

## 海外观察室

## 超预期部分来自波动项——美国4季度GDP数据点评

## 证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号  
S1060519060001  
LIULU979@pingan.com.cn

## 事项:

1月25日,美国经济分析局(BEA)公布了美国GDP数据。23年四季度,美国实际GDP环比折年率初值为3.3%,预期2%,前值4.9%。

## 研究助理

王佳萌 一般证券从业资格编号  
S1060123070024  
WANGJIAMENG709@pingan.com.cn

## 平安观点:

- **23年四季度,美国GDP增速超出市场预期以及美联储认定的潜在增速。**23年四季度,美国GDP环比折年率为3.3%,较三季度增速回落1.6个百分点。尽管经济增速边际放缓,但其增速依然较大幅超出市场预期(彭博预期增速区间为1.0-2.5%,亚特兰大联储GDP NOW模型预测为2.4%)和潜在增速(美联储认定为1.8%)。23年全年实际GDP增速为2.5%,较22年提升0.6个百分点,高利率下美国经济韧性延续,距离软着陆更近一步。
- **但超预期部分来自于波动较大的净出口和库存分项。**若与亚特兰大联储的临近预测模型比较,美国四季度GDP环比增速较GDP NOW模型的预测高0.9个百分点,其中净出口和库存可以分别解释0.5个百分点和0.6个百分点,私人固定资产投资和政府支出则小幅弱于预测。
- **GDP数据影响偏中性,美债收益率小幅波动。**综合来看,美国四季度GDP数据对市场影响偏中性,美债收益率总体小幅回落,2Y和10Y分别较高点回落7BP和4BP左右,主要定价PCE价格指数保持了低通胀水平以及初请失业金人数超预期。标普500小幅上涨0.6%,美元指数小幅上涨0.3%。
- **美债收益率短期或延续区间震荡,建议趁调整窗口入场。**上周以来,美债收益率整体呈现窄幅震荡格局,震荡区间在4.08%-4.19%。短期内市场增量信息有限,预计震荡格局或延续,但当前位置已有配置价值,建议择机入场。货币路径方面,尽管经济增速整体回落,但仍高于潜在水平;预计美联储仍将保持谨慎,留足观察窗口,我们维持最早在年中首次降息的判断,同时建议关注月底议息会议的表态以及2月初财政部公布的季度再融资报告。
- **风险提示:**1)终端利率持续时间更长;2)地缘政治风险扩散;3)通胀回落速度不及预期。



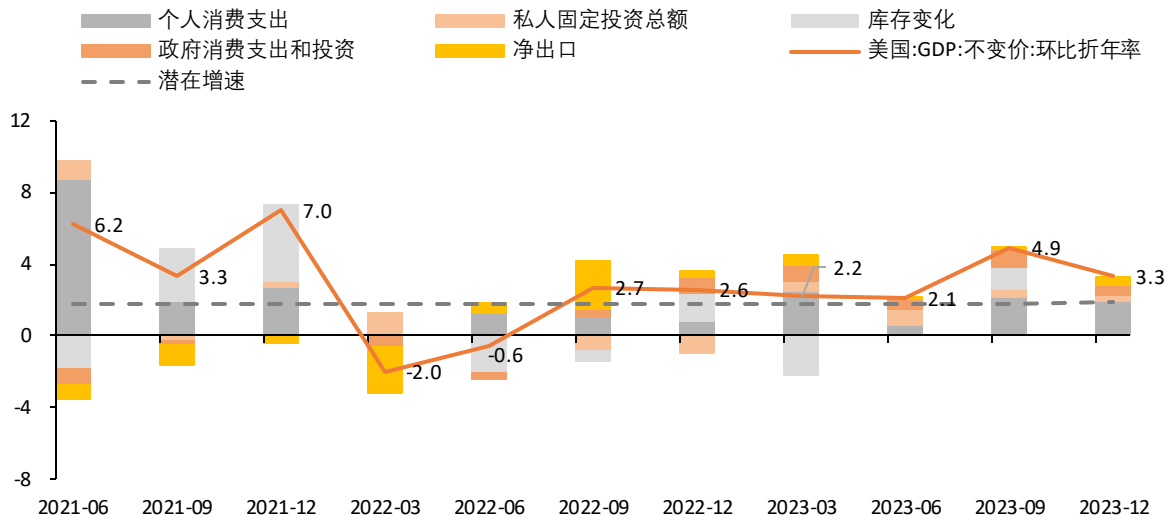
## ■ 美国经济增速超预期，贡献在波动项

**23 年四季度，美国 GDP 增速超出市场预期以及美联储认定的潜在增速。**23 年四季度，美国 GDP 环比折年率为 3.3%，较三季度增速回落 1.6 个百分点。尽管经济增速边际放缓，但其增速依然较大幅超出市场预期（彭博预期增速区间为 1.0-2.5%，亚特兰大联储 GDP NOW 模型预测为 2.4%）和潜在增速（美联储认定为 1.8%）。23 年全年实际 GDP 增速为 2.5%，较 22 年提升 0.6 个百分点，高利率下美国经济韧性延续，距离软着陆更近一步。

**但超预期部分来自于波动较大的净出口和库存分项。**若与亚特兰大联储的临近预测模型比较，美国四季度 GDP 环比增速较 GDP NOW 模型的预测高 0.9 个百分点，其中净出口和库存可以分别解释 0.5 个百分点和 0.6 个百分点，私人固定资产投资和政府支出则小幅弱于预测。

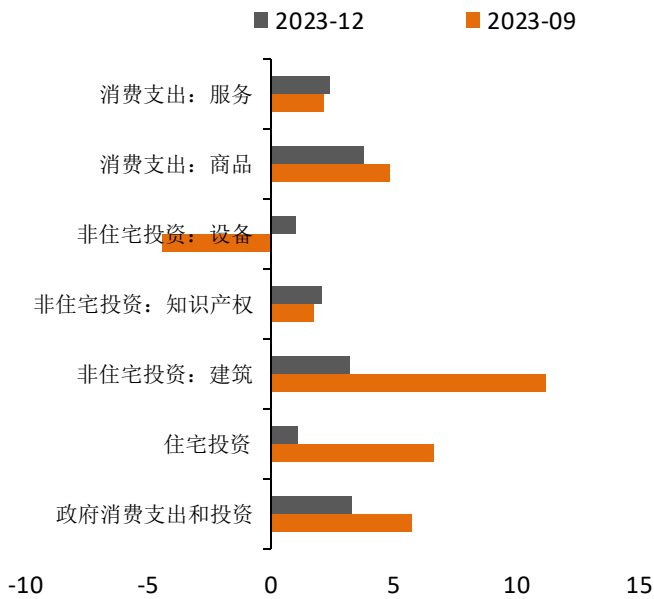
- 1) 消费支出：环比折年率 2.8% (前值 3.1%)，为经济增长贡献了 1.91 个百分点。**其中，商品消费增速回落，但服务消费增长加速，主要表现在娱乐服务和交通运输服务方面。消费支出边际放缓，但仍保持较高的韧性，主要由于：1) 收入端看，由于劳动力市场韧性以及总体通胀回落，居民实际可支配收入同比增速得以维持；2) 消费端看，去年四季度美国居民储蓄率仍位于历史低位，同时信用卡使用增多，说明居民的消费意愿仍然较强，而预防性储蓄意愿较弱。
- 2) 非住宅投资（商业性投资）：环比折年率 1.9% (前值 1.4%)，为经济增长贡献了 0.26 个百分点。**分项看，非住宅建筑投资环比增速继续放缓至 3.2% (前值 11.2%)，或主要由于前值的高基数；23 年以来建筑投资多与芯片法案和通胀削减法案的扶持相关，因此也受到拨款和项目落地节奏的影响。设备投资环比增速 1% (前值-4.4%)，主要受到计算机等信息处理设备投资放量的带动。知识产权投资较为稳定，四季度环比增速为 2.1% (前值 1.8%)。
- 3) 住宅投资：环比折年率 1.1% (前值 6.7%)，为经济增长贡献了 0.04 个百分点。**住宅投资环比增速走弱，但仍录得正增长，表现仍强于 21 年以来的大部分季度。住宅投资主要受到两方面支撑：1) 去年四季度，市场交易美联储降息，抵押贷款利率下行，或带动住房消费边际改善；2) 住房市场上二手房供给受限，导致新房开工被迫提速。
- 4) 政府支出：环比折年率 3.3% (前值 5.8%)，为经济增长贡献了 0.56 个百分点。**23 财年以来，政府支出持续保持了对经济增长的显著正贡献，我们预计财政在今年也将延续较强的支出水平。
- 5) 净出口：出口环比折年率为 6.3% (前值 5.4%)，进口环比折年率为 1.9% (前值 4.2%)，净出口为经济增长贡献了 0.43 个百分点。**一方面，国内需求放缓带动进口增速回落；另一方面则受益于去年四季度美国服务性出口增速明显抬升。
- 6) 库存：库存变化为经济增长贡献了 0.07 个百分点。**库存环比波动较大，去年四季度库存高于预期，或是由于零售商在假日季补库；但随着消费放缓，预计此后库存仍有下行压力。

图表1 23年四季度，美国经济环比增速回落（%）



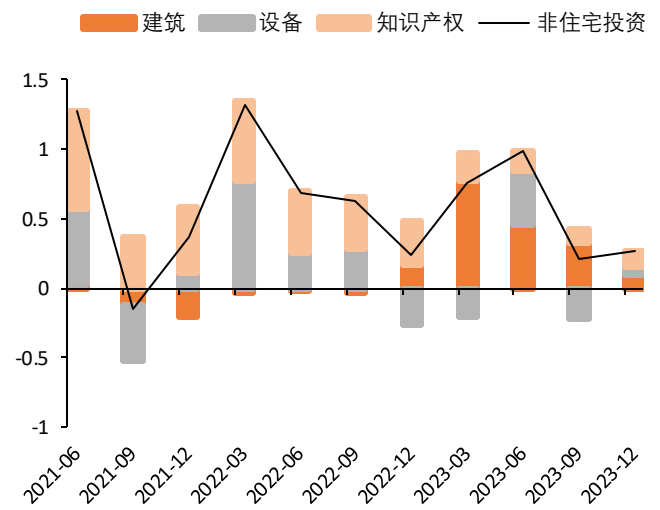
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表2 商品消费增速回落，服务消费增速抬升（%）



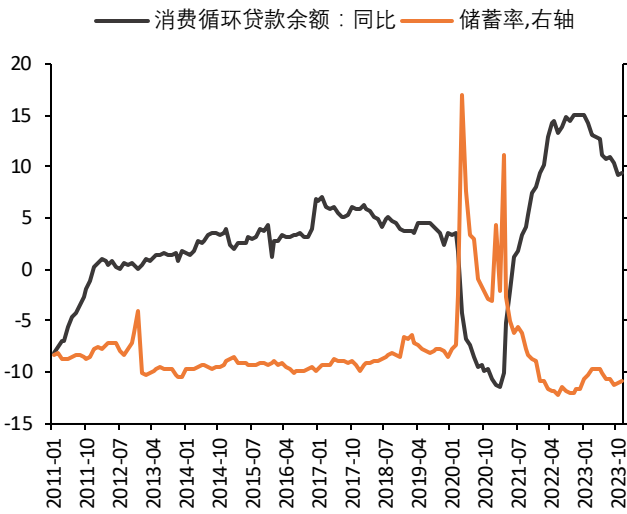
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表3 非住宅投资对经济增长的贡献提升（%）



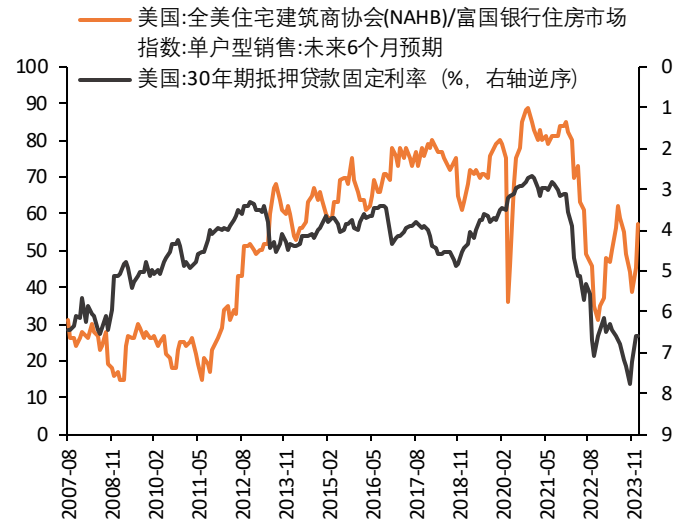
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表4 美国居民储蓄率维持低位，消费贷款增速较高 (%)



资料来源：Bloomberg, Wind, 平安证券研究所

图表5 抵押贷款利率回落带动住房消费信心改善



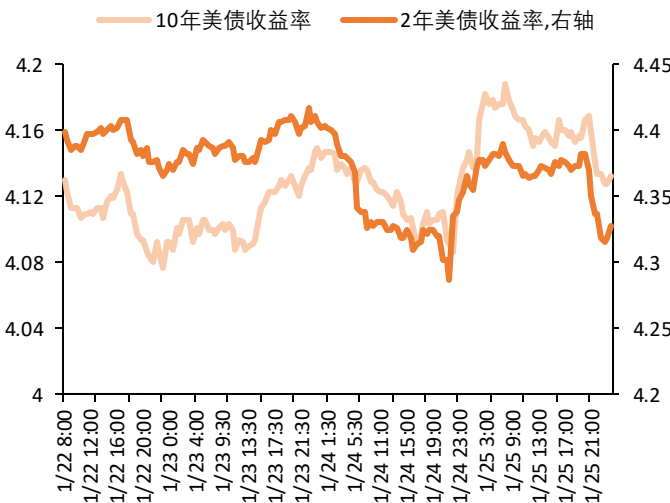
资料来源：Wind, 平安证券研究所

■ 增量信息有限，美债收益率窄幅震荡

**GDP 数据影响偏中性，美债收益率小幅波动。**综合来看，美国去年四季度 GDP 数据对市场影响偏中性，美债收益率总体小幅回落，2Y 和 10Y 分别较高点回落 7BP 和 4BP 左右，主要定价 PCE 价格指数保持了低通胀水平以及初请失业人数超预期。标普 500 小幅上涨 0.6%，美元指数小幅上涨 0.3%。

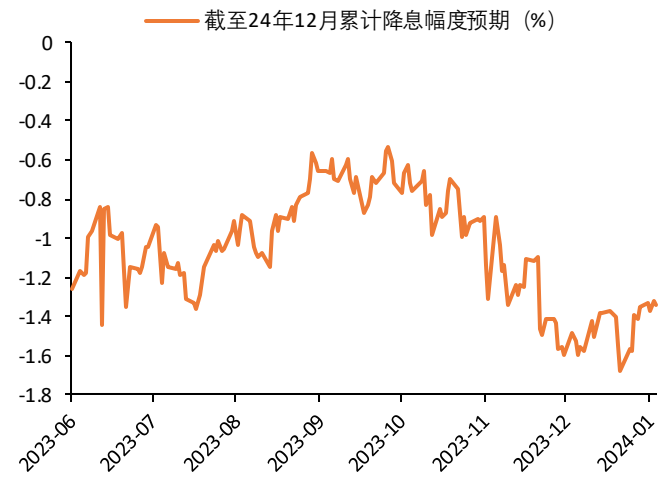
**美债收益率短期或延续区间震荡，建议趁调整窗口入场。**上周以来，美债收益率整体呈现窄幅震荡格局，震荡区间在 4.08%-4.19%。短期内市场增量信息有限，预计震荡格局或延续，但当前位置已有配置价值，建议择机入场。货币路径方面，尽管经济增速整体回落，但仍高于潜在水平；预计美联储仍将保持谨慎，留足观察窗口，我们维持最早在年中首次降息的判断，同时建议关注月底议息会议的表态以及 2 月初财政部公布的季度再融资报告。

图表6 数据公布后美债收益率下行 (%)



资料来源：Bloomberg, 平安证券研究所

图表7 市场预期美联储 24 年降息 133BP 左右 (%)



资料来源：Bloomberg, 平安证券研究所

图表8 美联储官员近期表态

职位	姓名	投票权 (2024)	表态	日期
纽约联储主席	威廉姆斯 (John Williams)	有	预计我们需要在一段时间内保持限制性的政策立场……只有当我们确信通货膨胀率将持续向2%迈进时，放松政策才是合适的。经济面临的风险是双面的，他预计2024年GDP约为1.25% (低于美联储12月SEP 1.4%的中值)，2024年失业率为4% (低于美联储12月SEP 4.1%的中值)，2024年通胀率为2.25% (低于美联储12月SEP 2.4%的中值)。当准备金略高于与充足准备金相符的水平时，美联储将放缓、然后停止资产负债表缩减，尽管“我们似乎还没有接近那个点”。	2024/1/10
克利夫兰联储主席	梅斯特 (Loretta Mester)	有	3月降息对于美联储来说为时过早，还需要看到更多证据。她称，最新的通胀数据强化了她的观点，即目前的货币政策处于适当位置。美联储会在今年开始讨论放缓QT的问题，但现在仍有很多准备金，不必立刻放缓QT步伐。	2024/1/12
里士满联储主席	巴金 (Thomas Barkin)	有	他希望确信通胀正朝着目标前进，并指出通胀的改善仍然相当有限，而且主要集中在商品方面。最新的CPI与预期一致，预计整体通胀水平仍将放缓，但与服务和住房之间仍存在“脱节”。	2024/1/12
亚特兰大联储主席	博斯蒂克 (Raphael Bostic)	有	去通胀的进程可能会放缓，利率需要至少在夏季之前保持不变，以防止物价再次上涨	2024/1/14
美联储理事	沃勒 (Chris Waller)	有	经济活动和劳动力市场状况良好，我认为没有理由像过去那样迅速采取行动或快速降息。我们的研究表明，如果职业空缺率继续降至4.5%以下，失业率将大幅上升。因此从现在开始，政策的制定需要更加谨慎，以避免过度收紧。	2024/1/16
芝加哥联储主席	古尔斯比 (Austan Goolsbee)	无	重要的是政策的限制性，即利率减去通胀的水平，随着通胀下降，这为美联储减少货币政策的限制性打开了大门。市场在美联储降息押注中领先，PPI数据是最嘈杂、效率最低的。	2024/1/20

资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

- 风险提示: 1) 终端利率持续时间更长; 2) 地缘政治风险扩散; 3) 通胀回落速度不及预期。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）  
推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）  
中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）  
回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）  
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层