



王涵：美国经济修复迎 来拐点



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王涵

事件：2021 年 7 月 29 日，美国公布 2 季度 GDP 初值，2 季度实际 GDP 环比上升 6.5%，高于前值的 6.3%，低于预期值的 8.4%，我们认为：

美国经济修复斜率明显放缓，服务业的恢复是主要支撑。美国 2 季度消费对 GDP 的拉动达到 8%，拆分居民消费来看，服务、耐用品和非耐用的环比拉动分别为 1.7%、0.7%和 0.4%，2 季度相对强劲的消费数据主要由服务消费贡献。这背后对应着疫情影响的减弱，以及补充失业救济仍在发放，财政刺激余力仍在 2 季度发挥作用。

但前期两大支撑已有走弱迹象：商品消费增速回落+地产投资增速转负。

商品消费：财政刺激高峰已过+前期耐用品消费透支。2 季度耐用品消费季调环比为 2.4%，较前值 10.6%大幅回落。疫情以来的几轮刺激下，耐用品消费潜力不断透支，而随着 2 季度财政刺激“药效”开始减弱—美国耐用品消费开始承压。

地产投资：疫情催生的需求影响回落+供给端短期仍然受限。支持本轮美国房地产需求火热的两大因素是低利率环境与疫情之下的自住房需求。而当前来看，疫情影响已有所减弱，此前疫情催生的自住房需求高点已过。此外，此前美国新房供应部分受木材短缺的拖累，当前木材价格有所回落，但考虑到 1 年以上的房屋建造周期，供给端短期也很难较快释放。因此，

美国地产销售短期或延续降温态势。

往后看，服务消费恢复空间相对有限，疫情反复可能再次形成拖累。交通、娱乐分项较疫情前仍有 15% 以上的缺口，但是其在整体服务分项中占比仅有约 10%，而占服务消费共计 65% 的住房、医疗保健和金融分项，相较于疫情前实际上已修复完成。此外，新冠 Delta 变种也已造成美国疫情再度反弹，或对服务消费形成进一步压力。

而刺激退坡，经济或似 2010 年承担再次下行压力，联储或相应“覆水难收”。我们此前多次提示，美国的经济环境处在“尚未退烧”的状态，与 2010 年更为相似——反弹时期高度依赖财政刺激，刺激减弱经济承压。随着 3 季度补充失业救济的到期，财政刺激基本退出，美国消费将承担较大下行压力。而对应到货币政策来说，随着经济下行压力增大，联储最终或将“覆水难收”——难以实质性退出 QE。

风险提示：全球疫情恶化超预期；发达经济体货币政策变化超预期。

正文

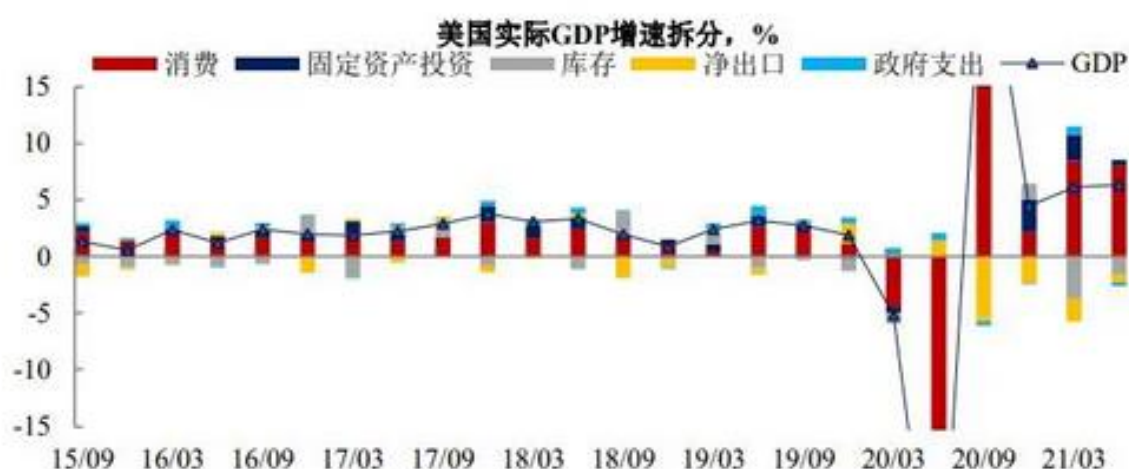
经济修复斜率放缓，服务业恢复是主要支撑

美国 2 季度经济增速放缓，消费是主要拉动，投资增速有所回落。美国 2 季度 GDP 季调环比折年率升至 6.5%，较前值 6.3% 小幅上升，但大幅不及预期值 8.4%。分项来看，消费、投资、库存变化和净出口对美国 2 季度 GDP 的拉动分别为 8%、0.6%、-1.6% 和 -0.7%。2 季度美国财政刺

激有所回落，但受益于居民活动的回升，消费仍有较好表现。由于供需错配问题仍然存在，美国库存变化对经济仍然形成拖累。与此同时，企业投资保持稳步增长，但随着低利率环境的边际变化，叠加疫情催生的自住房需求回落，美国住宅投资已开始走弱。此外，2 季度净出口拖累有所收窄，但主要是进口增速放缓所致，指向美国国内商品需求有所放缓。

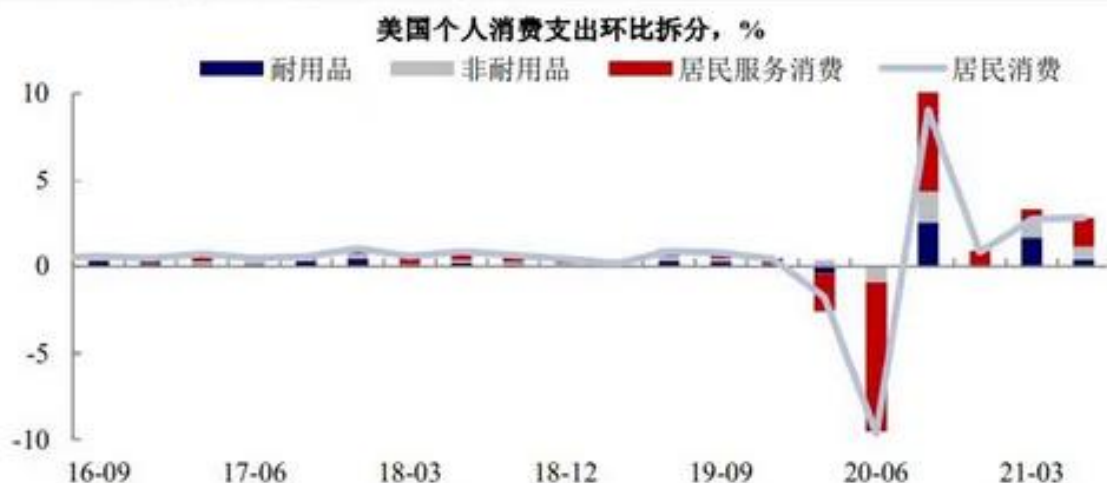
而消费增长主要由服务业贡献，疫情影响减弱助力 2 季度服务业快速修复。拆分美国 2 季度居民消费来看，服务、耐用品和非耐用的环比拉动分别为 1.7%、0.7%和 0.4%，2 季度相对强劲的消费数据主要由服务消费贡献。这背后对应着疫情影响的减弱，以及财政刺激的高点虽然在 1 季度，但 2 季度余力尚存，补充失业救济仍在发放。

图表 1：美国 2 季度 GDP 环比折年增速 6.5%，消费是主要拉动



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 个人消费支出中, 服务消费的恢复是主要拉动



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 从缺口角度看, 除服务外的分项均已超额修复, 服务消费仍有 3% 的缺口

美国实际GDP和各分项的缺口, 2021年2季度比2019年4季度



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

前期两大支撑已有走弱迹象

消费端来看, 耐用品消费明显走弱, 开始体现刺激减弱+消费透支的影响。美国 2 季度耐用品消费季调环比为 2.4%, 较前值 10.6% 大幅回落。

我们此前多次提示，疫情以来的几轮刺激下，耐用品消费潜力不断透支，而随着 2 季度财政刺激“药效”开始减弱——最近一轮财政每人 1400 美元刺激支票大部分于 3 月发放，美国耐用品消费将承压。当前来看，美国耐用品消费增速已开始明显回落。

图表 4：2 季度美国耐用品消费增速大幅档换



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 2 季度财政刺激高峰已过



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 前期耐用品消费已有所透支

美国居民消费滚动12个月累积值，2021年5月较
2020年2月，不变价格，%



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资端来看，企业投资保持稳定增长，但住宅投资已出现回落。随着

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_34059

