

2023 年四季度美国 GDP 数据点评：根源仍在劳动力市场

往期精彩研报

《年内第一份褐皮书指向美国当前经济如何？》

主要观点

虽然美国 2023 年四季度经济增速有所放缓，但高于市场预期，给市场打了一剂美国经济软着陆概率进一步提升的强心剂。从分项环比拉动率来看，个人消费支出为美国四季度 GDP 最大的拉动因素，其余分项拉动较小。整体而言，我们认为消费支出再次成为美国经济的主动力的根源在于美国劳动力市场的韧性。

我们认为，加息影响的滞后效应对美国经济的抑制作用或将逐渐显现，因此美国经济将呈现缓慢回落的状态，但实现软着陆的概率正在不断提升中。基于我们对美国经济的判断以及当前美联储依旧采取数据依赖模式决定货币政策的选择，因此我们认为美联储在本周的 FOMC 会议上传达出偏鹰的政策意图的概率有所提升。

风险点：美联储货币政策收紧超预期、美国通胀粘性超预期、美国经济韧性不及预期、高利率下美国金融风险提升

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

周骥
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 美国 2023 年四季度 GDP 数据解读.....	1
1.1 整体经济情况：边际放缓，但仍高于市场预期的 2%.....	1
1.2 分结构看，个人消费支出为美国四季度 GDP 最大拉动力	4
1. 美国经济韧性缘何?	4
2. 如何理解消费支出再次成为美国经济的主动动力?	5
2. 后市展望	6
2.1 美国经济.....	6
2.2 美国货币政策	6

目录

图表

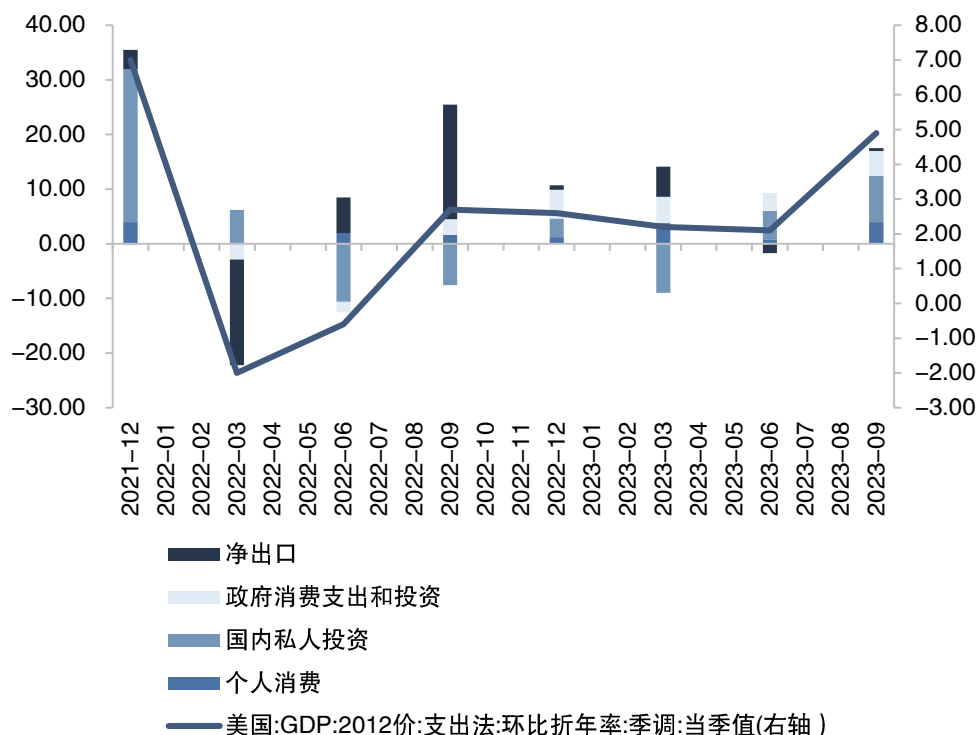
图 1.1.1：美国 GDP 环比折年率及分项环比折年率（%）	1
图 1.1.2：美国三季度 GDP 环比折年率及分项贡献率（%）	2
表 1.1.1：2024 年 1 月与 2023 年 11 月褐皮书中各地区整体经济情况对比.....	2
表 1.1.2：2024 年 1 月褐皮书中各地区消费水平情况对比	3
图 1.2.1：个人消费支出为美国四季度 GDP 最大的拉动因素	4
图 1.2.2：美国四季度个人消费者支出增长主要反映了商品（以其他非耐用品、休闲用品为主）和服务（以餐饮服务和住宿、医疗保险为主）的增长	5
图 1.2.3：美国在疫情后采取的刺激政策更侧重于低收入人群.....	5

1. 美国 2023 年四季度 GDP 数据解读

1.1 整体经济情况：边际放缓，但仍高于市场预期的 2%

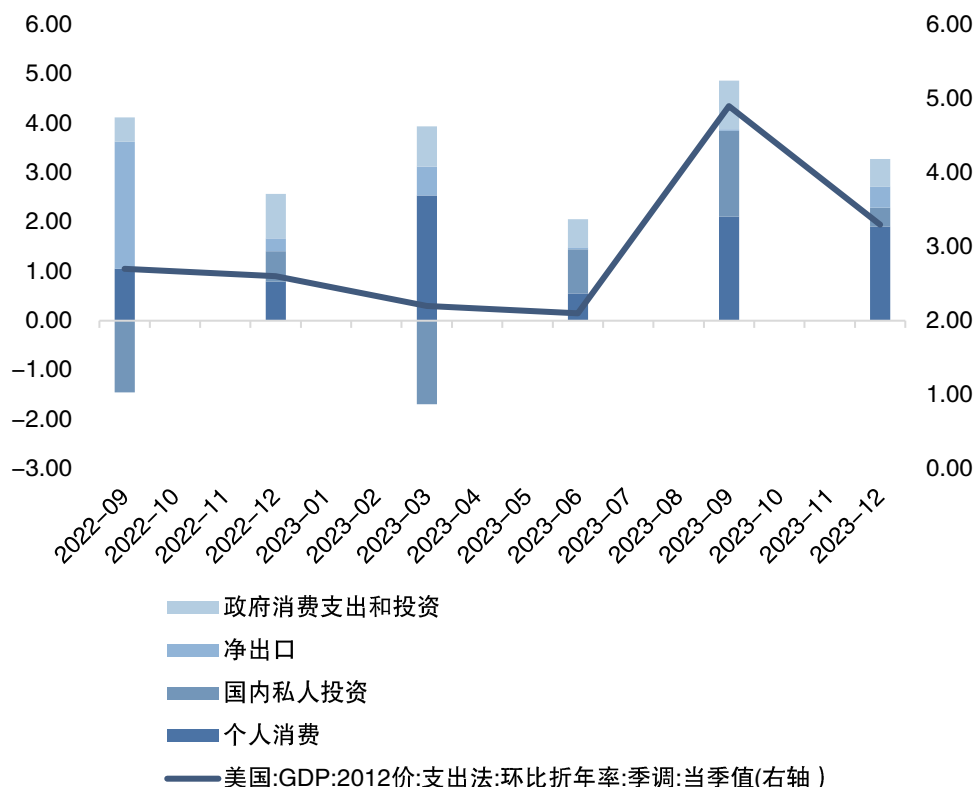
北京时间2024年1月25日21:30，美国2023年第四季度GDP数据出炉，实际GDP环比折年率季调后初值3.3%，前值4.9%，预期2%；同比增长3.1%，2023年前三季度分别为1.7%、2.4%、2.9%。虽然美国经济增长有所放缓，但高于市场预期，给市场打了一剂美国经济软着陆概率进一步提升的强心剂。

图 1.1.1：美国 GDP 环比折年率及分项环比折年率（%）



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.1.2：美国三季度 GDP 环比折年率及分项贡献率（%）



数据来源：iFinD 南华研究

美国经济虽边际放缓，但短期步入衰退风险的概率在下降。对比来看，虽然3.3%的实际GDP环比折年率仅为2023年年内第二高，且剔除高波动项政府、净出口和库存的GDP的拉动率为2.22%，较三季度的2.58%有所下行，但单季同比增速仍为2023年年内第一高，且目前全年实际GDP同比为2.5%的经济增速较2022年的1.9%明显提升，并高于美国历史全年GDP平均增速以及2022年12月FOMC会议预测（与2023年12月预测的2.6%接近）。当前美国经济整体状况，符合1月美联储褐皮书中对美国整体经济活动状态的描述，投资以及消费情况虽边际弱化但整体情况较为健康。

表 1.1.1：2024 年 1 月与 2023 年 11 月褐皮书中各地区整体经济情况对比

	2024 年 1 月报告	2023 年 11 月报告
12 个地区整体情况	12 个地区中的大多数地区报告其经济活动几乎没有变化。在 4 个不同的地区中，3 个地区报告了适度增长，1 个地区报告了适度下降	总体而言，自上次报告以来，经济活动有所放缓，其中 4 个地区报告温和增长，2 个地区表示情况持平或略有下降，6 个地区表示活动略有下降
波士顿	经济活动平均略有下降	总体上持平或略有下降
纽约	第二区的经济活动略有下降，延续了一段持续疲软的时期	第二区的经济活动继续疲软
费城	第三区的商业活动在假期期间保持稳定	第三区的商业活动继续略有下降

克利夫兰	第四区的商业活动 略有增加	第四区的商业活动 略有下降 ，结束了 2023 年春末开始的稳定活动期
里士满	第五区的经济活动 温和扩张	第五区经济 略有增长
亚特兰大	第六区经济 增长缓慢	第六区的经济增长速度 不温不火
芝加哥	第七区的经济活动总体上 小幅上升	第七区的经济活动总体 略有上升
圣路易斯	经济活动一直 保持不变	经济活动 略有放缓
明尼阿波利斯	第九区经济 略有萎缩	第九区的经济活动持平或 略有下降
堪萨斯城	第十区的经济活动 略有下降	第十区的经济活动 略有下降
达拉斯	第十一区经济在报告期内以 温和的速度增长 ，大多数行业保持稳定或略有增长	第十一区 经济增速低于上一报告期
旧金山	第十二区的经济活动 总体稳定	第十二区经济活动在 10 月至 11 月中旬报告期内 略有疲软

资料来源：FED 南华研究

表 1.1.2：2024 年 1 月褐皮书中各地区消费水平情况对比

2024 年 1 月报告	
波士顿	总体而言，第一区零售和旅游联系人报告称，2023 年底销售额季节性温和上升。波士顿 2024 年旅游活动的前景仍然非常乐观，但零售商对 2024 年的销售持谨慎乐观态度。
纽约	在强劲的假日销售带动下，消费者支出在报告期内温和增长。服装、玩具和体育用品的支出尤其强劲，而餐馆和酒吧的支出有所下降。尽管信贷成本较高，但纽约州北部的汽车经销商报告称，到 2023 年底，新车和二手车的销售活动都很稳健。随着库存的持续改善，更多的买家能够找到他们喜欢的车辆，二手车价格的持续下跌继续推动该细分市场的销售。
费城	总体而言，零售商（非汽车）报告称，假期期间的实际销售额变化不大，比上一时期的小幅下降有所改善；在线销售似乎比第三区的实体零售商更强劲；低收入消费者的支出持续回落；旅游业继续从仍然强劲的水平改为小幅下降。
克利夫兰	消费者支出继上一报告期下降后略有增长。以打折商品为主的强劲销售，而餐馆经营者和食品零售商报告称，整个假日季的销售基本稳定。相比之下，由于高利率和高车价，汽车经销商继续报告销售放缓。低收入家庭越来越依赖信用卡和“先买后付”的支付方式，因此，在季节性促销结束后，未来客户维持目前的消费水平存疑。整体而言，预计未来几个月消费者支出将有所放缓。
里士满	零售商报告称，最近几周需求和收入略有增长。
亚特兰大	消费者支出总体延续了疫情强劲增长的正常化趋势。零售商对 2024 年上半年的前景仍然保持乐观态度。
芝加哥	消费者支出总体上略有增长。
圣路易斯	地区一般零售、餐饮、汽车和酒店联系人普遍报告了商业活动情况，各行业喜忧参半。
明尼阿波利斯	消费者支出温和增长。
堪萨斯城	消费者支出在几个类别中略有下降。
达拉斯	零售前景整体恶化，不确定性显著增加。
旧金山	零售额略有增长。

资料来源：FED 南华研究

1.2 分结构看，个人消费支出为美国四季度 GDP 最大拉动力

1. 美国经济韧性缘何？

从分项环比拉动率来看，个人消费支出、政府支出、净出口、私人投资，对2023年四季度GDP的拉动分别为1.91%、0.56%、0.43%、0.38%。其中，个人消费支出为美国四季度GDP最大的拉动力，其余分项拉动较弱。

图 1.2.1：个人消费支出为美国四季度 GDP 最大的拉动因素

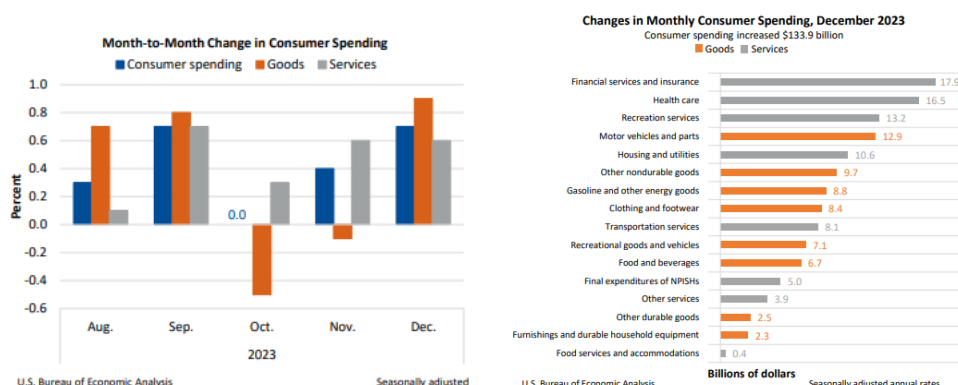
2023Q4 (Advance Estimate) Comparisons -- Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product							
	2023Q4 contribution		Last period with equal value		Last period with larger value		Last period with smaller value
Percent change at annual rate:							
Gross domestic product	3.3	2021Q3	3.3	2023Q3	4.9	2023Q2	2.1
Percentage points at annual rates:							
Personal consumption expenditures	1.91			2023Q3	2.11	2023Q2	0.55
Goods	0.85	1961Q3	0.85	2023Q3	1.09	2023Q2	0.11
Durable goods	0.36	2012Q3	0.36	2023Q3	0.53	2023Q2	-0.03
Nondurable goods	0.49	1973Q1	0.49	2023Q3	0.56	2023Q2	0.14
Services	1.06	1979Q4	1.06	2023Q1	1.40	2023Q3	1.02
Gross private domestic investment	0.38	1988Q3	0.38	2023Q3	1.74	2023Q1	-1.69
Fixed investment	0.31	2009Q4	0.31	2023Q3	0.46	2022Q4	-0.99
Nonresidential	0.26	1999Q4	0.26	2023Q2	0.98	2023Q3	0.21
Structures	0.10	2001Q3	0.10	2023Q3	0.33	2022Q3	-0.03
Equipment	0.05	2018Q2	0.05	2023Q2	0.38	2023Q3	-0.22
Intellectual property products	0.11	1994Q1	0.11	2023Q2	0.15	2023Q3	0.10
Residential	0.04	2019Q4	0.04	2023Q3	0.26	2023Q2	-0.09
Change in private inventories	0.07			2023Q3	1.27	2023Q2	0.00
Net exports of goods and services	0.43	1956Q3	0.43	2023Q1	0.58	2023Q3	0.03
Exports	0.68	2012Q1	0.68	2023Q1	0.76	2023Q3	0.59
Goods	0.34	1978Q1	0.34	2023Q3	0.55	2023Q2	-1.31
Services	0.34			2022Q2	0.46	2023Q3	0.04
Imports	-0.25	2011Q2	-0.25	2023Q2	1.13	2023Q3	-0.56
Goods	-0.08	1995Q3	-0.08	2023Q2	0.78	2023Q3	-0.64
Services	-0.17	2015Q3	-0.17	2023Q3	0.08	2022Q3	-0.21
Government consumption expenditures and gross investment	0.56	2002Q4	0.56	2023Q3	0.99	2022Q3	0.49
Federal	0.16	1991Q2	0.16	2023Q3	0.45	2023Q2	0.07
National defense	0.03	2022Q2	0.03	2023Q3	0.30	2022Q3	-0.01
Nondefense	0.13	2017Q4	0.13	2023Q3	0.15	2023Q2	-0.01
State and local	0.40	2015Q3	0.40	2023Q3	0.53	2022Q4	0.31

Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

资料来源：BEA 南华研究

美国四季度个人消费者支出增长整体略有放缓，呈现“商品消费温和回落，服务消费环比持平”的状态，其增长主要反映了商品（以其他非耐用品、休闲用品为主）和服务（以餐饮服务和住宿、医疗保险为主）的增长。环比折年增速虽边际放缓，由第三季度的3.1%下滑至2.8%，但仍高于2015年至2018年2.6%的水平，表明消费整体保持较高的增长水平。具体来看，商品消费增速在四季度有所回落，从4.9%下行至3.8%，其中耐用品增长4.6%（前值6.7%），非耐用品增长3.4%（前值3.9%），但服务消费增速有所提升，从2.2%上行至2.4%。商品消费增速的回落，主因为节日促销对消费的拉动偏弱且力度不及2022年和疫情前。服务消费增速的韧性，我们认为一定程度上与节日因素有关，交运、食宿等出行娱乐相关的服务消费延续高速增长，其次或与冬季流行性感冒的增加导致医疗需求倍增有关。

图 1.2.2：美国四季度个人消费者支出增长主要反映了商品（以其他非耐用品、休闲用品为主）和服务（以餐饮服务 and 住宿、医疗保险为主）的增长

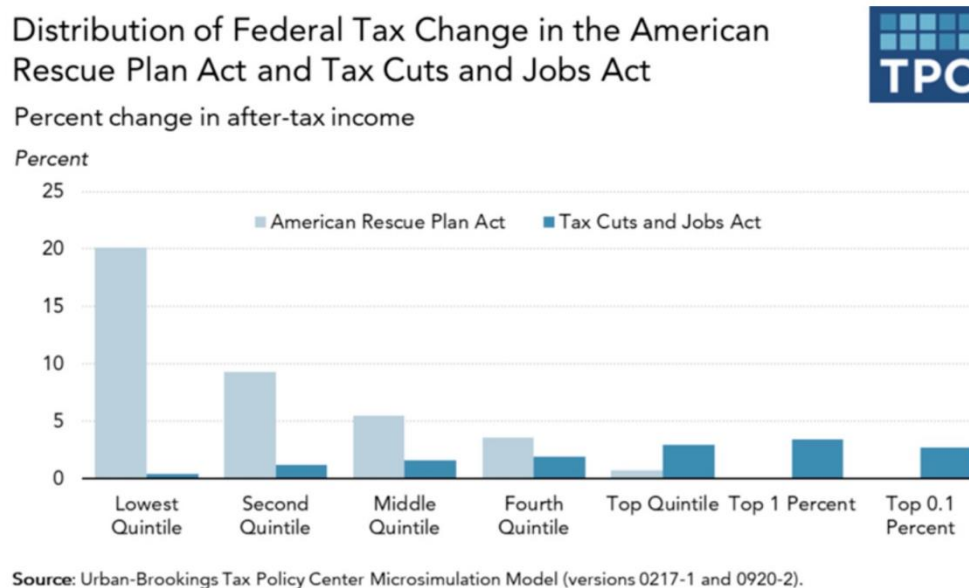


资料来源：BEA 南华研究

2. 如何理解消费支出再次成为美国经济的主动动力？

整体而言，我们认为消费支出再次成为美国经济的主动力的根源就在于美国劳动力市场的韧性。从美国个人消费支出的来源来看，我们认为存在三大支撑因素：一、美国在疫情后采取的刺激政策更侧重于低收入人群。根据TPC研究表明，收入越低的人群，其边际消费的倾向就相对越高。二、尽管美国居民超额储蓄像我们在年报《挣脱》中提到的正在逐步耗尽中，消费信贷增长也有所回落，但薪资的韧性（非农实际薪酬增速多月录得正增长）导致对居民支出的支撑并未减弱，叠加美国通胀趋于回落，使得实际收入在2023年四季度的表现较好。三、财富效应继续对美国居民的消费支出提供一定的贡献。

图 1.2.3：美国在疫情后采取的刺激政策更侧重于低收入人群



资料来源：TPC 南华研究

2. 后市展望

2.1 美国经济

美联储加息对其经济的影响通常具有滞后性，滞后时间为一至两年。本轮的最后一次加息是在2023年7月，这表示在2024上半年，美国经济或会充分反映加息所带来的滞后影响。因此，我们预计美国经济将大概率呈现下行状态，但实现软着陆的概率正在不断提升。原因如下：我们维持在年报中的判断，美国居民消费趋缓仍是大趋势，但斜率或比我们在2023年年底预测的更为缓慢：一是，当前美国劳动力市场表现依旧较有韧性，叠加通胀回落趋势较为顺畅，消费者信心将获得改善；二是，在超额储蓄消耗完毕前，其仍对消费提供一定支撑；三、随着短期假期刺激的结束，且美国消费者习惯于先买后付的支付行为，都将使得消费在未来放缓或遭受打击。

2.2 美国货币政策

基于我们对美国经济的判断以及当前美联储依旧采取数据依赖模式决定货币政策的选择，因此我们认为美联储在本周的FOMC会议上传达出偏鹰的政策意图的概率有所提升。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货 APP

