

宏观报告

证券研究报告

2024年04月26日

美国经济“滞胀”了吗？

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年4月第4周》2024-04-23
- 2 《宏观报告：宏观-拆解定量资产配置模型系列 1——什么是我们眼中好的交易拥挤度指标？》2024-04-19
- 3 《宏观报告：宏观-经济数据缘何超预期》2024-04-17

2024Q1 美国实际 GDP 环比折年录得 1.6%，明显低于彭博一致预期的 2.5%，是 2022 Q2 以来最低增速。同时 Q1 核心 PCE 年化从前值 2.0%大幅反弹至 3.7%，高于彭博一致预期的 3.4%。美国经济和物价数据呈现出了“滞胀”的组合，即经济增速相对放缓而通胀又超预期反弹。

总的来说，我们认为美国整体经济运行或将持续朝着“不着陆”与二次通胀加剧的方向演进；从全球的格局来看，美国偏“胀”，欧洲偏“滞”的格局或将延续。

具体来看，GDP 最大的拖累项来自净出口，但本质上是美国内需强劲，而出口（全球需求）相对疲软的体现。其次，虽然个人消费有所降温，但依然是 GDP 最大贡献项（+1.68%）。尤其值得关注商品消费转向负贡献（-0.09%），而服务消费对 GDP 贡献 1.78%。我们认为未来美国消费结构占比或会继续向服务消费倾斜；除此之外，这也印证了我们在 2024 年 4 月 11 日报告《美国二次通胀形成了吗？》中的观点，即“这些不可贸易的服务业消费，尤其是低技能服务业消费，或将带来更大的核心通胀压力”。

再者，私人投资方面持续回暖，固定投资分项贡献 0.91%，其中非住宅投资与住宅投资双双增长。值得关注的是住宅投资环比拉动 GDP 0.52%，较前值 0.11%进一步上行，在高利率环境下住宅建造支出正经历史逆势增长。

我们认为 2024 年可能开启新一轮独栋建筑（Single-Family）的建造周期，美国地产周期的持续复苏也已扩散至投资端。

从通胀的角度看，我们认为核心 PCE 物价的超预期反弹主要是火热的服务需求拉动。当前无论是 PCE 还是 CPI，整个美国通胀反弹的趋势是比较清晰的；从 4%以上的居民薪资增速传导到服务消费高增，再传导到服务业推动下的高核心通胀的整体逻辑也很顺畅。

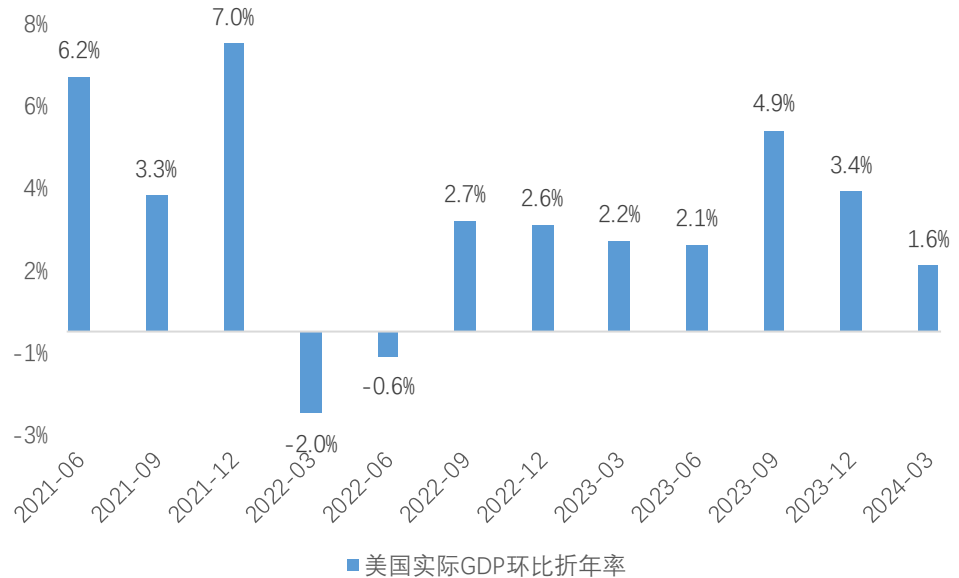
持续反弹的核心 CPI，超级核心 CPI 以及核心 PCE，都意味着美国的二次通胀可能已不仅是“叙事”。我们再次明确认为应该重视美国当前二次通胀的趋势，如果地缘冲突带动原油价格进一步上行，不能排除联储加息的可能。

我们认为美国整体经济运行正持续朝着“不着陆”与二次通胀加剧的方向演进；面对这份“细节强于总量”的经济数据与同比 3.7%的核心 PCE 物价增速，应当对潜在的加息多一份“正视”，对美国消费的韧性多一份“认知”。

风险提示：美国流动性超预期收紧，美股服务消费超预期回落，美国贷款违约率超预期升高

2024Q1 美国实际 GDP 环比折年录得 1.6%，明显低于彭博一致预期的 2.5%，是 2022 Q2 以来最低增速。同时 Q1 核心 PCE 年化从前值 2.0% 大幅反弹至 3.7%，高于彭博一致预期的 3.4%。美国经济和物价数据呈现出了“滞胀”的组合，即经济增速相对放缓而通胀又超预期反弹。

图 1：美国实际 GDP 环比折年率录得 2022 Q2 以来新低



资料来源：Wind，天风证券研究所

总的来说，我们认为美国整体经济运行或将持续朝着“不着陆”与二次通胀加剧的方向演进；从全球的格局来看，美国偏“胀”，欧洲偏“滞”的格局或将延续。

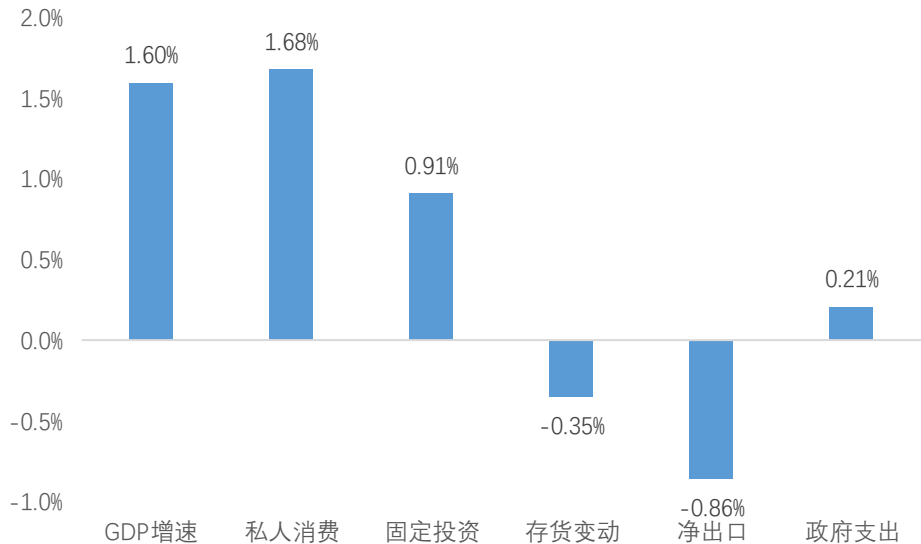
图 2：美国核心 PCE 明显反弹



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

具体来看，我们认为结构上看美国经济增长比纸面上的 1.6% 要强劲一些：

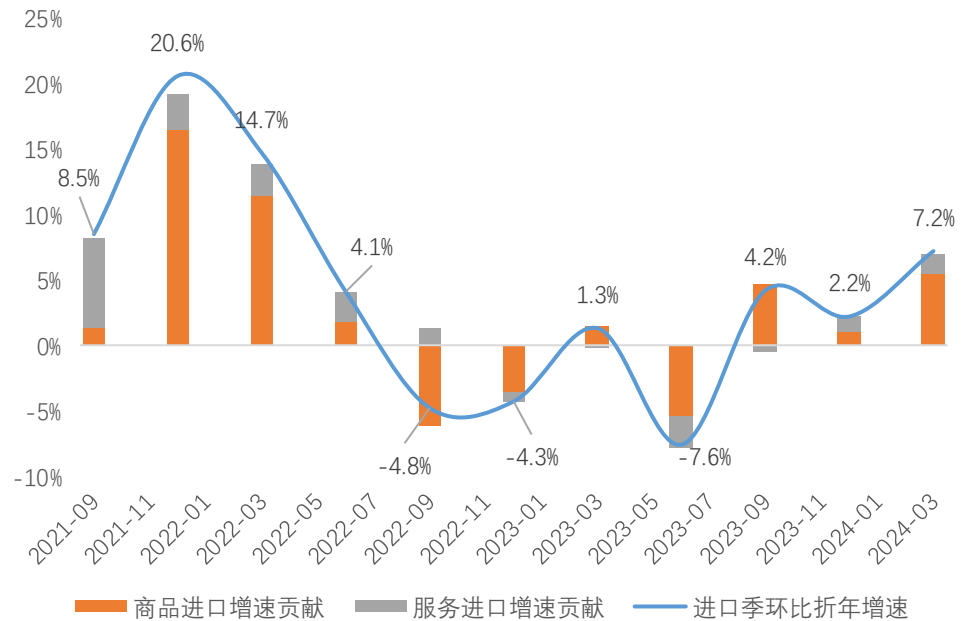
图 3：2024 Q1 美国实际 GDP 环比增速拆解



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

首先, GDP 最大的拖累项来自净出口, 共拖累 GDP 0.86%, 其中进口拖累 0.96%。从进口的角度看, 2024 Q1 美国进口增速折年率录得 7.2%, 是 2022 Q1 以来最快增速。因此, 净出口对 GDP 的拖累本质上是美国内需强劲, 而出口 (全球需求) 相对疲软的体现。

图 4: 美国进口持续反弹, 反应出内需的强劲

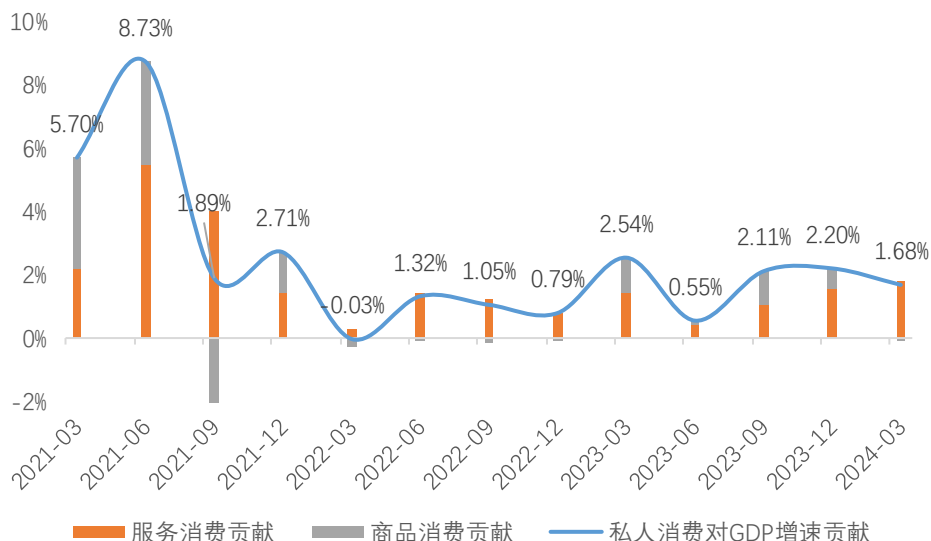


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

其次, 虽然个人消费有所降温, 但依然是 GDP 最大贡献项 (+1.68%)。尤其值得关注商品消费转向负贡献 (-0.09%), 而服务消费对 GDP 贡献 1.78%, 是 2021 Q3 以来新高。

我们认为未来美国消费结构占比或会继续向服务消费倾斜; 除此之外, 这也印证了我们在 2024 年 4 月 11 日报告《美国二次通胀形成了吗?》中的观点, 即“这些不可贸易的服务业消费, 尤其是低技能服务业消费, 或将带来更大的核心通胀压力”。

图 5: 美国私人服务消费仍然强劲, 推动通胀超预期上行



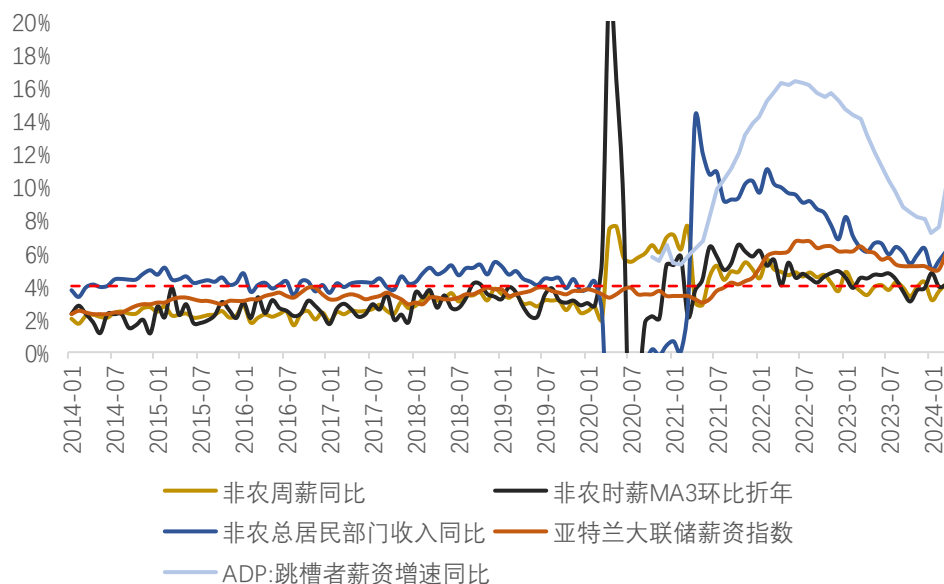
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

再者，私人投资方面持续回暖，固定投资分项贡献 0.91%，其中非住宅投资与住宅投资双双增长。值得关注的是住宅投资环比拉动 GDP 0.52%，较前值 0.11%进一步上行，在高利率环境下住宅建造支出正经历逆势增长。

我们认为 2024 年可能开启新一轮独栋建筑（Single-Family）的建造周期，美国地产周期的持续复苏也已扩散至投资端。

从通胀的角度看，我们认为核心 PCE 物价的超预期反弹主要是火热的服务需求拉动。当前无论是 PCE 还是 CPI，整个美国通胀反弹的趋势是比较清晰的；从 4%以上的居民薪资增速传导到服务消费高增，再传导到服务业推动下的高核心通胀的整体逻辑也很顺畅。

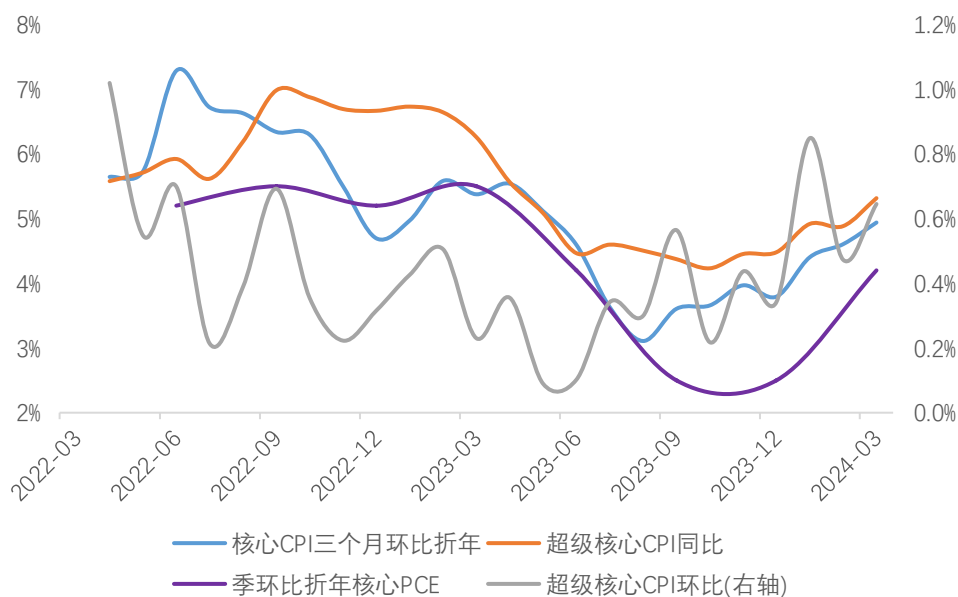
图 6: 美国居民部门收入全面修复



资料来源: Wind, ADP Institute, 天风证券研究所

持续反弹的核心 CPI，超级核心 CPI 以及核心 PCE，都意味着美国的二次通胀可能已不仅是“叙事”。我们再次明确认为应该重视美国当前二次通胀的趋势，如果地缘冲突带动原油价格进一步上行，不能排除联储加息的可能。

图 7: 美国的二次通胀趋势已经形成



资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

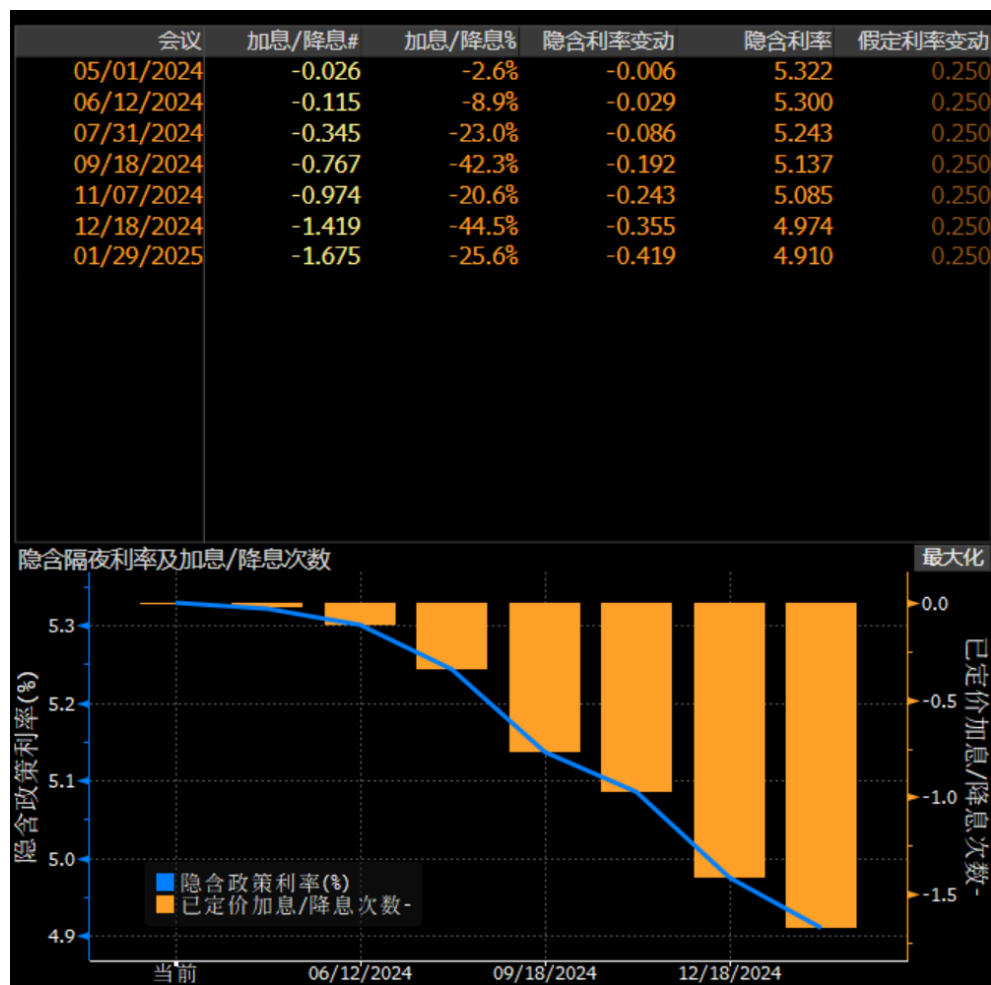
从数据发布后的市场反映看，美指、美债收益率走高，黄金震荡走强，美股明显下跌，更多的还是在交易偏滞涨的逻辑。同时市场进一步修正联储降息路径，包括不完全定价年内降息预期，以及年内首次一致降息推迟至12月。

图 8：数据发布后，市场开始交易偏滞涨逻辑



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 9：首次一致降息预期时点已推后至 12 月



在美国消费 2024Q1 环比增长 2.5%，尤其是服务消费环比增长 4%的背景下，我们认为衰退并不是一个基准情形，控通胀在联储的反应函数中或将明显高于稳增长权重。

我们认为美国整体经济运行正持续朝着“不着陆”与二次通胀加剧的方向演进；面对这份“细节强于总量”的经济数据与同比 3.7%的核心 PCE 物价增速，应当对潜在的加息多一份“正视”，对美国消费的韧性多一份“认知”。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com