东兴证券 DONGXING SECURITIES

美国GDP2季度触底，3季度反弹

——美国2季度GDP数据点评

2020 年 07 月 31 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

美国 2 季度 GDP 环比-32.9%，预期-34.5%，前值-5%；同比-9.5%。

主要观点：

消费拖累 GDP 创下二战以来同比新低。维持三季度先 V 四季度 U 右半侧的反弹观点。V 反映了先期复工带来的刚性反弹，但考虑到疫情的特殊性，复工后的经济活跃程度很难在短期恢复到疫情前，刚性反弹后 4 季度开始的 U 右半侧复苏才是一般经济危机的复苏阶段。由于叠加美国大选，疫情的二次爆发使得部分州的复工节奏暂停，市场对未来不确定性的权重提升的时间节点有所提前，我们维持五月初对美股的中性略偏积极的态度，但震荡可能加剧。建议关注 8 月初第二轮财政刺激法案的落地。

1. 2 季度 GDP 萎缩主要来自 4-5 月，对消费的冲击远大于投资。

疫情危机下经济数据的衰退幅度显现出有别于一般经济危机的特征：对消费冲击大于投资。一般经济危机下，投资的波动性为消费的 2~3 倍。而本次危机中，消费的波动性接近投资，这体现了疫情引起人群流动减少，进而对服务类消费的影响。货币与财政政策可以减轻家庭和企业资金的流动性问题，但无法改善人群流动的减少。因此，本次投资分项的同比跌幅尚可，但消费跌幅却是 II 战以来最深。由于消费是美国经济的基石，占 GDP 比重在 70%左右，消费的深幅萎缩拖累 GDP 同比亦创 II 战以来最低。可见，疫情对服务类消费的制约是决定 V 型反弹力度的最大因素。

除联邦政府支出外，GDP 各大分项均出现深幅萎缩。环比负向贡献度主要来自服务消费-22.9%，出口-9.4%，固定投资-5.4%，存货-4%；正向贡献主要来自进口收缩 10%以及联邦政府支出 1.2%。细分项看，服务消费中的医疗、商品消费中的服装和鞋、存货中的汽车销售商存货以及非住宅固定投资中交通运输设的下降较为突出；亮点在于汽车及零部件消费止跌以及信息处理设备投资环比增长。从时间来看，根据就业数据，2 季度 GDP 反映了 4-5 月疫情停工以及 6 月部分复工背景下的经济数据。

个人消费同比-10.7%，主要体现在服务消费-14.7%，商品消费-1.8%。商品消费端，与 1 季度不同，2 季度商品消费主要受到非耐用品消费下滑的拖累，而耐用品平稳。**耐用品方面，**娱乐商品消费猛增以及汽车消费企稳带动了耐用品消费的止跌。受益于疫情的娱乐商品增长持续加速，环比 40.5%；汽车及零部件消费环比在经历 1 季度的深幅衰退后（-28.5%）出现企稳，2 季度环比 5.5%，但同比仍略有下滑，为-6%。**非耐用品方面，**衣服鞋帽和汽油消费的加速下跌成为主要拖累。两者同比分别为-23.1%和-22.6%。食品分项环比（-6.4%）虽然出现下滑，但主要是由于 1 季度（环比 31%）增长过快的影响，同比 6%，前值 8.9%。而非疫情期间，该分项同比一般在 2%上下。

对 GDP 影响最大的是占 GDP 比重 44.3%的服务消费，环比-43.5%，同比-14.7%。从同比看，受疫情影响最大的分项依次为娱乐（-54%）、交通运输（-40.3%）、餐饮住宿（-39.7%）以及医疗护理（-20.2%）。其中，医疗和餐饮酒店这两项占 GDP 比重共 12.8%。服务消费中增加的为金融服务和非盈利机构消费，同比分别为 1.5%和 51.5%，分别体现了资本市场和疫情的影响。

总私人投资同比-17.9%，为 1980 年以来第二大降幅。固定投资各分项普降，同比-8%，略大于 2000 年衰退幅度，但远不及 2008 年。与次贷危机影响主要集中在住宅不同，本次疫情危机中住宅投资表现出较大的韧性。住宅在 1 季度经历环比较高增

长后 2 季度出现深幅萎缩，环比-38.7%；但从同比看-5.2%，尚未超过次贷危机以后的最低点。非住宅投资同比-8.9%，与 2000 年危机幅度相同。设备投资同比-14%，大于 2000 年，主要是交通运输设备，同比-44.1%；其次为工业设备，同比-9.3%。但信息处理设备投资增长，同比 1%，环比 5%。知识产权降幅较小，环比-7.2%，同比 1%，没有表现出典型的经济危机式衰退。建筑同比-11.6%。从月度就业数据来看，建筑的就业人口在 6 月份恢复较好，户外就业也是优先复工行业，疫情对其影响在 3 季度会显著减弱。此外，存货投资出现大幅下降，贡献了总投资下滑的 46.7%，主要集中在汽车销售商的存货下跌。

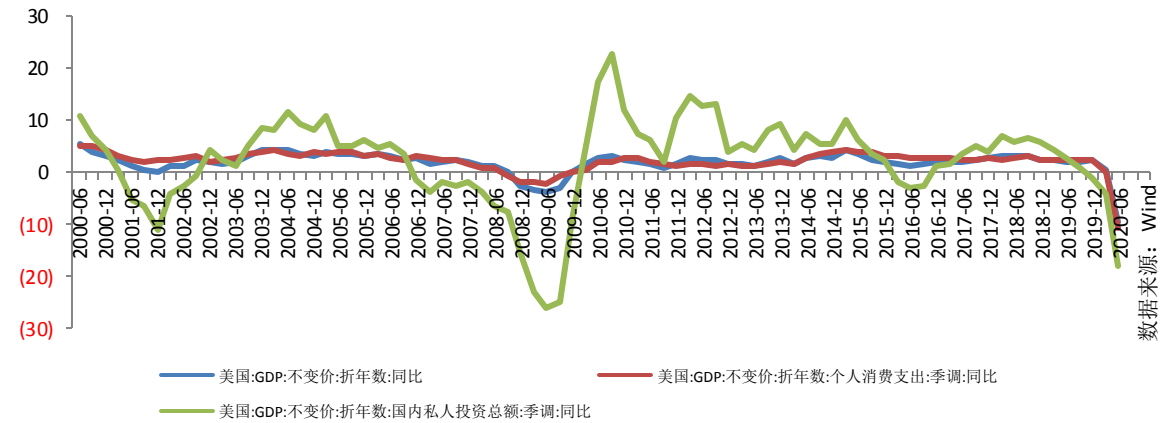
2. **维持先 V 再 U 右半侧的反弹观点。**

疫情对经济的冲击较为特殊，对经济数据的短期影响是剧烈的。内生经济或金融危机对各行业的冲击是通过行业间的供需逐渐传导的，经济数据也随之逐渐跌入谷底。而与一般经济衰退不同，疫情控制需要减少人员流动，大部分的经济活动在同一时间收缩冻结。因此它对经济各行业的冲击是同时的，所有的经济数据表现出骤然剧烈的下降亦在合理范围内。显然，当前经济数据的剧烈波动与经济本身的机制健康与否无关。疫情可控后，经济活动也会受复工节奏，较快的恢复到一定水平。而经济真正的挑战是在第一轮刚性复工后，经济能否依靠内生机制的运行复苏到疫情之前。

虽然疫情的二次爆发是确定性的，但美国国内的社会波动加重了二次疫情的严重程度。叠加美国大选临近，部分州的复工节奏出现局部的暂停。显然复工越晚，疫情造成的短期影响将会对经济各部门产生中长期影响。更多的企业可能面临正式裁员或者倒闭。复工以后，劳动力的供需非均衡的时间可能拉长。市场对未来不确定性的权重提升的时间节点有所提前，我们维持 5 月初**对美股中性略偏积极的态度，但震荡可能加剧。**

宏观经济维持先 V 再 U 右半侧的复苏观点，建议关注 8 月初第二轮财政法案。3 季度的 V 反映了先期复工带来的刚性反弹，但考虑到疫情的特殊性，复工后的经济活跃程度很难在短期恢复到疫情前，刚性反弹后 4 季度开始的 U 右半侧复苏才会进入一般经济危机复苏模式。建议关注 8 月初的两党对第二轮财政刺激政策的表决。

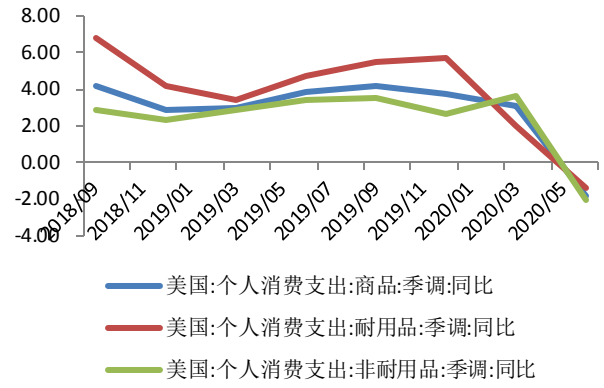
图1：消费拖累 GDP 创二战以来最大跌幅



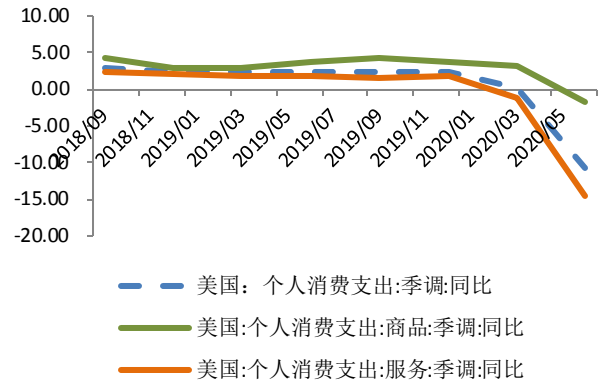
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：非耐用品消费跟跌

图3：服务消费拖累总消费

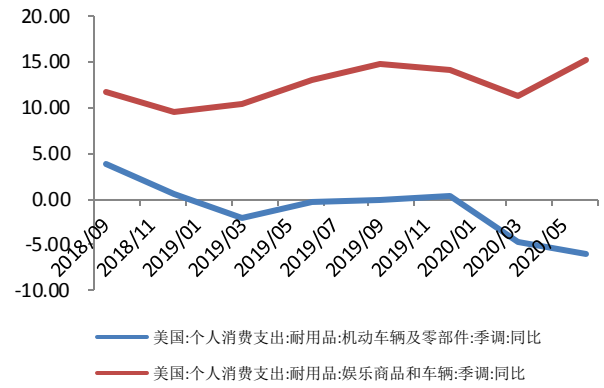


资料来源：wind，东兴证券研究所



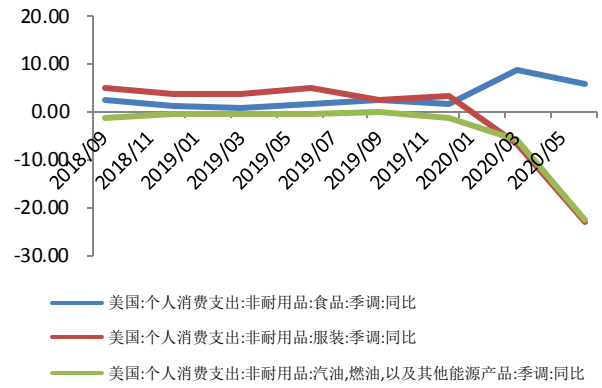
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：汽车消费跌速减弱，娱乐耐用品增长



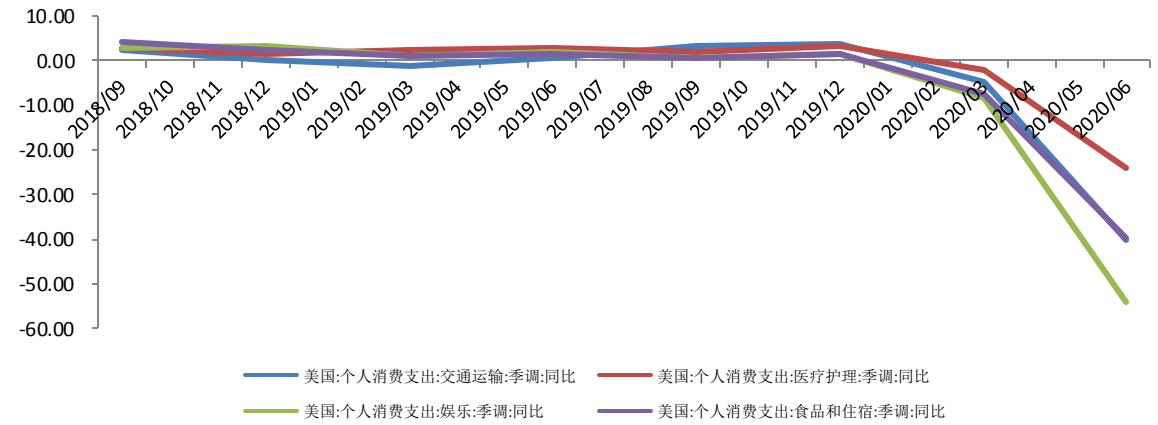
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：服装、汽油消费深跌



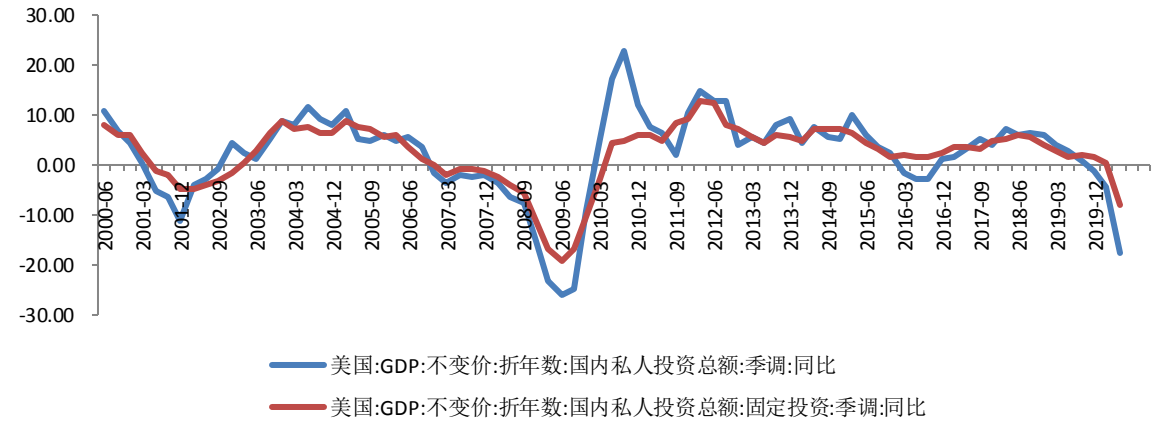
资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：服务消费主要深跌分项



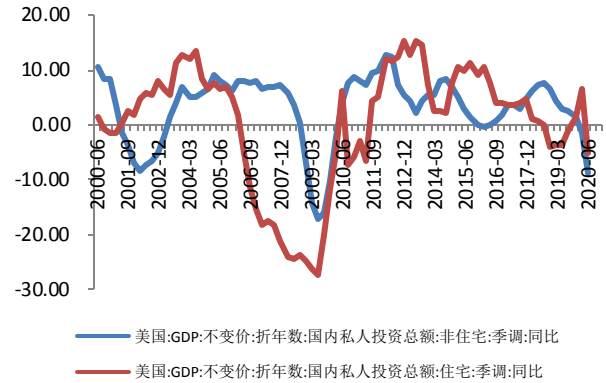
资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：存货跌幅拖累总投资，固定投资跌幅尚可



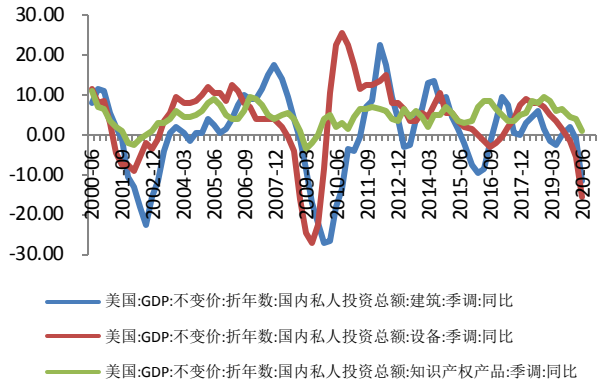
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图8：住宅投资较为有韧性



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图9：设备投资跌幅最大



资料来源：wind, 东兴证券研究所

风险提示：美国大选。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀企稳回升	2020-07-15
宏观普通报告	宏观普通报告：进出口回暖，疫情影响开始消退	2020-07-15
宏观普通报告	东兴宏观：宽松信用环境呵护经济复苏—2020 年 6 月金融数据点评	2020-07-13
宏观普通报告	东兴宏观：复工开启，就业数据回升	2020-07-03
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储维持宽松态度明确	2020-06-11
宏观普通报告	信用环境持续宽松，政府债券支撑社融	2020-06-11
宏观深度报告	东兴宏观：PPI 或将见底——2020 年 5 月物价数据点评	2020-06-11
宏观普通报告	宏观普通报告：非农数据触底回升，疫情效应开始消退	2020-06-08

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：进出口数据处于 2015 年全球小衰退底部区间	2020-06-08
宏观深度报告	宏观深度报告：美国商业票据市场大致恢复	2020-06-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院，2019 年加入东兴证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526