

2019年3月2日

宏观经济



美国 GDP 中的新信号

——2018 年美国四季度 GDP 点评

宏观简报

2018 年美国四季度 GDP 年化环比增长 2.6%，低于前值但好于市场预期，全年 GDP 增速达到 2.9%。GDP 数据因政府关门而延迟一个多月发布，其中许多信息已被市场充分消化，因此在总量上的意义已经不大，但一些结构上的变化值得关注。受股市调整、利差收窄、政府关门多重因素影响，消费增速放缓，但我们认为这可能是暂时的。固定资产投资反弹，其中知识产权投资同比增长 10.8%，为 2000 年科网泡沫破灭以来最高水平。除了美国经济持续扩张的原因外，我们猜测这可能还与特朗普政府的知识产权政策有关。知识产权投资占美国固定资产投资的比例已上升到 27%，未来还需紧密跟踪之一方面的变化。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebcn.com

联系人

刘政宁

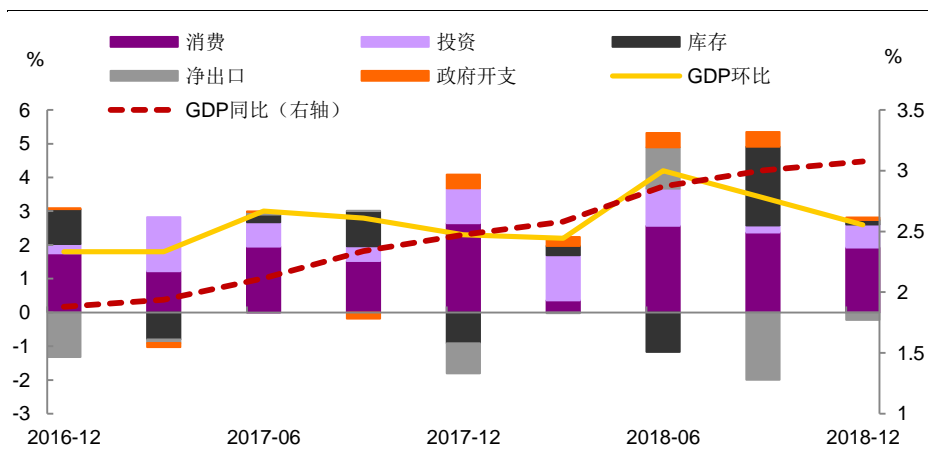
021-52523806

liuzn@ebcn.com

2018 年美国四季度 GDP 年化环比增长 2.6%，低于前值但好于市场预期；同比增速 3.1%，继续上升（图 1）。2018 年全年 GDP 增长达到 2.9%，为 2015 年以来最高。

这份 GDP 数据因政府关门而延迟一个多月发布，其中许多信息已被市场充分消化，因此在总量上的意义已不大，如果有，那便是好于预期的 GDP 增速降低了市场对衰退的担忧。去年四季度以来，尽管美股剧烈调整，我们始终认为市场的情绪过于悲观。从基本面来看，美国经济既缺乏过热的迹象，也没有明显的衰退的信号。

图 1：美国 GDP 环比、同比增速及各分项拉动率



资料来源：Wind

更值得关注的是 GDP 分项的一些波动与变化：

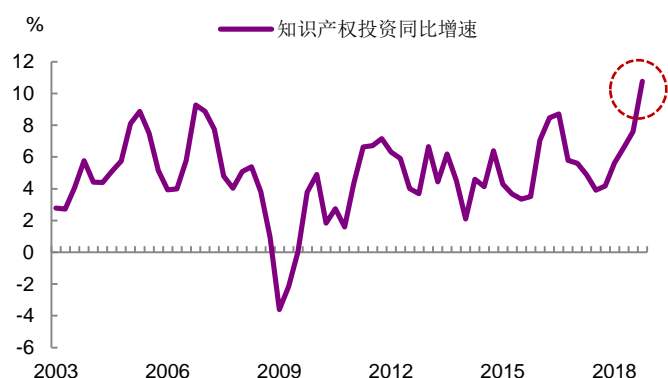
首先，受负面事件冲击，消费环比增速放缓至 2.8%（前值 3.5%）。去年四季度美股剧烈调整，叠加政府关门，影响消费者信心，另外 12 月初美债期限利差快速收窄导致银行放贷更加谨慎，限制消费扩张。但这些因素可能是暂时的：一季度以来美股已显著反弹，而政府关门也已结束，消费者信得到修复。展望未来，我们预计消费仍将稳步扩张。不过由于政府关门延续到了今年 1 月，预计今年一季度的消费还会受到拖累，之后将会好转。

其次，固定资产投资环比增速升至 3.9%（前值 1.1%），其中知识产权投资是最大亮点。受油价走弱影响，建筑类投资如期下滑；设备投资有所反弹，但由于全球经济放缓，未来仍将面临下行压力；住宅投资连续四个季度下滑，继续成为拖累。关于这些分项的分析，请参考报告《2019，美国经济靠什么？》。

知识产权投资环比大涨 13%，拉动 GDP 环比增速 0.6 个百分点；同比增长 10.8%，为 2000 年科网泡沫破灭以来最高水平（图 2）。知识产权投资可分为三类：软件、科技研发、文化娱乐，占比分别为 46%、45%、9%。近期表现强劲的是软件与科研，也是知识产权投资的核心部分（图 3）。历史上，知识产权投资与 GDP 的相关性偏弱，因此容易被人忽略，但在某些情况下也可能成为经济增长的驱动力。比如 1995-2000 年，互联网的兴起导致知识产权投资高速增长（年均增速高于 12%），不仅带来经济繁荣，也造就了科网泡沫。当前的增速虽然无法与 90 年代末相比，但次贷危机后知识产

权投资占固定资产投资的比例已上升至 27%（图 6），使之成为不可忽视的力量。

图 2：18Q4 知识产权投资增速达危机以来最高水平



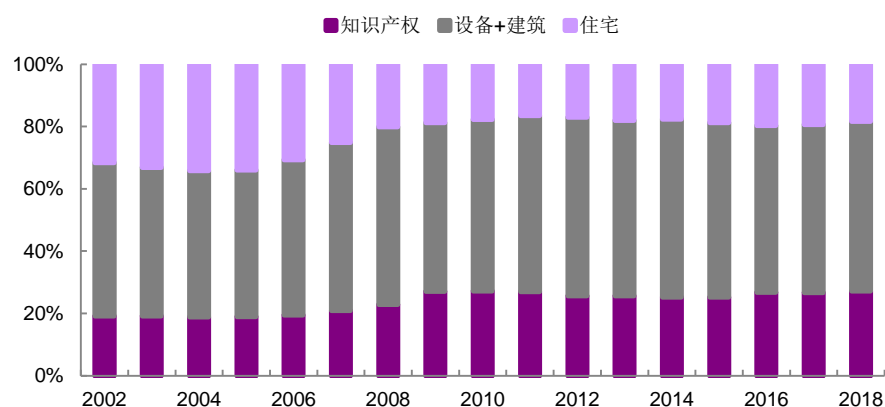
资料来源：Wind

图 3：软件和科研投资增速较快



资料来源：Wind

图 4：次贷危机后，住宅投资占比下降至 18%，知识产权上升至 27%



资料来源：Wind

是什么导致知识产权投资快速增长？除了美国经济持续扩张的原因外，我们猜测可能还与特朗普政府的知识产权政策有关。众所周知，知识产权投资的特点是投资周期长、沉没成本大，如果没有知识产权保护，企业将缺乏知识产权投资的动机。特朗普上台以来，一直在知识产权问题上维护美国的利益。在社交媒体上，特朗普也多次提出要发展 5G、人工智能（AI）等先进技术，以避免美国在未来的竞争中落后。今年 2 月 11 日，特朗普还签字启动了“美国 AI 倡议”（American AI Initiative）计划，要求联邦政府把 AI 的研发和商业化作为优先目标，并在此基础上安排拨款、制定计划、提供数据支持（表 1）。如上所述，知识产权投资占美国固定资产投资比例已超过四分之一，未来还需紧密跟踪之一方面的变化。

表 1：“美国 AI 倡议”计划的主要内容

主要方面	大致内容
研究与开发	联邦政府机构在做预算时要把 AI 作为优先投资项。具体拨款额度需要国会最后批准。同时，政府机构在申报 AI 研发开支方面要改进，以便总体评估政府在这方面的开支。
数据和基础架构	政府部门要为研究机构使用联邦数据库的数据、算法和电脑处理提供帮助。
监管治理	白宫科技政策办公室和其他相关部门将起草 AI 行业规范指南，确保 AI 使用的安全和伦理。
劳动力市场	白宫 AI 顾问委员会和就业培训小组将研究如何为就业人员提供持续教育，设立电脑科技互助和培训项目。
国际参与	美国既要跟其他国家合作，又要保证不损害美国利益或削弱美国科技优势，需要在两者间找到微妙的平衡。

资料来源：白宫，BBC 等

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13933

