

美国四季度 GDP 点评：经济增长超预期，但通胀回落平衡市场降息信心



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

核心观点：

美国四季度实际 GDP 环比折年率 3.3%，全年增速 2.5%，大超预期。消费环比贡献 1.91%，为最大拉动项。私人投资环比贡献 0.38%，净出口 0.43%，政府支出 0.56%。然而，四季度 PCE 持续回落至 1.7%，平衡经济增长超预期带来的紧缩担忧。美国 2023 年 GDP 初值公布后，市场对降息路径预期基本同前，维持 5 月 50.4% 的概率降息 25bps、全年降息 6 次的预期不变，对美联储顺利降息的前景较有信心。

个人消费方面，消费韧性不能完全归因于节日促销拉动。四季度个人消费环比折年 2.8%，前值 3.1%。从贡献率来看，服务消费的贡献率最大（1.06%），其次为非耐用品（0.49%）和耐用品（0.36%）。对比 2022 年，今年黑五、圣诞零售环比增幅有所减弱，四季度消费韧性并非全部来自季节性因素。向前看，领先指标红皮书指数显示 1 月零售或仍有回升空间，2024 年美国消费韧性仍然值得关注。

投资方面，设备投资回温，住宅投资低迷，制造商持续去库存。美国四季度私人投资环比折年 2.1%，较前值大幅减少。设备投资回温拉动非住宅投资环比小幅回升。四季度住宅投资仍为投资的主要拖累，环比折年率 1.1%，较三季度（6.7%）明显放缓。库存方面，四季度库存对 GDP 贡献仅 0.07%，前值 1.27%。在整体去库存趋势中零售商机动车及零部件补库较为明显，小幅拉动零售端补库。

贸易方面，净出口由拖累转为拉动项，对四季度 GDP 贡献 0.43%。出口方面，四季度美元指数走弱加强美国出口竞争力。进口方面，商品进口保持负增长，服务进口持续回落，从墨西哥、加拿大及欧盟进口较多。美国四季度及 2023 年全年美国净出口转正，对 GDP 影响由拖累转为拉动。

政府方面，美国 2023 年财政支出较 2022 年大幅增加，起到支撑作用。四季度政府支出回落主要受联邦政府国防支出减少影响，地方政府支出较为稳定，整体水平较高。向前看，2023 年税收下滑、2024 年债务到期及大选年等因素可能限制今年美国宽财政步伐。

风险提示：美国经济韧性超预期；美联储货币政策紧缩超预期。

相关报告

12 月经济数据解读：整体符合预期

2024.01.22

出口如期弱改善，预计 2024 年温和复苏
—12 月进出口数据解读

2024.01.19

12 月金融数据点评：政府债支撑社融表现，实体经济活力待改善

2024.01.18

目 录

1. 美国 2023 年全年 GDP 增速 2.5%，Q4 折年 3.3%	4
1.1 消费：服务消费支撑个人消费支出	4
1.2 私人投资：设备投资回温，住宅投资低迷，制造商持续去库存	5
1.3 净出口：进口收窄，净出口成拉动项	7
1.4 政府支出和投资：全年财政偏强，四季度小有回落	8
2. 市场影响：四季度 PCE 持续回落，市场降息预期不变	9
3. 风险提示	9

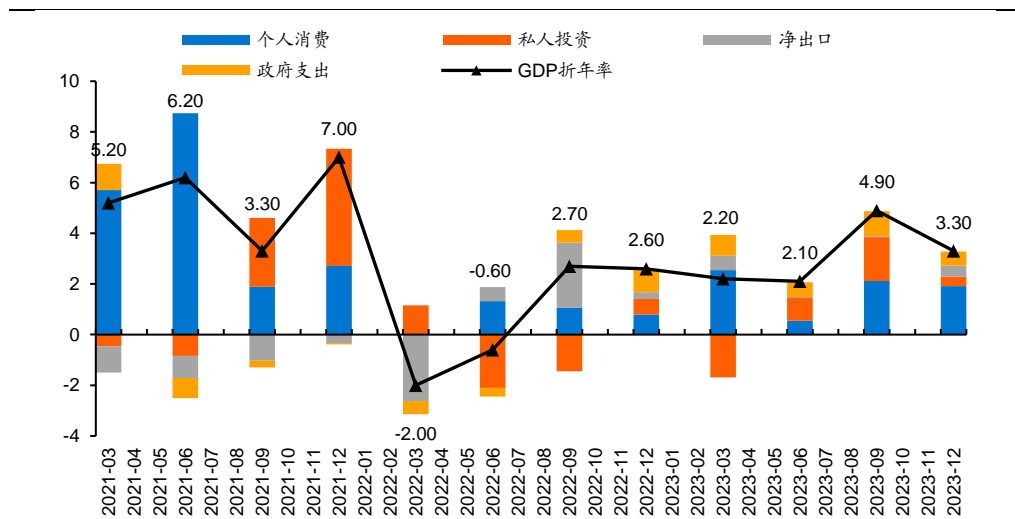
图表目录

图 1	2023 年美国 GDP 分项中消费为最大拉动项 (%)	4
图 2	美国四季度实际 GDP 季比折年超出地方联储 Nowcast 预期 (%)	4
图 3	服务消费贡献率走高, 支撑四季度 PCE (%)	5
图 4	美国 2023 年节假日促销对零售的拉动不及往年 (%)	5
图 5	领先指标红皮书指数显示美国消费仍有回升空间 (%)	5
图 6	美国私人投资分项贡献率拆分 (%)	6
图 7	美国成屋销售企稳, 新屋销售不及预期, 房贷利率持续回落 (%)	6
图 8	美国上、中、下游库存同比处于较低水平 (%)	7
图 9	四季度零售商机动车库存同比回升, 其他行业回落 (%)	7
图 10	美国进出口分项贡献率 (%)	7
图 11	美国商品进口金额拆分, 按国家 (%)	8
图 12	美国商品出口金额拆分, 按国家 (%)	8
图 13	四季度美债利率、美元指数回落, 但近期有所回升 (%)	8
图 14	2023 年美国对中国进口仍处于较低水平 (百万美元)	8
图 15	美国政府支出和投资分项拆分 (%)	9
图 16	1 月 26 日 CME FEDWATCH 降息路径预期	9
图 17	降息路径预期基本不变 (%)	9

1. 美国 2023 年全年 GDP 增速 2.5%，Q4 折年 3.3%

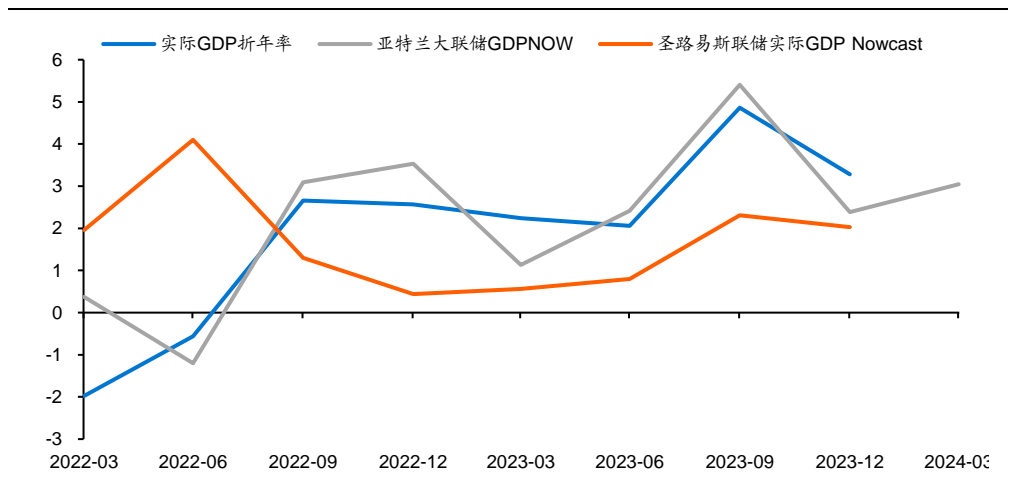
美国四季度实际 GDP 环比折年率 3.3%，大幅超出 2% 的预期。美国四季度实际 GDP 较三季度（4.9%）有所回落，但回落幅度不及预期。其中，消费环比贡献 1.91%，仍是 GDP 最大拉动项。私人投资环比贡献 0.38%，净出口贡献 0.43%，政府支出贡献 0.56%。四季度 GDP 较三季度有所回落的主要原因是美国制造业持续去库存，私人库存变化对 GDP 贡献由三季度的 1.27% 回落至 0.07%。美国经济韧性整体超预期。结合前三季度数据，美国 2023 年全年实际 GDP 增速 2.5%，超过地方联储等机构预测水平。

图1 2023 年美国 GDP 分项中消费为最大拉动项 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图2 美国四季度实际 GDP 季比折年超出地方联储 Nowcast 预期 (%)



资料来源：FRED，联储证券研究院

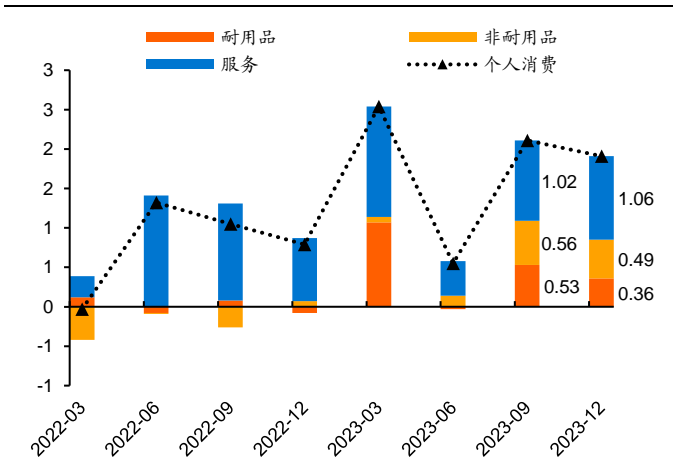
1.1 消费：服务消费支撑个人消费支出

服务消费是四季度个人消费支出的主要拉动项。四季度个人消费环比折年 2.8%，前值 3.1%。从环比增速来看，服务消费环比折年率 2.4%，前值 2.2%。商品消费 3.8%，前值 4.9%，其中耐用品环比折年 4.6%，前值 6.7%，非耐用品 3.4%，前值 3.9%。从贡献率来看，服务消费的贡献率最大（1.06%），其次为非耐用品（0.49%）和耐用品（0.36%）。

四季度节日促销对消费的拉动可能不是消费韧性的主因。黑色星期五、圣诞节对应的节假日消费主要以非耐用品为主，对消费有一定拉动作用。然而，对比 2022 年，今

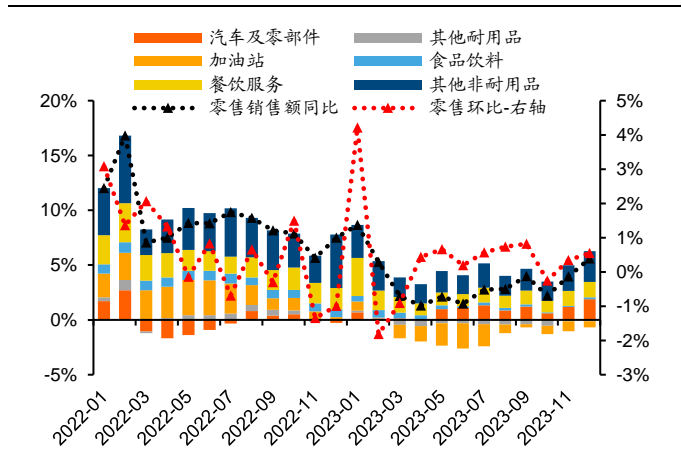
年节日月份耐用品零售环比增幅有所减弱，四季度消费韧性并非全部来自季节性因素。近月美国零售数据超预期也印证个人消费的动力来自内部。向前看，领先指标红皮书指数显示1月零售或仍有回升空间，2024年美国消费韧性仍然值得关注。

图3 服务消费贡献率走高，支撑四季度PCE (%)



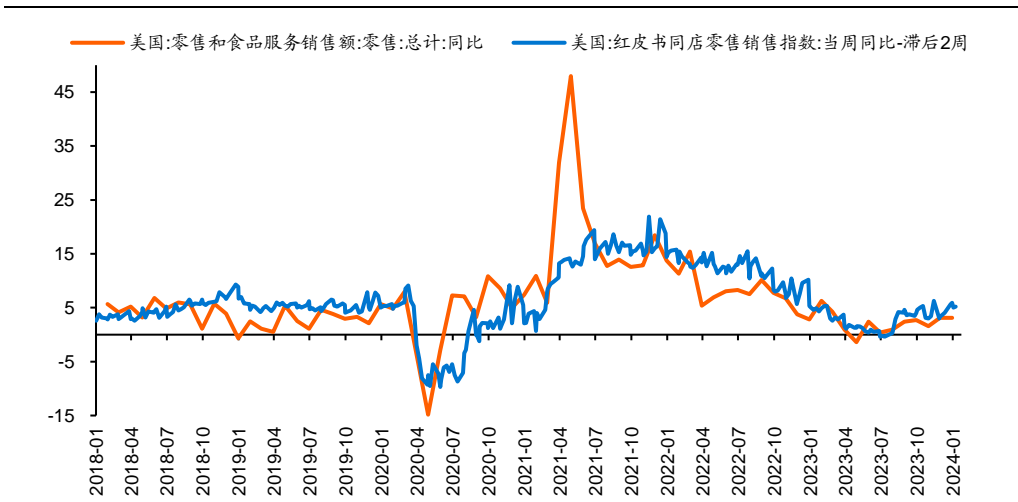
资料来源：iFinD，联储证券研究院

图4 美国2023年节假日促销对零售的拉动不及往年 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图5 领先指标红皮书指数显示美国消费仍有回升空间 (%)



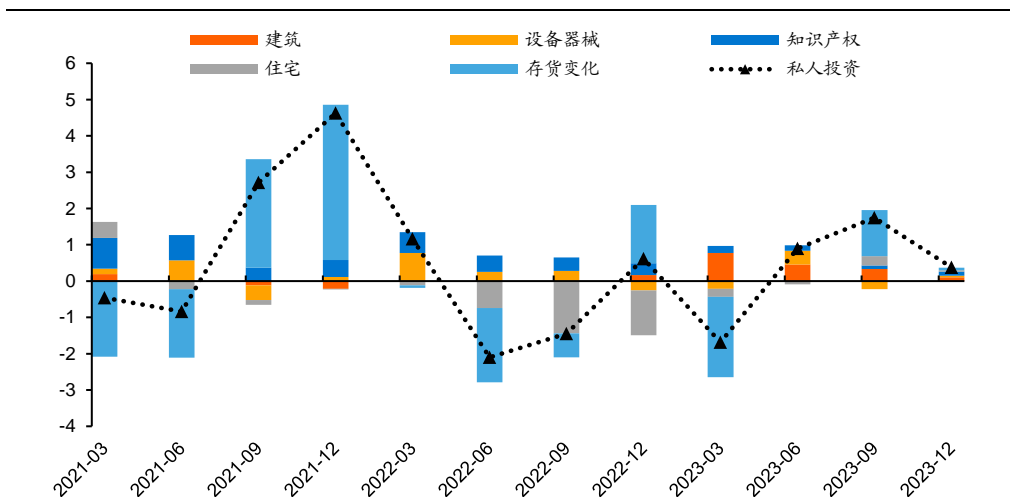
资料来源：iFinD，联储证券研究院

1.2 私人投资：设备投资回温，住宅投资低迷，制造商持续去库存

美国四季度私人投资环比折年2.1%，前值10%。美国GDP中的私人投资分项由固定资产投资和私人存货变化构成。四季度固定投资环比折年1.7%，前值2.6%，贡献0.31%；私人存货变化贡献0.07%，前值1.27%。

设备投资季度环比增速回正，拉动非住宅投资环比小幅回升。四季度非住宅投资整体环比折年增速1.9%，前值1.4%。其中，制造业《基础设施投资和就业法案》、《芯片和科学法案》和《通货膨胀削减法案》落地带动设备投资由三季度负增长中回正，四季度折年1%，前值-4.4%。非住宅建筑投资增速回落形成拖累，四季度增速1.1%，前值6.7%。知识产权投资基本保持平稳，环比折年增速较三季度1.8%小幅回升至2.1%。

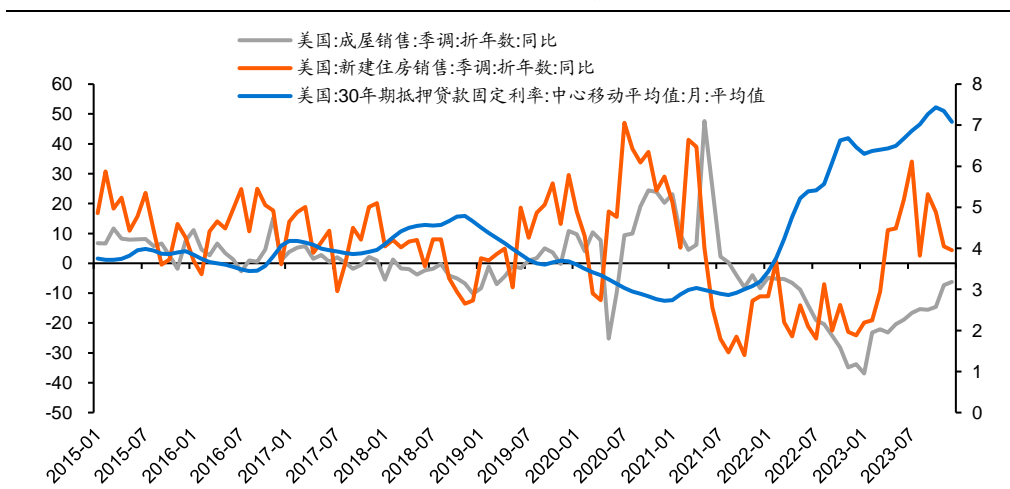
图6 美国私人投资分项贡献率拆分 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

高利率环境下，四季度住宅投资仍为投资的主要拖累。2023年住宅投资增速-10.7%，四季度住宅投资环比1.1%，增幅较三季度（6.7%）明显放缓。2023年加息周期带动房贷利率走高，房地产市场低迷，住宅投资拖累GDP。向前看，近月美国30年期固定利率房贷利率有所回落，新屋销售回落但成屋销售增加，整体地产市场有所回温，持续关注美联储货币政策走向。

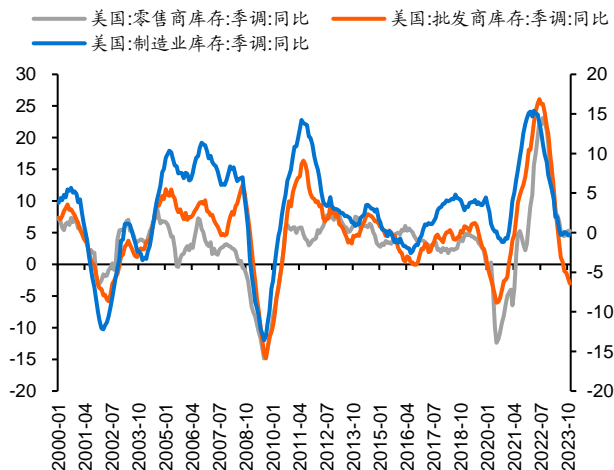
图7 美国成屋销售企稳，新屋销售不及预期，房贷利率持续回落 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

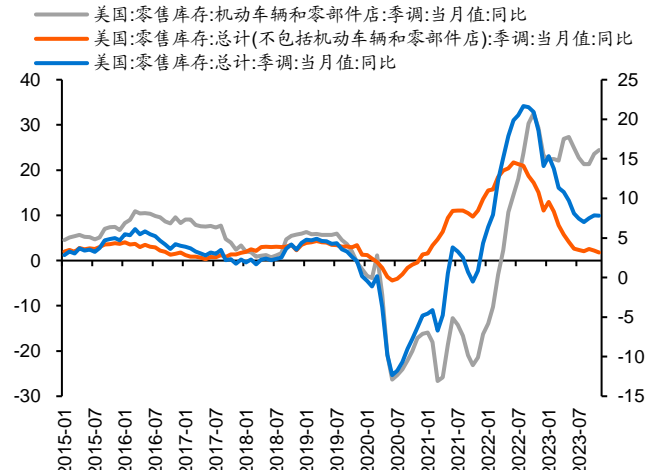
库存方面，四季度库存对GDP贡献仅0.07%，前值1.27%。美国全年库存变化对GDP贡献率为负（-0.31%），整体库存磨底。按环节划分，美国制造商、批发商、零售商库存同比均处于较低水平，其中批发商库存持续走负，制造商和零售商同比企稳。在整体去库存趋势中也有例外：零售商机动车及零部件补库较为明显，同比持续回升至24.45%，对应四季度汽车零售销售额回温，小幅拉动零售端补库。

图8 美国上、中、下游库存同比处于较低水平 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图9 四季度零售商机动车库存同比回升, 其他行业回落 (%)

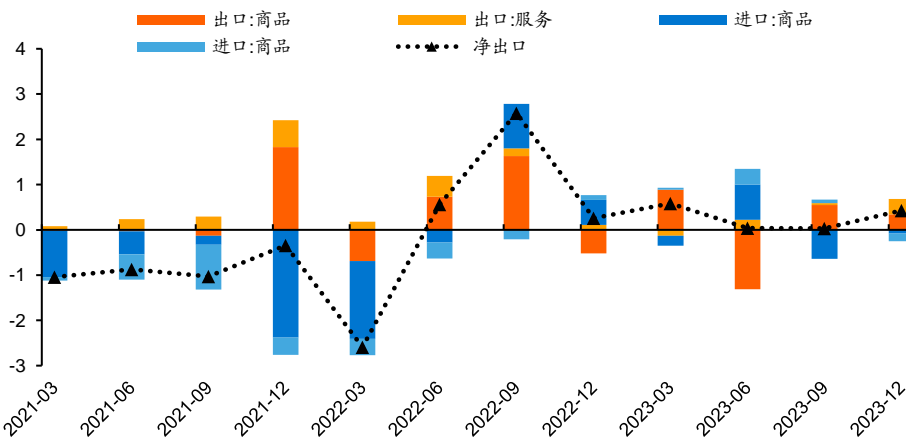


资料来源: iFinD, 联储证券研究院

1.3 净出口: 进口收窄, 净出口成拉动项

2023年美国净出口转为拉动项, 对全年GDP贡献0.58%, 四季度贡献0.43%。出口方面, 服务出口多增, 环比折年率9.5%, 前值1%, 大超前三季度平均水平, 拉动四季度GDP(贡献率0.34%)。商品出口较三季度有所回落, 四季度贡献率0.34%, 前值0.44%。进口方面, 商品进口保持负增长, 服务进口持续回落, 叠加出口回升, 四季度乃至全年, 美国贸易顺差对其GDP产生了拉动作用。

图10 美国进出口分项贡献率 (%)

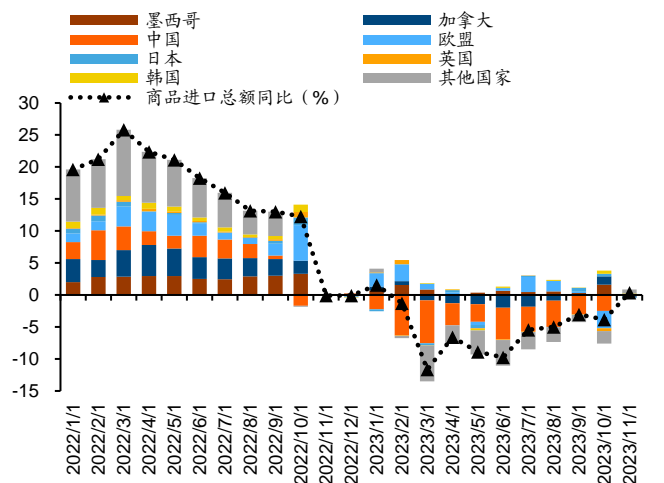


资料来源: iFinD, 联储证券研究院

四季度美国进口“去中国化”尚未明显改善。按国家分类, 美国四季度(10-11月)进口主要集中在加拿大和墨西哥, 全年进口偏好欧盟国家和墨西哥。从同比贡献率来看, 美国从中国进口降幅有所收窄, 但进口金额仍处较低水平, 11月进口额仅333.65亿美元(全年平均358亿), 显著低于疫情前趋势。

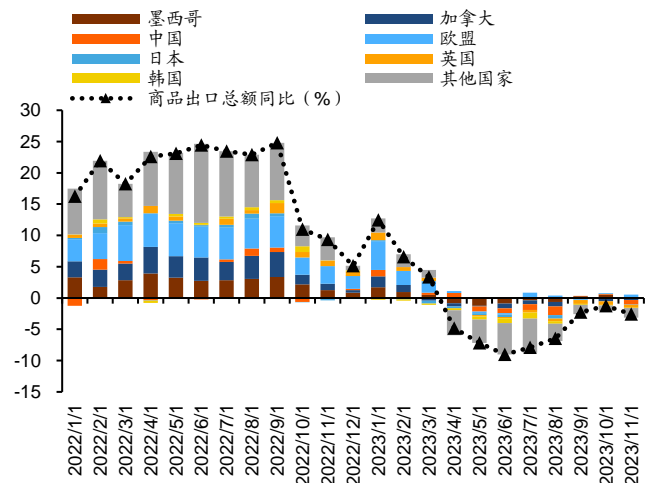
出口方面, 降息预期上升, 美元走弱利好四季度出口。四季度美债利率及美元指数持续走弱, 美国出口价格竞争力上升, 美国四季度出口额回升。向前看, 近期美联储对降息表达谨慎态度, 降息时点预期延后至5月, 1月美债美元有回升趋势, 对出口支撑可能减弱。

图11 美国商品进口金额拆分，按国家 (%)



资料来源：美国人口普查局，联储证券研究院

图12 美国商品出口金额拆分，按国家 (%)



资料来源：美国人口普查局，联储证券研究院

图13 四季度美债利率、美元指数回落，但近期有所回升 (%)



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图14 2023年美国对中国进口仍处于较低水平 (百万美元)



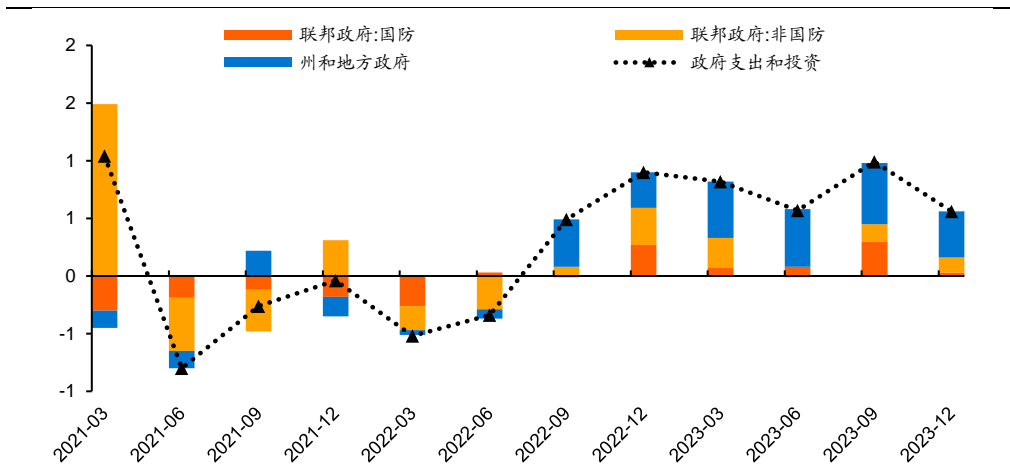
资料来源：iFinD，联储证券研究院

1.4 政府支出和投资：全年财政偏强，四季度小有回落

从2023年全年来看，美国财政支出较2022年大幅增加，起到支撑作用。美国2023年政府支出对GDP环比折年达4%，较2022年的-0.9%大幅增加。自2022年下半年以来，美国州和地方政府支出对GDP贡献加深（0.42%），超过联邦政府支出贡献率（0.27%）。四季度政府支出回落主要受联邦政府国防支出减少影响，地方政府支出较为稳定，整体水平较高。2023年财政支出增加、（税收等）收入减少，对美国2023年消费、投资均有一定支撑。

2023 年税收下滑、2024 年债务到期等因素可能限制今年美国宽财政步伐。2023 年，美国个人所得税起征点调整超过通胀水平，使得美国 2023 政府个税方面收入下滑，考虑到政府支出受往年收入影响，2024 年财政扩张或受限。另外，高利率环境下美国政府有超 7 万亿美元债务将于 2024 年到期，兼 2024 年大选年等因素，美国 2024 年较难维持当前的宽松财政，未来政府支出对 GDP 直接和间接支撑或减弱。

图15 美国政府支出和投资分项拆分 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

2. 市场影响: 四季度 PCE 持续回落, 市场降息预期不变

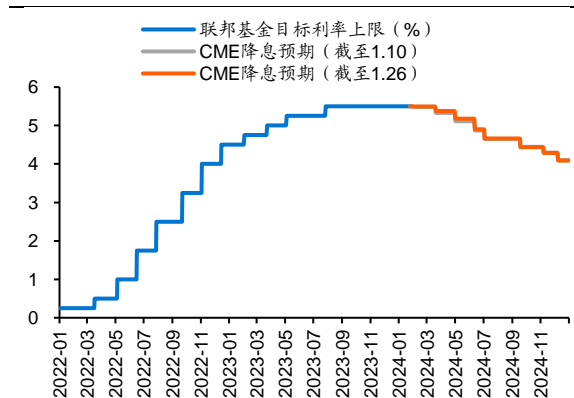
四季度 PCE 超预期回落, 降息预期并未因经济增长超预期而减弱。美国 2023 年 GDP 初值公布后, 市场对降息路径预期基本同前, 维持 5 月 50.4% 的概率降息 25bps、全年降息 6 次的预期不变, 对美联储顺利降息的前景较有信心。降息预期并未因美国经济增长超预期而减弱的原因之一是美国四季度 PCE 价格指数环比折年 1.7%, 前值 2.6%, 降幅超预期。核心 PCE 指数同前, 维持在 2%, 两项指标均达到美联储通胀目标。在通胀及其他高频数据没有明显反弹的情况下, 有望在 2024 年二季度迎来首次降息。

图16 1月26日 CME FEDWATCH 降息路径预期

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%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	48.1%	50.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	39.0%	50.4%	9.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.2%	39.7%	47.8%	9.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	37.1%	47.2%	11.9%	0.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.8%	35.1%	46.6%	14.1%	1.3%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.7%	22.1%	42.0%	27.2%	6.4%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.4%	18.1%	38.1%	30.1%	10.5%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 联储证券研究院

图17 降息路径预期基本不变 (%)



资料来源: CME, 联储证券研究院

3. 风险提示

美国经济韧性超预期; 美联储货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000