

美国经济在滚动衰退中展现韧性，5月加息仍有必要

20230428

核心内容：

- **美国一季度GDP初值低于预期，主要是由于库存变动，实际反映经济增长韧性仍不弱** GDP环比折年率（以下简称环比）为1.1%，低于2.0%的市场预期，同比折年增速为1.56%。尽管本次GDP数据表面上大幅低于预期，但受到私人库存下行的严重影响，剔除后实际环比增速为3.4%，服务和商品消费均有所恢复，凸显经济在下行过程中的韧性。一季度的两个重要波折是1月劳动与通胀的超预期以及3月爆发的银行业危机，但GDP数据整体仍然反映出一定的消费动力，同日的一季度PCE数据也高于预期。因此，美联储5月份进一步加息25BP依然有必要。
- **消费整体回升，但商品的反弹不可持续；库存外投资继续放缓，住宅投资增速更加接近底部** 商品和服务消费均有加快，环比分别为6.5%和2.3%，其中耐用品在连续三个季度负增长后回升至16.9%。结合零售数据来看，商品部分较强的表现主要集中在1月份，因此商品在一季度的表现可能不会持续。服务业环比增速从上一季度的1.6%回升至2.3%，在劳动供给缺口仍存的状态下可持续性更强，是阻碍衰退的支柱。国内私人投资总额环比降低12.5%，拉动GDP下行2.34个百分点，不过其分项表现依然只体现了经济的缓慢下行。其中，固定资产投资下滑幅度缩小至-0.4%，非住宅类投资放缓至0.7%，而私人库存大幅下行并拉动GDP降低2.26%；设备类投资连续两个季度保持负增长，知识产权投资环比增速继续放缓，这都反映出商业活动在紧缩中继续下行，与PMI和生产指数等指向的工业的不振相匹配。不过，地产投资的降幅从前值-25.1%收窄至-4.2%，住宅销售的连续回升也在反映其快速下行的阶段可能已经过去。
- **滚动衰退仍处于第二阶段，年内衰退概率仍存** 一季度支撑消费主要因素可能包括（1）1万亿美元的名义超额储蓄；（2）依然不低的名义工资增速；（3）名义通胀的缓和缩小了实际收入的降幅；（4）金融资产价格回升和房价降幅放缓带来的财富效应。我们倾向于美国经济处于“滚动衰退”中：滚动衰退的第一阶段开始于对利率最敏感的房地产业，而目前经济正处于第二阶段，也即周期性下行向商品和工业生产蔓延，这从设备类投资和库存的下行中有所体现；下半年预计滚动衰退将进入第三阶段，紧缩对服务需求造成冲击，进而导致就业和收入指标下滑。届时，经济将符合NBER全面衰退的标准，也容易触发降息。
- **美债收益率和美元的下行趋势较为明朗，但短期仍会震荡** 从我们拟合的联邦基金利率（FFR）影子利率来看，市场利率和期限溢价指标反映的加息预期已经见顶，市场进入对降息预期做出提前反映的阶段，对应着美债收益率年内保持下行。美元方面，支撑其下行的因素包括（1）美欧和美英利差的收窄；（2）美国相对欧洲更高的衰退可能；（3）扩张的赤字在中长周期利于美元走弱。尽管量化紧缩和风险事件仍可能在美元下行的过程中形成阻力，但使美元向下的因素明显更强。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：于金潼

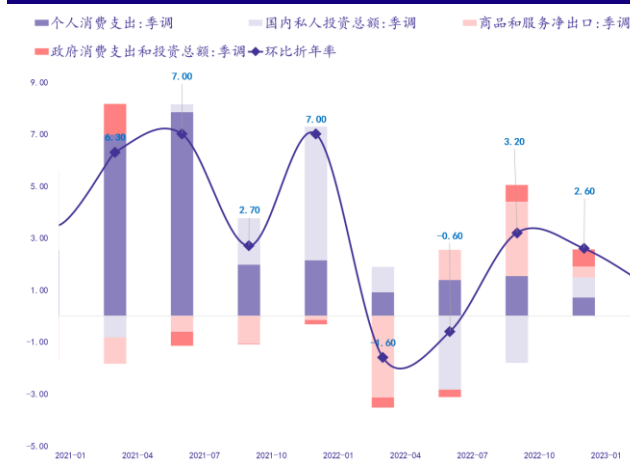
主要风险：

- 1.重要经济体增速超预期下行
- 2.通胀意外上升
- 3.市场出现严重流动性危机

4月27日，美国2023年一季度GDP初值公布，环比折年率为1.1%，低于2.0%的市场预期，同比折年增速为1.56%。上一季度的环比折年率略下修至2.6%。尽管本次GDP数据表面上大幅低于预期，但受到私人库存下行的严重影响，剔除后实际环比增速为3.4%，服务和商品消费均有所恢复，凸显经济在下行过程中的韧性。一季度的两个重要波折是1月劳动与通胀的超预期以及3月爆发的银行业危机，但GDP数据整体仍然反映出不弱的消费动力，同日的一季度PCE数据也高于预期。因此，美联储5月份进一步加息25BP依然有必要。虽然如此，美国劳动市场指标正在缓慢缓和，周期性部门整体保持下滑，信贷边际收紧，年内衰退的机率不低。

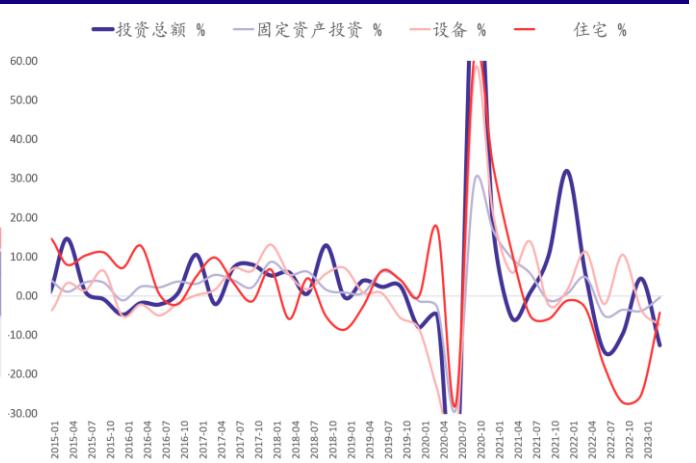
我们倾向于美国经济处于“滚动衰退”中：滚动衰退的第一阶段开始于对利率最敏感的房地产业，而目前经济正处于第二阶段，也即周期性下行向商品和工业生产蔓延，这从设备类投资和库存的下行中有所体现；下半年预计滚动衰退将进入第三阶段，紧缩对服务需求造成冲击，进而导致就业和收入指标下滑。届时，经济将符合NBER全面衰退的标准。联邦基金利率方面，美联储在消费韧性和较强的核心通胀数据下仍会在5月FOMC会议上加息25BP，在通胀不大超预期的情况下，加息可能在6月暂停，年末前难以降息。市场方面，美股在科技企业财报表现较好的支持下回升，美债收益率上行，美元在小幅冲高后回落。GDP数据似乎向市场暗示衰退不会快速到来，美国经济的缓慢下行需要进利率在高位保持一段时间，此前过于乐观的宽松预期需要进一步修正。不论是美元周期、美欧利差因素还是美国经济相对表现，都指向美元指数中期的下行，虽然联储缩表与避险因素仍会形成支撑，但不会改变向下方向；美债收益率回落的逻辑相似。美元和美债确定性好于美股。

图 1：四季度 GDP 初值中消费未失速，投资环比回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：住宅投资降幅明显放缓，设备类投资继续下行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美国2022年四季度消费增速小幅降低，投资转正，整体保持放缓。而2023年一季度GDP下行的最大动力是波动较大的库存，剔除库存和出口影响后，一季度GDP环比折年率仍有3.2%，表明经济的放缓依旧比较缓慢。设备类投资的持续负增长和继续下行的制造业PMI显示美国经济处于滚动衰退的第二阶段，即对利率敏感度低于房地产的制造业由于总需求缓和而开始下行，但服务业由于供给缺口而未被波及，因此美国经济离衰退尚有距离。

从分项来看，占比最大的个人消费支出环比折年率（以下简称环比¹）由上期的1%反弹至3.7%，对GDP有2.48个百分点的正向贡献，显著回升。商品和服务消费均有加快，环比分别为6.5%和2.3%，其中耐用品在连续三个季度负增长后回升至16.9%。不过结合零售数据来看，

¹ 环比折年率不等同于环比，简称仅为简洁。环比折年率=[(1+环比增速)⁴-1]*100%

商品部分较强的表现主要集中在1月份，这也和当月超预期的通胀数据相符；2、3月份汽车、家居产品、电子设备等项目零售额环比均连续放缓，因此商品在一季度的表现可能不会持续。

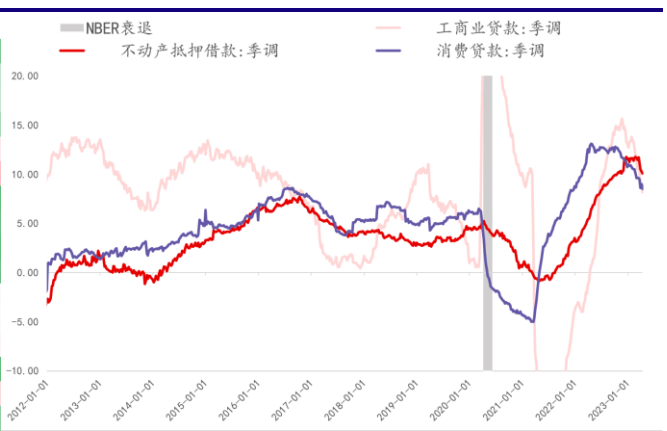
服务业环比增速从上一季度的1.6%回升至2.3%，拉动GDP上行1.03%。尽管其在一季度对增长的贡献度略低于商品，但在劳动供给缺口仍存的状态下可持续性更强，也是阻碍衰退的支柱。一季度支撑消费主要因素可能包括（1）1万亿美元的名义超额储蓄；（2）依然不低的名义工资增速；（3）名义通胀的缓和缩小了实际收入的降幅；（4）金融资产价格回升和房价降幅放缓带来的财富效应。这些因素在二季度仍会存在，支撑消费；不过，3月份的银行业危机对消费信贷派生产生了冲击，其效果可能更多在二季度显现，需要保持观察。从银河同步指标来看，实际制造业和贸易销售额的环比仍在衰退阈值附近，费城联储的劳动市场同步指标也在继续下降，美国经济下行的动能保持。

图 3：零售增速的反弹主要出现在1月份（%）

环比	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
零售总计	-0.99	-0.21	3.13	-0.82
机动车及零部件	-1.64	-1.28	6.83	-1.84
机动车	-1.54	-1.55	7.48	-2.05
家具和家装	-1.23	-2.74	5.38	-1.98
电子和家用电器	-2.13	-1.52	5.89	-0.32
建筑物料和园林设备	-2.13	0.11	-0.20	0.96
食品饮料店	-0.10	0.80	-0.26	-0.54
杂货店	0.05	0.97	-0.56	-0.49
保健和个人护理	0.27	1.09	3.22	-1.50
加油站	-5.46	-0.03	-1.62	-5.16
服装及服装配饰店	-1.72	-2.02	2.83	-0.38
运动商品、书和音乐、业余爱好品	0.19	-0.68	0.49	0.20
日用品商场	-3.04	0.87	3.71	0.49
百货公司（不包括租赁部门）	-2.45	-3.68	17.87	-6.34
杂货店（含办公、文具、礼品店）	0.25	-2.11	5.46	1.47
无店铺商贩	1.86	1.29	2.75	-0.38

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：消费贷款增速回落的影响需要保持观察（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

国内私人投资总额环比降低12.5%，拉动GDP下行2.34个百分点，是GDP低于预期的主要因素，不过其分项表现依然只体现了经济的缓慢下行。其中，固定资产投资下滑幅度缩小至-0.4%，非住宅类投资放缓至0.7%，而私人库存大幅下行并拉动GDP降低2.26%；设备类投资连续两个季度保持负增长，知识产权投资环比增速继续放缓，这都反映出商业活动在紧缩中下行，与PMI和生产指数等指向工业的不振相匹配。不过，地产投资的降幅从前值-25.1%收窄至-4.2%，住宅销售的连续回升也在反映其快速下行的阶段可能已经过去；从历史来看，联邦基金利率到达顶峰后地产投资仍容易下滑至少一个季度，6%以上的30年抵押贷款利率和渐行渐近的衰退也将持续施加压力，但预计2023年地产投资的降幅将会比较平和，房价也正在寻找底部。虽然如此，小型商业银行的商业地产贷款较多，同时其存贷比也在上行，需要警惕对商业地产信贷的收紧造成的压力。总体上，地产投资已经处于底部，工业类仍在缓慢下降中，库存降低后企业主动累库的动力不大。

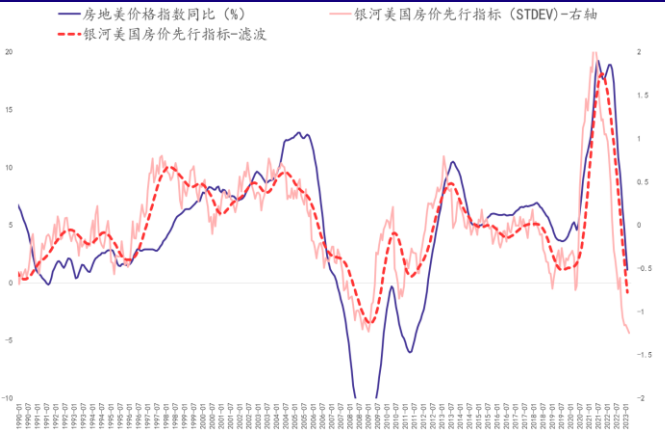
从最重要的消费和投资来看，消费出现小幅反弹但可持续性不强，而库存以外投资整体保持继续放缓的状态。美国经济保持在下行轨道，不过斜率依然比较缓和，因此2023年末的弱衰退依然是我们的基准假设。

图 5: 住房销售近期连续回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 先行指标预示房价仍有一定下行空间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

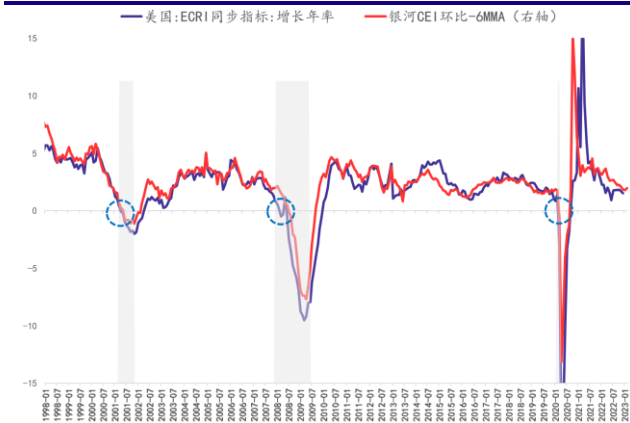
进出口方面, 美国一季度出口转为 4.8% 的正增长, 进口回升至 2.9%, 净出口拉动 GDP 增长 0.11 个百分点。出口方面, 服务环比下降 5.5%, 商品回升 10%; 商品进口在较强的国内消费下有所回升, 但预计难以持续。整体上, 未来净出口对经济增长的贡献度将保持低位, 进口可能跟随消费下行。政府支出增长速率保持, 政府支出环比增长 4.7%, 联邦政府增长 7.8%, 其中工业政策和扩张的国防军事支出持续发力。美国 2023 年国防预算超过 8000 亿美元, 预期比 2022 年高出 800 亿; 同时, 拜登政府的《基础设施投资和就业法案》(5500 亿美元)、《芯片和科学法案》(2800 亿美元) 和《降低通货膨胀法案》(3940 亿美元) 也将扩大政府支出。以上计划也会托底投资, 减缓美国短期进入衰退的压力。

图 7: 美国 2022 年四季度 GDP 初值

	上一季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Mar-23	Dec-22	Sep-22	Mar-23	Dec-22	Sep-22	Mar-23	Dec-22	Sep-22
GDP	100	20.24	20.18	20.05	1.1	2.6	3.2	\	\	\
个人消费支出	70.25	14.21	14.18	14.10	3.7	1	2.3	2.48	0.7	1.54
商品	27.30	5.52	5.52	5.53	6.5	-0.1	-0.4	1.45	-0.01	-0.08
耐用品	11.11	2.25	2.25	2.26	16.9	-1.3	-0.8	1.32	-0.11	-0.07
非耐用品	16.40	3.32	3.31	3.31	0.9	0.6	-0.1	0.12	0.09	-0.01
服务	43.60	8.82	8.79	8.71	2.3	1.6	3.7	1.03	0.72	1.63
国内私人投资总额	18.26	3.69	3.65	3.75	-12.5	4.5	-9.6	-2.34	0.79	-1.8
固定资产投资	17.37	3.52	3.55	3.58	-0.4	-3.8	-3.5	-0.07	-0.68	-0.62
非住宅投资	14.77	2.99	2.96	2.92	0.7	4	6.2	0.1	0.52	0.8
建筑	2.24	0.45	0.44	0.44	11.2	15.8	-3.6	0.29	0.38	-0.09
设备	6.32	1.28	1.29	1.26	-7.3	-3.5	10.6	-0.39	-0.18	0.53
知识产权	6.35	1.29	1.27	1.25	3.8	6.2	6.8	0.2	0.33	0.36
住宅	2.85	0.58	0.62	0.67	-4.2	-25.1	-27.1	-0.17	-1.2	-1.42
私人库存变动	0.67	0.14	0.04	0.11	\	\	\	-2.26	1.47	-1.19
出口	12.75	2.58	2.60	2.52	4.8	-3.7	14.6	0.54	-0.44	1.65
商品出口	9.22	1.86	1.90	1.82	10	-7.4	17.8	0.75	-0.62	1.38
服务出口	3.61	0.73	0.72	0.71	-5.5	5	7.5	-0.21	0.18	0.26
进口	18.87	3.82	3.87	3.95	2.9	-5.5	-7.3	-0.43	0.86	1.21
商品进口	16.22	3.28	3.33	3.41	3.7	-5.9	-8.6	-0.43	0.76	1.19
服务进口	2.74	0.55	0.56	0.56	-0.2	-3.7	-0.8	0.01	0.1	0.02
政府	17.01	3.44	3.41	3.38	4.7	3.8	3.7	0.81	0.65	0.65
联邦政府	6.79	1.37	1.35	1.34	7.8	5.8	3.7	0.49	0.37	0.24
州和地方政府	10.23	2.07	2.06	2.04	2.9	2.6	3.7	0.31	0.29	0.41

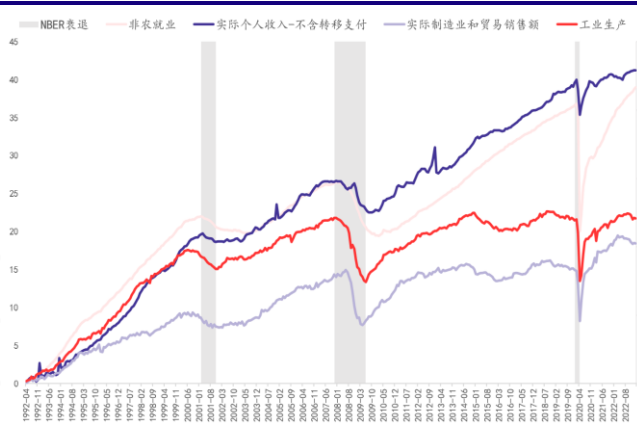
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8：同步指标显示经济整体保持下行，短期不会衰退



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

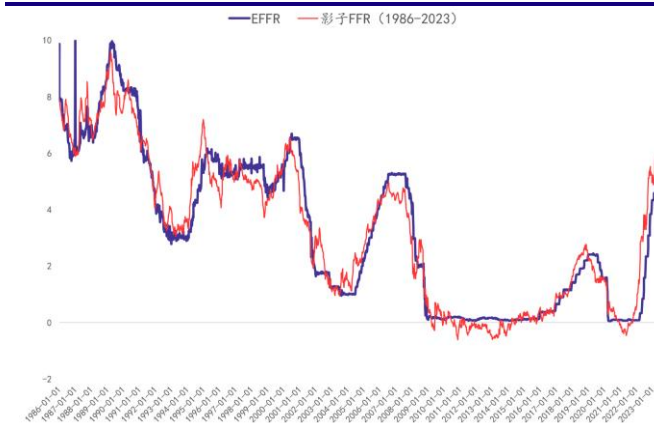
图 9：收入和就业指标是经济韧性的来源，两者支撑消费



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美国经济数据在一季度仍展现出相当的韧性，结合高于预期 PCED，美联储在 5 月份加息 25BP 的确定性较高。同时，不论是经济同步指标、超额储蓄、信贷情况还是劳动市场数据均不支持美国快速陷入衰退，联邦基金利率期货市场对于年内两次降息的预期可能需要修正，但加息在上半年的停止概率较高。从我们拟合的联邦基金利率（FFR）影子利率来看，市场利率和期限溢价指标反映的加息预期已经见顶，市场进入对降息预期做出提前反映的阶段，对应着美债收益率年内保持下行。美元方面，支撑其下行的因素包括（1）美欧和美英利差的收窄；（2）美国相对欧洲更高的衰退可能；（3）扩张的赤字在中长周期利于美元走弱。尽管量化紧缩和风险事件仍可能在美元下行的过程中形成阻力，但使美元向下的因素明显更强。

图 10：影子利率在 08 年后具有一定领先性，市场可能继续交易衰退预期



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

图 11：联邦基金利率期货反应的加息预期

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.0%	86.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	66.3%	23.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	21.3%	57.8%	18.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	12.2%	40.7%	37.2%	8.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	9.7%	34.2%	38.0%	15.3%	2.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.6%	31.2%	37.5%	18.1%	3.6%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.0%	29.4%	37.0%	19.6%	4.8%	0.5%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.8%	28.7%	36.8%	20.2%	5.2%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	12.1%	30.4%	33.3%	17.0%	4.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.1%	1.2%	7.7%	22.3%	32.0%	24.3%	10.0%	2.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.1%	1.1%	6.7%	20.0%	30.5%	25.5%	12.2%	3.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.0%	6.4%	19.4%	30.0%	25.7%	12.8%	3.8%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn