

软着陆概率进一步提升： 美国四季度 GDP 数据点评

事件：

1月25日，美国商务部经济分析局（BEA）公布四季度美国GDP数据。初步核算，四季度实际GDP季调环比折年率3.3%，预期2.0%，前值4.9%；实际GDP同比3.1%，前值2.9%。

投资要点：

Q4边际走弱但仍超市场预期，美国经济软着陆概率进一步提升：消费环比走弱+Q3库存高增的不可持续，市场此前已预期美国Q4GDP环比走弱，但最终公布值仍超预期，显示美国经济韧性较强。而全年实际GDP同比增长2.5%，较2022年的1.9%明显提升，显著高于2022年底美联储的预期（0.5%），美国经济软着陆概率进一步提升。

消费是Q4美国GDP主要拉动项，出口同样带来一定贡献：分项上看，居民消费、投资、政府部门消费和投资环比均边际减弱，出口边际提升。但消费降幅相对有限，且构成Q4GDP最主要拉动项，出口同样带来一定贡献。究其原因，劳动力市场旺盛+流动性边际宽松下财富效应再度走强+宽财政脉冲仍在，美国消费回落幅度偏缓，是Q4经济超预期主因。

1月以来流动性宽松交易略有回调，降息趋近但仍需等待：1月以来各项经济数据表现超预期，流动性宽松交易略有回调，10年期美债再度升至4%以上。利率期货隐含的降息预期由12月份的最早3月降息推迟至5月，但全年仍预期降息150BP。而在美国经济韧性较强的背景下，中性条件下美联储最早或在2024年6-7月降息，全年150BP的降息预期或过于乐观。后续重点关注1月底的议息会议相关表述。

美国经济软着陆概率提升，对应美股盈利端仍有支撑，美债利率仍有较大下行空间但短期需等待：近期美债利率有所调整但美股继续创新高，背后反映市场对美国经济软着陆的预期进一步提升，意味着美股杀盈利幅度或相对有限，但短期由于11月以来涨幅过大，阶段性或有压力。而美债利率中枢有望逐步降至3.5%附近，但短期美国经济韧性偏强，对应美债利率下行缺乏催化，需等待经济数据进一步放缓，或美联储释放偏鸽信号。

风险提示：一是美联储降息节奏低于预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国经济数据大幅放缓。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美联储首次降息前后资产价格表现》—2023.12.25
- 2、《2024 宏观经济展望：盈利回升，顺风而行》—2023.12.13
- 3、《经济韧性好于预期：美国三季度 GDP 数据点评》—2023.10.27

正文目录

1 消费韧性较强，带动 Q4 美国 GDP 数据超预期	3
2 市场预期向美联储靠拢，降息趋近但仍需等待	6
3 风险提示	8

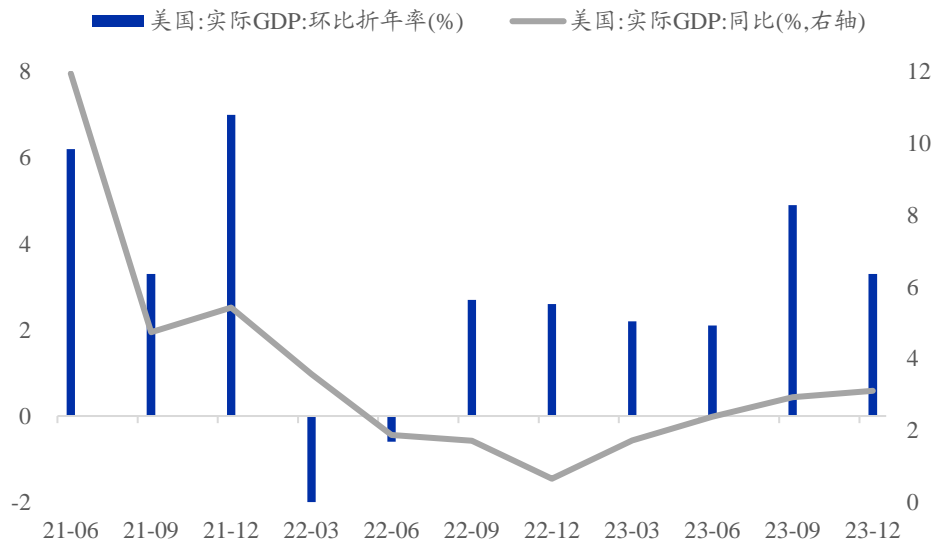
图表目录

图表 1：2023Q4 美国 GDP 环比折年率为 3.3%	3
图表 2：2023 美国 GDP 实际增速较上年环比提升	4
图表 3：居民消费、投资、政府部门环比减弱，出口环比提升	4
图表 4：消费和出口是 Q4GDP 主要拉动项	5
图表 5：美国失业率保持低位，职位空缺率高于疫情前水平	6
图表 6：2023 年 11 月以来美股大幅上涨、美债利率高点明显回落	6
图表 7：1 月以来 10 年期美债利率明显回调	7
图表 8：利率期货隐含的降息预期推迟至 5 月，但全年仍预期降 150BP	7

1 消费韧性较强，带动 Q4 美国 GDP 数据超预期

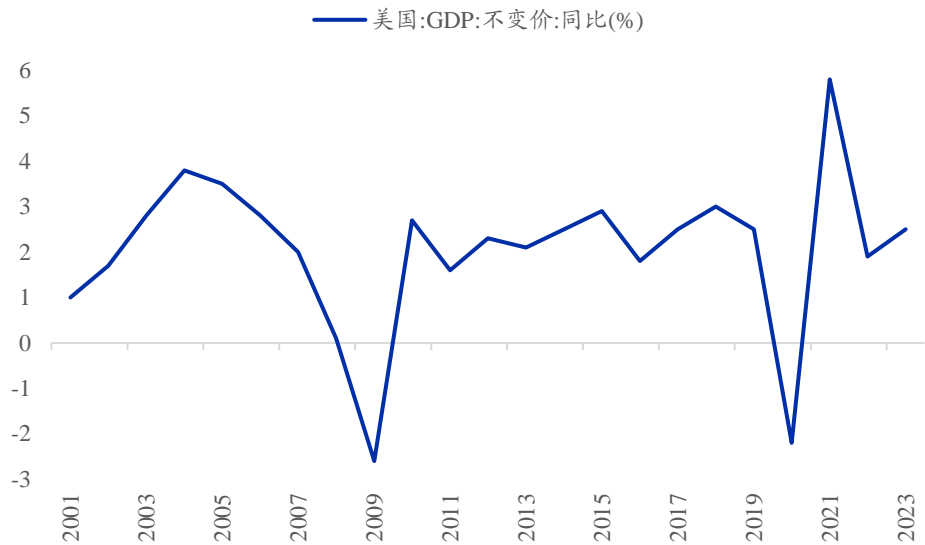
Q4 环比较 Q3 明显走弱，但最终公布值仍超预期，显示美国经济韧性较强。美国 Q4 实际 GDP 环比折年率 3.3%，高于市场预期的 2.0%；实际 GDP 同比 3.1%，创 2022H2 以来的新高。消费环比走弱+Q3 库存高增的不可持续，市场此前已预期美国 Q4GDP 环比走弱，但实际公布值较市场预期高出 1.3 个百分点，较亚特兰大联储 GDPNow 预测的 2.4%高出近 1 个百分点，反映美国经济韧性较强，与近期公布的超预期的 PMI、非农就业等数据相互印证。从全年数据看，美国 2023 年实际 GDP 同比增长 2.5%，较 2022 年的 1.9%明显提升。站在美联储的视角上，2.5%的 GDP 增速无疑是一份可喜的答卷，其显著高于 2022 年 12 月 FOMC 会议预测的 0.5%，与 2023 年 12 月预测的 2.6%接近，意味着美国经济软着陆的概率进一步提升。

图表 1：2023Q4 美国 GDP 环比折年率为 3.3%



来源：Wind、华福证券研究所

图表 2：2023 美国 GDP 实际增速较上年环比提升



来源：Wind、华福证券研究所

居民消费、投资、政府部门消费和投资环比均边际减弱，出口边际提升，但消费降幅相对有限。消费方面，私人部门消费环比折年率由 Q3 的 3.1% 降至 2.8%，其中商品（4.9%→3.8%）边际减弱，耐用品（6.7%→4.6%）、非耐用品（3.9%→3.4%）均有所弱化，而服务项则环比改善（2.2%→2.4%）；投资环比折年率由 Q3 的 10.0% 大幅降至 2.1%，其中建筑和住宅降幅明显，设备类投资和知识产权投资反而边际提升；进出口方面，Q3 出口小幅提升（5.4%→6.3%），进口略有下滑（4.2%→1.9%），合计的净出口对 GDP 环比贡献提升；政府部门消费和投资环比减弱（5.8%→3.3%），其中联邦政府降幅高于地方政府，总体反映财政脉冲在逐步消退。

图表 3：居民消费、投资、政府部门环比减弱，出口环比提升

	季调环比折年率 (%)				
	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12
实际GDP	3.3	4.9	2.1	2.2	2.6
私人部门消费	2.8	3.1	0.8	3.8	1.2
商品	3.8	4.9	0.5	5.1	0.0
耐用品	4.6	6.7	-0.3	14.0	-1.0
非耐用品	3.4	3.9	0.9	0.5	0.5
服务	2.4	2.2	1.0	3.1	1.8
私人部门投资	2.1	10.0	5.2	-9.0	3.4
固定资产投资	1.7	2.6	5.2	3.1	-5.4
建筑	3.2	11.2	16.1	30.3	6.5
设备	1.0	-4.4	7.7	-4.1	-5.0
知识产权	2.1	1.8	2.7	3.8	6.1
住宅	1.1	6.7	-2.2	-5.3	-24.9
商品和服务出口	6.3	5.4	-9.3	6.8	-3.5
商品和服务进口	1.9	4.2	-7.6	1.3	-4.3
政府部门消费和投资	3.3	5.8	3.3	4.8	5.3
联邦政府	2.5	7.1	1.1	5.2	9.8
州和地方政府	3.7	5.0	4.7	4.6	2.8

来源：Wind、华福证券研究所

消费是美国 Q4GDP 最主要拉动项，出口同样带来一定贡献。对四季度 3.3%的 GDP 环比折年率进行拆分，私人部门消费、私人部门投资、净出口、政府部门消费和投资贡献率分别为 1.9%、0.4%、0.4%和 0.6%。其中，消费中商品和服务分别拉动 GDP0.9%和 1.1%，服务项拉动更为明显；投资端，固投和存货变动分别拉动 0.3 和 1.1 个百分点，存货贡献大幅减弱，是 Q4GDP 环比走弱的重要因素，其余项中建筑、住宅均边际走弱，设备类边际走强，知识产权持平；净出口拉动边际提升（0.0%→0.4%），主要源于出口提升+进口减少；政府部门拉动边际下降（1.0%→0.6%），宽财政效应仍在凸显，但脉冲已明显减弱。

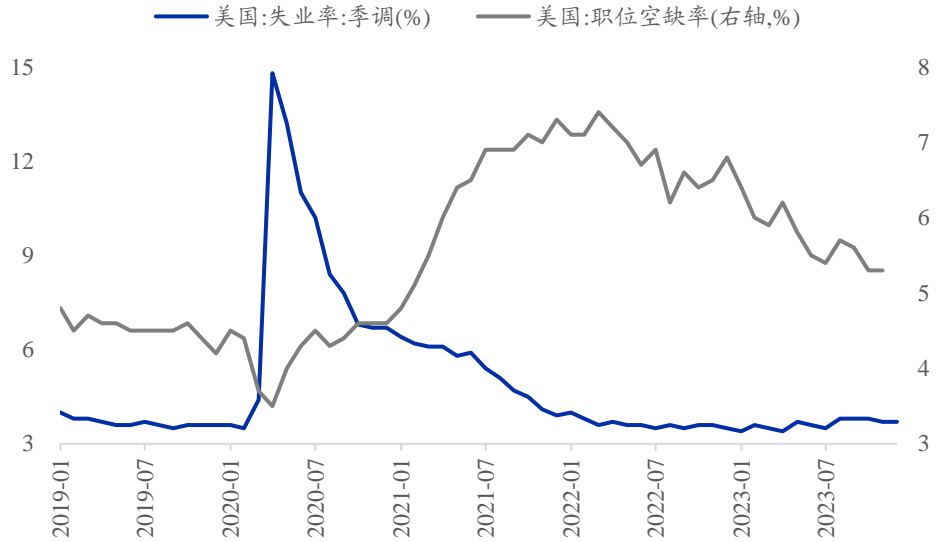
图表 4：消费和出口是 Q4GDP 主要拉动项

	GDP贡献率				
	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12
实际GDP	3.3	4.9	2.1	2.2	2.6
私人部门消费	1.9	2.1	0.6	2.5	0.8
商品	0.9	1.1	0.1	1.1	0.0
耐用品	0.4	0.5	0.0	1.1	-0.1
非耐用品	0.5	0.6	0.1	0.1	0.1
服务	1.1	1.0	0.4	1.4	0.8
私人部门投资	0.4	1.7	0.9	-1.7	0.6
固定资产投资	0.3	0.5	0.9	0.5	-1.0
建筑	0.1	0.3	0.5	0.8	0.2
设备	0.1	-0.2	0.4	-0.2	-0.3
知识产权	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
住宅	0.0	0.3	-0.1	-0.2	-1.2
存货变动	0.1	1.3	0.0	-2.2	1.6
商品和服务净出口	0.4	0.0	0.0	0.6	0.3
出口	0.7	0.6	-1.1	0.8	-0.4
进口	-0.3	-0.6	1.1	-0.2	0.7
政府部门消费和投资	0.6	1.0	0.6	0.8	0.9
联邦政府	0.2	0.5	0.1	0.3	0.6
州和地方政府	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3

来源：Wind、华福证券研究所

劳动力市场旺盛+流动性边际宽松下财富效应再度走强+宽财政脉冲仍在，美国消费回落幅度偏缓，是 Q4 经济超预期主因。劳工统计局（BLS）的数据显示，截至 12 月美国失业率为 3.7%、仍在偏低水平，11 月职位空缺率维持在 5.3%附近，整体仍高于疫情前水平（4.5%），表明美国劳动力市场仍相对旺盛，为居民消费提供支撑。与此同时，11 月以来美国流动性边际宽松，带动美股大幅上涨、创历史新高，美债利率虽然近期略有提升但较 10 月底高点回落明显，金融资产的财富效应有效弥补了超额储蓄退坡对消费的抑制作用。与此同时，此前宽财政的脉冲效应仍在，对消费和经济仍带来正向促进作用。

图表 5：美国失业率保持低位，职位空缺率高于疫情前水平



来源：Wind、华福证券研究所

图表 6：2023 年 11 月以来美股大幅上涨、美债利率较高点明显回落



来源：Wind、华福证券研究所

2 市场预期向美联储靠拢，降息趋近但仍需等待

1月以来各项经济数据表现超预期，流动性宽松交易略有回调，10年期美债再度升至4%以上。11月以来市场持续演绎流动性宽松预期，尤其是12月议息会议正式讨论降息议题，美债利率由10月中旬的5%附近降至12月底的3.8%。但1月以来PMI、非农就业、通胀等各项数据超预期，显示金融条件改善下美国经济下滑速度放缓，流动性宽松交易再度回调，截止1月24日，10年期美债升至4.18%，主要由实际利率带动。

图表 7：1 月以来 10 年期美债利率明显回调



来源：Wind、华福证券研究所

市场隐含降息预期推迟至 5 月、逐渐向美联储指引靠拢，降息趋近但仍需等待。

CME 利率期货隐含的降息预期由 12 月份的最早 3 月降息推迟至 5 月，但全年仍预期降息 150BP。而 12 月议息会议美联储给出的指引是 2023 全年降息 75BP。此前市场预期过于乐观，正逐步向美联储指引靠拢。根据我们在年度策略中的观点，在美国经济韧性较强的背景下，中性条件下美联储最早或在 2024 年 6-7 月降息，全年 150BP 的降息预期或过于乐观。与过去 8 轮降息周期相比，现阶段美国 PMI、工业生产或已触发降息条件，但就业市场仍然偏强，后续降息重点看就业。而短期需关注 1 月底的议息会议相关表述，大概率维持利率不变，重点关注美联储对经济形势、通胀前景及降息空间的相关论述。

图表 8：利率期货隐含的降息预期推迟至 5 月，但全年仍预期降 150BP

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	46.2%	52.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	36.4%	51.2%	11.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	37.0%	49.7%	11.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	34.2%	48.7%	14.1%	0.9%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.0%	32.3%	47.8%	16.2%	1.7%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.1%	19.5%	41.3%	29.5%	7.8%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.9%	16.2%	37.4%	31.6%	11.7%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

美国经济软着陆概率提升，对应美股盈利端仍有支撑，美债利率仍有较大下行空间但短期需等待。从过去 8 轮降息周期的经验看，经济下行压力加大+政策利率调降，

美债利率下行的逻辑更为确定，美股同样上涨但幅度不及美股，一定程度源于经济下行对盈利端带来扰动。而本轮美国经济软着陆的概率持续提升，意味着美股杀盈利的幅度相对有限，从而也能解释近期美债利率有所调整，但美股继续创新高。根据我们此前的测算，美债利率中枢有望逐步降至 3.5%附近，但短期美国经济韧性偏强，对应美债利率下行缺乏催化，需等待经济数据进一步放缓，或美联储释放偏鸽信号。

3 风险提示

一是美联储降息节奏低于预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国经济数据大幅放缓。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn