

2024 年 01 月 26 日

经济韧性或将“消灭”快速降息预期

宏观研究团队

——美国 4 季度 GDP 数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美国 2023 年四季度实际 GDP 环比折年率初值为 3.3%，市场预期为 2%，前值为 4.9%。

● 消费是美国 4 季度 GDP 维持韧性的关键

美国 4 季度实际 GDP 环比¹增长 3.3%，较 3 季度下降 1.6 个百分点，但同比增速上升至 3.11%。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动 4 季度 GDP 环比增长 1.91、0.38、0.43、0.56 个百分点，具体而言：

个人消费保持韧性，对经济支撑作用进一步显现。4 季度美国个人消费环比增长 2.8%，较 3 季度下降 0.3 个百分点，对 GDP 的环比拉动作用下降 0.2 个百分点。其中商品消费环比增速下降 1.1 个百分点至 3.8%，服务消费环比增速上升 0.2 个百分点至 2.4%，消费是 4 季度美国经济增长保持韧性的关键。

私人投资环比增速下降较多，主因存货下降较多。私人投资 4 季度环比上升 2.1%，较 3 季度下降 7.9 个百分点，对 GDP 的环比拉动作用下降 1.36 个百分点，其中固定资产投资 4 季度环比上升 1.7%，拉动 GDP 环比增长 0.031 个百分点，较 3 季度下降 0.43 个百分点，但库存增速或有较多减少，仅拉动 GDP 增长 0.07 个百分点。

净出口有所提升、政府支出有所回落。4 季度美国商品出口环比上升 4.7%，较 3 季度下降 0.3 个百分点，但服务出口环比增速上升 8.5 个百分点至 9.5%，带动净出口回升。联邦政府支出中非国防支出环比上升 0.9%，较 3 季度下降较多。

● 经济软着陆或逐渐成为现实，美联储快速降息预期或将逐渐破灭

如何理解 4 季度美国消费的韧性及前景？我们认为经济软着陆或正逐渐成为现实。数据上看，美国 4 季度消费韧性主要是服务消费，其环比增速较 3 季度增长 0.2 个百分点至 2.4%，食品住宿服务、医疗服务贡献较多，或与假期有关。商品消费环比增速下降了 1.1 个百分点。我们认为，4 季度美国消费的韧性的根源仍是就业市场，2023 年 12 月美国失业率录得 3.7%，处于历史低位区间，亚特兰大联储薪资增长指数亦录得 5.2%，并未延续下行（详见《就业市场或尚不支持美联储快速降息——美国 12 月非农就业数据点评》）。最终带动 4 季度美国个人可支配收入较 3 季度增长 2190 亿美元（折年数），虽然个人储蓄继续下行，但个人可支配收入的持续上行，将会成为美国消费强有力的支撑。**我们认为，由于当前美国居民和企业的杠杆率相对较低，在劳动力市场保持韧性的环境下，美国经济预计将会缓坡下行，实现软着陆的概率不断提升。**

美联储快速降息预期或将逐渐破灭，最快降息时点或在 2 季度。在经济维持韧性且有望实现软着陆的背景下，美国通胀水平将较难实现快速下行。4 季度美国 PCE 同比增长 1.7%，虽较 3 季度有所下降，但核心 PCE 同比增长 2.0%，与 3 季度持平。且美联储虽已加息至 5.25%-5.5%，但从高盛金融条件指数及 OFR 金融压力指数来看，美国的金融条件仍然较宽松。若过早降息，或引发金融条件进一步宽松，在经济软着陆的背景下，有可能会引发二次通胀。**因此我们认为美联储降息最快时点或在 2 季度，届时经济预计将进一步放缓，通胀也有望进一步下降，即使考虑到大选年可能的政治压力，时间上也并不晚。**

● **风险提示：**美国经济超预期衰退。

相关研究报告

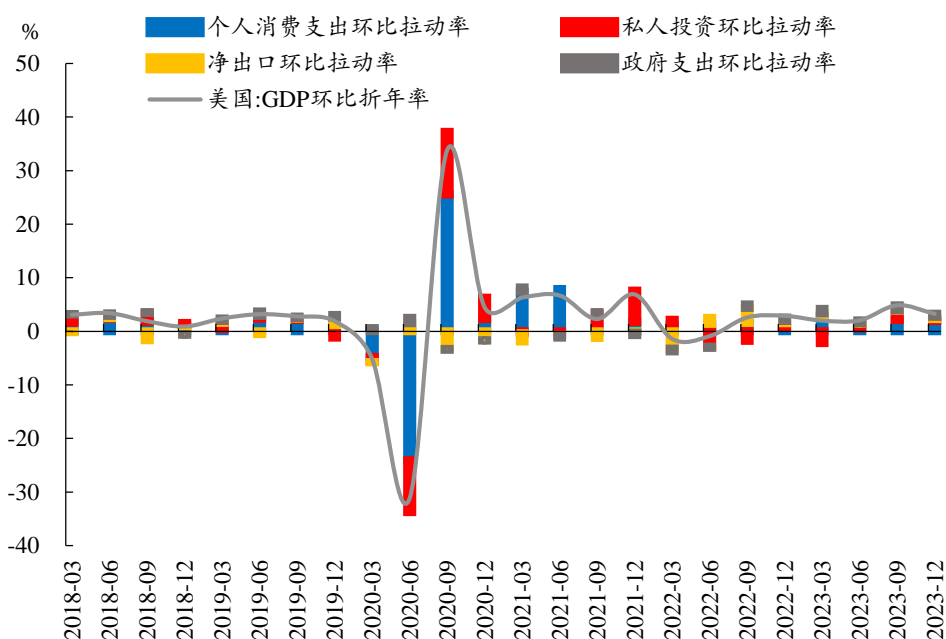
《超预期降准的逻辑——宏观经济点评》-2024.1.25

《坚定不移走中国特色金融发展之路——宏观周报》-2024.1.21

《Q4 GDP 与高频数据的 2 处趋势不同——12 月经济数据点评》-2024.1.18

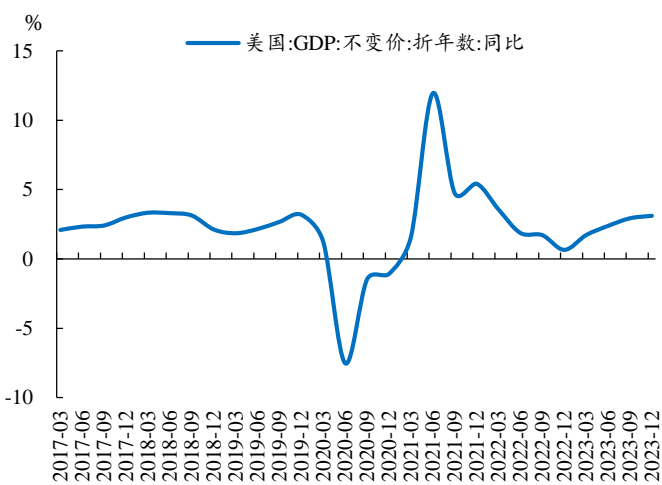
¹ 此处为环比折年率，后文未经标注均为环比折年率。

附图1：美国4季度经济增长维持韧性



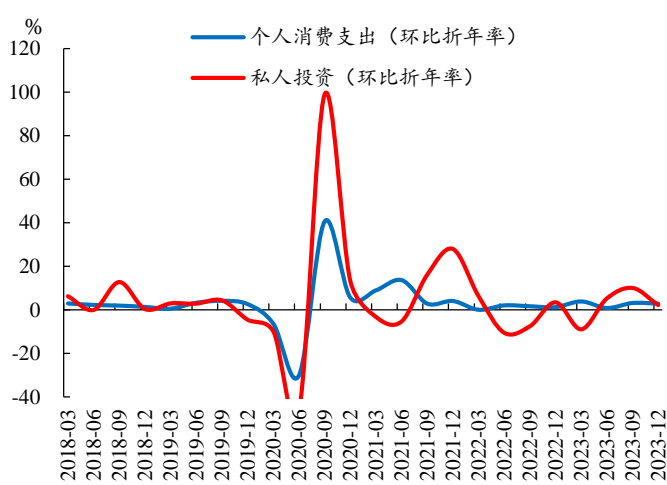
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：美国4季度GDP同比增速有所提升



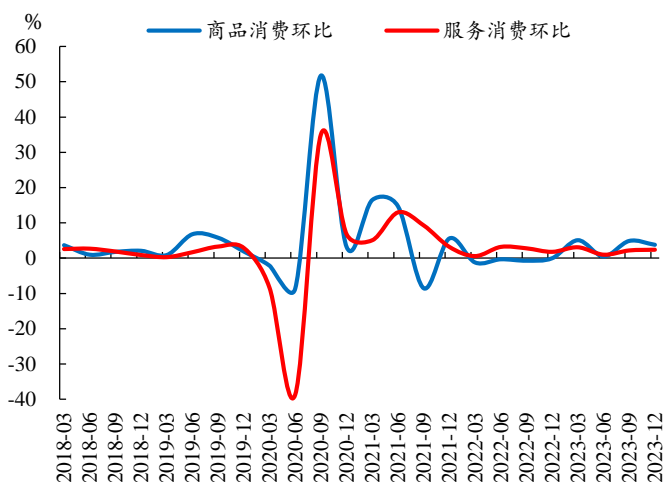
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3：个人消费与私人投资4季度环比增速有所下降



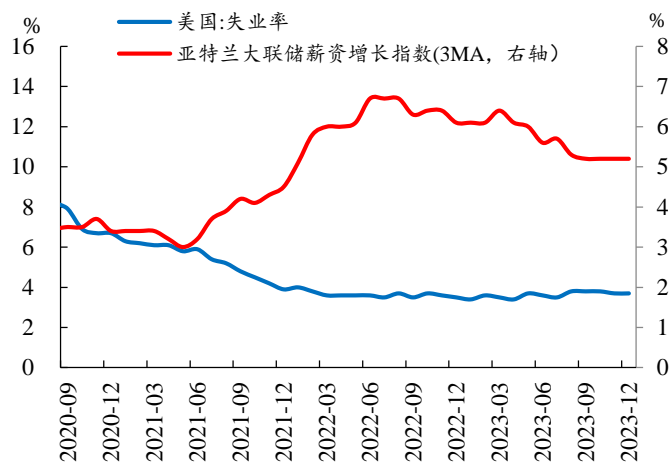
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4：美国服务消费环比有所增长



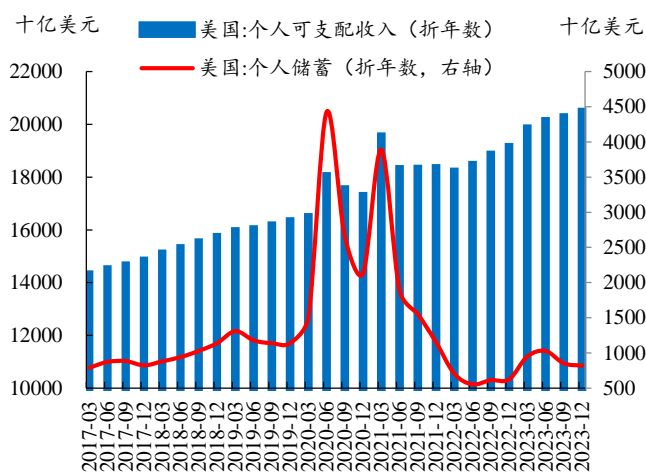
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图5：美国失业率维持低位，薪资增速仍较高



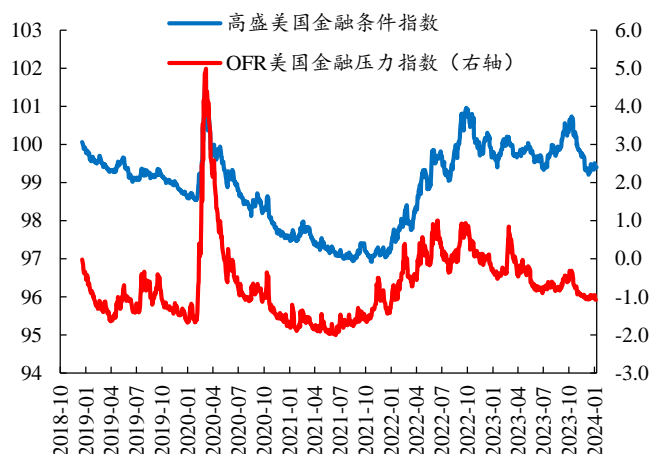
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图6：美国居民可支配收入仍在增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图7：美国金融条件近期仍较宽松



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn