

## 美国经济离衰退还有多远？—美国三季度 GDP 数据点评

报告日期: 2022-10-28

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

联系人: 潘纬桢

执业证书号: S0010122040040

电话: 17521128958

邮箱: panwz@hazq.com

### 相关报告

1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_衰退开始了吗？—美国二季度 GDP 数据点评》2022-04-29

2.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_破局之路,妙手何方?—2022 中期宏观展望》2022-06-14

3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_“亡羊补牢”,其时晚否?—美国 6 月 FOMC 会议点评》2022-06-16

4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_美国“衰退”的程度有多深?—美国三季度 GDP 数据点评》2022-07-29

5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_3 次加息 75bp 后,美联储还会有多少超预期?—9 月 FOMC 会议点评》2022-09-22

6.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_美国经济将“衰退”至何处?》2022-09-26

### 主要观点:

● **事件:** 美国 2022 年三季度实际 GDP 环比折年率初值为 2.6%,市场预期 2.4%,前值为-0.6%,今年以来首次录得环比正增长。

#### ● 核心观点:

**1. 三季度美国 GDP 环比增长首次转为正值,主要是因为净出口对经济贡献度提升,政府支出贡献由负转正;此外,个人消费增速虽边际放缓,但仍保持正增长,私人投资负增长缩窄。**

**1) 私人消费支出方面:** 三季度美国私人消费支出环比<sup>1</sup>增长 1.4%,二季度为 2.0%,拉动 GDP 增长 0.97 个百分点,二季度为 1.38 个百分点,增长速度与贡献率持续下降。分项来看,商品消费环比下降 1.2%,较二季度降幅缩窄 1.4 个百分点。其中耐用品环比下降 0.8%,较上季度降幅缩窄 2.0 个百分点。非耐用品环比下降 1.4%,较二季度降幅缩窄 1.1 个百分点。服务消费方面,三季度服务消费环比增长 2.8%,二季度为 4.6%,涨幅有所缩小。其中家庭服务消费支出、食品消费、医疗健康等分项继续保持一定增长,显示美国居民服务消费恢复的过程尚未结束。

**2) 私人投资方面:** 三季度美国私人投资环比下降 8.5%,二季度环比下降 14.1%,降幅收窄 5.6 个百分点,拖累 GDP 增长 1.59 个百分点,二季度拖累 GDP 增长 2.83 个百分点,对 GDP 增长的负贡献减少。固定资产投资方面,三季度环比下降 4.9%,上季度为环比下降 5.0%,下降幅度微幅收窄,拖累 GDP 增长 0.89 个百分点。其中设备投资环比增长 10.8%,较上季度上升 13 个百分点,住宅投资环比下降 26.4%,降幅较上季度扩大 7.6 个百分点。库存投资方面,三季度库存投资拖累 GDP 增长 0.7 个百分点,上季度则拖累 GDP 增长 1.91 个百分点,对 GDP 增长拖累程度减小。

**3) 净出口方面:** 三季度净出口带动美国 GDP 增长 2.77 个百分点,二季度则推动美国经济增长 1.16 个百分点,对 GDP 增长的贡献提升,也是**本次 GDP 转为正增长的关键原因**。进口方面,三季度进口环比下降 6.9%,较上季度回落 9.1 个百分点,并推动 GDP 增长 1.14 个百分点。其中商品进口环比下降 8.7%,降幅较上季度扩大 8.3 个百分点。服务进口环比增长 2.3%,较上季度下降 14.3 个百分点。出口方面,三季度出口环比上升 14.4%,较上季度上升 0.6 个百分点。其中商品出口贡献了上升的主要部分,环比上升 17.2%,较上季度提升 1.7 个百分点。

**4) 政府支出方面:** 三季度政府支出环比上升 2.4%,较上季度提升 4.0 个百分点,对 GDP 的增长贡献由负转正,推动 GDP 增长 0.42 个百分点。其中联邦政府支出环比上升 3.7%,较上个季度提升 7.1 个百分点。州和地方政府环比上升 1.7%,较上季度上升 2.3 个百分点。显示拜登政府近期通过的《通胀削减法案》等财政刺激政策已经开始对美国经济产生一定的推动作用。

<sup>1</sup> 此处为环比折年率,后文未经标注皆为环比折年率。

**2. 三季度美国 GDP 虽然转为正增长，但主要是受到净出口增长以及政府支出由负转正的影响，个人消费增长速度仍在放缓，后续四季度美国经济的增幅预计将会放缓，保持韧性下滑的态势，短期内不会陷入衰退，但实现经济软着陆难度较高。**

1) 个人消费虽保持增长，但增速较上季度有所回落，后续增速预计将会继续放缓。作为美国经济占比最高的部分，三季度美国个人消费延续了今年以来的特征，即商品消费继续下降，而服务消费持续回升，这与当前美国经济恢复的状态相吻合。在之前的报告中，我们曾认为随着与疫情共存的防疫政策的全面实施，美国民众因疫情而受到抑制的服务消费逐步回归，对经济起到一个正向的推动作用，随着居民商品消费向服务消费转移，对商品的消费会逐步回落，从而对经济产生拖累作用。从当前的数据来看，服务消费回归、商品消费韧性回落的趋势还未结束，三季度商品消费拖累 GDP 增长 0.28%，较二季度收窄 0.33 个百分点；服务消费推动 GDP 增长 1.24%，较二季度下降 0.75 个百分点。后续来看，三季度美国个人可支配收入环比上升 6.0%，个人真实可支配收入环比上升 1.7%，皆较二季度有小幅增长，个人储蓄率较二季度下降 0.1 个百分点至 3.3%。在收入增长的支撑下，美国居民对于服务消费的需求仍将保持一定程度的增长，但是在美联储不断的加息之下，增速预计将会放缓；商品消费还将保持韧性回落态势。

2) 住宅投资的回落是造成此次私人投资下降的主要原因，后续住宅投资的下降或将持续，但私人投资的整体下降幅度或将在企业补库存的推动下放缓。作为此次私人投资下降的最主要因素，三季度住宅投资拖累 GDP 增长 1.37%。事实上，在美联储的持续加息下，美国房贷利率上升较快，截至 10 月 20 日，30 年期固定抵押贷款利率为 6.94%，较年初增长超过 350bp，居民贷款压力不断增加，美国住房市场不断降温。9 月份美国新屋开工总数为 143.9 万套，较年初下降超过 20 万套，成屋销售亦受到较多负面影响。后续来看，鉴于美联储加息短期内还将继续，美国房贷利率预计将会维持高位，从而对地产投资带来持续的抑制。库存投资方面，随着四季度节假日以及消费高峰的到来，预计企业会积极补库存。总的来看，后续私人投资的降幅可能将会放缓。

3) 净出口成为此次推动 GDP 增长的最主要因素，后续预计将会减弱。政府支出则可能减弱，对经济产生一定的拖累作用。净出口三季度对 GDP 的贡献继续提升，其中出口较上季度继续增长，进口则较上季度有较大幅度的减少。出口方面，无论是商品出口还是服务出口，三季度均有一定幅度的增长，其中商品出口涨幅有所扩大，原因可能有以下几点：一方面俄乌冲突的持续甚至局部升温，欧洲对俄罗斯的制裁逐步加码，以及冬季的逐步到来，使得欧洲向美国购买更多的 LNG 天然气，在高企的天然气价格以及强劲美元的支撑下，美国的商品出口金额迎来了较大幅度的上涨；另一方面，欧美等西方国家防疫政策趋于一致，各国目前正在逐步恢复正常的跨国交往。美国作为传统的服务出口大国，国际交往的恢复带动其服务出口迎来较快恢复，美国的服务进口也有一定程度的上升。此外，与二季度不同，美国三季度进口有较大幅度的下降，并转为负值，其中商品进口为主要拖累项。我们认为这反应出美国居民对商品消费的减少，以及零售企业等去库存的行动。后续来看，随着冬天的到来，欧洲对于天然气的需求还将持续，但是随着国际大宗商品价格的下行，相关的商品出口金额增长速度预计将会放缓。进口方面，随着节假日的来临，相关商品的进口预计将会提升。总

的来看，净出口或仍能为美国经济增长的一个推动力，但拉动力将会减弱。政府支出方面，从中期选举情况来看，民主党大概率将会失去众议院，考虑到美国众议院主要负责财政预算等职责，美国政府的财政刺激政策预计将难以通过，从而拖累美国经济增长。

4) 总体来看，虽然美国三季度 GDP 增长由负转正，但主要是由于净出口等项推动，最主要的个人消费正在逐步放缓，三季度的政府财政刺激亦难以为继，考虑到地产仍将在高利率的环境下承压，因此美国经济增长动能仍面临放缓的压力。后续来看，伴随着美联储的持续加息，个人消费以及投资的下降趋势预计难以改变，美国经济或仍将保持韧性下滑的态势。因此短期来看，美国经济还不会陷入真正的衰退。不过考虑到当前美国经济面临的内外环境，美国经济实现软着陆的难度较大。（可参考报告《美国经济将“衰退”至何处？》）

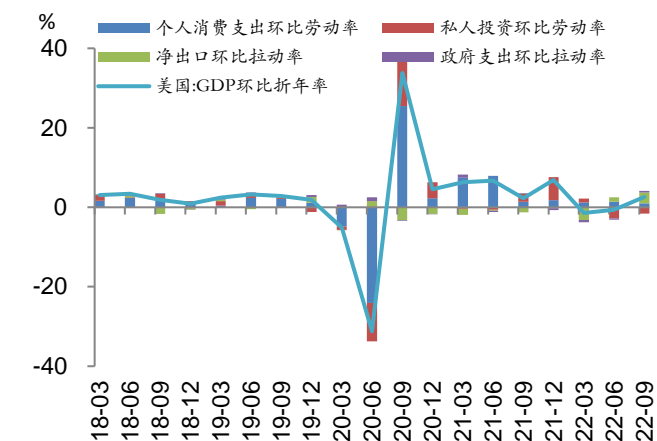
### 3. 美联储预计仍将保持较快的紧缩节奏

美国今年 1、2 季度 GDP 连续环比负增长，陷入“技术性衰退”，引发市场对美国经济衰退的担忧，并一度带动市场交易主线转向衰退交易。但由于与传统意义上的经济衰退不同，当前美国就业市场强劲、通胀处于历史高位，因此美联储仍将抗击通胀作为第一要务，继续进行了较为强硬的加息。从美国三季度 GDP 数据来看，虽然 GDP 环比增长由负转正，但主要是净出口贡献，且同比增速并未较二季度有所提升，显示出当前美国经济增长仍在放缓。在此情况下，美国经济陷入衰退的可能性似乎在提升，近期 10Y-3M 美国国债收益率利差首次转负，更是加强了市场对于美国经济衰退的担忧。但综合 9 月份美国就业以及通胀数据来看，美国经济的韧性还相对较强，考虑到美联储表示降低通胀需要经济运行低于趋势水平，我们认为美国经济放缓是美联储乐于见到的结果，因此短期内仍将保持较快的紧缩节奏，政策转向的节点还未到来。

#### ● 风险提示

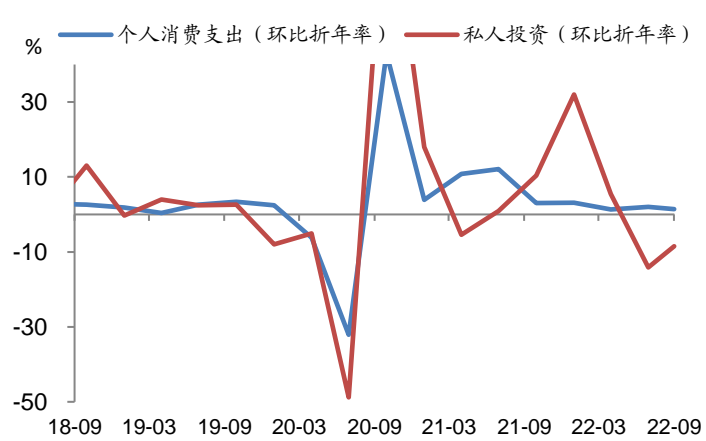
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 净出口推动 GDP 增长由负转正



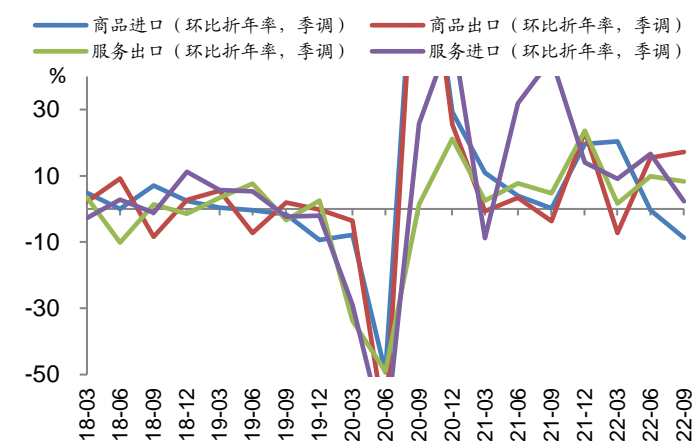
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 2 个人消费增速放缓, 私人投资降幅收窄



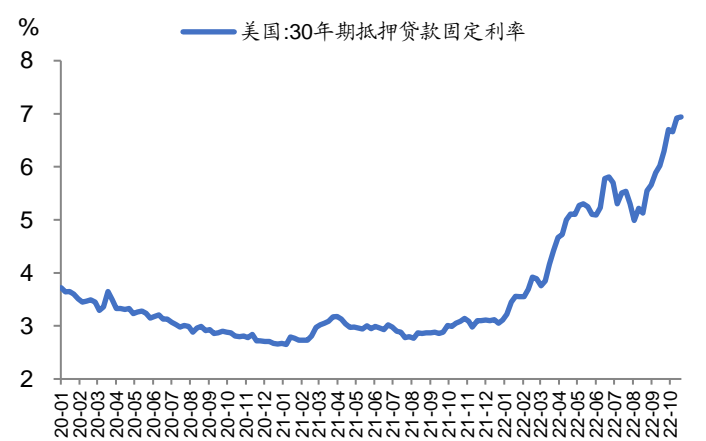
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国商品、服务出口环比增加较多



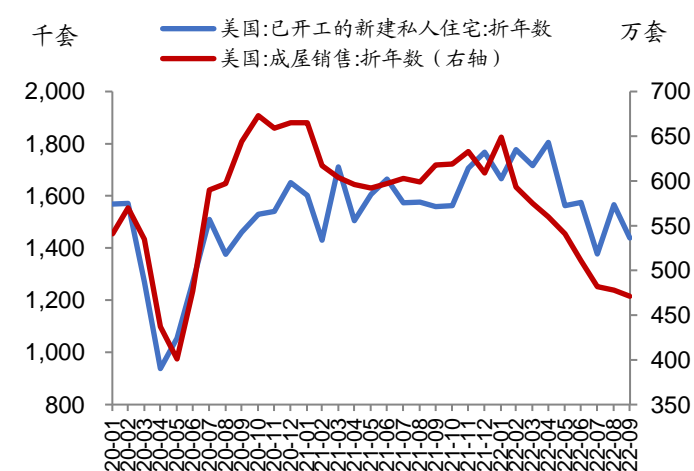
资料来源: BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 4 美国抵押贷款利率快速上升



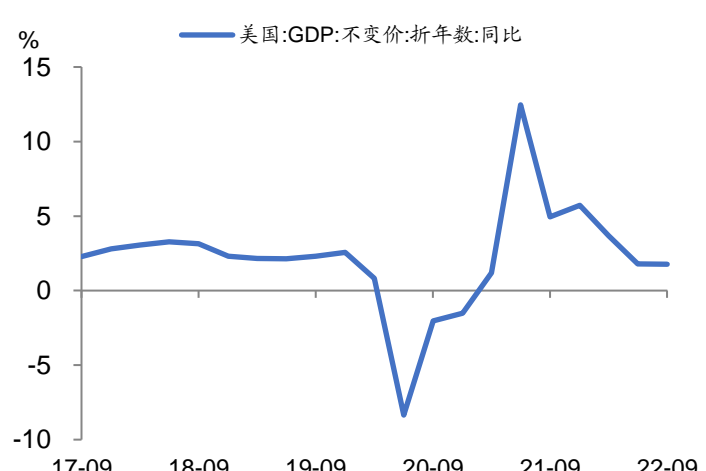
资料来源: FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国新屋开工和成屋销售数下滑



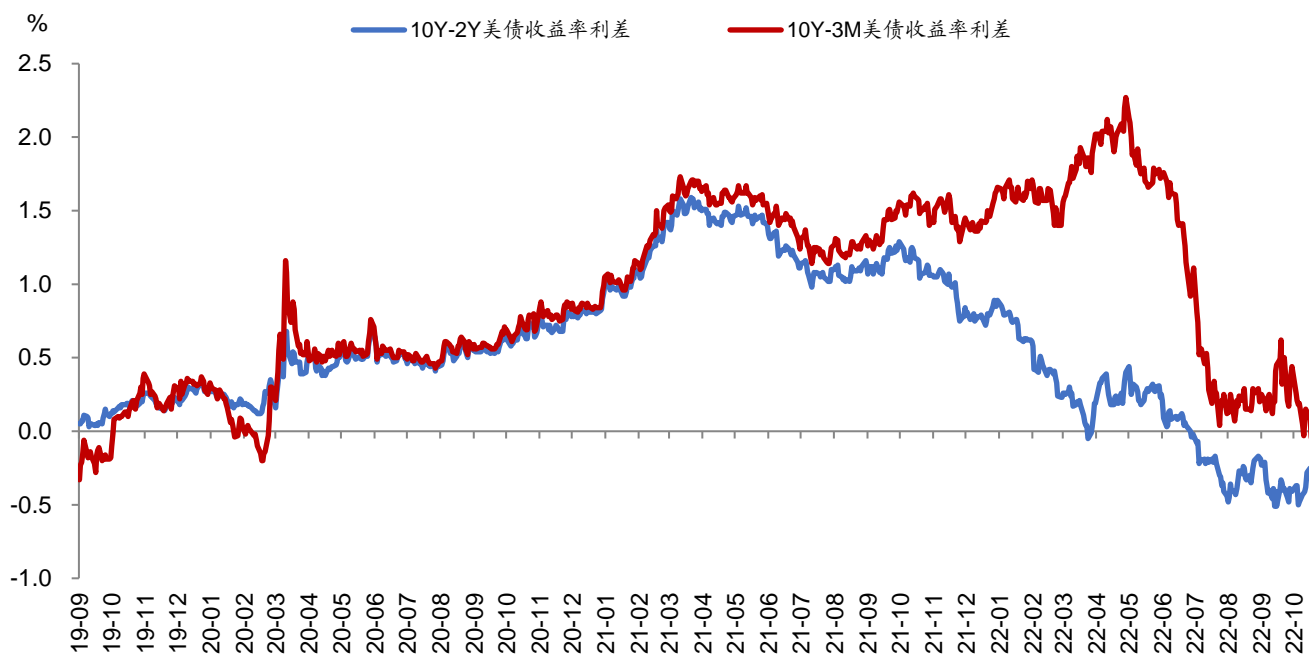
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 美国三季度 GDP 同比增长速度仍在放缓



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 10Y-3M 美国国债收益率利差首次转为负值



资料来源: FRED, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

**研究助理：**潘纬桢，华安证券宏观分析师助理，复旦大学经济学硕士，2022 年加入华安宏观团队，主要负责海外宏观与大类资产配置研究。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。