

库存投资扰动较大，经济基本面韧性仍存——美国二季度 GDP 数据点评

研究发展部

事件：7月28日，美国商务部经济分析局发布数据显示，美国二季度实际GDP环比折年率初值-0.9%，低于预期值0.5%，一季度前值为-1.6%。按照传统的市场定义，美国经济在今年一、二季度连续两个季度环比负增长，已陷入“技术性衰退”。数据公布后，美债收益率、美元指数均明显下探，10年期美债利率下滑至2.7%以下，美元指数回落至106以下，反映市场对美国经济预期的大幅下调。

核心观点：

美国二季度GDP环比衰退主要反映了私人库存投资在疫情冲击及高通胀下的趋势性波动对经济增长的扰动，以及金融条件收紧下房地产投资大幅降温对经济的拖累。不过，美国经济增长的核心动力——个人消费支出仍具有韧性，加之劳动力市场数据强劲，印证经济基本面依然稳固。短期内，随着货币政策持续收紧，高通胀和高利率的环境将对美国经济总量产生进一步的压制，企业投资继续降温、房地产市场疲软和补库存波动较大可能将继续拉低GDP增速，美国经济或延续放缓趋势。但服务业推动的个人消费支出仍有继续发力空间，将稳定支撑经济增长，美国短期内出现经济失速的可能性很低，与实质性衰退之间距离尚远。此外，“技术性衰退”并非衡量经济衰退的良好指标，完全不足以在短期内改变美联储政策紧缩的步伐，不宜对美联储政策快速转向抱有过度预期。美联储当前的核心政策目标依然是通胀，在年内通胀难以平抑的情况下，美联储仍将持续快速推进加息进程，年内还将有1-2次“强加息”，累计至少将加息100个基点至3.5%左右的水平，2023年初大概率仍将持续加息。

具体解读如下：

从具体增长结构看，服务消费增长拉动下的个人消费支出，以及出口增长拉动下的净出口是美国二季度GDP的主要贡献项，环比拉动率分别为0.7和1.43个百分点；主要拖累项为私人库存投资、住宅投资和政府支出，环比分别拖累2.01、0.71和0.33个百分点。同时，这意味着，虽然以“个人消费+私人固定投资”衡量的内需确实显示出经济放缓迹象（对GDP的环比拉动率为0%，而一季度为

2.5%)，但二季度 GDP 数据仍在较大程度上受到私人库存投资波动的干扰和拖累，美国经济并没有看上去那么“弱”。

从二季度 GDP 的主要拉动项来看，个人消费支出环比增长 1%，相对于前值 1.8% 明显放缓。其中商品消费环比由一季度的-0.3% 加速下滑至-4.4%，其中又以对利率较为敏感的机动车及零部件等大型耐用品消费年化环比增速下滑最为明显；但服务消费环比却由 3.0% 加速至 4.4%，对二季度 GDP 的拉动率高达 1.78 个百分点，甚至高于对一季度 GDP 的拉动率 1.31%，成为抵消商品消费下滑影响、拉动二季度消费支出和整体 GDP 增长的主要动力，主要源于餐饮住宿、娱乐、保健等“高社交属性”的服务消费增速继续提升。一方面，这反映出持续高通胀及前期积累的居民超额储蓄不断消耗，已开始抑制部分商品消费需求，导致整体消费需求持续放缓；另一方面，也反映出随着经济重启，美国消费支出从商品向服务切换的趋势更加明确。当前，美国服务消费仅恢复至疫情前趋势值的 97% 左右，我们判断，未来一段时间，随着疫情缓解和消费场景拓宽，服务消费仍有进一步修复空间，能够成为消费支出的主要支撑。此外，随着油价回落、通胀压力减缓，商品消费也有望出现一定程度反弹。

从另一个主要拉动项——净出口来看，二季度出口环比增速由一季度 4.8% 的负增长，扭转为二季度高达 18% 的正增长，而进口环比增速由一季度 18.9% 的高增降低至 3.1%，贸易逆差大幅收窄令净出口对 GDP 增长的贡献由负转正，并成为二季度 GDP 增长主要的贡献项。主要原因在于，二季度俄乌冲突背景下，由于美国原油相对于布伦特原油价格的价格优势，欧洲转向美国寻求原油供应，令美国原油出口势头持续强劲，同时，美国对欧洲的天然气供应大幅增加，成为今年上半年液化天然气最大出口国。包括能源在内的工业产品和材料出口强劲，加之疫情管制放松令包括旅游在内的服务出口环比大幅加速，共同带动出口大幅增长。而由于商品消费需求回落，二季度进口环比增速由一季度的 18.9% 回落至 3.1%，贸易逆差显著收窄。

从 GDP 最主要的两项拖累因素来看：私人库存投资增速继一季度大幅下滑后，二季度再度连续出现下滑，并成为拖累 GDP 增速的主要分项。主要原因除了一季度基数较高之外，一方面，高通胀下消费者支出，尤其是商品消费明显放缓，导致零售商库存过剩，没有动力积累更多库存；另一方面，供应链问题继续导致半导体等材料短缺也令企业补库存受阻。值得注意的是，库存投资致使经济数据波动加大，是疫情冲击后的趋势性现象。美国大部分制造业企业使用的生产系统旨在令库存最小化，具有较强的顺周期性，因此面对疫情等外部冲击时也更容易出现库存的大幅变动，从而放大经济数据的波动。二季度美国仍处于补库存阶段，短期内，我们预计经济放缓、利率上行将持续抑制企业投资扩产及补库存意愿，零售业可能加速去库存，企业投资仍有较大下行压力。

而另一个拖累项——住宅投资继一季度环比放缓至 0.4% 后，二季度环比陡峭下行至-14%，主要原

因是住宅投资对利率较为敏感，二季度随着美联储连续大幅加息，抵押贷款利率快速上升导致新屋销售大幅放缓，新屋开工连续下滑，房地产投资显著降温。我们预计，后续随着美联储大幅加息的继续推进，抵押贷款利率的进一步上行对房地产销售和房价的压力将有更明显的体现，这将令导致房地产投资进一步下行，成为继续拖累经济增速的因素之一。此外，二季度政府消费支出下行主要反映了大量释放战略原油储备的因素。短期内，中期选举前，美国国会未通过更多财政支出法案，联邦政府支出乏力，将持续拖累经济增速。

总体来看，美国二季度 GDP 环比衰退主要反映了库存投资的趋势性波动对经济数据的扰动，及金融条件收紧下房地产投资大幅降温对经济的拖累作用，但美国经济增长的核心动力——个人消费支出仍维持正增长，且具有较强韧性；近期收入增速、非耐用品订单等数据保持强劲，加之近期非农就业保持稳定增长、失业率维持在历史低点、职位空缺率仍处于高位，也从侧面印证美国经济基本面依然稳固。

短期来看，随着货币政策持续收紧，高通胀和高利率的环境将对美国经济总量产生进一步的压制——企业投资继续降温、房地产市场疲软和补库存波动较大可能将继续拉低 GDP 增速，美国经济或延续放缓趋势。美联储主席鲍威尔也在 7 月议息会议的新闻发布会中强调，美国经济或在一段时间内低于趋势水平。截至 7 月 16 日，美国周度经济指数从高点降至 1.5% 左右，基本与疫情之前水平相当。

不过，由服务业推动的个人消费支出仍有继续发力空间，且后续随着油价回落、通胀压力减缓，商品消费可能出现一定程度反弹，将稳定支撑经济增长，美国短期内出现经济失速的可能性很低，“技术性衰退”也并非衡量美国经济衰退的良好指标，美国距离实质性衰退仍有很大距离。国际货币基金组织（IMF）最新发布的 7 月《全球经济展望》中，虽大幅下调美国经济增速，但今明两年的经济增速仍分别有 2.3% 和 1.0%，这意味着美国在短期内陷入衰退的可能性并不高。截至 7 月 29 日美国纽约联储预期未来一年美国陷入衰退的概率也仍在相对低位。此外，值得注意的是，7 月 21 日，美国白宫在官网发文表示，连续两个季度 GDP 负增长并非官方或经济学家对衰退的定义。对经济衰退的官方界定自美国国家经济研究局（NBER）对于劳务市场、消费、商业投资、工业产出、收入等广泛的经济数据评估，需要看到大部分指标持续数月满足衰退标准。而当前，除个别指标满足衰退标准外，其余大部分指标均不满足实质性衰退的标准——就业依然强劲，失业率仍保持在历史低位，加之美国生产和需求仍有一定韧性，反映美国经济仍然运行良好。

因此，即使二季度 GDP 显示美国经济陷入“技术性衰退”，也完全不足以在短期内改变美联储政策紧缩的步伐，不宜对美联储政策快速转向抱有过度预期。美联储在今天凌晨公布的货币政策声明

中，强调了当前经济及就业的韧性；在会后的表态中，鲍威尔认为，现在已明确看到二季度需求放缓，但目前美国经济并未陷入衰退，因为劳动力市场依然非常强劲。表示鲍威尔强调，经常看到美国经济平稳度过 GDP 数据疲弱、但劳动力市场强劲的阶段，并认为“为抗击通胀，可能会使经济在一段时间内低于潜在增速，且导致劳动力市场放缓，但长期来看可能是必要的。”这意味着，为“无条件”换取通胀下行，实现物价稳定这一首要政策目标，经济增速放缓甚至轻度衰退，是完全在美联储预计甚至“期待”之中的。我们预计，在年内通胀难以平抑的情况下，美联储仍将持续快速推进加息进程，年内将还有 1-2 次“强加息”，年内加息空间至少将达到 100 个基点至 3.5% 左右的水平，2023 年初也可能仍将持续加息。对于市场普遍预期的“明年年初就开启降息周期”这一观点，我们持谨慎态度，美联储很难在加息后迅速转向降息。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。