

## 宏观报告

招商证券（香港）有限公司  
证券研究部

### 美国 22 年一季度 GDP 意外收缩

- 美国 GDP 在 22 年一季度下跌 1.4%，低于增长 1.1% 的市场预期
- 净出口是美国 GDP 意外收缩的最大拖累因素
- 个人消费和商业投资仍具韧性

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121  
[jessiequo@cmschina.com.hk](mailto:jessiequo@cmschina.com.hk)

钱莺, CFA

+852 3189 6752  
[edithqian@cmschina.com.hk](mailto:edithqian@cmschina.com.hk)

**新看点。**根据美国商务部经济分析局 4 月 28 日公布的预估，美国 22 年一季度 GDP 年化环比下跌 1.4%（同比增长 3.6%），低于增长 1.1% 的市场一致预期（21 年四季度：年化环比增长 6.9%/同比增长 5.5%）。这是自 20 年二季度新冠疫情封锁导致美国经济陷入深度衰退以来的首次收缩。导致 GDP 下跌的主要分项包括净出口（对实际 GDP 年化环比的拉动：-3.20 个百分点）、私人存货投资（-0.84 个百分点）和政府支出（-0.48 个百分点）。个人消费支出（+1.83 个百分点）和固定资产投资（+1.27 个百分点）则录得增长。

**贸易逆差扩大是导致 22 年一季度经济录得收缩的最大拖累因素。**1) 出口下跌 5.9%（21 年四季度：+22.4%；均指年化环比，如未指明则下同），而进口上升 17.7%（21 年四季度：+17.9%）。出口下跌的主要拖累因素为非耐用品出口的普遍下跌，而进口增长的主要拉动因素为耐用品进口的增加。2) 私人存货投资的下跌的主要拖累因素为批发和零售部门的汽车和零部件库存下降。相比之下，快速补库存对 21 年四季度 GDP 增速的贡献达到 5.32 个百分点。3) 联邦（-5.9%）以及州和地方（-0.8%）政府支出继续下跌（21 年四季度：-4.3%和-1.6%），主要反映了国防开支的下降。

**国内需求在 22 年一季度保持韧性。**1) 个人消费支出在 22 年一季度增长 2.7%（21 年四季度：+2.5%）。随着新冠病例减少和社交距离措施放宽，消费者逐渐转向服务消费（22 年一季度/21 年四季度：4.3%/3.3%），而商品消费下跌（22 年一季度/21 年四季度：-0.1%/1.1%）。在商品消费方面，非耐用品消费出现下跌（主要拖累因素为汽油和其他能源产品），而耐用品消费则上升（主要拉动因素为汽车和零部件）。2) 商业投资在 22 年一季度增长 9.2%（21 年四季度：+2.9%），主要拉动因素为设备和知识产权投资。

**我们的观点。**我们认为，鉴于消费需求和商业投资保持强劲，投资者不应过度解读总体 GDP 的意外收缩。该数据也不会对美联储货币政策产生实质影响。尽管近期 10 年期和 2 年期美国国债收益率曲线出现短暂倒挂，但我们认为对经济衰退的担忧仍为时尚早。从历史上看，收益率曲线出现倒挂与经济发生衰退之间的时间间隔介乎 5 至 23 个月不等（详见我们 2022 年 4 月 25 日发布的策略报告“美债收益率曲线倒挂对离岸市场的影响”）。

展望未来，受益于劳动力市场紧张、薪资稳健增长以及政府前期实施财政刺激政策而积累的储蓄，个人消费支出仍将稳步增长。然而，高通胀正在侵蚀民众购买力，平均每小时工资增速仍低于消费者物价增速，这可能导致随着年底到来个人消费支出增速逐步放缓。在能源成本上升、供应链受阻和劳动力短缺的环境下，商业投资有望保持增长。由于经通胀调整后的实际库存水平仍低于疫情前的水平，美国补库存周期仍将持续一段时间。与此同时，由于美国经济相对于其他主要经济体保持强劲，净出口可能会继续成为拖累经济增长的负面因素。市场对 2022 年 GDP 增长的一致预期已从年初的约 3.8% 下调至目前的 3.2%，主要反映了美联储为抗击通胀而实施的货币政策收紧速率较此前预期的要更快，以及俄乌战争对美国主要贸易伙伴的负面影响带来的溢出效应。目前，美国经济面临的主要挑战包括劳动力短缺、高通胀以及与俄乌战争和疫情导致的供应链受阻。

#### 相关报告

1. 招证国际策略周报 (2022/04/25) - 鲍威尔鹰派表态显示 5 月加息 50 个基点几成定局 (2022/04/25)
2. 中美利率倒挂对离岸市场的影响 (2022/04/25)
3. 美债收益率曲线倒挂对离岸市场的影响 (2022/04/25)
4. 21 财年业绩逊预期：22/23 财年盈利预测下调 (2022/04/07)
5. 离岸中国股票：回归理性了吗？(2022/03/17)

图表 1: GDP 各分项对实际 GDP 年化环比拉动率

对实际 GDP 年化环比拉动率	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
<b>GDP 年化环比</b>	<b>-5.10</b>	<b>-31.20</b>	<b>33.80</b>	<b>4.50</b>	<b>6.30</b>	<b>6.70</b>	<b>2.30</b>	<b>6.90</b>	<b>-1.40</b>
<b>个人消费支出</b>	<b>-4.79</b>	<b>-24.10</b>	<b>25.51</b>	<b>2.26</b>	<b>7.44</b>	<b>7.92</b>	<b>1.35</b>	<b>1.76</b>	<b>1.83</b>
商品	0.04	-1.89	9.92	-0.07	5.69	2.99	-2.21	0.28	-0.03
耐用品	-0.89	0.01	5.49	0.10	3.50	1.01	-2.52	0.22	0.35
非耐用品	0.93	-1.90	4.43	-0.17	2.19	1.98	0.30	0.06	-0.38
服务	-4.83	-22.21	15.59	2.34	1.75	4.93	3.57	1.48	1.86
<b>国内私人投资总额</b>	<b>-0.92</b>	<b>-9.64</b>	<b>11.71</b>	<b>4.01</b>	<b>-0.37</b>	<b>-0.65</b>	<b>2.05</b>	<b>5.82</b>	<b>0.43</b>
固定资产投资	-0.41	-5.63	4.88	2.92	2.25	0.61	-0.16	0.50	1.27
非住宅	-1.14	-4.28	2.72	1.57	1.65	1.21	0.22	0.40	1.17
住宅	0.73	-1.36	2.16	1.34	0.60	-0.60	-0.38	0.10	0.10
私人存货变化	-0.51	-4.01	6.84	1.10	-2.62	-1.26	2.20	5.32	-0.84
<b>商品和服务净出口</b>	<b>-0.05</b>	<b>1.53</b>	<b>-3.25</b>	<b>-1.65</b>	<b>-1.56</b>	<b>-0.18</b>	<b>-1.26</b>	<b>-0.23</b>	<b>-3.20</b>
商品和服务出口	-1.95	-8.34	4.64	2.07	-0.30	0.80	-0.59	2.24	-0.68
商品和服务进口	1.90	9.87	-7.89	-3.73	-1.26	-0.99	-0.68	-2.46	-2.53
<b>政府消费支出和投资总额</b>	<b>0.63</b>	<b>0.97</b>	<b>-0.19</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.77</b>	<b>-0.36</b>	<b>0.17</b>	<b>-0.46</b>	<b>-0.48</b>
联邦政府	0.16	1.42	-0.32	-0.22	0.78	-0.38	-0.35	-0.29	-0.39
州和地方政府	0.47	-0.45	0.13	0.14	-0.01	0.02	0.52	-0.17	-0.08

资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

图表 2: GDP 各分项实际年化环比

实际年化环比	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
<b>GDP 年化环比</b>	<b>-5.1</b>	<b>-31.2</b>	<b>33.8</b>	<b>4.5</b>	<b>6.3</b>	<b>6.7</b>	<b>2.3</b>	<b>6.9</b>	<b>-1.4</b>
<b>个人消费支出</b>	<b>-6.9</b>	<b>-33.4</b>	<b>41.4</b>	<b>3.4</b>	<b>11.4</b>	<b>12.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>
耐用品	-12.0	-1.5	89.0	1.1	50.0	11.6	-24.6	2.5	4.1
非耐用品	7.1	-13.9	31.8	-1.1	15.9	13.9	2.0	0.4	-2.5
服务	-10.0	-42.4	37.5	5.3	3.9	11.5	8.2	3.3	4.3
<b>国内私人投资总额</b>	<b>-5.3</b>	<b>-48.8</b>	<b>82.1</b>	<b>24.7</b>	<b>-2.3</b>	<b>-3.9</b>	<b>12.4</b>	<b>36.7</b>	<b>2.3</b>
固定资产投资	-2.3	-30.4	27.5	17.7	13.0	3.3	-0.9	2.7	7.3
非住宅	-8.1	-30.3	18.7	12.5	12.9	9.2	1.7	2.9	9.2
住宅	20.4	-30.7	59.9	34.4	13.3	-11.7	-7.7	2.2	2.1
私人存货变化	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>商品和服务净出口</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
商品和服务出口	-16.3	-59.9	54.5	22.5	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-5.9
商品和服务进口	-13.1	-53.1	89.2	31.3	9.3	7.1	4.7	17.9	17.7
<b>政府消费支出和投资总额</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>-0.5</b>	<b>4.2</b>	<b>-2.0</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.7</b>
联邦政府	2.4	20.6	-5.4	-3.1	11.3	-5.3	-5.1	-4.3	-5.9
州和地方政府	4.4	-5.5	0.1	1.2	-0.1	0.2	4.9	-1.6	-0.8

资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828