

# 美国三季度GDP略超预期，各国央行加息幅度或有转向

## ——海外周评

2022年10月28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

### 事件：

美国三季度实际 GDP 环比 2.6%，预期 2.4%；同比 1.77%，前值 1.8%。

### 主要观点：

美国三季度经济仍处于疫情管控结束对经济的正向持续作用与高通胀对消费的反向作用的共存期，高通胀对消费的侵蚀在三季度消费数据中尚不明显，非耐用品消费和住宅、建筑投资回落明显，知识产权和设备投资加速。本周发布的实体经济数据整体不及预期，预计四季度美国 GDP 略有回落但仍平稳，欧洲回落风险加大。本周各国央行对后续加息幅度出现转向势头，虽然这符合我们的观点，但仍将受到四季度通胀可能反弹的考验。维持美十债上限 4.1%~4.35%，维持美股中性等待低点。

**三季度实际 GDP 略超预期，消费略有回落但尚平稳。** 消费环比 1.4%，前值 2%，好于预期 1%；其中商品环比降 1.2%，前值降 2.6%，服务消费 2.8%，前值 4.6%。三季度经济仍处于疫情管控结束对经济的正向持续作用与高通胀对消费的反向作用的共存期，高通胀对消费的侵蚀在三季度消费数据中尚不明显，特别是耐用品和服务类消费。从增长趋势看，服务消费环比虽有回落但仍在趋势之中，而商品消费虽然回落，也仍处于长期趋势之上。商品消费中，可能受住宅周期和疫情期间产业链紧缺影响，三季度耐用品消费回落尚不明显，而非耐用品有明显回落，与 9 月通胀数据相符。9 月通胀动力集中于必选消费，而可选消费温和。预计四季度消费回落略有加速但仍属于尚可范围。

**受住宅拖累，投资回落明显，但设备、知识产业增长强劲。** 投资环比-1.26%，前值-1.29%。由于固定房贷利率创新高，住宅投资降温明显，环比降 7.37%，前值降 4.79%。由于地产周期恢复，地产波动对实体经济影响亦愈加明显，住宅投资周期明显见顶回落，预计将持续至本轮经济周期结束。非住宅投资环比 0.92%，前值 0.02%，其中设备和知识产权增长强劲，后者投资水平远超疫情前。但设备周期略滞后于经济周期，知识产权投资在以往的经济周期中回调幅度不大。其他方面，建筑投资受住宅影响，持续低迷；库存继续降低，但降幅收窄。

**出口助力三季度 GDP 超预期。** 三季度净出口增长 2.77%，出口 1.63%，进口-1.78%。出口增长主要是美国向欧洲出口能源及武器等，进口下降但幅度较小。四季度出口可能回落。

**预计四季度 GDP 回落，美国尚平稳，欧洲衰退风险加大。** 从本周美英法德公布的经济数据来看，全球制造业和服务业均有不同程度收缩。四国 Markit 制造业 PMI10 月均位于 50 以下且与 9 月相比进一步收缩，订单分项疲软。服务业除法国仍在扩张区间外，均在 50 以下并进一步收缩。我们一直强调，高通胀背景下实体经济陷入衰退不可避免。相比欧洲，未来美国衰退或较为温和。

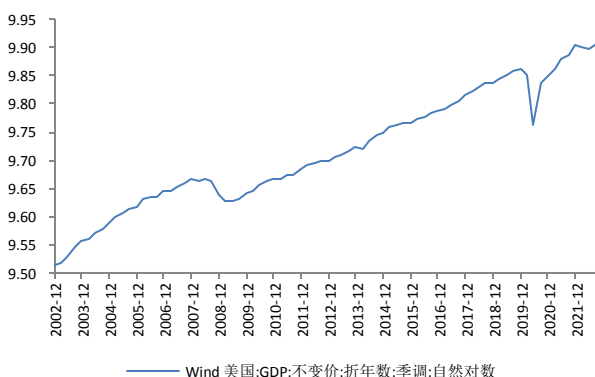
**本周全球央行对继续大幅加息态度略有转向。** 从上周末传出美联储或于 12 月降低加息幅度开始，到本周加拿大央行意外加息 50bp 低于 75bp，显示出美联储在完成 11 月 75bp 加息后降低未来加息幅度的可能。受此影响，美十债见顶回落至 4% 以下。而欧洲央行昨日虽如期加息 75bp，但删除了“以后仍将加息几次”的说法，也提及了对经济衰退的担忧。我们在点评 9 月 CPI 时提出，在加息周期末期每次以 50bp 较为稳妥，而长期通胀水平应在 2.3~2.5% 左右，如果美联储仍旧致力于回到 2%，将造成后期货币政策过紧的风险。但此次能否转向成真将面临四季度通胀有可能反弹的考验。受转向影响，美元指数大幅回落，支撑了以美元计价的原油价格。原油价格在近一个月期间止跌，或无法对冲核心通胀上涨。因此，12 月能否降低加息幅度至 50bp 仍不确定。

**美债方面，维持美十债上限 4.1~4.35%。** 因黄金价格跌势，10 月初我们已将美十债上限从 3.75%~4% 修正至 4.1~4.35%，并提出处于这一区间的时间不会很长。此次修正并非因为通胀或加息路径预期的变化，而是 9 月美元指数上升导致的金价下跌，我们在模型预测时对金价变动预期不足导致。该模型只能提供正常情景下与宏观经济环境相匹配的美债合理区间，不能预测极端情况，例如资产抛售引起流动性短缺导致的利率上升。我们注意到英国新政府将维持企业税保持上调计划不变，从 20% 升至 25%，这有助于英国国债利率正常化和缓解通胀压力，减弱英债对其他地区国债利率的影响。

美股方面，维持美股长期中性，等待低点，维持纳斯达克至少回落至 9000 点的观点。上周受各国央行加息态度转变，美股反弹。但由于科技股业绩整体不及预期，后期回落。我们注意到，目前已披露的超预期财报占比不及上季度。如果说前期股市回落是加息带来的利率回升引起，则由经济疲软或衰退带来的业绩回落才刚刚开始。此外，欧洲冬季能源危机靴子落地时间节点在 11 月左右，届时或为市场避险情绪的拐点之一（中性，引发危机则为负面；有惊无险则为正面）。

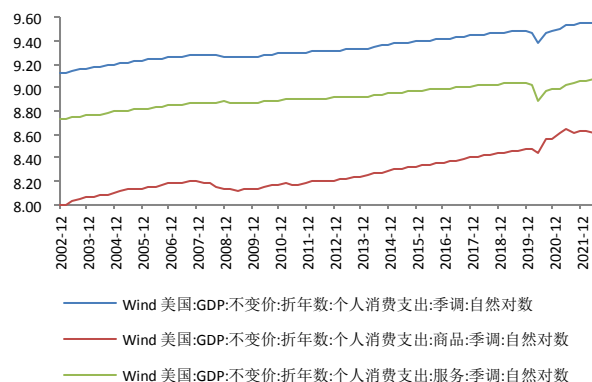
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1：美国三季度 GDP 增长尚未跌破趋势



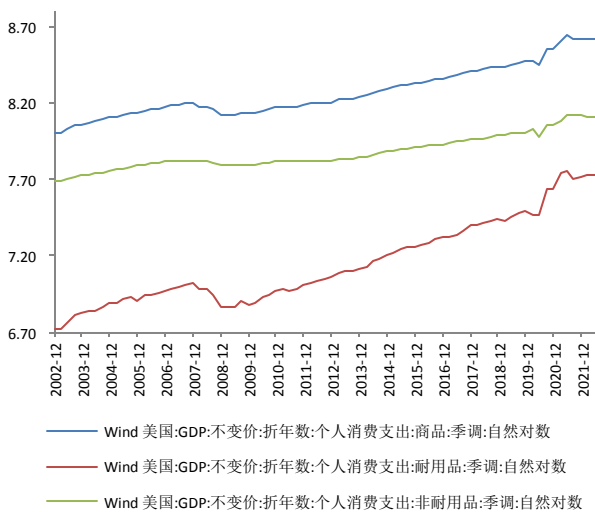
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：消费增长平稳，商品消费小幅回落仍高于趋势



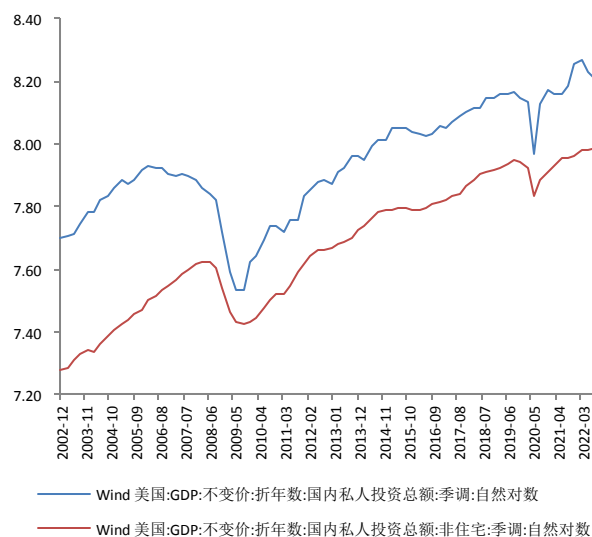
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：耐用品消费下降有限，非耐用品下降明显



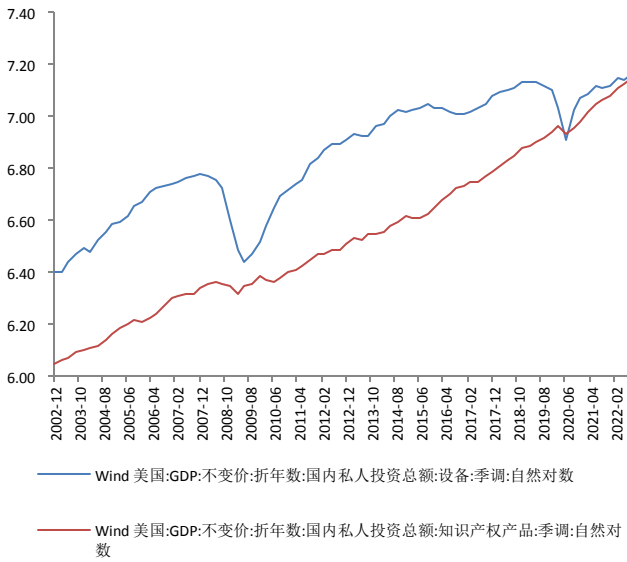
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：投资主要受住宅拖累，非住宅类投资平稳



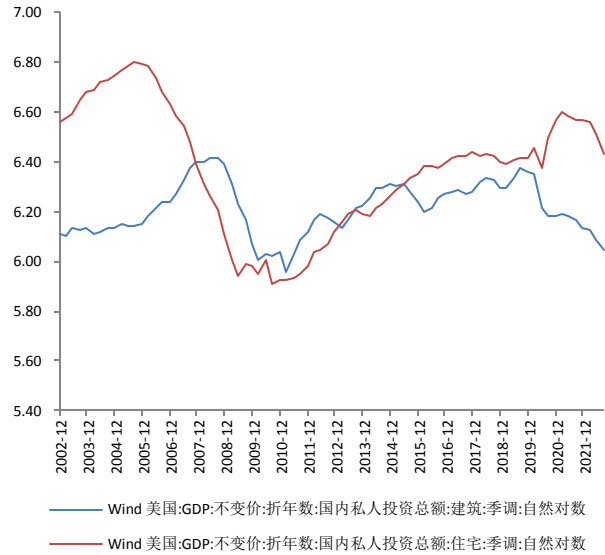
资料来源：wind，东兴证券研究所

**图5：设备和知识产权投资强劲**



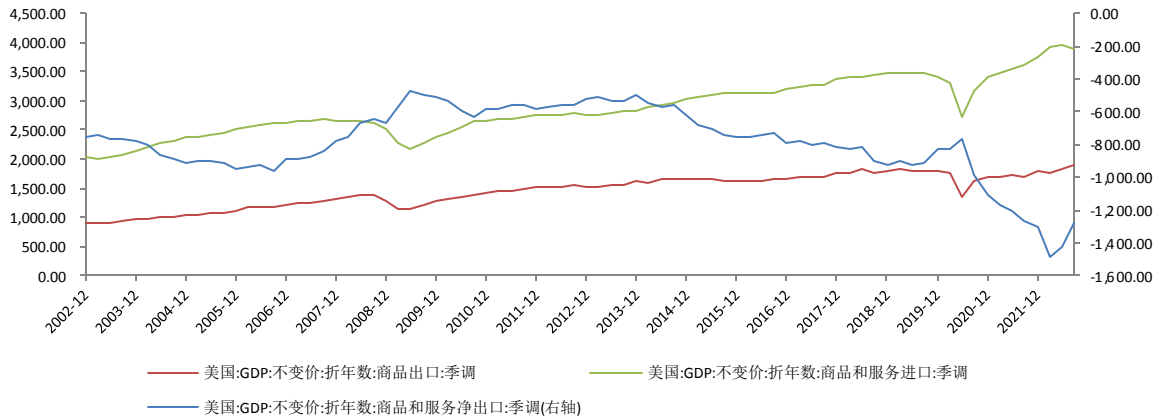
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图6：住宅投资将持续回落**



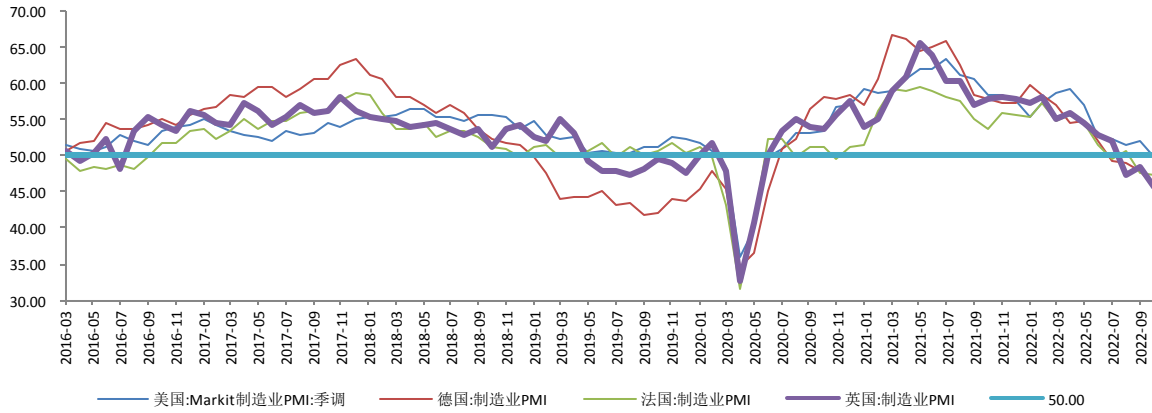
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图7：出口提升，进口回落幅度较小**



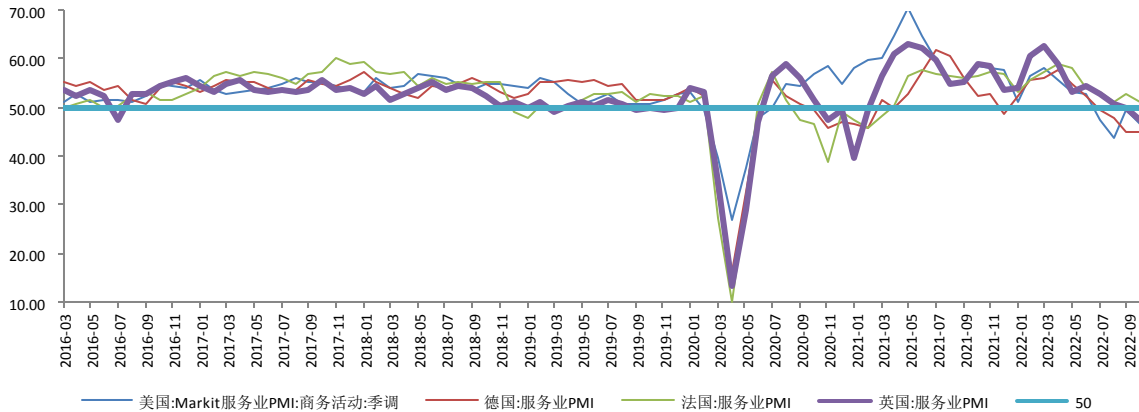
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图8：美英法德制造业 10 月 Markit PMI 均落于 50 以下



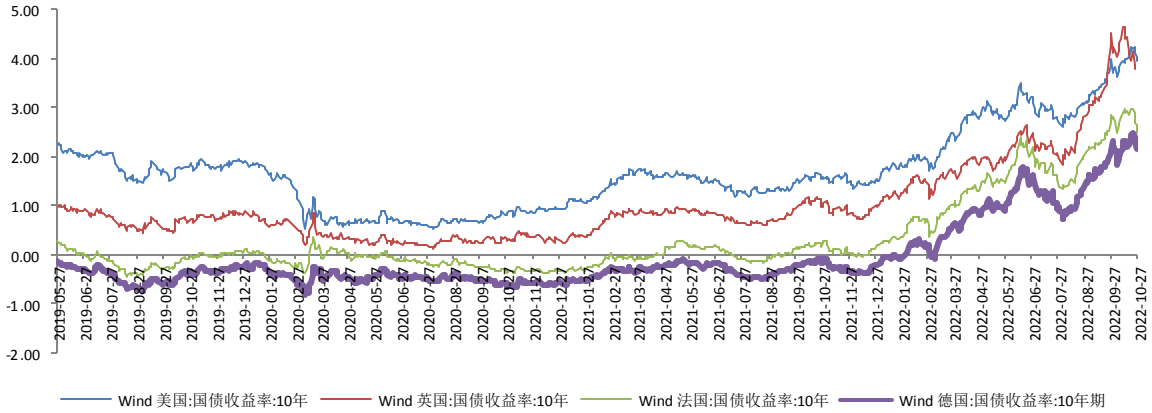
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图9：美英法德服务业 10 月 Markit PMI 均收缩



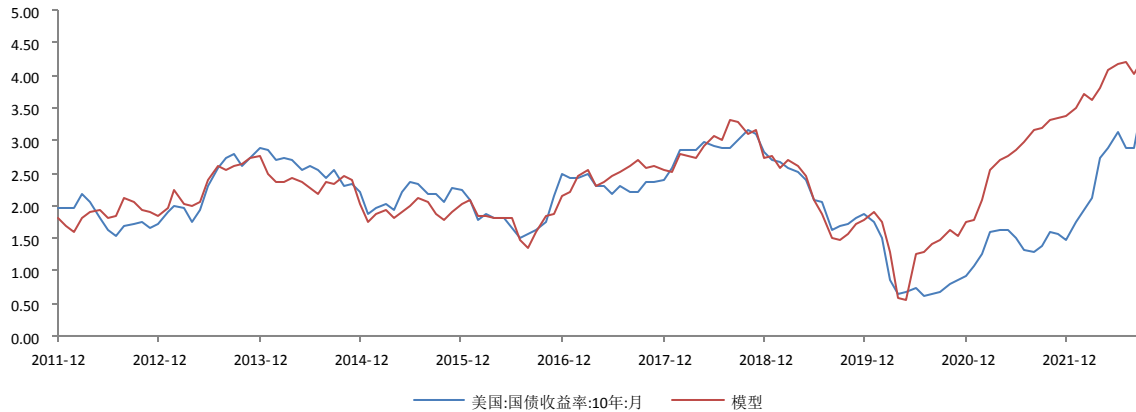
资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图10: 受全球央行大幅加息接近尾声，各国十年期国债利率回落**



资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图11: 美十债模型**



资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 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: 美国通胀回落不及预期, 冬季或有反复	2022-10-14
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国非农略超预期, 11 月加息 75bp 概率提升	2022-10-09
宏观普通报告	宏观普通报告: 美联储 9 月加息 75bp, 加息周期峰值预期再次提升	2022-09-23
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国通胀回落不及预期, 美股债双跌	2022-09-15
宏观普通报告	宏观普通报告: 美国非农仍旧强劲, 9 月加息 75bp 概率进一步提升	2022-09-04

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储 9 月加息 75bp 概率提升，并将维持高利率直至通胀问题彻底解决	2022-08-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落超预期，8 月将继续回落	2022-08-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业增长广泛，不阻碍加息步伐	2022-08-07
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高，下月或小幅回落	2022-07-14
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业市场仍旧强劲	2022-07-11

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。

## 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038



电话：010-66554070  
传真：010-66554008

电话：021-25102800  
传真：021-25102881

电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526