

## 衰退前的“回光返照” ——美国3季度GDP点评

事件：10月27日，美国BEA公布3季度GDP数据，录得年内首次正增长。

### ■ 美国3季度GDP超预期，怎么看？数据“外强中干”，内需持续“降温”

在连续两季度环比负增后，美国3季度GDP录得年内首次正增长，主因贸易项贡献。具体来看，3季度GDP环比（折年率，下同）2.6%，高于预期的2.4%、前值的-0.6%。主要分项中，私人消费环比由2%下滑至1.4%，对GDP环比贡献0.97个百分点；私人投资对GDP环比拖累1.59个百分点；贸易项、政府支出的环比贡献分别为2.77、0.42个百分点，前者为GDP增速的最大贡献项。

私人消费的韧性主要来自服务端，商品端仍在持续“降温”。分结构来看，服务、商品消费延续“分化”，前者对GDP环比贡献1.24个百分点，后者拖累0.28个百分点。商品消费中，耐用品消费对GDP环比拖累0.07个百分点，利率敏感型的汽车相关消费拖累0.36个百分点；非耐用品消费对GDP环比拖累0.2个百分点，食品、能源等消费为主要的拖累项，或与高通胀“反噬”需求有关。

私人投资大幅走弱背后，是住宅投资持续降温、库存周期的逆转。主要分项中，住宅投资对GDP环比拖累1.37个百分点，反映高强度加息下，美国地产市场景气度正在加速下滑；私人库存变动对GDP环比拖累0.7个百分点，指向商品消费等需求见顶后，本轮库存周期或步入下行期；作为“慢变量”的非住宅投资对GDP环比贡献0.49个百分点，意味着本轮资本开支周期还处在上行通道中。

贸易项的走强主因进口大幅走弱，政府增支的背后是《通胀削减法案》等逐步落地。贸易分项中，出口对GDP环比贡献1.63个百分点，与2季度的1.51个百分点变化不大；进口对GDP环比贡献1.14个百分点，“看起来”较2季度的拖累0.35个百分点大幅改善，但实际反映的是进口大幅走弱、内需“降温”。与其他分项不同，政府支出大幅扩张背后，主要受《通胀削减法案》等落地的影响。

### ■ 未来美国经济演绎及影响？“衰退”窗口临近，关注政策态度的边际缓和

综合来看，美国经济动能仍将加速坠落，“衰退”窗口或在冬春之交。高利率仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对服务景气的制约也在逐步显现，叠加库存周期的逆转等，共同加速经济景气下滑。以史为鉴，制造业PMI新订单指数领先实际GDP同比3个季度左右；新订单指数自高位持续回落约1年，近期已累计3个月跌破50%的荣枯线，指向“衰退”窗口或在冬春之交。

对于美联储而言，高强度加息或正步入尾声，政策态度的边际缓和将成为下一阶段的焦点。作为影响核心通胀的核心变量，房价、薪资增速的顶点均已出现，意味着美联储继续维持高强度加息及大幅上调终点利率的概率不大。再考虑到货币“紧缩”效应存在滞后性，布拉德等部分美联储官员已释放偏鸽派的信号，认为2023年初可能将结束“前置加息”、并观察紧缩政策对经济及通胀的滞后影响。

**风险提示：**美国新冠疫情出现超预期反弹；美国劳动力就业意愿持续低迷不振。

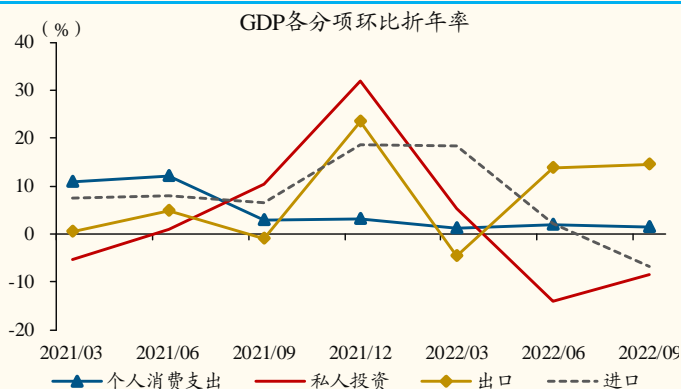
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008  
caojinqiu@gjzq.com.cn

### 美国 3 季度 GDP 超预期，怎么看？数据“外强中干”，内需持续“降温”

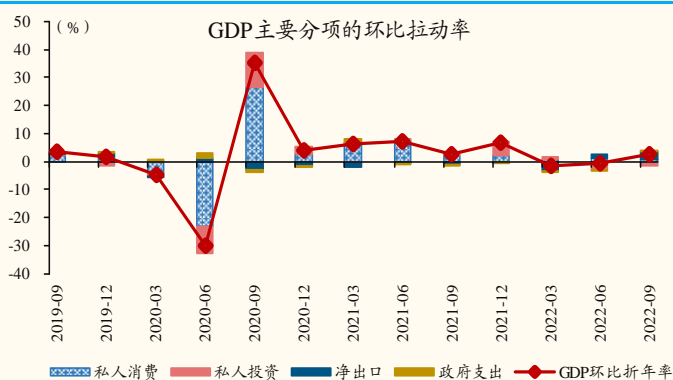
在连续两季度环比负增后，美国 3 季度 GDP 录得年内首次正增长，主因贸易项的核心贡献。具体来看，3 季度 GDP 环比（折年率，下同）2.6%，高于预期的 2.4%、前值的-0.6%。主要分项中，私人消费环比由 2% 下滑至 1.4%，对 GDP 环比贡献 0.97 个百分点；私人投资对 GDP 环比拖累 1.59 个百分点；贸易项、政府支出的环比贡献分别为 2.77、0.42 个百分点，前者为 GDP 增速的最大贡献项。

图表 1：美国 3 季度 GDP 环比增速为正



来源：Wind、国金证券研究所

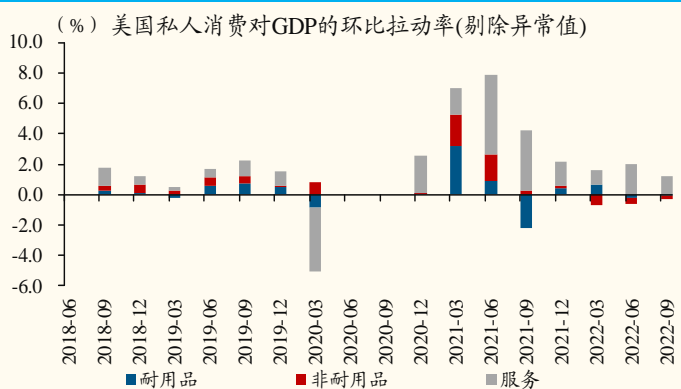
图表 2：美国 3 季度 GDP 超预期



来源：Wind、国金证券研究所

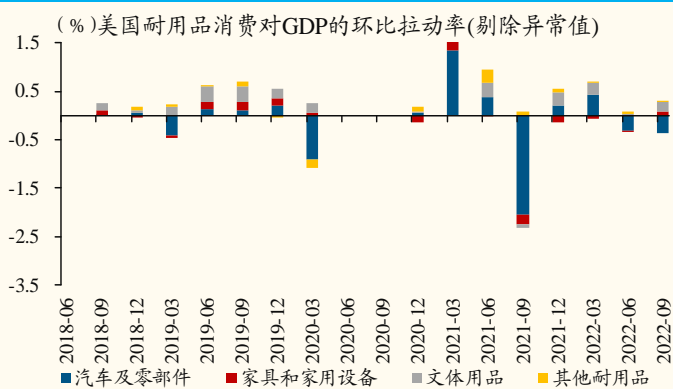
私人消费的韧性主要来自服务端，商品端仍在持续“降温”。分结构来看，服务、商品消费延续“分化”，前者对 GDP 环比贡献 1.24 个百分点，后者拖累 0.28 个百分点。商品消费中，耐用品消费对 GDP 环比拖累 0.07 个百分点，利率敏感型的汽车相关消费拖累 0.36 个百分点；非耐用品消费对 GDP 环比拖累 0.2 个百分点，食品饮料、能源商品等消费成为最主要的拖累项，或与高通胀“反噬”相关消费需求有关。

图表 3：美国私人消费对 GDP 的环比拉动率



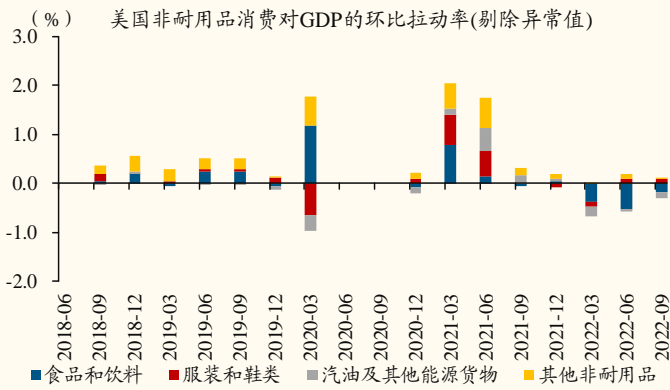
来源：BEA、国金证券研究所

图表 4：美国耐用品消费对 GDP 的环比拉动率



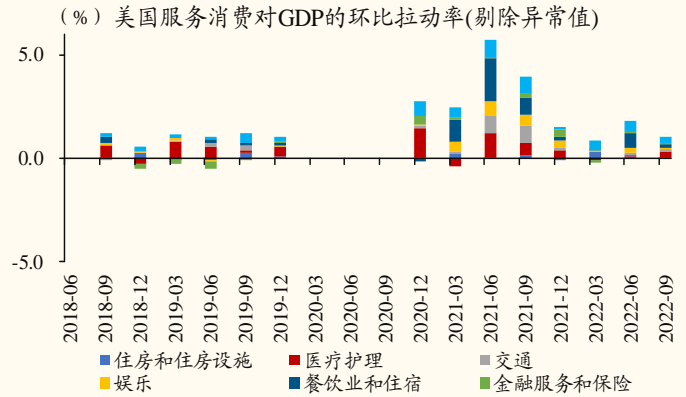
来源：BEA、国金证券研究所

图表 5: 美国非耐用品消费对 GDP 的环比拉动率



来源: BEA、国金证券研究所

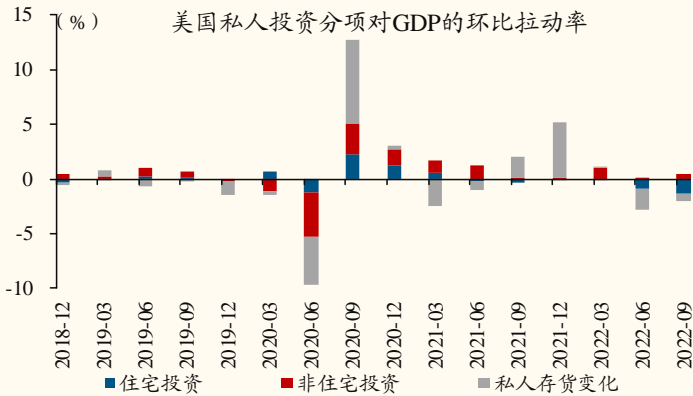
图表 6: 美国服务消费对 GDP 的环比拉动率



来源: BEA、国金证券研究所

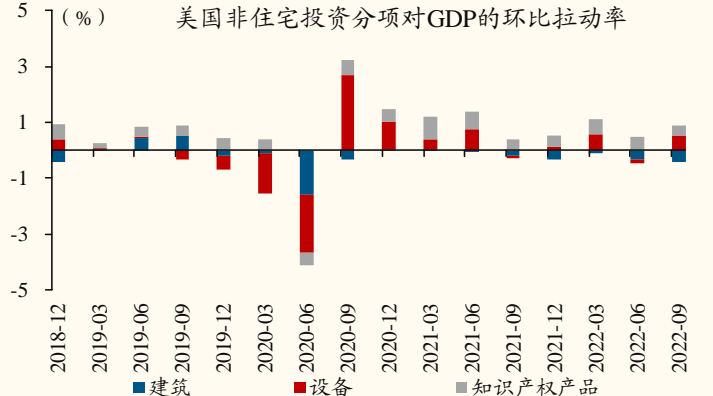
私人投资大幅走弱背后, 是住宅投资持续降温及库存周期的逆转。主要分项中, 住宅投资对 GDP 环比拖累 1.37 个百分点, 反映高强度加息下, 美国地产市场景气度正在加速下滑; 私人库存变动对 GDP 环比拖累 0.7 个百分点, 指向商品消费等需求见顶后, 本轮库存周期或步入下行期; 设备、知识产权等非住宅投资对 GDP 环比贡献 0.49 个百分点, 意味着本轮资本开支周期(慢变量)还处在上行通道中。

图表 7: 美国私人投资对 GDP 的环比拉动率



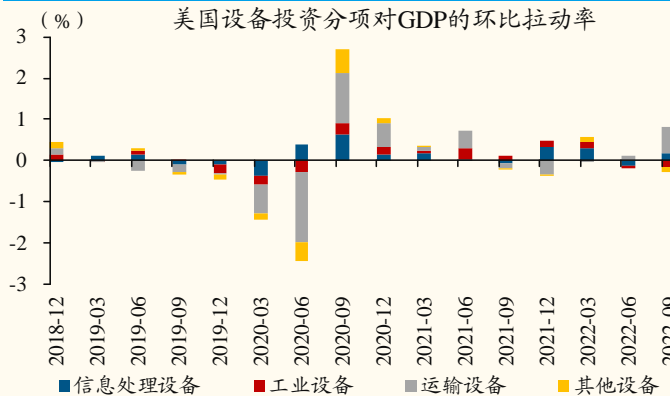
来源: BEA、国金证券研究所

图表 8: 美国资本支出对 GDP 的环比拉动率



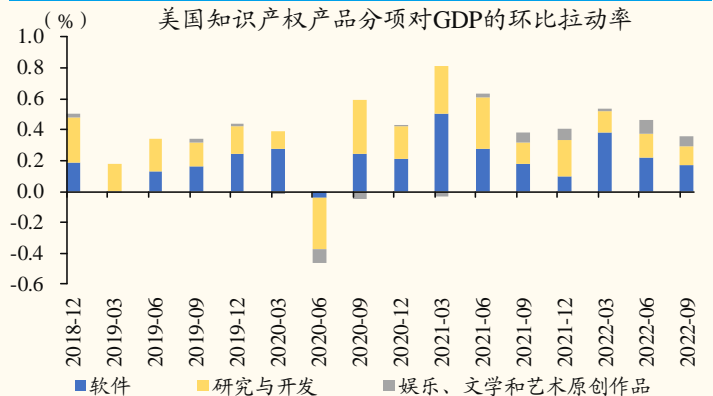
来源: BEA、国金证券研究所

图表 9: 美国设备投资对 GDP 的环比拉动率



来源: BEA、国金证券研究所

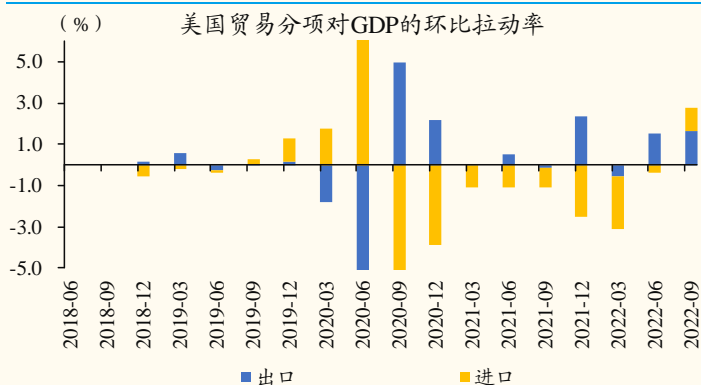
图表 10: 美国知识产权产品对 GDP 的环比拉动率



来源: BEA、国金证券研究所

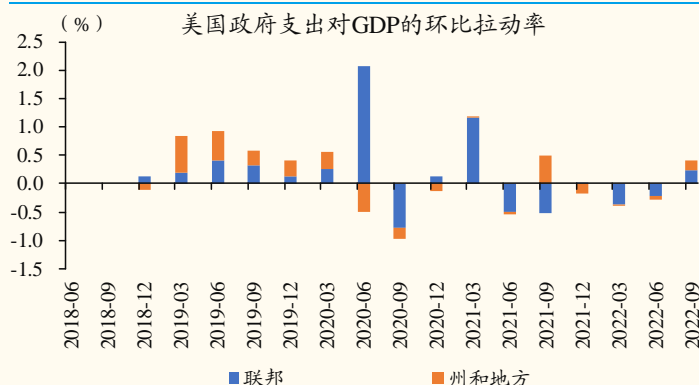
贸易项的走强主因进口大幅走弱，政府增支的背后是《通胀削减法案》等逐步落地。贸易分项中，出口对 GDP 环比贡献 1.63 个百分点，与 2 季度的 1.51 个百分点变化不大；进口对 GDP 环比贡献 1.14 个百分点，“看起来”较 2 季度的拖累 0.35 个百分点大幅改善，但实际反映的是进口大幅走弱、内需“降温”。与其他分项不同，政府支出大幅扩张背后，主要受《通胀削减法案》等落地的影响（详情参见《中选临近，拜登还有哪些“杀手锏”？》）。

图表 11：美国贸易分项对 GDP 的环比拉动力



来源：BEA、国金证券研究所

图表 12：美国政府支出对 GDP 的环比拉动力



来源：BEA、国金证券研究所

图表 13：《通胀削减法案》主要内容（8月16日获批）

| 《通胀削减法案》                |                     |
|-------------------------|---------------------|
| 政策                      | 成本/节省<br>2022-2031年 |
| <b>能源和气候</b>            |                     |
| 清洁能源税收优惠                | -1610亿美元            |
| 空气污染、危险材料、交通和基础设施       | -400亿美元             |
| 个人清洁能源奖励                | -370亿美元             |
| 清洁制造税收减免                | -370亿美元             |
| 清洁燃料和车辆税收减免             | -360亿美元             |
| 保护、农村发展、林业              | -350亿美元             |
| 建筑节能、电气化、传输、工业、能源部赠款和贷款 | -270亿美元             |
| 其他能源和气候支出               | -140亿美元             |
| <b>医疗保健</b>             |                     |
| 延长扩大的ACA补贴（三年）          | -640亿美元             |
| D部分重新设计、LIS补贴、疫苗覆盖      | -340亿美元             |
| <b>支出和减税总额</b>          |                     |
|                         | <b>-4850亿美元</b>     |
| <b>健康储蓄</b>             |                     |
| 废除特朗普时代的药品回扣规则          | 1220亿美元             |
| 药品价格通货膨胀上限              | 1010亿美元             |
| 某些药品价格的谈判               | 990亿美元              |
| <b>收入</b>               |                     |
| 15%的公司最低税               | 3130亿美元             |
| 国税局税收执法资金               | 1240亿美元             |
| 堵塞结转利息漏洞                | 130亿美元              |
| 甲烷费、超级基金费、其他收入          | 180亿美元              |
| <b>节约和收入总计</b>          |                     |
|                         | <b>7900亿美元</b>      |
| 净赤字减少                   | 3050亿美元             |
| 备注：在永久延长ACA补贴的情况下减少赤字   | 约1550亿美元            |

来源：White House、国金证券研究所

图表 14：《芯片与科学法案》主要内容（8月9日获批）

| 《芯片与科学法案》     |        |                           |
|---------------|--------|---------------------------|
| 年份            | 金额     | 用途                        |
| <b>500亿美元</b> |        |                           |
| 2022年         | 190亿美元 | 建设、扩大/更新美国晶圆厂             |
|               | 50亿美元  | 半导体研究与开发                  |
| 2023年         | 50亿美元  | 建设、扩大/更新美国晶圆厂             |
|               | 20亿美元  | 半导体研究与开发                  |
| 2024年         | 50亿美元  | 建设、扩大/更新美国晶圆厂             |
|               | 13亿美元  | 半导体研究与开发                  |
| 2025年         | 50亿美元  | 建设、扩大/更新美国晶圆厂             |
|               | 11亿美元  | 半导体研究与开发                  |
| 2026年         | 50亿美元  | 建设、扩大/更新美国晶圆厂             |
|               | 16亿美元  | 半导体研究与开发                  |
| <b>27亿美元</b>  |        |                           |
| 2022-2026年    | 20亿美元  | 资助教育、国防、创新相关领域            |
|               | 5亿美元   | 与国外政府建设国际信息、通信技术安全、半导体供应链 |
|               | 2亿美元   | 增加半导体行业劳动力                |

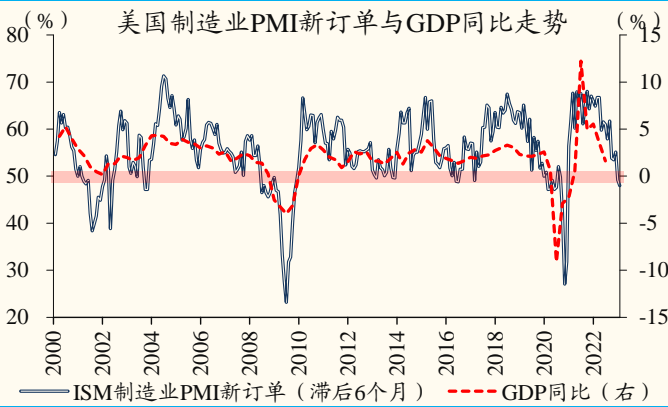
来源：White House、国金证券研究所

## 2、未来美国经济演绎及影响？“衰退”窗口临近，关注加息态度的边际缓和

综合来看，美国经济动能仍将加速坠落，“衰退”窗口或在冬春之交。高利率仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对服务景气的制约也在逐步显现，叠加库存周期的逆转等，共同加速经济景气下滑。以史为鉴，制造业 PMI 新订单指数领先实际 GDP 同比 3 个季度左右；新订单指数自高位持续回落约 1 年，近期已累计 3 个月跌破 50% 的荣枯线，指向“衰退”窗口或在冬春之交（详情参见《繁荣的顶点？美国地产市场的兴衰更替》、《繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现》）。

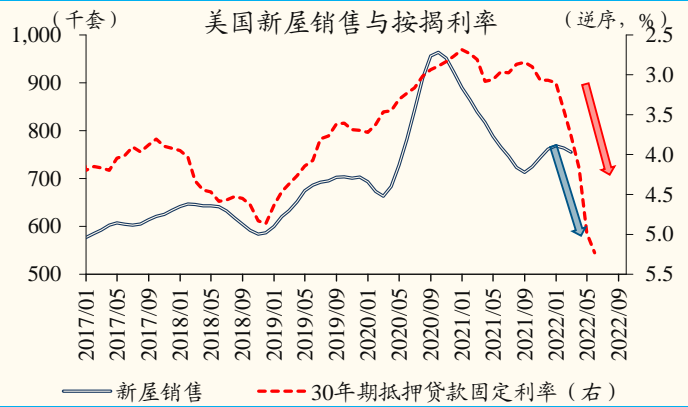


图表 15: 美国“衰退”窗口或在冬春之交



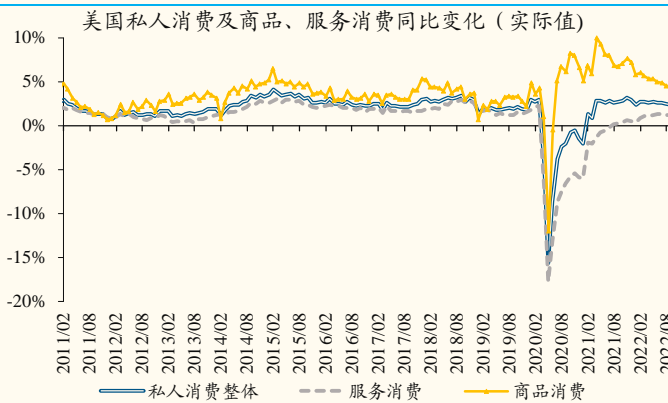
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 高利率仍将持续压制地产市场



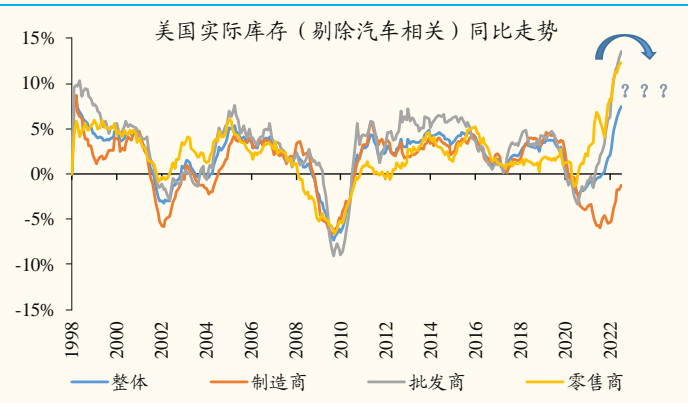
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 美国商品消费需求降温已有段时间



来源: Wind、国金证券研究所

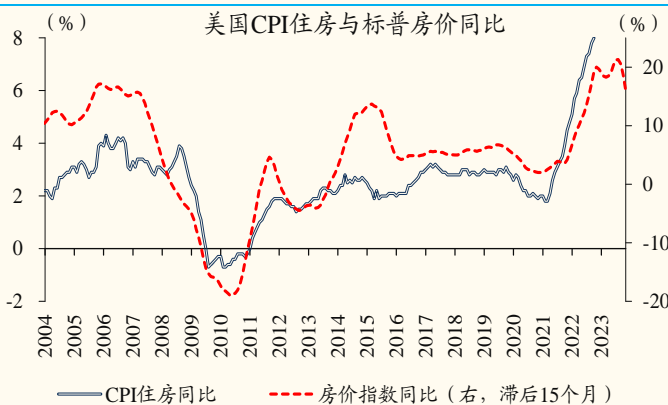
图表 18: 美国库存周期, 拐点或现



来源: Wind、国金证券研究所

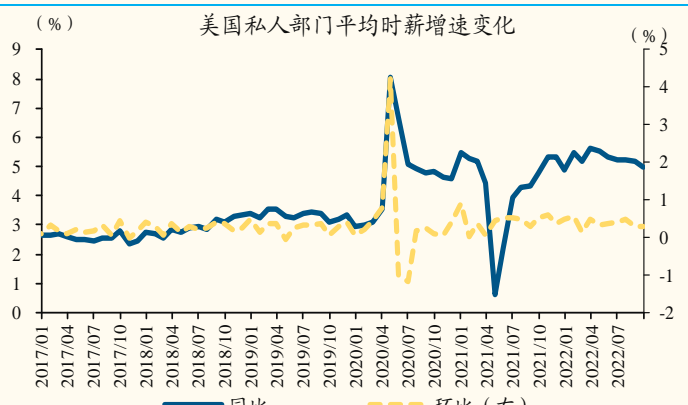
对于美联储而言, 高强度加息或正步入尾声, 政策态度的边际缓和将成为下一阶段的焦点。作为影响核心通胀的核心变量, 房价、薪资增速的顶点均已出现, 意味着美联储继续维持高强度加息及大幅上调终点利率的概率不大。再考虑到货币“紧缩”效应存在滞后性、可能在 2023 年及以后才逐步显现, 布拉德等部分美联储官员的态度已出现边际缓和, 认为 2023 年初可能将结束“前置加息”、并观察紧缩政策对经济及通胀的滞后影响(详情参见《繁荣的顶点? 货币“紧缩”效应显现》)。

图表 19: 房价增速的顶点已出现



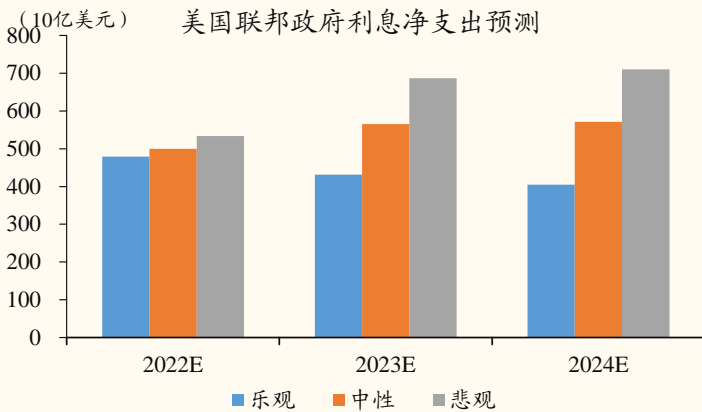
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 薪资增速的顶点已出现



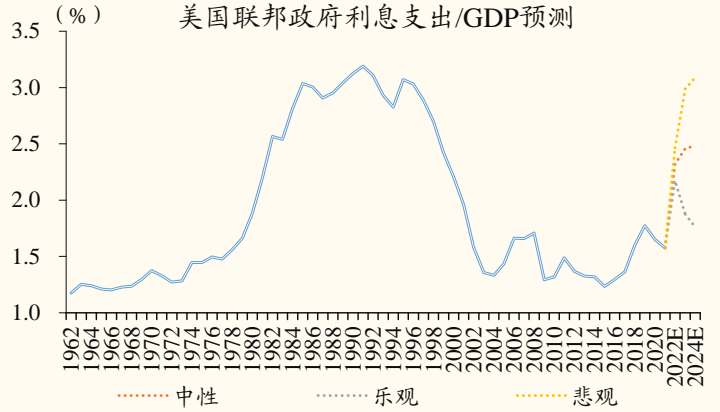
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 美国联邦政府利息净支出预测



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 美国付息压力测算



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、美国新冠疫情出现超预期反弹。美国新增确诊病例大幅反弹等，引发医疗资源挤兑、防疫措施收紧，拖累病毒暴露风险较高的行业的就业修复。
- 2、美国劳动力就业意愿持续低迷不振。“新冠后遗症”等对美国劳动力供给的压制超过预期，导致后续就业的恢复速度大幅放缓。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                 | 北京                         | 深圳                                       |
|------------------------------------|----------------------------|--|
| 电话: 021-60753903                   | 电话: 010-66216979           | 电话: 0755-83831378                        |
| 传真: 021-61038200                   | 传真: 010-66216793           | 传真: 0755-83830558                        |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn               |
| 邮编: 201204                         | 邮编: 100053                 | 邮编: 518000                               |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号<br>嘉里建设广场 T3-2402 |