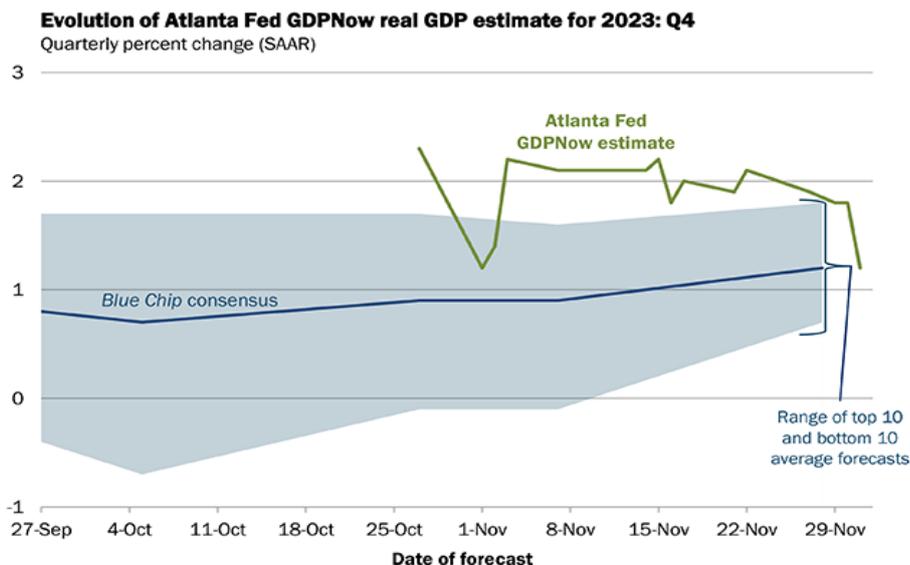




从6%到1%，美国经济为何急降温？

GDPNow 预测美国经济将大幅减速



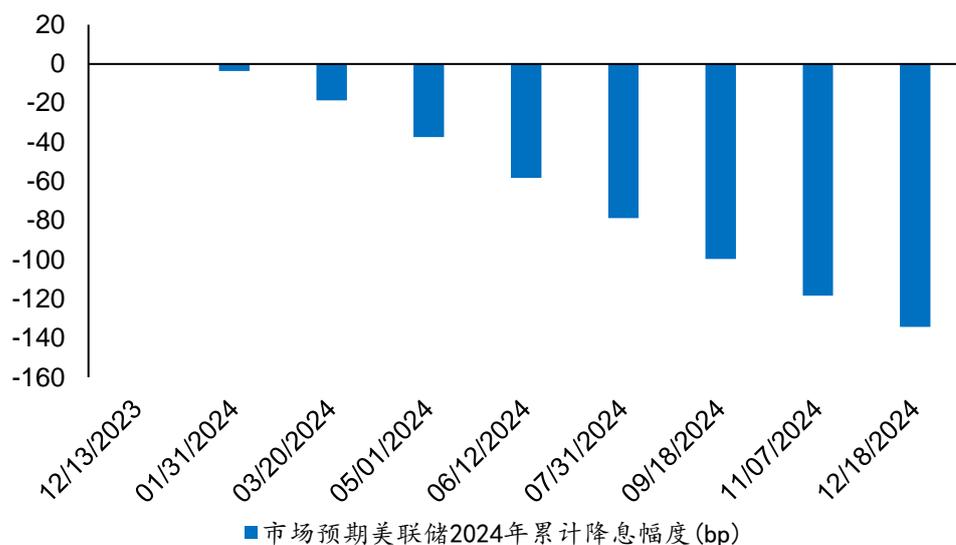
数据来源：亚特兰大联储，国泰君安国际

- 美联储主席鲍威尔在周五的讲话中再次表现出鹰派，但市场却并不买账。10 年美债利率在周五晚间跌破 4.2% 的关口，而与加息更加密切的 2 年期美债利率则下探至 4.5%。
- 作为美国 GDP 预测最好的指标之一，亚特兰大联储的 GDPNow 在 12 月 1 日最新给出的美国第四季度 GDP 预测值仅为 1.2%，与第三季度中接近 6% 的峰值形成强烈反差，也意味着美国经济出现了急剧降温。
- 这样的降温从第三季度就可以看出端倪。尽管最终 GDP 增长率被上修，但个人消费下修、投资和政府支出上修，意味着“总量优但结构差”。
- 第四季度的整体经济表现全面弱于第三季度，与第三季度的 GDP 修正数据透露的信息一致——个人消费开始出现见顶回落的趋势，而投资的颓势，也反映出高利率对于投资的天然遏制。
- 从美国经济的减速来看，市场对于降息的交易并非无的放矢。这也意味着，无论鲍威尔如何表态，市场都更容易看到降息的可行性。
- 当然，我们在经济数据中也可以看出一些有意思的端倪。比如说，知识产权相关的投资增速在持续上升，这意味着人工智能相关产业仍然受到资金的热捧。与此同时，GDPNow 给出的库存数据在第四季度一直是负值，这可能意味着“补库”的想象空间或者有限。另一个值得关注的信息是，出口和进口的增速也显著弱于第三季度，但仍然保持正增长，这似乎表明“出口链”的机会可能更偏向于结构叙事，而非总量。

市场加码“降息交易”

美联储主席鲍威尔在周五的讲话中再次表现出鹰派，但市场却并不买账。10 年美债利率在周五晚间迅速跌破 4.2% 的关口，而与加息更加密切的 2 年期美债利率则下探至 4.5%。从期货市场的定价来看，市场目前大约 **price in** 美联储在 2024 年将会降息 135 个基点，这也远高于目前市场分析师大约 75-100 个基点左右的降息共识。从降息时点上看，第一次降息有 60% 的概率会发生在 2024 年 3 月。

图 1：市场进一步加码“降息交易”



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

下滑的通胀被认为是降息预期升温的重要原因。的确，在 10 月的 CPI 通胀率低于预期后，加上油价走低，市场开始憧憬 11 月份的美国通胀读数会再度下滑。而与利率决议关系更加密切的核心 PCE 通胀率在 10 月出现进一步回落，也让市场加码降息交易。

GDP 预测显著下修

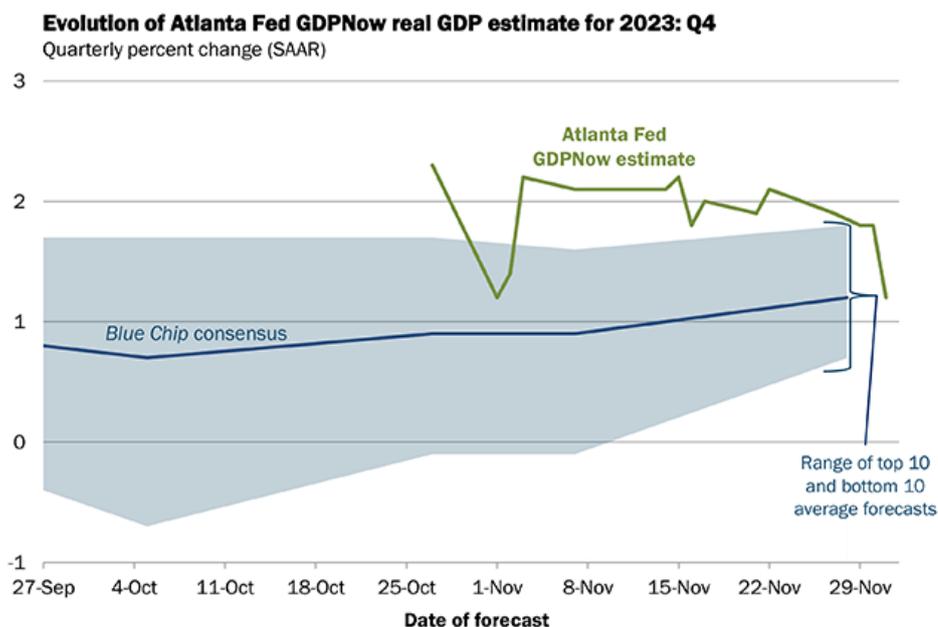
需要指出的是，市场可能忽视了通胀走低的背后，是美国经济的逐步降温。作为美国 GDP 预测最好的指标之一，亚特兰大联储的 GDPNow 在 12 月 1 日最新给出的美国第四季度 GDP 预测值仅为 1.2%（环比年化），低于上期 0.6 个百分点，也显著低于第三季度 5.2% 的增速。与此同时，GDPNow 也罕见地低于市场预测均值——这在今年并不常见——在多数时间内，市场预期都是在追随着 GDPNow 而不断上修。

GDPNow 的突然“失速”，与美国经济分析局（BEA）刚刚上修第三季度 GDP 形成鲜明对比。11 月 29 日，BEA 将第三季度 GDP 增速从 4.9% 的初值上调至 5.2%，而 GDPNow 在 BEA 公布第三季度 GDP 初值时给出的预测值是 5.4%。上修之后的 5.2% 事实上也更加接近 GDPNow 给出的预测，在很大程度上印证着 GDPNow 的可信度。

作为一个高频 GDP 预测模型，GDPNow 一方面可以作为市场观测经济

体温的指标，另一方面其趋势的变化也可以表明经济本身的动能改变。另一个值得关注的细节是，越接近 GDP 初值公布日期，GDPNow 的准确度也越高。今年以来，GDPNow 给出的美国 GDP 最高预测值是 5.9%（8 月 24 日），而在 12 月 1 日给出的 1.2% 在年内也算是较低值。

图 2: GDPNow 罕见低于市场预期



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

数据来源: 亚特兰大联储, 国泰君安国际

对于市场而言，更加重要的是，从第三季度的接近 6% 的增速，到第四季度大约 1% 左右的增速，如此快速的经济降温，美国经济到底经历了什么？

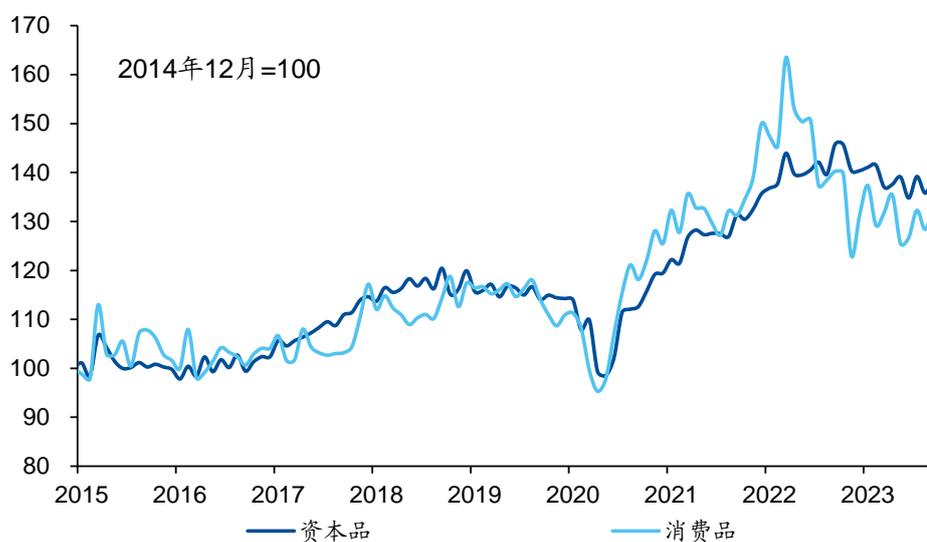
美国经济的“周期性”减速

我们先从第三季度的修正数据开始说起。事实上，尽管 GDP 的增速从初值的 4.9% 上修至 5.2%，占 GDP 绝对大头的个人消费 PCE 增速却从 4.0% 下修至 3.6%，贡献 2.4 个百分点的经济增速。与此同时，私人投资增速从 8.4% 大幅上调至 10.5%，并贡献 1.9 个百分点的经济增速，政府支出则从 4.6% 上调近 1 个百分点至 5.5%。换言之，支撑第三季度增速的最重要推动力仍然是个人消费，但其增速却被下修，而投资和政府支出的上修幅度甚至超出了个人消费的下修幅度。从对经济增速的贡献来看，投资和政府支出的贡献率（两项相加贡献了 2.8 个百分点的经济增速）则已经超过了个人消费。

从宏观经济分析的角度而言，这样的一次调整是总量看似好了，但结构却不尽人意。个人消费更反映经济的实际动能，其下修意味着经济有上行的天花板。投资和政府支出却存在着“后劲不足”的隐忧，原因很简单，在高利率环境下，投资增速大概率难以维持长时间高增，而政府开支过大，本身意味着更大的财政压力，这在高利率环境下也会被放大。

总体来说，美国经济看似不错，但扩张性的财政政策诱发的高利率，则大概率会对经济产生反噬。从 GDPNow 的最新数据来看，1.2%的经济增长中，个人消费增长率为 1.8%，这与第三季度的 3.6%的增速相比，等于是“腰斩”。而更加显著的负向贡献则来自于投资，在与个人投资相关的四项中，除了知识产权投资仍然保持较好增速，居住类投资从第三季度的 6.2%大幅下滑至-4.3%，非居住类建筑投资从第三季度 6.9%的增速下滑至 1.4%，而设备投资则延续着第三季度的弱势表现，为-2.3%（第三季度为-3.5%）。由于非居住类建筑投资和设备投资与制造业相关，这两项投资的疲弱似乎意味着制造业回流美国也开始遇到逆风。从美国资本品进口指数来看，其上行动力在今年也出现逐步趋缓。与此同时，政府支出则从第三季度的 5.5%增速下滑至 3.1%。

图 3: 美国资本品进口趋于平稳



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

不难看出，第四季度的整体经济表现全面弱于第三季度，与第三季度的 GDP 修正数据透露的信息一致——个人消费开始出现见顶回落的趋势，这与劳动力市场和银行信贷给出的信号一致。而投资的颓势，也反映出高利率对于投资的天然遏制。政府支出的走弱，则在很大程度上印证财政需要保持纪律来缓释国债市场的“供给压力”。

将这些信息综合起来，我们看到的是一个复杂但并不模糊的经济图景。经济的减速是一个自然的现象，毕竟大树不能长到天上去，6%的增速对于美国这样一个潜在增速在 2%以下的经济体而言是难以为继的。同时，经济也不是“断片”式的，第三季度的经济趋势在第四季度仍然有延续性，尽管某些方面看似是“逆转”，但“逆转”的背后有经济运行的客观规律——比如说高利率最终会遏制投资。另外，由于支出刚性，财政是更有延展力的，但也意味着其减速会缓慢而动能趋弱的持续时间会更长。

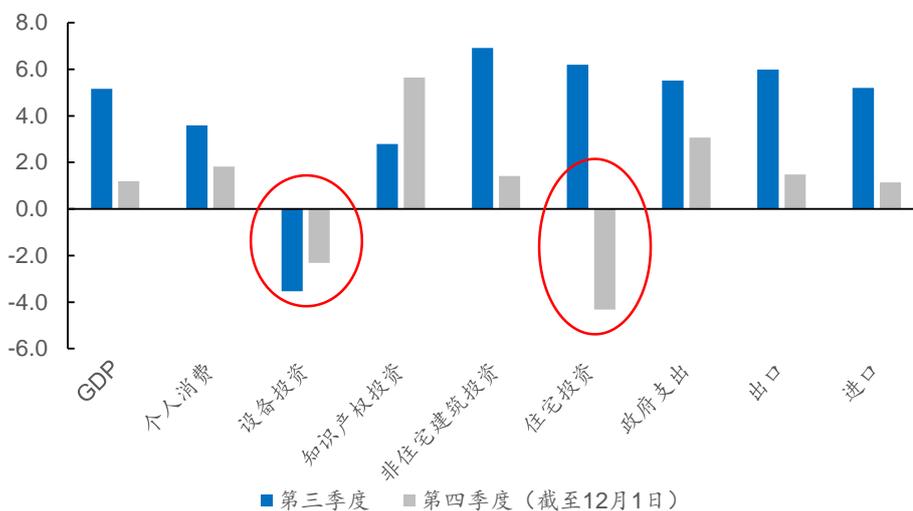
“降息交易”仍在进行时

从美国经济的减速来看，市场对于降息的交易在很大程度上并非无的放矢。经济本身有一定的惯性，减速也是，从这个角度而言，本轮的经济放缓大概率会延伸至明年。尤其考虑到受到遏制的经济活动，多数与投资 and 财政相关，这也可以与利率和债券供给挂钩，意味着未来需要通过降息和财政发力来进行“逆周期”调整，所以债券利率的下行是合乎逻辑的。从这个角度而言，美债利率的下行仍然是进行时，而非完成时。这也意味着，无论鲍威尔如何表态，市场都更容易看到降息的可行性。

当然，我们在经济数据中也可以看出其他一些有意思的端倪。比如说，知识产权相关的投资增速在持续上升，这意味着人工智能相关产业仍然受到资金的热捧。与此同时，GDPNow 给出的库存数据在第四季度一直是负值，这可能意味着“补库”的想象空间或者有限。另一个值得关注的信息是，出口和进口的增速也显著弱于第三季度，但仍然保持正增长，这似乎表明“出口链”的机会可能更偏向于结构叙事，而非总量。

另一个值得关注的是对来年美国经济的走势判断，由于第四季度经济已经明显减速，如果这一趋势持续，那么衰退的担忧将会再度来袭。目前主流的看法是美国经济在 2024 年将“前高后低”，但如果第一季度经济仍将低位运行甚至陷入负增长，那么对于 2024 年美国经济的判断也将面临更多的不确定性。

图 4: 美国投资增速显著降温



数据来源: 亚特兰大联储, 国泰君安国际

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例, 或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk