



研究所

分析师:黄付生
SAC 登记编号:S1340522060002
Email:huangfusheng@cnpsec.com
研究助理:李起
SAC 登记编号:S1340124030007
Email:liqi@cnpsec.com
研究助理:高晓洁
SAC 登记编号:S1340124020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《4月高频数据稳中略降，政策进入落地执行期》 - 2024.04.22

宏观观点

“滞涨”或言之尚早——美国一季度 GDP 解读

● 核心观点

本周美国公布的一季度 GDP 数据低于市场预期，但我们认为，美国实际经济状况或强于本次数据直接反映。一季度 GDP 数据主要的拖累来自三个方面：净出口、库存投资和居民商品消费。

与 2022 年一季度类似，本季度净出口成为拖累项，主要是因为进口快速增长叠加出口疲软。值得注意的是，尽管本季度进口以 7.2% 的增速强劲增长，但消费和库存投资均表现疲弱，这可能表明很大一部分进口流向了固定投资，意味着美国就业可能仍有韧性。

一季度库存对 GDP 的负贡献比四季度有所收窄。从库存周期的角度来看，领先于库存的销售和进口增速均已触底回升，库存同比增速也已经走平，表明美国即将进入补库周期。这也将对我国的出口带来一定的提振。

消费方面，尽管居民商品消费转为负贡献，但居民服务消费仍是经济增长的主要推动力。

因此，我们认为，美国经济可能强于本次经济数据的直接体现，“滞涨”或言之尚早。结合 1-3 月 PCE 环比出现反弹来看，美联储距离达成“通胀持续向 2% 回落”的降息条件仍有距离，预计今年内可能只有一次降息。

● 风险提示：

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；美国物价水平超预期回落；金融风险事件。

目录

1 美国经济增长或强于数据直接反映	4
2 核心通胀仍有韧性	6
3 风险提示	7

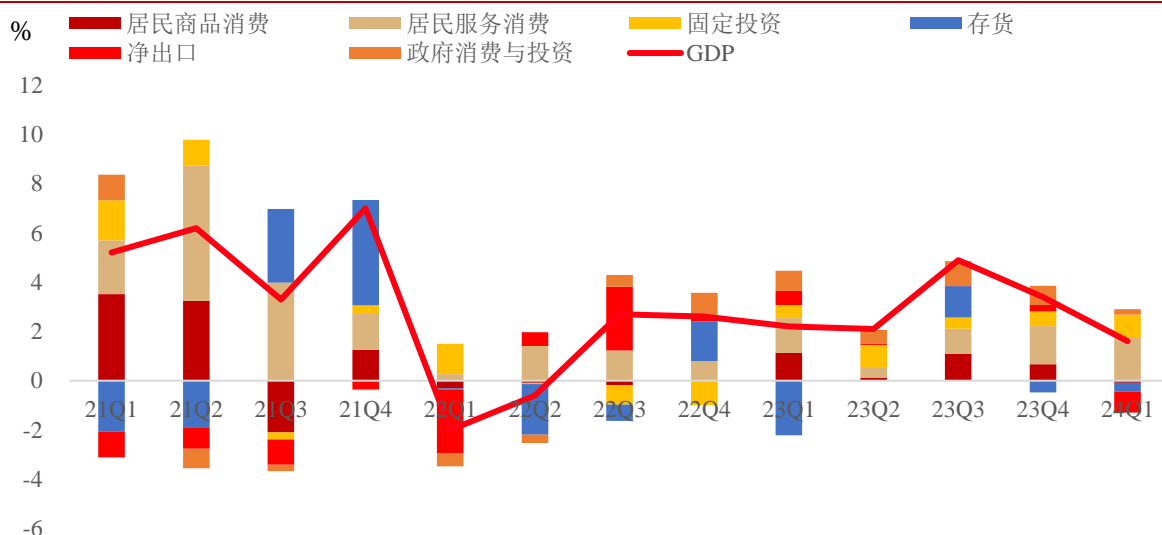
图表目录

图表 1: 净出口、存货、居民商品消费是一季度 GDP 的主要拖累项.....	4
图表 2: 一季度出口下降, 进口增长 (%)	4
图表 3: 一季度美国贸易逆差扩大 (百万美元)	4
图表 4: 一季度商品消费转为负贡献	5
图表 5: 一季度美国投资贡献改善, 存货仍是主要拖累	5
图表 6: 库存滞后于销售和进口, 美国进入补库周期	5
图表 7: 美国 1-3 月 PCE 物价指数环比出现反弹	6

1 美国经济增长或强于数据直接反映

周四晚美国公布一季度 GDP 数据，年化增速为 1.6%，低于市场预期，主要的拖累来自三个方面：居民商品消费、净出口和库存投资。

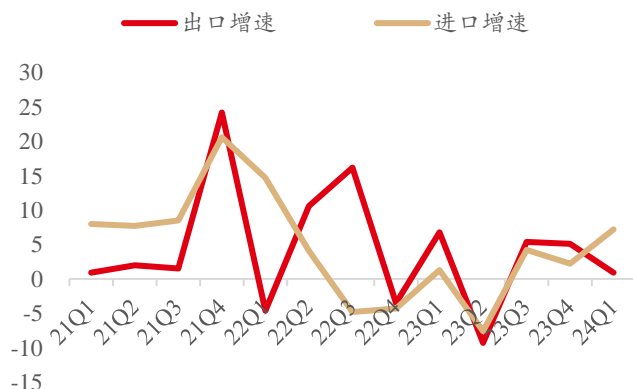
图表1：净出口、存货、居民商品消费是一季度 GDP 的主要拖累项



资料来源：BEA，中邮证券研究所

与 2022 年一季度类似，本季度净出口成为拖累项，主要是因为进口快速增长叠加出口疲软。值得注意的是，尽管本季度进口以 7.2% 的增速强劲增长，但消费和库存投资均表现疲弱，这可能表明很大一部分进口流向了固定投资，意味着美国就业可能仍有韧性。

图表2：一季度出口下降，进口增长 (%)



资料来源：BEA，中邮证券研究所

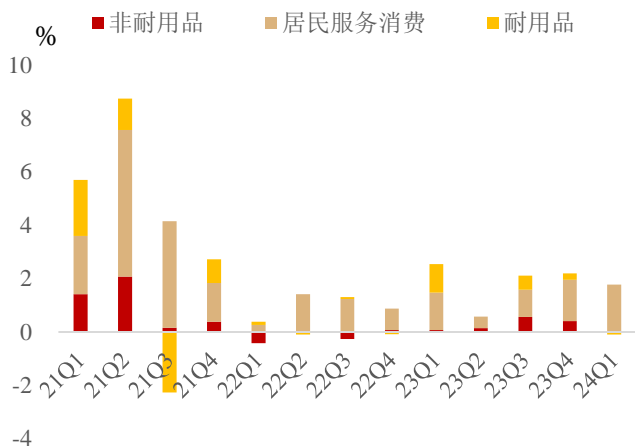
图表3：一季度美国贸易逆差扩大 (百万美元)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

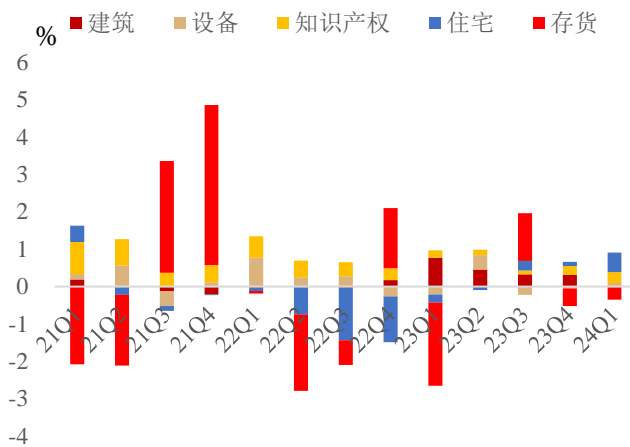
消费方面，居民服务消费仍是经济增长的主要推动力，其中主要贡献项是医疗保健、金融服务和保险。而商品消费一季度转为负贡献，其中下降的主要是汽车和零部件以及汽油和其他能源商品。根据 BEA 的分析，汽车和零部件销量下降的主要原因是新轻型卡车销量下降。

图表4：一季度商品消费转为负贡献



资料来源：BEA，中邮证券研究所

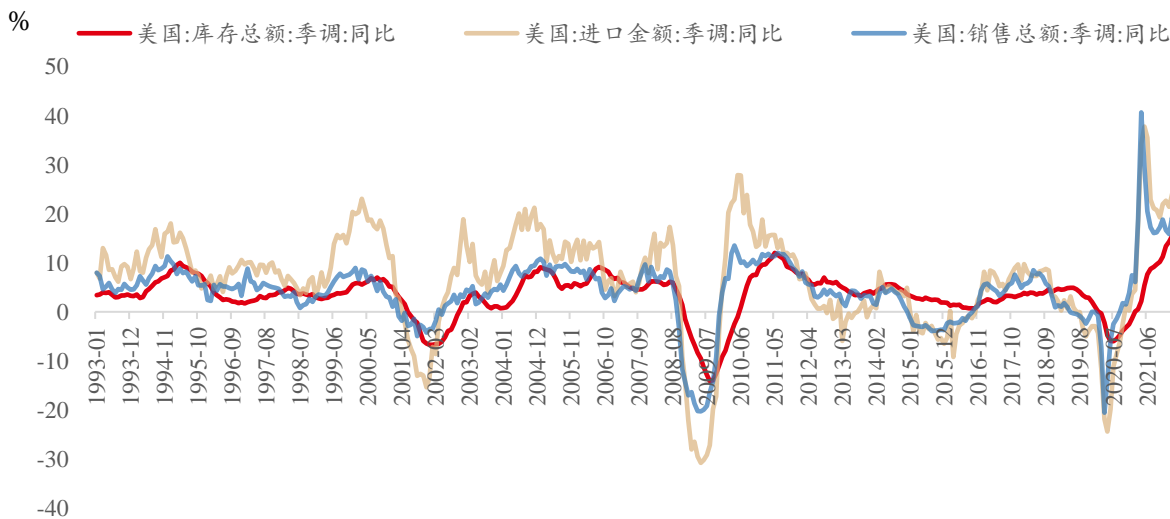
图表5：一季度美国投资贡献改善，存货仍是主要拖累



资料来源：BEA，中邮证券研究所

一季度虽然库存成为主要拖累项，但我们认为无需过度担忧。数据上看，库存对 GDP 的负贡献比四季度有所收窄。从库存周期的角度来看，领先于库存的销售和进口增速均已触底回升，库存同比增速也已经走平，表明美国即将进入补库周期。这也将对我国的出口带来一定的提振。

图表6：库存滞后于销售和进口，美国进入补库周期



资料来源：iFind，中邮证券研究所

虽然库存投资仍然弱势，但**一季度住宅投资表现亮眼**。一季度国内私人投资增速为 3.2%，其中住宅大幅反弹，增速为 13.9%。BEA 分析认为，这部分增长主要由经纪人佣金和其他所有权转让成本以及新的单户住宅建设带动。结合近期美联储公布的褐皮书显示，住宅地产需求仍然强劲，但由于天气、木材供应等原因，新房供给仍然不足，处于历史低位的房屋库存阻碍了销售的复苏。

非住宅固定投资的增长则主要是由知识产权产品和设备的增长带动的，显示拜登政府三大法案下（《基础设施投资和就业法案》、《芯片法案》、《通胀削减法案》），制造业回流或取得一定成效。

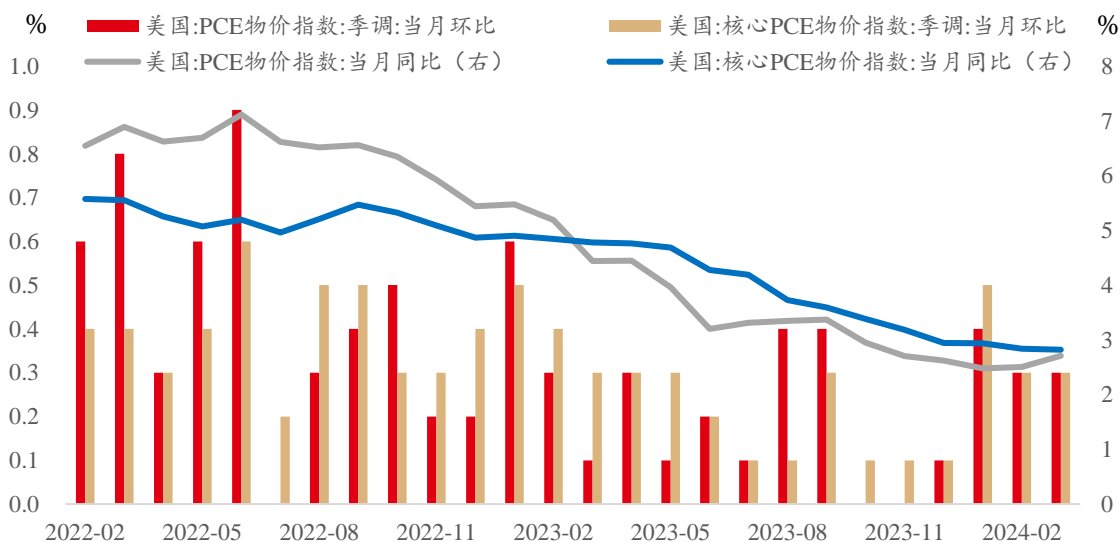
综上所述，**美国经济可能强于本次经济数据的直接体现，“滞涨”或言之尚早。**

2 核心通胀仍有韧性

一季度核心 PCE 的增长同样来自服务。服务价格上涨主要由房价带动，商品价格下降则主要由汽车和零部件价格带动。

结合 1-3 月 PCE 环比出现反弹来看，**美联储距离达成“通胀持续向 2% 回落”的降息条件仍有距离，预计年内可能只有一次降息。**

图表7：美国 1-3 月 PCE 物价指数环比出现反弹



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 风险提示

美国经济基本面超预期走弱；美联储降息幅度和速度超预期；美国物价水平超预期回落；金融风险事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048