

疫情极值季节调整噪音引发美国意外负增

相对市场表现

——美国一季度GDP数据点评

事件：

美国经济一季度实际GDP增速年化率初值意外录得-1.4%，市场预期为1.1%。我们认为一季度之所以录得意料之外的负增长，最重要的原因是疫情扰动给季节调整过程引入了极端值。非季调数据显示美国经济增长仍然高于潜在增速。如果剔除极端值，美国经济则仍可能保持增长——尽管受到库存高企、政府支出下滑等影响增长动能有所减弱。

点评要点：

➤ 美国一季度负增长主要受季节调整因素拖累

美国一季度经济意外负增长。美国经济一季度实际GDP增速年化率初值意外录得-1.4%，市场预期为1.1%。但非季调数据显示美国经济增长仍然强劲。非季调的实际GDP数据一季度实现GDP总计4.83万亿美元，同比增长4.29%。如果我们去除疫情扭曲后再进行季调，一季度的环比增速年化率可以转正。

➤ 美国经济环比动能减弱

一季度GDP的下降反映了库存投资、出口、联邦政府支出以及州和地方政府支出的减少，以及进口的增加。美国的补库存阶段已经基本结束。制造商和批发商的库存在疫情后短暂下跌后，很快都增长到超过疫情前水平。美国零售商仍然处于补库存的阶段，但主要受汽车和配件行业拖累。如果去除汽车和配件行业，零售商的库存也已经恢复到超过疫情前水平。

➤ 美国经济复苏的整体趋势仍将持续

我们认为美国经济增长的总体趋势并不会改变，非季调实际GDP数据的同比增速仍然显著高于美国经济2%左右的潜在增速。失业率仍然处于3.6%的低点，而失业率才是美联储的直接政策目标之一，且失业率不受季节性影响。我们认为美联储的货币政策或不会受到一季度GDP数据的影响，美联储5月大概率加息50基点，到今年底可能加息到2.4%的中性利率附近。

➤ 风险提示

地缘政治风险超预期，美联储紧缩超预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《略超预期的经济数据》— 2022.04.21
- 2、《略超预期的经济数据》— 2022.04.19
- 3、《平衡的艺术》— 2022.04.17

正文目录

1	美国一季度负增长主要受季节调整因素拖累	3
1.1	实际 GDP 增速年化率初值意外录得负值	3
1.2	非季调数据显示美国经济增长仍然强劲	3
2	美国经济环比动能减弱	5
2.1	库存投资、出口、联邦政府支出以及州和地方政府支出的减少拖累一季度 GDP 增速	5
2.2	美国的补库存阶段已经基本结束	5
3	美国经济复苏的整体趋势仍将持续	7
4	风险提示	7

图表目录

图表 1:	季调实际 GDP 折年数和同比增长 (单位: 万亿美元)	3
图表 2:	非季调实际 GDP 和同比增长 (单位: 万亿美元)	4
图表 3:	季调实际 GDP 环比折年化率	4
图表 4:	实际 GDP (单位: 十亿美元)	4
图表 5:	美国非季调一季度 GDP 环比增速	5
图表 6:	美国库存 (单位: 亿美元)	6
图表 7:	美国零售商库存 (单位: 亿美元)	6
图表 8:	美国经济潜在增速	7

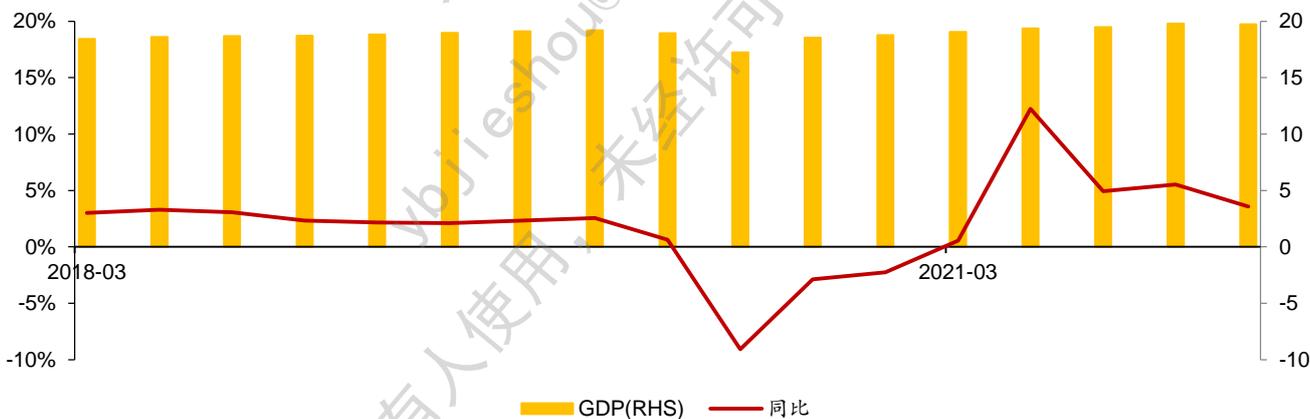
1 美国一季度负增长主要受季节调整因素拖累

1.1 实际 GDP 增速年化率初值意外录得负值

美国一季度经济负增长超乎许多人的预期。美国经济一季度实际 GDP 增速年化率初值意外录得-1.4%，市场预期为 1.1%。而相比之下，2021 年四季度美国实际 GDP 增速年化率 6.9%，2021 年全年增长 5.7%，创下 38 年以来的高点。

我们认为一季度之所以录得意料之外的负增长，最重要的原因是疫情扰动给季节调整过程引入了极端值，这使得季调之后的时间序列可能令人意外。如果看季调实际 GDP 折年的同比增长，2022 年一季度较 2021 年一季度同比仍增长了 3.6%。

图表 1：季调实际 GDP 折年数和同比增长（单位：万亿美元）

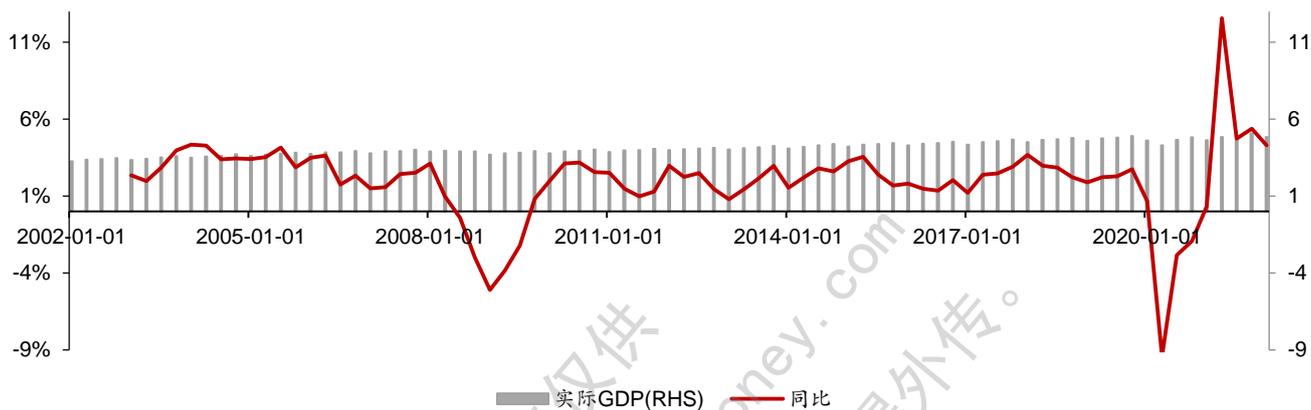


来源：Wind, 国联证券研究所

1.2 非季调数据显示美国经济增长仍然强劲

我们如果直接观察非季调的实际 GDP 数据（2012 年价格），一季度实现 GDP 总计 4.83 万亿美元，同比增长 4.29%。如下图所示，非季调数据里 GDP 的同比增长因为疫情出现了一个极大值和一个极小值，这两个极端值的存在可能在季节调整中引入噪音。如果我们的怀疑成立的话，可以预期美国经济第二季度的季调后环比年化值会超出大家预期的强劲。不过，这需要等第二季度的经济数据披露后才能够得到验证。

图表 2：非季调实际 GDP 和同比增长（单位：万亿美元）

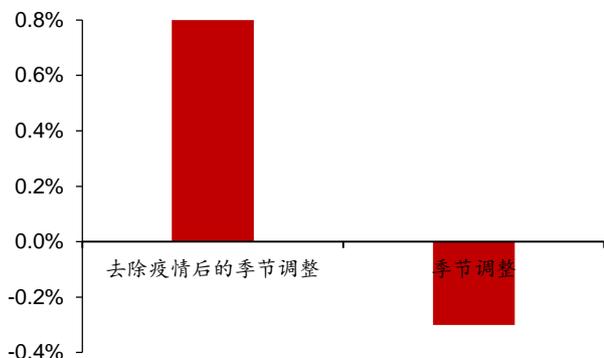


来源：FRED, 国联证券研究所

为了现在进一步验证季节调整因素对环比折年率的可能影响，我们将以上非季调的实际 GDP 通过 x11 季节调整方法调整成季调数据，该方法由美国人口普查局 (US Census Bureau) 开发，被统计学家、经济学家和政府部门广泛采用。我们可以发现用季调数据计算的一季度环比增速年化率为负的 0.3%。作为测试，我们将非季调的实际 GDP 中的疫情谷底去除，我们将 2020 年第二季度的实际 GDP 从真实值 4.3 万亿美元调高到 4.6 万亿，然后重新进行季节调整，用去除疫情后的实际 GDP 数据调整得到的季调数据中一季度的环比增速年化率就变成正的 0.8%。

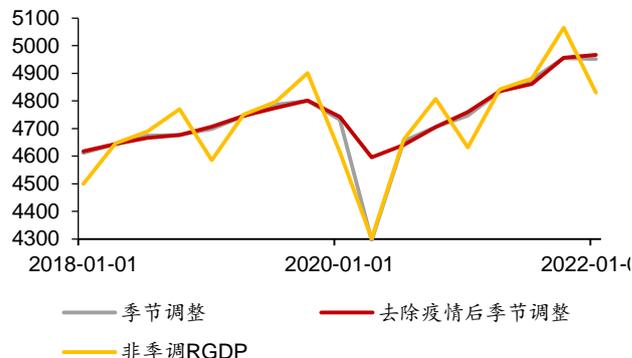
在我们的以上操作中，我们完全没有改动 2022 年一季度的实际 GDP，仅仅修改了过去非季调数据中的极端值，从这个测试的结果来看，疫情的极端值确实可能给季调后实际 GDP 的环比增速年化率带来较大扰动。

图表 3：季调实际 GDP 环比折年化率



来源：FRED, 国联证券研究所

图表 4：实际 GDP（单位：十亿美元）



来源：FRED, 国联证券研究所

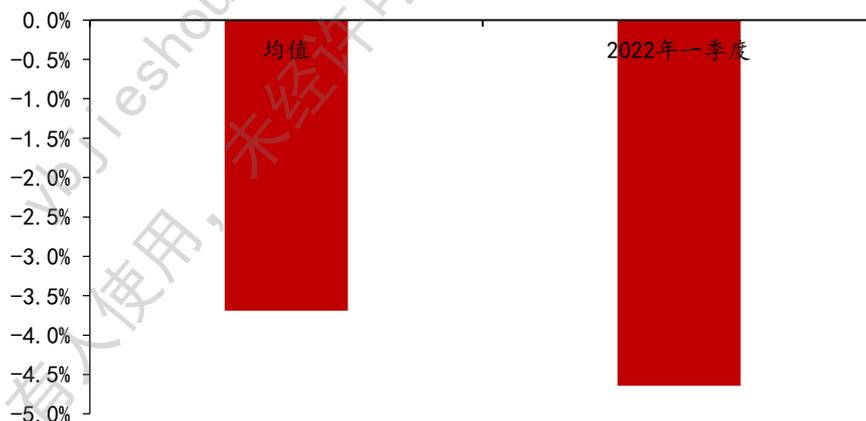
2 美国经济环比动能减弱

2.1 库存投资、出口、联邦政府支出以及州和地方政府支出的减少拖累一季度 GDP 增速

从环比数据上看，美国经济的动能可能确实受到一些因素的扰动。2022 年初的奥密克戎变异毒株的感染阻碍了经济活动，俄乌冲突的影响也拉低经济增长。季调数据上，净出口和库存使增长减少了约 4 个百分点，政府支出的下降也构成拖累。主要的拉动项为对国内消费者的实际最终销售年化率增长 2.6%，较四季度 1.7% 有所改善。

另外，如果看非季调实际 GDP 的环比数据，一般而言一季度相对于四季度会出现环比下行，环比下行的均值为负 3.7%。2022 年一季度非季调实际 GDP 环比下行 4.6%，略高于历史均值。

图表 5：美国非季调一季度 GDP 环比增速



来源：Wind，国联证券研究所

正如美国经济分析局所认为的那样，第一季度 GDP 的下降反映了库存投资、出口、联邦政府支出以及州和地方政府支出的减少，以及进口的增加。

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_40974

