

美国经济已强弩之末？——24Q1 美国 GDP 点评

事件点评

投资要点

- ◆ **美国 24Q1 实际 GDP 环比涨幅有所回落但同比增速仍高，是强弩之末还是弱中带强？关键要看结构、要分析可持续性。**24Q1 美国实际 GDP 季调环比年率为 1.6%，稍低于市场预期，但当季同比达到 3.0%，小幅高于我们此前 2.9% 的预期，而我们的预期对应的美国 2024-2025 年 GDP 同比增速均高达 2.5%。美国 24Q1 核心 PCEPI 环比年率亦超预期地达到 3.7%，两项数据共同发酵，加之在此之前已有连续数月通胀抬头和劳动力市场紧张的种种铺垫，市场关于美国经济是否已经是强弩之末的讨论出现巨大分歧，美元指数闪现剧烈波动之后迅速向上逼近 106 高位。
- ◆ **居民消费总体好于我们预期，其中商品与服务阶段性背离扩大，直指此前已被数项数据验证的服务业“薪资通胀螺旋”形成局部传导闭环。**24Q1 美国居民商品和服务消费冷热分化加剧，商品消费降温明显，环比-0.1%，对 GDP 同比增速的贡献大幅下行至仅 0.5 个百分点，低于我们此前的预期；而与此同时，服务消费却在 23Q4 本就已经十分强劲的背景下再度环比大幅上涨 1.0%，对实际 GDP 同比增速的拉动作用更是高达 1.2 个百分点；两项合计后的居民个人消费支出的降温速度明显要慢于我们此前的预期。从月度零售情况来看，商品消费的下滑也是在去年圣诞假期集中冲高后叠加北半球极端低温导致不便的暂时性降温，美国 2、3 月零售环比同比增速均连续明显改善。美国居民消费需求整体呈现超我们预期的强劲状态，这一点令我们小幅上修今年下半年美国出现小规模“二次通胀”的预测概率。
- ◆ **已对高利率环境相当钝化的房地产市场在降息预期下已经启动反弹，美国政府不断强化的“逆全球化”政策导向亦额外推动美国私人国内投资增速持续上行。**除消费外，24Q1 美国固定资产投资也呈现出更为强劲的韧性，其中，私人住宅投资由于美联储最激进的加息周期已经结束并有望在年内重启新一轮宽松而环比大幅上涨 3.3%，非但不再拖累、甚至拉动美国实际 GDP 同比 0.2 个百分点，比我们本就偏高的预期还要再强一些。非住宅投资也在美国政府加速强化的逆全球化政策导向之下如期保持高增，环比增长 0.8%，对实际 GDP 同比的贡献与 23Q4 基本持平。
- ◆ **低于我们预期的主要是净出口和库存变动两项，但其显示出的美国工业生产改善速度放缓迹象可能导致美国政府在大选年采取更剧烈的产业链“围堵”政策。**货物和服务净出口、库存变动对 24Q1 美国实际 GDP 同比的贡献分别为-0.2、0.0 个百分点，前者为近一年半首次转为拖累，后者尽管较 23Q4 改善 0.4 个百分点，但幅度低于我们预期。该两项偏弱数据综合显示出美国工业生产改善的速度相对迟缓，但此种情况更大的概率可能加强美国政府在大选年采取更剧烈的“逆全球化”产业链“围堵”政策，并辅以更大力度的财政补贴以进一步外生性推动美国工业生产加速。年内美国劳动力需求可能因此种政策方向的强化而维持在偏热区间，驱动美国薪资增速走高并进一步强化与美国核心通胀之间的螺旋抬升关系。
- ◆ **综合上述三点结构性分析，美国经济当前并非强弩之末，实为弱中带强。消费需求增长稳健，商品偏弱是暂时性的而服务强劲增长有较好的可持续性；工业生产恢复有一定的波折但可能进一步强化美国政府通过改变全球经济合作规则以及大量财政补贴而额外推动国内生产加速，由此可能同步带动非住宅投资和薪资增速；加之房地产市场对高利率钝化之后已经开始复苏，美国经济的高位韧性不容小觑。维持美联储首降最早在 9 月、欧央行 6 月首降的预测，如果欧央行考虑经济滞涨的凶险结构而在 6 月同时提出一个更加激进的降息路径指引，美元指数很可能上冲至 110 以上，并由此对人民币汇率和我国货币宽松形成明显掣肘，年中关键变量还是财政。**

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

歉收压力隐现，发债亟待加快——财政数据
 点评（24Q1/3 月） 2024.4.22

三个视角观察经济开门红的可持续性
 2024.4.21

央行：防止利率过低，防范汇率超调风险——
 华金宏观·双循环周报（第 54 期）
 2024.4.20

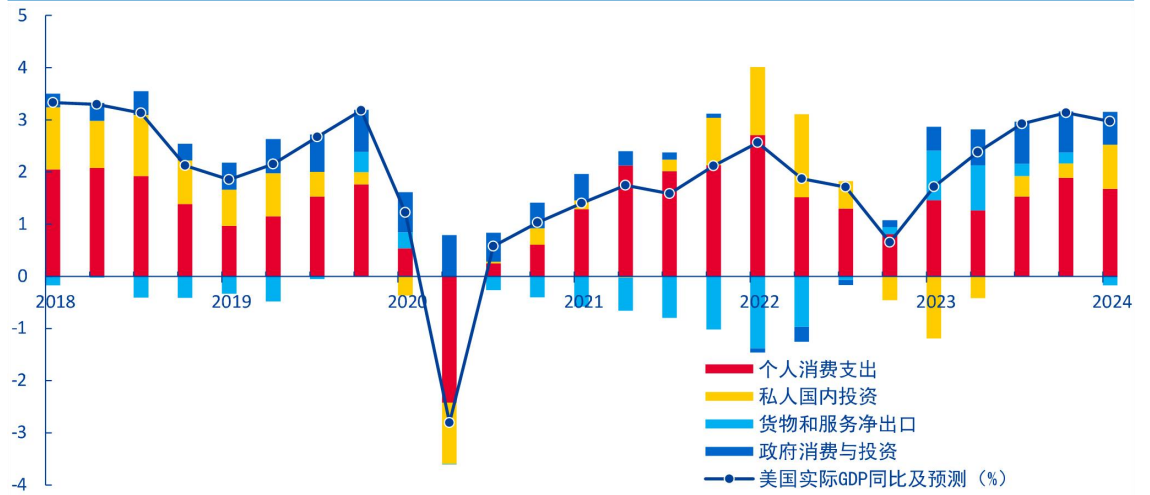
商品消费弱势如何扭转？——24Q1/3 月
 经济数据点评 2024.4.16

欧央行 6 月首降只差“落锤”，美元指数或将
 “坐上火箭”——华金宏观·双循环周报（第
 53 期） 2024.4.12



◆ **风险提示：**美联储降息晚于预期风险、美元指数上冲幅度大于预期风险。

图 1: 美国实际 GDP 同比及贡献结构与预测 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 20Q2-22Q1 为两年平均增速

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn