

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 张润锋

## 美国经济韧性尚余几何

### 阅读摘要

2023年，美国经济增长呈现非线性韧性，上半年经济缓步降温、三季度增速大幅反弹。消费展现超预期韧性、投资不弱是增长超预期主要动因。

对于消费端的韧性，（1）从周期效应看，居民部门杠杆率处于相对低位提供较大借贷消费空间，但信贷扩张过快、质量恶化或制约进一步加杠杆空间；前期耐用品推动个人商品消费支出高于趋势线水平，一定程度上也透支后续相应需求。（2）从政策效应看，旧金山联储的重估结果显示超额储蓄预计在2024上半年继续为消费提供一定支撑，但在大选年两党博弈加剧等因素掣肘下，财政扩张对消费的支持较难延续。（3）从财富效应看，居民资产增值对消费的支撑作用与美国经济韧性关系具有反身性，可在多大程度上延续有待持续观察。综合预计消费韧性降温，但快速、大幅下行概率较小。

对于投资端的韧性，（1）从库存周期看，总需求已领先库存回暖，总库存进入被动去库周期，尤其是零售商已率先进入主动补库周期，新一轮补库周期或于2024年年中开启。（2）从房地产看，目前供需两端均受高利率制约，未来房地产投资转折点或随美联储降息时点同步到来，届时购房需求和房地产建筑业补库需求的释放料推动地产投资延续回暖。（3）从制造业回流看，计算机、电子和电气业是美国制造业回流的关键行业，但受其本身体量较小、外溢效果不明显影响，尚不确定该行业后续是否能带动制造业投资明显增长。综合预计投资韧性对经济上行的拉动力度仍有不确定性。

此外预计政府支出总体略微收紧、外贸有望小幅改善，但两者对总产出影响偏小。

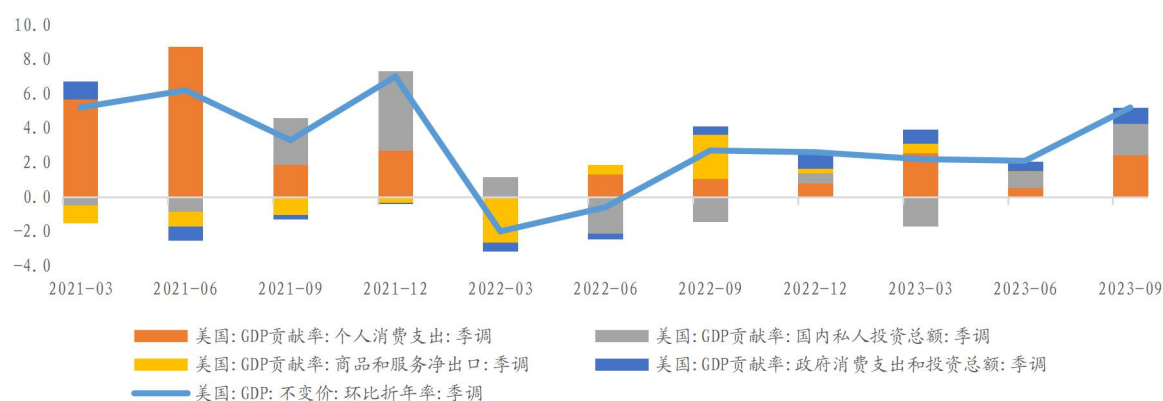
综合分析，美国2024年增速料较2023年减缓、下半年经济表现略弱于上半年，衰退概率偏小、预计全年有望实现1.3%-1.5%的经济增长。同时，在金融市场潜在压力大、大选影响前置考虑背景下，美联储政策天平或已发生倾斜，从控通胀目标更优逐步转向稳增长目标权重加大，预期管理目标从“暂停加息+鹰派预期管理”逐步转向“暂缓降息+鸽派预期管理”，2024年年中开启降息的概率偏高。资本市场大概率呈现美元指数趋势转弱、美债期限利差转正、美股和大宗商品市场上行的交易场景。

## 美国经济韧性尚余几何

回顾 2023 年，美国经济增长呈现非线性韧性：第一、二季度 GDP 环比折年率自 2022 年四季度的 2.6% 分别降至 2.2%、2.1%；但第三季度飙升至 5.2%、大超预期，预计第四季度经济增速有较明显的降温。

整体看，消费展现超预期韧性、投资不弱是 2023 年美国经济增长超预期的主要动因。例如三季度，家具、娱乐商品、服装等消费推动商品消费增速反弹（拉动率 1.1%），住房及公用事业、住宿餐饮、医疗等也推动服务消费保持韧性（拉动率 1.4%）；地产、存货投资恢复正增长提振投资（拉动率 1.8%）（见图表 1）。

图表 1：美国第三季度 GDP 超预期扩张，消费、投资进一步增长为主要动因



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

本文聚焦消费、投资两大部门，从周期效应、政策效应、财富效应、库存变化、房地产投资、制造业回流六个维度剖析 2023 年经济增长韧性，并对 2024 年做出展望。

## 一、消费韧性：周期效应、政策效应、财富效应分析显示，2024 年美国消费韧性或缓步降温

近期美国消费表现偏强但隐忧渐现，2023 年 11 月零售销售额仍较坚挺、13 个品类中有 8 个品类环比上涨，“黑五”销量亦创新高<sup>1</sup>，但与往年相比消费者更注重高性价比、产品折扣幅度大于往年<sup>2</sup>。对于未来消费走向，可从周期效应、政策效应、财富效应三个维度进行剖析。

### （一）周期效应：来自居民部门低杠杆率及前期耐用品需求的支撑或减弱

**居民部门杠杆率较低，但进一步加杠杆空间料因信贷扩张过快、质量恶化而收缩。**金融危机后居民部门持续去杠杆，疫情期间政府面向家庭部门的现金补贴进一步优化家庭部门资产负债表，至 2023 年二季度居民部门杠杆率处于 73.7% 的相对低位（金融危机前最高值为 98.7%），低杠杆率为居民提供较大的借贷消费空间（见图表 2）。但伴随消费高增，当前美国家庭部门信用卡债务余额骤增（三季度同比增 16.7%、疫情前增速为 6.6%），信用卡违约率上升（三季度 3.0%、疫情前为 2.6%），消费信贷扩张过快、质量恶化或制约进一步加杠杆空间。

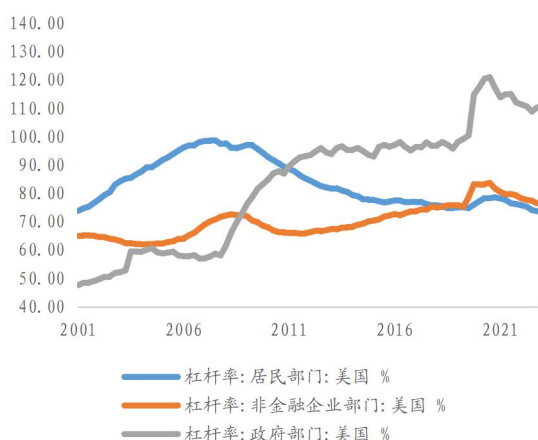
**同时，“超量消费”脉冲后耐用品消费需求或减弱。**在防疫期间消费需求的延后释放及政府现金补贴刺激下，2020

<sup>1</sup> 根据 Adobe Analytics 数据，今年“黑五”销售额达 98 亿美元、同比增长 7.5%。

<sup>2</sup> 根据 Adobe Analytics 数据，今年“黑五”线上折扣力度比去年力度更大，其中玩具平均折扣为 28%（去年同期：22%）、服装折扣为 24%（去年同期：19%）、电子产品折扣为 27%与去年持平。同时，Adobe 调查显示“黑五”期间来自“先买后付”支付方式的销售额为 7,500 万美元，同比增长 47%。

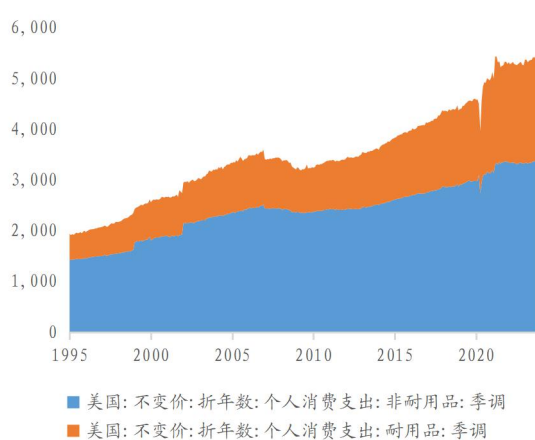
年中至 2021 年初出现商品“超量消费”脉冲、2021 年 4 月个人商品消费支出攀升至高于趋势线 13.0%的水平，此后支出虽略有回落，但至今仍高于趋势线水平。该轮“超量消费”主要由复购率相对较低的耐用品消费推动（见图表 3），对未来相应需求或存在一定透支。

图表 2：目前居民杠杆率相对较低



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 3：疫后消费反弹脉冲主要由耐用品推动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## （二）政策效应：居民部门超额储蓄预计在 2024 上半年继续为消费提供一定支撑，但财政扩张力度较难延续

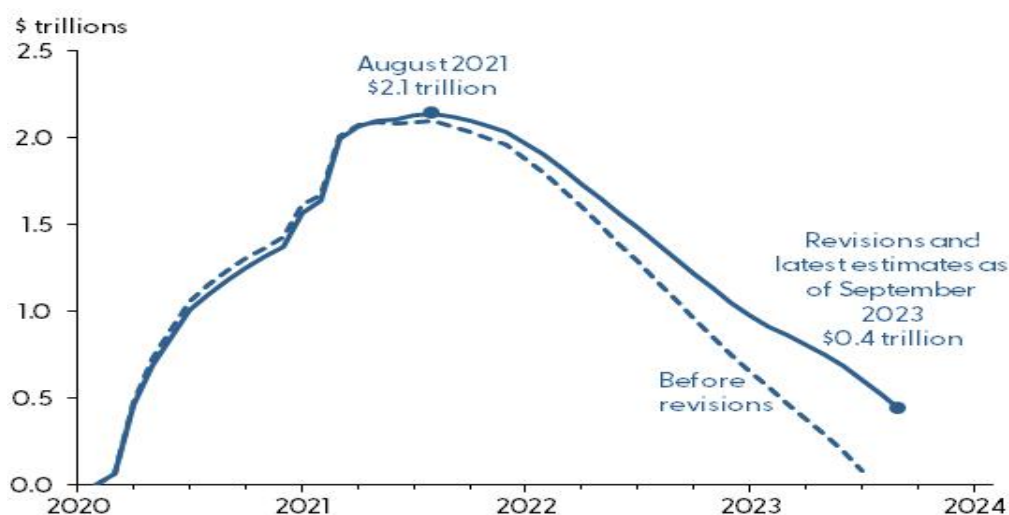
**超额储蓄料仍发挥支撑作用。**总量上，根据旧金山联储对居民超额储蓄的重估<sup>3</sup>，截至 2023 年 9 月仍有 4,331 亿美元超额储蓄（见图表 4），其作为外生性收入对居民消费的支撑有望延续至 2024 上半年。结构上，相关研究显示，中产群体超额储蓄仍较为充足、消耗速度相对更慢。

**进一步的财政扩张较难延续。**首要原因来自于大选年两

<sup>3</sup> 2024 年 9 月，美国经济分析局对 2013 年以来对家庭支出和储蓄数据进行了修正。2024 年 11 月，旧金山联储根据修正后的数据，对美国居民部门超额储蓄进行了重估，重估后的超额储蓄大于此前估计值。

党博弈加剧令财政支出扩张受掣肘（特别是中期选举后，参众两院控制权分属民主共和两党），此外债务上限被冻结后作为附加条件的《财政责任法案》也限制了未来财政支出规模，新冠疫情常态化亦令抗疫支出如公共卫生与社会服务应急基金（PHSSEF）支出逐步下降。不过，考虑到拜登政府积极寻求其他削减学生教育支出的方法<sup>4</sup>、税收抵免支出因对新能源车的扶持仍难大幅削减<sup>5</sup>、存款保险支出也不排除进一步扩大可能性<sup>6</sup>，综合看财政支出收缩幅度或有限。

图表 4：居民部门的超额储蓄预计在 2024 年上半年耗尽



数据来源：旧金山联储、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### （三）财富效应：居民资产增值对消费的支撑作用与美国经济韧性关系具有反身性，有待持续观察

<sup>4</sup> 根据白宫 2023 年 10 月 4 日的简报，相较于此前依据《学生高等教育救济机会法案》，拜登转为寻求依据《高等教育法》减免学生贷款债务（该法案允许教育部长在某些情况下免除贷款），详见 <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/speeches-remarks/2023/10/04/remarks-by-president-biden-on-the-administrations-efforts-to-cancel-student-debt-and-support-students-and-borrowers/>。

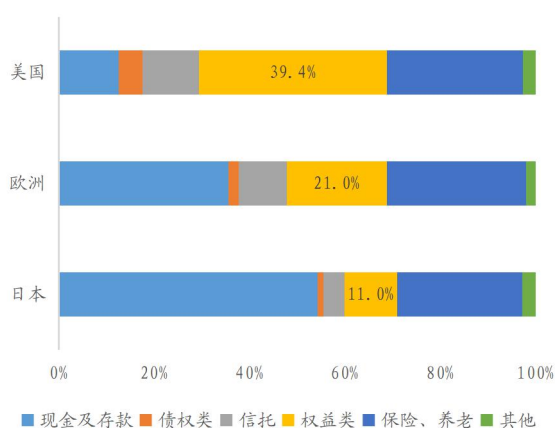
<sup>5</sup> 《通胀削减法案》除了降低医疗成本外，还通过“增”补贴来鼓励新能源和新能源车的发展。拜登在 2021 年提出，到 2030 年美国电动汽车渗透率目标为 50%（目前为 8%）。事实上，2024 财年的税收抵免支出已于 2023 年 5 月规划中上调。

<sup>6</sup> 由于美联储 high for longer 的利率政策及快速消耗的逆回购市场规模，若出现流动性短缺，不排除上半年金融行业再次出险的可能性。

美国居民部门的金融资产（占居民总资产 65.6%<sup>7</sup>）中约四成配置在股市（见图表 5），2023 年美国股市由跌转涨，2023 年初至 11 月底道琼斯工业指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克指数分别涨 8.5%、19.0%、35.9%。非金融资产（占居民净资产 34.3%<sup>8</sup>）中房产价格止跌回升（见图表 6），2023 年初至 9 月末，标准普尔/CS 房价指数涨 4.6%，居民资产增值对消费形成一定支撑。但进入 2024 年，货币政策转向对市场风险情绪及估值的提振，与届时经济降温对公司盈利及房产购买力的掣肘相反作用下，财富效应可在多大程度上延续尚不确定。

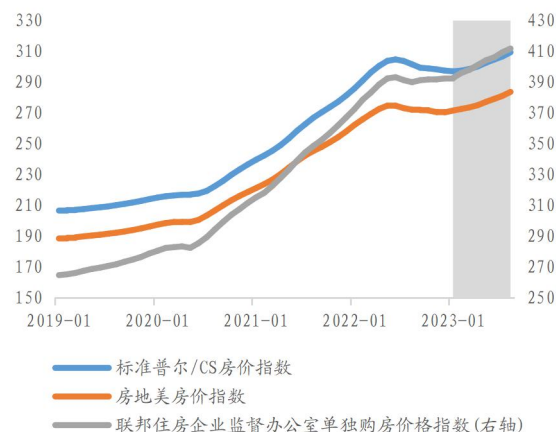
图表 5：美国居民部门金融资产中权益占比在 G3

中较高（截至 2023 年 3 月末）



数据来源：日本央行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：年初至今房价止跌回升，创历史次高位



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 二、投资韧性：新一轮补库周期有望对投资韧性提供支撑，地产投资回暖力度和制造业投资提振效应仍待观察

<sup>7</sup> 根据美联储统计，截至 2023 年三季度，美国家庭部门持有总资产 171.3 万亿美元，其中金融资产为 171.2 万亿。数据来源：<https://www.federalreserve.gov/Releases/Z1/20231207/html/b101.htm>。

<sup>8</sup> 根据美联储统计，截至 2023 年三季度，家庭部门非金融资产为 58.8 万亿美元（其中大部分为房产、市值为 50.1 万亿美元）。

## **（一）库存周期：目前零售商已率先主动补库，新一轮补库周期或于 2024 年年中开启**

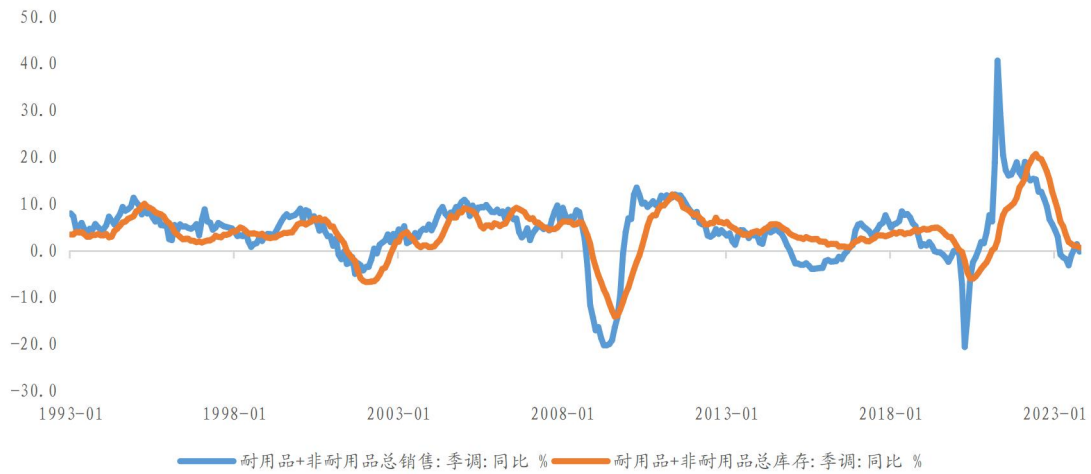
美国本轮去库周期起始于 2022 年 6 月，截至 2023 年 9 月已延续 15 个月，持续时间接近历史平均水平<sup>9</sup>。目前，总需求已领先库存回暖，总库存进入被动去库周期。总需求增速在 2023 年 6 月触底、8 月后重回正增长区间（见图表 7）。总库存增速虽延续下行，但去库动能已经从生产端悲观预期导致的主动去库，向消费端需求回暖造成的被动去库转换。库存结构中，零售商已率先进入主动补库周期。零售商库存同比增速触底回升迹象较明显（9 月同比：5.5%）、制造商库存脱离负增长区间（9 月同比：0.1%），唯批发商库存仍承压（9 月同比：-1.2%）（见图表 8）。零售商库存变化作为库存周期的先行指标，预示美国已接近主动补库周期。

按照历史一般规律推算，美国有望在 2024 年一季度进入主动补库周期。但综合考虑高利率、以及全球经济降温预期对投资的掣肘，本轮补库周期或有延后，可能在 2024 年年中开启。

---

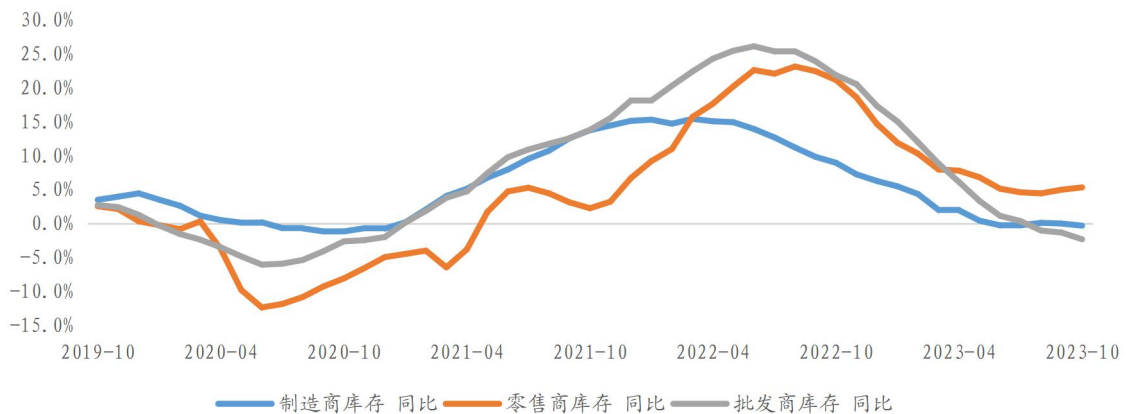
<sup>9</sup> 按照历史一般规律，美国库存周期平均持续 35 个月，其中去库周期 19 个月（主动去库 10 个月、被动去库 9 个月），补库周期 16 个月（主动补库 10 个月、被动补库 6 个月）。

图表 7：美国总需求增速已触底回升



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：零售商已率先进入补库周期



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**（二）房地产：高利率对地产市场掣肘效应渐退，目前从“供需受抑制”转向“小幅回暖”，若快速降息则可能推动地产投资延续回暖**

现阶段，高利率导致美国房地产市场呈现供需受抑制、库存不足、但价格居高的格局。需求端受到较大抑制：2023年6-10月美国成屋销售五连降至2010年低位，大量购房者被挤出市场，首次购房者比例大幅降低至28%（历史均值



40%)。供给端增长乏力：高利率掣肘营建商投资意愿，美国营建许可、新屋开工数自 2022 年年初开始连续下行，2023 年虽企稳小幅回升(3 季度对 GDP 拉动率转正)，但截至 2023 年 10 月，美国成屋库存可供出售月数仅 3.6 个月(2000-2019 年均值 5.8 个月)。房价持续处于高位：库存不足导致美国房地产价格居高不下，2023 年 9 月标准普尔/CS 房价指数涨至 311.2 的历史新高。

展望 2024 年，美国房地产投资的转折点或随美联储降息时点同步到来，利率下降有望释放被抑制的购房需求和房地产建筑业补库需求。但低库存引致的房价居高现状在短期受降息提振后、预计也会迎来转折点，房价下跌或掣肘地产投资回暖幅度偏小。整体而言，未来地产投资对美国经济韧性的支撑，很大程度上受降息路径影响；反过来，过快降息提振地产投资，也将掣肘通胀中枢回落路径。

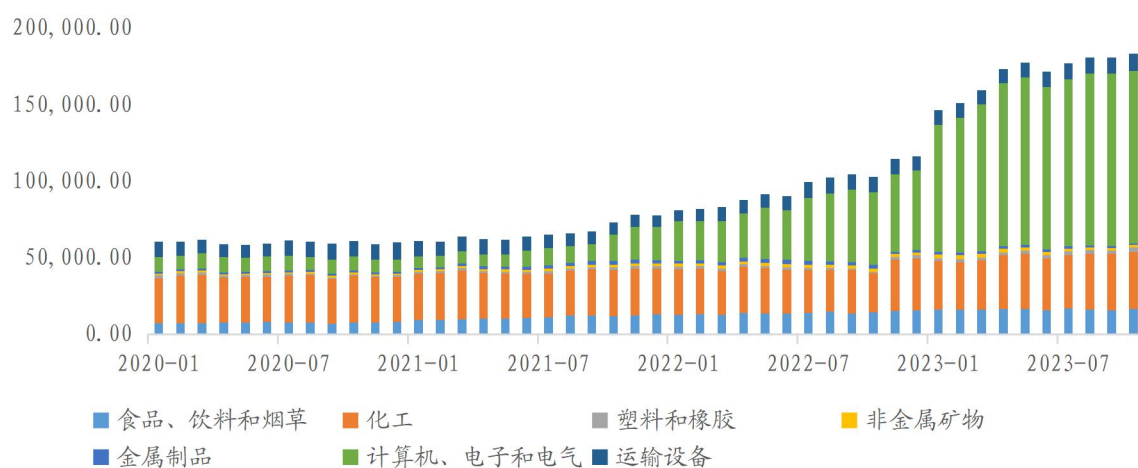
**(三) 制造业回流：计算机、电子和电气业是美国制造业回流的关键行业，尚不确定该行业后续是否能带动制造业投资持续明显增长**

拜登政府 2021 年后接连出台《基础设施投资和就业法案》《芯片和科学法案》《通货膨胀削减法案》，通过政府投资引导制造业回流。2022 年开始，制造业细分行业中，计算机、电子和电气业的建造支出大幅增长(见图表 9)。截至 2023 年 10 月，美国计算机和电子产品的产能指数升至 165.6(同比+5.2%)、生产指数升至 117.3(同比+5.5%)，

居制造业细分行业首位。

但是，受本身体量较小、外溢效果不明显影响，现阶段制造业整体产能及产值均未明显增长，2023年10月美国整体制造业产能指数129.1（同比+1.4%）、生产指数仅99.6（同比-1.7%）。后续尚不确定计算机、电子和电气业的回流是否能带动制造业投资持续明显增长。

图表9：美国私人部门制造业细分行业中，计算机、电子和电气建造支出大幅增长（百万美元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

### 三、2024年预测：经济增速减缓，“软着陆”可能性大

综合分析，美国2024年衰退概率偏小、但经济增速料较2023年降温，预计全年有望实现1.3%-1.5%的经济增长，下半年经济表现略弱于上半年，美联储降息时点及路径的选择仍是影响全年经济增长路径的关键因素。其中：

消费韧性预计降温，呈前高后低格局，但快速、大幅下行概率较小。“超量消费”对耐用品消费的透支，财政支出的收缩预计令美国消费韧性减弱，特别是2024年下半年超额储蓄的耗尽预计拖累下半年下行压力略大于上半年。财富效

应的可持续性与美国经济韧性具有较强的反身性，仍待继续观察。但综合考虑美国居民部门的低杠杆率以及大选年积极财政必要性，消费韧性大幅快节奏下行概率不高。

**投资韧性或呈前低后高格局，但对经济上行的拉动力度仍有不确定性。**在补库周期启动、房地产回暖带动下，预计美国投资韧性有望延续、且 2024 年呈前低后高格局。但地产投资的回暖路径在很大程度上受美联储降息路径影响，同时，制造业回流是否能带动美国整体制造业投资持续明显增长尚待继续观察。

此外，预计政府支出总体略微收紧、外贸有望小幅改善，但两者对总产出影响偏小。财政方面，2023 财年就业市场偏强下赤字率依然从 1.4 万亿美元上升至 1.7 万亿美元，主要源于高通胀下个税扣除额大幅上浮、社保生活成本上调<sup>10</sup>，但随着通胀放缓、2024 年个税扣除额上浮程度不及 2023 年<sup>11</sup>，此前财政的顺周期扩张态势有望扭转，国会预算办公室预估 2024 财年赤字 1.6 万亿、略低于 2023 财年，财政总体略微收紧。外贸方面，美国进口表现受消费端影响较大，2024 年消费韧性逐步降温或将持续带动进口收缩、小幅改善外贸收支。

从美联储 12 月议息会议表态来看，在金融市场潜在压力大（美债付息压力、美联储逆回购缓冲空间）、大选影响

---

<sup>10</sup> 即 COLA (cost-of-living adjustment)，美国退休人士享有的社保金每年都会根据 COLA 适度增加，2023 年调整幅度为 8.7%、高于 2022 年的 5.9%。

<sup>11</sup> 2023 年个税标准扣除额同比上浮 7%，2024 年上浮程度为 5.4%。

前置考虑背景下，美联储决策函数或已发生变化，潜在预期管理目标从“暂停加息+鹰派预期管理”（对应控通胀目标更优），逐步转向“暂缓降息+鸽派预期管理”（对应稳增长目标权重加大）。在此背景下，资本市场大概率呈现美元指数趋势转弱、美债期限利差转正、美股和大宗商品市场上行的交易场景，从而提振消费的财富效应和投资韧性，夯实美国经济“软着陆”基础。不过，在美国经济数据尚呈韧性前提下，以“暂缓降息+鸽派预期管理”最大程度实现“稳增长”和“控通胀”的权衡，仍是是较优的政策组合，除非“黑天鹅”事件爆发，2024年年中开启降息的概率偏高。