

美国“衰退”的程度有多深？—美国二季度 GDP 数据点评

报告日期: 2022-07-29

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_宏观点评_荆棘丛生的加息之路—美国 3 月 FOMC 会议点评》2022-03-17
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_衰退开始了吗？—美国一季度 GDP 数据点评》2022-04-29
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_缩表落地，美联储“明鹰实鸽”—5 月 FOMC 会议纪要点评》2022-05-05
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？—2022 中期宏观展望》2022-06-14
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“亡羊补牢”，其时晚否？—美国 6 月 FOMC 会议点评》2022-06-16
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_就业市场火热能缓解衰退担忧吗？—美国 6 月非农数据点评》2022-07-09
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再创新高的通胀，骑虎难下的联储—美国 6 月 CPI 数据点评》2022-07-14
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_75bp 加息还会再有吗？—美联储 7 月 FOMC 会议点评》2022-07-28

主要观点:

- **事件:** 美国 2022 年二季度实际 GDP 环比折年率初值为-0.9%，市场预期 0.4%，前值为-1.6%，连续两个季度录得负值，美国经济陷入技术性衰退。

● 核心观点:

1. 二季度美国 GDP 环比增长转为负值，主要是因为私人投资以及政府开支环比减少，但个人消费、净出口则保持增长。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¹增长 1.0%，一季度为 1.8%，拉动 GDP 增长 0.7 个百分点，一季度为 1.24 个百分点，增长速度与贡献率均有所下降。分项来看，**商品消费**环比下降 4.4%，较一季度下降 4.1 个百分点，降幅较大。耐用品环比下降 2.6%，较上季度下降 8.5 个百分点，是本次商品消费下降的主要贡献项。其中汽车和零部件环比下降 1.0%，较上月大幅下降 22.8 个百分点，是此次耐用品消费下降的最主要原因。非耐用品环比下降 5.5%，较一季度下降 1.8 个百分点，其中食品与饮料消费环比下降 33.5%，降幅较上季度扩大 21.8 个百分点。**服务消费**方面，二季度服务消费环比增长 4.1%，一季度为 3.0%，涨幅有所扩大。其中家庭服务消费支出、食品消费、医疗健康等分项继续保持增长，显示美国居民服务消费恢复的过程还在持续。

2) 私人投资方面: 二季度美国私人投资环比下降 13.5%，一季度环比上升 5.0%，降幅为 18.5 个百分点，拖累 GDP 增长 2.73 个百分点，一季度则拉动 GDP 增长 0.93 个百分点，对 GDP 增长的贡献由正转负，也是拉动二季度负增长的最关键原因。**固定资产投资**方面，二季度环比下降 3.9%，上季度为环比增长 7.4%，下降 11.3 个百分点，拖累 GDP 增长 0.72 个百分点。其中设备投资环比下降 2.7%，较上季度下降 16.8 个百分点，住宅投资环比下降 14%，较上季度下降 14.4 个百分点。**库存投资**方面，二季度库存投资拖累 GDP 增长 2.01 个百分点，上季度则拖累 GDP 增长 0.35 个百分点，对 GDP 增长拖累程度扩大。

3) 进出口方面: 二季度进出口带动美国 GDP 增长 1.43 个百分点，一季度则拖累美国经济增长 3.23 个百分点，对 GDP 增长的贡献由负转正。**进口**方面，二季度进口环比增长 3.1%，较上季度回落 15.8 个百分点，并拖累 GDP 增长 0.49 个百分点。其中商品进口环比下降 0.1%，较上季度下降 20.3 个百分点。服务进口环比增长 21.1%，较上季度上升 9 个百分点。**出口**方面，二季度出口环比上升 18%，较上季度大幅上升 24.8 个百分点。其中商品出口贡献了上升的主要部分，环比上升 15.6%，较上季度上升 23.2 个百分点，幅度较大。

4) 政府支出方面: 一季度政府支出环比下降 1.9%，较上季度提升 1 个百分点，拖累 GDP 增长 0.33 个百分点，较上季度下降 0.18 个百分点。其中联邦政府支出环比降低 3.2%，较上个季度提升 3.6 个百分点。州和地方政

¹ 此处为环比折年率，后文未经标注皆为环比折年率。

府环比降低 1.2%，较上季度下降 0.7 个百分点。显示美国政府的财政刺激还在逐步退坡，符合市场预期。

2. 二季度美国 GDP 继续负增长，显示当前美国或已陷入技术性衰退。但二季度负增长的幅度较一季度有所降低，个人消费还在保持增长，进出口也有望对经济产生支撑作用，因此整体的“衰退”幅度有限，后续或仍将继续保持韧性下滑的态势。

1) 个人消费保持增长，但增速较上季度有所回落，后续增速可能继续放缓。作为美国经济占比最高的部分，二季度美国个人消费的一大特征是商品消费较大幅下降，而服务消费持续回升，这与当前美国经济恢复的状态相吻合。一方面，随着与疫情共存的防疫政策的全面实施，美国民众因疫情而受到抑制的服务消费逐步回归，对经济起到一个正向的推动作用，二季度服务消费推动 GDP 增长 1.78%，较上季度提升 0.47 个百分点；另一方面，随着居民消费向服务消费转移，对商品服务的消费会逐步回落，从而对经济产生拖累作用，二季度商品消费拖累 GDP 增长 1.08%，较上季度提升 1 个百分点。后续来看，美国居民对于服务消费的需求还会继续上升，商品消费则有可能韧性回落。二季度美国个人可支配收入环比上升 6.6%，但个人真实可支配收入环比小幅下降 0.5%，个人储蓄率较一季度亦下降 0.4 个百分点至 5.2%，接下来美国个人消费的增速或将在真实收入以及储蓄率下降的基础上继续放缓。

2) 库存以及住宅的大幅回落是造成此次私人投资下降的主要原因，也是拖累此次经济增长的最主要项，后续库存以及住宅投资的下降或将持续，但幅度可能放缓。作为此次 GDP 负增长的最主要因素，私人投资的大幅下降主要是受库存以及住宅投资的影响：这一方面显示美联储的持续加息所导致的抵押贷款利率上升已经充分传导至房地产市场，6 月美国新屋开工总数为 155.9 万户，为 2021 年 9 月以来的最低水平，显示当前房地产市场受到了较大的负面影响；另一方面，根据美国经济分析局数据，零售贸易（汽车经销和百货商店）的减少构成了此次库存投资下降的主要部分。当前美国大型的零售企业如沃尔玛、塔吉特等纷纷减少自身库存数量，以应对美国居民对商品消费需求的放缓，这在一定程度上导致零售库存大幅减少。而二季度我国疫情反复导致的汽车出口减少、全球汽车芯片短缺或是导致汽车经销活动减少的重要原因之一。后续来看，在经历了二季度的大幅库存削减之后，美国零售企业继续削减库存的幅度可能降低，而我国汽车出口的恢复以及芯片短缺问题的改善，也有望带动汽车经销迎来一定程度的修复。但由于美联储的持续加息，金融条件的持续收紧或将持续拖累私人投资的增长，但其下降的幅度可能放缓。

3) 进出口成为此次推动 GDP 增长的最主要因素，后续有望继续保持增长。政府支出则可能继续减弱，对经济产生一定的拖累作用。进出口二季度对 GDP 的贡献由负转正，其中出口较上季度有了一个较为明显的增长。出口方面，无论是商品出口还是服务出口，二季度均有较大幅度的增长，原因可能以下几点：一方面俄乌冲突爆发以来，欧洲为了减少对俄罗斯的能源依赖，转而向美国购买 LNG 天然气，在高企的天然气价格的支撑下，美国的商品出口迎来了较大幅度的上涨；另一方面，欧美等西方国家普遍都采取了“躺平”的防疫政策，各国目前正在逐步恢复正常的跨国交往。而美国作为传统的服务出口大国，国际交往的恢复带动其服务出口迎来较快恢复。

此外我们也看到美国的服务进口也有一定程度的上升。后续来看，随着冬天的到来，欧洲对于天然气的需求以及天然气的价格都将会有所上升，美国的商品出口预计将会继续上升。而伴随着国际交往的进一步正常化，其服务出口业也有望保持增长。总的来看，进出口可能会成为美国经济增长的一个较为坚实的支撑。政府支出方面，目前美国财政刺激政策仍在逐步退出，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，其负面影响较小。

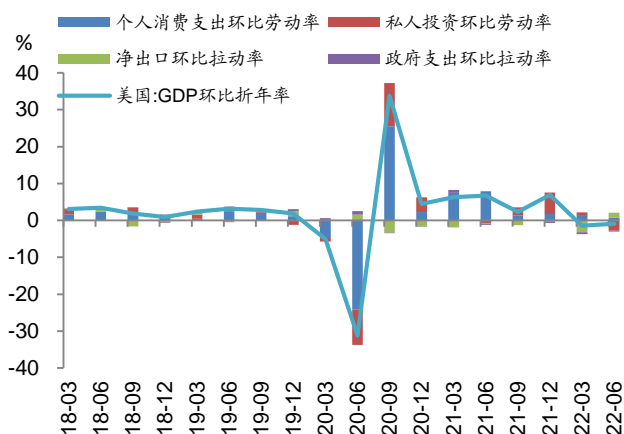
4) 总体来看，美国二季度 GDP 增长继续为负，已经陷入技术性衰退。不过个人消费仍在继续增长，私人投资虽然降幅较大，但后续降幅有望收敛，进出口则有望继续对经济增长产生支撑作用，因此当前美国经济总体的“衰退”幅度有限。后续来看，伴随着美联储的持续加息，个人消费以及投资的下降趋势预计难以改变，美国经济或仍将继续保持韧性下滑的态势。

3. 美联储预计仍将保持较快的紧缩节奏，不会因为二季度 GDP 继续负增长而大幅放缓加息或降息。美国二季度 GDP 虽然继续负增长，陷入技术性衰退。但是与传统意义上的经济衰退不同，当前美国就业市场强劲、通胀处于历史高位，因此对于美国当前是否陷入真正的衰退亦有不同看法。近期美国财政部长耶伦表示经济衰退应该是涉及面广泛的经济萎缩，会影响到多个领域，而当前劳动力市场依旧强劲，因此经济还未陷入衰退，美联储主席鲍威尔也在 7 月份 FOMC 会议上表示当前经济还未陷入衰退。因此我们认为由于本轮经济放缓有别于传统的经济衰退，美联储的政策实施预计也将不同于以往的经济放缓→开启降息路径，这也是为何鲍威尔表示通胀回落需要经济增长在趋势以下的原因。美国总统拜登也在数据发布后发表声明称，随着美联储采取行动降低通胀，经济正在放缓并不奇怪。其经济计划的重点是降低通货膨胀，而不放弃所取得的经济收益。因此后续来看，美联储预计仍将保持较快的加息节奏，以抑制处于高位的通胀，快速大幅放缓加息步伐甚至降息的可能性较低。数据发布后，美股先跌后涨、美债下跌、黄金价格上涨，显示市场或仍在交易衰退降息。

● 风险提示

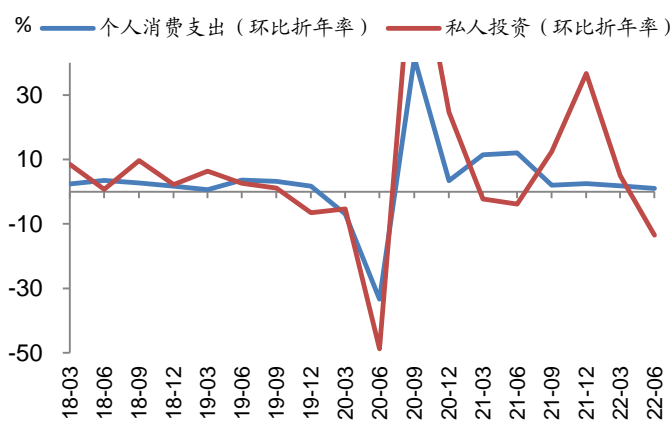
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 私人投资、政府支出导致 GDP 环比负增长



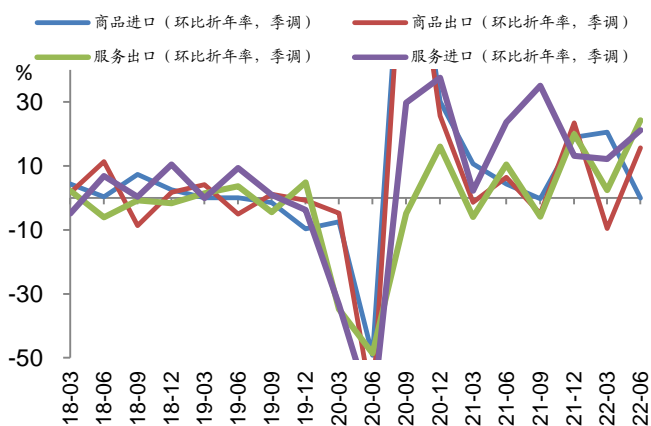
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 2 个人消费保持增长, 私人投资下降较多



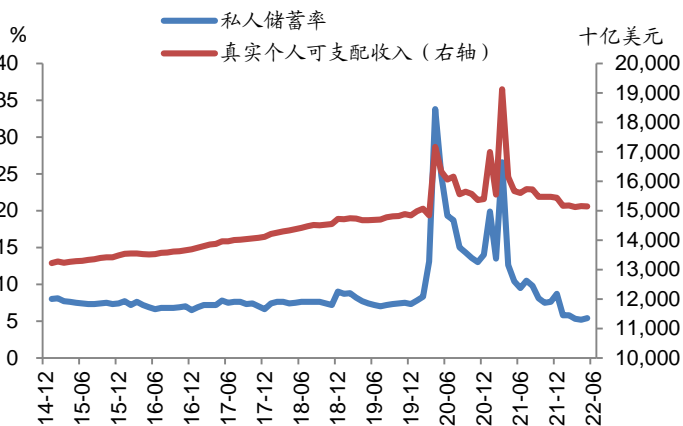
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国商品、服务出口环比增加较多



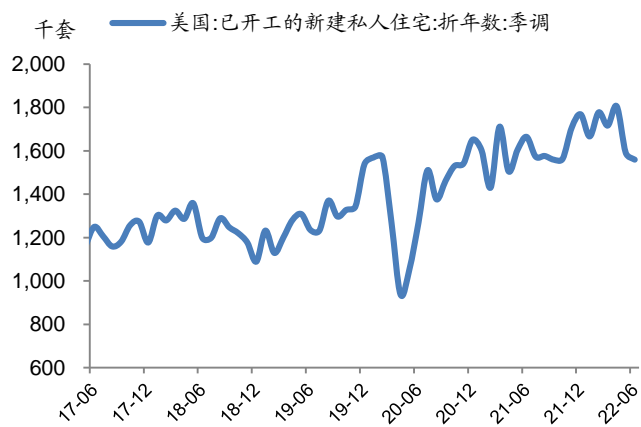
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 4 美国私人储蓄率持续下降



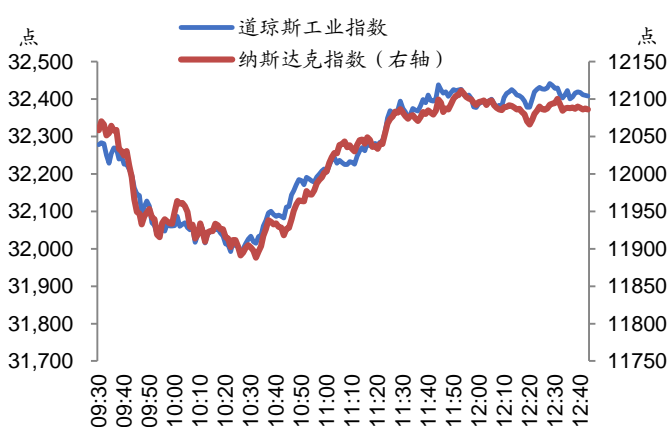
资料来源: FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国新屋开工数下滑



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 数据发布后美股先跌后涨



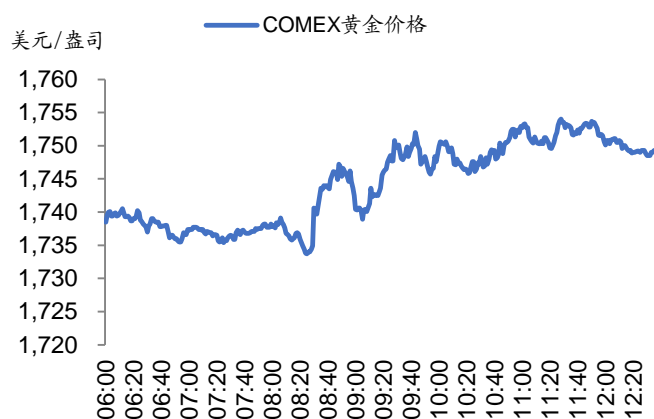
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 数据发布后美债下跌



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 数据发布后黄金价格上涨



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。