



“胀”而不“滞”

——美国经济数据点评（2024Q1）

2024年一季度美国GDP不及预期，环比折年率录得1.6%（市场预期2.5%）。叠加核心PCE通胀年率升至3.7%，市场出现“滞胀”担忧。然而，通胀反弹主要来自于服务通胀，与服务消费继续走强相一致。美国经济增速超预期回落主要来自于贸易逆差和政府购买，代表内生动能的居民消费和私人投资仍然强劲，指向“滞胀”只是数据表象而非经济实质。

前瞻地看，美联储年内或将按兵不动。短期内，降息预期收敛可能带来金融条件收紧，进而导致经济动能边际弱化，但薪资和房价预计仍将支撑通胀粘性，导致美联储政策利率居高难下。

一、居民消费：稳步扩张

尽管收入效应在财政退坡的影响下有所减弱，但是消费倾向在财富效应的支撑下显著抬升，居民消费仍在稳步扩张。一季度美国PCE环比年化增速2.5%，接近疫前中枢2.6%（2017-2019年）。2023年二季度至今，美国股市、楼市双双走牛，美国居民平均消费倾向从91.3%上行至92.5%，储蓄率从5.3%下降至3.6%，对消费动能构成持续支撑。

结构方面，消费格局从“强商品、弱服务”转换至“强服务、弱商品”。服务消费环比年化增速升至4.0%，创2021Q4以来新高。疫情以来持续超调增长的商品消费则大幅回落，环比年化增速跌至-0.4%。

二、私人投资：继续走强

地产投资大幅扩张，科技投资高位走强，一季度美国私人投资环比年化增速升至5.3%，创2022年二季度以来新高。地产投资方面，美国住房

供不应求带来房价持续上行，并驱动地产行业持续补库，一季度地产投资环比年化增速高达 13.9%，创 2021 年以来新高。科技投资方面，人工智能投资潮仍在持续，知识产权投资环比年化增速升至 5.4%。设备投资方面，PMI 数据指向制造业景气度出现见底迹象，设备投资环比年化增速转正至 2.1%。建筑投资和库存投资成为拖累项，前者对应 1-2 年前的地产投资回落，后者反映库存周期仍处磨底阶段。

三、其他：贸易逆差走阔，政府支出降速

美国与非美经济剪刀差走阔，驱动贸易逆差大幅上行，一季度成为 GDP 增速的主要拖累。一季度美国出口环比年化增速大幅下行至 0.9%，进口环比年化增速则大幅上行至 7.2%，前者对应非美经济体的整体疲弱，后者则对应美国投资扩张驱动的中间品及设备进口需求。

2024 财年（2023Q4-2024Q3），美国财政扩张边际放缓，政府支出料将随之降速。政府购买环比年化增速降至 1.2%，创 2022 年三季度以来新低。

四、前瞻：增速企稳，结构转换

前瞻地看，美国经济或在潜在增速附近企稳。一方面，财政退坡已经带来了居民收入增速的下滑，通胀反弹则会对购买力构成侵蚀，指向居民消费可能有所回落。另一方面，无论供需缺口对地产投资的支撑还是人工智能对科技投资的支撑均将持续，叠加库存周期或将见底回升，私人投资可能保持强劲。此外，全球经济回暖或将带来美国与非美经济剪刀差的收窄，贸易逆差或相应收窄。

（作者：谭卓 王天程）

附录

图 1: 贸易逆差驱动经济增速超预期回落

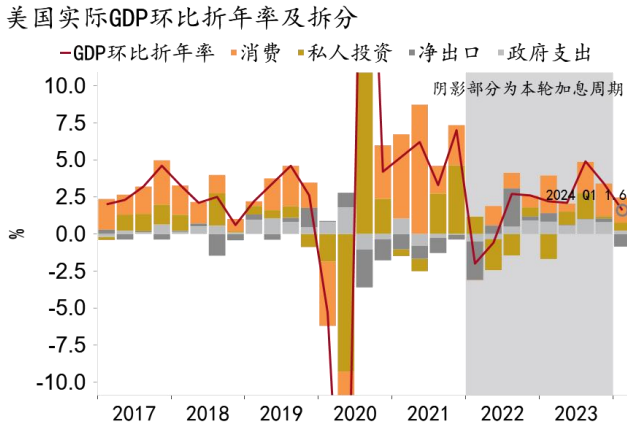


图 2: 财政退坡拖累居民收入增速

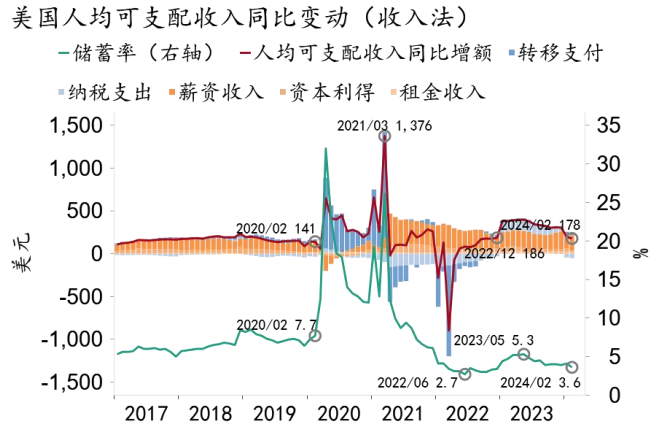


图 3: 消费倾向提升支撑居民消费

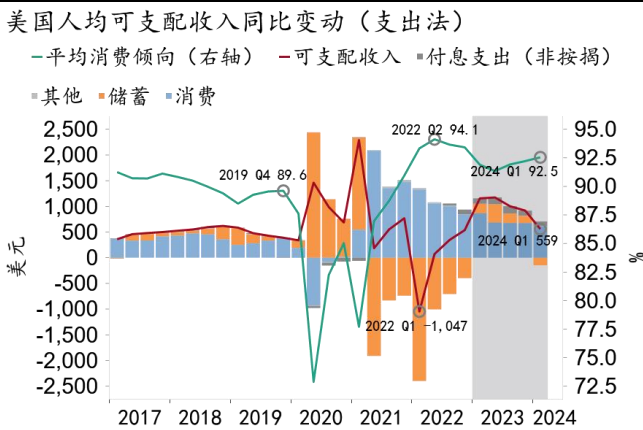


图 4: 服务消费与商品消费出现分化

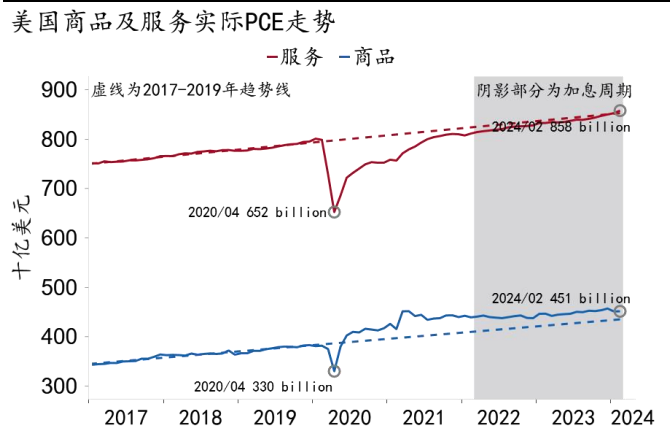


图 5: 地产与科技继续支撑投资扩张

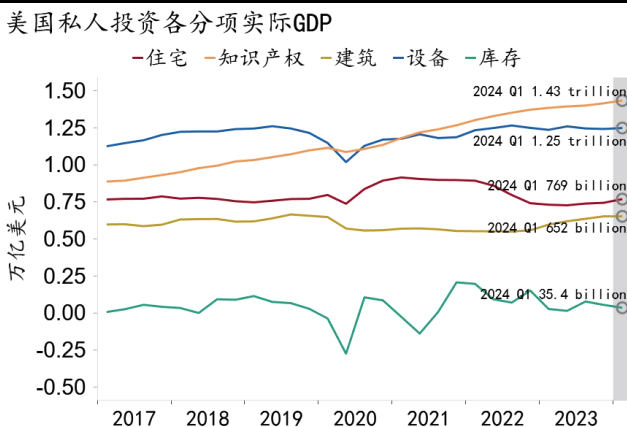


图 6: 制造业景气度或已见底

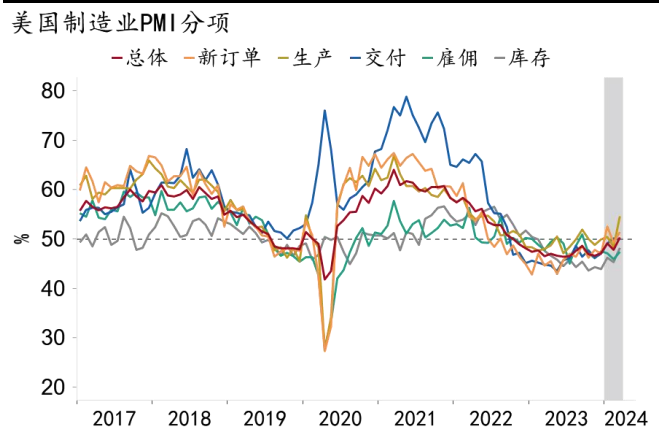
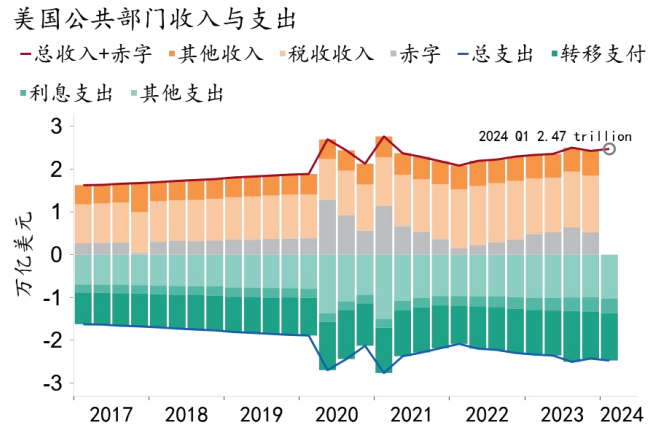


图 7: 进口高增出口疲弱, 贸易逆差大幅走阔



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 8: 财政扩张力度边际退坡



资料来源: Macrobond、招商银行研究院