

美国一季度GDP不及预期，但消费强劲

——美国GDP点评

2023年4月28日

宏观经济 事件点评

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

事件：

美国一季度实际GDP环比1.1%，预期2%，前值2.6%；同比1.6%，前值0.9%。

主要观点：

- 1、一季度GDP质量较高：服务消费替代效应结束得到印证，耐用品商品消费增长明显；住宅跌幅缩窄，设备投资下滑，科技投资稳健。
- 2、美国上半年陷入衰退概率不大，住宅市场尚未彻底降温，劳动力市场紧绷有所缓和但整体仍旧强劲，预计二季度继续低速增长，市场不应对降息的时间点过于乐观。
- 3、今年美十债极限下限看到2.7~2.85%，若无降息预期则在3%~3.15%，正常波动范围降至3.1%~3.65%，上限降至3.8%~3.95%。

美国一季度实际GDP虽不及预期，但整体增长由消费拉动明显，质量较高，符合我们之前“略有回落但仍属尚可范围”的预期。从分项看，耐用品消费和科技投资强劲，住宅投资降幅缩窄，存货与设备投资下滑。

消费稳健，服务消费对商品消费的替代效应结束，商品消费止跌回升。消费环比3.7%，前值1%，继续位于趋势之上。其中商品消费环比止跌回升，环比6.5%，前值-0.1%，主要体现在耐用品消费，服务消费对商品消费的替代作用结束；服务消费环比2.3%，前值2.6%，反映疫情后服务业复苏的可持续性。一季度商品价格通胀压力下降较为明显，商品消费反弹强劲，对一季度GDP拉动明显。我们在去年年底的展望中提到，由于家庭部门的负债水平极低，面对通胀与高利率，消费者整体承受能力高于上一轮经济周期末期。

上周褐皮书显示，美国消费在各地均呈现娱乐休闲火爆，商品消费略有回落的局面。在车贷利率高企的背景下，各地汽车消费冷热不均，但均反映利率对新车销售开始有一定影响。但各地汽车存货均处于较低状态，这意味着若很快降息，则消费较容易反弹。从欧美在疫情后经济的复苏情况看，疫情管控措施结束对经济的刺激作用远高于其他负面因素，尤其服务业的复苏已超过一年，时间长度远高于2021年底时市场的预期，这一点或对国内经济复苏预期有一定借鉴意义。

受存货及企业设备回落影响，投资深度回落，但住宅跌幅收窄、科技投资稳健。投资环比-12.5%，前值4.5%；但存货以外的固定投资跌幅环比收窄，环比-0.4%，前值-3.8%。其中，主要是住宅投资环比跌幅收窄，环比-4.2%，前值-25.1%；非住宅投资环比回落0.7%，前值4%。非住宅投资主要受企业设备回落影响，建筑和科技投资均环比增长。

褐皮书显示，高利率对住宅需求降温明显。但住房供给量很低，导致房价仍旧高企。因此若短期内降息，住宅市场或将再次上扬。此外，商业地产方面，除写字楼萎靡，商业地产仍旧紧俏。

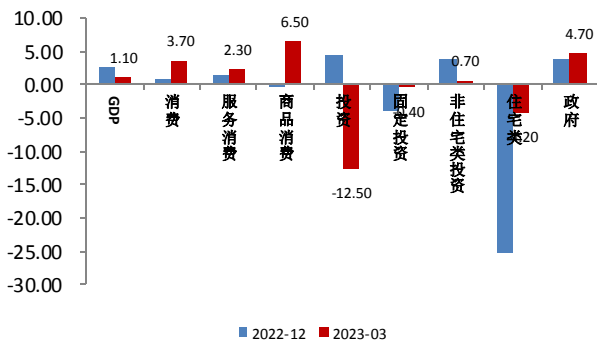
受信贷收紧影响，二季度经济放缓，但衰退概率很小，市场不应对降息的时间点过于乐观。从褐皮书反映的信息看，住宅市场尚未彻底降温，住宅、汽车库存均处于低位，休闲娱乐行业带动服务业继续增长。全美整体呈现制造业略有回落但服务业较强的局面。商品消费开始出现价格转嫁给消费者能力下降的情况，但服务业尚未。劳动力市场紧绷有所缓和但整体仍旧强劲，无论是劳动力市场还是商品价格压力均刚刚开始出现细微松动。从工资水平看，3月多地最低薪资开始上调，带动整体劳动力成本上升，最低收入（第四分位75%以下收入人群）月薪12月平均继续加速上涨，同时最高收入月薪12月平均见顶。考虑到多地均收紧信贷标准，对新增贷款均表示谨慎态度，预计二季度继续低速增长，但衰退概率很小，市场不应对降息时间点过于乐观。

服务通胀具有粘性，但综合压力比之前预期的略有降低。扣除住宅以外的核心服务通胀是美联储最近最关心的数据。由于服务业就业仍在大幅增长，核心服务通胀短期较难有效回落属于正常现象，预计仍有一个季度左右。但我们对下半年的通胀担忧比去年底略有下降。从比重角度，非住宅核心服务通胀占 CPI 比重为 27.6%，住宅占 34.4%。数据显示租金价格去年 10 月左右见顶，近期有明显回落迹象。基于住宅通胀数据的采样特点，美联储认为它滞后领先指标一年左右。一季度住宅分项同比一直在创新高，3 月数据终于有见顶迹象，我们认为后期住宅分项见顶回落将有效对冲其余服务核心通胀压力，在总量上压制同比反弹幅度。

美十债极限下限看到 2.7~2.85%，若无降息预期则在 3%~3.15%，正常波动范围降至 3.1%~3.65%，上限降至 3.8%~3.95%。基于新近的货币政策预期和通胀压力，我们对美十债利率波动区间做了调整，正常波动范围和上限均下降略有调整。

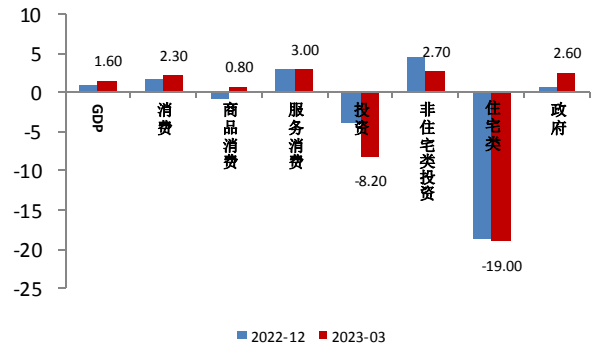
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退。

图1: GDP 及分项环比



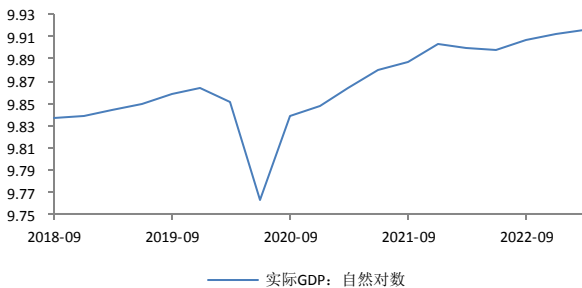
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图2: GDP 及分项同比



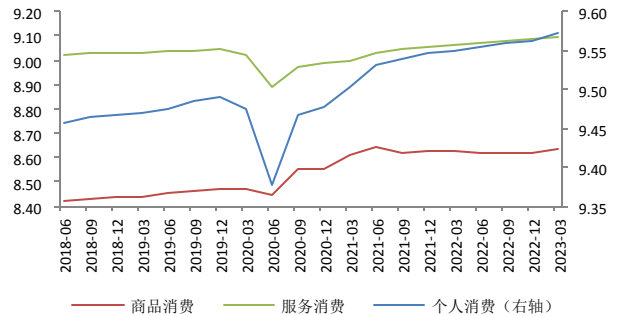
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图3: 美国一季度 GDP 增长尚未跌破趋势



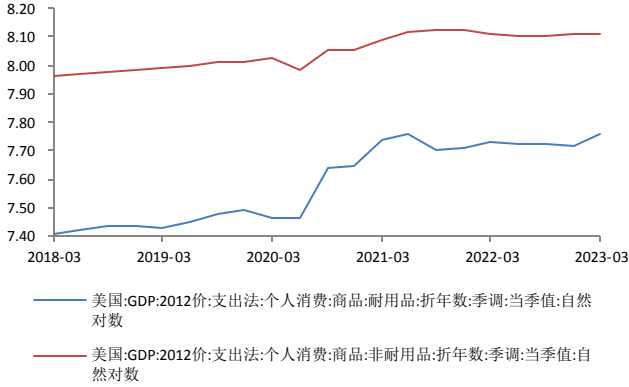
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图4: 商品消费止跌回升明显，拉动消费



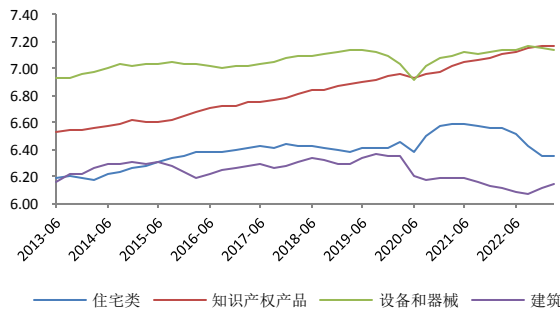
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图5：耐用品消费回升明显，非耐用品继续回落



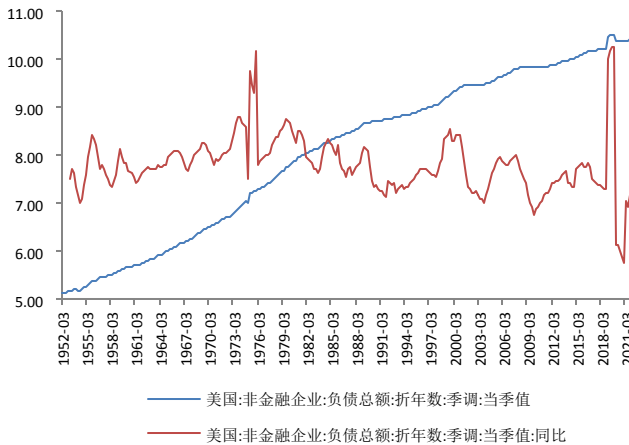
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图7：科技投资稳健，企业设备回落，住宅跌幅缩窄



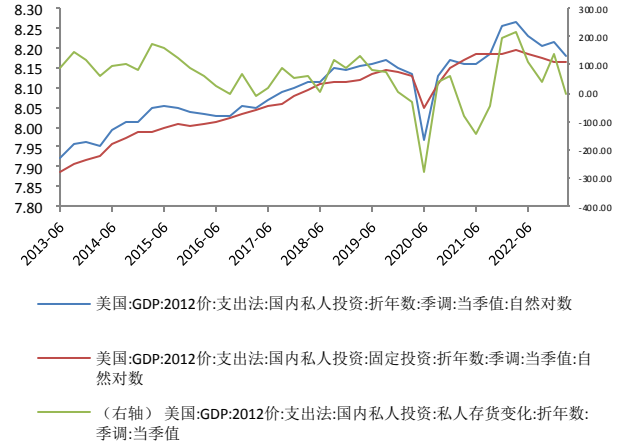
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图9：非企业金融负债同比见顶



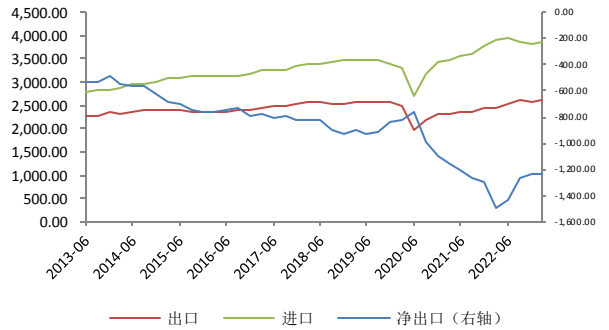
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图6：投资主要受存货和企业设备拖累



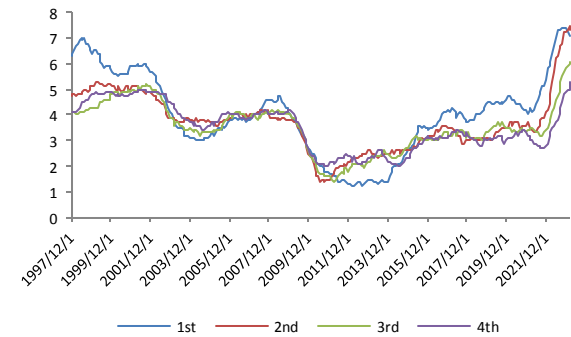
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图8：净出口持平，进口环比止跌



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图10：本轮薪资第1~4分位同比增速均高企



资料来源: 美联储, 东兴证券研究所

图11：美十债模型



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|----------------------------------|------------|
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀 | 2023-03-23 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp | 2023-03-15 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：非农仍有空间，SVB对加息影响有限 | 2023-03-13 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国通胀回落不及预期，市场对加息终点预期略有升温 | 2023-02-15 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：强劲非农不会影响利率终点 | 2023-02-06 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美联储如期加息25bp，美十债中枢下移 | 2023-02-03 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国四季度GDP略超预期，美联储或加息25bp | 2023-01-30 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年 | 2023-01-13 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美国非农再超预期，劳动力市场紧绷或持续半年 | 2023-01-09 |
| 宏观普通报告 | 宏观普通报告：美欧数据整体转暖，美联储纪要显示2023年不会降息 | 2023-01-09 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070
传真：010-66554008

电话：021-25102800
传真：021-25102881

电话：0755-83239601
传真：0755-23824526