

海外宏观周报

美国三季度 GDP 增长强劲

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



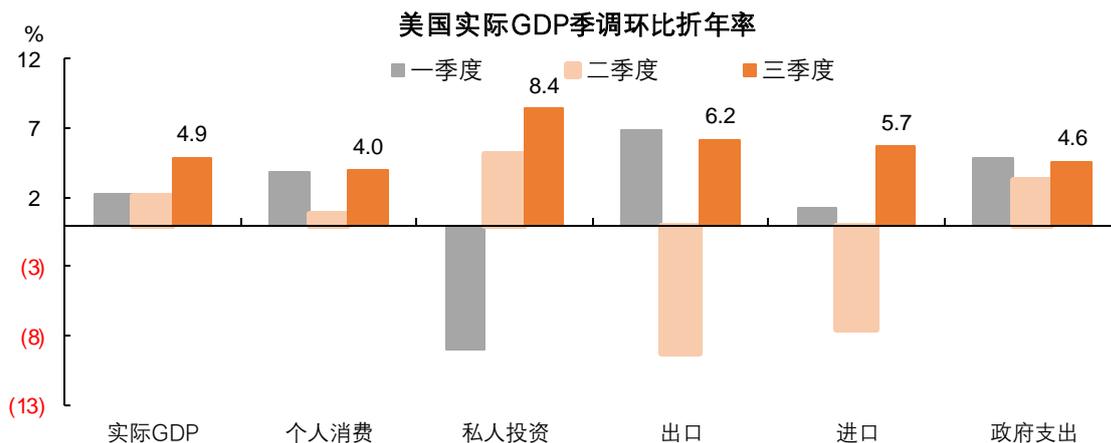
平安观点：

- **美国三季度 GDP 数据简评。**2023 年三季度美国 GDP 环比折年率为 4.9%，大幅高于前值 2.1%，好于预期的 4.5%，低于 GDPNow 预测的 5.4%。**从环比拉动来看：**1) 个人消费是最大贡献 (2.69 个百分点)。在房租和医疗保健支出的带动下，服务支出增长强劲 (1.62 个百分点)。2) 私人投资是次要贡献 (1.47 个百分点)，其中私人存货变化环比拉动 1.32 个百分点，并且住宅类投资自 2021 年二季度以来首次实现正增长，环比拉动 0.15 个百分点。3) 政府支出贡献 0.79 个百分点，国防开支的贡献大幅提升。GDP 数据公布后，受地缘政治拖累，市场反应略显消极，美股三大指数下跌，10 年美债利率下跌。**展望四季度，我们预计美国经济仍可能保持 1%左右正增长，继而全年增长或达 2.5%以上，基本持平于疫情前水平。向前看，如果个人消费数据维持强劲、中东地缘政治冲突扩大、以及就业市场持续紧俏等，美联储仍有可能选择进一步紧缩。在此背景下，美债利率和美元指数或仍处于筑顶过程，美股波动风险仍高。**
- **海外经济政策：**1) 美国 9 月耐用品订单环比超预期上升 4.7%，资本货物和运输设备订单环比增速表现强劲。2) 美国 9 月 PCE 物价指数同比增速如期回落至 3.4%，核心 PCE 同比如期回落至 3.7%。3) 美国 10 月制造业 PMI 脱离荣枯线以下，服务业 PMI 超预期回升。4) 美国 10 月密歇根大学消费者信心指数终值上修，但走弱趋势未改；1 年期通胀预期上修至 4.2%。5) 美国最新初请失业金人数反弹至 21 万人。6) 欧央行宣布暂停加息。7) 欧元区 10 月制造业和服务业 PMI 双双走弱。8) 英国 10 月服务业 PMI 持续走弱，连续第三个月处于荣枯线以下。
- **全球大类资产：**1) **股市：**美欧日股市普遍承压。美股方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别下跌 2.6%、2.5%和 2.1%。2) **债市：**中长期美债利率自高位回落，其中 10 年期美债利率曾再度升穿 5%，整周下跌 9BP 至 4.84%。3) **商品：**除有色金属外，大部分商品价格下跌，其中油价回落，金价企稳 1980 美元/盎司大关。4) **外汇：**美元指数整周上涨 0.4%，收至 106.58；日元升值，但曾跌破 150 关口；欧洲货币汇率偏弱。
- **风险提示：**美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

一、美国三季度 GDP 数据简评

美国三季度 GDP 增长强劲。2023 年三季度美国 GDP 环比折年率为 4.9%，大幅高于前值 2.1%，好于预期的 4.5%，低于 GDPNow 预测的 5.4%。结构上，支出法统计的各主要分项均上涨，经济结构较为平衡：私人消费增长 4.0%，私人投资增长 8.4%，出口增长 6.2%，进口增长 5.7%，政府支出增长 4.6%。

图表1 美国三季度实际 GDP 环比增速大幅上升，且经济结构较为平衡



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表2 美国三季度实际 GDP 增长详情

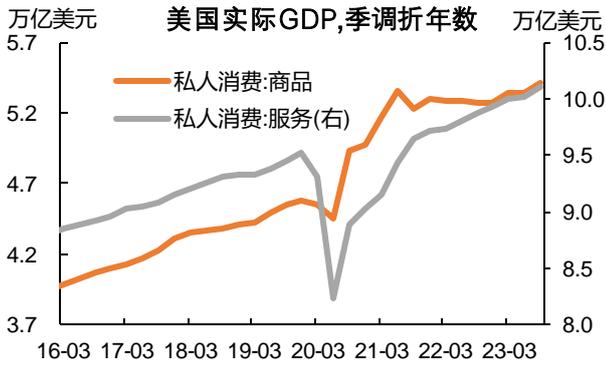
季调环比折年率(%)	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
美国实际GDP总额	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7	(0.6)	(2.0)	7.0	3.3
个人消费	4.0	0.8	3.8	1.2	1.6	2.0	0.0	4.0	2.8
个人消费:商品	4.8	0.5	5.1	0.0	(0.7)	(0.3)	(1.2)	5.6	(8.5)
个人消费:服务	3.6	1.0	3.1	1.8	2.8	3.2	0.6	3.2	9.3
私人投资	8.4	5.2	(9.0)	3.4	(7.6)	(10.6)	6.2	27.9	16.1
私人投资(非住宅类)	(0.1)	7.4	5.7	1.7	4.7	5.3	10.7	2.7	(1.3)
私人投资(住宅类)	3.9	(2.2)	(5.3)	(24.9)	(26.4)	(14.1)	(1.8)	(0.5)	(2.7)
出口	6.2	(9.3)	6.8	(3.5)	16.2	10.6	(4.6)	24.2	1.5
进口	5.7	(7.6)	1.3	(4.3)	(4.8)	4.1	14.7	20.6	8.5
政府支出	4.6	3.3	4.8	5.3	2.9	(1.9)	(2.9)	(0.3)	(1.5)

资料来源：同花顺,平安证券研究所

从环比拉动看，个人消费是主要动力，私人投资和政府支出为次要动力，净出口对总量增长带来小幅拖累。

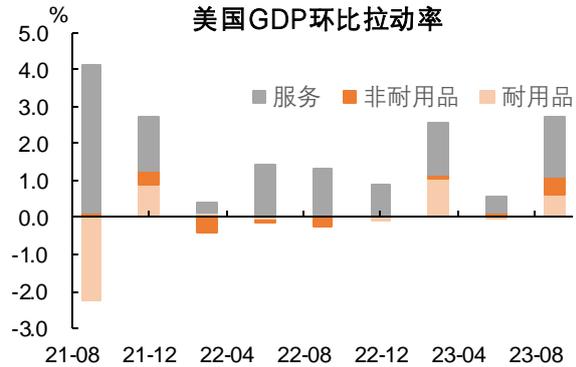
一是，个人消费是最大贡献（2.69 个百分点）。个人消费支出对美国三季度 GDP 环比增速的拉动由二季度 0.6%大幅提高至 2.7%。其中，商品和服务对 GDP 的拉动分别 1.08%和 1.62%，前值 0.11%和 0.44%。服务项中，房租和医疗保险的环比拉动率分别 0.42%和 0.33%，贡献最大。商品项中，非耐用品的 GDP 环比拉动率受汽油小幅拖累，汽油对三季度 GDP 环比拉动率为-0.13%，连续三个季度首次转负，受三季度油价高企的影响。

图表3 美国三季度商品和服务消费持续强劲



资料来源: 同花顺,平安证券研究所

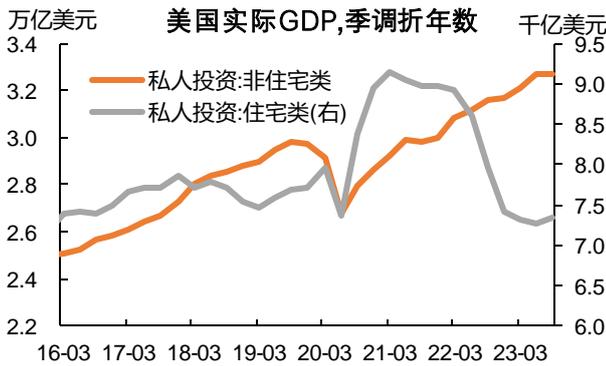
图表4 美国三季度服务消费对GDP环比拉动率最大



资料来源: 同花顺,平安证券研究所

二是，私人投资是次要贡献（1.47个百分点），主因是私人存货变化，住宅类固定投资的贡献转正。私人投资的拉动由二季度0.9%大幅提高至1.47%。分项来看，非住宅、住宅和私人存货环比拉动0%、0.15%和1.32%，其中住宅投资在连续九个季度后，首次对经济增长有所贡献。

图表5 美国住宅投资停滞，非住宅投资回升



资料来源: 同花顺,平安证券研究所

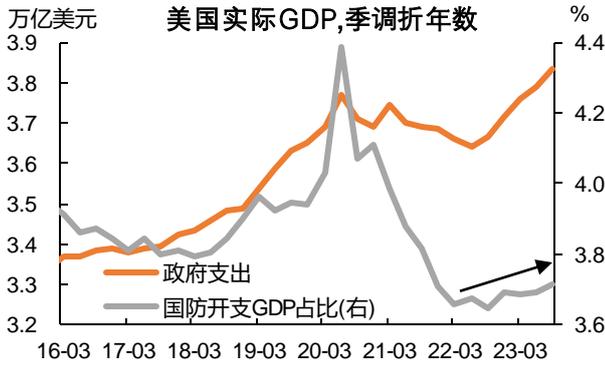
图表6 美国三季度私人存货投资回升



资料来源: 同花顺,平安证券研究所

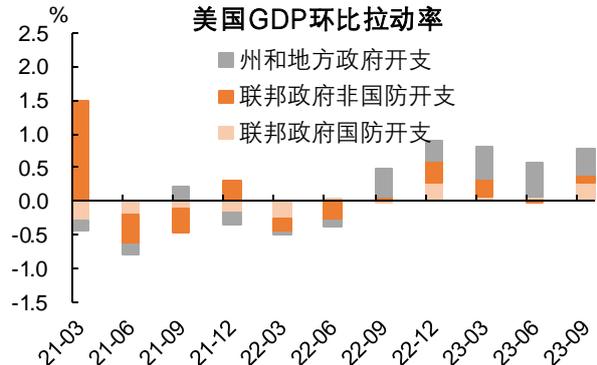
三是，政府支出贡献0.79个百分点，国防开支的贡献提升。政府消费支出和投资总额的劳动由二季度0.57%上涨至0.79%。分项来看，联邦政府支出及州和地方政府相对均衡，但联邦政府支出中的国防开支对经济的贡献大幅提升，由二季度上升了0.2个百分点至0.28%（非国防开支的贡献仅为0.11%）。根据美国CNN和外交关系委员会（CFR）测算，截至2023年9月底，美国政府已提供近440亿美元直接军事援助，远大于1979年对以色列的军事援助，成为美国历史上最大规模的对外援助，推动国防开支GDP占比止跌回升。

图表7 美国自去年3月国防开支 GDP 占比止跌回升



资料来源：同花顺,平安证券研究所

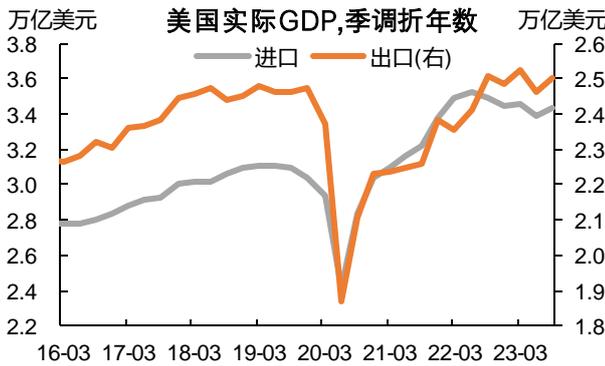
图表8 国防开支的贡献提升



资料来源：同花顺,平安证券研究所

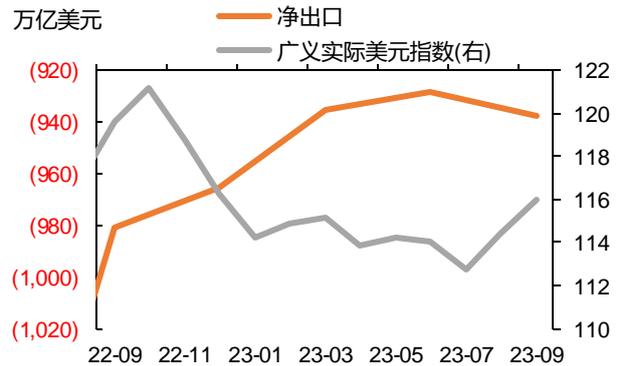
四是，净出口对总量增长带来小幅拖累（-0.08 个百分点），因出口和进口同步上涨。商品与服务净出口的拉动由 0.04% 下跌至 0.08%。分项来看，出口和进口的 GDP 环比拉动率分别 0.68%和-0.75%，前值为-1.09%和 1.13%。美元指数三季度由 102 左右大幅回升逾 3%，或打击美国出口国际竞争力，令出口对经济增长的贡献有限。

图表9 美国三季度出口和进口同步上涨



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表10 实际美元指数升值令净出口承压



资料来源：同花顺,平安证券研究所

GDP 数据公布后，市场反应却略显消极，美股三大指数下跌，10 年美债利率下跌。除 GDP 数据外，本周公布的数据显示，美国三季度核心 PCE 物价指数环比折年率大幅回落至 2.4%（低于预期的 2.5%、前值 3.7%）。经济增长强劲，加上通胀改善，显示经济更倾向于“软着陆”。微观层面，微软、IBM 和脸书等科技股季报向好。但是，以色列突发展开大规模地面进攻，打击投资者风险投资偏好。10 月 26 日，美股三大指数整日跌幅在 0.76%-1.76%之间；中长期美债利率整日收跌，其中 10 年期美债利率整日下跌 9BP 至 4.86%；美元指数全日微涨 0.07%，收至 106.62。

在二季度 GDP 公布后，我们对美国经济进行重新审视，发现一些根本上的韧性:财政与货币的极致配合、金融体系强化、化解通胀的能力、以及中周期（建筑周期，10-15 年）的开启（参考报告《美国经济下一步》）。目前，市场对于四季度及全年的经济都有所上修。例如，美国咨商会 10 月预测，今年四季度 GDP 环比折年率由-1%上修至 1%，全年 GDP 环比折年率由 1.9%上修至 2.2%。**展望四季度，我们预计仍可能保持 1%左右正增长，继而全年增长或达 2.5%以上，基本持平 2018-2019 年（疫情前）的平均增速。**

向前看，短期来看，美联储 11 月或暂停加息，但不排除 12 月或 1 月再加息的可能。考虑到，如果个人消费数据维持强劲、

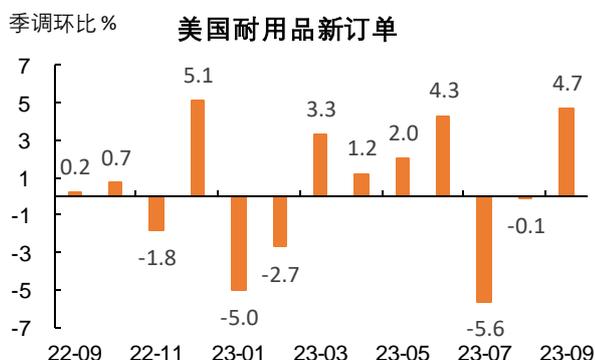
地缘政治冲突扩大并推升油价、以及就业市场持续紧俏等，美联储仍有可能选择进一步紧缩。在此背景下，美债利率和美元指数或仍处于筑顶过程，美股波动风险仍高。

二、海外经济政策

2.1 美国：耐用品订单和 PMI 偏强，PCE 通胀回落

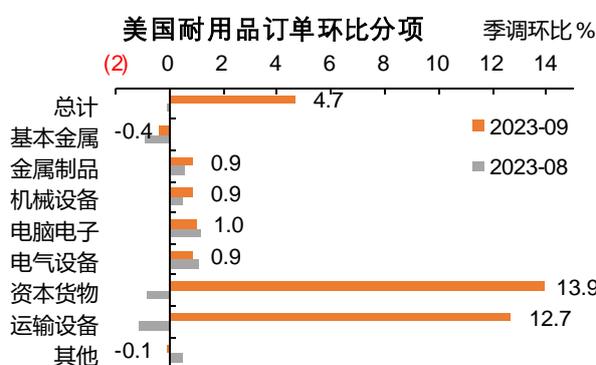
美国 9 月耐用品订单环比超预期上升 4.7%，资本货物和运输设备订单环比增速表现强劲。10 月 26 日，美国商务部公布数据显示，美国 9 月耐用品订单环比增速为 4.7%，预期为 1.7%，前值为 0.1%，涨幅为去年 12 月以来新高；剔除运输产品，耐用品订单环比增速为 0.5%，持平于前值；剔除国防产品，耐用品订单环比增速为 5.8%，前值为-0.7%。结构上，资本货物和运输设备订单环比增速表现强劲，分别飙涨至 13.9%和 12.7%，前值为-0.8 和-1.1%。运输设备订单大幅上涨，受益于波音公司有效解决供应链中断问题，并恢复供货，刺激订单数快速回升。

图表11 美国 9 月耐用品订单环比上升 4.7%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

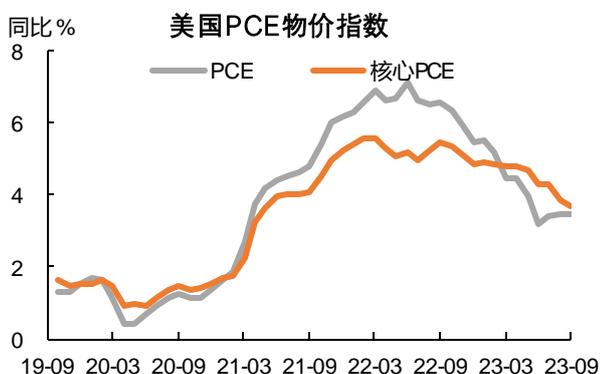
图表12 资本货物和运输设备订单环比增速表现强劲



资料来源：同花顺,平安证券研究所

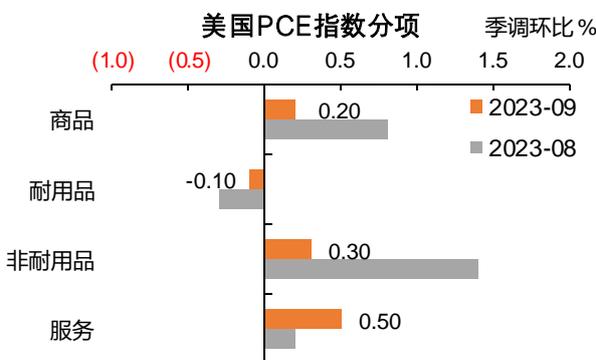
美国 9 月 PCE 物价指数同比增速如期回落至 3.4%，核心 PCE 同比如期回落至 3.7%。10 月 27 日，美国商务部公布数据显示，美国 9 月 PCE 物价指数同比增速为 3.4%，符合预期，前值为 3.5%；核心 PCE 物价指数同比增速为 3.7%，符合预期，前值为 3.9%。结构上，商品物价指数环比增速大幅回落，环比上涨 0.2%，前值上涨 0.8%，其中非耐用品环比上涨 0.3%；服务物价指数环比增速有所回升，环比上涨 0.5%，前值上涨 0.2%。

图表13 美国 9 月 PCE 物价指数同比回落增速至 3.4%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表14 服务物价指数环比增速回升



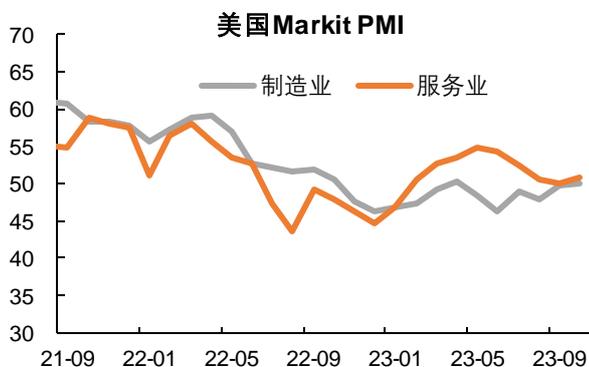
资料来源：同花顺,平安证券研究所

美国 10月制造业 PMI 脱离荣枯线以下，服务业 PMI 超预期回升。10月24日，标普全球公布数据显示，美国10月Markit制造业 PMI 初值为 50，预期 49.5，前值 49.8，连续五个月后首次脱离收缩区间；服务业 PMI 初值超预期回升至 50.9，预期 49.8，前值 50.1，连续三个月接近停滞。标普全球解读称，随着美联储紧缩周期已经结束的预期日益升温，美国消费者的消费热情经受住了 20 个月加息的严峻考验，旺盛的消费令市场活动逐渐走出加息的阴影。

美国 10月密歇根大学消费者信心指数终值上修，但走弱趋势未改；1年期通胀预期上修至 4.2%。10月27日，美国10月密歇根大学消费者信心指数终值上修至 63.8，初值为 63，但仍低于 9 月的水平，指数走弱的趋势未变；受巴以冲突的影响，消费者担忧油价反弹会令通胀再度升温，1 年期通胀预期为 4.2%，初值为 3.8%。

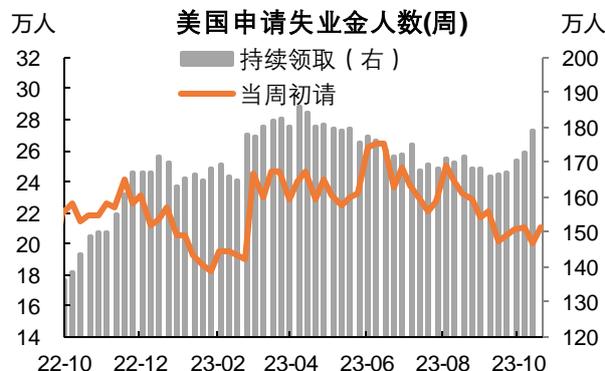
美国最新初请失业金人数反弹至 21 万人。10月26日，美国劳工部公布，截至 10月20日当周，美国初请失业金人数为 21 万人，预期为 20.8 万人，前值由 19.8 万人上修至 20 万人；截至 10月13日当周，美国续请失业金人数为 179 万人，预期为 174 万人，前值由 173.4 万人下修至 172.7 万人，连续第六周上涨，并创 5 月份以来新高，可见就业市场缓慢降温。

图表 15 美国 10 月制造业和服务业 PMI 偏强



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表 16 美国最新初请失业金人数反弹至 21 万人



资料来源：同花顺,平安证券研究所

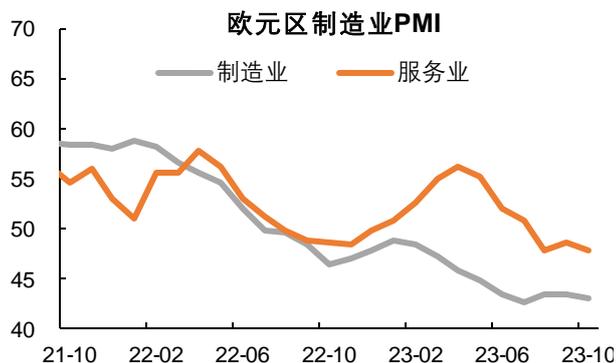
2.2 欧洲：欧元区 PMI 走弱

欧央行宣布暂停加息，表示现有的关键利率水平足够令通胀回归至长期目标。10月26日，欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会，决定维持三大关键利率不变，其中主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率将分别维持在 4.5%、4.75%和 4%不变。货币政策方面，根据目前的评估，欧央行认为现有关键利率水平如果维持足够长时间，将有助于通胀达到目标水平，但讨论降息仍为时尚早。宏观经济方面，由于全球需求回落以及融资条件收紧，拖累投资与消费，欧央行预计经济年内将保持疲软，但未来几个季度经济或将恢复增长。

欧元区 10月制造业和服务业 PMI 双双走弱。10月24日，标普全球公布数据显示，欧元区10月制造业 PMI 为 43，预期为 43.7，前值为 43.4，连续 16 个月处于荣枯线以下；服务业 PMI 为 47.8，预期和前值为 48.7，为三个月以来新低。结构上，法国 10 月制造业 PMI 大幅回落至 42.6，前值为 44.2，对欧元区制造业 PMI 形成拖累；德国 10 月服务业 PMI 自 8 月以来再次回到收缩区间，对欧元区服务业 PMI 形成拖累。可见，欧元区经济仍复苏乏力。

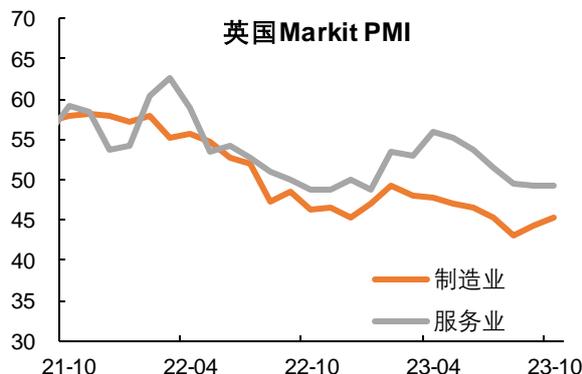
英国 10月服务业 PMI 持续走弱，连续第三个月处于荣枯线以下。10月24日，标普全球公布数据显示，英国10月制造业 PMI 为 45.2，预期为 44.7，前值为 44.3，连续 15 个月处于荣枯线以下；服务业 PMI 为 49.2，预期和前值为 49.3。尽管劳动力市场有所降温，服务业的商业活动分项跌至去年 11 月以来新低，体现英国正陷入衰退。

图表17 欧元区10月制造业和服务业PMI双双走弱



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表18 英国10月服务业PMI走弱



资料来源：同花顺,平安证券研究所

2.3 日本：服务业PMI走弱

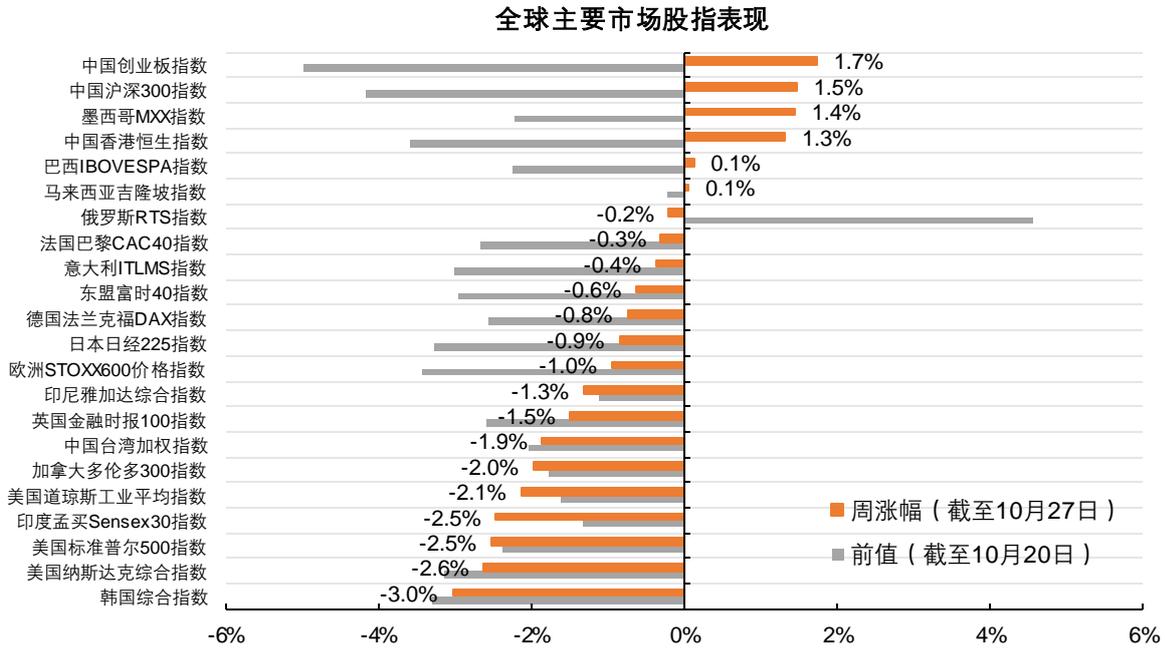
日本10月综合PMI跌至荣枯线以下，主因是服务业PMI大幅度走弱。10月24日，日本10月综合PMI为49.9，跌至荣枯线以下，前值为52.1，主因是服务业PMI大幅度走弱。10月服务业PMI为51.1，前值为53.8，其中商业活动和出口分项均走弱；制造业PMI持平于前值，并连续第五个月处于荣枯线以下。

三、全球大类资产

3.1 股市：美欧日股市下跌

近一周（截至10月27日），美欧日股市普遍承压。美股方面，纳斯达克综指、标普500指数和道琼斯工业指数整周分别下跌2.6%、2.5%和2.1%，均连续两周下跌。宏观层面，新近的通胀数据仍高企，同时以色列发动地面进攻，打压投资者风险投资偏好。微观层面，尽管微软财报表现向好，但谷歌三季度云业务超预期放缓，本周重挫近10%；受累于工人罢工导致生产线停工，福特三季度财报表现不佳，整周股价暴跌近15%；由于精炼业务不振、化学品供过于求，能源企业三季度盈利不及预期，埃克森美孚和雪佛龙整周分别下跌5%和14%。欧洲股市方面，欧洲STOXX600指数、德国DAX指数、法国CAC指数和英国金融时报100指数整周分别下跌1%、0.8%、0.3%和1.5%。10月欧英PMI数据均走弱，显示欧洲经济复苏疲软，欧洲股市股价承压。亚洲股市方面，日本日经225整周下跌0.9%。日本10年期国债收益率持续上行，于10月25日盘中曾高见0.88%，创2013年以来新高，令股价有所承压。

图表19 发达国家经济体股价普遍承压，美国三大股指跌幅在 2.1%–2.6%之间。

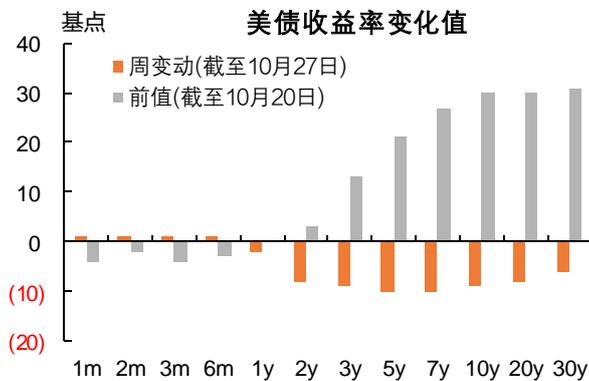


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 债市：美债利率再度升穿 5%

近一周（截至 10 月 27 日），中长期美债利率自高位回落，其中 10 年期美债利率曾再度升穿 5%。10 年期美债收益率曾于 10 月 23 日盘中高见 5.02%，创 2007 年以来新高；之后以色列发动地面进攻，10 年期美债收益率自高位回落，整周下跌 9BP 至 4.84%。其中 10 年 TIPS 利率（实际利率）整周下跌 4BP 至 2.42%，隐含通胀预期下跌 5BP 至 2.42%。截至本周，10 年与 2 年期美债利率倒挂幅度上升 1BP 至 15BP。美债利率本周受多方面驱动：一是，美国经济数据强劲，同时近期美联储官员表态偏“鹰”，对美债利率有所支持；二是，本周 5 年期美债竞拍金额上升 30 亿美元至 520 亿美元，但投标倍数下沉至 2.36，显示美债需求不振，竞拍利率上升至 4.9%，创 2007 年以来新高；三是，巴以冲突无缓和迹象，令投资者避险情绪升温。

图表20 中长期美债利率回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 10 年期名义、实际利率同步下跌

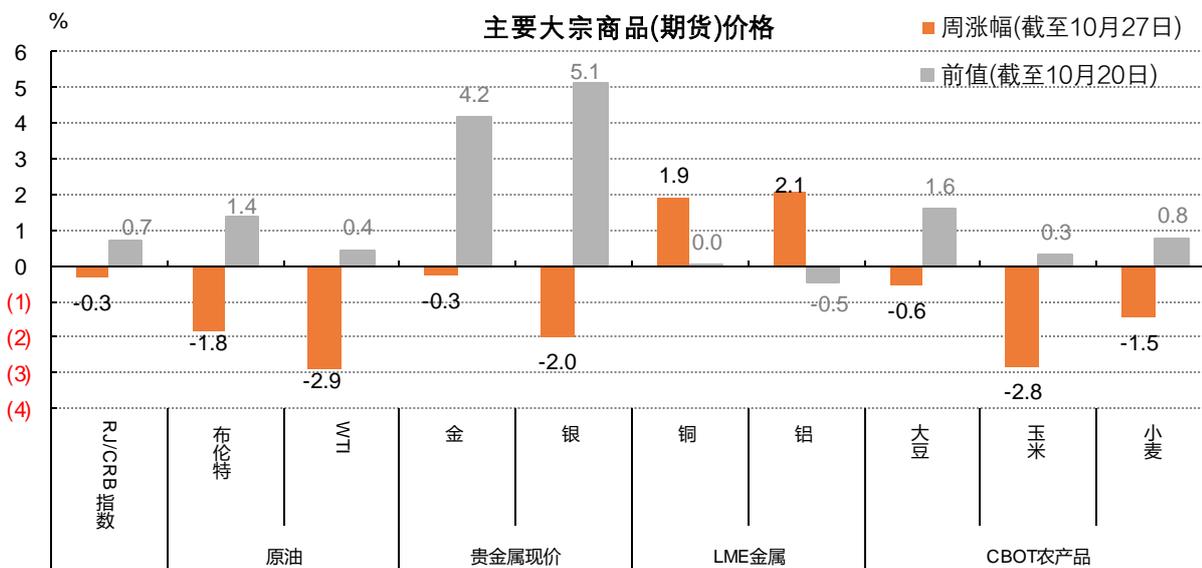


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 商品：油价回落

近一周（截至 10 月 27 日），除有色金属外，大部分商品价格下跌，其中油价回落、金价企稳。原油方面，布伦特油价整周下跌 1.8%，至 90.5 美元/桶；WTI 原油价格整周下跌 2.9%，至 85.5 美元/桶。本周影响油价的因素主要有两方面：美国原油需求走弱，EIA 公布数据显示，截至 10 月 20 日当周，原油库存超预期上升 137 万桶，预期上升 24 万桶，前值下降 449 万桶，令油价回落；地缘政治冲突无缓和迹象，且印巴、缅北和美国空袭叙利亚等事件增添新变数，令油价存在一定支持。贵金属方面，金价整周小幅下跌 0.3%，至 1982.9 美元/盎司，企稳 1980 美元/盎司大关；银价整周下跌 2%。金属方面，LME 铜和铝价整周分别上涨 1.9%和 2.1%。农产品方面，CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别下跌 0.6%、2.8%和 1.5%。

图表22 除有色金属外，大部分大宗商品价格下跌

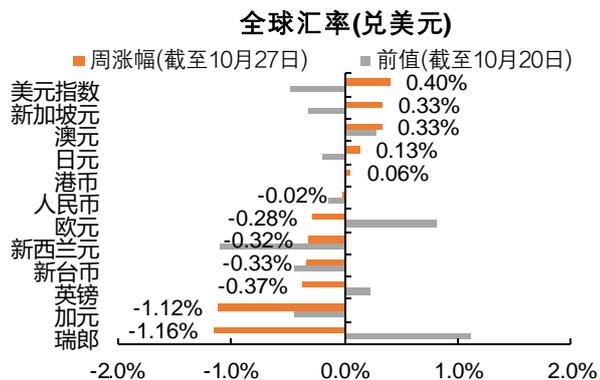


资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.4 外汇：日元曾跌破 150 关口

近一周（截至 10 月 27 日），美元指数整周上涨 0.4%，收至 106.58；日元升值，但曾跌破 150 关口；欧洲货币汇率偏弱。美国方面，美国经济呈现韧性，且地缘政治冲突未见缓和迹象，对美元汇率带来一定支持。欧元区方面，欧元兑美元整周下跌 0.28%。英国方面，英镑兑美元整周下跌 0.37%。欧元区和英国 PMI 均表现不佳，经济或难逃收缩的命运，令欧元和英镑汇率有所承压。日本方面，日元兑美元整周上升 0.13%，其中 10 月 26 日一度跌至 1 美元兑换 150.78 日元，创一年新低。日本央行陷入两难局面：既要保持低利率，以刺激经济和需求拉动的通胀；又要维持汇率稳定，防止输入性通胀侵蚀国内购买力，减缓国内复苏。

图表23 美日货币升值，欧洲货币贬值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 美元指数整周收至 106.58



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国金融风险超预期上升，美国经济超预期下行，美联储降息超预期提前等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层