

2023年10月27日

消费韧性推动美国经济超预期增长

宏观研究团队

——美国3季度GDP数据点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美国2023年三季度实际GDP环比折年率初值为4.9%，市场预期为4.5%，前值为2.1%。

● 消费与私人投资推动美国3季度GDP增长提速

美国3季度实际GDP环比¹增长4.9%，较2季度上升2.8个百分点，同比增速亦上升至2.93%。分部门来看，个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动3季度GDP环比增长2.69、1.47、-0.08、0.79个百分点，具体而言：

个人消费逆势回升，且幅度较大。3季度美国个人消费环比增长4.0%，较2季度上升3.2个百分点，对GDP的环比拉动作用提升2.14个百分点。其中商品消费环比增速上升4.3个百分点至4.8%，服务消费环比增速上升2.6个百分点至3.6%，消费对美国经济增长的拉动作用再度显现，是最重要的贡献项。

私人投资环比增速亦有提升，但边际有所趋缓。私人投资3季度环比上升8.4%，较2季度提升3.2个百分点，对GDP的环比拉动作用上升0.57个百分点，其中固定资产投资3季度环比上升0.8%，拉动GDP环比增长0.15个百分点，较2季度下降0.75个百分点，但库存增速或有提升，并拉动GDP增长1.32个百分点。

净出口有所回落，政府支出有所回升。3季度美国商品出口环比上升7.5%，较2季度提升23.5个百分点，拉动GDP环比增速0.54个百分点，但净出口有所回落。联邦政府支出中国防支出环比上升8.0%，拉动GDP环比增速0.28个百分点。

● 消费强劲彰显美国经济韧性，美联储短期内或仍暂停加息

如何理解3季度美国消费的强劲态势？劳动力市场较强或是关键，消耗储蓄亦是重要推手。数据上看，美国3季度消费回暖在商品与服务两方面均有体现，商品消费中耐用品消费环比增速提升7.9个百分点至7.6%，服务消费环比增速提升2.6个百分点至3.6%，住房相关服务比重较高。我们认为，3季度美国消费的强劲态势或主要源于美国就业的韧性，自2023年初以来，美国就业市场虽然处于下行趋势中，但整体保持韧性，9月份失业率仍在3.8%的相对低位，从亚特兰大联储薪资增长指数来看，9月份仍有5.2%增速，整体薪资增速仍处在一个较高的区间（详见《美国就业市场回暖可持续性尚待观察——美国9月非农就业数据点评》），因此劳动力市场或是美国消费保持强劲的重要基础。

此外，3季度美国储蓄总额下降2632亿美元至约7769亿美金，储蓄率较2季度下降1.4个百分点至3.8%，扭转了自2022年Q2以来的上升趋势，显示美国居民的消费或消耗了一部分的储蓄。且从消费品类来看，汽车等耐用品以及房屋相关消费或与暑期出行以及当前美国新房销售持续回暖有关。

美国经济虽保持韧性，但通胀仍在下行，美联储短期内或仍选择暂停加息。美国经济目前虽仍然保持韧性，但考虑到劳动力市场的下行趋势仍未逆转，后续大概率将会继续降温，且在高利率环境下，居民储蓄消耗或将边际趋缓，消费或将放缓，经济在4季度有可能面临一定的下行压力，这意味着对通胀的支撑力度也将继续下行。3季度核心PCE录得2.4%，较2季度下降1.3个百分点，且不及市场预期，显示当前通胀水平反弹风险或不高，因此联储再次加息的动力有所减弱。考虑到近期长端美债收益率上升较多，美国金融条件有所收紧（详见《美债利率大幅波动成因及联储的选择》），这对于美国经济以及通胀都是一个不利因素，也将驱动美联储选择暂停加息，以避免紧缩过度。

● 风险提示：美国经济超预期衰退。

相关研究报告

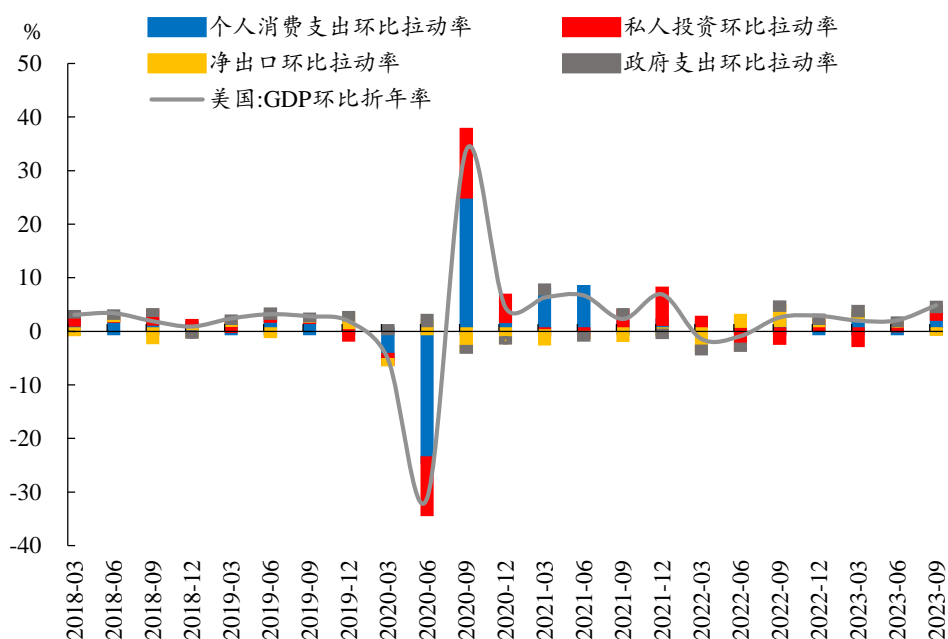
《中央有望持续加杠杆，2023年GDP增速或可完成5.5%—9月财政数据和增发国债点评》-2023.10.25

《节后供需恢复速度偏缓—宏观周报》-2023.10.22

《美债利率大幅波动成因及联储的选择—宏观经济专题》-2023.10.20

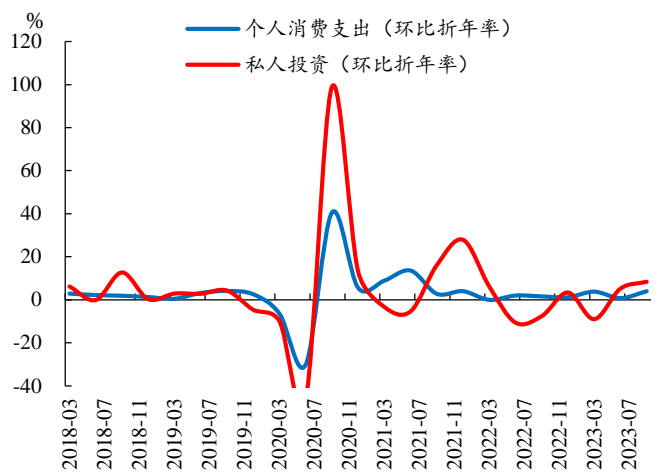
¹ 此处为环比折年率，后文未经标注均为环比折年率。

附图1：美国经济增长有较大提速



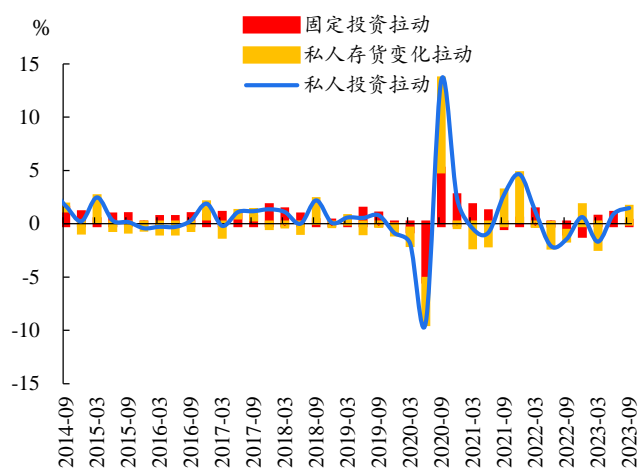
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：个人消费与私人投资环比增速有所上升



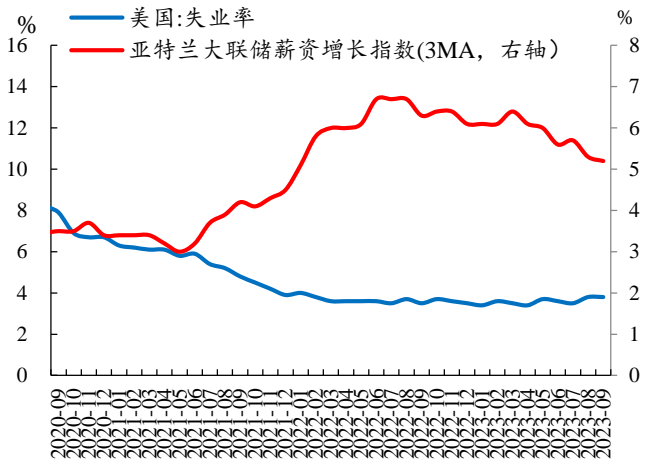
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3：库存拉动美国 GDP 增长较多



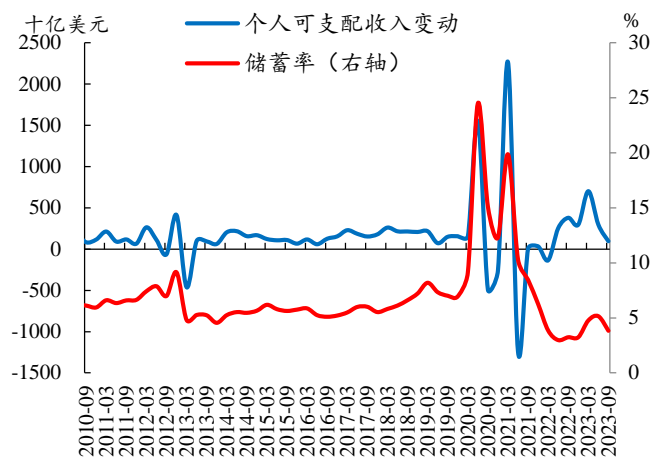
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4：美国失业率仍较低



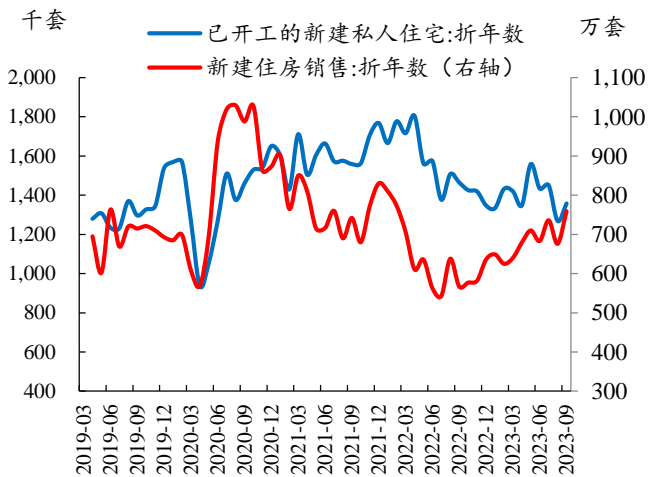
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图5：美国储蓄率下降



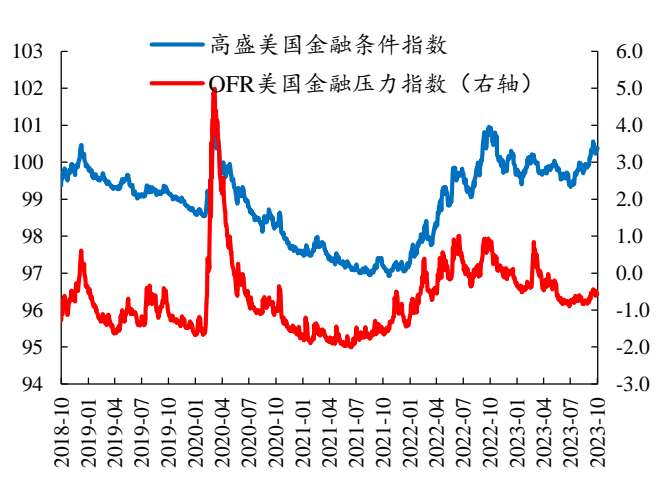
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图6：美国新房销售持续回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图7：美国金融条件近期收紧



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn