

核心需求不弱，通胀关注度提升： 美国一季度GDP数据点评

团队成员

事件：

4月25日，美国商务部经济分析局（BEA）公布一季度美国GDP数据。初步核算，一季度实际GDP季调环比折年率1.6%，预期2.5%，前值3.4%；实际GDP同比3.0%，前值3.1%

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

联系人 石琳
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

投资要点：

Q1环比明显低于市场预期，显示美国经济动能边际衰减：（1）从总量看，环比折年率1.6%，较23Q4（3.4%）大幅走弱，低于市场预期的2.5%和亚特兰大联储GDP Now模型预估的2.7%；实际GDP同比3.0%，较23Q4（3.1%）略有下滑，但总体仍在高位；（2）分结构看，居民消费、政府部门消费、净出口环比均边际减弱，投资边际回升。对GDP的贡献度看，消费边际走弱，投资成为美国Q1GDP最主要拉动项，而净出口、政府部门消费和支出带来拖累。

核心需求仍然不弱，不能简单得出美国陷入滞涨的结论，且市场对通胀更为关注：（1）Q1美国经济数据低于预期，一方面或源于季节性调整等因素，例如Q4消费通常较高，季调后会导致Q1消费环比走弱。由于本次数据仅是初次公布值，后续不排除继续调整可能性；（2）剔除库存、政府和净出口的扰动，仅仅看美国消费和固定资产投资，其环比折年率从23Q4的3.5%降至2.8%，下行幅度相对有限，表明美国经济的核心增长动能虽在边际走弱，但仍相对有韧性，因此并不能简单得出经济陷入滞涨的结论；（3）从数据发布后各类资产的走势看，美股大跌、美债利率大幅上行，显然市场对通胀数据的关注度比超预期下行的GDP数据更大。

24Q1剔除食品和能源的核心PCE环比折年率为3.7%，显著高于前值（2%）和预期（3.4%）。目前市场对美联储降息节点的调整已较为充分，但通胀或仍有超预期可能性。

降息预期继续调整，短期风险资产或仍有压力：（1）数据公布后，市场降息预期降至年内仅9月降息1次，但不排除美联储全年不降息的可能性，而降息预期调整最陡峭的阶段大概率已过去；（2）短期看流动性受阻会继续对各类风险资产带来一定压力，美债利率高位震荡，美股仍有杀估值压力，美元或继续维持强势；（3）短期重点关注美国财政部季度发债计划及5月美联储议息会议结果，可能会对外部流动性带来干扰。

风险提示：一是美国通胀维持高位；二是地缘政治扰动下大宗商品上涨；三是流动性维持偏紧格局。

相关报告

- 1、《美联储首次降息前后资产价格表现》—2023.12.25
- 2、《2024 宏观经济展望：盈利回升，顺风而行》—2023.12.13
- 3、《经济韧性好于预期：美国三季度 GDP 数据点评》—2023.10.27



正文目录

1 核心需求仍然不弱，市场对通胀更为关心.....	3
2 市场降息预期继续调整，短期风险资产或仍有压力.....	7
3 风险提示.....	8

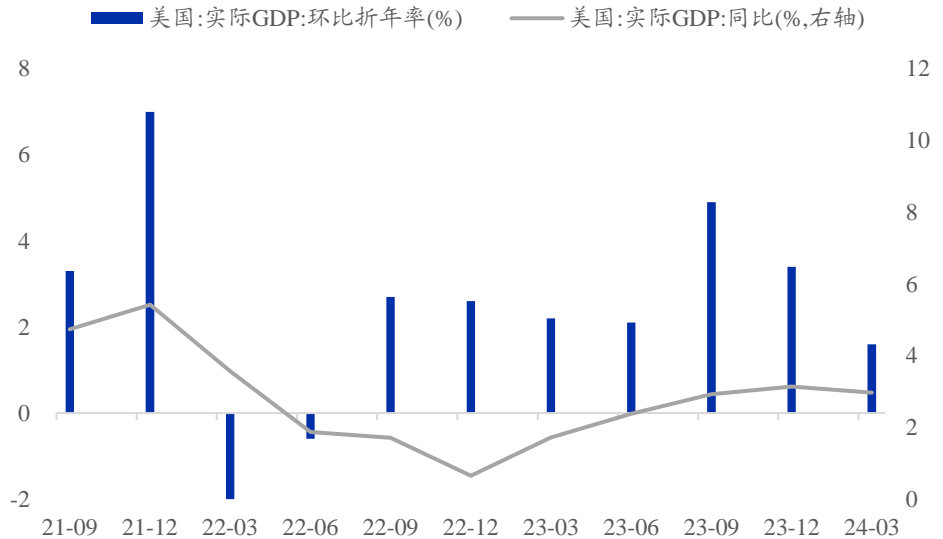
图表目录

图表 1：2024Q1 美国 GDP 环比折年率降至 1.6%.....	3
图表 2：居民消费、出口、政府部门环比减弱，投资环比提升.....	4
图表 3：投资是 24Q1GDP 主要拉动项.....	4
图表 4：24Q1 国内购买最终销售环比折年率由 3.5%降至 2.8%.....	5
图表 5：24Q1 核心 PCE 环比折年率提升至 3.7%.....	6
图表 6：按现有趋势推演，美国 CPI 同比年内低点或在 2.8%附近.....	6
图表 7：市场预期美联储年内仅 9 月降息 1 次.....	7

1 核心需求仍然不弱，市场对通胀更为关心

Q1 环比明显低于市场预期，美国经济动能边际衰减。BEA 公布的数据显示，美国 Q4 实际 GDP 环比折年率 1.6%，较 23Q4 (3.4%) 大幅走弱，低于市场预期的 2.5% 和亚特兰大联储 GDPNow 模型预估的 2.7%；实际 GDP 同比 3.0%，较 23Q4 (3.1%) 略有下滑，但总体仍在高位。

图表 1：2024Q1 美国 GDP 环比折年率降至 1.6%



来源：Wind、华福证券研究所

居民消费、政府部门消费、净出口环比均边际减弱，投资边际回升。消费方面，私人部门消费环比折年率由 23Q4 的 3.3% 降至 2.5%，其中商品项 (3.0%→-0.4%) 转负，耐用品 (3.2%→-1.2%)、非耐用品 (2.9%→0.0%) 均有所弱化，而服务项则环比继续改善 (3.4%→4.0%)，显示服务业韧性仍然较强；投资环比折年率由 23Q4 的 0.7% 回升至 3.2%，建筑降幅明显，但设备、知识产权和住宅均提升明显，尤其是住宅项大幅提升，受益于 23Q4 以来美国房地产景气度上行；进出口方面，23Q4 出口大幅下降 (5.1%→0.9%)，进口环比改善 (2.2%→7.2%)，合计的净出口对 GDP 环比贡献大幅下降；政府部门消费和投资环比减弱 (4.6%→1.2%)，联邦政府环比转负，总体反映财政脉冲在逐步消退。

图表 2: 居民消费、出口、政府部门环比减弱, 投资环比提升

	季调环比折年率 (%)				
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03
实际GDP	1.6	3.4	4.9	2.1	2.2
私人部门消费	2.5	3.3	3.1	0.8	3.8
商品	-0.4	3.0	4.9	0.5	5.1
耐用品	-1.2	3.2	6.7	-0.3	14.0
非耐用品	0.0	2.9	3.9	0.9	0.5
服务	4.0	3.4	2.2	1.0	3.1
私人部门投资	3.2	0.7	10.0	5.2	-9.0
固定资产投资	5.3	3.5	2.6	5.2	3.1
建筑	-0.1	10.9	11.2	16.1	30.3
设备	2.1	-1.1	-4.4	7.7	-4.1
知识产权	5.4	4.3	1.8	2.7	3.8
住宅	13.9	2.8	6.7	-2.2	-5.3
商品和服务出口	0.9	5.1	5.4	-9.3	6.8
商品和服务进口	7.2	2.2	4.2	-7.6	1.3
政府部门消费和投资	1.2	4.6	5.8	3.3	4.8
联邦政府	-0.2	2.4	7.1	1.1	5.2
州和地方政府	2.0	6.0	5.0	4.7	4.6

来源: Wind、华福证券研究所

消费边际走弱, 投资成为美国 Q1GDP 最主要拉动项, 而净出口、政府部门消费和支出带来拖累。对一季度 1.6% 的 GDP 环比折年率进行拆分, 私人部门消费、私人部门投资、净出口、政府部门消费和投资贡献率分别为 1.7%、0.6%、-0.9% 和 0.2%。其中, 消费中商品和服务分别拉动 GDP 达 -0.1% 和 1.8%, 也即消费主要由服务项拉动, 商品明显走弱; 投资端, 固投和存货变动分别拉动 0.9 和 -0.4 个百分点, 存货项降幅边际收窄, 而住宅、知识产权、设备类投资均明显走强; 净出口拉动大幅转弱(0.3% → -0.9%), 主要源于出口下降(0.6% → 0.1%) + 进口增加(-0.3% → -1.0%); 政府部门拉动边际下降(0.8% → 0.2%), 财政脉冲仍在持续减弱过程中。

图表 3: 投资是 24Q1GDP 主要拉动项

	GDP 贡献率				
	24-03	23-12	23-09	23-06	23-03
实际GDP	1.6	3.4	4.9	2.1	2.2
私人部门消费	1.7	2.2	2.1	0.6	2.5
商品	-0.1	0.7	1.1	0.1	1.1
耐用品	-0.1	0.3	0.5	0.0	1.1
非耐用品	0.0	0.4	0.6	0.1	0.1
服务	1.8	1.5	1.0	0.4	1.4
私人部门投资	0.6	0.2	1.7	0.9	-1.7
固定资产投资	0.9	0.6	0.5	0.9	0.5
建筑	0.0	0.3	0.3	0.5	0.8
设备	0.1	-0.1	-0.2	0.4	-0.2
知识产权	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2
住宅	0.5	0.1	0.3	-0.1	-0.2
存货变动	-0.4	-0.5	1.3	0.0	-2.2
商品和服务净出口	-0.9	0.3	0.0	0.0	0.6
出口	0.1	0.6	0.6	-1.1	0.8
进口	-1.0	-0.3	-0.6	1.1	-0.2
政府部门消费和投资	0.2	0.8	1.0	0.6	0.8
联邦政府	0.0	0.2	0.5	0.1	0.3
州和地方政府	0.2	0.6	0.5	0.5	0.5

来源：Wind、华福证券研究所

剔除库存、政府和净出口的干扰，美国消费和投资的环比下降幅度有限，韧性仍相对较强，并不能简单得出经济陷入滞涨的结论。Q1 美国经济数据低于预期，一方面或源于季节性调整等因素，例如 Q4 消费通常较高，季调后会导致 Q1 消费环比走弱。由于本次数据仅是初次公布值，后续不排除继续调整可能性。另一方面，剔除库存、政府和净出口的扰动，仅仅看美国消费和固定资产投资，其环比折年率从 23Q4 的 3.5% 降至 2.8%，下行幅度相对有限，表明美国经济的核心增长动能虽然在边际走弱，但仍相对有韧性，因此并不能简单得出经济陷入滞涨的结论。

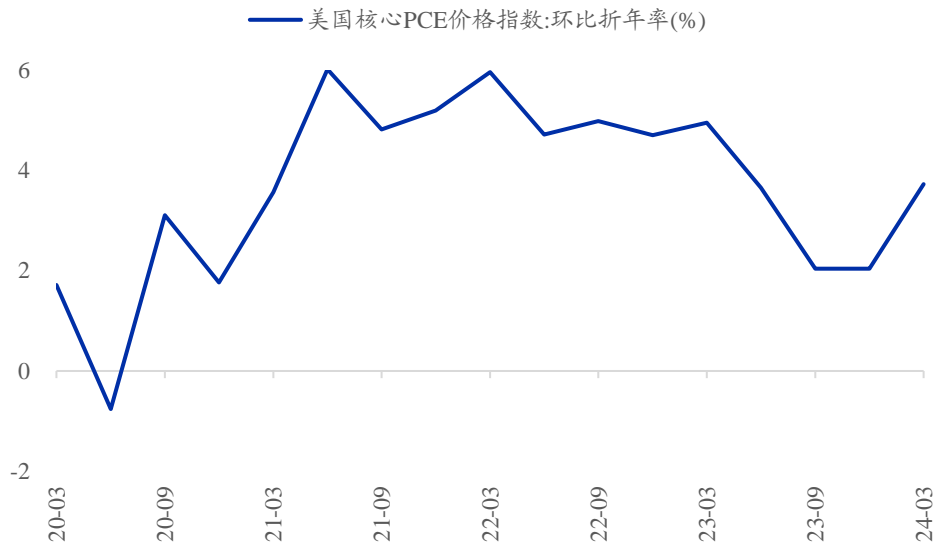
图表 4：24Q1 国内购买最终销售环比折年率由 3.5% 降至 2.8%



来源：Wind、华福证券研究所；国内购买最终销售为个人消费支出和私人固定投资总额的总和

与 GDP 超预期下滑相比，市场对通胀的关注度更为明显。与 GDP 数据一起，BEA 同样公布 24Q1 的 PCE 价格指数，而由于后者是美联储更为关注的通胀指标，因此市场普遍关注。24Q1 剔除食品和能源的核心 PCE 环比折年率为 3.7%，显著高于前值（2%）和预期（3.4%）。从数据发布后各类资产的走势看，美股大跌、美债利率大幅上行，显然市场对通胀数据的关注度比超预期下行的 GDP 数据更大。

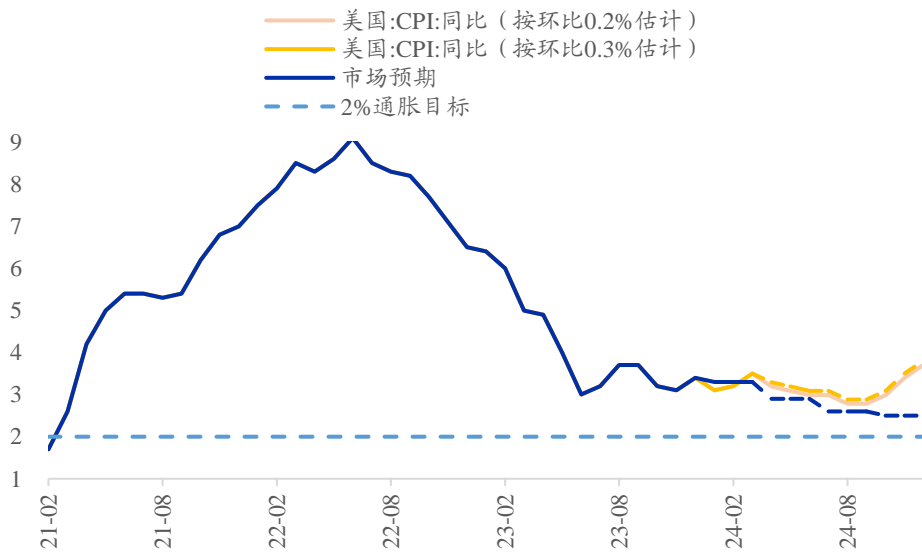
图表 5: 24Q1 核心 PCE 环比折年率提升至 3.7%



来源: Wind、华福证券研究所

根据我们此前在报告中所指出的,按现有趋势推演,美国 CPI 同比年内低点或在 2.8%附近,很难达到美联储 2%目标。截至 2024.03,美国 CPI 同比为 3.5%,即使按环比 0.2%的偏弱假设看,到 8-9 月有望达到全年最低的 2.8%,随后在基数效应作用下再度回至 3%以上。美国通胀下行速率偏缓,固然有 23Q4 美联储提前释放偏鸽信号、对经济和各类资产均带来提振的效应,但大宗商品价格上涨及房租项的卷土重来,或是美联储有心无力的痛点。其中资源品上涨背后的供给侧受限、美元信用受冲击的逻辑,房租项强势背后的美国住房市场紧平衡、库存水位极低,很难通过美联储加息对冲,或持续对美国通胀带来提振。目前市场对美联储降息节点的调整已较为充分,但通胀或仍有超预期可能性。

图表 6: 按现有趋势推演,美国 CPI 同比年内低点或在 2.8%附近



来源: Wind、Eikon、华福证券研究所

2 市场降息预期继续调整，短期风险资产或仍有压力

市场降息预期降至年内仅 9 月降息 1 次、调整已较为充分，但不排除美联储全年不降息的可能性，而降息预期调整最陡峭的阶段大概率已过去。GDP 数据公布后，CME 利率期货隐含的降息预期由此前的 9 月开始降息 2 次，下降至仅 9 月降息 1 次，调整已较为充分。但根据我们此前在报告中所指出的，美国经济韧性仍然偏强，且二次通胀风险不可小觑，市场降息预期有可能继续回调，不排除美联储全年不降息的可能性。因此降息预期调整或尚未结束，仍有一定尾部风险，但最陡峭的阶段大概率已经过去。

图表 7：市场预期美联储年内仅 9 月降息 1 次

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		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	99.4%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	85.2%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	30.4%	66.0%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	14.1%	44.6%	39.7%	0.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	20.7%	43.6%	31.3%	0.2%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.7%	10.5%	29.6%	38.8%	19.2%	0.1%
2025/1/29	0.0%	0.6%	4.2%	15.8%	32.1%	33.4%	13.9%	0.1%
2025/3/19	0.2%	2.0%	8.7%	22.2%	32.6%	25.7%	8.5%	0.1%
2025/4/30	0.7%	3.6%	12.1%	24.8%	30.9%	21.5%	6.4%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

数据发布后美债利率大幅上行、美股下跌，短期看流动性受阻会继续对各类风险资产带来一定压力。美国 Q1GDP 数据公布后，10 年期美债利率上行 6BP、再度回至 4.7% 附近；美股三大股指总体收跌，道琼斯、纳斯达克、标普 500 跌幅分别 -0.98%、-0.64%、-0.46%。根据我们此前在报告中所指出的，流动性宽松阶段性受阻对各类风险资产或继续带来压力：（1）美债：在经济或通胀明显冷却前，美债利率大概率高位震荡，但触及 23Q4 的 5.0% 概率较低；（2）美股：盈利端仍稳健，但估值已超过去 10 年均值水平，“杀估值”或尚未结束；（3）美元：“美强欧弱”格局延续，叠加欧央行转向大概率先于美联储，强美元格局有望延续；（4）人民币汇率：人民币汇率常态化波动或加大，强美元和中美资金利率差对人民币汇率仍构成一定压制，但国内货币政策稳汇率基调不变，贬值幅度或相对有限；（5）A 股：美债利率实质性回落前，红利占优行情或将延续。

后续重点关注美国财政部季度发债计划及 5 月美联储议息会议结果。往后看，短期内首先关注月底美国财政部即将公布的 2024H2 发债计划，若超市场预期，不排除在供给扰动下美债利率仍有上行风险；另一方面，重点关注 5 月初美联储议息会议结果，5 月不降息已是大概率事件，议息会议和鲍威尔的相关表述大概率是市场关注焦点。



3 风险提示

一是美国通胀维持高位；二是地缘政治扰动下大宗商品上涨；三是流动性维持偏紧格局。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn