

兼评美国一季度 GDP 数据

对美国消费韧性的三点思考

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **美国一季度 GDP 数据不弱。**2023 年一季度美国 GDP 环比折年率为 1.1%，虽然低于前值 2.6%，但并不算弱。**和年初主流预期相比，美国一季度经济是好于预期的。**美国咨商会在今年 2 月曾预测一季度 GDP 环比萎缩 0.6%。从环比拉动看：1) 私人消费是最大贡献 (2.5 个百分点)。其中耐用品消费在连续四个季度下降后首次回升。2) 政府支出是次要贡献 (0.8 个百分点)，但未来可能受收入减少和债务上限掣肘。3) 私人投资是最大拖累 (-2.3 个百分点)，主因私人存货变化，固定资产投资相对平稳。4) 净出口的贡献较小 (0.1 个百分点)，因出口和进口同时增长。GDP 数据公布后，叠加同日公布数据显示，美国一季度核心 PCE 超预期上行、初请失业人数超预期下降、以及科技巨头季报向好等，市场并未积极交易“衰退”：美股高开高走，美债利率和美元指数一度上行。
- **对美国消费韧性的三点思考。**美国居民消费的支撑主要来自尚未耗尽的超额储蓄、劳动收入增长和家庭资产负债表健康等，这些已基本成为市场共识。在此基础上，我们认为或有额外三个因素加持居民消费能力和意愿：**一是，收入和财富分配的改善。**收入分配方面，一系列数据显示美国工资分配正在向收入较低、边际消费倾向较高的人群倾斜。财富分配方面，财富水平后 50% 的人群拥有的财富占比大幅上升。**二是，财产性利息收入的上升。**美国居民持有的超额储蓄还可能通过存款和理财转化为财产性收益，加持超额储蓄对收入和消费的正向拉动。美联储加息后，利息收益上升，部分冲销了银行存款的下滑。我们判断，本轮中小银行危机后，存款“转移”不会明显阻碍居民财产性收入的增长。**三是，通胀回落带来的实际收入上升与消费预期回暖。**美国通胀自 2022 年下半年以来保持回落。从而，一方面，年初居民实际可支配收入同比增长已经转正；另一方面，通胀预期回落，边际提振居民消费信心，密歇根消费信心指数回升至 2021 年底水平。机动车等耐用品消费回暖，正是受到汽车价格回落的利好。
- **美国消费韧性对市场的启示。**首先，对于美国经济韧性或需适当上修。展望后续，超额储蓄、工资增长等消费驱动力会逐渐减弱，但是收入和财富分配改善已经发生，居民利息收入在高利率环境下有望维持增长，通胀逐步回落，这些对消费的利好可能继续释放。**其次，对美联储“放鹰”保持警惕。**我们认为，美联储 5 月会议不仅会加息，措辞也难偏鸽，且不能排除 6 月继续加息的可能性。**最后，对于“衰退交易”需要更多耐心。**短期市场风格可能还会在“紧缩”与“衰退”之间摇摆，美债利率下行、美元指数走弱、以及美股估值压力缓解，可能需要更长时间的等待。
- **风险提示：**美国金融风险超预期，美国经济不及预期，美国通胀回落超预期，非美经济金融风险超预期等。

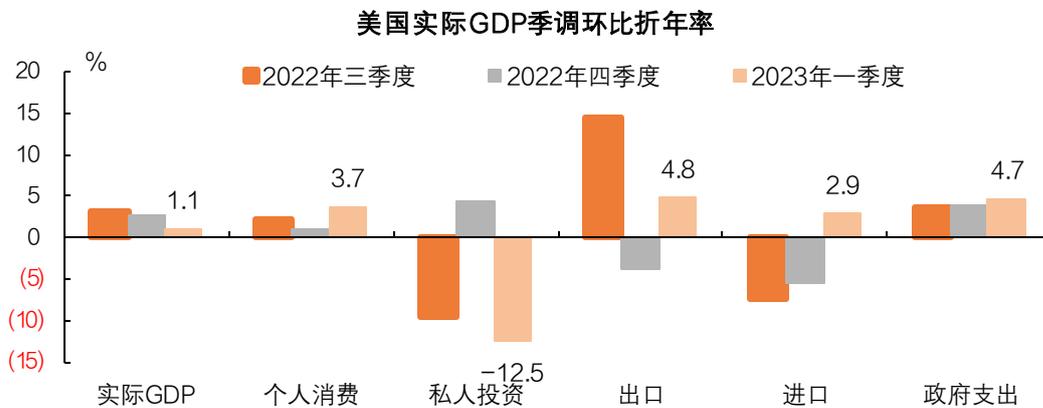
美国 2023 年一季度 GDP 环比维持正增长，并不算弱，尤其私人消费环比明显上升。美国居民消费的支撑主要来自尚未耗尽的超额储蓄、劳动收入增长和家庭资产负债表健康等。但我们在此基础上，进一步提示三个额外驱动因素——居民收入和财富分配的改善，财产性利息收入的上升，以及通胀回落带来的实际收入上升与消费预期回暖。据此，我们建议对美国经济韧性适当上修，对美联储转向和“衰退交易”的推迟提高警惕。

一、美国一季度 GDP 数据不弱

美国一季度 GDP 环比增速下降，但并不算弱，尤其私人消费环比明显上升。4 月 27 日公布数据显示，美国 2023 年一季度实际 GDP 环比增长 1.1%（季调折年率，下同），低于数据公布前的路透调查预期的 2%和前值的 2.6%。但是，和年初主流预期相比，美国一季度经济是好于预期的。例如，美国咨商会在今年 2 月曾预测一季度 GDP 环比萎缩 0.6%。从各分项看，个人消费环比增长 3.7%，大幅高于前值 1%，是自 2021 年三季度以来的最高值，其中商品增速明显快于服务增速；国内私人投资总额环比-12.5%，远低于前值 4.5%，其中非住宅投资和住宅投资环比分别微增 0.7%和下跌 4.2%；出口和进口双双增长，环比分别上涨 4.8%和 2.9%，增速均较前值提高约 8.5 个百分点；政府消费支出和投资总额环比增长 4.7%，增速高于前值 0.9 个百分点，是自 2021 年一季度以来的最高值。

除 GDP 数据外，同日公布数据显示，美国一季度核心 PCE 超预期上行、初请失业人数超预期下降、以及科技巨头季报向好等，市场并未积极交易“衰退”：美股高开高走，道指、纳指和标普 500 分别上涨 1.57%、2.43%和 1.96%；美债收益率全线收涨，2 年期和 10 年期美债收益率较前一日分别上涨 17 个和 10 个基点，至 4.07%和 3.57%；美元指数直线拉升，期间一度上涨 0.35%，但随后震荡回吐多数涨幅。4 月 27 日 GDP 数据公布后，CME FedWatch 显示 5 月美联储加息概率环比上涨 15.5 个百分点，至 87.7%。

图表 1 美国 1 季度实际 GDP 环比增速放缓，私人投资是主要拖累，但私人消费和政府消费增速上升



资料来源：BEA, Wind, 平安证券研究所

图表2 美国1季度实际GDP增长详情

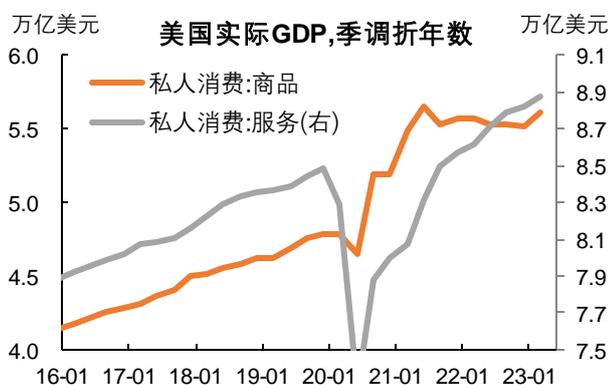
季调环比折年率(%)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
美国实际GDP总额	6.3	7.0	2.7	7.0	(1.6)	(0.6)	3.2	2.6	1.1
个人消费支出	10.8	12.1	3.0	3.1	1.3	2.0	2.3	1.0	3.7
个人消费支出(商品)	25.3	11.6	(7.9)	2.3	(0.1)	(2.6)	(0.4)	(0.1)	6.5
个人消费支出(服务)	4.0	12.3	9.2	3.5	2.1	4.6	3.7	1.6	2.3
国内私人投资	(5.4)	0.9	10.4	32.0	5.4	(14.1)	(9.6)	4.5	(12.5)
国内私人投资(非住宅)	8.9	9.9	0.6	1.1	7.9	0.1	6.2	4.0	0.7
国内私人投资(住宅)	11.6	(4.9)	(5.8)	(1.1)	(3.1)	(17.8)	(27.1)	(25.1)	(4.2)
出口	0.4	4.9	(1.1)	23.5	(4.6)	13.8	14.6	(3.7)	4.8
进口	7.6	7.9	6.6	18.6	18.4	2.2	(7.3)	(5.5)	2.9
政府消费支出和投资	6.5	(3.0)	(0.2)	(1.0)	(2.3)	(1.6)	3.7	3.8	4.7

资料来源: BEA, Wind, 平安证券研究所

从环比拉动看,个人消费是主要动力,政府支出是次要动力,私人投资(库存变化)是最大拖累。

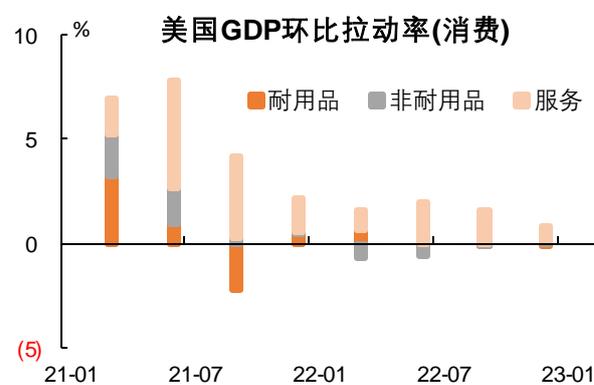
一是,个人消费支出是最大贡献(2.5个百分点)。个人消费支出对美国一季度GDP环比增速的拉动由2022年四季度的0.7%大幅提高至2.5%。其中,商品和服务对GDP环比增速的拉动分别为1.42%和1.03%,较前值分别提高1.46和0.31个百分点。值得一提的是,其中商品消费的拉动结束了此前连续四个季度的负贡献。商品项中,耐用品和非耐用品的GDP环比拉动率差异较大,分别为1.32%和0.12%,最主要贡献是机动车辆和零部件。

图表3 美国商品和服务消费仍具韧性



资料来源: BEA, Wind, 平安证券研究所

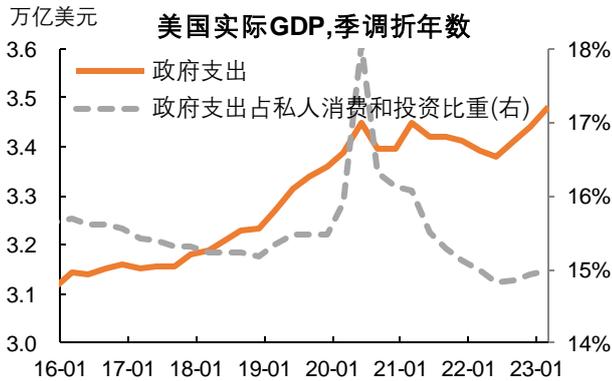
图表4 美国耐用品消费重回正贡献



资料来源: BEA, Wind, 平安证券研究所

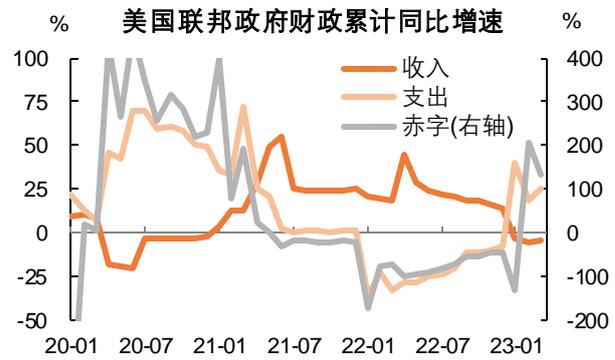
二是,政府支出是次要贡献(0.8个百分点),但未来可能受到收入减少和债务上限掣肘。政府消费支出和投资总额的拉动由上个季度的0.65%上升至0.81%。分项上,联邦政府支出及州和地方政府支出、国防支出及非国防支出都相对均衡。但往后看,美国政府财政收入减少和债务上限可能掣肘政府支出增长。截至3月,美国联邦政府财政收入累计同比下降4.3%,财政支出累计增长25.1%,造成财政赤字累计同比上涨133.8%。目前,美国国债总额已略超31.4万亿美元的债务法定上限。4月26日美国众议院在议长、共和党领袖麦卡锡的带领下,勉强通过了“限制、节约、增长法案”的议案,将债务上限上调1.5万亿美元和未来合计削减4.5万亿美元政府开支捆绑。

图表5 2022年下半年以来美国政府支出持续上行



资料来源: BEA, Wind, 平安证券研究所

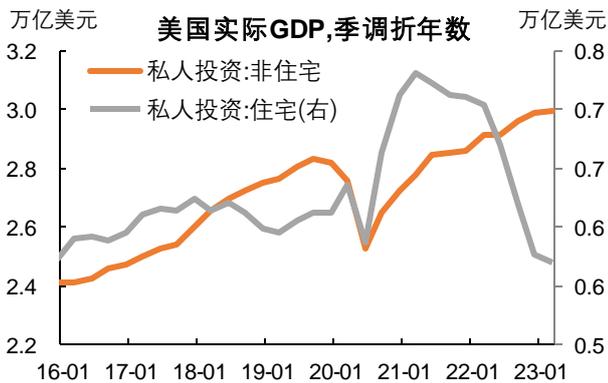
图表6 美国财政收入转负引发债务上限风险



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三是，国内私人投资是最大拖累（-2.3个百分点），主因私人存货变化，固定资产投资相对平稳。私人投资的拉动由上个季度的0.79%大幅下跌至-2.34%。分项来看，非住宅、住宅和私人存货变化的GDP环比拉动率分别为0.10%、-0.17%和-2.26%，其中住宅投资已连续八个季度拖累经济增长。

图表7 美国私人投资中住宅投资和非住宅投资分化



资料来源: BEA, Wind, 平安证券研究所

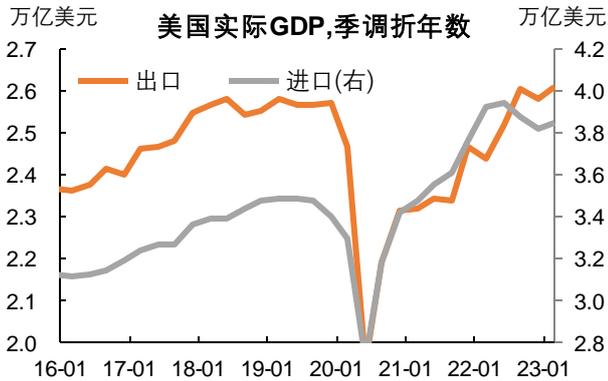
图表8 美国私人存货变化拖累一季度GDP环比增速



资料来源: BEA, Wind, 平安证券研究所

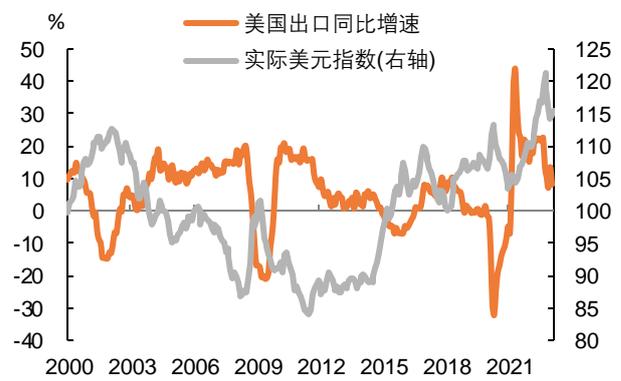
四是，净出口的贡献较小（0.1个百分点），因出口和进口同时增长。商品和服务净出口的拉动由上个季度的0.42%下滑至0.11%。分项来看，出口和进口的GDP环比拉动率分别为0.54%和-0.43%，较前值分别提高0.98个百分点和下降1.29个百分点。出口方面，非美经济保持韧性，叠加实际美元指数下行，对美国出口构成支撑。今年一季度，实际美元指数均值较上一个季度环比下行3.2%；进口方面，进口保持一定增长与国内消费表现一致，印证美国内需不弱。

图表9 美国一季度进口和出口边际上均略有上涨



资料来源: BEA, Wind, 平安证券研究所

图表10 实际美元指数走弱推动美国出口增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、对美国消费韧性的三点思考

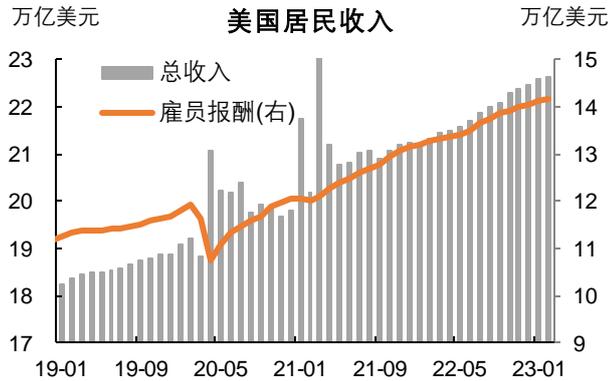
美国居民消费的支撑主要来自尚未耗尽的超额储蓄、劳动收入增长和家庭资产负债表健康等，这些已基本成为市场共识。**超额储蓄方面**，根据美联储 2022 年 10 月发布的论文方法，我们测算截至 2023 年 2 月，美国居民仍有 1.23 万亿超额，人均约 3700 美元；按 2022 年月均消耗速度推算，超额完全耗尽需到 2024 年二季度。**劳动收入增长方面**，紧俏的就业市场和较快增长的工资，使雇员报酬成为美国居民收入增长的主要来源。2022 年 2 月至 2023 年 2 月，美国居民收入增长 1.32 万亿美元，其中雇员报酬贡献了 0.91 万亿（69%）。截至 2023 年 2 月，雇员报酬同比增长 6.9%，超过居民总收入增速的 6.2%，也超过同期 CPI（6.0%）和 PCE 通胀率（5.0%）。**家庭资产负债表方面**，2020 年以来至 2022 年四季度，美国家庭和非营利组织总资产累计增长 18.3%，负债仅增长 17.5%，继而净资产大幅增长 18.5%。美国家庭净资产在 2022 年出现了一定损伤，但绝对水平仍高于 2009-2019 年的趋势增长水平。

图表11 截至 2023 年 2 月，美国居民超额储蓄仍有 1.23 万亿美元



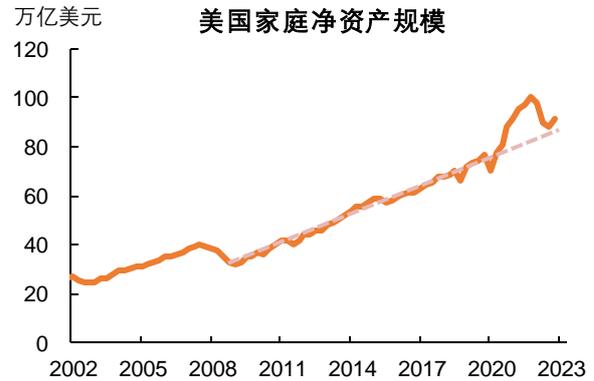
资料来源: Wind, 美联储, 平安证券研究所

图表12 目前雇员报酬是美国居民收入主要来源



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美国家庭净资产仍高于疫情前趋势增长水平

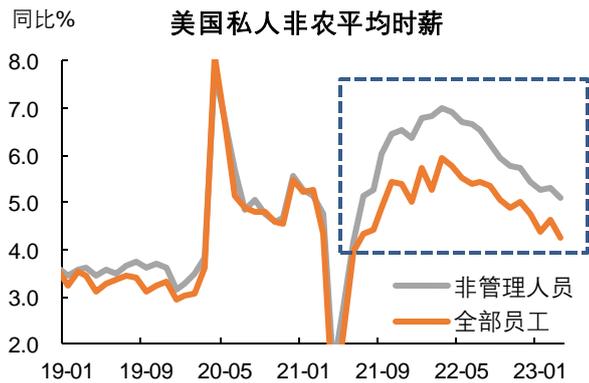


资料来源: Wind, 平安证券研究所

在此基础上，我们认为或有额外三个因素加持美国居民消费能力和意愿：

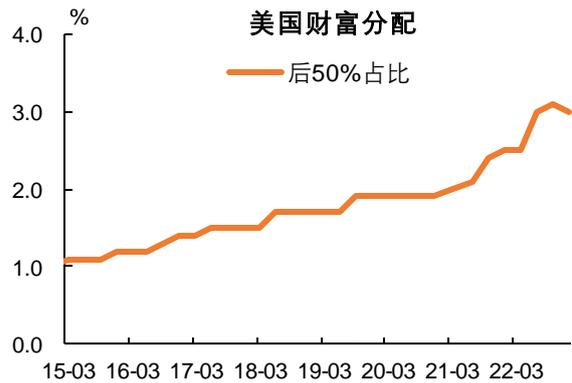
一是，收入和财富分配的改善。美国居民收入增长强劲已是不争事实，但其中收入乃至财富分配格局的改善更值得关注，这可能进一步强化居民消费意愿。**收入分配方面**，一系列数据显示“低收入”人群的工资增速相对高于“高收入”人群。例如，非农非管理人员时薪同比增速自2021年下半年以来持续高于总人群的平均水平。截至2023年3月，非管理人员时薪累计增长18.6%，高于总人群平均时薪增速的16.2%。又如，亚特兰大联储工资增长跟踪数据显示，截至2023年3月，高中学历工资同比增速（6.8%）高于本科学历（6.1%），中低技能者（6.5%）高于高技能者（6.4%），非白人（6.5%）高于白人（6.4%）等一系列指标均显示，美国工资分配正在向收入较低、边际消费倾向较高的人群倾斜。**财富分配方面**，据美联储数据，截至2022年四季度，美国财富水平后50%的人群拥有的财富占比，由2019年四季度的1.9%大幅上升1.1个百分点至3.0%。财富水平靠后人群的财富增长明显快于新冠疫情以前，可能原因包括：美国政府的财政再分配、居民工资收入分配的改善、以及富人财富更受到资产价格回落的冲击等。

图表14 美国非管理人员工资增速高于总体水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 美国财富水平后50%的人群的财富占比上升

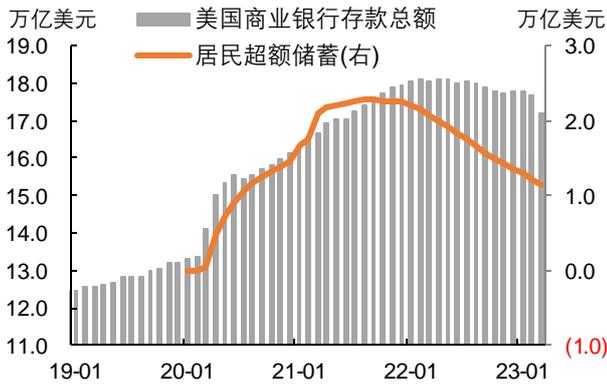


资料来源: 美联储, 平安证券研究所

二是，财产性利息收入的上升。美国居民持有的超额储蓄不仅能直接转化为消费支出，还可能通过存款和理财转化为财产性收益，加持超额储蓄对收入和消费的正向拉动。美联储数据显示，新冠疫情后，商业银行存款随着超额储蓄增长而显著增长，但2022年以后存款总额的下降滞后于超额储蓄，显现较强韧性。一个可能的原因是，美联储快加息后，利息收益上升，部分冲销了存款的下滑。在美国居民财产性收入中，利息收入占比略高于股息收入，截至2023年2月达到1.64万亿（折年

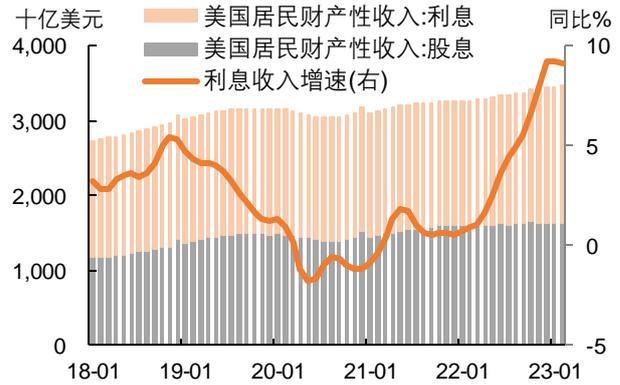
数)。从增速看，2022年以来美国居民利息收入同比增速一路高增，2023年初高达9%以上，而股息收入同比仅增长2%左右。值得一提的是，本轮中小银行危机后，虽然居民在商业银行的存款出现快速下降（3月1日至4月12日累计减少4852亿美元），但货币市场基金规模同步上升（同期累计增长3837亿美元）。考虑到货币市场基金利率略高于存款利率（FDIC 4月18日更新数据显示，美国活期存款月率为0.37%，货币市场月率为0.59%），因此存款“转移”不会明显阻碍居民财产性收入的增长。

图表16 美国银行存款随超额储蓄上升而上升



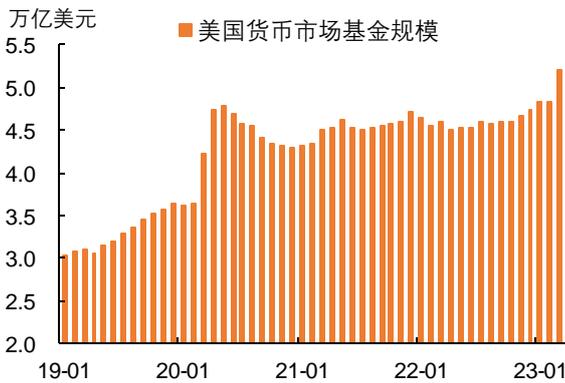
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表17 美国居民利息收入加速增长



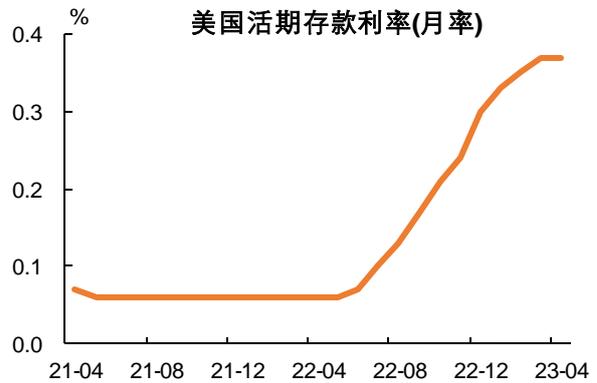
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表18 近期美国货币市场基金规模上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

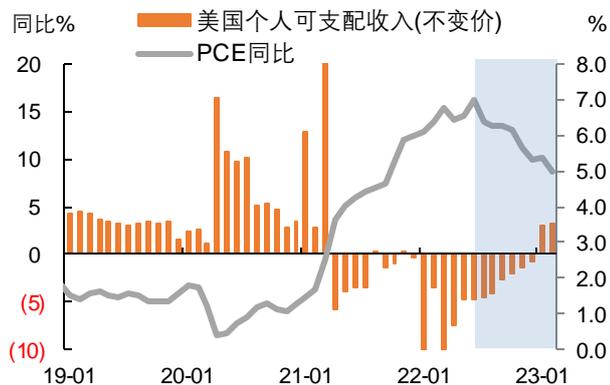
图表19 美国活期存款利率上行



资料来源: FDIC,平安证券研究所

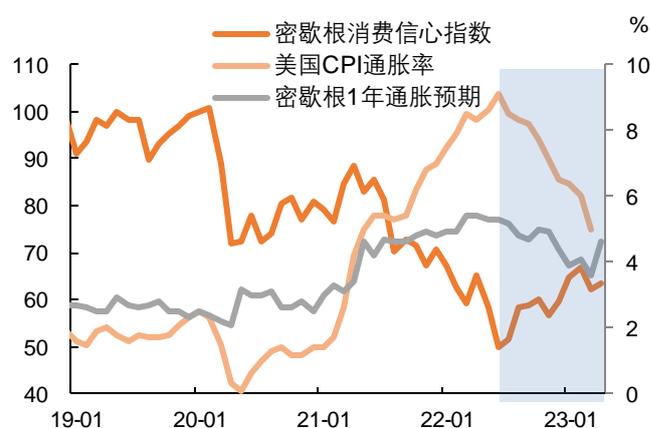
三是，通胀回落带来的实际收入上升与消费预期回暖。高通胀会侵蚀居民实际收入与消费能力，已是共识；但反过来，通胀边际改善可能对居民消费产生积极影响，这点可能容易被忽视。虽然当前美国通胀水平（用美联储的话）仍是“高得无法接受”，但事实上美国标题通胀率自2022年下半年以来保持回落。一方面，随着通胀回落，居民实际收入水平得到夯实，在2023年初的两个月，美国个人实际可支配收入同比增长已经转正，达到3%左右；另一方面，标题通胀率下降、包括通胀预期回落，也会边际上提振居民消费信心，密歇根消费信心指数在近半年里回升至2021年底水平。在最新公布的一季度消费数据中，机动车等耐用品消费回暖，正是受到汽车价格回落的利好（年初美国CPI二手车和卡车分项同比下降超10%）。展望后续，美国通胀回落的大方向相对确定，前期因高通胀而被暂时积压的消费能力和意愿，有望继续释放。这虽然难以改变美国消费走弱的趋势，但可能延缓消费下滑的节奏。

图表20 美国实际可支配收入增速回升



资料来源: Wind,平安证券研究所 备注: PCE 同比右轴

图表21 美国通胀预期回落、消费预期回暖



资料来源: Wind,平安证券研究所 备注: 通胀和通胀预期为右轴

三、美国消费韧性对市场的启示

首先，对于美国经济韧性或需适当上修。随着美联储紧缩，叠加中小银行危机和信贷紧缩问题的出现，美国经济走向衰退的趋势不变。但是，一季度超预期的经济数据，提示我们对美国经济下行节奏的判断应更为谨慎。私人消费在美国 GDP 中的占比高达 70%，是美国经济增长的关键动能。展望后续，超额储蓄、工资增长等消费驱动力会逐渐减弱，但收入和财富分配改善已经发生，居民利息收入在高利率环境下有望维持增长，通胀逐步回落对消费的利好也可能继续释放，因此对美国消费从而对美国经济的韧性可以高看一眼。如果消费增长不弱，那么美国经济至少在今年二季度仍有望显现韧性。

其次，对美联储“放鹰”保持警惕。对货币政策而言，美国消费增长的韧性，意味着美联储遏制通胀仍然任重道远。我们认为，美联储在即将召开的 5 月会议中不仅会继续加息，在措辞上也不会明显“放鸽”，仍会强调美国经济韧性与通胀黏性，对 6 月的加息决策保持灵活。如果后续经济数据仍然偏强，6 月继续加息的可能性不能排除。再往后看，我们仍然认为美联储需要“制造衰退”以遏制通胀，如果信贷紧缩的影响有限，那么美联储降息节点或许也不会太早。

最后，对于“衰退交易”需要更多耐心。对市场而言，美国经济“强现实”与“弱预期”的组合下，市场对于经济和货币政策的短期走向仍有争议，市场风格可能还会在“紧缩”与“衰退”之间摇摆。具体而言，在美国经济切实走弱、美联储真正停止加息以前，美债利率下行、美元指数走弱、以及美股估值压力缓解，可能需要更长时间的等待。

风险提示：美国金融风险超预期，美国经济不及预期，美国通胀回落超预期，非美经济金融风险超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033