

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



中國工商銀行（亞洲）

東南亞研究中心

李盧霞 吳起睿 張潤鋒

美國經濟韌性尚餘幾何

閱讀摘要

2023年，美國經濟增長呈現非線性韌性，上半年經濟緩步降溫、三季度增速大幅反彈。消費展現超預期韌性、投資不弱是增長超預期主要動因。

對於消費端的韌性，（1）從週期效應看，居民部門杠杆率處於相對低位提供較大借貸消費空間，但信貸擴張過快、品質惡化或制約進一步加杠杆空間；前期耐用品推動個人商品消費支出高於趨勢線水準，一定程度上也透支後續相應需求。（2）從政策效應看，三藩市聯儲的重估結果顯示超額儲蓄預計在2024上半年繼續為消費提供一定支撐，但在大選年兩黨博弈加劇等因素掣肘下，財政擴張對消費的支持較難延續。（3）從財富效應看，居民資產增值對消費的支撐作用與美國經濟韌性關係具有反身性，可在多大程度上延續有待持續觀察。綜合預計消費韌性降溫，但快速、大幅下行概率較小。

對於投資端的韌性，（1）從庫存週期看，總需求已領先庫存回暖，總庫存進入被動去庫週期，尤其是零售商已率先進入主動補庫週期，新一輪補庫週期或於2024年年中開啟。（2）從房地產看，目前供需兩端均受高利率制約，未來房地產投資轉捩點或隨美聯儲降息時點同步到來，屆時購房需求和房地產建築業補庫需求的釋放料推動地產投資延續回暖。（3）從製造業回流看，電腦、電子和電氣業是美國製造業回流的關鍵行業，但受其本身體量較小、外溢效果不明顯影響，尚不確定該行業後續是否能帶動製造業投資明顯增長。綜合預計投資韌性對經濟上行的拉動力度仍有不確定性。

此外預計政府支出總體略微收緊、外貿有望小幅改善，但兩者對總產出影響偏小。

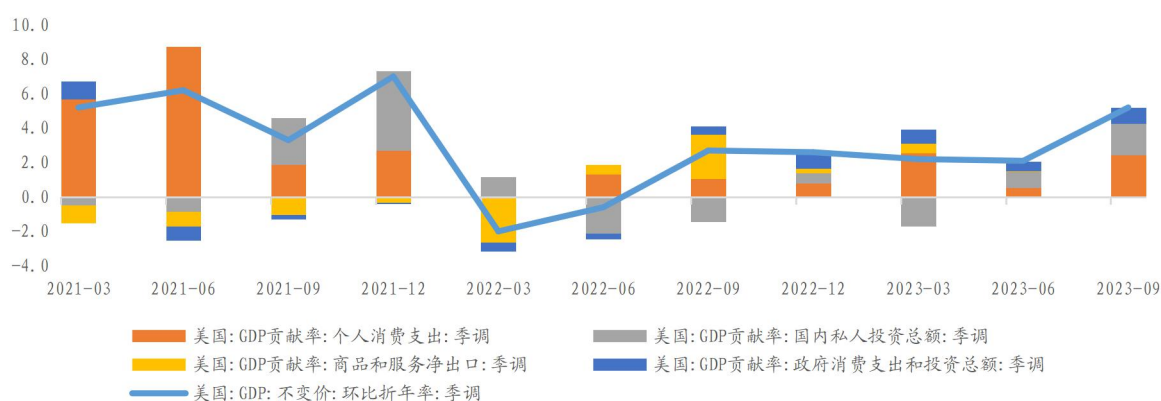
綜合分析，美國2024年增速料較2023年減緩、下半年經濟表現略弱於上半年，衰退概率偏小、預計全年有望實現1.3%-1.5%的經濟增長。同時，在金融市場潛在壓力大、大選影響前置考慮背景下，美聯儲政策天平或已發生傾斜，從控通脹目標更優逐步轉向穩增長目標權重加大，預期管理目標從“暫停加息+鷹派預期管理”逐步轉向“暫緩降息+鴿派預期管理”，2024年年中開啟降息的概率偏高。資本市場大概率呈現美元指數趨勢轉弱、美債期限利差轉正、美股和大宗商品市場上行的交易場景。

美國經濟韌性尚餘幾何

回顧 2023 年，美國經濟增長呈現非線性韌性：第一、二季度 GDP 環比折年率自 2022 年四季度的 2.6% 分別降至 2.2%、2.1%；但第三季度飆升至 5.2%、大超預期，預計第四季度經濟增速有較明顯的降溫。

整體看，消費展現超預期韌性、投資不弱是 2023 年美國經濟增長超預期的主要動因。例如三季度，傢俱、娛樂商品、服裝等消費推動商品消費增速反彈（拉動率 1.1%），住房及公用事業、住宿餐飲、醫療等也推動服務消費保持韌性（拉動率 1.4%）；地產、存貨投資恢復正增長提振投資（拉動率 1.8%）（見圖表 1）。

圖表 1：美國第三季度 GDP 超預期擴張，消費、投資進一步增長為主要動因



數據來源: WIND、中國工商銀行(亞洲)東南亞研究中心

本文聚焦消費、投資兩大部門，從週期效應、政策效應、財富效應、庫存變化、房地產投資、製造業回流六個維度剖析 2023 年經濟增長韌性，並對 2024 年做出展望。

一、消費韌性：週期效應、政策效應、財富效應分析顯示，2024 年美國消費韌性或緩步降溫

近期美國消費表現偏強但隱憂漸現，2023 年 11 月零售銷售額仍較堅挺、13 個品類中有 8 個品類環比上漲，“黑五”銷量亦創新高¹，但與往年相比消費者更注重高性價比、產品折扣幅度大於往年²。對於未來消費走向，可從週期效應、政策效應、財富效應三個維度進行剖析。

（一）週期效應：來自居民部門低杠杆率及前期耐用品需求的支撐或減弱

居民部門杠杆率較低，但進一步加杠杆空間料因信貸擴張過快、品質惡化而收縮。金融危機後居民部門持續去杠杆，疫情期間政府面向家庭部門的現金補貼進一步優化家庭部門資產負債表，至 2023 年二季度居民部門杠杆率處於 73.7% 的相對低位（金融危機前最高值為 98.7%），低杠杆率為居民提供較大的借貸消費空間（見圖表 2）。但伴隨消費高增，當前美國家庭部門信用卡債務餘額驟增（三季度同比增 16.7%、疫情前增速為 6.6%），信用卡違約率上升（三季度 3.0%、疫情前為 2.6%），消費信貸擴張過快、品質惡化或制約進一步加杠杆空間。

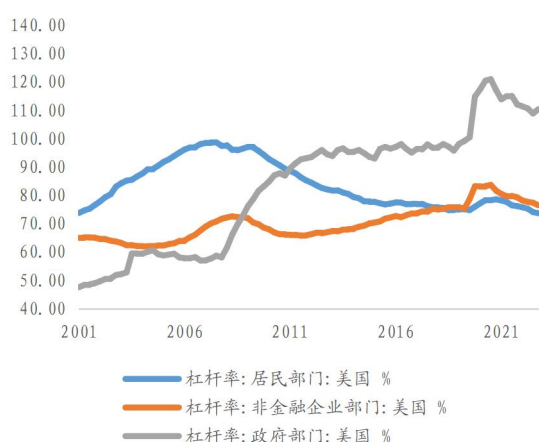
同時，“超量消費”脈衝後耐用品消費需求或減弱。在防疫期間消費需求的延後釋放及政府現金補貼刺激下，2020

¹ 根據 Adobe Analytics 數據，今年“黑五”銷售額達 98 億美元、同比增長 7.5%。

² 根據 Adobe Analytics 數據，今年“黑五”線上折扣力度比去年力度更大，其中玩具平均折扣為 28%（去年同期：22%）、服裝折扣為 24%（去年同期：19%）、電子產品折扣為 27%與去年持平。同時，Adobe 調查顯示“黑五”期間來自“先買後付”支付方式的銷售額為 7,500 萬美元，同比增長 47%。

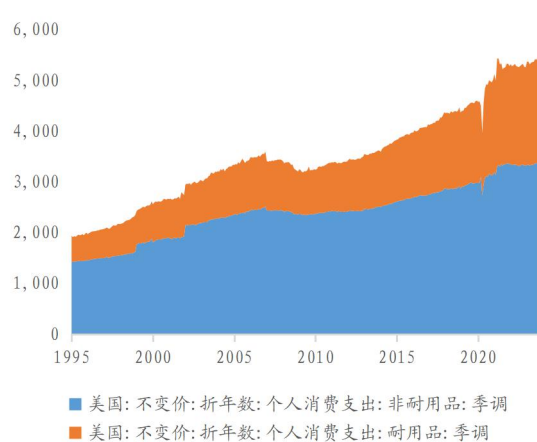
年中至 2021 年初出現商品“超量消費”脈衝、2021 年 4 月個人商品消費支出攀升至高於趨勢線 13.0% 的水準，此後支出雖略有回落，但至今仍高於趨勢線水準。該輪“超量消費”主要由複購率相對較低的耐用品消費推動（見圖表 3），對未來相應需求或存在一定透支。

圖表 2：目前居民杠杆率相對較低



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 3：疫後消費反彈脈衝主要由耐用品推動



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）政策效應：居民部門超額儲蓄預計在 2024 上半年繼續為消費提供一定支撐，但財政擴張力度較難延續

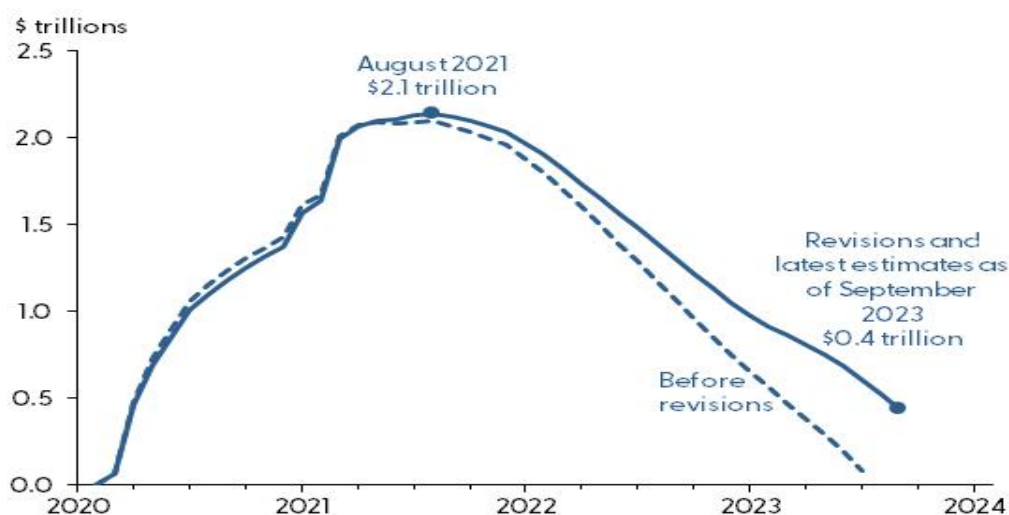
超額儲蓄料仍發揮支撐作用。總量上，根據三藩市聯儲對居民超額儲蓄的重估³，截至 2023 年 9 月仍有 4,331 億美元超額儲蓄（見圖表 4），其作為外生性收入對居民消費的支撐有望延續至 2024 上半年。結構上，相關研究顯示，中產群體超額儲蓄仍較為充足、消耗速度相對更慢。

進一步的財政擴張較難延續。首要原因來自於大選年兩

³ 2024 年 9 月，美國經濟分析局對 2013 年以來對家庭支出和儲蓄數據進行了修正。2024 年 11 月，三藩市聯儲根據修正後的數據，對美國居民部門超額儲蓄進行了重估，重估後的超額儲蓄大於此前估計值。

黨博弈加劇令財政支出擴張受掣肘（特別是中期選舉後，參眾兩院控制權分屬民主共和兩黨），此外債務上限被凍結後作為附加條件的《財政責任法案》也限制了未來財政支出規模，新冠疫情常態化亦令抗疫支出如公共衛生與社會服務應急基金（PHSSEF）支出逐步下降。不過，考慮到拜登政府積極尋求其他削減學生教育支出的方法⁴、稅收抵免支出因對新能源車的扶持仍難大幅削減⁵、存款保險支出也不排除進一步擴大的可能性⁶，綜合看財政支出收縮幅度或有限。

圖表 4：居民部門的超額儲蓄預計在 2024 年上半年耗盡



數據來源：三藩市聯儲、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（三）財富效應：居民資產增值對消費的支撐作用與美國經濟韌性關係具有反身性，有待持續觀察

⁴ 根據白宮 2023 年 10 月 4 日的簡報，相較於此前依據《學生高等教育救濟機會法案》，拜登轉為尋求依據《高等教育法》減免學生貸款債務（該法案允許教育部長在某些情況下免除貸款），詳見 <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/>。

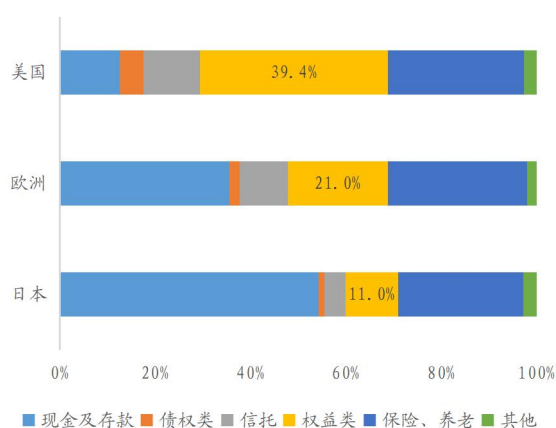
⁵ 《通脹削減法案》除了降低醫療成本外，還通過“增”補貼來鼓勵新能源和新能源車的發展。拜登在 2021 年提出，到 2030 年美國電動汽車滲透率目標為 50%（目前為 8%）。事實上，2024 財年的稅收抵免支出已於 2023 年 5 月規劃中上調。

⁶ 由於美聯儲 high for longer 的利率政策及快速消耗的逆回購市場規模，若出現流動性短缺，不排除上半年金融行業再次出險的可能性。

美國居民部門的金融資產（占居民總資產 65.6%⁷）中約四成配置在股市（見圖表 5），2023 年美國股市由跌轉漲，2023 年初至 11 月底道瓊斯工業指數、標準普爾 500 指數、納斯達克指數分別漲 8.5%、19.0%、35.9%。非金融資產（占居民淨資產 34.3%⁸）中房產價格止跌回升（見圖表 6），2023 年初至 9 月末，標準普爾/CS 房價指數漲 4.6%，居民資產增值對消費形成一定支撐。但進入 2024 年，貨幣政策轉向對市場風險情緒及估值的提振，與屆時經濟降溫對公司盈利及房產購買力的掣肘相反作用下，財富效應可在多大程度上延續尚不確定。

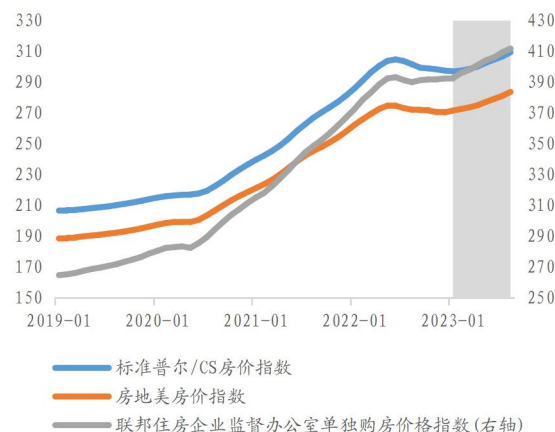
圖表 5：美國居民部門金融資產中權益占比在 G3

中較高（截至 2023 年 3 月末）



數據來源：日本央行、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 6：年初至今房價止跌回升，創歷史次高位



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

二、投資韌性：新一輪補庫週期有望對投資韌性提供支撐，地產投資回暖力度和製造業投資提振效應仍待觀察

⁷ 根據美聯儲統計，截至 2023 年三季度，美國家庭部門持有總資產 171.3 萬億美元，其中金融資產為 171.2 萬億。數據來源：<https://www.federalreserve.gov/Releases/Z1/20231207/html/b101.htm>。

⁸ 根據美聯儲統計，截至 2023 年三季度，家庭部門非金融資產為 58.8 萬億美元（其中大部分為房產、市值為 50.1 萬億美元）。

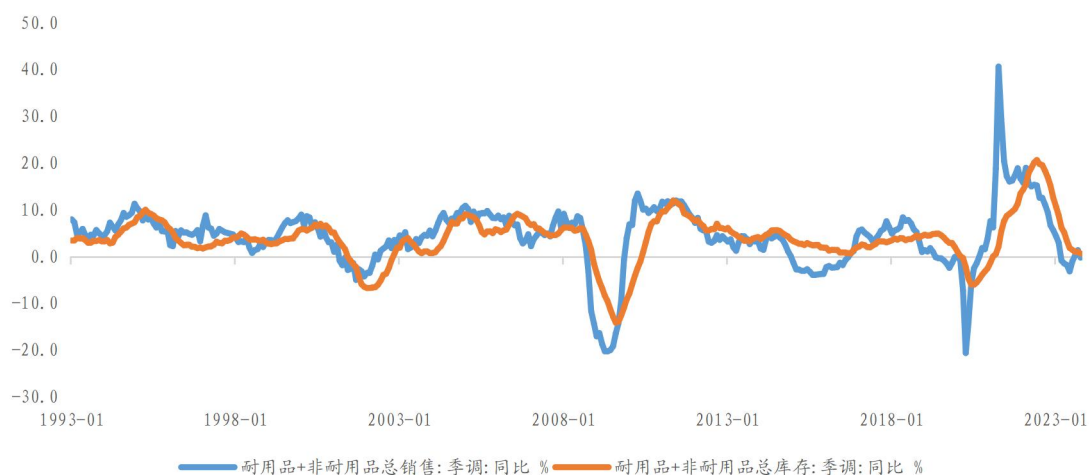
（一）庫存週期：目前零售商已率先主動補庫，新一輪補庫週期或於 2024 年年中開啟

美國本輪去庫週期起始於 2022 年 6 月，截至 2023 年 9 月已延續 15 個月，持續時間接近歷史平均水準⁹。目前，總需求已領先庫存回暖，總庫存進入被動去庫週期。總需求增速在 2023 年 6 月觸底、8 月後重回正增長區間（見圖表 7）。總庫存增速雖延續下行，但去庫動能已經從生產端悲觀預期導致的主動去庫，向消費端需求回暖造成的被動去庫轉換。庫存結構中，零售商已率先進入主動補庫週期。零售商庫存同比增速觸底回升跡象較明顯（9 月同比：5.5%）、製造商庫存脫離負增長區間（9 月同比：0.1%），唯批發商庫存仍承壓（9 月同比：-1.2%）（見圖表 8）。零售商庫存變化作為庫存週期的先行指標，預示美國已接近主動補庫週期。

按照歷史一般規律推算，美國有望在 2024 年一季度進入主動補庫週期。但綜合考慮高利率、以及全球經濟降溫預期對投資的掣肘，本輪補庫週期或有延後，可能在 2024 年年中開啟。

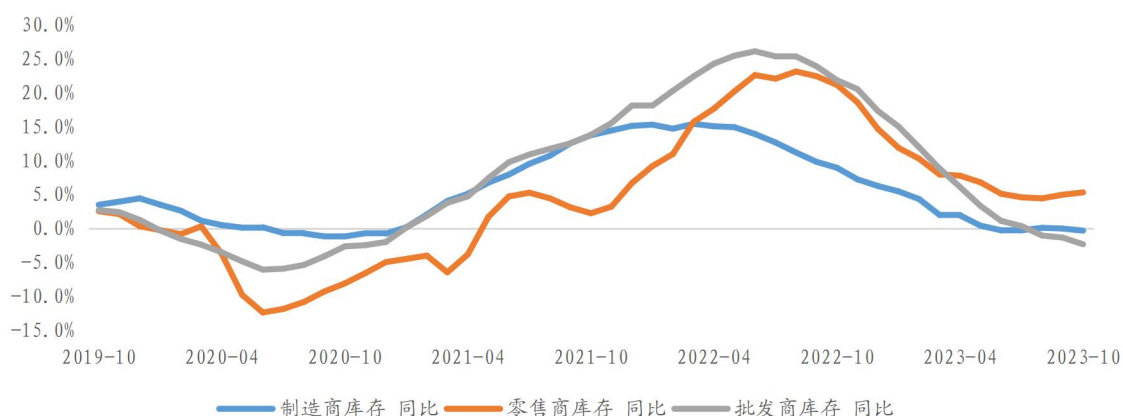
⁹ 按照歷史一般規律，美國庫存週期平均持續 35 個月，其中去庫週期 19 個月（主動去庫 10 個月、被動去庫 9 個月），補庫週期 16 個月（主動補庫 10 個月、被動補庫 6 個月）。

圖表 7：美國總需求增速已觸底回升



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

圖表 8：零售商已率先進入補庫週期



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

（二）房地產：高利率對地產市場掣肘效應漸退，目前從“供需受抑制”轉向“小幅回暖”，若快速降息則可能推動地產投資延續回暖

現階段，高利率導致美國房地產市場呈現供需受抑制、庫存不足、但價格居高的格局。**需求端受到較大抑制**：2023 年 6-10 月美國成屋銷售五連降至 2010 年低位，大量購房者被擠出市場，首次購房者比例大幅降低至 28%（歷史均值

40%)。 **供給端增長乏力：**高利率掣肘營建商投資意願，美國營建許可、新屋開工數自 2022 年年初開始連續下行，2023 年雖企穩小幅回升（3 季度對 GDP 拉動率轉正），但截至 2023 年 10 月，美國成屋庫存可供出售月數僅 3.6 個月（2000-2019 年均值 5.8 個月）。 **房價持續處於高位：**庫存不足導致美國房地產價格居高不下，2023 年 9 月標準普爾/CS 房價指數漲至 311.2 的歷史新高。

展望 2024 年，美國房地產投資的轉捩點或隨美聯儲降息時點同步到來，利率下降有望釋放被抑制的購房需求和房地產建築業補庫需求。但低庫存引致的房價居高現狀在短期受降息提振後、預計也會迎來轉捩點，房價下跌或掣肘地產投資回暖幅度偏小。 **整體而言，未來地產投資對美國經濟韌性的支撐，很大程度上受降息路徑影響；反過來，過快降息提振地產投資，也將掣肘通脹中樞回落路徑。**

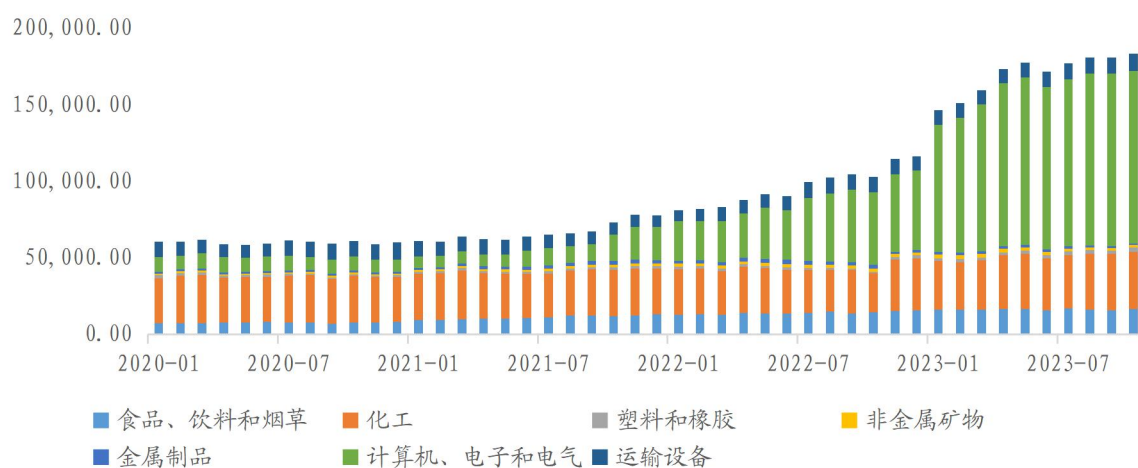
（三）製造業回流：電腦、電子和電氣業是美國製造業回流的關鍵行業，尚不確定該行業後續是否能帶動製造業投資持續明顯增長

拜登政府 2021 年後接連出臺《基礎設施投資和就業法案》《晶片和科學法案》《通貨膨脹削減法案》，通過政府投資引導製造業回流。2022 年開始，製造業細分行業中，電腦、電子和電氣業的建造支出大幅增長（見圖表 9）。截至 2023 年 10 月，美國電腦和電子產品的產能指數升至 165.6（同比+5.2%）、生產指數升至 117.3（同比+5.5%），居製

造業細分行業首位。

但是，受本身體量較小、外溢效果不明顯影響，現階段製造業整體產能及產值均未明顯增長，2023年10月美國整體製造業產能指數129.1（同比+1.4%）、生產指數僅99.6（同比-1.7%）。後續尚不確定電腦、電子和電氣業的回流是否能帶動製造業投資持續明顯增長。

圖表 9：美國私人部門製造業細分行業中，電腦、電子和電氣建造支出大幅增長（百萬美元）



數據來源：WIND、中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心

三、2024年預測：經濟增速減緩，“軟著陸”可能性大

綜合分析，美國2024年衰退概率偏小、但經濟增速料較2023年降溫，預計全年有望實現1.3%-1.5%的經濟增長，下半年經濟表現略弱於上半年，美聯儲降息時點及路徑的選擇仍是影響全年經濟增長路徑的關鍵因素。其中：

消費韌性預計降溫，呈前高後低格局，但快速、大幅下行概率較小。“超量消費”對耐用品消費的透支，財政支出的收縮預計令美國消費韌性減弱，特別是2024年下半年超額儲蓄的耗盡預計拖累下半年下行壓力略大於上半年。財富效

應的可持續性與美國經濟韌性具有較強的反身性，仍待繼續觀察。但綜合考慮美國居民部門的低杠杆率以及大選年積極財政必要性，消費韌性大幅快節奏下行概率不高。

投資韌性或呈前低後高格局，但對經濟上行的拉動力度仍有不確定性。在補庫週期啟動、房地產回暖帶動下，預計美國投資韌性有望延續、且 2024 年呈前低後高格局。但地產投資的回暖路徑在很大程度上受美聯儲降息路徑影響，同時，製造業回流是否能帶動美國整體製造業投資持續明顯增長尚待繼續觀察。

此外，預計政府支出總體略微收緊、外貿有望小幅改善，但兩者對總產出影響偏小。財政方面，2023 財年就業市場偏強下赤字率依然從 1.4 萬億美元上升至 1.7 萬億美元，主要源於高通脹下個稅扣除額大幅上浮、社保生活成本上調¹⁰，但隨著通脹放緩、2024 年個稅扣除額上浮程度不及 2023 年¹¹，此前財政的順週期擴張態勢有望扭轉，國會預算辦公室預估 2024 財年赤字 1.6 萬億、略低於 2023 財年，財政總體略微收緊。**外貿方面**，美國進口表現受消費端影響較大，2024 年消費韌性逐步降溫或將持續帶動進口收縮、小幅改善外貿收支。

從美聯儲 12 月議息會議表態來看，在金融市場潛在壓力大（美債付息壓力、美聯儲逆回購緩衝空間）、大選影響

¹⁰ 即 COLA (cost-of-living adjustment)，美國退休人士享有的社保金每年都會根據 COLA 適度增加，2023 年調整幅度為 8.7%、高於 2022 年的 5.9%。

¹¹ 2023 年個稅標準扣除額同比上浮 7%，2024 年上浮程度為 5.4%。

前置考慮背景下，美聯儲決策函數或已發生變化，潛在預期管理目標從“暫停加息+鷹派預期管理”（對應控通脹目標更優），逐步轉向“暫緩降息+鴿派預期管理”（對應穩增長目標權重加大）。在此背景下，資本市場大概率呈現美元指數趨勢轉弱、美債期限利差轉正、美股和大宗商品市場上行的交易場景，從而提振消費的財富效應和投資韌性，夯實美國經濟“軟著陸”基礎。不過，在美國經濟數據尚呈韌性前提下，以“暫緩降息+鴿派預期管理”最大程度實現“穩增長”和“控通脹”的權衡，仍是較優的政策組合，除非“黑天鵝”事件爆發，2024年年中開啟降息的概率偏高。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**