

软着陆和控通胀的兼容性——22Q4 美国 GDP 点评

报告发布日期

2023 年 01 月 28 日

研究结论

- 1 月 26 日，美国经济分析局公布 2022Q4 GDP 初值数据，实际 GDP 环比年率为 2.9%，较前值 3.2% 有所回落，略超预期 2.6%。
- 消费降速且韧性。**分项来看，个人消费支出项中，服务消费略微走弱，环比年率较前值 3.7% 进一步下降至 2.6%，主要来自医疗保健、住房和公用事业。商品消费增速由负转正，环比年率为 1.1%，耐用品和非耐用品增速分别为 0.5% 和 1.5%，个人消费整体环比年率为 2.1%，降速较为缓慢，支撑了 GDP 读数表现。
- 非住宅投资进一步放缓。**知识产权、设备两项投资此前相对维持韧性，反映在价格上涨的环境下，企业仍具备一定程度的投资意愿。而伴随通胀消退，经济衰退的压力进一步浮现，这两项与企业部门密切相关的投资分项本期表现均不理想，反映出经济走弱、利率上行环境下企业资本开支趋势正承受越发明显的压力。
- 净出口、库存变动本期均为正贡献，促使 GDP 呈现较高表现读数，但是两者正贡献的原因均非经济的利多因素：**
- 私人库存变动为本期重要拉动项，贡献了 1.5% 的正增长。零售数据显示，22Q4 的感恩+圣诞假日期消费不振，当前库存周期处在需求下行、被动补库阶段。当前批发商与零售商的库销比位于快速上行通道中，制造商库销比更高但进入回落趋势，通常制造商库存周期偏领先，警惕后续美国库存周期进入主动去库阶段。
- 净出口方面，内需疲弱导致进口下行，商品进口下行成为 GDP 主要拉动项，贡献 0.7% 的增长，而服务出口的增长被商品出口的大幅下降所抵消。
- 住宅投资仍为最大拖累，但反弹信号出现。**住宅投资环比年率录得 -26.7%，前值 -27.1%，自 2022Q2 以来经历了连续 3 个季度两位数的大幅萎缩。伴随美联储 2022 年以来激进加息，美国 30 年期抵押贷款利率从 22 年初的低位快速攀升，11 月一度达到约 7.1%，2020 年疫情爆发后火爆的房地产市场急剧降温。

但值得注意的是，美国 30 年期抵押贷款利率已从 11 月初的峰值回落，1 月以来连续三周下降，回到 6.13%。尽管 12 月成屋销售数据延续下行趋势，但降幅明显放缓，新屋销售在 Q4 已经明显反弹，连续 3 个月上升。潜在购房者对于抵押贷款的利率较为敏感，如果后续加息预期快速下行，需要关注购房需求回升，住宅投资项见底反弹的可能性。这也是本期数据评析的标题主要指向的探讨：软着陆和驯服通胀两种情形之间的兼容性较差，利率下行舒缓了经济的压力环节，但又有可能再次助推住宅市场价格反弹从而颠覆平抑通胀的命题。美联储在多元目标之间的权衡，或在较大程度上影响到我们未来看到本轮周期以哪一种情形收尾。

- 本期数据整体上延续软着陆叙事。**整体来看，22Q4 GDP 数据的整体和结构表现基本与趋势和市场预期保持一致，延续经济缓慢下坡的软着陆叙事。数据发布的交易日内，债市小幅下跌，股市在数据发布的下跌之后收涨：一方面，超预期的经济增速一定程度上缓解了对于美国在 23 年出现深度衰退的担忧；另一方面，在遏制通胀的同时实现经济软着陆，将使得美联储更有底气维持鹰派政策立场，削弱宽松交易的逻辑。

风险提示

美联储超预期加息的风险。

通胀反弹的风险。

经济陷入深度衰退的风险。

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青 wuzeqing@orientsec.com.cn

相关报告

12 月美国 CPI 点评：宽松交易，百尺竿头 2023-01-14

12 月美国就业数据：软着陆叙事模板什么样？——报告副标题 2023-01-09

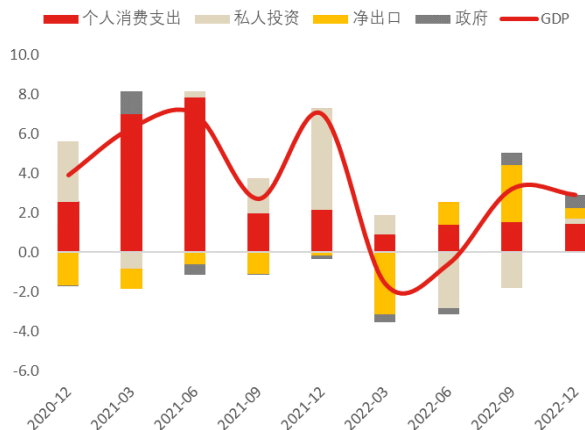
2023 海外宏观年度展望：下山的路 2022-11-30

图 1: GDP 分项环比年率 (%)

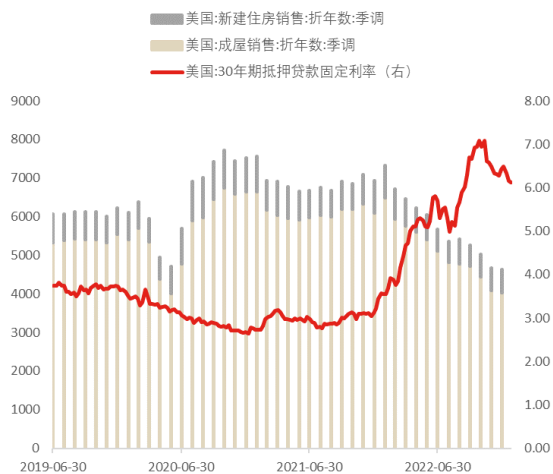
GDP 环比年率	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09
GDP	2.9	3.2	-0.6	-1.6	7.0	2.7	7.0	6.3	3.9	35.3
个人消费支出	2.1	2.3	2.0	1.3	3.1	3.0	12.1	10.8	3.9	43.0
商品	1.1	-0.4	-2.6	-0.1	2.3	-7.9	11.6	25.3	0.3	55.2
耐用用品	0.5	-0.8	-2.8	7.6	5.1	-22.0	10.6	44.7	0.6	103.6
非耐用用品	1.5	-0.1	-2.5	-4.4	0.7	1.7	12.2	14.9	0.1	33.7
服务	2.6	3.7	4.6	2.1	3.5	9.2	12.3	4.0	5.7	37.1
私人投资	1.4	-9.6	-14.1	5.4	32.0	10.4	0.9	-5.4	18.0	91.8
固定资产投资	-6.7	-3.5	-5.0	4.8	0.6	-1.1	5.8	9.7	16.8	29.2
非住宅	0.7	6.2	0.1	7.9	1.1	0.6	9.9	8.9	11.5	20.2
建筑	0.4	-3.6	-12.7	-4.3	-12.7	-6.7	-2.5	1.9	0.9	-10.4
设备	-3.7	10.6	-2.0	11.4	1.6	-2.2	14.0	6.1	21.1	57.1
知识产权	5.3	6.8	8.9	10.8	8.1	7.4	12.6	15.6	8.3	9.5
住宅	-26.7	-27.1	-17.8	-3.1	-1.1	-5.8	-4.9	11.6	33.4	61.6
出口	-1.3	14.6	13.8	-4.6	23.5	-1.1	4.9	0.4	24.2	59.5
商品	-7.0	17.8	15.5	-7.2	23.4	-3.7	3.4	-0.7	25.5	103.2
服务	12.4	7.5	9.9	1.6	23.6	4.7	7.7	2.5	21.2	1.4
进口	-4.6	-7.3	2.2	18.4	18.6	6.6	7.9	7.6	32.9	88.2
商品	-5.6	-8.6	-0.4	20.4	19.6	0.2	4.0	10.9	29.3	103.7
服务	0.4	-0.8	16.6	9.1	14.0	45.3	31.9	-8.8	53.6	25.7
政府消费支出和投资总额	3.7	3.7	-1.6	-2.3	-1.0	-0.2	-3.0	6.5	-0.1	-5.9
联邦政府	6.2	3.7	-3.4	-5.3	0.0	-7.2	-6.9	17.3	1.8	-10.9
国防	2.4	4.7	1.4	-8.5	-5.3	-3.2	-2.6	-9.0	11.8	1.3
非国防	11.2	2.5	-9.2	-1.1	7.4	-12.1	-11.9	64.8	-10.8	-24.7
州和地方政府	2.3	3.7	-0.6	-0.4	-1.6	4.5	-0.4	0.1	-1.3	-2.5

数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 2: GDP 分项拉动 (%)



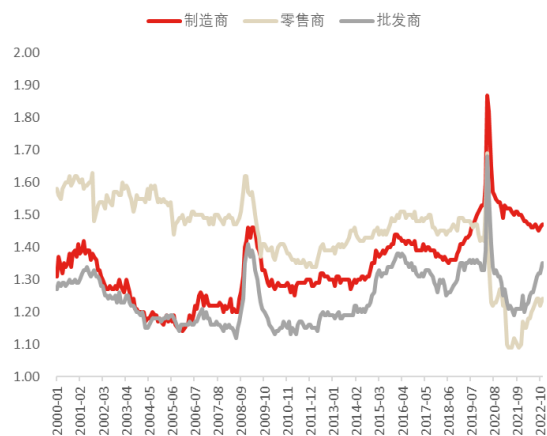
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 3：美国新屋、成屋销售（千套）和 30 年期抵押贷款固定利率（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：美国房屋营建许可（千套）

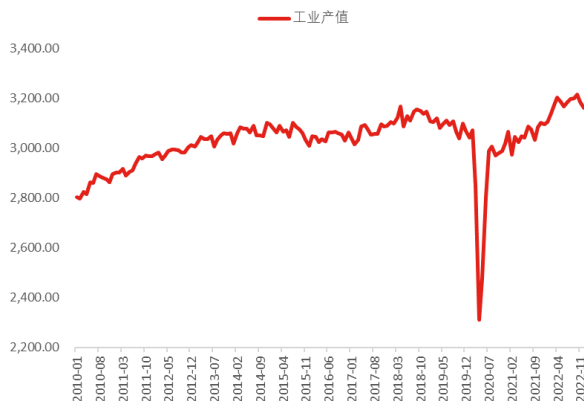

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：美国制造商库存销售比


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：美国零售销售额同比（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：美国工业产值（十亿美元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

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_51647

