

2025年07月31日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

邓尧天

dytian@longone.com.cn

美国经济增速与库存周期的反转

——海外观察：美国2025年二季度GDP数据点评

投资要点

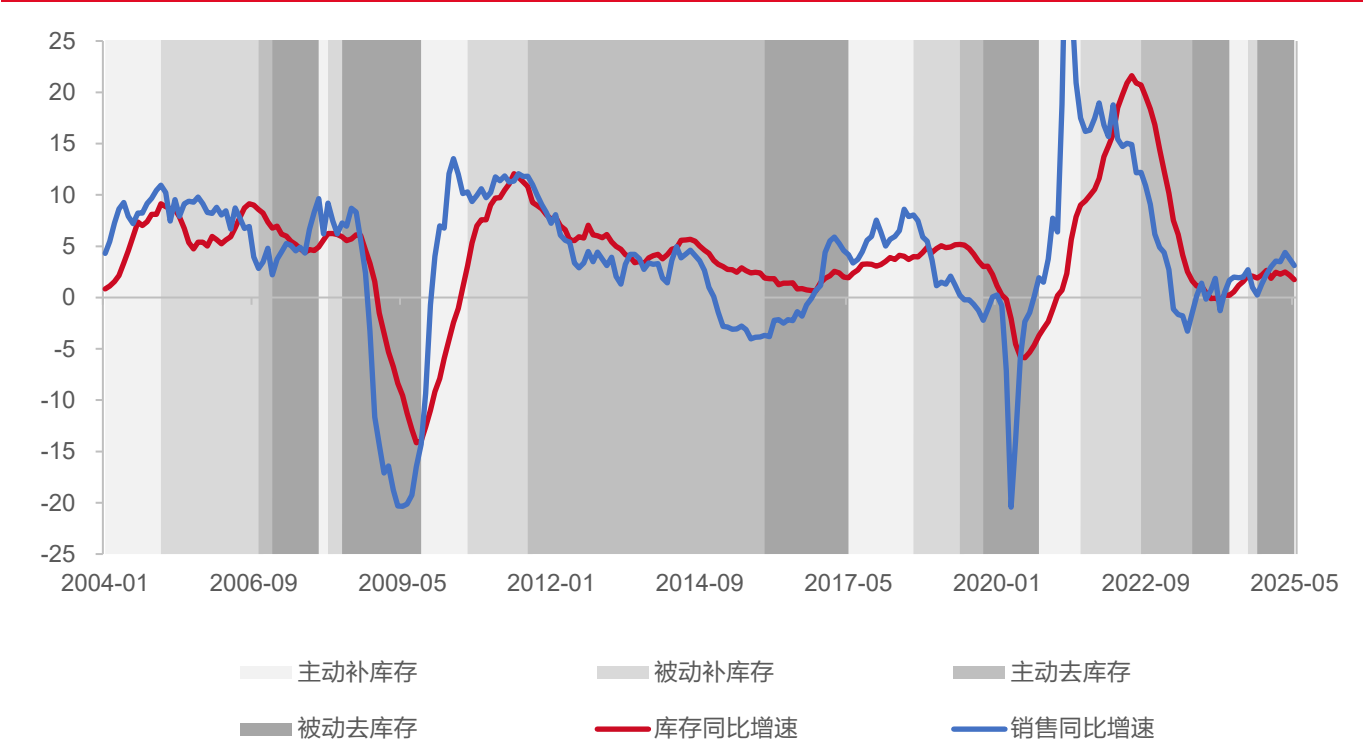
- **事件：**当地时间7月30日，美国经济分析局公布2025年第二季度美国GDP初值。美国第一季度GDP环比折年率上升至3.0%，高于预期2.4%，前值-0.5%；GDP同比2.0%，前值2.0%。
- **核心观点：**美国第二季度GDP在脱离一季度“抢进口”扰动之后，展现出较为强劲的姿态。结构上看，美国二季度GDP的拉动点与一季度呈现出“两极反转”的情况。在二季度，个人消费和进出口贸易成为美国GDP环比增速的主要拉动项，而对一季度GDP贡献较大的私人投资则是环比由正转负，成为主要拖累项。政府支出主要受国防支出加码以及州地方政府扩招而回弹。美国二季度GDP数据出炉后，叠加7月ADP就业数据显示私营就业市场依然强劲，市场降息预期回落：美元指数上涨，美债收益率上涨，黄金下跌。
- **净出口受进口大幅回落而得以提振，但出口受关税影响而萎缩。**美国第二季度进口年化环比由前值37.9%下跌至-30.3%，使得净出口对二季度GDP的环比贡献率从前值-4.6%上升至5.0%。值得注意的是，美国二季度出口同样由于其贸易保护政策而受到拖累，年化环比由前值0.4%下降至-1.8%，对GDP的拉动则由前值0.04%下降至-0.19%，其中出口商品对GDP的拖累达到0.35个百分点。
- **受去库存周期收尾以及消费者信心回暖影响，个人消费增速反弹。**二季度美国个人消费环比折年率从前值0.5%上升至1.4%，对GDP的拉动从前值0.3%上升至1.0%。分项看，耐用品消费成主要贡献项，环比折年率从前值-3.7%上升至3.7%，对GDP的拉动从前值-0.3%上升至0.3%。从库存周期上看，供应链上游库存增速持续走弱，同时下游零售需求端在5月开启补库存，我们认为美国货物商品市场在二季度已经步入“被动去库存”的尾声。供需矛盾的改善或会在价格端提振美国销售数据，使得个人消费在二季度呈现出反弹的态势。同时，密歇根大学消费者信心指数在二季度迎来改善，并在7月回升至61.8，乐观的预期则在需求端上提振个人消费。
- **私人投资受住宅类固定投资拖累而走弱。**私人投资环比折年率从前值23.8%大幅走低至-15.6%，对GDP的拉动则从前值3.9%下降至-3.1%，或主要受到美国住房市场的持续降温影响。二季度住宅类投资环比折年率继续下行，由前值-1.3%下降至-4.6%，印证了我们在5、6月美国通胀报告中提及的“移民政策以及高位贷款利率会在后续为房市带来持续的下行压力”观点。同时，我们注意到美国成屋库存同比增速自2025年以来持续位于近十五年高位，而新建住房销售增速则是徘徊在负值低位。因此从库存周期上看，美国住房市场则是依然没有摆脱“被动去库存”阶段，这或进一步减缓美国住房投资增速。
- **财政支出增速由于国防支出反弹而回升。**政府支出环比折年率由前值-0.6%上升至0.4%，主要由国防支出和州地方政府支出驱动。州和地方政府开支主要由于二季度职位扩招影响而上升，环比折年率由前值2.0%上升至3.0%。国防支出方面，或是由于6月美国对中东地区发动的军事行动影响，因此，剔除国防军事开支的扰动因素后，我们认为政府支出对经济本身的影响并不大。
- **美国二季度GDP使得市场降息预期减弱。**美国二季度GDP展示出其经济仍有韧性，但出口以及住宅投资或是其经济背后的隐患，值得注意的是，外贸以及住房市场均对政策利率有较高弹性，由此我们认为后续美国当局政府对美联储的“降息呼吁”可能会更加密集且迫切。GDP数据出炉后，美元指数上涨，美债收益率上涨，黄金下跌，美股横盘震荡。
- **风险提示：**美国关税谈判不及预期导致消费信心恶化，移民政策和高利率压低房市需求。

图1 美国 GDP 各分项，%

	环比折年率，%				同比，%			
	2025Q2	2025Q1	2024Q4	趋势	2025Q2	2025Q1	2024Q4	趋势
GDP	3.0	-0.5	2.4		2	2	2.5	
个人消费	1.4	0.5	4.0		2.4	2.7	3.1	
商品	2.2	0.1	6.2		3.5	3.7	3.4	
耐用品	3.7	-3.7	12.4		4.8	5.3	5.8	
非耐用品	1.3	2.1	3.1		2.8	2.9	2.1	
服务	1.1	0.6	3.0		1.9	2.3	3	
私人投资	-15.6	23.8	-5.6		-0.1	6.3	1.7	
固定资产投资	0.4	7.6	-1.1		2.2	2.7	2.4	
住宅类	-4.6	-1.3	5.5		-1.3	-0.8	2.8	
非住宅类	1.9	10.3	-3.0		3.2	3.7	2.3	
出口	-1.8	0.4	-0.2		1.9	2.6	3	
进口	-30.3	37.9	-1.9		1.1	12.7	5.5	
政府支出	0.4	-0.6	3.1		2	2.6	3.2	
联邦政府	-3.7	-4.6	4.0		1	3	4.2	
国防	2.2	-7.1	4.8		3.2	4.2	5.5	
州和地方政府	3.0	2.0	2.5		2.6	2.4	2.7	

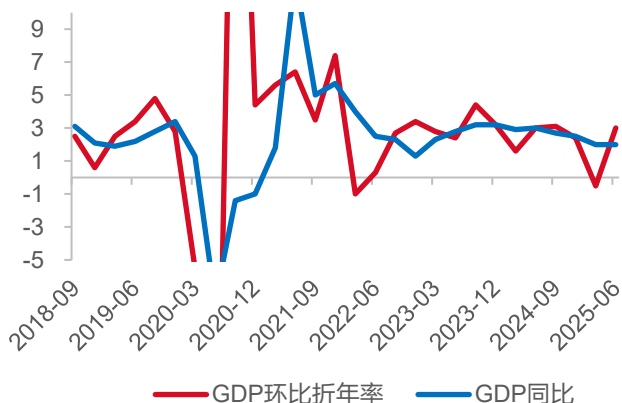
资料来源：BEA，东海证券研究所

图2 美国当前接近被动去库存的尾声，%



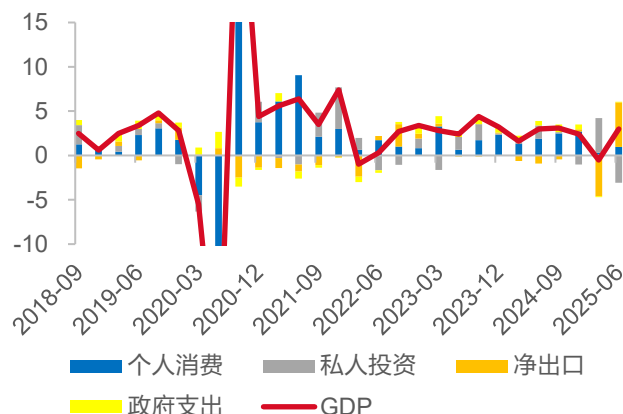
资料来源：USCB，东海证券研究所

图3 美国 GDP 增速，%



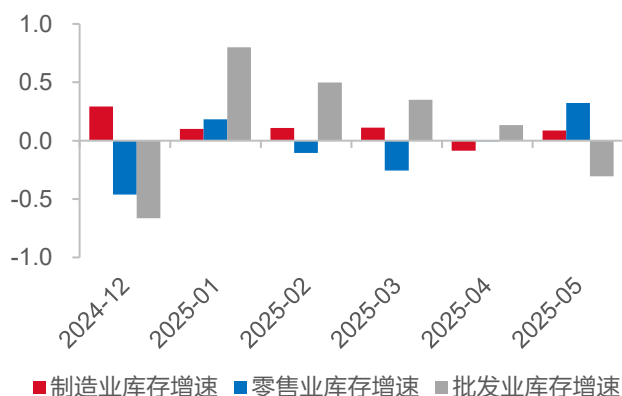
资料来源：BEA，东海证券研究所

图4 主要分项对美国 GDP 环比的拉动，%



资料来源：BEA，东海证券研究所

图5 美国库存增速持续下降，%



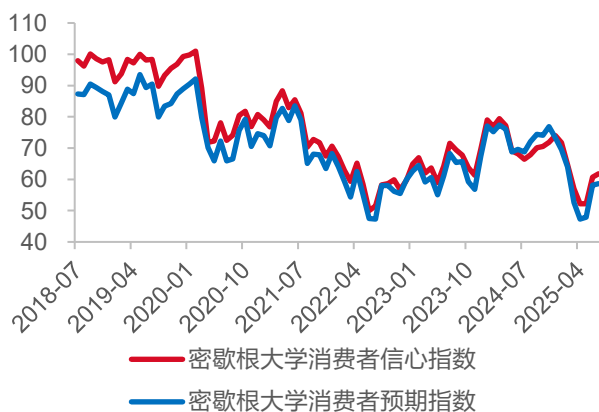
资料来源：USCB，东海证券研究所

图6 零售端库存销售比在 5 月开始回升



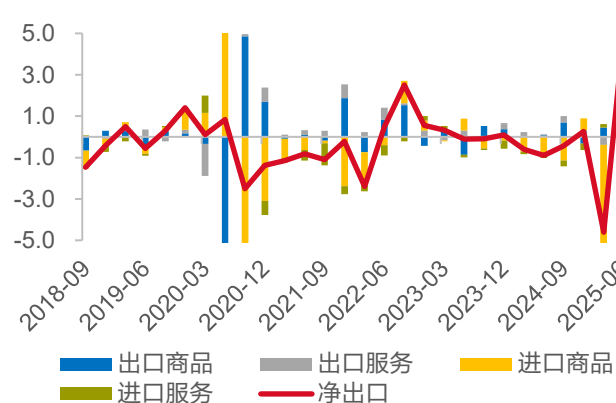
资料来源：USCB，东海证券研究所

图7 密歇根大学消费者信心和预期指数回暖



资料来源：密歇根大学，东海证券研究所

图8 国际贸易对 GDP 的拉动，%



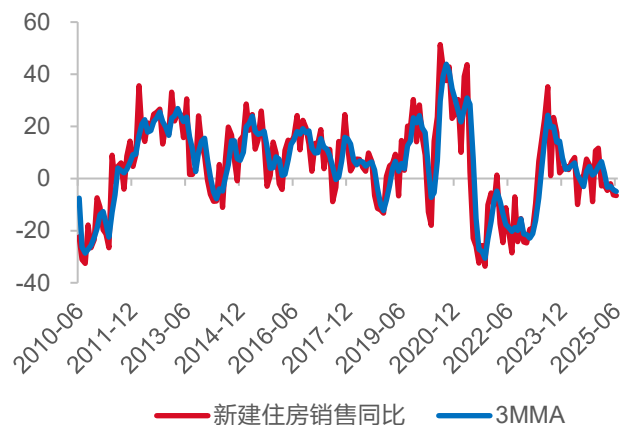
资料来源：BEA，东海证券研究所

图9 美国成屋库存增速位于近十五年高位，%



资料来源：全美地产，东海证券研究所

图10 美国住房销售增速位于负值低位，%



资料来源：USCB，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089