

世界经济

2013 年 01 月 31 日

不必过虑

——对美国去年四季度 GDP 和议息会议的点评

相关研究

美国经济依赖库存而走强，
四季度下调至 1.4%——美国
三季度 GDP 再剖析
2012 年 12 月 3 日

美国延续 QE3，12 月或加码
2012 年 10 月 25 日

美国零售 3 季度走强，印度
通胀存隐患
2012 年 10 月 16 日

美国第二季度 GDP 如期下
滑，三季度有望企稳
2012 年 7 月 30 日

证券分析师

李慧勇 A0230511040009
lihy@swsresearch.com
谢伟玉 A0230512070027
xiewy@swsresearch.com

研究支持

钟嘉妮 A0230112070027
zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

总体判断：

- 投资结论：去年四季度，美国经济意外出现萎缩，主要受到去库存、政府国防开支减少和贸易赤字的拖累，但个人消费维持增长势头，企业投资出现反弹。若剔除库存变动和政府开支，GDP 环比增速从 1.6%升至 2.5%，我们预计 GDP 初值未来有上调空间。目前来看，因财政悬崖暂时缓解、债务上限问题延后，加上去年四季度基数较低，将美国今年一季度 GDP 上调 0.5 个百分点至 1.8%。议息会议虽开始讨论量化宽松政策退出，但不改今年的宽松基调，因劳动力今年难见彻底复苏，QE 退出的时点至少在明年四季度以后。
- 主要观点及逻辑：
 - 去年四季度，美国实际 GDP 环比意外下滑 0.1%，大幅低于我们和市场预期，主要因为企业去库存，而且政府因担忧自动减赤机制而削减国防开支高达 22%，分别拖累 GDP1.3 个百分点，而这两部分恰恰是波动最大的部分。剔除库存变动和政府开支，GDP 环比增速从 1.6%升至 2.5%，未来两次 GDP 修正有上调空间，尤其是库存。另外，净出口拖累 GDP0.25 个百分点，主要因为出口的下滑速度超过进口。
 - 四季度美国 GDP 低于预期的另一个原因在于，10 月飓风桑迪影响较大，估计拖累美国 GDP0.6 个百分点。
 - 对于美国经济更积极的信号在于私人部门需求明显恢复。（1）对美国经济最重要的个人消费加速反弹，耐用品订单增速大幅上升 5 个百分点至 13.9%，这符合我们的预期；（2）企业投资也开始反弹，主要受软件、设备支出增加的提振，房地产投资也持续反弹，对经济形成支撑，不过建筑投资下滑。（3）个人收入增长大幅好于预期，1.9%的增速为年内新高，因年终奖和利息收入上升的缘故。
 - 展望今年第一季度，由于 3 月 1 日将实施自动减赤机制，政府暂停发债，政府消费依然对经济造成较大拖累，且加税对个人消费也形成负面影响，但就业市场有所好转，从 1 月 ADP 就业人数超预期增加 19.2 万人可见一斑，加上房地产市场持续复苏，我们将美国一季度 GDP 的预测从 1.3%上调至 1.8%。
 - 隔夜的美联储议息会议维持量化宽松规模和利率不变，虽然开始讨论 QE 退出的情形，但真正实施至少要等明年四季度以后。美联储将继续每月购买 400 亿美元机构 MBS 和 450 亿长期国债，QE 退出时间取决于劳动力市场前景从根本上改善，通胀压力较大且通胀预期升高，以及金融市场状况。尽管 1 月劳动力市场数据有改善迹象，但美联储仍然判断失业率高企困扰劳动力市场，我们坚定认为今年失业率降至 7%以下的概率很低，除非非农就业至少保持每月新增 23 万人以上，而短期来看难以实现，因而 QE 今年内退出的概率很低。
 - 对于 QE 退出的途径，美联储声称将采取符合其最大化就业和保持通胀在 2%的宗旨相符的“平衡”方式，我们预计美联储将在通胀风险较高时，将上调超额存款准备金率，促使银行将资金留在美联储，减少货币供给，抑制通胀风险。然后通过前瞻性指导，给市场足够时间消化 QE 退出的预期，再卖出长期国债和 MBS，并控制节奏，不致于对国债和 MBS 市场造成过大压力。
 - 总体上，由于美国经济曲折复苏，今年 GDP 增长恐将低于去年，且劳动力市场复苏仍不稳固，失业率很难降至 7%以下，因此今年 QE 退出的概率很低。

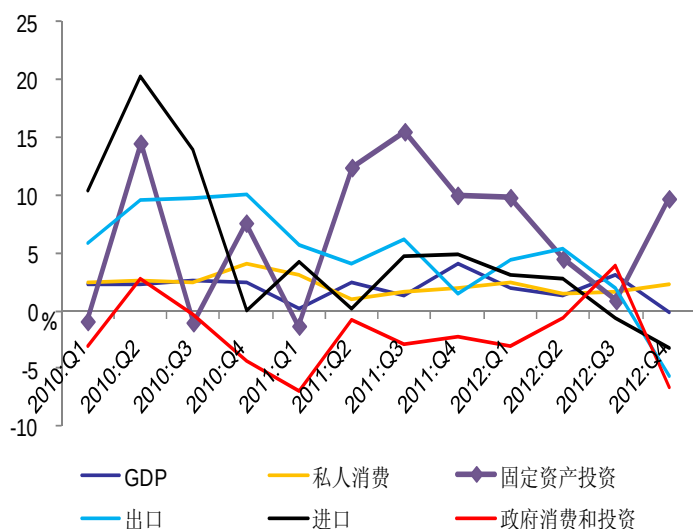
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1、美国经济四季度意外萎缩，但不必过于担忧

隔夜，美国公布2012年第四季度GDP初值，环比下滑0.1%，主要因为企业去库存，以及政府因担忧自动减赤机制而削减国防开支22%，分别拖累GDP1.3个百分点，而这两部分正好是对美国三季度GDP贡献最大的部分，分别达0.75和0.73个百分点。如果剔除库存变动和政府开支，那么GDP环比增速从1.6%升至2.5%。我们预计，未来两次GDP修正有上调空间，尤其是变化较大的库存部分。另外，净出口拖累GDP0.25个百分点，主要因为出口的下滑速度超过进口。四季度美国走势与三季度正好相反，符合我们认为“三季度美强欧弱，四季度走势逆转”的观点。

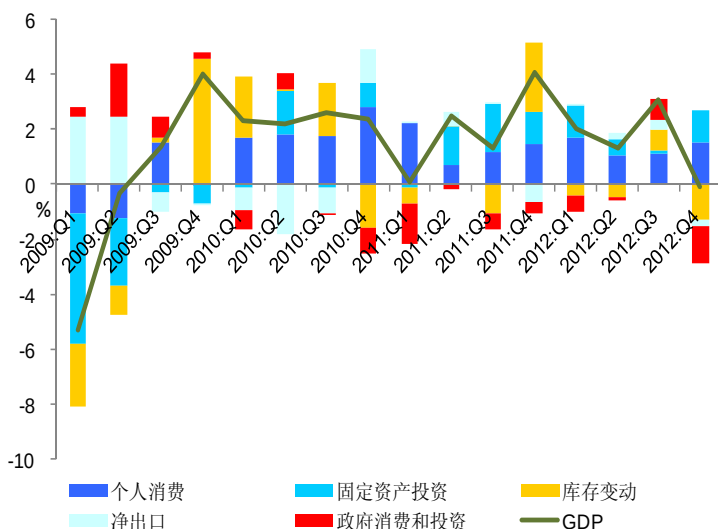
美国四季度名义GDP环比上涨4.88%，甚至超过去年第四季度，暗示企业利润较好，环比或增长13%；通胀有抬头之势，从二季度的1.6%反弹至近一年高点2.8%，加上QE3的助推，四季度可能维持高位。

图 1：美国实际 GDP 环比增速显示，四季度美国个人消费和固定资产投资反弹，而进出口和政府投资、消费均下滑



资料来源：美国经济分析署、申万研究

图 2：从各部分对美国实际 GDP 的贡献来看，私人消费和固定资产投资对美国构成支撑，而政府支出和库存拖累最大



资料来源：美国经济分析署、申万研究

四季度美国GDP低于预期的另一个原因在于，10月飓风桑迪影响超出我们的预期，估计直接损失加上间接损失对美国经济的拖累可能高达0.6个百分点。

对于美国经济更积极的信号在于私人部门需求明显恢复。从GDP各项组成部分的增速来看，企业投资扭转此前四个季度的下滑，大幅反弹至2012年初的水平，私人消费也受耐用品消费提振而回升。出口增速低于预期，而且低于进口增速，贸易赤字呈扩大的趋势。政府消费和投资增速主要因新的2013财年自动减赤机制的约束而大幅下滑至-6.6%，创近两年新低，除了个人消费好于预期，其余部分基本符合我们对四季度美国经济的判断。

从GDP各项组成部分的贡献来看，三季度的库存和大幅增加国防开支难以为继，四季度拖累最大就是政府投资和消费，其次是库存变动，分别拖累GDP1.33和1.27个百分点，好在私人消费和企业投资的贡献明显增加，说明真正支撑经济的动力有所增强，净出口的贡献也一年来首次为负，不过这也说明美国人对外国商品的需求在增加。

表 1、2012 年美国个人消费支出各项的贡献

	2012:Q1	2012:Q2	2012:Q3	2012:Q4
个人消费	1.72	1.06	1.12	1.52

商品	1.11	0.08	0.85	1.08
耐用品	0.85	-0.02	0.66	1.02
机动车及零部件	0.31	-0.26	0.25	0.62
家具及家用设备	0.14	-0.01	0.09	0.07
休闲品和车辆	0.28	0.16	0.25	0.25
其他耐用品	0.11	0.10	0.07	0.08
非耐用品	0.26	0.10	0.19	0.06
食品饮料	0.00	-0.03	0.01	-0.03
服装和鞋	0.13	-0.12	0.12	-0.01
汽油和其他能源	-0.07	0.23	-0.08	-0.10
其他非耐用品	0.20	0.02	0.14	0.20
服务	0.61	0.99	0.26	0.44
家庭服务消费	0.64	0.69	0.35	0.40
非盈利机构提供给家庭				
的服务消费	-0.02	0.29	-0.08	0.04

资料来源：美国经济分析局、申万研究

表 2、2012 年美国企业投资各项的贡献

	2012:Q1	2012:Q2	2012:Q3	2012:Q4
企业总投资	0.78	0.09	0.85	-0.08
固定资产投资	1.18	0.56	0.12	1.19
非住宅	0.74	0.36	-0.19	0.83
建筑	0.35	0.02	0.00	-0.03
设备和软件	0.39	0.35	-0.19	0.86
信息处理软件和设备	0.21	-0.09	-0.09	0.50
工业设备	-0.18	0.16	0.00	0.10
运输设备	0.22	0.19	-0.22	0.20
其它设备	0.14	0.09	0.12	0.06
住宅	0.43	0.19	0.31	0.36
库存变动	-0.39	-0.46	0.73	-1.27
农业	-0.03	-0.17	-0.38	0.11
非农业	-0.37	-0.29	1.11	-1.37

资料来源：申万研究

而从美国的领先指标来看，美国谘商局和密歇根大学公布的消费信心指数均已连续两月下滑，说明一季度私人消费可能受到增税等财政悬崖的拖累而下滑。不过，其他领先指标大多好转，11月OECD领先指标保持涨势但增速放缓，而从更高频的美国经济周期研究所(ECRI)周度领先指标来看，今年1月前三周均加速上行，说明财政悬崖达成初步协议、债务上限推后至二季度，对于一季度经济的信心有所恢复，预示美国经济仍将保持温和复苏。

总体来看，我们将一季度美国GDP环比增速的预测从1.3%上调至1.8%，一方面因为基数较低的原因，另外也由于财政悬崖和债务上限问题得到一定程度解决，对美国经济的拖累减少。

2、美联储开始讨论QE退出，但年内退出概率很低

隔夜的美联储议息会议维持量化宽松规模和利率不变，虽然开始讨论 QE 退出的情形，但真正实施至少要等今年四季度以后。美联储将继续每月购买 400 亿美元机构 MBS 和 450 亿长期国债，QE 退出时间取决于劳动力市场前景从根本上改善，通胀压力较大且通胀预期升高，以及金融市场状况。尽管 1 月劳动力市场数据有改善迹象，但美联储仍然判断失业率高企困扰劳动力市场，我们坚定认为今年失业率降至 7% 以下的概率很低，除非非农就业至少保持每月新增 23 万人以上，而短期来看难以实现，因而 QE 今年内退出的概率很低。

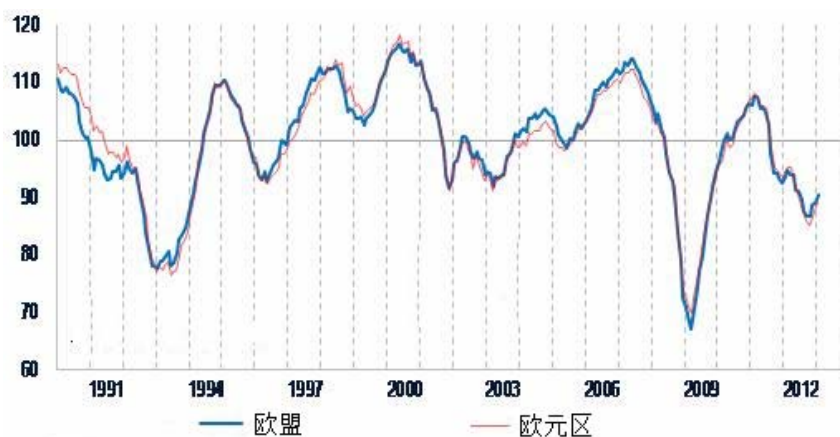
对于 QE 退出的途径，美联储声称将采取符合其最大化就业和保持通胀在 2% 的宗旨相符的“平衡”方式，我们预计美联储将在通胀风险较高时，将上调超额存款准备金率，促使银行将资金留在美联储，减少货币供给，抑制通胀风险。然后通过前瞻性指导，给市场足够时间消化 QE 退出的预期，再卖出长期国债和 MBS，并控制节奏，不致于对国债和 MBS 市场造成过大压力。

总体上，由于美国经济曲折复苏，今年 GDP 增长恐将低于去年，且劳动力市场复苏仍不稳固，失业率很难降至 7% 以下，因此今年 QE 退出的概率很低。

3、欧盟经济景气持续改善，今年欧洲经济将明显好转

据欧盟委员会报告，欧盟和欧元区 1 月经济景气指数均上涨 1.4 个点，分别至 90.6 和 89.2，尽管仍低于长期平均值，但已经连续三个月上升。从信心指数来看，欧盟服务业、建筑业、零售和消费者信心均有所改善；而欧元区服务业、建筑业和消费者信心也有所上涨，这对欧洲经济构成明显提振，预示欧洲经济今年的复苏可能好于市场预期。

图 3：欧盟和欧元区的经济景气指数连续三个月回升，预示欧洲经济企稳回升



资料来源：欧盟统计局、申万研究

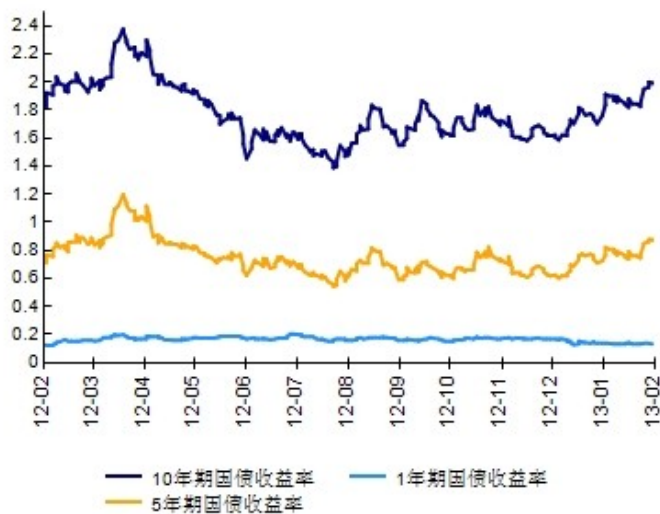
从细项来看，欧盟工业信心下滑，仅-0.5。主要因为产成品库存评价负面且订单量未见改善；而欧元区由于产成品库存评价偏乐观且生产预期增加，使得工业信心稳定在 0.3。欧盟和欧元区的服务业信心均上涨，分别为 3.7 和 1，受到需求预期的上涨和前期商业环境良好的评估。欧盟和欧元区建筑业信心指数均显著上升至 3.9 和 4.6，由于订单和就业预期增加。欧盟和欧元区消费者信心均升至 1 和 2.6，大都认为需求有所改善。另，1 月就业预期未如前期所想的悲观，欧元区工业和服务业的就业改善并不明显。分国家来看，

德国 1 月经济景气指数升至 2.5，西班牙和英国均涨至 0.5；法国景气指数稳定在-0.3，表现一般。

经济景气指数的连续上涨，对于市场是一个积极信号。1 月份欧洲的领先指标均向好发展，国内需求预期和信心的回升，使得未来欧洲经济将逐步改善。

4. 美国 4 季度GDP意外下滑，美股美元走弱

图 1: 美国国债收益率下滑，由于美国 4 季度 GDP 意外下滑，对经济形势担忧有所加大。



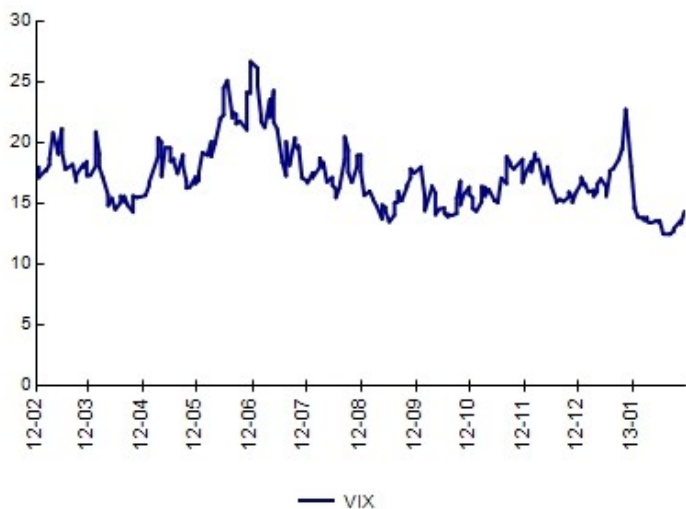
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 2: 美国 10 年期国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所增加。



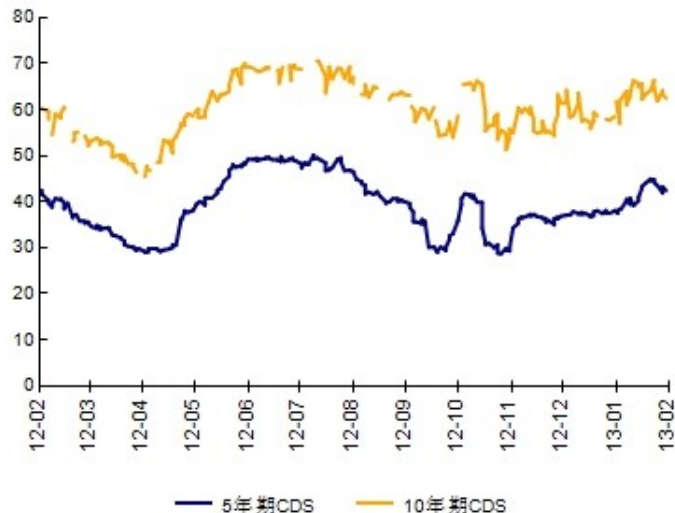
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 3: VIX 指数小幅上升，显示股市波动风险有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 4: 美国 CDS 小幅下降，对美国债务违约风险的担忧有所减缓。



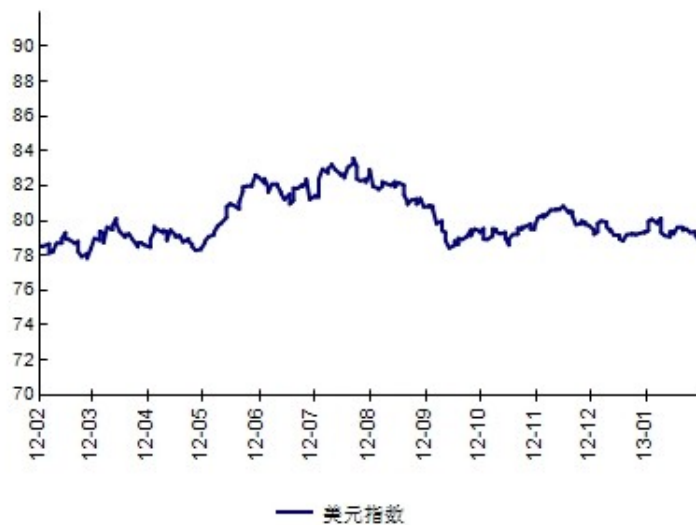
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 5: 欧元对美元上升, 由于美联储维持现有购买资产规模。



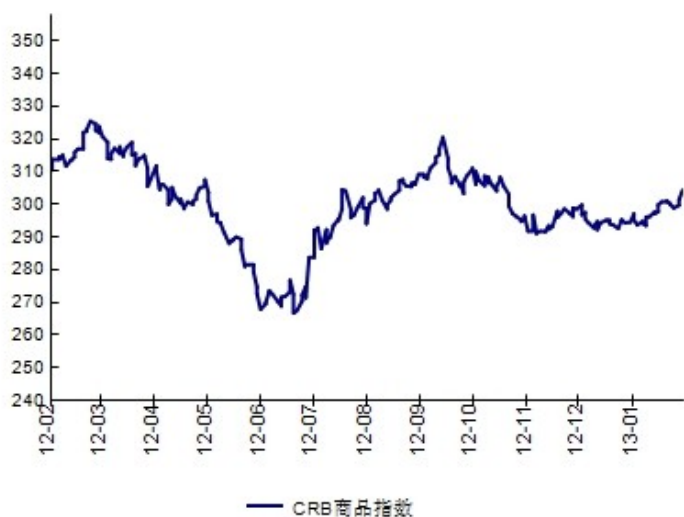
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数下降, 对其避险需求减弱。



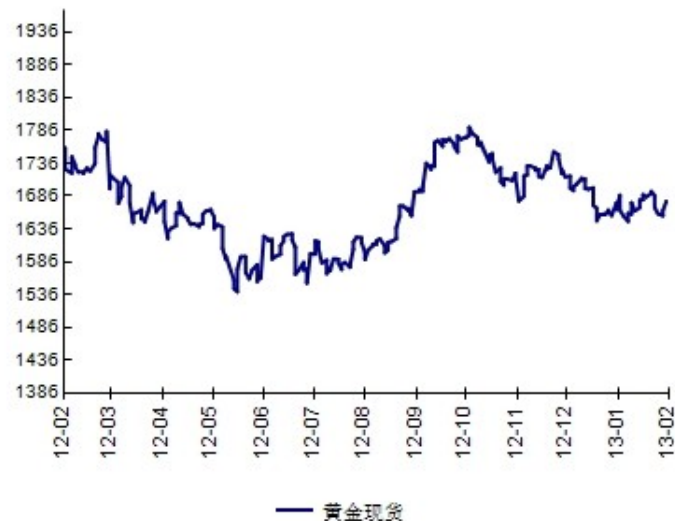
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格上涨, 金属能源价格继续上涨带动。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅上扬, 由于美联储决定维持现有资产购买规模, 对其避险需求有所增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究