

2023年04月28日

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

去库周期拖累经济增速

——海外观察：2023年一季度美国经济数据

投资要点

- **事件：**美国一季度实际GDP环比折年率初值为1.1%，前值2.6%，同比增长1.56%，前值0.88%，弱于市场预期。居民实际可支配收入环比增长3%，前值2%，同比增长8%，前值5%。储蓄率上升0.8pct至4.8%。
- **核心观点：**一季度居民消费仍是美国经济增长最大支撑，而库存变动则是主要拖累。高频数据显示美国经济增长的动能正在衰减，未来经济增速可能加速下滑。美国居民收入维持高增，通胀可能反弹，预计美联储仍将加息25bps。
- **居民消费仍是美国经济增长最大支撑。**一季度美国居民消费受到暖冬效应提振，环比增长3.7%，贡献了2.48%的GDP增幅。商品消费回暖、服务消费延续增长态势，分别增长6.5%和2.3%。除居民消费外，政府消费和净出口分别贡献了0.81%和0.11%。
- **去库周期拖累经济增速。**库存变动对GDP的拖累达到2.26%。2022年四季度以来，美国企业陆续进入主动去库周期。目前上游库存压力整体大于下游，制造商和批发商的库存销售比已高于疫情前，而零售商的库存压力维持在较低的水平，但不同行业之间的分化较大。一季度的居民消费韧性可能会缓解零售商未来几个月内的去库压力，全美独立企业联合会的中小企业调查显示，3月中小企业增加库存的信心仍较低，但较前两个月已有显著回升，但长期压力仍大。
- **美国经济增长的动能正在衰减。**3月，随着居民超额储蓄的消耗以及信用条件的收紧，美国零售销售环比下滑0.8%，同比增长1%，增速为2020年6月以来最低，美国经济增长的主引擎动力正在衰退，消费对GDP的支撑将会减弱。4月9日至4月15日当周，初请失业金人数增至24.5万人，美国劳动力市场也在加速放松。
- **美国居民收入维持高增，核心PCE走高。**居民可支配收入的持续增长是美联储进入加息周期以来，美国经济维持韧性的重要支撑。从结构来看，一季度工资收入环比增速达1.5%，是美国居民可支配收入上涨的主要贡献项。一季度美国核心PCE环比上升4.9%，高于前值4.4%和预期4.7%，美国通胀回升风险仍大。
- **预计美联储5月仍将加息25bps。**虽然经济增速弱于预期，但居民消费依然坚挺，美国经济的内生增速仍高。可支配收入的增长提示通胀可能有回升风险，预计美联储将抓住经济增速进一步下行之前的窗口期，继续加息，并观望未来的即期数据走势。
- **风险提示：**
 - 1) 全球金融市场流动性风险可能进一步发酵，使美联储放松政策。
 - 2) 地缘局势变化导致能源价格上涨，导致美国通胀再次大幅上升的风险。

正文目录

1. 去库周期拖累经济增速，增长动能正在衰减	4
2. 居民收入增长支持美联储继续加息	5
3. 核心观点	6
4. 风险提示	6

图表目录

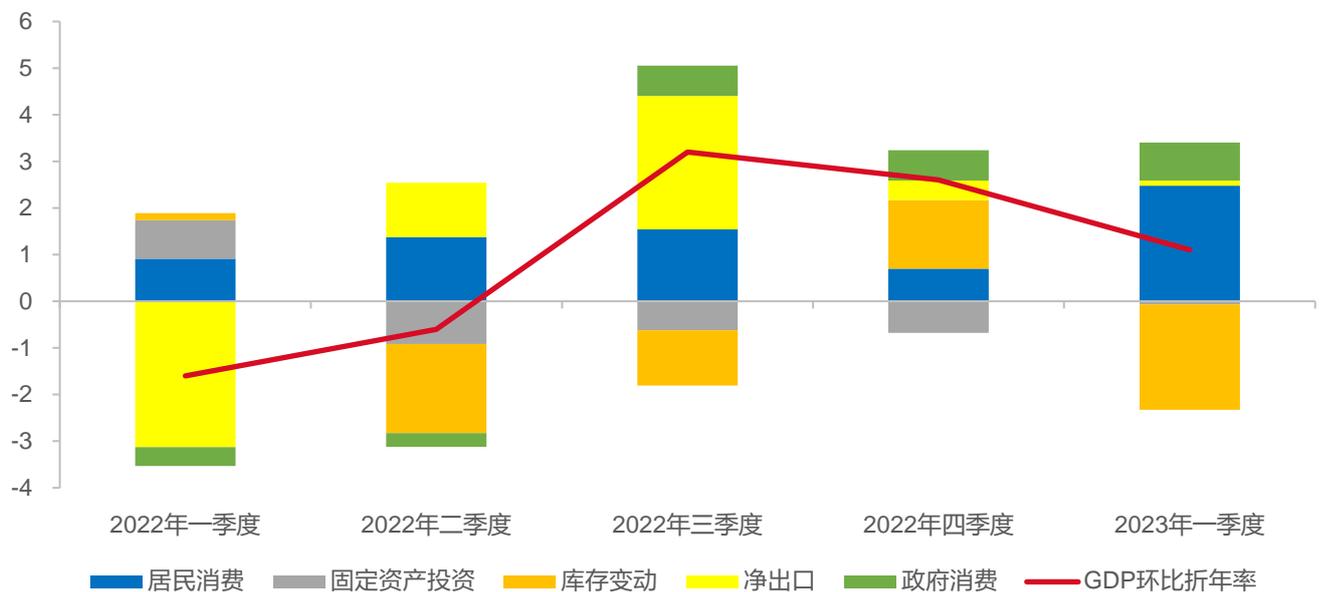
图 1 美国 GDP 分项拆解, %	4
图 2 美国企业库存销售比, %	5
图 3 中小企业增加库存计划, %	5
图 4 美国劳动力供需, 百万人	5
图 5 初请失业金人数	5
图 6 过往衰退周期中的可支配收入增速, %	6
图 7 过往衰退周期中的平均 GDP 和 GDI 增速, %	6

事件：美国一季度实际 GDP 环比折年率初值为 1.1%，前值 2.6%，同比增长 1.56%，前值 0.88%，弱于市场预期。居民实际可支配收入环比增长 3%，前值 2%，同比增长 8%，前值 5%。储蓄率上升 0.8pct 至 4.8%。

1.去库周期拖累经济增速，增长动能正在衰减

居民消费仍是美国经济增长最大支撑。一季度美国居民消费受到暖冬效应提振，环比增长 3.7%，贡献了 2.48% 的 GDP 增幅。商品消费回暖、服务消费延续增长态势，分别增长 6.5% 和 2.3%。除居民消费外，政府消费和净出口分别贡献了 0.81% 和 0.11%。

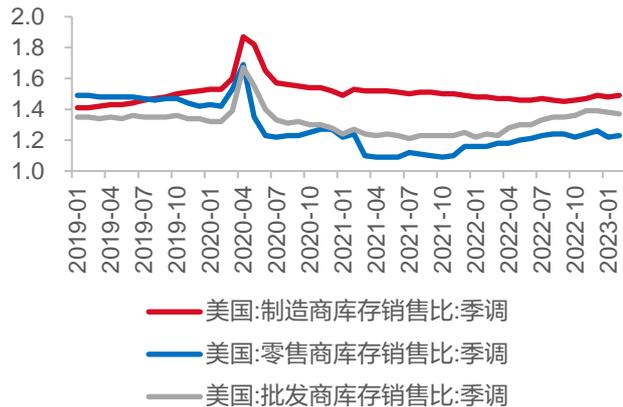
图1 美国 GDP 分项拆解，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

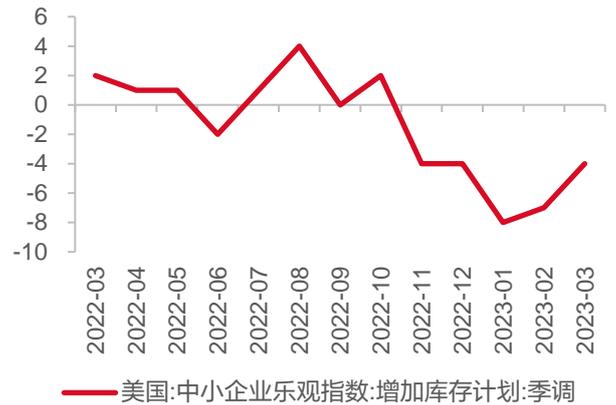
去库周期拖累经济增速。库存变动对 GDP 的拖累达到 2.26%。2022 年四季度以来，美国企业陆续进入主动去库周期。目前上游库存压力整体大于下游，制造商和批发商的库存销售比已高于疫情前，而零售商的库存压力维持在较低的水平，但不同行业之间的分化较大。一季度的居民消费韧性可能会缓解零售商未来几个月内的去库压力，全美独立企业联合会的中小企业调查显示，3 月中小企业增加库存的信心仍较低，但较前两个月已有显著回升，但长期压力仍大。

图2 美国企业库存销售比, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

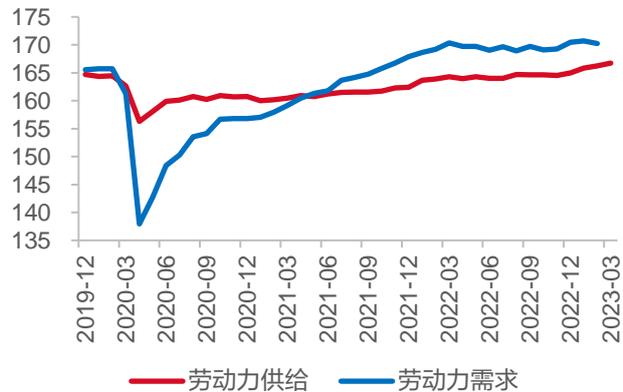
图3 中小企业增加库存计划, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

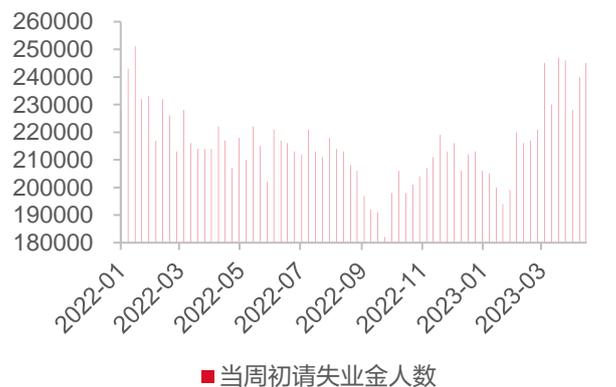
美国经济增长的动能正在衰减。3月,随着居民超额储蓄的消耗以及信用条件的收紧,美国零售销售环比下滑0.8%,同比增长1%,增速为2020年6月以来最低,美国经济增长的主引擎动力正在衰退,消费对GDP的支撑将会减弱。4月9日至4月15日当周,初请失业金人数增至24.5万人,美国劳动力市场也在加速放松。

图4 美国劳动力供需, 百万人



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 初请失业金人数



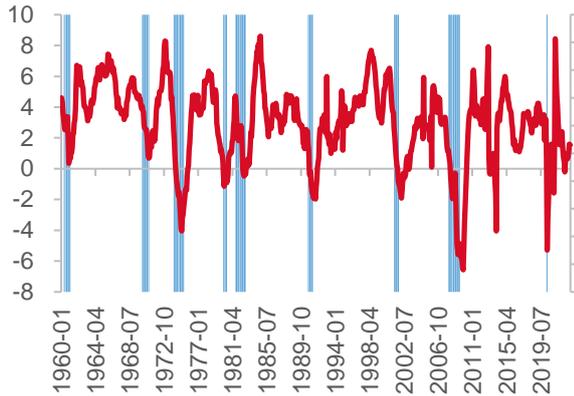
资料来源: Wind, 东海证券研究所

2. 居民收入增长支持美联储继续加息

美国居民收入维持高增,核心PCE走高。居民可支配收入的持续增长是美联储进入加息周期以来,美国经济维持韧性的重要支撑。从结构来看,一季度工资收入环比增速达1.5%,是美国居民可支配收入上涨的主要贡献项。一季度美国核心PCE环比上升4.9%,高于前值4.4%和预期4.7%,美国通胀回升风险仍大。

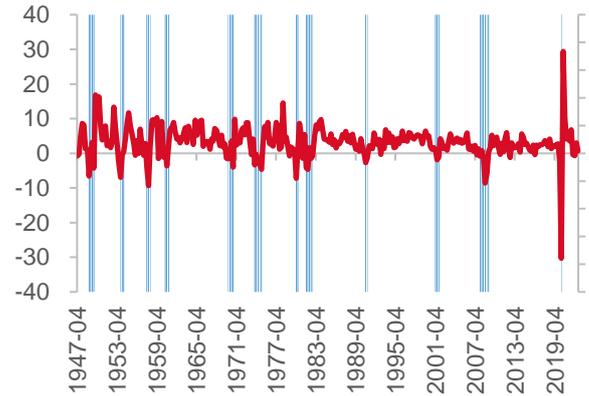
预计美联储5月仍将加息25bps。虽然经济增速弱于预期,但居民消费依然坚挺,美国经济的内生增速仍高。可支配收入的增长提示通胀可能有回升风险,预计美联储将抓住经济增速进一步下行之前的窗口期,继续加息,并观望未来的即期数据走势。

图6 过往衰退周期中的可支配收入增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 过往衰退周期中的平均 GDP 和 GDI 增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.核心观点

一季度居民消费仍是美国经济增长最大支撑，而库存变动则是主要拖累。高频数据显示美国经济增长的动能正在衰减，未来经济增速可能加速下滑。美国居民收入维持高增，通胀可能反弹，预计美联储仍将加息 25bps。

4.风险提示

- 1) 全球金融市场流动性风险可能进一步发酵，使美联储放松政策。
- 2) 地缘局势变化导致能源价格上涨，导致美国通胀再次大幅上升的风险。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089