

2023年04月28日

衰退或已不远——美国一季度 GDP 数据点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

事件：美国 2023 年一季度实际 GDP 环比折年率初值为 1.1%，市场预期为 2%，前值为 2.6%。

● 库存下降推动美国经济增速进一步放缓

个人消费仍有韧性，但库存下降带动美国经济增速下降。美国 1 季度实际 GDP 环比¹增长 1.1%，较 2022 年 4 季度进一步下降。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动 1 季度 GDP 环比增长 2.48、-2.34、0.11、0.81 个百分点，消费对美国经济增长的拉动作用进一步增强。

具体来看，个人消费对经济拉动较前期提升 1.78 个百分点，其中商品消费拉动 GDP 增速 1.45 个百分点，是个人消费中的主要构成部分，服务消费拉动 GDP 增速 1.03 个百分点，两者均较 2022 年 4 季度有一定程度改善。私人投资对经济的拉动作用较前期下降 3.13 个百分点，其中私人库存拖累美国经济增长 2.26 个百分点，是 1 季度美国经济增速放缓的最主要原因，反映当前美国企业正在经历一波幅度较大的去库存。净出口方面，商品出口较 2022 年 4 季度环比增速提升 17.4 个百分点至 10%，并拉动 GDP 增长 0.75 个百分点，或反映当前美国能源相关产品的出口有所提升，美国净出口已连续 4 个季度对美国形成支撑。政府支出方面，1 季度政府支出对 GDP 的拉动作用较 2022 年 4 季度小幅提升，联邦政府层面的非国防支出有所增加，地方政府由于对雇员的薪资补贴提升，导致其支出有一定程度增加。

● 美国经济增速回落或将持续

商品消费增速或将下降，整体经济增速预计持续回落。1 季度商品消费增长强劲，其中耐用商品环比增长 16.9%，拉动整体 GDP 增长 1.32 个百分点，服务消费环比增速边际改善较小。考虑到耐用品消费的可持续性相对较差，因此后续来看整体商品消费增速或将也有所下降。另一方面，当前美国库存同比增速持续走低，去库存仍在持续，后续库存项或仍将是经济增长的拖累项。固定投资方面，由于当前利率水平较高，美国新屋开工已经开始出现下滑，私人投资或对经济难以起到带动作用。净出口和政府支出对经济增长的支撑作用或也将有限，一则能源价格下降，相关出口金额面临下行压力；二则在债务上限压力下，政府支出也较难保持较高增速。因此总的来看，美国经济后续下行压力有增无减。

● 经济“软着陆”概率下降，通胀显现韧性，联储或将再加息一次

美国经济不及预期，反映在美联储的快速加息下，经济增长的动能正在逐渐减弱，虽然消费显示出一定的韧性，但可持续性或不足。考虑到当前美国银行业危机尚未完全结束，金融系统的收缩可能会对消费形成一定的负面影响，经济增长的下行压力可能将会进一步加大，经济“软着陆”的概率有所下降。此外，1 季度美国 PCE 环比增速较 2022 年 4 季度有所提升，同比增速离 2% 目标区间也有较长的一段距离，美国通胀水平的韧性或超出预期，经济可能面临“滞胀”风险。

对美联储而言，经济增速下行或是其乐于见到的结果，但通胀回落速度较慢，叠加银行业风险并未完全消除，因此大概率会选择按照原计划 5 月份再次加息，一则可以保持自身政策的连续性和权威性，提升政策发挥作用的效率；二则避免紧缩不足，防止通胀出现反弹。在此情况下，美国经济衰退或已不远。

● 风险提示：美国经济超预期衰退

相关研究报告

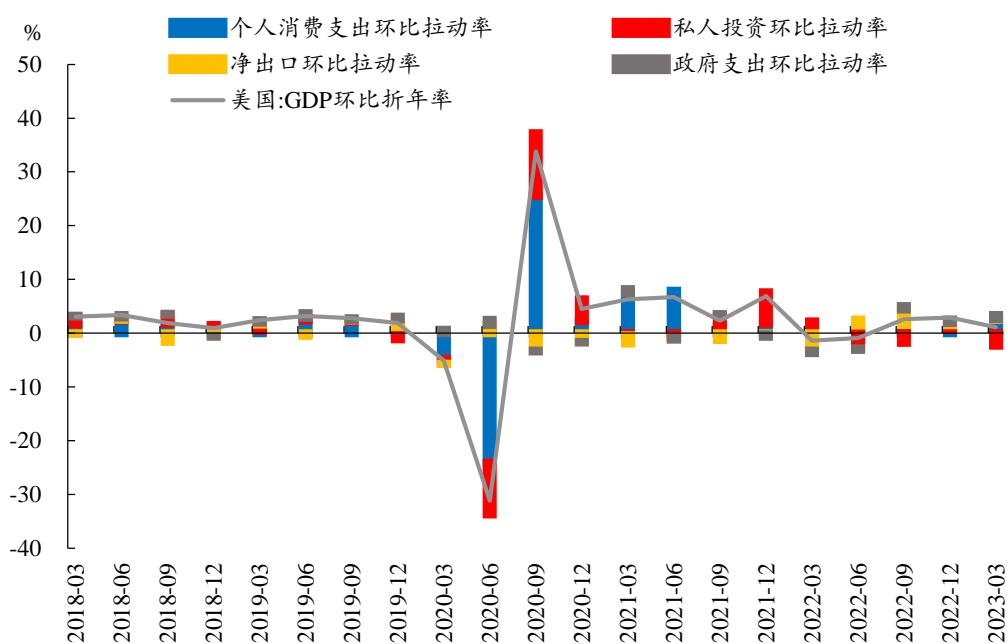
《GDP 与工业企业利润背离的真相——3 月企业利润点评——宏观经济点评》-2023.4.27

《美联储的“电车难题”——美国银行业风险与降息的条件——宏观经济专题》-2023.4.25

《中国经济不会出现通缩——宏观周报》-2023.4.23

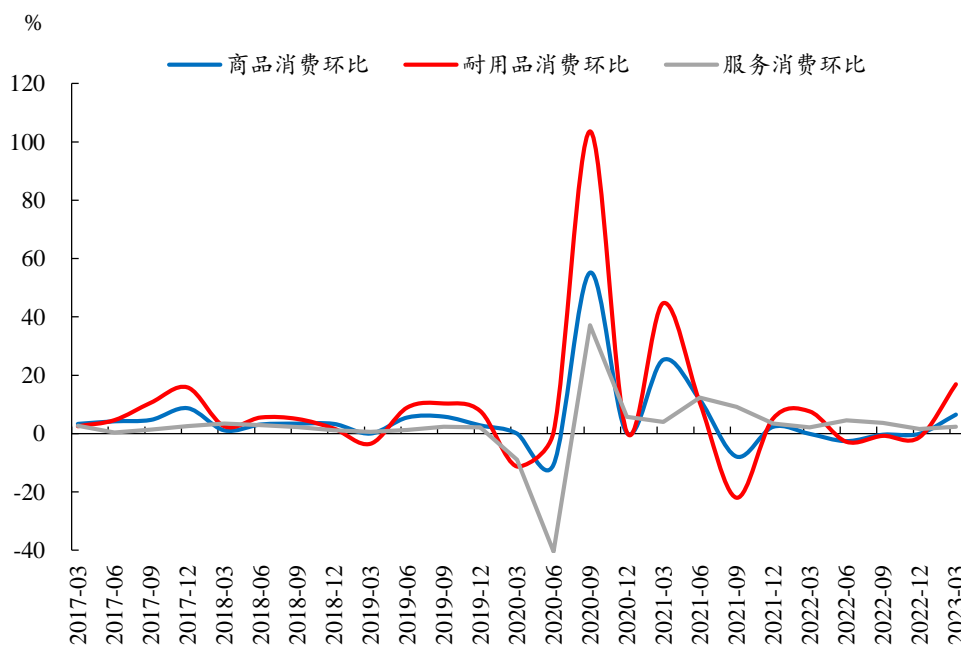
¹ 此处为环比折年率，后文未经标注均为环比折年率。

附图1: 美国经济增长进一步回落



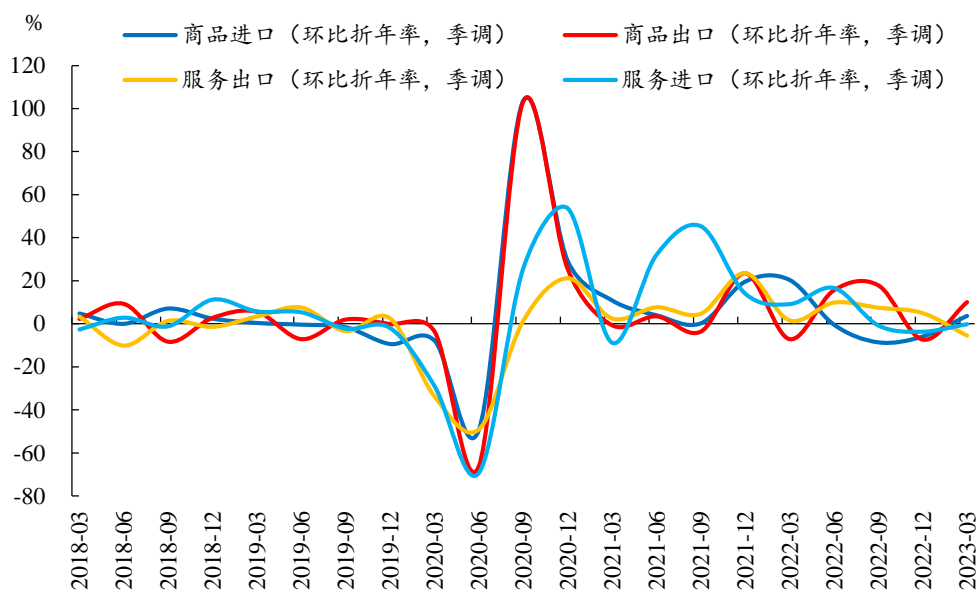
数据来源: BEA、开源证券研究所

附图2: 商品消费有较大幅度提升



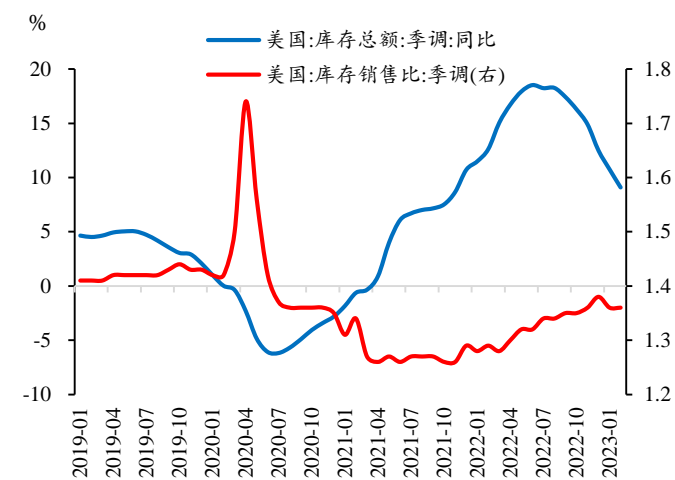
数据来源: BEA、开源证券研究所

附图3：美国商品出口增速较高



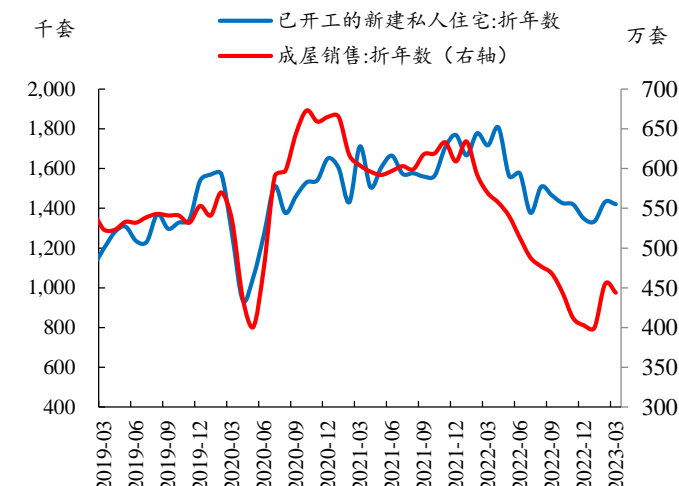
数据来源：BEA、开源证券研究所

附图4：美国去库存进程仍在持续



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图5：美国新屋开工有所下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn