

经济韧性下的完美去通胀 - 美国 2023Q4 经济数据

核心观点:

经济数据再度加强软着陆信心: 1月26日, 美国2023年四季度GDP初值公布, 环比折年率为3.3%, 明显高于2.0%的市场预期, 同比折年增速3.1%; 同时三季度GDP增速维持4.9%不变。2023年美国GDP同比增长2.5%至22.3753万亿美元(名义GDP同比增长6.3%至27.3564万亿美元)。价格数据方面, PCE通胀增速四季度从前值2.6%降低至1.7%, 核心PCE通胀维持2.0%不变, 显示在经济保持韧性的前提下, 通胀中枢向目标靠拢的短期迹象愈发明显。因此, 在“完美去通胀”(immaculate disinflation)的背景下, 美联储在即将召开的1月FOMC会议中预计维持中性偏鸽的口吻, 虽然一季度降息概率依然偏低, 但二季度很可能是首次降息叠加缩减量化紧缩(QT taper)的时点, 届时市场流动性将进一步宽松。

支撑2023年经济超预期的诸多因素在2024年仍可能持续: 增长超预期背后的核心因素包括: (1) 劳动缺口下薪资维持较高增长, 失业率低位, 居民实际可支配收入回升; (2) 超额储蓄和个人储蓄率中枢的降低释放消费力量; (3) 美国财政赤字率超预期, 对投资和消费进一步形成支撑; (4) 美国私人债务期限更长且固定利率比例更高, 再融资压力有限。美国2024年的经济表现依然将取决于这些因素的边际变化, 而目前来看, 除了超额储蓄耗尽可能在一季度后对消费形成更大拖累, 紧凑的劳动市场、力度依然不弱的财政支出和并未显著扩张的再融资压力都将支撑美国经济延续温和增长。

对GDP主要的贡献来自于消费、出口和政府支出, 周期性部门增长放缓: 消费方面, 美国的消费环比折年增速较三季度边际放缓至2.8%(前值3.1%), 拉动GDP增长1.91个百分点。四季度的消费数据显示, 尽管超额储蓄持续消耗、消费信贷增长下行、学生贷款开始偿付, 但是薪资的韧性本身也可以支撑不弱的消费增长, 这表明在劳动市场出现问题或财政政策收缩前, 消费短期会继续保持稳定的增长。投资增长的方向依然围绕数字经济和AI, 传统制造业继续受到利率压制。另外一个值得注意的特点是美国四季度汽车产出进一步大幅减速, 对GDP拉动为-0.68%(环比折年率-22.8%)。尽管商品需求近期有所改善, 但美国制造业相关投资短期上行动力并不强, 在降息周期开启前消费仍是经济扩张的主力。总体上, 虽然周期性部门在高利率影响下仍然偏弱, 但美国经济可能随利率的降调出现边际加速, 完美去通胀带来软着陆值得期待。

市场短期依旧有上行动力: 市场对优秀的经济数据反应较好, CME显示联邦基金利率期货交易者定价2024年6次降息, 首次降息时间在3月和5月之间摇摆。美国国债收益率小幅回落, 10年期国债降低至4.10%, 等待1月末财政部季度融资计划(QRA)公布后的方向; 美元指数在欧央行和日央行维持利率决议不变的背景下上行至103.4839, 在主要央行利率一季度难以下调的情况下, 美国更优秀的经济基本面是美元的重要支撑; 美股同样延续了上行。资产方面, 通胀延续缓和意味着美联储没有转鹰的必要, 财政力度对于货币政策的“绑架”也可能提前缩减QT的时点, 短期来看美股仍具有上行动力, 美元也将保持韧性, 而长端美国国债需要等待财政部发行计划指明方向。

分析师

章俊

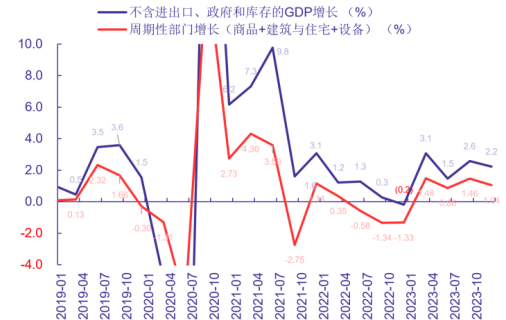
☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

研究助理: 于金潼

图: 美国经济整体仍强劲, 周期性部门边际放缓



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

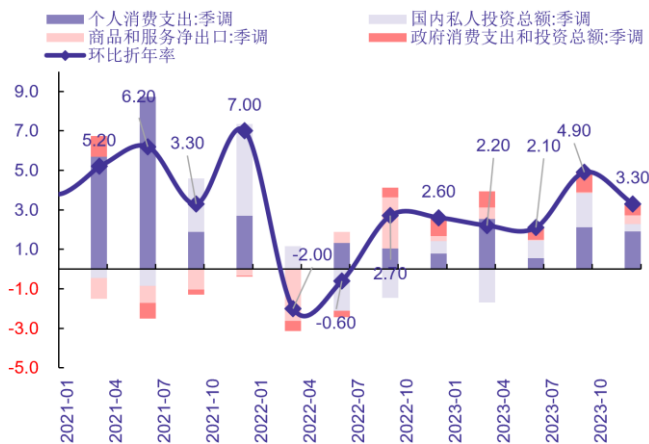
风险提示

1. 美国消费支出意外恶化的风险
2. 美国通胀反弹导致紧缩时间延长的风险
3. 美国金融系统意外出现流动性问题的风险

一、经济数据再度加强“软着陆”信心

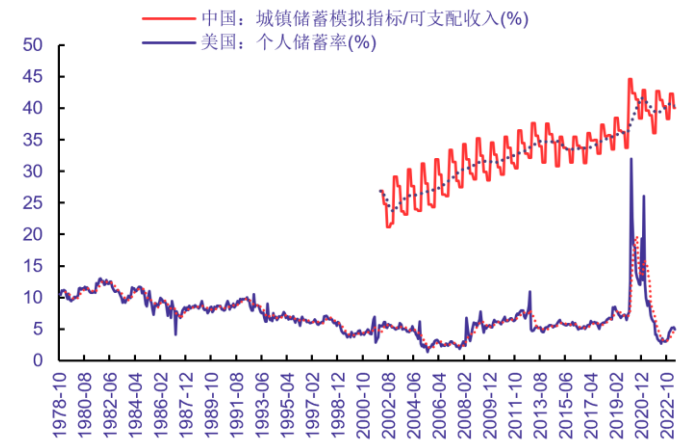
1月26日，美国2023年四季度GDP初值公布，环比折年率为3.3%，明显高于2.0%的市场预期，同比折年增速3.1%；同时三季度GDP增速维持4.9%不变。2023年美国GDP同比增长2.5%至22.3753万亿美元（名义GDP同比增长6.3%至27.3564万亿美元）。价格数据方面，PCE通胀增速四季度从前值2.6%降低至1.7%，核心PCE通胀维持2.0%不变，显示在经济保持韧性的前提下，通胀中枢向目标靠拢的短期迹象愈发明显。因此，在“完美去通胀”（immaculate disinflation）的背景下，美联储在即将召开的1月FOMC会议中预计维持中性偏鸽的口吻，虽然一季度降息概率依然偏低，但二季度很可能是首次降息叠加缩减量化紧缩（QT taper）的时点，届时市场流动性将进一步宽松。

图1：美国四季度GDP环比折年率初值依然较强（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：美国储蓄率依然低于疫情前中枢，持续支持消费

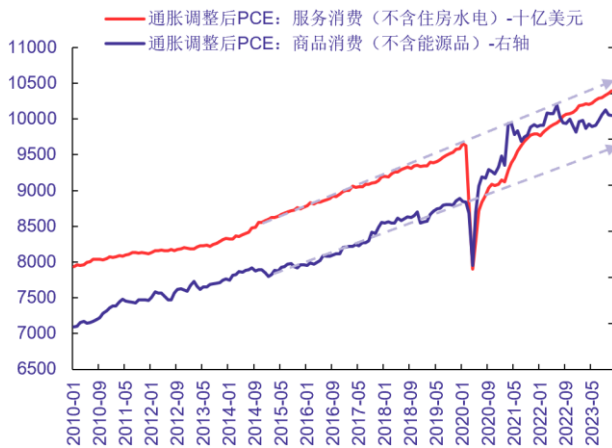


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023年美国经济增长超预期背后的核心因素包括：（1）劳动缺口下薪资维持较高增长，失业率低位，居民实际可支配收入回升；（2）超额储蓄和个人储蓄率中枢的降低释放消费力量；（3）美国财政赤字率超预期，对投资和消费进一步形成支撑；（4）美国私人债务期限更长且固定利率比例更高，再融资压力有限。美国2024年的经济表现依然将取决于这些因素的边际变化，而目前来看，除了超额储蓄耗尽可能在一季度后对消费形成更大拖累，紧凑的劳动市场、力度依然不弱的财政支出和并未显著扩张的再融资压力都将支撑美国经济延续温和增长。所以，对2024年美国继续“软着陆”，通胀阶段性向2%目标靠拢可以更有信心。

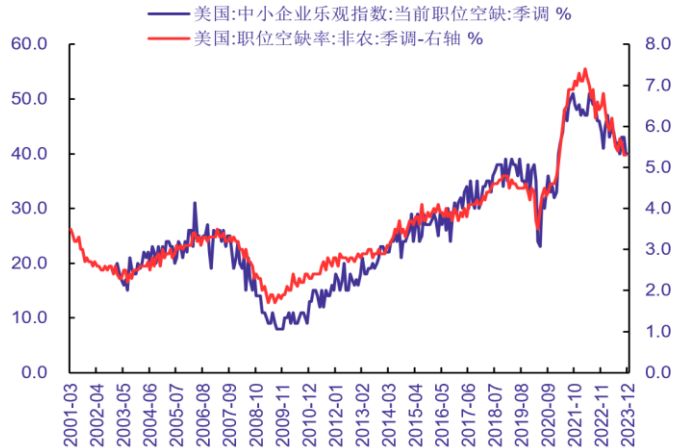
市场方面，显示“完美去通胀”的经济数据边际加强了市场的降息预期，CME显示联邦基金利率期货交易者定价2024年6次降息，首次降息时间在3月和5月之间摇摆。美国国债收益率小幅回落，10年期国债降低至4.10%，等待1月末财政部季度融资计划（QRA）公布后的方向；美元指数在欧央行和日央行维持利率决议不变的背景下上行至103.4839，在主要央行利率一季度难以下调的情况下，美国更优秀的经济基本面是美元的重要支撑，也符合我们此前对美元指数韧性的判断；美股同样延续了上行。资产方面，通胀延续缓和意味着美联储没有转鹰的必要，财政力度对于货币政策的“绑架”也可能提前缩减QT的时点，短期来看美股仍具有上行动力，美元也将保持韧性，而长端美国国债需要等待财政部发行计划指明方向。

图 3：商品和服务消费斜率接近疫情前趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：劳动市场依然为收入提供支撑

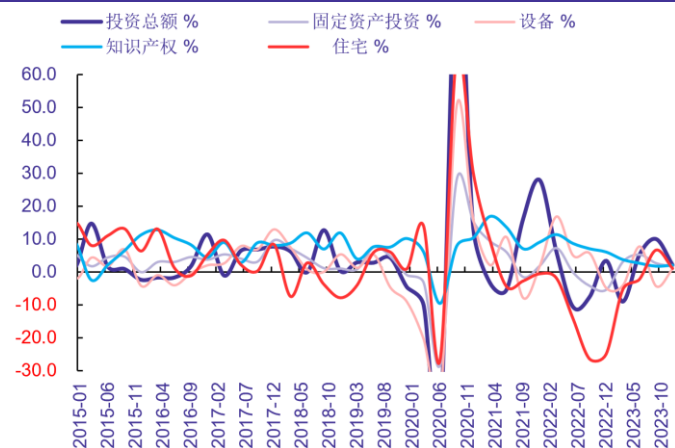


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、对 GDP 主要的贡献来自于消费、出口和政府支出，周期性部门增长放缓

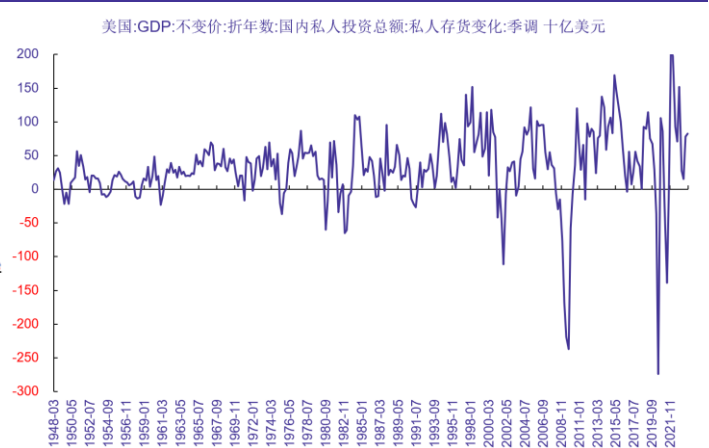
在三季度 GDP 数据的“全面改善”后，四季度 GDP 在消费、出口和政府支出的提振下继续强于市场预期，消费仍然维持了超过 2% 的环比折年增速，投资的温和增长受到库存下行的拖累，出口和政府支出仍不弱。投资和消费的分化依旧明显：在偏高利率的压制下，不论是设备、知识产权类投资还是地产都相对疲弱，补库存迹象也尚不突出，改善可能需要跟随联邦基金利率的降调；消费方面则依然受到劳动市场和财政政策的支撑，部分对冲了货币紧缩带来的不利影响，通胀的持续回落也在支持实际收入回升。总体上，虽然周期性部门在高利率影响下仍然偏弱，但美国经济可能随利率的降调出现边际加速，完美去通胀带来软着陆值得期待。

图 5：四季度投资回落，住宅、设备和知识产权仍较弱



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：库存增幅相对有限，补库存迹象并不明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

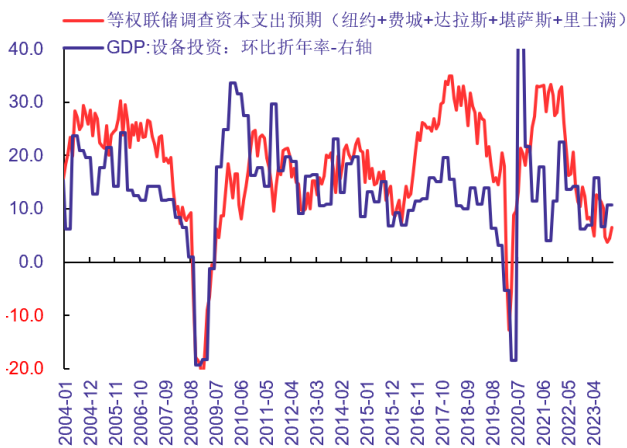
消费方面，美国的消费环比折年增速较三季度边际放缓至 2.8%（前值 3.1%），拉动 GDP 增长 1.91 个百分点。商品消费保持强劲的 3.8%（前值 4.9%），其中耐用品增长 4.6%（前值 6.7%），非耐用品增长 3.4%（前值 3.9%）；服务消费的环比折年增长略加快至 2.5%（前值 2.2%）。具体来看，服务中贡献明显的项目有食宿服务和医疗保健，交通、娱乐和其他服务环比也有改善，仅金融服务与保险出现负增长。耐用品消费中贡献明显的主要

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

是娱乐商品和车辆，家具和其他耐用品需求较弱，乘用车延续负增长；非耐用品细项变化不大，服装食品等基本维持正常增速。四季度的消费数据显示，尽管超额储蓄持续消耗、消费信贷增长下行、学生贷款开始偿付，但是薪资的韧性本身也可以支撑不弱的消费增长，这表明在劳动市场出现问题 and 财政政策收缩前，消费短期会继续保持稳定的增长。

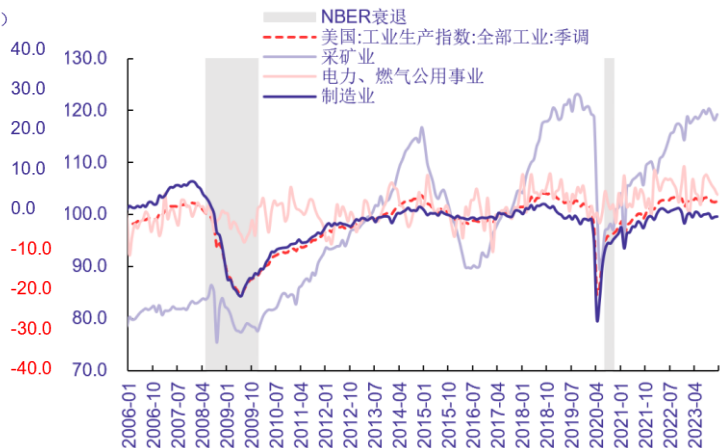
投资方面，环比折年率放缓至 2.1% (前值 10.0%)，非住宅投资增长 1.9% (前值 1.4%)，设备和知识产权投资表现较弱，但下行力量更多来自库存的缓和；从绝对值来看，库存从上一季度的 778 亿美元上升至 827 亿美元，对 GDP 的拉动率由 1.27% 降低至 0.07%。投资方面整体偏弱依然符合我们对拜登经济学的判断，即货币政策转向前，生产相关投资整体预计扩张有限，厂房的建设暂时未向设备和知识产权投资传导。具体来看，设备投资中表现最好的是信息处理设备，摆脱了连续四个季度对 GDP 的负向拉动，带动了 0.27 个百分点的增长；工业和交通设备投资整体依然疲弱。知识产权投资中主要是软件表现较好。总体上，投资增长的方向依然围绕数字经济和 AI，传统制造业继续受到利率压制。另外一个值得注意的特点是美国四季度汽车产出进一步大幅减速，对 GDP 拉动为 -0.68% (环比折年率 -22.8%)。住宅投资环比折年率在四季度放缓至 1.1% (前值 6.7%)，对经济几乎没有明显拉动；虽然四季度市场对利率的预期已经有所放松，长期抵押贷款利率仍处于高位，低供给支撑下的高房价打击住宅需求，未来随利率的下行可能小幅改善。库存的贡献度下降则主要由于非农库存的降低。尽管商品需求近期有所改善，但美国制造业相关投资短期上行动力并不强，在降息周期开启前消费仍是经济扩张的主力。

图 7：设备投资短期受高利率压制



资料来源：US Treasury, 中国银河证券研究院

图 8：美国制造业整体表现平平



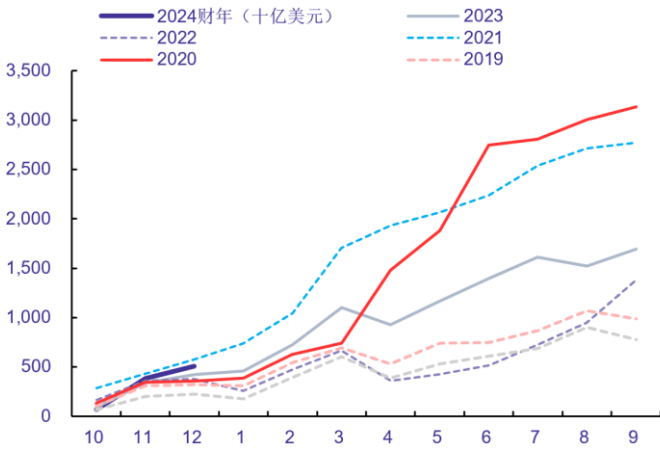
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

其他方面，美国四季度出口环比加速，进口放缓，净出口环比拉动率提升至 0.43%。政府投资环比折年增长 3.3%，拉动 GDP 增长 0.56 个百分点，其中联邦政府贡献 0.16 个百分点，州和地方政府贡献 0.4 个百分点。政府支出虽然较三季度有所回落，但仍然强劲，而美国 2024 第一财季 (2023 年四季度) 赤字水平较高，意味着政府对经济的“托底”短期难以弱化。

最后，我们依然从剔除高波动项目和周期两个视角来观察 GDP。剔除政府、净出口和库存的 GDP 的拉动率为 2.22%，比第三季度的 2.58% 放缓，这体现美国投资和消费虽然边际弱化，但整体健康，消费的惯性将继续。从强周期项目的视角来看，美国商品、建筑和住宅以及设备类对 GDP 的拉动率为 1.04%，低于第三季度的 1.46% 和一季度的 1.48%；整体上，周期性部门的延续了较弱的边际增长，在 2024 上半年可能降息的情况下，预计周期部门增速难以显著萎缩，但也缺乏上行动力。美国货币政策的滞后效应并不明显，在

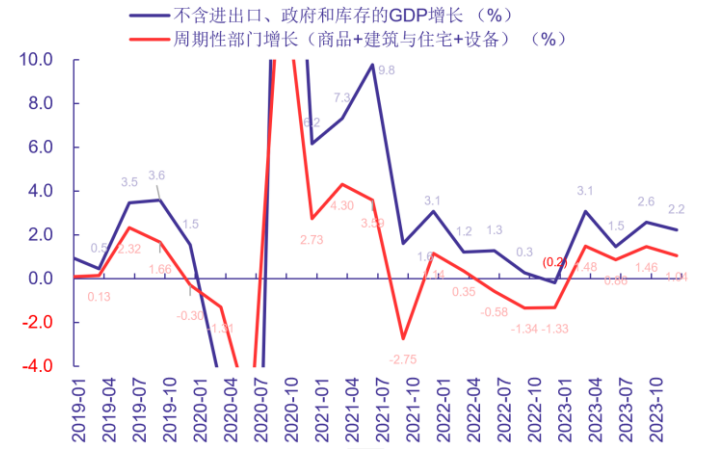
财政政策和劳动市场韧性的对冲下，美国达成软着陆的概率进一步上行，通胀控制短期无虞。

图 9：美国财政赤字力度延续



资料来源：US Treasury, 中国银河证券研究院

图 10：经济边际放缓，周期性部门稍有弱化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 11：美国 2023 年四季度 GDP 初值概览

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Dec-23	Sep-23	Jun-23	Dec-23	Sep-23	Jun-23	Dec-23	Sep-23	Jun-23
GDP	100	22.67	22.49	22.23	3.3	4.9	2.1	\	\	\
个人消费支出	68.67	15.57	15.46	15.34	2.8	3.1	0.8	1.91	2.11	0.55
商品	24.09	5.46	5.41	5.35	3.8	4.9	0.5	0.85	1.09	0.11
耐用品	9.16	2.08	2.05	2.02	4.6	6.7	-0.3	0.36	0.53	-0.03
非耐用品	14.98	3.40	3.37	3.34	3.4	3.9	0.9	0.49	0.56	0.14
服务	44.71	10.14	10.08	10.02	2.4	2.2	1	1.06	1.02	0.44
国内私人投资总额	18.22	4.13	4.11	4.01	2.1	10	5.2	0.38	1.74	0.9
固定资产投资	17.64	4.00	3.98	3.96	1.7	2.6	5.2	0.31	0.46	0.9
非住宅投资	14.56	3.30	3.28	3.27	1.9	1.4	7.4	0.26	0.21	0.98
建筑	2.83	0.64	0.64	0.62	3.2	11.2	16.1	0.1	0.33	0.46
设备	5.51	1.25	1.25	1.26	1	-4.4	7.7	0.05	-0.22	0.38
知识产权	6.21	1.41	1.40	1.39	2.1	1.8	2.7	0.11	0.1	0.15
住宅	3.27	0.74	0.74	0.73	1.1	6.7	-2.2	0.04	0.26	-0.09
私人库存变动	0.36	0.08	0.08	0.01	\	\	\	0.07	1.27	0
出口	11.18	2.54	2.50	2.46	6.3	5.4	-9.3	0.68	0.59	-1.09
商品出口	7.53	1.71	1.69	1.66	4.7	7.7	-16	0.34	0.55	-1.31
服务出口	3.67	0.83	0.81	0.81	9.5	1	6.2	0.34	0.04	0.22
进口	15.19	3.44	3.43	3.39	1.9	4.2	-7.6	-0.25	-0.56	1.13
商品进口	12.57	2.85	2.84	2.80	0.8	5.9	-6.5	-0.08	-0.64	0.78
服务进口	2.63	0.60	0.59	0.59	6.8	-2.8	-12.2	-0.17	0.08	0.35
政府	17.09	3.87	3.84	3.79	3.3	5.8	3.3	0.56	0.99	0.57
联邦政府	6.62	1.50	1.49	1.47	2.5	7.1	1.1	0.16	0.45	0.07
州和地方政府	10.47	2.37	2.35	2.32	3.7	5	4.7	0.4	0.53	0.5

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn