

2024 年 1 月 26 日

全球宏观

韧性持续—美国 4 季度 GDP 点评

美国 2023 年 4 季度实际 GDP 年化季环比增速 3.3%，大幅高于预期的 2.0%，前值 4.9%。全年来看，2023 年全年美国经济增长 2.5%，高于 2022 年全年 1.9% 的增速。我们认为美国经济至少在 2024 年上半年仍将维持韧性：

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ④ **实际购买力上升，消费支出或继续支撑美国经济韧性。** 尽管 3 季度夏季消费热潮有所消退，但随着 4 季度通胀逐步回落，居民实际购买力正在上升，从而使得消费支出仍显强劲。因此，消费支出增速虽不及 3 季度 3.1%，但 4 季度增速依旧达到 2.8%，对 GDP 增速贡献超过一半，达到了 1.9 个百分点。当前劳动力市场虽有所放缓，但距离转弱尚有距离，预计工资增速尚难快速回落，且居民超额储蓄仍能支撑至 2024 年下半年，我们预计消费支出仍能支撑美国经济增长的韧性。
- ④ **私人投资有所降温，但住宅投资预计在降息预期驱动下于 2024 年再度上行。** 3 季度，在住宅投资快速增长带动下，私人投资增速达到 10%，但在 4 季度则降至 2.1%，而住宅增速亦由上个季度的 6.7% 降至 1.1%，或主要因 4 季度初美债 10 年期收益率及抵押贷款利率快速上行，使得住宅投资活动放缓所致。当前长端美债利率已高位回落，且降息预期升温影响下，预计住宅投资增速或将再度上行。
- ④ **库存贡献大幅降温，但当前美国制造商库存已在低位，即将转入主动补库。** 美国 4 季度库存增长对 GDP 贡献由 3 季度的 1.27% 降至 0.07%。美国制造商库存已在低位，即将从被动去库转向主动补库。我们预计在 2024 年，库存增长将成为美国经济增长的重要支撑之一。
- ④ **红海航运危机或对美国出口形成支撑。** 美国 4 季度出口增速大幅上行，由 3 季度的 5.4%，进一步增长至 4 季度的 6.3%，或主要由对欧洲能源出口所拉动。我们在《[红海航运危机或考验降息预期](#)》中已提及，当前红海航运局势尚不明朗，叠加中东地缘局势仍在升级，预计欧洲地区或加大对美国能源的进口，从而对美国出口形成支撑。

尽管美国 4 季度 GDP 增速大幅超过预期，但市场对美联储降息押注不降反升。利率期货市场显示，4 季度 GDP 数据公布后，市场对 3 月降息预期升至 46.2%，而数据公布前为 42.5%，主要原因在于美国 4 季度核心 PCE 符合预期，而 4 季度 GDP 价格指数为 1.5%，低于预期 2.3% 以及前值 3.3%。

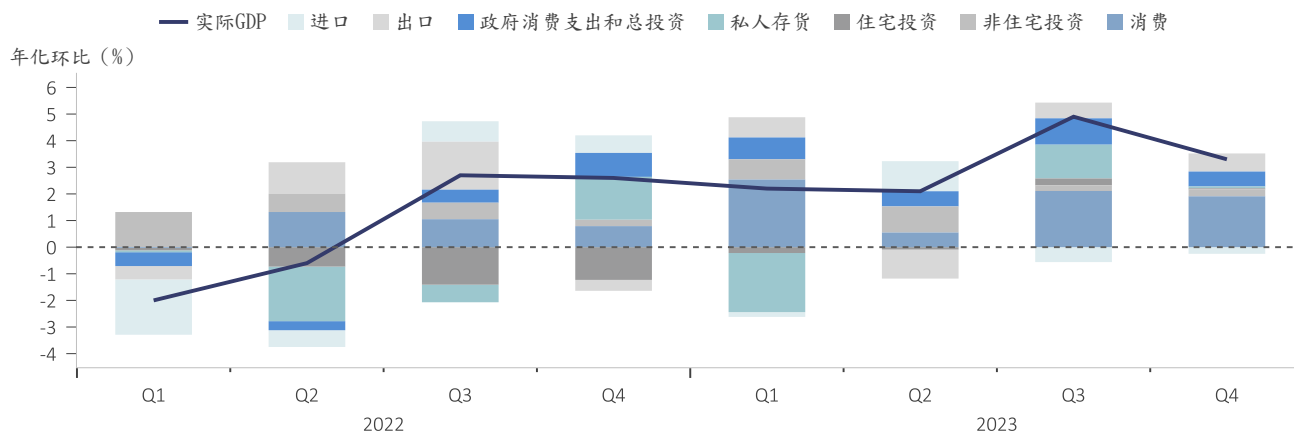
后市观察：美国 2023 年 4 季度 GDP 数据再次彰显了其经济韧性。我们认为美国经济在 2024 年上半年韧性依旧：1) 居民超额储蓄以及实际购买力上升对消费支出支撑仍在；2) 劳动力市场虽有放缓，但距离转弱仍有距离，薪资增速偏强；3) 制造商库存见底，或转入主动补库；4) 红海航运危机支撑其能源出口。结合美国通胀粘性仍重且有上行风险，我们认为当下美联储降息条件仍不充分，因而市场的降息预期显得过于乐观。当前市场降息预期虽已有所修正，但全年 5-6 次降息押注仍显乐观，或仍有修正空间。

图表 1: 美国实际 GDP 及分项环比折年率

年化环比(%)	Q4/2023	Q3/2023	Q2/2023	Q1/2023	Q4/2022	Q3/2022	Q2/2022	Q1/2022
GDP	3.3	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7	-0.6	-2.0
个人消费支出	2.8	3.1	0.8	3.8	1.2	1.6	2.0	0.0
商品	3.8	4.9	0.5	5.1	0.0	-0.7	-0.3	-1.2
耐用品	4.6	6.7	-0.3	14.0	-1.0	0.9	-0.9	1.5
非耐用品	3.4	3.9	0.9	0.5	0.5	-1.6	0.0	-2.7
服务	2.4	2.2	1.0	3.1	1.8	2.8	3.2	0.6
私人投资	2.1	10.0	5.2	-9.0	3.4	-7.6	-10.6	6.2
固定资产投资	1.7	2.6	5.2	3.1	-5.4	-4.3	-0.2	7.2
非住宅	1.9	1.4	7.4	5.7	1.7	4.7	5.3	10.7
住宅	1.1	6.7	-2.2	-5.3	-24.9	-26.4	-14.1	-1.8
出口	6.3	5.4	-9.3	6.8	-3.5	16.2	10.6	-4.6
进口	1.9	4.2	-7.6	1.3	-4.3	-4.8	4.1	14.7
政府支出	3.3	5.8	3.3	4.8	5.3	2.9	-1.9	-2.9
联邦政府	2.5	7.1	1.1	5.2	9.8	1.2	-3.9	-6.9
州政府	3.7	5.0	4.7	4.6	2.8	3.8	-0.8	-0.4

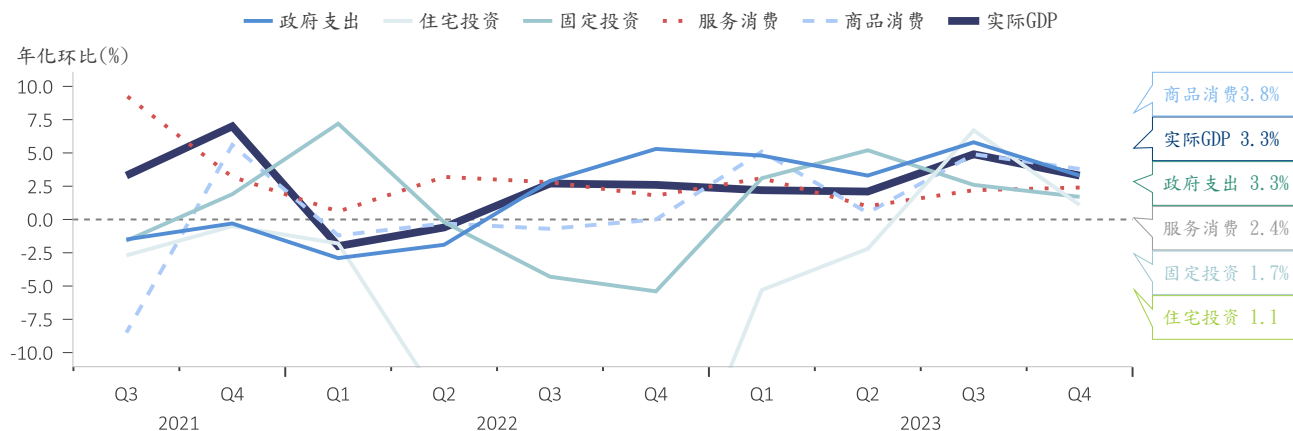
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 美国实际 GDP 环比折年率及分项贡献情况



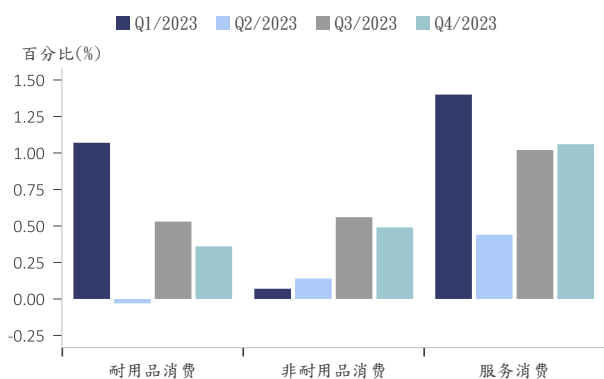
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 美国实际 GDP 及主要分项环比折年率走势



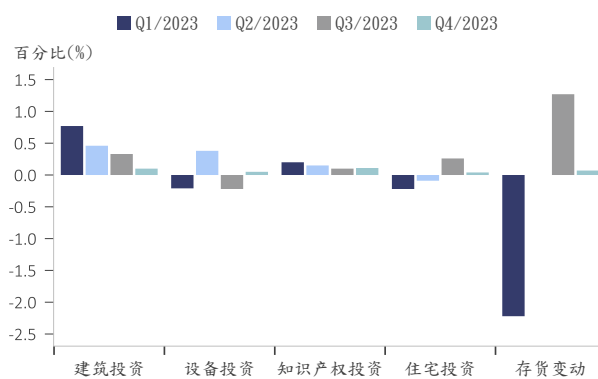
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 过去四个季度, 消费各分项对美国实际 GDP 贡献



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 过去四个季度, 投资各分项对美国实际 GDP 贡献



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 美国制造商库存已见底，即将转入主动补库



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 美国 30 年固定抵押贷款利率已回落，房价重回上行或令住宅投资升温



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年1月26日

全球宏观



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及长久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。