

美国经济的强劲表现是否可持续？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第42期）

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ 美国 23Q4 经济增长再超预期，2024 年或将延续强劲态势。**1) 居民消费支出呈现极强的偏热黏性。考虑到前期补贴形成的财富积累效应、薪资高增对应的收入稳定效应都令美国居民消费对美联储政策利率的敏感度减弱，我们预计美国居民消费偏热的可持续性较强，2024 年仍将对美国经济增长形成持续拉动。2) 美国政府逆全球化的政策导向下，美国居民消费需求对供给的拉动作用有所强化，反映为净出口差额的持续收窄和私人库存的稳定增加。3) 随着美联储本轮加息达到峰值后连续数月暂停，美国房地产市场调整过程也趋于结束，对投资也不再形成拖累。考虑到美联储基于当前经济数据的决策模式，我们认为下周的 FOMC 会议上美联储有较大的概率再度转变立场传达出偏鹰的政策意图，并由此可能推升美元指数。
- ◆ 欧元区经济已经“陷入停滞”，美元指数或将长期处于高位。**拉加德在声明中称“欧元区的经济在 2023 年四季度似乎已经陷入停滞”(The euro area economy is likely to have stagnated in the final quarter of 2023)；并指出欧元区经济仍然面临下行压力，“如果货币政策的效果比预期更强，(经济)增速可能会进一步降低”(Growth could be lower if the effects of monetary policy turn out stronger than expected)。我们认为当前已经到了欧元区加息的尾部，欧元区大概率在 2024 年提早于美联储开始降息，无论是欧元区经济的停滞、还是潜在的提早于美联储降息，都可能造成欧元相对美元较大幅度的贬值。在当前背景下，我们认为美元指数短时间内不会呈现下行趋势，反而可能进一步上行的概率更大，维持 2024 年美元指数围绕 105 左右的中枢高位震荡的预测不变；由此外部环境可能将对人民银行的的操作提出更高的要求，预计 2024 年仍需采取另外 50BP 幅度的降准操作以提供长期流动性，理想的时间节点应为 9 月美联储 FOMC 会议召开前流动性缺口较大之时。
- ◆ 各部委会议强调从供需两侧化解房地产市场风险。**近日国家金融监督管理总局新闻发布会和住建部会议相继召开，再度强调在融资端合理满足房地产企业需求，政策合力有望从供给侧对房地产市场形成兜底作用。供给侧政策呵护力度持续加码，存量风险持续化解，房地产市场何时见底或将系于需求侧。各城市可因地制宜调整房地产政策之后，需求趋势的内生变化或将成为主导房地产市场趋势的主要力量。2024 年更好的政策组合可能是货币政策配合扩张性的财政政策对消费内需形成有效刺激，本周人民银行已经“抢跑式”降准 50BP，“抬升预算内赤字率——加大个税减税力度——拉动大宗可选商品消费”这一我们一直抱有很强预期的逻辑落地概率也在不断加大。但实施更大力度的个税减税给中等收入人群增加收入，以期拉动可选消费的潜在政策方向，需要建立在房价企稳、居民财富效应预期稳定的基础之上。在近期看到密集的政策出台和陆续召开的各部委会议之后，我们预计房地产市场在春节后有望在一二线城市呈现一定的底部企稳迹象，特别是在房价方面，如能提前于销量首先企稳、在两会前呈现“量缩价稳”的格局，那么年内实施新一轮大规模个税减税措施的概率也将同步提升。
- ◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)：**本周 A 股房地产板块领涨，电力设备跌幅较深；中、美债收益率整体同步下行并向短端倾斜，中美 10Y 利差小幅收窄；美元指数小幅上行，人民币逆势升值；金价高位震荡，油价上行。
- ◆ 风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险；房地产市场见底速度慢于预期风险。

相关报告

- 降准如期落实，这只是个开始 2024.1.24
- 重视支持美联储推迟降息的经济因素——华金宏观·双循环周报（第 41 期） 2024.1.19
- 消费恢复拉动经济平稳收官，内需动能即将面临转换——经济数据点评（2023.12/Q4） 2024.1.17
- 年末信贷没有惊喜，节前降准迫在眉睫——金融数据速评（2023.12） 2024.1.13
- 美 CPI 超预期走强，美联储会推迟降息吗？——华金宏观·双循环周报（第 40 期） 2024.1.12



内容目录

美国 23Q4 经济增长再超预期，2024 年或将延续强劲态势	3
欧元区经济已经“陷入停滞”，美元指数或将长期处于高位	4
各部委会议强调从供需两侧化解房地产市场风险	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

图表目录

图 1：美国实际 GDP 同比、贡献结构及预测（%）	4
图 2：主要发达经济体核心 CPI 同比（%）	5
图 3：发达经济体主要央行货币政策利率（%）	5
图 4：房地产开发贷款、个人住房贷款增量及余额同比	6
图 5：住宅新开工面积、竣工面积、销售面积同比（%）	7
图 6：全球股市：本周恒生指数涨幅靠前，A 股科创 50 跌幅较深	8
图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周房地产板块领涨，电力设备跌幅较深	8
图 8：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周能源板块领涨，可选品零售跌幅较深	8
图 9：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行，中短端下行更多	9
图 10：中国国债收益率变动幅度：国债收益率整体下行，向短端倾斜	9
图 11：本周美债短端收益率下行 8BP（%）	9
图 12：中美 10Y 利差小幅收窄（%）	9
图 13：10Y 国开债与国债利差有所扩大（%）	10
图 14：1Y、3Y 信用利差持平（BP）	10
图 15：美联储本周资产规模小幅扩大（USD bn）	10
图 16：主要央行政策利率（%）	10
图 17：全球汇率：美元指数小幅上行	10
图 18：人民币逆势主动小幅升值	10
图 19：本周金价继续高位震荡	11
图 20：本周油价继续上行	11
图 21：1 月中旬煤价继续下行	11
图 22：本周铜价有所上行	11

美国 23Q4 经济增长再超预期，2024 年或将延续强劲态势

美国 23Q4 实际 GDP 同比增长高达 3.1%，大超市场预期，市场关注点逐步从美国经济 2024 年陷入衰退的概率转向强劲增长可持续性的讨论。当地时间 1 月 25 日，美国经济分析局公布 2023 年四季度美国 GDP 数据，当季实际 GDP 环比年率高达 3.3%，对应当季同比增长达 3.1%，大幅超出市场预期以及我们此前本就相对乐观的预期（2.6%），由此 2023 年美国实际 GDP 同比增长达 2.5%，超出疫情前趋势水平。数据公布后市场对美联储启动降息时点的预期进一步有所推迟，美元指数小幅上行。美国经济的强劲增长是否将呈现超市场预期的可持续性？这个问题的答案将决定全年外部金融环境的紧张程度，逻辑线索则来自 GDP 增长的结构变化。

(1) 居民消费支出呈现极强的偏热黏性。考虑到前期补贴形成的财富积累效应、薪资高增对应的收入稳定效应都令美国居民消费对美联储政策利率的敏感度减弱，我们预计美国居民消费偏热的可持续性较强，2024 年仍将对美国经济增长形成持续拉动。23Q4 居民商品消费和服务消费 23Q4 环比分别增长 0.9% 和 0.6%，大幅超出我们此前的乐观预期（0.2% 和 0.4%），个人消费支出合计拉动美国 23Q4 经济同比增长 1.8 个百分点，较 23Q3 本就十分强劲的拉动作用再度上行了 0.3 个百分点。居民需求的连续偏热表现主要源于两大逻辑：其一，大流行前期美国政府大规模举借债务向居民部门实施的天量财政补贴，经由居民储蓄的大幅增加，形成财富积累效应，对居民购买力形成持续的长尾推升效应；其二，由于潜在劳动力供给相对有限而需求旺盛，美国劳动力市场持续紧张，薪资增速较高，支撑美国居民收入增速下行相当缓慢。应注意到美国政府大流行期间的财政补贴向失业人群等中低收入人群明显倾斜，而后的地产和金融财富保有量相对较小，因此本轮美国居民消费的强劲表现可能在削弱的利率敏感度的加持下，有望持续较长时间。

(2) 美国政府逆全球化的政策导向下，美国居民消费需求对供给的拉动作用有所强化，反映为净出口差额的持续收窄和私人库存的稳定增加。拜登政府对华半导体电子等产业链“脱钩断链”政策愈演愈烈、加之全球地缘冲突此起彼伏所导致的小型发达经济体产业链脆弱性暴露，美国在全球先进产业链产能扩张竞争之中获得了中短期视角下的优势，拉动美国 23Q4 货物和服务逆差持续收窄，私人库存连续第十个季度增加，增量连续第二个季度扩大，净出口对美国 23Q4 经济增长的拉动作用也小幅上行至 0.3 个百分点。

(3) 随着美联储本轮加息达到峰值后连续数月暂停，美国房地产市场调整过程也趋于结束，对投资也不再形成拖累。自 9 月 FOMC 会议起即暂停的加息操作推升了美国房地产市场的热度，23Q4 美国私人住宅投资对美国经济的拖累作用消退，加之美国政府通过直接补贴等方法吸引半导体电子产业链在美国投资设厂等因素，固定投资对美国 23Q4 实际 GDP 同比增速的贡献大幅上行至 0.6 个百分点。

美国 23Q4 经济增长再超预期，表现结构显示 2024 年美国很可能延续强劲态势。预计美联储下周 FOMC 会议立场转鹰的概率大幅提升。自 2022 年以来，市场就热衷于讨论美国经济将在 2023 年以何种形式“着陆”，有关“软着陆”和“硬着陆”之说甚嚣尘上，但现实是美国经济在 2023 年全年的表现堪称亮眼，并未呈现任何形式的“着陆”迹象。23Q4 美国实际 GDP 再获超预期增长，其结构中所呈现的三大偏强的逻辑都可能增强美国本轮经济相对强劲表现的可持续性，包括：(1) 美国财政部在疫情期间通过财政赤字货币化直接对居民进行的天量财政补贴

可能大概率已经转化成了居民的储蓄，并将在较长的时间内支撑美国居民的消费持续处于过热区间；（2）逆全球化的产业政策导向强化了美国本土的工业生产，加之劳动力市场在汽车工人罢工事件得到妥善解决之后再度趋紧，美国的“薪资通胀螺旋”可能短时间内无法解除。（3）美国房地产市场本轮调整幅度较为温和，在加息基本趋于结束之后，房地产业不再对美国形成拖累。考虑到美联储基于当前经济数据的决策模式，我们认为下周的 FOMC 会议上美联储有较大的概率再度转变立场传达出偏鹰的政策意图，并由此可能推升美元指数。维持美联储不会早于 2024 年 9 月开始降息、2024 年全年美元指数将围绕 105 中枢高位波动的预测不变。本周人民银行再度先发制人，实行“抢跑式”降准 50BP 的操作，即便下周美联储展现出更偏鹰派的立场，也不会给人民币汇率造成过大的外部贬值压力；期待后续见到更为积极的财政政策，货币财政和衷共济，共同拉动 2024 年中国经济增长并争取形成结构优化、稳定潜在增速的良好效果。

图 1：美国实际 GDP 同比、贡献结构及预测（%）

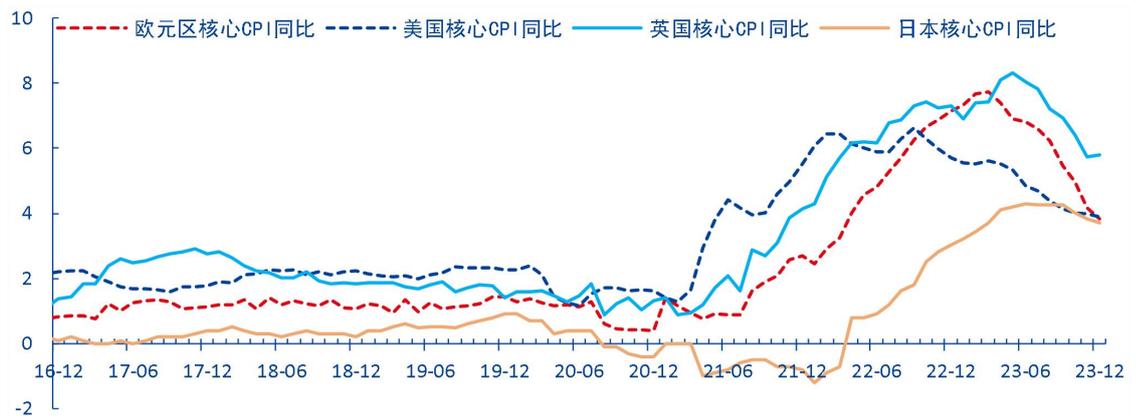


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020 年 6 月-2022 年 3 月为两年平均增速

欧元区经济已经“陷入停滞”，美元指数或将长期处于高位

欧央行虽未率先降息，但已经陷入停滞的经济证明其当前无疑已是强弩之末。当地时间 1 月 25 日，欧央行召开货币政策例会，决议维持三大政策利率在当前水平不变。与美国经济 23Q4 的强劲增长相反，拉加德在声明中称“欧元区的经济在 2023 年四季度似乎已经陷入停滞”（The euro area economy is likely to have stagnated in the final quarter of 2023）；而与此同时，欧元区 2023 年 12 月的核心通胀已经大幅降温至 3.8%，其通胀和经济降温的速度远快于美国。在风险因素方面，拉加德认为欧元区经济仍然面临下行压力，“如果货币政策的效果比预期更强，（经济）增速可能会进一步降低”（Growth could be lower if the effects of monetary policy turn out stronger than expected）。综合上述表态，我们认为当前已经到了欧元区加息的尾部，欧元区大概率在 2024 年提早于美联储开始降息，无论是欧元区经济的停滞、还是潜在的提早于美联储降息，都可能造成欧元相对美元较大幅度的贬值。

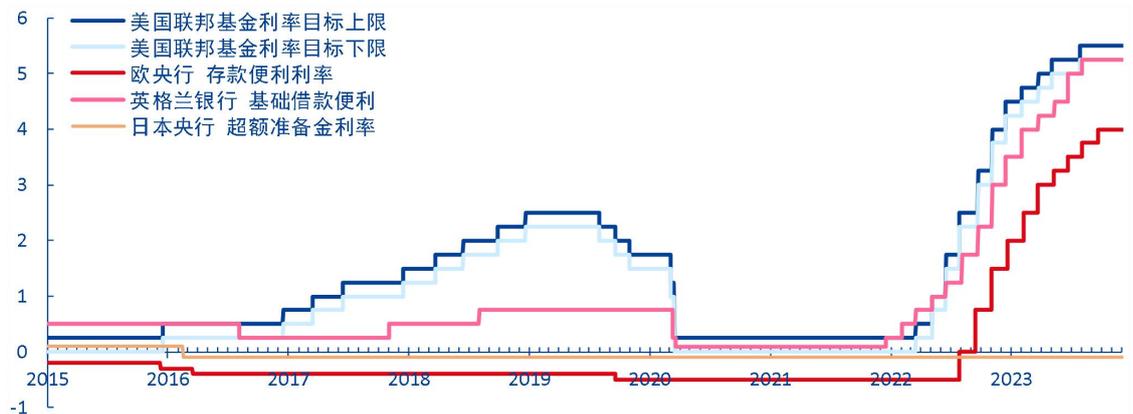
图 2：主要发达经济体核心 CPI 同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

在美国对华“脱钩断链”造成的外溢性影响下，发达经济体各大央行都曾数次在货币政策纪要和声明中提及当前世界经济和国际贸易整体呈现较为疲软的态势，并对其经济复苏形成了较大的外部压制作用。欧元作为构成美元指数的一揽子货币中权重最大的货币，在欧元区经济前景不佳的背景下大概率无法对美元指数造成明显的下行压力；而日元、英镑等货币一则因权重较小、形成的影响较小，二则其经济复苏预期同样较差，相对美元大幅升值的几率也较为渺茫。因此，在当前背景下，我们认为美元指数短时间内不会呈现下行趋势，反而可能进一步上行的概率更大，维持 2024 年美元指数围绕 105 左右的中枢高位震荡的预测不变；由此外部环境可能将对人民银行的行操作提出更高的要求，预计 2024 年仍需采取另外 50BP 幅度的降准操作以提供长期流动性，理想的时间节点应为 9 月美联储 FOMC 会议召开前流动性缺口较大之时。

图 3：发达经济体主要央行货币政策利率 (%)



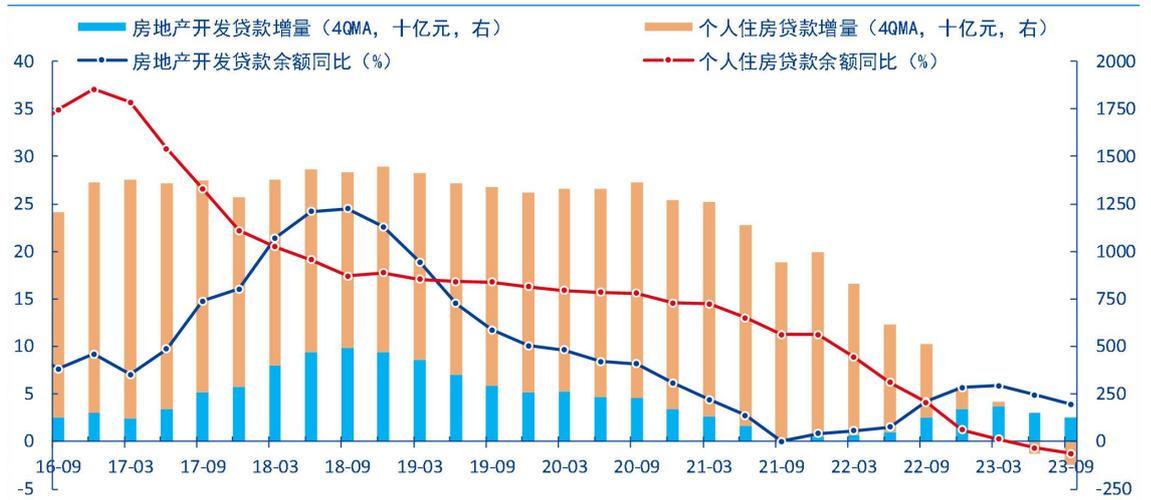
资料来源：CEIC，华金证券研究所

各部委会议强调从供需两侧化解房地产市场风险

近日国家金融监督管理总局新闻发布会和住建部会议相继召开，再度强调在融资端合理满足房地产企业需求，政策合力有望从供给侧对房地产市场形成兜底作用。在 1 月 25 日召开的国新办金融服务经济社会高质量发展新闻发布会上，国家金融监督管理总局领导重点从房企融资的角度强调当前政策对房地产市场供给侧的呵护，未来的工作方向着重强调“加快推进城市房地产

“**融资协调机制落地见效**”和“**指导金融机构落实好经营性物业贷款管理要求**”，其中，后者是对前者的具体性补充，对“规范经营、发展前景良好的房地产开发企业”，支持全国性商业银行发放经营性物业贷款，在**2024**年底之前可用于偿还房企的存量贷款和债券，能够有效置换部分房地产开发贷款，并高效化解房地产市场风险。1月26日住建部倪虹部长在城市房地产融资协调机制部署会上再度强调“**一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展**”。

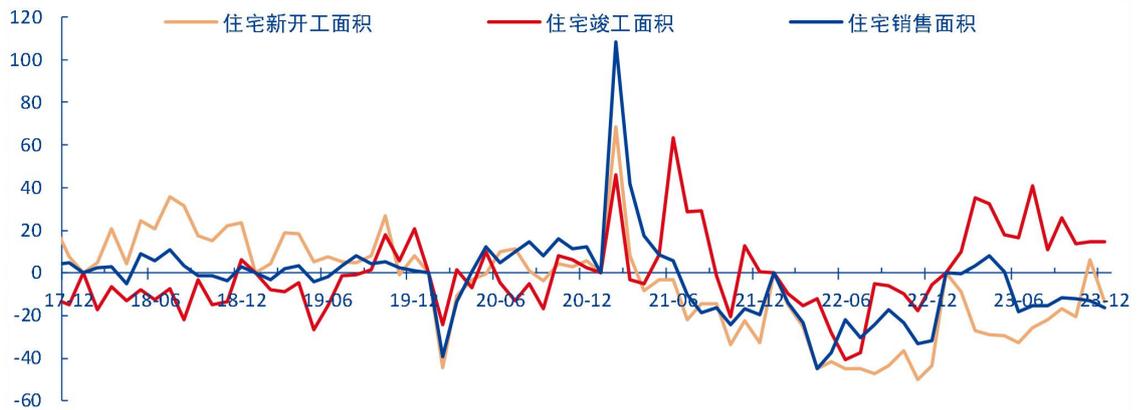
图4：房地产开发贷款、个人住房贷款增量及余额同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

供给侧政策呵护力度持续加码，存量风险持续化解，房地产市场何时见底或将系于需求侧。各城市可因地制宜调整房地产政策之后，需求趋势的内生变化或将成为主导房地产市场趋势的主要力量。2023年7月政治局会议定调房地产市场供求关系发生重大转变以来，供需两侧的政策呵护力度不断加码，虽然认房不认贷、降低存量首套房贷利率、调降首付比例等政策逐步推广至一线城市，但种种数据和迹象显示房地产市场并未呈现出明显的底部企稳迹象，2023Q3个人住房贷款余额同比跌幅较前一个季度再度扩大0.6个百分点至-1.3%，2023年住宅销售面积月均同比-8.2%。近日连续召开的两场会议再度强调释放刚性和改善性住房需求，住建部会议更是提出“**充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策**”，我们认为，从政策层面理解，当前的房地产需求侧政策已经相对比较宽松，各线城市限购限贷类政策约束的范围和幅度已经大幅缩减，在各地区可以因城施策自行出台力度合理的房地产需求侧政策的大方向得以明确之后，在不再度刺激起房地产市场泡沫的前提下，部分仍在实施的地产需求侧限制性政策可能得到进一步的放松，但当前环境下并非政策放松就一定能见到需求的明显反弹，各地区、各线城市需求趋势的内生变化或将成为未来一段时间主导房地产市场趋势的主要力量，而这背后更多涉及工业化布局、城镇化的区域间再平衡和人口结构长期趋势变化、收入预期变化等更加深层次、长期性的问题，我们建议持续观察。

图 5：住宅新开工面积、竣工面积、销售面积同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

2024 年更好的政策组合可能是货币政策配合扩张性的财政政策对消费内需形成有效刺激，本周人民银行已经“抢跑式”降准 50BP，“抬升预算内赤字率——加大个税减税力度——拉动大宗可选商品消费”这一我们一直抱有很强预期的逻辑落地概率也在不断加大。但实施更大力度的个税减税给中等收入人群增加收入，以期拉动可选消费的潜在政策方向，需要建立在房价企稳、居民财富效应预期稳定的基础之上。在近期看到密集的政策出台和陆续召开的各部委会议之后，我们预计房地产市场在春节后有望在一二线城市呈现一定的底部企稳迹象，特别是在房价方面，如能提前于销量首先企稳、在两会前呈现“量缩价稳”的格局，那么年内实施新一轮大规模个税减税措施的概率也将同步提升。

风险提示：美联储紧缩程度超预期风险；房地产市场见底速度慢于预期风险。

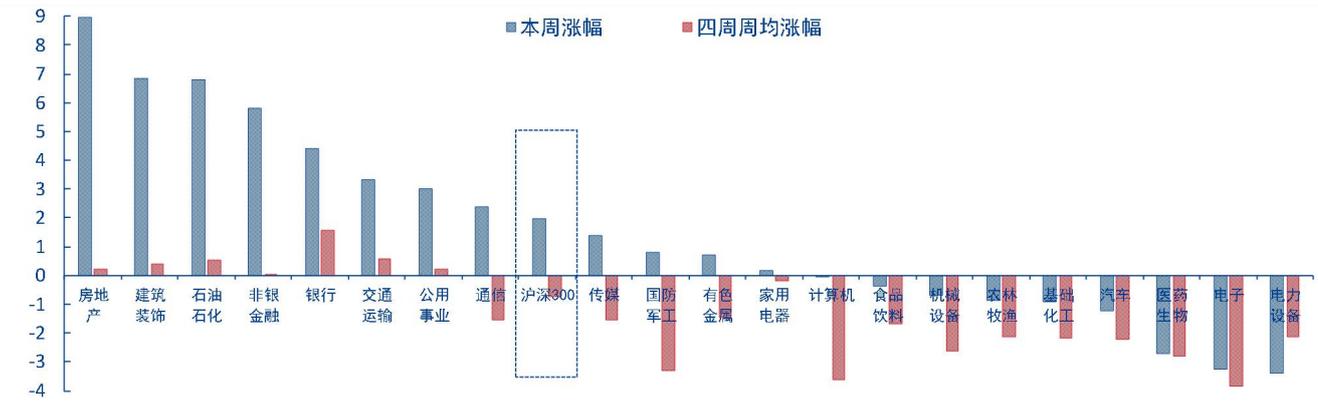
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 本周恒生指数涨幅靠前, A 股科创 50 跌幅较深



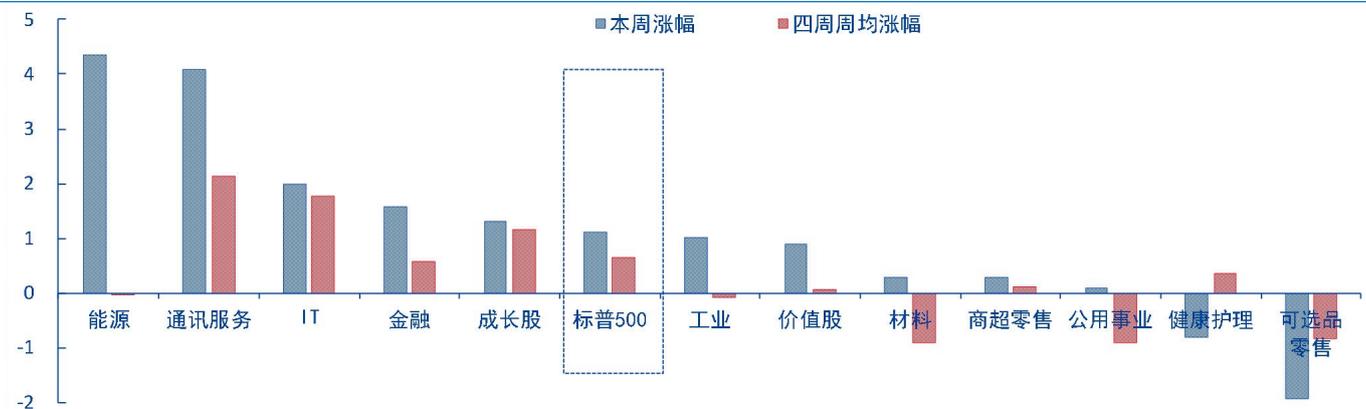
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周房地产板块领涨, 电力设备跌幅较深



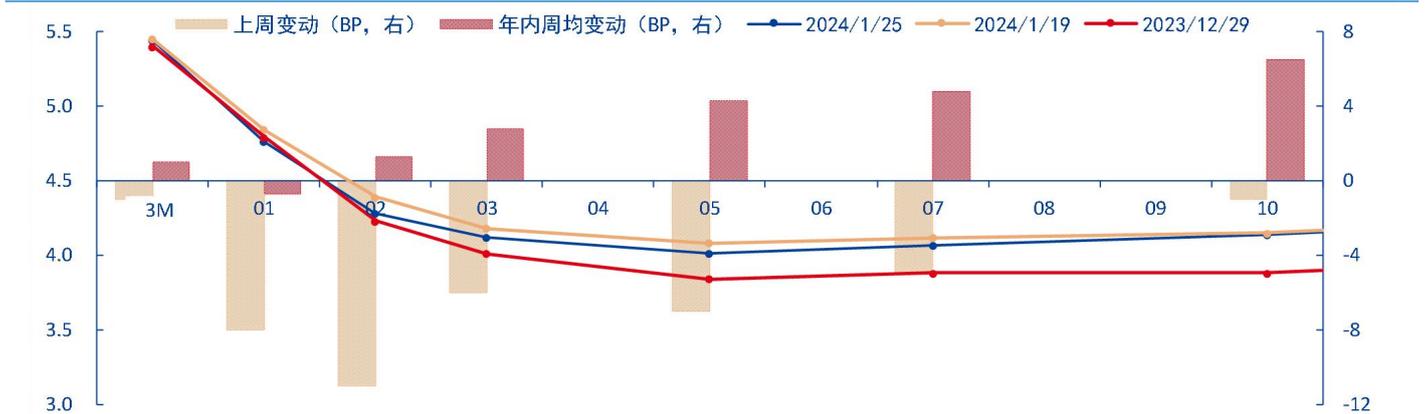
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周能源板块领涨, 可选消费品零售跌幅较深



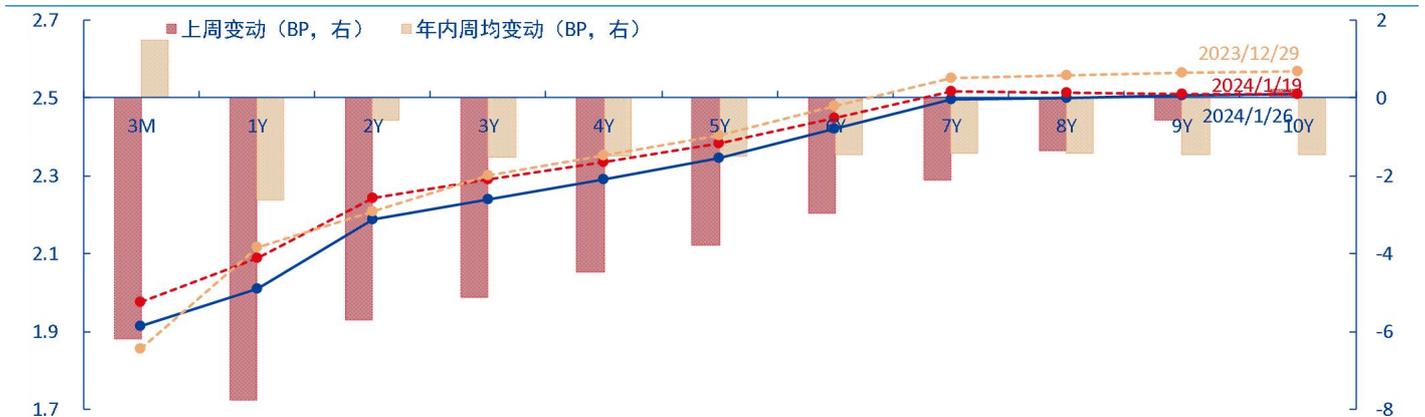
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体下行, 中短端下行更多



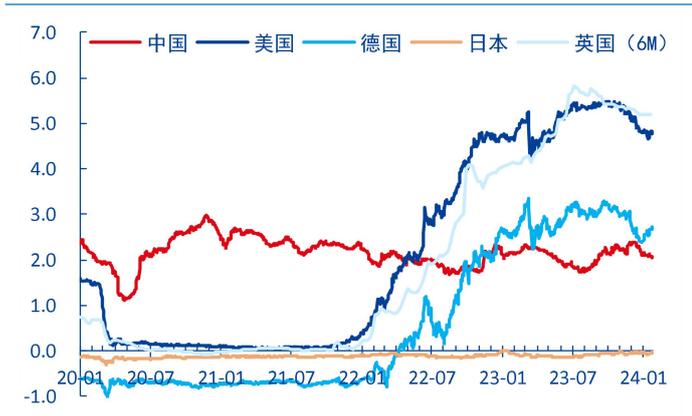
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 中国国债收益率变动幅度: 国债收益率整体下行, 向短端倾斜



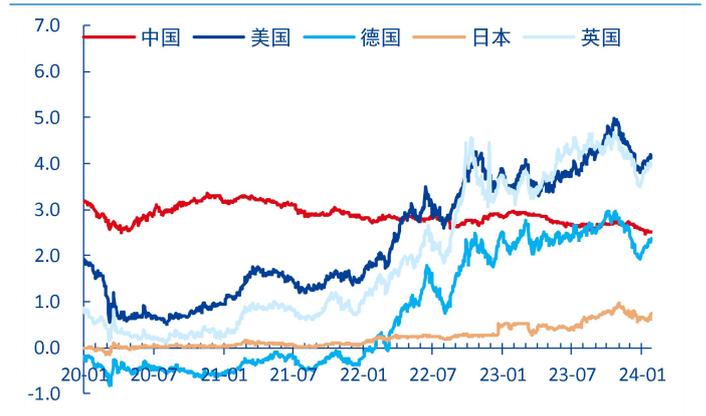
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 本周美债短端收益率下行 8BP (%)



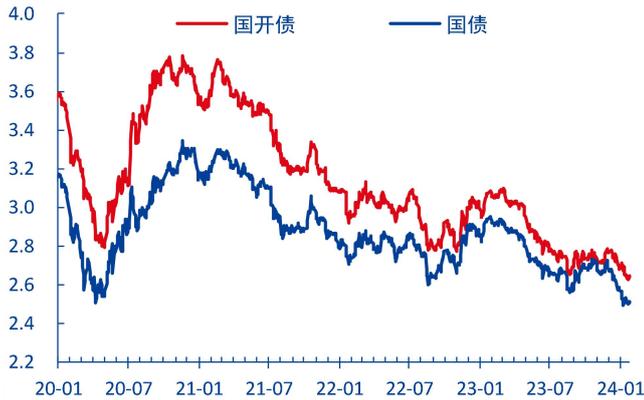
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 中美 10Y 利差小幅收窄 (%)



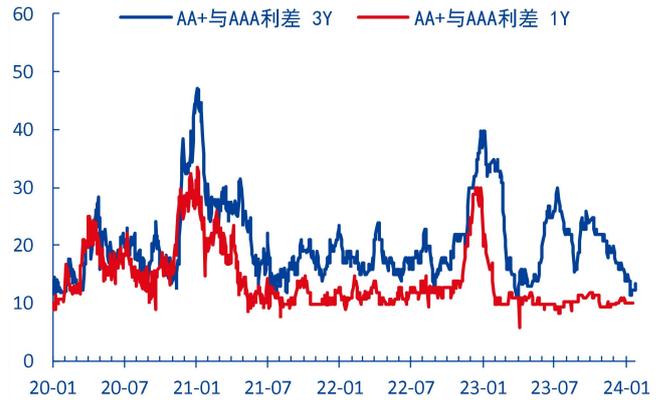
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



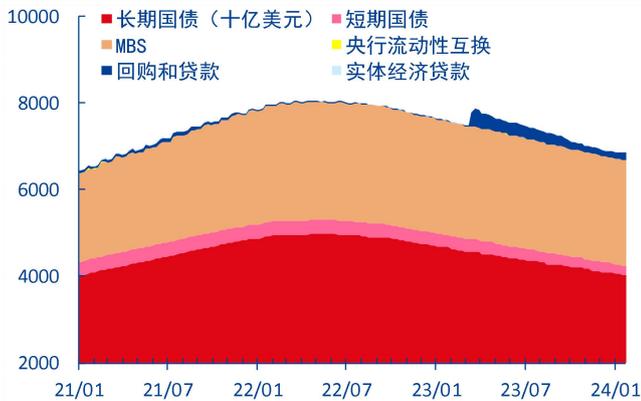
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 1Y、3Y 信用利差持平 (BP)



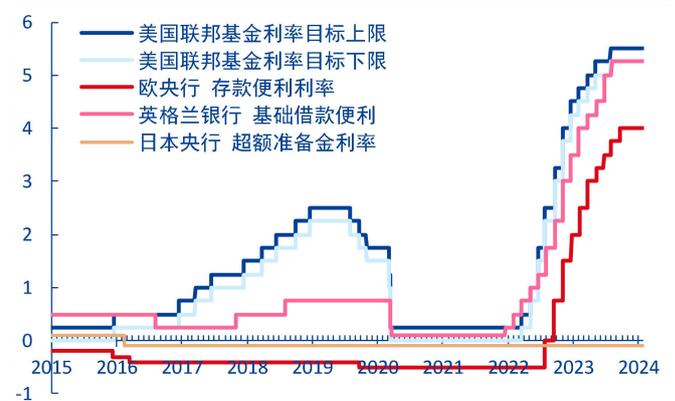
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模小幅扩大 (USD bn)



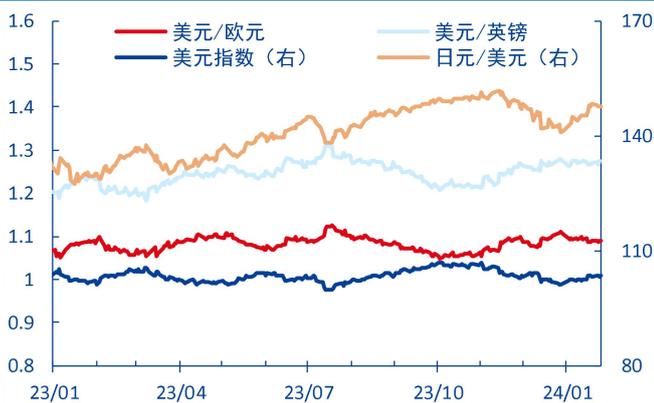
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数小幅上行



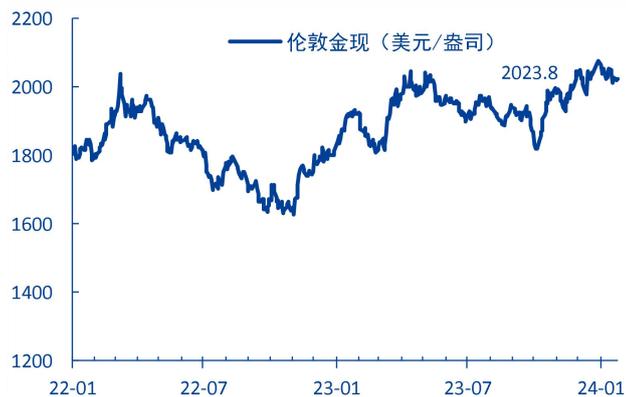
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 人民币逆势主动小幅升值



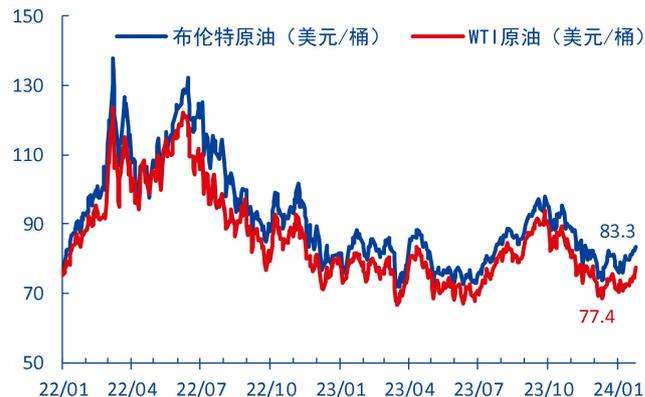
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周金价继续高位震荡



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 本周油价继续上行



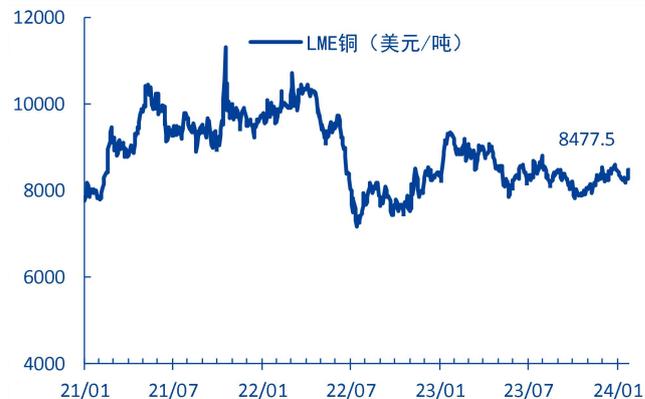
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 1 月中旬煤价继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价有所上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com