

# 美国一季度 GDP 点评：经济增长放缓、通胀反弹



沈夏宜 分析师  
Email:shenxiayi@lczq.com  
证书:S1320523020004



杨见一 研究助理  
Email:yangjianyi@lczq.com

## 核心观点：

**美国一季度实际 GDP 环比折年率 1.6%，不及预期。**从分项上看，消费仍为最大拉动项，环比贡献 1.68%。私人投资环比贡献 0.56%，净出口 -0.86%，政府支出 0.21%。物价方面，一季度 PCE（季比折年）反弹至 3.4%，前值 1.7%。经济增长不及预期、通胀季度环比走高引发市场对美国滞胀风险的担忧。当前市场对 2024 年美联储首次降息的预期已推后至 9 月，预计全年降息 1 次。

**个人消费方面，一季度美国消费韧性持续拉动经济增长。**一季度个人消费环比折年 2.5%，前值 3.3%。从贡献率来看，服务消费保持最高贡献率（1.78%），非耐用品贡献为零，耐用品消费负增长（-0.09%）。耐用品消费转弱主要系一季度油价走高，汽车需求偏弱，一季度汽车零售环比仅增加 0.14%，前值 2.39%。向前看，领先指标红皮书指数显示 4 月零售或将保持一季度增长水平，2024 年美国消费韧性仍然值得关注。

**价格方面，一季度 PCE 环比折年 3.4%，核心 PCE 3.7%，远超预期。**2024 年 1-3 月，美国 PCE 物价指数均保持了 0.3-0.4% 的月环比增长，较 2023 年 10-12 月 0-0.1% 的环比增速有明显反弹。其中，非核心方面，能源价格走高是主要原因。核心方面，除去能源和房屋价格的核心服务业价格环比大幅回升是主要原因。

**投资方面，一季度降息预期下住宅投资回升；库存方面累库放缓。**美国一季度私人投资环比折年 3.2%，较前值有所回升。在年初市场对美联储即将降息、全年降息 6 次的预期下，一季度住宅投资转为投资的主要拉动项，环比折年 13.9%，前值 2.8%。非住宅投资方面，设备投资持续回温，指向美国制造业投资或转暖。库存方面，一季度美国库存变化贡献 -0.35%，前值 -0.47%。制造商库存波动，而批发商、零售商库存回升。

**结合数据来看，当前美国经济表现不满足降息条件，但强劲势头或减弱。**回顾一季度美国各项宏观数据，可以看到 CPI、PCE 等通胀数据连续反弹，新增就业人数和失业率偏强反映就业市场稳健，而 GDP、制造业 PMI 等数据不及预期，指向美国经济已经从旺盛逐步转弱。如果物价不能如期回落，那么美国将面临经济加速降温的压力。

**风险提示：**美国经济韧性超预期；美联储货币政策紧缩超预期。

## 相关报告

3 月财政数据解读：中央支出继续发力，地方支出节奏待提升

2024.04.25

美国 3 月 CPI 点评：住房价格韧性叠加能源价格上行拉动通胀超预期

2024.04.17

3 月金融数据点评：社融增速接近底部区域，二季度有望边际改善

2024.04.15

## 目 录

1. 美国 2024 年一季度实际 GDP 环比折年 1.6%.....	4
1.1 消费：服务消费持续支撑个人消费支出.....	4
1.2 私人投资：降息预期下住宅投资回温，库存变化较上期放缓.....	6
1.3 净出口：内需支撑下进口再走扩，净出口为一季度主要拖累.....	7
1.4 政府支出和投资：联邦政府收紧财政政策.....	8
2. 美联储无意再加息，但降息前景暂不明，经济或承压.....	9
3. 风险提示.....	9

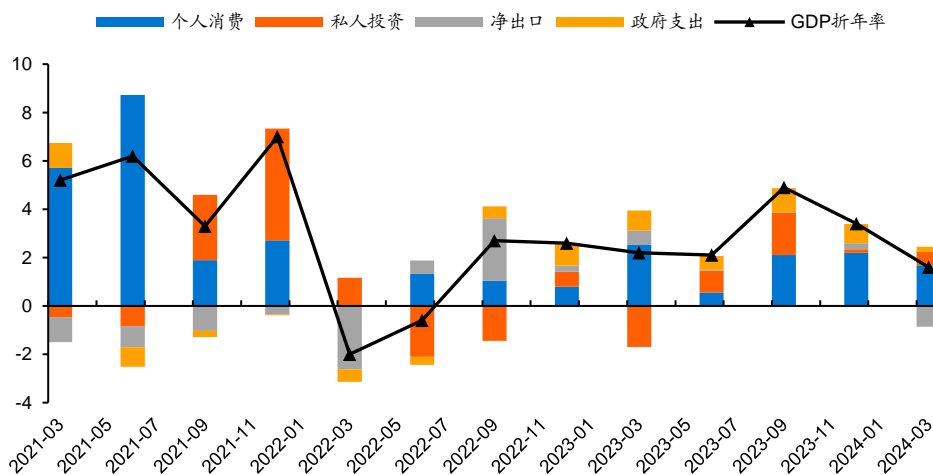
## 图表目录

图 1	一季度美国 GDP 分项中消费为最大拉动项 (%)	4
图 2	美国一季度 PCE 价格指数环比大幅反弹 (%)	4
图 3	服务消费贡献率走高, 支撑一季度 PCE (%)	5
图 4	美国零售分项同比贡献率拆分 (%)	5
图 5	领先指标红皮书指数显示美国消费仍有回升空间 (%)	5
图 6	美国一季度 PCE 价格指数分项同环比变化 (%)	6
图 7	美国私人投资分项贡献率拆分 (%)	6
图 8	美国新屋、成屋销售额同比及房贷利率 (%)	7
图 9	美国上中下游库存水平同比 (%)	7
图 10	美国进出口分项贡献率 (%)	8
图 11	一季度美债利率、美元指数回升 (%)	8
图 12	美国政府支出和投资分项拆分 (%)	9

## 1. 美国 2024 年一季度实际 GDP 环比折年 1.6%

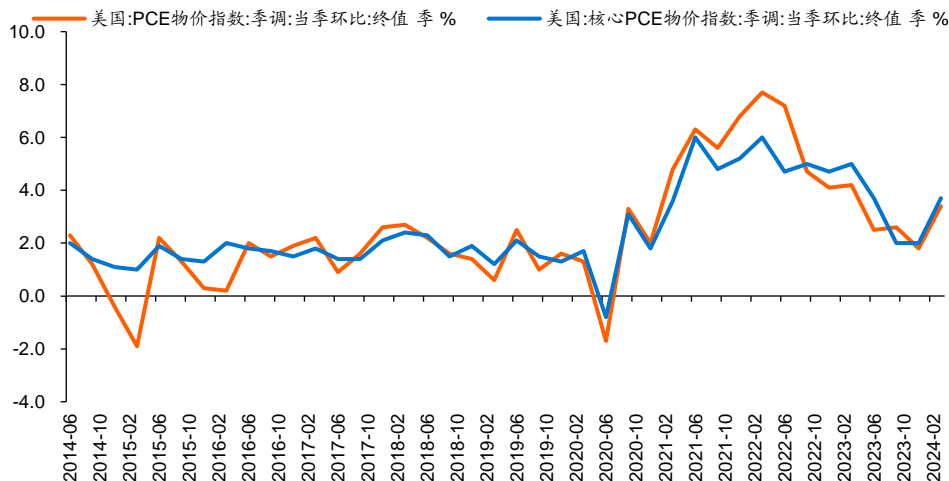
美国一季度实际 GDP 环比折年率 1.6%，不及预期（2.5%）。从分项上看，消费仍为最大拉动项，环比贡献 1.68%。私人投资环比贡献 0.56%，净出口-0.86%，政府支出 0.21%。GDP 增速不及预期主要受净出口拖累，然而进口走高仍然指向美国内需偏强。物价方面，一季度 PCE（季比折年）反弹至 3.4%，前值 1.7%。经济增长不及预期、通胀季度环比走高引发了市场对美国滞胀风险的担忧。当前市场对 2024 年美联储首次降息的预期已推后至 9 月，预计全年降息 1 次。

图1 一季度美国 GDP 分项中消费为最大拉动项（%）



资料来源：iFinD，联储证券研究院

图2 美国一季度 PCE 价格指数环比大幅反弹（%）

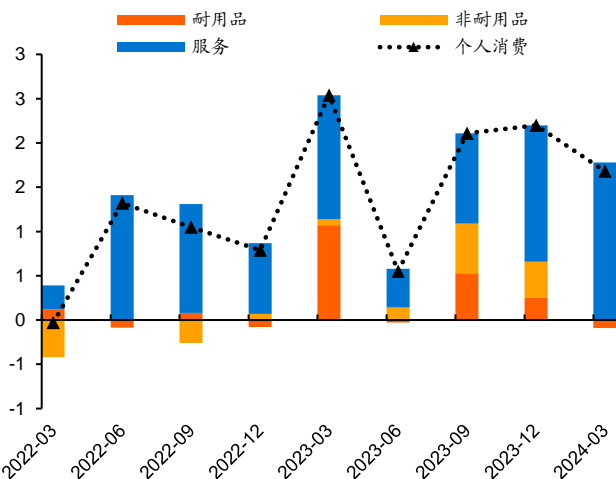


资料来源：FRED，联储证券研究院

### 1.1 消费：服务消费持续支撑个人消费支出

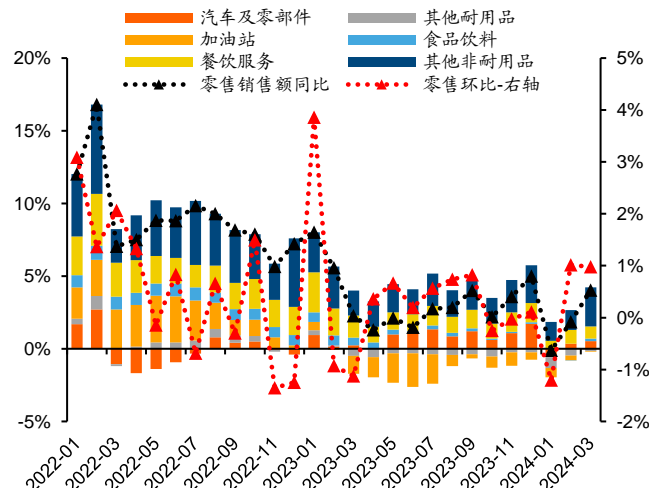
个人消费方面，一季度美国消费韧性持续拉动经济增长。一季度个人消费环比折年 2.5%，前值 3.3%。从贡献率来看，服务消费保持最高贡献率（1.78%），非耐用品贡献为零，耐用品消费负增长（-0.09%）。耐用品消费转弱主要系一季度油价走高，汽车需求偏弱，一季度汽车零售环比仅增加 0.14%，前值 2.39%。向前看，领先指标红皮书指数显示 4 月零售或将保持一季度增长水平，2024 年美国消费韧性仍然值得关注。

图3 服务消费贡献率走高，支撑一季度PCE (%)



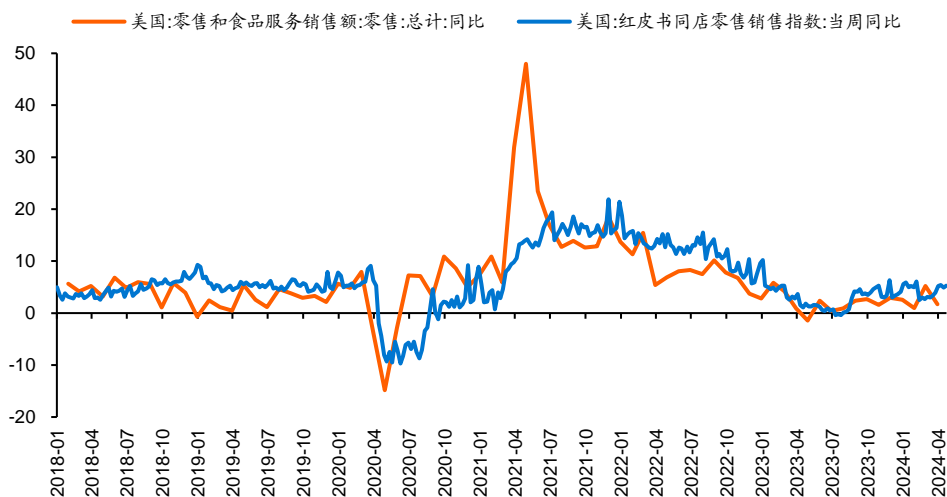
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图4 美国零售分项同比贡献率拆分 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图5 领先指标红皮书指数显示美国消费仍有回升空间 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

消费价格方面,美国一季度PCE价格指数环比折年率大幅反弹至3.4%,前值1.8%。核心PCE指数环比3.7%,大幅超出预期的3.4%,前值2.0%。尽管PCE同比持续回落至2.6%(前值2.8%),核心PCE同比回落至2.9%(前值3.2%),市场对环比超预期反应较为强烈,普遍担忧再次通胀乃至再次加息风险。

PCE分项中,服务业价格为最大拉动项,能源价格走高也有一定贡献。具体来看,核心方面,除去能源和住房价格的核心服务(服务ex能源住房)价格环比大幅回升是主要原因,一季度服务ex能源住房PCE环比折年达5.65%,前值仅1.98%。非核心方面,能源价格走高是主要原因,季度环比增长2.08%。结合此前CPI数据,PCE大幅反弹反映出美国通胀下行的依旧受阻,服务项通胀粘性叠加能源价格波动使美国通胀降低过程中出现较大幅度波动,也意味着美联储年内降息的频率及幅度可能“不尽人意”。

图6 美国一季度 PCE 价格指数分项同环比变化 (%)

项目	环比趋势	环比(% , SA)			同比趋势	同比(% , NSA)		
		Mar. 2024	Feb. 2024	Jan. 2024		Mar. 2024	Feb. 2024	Jan. 2024
PCE		0.3	0.3	0.4		2.7	2.5	2.5
商品		0.1	0.5	-0.2		0.1	-0.2	-0.5
耐用品		0.1	0.2	0.2		-1.9	-2.0	-2.4
非耐用品		0.2	0.7	-0.4		1.3	0.8	0.5
服务		0.4	0.3	0.7		4.0	3.9	4.0
核心PCE		0.3	0.3	0.5		2.8	2.8	2.9
食品		0.0	0.1	0.5		1.5	1.3	1.4
能源		1.2	2.3	-1.4		2.6	-2.3	-4.9

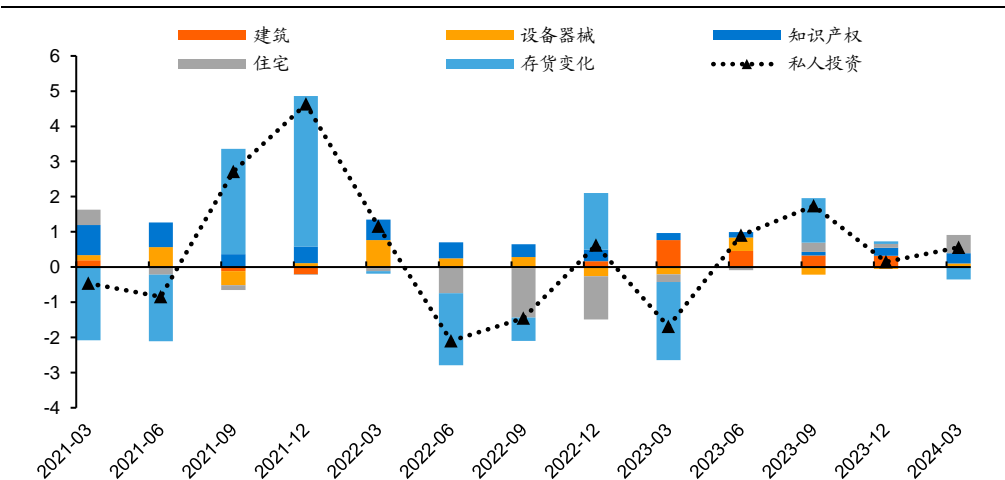
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

## 1.2 私人投资: 降息预期下住宅投资回温, 库存变化较上期放缓

美国一季度私人投资环比折年 3.2%，前值 0.7%。美国 GDP 中的私人投资分项由固定资产投资和私人存货变化构成。一季度固定投资环比折年 5.3%，前值 3.5%，贡献 0.91%；私人存货变化贡献-0.35%，上一季度贡献-0.47%。

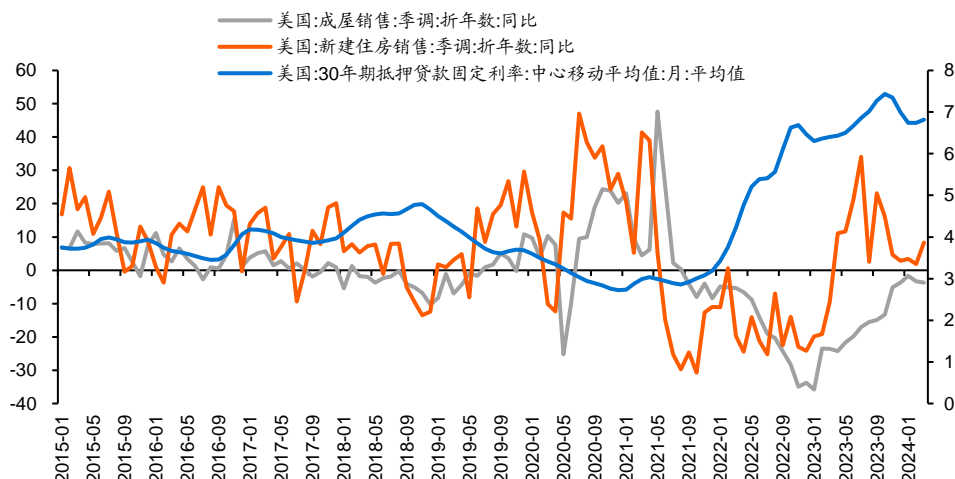
固定资产投资方面，一季度降息预期下住宅、设备投资回升。美国一季度私人投资环比折年 3.2%，较前值有所回升。在年初市场对美联储即将降息、全年降息 6 次的预期下，一季度住宅投资转为投资的主要拉动项，环比折年 13.9%，前值 2.8%。而在非住宅投资方面，设备投资持续回温，指向美国制造业投资或转暖。其余非住宅建筑、知识产权投资较四季度有所回落。

图7 美国私人投资分项贡献率拆分 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

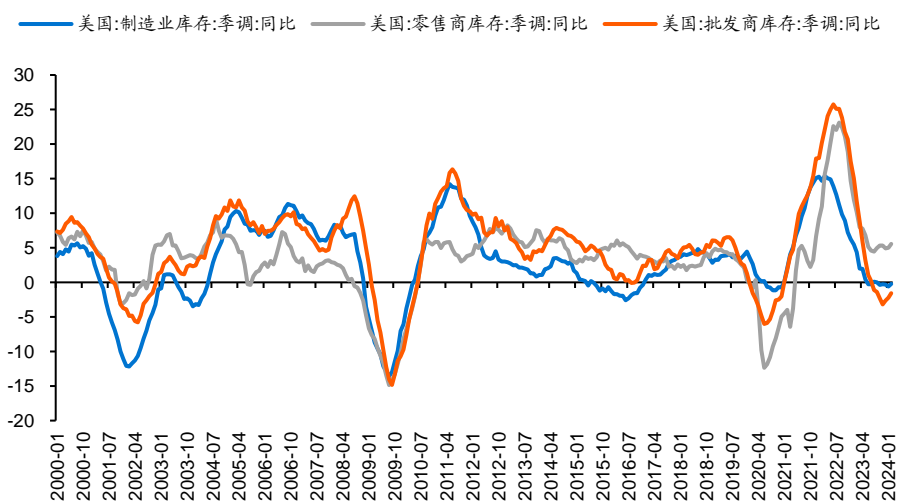
图8 美国新屋、成屋销售额同比及房贷利率 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

库存方面, 一季度美国库存变化贡献-0.35%, 前值-0.47%, 累库放缓。在美国 GDP 统计中, 库存变化为负指向库存增量不及前值, 增速放缓, 而不是库存水平回落。美国一季度整体库存水平仍在回补, 尽管各环节有一定差异。1-2 月份制造商、批发商库存波动, 零售商库存回升, 同比增速在 5-6%。收到油价上涨影响, 零售商方面机动车补库放缓, 而非耐用用品的库存有所增加。

图9 美国上中下游库存水平同比 (%)

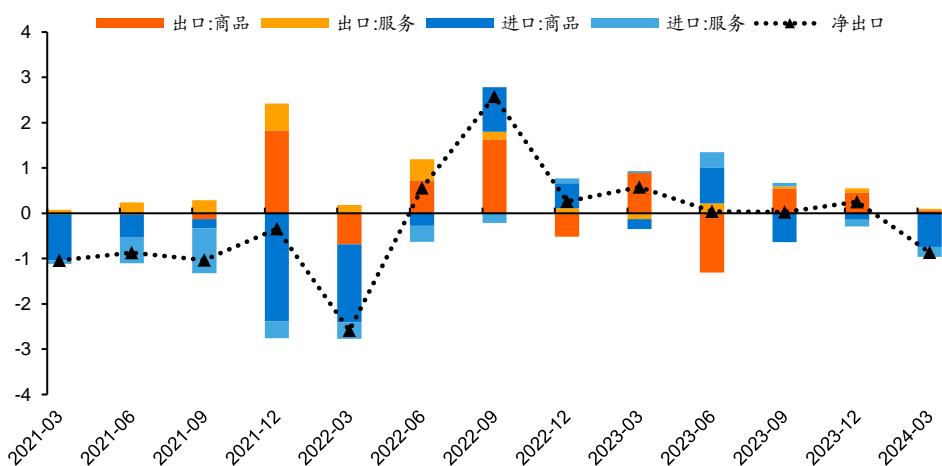


资料来源: iFinD, 联储证券研究院

### 1.3 净出口: 内需支撑下进口再走扩, 净出口为一季度主要拖累

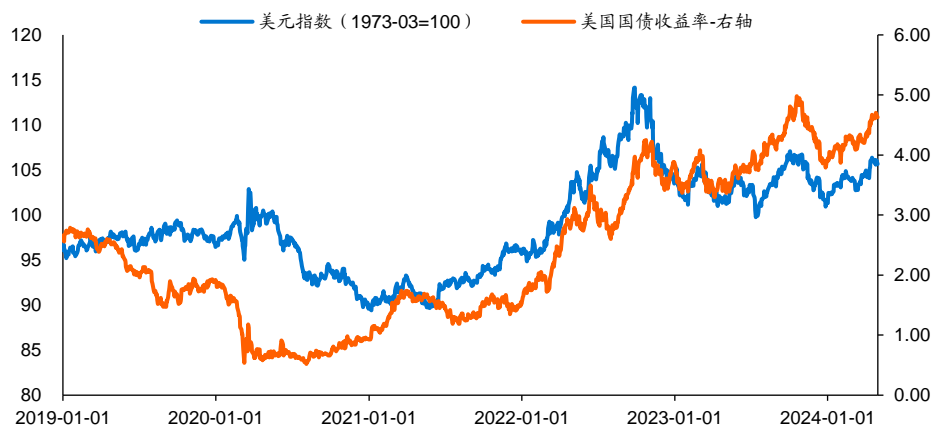
2024 年一季度美国进口增速大于出口, 净出口贡献-0.86%。出口方面, 一季度美元保持强势, 美国出口竞争力偏弱, 出口整体环比折年 0.9%, 前值 5.1%, 大幅下降。其中商品出口环比折年 0.9%, 服务 1%。进口方面, 进口整体环比折年 7.2%, 前值 2.2%, 对 GDP 环比贡献-0.96% (GDP 扣除进口)。其中商品进口大幅回升, 环比 6.8%, 前值 1.3%。服务进口也有所回升, 环比 9%, 前值 6.2%。尽管进口额在 GDP 的计算中被扣除, 但其本质与消费类似, 均指向美国内需较强, 尤其是非耐用商品商品的进口需求较为旺盛。结合中美关系缓和, 中国出口或迎来一定利好。

图10 美国进出口分项贡献率 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

图11 一季度美债利率、美元指数回升 (%)



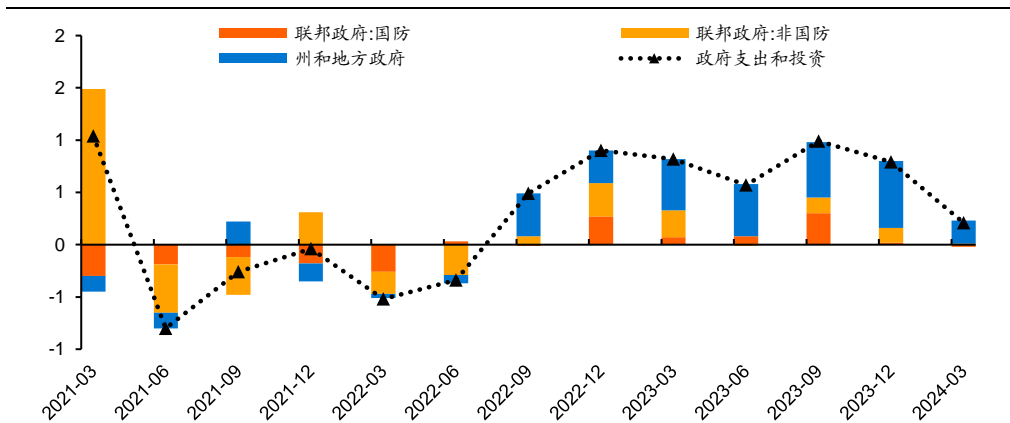
资料来源: iFinD, 联储证券研究院

### 1.4 政府支出和投资: 联邦政府收紧财政政策

**2024 年一季度联邦政府收紧各项财政支出, 环比折年 1.2%, 前值 4.6%。**拆分分项来看, 一季度联邦政府支出及投资方面, 国防支出环比-0.6%, 较前值 0.5%, 持续转弱; 非国防支出环比 0.3%, 前值 4.8%, 大幅下降。我们在 2023 年美国 GDP 报告中提到, 2024 年税收下滑、2024 年债务到期等因素可能限制 2024 年美国宽财政步伐, 2024 年财政扩张或受限。未来我们预计即将到期的 7 万亿美债以及大选年等因素仍会不利于政府支出对 GDP 的支撑。



图12 美国政府支出和投资分项拆分 (%)



资料来源: iFinD, 联储证券研究院

## 2. 美联储无意再加息，但降息前景暂不明，经济或承压

5月1日美联储维持联邦基金利率不变，市场暂时无需担忧再次加息。新闻发布会上，鲍威尔回答记者关于是否会再次加息的问题，表示“不太可能提高政策利率”。然而，关于是否降息的问题，鲍威尔也强调“美联储需要获得通胀持续向2%靠近的信心，在此之前不认为降息是合适的”。美联储继续保持观望态度，对加息及高利率政策的紧缩效果持谨慎态度，对通胀下降的速度缺乏信心。

结合数据来看，当前美国经济表现不满足降息条件，但强劲势头或减弱。新闻发布会上，鲍威尔面对美国是否进入滞胀的提问，表示“当前美国经济增长仍然健康，没有看到滞胀的迹象”。回顾一季度美国各项宏观数据，可以看到CPI、PCE等通胀数据连续反弹，新增就业人数和失业率偏强反映就业市场稳健，而GDP、制造业PMI等数据不及预期，指向美国经济已经从旺盛逐步转弱。如果物价不能如期回落，那么美国将面临经济加速降温的压力。

## 3. 风险提示

美国经济韧性超预期；美联储货币政策紧缩超预期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F  
 邮编：200120

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F  
 邮编：518000