



宏观研究

【粤开宏观】2024 年美国宏观经济展望：
“软着陆”与降息周期

2023 年 12 月 13 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】以人民和经济建设为中心——中央经济工作会议学习体会》
2023-12-12

《【粤开宏观】政治局会议释放的七个新信号》
2023-12-08

《【粤开宏观】双重“新三期叠加”：对 2024 年中国经济的思考及建议》
2023-12-05

《【粤开宏观】徙木立信——2024 年中国经济十大展望》
2023-12-03

《【粤开宏观】中美税制及税负比较（2023）》
2023-11-28

摘要

关于 2024 年美国经济与政策走势，市场既有共识也有分歧。共识在于：美国居民旺盛的消费需求难以为继，高利率的负面影响也将陆续显现，导致美国经济增速放缓、通胀回落、货币政策转向宽松。分歧则在于美国将以何种形式实现上述结果，是平稳的“软着陆”，经济增速和通胀回落并稳定在长期趋势水平，货币政策温和转向；还是剧烈的“硬着陆”，经济出现衰退、物价快速下跌，迫使美联储紧急转舵？

我们认为，2024 年美国“软着陆”的概率更高。居民消费、住宅投资、补库周期以及政策空间将是 2024 年美国经济的四大支撑力量。基准情景下，美国 GDP 同比增速或将温和下滑至 1.8%，核心 PCE 同比回落至 2.5%，向美联储 2% 的政策目标更进一步。考虑到美联储能够通过灵活的立场转向打消掉一部分衰退疑虑，以及财政支出节奏可以前移，在没有外生冲击的情况下，美国经济陷入衰退的可能性较低。

当然，风险因素也不容忽视。金融脆弱性与通胀黏性将是美国经济的两大内在风险，地缘政治冲突、美国大选年极端主义抬头等外生风险也可能对美国经济和政策造成不利冲击。一方面，美国金融稳定性才刚刚开始受到高利率考验，不能排除未来更多风险暴露的可能。另一方面，通胀回落的路径并非一片坦途。与各种“着陆”情景相比，顽固通胀下，经济无论是“过热”还是“滞胀”都是更为棘手的问题。若 2024 年核心通胀回落程度不及预期，美联储或需要将高利率维持更长时间。另一种可能性是通胀下降后再上升，而美联储不得不开启二次加息，从而将经济推向深度衰退的边缘。

一、2023 年回顾：美国经济为何超预期强劲？

2023 年美国宏观经济展现出超预期韧性，实际 GDP 增速有望达到 2.4%、年底通胀（核心 PCE 同比）或降至 3.5%、失业率预计维持在 3.7% 左右的低位，三大指标不但好于年初蓝筹调查（Blue Chip）市场一致预期，甚至有望优于市场预计的最乐观情形。

第一，市场未充分考虑到财政政策的强劲。2023 年财政逆势再发力，从三个方面对经济形成支撑。一是财政支出再扩张对实际 GDP 形成直接贡献。2021 年以来，拜登政府接连推出《基础设施投资和就业法案》（IIJA）、《芯片与科学法案》（CHIPS Act）、《削减通胀法案》（IRA）三大法案，旨在通过一揽子计划加强美国基础设施建设、促进制造业回流、增强经济长期竞争力。而 2023 财年三大法案支出高峰的第一年，而且法案的实际支出节奏快于预期，通过政府消费和投资直接拉动经济。二是三大法案对企业投资形成有力提振。法案相关的交通设备投资和制造业建筑投资从 2022 年下半年开始迅速增长，企业投资整体也在 2023 年二、三季度企稳回升。三是个税征缴减少，增加居民可支配收入并提高消费能力。2022 年美国股市表现不佳、居民资本利得下降，



导致 2023 年个税缴纳下滑、可支配收入抬升，对居民消费形成支撑。2023 年 4 月个税缴纳大幅低于预期也是联邦政府提前触及债务上限的重要原因之一。

第二，加息的负面影响低于市场预期。利率快速上升确实造成了一定的负面影响，例如年初的硅谷银行风险事件等，但总体影响仍相对可控。新增信贷方面，美国商业银行贷款同比增速从 2023 年初开始见顶回落，但目前仍在历史平均水平附近；存量信贷方面，非金融企业净利息支出未明显上升。货币紧缩的抑制作用存在滞后性，还未完全展现。

第三，市场对美国居民消费韧性有所低估。从实际消费开支走势看，美国居民消费行为具有较强黏性。而作为消费支出来源的可支配收入、超额储蓄、消费信贷三者具有一定的相互替代性，当超额储蓄尚有存量、失业率并未明显提升之时，薪资收入的波动或者消费信贷成本的上升或不足以撼动居民消费习惯。只有当三者同时受到约束，居民消费才会明显走弱。

二、2024 年展望：美国经济有望实现“软着陆”，GDP 同比温和减速、通胀回落但仍高于政策目标、预计美联储自三季度起开始降息

（一）实际 GDP：温和减速，但不至于衰退

预计 2024 年美国实际 GDP 增速在 1.8% 左右，结合 2023 年预计的 2.4%，两年平均增速落在 2.1% 附近，与美国经济的长期增速水平相近，即“软着陆”判断。

第一，超额储蓄有望继续支撑居民实际消费保持在趋势性水平。高利率对居民部门的影响将在 2024 年进一步显现，但超额储蓄的存在使得居民有能力继续将实际消费维持在疫情前的趋势性水平。超额储蓄预计到 2024 年 8 月左右才会消耗殆尽。而在超额储蓄消耗完毕之后，2024 年下半年居民实际消费支出可能会小幅低于长期趋势，全年实际居民消费同比增速或略低于 2023 年。

第二，三大法案将继续带动企业投资，同时补库周期有望在 2024 年开启，对私人部门投资形成一定支撑。从对非住宅投资增速的贡献看，2023 年支撑非住宅投资的两大要素分别是建筑投资与交通设备投资，而这两项投资的迅速增长与拜登政府推出的“制造业回流”三大法案息息相关。往前看，三大法案的支出力度有望在 2024 财年继续加码，但受金融条件收紧的影响，其带动企业投资的效率或不如 2023 年。

第三，2024 年利率高位下行与住宅供给不足将对住宅投资形成一定支撑。一方面，若 2024 年降息预期下美债利率走低，带动抵押贷款利率下行，住房需求可能会边际改善。另一方面，美国住宅供给不足的问题依然存在，对住宅投资中的新建住房投资形成一定支撑。自美联储加息以来，利率“锁定效应”导致成屋（即二手房）供给大幅下滑，迫使购房者转向新屋市场，造成新屋供不应求，房价上升。2024 年住宅投资总量或与 2023 年持平或小幅提升，对实际 GDP 增速从拖累转向拉动。

第四，财政支出仍将维持一定规模。2023 年年中达成的债务上限延期协议虽然对之后两年的财政支出有所限制，但限额较为温和，对拜登政府的三大法案几乎没有影响。2024 年联邦政府的利息支出将会大幅增长，但强制性支出将会降低，一增一减下，自主支出额度或与 2023 年类似。总体财政赤字率预



计在 5.5%左右，略低于 2023 年。

（二）通胀：下行趋势不变，但核心通胀横盘风险仍在

预计到 2024 年底，美联储关注的核心 PCE 同比有望降至 2.5%，离 2% 的政策目标更进一步。

从经济的量价视角出发，“软着陆”需要“量稳价跌”，这意味着供给侧也还有进一步修复的空间。近期美国原油生产创新高、耐用品供应链修复、劳动参与率与劳动生产率提升是经济有望软着陆的早期利好因素。

展望 2024 年，带动通胀回落的主要因素是供给侧的进一步修复以及住房服务分项的大概率下滑。从近期 CPI 各分项的走势可以看出，能源价格走低是近期通胀降温的最大贡献项，而伴随能源价格下行的是美国原油产量创下历史新高。供应链修复、生产率提升、劳动参与率以及服务业劳动力供给的持续改善将是通胀回落的重要动力。核心通胀方面，核心商品通胀持续低位徘徊，短期内或不再构成“再通胀”威胁。住房服务由于滞后于市场租金，后续也将进一步回落。较为顽固的是非房租核心服务通胀，2023 年下半年该分项价格已经开始横盘。

非房租核心服务通胀或出现反弹，核心通胀横盘风险仍在。一方面因医疗保险统计口径调整，2022 年 10 月至今的医疗保险价格可能被低估，在美国劳动统计局（BLS）更新统计办法后，2024 年新的医疗保险价格数据或将上升。另一方面，薪资同比增速已经出现企稳迹象，或导致服务业成本难以继续降低。同时薪资同比通常领先核心通胀 12 个月左右，薪资企稳将在 2024 年广泛传导至商品和服务消费之中。综合来看，2024 年通胀下行的趋势仍将延续，但下半年斜率将放缓，甚至有横盘风险。若长期通胀中枢上移，美联储将面临“引发衰退”与“容忍通胀”的两难抉择。

（三）财政：支出力度或与 2023 年相似

从财政与货币协同的角度出发，不难发现疫情以来美国经济的每一次转向，都与货币和财政政策的扩张或收缩同频。**财政与货币政策相互协调配合，是引导美国经济走向“软着陆”的关键因素。**

展望 2024 年，财政与货币政策的协同将受到一定限制，财政支出的力度或与 2023 年相似。2023 年年中的《财政纪律法案》（FRA）对联邦政府支出作出限制，将 2024 与 2025 财年的非国防自主支出（non-defense discretionary spending）的上限分别设在 7040 亿美元与 7110 亿美元。相对利好因素是，该法案对赤字的削减程度以及涉及的项目都较为温和，对原先的三大法案几乎没有影响。根据 CBO 测算，2024 财年的联邦政府赤字将略微低于 2023 财年。其中政府利息支出大幅上涨 12.2%（增加 810 亿美元），但强制支出（mandatory spending）部分将减少 1510 亿美元，自主支出小幅提升 690 亿美元，基本与 2023 年持平。从支出节奏看，若考虑财政与货币政策的配合，2024 财年的财政支出可能将会小幅前置来托底经济，并在 2024 年二季度或三季度边际回落。结合 2025 财年自主支出限额小幅增加、三大法案支出继续增长的情况，2024 年四季度美国在财政支出端或有一定余力。



（四）货币：基准情景下，2024 年或将降息 100bp

预计美联储将于 2024 年三季度开始降息，年内共降息四次，合计 100bp，将政策利率降至 4.25-4.5% 的区间。

通胀仍然是 2024 年上半年美联储主要关注的问题。一个可能的降息阈值是核心 PCE 降到 3% 以下，同时非房租核心服务分项的价格开始松动、长期通胀预期回落，这些条件的满足会强化美联储开启降息周期的信心。如果通胀降温顺利，经济基本面的强弱或将决定美联储的降息时点。若失业率超预期上升或是经济增速大幅低于预期，降息时点或将提前。当然，这一切的前提是美国经济在高利率环境下不会显露脆弱性。若金融稳定性受到挑战，美联储应该会更加灵活地转变立场。相较之下，更负面的情形是通胀并未顺利回落，而美联储不得不将紧缩政策加码。这一情景下，缺乏政策支撑的经济可能将陷入更深的衰退。

三、2024 年美国面临哪些潜在风险？

第一，地缘政治依然是重大风险。俄乌战争长期化，加上巴以冲突有向中东蔓延的可能性，对全球经济的进一步修复持续构成威胁。地缘政治紧张的局势之下，全球贸易板块化、碎片化的风险正在加剧，脱钩断链风险有所上升，或给全球经济带来巨大损失。同时，能源供应存在中断风险，可能会对全球能源价格、产出水平产生重大影响。

第二，通胀回落不及预期。在人口老龄化、能源结构转型、技术扩散放缓、贸易逆全球化等因素影响之下，美国长期通胀中枢或系统性抬升。这意味着本轮通胀持续时间可能会更久，而美联储或需要在经济增长与控制通胀之间作出取舍。

第三，美国大选相关争议对经济活动造成扰动。2024 年将进行美国总统大选，届时争议事件、抗议活动、罢工运动可能会上升，对美国经济活动造成影响。两党竞争加剧，若国会两党迟迟不能在预算问题上达成一致，政府关门的风险得不到解决，则联邦政府的财政政策空间将受到限制，政府债务的可持续性会受到质疑，进而对金融市场和实体经济产生更广泛的影响。

第四，金融稳定性受到挑战。尽管相较 2008 年金融危机时期，美国家庭与企业的资产负债表都更为健康，金融系统稳定性有所加强，但美国金融系统脆弱性仍存，不排除未来更多风险暴露的可能。尤其是地区银行和中小银行，仍面临较高的流动性风险与利率风险，对商业地产的风险敞口也更大，可能成为系统性风险的导火索。

风险提示：美联储货币政策超预期、美国经济超预期、地缘政治冲突超预期



目 录

一、2023 年回顾：美国经济为何超预期强劲？	6
二、2024 年展望：美国经济有望实现“软着陆”，GDP 同比温和减速、通胀回落但仍高于政策目标、预计美联储自三季度起开始降息.....	13
（一）实际 GDP：温和减速，但不至于衰退	13
（二）通胀：下行趋势不变，但核心通胀横盘风险仍在	16
（三）财政：支出力度或与 2023 年相似.....	18
（四）货币：基准情景下，2024 年或将降息 100bp.....	20
三、2024 年美国面临哪些潜在风险？	21

图表目录

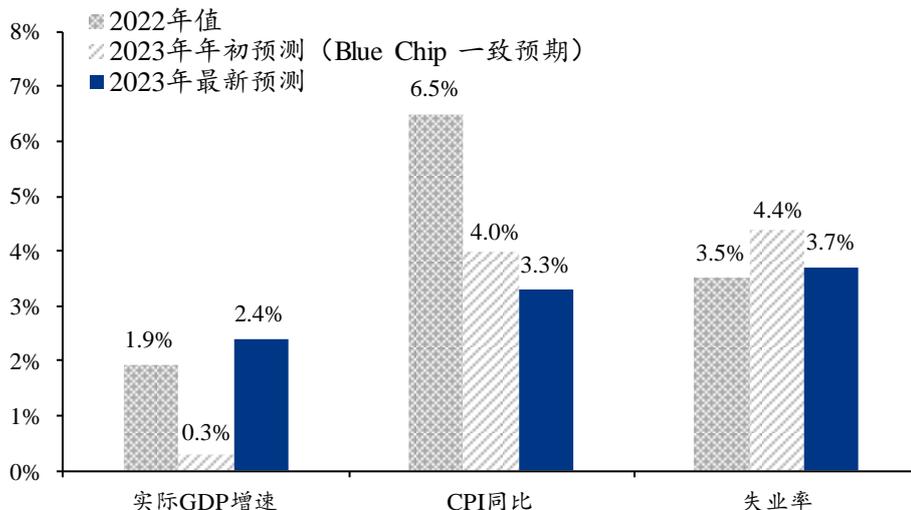
图表 1： 2023 年主要经济指标表现好于年初市场预期	6
图表 2： 从三大法案对联邦政府支出净贡献来看，23-28 财年是法案支出高峰	7
图表 3： 与去年同期相比，23Q3 政府消费和投资对实际 GDP 的贡献明显加强	7
图表 4： 2022 年年中以来，居民消费与政府开支是支撑经济的两大要素	8
图表 5： 美国私人部门交通设备投资同比增速明显提升	8
图表 6： 薪资增长与个税降低共同推升 2023 年美国居民可支配收入（同比增幅）	9
图表 7： 2023 年报税月联邦政府个人所得税收入大幅低于预期	9
图表 8： 10 年期美债实际收益率刚刚超过潜在实际 GDP 增速	10
图表 9： 与中性利率相比，当前 10 年期美债实际收益率处于合理区间	11
图表 10： 美国商业银行贷款同比增速从 2023 年年初开始回落	11
图表 11： 与日欧不同，美国居民储蓄率已明显低于疫情前水平	12
图表 12： 美国居民实际消费支出回到疫情前趋势	12
图表 13： 美国居民超额储蓄预计到 2024 年 8 月才会消耗完毕	13
图表 14： 2023 年非住宅投资同比增速受到建筑投资与交通设备投资的强力支撑	14
图表 15： 营建许可同比增速领先住宅投资同比增速大约 3-6 个月	14
图表 16： 美国新建住宅依然存在较大需求缺口	15
图表 17： 美联储加息后，新屋销售与成屋销售走势出现分化	15
图表 18： 从量价视角出发，疫后美国经济的四阶段特征十分清晰	16
图表 19： 美国核心商品通胀已经降温，核心服务通胀依然顽固	17
图表 20： 美国薪资同比增速领先核心通胀 12 个月左右	17
图表 21： 截至 2023 年 8 月，美国原油产量创下历史新高	18
图表 22： 疫情以来美国财政和货币政策协同引导经济走向“软着陆”	19
图表 23： 2024 财年美国财政赤字率将略低于 2023 财年	20
图表 24： SOFR 期货隐含政策利率路径	20



一、2023 年回顾：美国经济为何超预期强劲？

2023 年，美国经济在高利率环境下逆势“再加速”。整体经济表现不但好于年初市场一致预期，甚至比最乐观的预测都要好。2023 年前三季度实际 GDP 同比增速分别为 1.7%、2.4%、2.9%，增速连续三个季度抬升。而根据 2023 年年初的蓝筹（Blue Chip）调查，专业预测机构对 2023 年美国实际 GDP 增速、通胀率和失业率的一致预期分别为 0.3%、4.0%和 4.4%。但从 2023 年的实际经济表现看，三大指标不但好于市场一致预期，甚至有望好于市场预计的最乐观情形。费城联储 11 月的调查显示，2023 年实际 GDP 增速有望达到 2.4%，年底 CPI 同比或降至 3.3%，失业率小幅升至 3.7%，三组数据均优于年初 Blue Chip 调查中专业预测机构给出的最乐观预测的平均值。

图表1：2023 年主要经济指标表现好于年初市场预期



资料来源：Wind、圣路易斯联储、费城联储、粤开证券研究院

为何 2023 年美国展现超预期韧性？我们认为，美国经济超预期主要有三点原因。

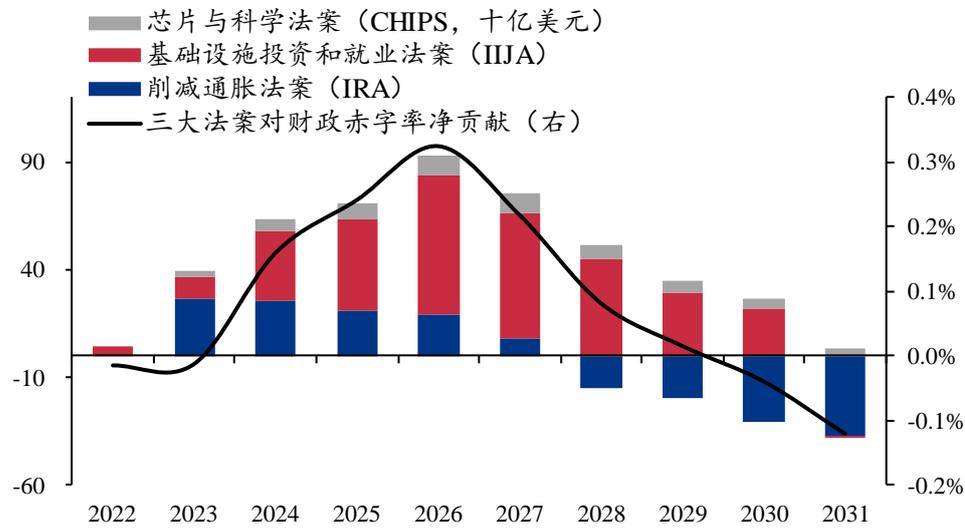
第一，市场未注意到财政政策的强劲。站在去年底的时间点，从当时居民消费和私人投资的走势看，美国经济在 2023 年陷入轻度衰退的概率确实不低。但这一判断主要基于美联储紧缩背景下经济内生动能自然减弱这一假设之上，而市场遗漏掉一项关键的外生因素，这便是财政政策。具体来看，2023 年的财政政策从三个方面支撑美国经济。

一是财政支出再扩张对实际 GDP 形成直接贡献。2021 年以来，拜登政府接连推出《基础设施投资和就业法案》(IIJA)、《芯片与科学法案》(CHIPS Act)、《削减通胀法案》(IRA) 三大法案，一方面在前期对居民和企业大幅补贴的基础上继续刺激经济、提供就业岗位，另一方面通过一揽子投资计划加强美国基础设施建设、增强经济长期竞争力。三大法案预计将在未来十年带来近 1 万亿美元的新增联邦政府支出。从支出节奏看，根据国会预算办公室 (CBO) 的测算，2023 财年 (即 2022 年 10 月-2023 年 9 月) 是三大法案支出高峰期的第一年，而美国经济也正是从 2022 年下半年开始企稳。后续从 2024 到 2028 财年，三大法案将持续对联邦政府支出形成支撑。而实际支出节奏可能比 CBO 预测的更快。根据美国白宫公布的数据，截至 2023 年 8 月底，在 IIJA 法案下已有超过 28000 个基建项目获得财政支持 (funding awarded)，共计形成超过 715 亿美元的财政支出。而根据 CBO 对 IIJA 法案的测算，2022 与 2023 财年合计支出仅为 480 亿美金。仅从对这一法案的预测便能看出，2023 年的财政支出力度连 CBO 也有所低估。从对实际 GDP 的贡献看，政府支出在去年三季度拖累实际 GDP 同比增速 0.1 个百分点，而在 2023 年三季度贡献 0.8 个



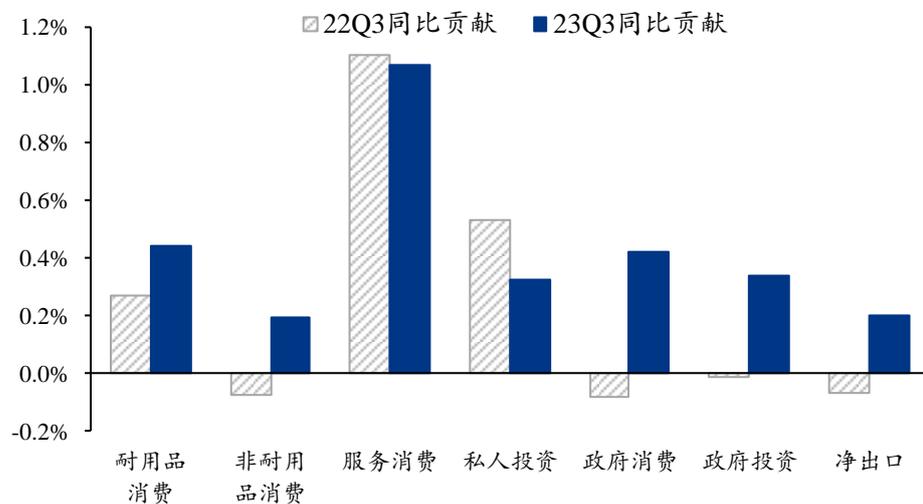
百分点。这意味着，在 23Q3 相比 22Q3 同比多增的 1.2 个百分点之中，政府支出增量的直接贡献占到近 3/4。

图表2：从三大法案对联邦政府支出净贡献来看，23-28 财年是法案支出高峰



资料来源：CBO、粤开证券研究院

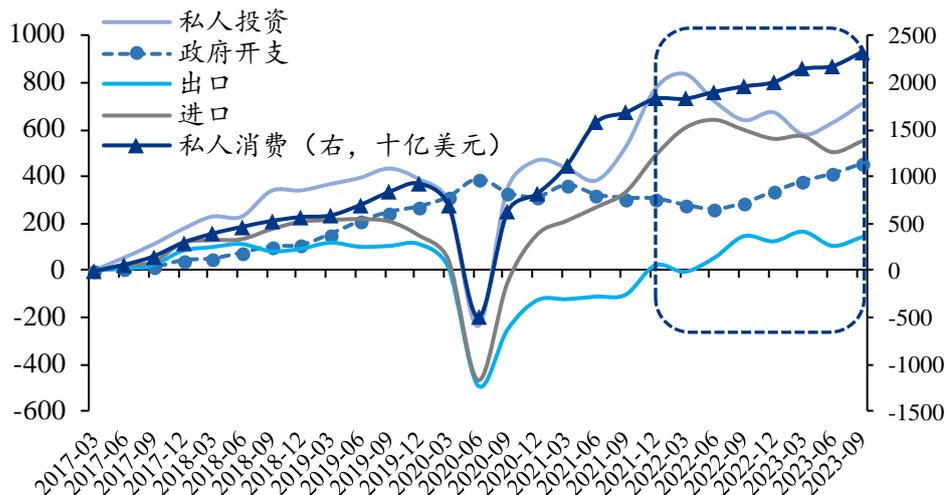
图表3：与去年同期相比，23Q3 政府消费和投资对实际 GDP 的贡献明显加强



资料来源：Wind、粤开证券研究院



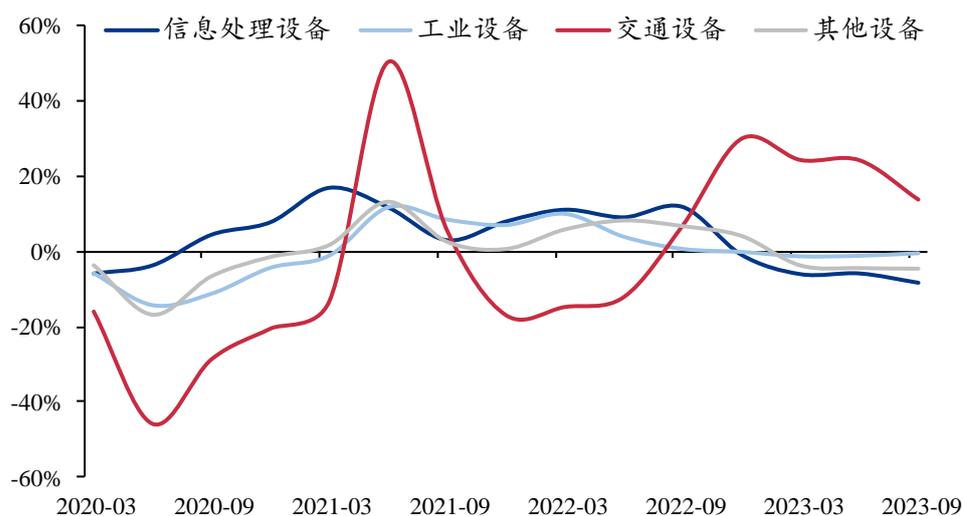
图表4：2022 年年中以来，居民消费与政府开支是支撑经济的两大要素



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二是三大法案对企业投资形成有力提振。从初步数据看，联邦政府的基建投资不但没有挤压私人部门投资，反而对后者有一定拉动作用。同样以 2021 年底出台的 IIJA 法案为例，该法案的投资重点是交通基础设施。在未来新增的 5500 亿美元联邦政府基建投资之中，包括道路、桥梁、铁路、机场、公共交通、电动汽车在内的地面交通设施投资占比达 52%，剩余的 48%将用于电网、宽带等其他核心基础设施。上文提到，该法案的支出高峰始于 2023 财年（即 2022 年四季度）。与此同步，私人部门交通设备投资同比增速从 2022 年下半年开始便明显抬升，2023 年的投资总量已接近疫情前水平。从整体看，私人部门投资增速在 2023 年二、三季度企稳回升，对实际 GDP 增速的拖累明显降低。

图表5：美国私人部门交通设备投资同比增速明显提升



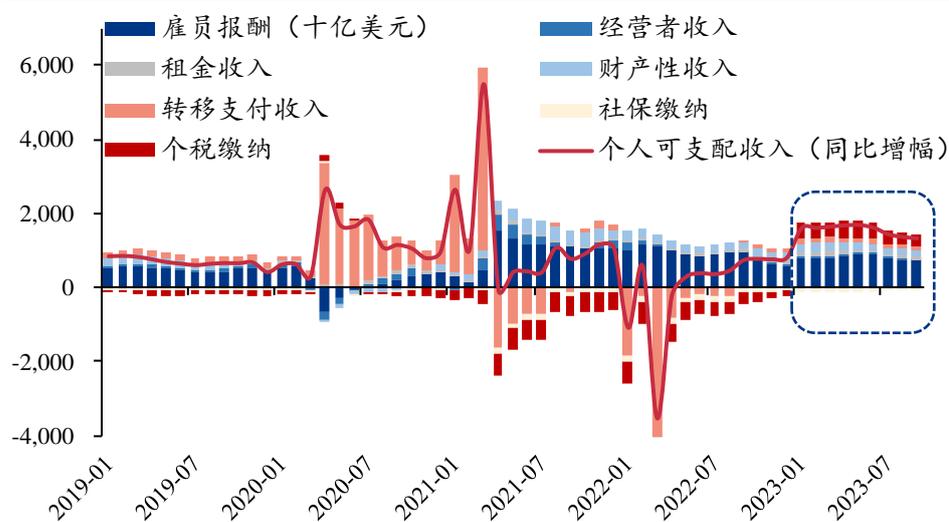
资料来源：Wind、粤开证券研究院

三是个税征缴减少，增加居民可支配收入并提高消费能力。从美国居民可支配收入同比增幅看，2023 年可支配收入增幅显著抬升，持续的工资韧性和意外下滑的个税缴纳是可支配收入增长的主要原因，其中后者能解释可支配收入增幅的近 2/3。对于居民个税缴纳下降的具体原因，目前尚未形成共识。一部分下滑的原因在于美国国税局（IRS）



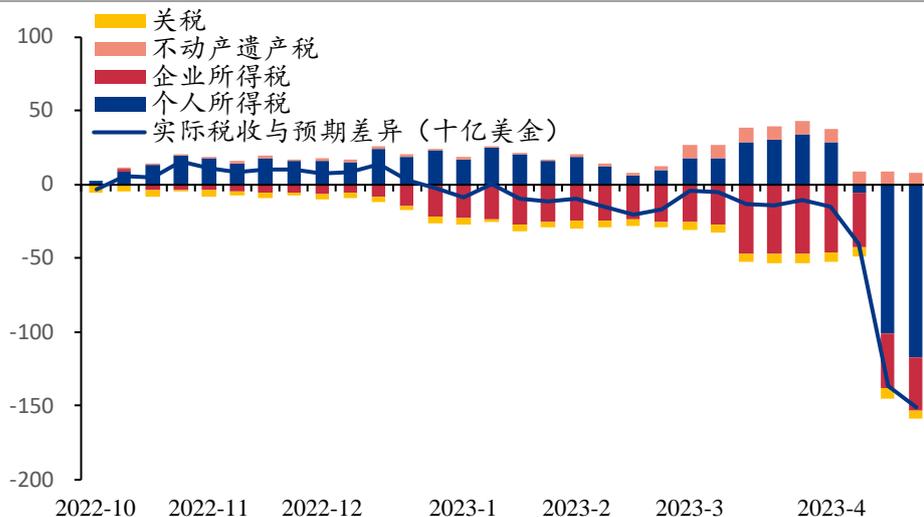
2023 年的税收通胀调整。2023 年用于调整税收档位的通胀率采样自 2021 年 8 月至 2022 年 8 月的 12 个月平均通胀，而这一时期正是美国通胀高企的阶段。但在没有大规模减税政策的情况下，常规通胀调整带来的减税规模难以解释 2023 年个税的下滑幅度。另一部分原因可能是 2022 年美国股市表现不佳导致美国家庭的资本利得有所下滑。通常而言，从薪资收入中预扣的个人所得税较为稳定，也比较容易预测，而与资本利得相关的个人所得税为非预扣，通常在报税月（即每年 4 月）才会缴纳。而联邦政府在 2023 年报税月的个人所得税收入大幅低于预期，一定程度上说明个税收入降低与资本利得下滑较为相关。事实上，4 月的个税收入大幅低于预期也是美国联邦政府在 5 月就提前触及债务上限的重要原因，而 CBO 在 2023 年 2 月还认为最晚要到 9 月才会达到债务上限。所以，从个税波动的时间节点看，我们认为资本利得扮演了更为重要的角色。这也意味着，个税降低对消费支出的拉动可能仅仅是抵消掉一部分由资本利得下滑导致的财富效应的下降，对于消费支撑的力度或许不及薪资收入的影响。

图表6：薪资增长与个税降低共同推升 2023 年美国居民可支配收入（同比增幅）



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：2023 年报税月联邦政府个人所得税收入大幅低于预期



资料来源：美国财政部、PWB、粤开证券研究院

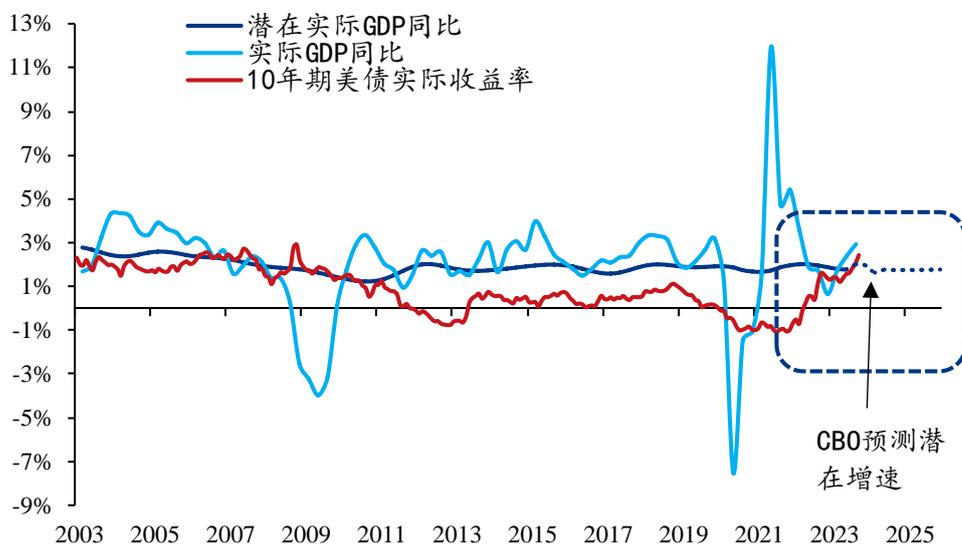


第二，加息的负面影响低于市场预期。利率快速上升确实造成了一定的负面影响，例如年初的硅谷银行风险事件等，但总体影响仍相对可控。

观察货币政策是否足够紧的一个角度是比较企业的实际投资回报率与实际借贷成本。对整体经济来讲，前者可以用潜在实际 GDP 增速作为观测指标，后者可以用 10 年期美债实际收益率作为参考。根据 CBO 的估算，三季度潜在实际 GDP 同比增速为 2%，而 10 年期美债的实际收益率在 2023 年 9 月才升至 2% 以上。也就是说，长端利率可能在 9 月才达到限制性水平。从中性利率的角度看，里士满联储 LM 模型的中性利率中位数在 2023 年二季度已升至 2.3%。相较之下，10 年期美债的实际收益率到 2023 年 10 月才达到这一水平。

从加息的实际效果看，增量信贷方面，美国商业银行贷款同比增速从 2023 年初开始见顶回落，其中向工商业的贷款同比增速在 2023 年 10 月才刚刚转负。而对存量信贷来说，由于居民和企业低利率期间可以锁定固定利率，美联储加息对存量信贷的利息支出影响尚未显现。在居民端，美国居民利息支出占居民可支配收入比例在 2023 年 5 月达到疫情前趋势水平，加上美联储加息对居民利息收入有一定程度支撑，从整体看，2023 年的加息给居民利息净支出带来的压力并不大。同样理由下，美国非金融企业利息支出未明显上升。因此，无论从增量还是存量看，货币紧缩的抑制效果还未能完全显现。

图表8：10 年期美债实际收益率刚刚超过潜在实际 GDP 增速



资料来源：CBO、Wind、粤开证券研究院

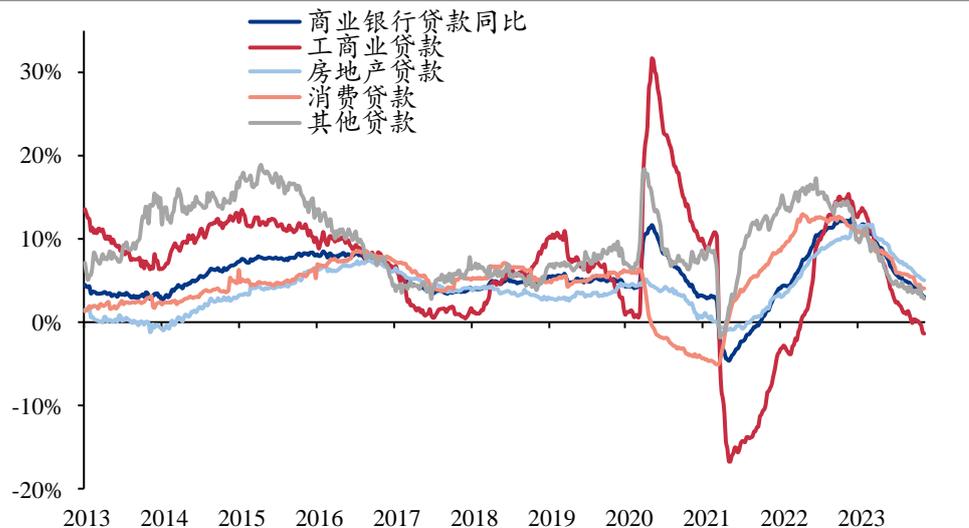


图表9：与中性利率相比，当前 10 年期美债实际收益率处于合理区间



资料来源：NY Fed、Richmond Fed、粤开证券研究院

图表10：美国商业银行贷款同比增速从 2023 年年初开始回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

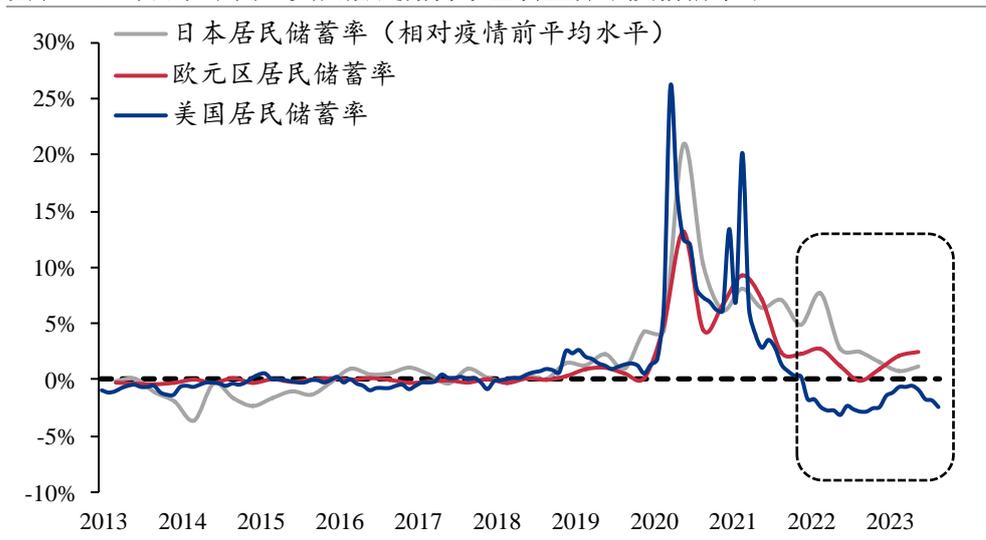
第三，作为美国经济“稳定器”的居民消费依然有韧性。疫后服务消费需求释放、超额储蓄尚有余量、劳动力市场紧张导致薪资显著上涨、美国居民高消费低储蓄的消费习惯等，都支撑美国消费维持高增。

疫情管制放开后，美国居民消费修复的一大特征是居民储蓄率显著低于疫情前水平。根据储蓄率的定义，居民消费=可支配收入*(1-储蓄率)。从 2013 年到 2019 年，美国居民储蓄率平均在 5.9%。而疫情管制放开后，储蓄率一度降至 2.7%，不到疫情前平均值的一半。疫情管制取消后储蓄率大幅走低意味着居民报复性消费吗？其实不然。从图 12 可知，若去除价格因素，管制放开后的实际消费水平仅仅是回到疫情前的趋势，并没有报复性或者超越趋势的部分。而实际可支配收入在高通胀环境下显著低于疫情前趋势。这



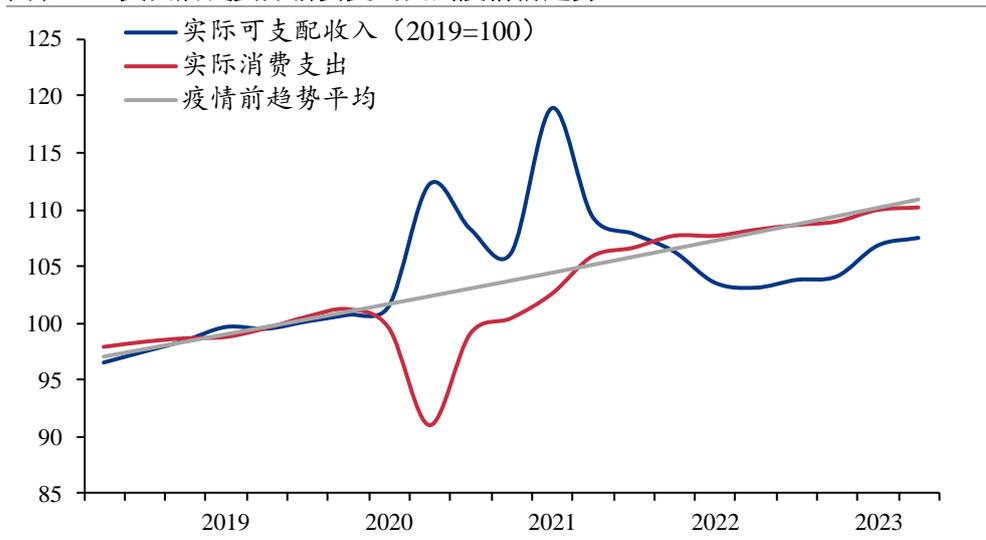
表明，居民储蓄率的下滑其实是居民在实际收入下降的情况下为了维持消费习惯而被动作出的选择。而居民之所以有能力维持消费习惯，前期财政补贴积累的超额储蓄是关键。根据我们的测算，截至 2023 年 9 月，居民超额储蓄尚存 7800 亿美元。按照当前的消耗速度，超额储蓄预计到 2024 年 8 月才会消耗殆尽。至少在超额储蓄消耗完毕之前，在失业率不显著抬升的情况下，实际可支配收入的波动或不足以改变居民消费行为，美国居民实际消费开支将保持在趋势性水平。

图表11：与日欧不同，美国居民储蓄率已明显低于疫情前水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表12：美国居民实际消费支出回到疫情前趋势



资料来源：Klitgaard and Higgins (2023)、粤开证券研究院



二、2024 年展望：美国经济有望实现“软着陆”，GDP 同比温和减速、通胀回落但仍高于政策目标、预计美联储自三季度起开始降息

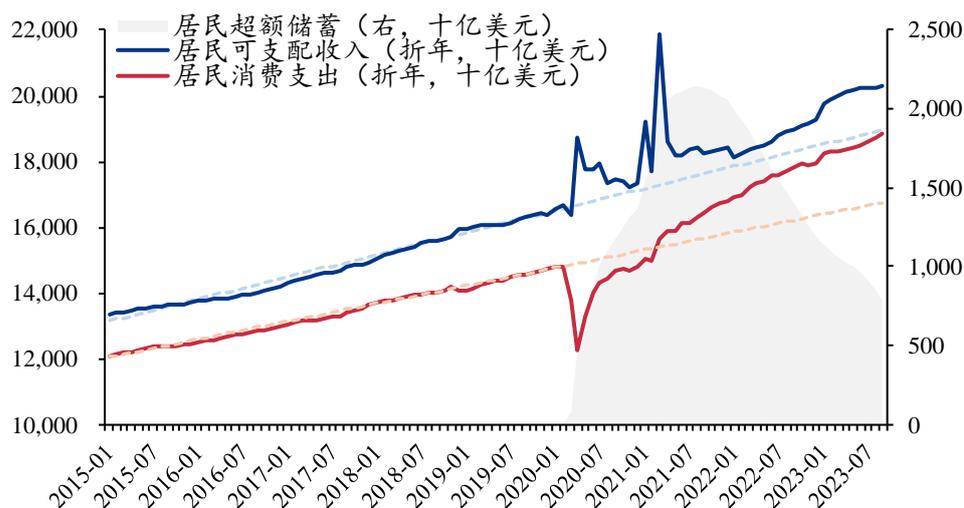
往前看，支撑 2023 年经济的“三大因素”会边际消退，但并不意味着经济动能会快速回落。尤其是在美联储能够通过立场转向打消掉一部分衰退疑虑、财政支出可以适当前置的情况下，只要不出现超预期风险，2024 年美国经济增速或将温和下滑。具体来看，我们从量、价、财政、货币四个方面对 2024 年美国经济作出展望。

（一）实际 GDP：温和减速，但不至于衰退

预计 2024 年美国实际 GDP 同比增速在 1.8% 左右，结合 2023 年预计的 2.4%，两年平均增速落在 2.1% 附近，与美国经济的长期增长水平相近，也与我们的“软着陆”判断契合。

第一，超额储蓄有望继续支撑居民实际消费保持在趋势性水平。高利率对居民部门的影响将在 2024 年进一步显现。随着消费贷款利率上升以及实际房贷利率伴随通胀下滑而上涨，居民部门的付息压力将在 2024 年显著上升。但是，超额储蓄的存在使得居民有能力继续保持实际消费开支在趋势性水平，因而从宏观上表现为储蓄率持续低于疫情前水平。根据我们测算，超额储蓄预计到 2024 年 8 月左右才会消耗殆尽。而在超额储蓄消耗完毕之后，宏观储蓄率会逐渐回到疫情前水平。考虑到实际可支配收入短期内可能无法回归长期趋势，加上边际消费倾向更高的中低收入家庭的超额储蓄会提前消耗完毕，2024 年下半年居民实际消费支出可能会小幅低于长期趋势。全年实际居民消费同比增速或略低于 2023 年。

图表13：美国居民超额储蓄预计到 2024 年 8 月才会消耗完毕



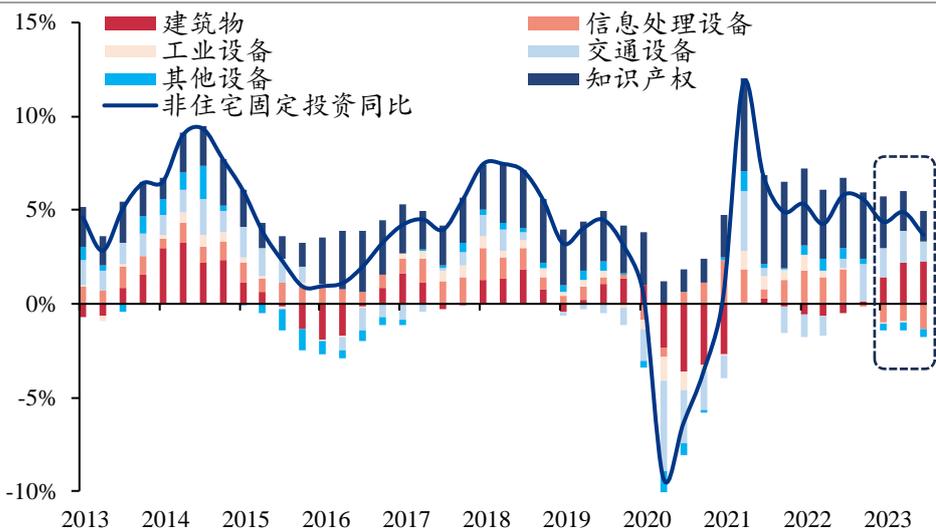
资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，三大法案将继续带动企业投资，同时补库周期有望在 2024 年开启，对私人部门投资形成一定支撑。从对非住宅投资增速的贡献看，2023 年支撑非住宅投资的两大要素分别是建筑投资与交通设备投资，而这两项投资的迅速增长与拜登政府推出的三大法



案息息相关。根据前文所述，IIJA 法案主要涉及交通基建投资，而我们的确从 2022 年下半年看到私人部门交通设备投资的快速增长。而 2023 年市场较为关注的制造业建筑投资，尤其是半导体、电子行业建厂活动的大幅增加，同样是在 CHIPS、IRA 等法案的刺激下才得以发生。往前看，三大法案的支出力度有望在 2024 财年继续加码，但受金融条件收紧的影响，其带动企业投资的效率将不如 2023 年。同时，制造业建筑投资的大幅增长可能已经告一段落，而且建筑投资的绝对量占美国实际 GDP 比例较低，对美国经济增长的直接贡献较为有限。但一个利好因素是，若美国经济软着陆得到市场确认，美国有望全面开启补库周期，从而对私人部门投资的增长形成支撑。

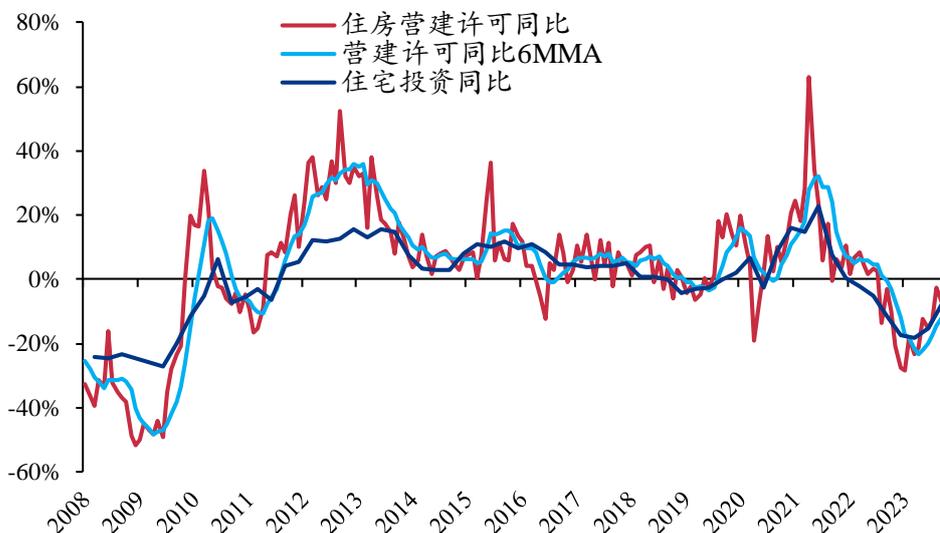
图表14：2023 年非住宅投资同比增速受到建筑投资与交通设备投资的强力支撑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，2024 年利率高位下行与住宅供给不足将对住宅投资形成一定支撑。一方面，若 2024 年降息预期下美债利率走低，带动抵押贷款利率下行，住房需求可能会边际改善。另一方面，美国住宅供给不足的问题依然存在，对住宅投资中的新建住房投资形成一定支撑。自美联储加息以来，利率“锁定效应”导致成屋（即二手房）供给大幅下滑，迫使购房者转向新屋市场，导致新屋供不应求，房价上升。2024 年住宅投资总量或与 2023 年持平或小幅提升对实际 GDP 增速从拖累转向拉动。

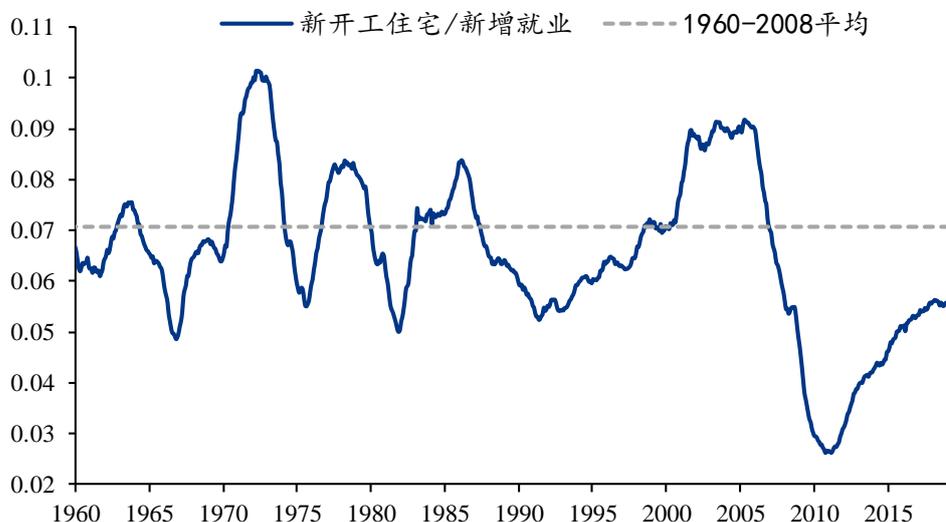
图表15：营建许可同比增速领先住宅投资同比增速大约 3-6 个月





资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表16: 美国新建住宅依然存在较大需求缺口



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表17: 美联储加息后, 新屋销售与成屋销售走势出现分化



资料来源: Wind、粤开证券研究院

第四, 财政支出仍将维持一定规模。2023 年年中达成的债务上限延期协议虽然对之后两年的财政支出有所限制, 但限额较为温和, 对拜登政府的三大法案基本没有影响。



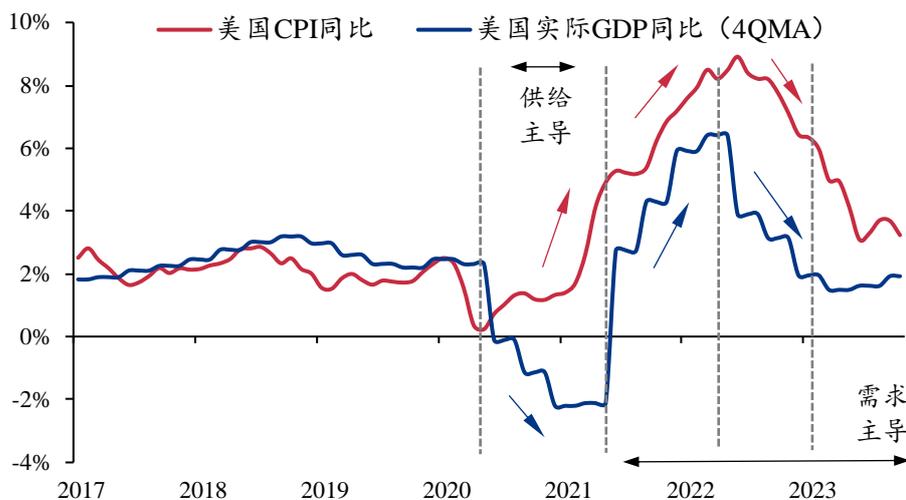
2024 年联邦政府的利息支出将会大幅增长，但强制性支出将会降低，一增一减下，自主支出额度或与 2023 年类似。总体财政赤字率预计在 5.5% 左右，略低于 2023 年。

（二）通胀：下行趋势不变，但核心通胀横盘风险仍在

预计到 2024 年底，美联储关注的核心 PCE 同比有望降至 2.5%，离 2% 的政策目标更进一步。

从实际 GDP 增速与通胀的量价视角看，疫后美国经济修复的四阶段特征十分清晰。在 2021 年疫情管制放松之前，实际 GDP 同比增速连续下滑，而 CPI 同比快速攀升，经济呈现明显量跌价升的走势，表明供给不足是制约此阶段美国经济的主要因素。而在 2021 年年中之后，量价走势趋同，美国经济重回需求主导的轨道。而在需求主导阶段，财政与货币政策调控经济的有效性得到加强。以美联储开启加息周期为界，美国经济又分别经历了“量价齐升”的大通胀阶段与“量价齐跌”的大缓和阶段。当前美国经济正经历疫情之后的第四个阶段，即实际 GDP 增速已经企稳，甚至出现再加速的迹象，而通胀虽然已回落至 3% 附近，但核心通胀距离美联储目标仍有“最后一公里”。从这个角度出发，“软着陆”需要“量稳价跌”，这实际上意味着供给侧还有进一步提升的空间。

图表18：从量价视角出发，疫后美国经济的四阶段特征十分清晰



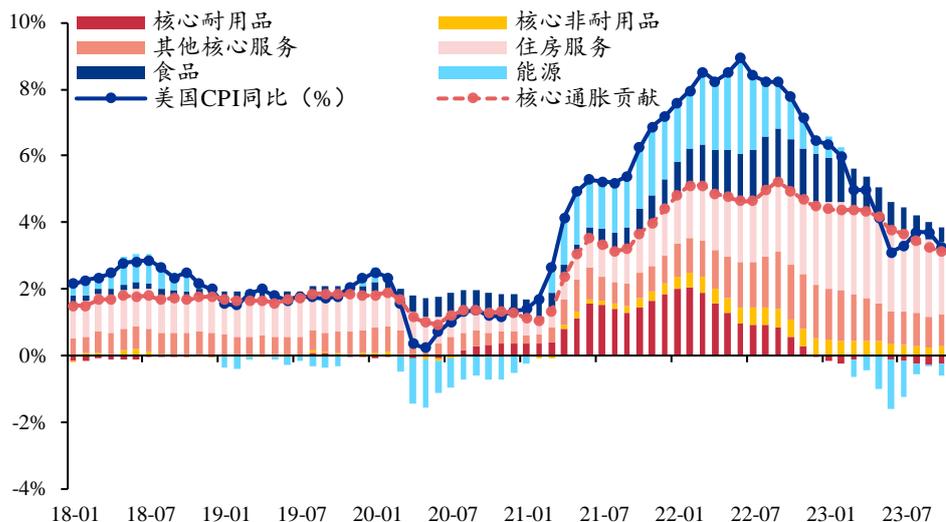
资料来源：Wind、粤开证券研究院

展望 2024 年，带动通胀回落的主要因素将是供给侧的进一步修复以及住房服务分项的大概率下滑。从近期 CPI 各分项的走势可以看出，能源价格走低是近期通胀降温的最大贡献项，而伴随能源价格下行的是美国原油产量创下历史新高。供应链修复、生产率提升、劳动参与率以及服务业劳动力供给的持续改善将是通胀回落的重要动力。核心通胀方面，核心商品通胀持续低位徘徊，短期内或不再构成“再通胀”威胁。住房服务由于滞后于市场租金，后续也将进一步回落。较为顽固的是非房租核心服务通胀，2023 年下半年该分项价格已经开始横盘。



非房租核心服务通胀或出现反弹，核心通胀横盘的风险仍在。一方面因医疗保险统计口径调整，去年 10 月至今的医疗保险价格可能被低估，在美国劳动统计局（BLS）更新统计办法后，2024 年新的医疗保险价格数据或将上升。另一方面，薪资同比增速已经出现企稳迹象，或导致服务业成本难以继续降低，同时薪资同比通常领先核心通胀 12 个月，薪资企稳将在 2024 年广泛传导至商品和服务消费之中。综合来看，2024 年通胀下行的趋势仍将延续，但下半年斜率将放缓，甚至有横盘风险。若长期通胀中枢上移，美联储将面临“引发衰退”与“容忍通胀”的两难抉择。

图表19：美国核心商品通胀已经降温，核心服务通胀依然顽固



资料来源：Wind、粤开证券研究院

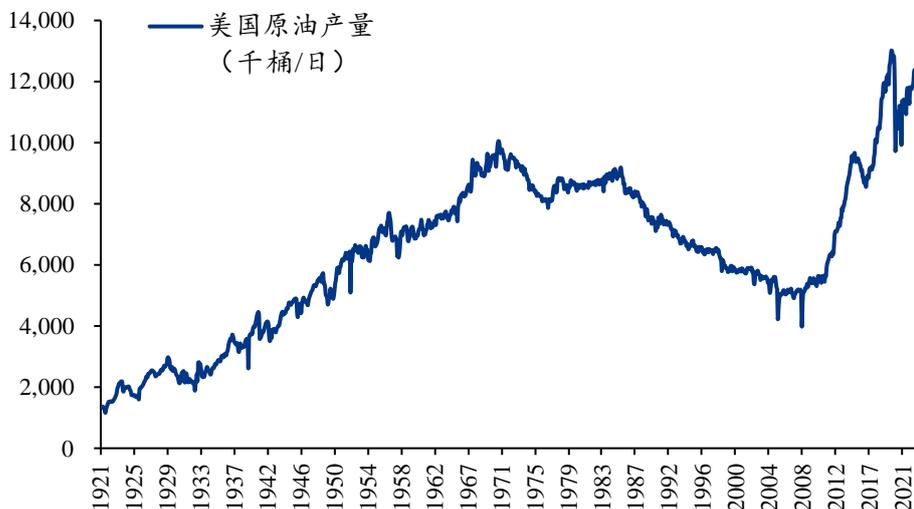
图表20：美国薪资同比增速领先核心通胀 12 个月左右



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表21：截至 2023 年 8 月，美国原油产量创下历史新高



资料来源：Wind、粤开证券研究院

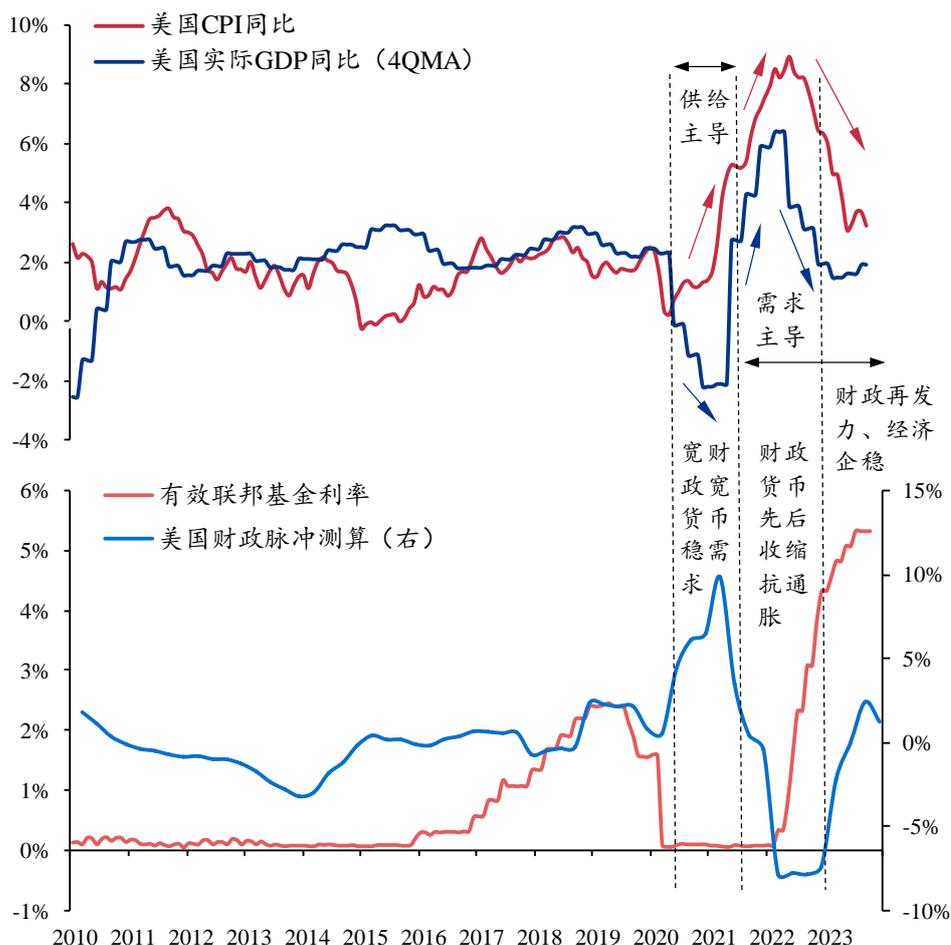
（三）财政：支出力度或与 2023 年相似

在美联储开启加息周期之后，市场便将大部分注意力放到货币政策之上，不断关注货币紧缩是否会导致经济衰退。直到美国经济持续展现韧性，市场才猛然发现，货币政策并非故事的全部，财政政策或许才是真正的主角。事实上，若从财政与货币协同的角度出发，不难发现疫后美国经济的每一次转向都与货币和财政政策的扩张或收缩同频。财政与货币政策相互协调配合，是引导美国经济走向“软着陆”的关键因素。

根据我们的测算，按照财政货币扩张和收缩的步调，疫后美国经济同样也可划分为明显的四个阶段，并与前文量价视角的四阶段重合。第一阶段从 2020 年二季度到 2021 年二季度。受到疫情冲击之后，美联储迅速将政策利率降至 0%-0.25% 区间，同时美国政府接连推出大规模财政刺激计划，财政脉冲对实际 GDP 的拉动大幅上升。第二阶段从 2021 年三季度开始到美联储开始加息的 2022 年三月为止。疫情管制放开后，财政政策率先开始收缩，财政脉冲对实际 GDP 增速的影响转负，此时货币政策按兵不动，政策利率依然维持在 0%-0.25% 区间。第三阶段为 2022 年二季度到 2022 年底，此阶段美联储开启加息周期，并迅速将政策利率升至 4.25%-4.5% 区间。而同时财政政策结束收缩，财政赤字率回到疫情前水平。第四阶段为 2023 年初至今，美联储放缓加息步伐，但继续加息至 5.25%-5.5% 区间。与此同时，财政政策在上半年重新发力，财政脉冲对实际 GDP 增速的影响回正，支撑美国经济在平均 2% 的同比增速水平上企稳再加速。



图表22：疫情以来美国财政和货币政策协同引导经济走向“软着陆”

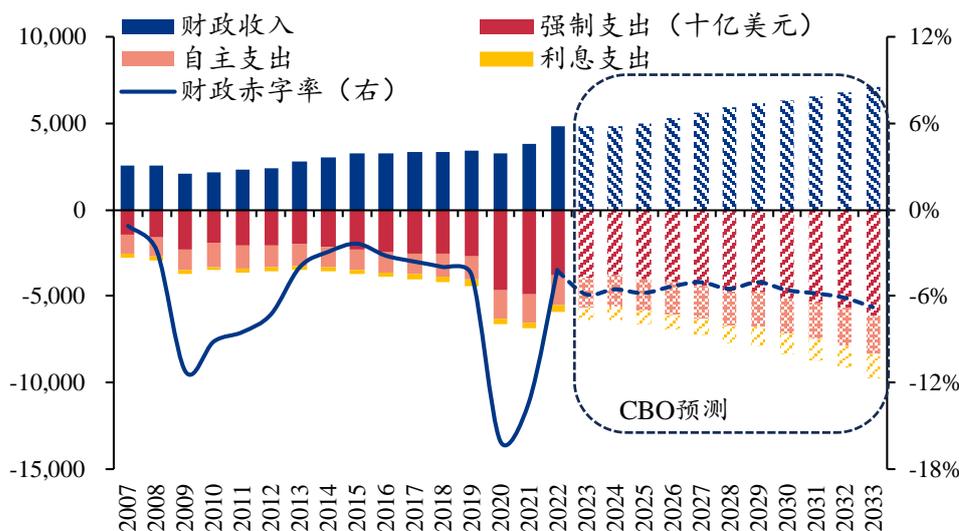


资料来源：Wind、作者测算、粤开证券研究院

展望 2024 年，财政与货币政策的协同将受到一定限制，财政支出的力度或与 2023 年相似。2023 年年中的《财政纪律法案》(FRA) 对联邦政府支出作出限制，将 2024 与 2025 财年的非国防自主支出 (non-defense discretionary spending) 的上限分别设在 7040 亿美元与 7110 亿美元。相对利好因素是，该法案对赤字的削减程度以及涉及的项目都较为温和，对原先的三大法案基本没有影响。根据 CBO 测算，2024 财年的联邦政府赤字将略微低于 2023 财年。其中政府利息支出大幅上涨 12.2% (增加 810 亿美元)，但强制支出 (mandatory spending) 部分将减少 1510 亿美元，自主支出小幅提升 690 亿美元，基本与 2023 年持平。财政赤字率预计在 5.5% 左右，小幅低于 2023 年。这也意味着，从总量上看，财政难以在 2023 年的基础上再发力，财政脉冲或将拖累经济增长。从支出节奏看，若考虑财政与货币政策的配合，2024 财年的财政支出可能将会小幅前置来托底经济，并在 2024 年二季度或三季度边际回落。结合 2025 财年自主支出限额小幅增加、三大法案支出继续增长的情况，2024 年四季度美国在财政支出端或有一定余力。



图表23：2024 财年美国财政赤字率将略低于 2023 财年



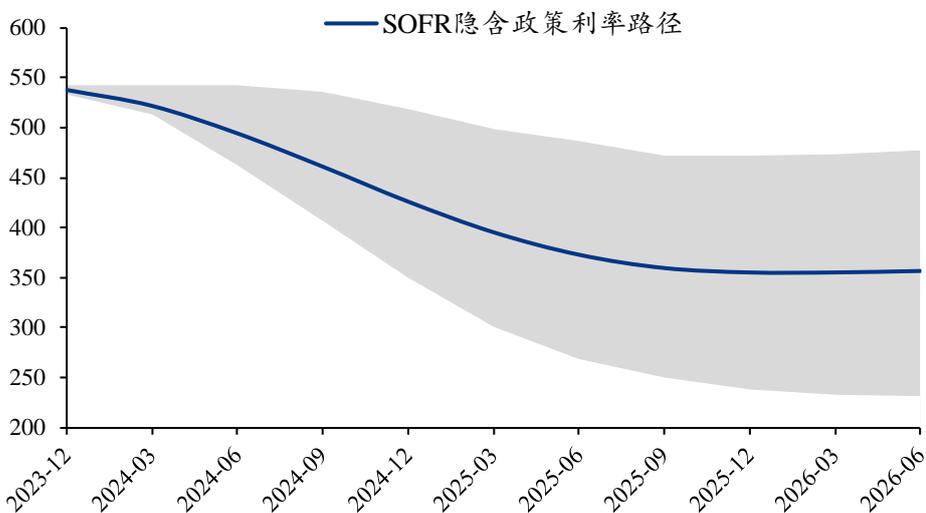
资料来源：Wind、CBO、粤开证券研究院

（四）货币：基准情景下，2024 年或将降息 100bp

预计美联储将于 2024 年三季度开始降息，年内共降息四次，合计 100bp，将政策利率降至 4.25-4.5% 的区间。

通胀仍然是 2024 年上半年美联储主要关注的问题。一个可能的降息阈值是核心 PCE 降到 3% 以下，同时非房租核心服务分项的价格开始松动、长期通胀预期回落，这些条件的满足会强化美联储开启降息周期的信心。如果通胀降温顺利，经济基本面的强弱或将决定美联储的降息时点。若失业率超预期上升或是经济增速大幅低于预期，降息时点或将提前。当然，这一切的前提是美国经济在高利率环境下不会显露脆弱性。若金融稳定性受到挑战，美联储应该会更加灵活地转变立场。相较之下，更负面的情形是通胀并未顺利回落，而美联储不得不将紧缩政策加码。这一情景下，缺乏政策支撑的经济可能将陷入更深的衰退。

图表24：SOFR 期货隐含政策利率路径



资料来源：Fed、粤开证券研究院



三、2024 年美国面临哪些潜在风险？

第一，地缘政治依然是重大风险。俄乌战争长期化，加上巴以冲突有向中东蔓延的可能性，对全球经济的进一步修复持续构成威胁。地缘政治紧张的局势之下，全球贸易板块化、碎片化的风险正在加剧，脱钩断链风险有所上升，或给全球经济带来巨大损失。同时，能源供应存在中断风险，可能会对全球能源价格、产出水平产生重大影响。

第二，通胀回落不及预期。在人口老龄化、能源结构转型、技术扩散放缓、贸易逆全球化等因素影响之下，美国长期通胀中枢或系统性抬升。这意味着本轮通胀持续时间可能会更久，而美联储或需要在经济增长与通胀之间作出取舍。考虑到美联储信誉的重要性，经济增长或受到制约。

第三，美国大选相关争议对经济活动造成扰动。2024 年将进行美国总统大选，届时争议事件、抗议活动、罢工运动可能会上升，对美国经济活动造成影响。两党党争加剧，若国会两党迟迟不能在预算问题上达成一致，政府关门的风险得不到解决，则联邦政府的财政政策空间将受到限制，政府债务的可持续性会受到质疑，进而对金融市场和实体经济产生更广泛的影响。

第四，金融稳定性受到挑战。尽管相较 2008 年金融危机时期，美国家庭与企业的资产负债表都更为健康，金融系统整体稳定性有所加强，但美国金融系统脆弱性仍存，不排除未来更多风险暴露的可能。尤其是地区银行和中小银行，仍面临较高的流动性风险与利率风险，对商业地产的风险敞口也更大，可能成为系统性风险的导火索。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com