

## 衰退开始了吗？—美国一季度 GDP 数据点评

报告日期: 2022-04-29

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

### 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_“鹰”声嘹亮—美联储 1 月议息会议点评》2022-01-27
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_美联储会加快行动么？—美国 1 月 CPI 数据点评》2022-02-11
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_俄乌冲突：全球通胀“黑天鹅”？》2022-02-24
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_最“胀”的时刻还未到来—美国 2 月 CPI 数据点评》2022-03-11
- 6.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_荆棘丛生的加息之路—美国 3 月 FOMC 会议点评》2022-03-17
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_持续改善的就业，更快加息的联储—美国 3 月非农数据点评》2022-04-02
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_地缘冲突下的通胀加速—美国 3 月 CPI 数据点评》2022-04-13

### 主要观点:

- **事件:** 美国 2022 年一季度实际 GDP 环比折年率初值为-1.4%，转为负值，市场预期 1.1%，前值 6.9%，大幅低于市场预期与前值。

- **核心观点:**

**1. 一季度美国 GDP 环比增长转为负值，主要是因为净出口、私人库存投资以及政府开支环比减少，但个人消费、私人投资仍保持增长。具体来看:**

**1) 私人消费支出方面:** 一季度美国私人消费支出环比<sup>1</sup>增长 2.7%，去年四季度为 2.5%，拉动 GDP 增长 1.83 个百分点，去年四季度为 1.76 个百分点，增长速度与贡献率均有所提升。分项来看，商品消费环比下降 0.1%，但耐用品环比上升 4.1%，较上季度的 2.5%有较多提升，其中汽车和零部件环比大幅增加 14.3%，较上季度的-6.3%有明显提升，反映出美国居民对于汽车等需求比较旺盛。非耐用品环比下降 2.5%，其中最大的拖累项为汽油及其他能源商品，环比下降 17.6%，显示高油价导致了相关消费的减少。服务消费方面，一季度服务消费环比增长 4.3%，去年四季度为 3.3%。其中家庭服务消费支出、食品消费等分项继续保持增长，显示美国居民服务消费正在逐步恢复。

**2) 私人投资方面:** 一季度美国私人投资环比增加 2.3%，去年四季度为 36.7%，拉动 GDP 增长 0.43 个百分点，去年四季度为 5.82 个百分点，下降幅度较为明显。固定资产投资方面，一季度环比增长 7.3%，上季度为 2.7%，环比继续提升，拉动 GDP 增长 1.27 个百分点，其中设备投资环比增长 15.3%，较上季度提升 12.3 个百分点，非住宅投资环比增长 9.2%，较上季度提升 6.3 个百分点。库存投资方面，一季度库存投资拖累 GDP 增长 0.84 个百分点，上季度则拉动 GDP 增长 5.32 个百分点，下降幅度较大。根据美国经济分析局数据，汽车批发和零售的减少构成了此次库存投资下降的主要部分。

**3) 进出口方面:** 一季度美国净出口拖累 GDP 增长 3.2 个百分点，幅度较上季度扩大 2.98 个百分点，是美国此次 GDP 增长转负的主要原因。进口方面，一季度进口环比增长 17.7%，较上季度回落 0.2 个百分点，并拖累 GDP 增长 2.53 个百分点。其中商品进口环比增长 20.5%，较上季度提升 1.6 个百分点，服务进口环比增长 4.1%，较上季度回落 9 个百分点。出口方面，一季度出口环比下降 5.9%，较上季度大幅下降 28.3 个百分点。其中商品出口贡献了下降的主要部分，环比下降 9.6%，较上季度回落 33 个百分点，幅度较大。

**4) 政府支出方面:** 一季度政府支出环比降低 2.7%，较上季度下降 0.1 个百分点，拖累 GDP 增长 0.48 个百分点。其中联邦政府支出环比降低 5.9%，较上个季度下降 1.6 个百分点，州和地方政府环比降低 0.8%，较上季度提升 0.8 个百分点。显示美国政府的财政刺激正在逐步退坡，符合市场预期。

<sup>1</sup> 此处为环比折年率，后文未经标注皆为环比折年率。

**2. 一季度美国 GDP 虽然负增长，但并不意味着美国经济已经开始步入衰退，我们预计美国经济将会保持韧性下滑趋势，数据发布后美股收涨。**

1) 个人消费与私人投资依旧保持强劲，较上季度仍在增长。事实上，在美国经济中占比最高的是消费，约为 70%，其次是私人投资，约为 18%。而当前美国居民部门资产负债表健康，工资也在快速增长，服务消费仍未回到疫情前的正常水平，随着疫情的解封，居民消费将持续从商品消费转向服务消费，带动服务消费持续恢复，从而推动个人消费不断增长。同时，美国一季度固定资产投资中的生产部分仍在继续扩张，显示美国企业资本开支仍在继续增加。库存投资虽然下降，一方面可能是去年四季度企业面对旺盛需求时补库存较为积极，导致当前补库存动力较弱，另一方面也可能是因为奥密克戎等疫情原因，导致补库存难度提升。后续来看，当前美国居民对于汽车需求仍较旺盛，后续库存投资可能保持平稳增长，美国企业利润仍在高位，私人投资也将保持韧性，从而对美国经济增长提供有力支撑。

2) 进出口虽有拖累，但主要因为国内需求旺盛，后续影响有望收敛。政府支出可能持续拖累经济增长，但影响较小。从进出口数据来看，美国净出口拖累 GDP 增长的主要原因是商品贸易方面的逆差，3 月份达到 1253 亿美元，创历史新高，进口中主要是石油、汽车和手机等消费品。这可能有量价两方面的原因：一方面由于俄乌冲突的爆发，美国企业加速了石油、汽车等大宗商品以及制成品的进口，并减少了相应的商品出口，以应对接下来可能的短缺；另一方面，由于近期通胀形势严峻，大宗商品价格高位波动，美国进口商品价格有较大提升，两者共同抬升了美国商品贸易的逆差金额。美国进口方面的数据继续增长，显示出美国目前需求依旧保持强劲，和美国私人消费支出持续扩张数据吻合，未来会成为支撑美国经济发展的重要力量。后续伴随着地缘政治冲突的影响逐步减弱、美联储加息带来的美国需求回落以及美国对欧盟出口天然气等商品，美国商品贸易逆差有望收敛。政府支出方面，目前美国财政刺激政策逐步退出，拜登政府的财政计划屡屡受阻，相关财政支出恐难以持续扩张。不过由于财政支出在美国 GDP 中占比较低，负面影响较小。

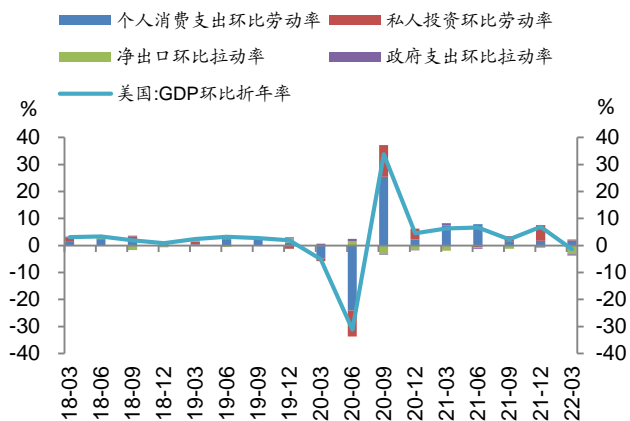
3) 总体来看，美国一季度 GDP 增长虽然转为负值，但是消费与投资等经济增长的主要动能依旧保持强劲，美国经济暂时没有衰退之忧。后续来看，我们认为，伴随着美联储不断加息以及高通胀对于居民实际收入的侵蚀，美国经济的内需以及投资可能会逐步走低，全年保持有韧性的下降，明年年中经济增长可能出现一定程度的下降。

**3. 美联储预计仍将保持原有紧缩节奏，我们预计美联储将会在 5-6 月的 FOMC 会议上持续加息，其中 5 月份加息 50bp，并宣布缩表，缩表速度也将较快，力度更强。**美国一季度 GDP 虽然不及预期，但是美国经济基本面依旧较为强劲，特别是服务消费的持续恢复，可能带来通胀水平的高位盘旋，难以快速回落。此次发布的数据显示，一季度美国 PCE 同比上升 7.0%，上季度为 6.4%，核心 PCE 同比上升 5.2%，上季度为 5.0%。作为美联储最为关注的通胀指标，当前 PCE 水平已经远远超过美联储的容忍区间，叠加劳动力市场紧张带来的工资不断上涨，美联储将依旧保持原有较快的加息节奏，我们维持美联储将会在 5-6 月份连续加息的判断，其中 5 月份加息幅度为 50bp，并立即进行缩表，缩表速度将会较快，力度也更强。

#### ● 风险提示

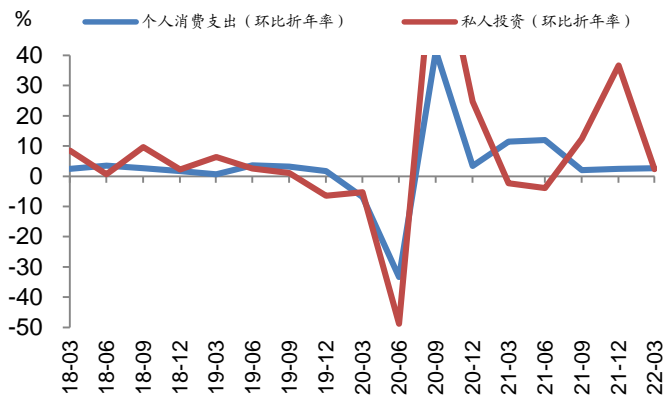
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 净出口、政府支出导致 GDP 环比负增长



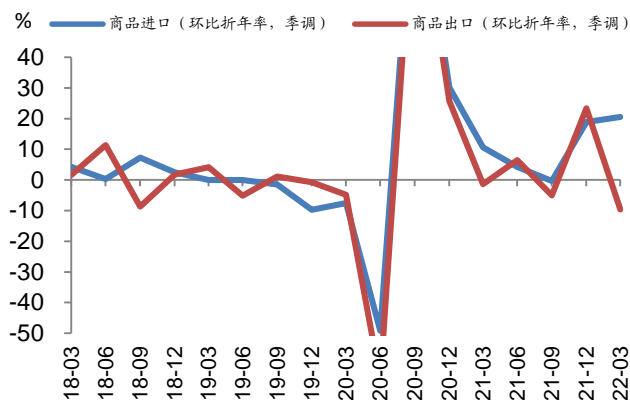
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 2 个人消费、私人投资依旧保持增长



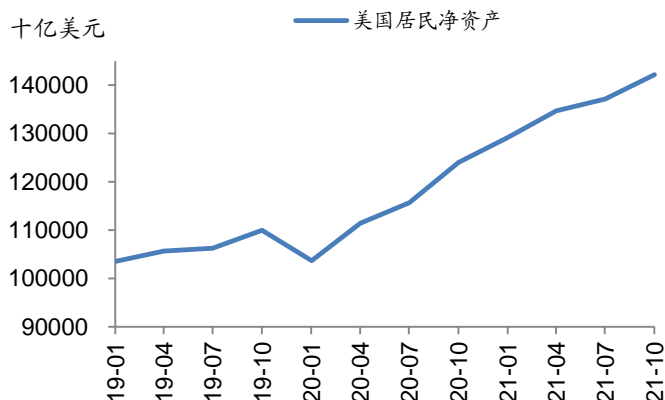
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国商品进口环比增加较多



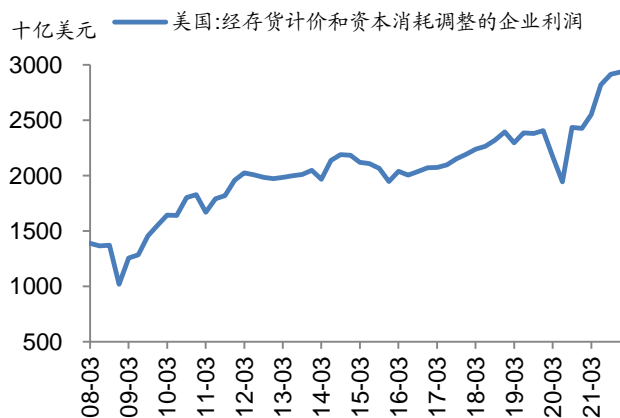
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 4 美国居民净资产增长较多



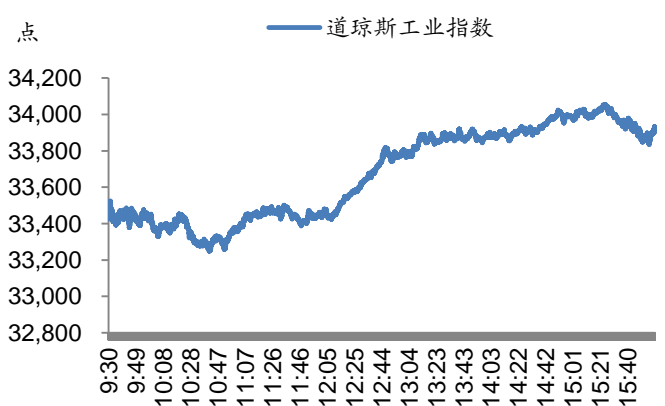
资料来源: FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国企业部门利润持续增长



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 数据发布后美股上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。