

## 美股宏观策略研究报告

2023 年 10 月 27 日

## 分析师

艾德金融研究部

刘宗武 (HKSFC CE No. :BSJ488)

Tel: +86 137 6042 1136

E-mail: liuzongwu@eddid.com.hk

相关报告：《美股宏观策略——  
美国经济强劲，不宜过度留恋低  
利率时代——2023-9-21》

## 美国经济部门有强有弱，或经历滚动衰退

- **美国第三季度GDP环比年化增长4.9%，超预期：**今年第三季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算环比增长4.9%，超出市场预期。按年率计算，占美国经济总量约70%的个人消费开支增长4%，明显高于第二季度0.8%的增长。国际货币基金组织月初发布的《世界经济展望报告》显示，美国2023年经济增长预测值为2.1%，2024年增速将放缓至1.5%。
- **制造业PMI超预期，重新走向扩张可能性增大：**ISM数据显示，美国9月ISM制造业指数上升至49.0，显著好于预期47.9，较8月前值进一步改善，最糟糕的时期可能已经过去。美国10月Markit制造业PMI初值为50，创六个月新高，超过预期的49.5。无论是ISM制造业PMI，还是Markit制造业PMI虽在荣枯线或之下，但皆呈向上趋势，相互印证，有重新走向扩张的可能。
- **9月CPI、PPI同比涨幅皆超预期，通胀粘性依然存在：**9月CPI同比增长3.7%，涨幅高于预期值3.6%，主要由于国际能源价格大幅上涨所致。美国9月PPI同比增长2.2%，大超预期的1.6%，连续第三个月超预期上涨，最终需求较8月的2.0%有所反弹，为自2023年4月以来最大的同比增幅。
- **美国劳动力市场保持韧性但开始降温：**美国9月失业率3.8%，预期3.70%；非农时薪同比增4.2%，略低于前值和市场预期的4.3%，环比增0.2%与8月持平；整体显示就业市场和工资在继续松动。往前看，就业市场在保持韧性的同时开始降温，平均时薪增速大方向缓慢下行。
- **零售销售超预期，然消费者信心呈转弱迹象：**9月未经通胀调整的零售销售月率增长0.7%，远超预期的0.3%，8月家庭消费信贷减少156.3亿美元，大幅低于预期值158.5亿美元，消费支出大幅减少。
- **房地产贷款利率自21年底以来不断新高，NAHB地产指数转弱：**30年期抵押贷款利率10月底上升至7.79%。在高利率的压制下，7月可能是新房销售的阶段顶点。NAHB的月度调查，9月份的NAHB指数值为44，是今年5月以来首次跌至50以下。整体来看，美国房地产市场有转弱迹象。
- **滚动衰退环境下的投资策略：**在繁荣的背后，由于通胀顽固粘性较强及利率高企，部份关键指标也有呈现疲弱的迹象，美国可能会出现‘滚动衰退’。据CME数据，当前有98.3%的概率11月份停止加息，已板上钉钉；市场预计今年Q4、明年Q1、Q2将维持高利率水平，美联储最快明年Q3开始降息。高息股、黄金等或是当前市况下的较优选择。

## 目 录

美国第三季度 GDP 环比年化增长 4.9%，超预期.....	3
制造业 PMI 超预期，重新走向扩张可能性增大.....	3
9 月 CPI、PPI 同比涨幅皆超预期，通胀粘性依然存在.....	4
美国劳动力市场保持韧性但开始降温.....	5
零售销售超预期，然消费者信心呈转弱迹象.....	6
房地产贷款利率自 21 年底以来不断新高，NAHB 地产指数转弱.....	7
滚动衰退环境下的投资策略.....	8
风险提示：.....	9
分析员声明.....	10

## 图表目录

图 1：美国三季度 GDP 初值环比 4.9%，超市场预期值 4.3%.....	3
图 2：美国 ISM 制造业及非制造业 PMI 指数.....	4
图 3：美国 Markit 制造业及服务业 PMI 指数.....	4
图 4：美国 9 月 CPI 同比超预期上涨及核心 CPI 同比符合市场预期.....	5
图 5：美国 PPI、核心 PPI 同比涨幅皆超预期.....	5
图 6：美国失业率保持低位，9 月 3.8%，预期 3.7%.....	5
图 7：美国 9 月私人非农雇员平均时薪同比增 4.2%，低于预期 4.3%.....	5
图 8：美国劳工部新增非农数据自 23 年初起与 ADP 数据多期趋势相反.....	6
图 9：美国非农职位空缺数及空缺率皆有所回升，反映就业市场韧性.....	6
图 10：零售销售环比增 0.7% 远超预期及剔除汽车后零售销售增 0.6%.....	7
图 11：美国个人收入同比持续缓慢下滑.....	7
图 12：家庭消费信贷月度变化转为负值，大幅低于预期值.....	7
图 13：密歇根大学消费者信心指数连续两个月下滑.....	7
图 14：新房开工及新房许可证（千套）.....	8
图 15：新房销售量（千套）.....	8
图 16：30 年期抵押贷款利率（%）自 2021 年底以来不断上升达 7.79%.....	8
图 17：美国住房建筑商协会 (NAHB) 房产市场指数连续两个月转弱.....	8
图 18：美国十年期国债收益率（%）走出近 40 年的下降通道.....	9
图 19：市场预期美国利率变动概率.....	9

## 美国第三季度GDP环比年化增长4.9%，超预期

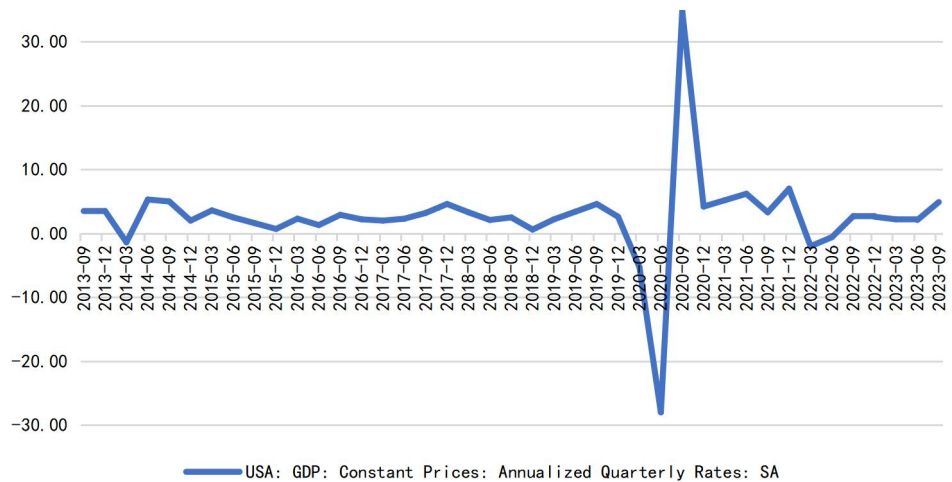
美国商务部26日公布的初始估算数据显示，今年第三季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算环比增长4.9%，超出市场预期。今年第二季度实际GDP按年率计算增长2.1%，第一季度增长2.2%。

按年率计算，今年Q3，占美国经济总量约70%的个人消费开支增长4%，明显高于第二季度0.8%的增长。非住宅类固定资产投资萎缩0.1%，第二季度该指标增长7.4%。

按贡献度计算，个人消费开支帮助当季经济增长2.69个百分点，非住宅类固定资产投资对当季经济增长没有产生拉动或拖累作用。同时，净出口拖累当季经济0.08个百分点。

国际货币基金组织月初发布的《世界经济展望报告》显示，美国2023年经济增长预测值为2.1%，2024年增速将放缓至1.5%。

图 1：美国三季度 GDP 初值环比 4.9%，超市场预期值 4.3%



来源：Wind、Eddid Financial

## 制造业PMI超预期，重新走向扩张可能性增大

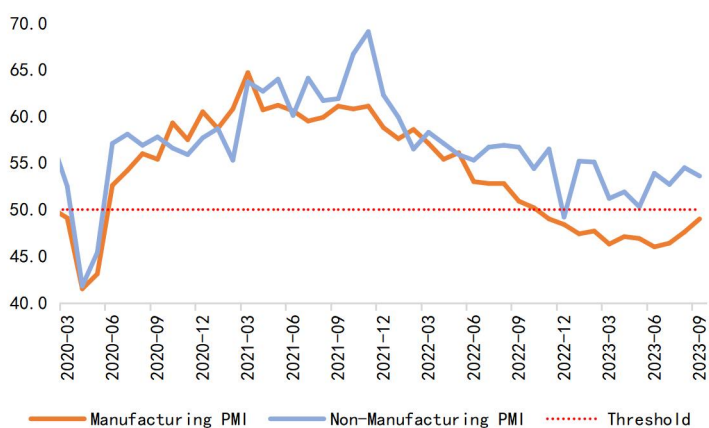
ISM数据显示，美国9月ISM制造业指数上升至49.0，显著好于预期47.9，连续10个月位于萎缩区间，但收缩程度为年内的最低水平，较8月前值进一步改善，为美国制造商带来了希望，最糟糕的时期可能已经过去。此前8月制造业PMI数据就有迹象显示，制造业疲软水平趋于稳定，萎靡状况不再恶化。9月ISM非制造业PMI降至53.6，符合市场预期，但低于8月前值54.5，主要由于新订单指数降幅较大。

根据标普全球（S&P Global）的最新数据，美国10月Markit制造业PMI初值为

50，创六个月新高，超过预期的49.5，前值为49.8；10月Markit服务业PMI初值为50.9，创三个月新高，也超预期的49.9。

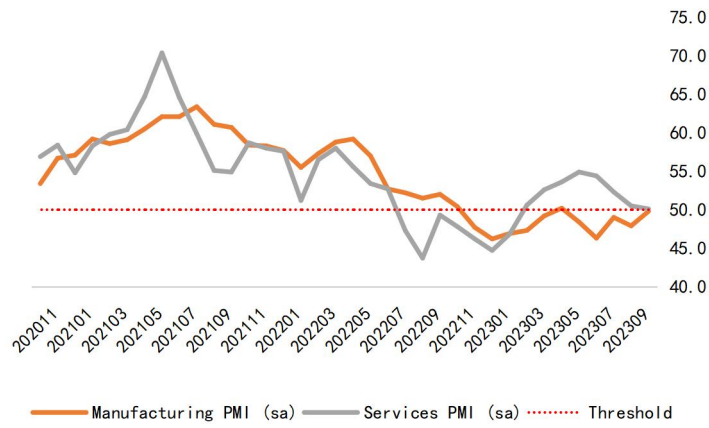
无论是ISM制造业PMI，还是Markit制造业PMI虽在荣枯线或之下，但皆呈向上趋势，相互印证，有重新走向扩张的可能。

图 2：美国 ISM 制造业及非制造业 PMI 指数



来源：Wind、Eddid Financial

图 3：美国 Markit 制造业及服务业 PMI 指数



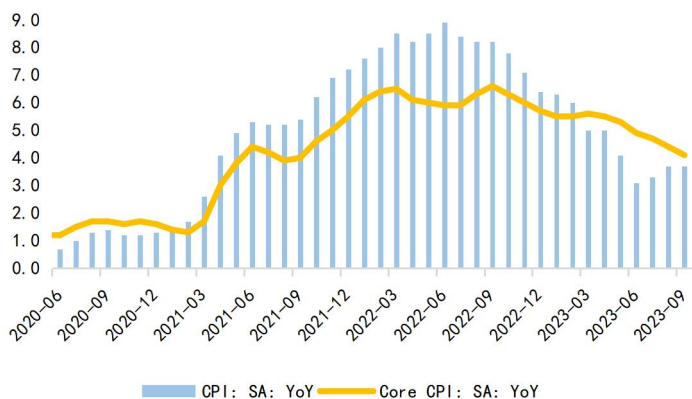
来源：Bloomberg、Eddid Financial

### 9月CPI、PPI同比涨幅皆超预期，通胀粘性依然存在

美国9月CPI较8月份环比上涨0.4%，剔除食品和能源成本的核心CPI指数环比上涨0.3%。9月CPI同比增长3.7%，涨幅高于预期值3.6%，前值为3.7%，主要由于国际能源价格大幅上涨所致；9月核心CPI同比增长4.1%，符合预期，前值为4.3%，涨幅创2021年以来最低，主要驱动力是住房价格同比增长了7.2%，占核心CPI总增长的70%以上。

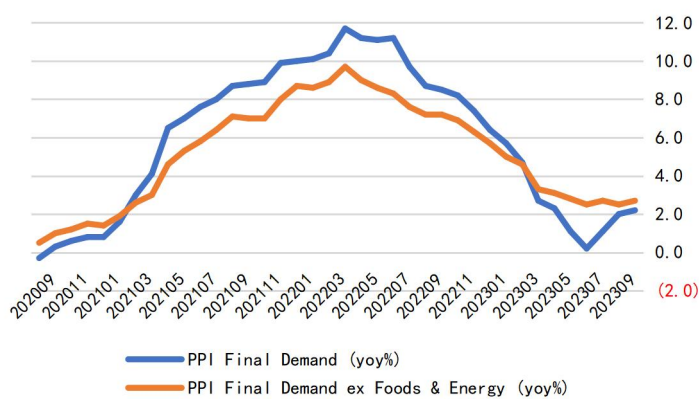
美国9月PPI同比增长2.2%，大超预期的1.6%，连续第三个月超预期上涨，最终需求较8月的2.0%有所反弹，为自2023年4月以来最大的同比增幅。PPI环比上升0.5%，低于前值上升0.7%但也超过预期的0.3%。核心PPI同比增长2.7%，高于预期2.3%。PPI涨幅大超预期的主要原因在于最终需求能源价格上涨3.3%，最终需求食品指数上涨0.9%，为2022年11月以来最大涨幅，扣除食品和能源的最终需求商品指数上涨0.1%。

图 4：美国9月CPI同比超预期上涨及核心CPI同比符合市场预期



来源：Wind、Eddid Financial

图 5：美国PPI、核心PPI同比涨幅皆超预期

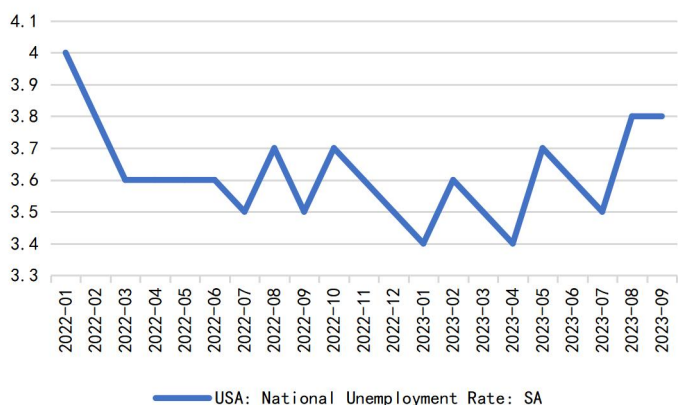


来源：Bloomberg、Eddid Financial

### 美国劳动力市场保持韧性但开始降温

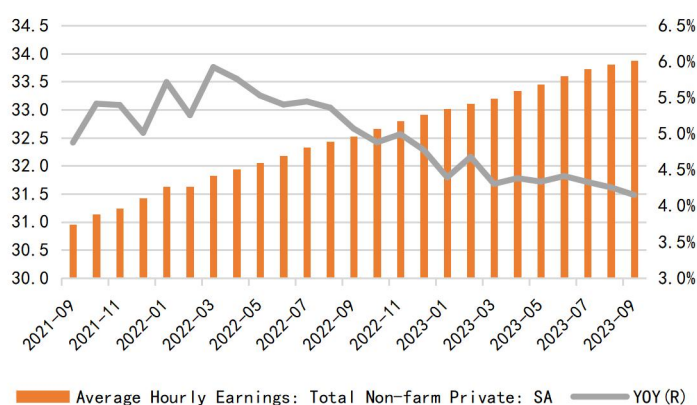
美国9月失业率3.8%，预期3.70%，前值3.8%；非农时薪同比增4.2%，略低于前值和 market 预期的4.3%，环比增0.2%与8月持平，平均时薪增速有所放缓；整体显示就业市场和工资在继续松动。往前看，就业市场在保持韧性的同时开始降温，平均时薪增速大方向缓慢下行。

图 6：美国失业率保持低位，9月3.8%，预期3.7%



来源：Wind、Eddid Financial

图 7：美国9月私人非农雇员平均时薪同比增4.2%，低于预期4.3%



来源：Wind、Eddid Financial

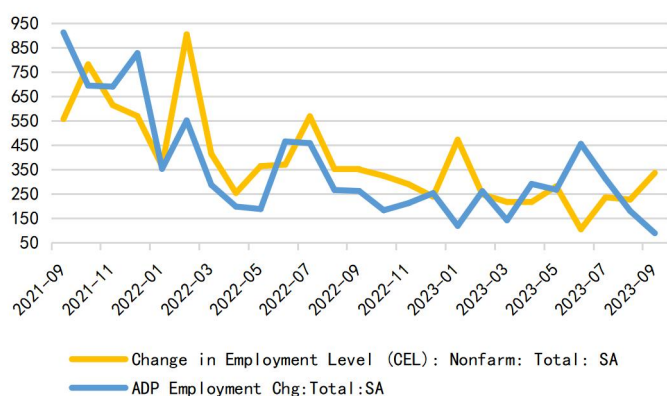
9月季调后美国劳工部非农新增就业人数33.6万，为2023年1月以来最大增幅，大幅超过预期的17万人，主要由于暑假结束后教育行业工作者回归岗位相关的季节性调整问题。8月非农职位空缺961万人，远超预期的881.5万人，空缺率回升至5.8%；往回看，7月职位空缺意外骤降至两年多新低，而8月数据强劲反弹，初步



扭转下行趋势。

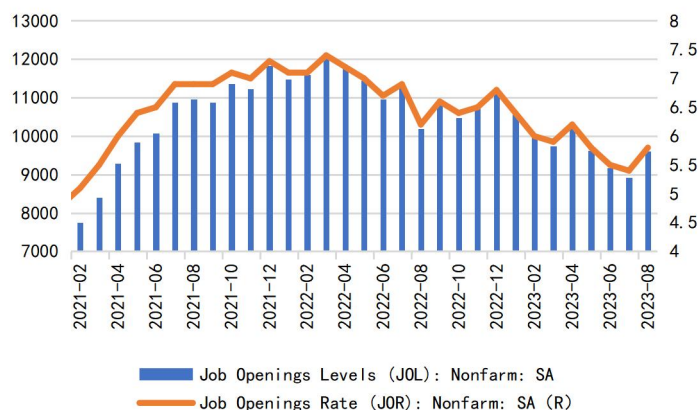
同时，我们也发现ADP公布的9月新增就业人数（小非农）为8.9万，相比8月的18万大幅减少，与劳工部公布的非农就业数据形成剪刀差（9月非农趋势上行，小非农趋势下行），这样的情况在2023年初至今经常出现，可能是由于统计样本、调查方式等方面存在差别，导致结果差异较大，当‘数据打架’时可能侧面反映经济存在浅衰退的迹象。

图 8：美国劳工部新增非农数据自23年初起与ADP数据多期趋势相反



来源：Wind、Eddid Financial

图 9：美国非农职位空缺数及空缺率皆有所回升，反映就业市场韧性



来源：Wind、Eddid Financial

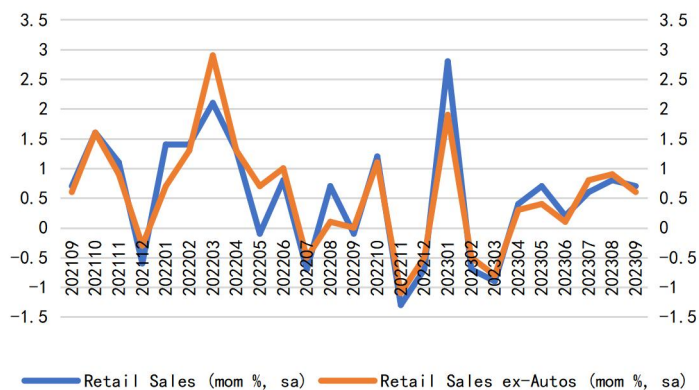
## 零售销售超预期，然消费者信心呈转弱迹象

美国零售销售月率8月份的增幅上修为0.8%后，9月未经通胀调整的零售销售月率增长0.7%，远超预期的0.3%，不包括汽车的零售销售增长0.6%，虽然通胀回升、工资增长放缓、个人收入增长放缓，但消费者的热情依然高涨，在第三季度结束之时，家庭需求持续增长。

8月家庭消费信贷（消费信贷指向个人提供的未尝信贷的月度变化，反映家庭的信贷额度，并不包括房地产抵押贷款。）减少156.3亿美元，大幅低于预期值158.5亿美元，显示消费支出大幅减少。

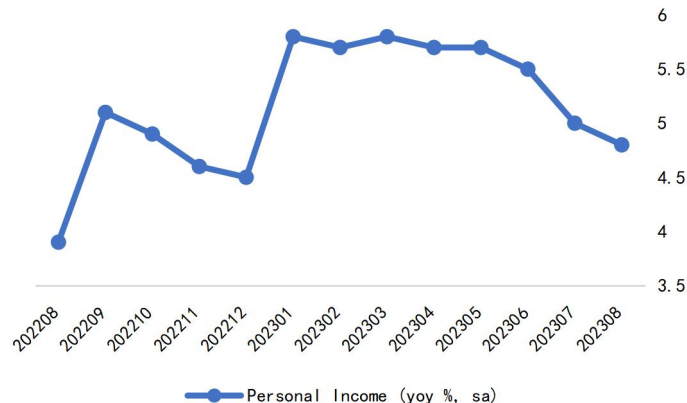
密歇根大学消费者信心指数9月值68.1，连继两个月下滑，最新公布的10月初值为63.0，下降超5个点，创去年6月以来的最大单月跌幅，反映凸显，美国国内的高生活成本影响家庭消费的乐观情绪，最终有可能影响未来几个月的经济增长。

图 10: 零售销售环比增0.7%远超预期及剔除汽车后零售销售增0.6%



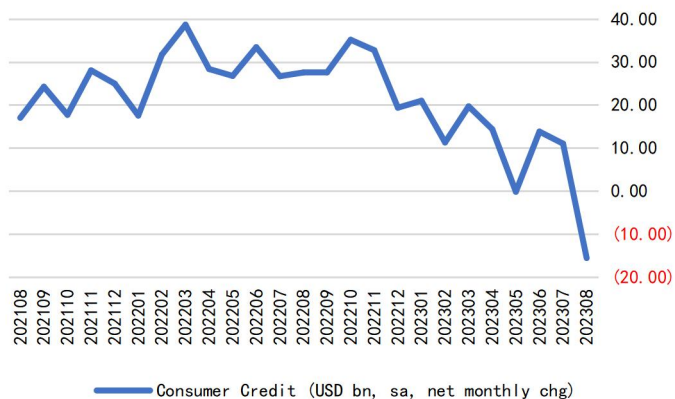
来源: Bloomberg、Eddid Financial

图 11: 美国个人收入同比持续缓慢下滑



来源: Bloomberg、Eddid Financial

图 12: 家庭消费信贷月度变化转为负值, 大幅低于预期值



来源: Bloomberg、Eddid Financial

图 13: 密歇根大学消费者信心指数连续两个月下滑



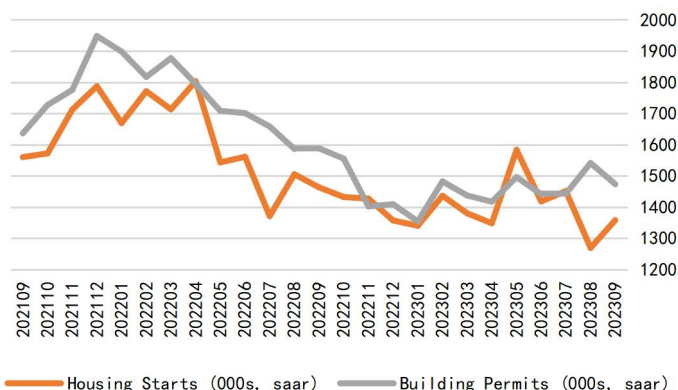
来源: Bloomberg、Eddid Financial

## 房地产贷款利率自21年底以来不断新高, NAHB地产指数转弱

30年期抵押贷款利率(%)自2021年底以来不断上升,10月底上升至7.79%,明显高于9月的7.31%,且上涨趋势仍在延续。利率的不断上升导致了自2021年底开始新房开工的不断下降,2023年9月,美国新开工的私人住宅为135.8万套,触底后反弹,环比上升7%;9月已获得批准的新建私人住宅为147.3万套,环比下降4.4%。新房销售量亦由7月的高点73.9万套,下降至8月的67.5万套,环比下降4.2%,在高利率的压制下,我们预计7月可能是新房销售的阶段顶点。

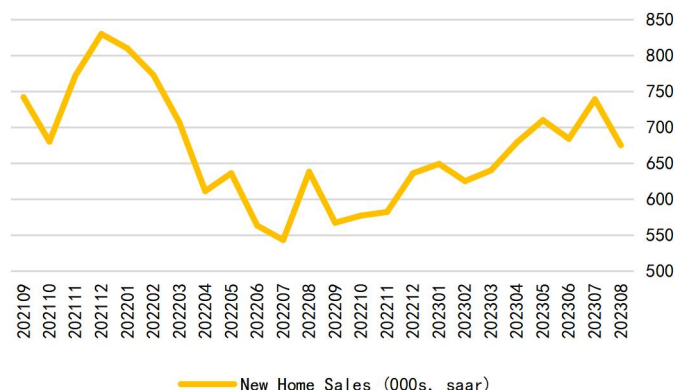
根据美国全国住宅建筑商协会(NAHB)的月度调查,9月份的NAHB指数值为44,是今年5月以来首次跌至50以下(数值高于50表示对销售状况有利)。整体来看,美国房地产市场有转弱迹象。

图 14: 新房开工及新房许可证 (千套)



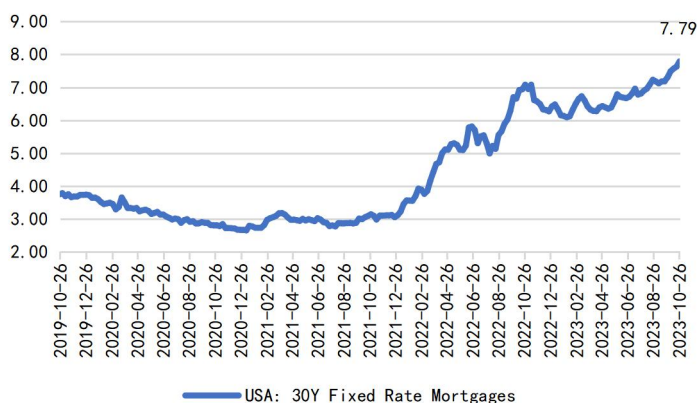
来源: Bloomberg、Eddid Financial

图 15: 新房销售量 (千套)



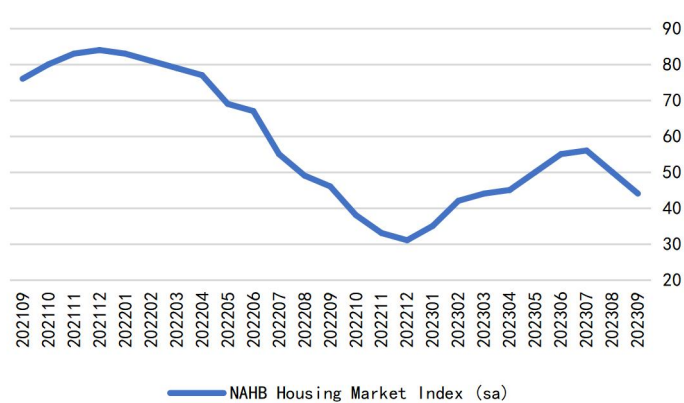
来源: Bloomberg、Eddid Financial

图 16: 30年期抵押贷款利率 (%) 自2021年底以来不断上升达7.79%



来源: Wind、Eddid Financial

图 17: 美国住房建筑商协会 (NAHB) 房地产市场指数连续两个月转弱



来源: Bloomberg、Eddid Financial

### 滚动衰退环境下的投资策略

得益于消费支出的激增，美国经济Q3 GDP增速创近两年新高达4.9%。经济的主要增长引擎，即个人消费支出，增长了4%，达2021年以来的最高水平。在高物价和借贷成本快速上涨的情况下，美国经济增长一直保持稳健，一次次超出市场预期，此种韧性的主要推动因素是就业市场的持续强劲，继续推动家庭需求的增长。

上世纪80年代以来十年期国债收益率单边下降的局面已经终结，欧美发达国家政府在应对滞胀压力时优先选择抑制物价，无风险利率可能“Higher for Longer”。在繁荣的背后，由于通胀顽固粘性强及利率高企，部份关键指标也有



呈现疲弱的迹象，比如NAHB地产指数转弱、密歇根大学消费者信心指数转弱等，美国可能会出现‘滚动衰退’（指某些经济部门扩张的同时，其他经济部门则处于衰退的状态）。

据CME数据，当前有98.3%的概率11月份停止加息，已板上钉钉；12月停止加息的概率为76.7%；2024年1月份停止加息的概率为68.9%，即今年11/12月、2024-1月美联储的货币政策路径为0/0/0 BP是当前市场的一致预期。同时，市场预计今年Q4、明年Q1、Q2将维持高利率水平（5.25-5.50），美联储最快明年Q3开始降息。

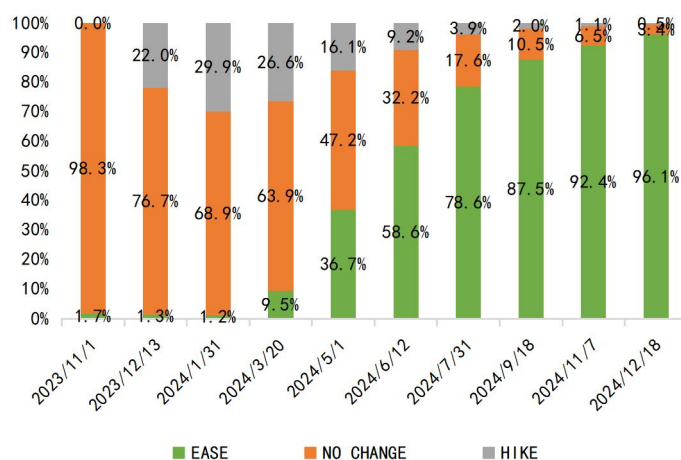
高息股、黄金等或是当前市况下的较优选择。

图 18：美国十年期国债收益率（%）走出近40年的下降通道



来源：Wind、Eddid Financial

图 19：市场预期美国利率变动概率



来源：CME、Eddid Financial (截至2023-10-27 10:14)

## 风险提示：

宏观经济下行、通胀失控、利率长时期高企等风险。

### 投资评级说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 艾德金融研究部

陈政深 (HKSFC CE No. :BIY455)

Tel: 852-38966397

E-mail:ryan.chan@eddid.com.hk

陈刚 (HKSFC CE No. :BOX500)

Tel: +86 186 7668 5813

F-mail:gang.chen@eddid.com.hk

刘宗武 (HKSFC CE No. :BSJ488)

Tel: +86 137 6042 1136

E-mail:liuzongwu@eddid.com.hk

### 免责声明及披露

#### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）研究团队成员并没有持有有关证券的任何权益。

#### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。艾德证券研究部不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。艾德证券研究部建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。本报告包含的任何信息由艾德证券研究部编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。本报告基

于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。艾德证券研究部可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

### 报告提供者

本报告乃由艾德证券期货有限公司（「艾德证券期货」）于香港提供。艾德证券期货是香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）持牌法团，及受其监管之香港金融机构。报告之提供者，均为香港证监会持牌人士。投资者如对艾德证券期货所发的报告有任何问题，请直接联络艾德证券期货。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在作者姓名旁。

### 报告可用性

对部分司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告或会抵触当地法律、法则、规定，当中或包括但不限于监管相关之规例、守则及指引。本报告并非旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。