

沮丧、但不绝望的 2 季度美国 GDP



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001
(021)-50106413

- 08 年金融危机严重超过预期，短期美国 GDP 表现亦令人失望。本次美国经济分析局(BEA)修正了先前各期的 GDP，我们发现金融危机程度导致的经济衰退更高，08 年 4 季度和 09 年 1 季度的衰退达到 8.9%和 6.7%，远超过原值；此外尽管 2010 年整体复苏力度尚可，但自 4 季度起，经济增长出现持续下修，尤其是 2011 年 1 季度 GDP 下修幅度令人吃惊，从 1.9%大幅下修至 0.4%。
- 2011 年 2 季度 1.3%的经济增速，我们总体感觉失望，但亦不需过度悲观。一方面，占 GDP70%的消费下滑令人担忧，但有短期油价上行对汽车等耐用消费品消费挤出等因素影响，但未来或有缓解。另一方面，企业投资依然表现较好。企业的设备和软件投资增长了 5.7%。同时随着天气转好，房地产新开工亦有所加速，相比 1 季度的 2.4%的负增长，2 季度的增速达到 3.8%
- 展望下半年，我们认为消费和投资仍有望保持增长，下半年美国企业或将小幅去库存，3 季度经济增长在 2%左右。

从消费来看，我们认为有利因素依然存在：第一，美国 M2 和私人信贷增幅加快，居民资金可得性增强；第二，美国储蓄率依然稳定，在收入稳定上行时有利于消费增加；第三，由于汽车消费在 2 季度拉低 GDP0.12%，但在 1 季度的贡献达到 1.08%，乐观考虑在油价回落，耐用品消费再度上行的前提下，未来或为 GDP 贡献 1%左右增幅。这样预计在 3 季度美国私人消费仍将贡献 GDP2%左右。不确定性在于就业市场变化对消费者信心的影响，这需要时间观察，但我们依然认为“就业增加—收入增长—消费提升”的正循环没有打破。

我们认为促进企业投资增加的正面因素同样存在：第一，存在 2011 年美国企业全额减少资本折旧税收的优惠；第三，美国银行体系信用有所扩张，企业融资便利增加；第三，企业自有现金流充裕，标普企业的现金资产比例在 10%左右的高位。这些有利因素仍将支持投资在下半年继续反弹。

由于新兴市场近期工业生产回落很快，美国 6 月新订单亦出现环比 2.1%的降幅，这使得 3 季度小幅去库存的概率增加，并对经济增长形成一定拖累。

- 整体看，美国经济走弱更为明显，但我们不认为 Fed 近期会做的更多（如贸然推出 QE3）。因为从修正的 GDP 来看，两轮量化宽松政策对经济刺激效果十分有限，如 09 年 12 月的增长从 5%下修到 3.8%，在 10 年的三、四季度增长亦只有 2.5%左右。

尽管如此，市场对美联储再次刺激的预期会增加，同时考虑走弱的经济数据，我们认为美元汇率依然维持弱势、或将小幅有序贬值。

图表目录

图 1:	2007 年以来美国 GDP 变化情况	4
图 2:	2011 年 1 季度 GDP 大幅下修	4
图 3:	金融危机各季度 GDP 原值和修正值	4
图 4:	汽车销量大幅下滑	5
图 5:	新订单/库存大幅回落	5
图 6:	储蓄率稳定, 收入依然增长有助消费	5
图 7:	企业软件和设备投资仍可期待	5

沮丧、但不绝望的 2 季度美国 GDP

事件

美国 2 季度 GDP 环比折年增长 1.3%，远低于市场预期的 1.9%。

我们的点评

- **08 年金融危机严重超过预期，短期美国 GDP 表现令人失望**

本次美国经济分析局(BEA)修正了先前各期的 GDP（见图 2、3）新的数据，主要结论有以下几点：第一，金融危机程度导致的经济衰退更高，08 年 4 季度和 09 年 1 季度的衰退达到 8.9%和 6.7%，远超过原值；第二，经济在 2010 年整体复苏力度尚可，但自 4 季度起，经济增长出现持续下修；第三，2011 年 1 季度 GDP 下修幅度令人吃惊，从 1.9%大幅下修至 0.4%，存货调降成为主要原因，也就是说当时美国企业对经济乐观的加库存影响并不明显。

- **11 年二季度 GDP 增长远低于预期，消费下滑令人担忧，亮点在于企业投资**

观察 2011 年 2 季度 1.3%的经济增速，我们总体感觉失望，但亦不需过度悲观，占 GDP70%的消费下滑令人担忧，但有短期因素影响，同时企业投资依然表现较好。

整体来看，消费仅贡献增长 0.07%，相比 1 季度的 1.5%和 2010 年的平均约 2%的水平大幅减少，投资相比 1 季度有所加速，贡献了 0.9%的增长，政府支出贡献了 0.58%，主要得益于国防支出的增加，随着贸易逆差收窄，对 GDP 的拖累下降为 0.23%。

消费，尤其是耐用消费品的放缓受短期因素一定影响，如原油价格大幅攀升至 100 美元以上，这使得汽车消费需求下降，而随着油价的小幅回落未来或有所缓解。

由于信贷可得性增加、2 季度海外需求提升和国内税收优惠政策，企业的设备和软件投资增长了 5.7%。同时随着天气转好，房地产新开工亦有所加速，相比 1 季度的 2.4%的负增长，2 季度的增速达到 3.8%。

- **我们认为消费仍有望保持增长，下半年美国企业或将小幅去库存，3 季度经济增长在 2%左右。**

从消费来看，我们认为有利因素依然存在：第一，美国 M2 和私人信贷增幅加快，居民资金可得性增强；第二，美国储蓄率依然稳定，在收入稳定上行时有利于消费增加；第三，由于汽车消费在 2 季度拉低 GDP0.12%，但在 1 季度的贡献达到 1.08%，乐观考虑在油价回落，耐用消费品消费再度上行的前提下，未来或为 GDP 贡献 1%左右增幅。这样预计在 3 季度美国私人消费仍将贡献 GDP2%左右。不确定性在于就业市场变化对消费者信心的影响，这需要时间观察，但我们依然认为“就业增加—收入增长—消费提升”的正循环没有打破。

我们认为促进企业投资增加的正面因素依然存在：第一，存在 2011 年美国企业全额减少资本折旧税收的优惠；第三，美国银行体系信用有所扩张，融资便利增加；第三，

企业自有现金流充裕，标普企业的现金资产比例在 10% 左右的高位。这些有利因素仍将支持投资在下半年继续反弹。

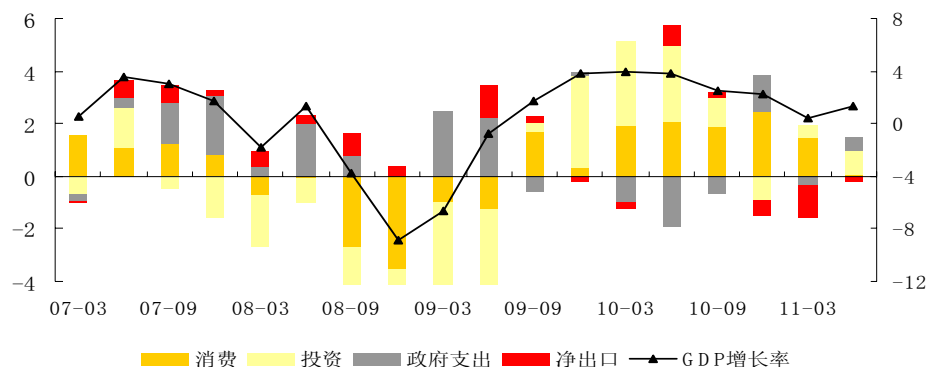
由于新兴市场近期工业生产回落很快，6 月美国新订单亦出现环比 2.1% 的降幅，这使得 3 季度小幅去库存的概率增加，并对经济增长形成一定拖累。

• 经济走弱明显，但 Fed 不会做的更多，尽管 QE3 预期可能升温

整体看，美国经济走弱更为明显，但我们不认为 Fed 近期会做的更多（如，贸然推出 QE3）。因为从修正的 GDP 来看，两轮量化宽松政策对经济刺激效果十分有限，如 09 年 12 月的增长从 5% 下修到 3.8%，在 10 年的三、四季度增长亦只有 2.5% 左右。

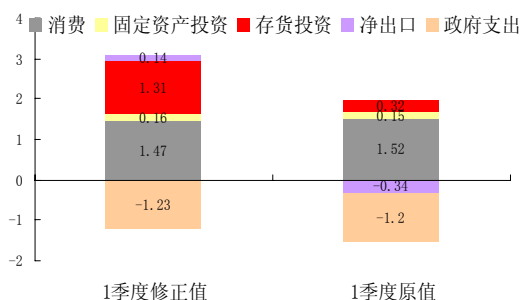
尽管如此，市场对美联储再次刺激的预期会增加，同时考虑走弱的经济数据，我们认为美元汇率依然维持弱势、或将小幅有序贬值。

图 1： 2007 年以来美国 GDP 变化情况



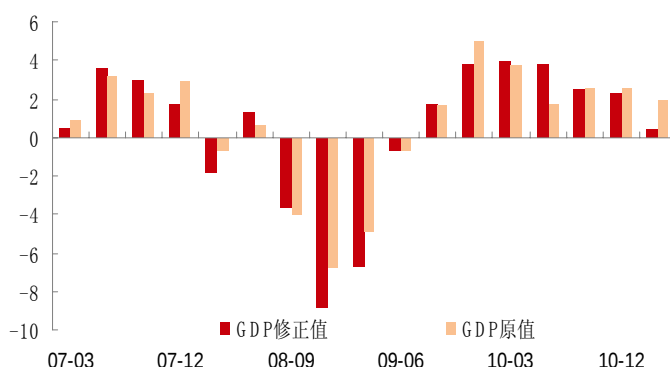
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 2011 年 1 季度 GDP 大幅下修



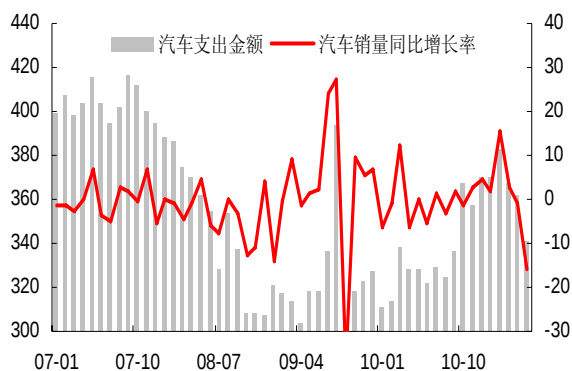
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 金融危机各季度 GDP 原值和修正值



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4: 汽车销量大幅下滑



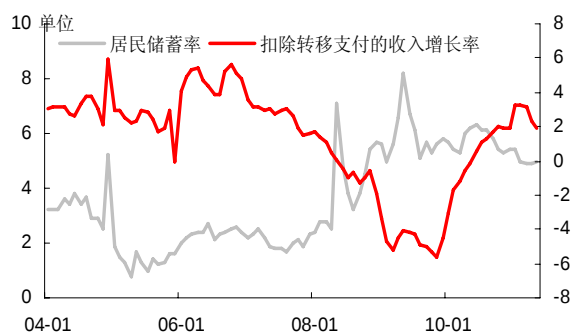
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 5: 新订单/库存大幅回落



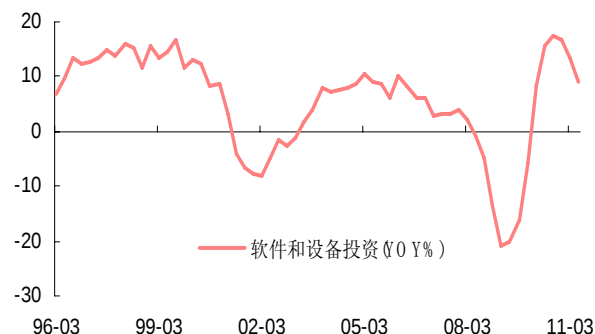
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 6: 储蓄率稳定, 收入依然增长有助消费

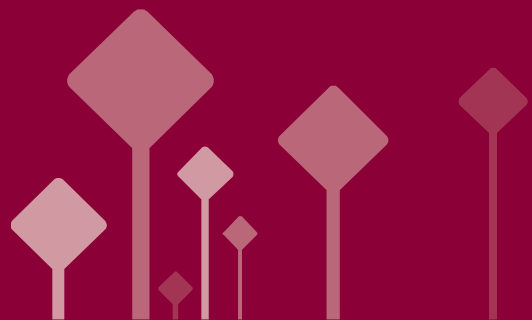


资料来源: 华泰联合证券研究所

图 7: 企业软件和设备投资仍可期待



资料来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn