

美国一季度经济数据解读

“胀”的风险在上升

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：

- **1、一季度 GDP 增长放缓。**美国 2024 年一季度实际 GDP 环比折年率为 1.6%，较上个季度的 3.4% 明显放缓，且低于市场预期的 2.5% 左右。主要归因于三方面因素：**一是，商品消费萎缩。**商品消费环比折年率由上季度的 3.0% 下降至 -0.4%，对增长贡献减少 0.8 个百分点。服务消费增速由 3.4% 上升至 4.0%，但整体消费增速由 3.3% 放缓至 2.5%，对 GDP 增速的贡献由 2.2 个百分点下降至 1.7 个百分点。**二是，净出口拖累较大。**一季度净出口对 GDP 增速的拖累为 0.9 个百分点，其中进口增速由 2.2% 加快至 7.2%，出口增速由 5.1% 放缓至 0.9%。**三是，政府支出放缓。**政府支出增速由 4.6% 下降至 1.2%，对 GDP 增速的贡献减少 0.6 个百分点。**好消息是，住宅投资增速大幅上升，**由 2.8% 上升至 13.9%，带动整体投资增速上升。
- **2、通胀指标偏强。**一季度 PCE 物价指数环比折年率 3.4%，明显高于前值的 1.8%；核心 PCE 物价指数环比折年率 3.7%，也明显高于前值的 2.0%。预计 3 月美国 PCE 和核心 PCE 同比分别为 2.9% 和 3.0% 左右。
- **3、居民收支有何线索？**一季度税收增速由 6% 大幅上升至 28%，叠加通胀反弹，继而居民（实际）可支配收入环比增速由 2% 放缓至 1.1%。不过居民消费意愿仍强，储蓄率由 4% 下降至 3.6%。
- **4、市场暂时交易“滞胀”。**4 月 25 日一季度 GDP 数据公布后，10 年美债利率升破 3.7%，触及 3.73% 之后有所回落；美股大幅低开，但跌幅缓慢收窄；美元指数先升后降，日内由涨转跌。**CME 降息预期推迟，**9 月降息概率由前一天 70% 下降至 60%，全年降息幅度由 41BP 减少至 35BP；而且，利率期货市场开始出现“加息”的押注，尽管概率不足 1%。
- **5、展望后市：美国通胀粘性更强，二季度“紧缩交易”延续。**我们认为，美国“滞”的风险相对有限，但“胀”的风险无疑在上升。经济增长方面，考虑到基数原因，一季度 1.6% 的环比增速并不弱；我们最新预测，全年美国实际 GDP 增长 2.4%。展望通胀走势，预计二季度仍会保持较高水平，能源、住房、非住宅核心服务价格都可能偏高；三季度，由于基数原因和房租对房价的滞后反应，通胀有可能回落。政策方面，**我们下调全年降息次数至 1 次，首次降息可能在四季度。**市场方面，**二季度“紧缩交易”可能延续：**预计二季度 10 年美债利率波动中枢在 4.6% 的较高水平。在估值压力上升（因美联储降息推迟）、风险溢价扩大（标普 500 指数负的风险溢价水平高于 0.5 个百分点），叠加盈利前景也更加不确定，预计美股仍有一定调整压力。
- **风险提示：**美国经济超预期下行，美国通胀超预期回落，美国金融风险超预期上升，非美经济和政策超预期变化等。

美国一季度实际 GDP 增长超预期放缓，季度物价环比增速则较快反弹。近两个季度，美国名义 GDP 环比折年率均在 5% 左右，但量价表现分化，一季度“量跌价升”，引发“滞胀”担忧。我们认为，“滞”的风险相对有限，但“胀”的风险无疑在上升。我们最新预测，全年美国实际 GDP 增长 2.4%，二季度 PCE 和核心 PCE 同比保持在 3% 左右，三季度才将可能回落；下调全年降息次数至 1 次，首次降息可能在四季度。市场方面，二季度“紧缩交易”可能延续。

图表 1 2024 年美国经济指标预测（平安宏观 2024 年 4 月更新）

| 美国 GDP 数据预测（2024 年 4 月） | | | | | | | |
|--------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------|-------|
| | 2023 Q4 | 2024 Q1 | 2024 Q2E | 2024 Q3E | 2024 Q4E | 2023 | 2024E |
| 美国 GDP | 3.4 | 1.6 | 1.6 | 1.8 | 1.8 | 2.5 | 2.4 |
| 私人消费 | 3.3 | 2.5 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 2.2 | 2.4 |
| 商品 | 3.0 | (0.4) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 2.0 | 1.5 |
| 服务 | 3.4 | 4.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.3 | 2.7 |
| 私人投资 | 0.7 | 3.2 | (0.7) | 3.5 | 3.5 | (1.2) | 2.8 |
| 非住宅 | 3.7 | 2.9 | 1.0 | 2.0 | 2.0 | 4.5 | 2.6 |
| 住宅 | 2.8 | 13.9 | (5.0) | 5.0 | 5.0 | (10.6) | 4.5 |
| 私人库存变化 | 54.9 | 35.4 | 30.0 | 40.0 | 50.0 | 43.7 | 38.9 |
| 出口 | 5.1 | 0.9 | 2.0 | 1.0 | 1.0 | 2.6 | 1.8 |
| 进口 | 2.2 | 7.2 | (1.0) | 2.0 | 2.0 | (1.7) | 2.4 |
| 政府支出 | 4.6 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 4.1 | 2.4 |
| 美国通胀、就业和利率预测（2024 年 4 月） | | | | | | | |
| PCE (%) | 2.8 | 2.6 | 2.7 | 2.5 | 2.5 | | |
| 核心 PCE (%) | 3.2 | 2.9 | 2.9 | 2.6 | 2.4 | | |
| 失业率 (%) | 3.7 | 3.8 | 3.9 | 4 | 4.1 | | |
| 政策利率 (%) | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5.25 | 5 | | |
| 10 年美债利率 (%) | 3.9 | 4.2 | 4.6 | 4.3 | 4.0 | | |

资料来源：Wind, BEA, BLS, 美联储, 平安证券研究所

注：1、对于经济增长指标，“私人库存变化”单位为十亿美元（折年数）；其余季度指标单位为环比折年率（%），年度指标单位为同比增长率（%）。2、对于通胀、就业和利率指标，政策利率、10 年美债利率为季末值，其余指标为季度均值。

1、GDP 增长放缓

美国 2024 年一季度实际 GDP 环比折年率为 1.6%，较上个季度的 3.4% 明显放缓，且低于市场预期的 2.5% 左右。分项看，GDP 环比折年率（简称“增速”）放缓主要归因于三方面因素：

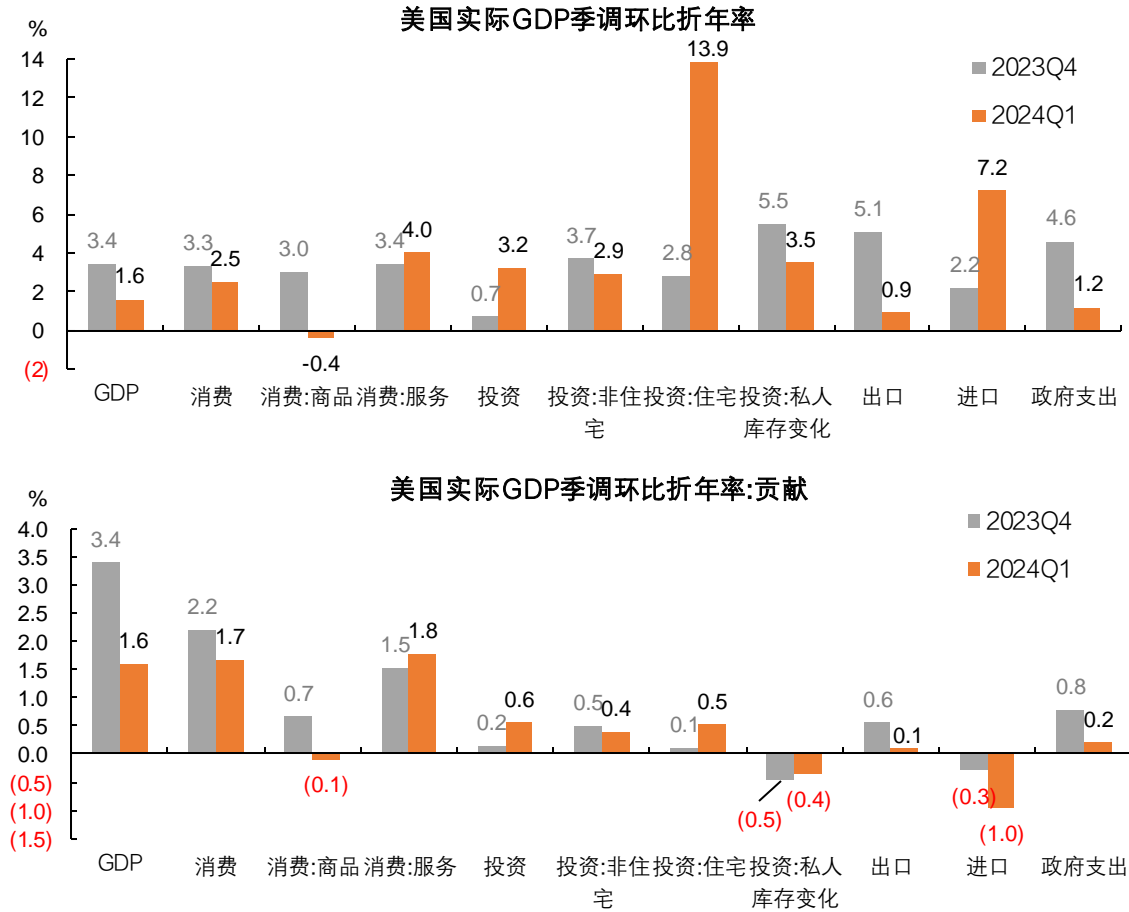
一是，商品消费萎缩。商品消费环比折年率由去年四季度的 3.0% 下降至 -0.4%，对增长的贡献减少 0.8 个百分点。尽管服务消费增速由去年四季度的 3.4% 上升至 4.0%，但整体消费增速由 3.3% 放缓至 2.5%，对 GDP 增速的贡献由 2.2 个百分点下降至 1.7 个百分点。

二是，净出口拖累较大。一季度净出口对 GDP 增速的拖累为 0.9 个百分点，其中进口增速由去年四季度的 2.2% 加快至 7.2%，出口增速由 5.1% 放缓至 0.9%。美元升值是重要背景，美元指数自年初 101 回升至 3 月末的 104 以上。

三是，政府支出放缓。政府支出增速由去年四季度的 4.6% 下降至 1.2%，对 GDP 增速的贡献减少 0.6 个百分点。政府支出放缓基本符合我们预期，在 2023 年政府支出快速增长后，今年支出“正常化”势必体现在环比增速的回落上。

不过好消息是，一季度住宅投资增速大幅上升，由去年四季度的 2.8% 上升至 13.9%，也带动整体投资增速由 0.7% 上升至 3.2%。

图表2 美国一季度 GDP 增速放缓，主因商品消费、净出口和政府支出拖累

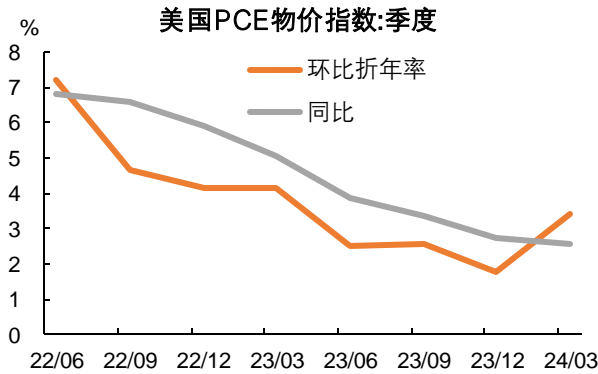


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、通胀指标偏强

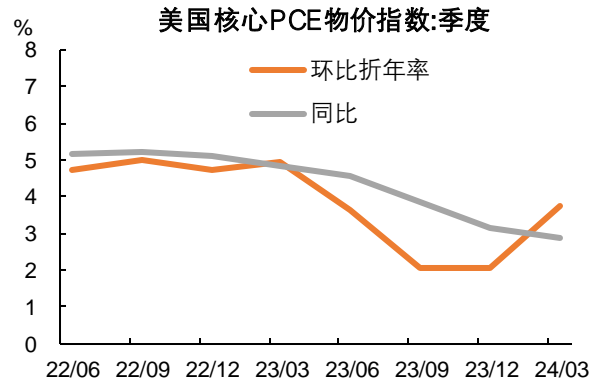
一季度 PCE 物价指数环比折年率 3.4%，明显高于前一个季度的 1.8%。剔除能源和食品，核心 PCE 物价指数环比折年率 3.7%，也明显高于前值的 2.0%。同比视角下，一季度 PCE 同比增长 2.6%，较前值 2.8% 有小幅回落；核心 PCE 同比为 2.9%，较强前值 3.2% 亦有所回落。据此，预计即将公布的 3 月美国 PCE 和核心 PCE 同比分别为 2.9% 和 3.0% 左右。我们上修 2024Q2 PCE、核心 PCE 同比（季度平均）预测分别至 2.7% 和 2.9%。

图表3 美国一季度 PCE 物价环比走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国一季度核心 PCE 物价环比走强

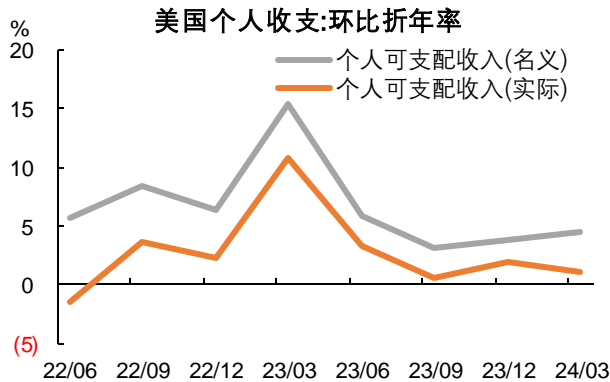


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、居民收支有何线索？

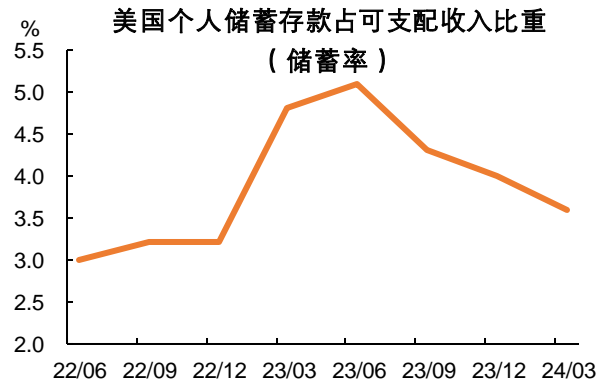
一季度税收增速由 6% 大幅上升至 28%，叠加通胀反弹，继而美国居民（实际）可支配收入环比增速由 2% 放缓至 1.1%。不过美国居民消费意愿仍强，储蓄率由 4% 下降至 3.6%。以上数据透露两方面信息：一方面，通胀的反弹多少压制了居民的实际收入增长，导致居民实际消费支出降温；另一方面，居民消费信心仍强，有意愿也有能力继续动用储蓄。我们强调，工资增长、资产负债表稳健、消费倾向较高等，有望支撑全年私人消费维持不弱的增长。

图表5 美国名义和实际收入增速分化加大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国居民储蓄率进一步下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4、市场暂时交易“滞胀”

4月25日美国一季度GDP数据公布后，市场立刻交易“滞胀”，但情绪随后有所缓解。10年美债利率升破3.7%，触及3.73%后有所回落；美股大幅低开，但跌幅缓慢收窄；美元指数先升后降，日内由涨转跌。CME降息预期推迟，9月降息概率由前一天70%下降至60%，全年降息幅度由41BP减少至35BP；而且，利率期货市场开始出现“加息”的押注，尽管概率不足1%。

图表7 CME 利率期货市场认为 9 月美联储降息的概率下降至 60%，甚至出现全年“加息”押注（BP）

| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 |
| 2024/5/1 | | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 99.40% | 0.60% |
| 2024/6/12 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 14.30% | 85.20% | 0.50% |
| 2024/7/31 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 3.20% | 30.40% | 66.00% | 0.40% |
| 2024/9/18 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.30% | 14.10% | 44.60% | 39.70% | 0.20% |
| 2024/11/7 | 0.00% | 0.00% | 0.30% | 4.20% | 20.90% | 43.50% | 30.90% | 0.20% |
| 2024/12/18 | 0.00% | 0.10% | 1.80% | 10.70% | 29.80% | 38.60% | 18.90% | 0.10% |
| 2025/1/29 | 0.00% | 0.60% | 4.20% | 15.80% | 32.10% | 33.40% | 13.90% | 0.10% |
| 2025/3/19 | 0.20% | 2.00% | 8.70% | 22.20% | 32.60% | 25.70% | 8.50% | 0.10% |
| 2025/4/30 | 0.70% | 3.60% | 12.10% | 24.80% | 30.90% | 21.50% | 6.40% | 0.00% |

资料来源：CME(2024.4.26), 平安证券研究所

5、展望后市：美国通胀粘性更强，二季度“紧缩交易”延续

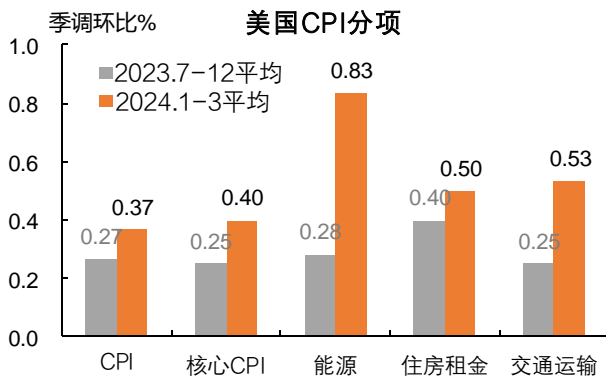
近两个季度美国名义 GDP 环比折年率均在 5% 左右，但量价表现各异，一季度出现“量跌价升”的情况，自然引发市场对于“滞胀”的担忧。我们认为，“滞”的风险相对有限，但“胀”的风险无疑在上升。

增长方面，考虑到基数原因，一季度 1.6% 的环比折年率并不弱；展望全年，我们预测，2024 年 Q2-Q4 环比折年率分别为 1.6%、1.8% 和 1.8%，全年增长 2.4%。

通胀方面，一季度美国通胀环比重新上升，主要受能源、住房租金、交通运输服务（“超级核心服务”的重要贡献）三方面驱动（图表 8）。展望美国通胀走势，预计二季度会保持较高水平，能源、住房、非住宅核心服务价格都可能偏高；三季度，由于基数原因和房租对房价的滞后反应，通胀有可能回落。

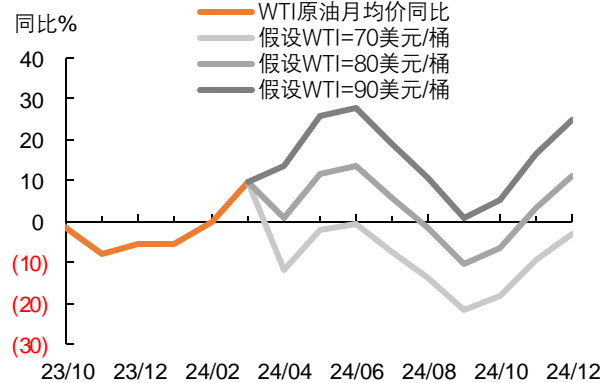
具体理由是：1) 假设油价稳定在 80-90 美元/桶，油价对美国通胀率的影响可能在二季度产生正贡献，但三季度贡献减弱（图表 9）；2) 住房分项对于房价有较为稳定的滞后相关性。我们测算，基于前期房价回落，住房通胀有望于今年下半年回落（图表 10）（参考我们报告《美国通胀再审视：基于房租的视角》）；3) 非住房核心服务通胀存在较大变数，一季度环比已经反弹（图表 11），而一季度 GDP 数据显示，美国服务消费保持强劲增长，可能增大“超级核心服务”通胀粘性，这也是美联储高度警惕的部分。

图表8 一季度美国 CPI 反弹受能源、住房和交运驱动



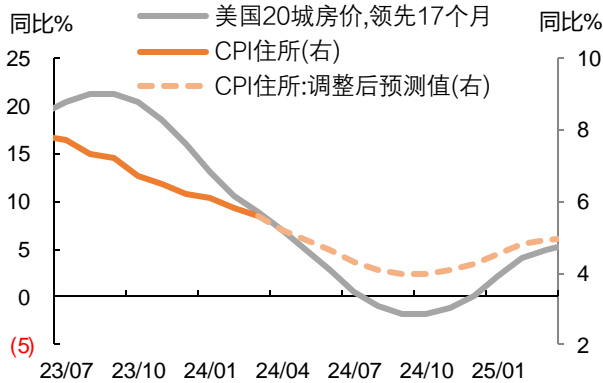
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表9 油价同比可能在二季度走高、三季度回落



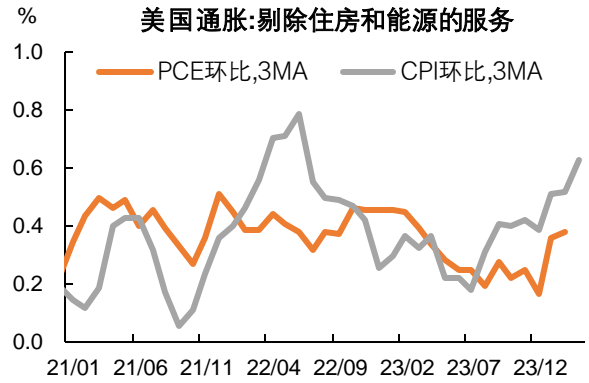
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 下半年美国CPI住房分项同比有望回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

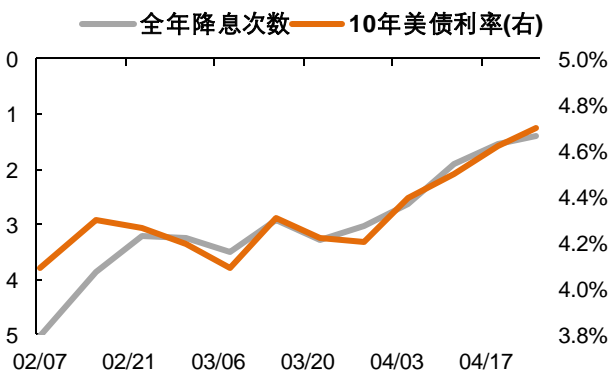
图表11 一季度美国“超级核心服务”通胀环比反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

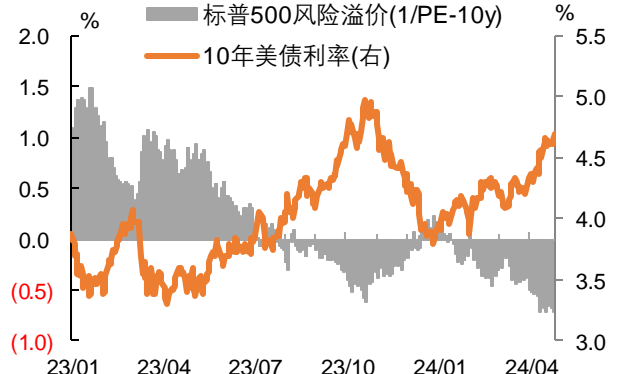
政策方面，美联储真正具备降息的“信心”，可能不早于9月。我们下调全年降息次数至1次，首次降息可能在四季度。市场方面，二季度“紧缩交易”主题可能延续；美债方面，预计二季度10年美债利率波动中枢在4.6%的较高水平（如果市场降息预期继续下降至0，10年美债利率上限可能拓宽至接近5%，图表12）；美股方面，在估值压力上升（因美联储降息推迟）、负的风险溢价扩大（标普500指数的风险溢价水平高于0.5个百分点，图表13），叠加盈利前景也更加不确定，预计美股仍有一定调整压力。

图表12 年内预期降息次数减少、美债利率上升



资料来源: Wind, CME, 平安证券研究所

图表13 美股风险溢价走阔、调整压力加大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：美国经济超预期下行，美国通胀超预期回落，美国金融风险超预期上升，非美经济和政策超预期变化等。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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 2024 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

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033