

海外观察室

为何一季度 GDP 总是偏弱？

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@pingan.com.cn

研究助理

王佳萌 一般证券从业资格编号
S1060123070024
WANGJIAMENG709@pingan.com.cn



事项：

4月25日，经济分析局（BEA）公布美国GDP数据。24年一季度，美国实际GDP环比折年率初值为1.6%，预期2.5%，前值3.4%。

平安观点：

- 美国一季度实际经济动能如何？尽管读数弱于预期，但结构上看（私人消费和投资）仍表现强劲，同时存在剩余季节性因素影响，实际一季度经济动能并不弱。1）我们统计自1990年以来的GDP环比增速，发现经季调后的Q1增速平均低于其他季度1个百分点，一季度GDP数据中仍残留“剩余季节性”。2）一季度GDP走弱主要受到净出口的拖累，衡量国内真实需求的个人消费和固定资产投资仍然保持强势。一季度国内消费和投资环比折年增速为3.1%，仍处于近两年的高位；而进口环比增长7.2%，反而反映出美国国内需求的增强。
- GDP支出结构上看，净出口、库存成为主要拖累项，政府支出和消费支出增速小幅放缓，投资增速提升。消费方面，服务消费需求继续回升，商品消费需求回落。服务需求的增长主要表现在医疗保健服务、金融服务和保险等；商品消费回落则主要表现在机动车和汽油等能源项中。非住宅投资方面，建筑投资增速回落体现政策落地带来的一次性刺激开始逐渐消退，设备投资环比增速依旧受到计算机等信息处理设备投资放量的带动，知识产权投资是最大拉动项，受益于AI浪潮带来的软件开发投资提高。住宅投资方面，市场上二手房供给受限，仍对新房建造形成支撑。
- 货币路径方面，我们维持基准情形下四季度降息一次的判断，同时建议观察可能打破当前通胀粘性状态的因素：1）美债利率重回高位再度带来金融条件的收紧；2）劳动力市场上，职位空缺率跌破阈值带来失业率持续上行的压力；3）美元指数走强带动大宗商品和美国进口价格回落。若以上驱动难以实现，核心CPI环比在0.3%附近、同比呈现横盘震荡状态，这一情形下美联储可能全年均不会降息，甚至可能考虑加息来施加新的降温压力。
- 债市方面，量价之间仍是通胀主导债市定价。目前看5月议息会议可能基调明显转鹰，美债利率的调整空间仍在，但排除交易因素，仅从基本面角度看10Y美债利率升破5%概率不大。去年10月10Y美债利率逼近5%，是在美债供给冲击、同时加息结束未完全得到确认、市场对加息尚有定价的情形下，而当下无论是货币路径还是美债供需结构均较去年10月压力减轻。汇率方面，美元仍处于微笑曲线右端，欧央行6月降息前景逐渐明朗，美元指数仍有走强空间，人民币或缓慢释放贬值压力。
- 风险提示：1）终端利率持续时间更长；2）地缘政治风险扩散；3）通胀回落速度不及预期。

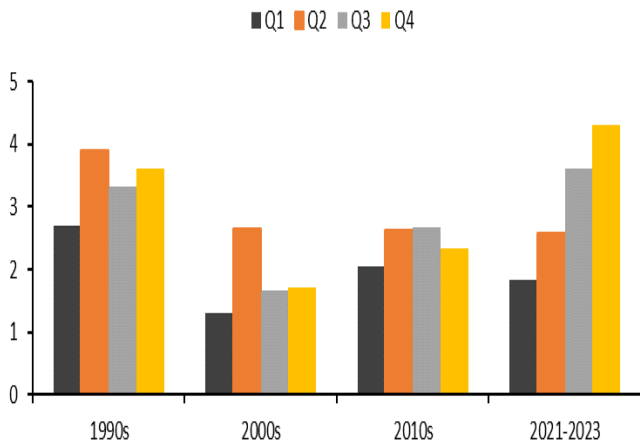
■ 美国经济读数弱于预期，但实际动能仍强

24 年一季度，美国 GDP 增速大幅下滑，明显弱于预期。一季度美国 GDP 环比折年率为 1.6%，较去年四季度增速回落 1.8 个百分点，位于近两年的低点，也显著低于市场预期（彭博预期中值为 2.5%，亚特兰大联储 GDP NOW 模型预测为 2.7%）。

美国一季度实际经济动能如何？尽管读数弱于预期，但结构上看（私人消费和投资）仍表现强劲，同时存在剩余季节性因素影响，实际一季度经济动能并不弱。

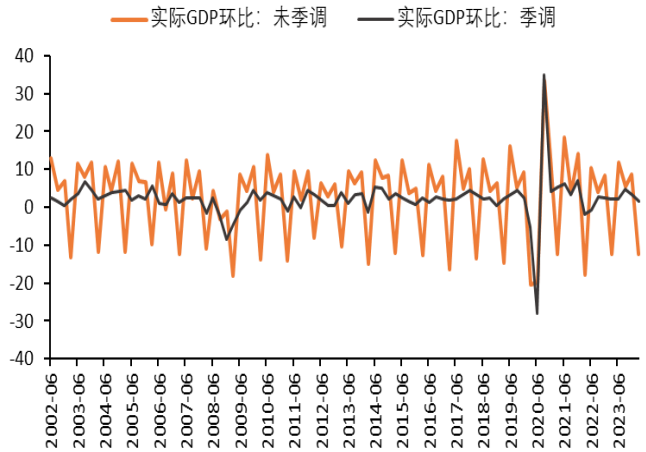
- 1) 由于剩余季节性，美国一季度 GDP 增速多低于年内其他季度，平均在 1 个百分点。由于寒冷的天气，一季度真实 GDP 环比多呈现负增长，为平抑季节性波动，BEA 一般会对原始数据进行季节性调整；但或由于统计方法问题，经过季节性调整后 Q1 增速依旧明显低于年内其他季度，我们将此残余部分称为“剩余季节性”。我们统计自 1990 年以来的 GDP 环比增速，发现经季调后的 Q1 增速平均低于其他季度 1 个百分点。
- 2) 一季度 GDP 走弱主要受到净出口的拖累，衡量国内真实需求的个人消费和固定资产投资仍然保持强势。一季度国内消费和投资环比折年增速为 3.1%，仍处于近两年的高位；而进口环比增长 7.2%，反而反映出美国国内需求的增强。

图表1 一季度 GDP 环比增速多低于其他季度 (%)



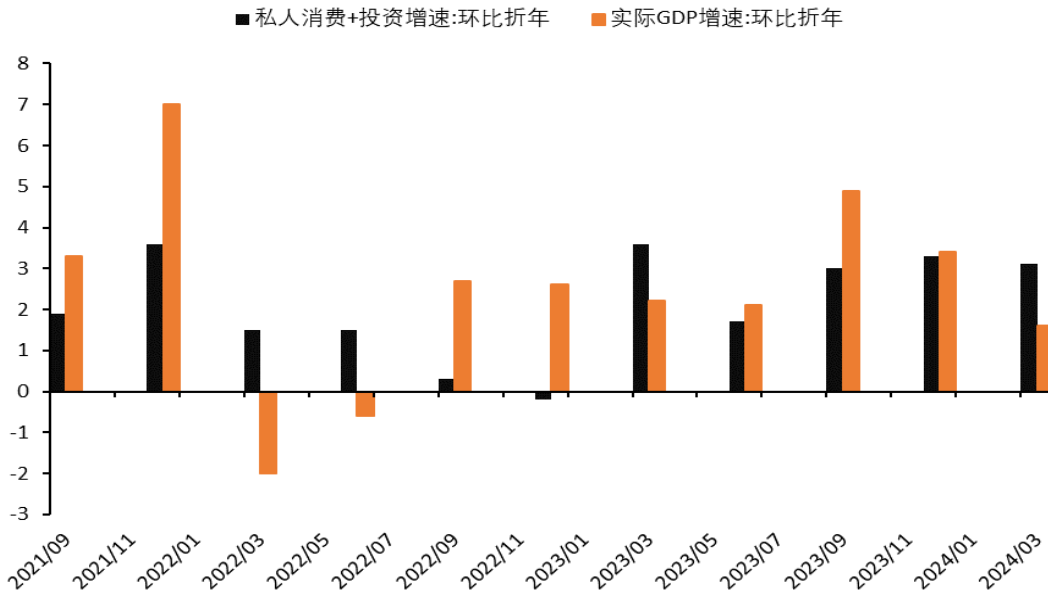
资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表2 一季度未经季调 GDP 环比实际为负增长 (%)



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表3 一季度，美国国内需求仍保持强劲（%）

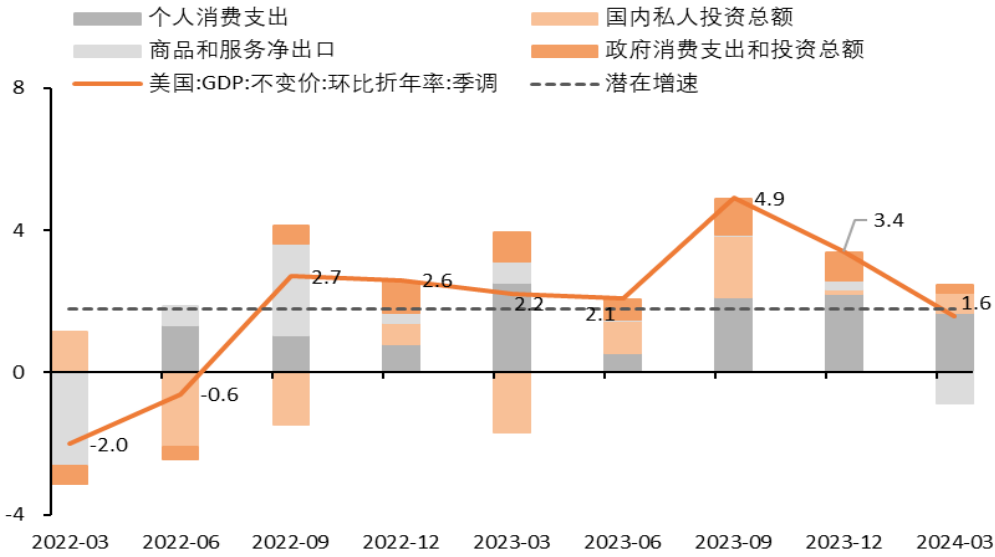


资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

■ GDP 支出结构上看，净出口、库存成为主要拖累项，政府支出和消费支出增速小幅放缓，投资增速提升

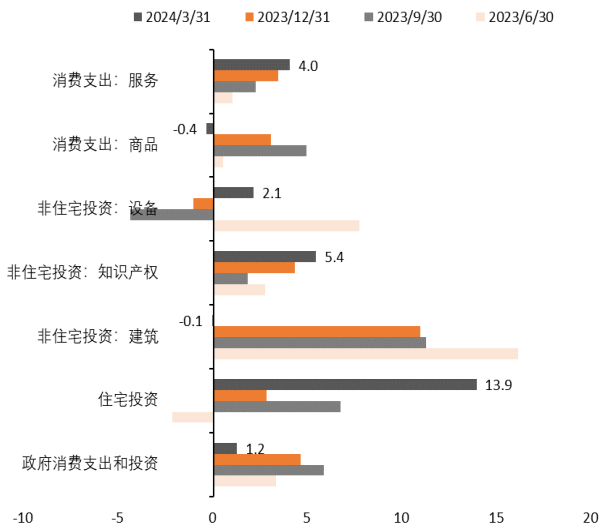
- 1) 消费支出：环比折年率 2.5% (前值 3.3%)，低于预期 3.0%，为经济增长贡献了 1.7 个百分点。从结构来看，服务消费需求继续回升，商品消费需求回落。服务需求的增长主要表现在医疗保健服务、金融服务和保险等；商品消费回落则主要表现在机动车和汽油等能源项中。
- 2) 非住宅投资（商业性投资）：环比折年率 2.9% (前值 3.7%)，为经济增长贡献了 0.4 个百分点，主要由于企业设备和知识产权投资增加。分项看，商业性建筑投资环比增速为-0.1% (前值 10.9%)，建筑投资多与芯片法案和通胀削减法案对特定产业的支持政策相关，建筑投资增速回落体现政策落地带来的一次性刺激开始逐渐消退。设备投资环比增速 2.1% (前值-1.1%)，受到计算机等信息处理设备投资放量的带动。知识产权投资是最大拉动项，环比增速为 5.4% (前值 4.3%)，受益于 AI 浪潮带来的软件开发投资提高。
- 3) 住宅投资：环比折年率 13.9% (前值 2.8%)，为经济增长贡献了 0.5 个百分点。市场上二手房供给受限，对新房建造形成支撑。
- 4) 政府支出：环比折年率 1.2% (前值 4.6%)，为经济增长贡献了 0.2 个百分点。我们预计今年政府支出仍将保持相当的强度，支撑经济韧性，今年财政基本赤字较以往年份仍处于高位。
- 5) 净出口：出口环比折年率为 0.9% (前值 5.1%)，进口环比折年率为 7.2% (前值 2.2%)，拖累经济增长 0.9 个百分点。一季度净出口走弱是 GDP 的最大拖累项，主要由于美元指数保持强势，带来进口需求增强并使出口承压。
- 6) 库存：库存下滑拖累经济增长 0.3 个百分点。尽管制造业压力最大的时候或已过去，但目前看商品消费需求回落、降息预期推迟，补库周期的开启或仍面临阻碍。

图表4 一季度，美国经济环比增速不及预期（%）



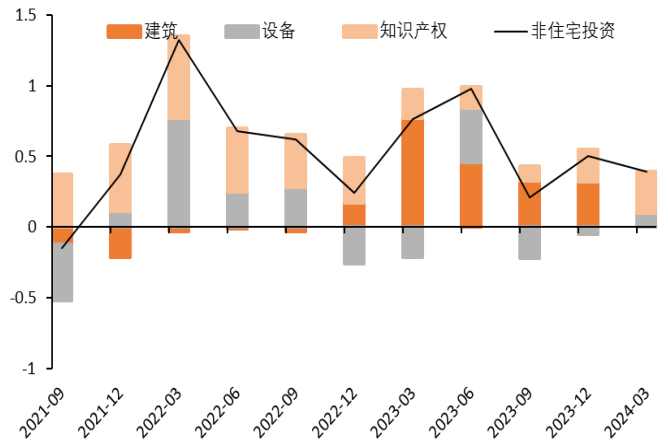
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 住宅和知识产权投资增速明显提升（%）



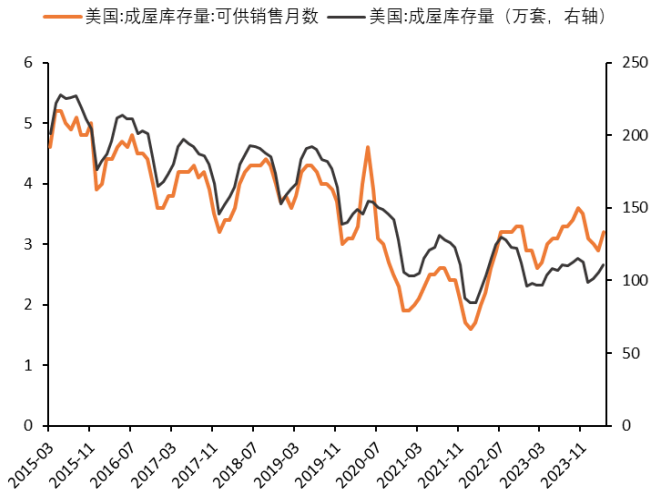
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表6 国内投资主要由知识产权投资贡献（%）



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表7 成屋供给缺口促进新房建设（月）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 建筑商信心指数处于上行通道

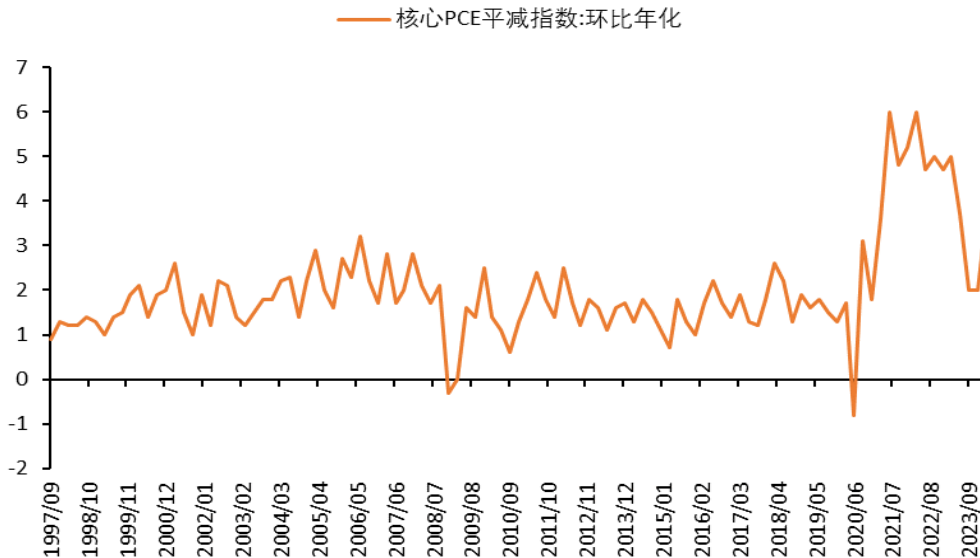


资料来源：Wind，平安证券研究所

■ GDP 价格方面，核心 PCE 增速超预期

继粘性的 CPI 数据后，PCE 数据加剧市场通胀担忧。一季度核心 PCE 平减指数环比折年增速为 3.7%（前值 2.0%，预期 3.4%）。从消费结构看，居民支出向价格高企的服务消费倾斜，由于 CPI 各分项权重固定，而 PCE 的权重则逐季变化，以实际支出比重为准，因此居民服务消费比重提高也构成了以 PCE 衡量的价格支付的向上压力。

图表9 核心 PCE 增速超预期回升（%）



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

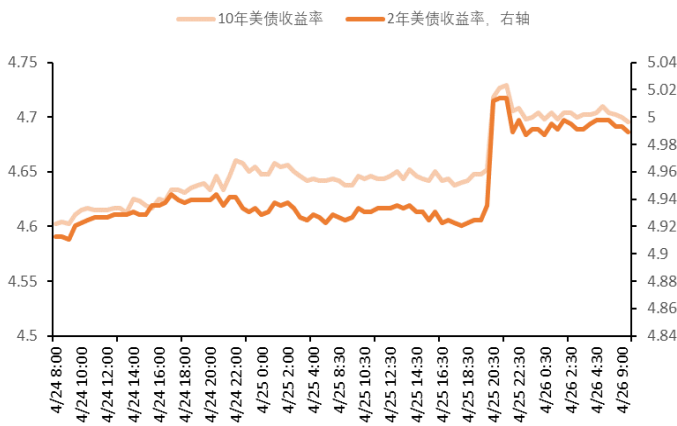
■ 量价之间仍是通胀主导债市定价

债市方面，PCE 通胀数据超预期再度催化降息预期调整，量价之间仍是通胀主导债市定价。PCE 强势和同日公布的初请失业金人数回落推动 2Y 和 10Y 美债利率分别站上 5.0%和 4.7%，后有所回落。标普 500 当日低开 1.5%，美元指数上涨 0.2%后有所回落。市场对今年降息幅度预期回落至 35BP 左右。

货币路径方面，我们维持基准情形下四季度降息一次的判断，同时建议观察可能打破当前通胀粘性状态的因素：1) 美债利率重回高位再度带来金融条件的收紧；2) 劳动力市场上，职位空缺率跌破阈值（可观察点位为 4.5%）带来失业率持续上行的压力；3) 美元指数走强带动大宗商品和美国进口价格回落。若以上驱动难以实现，核心 CPI 环比在 0.3%附近、同比呈现横盘震荡状态，这一情形下美联储可能全年均不会降息，甚至可能考虑加息来施加新的降温压力。

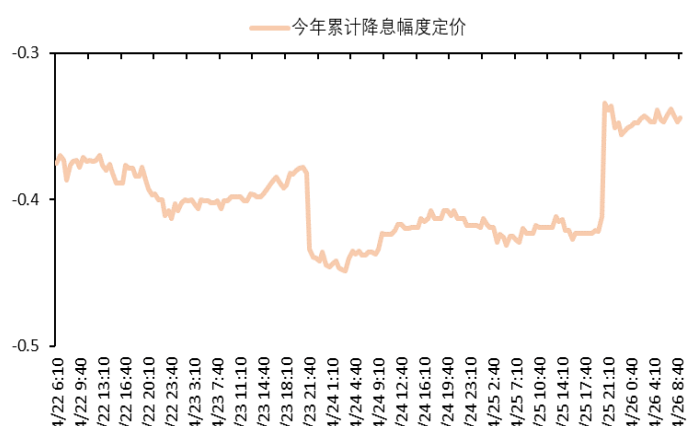
目前看 5 月议息会议可能基调明显转鹰，美债利率的调整空间仍在，但排除交易因素，仅从基本面角度看 10Y 美债利率升破 5% 概率不大。去年 10 月 10Y 美债利率逼近 5%，是在美债供给冲击、同时加息结束未完全得到确认、市场对加息尚有定价的情形下，而当下无论是货币路径还是美债供需结构均较去年 10 月压力减轻。汇率方面，美元仍处于微笑曲线右端，目前看欧央行 6 月降息前景逐渐明朗，美元指数仍有走强空间，人民币或在政策调控下缓慢释放贬值压力。

图表 10 数据公布后美债收益率上行 (%)



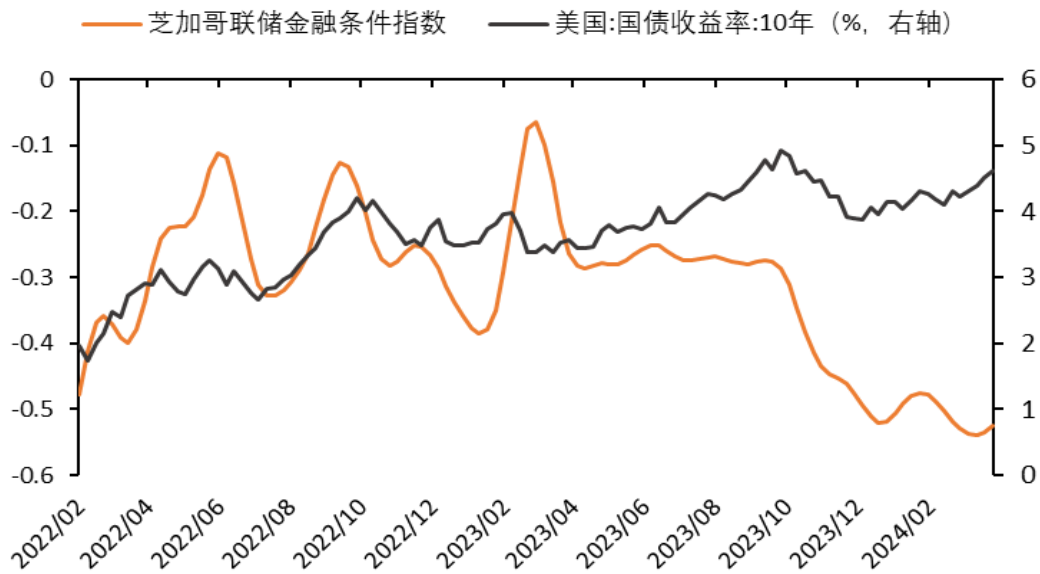
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表 11 市场预期美联储 24 年降息 35BP 左右 (%)



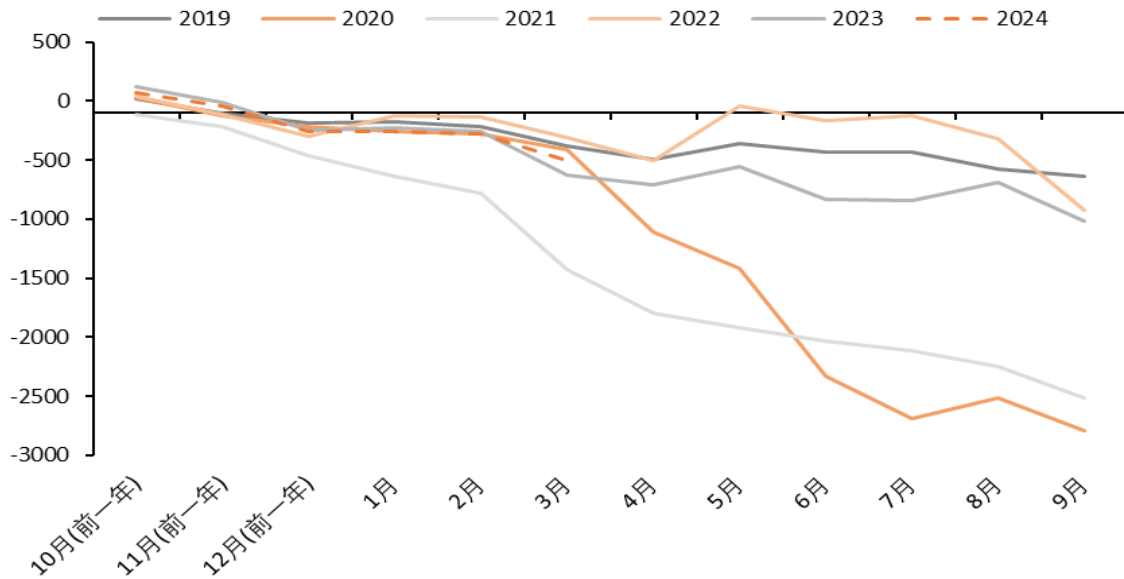
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表 12 去年四季度以来，金融条件明显宽松，或成为通胀粘性增加的推手



资料来源: Bloomberg, Wind, 平安证券研究所

图表13 财政累计基本赤字（除利息支出）仍处于往年高位水平（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表14 美联储官员近期表态

职位	姓名	投票权	表态	日期
美联储主席	鲍威尔 (Jerome Powell)	有	最近的数据显然没有给我们带来更大信心。相反地，它表明信心的实现可能需要比预期更长的时间。鉴于劳动力市场的强势和通胀停滞，让限制性政策有更多时间发挥作用是适当的。	2024/4/17
纽约联储主席	威廉姆斯 (John Williams)	有	货币政策处于良好的位置，没有降息的紧迫性。加息不是基准预期，但如果经济数据支持，加息也是有可能的。	2024/4/18
亚特兰大联储主席	博斯蒂克 (Raphael Bostic)	有	通胀仍然太高，降息可能等到年底时。对加息持有开放态度。	2024/4/19
芝加哥联储主席	古尔斯比 (Austan Goolsbee)	无	2024年到目前为止，通胀回落的进展已经停滞。不应该过分看重任何一个月数据，尤其是通胀数据杂音较多，但如果连续三个月都比较高，那么就不能忽视了。	2024/4/19

资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

- 风险提示：1) 终端利率持续时间更长；2) 地缘政治风险扩散；3) 通胀回落速度不及预期。

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±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±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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

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