

美国增长新范式

——美国经济 2023 年四季度及全年数据点评

2023 年四季度美国 GDP 再超预期，环比折年率录得 3.3%（市场预期 2.0%）。2023 年全年美国实际 GDP 增速达到 2.5%，接近 2017-2019 年均值 2.7%，证伪了去年初市场对美国经济将于年内陷入衰退的一致预期。

美国经济增长的内生性和可持续性显著提升。居民消费方面，动能来源从“财政扩张+疫后复苏”逐渐转变为“薪资增长+通胀回落”，由外生增长过渡至内生增长。企业投资方面，“科技+地产”双轮驱动格局初具雏形，人工智能发展驱动科技投资扩张，供需缺口支撑房地产投资增长，两者均具备一定可持续性。总体上看，后疫情时代美国经济增长范式转换正在进行中。

一、居民消费：动能转换

在收入效应和财富效应的双重支撑下，2023 年全年美国消费保持强劲，实际值同比增速录得 2.2%。收入效应方面，通胀回落驱动实际收入增速转正。2023 年 1-11 月美国居民名义可支配收入同比增长 8.2%，实际可支配收入同比增长 4.0%；财富效应方面，股市和楼市均持续上涨。2023 年全年纳斯达克指数累计涨幅达 53.8%，1-10 月席勒全美房价指数累计涨幅达 5.4%。

从动能来源看，美国消费增长存在两大支撑。一是实际收入，由“财政扩张+疫后复苏”切换至“薪资增长+通胀回落”的增长模式。2023 年中起转移支付持续收缩，但名义收入仍在薪资高增影响下加速上行，叠加通胀水平进一步回落，实际收入于四季度再度实现环比转正。二是商品消

费，环比动能居高不下，主要受商品通胀显著回落支撑。去年三、四季度美国商品消费环比折年率录得 4.9%、3.8%，服务消费为 2.2%、2.4%。

二、私人投资：双轮驱动

受大幅加息影响，2023 年美国私人投资小幅收缩，实际值同比增速录得 -1.2%。对利率水平更为敏感的地产投资是拖累项，全年同比收缩 10.7%，非地产投资则同比扩张了 4.4%。

去年中以来，受“科技+地产”双轮驱动，美国私人投资在高利率下逆势触底反弹。一是 AI 投资潮方兴未艾。2023 年知识产权投资同比增长 4.3%，并驱动信息处理设备投资环比转正，四季度环比折年率录得 17.4%。二是地产投资增速由负转正。2023 年美国房价在高利率环境中逆势上涨，地产投资随之环比转涨，三季度、四季度环比折年率分别录得 6.7%、1.0%。其他分项环比动能跌多涨少，符合高利率对投资压制逐渐增强的经济直觉。

三、其他：贸易逆差收窄，政府支出降速

受疫后本土产能修复影响，2023 年美国净出口同比增长 11.9%，出口扩张和进口收缩同时存在。四季度出口、进口环比折年率分别录得 1.5%、0.5%，贸易逆差进一步收窄。

受财政扩张影响，2023 年美国政府支出同比增长 4.0%。2023 财年（2022Q4-2023Q3）公共部门赤字率较 2022 财年提升了 2.5pct。根据美国国会预算办公室的预测，2024 财年赤字率将较 2023 财年收窄 0.5pct 至 5.8%，受此影响四季度政府支出环比折年率较三季度边际收窄 2.5pct 至 3.3%。

四、前瞻：经济增长新范式

总体上看，尽管货币紧缩滞后效应对美国经济的抑制作用仍然存在，然而无论是居民消费动能转换，还是企业投资“双轮驱动”，均反映出美国经济增长正向新范式切换，内生性和可持续性显著提升。

前瞻地看，美国经济或在温和减速的同时延续韧性，通胀逐渐趋近目标，失业率上行空间受限。考虑到美联储降息空间充足，美国经济“软着陆”或已成为大概率情形。

（作者：谭卓 王天程）

附录

图 1：四季度美国经济动能温和回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：实际收入保持正增，信心指数震荡上行



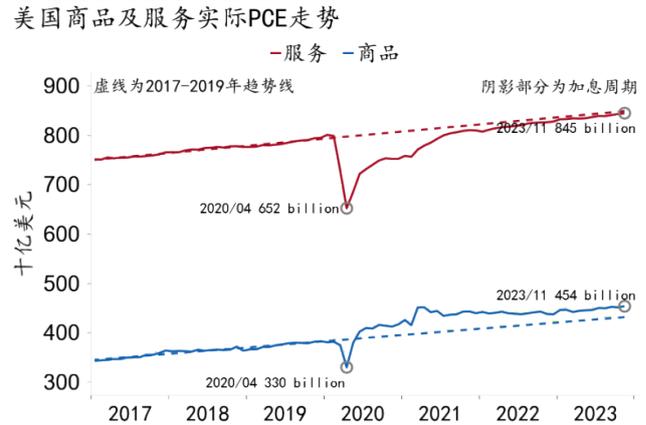
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3: 财政对居民收入的支撑逐渐退坡



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 服务消费已经修复至疫前趋势水平



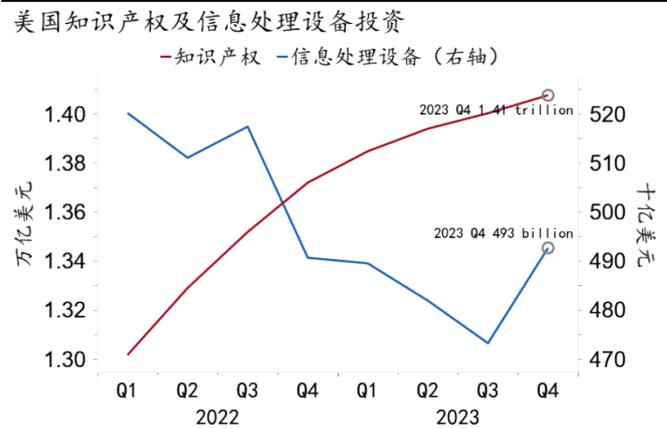
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 5: 2023年下半年地产投资环比转正



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 6: 知识产权投资持续扩张



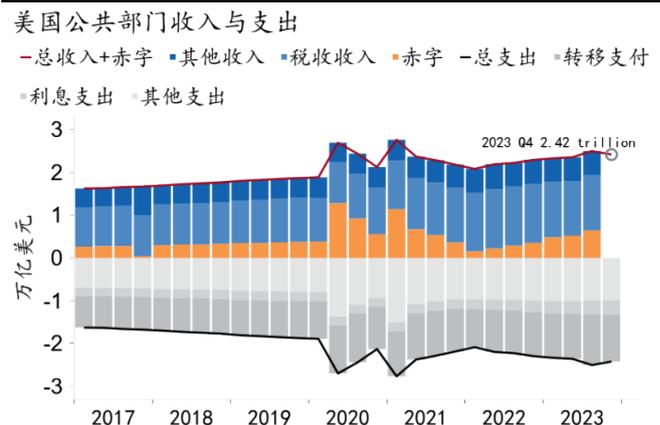
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 7: 贸易逆差持续收窄



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 公共部门赤字规模持续扩大



资料来源: Macrobond、招商银行研究院