

美国四季度GDP略超预期，美联储或加息25bp

——海外周评

2023年1月30日

宏观经济 事件点评

分析师 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国四季度实际 GDP 环比 2.9%，预期 2.8%，前值 3.2%；同比 1%，前值 1.9%。

主要观点：

- 1、四季度 GDP 质量降低，非存货投资与进口收缩，存货上升。商品消费止跌，服务消费的替代效应似乎进入尾声。
- 2、预计美联储加息幅度降为 25bp/次至 4.75%-5%或 5.25%。若高于 5.25%，衰退风险加大。
- 3、美国上半年陷入衰退概率不大，一季度美股具备反弹条件，长期趋势仍保持中性，市场不应对应降息的时间点过于乐观。
- 4、今年美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~4.1%。

美国四季度实际 GDP 略超预期，符合我们之前“略有回落但仍属尚可范围”的预期。四季度 GDP 虽超预期，但整体质量不如三季度。从分项看，消费与非存货投资均持续回落，存货对 GDP 贡献过高，不可持续，进口下降。

消费仍稳健，服务消费对商品消费的替代效应似乎进入尾声。消费环比 2.1%，前值 2.3%，未落于趋势之下。其中商品消费环比止跌回升，环比 1.1%，前值-0.4%；服务消费环比 2.6%，前值 3.7%，反映疫情后经济复苏脉冲的进一步缓和，服务消费对商品消费的替代作用趋于尾声。我们在 2023 年展望中提到，由于家庭部门的负债水平极低，整体可以承受目前高利率水平。面对高通胀与高利率，预计消费继续缓慢回落但整体尚可。

受存货上升影响，投资环比小幅回升，但存货以外的固定资产投资受住宅和信息处理设备投资下降的拖累继续加速收缩。投资环比 1.4%，前值-9.6%；但存货以外的固定资产投资环比-6.7%，前值-3.5%，细分项均有所回落。其中，住宅投资环比继续大幅萎缩，环比-26.7%，前值-27.1%；非住宅投资环比 0.7%，前值 6.2%。非住宅投资主要受企业设备分项中的信息处理设备投资下降的影响，环比-3.7%，前值 10.6%；其余分项回落尚可，特别是软件行业继续保持增长，环比 5.3%，前值 6.8%。四季度存货大幅上升，与 PMI 分项中存货上升以及进口大幅下降相吻合，或预示今年上半年消费有所疲软。

从全年看，美国 2022 年 GDP 位于长期趋势之上。年度 GDP 增 2.1%，前值 5.9%。今年消费支出中，服务类消费上涨，主要有国际旅游、餐饮住宿以及医疗保健。商品消费下降的主要是食品饮料，以及汽车等，娱乐商品和药品消费上升。投资方面，存货上涨主要反映在制造、批发以及零售行业；非住宅类固定资产投资增加主要在知识产权产品，特别是软件，以及设备分项中的信息处理设备。

预计美联储后续加息幅度依次为 25bp/次至 4.75%-5%，上半年陷入衰退概率不大，维持一季度美股具有短线反弹可能。基本情景下，政策至少接近 5%，若升至 5.25%也在合理范围之内，加息将延续至一季度末。**若高于 5.25%，衰退风险加大。**上半年随着通胀的持续回落，美联储短期加息压力越来越轻，基本接近本轮终点。我们在去年 11 月点评中指出从去年 12 月起加息最佳路径为 50,25,25，这一点基本得到印证。本轮美联储官员讲话基本一致支持 FFR 升至 5~5.25%这一最低水平，部分委员明确支持 25bp，市场也对此进行了充分定价。急速加息周期结束并保持耐心有助于避免出现不必要的深度衰退和不必要的金融市场波动，美国经济仅为放缓或温和衰退概率提升。鉴于美国劳动力市场空缺岗位虽然回落但仍在高位，虽然科技公司普遍裁员，但劳动力市场整体的紧绷程度至少需要半年才能缓解，上半年经济陷入衰退概率不大。美股一季度风险较小，随着加息幅度降低，一季度具有短线反弹条件，但长期趋势仍保持中性。

真正的挑战在于基数效应结束后通胀是否有第二轮上涨，市场不应对应降息的时间点过于乐观。我们从 2020 年疫情开始对本轮通胀周期的观点一直有二：一是通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，二是通胀回落的幅度比美联储预期的要小。本轮通胀为 90 年代以来首次脱离原油增长路径，历史上极少出现过通胀一轮游立马进入通缩的案例，用人成本也罕见的出现所

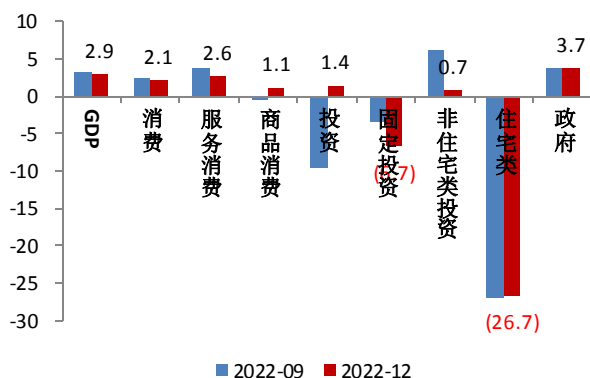
有收入分位齐涨的现象。数据上，核心通胀与过去 24 个月 CPI 均值高度相关，有效回落需要更长时间。通胀真正的挑战在于下半年基数效应结束后是否有第二轮上涨。基于 70 年代的经验，政策利率必须维持高位一段时间以确保高通胀结束，期间必须要忍受一段时间经济数据的低迷，而不能迫于压力终止政策并迅速转向宽松，否则功亏一篑。美联储各官员的讲话中亦提及过这一教训。因此，市场不应将降息的时间点过于乐观，甚至若出现通胀反复，不排除继续加息的可能。

美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围为 3.4%~4.1%。我们的极限假设为制造业 PMI50，CPI 同比 3%，FFR4.86%，金价窄幅波动，以及预期 50bp 降息。应持续关注美十债利率与 FFR 倒挂以及垃圾债利率高企的现象。我们一直认为长短利率倒挂并不是经济衰退的理想指标，但美十债利率低于联邦基金利率 FFR 尚属本周期首次。虽然我们一直提及这一情况可以参考 1978~1980 年，即高通胀下可能出现长期利率曲线倒挂，但在加息预期并未停止的背景下，美十债利率一路下跌不太常见，上次出现这一现象在 2018~19 年钱荒时，大约维持了 5~6 月。此外，垃圾债市场实际利率虽然跟随美十债利率回落，但整体仍在高位。美国本土公司 BBB 级别的实际收益率目前与 Baa 级别的名义利率相差无几，两者利差并未受利率回落而回落，这亦是债市的负面信号之一。短端货币市场目前正常。

最后，欧洲宏观数据出现缓和，刺激股市上涨。欧洲 1 月制造业 PMI 普遍出现止跌，法国甚至进入扩张区间（50.8），或与暖冬导致俄乌冲突冬季烈度下降，天然气价格回落有关。服务业继续位于 50 以下。受宏观数据转暖，欧洲出现持续多月的股市回升。

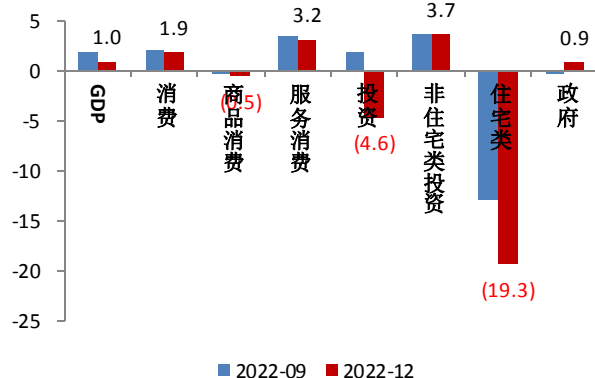
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1: GDP 及分项环比



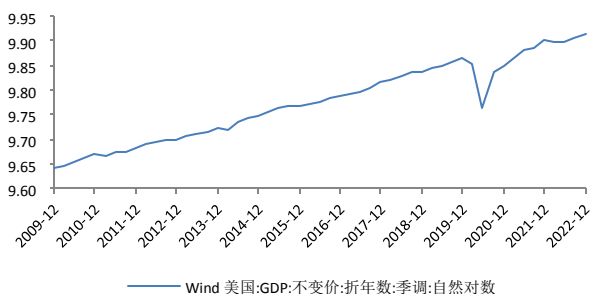
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: GDP 及分项同比



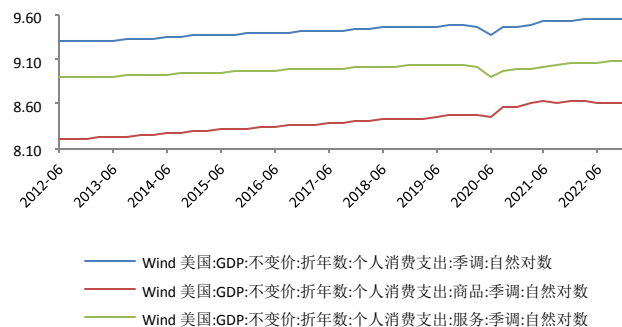
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 美国四季度 GDP 增长尚未跌破趋势



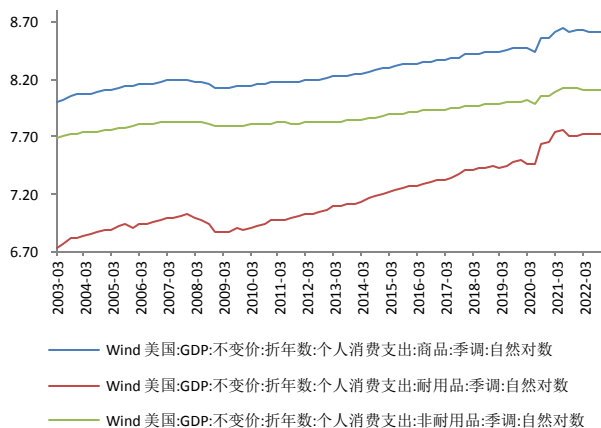
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 消费增长回落缓慢，商品消费止跌



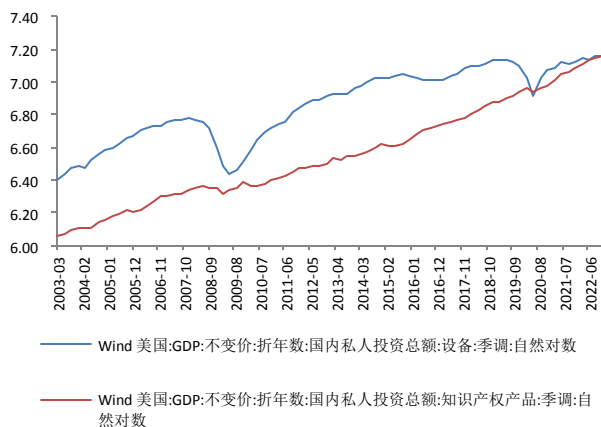
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5：耐用品消费下降有限，非耐用品止跌回升



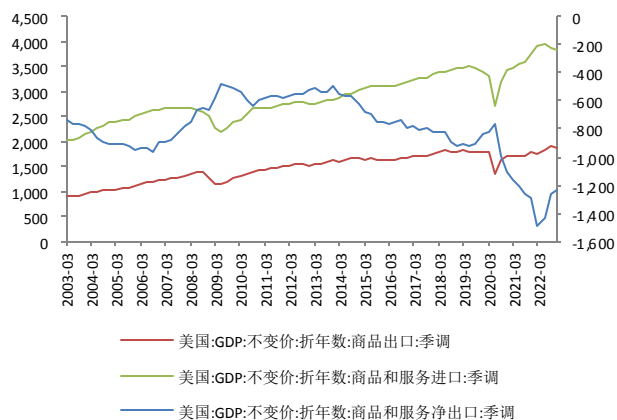
资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：知识产权投资仍强劲，设备略有回落



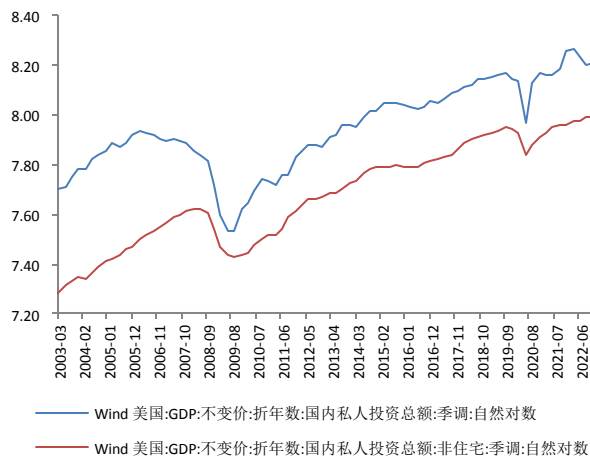
资料来源：wind，东兴证券研究所

图9：进出口回落



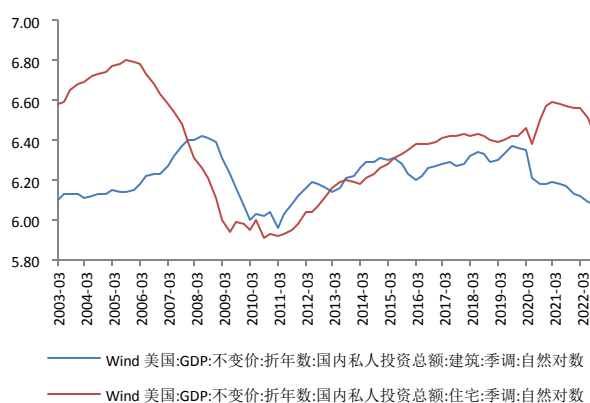
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：投资主要受住宅拖累，非住宅尚可



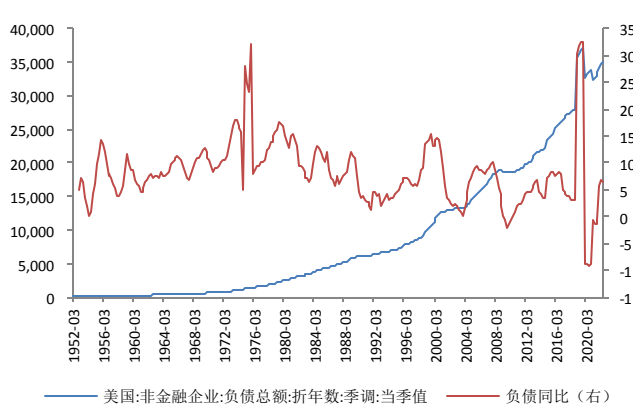
资料来源：wind，东兴证券研究所

图8：住宅投资持续显著回落



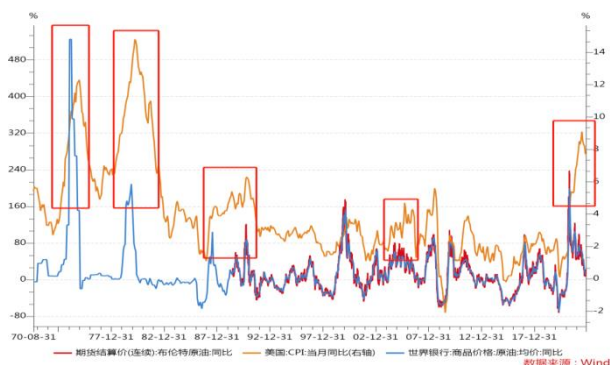
资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：非金融企业负债增速尚可



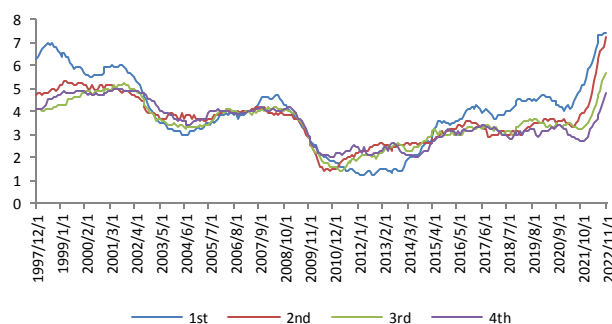
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：本轮通胀大幅脱离原油价格为 90 年代以来首次



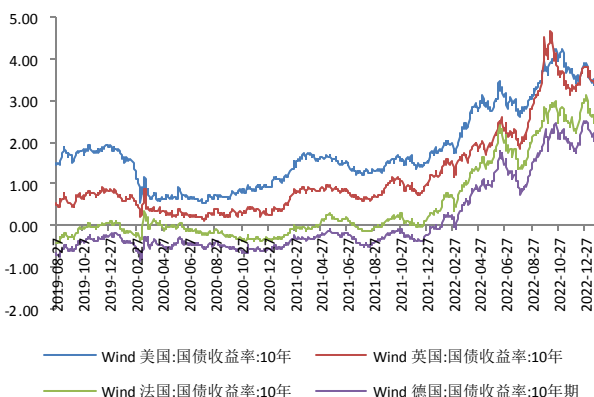
资料来源：wind，东兴证券研究所

图12：本轮薪资第 1~4 分位同比增速均高企



资料来源：美联储，东兴证券研究所

图13：受全球央行加息接近尾声，各国十年期国债利率回落



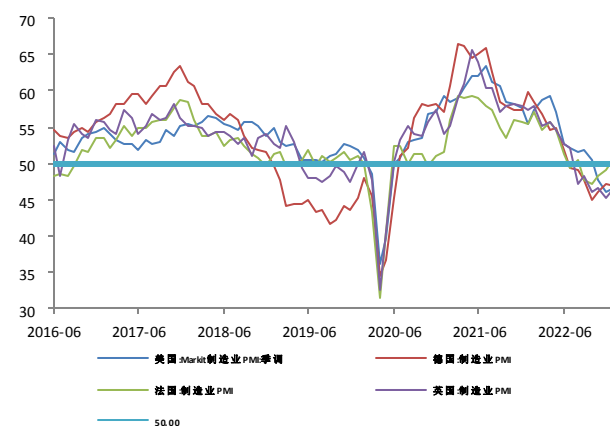
资料来源：wind，东兴证券研究所

图14：美十债模型



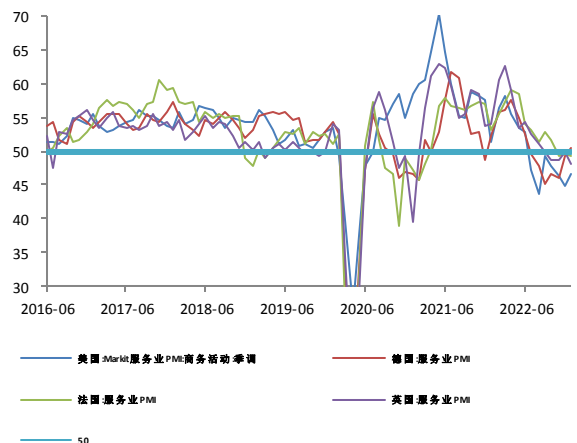
资料来源：wind，东兴证券研究所

图15：欧洲制造业 PMI 止跌



资料来源：wind，东兴证券研究所

图16：欧洲服务业 PMI 均收缩



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-13
宏观普通报告	宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧数据整体转暖，美联储纪要显示 2023 年不会降息	2023-01-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美欧央行态度偏鹰，美经济数据不及预期	2022-12-16
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀超预期回落，加息节奏缓和提振市场	2022-12-15
宏观深度报告	宏观深度报告：2023 年海外宏观展望	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：明年美国经济谨防衰退，谨慎乐观。	2022-12-09
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储大概率 12 月加息 50bp,关注美债波动	2022-12-02
宏观普通报告	美联储会议纪要关注金融稳定风险，加息幅度确定放缓	2022-11-25
宏观普通报告	宏观普通报告：本周市场风险度下降，美联储官员密集发声	2022-11-21

资料来源：东兴证券研究所

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_51805

