

贸易逆差拉低经济增速，K型分化持续加剧

——海外观察：美国2026年一季度GDP数据点评

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**当地时间4月30日，美国经济分析局公布2026年一季度美国GDP初值。美国2026年一季度GDP环比年率上升2.0%，低于预期2.3%，2025年四季度终值下修0.2pct至0.5%。
- **核心观点：**美国经济增速在2026年一季度略低于预期，其中主要拖累因素是一季度显著扩大的贸易逆差，但展望后续，受全球能源紧张影响，我们认为美国作为全球主要石油出口国家或将在二季度受益，并为后续贸易逆差缩小提供条件支撑。如果抛开净出口影响，一季度GDP环比年率大约在3.3%。美国国内经济方面，K型分化持续加剧：科技类投资保持较高增速，其对GDP的环比拉动由前值0.9pct上升至1.5pct，而住宅类投资则持续低迷，当季拖累GDP约0.3pct；个人消费则连续第三个季度下滑，对一季度GDP的拉动仅为1.1pct，较前值降低0.2pct。政府支出方面，受上季度政府关停影响，在今年一季度存在补偿性反弹，环比年率上升至4.4%，拉动GDP约0.7pct。我们倾向于认为美国一季度贸易逆差或是短期干扰，后续可能会被美国能源出口所填补，但美国国内“消费与投资”以及“传统投资与科技投资”的K型分化或更加根深蒂固。底层居民消费的可负担性危机往往被大型企业和特定行业的繁荣所掩盖，“资产型繁荣”与“劳动依赖型脆弱”之间矛盾和鸿沟逐渐扩大，表面“仍有韧性”的背后或是结构的脆弱。
- **个人消费持续低迷，商品和服务消费双双走弱。**美国2026年一季度个人消费环比年率由前值1.9%继续下行至1.6%，对GDP的拉动则从前值1.3pct下降至1.1pct。其中，服务消费几乎贡献出全部个人支出项下的经济增长，卫生保健和金融服务依然是服务消费的主力军，分别拉动GDP上行0.8pct和0.4pct，而对经济预期弹性较高的餐饮住宿和娱乐服务则出现明显下滑，分别拖累GDP下降0.2pct和0.01pct。商品消费则主要受到能源通胀对于消费端的“反身性”影响，陷入持续低迷的状态，一季度商品消费几乎不对GDP构成任何正向拉动，同时拆分来看，娱乐商品、食品饮料以及服饰消费此类非耐用品消费是主要拖累项，结合近期走弱的密歇根大学消费者信心指数，或反映美国居民对经济预期持续恶化的悲观情绪。
- **私人投资成为经济主要支撑，但K型分化持续加剧。**美国2026年一季度私人投资环比年率由前值2.3%上升至8.7%，对GDP的拉动由前值0.4pct上升至1.5pct，成为经济的主要支撑项。其中科技类投资贡献1.5pct，而非科技类投资则拖累GDP下降0.4pct（住宅类单项拖累0.3pct）。我们制作的科技类投资指数（rebase在2023年一季度）在2026年一季度升高至139.2，而剔除科技后的固定投资则继续下滑至94.1，K型分化继续加深。
- **贸易逆差扩大拉低经济增速，但或是短期影响。**受美国进口增速大幅升高影响，一季度净出口对GDP贡献率则由前值-0.2pct下滑至-1.3pct。我们认为原因有二：第一，从美国库存和零售数据对比来看，美国已经进入主动补库存周期，上游的批发商和制造商可能会在上半年有一波进口需求的反弹；第二，美国大量的科技设备投资以及基础设施投资依然严重依赖进口原材料的供应。但展望后续，受全球能源紧张影响，我们认为美国作为全球主要石油出口国家将在后续受益，或为后续贸易逆差缩小提供条件支撑。
- **政府支出反弹明显。**政府支出环比折年率由前值-5.6%反弹至4.4%，对GDP的拉动由前值-1.0pct升高至0.7pct，这或是受上季度政府关停影响，在今年一季度存在补偿性反弹。
- **美国贸易逆差扩大或是短期扰动，但国内经济的K型分化不应忽视。**美国2026年一季度经济增速整体虽略低于预期，但主要是受到国际贸易短期波动影响较多，陡增的进口数据在

后续可能会被美国能源出口所填补，如果剔除净出口影响，美国2026年一季度GDP增速约为3.3%，依然强于季节性。但与此同时，美国国内“消费与投资”以及“传统投资与科技投资”的K型分化同样不应忽视。纽约联储公布的消费者预期调查显示，家庭收入预期持续下滑，在2026年3月已经下滑到2.37%，为2021年4月以来的最低值。同时，报告中的家庭财务状况，“相比过去一年财务恶化”占比自2025年三季度后有中枢性上升，且在2021年年底之后便始终高于“情况好转”比例。在K型分化下，底层居民消费的可负担性危机往往被大型企业和特定行业的繁荣所掩盖，“资产型繁荣”与“劳动依赖型脆弱”之间矛盾和鸿沟逐渐扩大，表面“仍有韧性”的背后或是结构的脆弱。

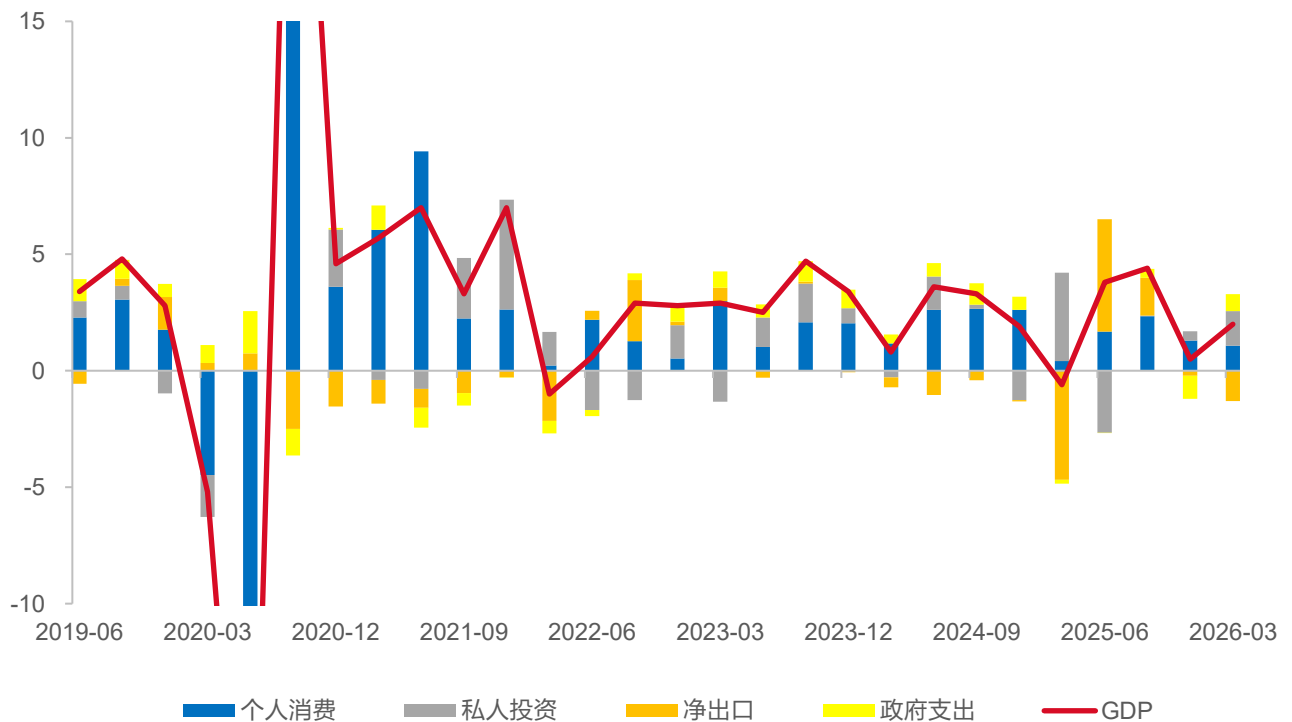
- **风险提示：中东冲突升级导致全球贸易中断，美国内部政治不稳定性外溢影响消费投资。**

图1 美国 GDP 各分项, %

	环比折年率, %				环比折年贡献率, %			
	2025Q3	2025Q4	2026Q1	趋势	2025Q3	2025Q4	2026Q1	趋势
GDP	4.4	0.5	2.0		4.4	0.5	2.0	
个人消费	3.5	1.9	1.6		2.3	1.3	1.1	
商品	3.0	0.3	-0.1		0.6	0.1	-0.0	
耐用品	1.6	0.1	0.0		0.1	0.0	0.0	
非耐用品	3.9	0.4	-0.2		0.5	0.1	-0.0	
服务	3.6	2.7	2.4		1.7	1.2	1.1	
私人投资	0.0	2.3	8.7		0.0	0.4	1.5	
固定资产投资	0.8	1.5	6.2		0.2	0.3	1.1	
住宅类	-7.1	-1.7	-8.0		-0.3	-0.1	-0.3	
非住宅类	3.2	2.4	10.4		0.4	0.3	1.4	
建筑	-5.0	-6.5	-6.7		-0.2	-0.2	-0.2	
知识产权	5.6	5.4	13.0		0.3	0.3	0.7	
设备和器械	5.2	4.3	17.2		0.3	0.2	0.9	
出口	9.6	-3.2	12.9		1.0	-0.4	1.3	
进口	-4.4	-1.0	21.4		0.6	0.1	-2.6	
政府支出	2.2	-5.6	4.4		0.4	-1.0	0.7	
联邦政府	2.7	-16.6	9.3		0.2	-1.2	0.6	
国防	5.7	-10.7	2.3		0.2	-0.4	0.1	
州和地方政府	2.0	1.5	1.6		0.2	0.2	0.2	

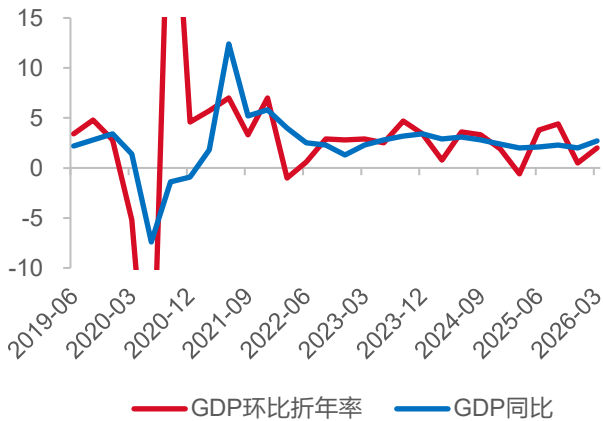
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图2 美国一季度的净出口成为 GDP 主要拖累项, %



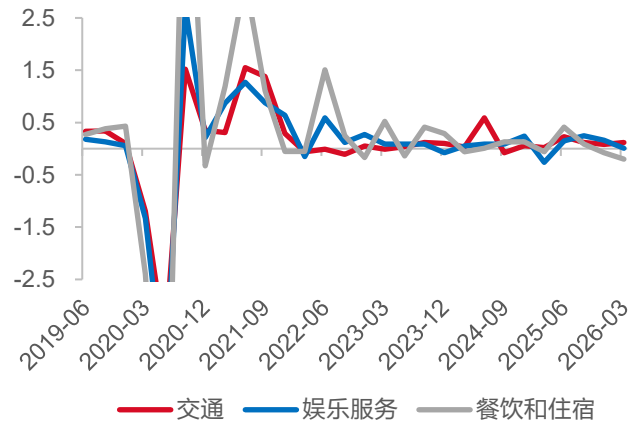
资料来源: BEA, 东海证券研究所

图3 美国 GDP 增速，%



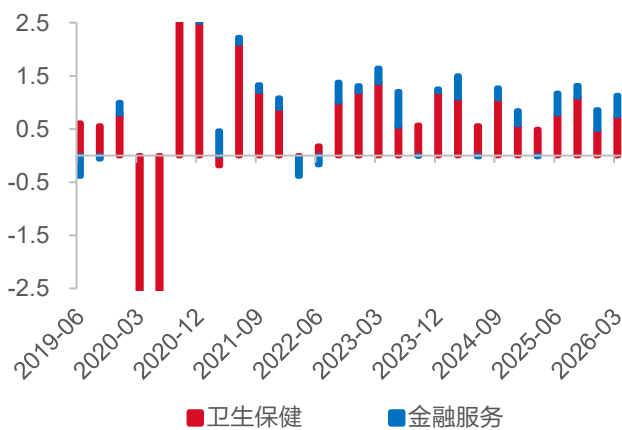
资料来源：BEA，东海证券研究所

图4 对经济高弹性分项的贡献率存在边际回落情况，%



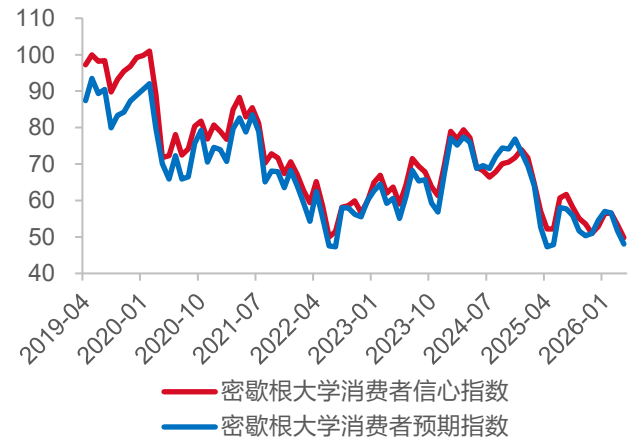
资料来源：BEA，东海证券研究所

图5 卫生医疗和金融服务对 GDP 的拉动一直较高，%



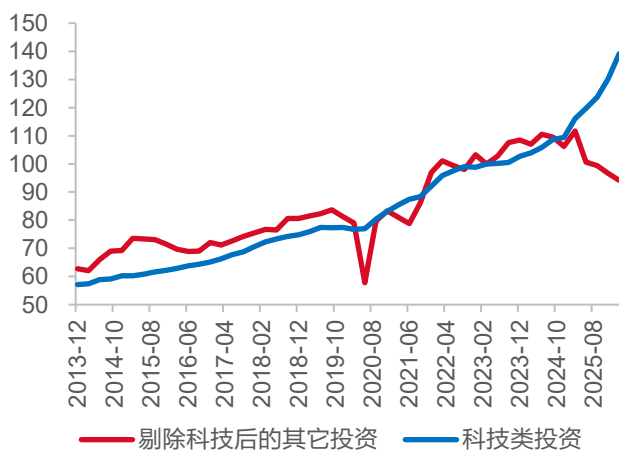
资料来源：BEA，东海证券研究所

图6 密歇根大学消费者信心和预期持续下滑



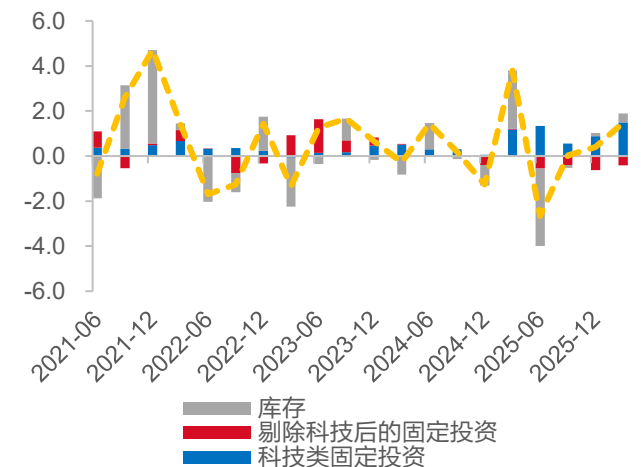
资料来源：密歇根大学，东海证券研究所

图7 投资指数的 K 型分化继续加深



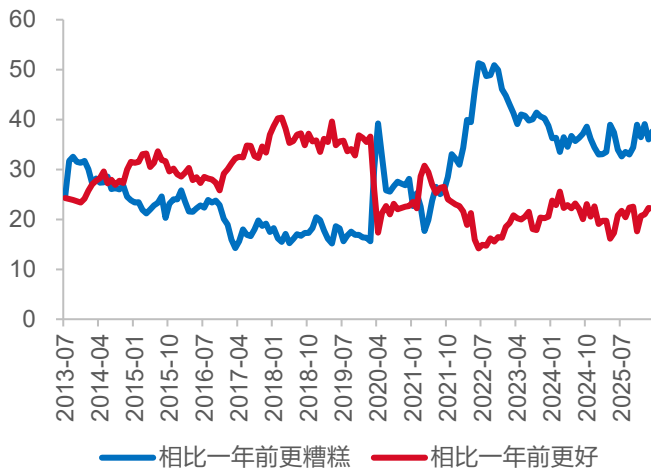
资料来源：BEA，东海证券研究所

图8 投资对 GDP 贡献率亦存在 K 型分化，%



资料来源：BEA，东海证券研究所

图9 SCE 调查显示美国家庭财务状况, %



资料来源：纽约联储，东海证券研究所

图10 SCE 调查显示美国居民收入增长预期下行, %



资料来源：纽约联储，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089