

美国四季度GDP略超预期，美联储或加息25bp

——海外周评

2023年1月30日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国四季度实际GDP环比2.9%，预期2.8%，前值3.2%；同比1%，前值1.9%。

主要观点：

- 1、四季度GDP质量降低，非存货投资与进口收缩，存货上升。商品消费止跌，服务消费的替代效应似乎进入尾声。
- 2、预计美联储加息幅度降为25bp/次至4.75%~5%或5.25%。若高于5.25%，衰退风险加大。
- 3、美国上半年陷入衰退概率不大，一季度美股具备反弹条件，长期趋势仍保持中性，市场不应将对降息的时间点过于乐观。
- 4、今年美十债极限下限看到2.7~2.85%，若无降息预期则在3%~3.15%，正常波动范围为3.4%~4.1%。

美国四季度实际GDP略超预期，符合我们之前“略有回落但仍属尚可范围”的预期。四季度GDP虽超预期，但整体质量不如三季度。从分项看，消费与非存货投资均持续回落，存货对GDP贡献过高，不可持续，进口下降。

消费仍稳健，服务消费对商品消费的替代效应似乎进入尾声。消费环比2.1%，前值2.3%，未落于趋势之下。其中商品消费环比止跌回升，环比1.1%，前值-0.4%；服务消费环比2.6%，前值3.7%，反映疫情后经济复苏脉冲的进一步缓和，服务消费对商品消费的替代作用趋于尾声。我们在2023年展望中提到，由于家庭部门的负债水平极低，整体可以承受目前高利率水平。面对高通胀与高利率，预计消费继续缓慢回落但整体尚可。

受存货上升影响，投资环比小幅回升，但存货以外的固定投资受住宅和信息处理设备投资下降的拖累继续加速收缩。投资环比1.4%，前值-9.6%；但存货以外的固定投资环比-6.7%，前值-3.5%，细分项均有所回落。其中，住宅投资环比继续大幅萎缩，环比-26.7%，前值-27.1%；非住宅投资环比0.7%，前值6.2%。非住宅投资主要受企业设备分项中的信息处理设备投资下降的影响，环比-3.7%，前值10.6%；其余分项回落尚可，特别是软件行业继续保持增长，环比5.3%，前值6.8%。四季度存货大幅上升，与PMI分项中存货上升以及进口大幅下降相吻合，或预示今年上半年消费有所疲软。

从全年看，美国2022年GDP位于长期趋势之上。年度GDP增2.1%，前值5.9%。今年消费支出中，服务类消费上涨，主要有国际旅游、餐饮住宿以及医疗保健。商品消费下降的主要是食品饮料，以及汽车等，娱乐商品和药品消费上升。投资方面，存货上涨主要反映在制造、批发以及零售行业；非住宅类固定投资增加主要在知识产权产品，特别是软件，以及设备分项中的信息处理设备。

预计美联储后续加息幅度依次为25bp/次至4.75%~5%，上半年陷入衰退概率不大，维持一季度美股具有短线反弹可能。基本情景下，政策至少接近5%，若升至5.25%也在合理范围之内，加息将延续至一季度末。**若高于5.25%，衰退风险加大。**上半年随着通胀的持续回落，美联储短期加息压力越来越轻，基本接近本轮终点。我们在去年11月点评中指出从去年12月起加息最佳路径为50,25,25，这一点基本得到印证。本轮美联储官员讲话基本一致支持FFR升至5~5.25%这一最低水平，部分委员明确支持25bp，市场也对此进行了充分定价。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济仅为放缓或温和衰退概率提升。鉴于美国劳动力市场空缺岗位虽然回落但仍在高位，虽然科技公司普遍裁员，但劳动力市场整体的紧绷程度至少需要半年才能缓解，上半年经济陷入衰退概率不大。美股一季度风险较小，随着加息幅度降低，一季度具有短线反弹条件，但长期趋势仍保持中性。

真正的挑战在于基数效应结束后通胀是否有第二轮上涨，市场不应将对降息的时间点过于乐观。我们从2020年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。本轮通胀为90年代以来首次脱离原油增长路径，历史上极少出现过通胀一轮游立马进入通缩的案例，用人成本也罕见的出现所

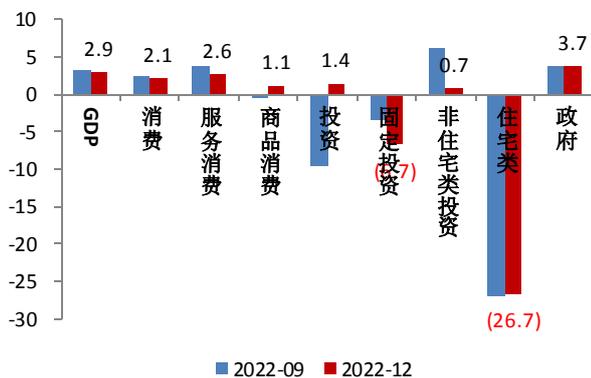
有收入分位齐涨的现象。数据上，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，有效回落需要更长时间。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束，期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应对降息的时间点过于乐观，甚至若出现通胀反复，不排除继续加息的可能。

美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~4.1%。我们的极限假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。应持续关注美十债利率与 FFR 倒挂以及垃圾债利率高企的现象。我们一直认为长短利率倒挂并不是经济衰退的理想指标，但美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。短端货币市场目前正常。

最后，欧洲宏观数据出现缓和，刺激股市上涨。欧洲 1 月制造业 PMI 普遍出现止跌，法国甚至进入扩张区间（50.8），或与暖冬导致俄乌冲突冬季烈度下降，天然气价格回落有关。服务业继续位于 50 以下。受宏观数据转暖，欧洲出现持续多月的股市回升。

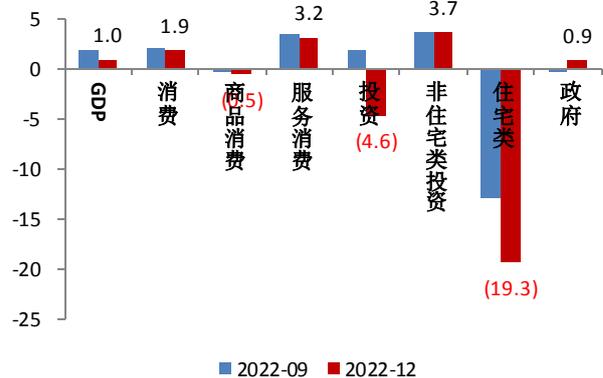
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1: GDP 及分项环比



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: GDP 及分项同比



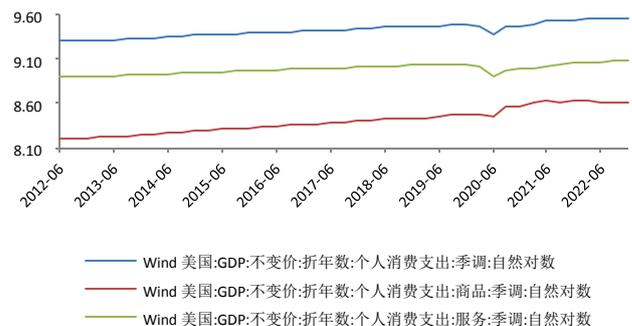
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 美国四季度 GDP 增长尚未跌破趋势



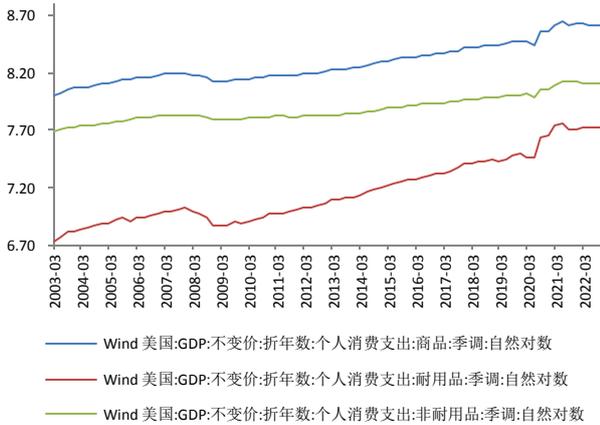
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 消费增长回落缓慢，商品消费止跌



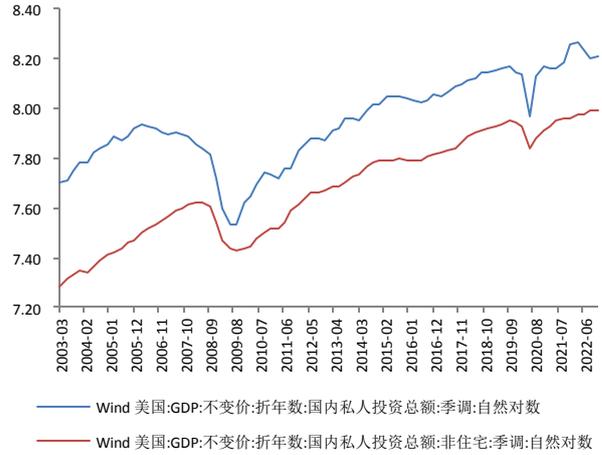
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5：耐用品消费下降有限，非耐用品止跌回升



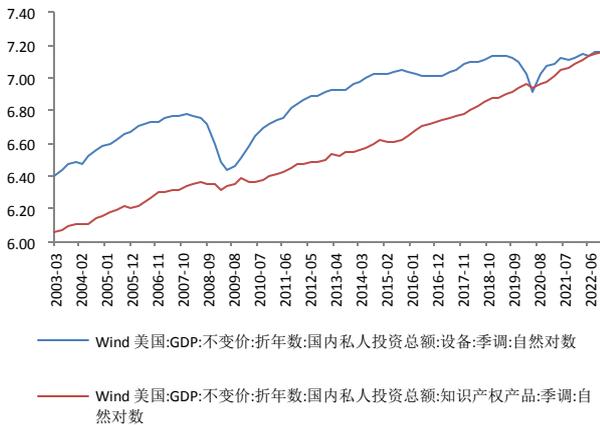
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图6：投资主要受住宅拖累，非住宅尚可



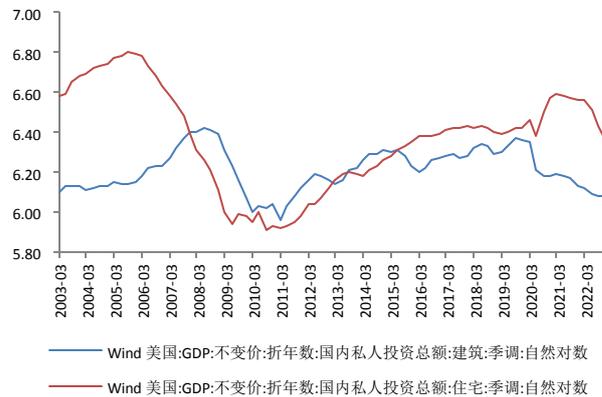
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图7：知识产权投资仍强劲，设备略有回落



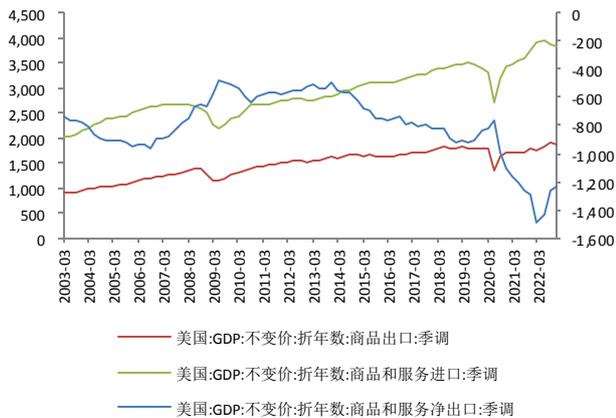
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图8：住宅投资持续显著回落



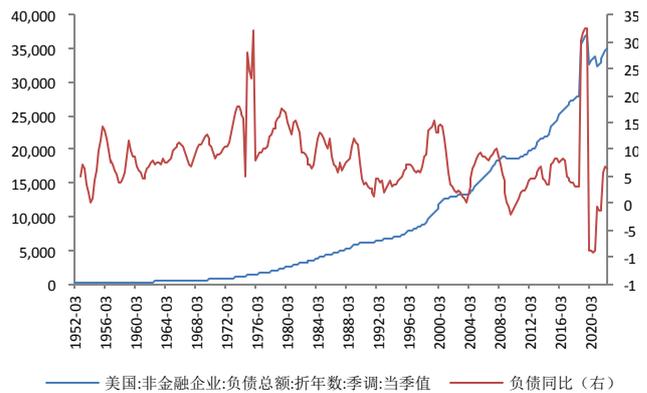
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图9：进出口回落



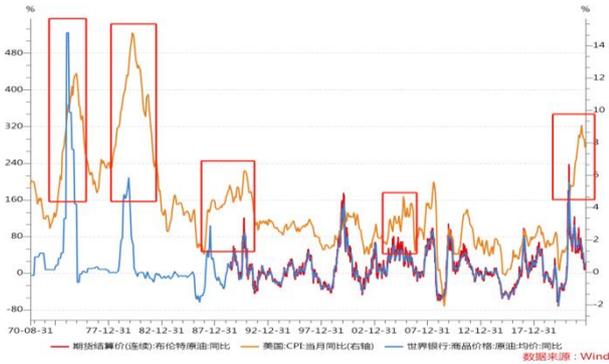
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10：非金融企业负债增速尚可



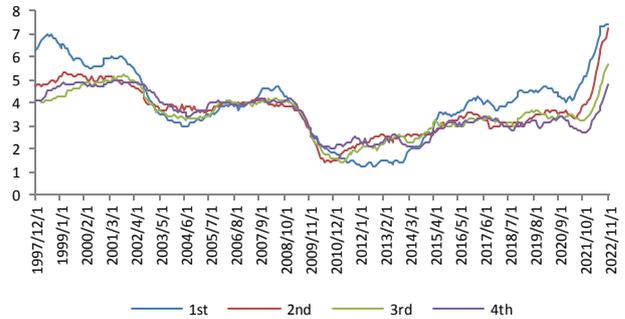
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图11：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



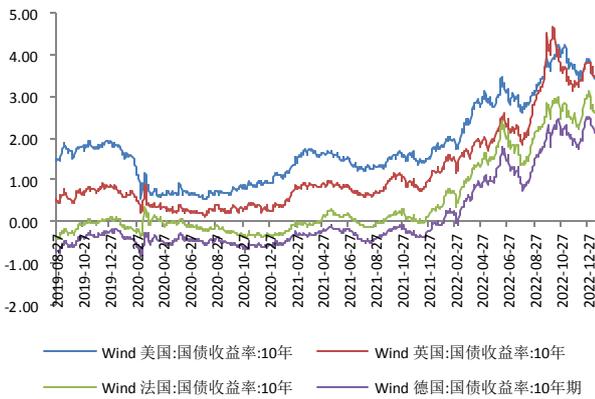
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图12：本轮薪资第 1~4 分位同比增速均高企



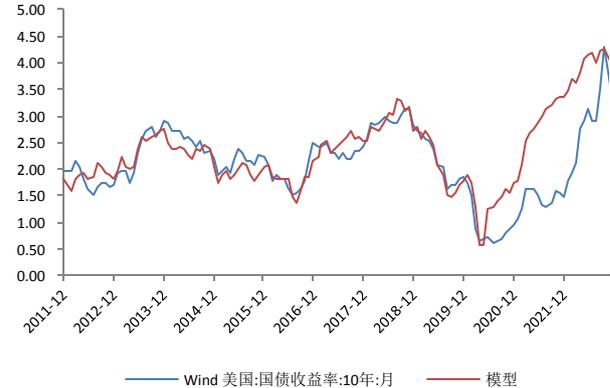
资料来源：美联储, 东兴证券研究所

图13：受全球央行加息接近尾声，各国十年期国债利率回落



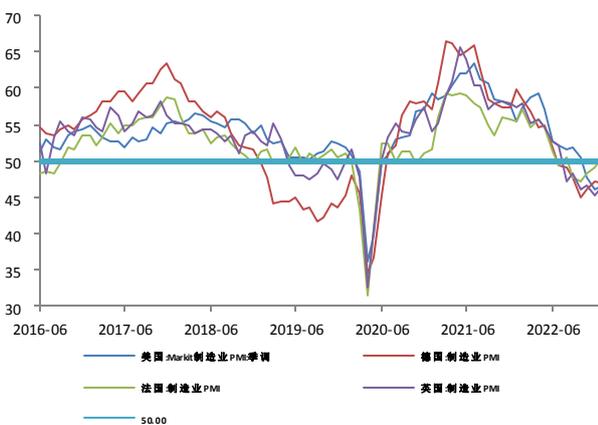
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图14：美十债模型



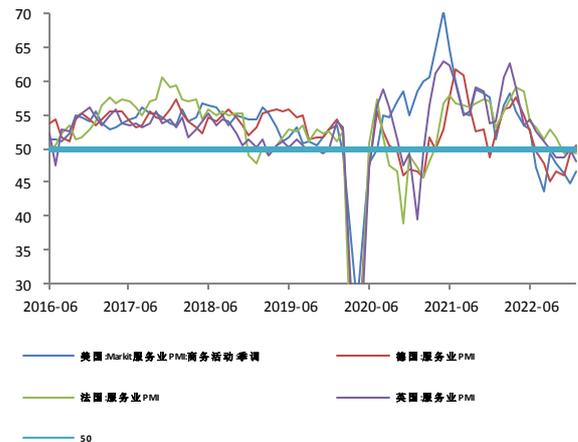
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图15：欧洲制造业 PMI 止跌



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图16：欧洲服务业 PMI 均收缩



资料来源：wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧数据整体转暖，美联储纪要显示 2023 年不会降息	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧央行态度偏鹰，美经济数据不及预期	2022-12-16
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：2023 年海外宏观展望	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储大概率 12 月加息 50bp,关注美债波动	2022-12-02
宏观普通报告	美联储会议纪要关注金融稳定风险，加息幅度确定放缓	2022-11-25
宏观普通报告	宏观普通报告：本周市场风险度下降，美联储官员密集发声	2022-11-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 邮编：100033	上海 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层 邮编：200082	深圳 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F 邮编：518038
---	--	---

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526