

2024 年 04 月 26 日

美国滞胀风险较低

——美国 1 季度 GDP 数据点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

事件：美国 2024 年一季度实际 GDP 环比折年率初值为 1.6%，市场预期为 2.5%，前值为 3.4%。

● 美国 1 季度 GDP 增速下降较多，净出口、个人消费、政府支出是主要拖累

美国 1 季度实际 GDP 环比¹增长 1.6%，较 2023Q4 下降 1.8 个百分点，同比增速小幅回落至 2.97%。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 1.68、0.56、-0.86、0.21 个百分点。

个人消费拉动虽有所下滑，但仍是经济增长的最重要支撑。1 季度美国个人消费环比增长 2.5%，较 2023Q4 下降 0.8 个百分点，对 GDP 的环比拉动下降 0.52 个百分点。其中商品消费环比增速下降 3.4 个百分点至 -0.4%，服务消费环比增速上升 0.6 个百分点至 4.0%，消费仍是 1 季度美国经济增长的最关键支撑。

私人投资环比增速上升较多，主因住宅投资上升。私人投资 1 季度环比上升 3.2%，较 2023Q4 上升 2.5 个百分点，对 GDP 的环比拉动上升 0.41 个百分点，其中固定投资项 1 季度环比上升 5.3%，拉动 GDP 环比增长 0.91 个百分点，较 2023Q4 上升 0.3 个百分点，其中住宅投资环比上升 13.9%，拉动 GDP 增长 0.52 个百分点，库存虽然目前仍是经济增长的拖累项，但已出现改善迹象。

净出口、政府支出对经济拖累较大。1 季度商品进口环比上升 6.8%，较 2023Q4 上升 5.5 个百分点，但商品出口环比增速下降 5.3 个百分点至 0.9%，带动净出口增速下降。联邦政府支出中地方支出环比上升 2.0%，下降了 4 个百分点。

● 美国滞胀风险较低，但通胀反弹风险较大，美联储 2024 年可能不降息

如何理解 1 季度美国经济数据？数据上看，美国 1 季度经济增速大幅下降，但核心 PCE 同比增速反弹至 3.7%，如此组合似乎意味着美国经济有陷入滞胀的可能性。但从我们前述对 GDP 数据的分项拆解来看，美国 1 季度环比增速下降的最大拖累是净出口，其次则是政府支出增速的下降。我们认为这或有两方面原因，一是库存数据来看，美国库存同比增速已经连续 4 个月上升，大概率已逐渐进入补库周期，因此商品进口增加；二是随着国际油价的上涨，美国石油出口较 2023Q4 有所减少，导致出口环比增速下降。此外，随着美债收益率的升高及相关法案开支的退出，政府开支可能亦受到了一定程度的限制。

往后看，一方面，美国居民消费仍有韧性。3 月亚特兰大联储薪资增速仍有 4.7%，1 季度个人可支配收入（折年数）较 2023Q4 上升约 2260 亿美元，个人储蓄也未出现大幅下降，对消费形成支撑；另一方面，随着美国补库周期的开展，投资端或将保持较高增速，对经济形成支撑。事实上 1 季度美国 GDP 同比增加 2.97%，仍然较高。因此基准情形下，美国经济或仍能够实现软着陆，滞胀的风险较低。

美国通胀反弹风险有所提升。如上所述，由于居民消费仍维持较强韧性，当前失业率处于历史较低区间，居民薪资增速或难有大幅下行，意味着美国经济需求端并不弱，因此后续通胀反弹的风险不低，去通胀进程恐陷入停滞。

美联储降息时点或将进一步延后，2024 年可能不降息，美股或将面临持续调整风险。通胀反弹风险的提升，意味着美联储需要更多数据对降息时点进行判断，我们认为 2024 年有较大可能不降息。在此情况下，美债收益率或将进一步提升，美股或面临持续调整风险。

● 风险提示：美国经济超预期衰退。

相关研究报告

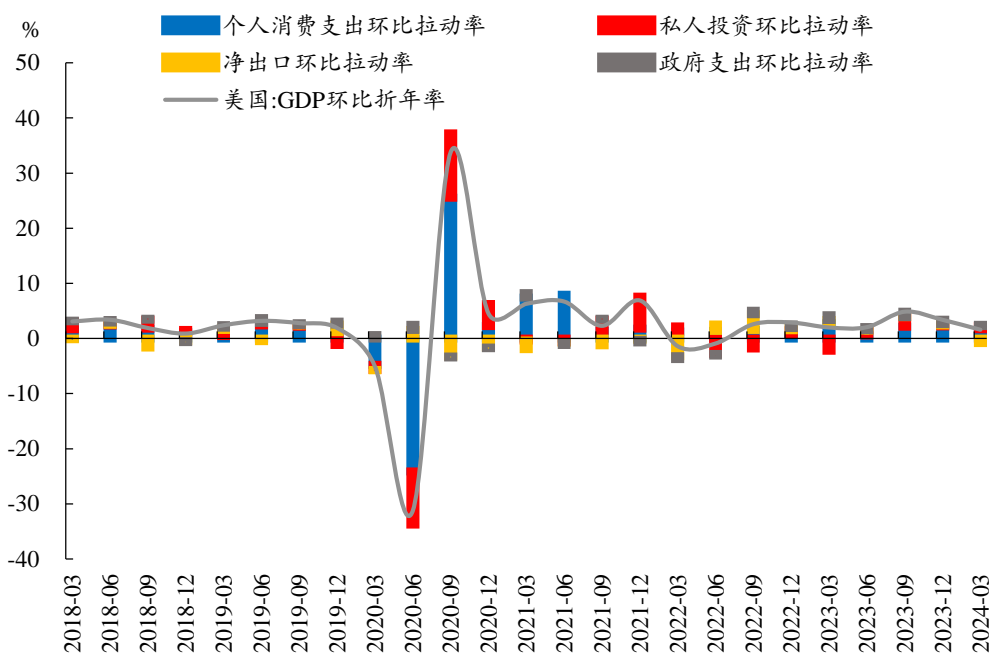
《财政收支力度有望提升—3 月财政数据点评》-2024.4.22

《增发国债项目开工提速—宏观周报》-2024.4.21

《大宗商品价格整体延续回升—宏观周报》-2024.4.21

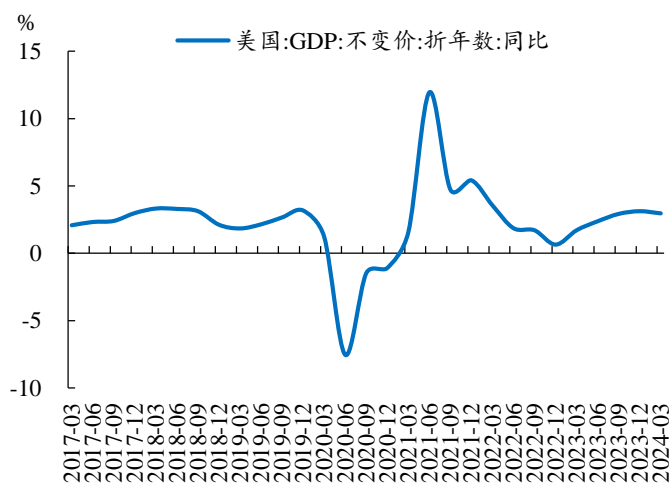
¹ 此处为环比折年率，后文未经标注均为环比折年率。

附图1：美国1季度经济增长下降较多



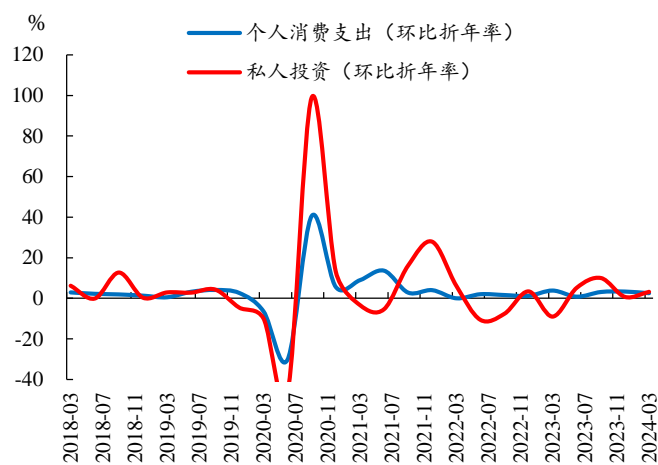
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：美国1季度GDP同比增速小幅下降



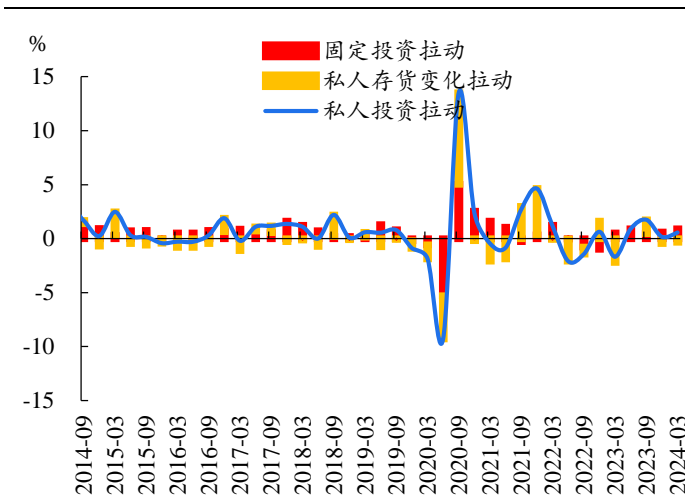
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3：私人投资1季度环比增速上升



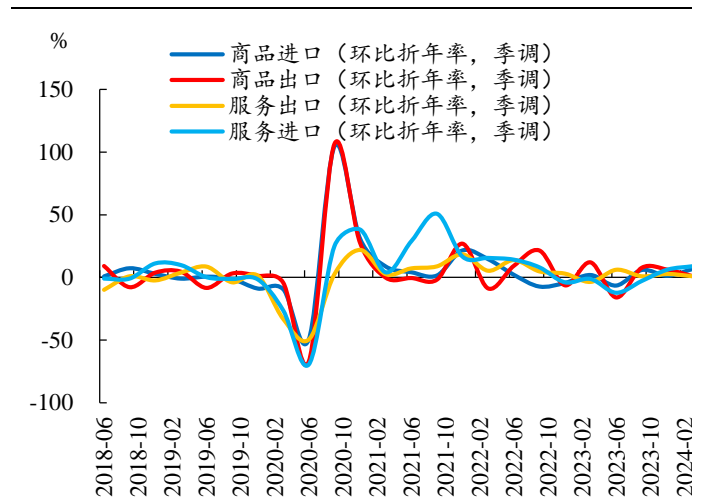
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4：美国固定资产投资增速有所上升



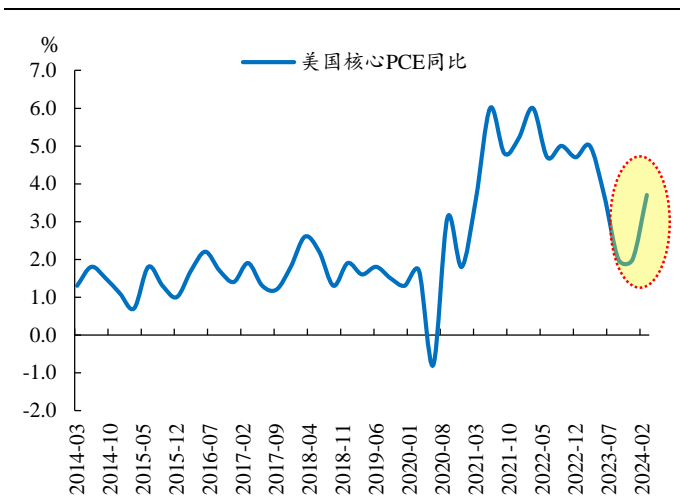
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图5：美国商品进口环比增加较多



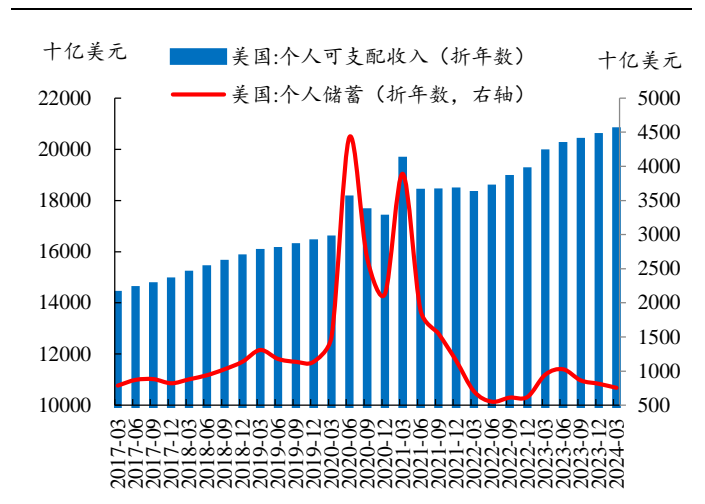
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图6：美国核心PCE反弹



数据来源：FRED、开源证券研究所

附图7：美国居民可支配收入仍在增长



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