

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¹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。

¹ 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。

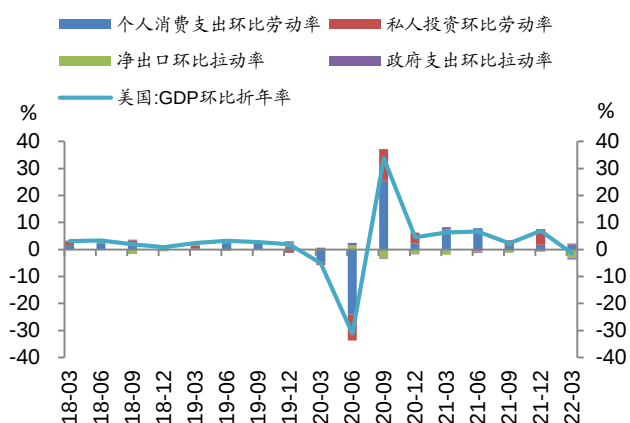
3) 总体来看，美国一季度 GDP 增长虽然转为负值，但是消费与投资等经济增长的主要动能依旧保持强劲，美国经济暂时没有衰退之忧。后续来看，我们认为，伴随着美联储不断加息以及高通胀对于居民实际收入的侵蚀，美国经济的内需以及投资可能会逐步走低，全年保持有韧性的下降，明年年中经济增长可能出现一定程度的下降。

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

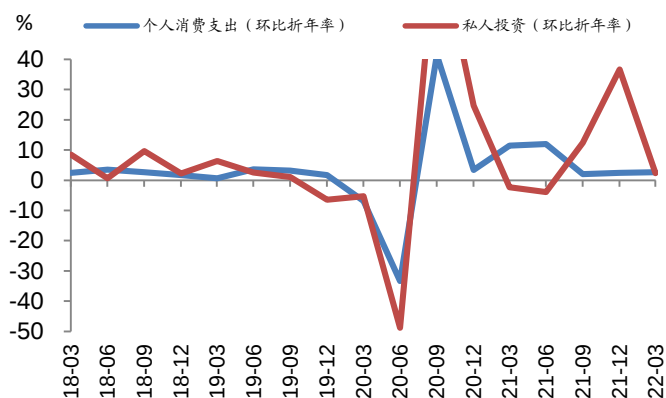
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 净出口、政府支出导致 GDP 环比负增长



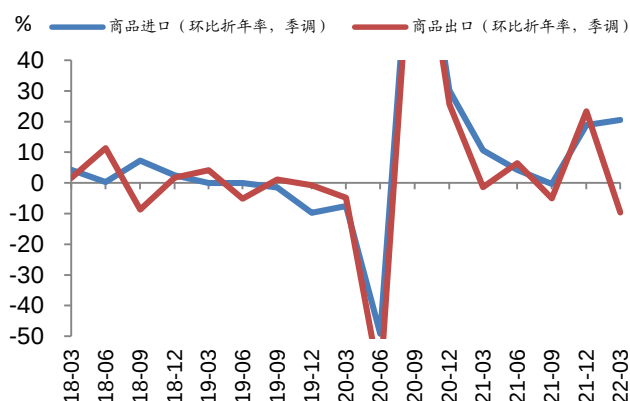
资料来源：BEA, Wind, 华安证券研究所

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



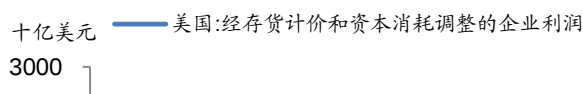
资料来源：BEA, Wind, 华安证券研究所

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



图表 6 数据发布后美股上涨



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41040

