

经济增长强韧，联储维持鹰派预期管理

—美国三季度 GDP 数据

核心要点：

如何理解三季度GDP强于预期与市场的疲弱反应？ 美国2023年二季度GDP初值公布，环比折年率为4.9%，高于4.3%的市场预期；同比折年增速为2.9%。美国经济增速不仅继续高于1.8%的长期潜在增长率，在三季度更是出现了加速，四季度在惯性下增长也难以显著低于潜在增长率。这一方面增大了美国经济“软着陆”的概率，但另一方面“不着陆”的预期也增加未来通胀回升的风险。市场方面，美债收益率边际回落、美股下行、美元指数在欧央行如期暂停加息的背景下也仅出现小幅抬升。市场反应似乎与超分析师预期的GDP有所矛盾，这可能由于（1）亚特兰大联储GDP预测模型和月度经济数据已经提前令不少投资者做好“心理准备”；（2）偏强的数据仍暗示进一步的利率提升，虽然经济短期可以承受，但高利率保持下经济在2024下半年的增长前景依然值得担忧，货币政策的紧缩效应仍在路上；（3）不认同（2）中逻辑的投资者认为美国经济弱化的迹象近期更加明显，2024年经济可能加速恶化。总体上，在利率的高压下，短期的好消息也可能是长期的坏消息。

消费、住宅和存货贡献明显，货币政策的紧缩效应仍有待体现 消费方面，服务消费的环比折年率回升至3.6%（前值1.0%），而商品消费改善更加明显，其中耐用品大幅增长7.6%（前值-0.3%），非耐用品增长3.3%（前值0.9%）；服务消费对GDP的拉动率为1.62%，商品则为1.08%。在超额储蓄、信贷缓慢增长、财富效应等因素的支持下，消费三季度出现加速，四季度随着学生贷款恢复偿付和储蓄继续消耗等因素可能增速缓和，但转正的实际薪资增速依然形成支撑。投资方面，环比折年率扩张至8.4%（前值5.2%），非住宅投资增长0.8%（前值5.2%），主要是建筑和设备类投资放缓，住宅增长3.9%（前值-2.2%），但最主要的贡献来自于库存回升；拉动率方面，投资1.47%的贡献中有1.32%来自于库存。整体上，住宅以外的投资仍在缓慢缓和，暗示高利率下新一轮投资周期在2024年降息前开启的概率较低。

美国GDP的韧性可能还会持续多久？ 导致货币政策效果滞后的一些核心因素包括：（1）尽管已经显著降低，但超额储蓄对消费的贡献似乎仍在继续。（2）劳动市场的供需缺口没有闭合，这导致薪资下降缓慢，失业率在现有的贝弗里奇曲线正常化过程中难以抬升。（3）财政在2023年的反常扩张部分对冲了货币紧缩。（4）美国融资结构（长期和固定利率融资较多）导致2023年私人部门再融资需求较弱，信贷紧缩的效果仍不明显。而回答这些因素何时转向，可以帮助投资者理解美国经济变化的时点。综合来看，我们倾向于美国2024年年中后经济仍然有进入负增长的可能，失业率也会超过自然水平，但鉴于薪资、财富效应、财政不显著收缩和库存边际改善等因素的对冲，也不易进入深度衰退。我们维持美国2024年中进入温和经济负增长或弱衰退状态的假设。

美联储仍将在通胀风险下维持鹰派预期管理 当前2%通胀目标之下，能源价格面临的巨大不确定性，房价同比增速回暖对2024年末和2025年的影响以及薪资韧性对服务价格的支撑仍可能导致通胀偏离稳定下行的轨道。不能忽视的是CPI在2024年四季度在基数和服务韧性的影响下可能走高，尽管核心CPI将保持缓慢下行的状态，名义值的回升很可能扰动公众的通胀预期，同时美国汽车工人工会罢工最终导致至少25%的涨薪也可能对价格预期形成压力。我们认为美联储在即将到来的11月FOMC上将继续“鹰派暂停”，拉长紧缩周期以确保通胀的稳定回落。

分析师

章俊

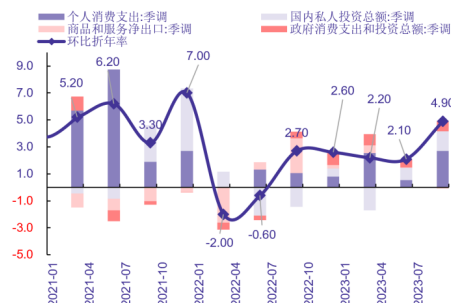
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

三季度 GDP 初值显示经济边际加速



风险提示：

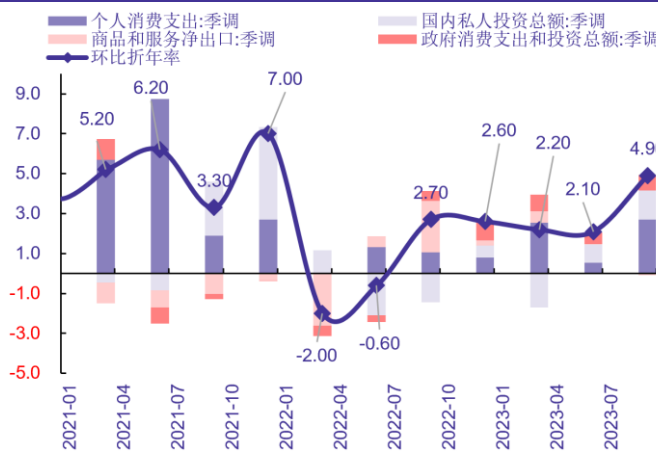
1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

一、如何理解强劲的三季度 GDP 初值和相对疲弱的反应？

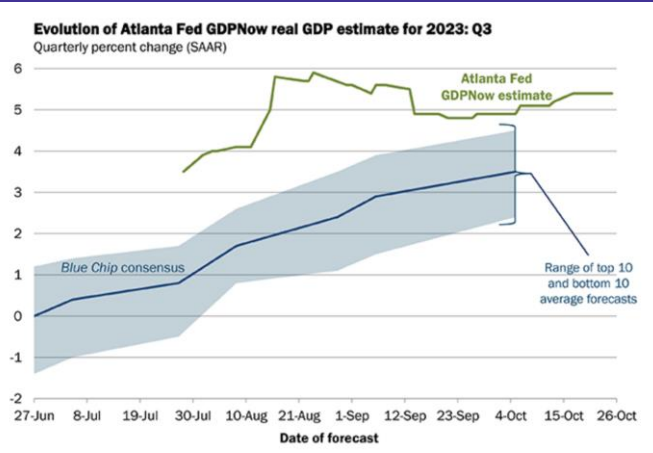
10月26日，美国2023年二季度GDP初值公布，环比折年率为4.9%，明显高于4.3%的市场预期，但低于亚特兰大联储GDPNow模型预测的5.4%；同比折年增速为2.93%。同时，二季度环比折年率维持2.1%的修正值，一季度增长为2.2%；美国经济增速不仅继续高于1.8%的长期潜在增长率，在三季度更是出现了加速，四季度在惯性下增长也难以明显低于潜在增长率。这一方面增大了美国经济“软着陆”的概率，但另一方面“不着陆”的预期也增加未来通胀回升的风险。因此，我们认为陷入两难的美联储在即将到来的11月FOMC上将继续“鹰派暂停”，拉长紧缩周期以确保通胀的稳定回落。从更长期的角度来看，美国经济面临（1）财政支持效应的退散和货币紧缩滞后效应的继续显现可能保持对经济的压力、（2）周期性部门中制造业处于底部但回升斜率有限，地产需求还易受高利率压制、（3）劳动市场仍在缓慢下行，供需缺口终将收紧。因此，我们维持美国经济在2024年上半年仍具有韧性，但二季度末可能进入温和的经济负增长和失业率上行的基准假设。

市场方面，美债收益率边际回落、美股下行、美元指数在欧央行如期暂停加息的背景下也仅出现小幅抬升。市场反应似乎与超分析师预期的GDP有所矛盾，这可能由于（1）亚特兰大联储GDP预测模型和月度经济数据已经提前令投资者做好“心理准备”；（2）偏强的数据仍暗示进一步的利率提升，虽然经济短期可以承受，但高利率保持下经济在2024下半年的增长前景依然值得担忧，货币政策的紧缩效应仍在路上；（3）不认同（2）中逻辑的投资者认为美国经济弱化的迹象近期更加明显，2024年经济可能加速恶化。总体上，在利率的高压下，短期的好消息也可能是长期的坏消息。

图1：美国三季度GDP环比折年率强劲，消费贡献明显（%） 图2：亚特兰大联储的预测模型可能为投资者提前做了心理准备



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



资料来源：Atlanta Fed，中国银河证券研究院

二、对GDP主要的贡献来自于消费、住宅和存货，货币政策的紧缩效应仍有待体现

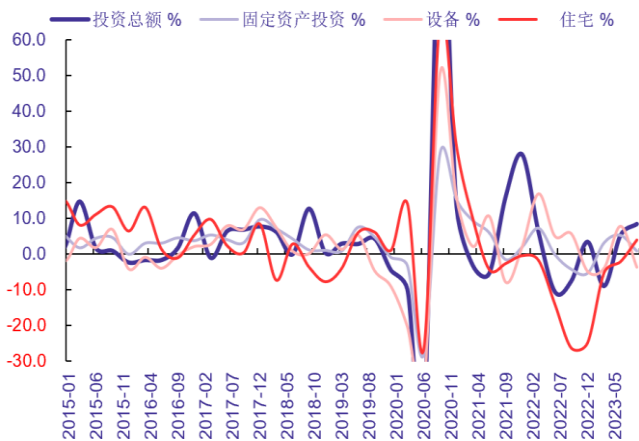
相较于充满韧性的二季度GDP数据，三季度几乎可以称为“全面改善”，不仅消费环比全面加速，投资也在住宅和库存改善等因素的推动下上行，贸易改善的同时政府支出也在继续扩大。我们在分析二季度GDP时认为美国经济此前率先经历“滚动衰退”的部分正展现出“滚动恢复”的迹象，而“滚动恢复”的趋势在三季度更加明显，虽然这种恢复依然部分源自财政货币双宽松时期的滞后效应。

消费方面，美国的消费数据环比边际加速，服务消费的环比折年率回升至3.6%（前值1.0%），而商品消费改善更加明显，其中耐用品大幅增长7.6%（前值-0.3%），非耐用品增长3.3%（前值0.9%）；服务消费对GDP的拉动率为1.62%，商品则为1.08%。具体来看，服务中贡献明显的项目有住房和公用事业、医疗保健、食宿和金融服务与保险。耐用品消费中贡献明显的主要是文娱用品及车辆和家具及家用产品，乘用车表现仍相对较弱，可能受到信贷成本的压

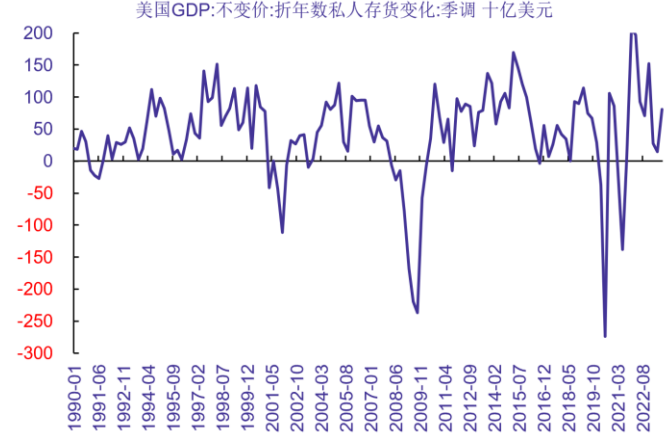
制；非耐用品中，食品饮料和服装温和增长，能源负增长，贡献最明显的是其他非耐用品。在超额储蓄、信贷缓慢增长、财富效应等因素的支持下，消费三季度出现加速，四季度随着学生贷款恢复偿付和储蓄继续消耗等因素可能增速缓和，但转正的实际薪资增速依然形成支撑。

图 3：三季度投资改善并不来源于设备和知识产权类投资

图 4：库存改善对投资起到主要拉动作用



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

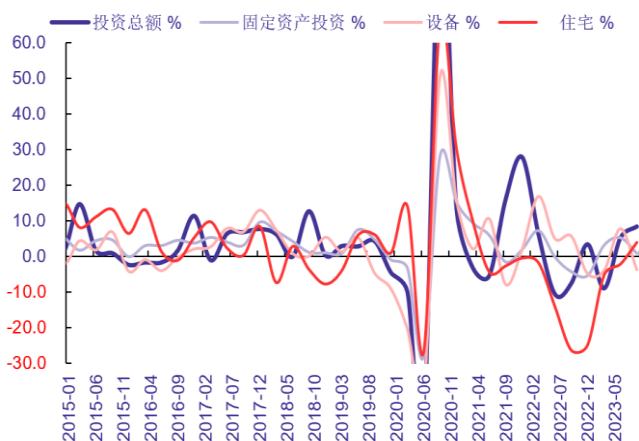


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

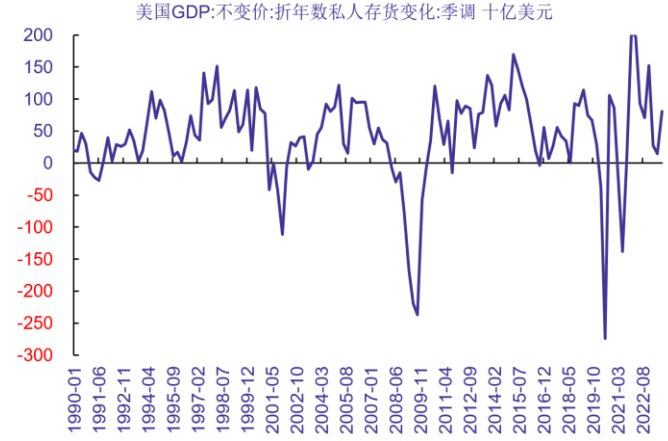
投资方面，环比折年率扩张至 8.4%（前值 5.2%），非住宅投资增长 0.8%（前值 5.2%），主要是建筑和设备类投资放缓，住宅增长 3.9%（前值 -2.2%），但最主要的贡献来自于库存回升；拉动力方面，投资 1.47% 的贡献中有 1.32% 来自于库存。虽然“拜登经济学”的产业政策使制造业建筑支出显著上行，但由于其占 GDP 比例极低，在高利率导致其他非地产投资放缓的过程中独木难支，扩散效应也并未扩散到设备和知识产权类投资。具体来看，设备投资集体负增长，信息处理、工业和运输设备均萎缩；知识产权投资中主要是软件带动温和增长，研发和其他项目表现较弱。住宅投资则在三季度摆脱了负增长，不过高利率压制下住房需求仍在走弱，高房价也进一步打击的潜在购买者的需求，因此住宅持续增长的存疑。库存方面，非农库存环比大幅上行，是投资增强的主因；虽然如此，整体的库存和销售数据显示美国补库存进程 2023 年内较难开启，未来需求潜在的弱化仍是补库存最大的阻碍。**整体上，住宅以外的投资仍在缓慢下行，暗示高利率下新一轮投资周期在 2024 年降息前开启的概率较低。**

图 5：三季度投资改善并不来源于设备和知识产权类投资

图 6：库存改善对投资起到主要拉动作用



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



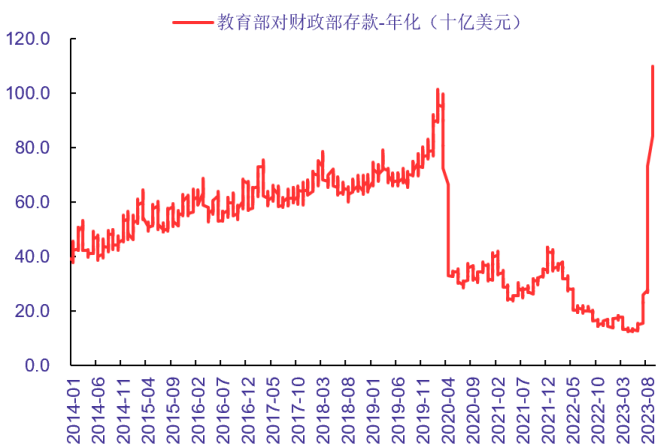
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其他方面，美国三季度进出口均有改善，净出口环比拉动率为 -0.08%。政府投资环比折年增长 4.6%，主要由联邦

政府贡献，这与美国 2023 年财政扩张的趋势相符，不过三季度财政支出有边际弱化迹象，四季度可能继续降低。

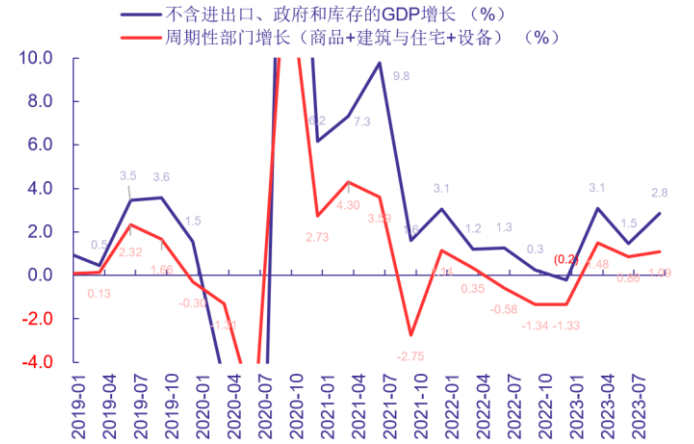
最后，我们依然从剔除高波动项目和周期两个视角来观察 GDP。剔除政府、净出口和库存的 GDP 的拉动率为 2.84%，比二季度的 1.45% 加强，但弱于一季度的 3.07%，这主要反映美国消费的强劲，这一惯性短期仍在持续。从强周期项目的视角来看，美国商品、建筑和住宅以及设备类对 GDP 的拉动率为 1.09%，高于二季度的 0.86% 但低于一季度的 1.48%。周期方面，较为传统的非服务部门虽然没有放缓，但边际的增长也并不强。周期类可能处于相对底部，不过在高利率压制下也难以明显的斜率回升。这两个视角似乎显示美国货币政策的效应是滞后的，其影响还在缓慢释放中，只是被财政、超额储蓄和美国融资结构等因素部分对冲。

图 7：学生贷款的未来可能削弱消费



资料来源：US Treasury, 中国银河证券研究院

图 8：经济边际走强，但周期性部门没有明显改善



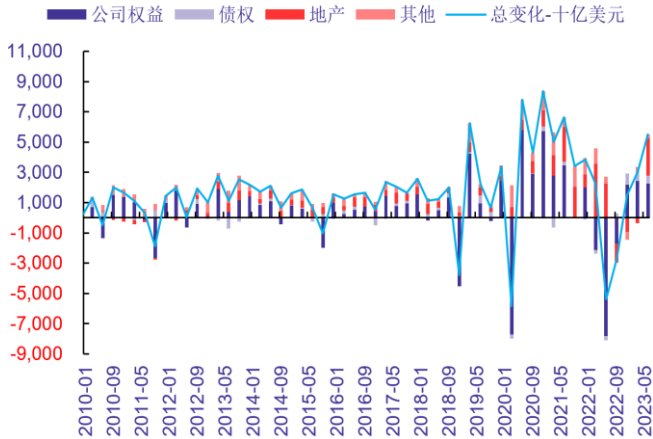
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

三、美国 GDP 的韧性可能还会持续多久？

经济增长自身具有惯性，第三季度的强韧 GDP 和四季度部分月度数据依然偏强意味着美国增长动能短期不会立刻降温。虽然如此，高利率从联邦基金利率向长端融资成本的快速传导，以及第三季度的股债价格下行对财富效应的削弱等诸多因素依然表明经济未来有更高概率缓慢下行。我们可以找到导致货币政策效果滞后的一些核心因素：（1）尽管已经显著降低，但超额储蓄对消费的贡献似乎仍在继续。（2）劳动市场的供需缺口没有闭合，这导致薪资下降缓慢，失业率在现有的贝弗里奇曲线正常化过程中难以抬升。（3）财政在 2023 年的反常扩张部分对冲了货币紧缩。（4）美国融资结构（长期和固定利率融资较多）导致 2023 年私人部门再融资需求较弱，信贷紧缩的效果仍不明显。而回答这些因素何时转向，可以帮助投资者理解美国经济变化的时点。

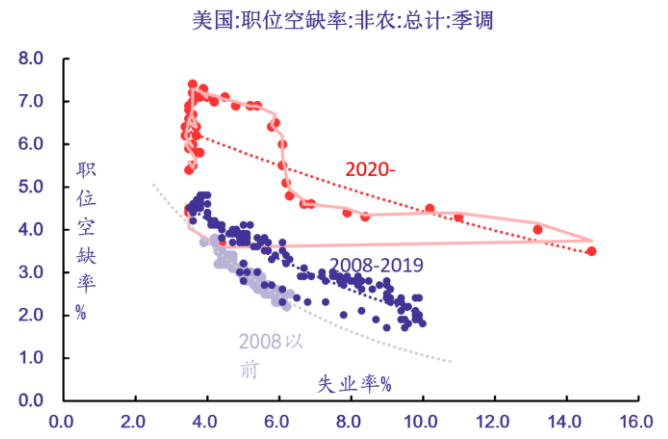
目前来看，美国消费韧性显示旧金山联储 2023 年三季度美国超额储蓄消耗殆尽的测算过于乐观，我们的估算仍显示美国实际超额储蓄可以支撑至 2024 年一季度末至二季度初。劳动市场方面，供需缺口可以通过劳动参与率和移民回复以及职位空缺率的下降来弥合，这一时点同样可能在 2024 年中以后达到。财政方面，美国三季度支出已经有缓和迹象，两党分裂和大选年也使得共和党在 2024 年又动力防止赤字率大幅攀升，且随着通胀回落，相关减税政策可能弱化；因此，美国财政 2024 年对经济的支撑作用可能弱化，属于中性偏负面的因素。最后，美国企业和个人在 2024 年将面临更多债务的到期和再融资需求，在美联储目前“紧缩周期”拉长的框架下，高利率将进一步冲击投资和消费需求。综上，我们认为美国 2024 年年中后经济仍然有进入负增长的可能，失业率也会超过自然水平，但鉴于薪资、财富效应、财政不显著收缩和库存边际改善等因素的对冲，也不易进入深度衰退。我们维持美国 2024 年中进入温和经济负增长或弱衰退状态的假设。

图 9：美国居民财富效应短期支撑消费，但可能弱化



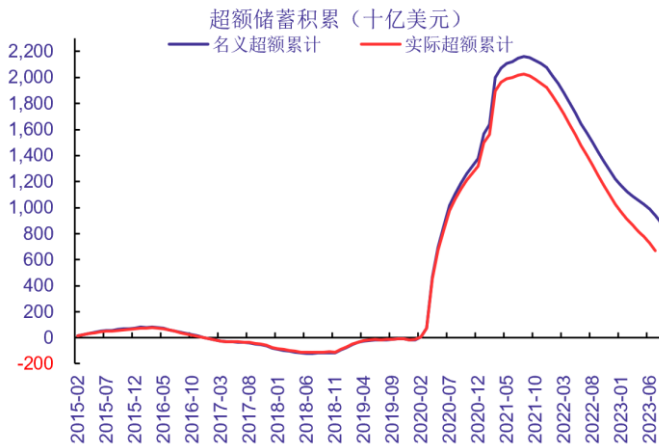
资料来源：FRBNY，中国银河证券研究院

图 10：劳动市场供需缺口仍在缓解当中



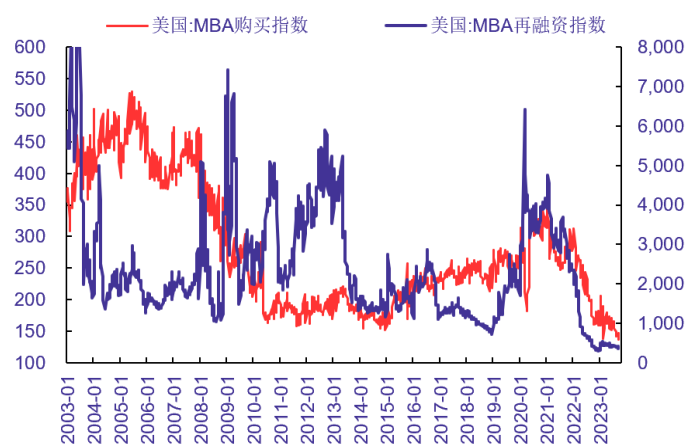
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：超额储蓄最终将在 2024 年耗尽



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：高利率下，经济的裂痕依然存在，地产需求继续下滑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、在高通胀阴影仍未散去的情况下，美联储短期将继续维持鹰派预期管理

在美联储 7 月 FOMC 会议分析中，我们强调了“紧缩周期拉长”的判断，而在强劲的经济数据面前，这一判断短期仍不会改变。虽然长端美债利率的大幅上行起到了紧缩作用，地缘政治风险也使美联储对进一步加息十分慎重，但结合对四季度 CPI 名义同比增速可能“前低后高”的预测以及近期私人部门通胀预期的边际抬升，**美联储仍然需要坚持鹰派的预期引导，坚决预防“二次通胀”的叙事和预期成型。因此，美联储在 11 月 FOMC 会议上大概率延续“鹰派暂停”，且年内不会放弃进一步加息的选项。**

在美联储坚持 2% 通胀目标的情况下，能源价格面临的巨大不确定性，房价同比增速回暖对 2024 年末和 2025 年的影响以及薪资韧性对服务价格的支撑仍可能导致通胀偏离稳定下行的轨道。不能忽视的是 CPI 在 2024 年四季度在基数和服务韧性的影响下可能走高，尽管核心 CPI 将保持缓慢下行的状态，名义值的回升很可能扰动公众的通胀预期，同时美国汽车工人工会罢工最终导致至少 25% 的涨薪也可能对价格预期形成压力。所以美联储在 2023 年内不宜收敛鹰派预期管理的手段。

最后，投资者可以对美国经济的走势做出三种假设。第一种是通胀整体可控，但货币政策滞后效应的体现会在 2024 年美国将面临更大经济下行压力，美国可能陷入弱衰退并降息超过当前指引的 50BP。第二，美国经济韧性强，同时阻

碍通胀稳定向 2% 回落，美联储可能被迫继续加息，经济短期可以承受，但长期仍面临显著下行的风险。第三，美国经济保持韧性，通胀稳定回落（不过强经济韧性似乎和金融危机后 2% 的通胀中枢不相匹配）。我们更倾向于第一种叙事，而从市场对超预期的三季度 GDP 数据的疲弱反应来看，前两种叙事在长端美债利率高企的情况下获得支撑，第三种叙事的拥簇者较少。

图 13: 美国三季度 GDP 初值概览

	上一季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Sep-23	Jun-23	Mar-23	Sep-23	Jun-23	Mar-23	Sep-23	Jun-23	Mar-23
GDP	100	22.49	22.23	22.11	4.9	2.1	2.2	\	\	\
个人消费支出	68.22	15.34	15.31	15.17	4	0.8	3.8	0.55	2.54	0.79
商品	23.77	5.35	5.34	5.28	4.8	0.5	5.1	0.11	1.14	-0.01
耐用品	8.99	2.02	2.02	1.96	7.6	-0.3	14	-0.03	1.07	-0.08
非耐用品	14.83	3.34	3.33	3.32	3.3	0.9	0.5	0.14	0.07	0.07
服务	44.56	10.02	10.00	9.92	3.6	1	3.1	0.44	1.4	0.8
国内私人投资总额	17.85	4.01	3.96	4.06	8.4	5.2	-9	0.9	-1.69	0.62
固定资产投资	17.59	3.96	3.91	3.88	0.8	5.2	3.1	0.9	0.53	-0.99
非住宅投资	14.55	3.27	3.21	3.17	-0.1	7.4	5.7	0.98	0.76	0.24
建筑	2.75	0.62	0.60	0.56	1.6	16.1	30.3	0.46	0.77	0.17
设备	5.60	1.26	1.24	1.25	-3.8	7.7	-4.1	0.38	-0.21	-0.26
知识产权	6.20	1.39	1.38	1.37	2.6	2.7	3.8	0.15	0.2	0.32
住宅	3.23	0.73	0.73	0.74	3.9	-2.2	-5.3	-0.09	-0.22	-1.23
私人库存变动	0.07	0.01	0.03	0.15	\	\	\	0	-2.22	1.61
出口	10.96	2.46	2.53	2.48	6.2	-9.3	6.8	1.13	0.76	-0.41
商品出口	7.37	1.66	1.73	1.68	7.5	-16	12	-1.31	0.89	-0.52
服务出口	3.60	0.81	0.80	0.81	3.7	6.2	-3.5	0.22	-0.13	0.11
进口	15.09	3.39	3.46	3.45	5.7	-7.6	1.3	1.13	-0.18	0.66
商品进口	12.47	2.80	2.85	2.84	5.9	-6.5	1.9	0.78	-0.22	0.55
服务进口	2.63	0.59	0.61	0.61	4.8	-12.2	-1.2	0.35	0.04	0.11
政府	16.85	3.79	3.76	3.71	4.6	3.3	4.8	0.57	0.82	0.9
联邦政府	6.52	1.47	1.46	1.44	6.2	1.1	5.2	0.07	0.33	0.59
州和地方政府	10.33	2.32	2.30	2.27	3.7	4.7	4.6	0.5	0.49	0.31

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn