

非典型负增长

——2022Q1 美国 GDP 数据点评

研究结论

2022Q1 美国 GDP 数据发布：实际 GDP 一季度进入负增长，环比折年率-1.4%，大幅低于市场预期。我们虽然从年初已经开始警惕美国衰退周期到来的风险，Q1 直接进入负增长区间也确实超乎预料。

但是，如拆开看分项，可以发现美国经济的主要动能表现尚且稳健：消费、企业投资、地产，均没有出现明显降速：固定资产投资 7.3%，个人消费支出 2.7%（其中服务 4.3%）（均为环比折年率），均较 2021Q4 增速提高。住宅投资 2.1%，较前值 2.2% 略降速。

从分项中发现最大拖累项：贸易、存货。受到物流和港口堆积缓解、21Q4 库存大幅堆高影响，Q1 净出口、存货大幅下行。虽然两项在 GDP 当中占比权重较低，但是在出现大幅波动情况下，Q1 GDP 最终读数受到上述两项的极大扰动从而转负：存货变动对 GDP 环比年率拖累为 0.84%，净出口拖累达到 3.2%，合计拖累超过 4%，导致 Q1 增速负增长。

这样，Q1 美国经济呈现出整体负增长，但受到重视并代表经济内生动能的主要分项又相对平稳、符合预期的情况。因此，数据发布后，市场反应并非典型的坚定交易衰退表现。美债收益率在数据落地后上冲，而后回落小幅收跌，此外同日德国 CPI 发布超预期，亦对隔夜美债上行有助推。与此同时，美股大涨，除一批备受关注公司业绩超预期外，对美联储货币政策收紧担忧在负增长经济读数发布后缓解也是日内美股上行的驱动逻辑之一：两个市场的逻辑关注点仍然比较割裂。

总而言之，美国初次进入负增长区间时点较预期出现更早，但 Q1 数据结构决定它确实还不足够成为美国增长已经失速的论据。我们认为伴随物价高位梗阻、加息推进，高通胀、紧货币对经济内生动能影响将更多体现在 Q2 数据表现，观察 Q2 数据可以更好帮助判断本轮经济降速的斜率。此刻，我们仍然认为期限利差、消费者信心等领先指标的表现足以告诉我们，年内美国经济内生动能指标（消费、投资等）容易走出持续不及预期的趋势。在备受关注的货币政策方面，我们认为 Q1 数据在当前不构成对美联储加息路径和逻辑的明显削弱。

风险提示

疫情反复对经济的扰动；大宗商品价格受地缘政治重大变化影响，对经济造成的扰动。

报告发布日期

2022 年 04 月 30 日

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
----	---------------------------

相关报告

美国的衰退近了吗：经济领先指标目前什 么状况？	2022-04-14
俄乌冲突后的宏观环境变化：阶段性总结 评估	2022-04-06

图 1: 美国 GDP 环比年率 (%)

	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
实际GDP环比折年率	1.90	-5.10	-31.20	33.80	4.50	6.30	6.70	2.30	6.90	-1.40
最终销售	2.90	-4.60	-27.60	25.90	3.40	9.10	8.10	0.10	1.50	-0.60
国内	1.50	-4.40	-27.30	29.90	5.00	10.40	8.00	1.30	1.70	2.60
个人消费支出	1.70	-6.90	-33.40	41.40	3.40	11.40	12.00	2.00	2.50	2.70
商品	1.80	0.30	-10.00	49.50	-0.30	27.40	13.00	-8.80	1.10	-0.10
服务	1.70	-10.00	-42.40	37.50	5.30	3.90	11.50	8.20	3.30	4.30
私人投资	-6.50	-5.30	-48.80	82.10	24.70	-2.30	-3.90	12.40	36.70	2.30
固定投资	-1.10	-2.30	-30.40	27.50	17.70	13.00	3.30	-0.90	2.70	7.30
非住宅	-1.70	-8.10	-30.30	18.70	12.50	12.90	9.20	1.70	2.90	9.20
设备	-4.90	-21.30	-36.20	55.90	26.40	14.10	12.10	-2.30	2.80	15.30
建筑	-8.00	-0.90	-46.80	-15.30	-8.20	5.40	-3.00	-4.10	-8.30	-0.90
知识产权产品	6.70	3.80	-10.60	8.10	10.20	15.60	12.50	9.10	8.90	8.10
住宅	1.10	20.40	-30.70	59.90	34.40	13.30	-11.70	-7.70	2.20	2.10
政府支出和投资	3.00	3.70	3.90	-2.10	-0.50	4.20	-2.00	0.90	-2.60	-2.70
净出口 (实际值, 十亿美元)	-847.6	-841.9	-774.8	-1021.3	-1132.8	-1226.1	-1244.5	-1316.6	-1350.1	-1541.7
出口	1.20	-16.30	-59.90	54.50	22.50	-2.90	7.60	-5.30	22.40	-5.90
进口	-8.50	-13.10	-53.10	89.20	31.30	9.30	7.10	4.70	17.90	17.70
库存 (实际值, 十亿美元)	16.32	-30.36	-252.76	25.30	88.80	-88.28	-168.51	-66.77	193.18	158.69

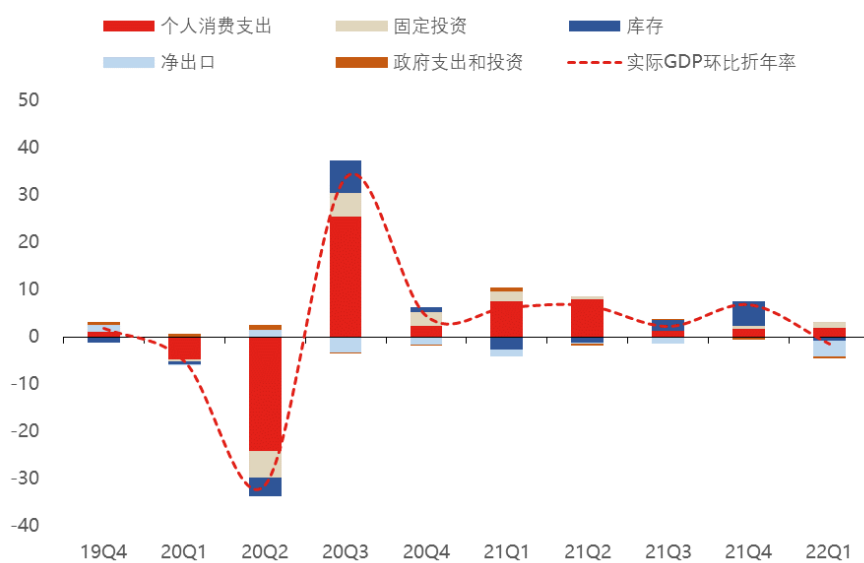
数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

图 2: 各分项对美国 GDP 环比年率的拉动 (%)

	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
实际GDP环比折年率: 拉动	1.90	-5.10	-31.20	33.80	4.50	6.30	6.70	2.30	6.90	-1.40
最终销售	2.88	-4.60	-27.23	26.95	3.44	8.90	7.99	0.10	1.58	-0.58
个人消费支出	1.13	-4.79	-24.10	25.51	2.26	7.44	7.92	1.35	1.76	1.83
商品	0.35	0.04	-1.89	9.92	-0.07	5.69	2.99	-2.21	0.28	-0.03
服务	0.77	-4.83	-22.21	15.59	2.34	1.75	4.93	3.57	1.48	1.86
私人投资	-1.18	-0.92	-9.64	11.71	4.01	-0.37	-0.65	2.05	5.82	0.43
固定投资	-0.19	-0.41	-5.63	4.88	2.92	2.25	0.61	-0.16	0.50	1.27
非住宅	-0.23	-1.14	-4.28	2.72	1.57	1.65	1.21	0.22	0.40	1.17
设备	-0.29	-1.30	-1.99	2.73	1.29	0.75	0.66	-0.13	0.17	0.79
建筑	-0.26	-0.02	-1.77	-0.46	-0.22	0.14	-0.08	-0.11	-0.22	-0.02
知识产权产品	0.32	0.18	-0.51	0.45	0.50	0.76	0.62	0.46	0.45	0.40
住宅	0.04	0.73	-1.36	2.16	1.34	0.60	-0.60	-0.38	0.10	0.10
政府支出和投资	0.52	0.63	0.97	-0.19	-0.09	0.77	-0.36	0.17	-0.46	-0.48
净出口	1.43	-0.05	1.53	-3.25	-1.65	-1.56	-0.18	-1.26	-0.23	-3.20
出口	0.17	-1.95	-8.34	4.64	2.07	-0.30	0.80	-0.59	2.24	-0.68
进口	1.26	1.90	9.87	-7.89	-3.73	-1.26	-0.99	-0.68	-2.46	-2.53
库存	-0.99	-0.51	-4.01	6.84	1.10	-2.62	-1.26	2.20	5.32	-0.84

数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

图 3: 各分项对美国 GDP 环比年率的拉动 (%)



数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

风险提示

疫情反复对经济的扰动; 大宗商品价格受地缘政治重大变化影响, 对经济造成的扰动。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

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_41189

