

美国经济韧性或难以为继

三季度美国 GDP 数据点评

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

事项：

美东时间 10 月 26 日，美国经济分析局发布三季度经济数据：三季度美国实际 GDP 年化环比增长率为 4.9%，超出彭博一致预期 0.4 个百分点。（注：本文提及的“环比”均为“环比年化值”）

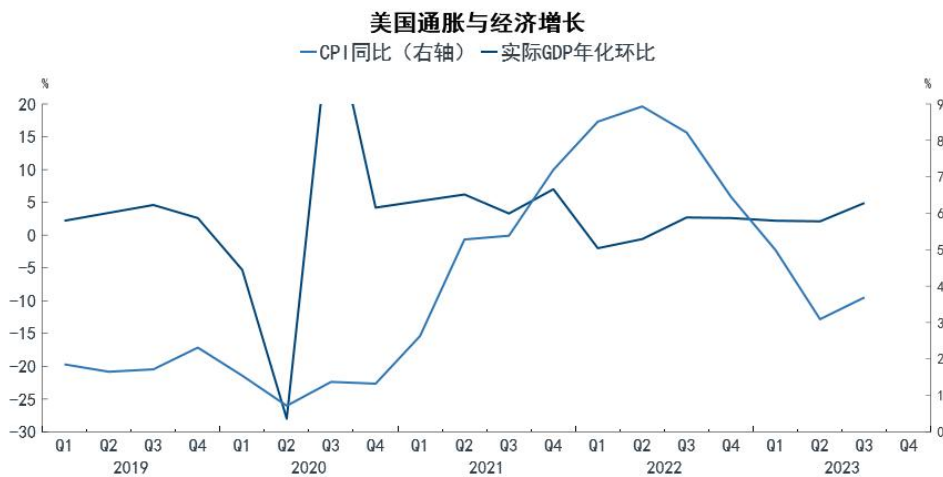
评论：

总量：美国经济企稳回升

自 2022 年三季度通胀高位回落后，美国经济增长迎来复苏。2022 年三季度至今五个季度 GDP 环比平均增速为 2.9%，显著高于国会预算办公室预测的美国长期潜在 GDP 增长率（1.9%）。此外，从变化趋势上来看，美国 GDP 增速已由“企稳”转为“回升”，今年三季度 GDP 环比增速较一、二季度 2.4% 左右的水平显著上升。

整体来看，去年一、二季度美国经济进入技术性衰退的主要原因实为高通胀对需求端形成压制，而非实际需求下滑。此前市场认为美国经济 2023 年进入衰退的结论基本被“证伪”。

图1：通胀高位回落后美国经济增长企稳复苏



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

结构：消费、投资、政府支出表现高景气

三季度美国居民消费、私人投资、政府支出环比增长 4%、8.4%和 4.6%，分别对 GDP 贡献 2.69%、1.7%和 0.79%的增长。其中私人消费和投资增速均升至 2022 年以来的最高水平。

图2：三季度消费、投资、政府支出为 GDP 主要贡献



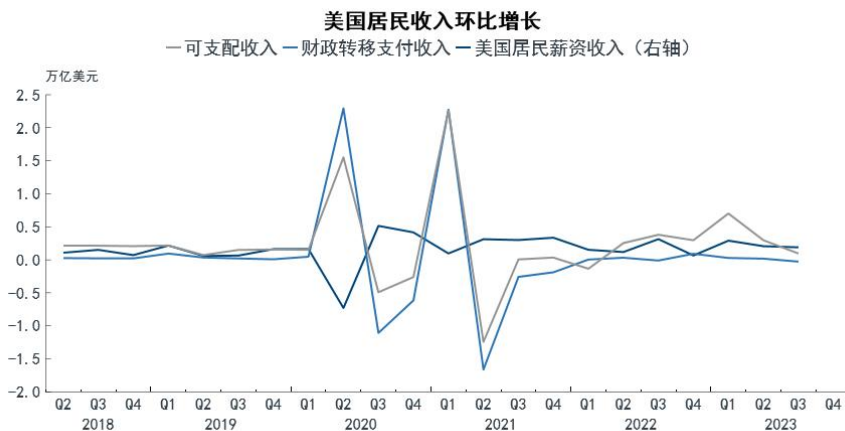
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

特征一：居民强消费得益于“超额储蓄”

三季度商品消费表现较强，环比增长 4.8%，较二季度加快 4.3 个百分点，贡献了 GDP1.1%的增长；服务消费环比增长 3.6%，较二季度加快 2.6 个百分点，贡献了 GDP1.6%的增长。我们从居民部门收支两端分析消费强劲的原因。

收入端，一方面由于就业紧张格局有所缓解，居民部门时薪增长回落；另一方面，疫后政府对居民部门补贴“退潮”，居民转移支付收入转为负增长。二者共同带动居民的可支配收入增长回落。三季度，美国居民部门可支配收入环比增长 958 亿美元，较二季度减少约 2000 亿美元。

图3: 居民收入增速下滑



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

支出端，得益于疫情期间积累的超额储蓄，2022年以来，美国居民消费倾向偏强。从储蓄率来看，2022年后美国居民储蓄率显著低于趋势值，说明美国居民正在消耗“超额储蓄”而非收入改善来实现“超额消费”。据我们测算，截至2023年三季度，美国居民超额储蓄还剩1800亿美元，预计到2023年底将消耗殆尽。

图4: 美国居民“超额消费”



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

特征二：私人投资结构分化

一是企业部门库存投资改善。三季度存货变化对GDP环比贡献为1.32%，为今年以来的最高水平，但低于2022年四季度（1.61%）。值得关注的是，GDP数据中披露的是存货变化值，而非存货投资值。计算库存投资需要在存货变化的基础上加上存货消耗，这里我们可以用消费来类比。为此2022年四季度库存变化高增长一部分原因是消费低迷的结果（2022年四季度消费环比增长0.79%）。而三季度消费和存货变化同时高增长，说明三季度企业库存投资有所改善。我们认为企业补库存意愿增强得益于需求的边际好转，可

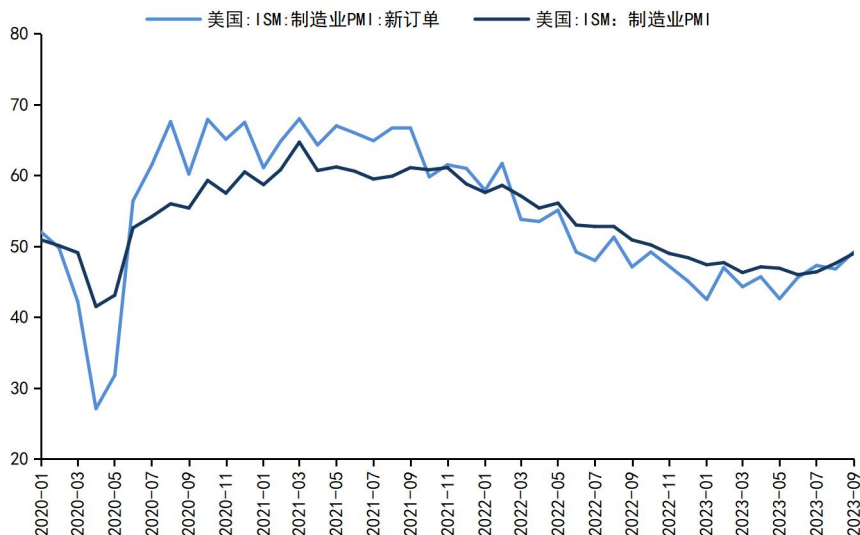
以看到三季度制造业 ISM 新订单指数回升较为明显。

图5: 美国存货变化对 GDP 贡献上升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图6: 三季度美国制造业景气度回升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

二是企业投资表现不佳。三季度非住宅固定资产投资环比由正转负，为-0.1%，对实际 GDP 增长没有贡献。其中，建筑投资和设备投资环比增速均明显下滑，分别为 1.6%和-3.8%，分别比上季下滑 14.5 和 11.5 个百分点。究其原因，我们认为一方面，疫情以来美国企业利润增速下滑，企业资本开支意愿偏弱；另一方面，此前“通胀削减法案”对企业资本开支的刺激效用逐渐减弱；此外，持续的高利率对企业扩大厂房建设等地产类投资形成压制。

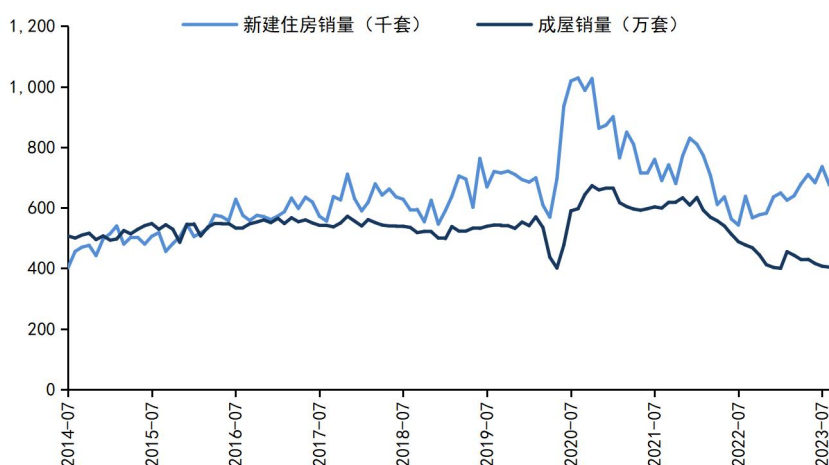
图7: 疫情以来美国企业利润增速下滑



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

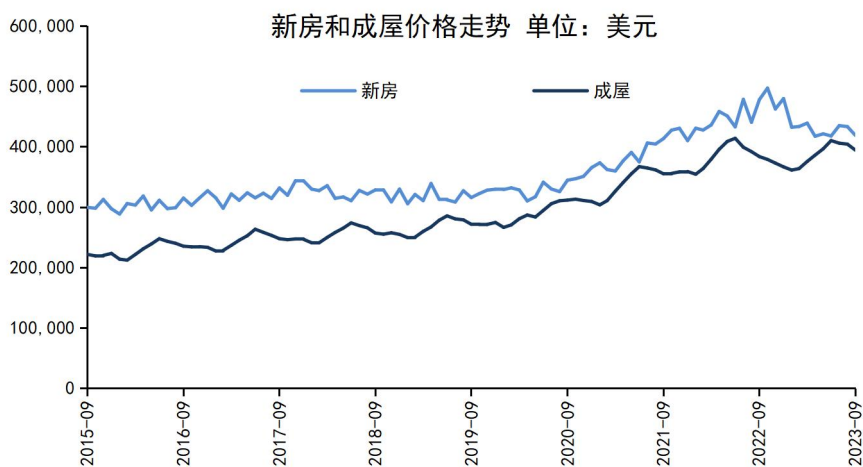
三是居民住宅投资走强。三季度住宅投资环比增长 3.9%，自 2021 年一季度以来首度转正，贡献了实际 GDP0.15% 的增长。今年美国房地产市场景气回升。主要表现如下：（1）新房与成屋销量分化。从历史经验来看，美国新建住房销量与成屋销量走势基本一致，但今年新建住房销量触底回升，而成屋销量继续走弱。我们认为，主要是地产供应链改善降低了新房建设成本，带动新房售价回落，居民购买新房的意愿强于二手房。（2）新房开工量走势滞后销售量约 1 年左右。究其原因，一方面，疫情对房地产供应链冲击较大，房地产供给复苏较慢；另一方面，疫情暴发使得居民居住习惯发生变化，购房需求日益旺盛。供需错配形成了这种“时滞”。2022 年 8 月美国新房销量触底回升，但至今新房开工数仍为下降走势，我们预计新房开工数也将迎来反弹。（3）房地产库存和空置率偏低。疫情以来美国成屋库存和房屋空置率持续回落，反映当前居民部门购房主要为了居住，而非投资。这也意味着利率上升对房地产市场需求端的影响相对较小。

图8: 美国新房与成屋销售表现分化



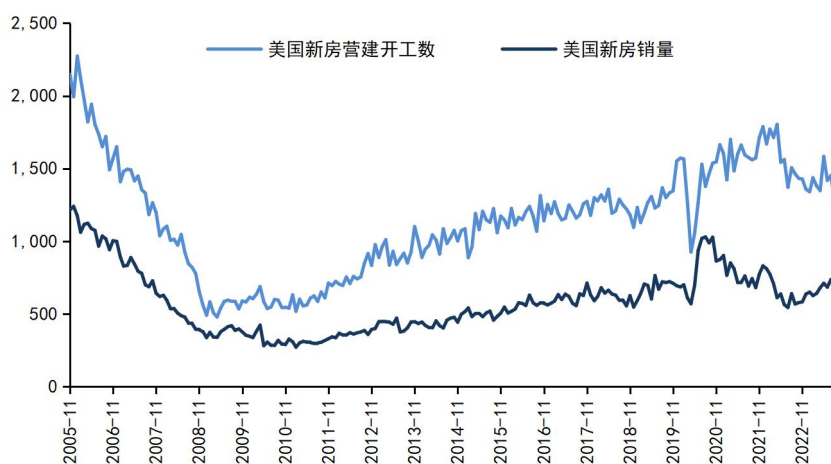
资料来源: 美国劳工统计局, 国信证券经济研究所整理

图9：与成屋相比，美国新房价格下降明显



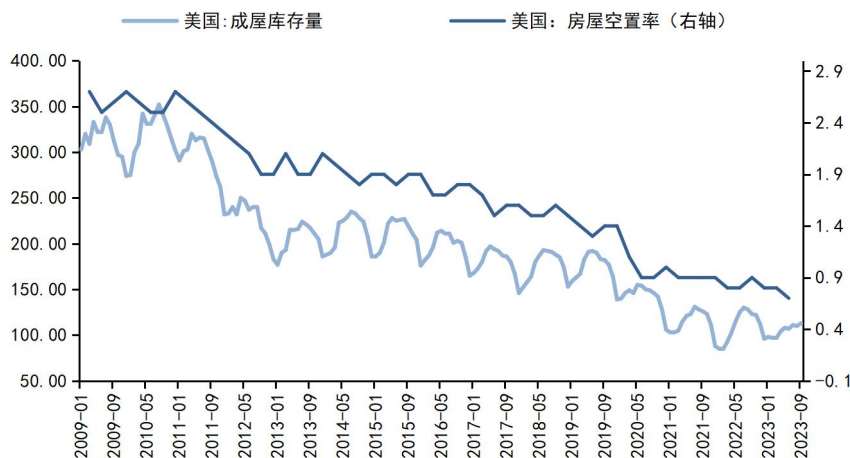
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图10：新房开工量走势滞后销售量约1年左右



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图 11：美国成屋库存和空置率保持较低水平



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

前瞻：高利率将抑制增长，但经济衰退概率不大

货币政策方面，我们预计经济数据强劲会使美联储进一步延长“高利率政策”的时间。主要考虑到鲍威尔近期“需要更长时间经济放缓和就业疲软才能使通胀达标”、“美联储致力于采取对经济增长充分具有限制性的政策立场”的发言。

但同时我们认为美联储进一步加息的可能性偏弱，一是近期美债利率快速上升，金融条件的收紧意味着无需加息更多。二是地缘政治紧张局势高度加剧，对全球经济活动构成重大风险，美联储对待加息将更为谨慎。

经济增长方面，我们认为经济韧性可能会边际弱化。（1）居民超额储蓄即将耗尽，叠加薪资增速下滑，居民强消费可持续性存疑。（2）市场库存总量和库存销售比均位于较高水平，需求走弱可能带来第二轮“去库存”。（3）经济韧性增强了市场“软着陆”预期，长端利率快步追赶短端利率，利率快速上升将弱化居民住房投资意愿、企业资本开支意愿以及政府支出能力。

但经济衰退概率不大。（1）当前美国进入新一轮基建周期，基建投资增速持续上升将托底建筑和制造业。（2）低居民杠杆率、低空置率和低成屋库存显示美国可能位于新一轮房地产投资周期开始阶段，高利率对房地产价格影响有限。（3）美国就业市场韧性较强，较阔的就业缺口能一定程度对冲就业需求走弱，失业率不会快速上升。

◆ 风险提示

美联储加息超预期；国际地缘政治形势紧张超预期；

相关研究报告：

- 《增发国债解读-特别国债重出，稳增长力度再升级》——2023-10-25
- 《宏观经济数据前瞻-2023年9月宏观经济指标预期一览》——2023-10-08
- 《双节假期海外金融市场事项快评-美债利率上升影响全球多数股指和商品价格下跌》——2023-10-08
- 《9月PMI数据解读-“秋旺”带动PMI“双扩张”》——2023-09-30
- 《2023年8月财政数据快评-收入探底，支出提速》——2023-09-18

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032