

2022 年一季度美国 GDP 数据简评

美国“暂时性衰退”或不足惧

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

2022 年一季度，美国实际 GDP（初值）环比降 1.4%，预期升 1.1%。数据公布后：美股高开，标普 500 指数开盘涨 1.35%；十年美债利率跃升 6-7bp 左右，盘中曾逼近 2.9%；美元指数进一步上扬，盘中曾逼近 104。市场整体反应比较积极，并未就美国经济“衰退”或美联储放缓加息进行交易。

平安观点：

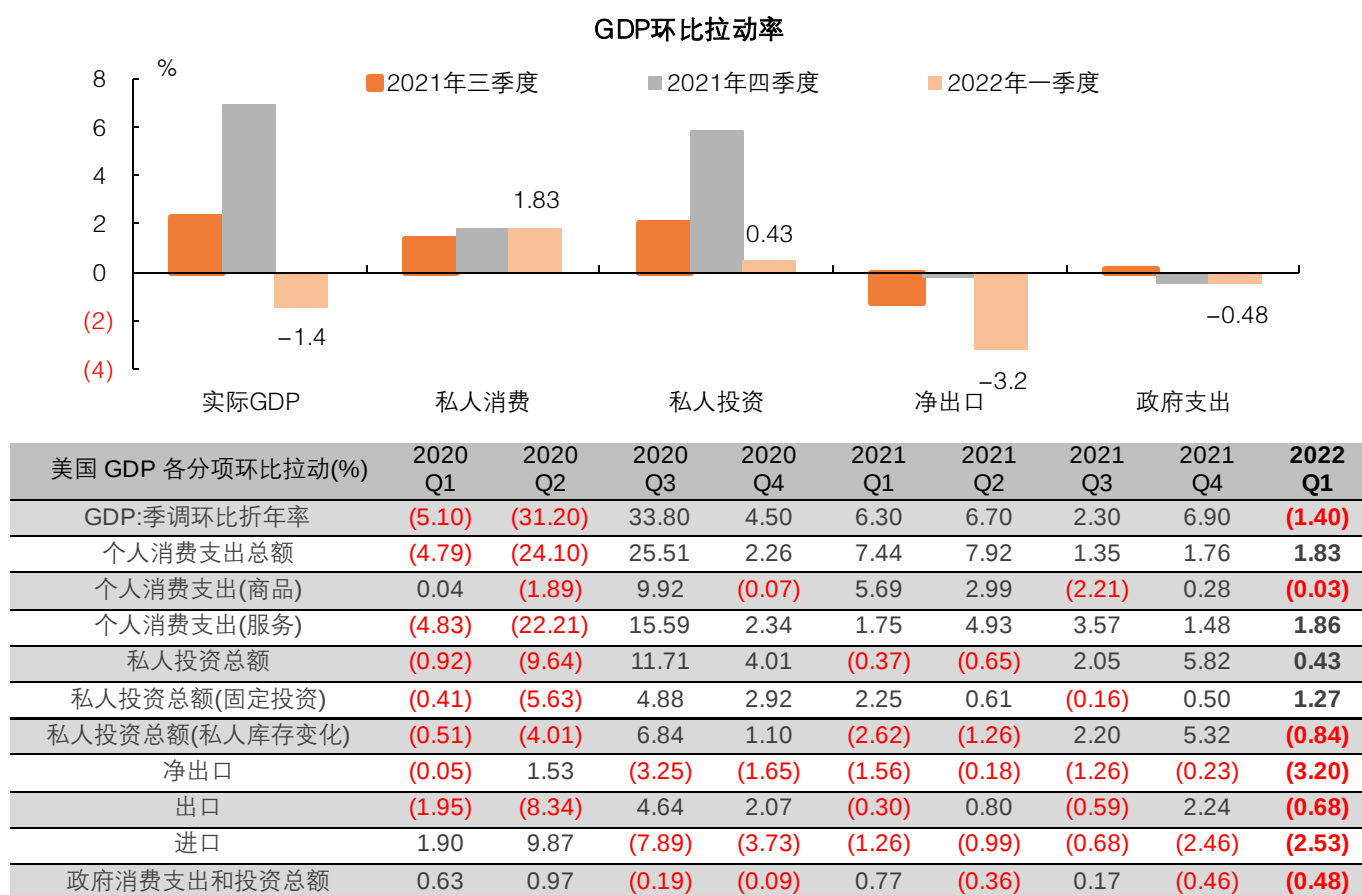
- 从总量来看，美国一季度 GDP 出现负增长，主要体现去年四季度美国经济增长强劲带来的基数效应。2021 年四季度美国实际 GDP 环比折年率为 6.9%，为全年最高值。我们测算，今年一季度美国实际 GDP，较去年三、四季度 GDP 均值，环比增长（折年率）为 1.9%，基本达到潜在增长水平。
- 分项来看，美国一季度 GDP 环比负增长主要受三方面拖累。一是，私人投资（尤其私人库存变化）因基数原因环比大幅回落。一季度，私人投资对美国 GDP 环比的拉动，由 2021 年四季度的 5.82% 大幅降至 0.43%，降幅是所有分项中最大的。投资分项看，私人存货投资在 2021 年四季度对 GDP 的环比拉动率高达 5.32%，但今年一季度的拉动降至 -0.84%。二是，出口疲弱叠加进口激增，使净出口环比大幅下滑。随着美国贸易逆差再创新高，今年一季度美国净出口对其 GDP 环比的拖累为 3.2%。具体来看，出口下滑的同时（拖累 0.68%），进口保持高速增长（拖累 2.53%）。我们认为，进口激增可能是由于港口拥堵状况改善所致。港口通畅后，部分 2021 年到港但尚未交货的船只，在今年一季度形成了实际的进口量，美国主要港口进口集装箱吞吐量出现反季节回升，亦说明了这一点。三是，政府支出继续明显下滑。2022 年一季度，美国政府支出对 GDP 环比的拉动进一步下滑至 -0.48%，创下 2014 年以来新低。据 BEA 官方解释，由于部分经济纾困计划到期或已被缩减，美国政府对企业的可豁免贷款、对州和地方政府的拨款、以及对家庭的社会福利等形式的支出，均有所减少。
- 综合来看，美国一季度 GDP 环比超预期下滑属于“暂时性衰退”，或暂不会改变美联储的紧缩节奏。首先，美国私人存货回落、供应链阻塞缓解等，均属于短期因素；美国私人消费、固定投资等长期增长动能仍在恢复。其次，“高通胀和强就业”意味着美联储有必要如期紧缩。类似 2021 年的“暂时性通胀”，美联储也可以定义当前美国经济出现了“暂时性衰退”，从而不会轻易推翻刚刚建立的紧缩预期，大概率将在 5 月的议息会议上如期宣布加息 50BP。另一方面，我们也强调，今年下半年美国通胀可能有所降温、美国经济下行压力或更加凸显，美联储政策需要保持一定的灵活性，在必要时放缓紧缩节奏，尽量避免经济“硬着陆”风险。考虑到美国经济并未超预期强劲，且加息与缩表具有一定替代性，美联储在缩表决议上或许不会太过激进。

2022 年一季度，美国实际 GDP 初值环比降 1.4%，低于市场预期的升 1.1%，为 2020 年三季度以来首次负增长。数据公布后：美股高开，标普 500 指数开盘涨 1.35%；十年美债利率跃升 6-7bp 左右、盘中曾逼近 2.9% 高位；美元指数进一步上扬，盘中曾逼近 104。市场整体反应比较积极，并未就美国经济“衰退”或美联储放缓加息进行交易。

对此我们解读如下：

从总量来看，美国一季度 GDP 出现负增长，主要体现去年四季度美国经济增长强劲带来的基数效应。2021 年三、四季度美国实际 GDP 环比折年率分别为 2.3%、6.9%，四季度 GDP 环比折年率不仅大幅反弹，且为全年最高值。我们测算，今年一季度美国实际 GDP，较去年三、四季度 GDP 的均值，环比增长约 0.48%、折年率约为 1.9%，基本达到潜在增长水平。

图表1 2022 年一季度，美国私人投资、净出口对 GDP 环比增长的拉动明显下滑



资料来源：Wind, BEA, 平安证券研究所

分项来看，美国一季度 GDP 环比负增长主要受三方面拖累。

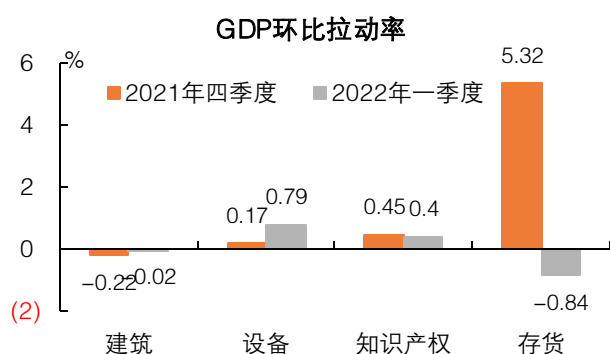
一是，私人投资（尤其私人库存变化）因基数原因环比大幅回落。一季度私人投资对美国 GDP 环比的拉动，由 2021 年四季度的 5.82% 大幅降至 0.43%，虽然仍保持正向拉动，但降幅是所有分项中最大的。投资分项看，私人存货投资在 2021 年四季度对 GDP 的环比拉动率为 5.32%，较三季度大幅提升 3.12 个百分点，在近四十年来仅次于疫情后复苏最快的 2020 年三季度。但是，存货投资的持续性较差，今年一季度私人存货投资对实际 GDP 的拉动大幅降至 -0.84%，成为了 GDP 增速下滑的主要拖累因素。

二是，出口疲弱叠加进口激增，使净出口环比大幅下滑。美国作为世界上最大的贸易逆差国，净出口长期以来都是其 GDP 的主要拖累项，2015 年至 2019 年对 GDP 的环比拉动率均值为 -0.2%。但随着美国贸易逆差再创新高，今年一季度美国净

出口对其 GDP 环比的拖累表现得尤为明显，达到 3.2%。具体来看，出口下滑的同时（拖累 0.68%），进口保持高速增长（拖累 2.53%）。我们认为，美国一季度进口激增，可能是由于港口拥堵状况改善所致。今年以来，美国港口的拥堵状况明显缓解，洛杉矶港的平均锚泊等待时间由年初的 20 天以上降至目前的 3 天左右。港口通畅后，部分 2021 年到港但尚未交货的船只在今年一季度形成了实际的进口量，洛杉矶港、长滩港等主要港口今年一季度的进口集装箱吞吐量出现反季节回升，亦说明了这一点。

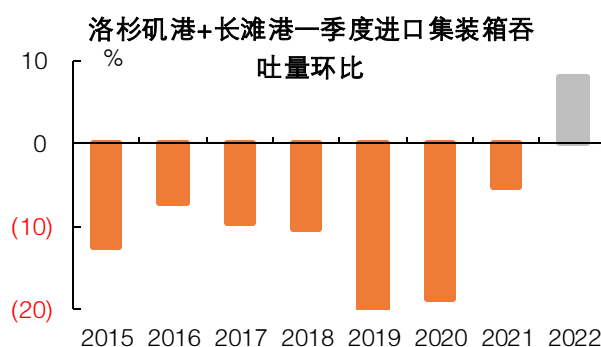
三是，政府支出继续明显下滑。2022 年一季度，由于联邦政府支出的下降，美国政府支出对 GDP 环比的拉动由去年四季度的 -0.46% 进一步下滑至 -0.48%，创下 2014 年以来新低。据 BEA 官方解释，由于部分经济纾困计划到期或已被缩减，美国政府对企业的可豁免贷款、对州和地方政府的拨款、以及对家庭的社会福利等形式的支出，均有所减少。

图表2 一季度美国私人存货投资明显拖累 GDP 增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 今年一季度美国港口进口集装箱吞吐量反季节上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

综合来看，美国一季度 GDP 环比超预期下滑属于“暂时性衰退”，或暂不会改变美联储的紧缩节奏。首先，美国一季度 GDP 负增长的主要原因，是私人存货回落、以及供应链阻塞缓解等短期因素，而美国私人消费（对一季度 GDP 环比拉动达 1.83%）、固定投资（环比拉动达 1.27%）等长期增长动能仍在恢复。其次，美国 GDP 数据并非美联储政策的直接参考，通胀和就业指标才是核心参考。与 GDP 数据同时公布的通胀和就业数据显示，美国一季度核心 PCE 物价指数同比高达 5.2%，美国截至 4 月 23 日当周初请失业金人数仅 18 万人，“高通胀和强就业”意味着美联储有必要如期紧缩。类似 2021 年的“暂时性通胀”，美联储也可以定义当前美国经济出现了“暂时性衰退”，从而不会轻易推翻刚刚建立的紧缩预期，大概率将在 5 月的议息会议上如期宣布加息 50BP。

另一方面，我们也强调，今年下半年美国通胀可能有所降温、美国经济下行压力或更加凸显，美联储政策需要保持一定的灵活性，在必要时放缓紧缩节奏，尽量避免经济“硬着陆”风险。对于缩表而言，目前美联储尚未公布明确的缩表计划，对

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_41043

