

2024年04月26日

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

## 美国经济还会“软着陆”吗？

——海外观察：2024年一季度美国GDP

## 投资要点

- **事件：**美国第一季度GDP季调后环比折年率初值为1.6%，预估为2.5%，前值为3.4%；核心PCE物价指数季调后环比折年率初值为3.7%，预估为3.4%，前值为2.0%。
- **核心观点：**美国一季度经济表现出量缩价涨的特点，实际GDP增速放缓而PCE通胀率上升，经济可能面临滞胀趋势。主要拖累因素包括净出口下降、汽车消费减少及私人部门库存减少。服务消费和住宅投资仍表现强劲，内需尚未大幅衰退。实际可支配收入小幅上涨，但储蓄率继续下滑，反映出高通胀对家庭的压力。市场对通胀的担忧超过经济放缓，联邦基金利率预期显示未来降息可能性下降。整体而言，美国需求尚未彻底转弱，但通胀压力和高利率已有负面影响。
- **一季度美国经济呈现出量缩价涨的特征。**不变价GDP增速走低，环比折年增速1.6%，已经连续第三个季度放缓，同比增速3%，较前值下降0.1pct。PCE价格指数回升，核心CPE回升3.4%，前值2.8%。增长放缓、通胀回温，美国经济滞胀又有重新抬头的风险。
- **净出口、商品消费、私人部门库存是拖累增长的主要因素。**一是进口大增导致贸易逆差扩大。一季度美国进口环比大增7.2%（前值2.2%），而出口仅增长了0.9%（前值5.1%）。去除价格因素的进口增长，说明美国的国内需求并没有很差。二是汽车消费下滑。汽车及其汽车消费对一季度美国实际GDP的贡献为-0.25%，是拖累最大的项。除此之外，仅有休闲商品和车辆、汽油和其他能源商品的贡献率为负。三是私人部门库存减少。一季度，私人部门库存对美国经济增长形成-0.35%的拖累。私人部门的库存减少，说明仍在去库周期中。
- **服务消费和住宅投资仍然亮眼。**服务消费环比折年增长4%，增速已连续第三个月上升。医疗保健、金融保险分别推动GDP增长0.59%、0.37%。住宅投资环比折年增长13.9%，推动GDP增长0.52%，为2020年四季度以来最高。
- **实际可支配收入微涨、储蓄率走低。**一季度美国居民名义可支配收入环比增长1.1%，去除价格影响后，不变价的人均可支配收入环比仅增长0.1%。储蓄率下滑至3.6%，自2023年Q2开始，美国的储蓄率已经是连续第三个季度下滑。美国通胀增速虽然自去年以来放缓，但物价依然较高，储蓄率的下滑说明一部分美国家庭的生活成本压力可能较大。未来原油和其他大宗商品价格走高的趋势可能仍将持续，美国通胀可能将继续反弹，拖累居民储蓄率继续向下。
- **综合来看，美国的需求其实没有数据表现出来的那么弱。**净出口和私人部门库存的下滑虽然拖累了实际GDP增速，却反而是需求向好的结果。商品消费弱、服务消费走强，不能说明美国居民整体的消费能力和消费意愿已经下降，但高利率和顽固的通胀确实消耗了部分美国家庭的储蓄，对消费产生了结构性的影响。住宅投资仍强、设备投资也不弱，利率走高对于企业和地产部门投资的影响依然较小。
- **市场下调降息概率，担忧通胀反弹。**数据公布后，联邦基金利率期货市场计价的至2024年底不降息的概率从12.6%上升至17.9%。美股三大指数开盘均下跌，美元指数下跌，美债收益率上涨。市场对于通胀反弹的担忧程度明显大于对于经济走冷的担忧程度，这可能是由于目前美国的需求还没有出现大幅走弱的情况。
- **风险提示：**通胀反弹；债务成本上升；全球市场波动。

## 正文目录

1. 一季度美国经济量缩价涨 .....	4
2. 实际可支配收入微涨、储蓄率走低 .....	5
3. 市场对于通胀反弹的担忧较大 .....	6
4. 风险提示 .....	7

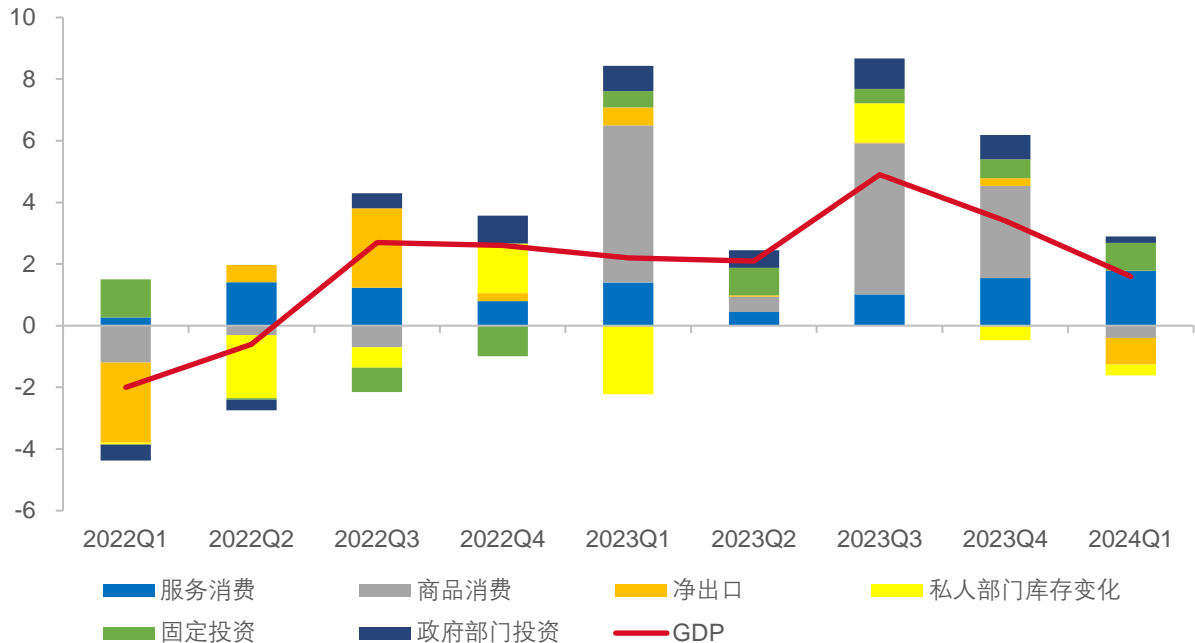
## 图表目录

图 1 美国 GDP 环比折年率及分项贡献率, %.....	4
图 2 美国进出口环比增速, %.....	5
图 3 商品消费环比增速, %.....	5
图 4 美国个人储蓄率, %.....	5
图 5 PCE 通胀率, %.....	6
图 6 超核心通胀率构成, %.....	6
图 7 联邦基金利率期货计价的美国利率概率, %.....	7

## 1. 一季度美国经济量缩价涨

一季度美国经济呈现出量缩价涨的特征。一方面，不变价 GDP 增速走低，环比折年增速 1.6%，已经连续第三个季度放缓，同比增速 3%，较前值下降 0.1pct。另一方面，PCE 价格指数回升，核心 CPE 回升 3.4%，前值 2.8%。从数据的表面上看，增长放缓、通胀回温，美国经济滞胀又有重新抬头的风险。

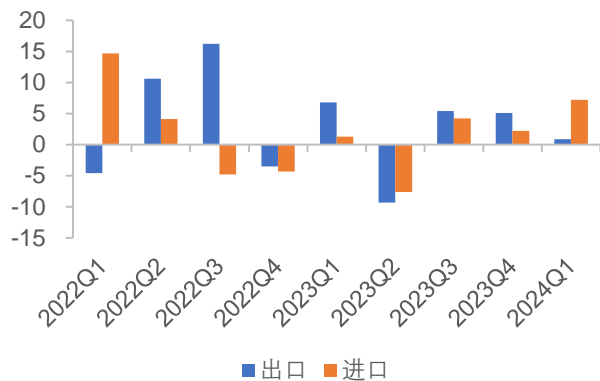
图1 美国 GDP 环比折年率及分项贡献率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

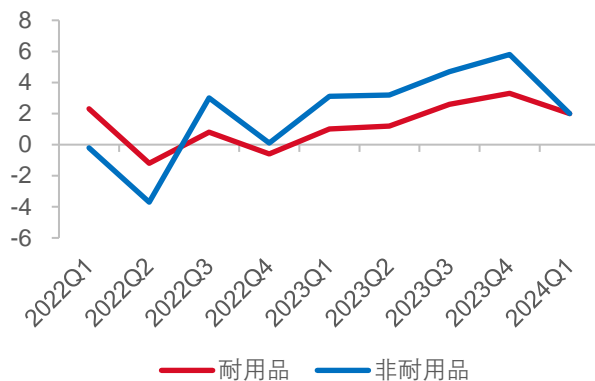
净出口、商品消费、私人部门库存是拖累增长的主要因素。一是进口大增导致贸易逆差扩大。一季度美国进口环比大增 7.2%（前值 2.2%），而出口仅增长了 0.9%（前值 5.1%）。去除价格因素的进口增长，说明美国的国内需求并没有很差。二是汽车消费下滑。汽车及其汽车消费对一季度美国实际 GDP 的贡献为-0.25%，是拖累最大的项。除此之外，仅有休闲商品和车辆、汽油和其他能源商品的贡献率为负。在高利率时期，汽车作为大宗消费品往往最先受到影响。三是私人部门库存减少。一季度，私人部门库存对美国经济增长形成-0.35%的拖累。私人部门的库存减少，说明仍在去库周期中。

图2 美国进出口环比增速, %



资料来源: FRED, 东海证券研究所

图3 商品消费环比增速, %



资料来源: FRED, 东海证券研究所

服务消费和住宅投资仍然亮眼。服务消费环比折年增长 4%，增速已连续第三个月上升。医疗保健、金融保险分别推动 GDP 增长 0.59%、0.37%。住宅投资环比折年增长 13.9%，推动 GDP 增长 0.52%，为 2020 年四季度以来最高。尽管美国房贷利率居高不下，但住宅地产供不应求的格局依然在推动地产投资增长。

## 2. 实际可支配收入微涨、储蓄率走低

一季度美国居民名义可支配收入环比增长 1.1%，去除价格影响后，不变价的人均可支配收入环比仅增长 0.1%。储蓄率下滑至 3.6%，自 2023 年 Q2 开始，美国的储蓄率已经是连续第三个季度下滑。美国通胀增速虽然自去年以来放缓，但物价依然较高，储蓄率的下滑说明一部分美国家庭的生活成本压力可能较大。尽管美国居民的消费意愿依然较强，通胀能否继续下降仍是决定未来美国消费能否持续增长的关键。

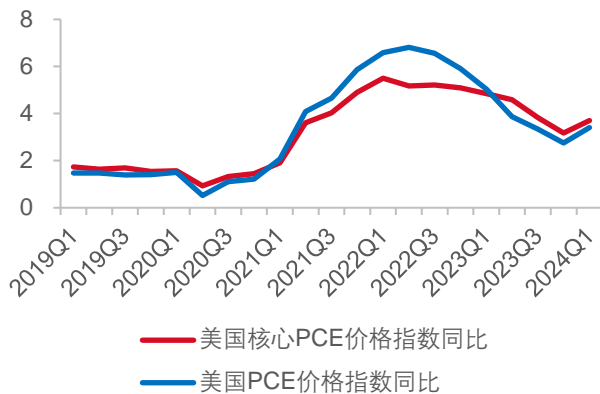
图4 美国个人储蓄率, %



资料来源: FRED, 东海证券研究所

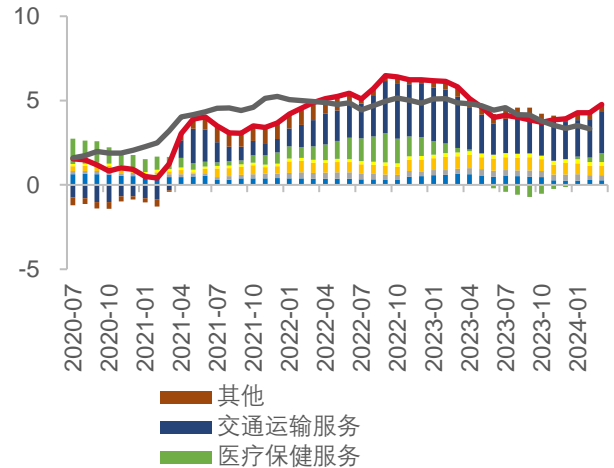
PCE 通胀率走高，美国通胀回升的趋势可能仍将持续。美国核心 PCE 价格指数同比上涨 3.7%。1-3 月，包括车辆保险在内的运输服务涨价是推动超核心 CPI 上涨的最大原因，虽然其在 PCE 中的权重较小，但仍然带动了 PCE 价格回升。未来一段时间，原油和其他大宗商品价格走高的趋势可能仍将持续，美国通胀可能将继续反弹。

图5 PCE 通胀率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图6 超核心通胀率构成，%



资料来源：东海证券研究所

综合来看，美国的需求其实并没有数据表现出来的那么弱。净出口和私人部门库存的下滑虽然拖累了实际 GDP 增速，却反而是需求向好的结果。商品消费弱、服务消费走强，不能说明美国居民整体的消费能力和消费意愿已经下降，但高利率和顽固的通胀确实消耗了部分美国家庭的储蓄，对消费产生了结构性的影响。住宅投资仍强、设备投资也不弱，利率走高对于企业和地产部门投资的影响依然较小。

### 3. 市场对于通胀反弹的担忧较大

市场下调降息概率，担忧通胀反弹。数据公布后，联邦基金利率期货市场计价的至 2024 年底不降息的概率从 12.6% 上升至 17.9%。美股三大指数开盘均下跌，美元指数下跌，美债收益率上涨。市场对于通胀反弹的担忧程度明显大于对于经济走冷的担忧程度，这是可能是由于目前美国的需求还没有出现大幅走弱的情况。

图7 联邦基金利率期货计价的美国利率概率，%

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	93.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.3%	90.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	29.4%	68.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	13.2%	44.9%	40.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	21.0%	43.9%	30.9%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.7%	10.6%	29.9%	38.8%	18.9%
2025/1/29	0.0%	0.6%	4.2%	15.9%	32.4%	33.3%	13.6%
2025/3/19	0.2%	2.0%	8.9%	22.5%	32.7%	25.4%	8.2%
2025/4/30	0.7%	3.9%	12.6%	25.3%	30.8%	20.8%	6.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

## 4.风险提示

**通胀反弹：**美国核心 PCE 价格指数的上涨表明，通胀压力依旧存在。若通胀持续回升，可能进一步消耗居民储蓄，压缩消费空间。

**债务成本上升：**美国房贷和其他贷款的高利率可能会限制消费和投资活动，尤其是对住房市场和大量消费品的需求。

**全球市场波动：**原油和大宗商品价格的波动可能加剧通胀情况，同时影响全球市场稳定，从而对美国经济产生间接影响。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089