

宏观点评

“技术性衰退”算衰退吗？——美国二季度 GDP 点评

事件：北京时间 7 月 28 日晚 8 点 30 分，美国公布二季度 GDP 数据。

核心结论：美联储实际 GDP 两个季度环比负增，已陷入“技术性衰退”，但距离实质性衰退尚有距离。继续提示：未来 3-4 个月，流动性预期转向对美股的利好将强于盈利放缓的利空，从而美股有望迎来“黄金窗口”，并且成长风格大概率占优。

1、美国二季度 GDP 环比延续负增，商品消费、库存和住宅投资是主要拖累。

>整体表现：美国二季度实际 GDP 环比折年率为-0.9%，低于预期值 0.5%，前值为-1.5%，实际 GDP 已连续两个季度环比为负，这通常被认为是“技术性衰退”的标准。二季度实际 GDP 同比为 1.6%，低于预期值 2.1%和前值 3.5%，是 2021Q1 后的最低水平，也已低于 2000 年至今的均值 2.0%。

>分项表现：二季度美国私人消费、私人投资、政府支出、净出口对实际 GDP 的环比拉动率分别为 0.7%、-2.7%、1.4%、-0.3%。从细分项看，私人消费各分项对实际 GDP 的环比拉动率分别为：耐用品-0.2%、非耐用品-0.9%、服务 1.8%；私人投资各分项对实际 GDP 的环比拉动率分别为：建筑-0.3%、设备-0.2%、知识产权 0.5%、住宅-0.7%、库存变化-2.0%。因此，美国二季度 GDP 主要拖累项是商品消费、库存和住宅投资，三者合计拖累 3.8 个百分点。其中，库存的下降一方面由于消费放缓的背景下企业主动去库，另一方面也与国内疫情导致的供应中断有关；住宅投资的下降主要由于利率水平大幅提高导致住宅销售大幅下滑，以及企业融资成本抬升。

2、美国经济目前尚未达到实质性衰退，预计可能在今年底或明年上半年达到。

>衰退的衡量标准：绝大多数针对美国经济衰退的研究，都是基于美国国家经济研究局（NBER）认定的衰退，NBER 判断经济是否衰退时不仅仅基于 GDP 表现，而是会综合考察生产、就业、收入、销售等一系列经济活动，并且从指标下滑的深度、广度、持续时间三个方面进行综合判断，但不存在明确的量化标准。

>本轮的特殊之处：从历史衰退记录来看，NBER 认定的衰退大都伴随着实际 GDP 连续两个季度环比负增，但除此之外，还会伴随着失业率开始上行。截至 6 月，美国失业率依然维持在 3.6%的历史低位，并且由于劳动力市场供求关系依然紧张，就业短期内尚不会明显恶化。消费和工资增速虽已放缓，但绝对水平依然较高。实际上，收入法统计的美国实际 GDP（GDI）在一季度的环比折年率为增长 1.8%，并未转负。因此，若按照 NBER 的衡量标准，当前美国经济尚未发生实质性衰退。

>衰退风险的判断：前期报告中我们多次指出，综合期限利差和景气指标的历史规律，在中性情景下，本轮美国经济实质性衰退（NBER 标准）的时点可能在 2023 年中期，但如果加息、俄乌冲突、疫情等外部冲击超预期，不排除会略有提前。此外，考虑到当前美国居民和金融部门十分健康，本次衰退的程度大概率较为温和。

3、美国 GDP 数据公布后，美股上涨、美债收益率下行，加息预期小幅降温。

>大类资产表现：本次 GDP 数据公布后，美股和黄金价格持续上涨，10Y 美债收益率和美元指数持续下行。截至当日收盘，标普 500 指数期货较数据公布前上涨 1.7%，10Y 美债收益率由数据公布前的 2.78%降至 2.66%；美元指数由数据公布前的 107.0 跌至 106.3；现货黄金由数据公布前的 1737 美元/盎司上涨至 1765 美元/盎司。

>加息预期变化：利率期货数据显示，GDP 数据公布前，市场预期年底联邦基金利率为 3.3%，数据公布后小幅降至 3.2%，但具体加息节奏保持一致，均是 9 月加 50bp，11 月加 25bp，12 月可能加 25bp 也可能停止加息。此外，GDP 公布前市场预期 2023 年底将降息至 2.9%，GDP 公布后这一预期变为 2.6%。

4、继续提示：未来 3-4 个月是美股的“黄金窗口”，特别是纳斯达克代表的成长股。

目前看，美国经济硬着陆基本不可避免，只是时间问题，这将对美联储加息形成掣肘，并带动流动性预期转向。现阶段美股的交易逻辑主要集中在盈利放缓与估值修复之间的博弈，未来 3-4 个月，美国经济大概率不会发生实质性衰退，从而流动性预期转向的利好将强于盈利放缓的利空，这将带动美股阶段性反弹，并且对成长股更有利。

具体分析请参阅前期报告《把握相对确定性——2022 年中期海外宏观展望》、《美股有望迎来“黄金窗口”——美联储 7 月议息会议点评》。

风险提示：美国经济、美联储货币政策、俄乌冲突等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

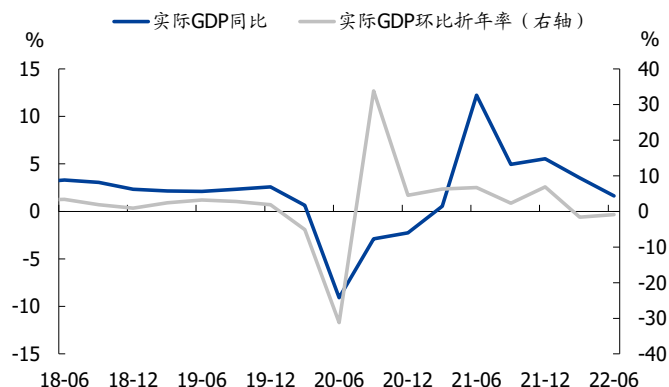
执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

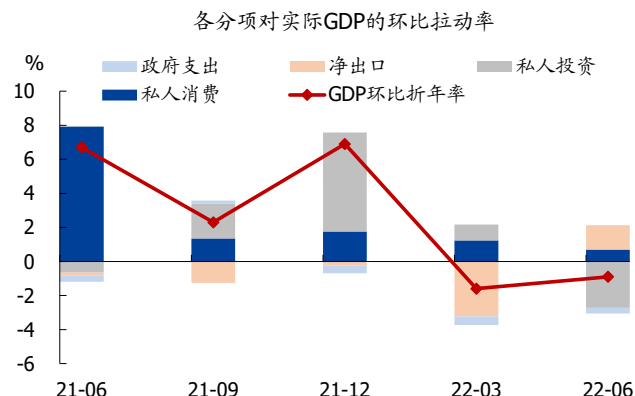
- 1、《美国 6 月 CPI 再创新高，但市场影响已钝化》2022-7-14
- 2、《把握相对确定性——2022 年中期海外宏观展望》2022-7-5
- 3、《75bp 的取与舍——美联储 6 月议息会议点评》2022-6-16
- 4、《三大视角看美国经济衰退风险》2022-4-20
- 5、《美联储加息：历史对比、未来推演、市场影响》2022-3-17

图表 1: 美国实际 GDP 同比和环比折年率走势



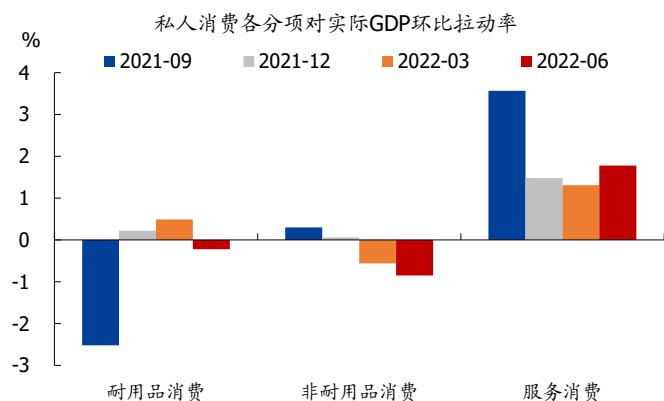
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 美国实际 GDP 各分项的环比拉动率变化



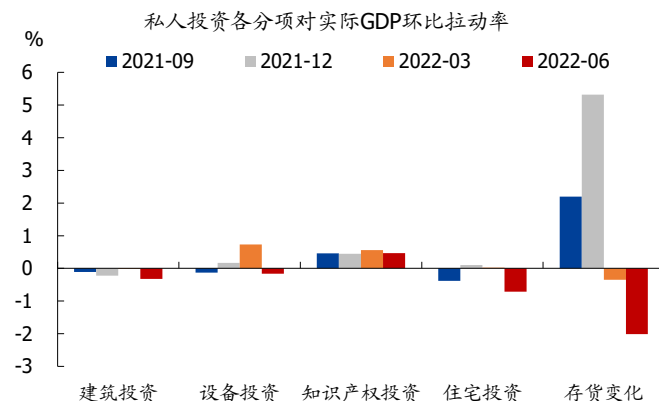
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 商品消费放缓对美国经济的拖累加大



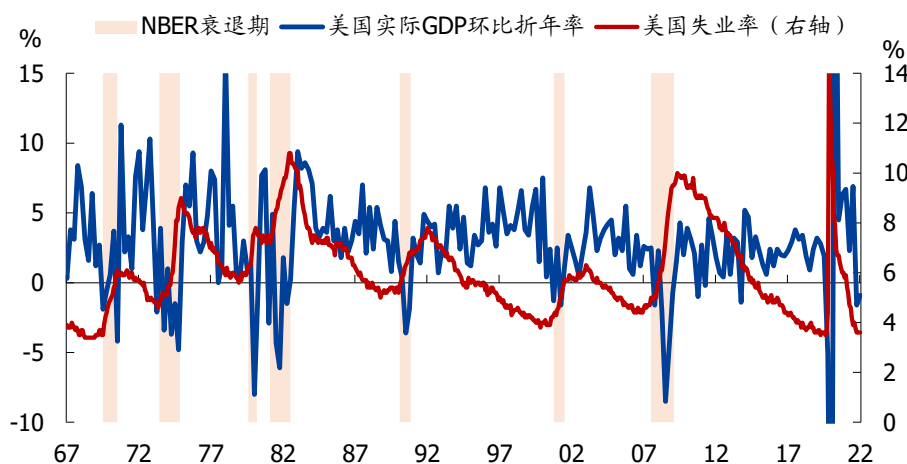
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 库存是二季度美国 GDP 的最大拖累项



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: NBER 认定的衰退发生前, 失业率往往已开始回升



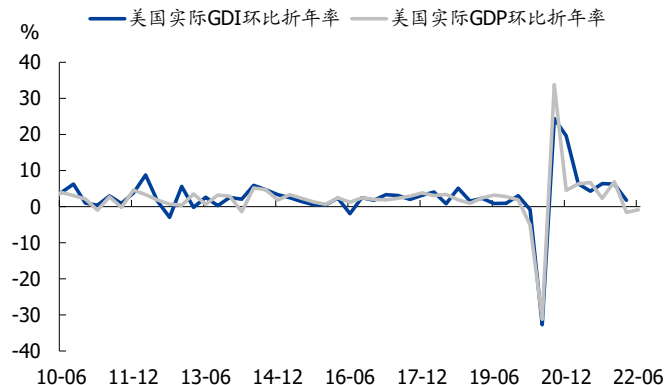
资料来源: Wind, NBER, 国盛证券研究所

图表6: 当前美国劳动力市场依然紧俏



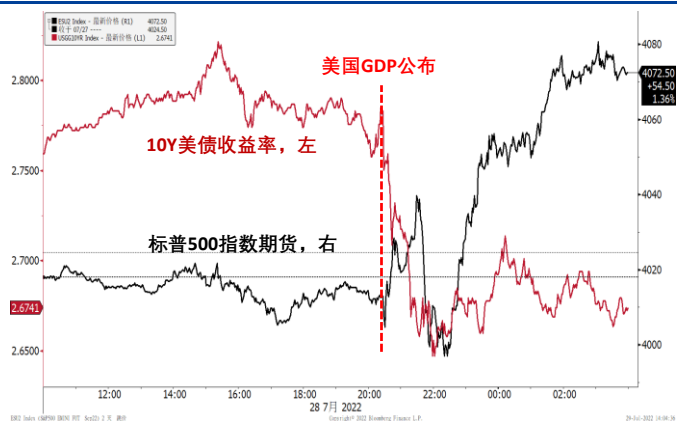
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 收入法统计的美国一季度GDP环比正增长



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 美国GDP数据公布前后, 美股和美债表现



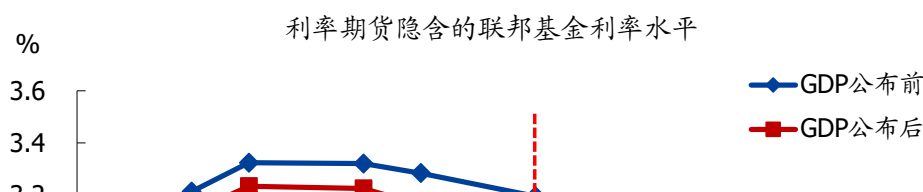
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表9: 美国GDP数据公布前后, 美元和黄金表现



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表10: 美国GDP数据公布前后, 市场加息预期变化



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_44635

