际 GDP 环比折年率初值为 2.9%，前值 3.2%，同比增长 1%，前值 5.7%，好于市场预期。2022 年全年，美国实际 GDP 增速为 2.1%，较去年下降 3.8%。12 月 PCE 物价指数的同比录得 5.02%，核心 PCE 增速下滑至 4.42%，符合市场预期。

1. 美国经济增速进一步放缓，但仍好于市场预期

美国四季度实际 GDP 环比折年率初次估计为 2.9%，虽然较三季度下滑了 0.3%，但仍高于市场预期的 2.6%。2022 年上半年，美国经济增速曾连续两个季度转负，一度导致海外资本市场提前交易衰退，但随着三四季度 GDP 重新回正，美国经济韧性凸显，市场情绪边际回暖，带动信用利差收窄和风险资产价格回升。市场对于美国经济下行的趋势已有共识，但对于经济增长放缓的速度和程度仍有分歧，或将成为 2023 年美元资产价格波动的主要驱动因素。

图1 美国 GDP 分项拆解，%

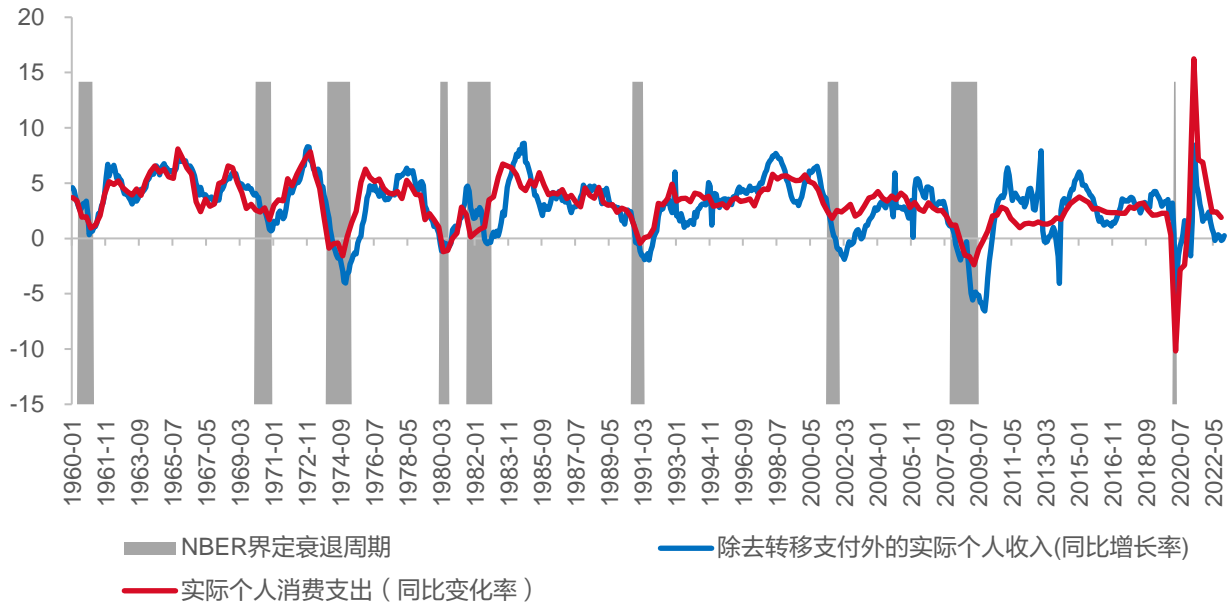


资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 内需是美国经济韧性的来源

居民消费对 GDP 的环比拉动率虽然较三季度有所下滑，但仍高达 1.42，是四季度美国 GDP 的主要贡献项。商品消费在连续三个季度环比下滑后再次回正，服务消费仍是居民消费的主要支撑。进口的环比增速降幅较上月有所收窄，净出口贡献率为 0.56%，较上季度下降 2.3%。强劲的就市场是居民消费的支撑，通胀的降温锦上添花，除去转移支付的实际个人收入 12 月同比仍然增长了 0.25%，作为 NBER 最为看重的指标之一，说明美国经济距离衰退仍有一定距离。

图2 以往衰退周期中的居民收入及消费数据表现，%

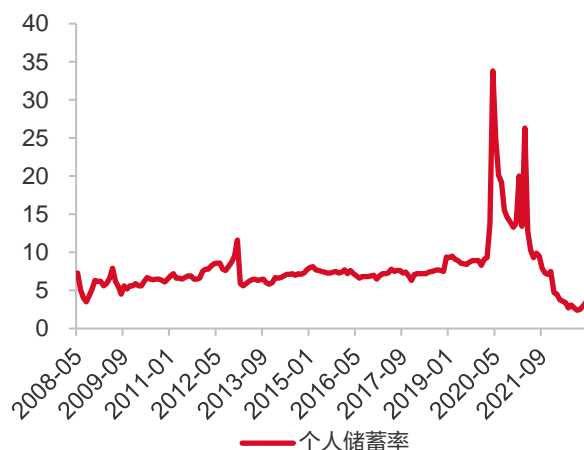


资料来源：Wind，东海证券研究所

3. 加息的压力主要体现在投资端

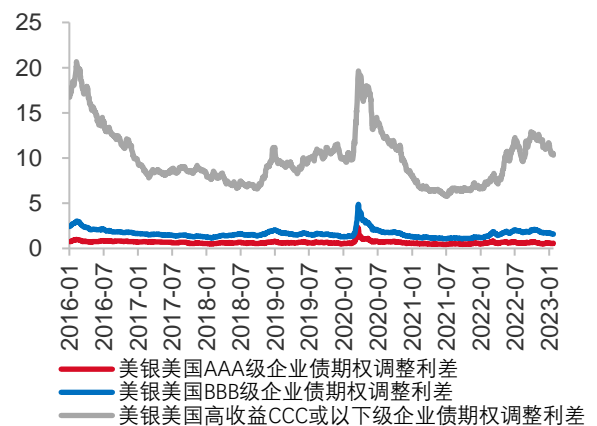
私人部门投资呈现出分化态势。库存投资大幅上升，对GDP的贡献率达1.46%，主要由制造业库存推动，反映需求放缓之下，零售端的被动补库压力正在向上游制造商传导。住宅投资环比下跌26.7%，拖累GDP增速1.29%，政策利率上行直接抬高房贷成本，导致房地产投资大幅收缩。房地产投资的悲观对其他领域的影响似乎有限，非住宅投资环比仍维持正增长，四季度个人储蓄率较前值仅小幅上升0.2%，企业债利差自2022年第三季度的高点以来收窄，处于2019年的水平附近，企业融资环境仍较为宽松。

图3 个人储蓄率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 企业债利差，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

4. 对于经济衰退的定价将成为全球资本市场波动性的主要来源

加息时期，美国经济存在同时两种衰退逻辑：一种是通胀增速超过名义收入，导致实际收入下滑，破坏消费者信心，从消费端进行传导的衰退逻辑；另一种是美联储加息导致的金融条件收紧，从投资端传导的衰退逻辑。不同的逻辑之下，衰退的程度和持续时间，以及市场定价的方式都将有所差别。从四季度数据来看，第一种类型衰退的风险仍占主导，政策利率收紧对于除地产外领域投资的影响较为有限，而近期通胀和经济数据公布后资产价格的回暖也对流动性起到了一定支撑。这说明美联储仍有必要将利率保持高位。未来一段时间，美国货币政策的边际变化较去年可能变小，对于衰退形式的分歧或将成为金融市场波动性的主要来源。

5.核心观点

2022 年以来，随着美联储逐步收紧货币政策，美国经济增速放缓的趋势已成为市场共识。四季度美国经济数据显示，美国经济仍有韧性，经济衰退的速度慢于市场预期。得益于就业强劲、通胀降温，居民消费的下行速度温和，对美国经济形成支撑。政策利率走高使住宅投资承压，但目前对非住宅领域影响有限。展望未来，美国货币政策的边际变化将减小，对于经济衰退逻辑的分歧或将成为资本市场波动性的主导因素。

6.风险提示

美国通胀回升；美联储大幅加息；欧洲金融市场风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089