

为何我们预测 2024 年美国或超预期？

——宏观周专题

作者

分析师：樊磊
执业证书编号：S0590521120002
邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：王博群
邮箱：wangboq@glsc.com.cn

专题内容摘要

➤ 为什么我们预测2024年美国经济增长存在超2%的可能？

我们认为本轮周期扁平的菲利普斯曲线意味着美国经济可以在失业率轻微上升的情况下，就实现通胀的明显回落。连结就业和增长的奥肯定律则表明失业率上行有限也意味着经济增长的放缓比较温和。我们估计 2024 年美国核心 PCE 如果回落到 2.4-2.5%，那么失业率仅仅需要上升到 3.9%。而即使按照市场一致预期 2024 年底美国失业率达到 4.1%甚至更高一些来估算，美国 2024 年经济增长理论上也有望达到 2.1%。

➤ 我们的预测结合了多种方法的结果

可靠的经济预测依赖于多种方法的结合。我们通过自下而上的拆解也对美国经济 2024 年增速做了预测。由于服务消费的增长，超额储蓄的支持以及有利的居民资产负债表等因素，消费可能仍将超预期，再加上人工智能技术引领的投资惯性，使得整体经济或继续呈现韧性。两种方法的预测都表明，如果美联储能够对美国总需求进行较好的管理，美国经济有条件实现 2% 的经济增长。

➤ 我们的预测略高于市场一致预期

国际机构投资者对美国经济增长预测的一致预期主要来自于两个方面：专业预测师或者宏观分析师预测的中位数，以及以美联储等为代表的官方机构预测。专业预测师们预期 2024 年美国 GDP 全年会增长 1.7%，4 个季度也都会保持正增长。美联储 12 月的经济预期概要把 2024 年经济增长预测从 1.5% 下调到了 1.4%，略高于 9 月份 IMF 做出的 1.5% 的预测。我们的预测明显高于市场一致预期。

➤ 美联储GDP的当期预测显示2023年4季度经济环比折年增长或达2.4%

除了对 2024 年的经济增长预测广受投资人关注之外，美国经济 2023 年 4 季度的预测也比较重要。对当前季度 GDP 的预测，能够结合最新高频数据不断修正的当期预测（GDPnowcast）较为受到认可。亚特兰大联储 GDP 的当期预测认为 4 季度 GDP 环比折年增长为 2.3%，美国 2023 年全年的经济同比增速将是 2.5%；纽约联储的当期预测则估计 4 季度 GDP 环比折年增长 2.4%，2023 年全年的经济同比增速也是 2.5%。

风险提示：美联储持续鹰派的风险，地缘政治冲突风险超预期，金融状况收紧超预期

相关报告

1、《为什么 2024 年美国或能软着陆？——宏观双周专题》2023.12.17

正文目录

1. 前言和核心观点	4
1.1 美国经济三个有利条件或造就历史上最软的一次着陆	4
1.2 2024 年全年的经济增速或达 2.1%，高于市场一致预期	4
2. 超一致预期预测的核心逻辑和方法细节	5
2.1 奥肯定律：失业率和 GDP	5
2.2 一个自下而上的预测	9
2.3 好的预测来自于多种方法的综合	15
3. 市场对美国 GDP 预测的一致预期是什么？	18
3.1 市场参与者的预测：专业预测师调查	19
3.2 监管者的预测：美联储的预测	19
4. 关于 GDP 预测的一点补充讨论	20
4.1 亚特兰大联储当期预测：4 季度 GDP 增长 2.3%	21
4.2 纽约联储当期预测：4 季度 GDP 增长 2.4%	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：2018 以来失业率和核心 PCE (%)	6
图表 2：2022 年 3 月以来失业率和核心 PCE (%)	6
图表 3：不同周期失业率的最高点 (%)	7
图表 4：失业率年度变化 (%)	8
图表 5：失业率年度变化分布 (%)	8
图表 6：美国实际 GDP 预测 (%)	8
图表 7：美国失业率预测和奥肯定律 (%)	8
图表 8：美国 GDP 分项的占比 (%)	9
图表 9：美国储蓄率 (%)	9
图表 10：美国商品消费占比 (%)	10
图表 11：美国服务消费占比 (%)	10
图表 12：家庭偿债支出占可支配收入的百分比 (%)	10
图表 13：货币政策周期和杠杆周期的叠加	10
图表 14：美国私人投资总额(万亿美元)	11
图表 15：美国私人投资总额增速 (%)	11
图表 16：非住宅投资(十亿美元)	11
图表 17：住宅投资(十亿美元)	11
图表 18：S&P/Case-Shiller 住房价格指数	12
图表 19：新房销售(万套)	12
图表 20：美国制造业固定投资(亿美元)	12
图表 21：美国净出口(十亿美元)	13
图表 22：全球进口量指数	13
图表 23：美国政府国防支出(万亿美元)	14
图表 24：美国政府非国防支出(万亿美元)	14
图表 25：美国 GDP 同比预测 (%)	15
图表 26：GDP 各个分项(万亿美元)	15
图表 27：预测方法	16
图表 28：预测模型的性质	16
图表 29：本季度的预测	17
图表 30：1 到 2 年的预测	17

图表 31: 3 到 5 年的预测	17
图表 32: 5 年以上的预测	17
图表 33: 更新预测的频率	18
图表 34: SPF 的季度 GDP 预测 (%)	19
图表 35: SPF 的年度 GDP 预测 (%)	19
图表 36: FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	20
图表 37: 亚特兰大联储 GDP 当期预测	21
图表 38: 纽约联储 GDP 当期预测	22

1. 前言和核心观点

市场对于 2024 年美国经济的走势非常关切。在高利率抑制需求和通胀的背景下，2024 年美国经济会衰退吗？还是会软着陆？增速是高于还是低于潜在增速？

1.1 美国经济三个有利条件或造就历史上最软的一次着陆

我们认为尽管美国经济明年或较 2023 温和降温，却可能避免负增长而实现所谓软着陆，环比增速不出现负增长是加息条件下典型的经济软着陆的场景。

逻辑上看，美国经济软着陆需要两个前提：一是在总需求温和放缓的情况下，通胀就能明显回落；二是政策当局可以比较好的引导总需求放缓，避免经济失速下滑。我们注意到，美国经济所具备的三个条件有利于软着陆的实现。有利条件一：菲利普斯曲线扁平化，有利条件二：美国经济总供给可能超预期回升，有利条件三：总需求对货币政策的敏感性可能下降¹。本周期有望成为美国历史上最软的一次着陆，之前失业率最低的 1965 周期失业率最高也有 4.3%。

根据我们的估算，本轮周期扁平的菲利普斯曲线意味着通胀或可以在失业率不需要大幅上升的情况下回落，在 2024 年通胀回落符合预期下，失业率或不会大幅上升，而在满足奥肯定律下 GDP 增速或超一致预期从而产生低失业率。

1.2 2024 年全年的经济增速或达 2.1%，高于市场一致预期

具体而言，根据扁平化的菲利普斯曲线估计，2024 年核心 PCE 如果回落到 2.4-2.5%，那么菲利普斯曲线隐含的失业率仅仅为 3.9%。实际上，如果失业率在 2024 年仅轻微上升到市场一致预期的 4.1%甚至略高于 4.1%，那么基于奥肯定律的 GDP 预测大致是实际 GDP 环比折年在 4 季度也不过会下降到 1.4%，而 2024 年全年的经济增速仍然可能达到 2.1%，显著高于市场一致预期。

¹ 我们在报告《为什么 2024 年美国经济或能软着陆？》中有关于三个条件更细致的分析。

2. 超一致预期预测的核心逻辑和方法细节

我们关于美国 2024 年的预期比市场一致预期略高，主要来自于我们基于奥肯定律和扁平的菲利普斯曲线的推理。我们也自下而上地拆解了 GDP 的分项。

2.1 奥肯定律：失业率和 GDP

奥肯定律描述了 GDP 增长率和失业率之间的负相关关系。基于奥肯定律，2024 年的经济增长需要维持在 2% 以上才能使得失业率仅略高于 4%——后者是市场对于 2024 年美国失业率预测的一致预期。

2.1.1 奥肯定律

美国经济接下来的走势会如何？我们可以利用所谓的奥肯定律来分析。这轮周期中劳动力市场似乎体现出强劲的韧性，失业率在美联储加息之后并没有出现显著的上行，我们因此可以基于强劲的就业市场来对经济增长进行预测，或者反过来说需要强劲的经济增长才能确保就业市场不出现失业率大幅上升。

GDP 增长与失业率之间的负相关关系被命名为“奥肯定律”，以经济学家亚瑟·奥肯的名字命名，他在 20 世纪 60 年代初记录了它。奥肯定律虽然很简单但却具有持久吸引力，是因为它涉及两个重要的宏观经济变量。

堪萨斯城联邦储备银行（Federal Reserve Bank of Kansas City）在 2007 年对奥肯定律进行了研究，他们将失业率的季度变化与实际产出的季度增长进行了比较²。根据他们的发现，奥肯定律在很大程度上是准确的，尽管有一些不稳定时期。

2.1.2 扁平的菲利普斯曲线

失业率如果不大幅上升，市场的一个隐忧是通胀。美联储的货币政策目标包括两个方面，一方面是要实现充分就业，另一方面是要实现物价的稳定。而从历史上看，通货膨胀和失业之间经常存在一些权衡取舍，降低通胀可能要付出失业率升高的代价，即有所谓的菲利普斯曲线。菲利普斯曲线反映出通胀与失业率（产出缺口）的关系。而扁平的菲利普斯曲线意味着只需要需求温和放缓，通胀就可以明显下降。

² <https://www.kansascityfed.org/documents/955/2007-How%20Useful%20is%20Okun's%20Law%3F.pdf>

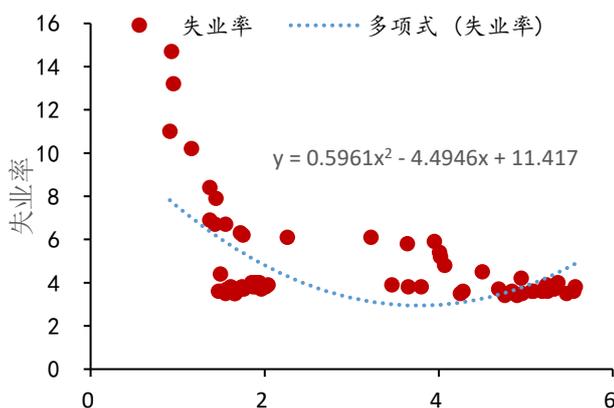
菲利普斯曲线背后的想法看起来很直观，失业率的下降标志着劳动力需求的增加，这给工资带来了上涨的压力。利润最大化的公司会提高产品价格，以应对劳动力成本的上升。所以，菲利普斯曲线预测了下面的两种关系：

- 较低的失业率与较高的通货膨胀率有关
- 较高的失业率与较低的通货膨胀率有关

如果我们观察自 2018 年以来的失业率和核心 PCE 通胀数据，我们可以看到在较高失业率时，通货膨胀率较低这一部分的故事仍然是成立的，在疫情期间失业率上升到超过 14%，而通胀下跌到了不到 1%³。

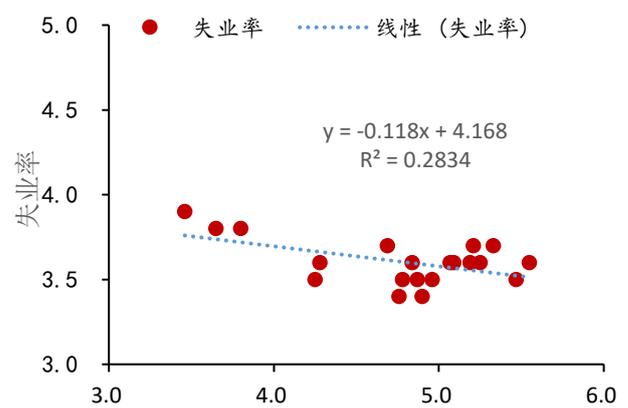
然而，当我们观察自 2022 年 3 月美联储开始加息之后的这一部分失业率和核心 PCE 通胀数据时，我们发现在通胀下降了很多后，失业率并没有明显地上行，换句话说菲利普斯曲线变得非常扁平，经济在控制住通胀的同时没有付出失业率上升的代价，经济软着陆了。根据扁平化的菲利普斯曲线估计，2024 年核心 PCE 如果按照目前市场一致预期回落到 2.4-2.5%，那么菲利普斯曲线隐含的失业率仅仅为 3.9% 左右。

图表1：2018 年以来失业率和核心 PCE (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：2022 年 3 月以来失业率和核心 PCE (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

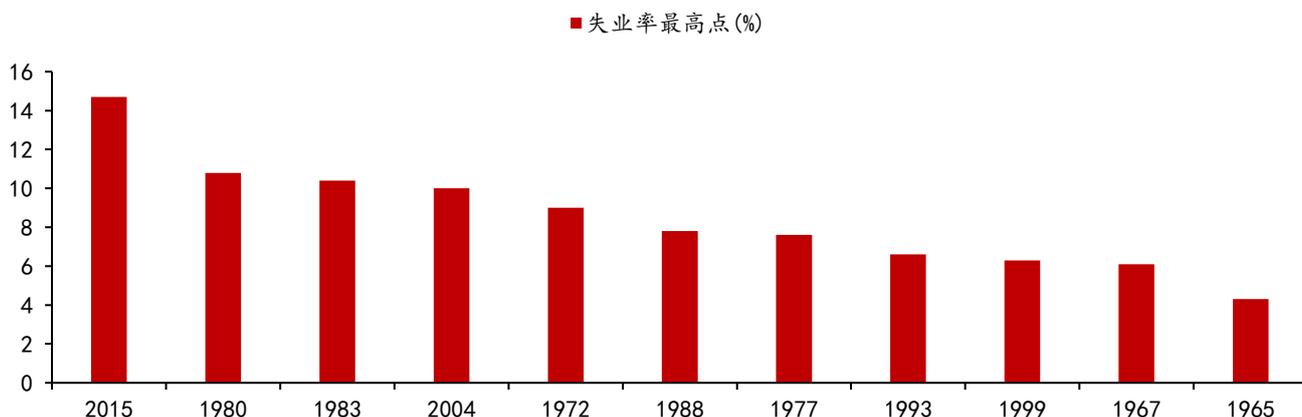
2.1.3 市场对失业率的预期不高

市场的一致预期以及美联储预期的未来失业率都不高。美联储 12 月会议经济预

³ 图中纵轴是失业率，横轴是通胀率。

期概要(SEP)里面预期 2024 年的失业率是 4.1%，专业预测师们的预测也是 4.1%。如果 2024 年失业率能够符合这两个预期，那么本周期就可能成为美国历史上最软的一次着陆，之前失业率最低的 1965 周期失业率也有 4.3%。

图表3：不同周期失业率的最高点(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.1.4 奥肯定律下的 GDP 季度估计

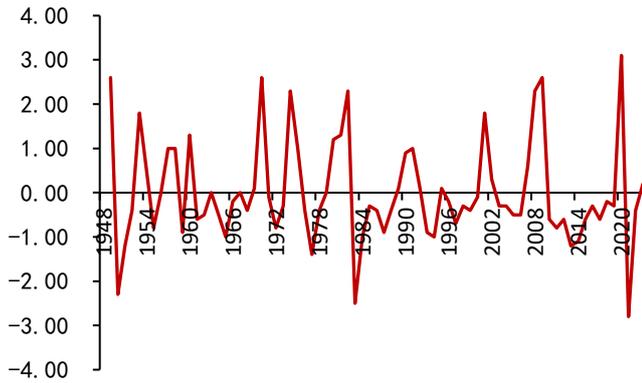
当奥肯在写他的原创文章时,使用 1948 年第二季度至 1960 年第四季度的数据,可以估计出下述方程。奥肯定律可以表示为这样的形式,即失业率的变化= $0.3-0.07*$ 实际 GDP 增速。

我们使用 2018 年 3 月以来的数据,可以得到以下的奥肯定律方程,失业率的变化= $0.38-0.15*$ 实际 GDP 增速。而 2018 年 3 月正是当期美联储主席鲍威尔上任的时间点。

从目前的数据看,到 2024 年底失业率大幅上升并不是一个大概率事件。从年度失业率的变动来看,失业率年变化的均值为 0,方差为 1.16%,也就是说如果到 2024 年失业率上升到了 6%以上,那么这个数据就已经是在历史数据的 2 个标准差以外了。

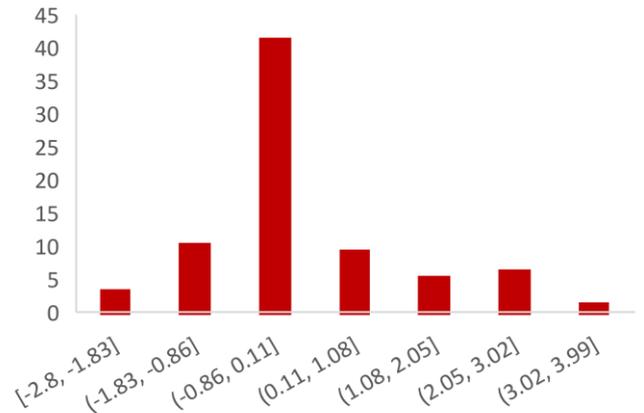
从目前就业市场的温度来看,在没有美联储进一步显著紧缩的压力下,并不太可能出现急速冷却的现象,因此失业率的上升可能也是缓慢而温和的,我们因此认为到 2024 年失业率大概率会回升到 4.1%到 4.3%之间,其中 4.3%来自历史上 11 个加息周期中失业率最低的周期。

图表4：失业率年度变化(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：失业率年度变化分布(%)



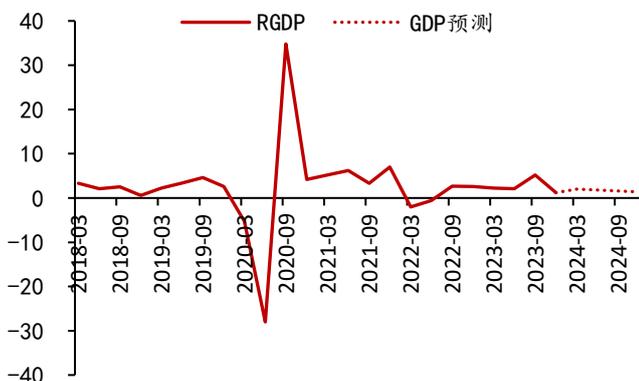
资料来源：Wind，国联证券研究所

基于失业率在 2024 年仅上升到 4.1%到 4.3%之间的预测，那么基于 2018 年 3 月以来的数据估计的奥肯定律的 GDP 预测大致是实际 GDP 环比折年在 4 季度会下降到 1.4%，但是 2024 年全年的经济增速仍然可能有 2.1%。

当然，我们的预测确实也有一些风险因素。比如，以上的估算背后假设了一个完全线性的 GDP 增长和失业率关系，但是奥肯定律的参数或许也会有所变化，美国经济能用更小的经济增长创造足够的就业

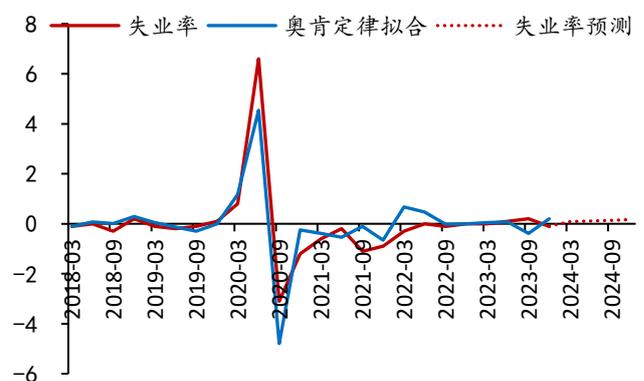
另外也存在一种可能性，抗击通胀的最后一公里可能会尤其困难，通胀从 3.7%到 2.4%或许需要付出更多失业率的代价。

图表6：美国实际 GDP 预测(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：美国失业率预测和奥肯定律(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

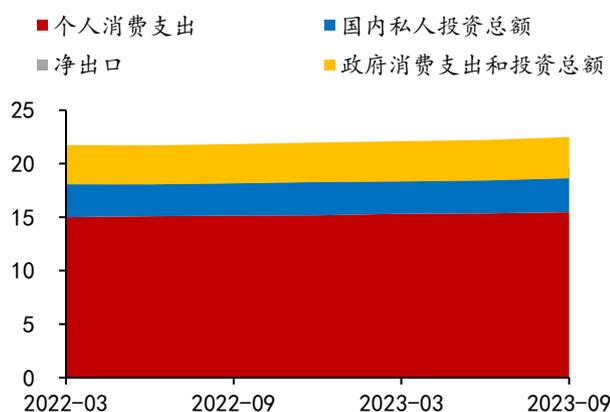
2.2 一个自下而上的预测

从自下而上的拆解看，明年经济主要支撑或仍在于消费，尤其是服务消费的增长。自下而上的模型预测将 GDP 每个分项的预测进行加总，最终得到一个对 GDP 的预测。

2.2.1 消费

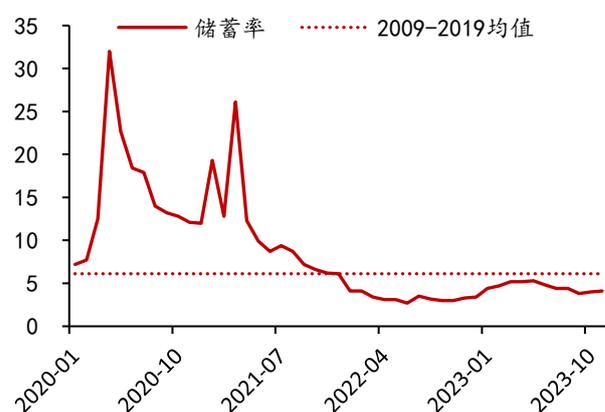
消费是美国经济中最大的一个部分，在 GDP 里面占比目前在 69%左右，而且消费在 GDP 的各个分项中相对来说是波动最小的，消费的方差只是投资的大概四分之一。超额的储蓄在过去对消费形成了明显的支持，不过从 2022 年之后一直都在消耗，如果以 2009 到 2019 年的储蓄率作为基准，那么超额的储蓄在 2024 年可能仍然对消费有所支撑。

图表8：美国 GDP 分项的占比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

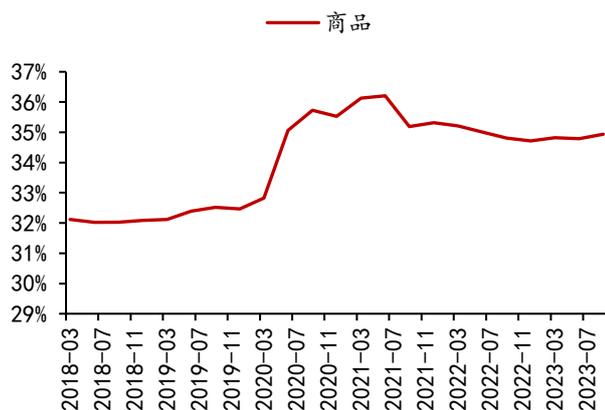
图表9：美国储蓄率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

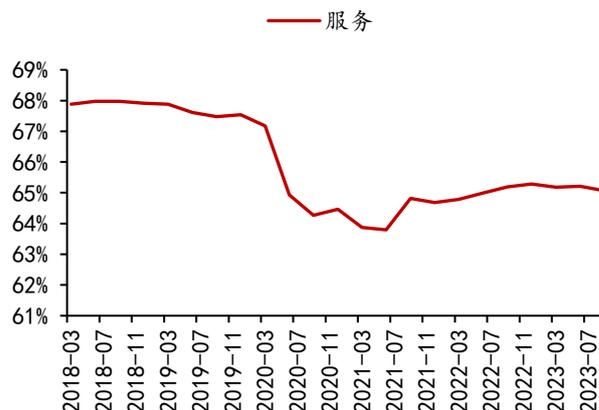
商品和服务消费的比例由于疫情的冲击出现了一些波动，服务消费的占比仍然略低于疫情前的水平，未来服务消费的比例可能还会继续上行一些，这样服务消费的增速可能略快于商品消费的增速。

图表10: 美国商品消费占比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

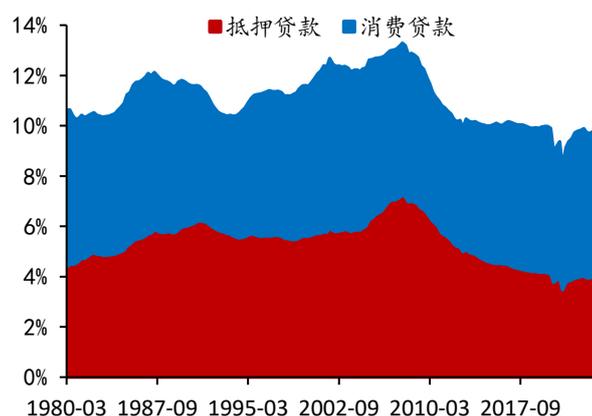
图表11: 美国服务消费占比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

另外,我们在之前的深度报告《美国或可以软着陆的一个理由——资产负债表和债务周期视角的解释》更加详细地分析了美国和日本最近的这个大的杠杆率周期。在美国杠杆率周期主要由居民部门驱动,时间约为20年左右,目前居民部门的资产负债表处于非常健康的状况,居民偿债的支出占个人可支配收入的比例位于历史低位,再加上股市等资本市场的繁荣带来财富效应,都对居民的消费形成支撑。

图表12: 家庭偿债支出占可支配个人收入的百分比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 货币政策周期和杠杆周期的叠加

	加杠杆(杠杆周期)	去杠杆(杠杆周期)
宽松(货币政策周期)	过度繁荣	资产负债表衰退
紧缩(货币政策周期)	软着陆	泡沫破灭

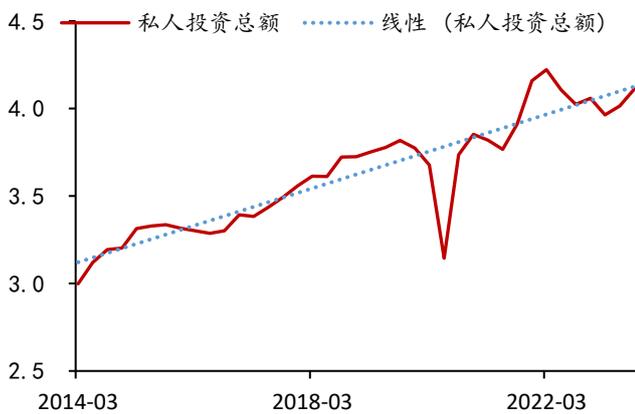
资料来源: 国联证券研究所

2.2.2 投资

相对于消费,投资的波动性更大,从增速的方差来看,投资的方差是消费的4倍,从这个角度看,投资的预测相对来说具有更大的不确定性。

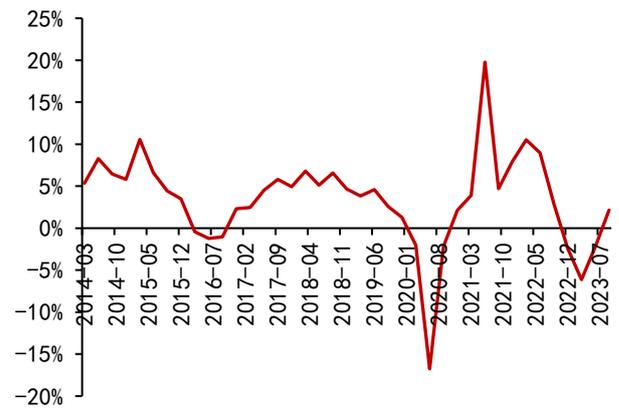
2023 年《芯片法案》和《通胀削减法案》补贴推动的新制造设施投资激增是不可重复的，在 2024 年的投资将不再有这样的有利因素。相反，货币政策高利率对投资的影响会更充分地体现在 2024 的数据中。不过同时，人工智能等新技术产业以及制造业回流等或继续成为潜在的投资支撑因素，美国的制造业超级投资周期或仍有一定惯性。

图表14：美国私人投资总额(万亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

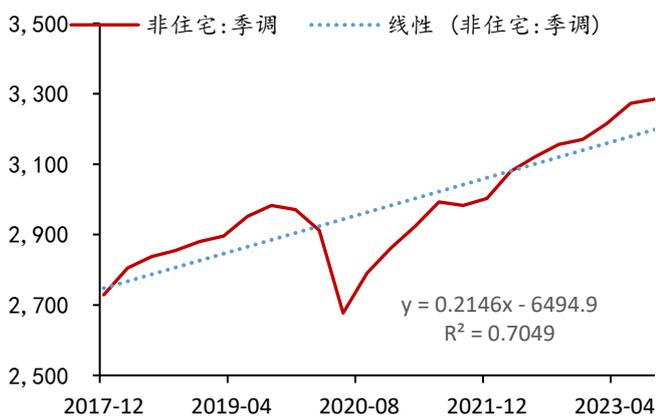
图表15：美国私人投资总额增速(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

非住宅的投资增长更好，但是住宅投资也结束了从 2021 年 2 季度开始的下行开始略微上行。同时，随着房价也结束跌势开始上升，新房的销售和开工都较低点有所改善，我们预期 2024 年的住宅投资也能略有增长。

图表16：非住宅投资(十亿美元)



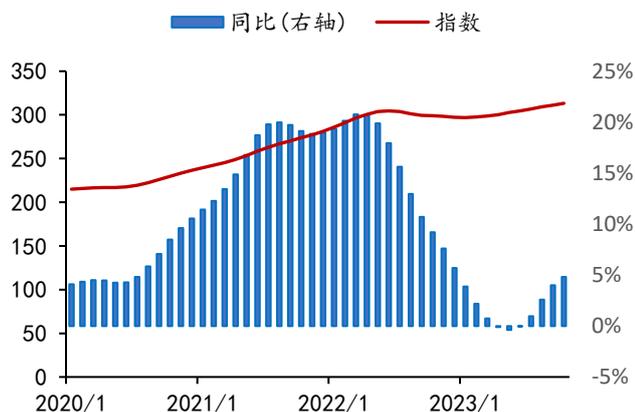
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17：住宅投资(十亿美元)



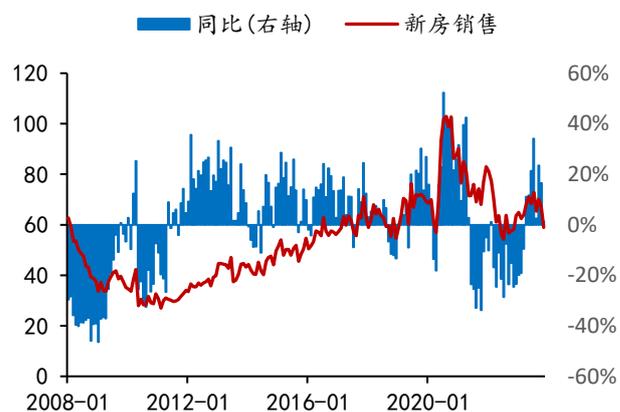
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18: S&P/Case-Shiller 住房价格指数



资料来源: Fred, 国联证券研究所

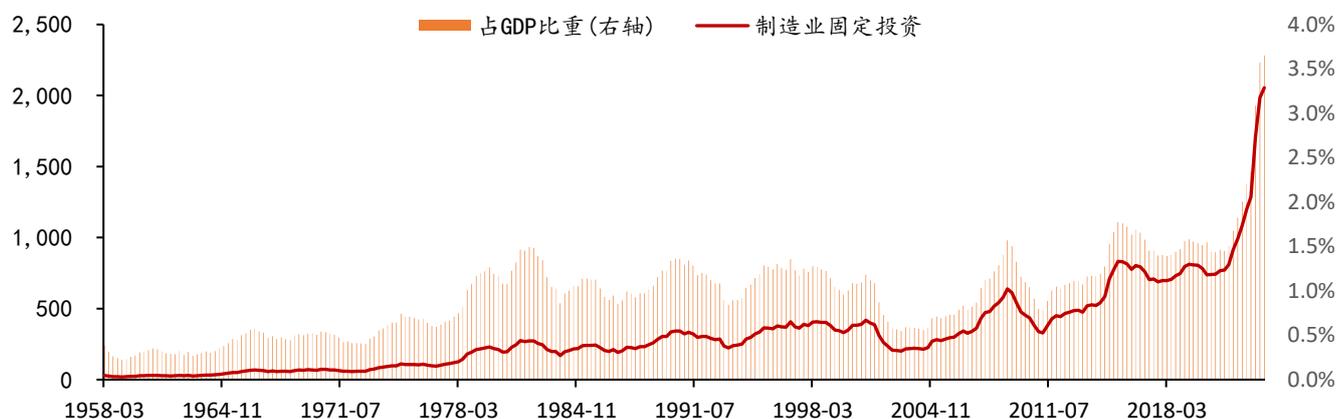
图表19: 新房销售(万套)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

非住宅投资强劲相当程度与美国制造业的固定投资高速增长有关。该项投资从疫情前的 800 亿左右迅速地增长到了超过 2000 亿, 占 GDP 的比重也从大约 1.5% 左右提升到了超过 3.5%。随着 ChatGPT 的横空出世让市场对于人工智能技术引领新的技术浪潮充满了憧憬。

图表20: 美国制造业固定投资(亿美元)

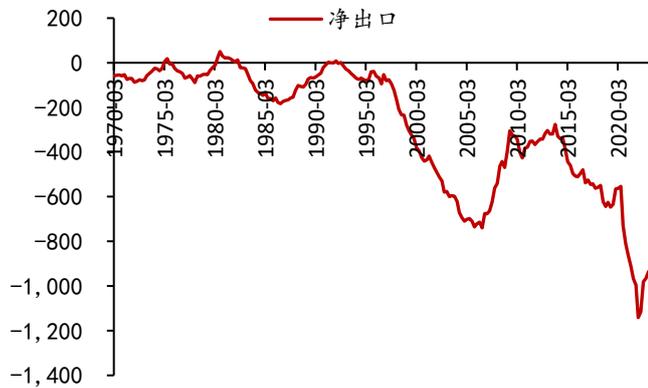


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.2.3 净出口

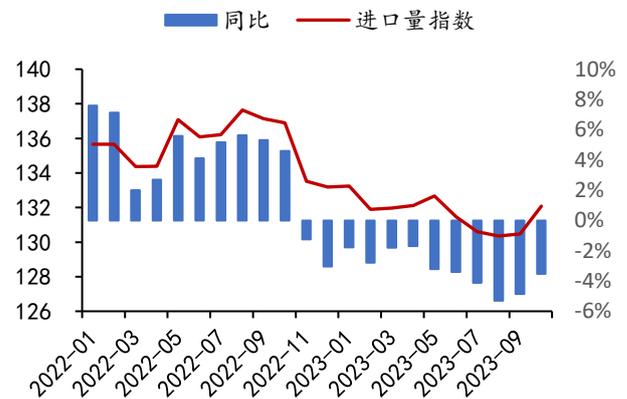
美国的净出口在2024年可能不会太拖累GDP增速,但也难成为GDP的主要支撑。2023年全球进口整体减弱的趋势比较明显,从全球总需求的角度来看,2024可能仍是偏弱的状态。根据国际货币基金组织的预测,2024年全球的增长较2023年的增长还会略微下降0.1个百分点。美国的出口或不会明显改善,同时进口在高息环境下也缺乏明显的利好点。整体的净出口可能处于基本持平的状态,对GDP增速的贡献仍在零附近。

图表21: 美国净出口(十亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 全球进口量指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2.4 政府支出

拜登总统已签署了新一年的国防授权法案向国防部拨款8860亿美元⁴,比上一年增加3.3%。如果考虑到通胀的因素,实际的国防支出基本上是和上年持平的状态。非国防支出中社保和医保的支出相当刚性,余下的非强制性支出在2023年6月通过的《财政责任法》中给2024财年的限额是7040亿。

⁴ [https://www.reuters.com/world/us/biden-signs-886-billion-us-defense-policy-bill-into-law-2023-12-22/#:~:text=WASHINGTON%2C%20Dec%2022%20\(Reuters\),China%20in%20the%20Indo%2DPacific.](https://www.reuters.com/world/us/biden-signs-886-billion-us-defense-policy-bill-into-law-2023-12-22/#:~:text=WASHINGTON%2C%20Dec%2022%20(Reuters),China%20in%20the%20Indo%2DPacific.)

图表23: 美国政府国防支出(万亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表24: 美国政府非国防支出(万亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

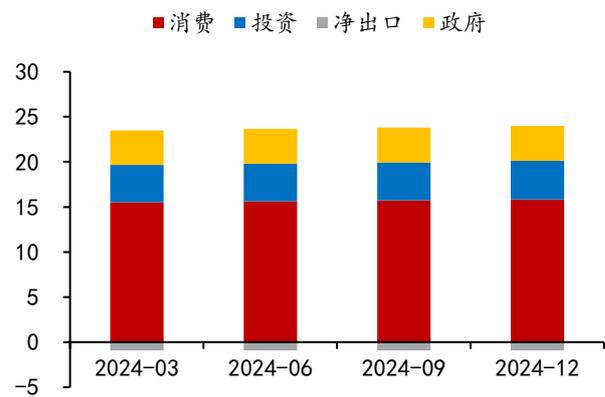
2.2.5 加起来的 GDP 数字

综合前面消费、投资、净出口和政府支出的数字, 我们预期 2024 年美国 GDP 的增速或为 2.1%左右, 或者至少是略高于美国经济的潜在增速, 最主要的支撑还是来自于消费的韧性, 尤其是服务消费的增长, 由于服务消费的增速或略快于商品消费, 服务消费的占比会进一步回升到更接近疫情前的水平。超额储蓄可能仍然有结余, 对消费也有支撑。居民资产负债表的健康可能让消费者收入中偿债的比例位于低位, 给消费提供了收入支撑, 杠杆率周期和货币政策周期的叠加效果可能超预期提升经济软着陆的概率。

但更重要可能在于, 如果比较自下而上的预测和基于菲利普斯曲线和奥肯定律的估计, 我们发现美国经济 2024 年走势的关键或仍取决于强劲的就业市场, 低失业率或支持消费的持续扩张。关于净出口和政府支出的估计在不同参数下偏差可能不会太大, 尤其是政府支出中有相当多刚性项目, 而且由于二者的权重都较消费低很多, 边际上的贡献就会更小。

图表25：美国 GDP 同比预测 (%)


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：GDP 各个分项 (万亿美元)


资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 好的预测来自于多种方法的综合

我们之所以采用两种方法进行预测，是因为我们从成熟的专业预测师那里学到，好的预测来自多种方法的综合。

2.3.1 专业预测师们使用的方法

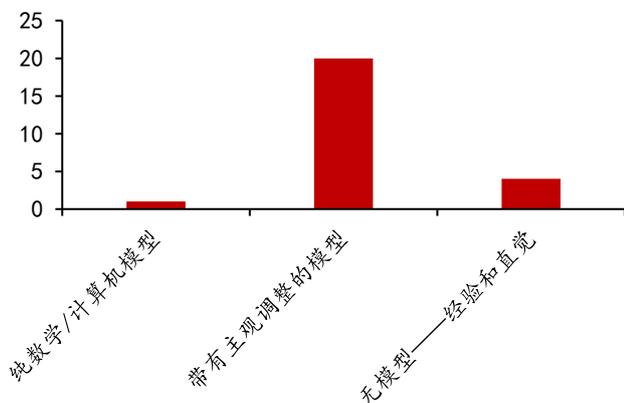
专业预测师们很多是在金融行业从业多年的经济学家，拥有丰富的经验和技能，他们如何预测 GDP 的方法可能有很多可借鉴之处。费城联邦储备银行在 2013 年曾经做了一个特别调查，获得了一些他们如何做预测的方法论方面的信息⁵。

关于预测模型的问题主要是在于专业预测师们的预测在多大程度上反映了纯数学模型模拟的结果，还是基于长年研究数据而形成的直觉和纯专家判断，或者两种方法的结合。

调查的结果显示几乎所有受访者都采用了结合的方法进行预测：25 位受访者中有 20 位表示，他们在报告预测时使用了数学/计算机模型，并对该模型进行主观调整。（一位受访者报告使用纯模型生成的预测，四位受访者表示仅使用他们的经验和直觉。）这些结果的一种解释是，像许多宏观经济学家一样，SPF 专家组成员认为模型是有用的，但在任何情况下都不应完全信任其能够提供合理结果。

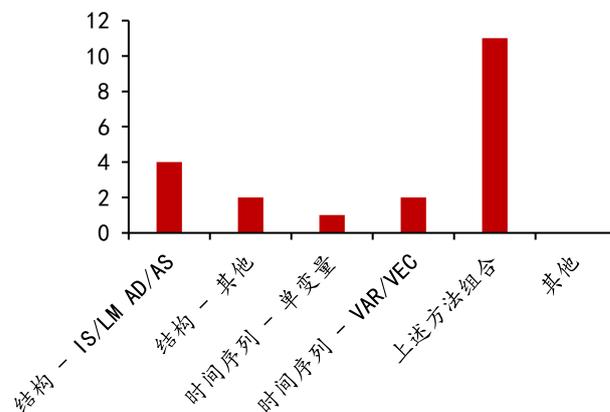
⁵ <https://www.philadelphiafed.org/-/media/frbp/assets/surveys-and-data/survey-of-professional-forecasters/spf-special-survey-on-forecast-methods.pdf?la=en&hash=DA9492A3DE5E3BF70D40F807B7278C83>

图表27: 预测方法



资料来源: SPF, 国联证券研究所

图表28: 预测模型的性质



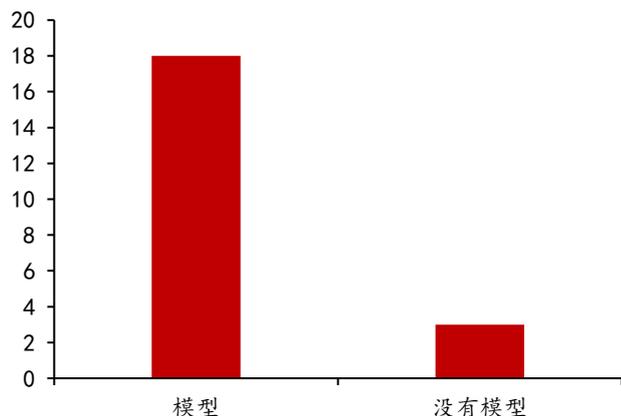
资料来源: SPF, 国联证券研究所

2.3.2 预测的最佳模型

众所周知, 宏观计量经济学家对于用于预测的最佳模型存在极大分歧。有些人更喜欢结构性质的模型, 其中解释了经济各个部门之间的详细联系。而其他人则更喜欢无理论方法, 依赖于变量之间的动态时间序列相关性来生成预测。

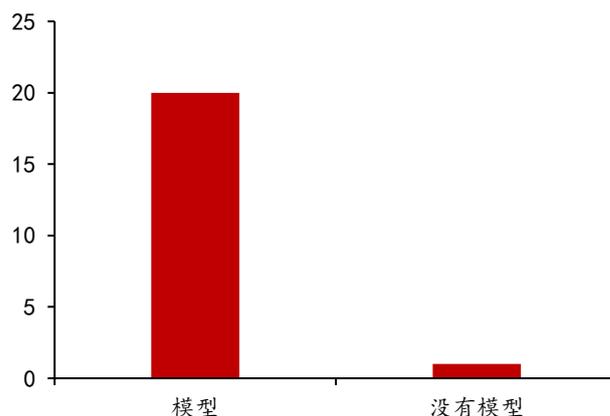
在这个特殊调查里 SPF 专家组成员描述了他们首选模型的大致性质, 总共有六种选择, 从结构模型到纯时间序列模型。20 位受访者中有 11 位表示, 他们采用了组合法, 权衡了两个或更多模型的预测。

图表29: 本季度的预测



资料来源: SPF, 国联证券研究所

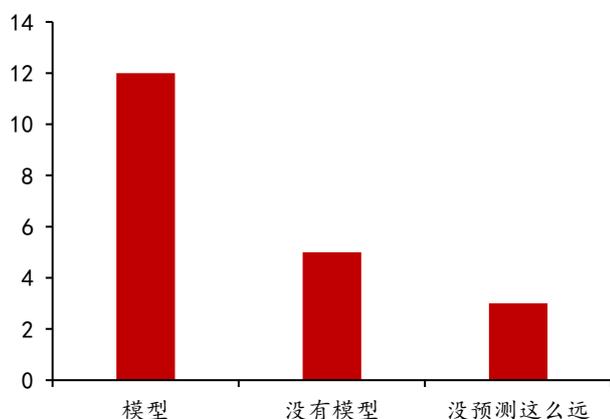
图表30: 1到2年的预测



资料来源: SPF, 国联证券研究所

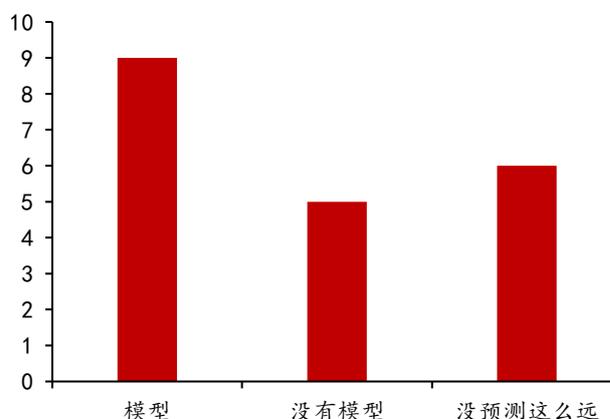
有趣的是, SPF 专家组成员会根据预测的时间跨度改变其预测方法。在最短的预测时间跨度内(两年或更短), 专家组成员普遍使用数学模型。在问卷中列出的确切时间跨度上, 18到20位预测者报告在这些短时间跨度内使用了模型。专家组成员还表示在长时间跨度的预测中也使用了模型(三年或更长), 尽管相比短时间跨度, 更少的人依赖于长时间跨度内的模型。

图表31: 3到5年的预测



资料来源: SPF, 国联证券研究所

图表32: 5年以上的预测



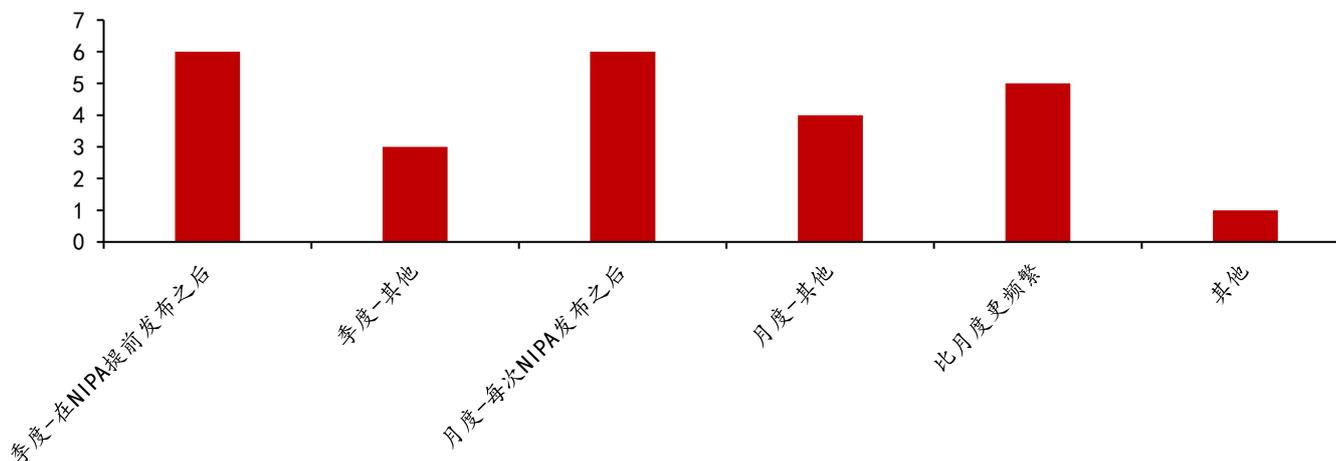
资料来源: SPF, 国联证券研究所

综合来看，SPF 专家组成员在其预测方法上非常灵活。总体而言，他们在报告预测时既使用模型又考虑主观因素，而不仅仅是模型或仅仅是主观因素。他们在形成预测时使用多种模型的组合，而不仅仅是一个模型。而且，他们会根据预测的时间跨度变化他们的方法。

2.3.3 预测的更新频率

在专题调查的最后一个问题中，他们还询问了专家组成员更新他们预测的频率。之所以想了解更新频率，主要是想了解参与者在每个季度中间月份初收到的预测是否反映了宏观经济的最新可用历史信息。这些关键信息包括美国经济分析局发布的国民收入和产品核算(NIPA)的预先报告(在 SPF 截止日期前约两周发布)、劳工统计局每月发布的劳动力市场报告(每月初发布)以及对利率等金融变量的每日观察。调查发现专家组成员经常更新他们的预测，这表明他们的预测融入了在调查截止日期前可获得的最新经济信息。

图表33：更新预测的频率



资料来源：SPF，国联证券研究所整理

3. 市场对美国 GDP 预测的一致预期是什么？

市场的一致预期包含了丰富的信息，在进行预测中是重要的参考系，其中最重要

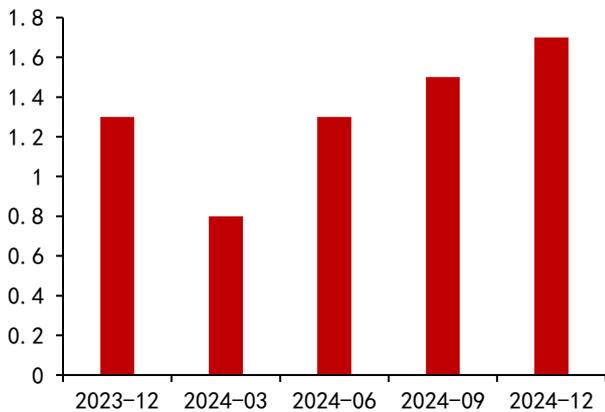
的两个来源，一个是以专业预测师调查为代表的市场参与者的预测，另一个是美联储自己的预测。

3.1 市场参与者的预测：专业预测师调查

市场参与者们的预测是 GDP 预测重要的参考来源，其中专业预测师调查是美国历史最悠久的宏观经济预测季度调查。这项调查始于 1968 年，由美国统计协会和国家经济研究局进行。费城联邦储备银行于 1990 年接管了这项调查。

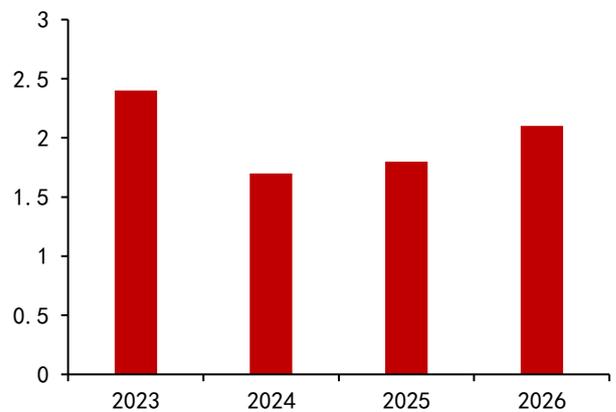
从 GDP 的预测来看，专业预测师们 4 季度预期 2024 年美国 GDP 全年会增长 1.7%，4 个季度也都会保持正增长。美联储 9 月份对 2024 年全年的增长预测是 1.5%，和国际货币基金组织在 10 月份给出的预测相同。

图表34：SPF 的季度 GDP 预测(%)



资料来源：SPF，国联证券研究所

图表35：SPF 的年度 GDP 预测(%)



资料来源：SPF，国联证券研究所

3.2 监管者的预测：美联储的预测

12 月美联储开会之后，美联储也更新了自己对于未来经济的预测。

美联储 12 月公布的经济预期概要中描述了一个经济软着陆的可能，2023 年的实际 GDP 大幅上修，失业率的预期变化不大，而通胀预期略微下降。

12 月的经济预期概要中 2023 年实际 GDP 预期的中位数从 2.1%上调到 2.6%，失

业率维持 3.8% 不变。2024 年经济增长从 1.5% 下调到了 1.4%，但仍然指向一个温和的软着陆而不是硬着陆和严重衰退。

通胀的预期普遍下调，2023 核心 PCE 的通胀从 3.7% 下调到 3.2%，同时 PCE 的通胀从 3.3% 下调到 2.8%。2024 年核心 PCE 的通胀从 2.6% 下调到 2.4%，PCE 的通胀从 2.5% 下调到 2.4%。按照这个预期，美联储在 2024 年基本上就将取得通胀的胜利。

政策利率预期显示的未来利率走向不再是“更高更久”，2023 年的政策利率从 5.6% 下调到 5.4%，2024 的政策利率下调到 4.6%，2025 的利率下调到 3.6%。从对于政策利率的中位数预期来看，明年或许有三次以上的降息可能。

SEP 预期给出的路径仍然是一个美国经济软着陆相当乐观的情景，虽然经济的增速略有下降，但是通胀下降更快，总体上还是在没有出现明显失业的情况下控制住了通胀，并实现了较快的经济增长。

图表 36: FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数

变量	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCE通胀	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
政策利率	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变		

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

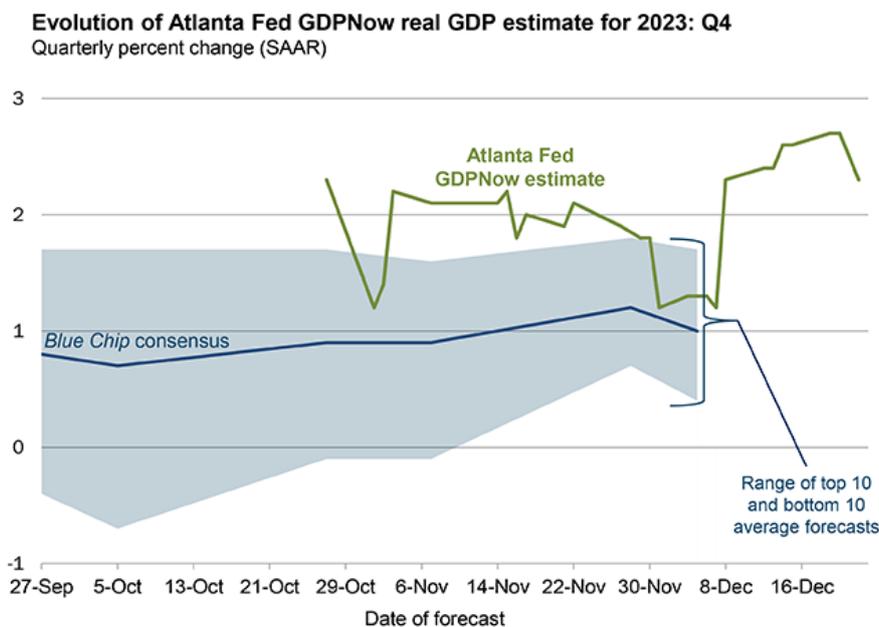
4. 关于 GDP 预测的一点补充讨论

关于 GDP 的看法，从近到远，可能可以分为 3 个预测的层次。最近的一层，由于 GDP 数据公布频率是季度，本身频率相对低一些，所以存在对当下季度 GDP 的预测，即所谓当期预测。第二层则是对未来短期 GDP 的预测，这其中需求侧的因素是主要的考虑方面，我们本篇报告主要讨论的就是这层。而第三层就是中长期的预测，在这个层次主要需要考虑更多的就是供给侧的因素，例如资本、劳动力和技术。

4.1 亚特兰大联储当期预测：4 季度 GDP 增长 2.3%

从 GDP 的当期预测来看，两个重要的 GDP 的当期预测都指向一个仍然强劲的 4 季度。亚特兰大联储 GDP 的当期预测(GDPnowcast) 现在预测 4 季度 GDP 增长为 2.3%，注意这个数字指的是所谓环比折年率，并不是同比的数字。如果根据亚特兰大联储的当期预测，那么美国 4 季度的同比增长将是 2.9%，而美国 2023 年全年的经济同比增速将是 2.5%。

图表37：亚特兰大联储 GDP 当期预测



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.

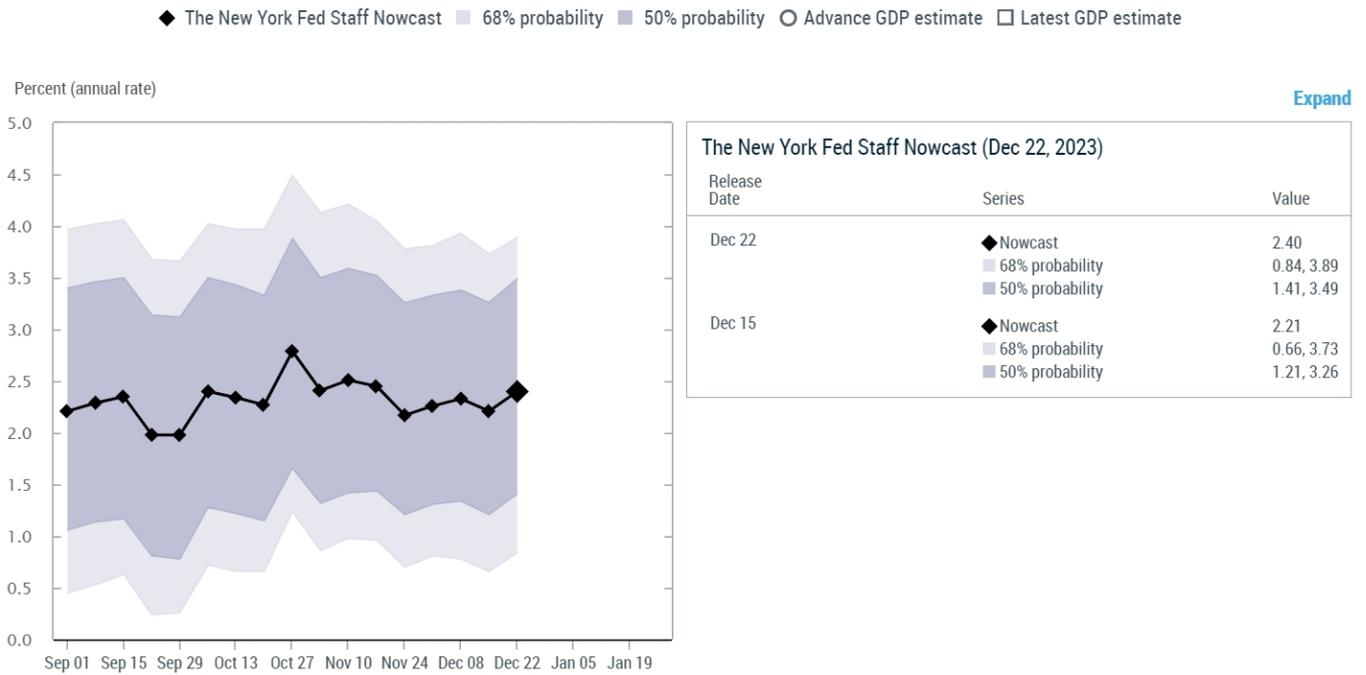
资料来源：亚特兰大联储，国联证券研究所整理

4.2 纽约联储当期预测：4 季度 GDP 增长 2.4%

纽约联储也有类似的当期预测，它目前预测 4 季度 GDP 增长 2.4%，那么美国 4 季度的同比增长将是 2.9%，而美国 2023 年全年的经济同比增速将是 2.5%。

图表38: 纽约联储 GDP 当期预测

New York Fed Staff Nowcast



资料来源: 纽约联储, 国联证券研究所整理

5. 风险提示

美联储持续鹰派的风险, 地缘政治冲突风险超预期, 金融状况收紧超预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼