

相关研究

《活跃资本市场的重要性 1：促消费、扩内需》2024.01.27

《货币宽松“再发力”，股债有望更积极——对央行降准的理解》2024.01.25

《美国：消费偏强，降息预期回落——海外经济政策跟踪》2024.01.21

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel: (021)23154148

Email:wuyq14704@haitong.com

## 经济支撑来自哪里？ ——美国 2023 年 4 季度 GDP 点评

### 投资要点:

- **美国 2023 年 4 季度 GDP 环比折年率为 3.3%**，高于市场预期。2023 年全年美国实际 GDP 同比增长 2.5%，较 2022 年回升 0.6 个百分点。整体来看，美国经济仍维持稳定。
- **经济稳定从何而来？**第一，居民资产负债表并未明显受损，使得消费仍然稳健。第二，财政政策仍然积极，对经济起到明显支撑。第三，贸易逆差收窄，净出口不再拖累经济增速。
- **核心通胀持续回落。**4 季度美国 PCE 价格指数环比折年率继续回落，但核心 PCE 环比折年率与 3 季度持平。
- **市场降息预期仍高。**根据 CME 观察显示，截至 1 月 26 日，市场预期美联储大概率在 5 月降息，仍预期 2024 年有 6 次的降息可能。我们认为，在美国经济下行较慢的影响下，美国核心通胀的回落或难以一帆风顺，美联储降息仍需等待。

**风险提示：海外货币政策超预期调整。**

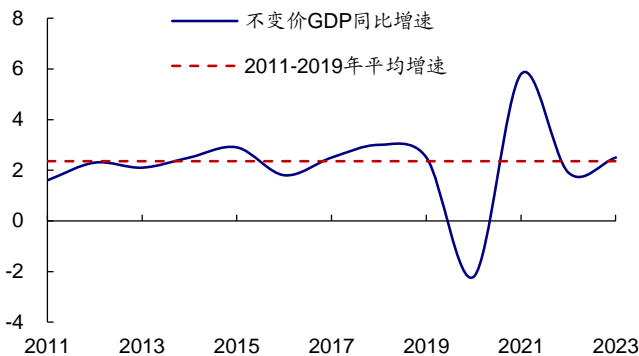
## 图目录

图 1	2023 年美国实际 GDP 同比有所回升 (%)	3
图 2	2023 年美股表现明显优于美债	3
图 3	美国家庭净资产变动的主要来源 (万亿美元)	3
图 4	美国抵押贷款利息支出占可支配收入比重 (%)	3
图 5	消费仍是支撑美国经济增长的核心动力 (%)	4
图 6	美国实际商品消费虽回落, 仍高于趋势线 (十亿美元)	4
图 7	美国实际服务消费仍有继续修复空间 (十亿美元)	4
图 8	美国各类商品和服务消费环比折年率 (%)	4
图 9	2023 年美国政府支出对 GDP 的环比拉动较为强劲 (%)	5
图 10	联邦政府财政支出仍显著高于疫情前水平 (%)	5
图 11	美国净出口对 GDP 的环比拉动明显提升 (%)	5
图 12	2023 年美国贸易逆差收窄 (十亿美元)	5
图 13	美国私人固定资产投资分项对 GDP 的环比拉动率 (%)	6
图 14	2023 年新建私人住宅同比增速仍处低位 (%)	6
图 15	PCE 与核心 PCE 物价指数年化增速 (%)	6
图 16	当前市场预期美联储或于 5 月开始降息	7

2023年4季度，美国GDP不变价环比折年率为3.3%（前值4.9%），明显高于市场预期预期的2.0%，也高于亚特兰大联储预测的2.4%（1月19日预测值）。此外，4季度GDP同比增速回升0.2个百分点至3.1%。即使剔除基数效应，同比增速也有2.0%，与2023年3季度持平。

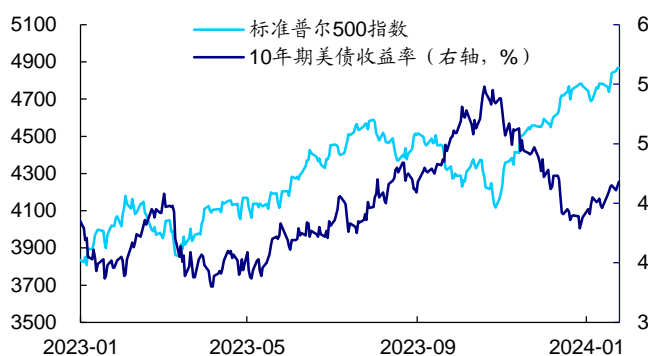
从2023年全年来看，美国实际GDP同比增长2.5%，较2022年回升0.6个百分点，基本在2011-2019年平均增速水平（2.4%）之上。整体来看，2023年美国经济维持常态化增速水平。经济数据也一定程度助推了美债利率在2023年的上行，从年初的3.8%一度上冲至5.0%附近，形成了2023年美国金融市场股强债弱的格局。

图1 2023年美国实际GDP同比有所回升（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 2023年美股表现明显优于美债

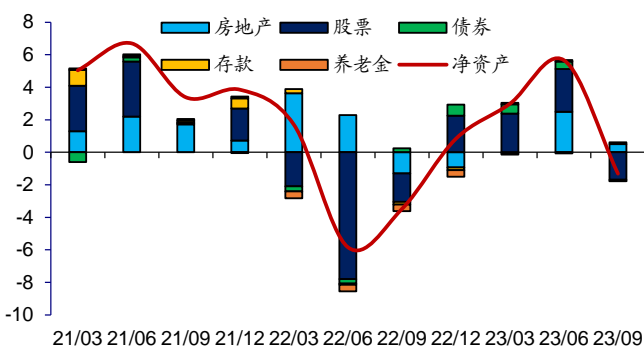


资料来源：Wind，海通证券研究所

美联储本轮自2022年开始的加息周期，是80年代以来加息最快和最多的一次。但在利率快速上升的情况下，2023年美国的经济依然偏稳定。我们认为可能有以下几点原因：

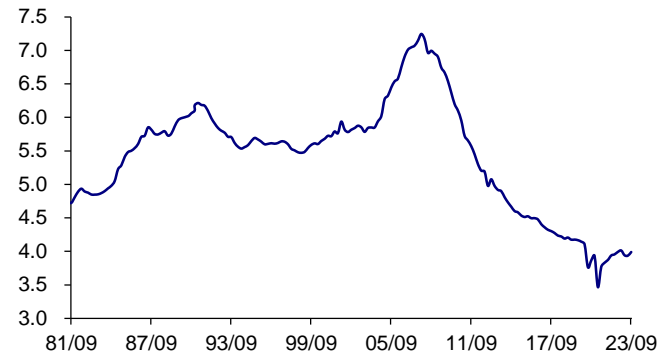
**原因一：居民资产负债表并未明显受损，使得消费仍然稳健。**在资产方面，2023年前3季度，在股票与房地产资产升值的影响下，美国家庭净资产共上升了7.3万亿美元。在负债方面，由于美国居民抵押贷款多采用长期固定利率合同，即使利率持续上行，美国家庭抵押贷款利息支出负担仍处于低位。截至2023年3季度，美国家庭抵押贷款利息支出占可支配收入的比重仅4.0%，明显低于疫情前水平。

图3 美国家庭净资产变动的主要来源（万亿美元）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

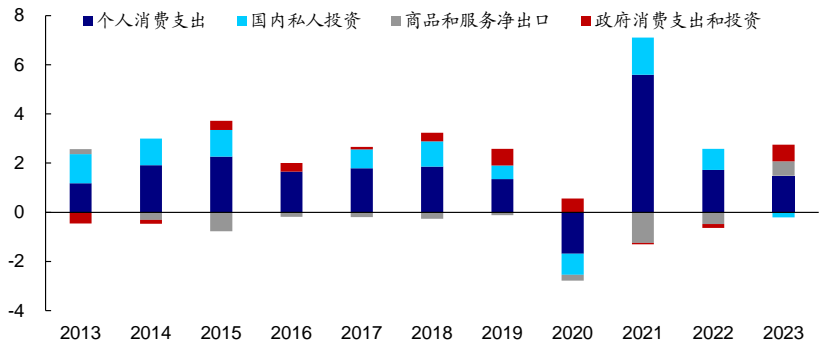
图4 美国抵押贷款利息支出占可支配收入比重（%）



资料来源：圣路易斯联储，海通证券研究所

在消费方面，2023年私人消费支出拉动实际GDP增速1.5个百分点，虽然较2022年（1.7个百分点）有所回落，但仍然是美国经济增长最重要的引擎。其中，4季度私人消费环比折年率为2.8%（3季度为3.1%），拉动经济增长1.9个百分点（3季度为2.1%）。

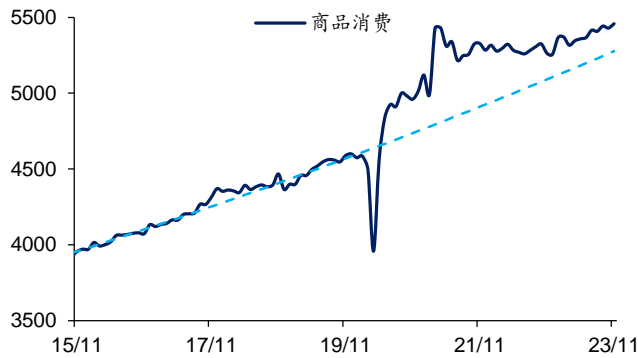
图5 消费仍是支撑美国经济增长的核心动力 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

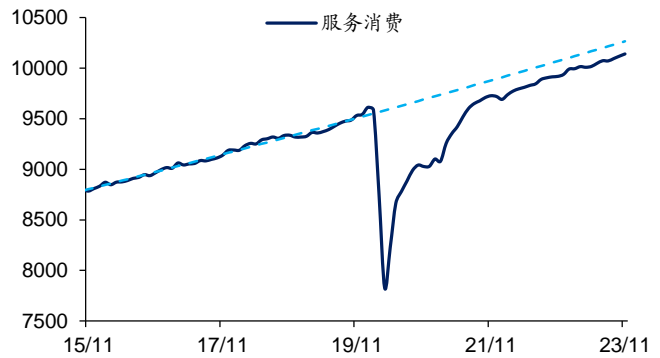
进一步来看，2023年11月，美国名义消费年化增速仍有6.6%，高于疫情前3%-5%的增速区间。实际消费年化增速也有2.6%，与疫情前2%-3%的水平相比也并不低。其中，商品消费虽然在2021年4月之后开始见顶回落，但一直维持在趋势线水平以上，服务消费也维持稳定修复态势。

图6 美国实际商品消费虽回落，仍高于趋势线 (十亿美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

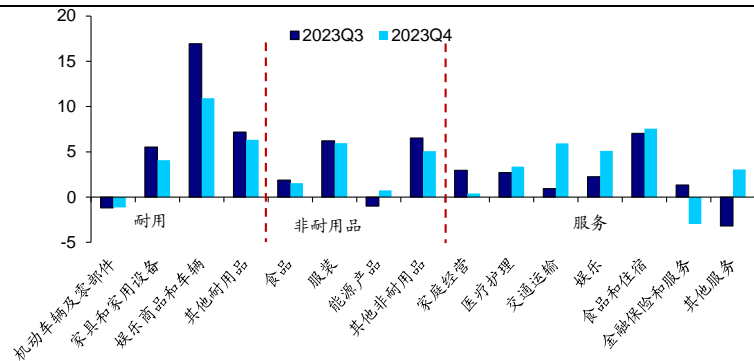
图7 美国实际服务消费仍有继续修复空间 (十亿美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

其中，4季度消费贡献的回落与商品消费回落有关，服务消费仍稳定。商品消费中，除机动车辆及零部件以及能源产品外，其他分项环比折年率均较3季度有所下滑。尤其是娱乐商品与车辆。服务消费中，除家庭经营和金融保险和服务外，其他分项环比折年率均较3季度有所回升。尤其是食品和住宿与医疗护理对经济的拉动最显著。

图8 美国各类商品和服务消费环比折年率 (%)

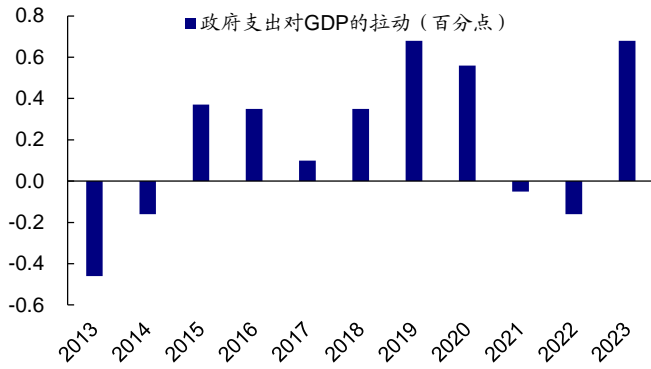


资料来源：BEA，海通证券研究所

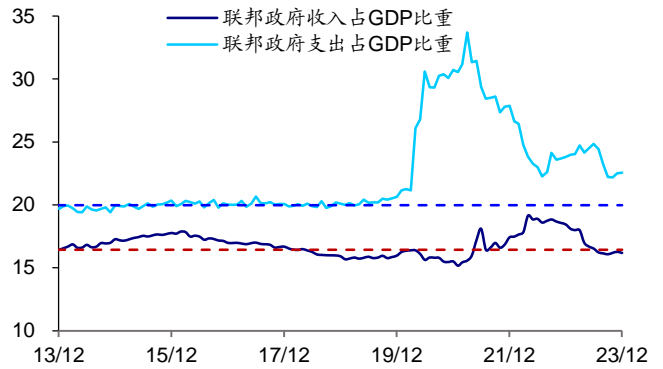
**原因二：财政政策仍然积极，对经济起到明显支撑。**在2023年美国失业率处于低位、经济和通胀处于高位的情况下，美国财政政策仍在大幅扩张。从对GDP环比增速的拉动来看，2023年政府开支拉动GDP环比增速0.7个百分点，与2019年持平，且处于近十年内的较高水平。

具体来看，截至 2023 年 12 月，美国联邦政府财政收入占 GDP 比重已逐渐回落至疫情前水平（2000-2019 年平均值），但支出占比在从疫情期间的高点回落后，在 2022 年 6 月再次回升，当前仍显著高于 2000-2019 年平均值。

其中，在资本利得税收入下降、个人所得税退税金额明显上升、部分受灾州报税日期推迟、税收通胀调整等因素影响下，美国 2023 财年个税收入显著下滑，或也为居民消费提供了一定的保障。此外，美国政府此前通过的三大法案也对投资起到一定拉动作用。

**图9 2023 年美国联邦政府支出对 GDP 的环比拉动较为强劲 (%)**


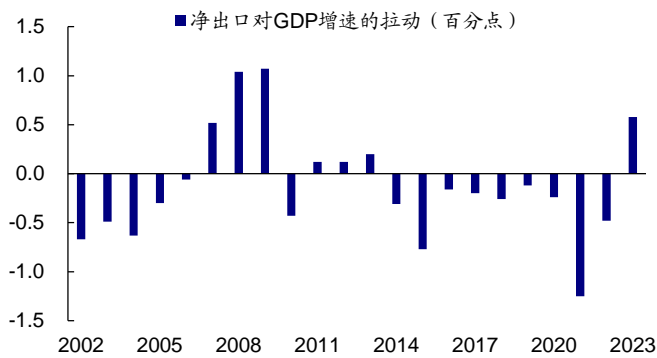
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图10 联邦政府财政支出仍显著高于疫情前水平 (%)**


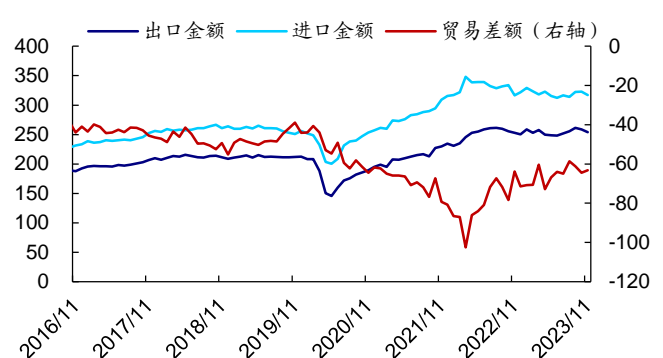
资料来源：Wind，海通证券研究所

**原因三：贸易逆差收窄，净出口不再拖累经济增速。**2023 年，净出口对 GDP 环比增速的拉动由 2022 年的 -0.5 个百分点转正至 0.6 个百分点，处于近 20 年内的较高水平，仅次于 2008-2009 年。

具体来看，净出口的贡献或主要来自于进口下滑导致。2023 年以来美国出口金额维持相对稳定，而进口则有所回落，使得美国的贸易逆差从 2023 年 1 月的 708 亿美元缩窄至 2023 年 11 月的 630 亿美元。

**图11 美国净出口对 GDP 的环比拉动明显提升 (%)**


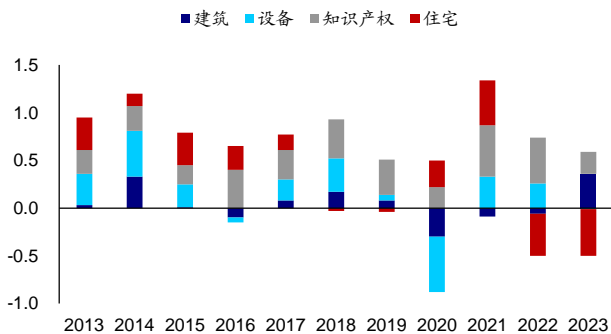
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图12 2023 年美国贸易逆差收窄 (十亿美元)**


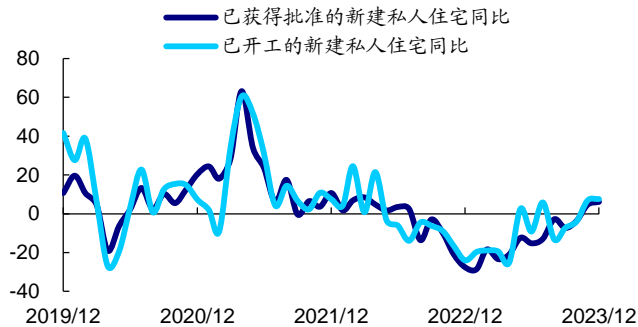
资料来源：Wind，海通证券研究所

**住宅投资仍是投资的主要拖累。**2023 年，美国私人固定资产投资拖累 GDP 环比增速 0.2 个百分点，主因私人存货变化拖累 GDP 增速 0.3 个百分点。

从固定资产投资来看，住宅投资拖累 GDP 环比增速 0.5 个百分点，仍是主要的拖累项。2023 年，在购房成本显著上升的情况下，居民购房意愿与购房能力均受到较大影响，也使得 2023 年新开工住宅同比增速大部分时间仍处于负增长区间。

**图13 美国私人固定资产投资分项对 GDP 的环比拉动率 (%)**


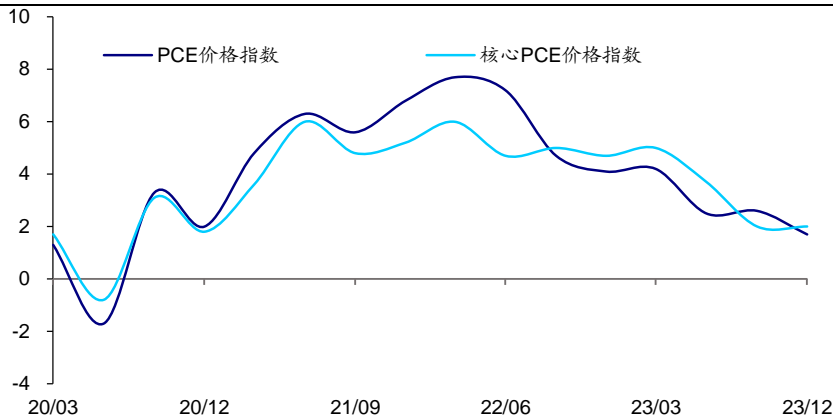
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图14 2023 年新建私人住宅同比增速仍处低位 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**核心 PCE 超预期回落。**4 季度，美国 PCE 价格指数环比折年率较 3 季度回落 0.9 个百分点至 1.7%，而剔除了食品与通胀的核心 PCE 价格指数环比折年率维持在 2%，与 3 季度持平。

我们在《“去通胀”仍有波折——美国 2023 年 12 月物价数据点评》中也提到，美国“去通胀”道路或依然崎岖。而核心服务通胀仍将是 2024 年“去通胀”能否顺利的关键因素，警惕美国房价回升可能带来的租金通胀反弹。

**图15 PCE 与核心 PCE 物价指数年化增速 (%)**


资料来源: BEA, 海通证券研究所

**市场降息预期仍高。**根据 CME 观察显示，截至 1 月 26 日，市场预期美联储大概率在 5 月降息，仍预期 2024 年有 6 次的降息可能。我们认为，在美国经济下行较慢的影响下，美国核心通胀的回落或难以一帆风顺，美联储降息仍需等待。

**图16 当前市场预期美联储或于5月开始降息**

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	97.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	46.2%	52.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	37.8%	51.4%	9.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	36.2%	50.8%	11.6%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	32.7%	49.4%	15.5%	1.5%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	30.4%	48.2%	17.9%	2.5%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	18.5%	41.1%	30.1%	8.7%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.4%	14.9%	36.6%	32.3%	12.9%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所

**风险提示：海外货币政策超预期调整。**

## 信息披露

### 分析师声明

李俊 宏观经济研究团队  
梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。