

2025年05月05日

三点原因导致美国经济增速转负

——海外观察：美国2025年一季度GDP数据点评

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

投资要点

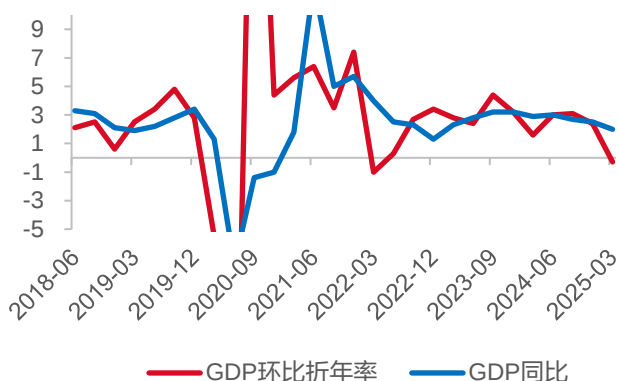
- **事件：**当地时间4月30日，美国经济分析局公布2025年第一季度美国GDP初值。美国第一季度GDP环比折年率下跌至-0.3%，低于预期的-0.2%，前值2.4%；GDP同比2.0%，前值2.5%。
- **核心观点：**美国第一季度GDP环比折年率自2022年以来首次出现萎缩，主要原因可归为三点：一是“抢进口”引起的贸易逆差扩大；二是美国财政支出边际放缓；三是消费者悲观预期让个人消费支出增速放缓。非住宅类投资接棒成为主要拉动项，其中设备机械投资最为亮眼，对GDP的环比贡献率为1.06%，录得自2012年以来最高值（剔除疫情扰动项后）。由于鲍威尔此前在芝加哥经济俱乐部已经提前预警GDP会受“抢进口”而回落，预计美国第一季度经济数据并不会成为美联储降息的主要理由，后续发布的4月非农数据或更加重要。
- **“抢进口”效应显著，进口成为第一季度经济增速最大拖累项。**美国第一季度进口环比折年率从-1.9%增长至41.3%，导致净出口对GDP的拉动从0.3%下跌至-5.0%，录得2020疫情以来的最低值。虽然出口暂时没有受到“关税”影响，从-0.2%增长至1.8%，但难以对整体贸易逆差形成有力拉动。即使一季度“抢进口”效应拖累美国经济增长，但预计在企业补库存以及关税靴子落地之后，后续进口难以维持此规模。
- **财政支出增速放缓。**美国政府支出环比折年率从3.1%下降至-1.4%，对GDP的拉动从0.5%下跌至-0.3%。第一，美国国债一季度到期额为8994亿美元，导致一季度净发行额降至2939亿美元，为疫情以来同期最低。美债发行放缓约束了财政经济“外生需求”的补缺口行为，在居民预期下降、“内生需求”降低的时候，其负面效应被放大。第二，DOGE导致政府重心发生偏移。一季度美国财政部账户余额TGA持续扩大，美国政府急需看到DOGE“裁员减支”的作用，或不会把其“成果”立马投入到政府消费和投资之中。
- **个人消费增速回落，居民对经济预期持续降低。**个人消费环比折年率从4.0%下跌至1.8%，对GDP的拉动从2.7%下跌至1.2%。分项看，耐用品消费成主要拖累项，环比折年率从12.4%下跌至-3.4%。回看3月零售数据，即便居民对汽车等耐用品的“抢购潮”依然难以承托起整个季度居民消费倾向低迷的局面。同时，密歇根大学消费者预期指数从2024年底的73.3已经下跌至2025年4月的47.3，为1980年以来最低值。
- **非住宅类固定投资接棒成为经济增长主要拉动项。**非住宅类投资环比折年率从-3.0%拉升至9.8%，对GDP的拉动从-0.4%提高至1.3%，其中设备和机械投资从-0.5%增长至1.1%。分项看，计算机设备投资环比折年率从-19.8%大幅增长至112.8%，或是受AI及其相关产业布局再投资影响。然而工业投资持续放缓，环比折年率从-1.0%继续下跌至-1.4%。抛开本就在美国本土深耕的AI行业，“美国制造业回流论”依然存疑。
- **一季度GDP对市场的影响有限，关注后续就业数据。**虽然美国一季度经济增速大幅放缓，但无论是进口拖累项还是投资支撑项都不具有可持续性，因此市场反应并不显著。鲍威尔此前已经提前预警GDP会受“抢进口”而回落，所以预计美国一季度经济数据并不会成为美联储降息的主要理由，后续发布的4月非农数据或更加重要。
- **风险提示：**美国通胀上行超预期，美国经济下行超预期。

图1 美国 GDP 各分项，%

	环比折年率，%					同比，%			
	2025Q1	2024Q4	2024Q3	趋势		2025Q1	2024Q4	2024Q3	趋势
GDP	-0.3	2.4	3.1			2	2.5	2.7	
个人消费	1.8	4.0	3.7			3.1	3.1	3	
商品	0.5	6.2	5.6			3.8	3.4	2.7	
耐用品	-3.4	12.4	7.6			5.3	5.8	3.5	
非耐用品	2.7	3.1	4.6			3	2.1	2.2	
服务	2.4	3.0	2.8			2.7	3	3.1	
私人投资	21.9	-5.6	0.8			5.9	1.7	3.3	
固定资产投资	7.8	-1.1	2.1			2.7	2.4	3.6	
住宅类	1.3	5.5	-4.3			-0.1	2.8	2.1	
非住宅类	9.8	-3.0	4.0			3.6	2.3	4.1	
出口	1.8	-0.2	9.6			3	3	4.6	
进口	41.3	-1.9	10.7			13.4	5.5	7.1	
政府支出	-1.4	3.1	5.1			2.4	3.2	3.4	
联邦政府	-5.1	4.0	8.9			2.9	4.2	3.1	
国防	-8.0	4.8	13.9			4	5.5	3.9	
州和地方政府	0.8	2.5	2.9			2.1	2.7	3.6	

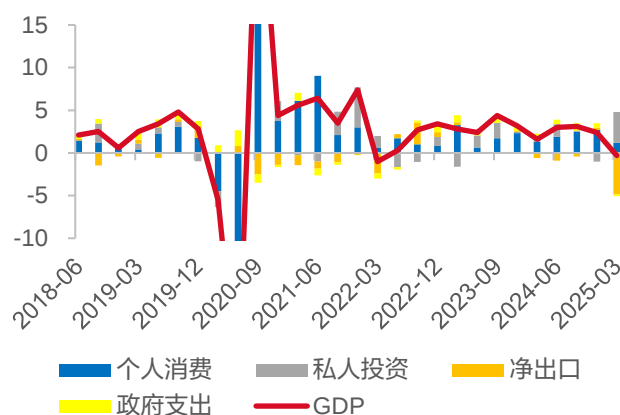
资料来源：BEA，东海证券研究所

图2 美国 GDP 增速，%



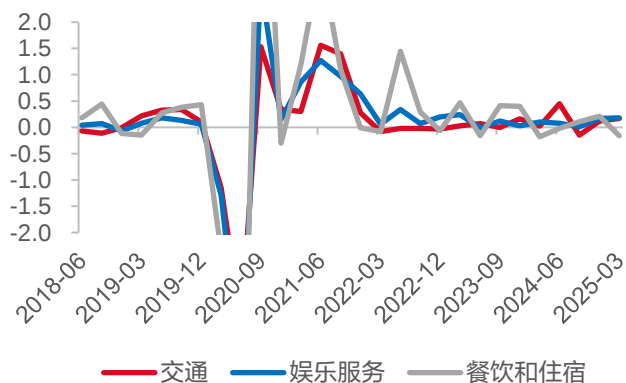
资料来源：BEA，东海证券研究所

图3 主要分项对美国 GDP 环比的拉动，%



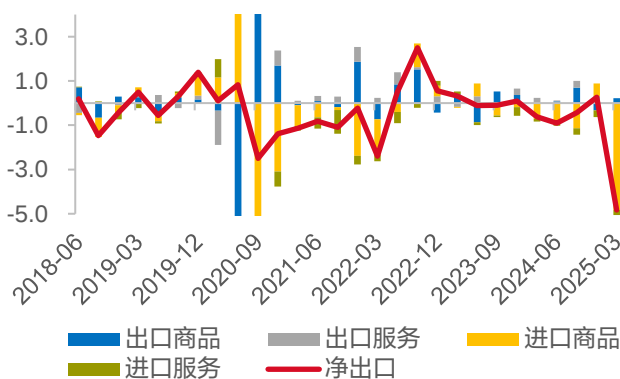
资料来源：BEA，东海证券研究所

图4 对经济高弹性的服务消费对 GDP 环比拉动，%



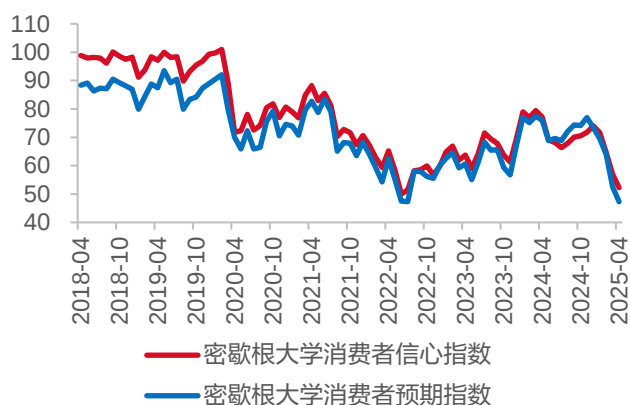
资料来源：BEA，东海证券研究所

图5 进出口对美国 GDP 环比的拉动，%



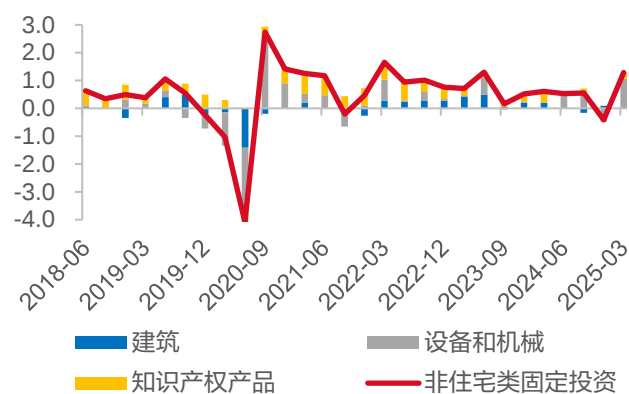
资料来源：BEA，东海证券研究所

图6 密歇根大学消费者信心和预期指数，1966年=100



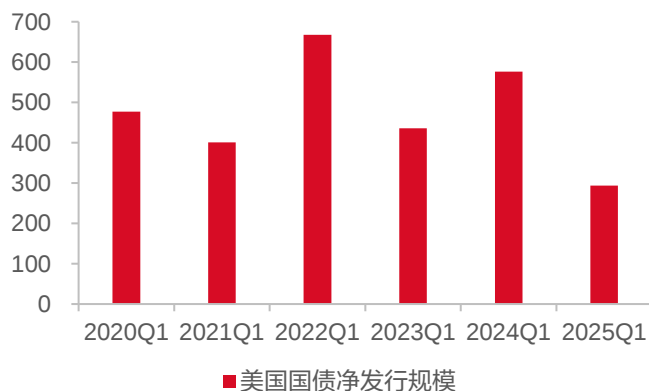
资料来源：BEA，东海证券研究所

图7 非住宅类固定资产投资对GDP环比的拉动，%



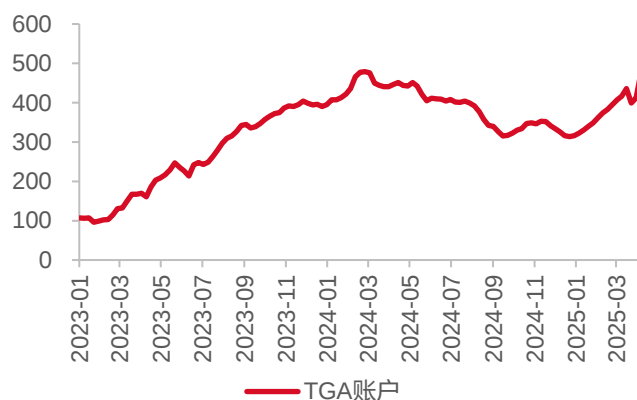
资料来源：BEA，东海证券研究所

图8 2025Q1 美国国债净发行较同期更低，十亿美元



资料来源：BEA，东海证券研究所

图9 2025 年 TGA 账户余额持续走高，百万美元



资料来源：美联储，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所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