

经济韧性好于预期： 美国三季度 GDP 数据点评

事件：

10月26日，美国商务部经济分析局（BEA）公布三季度美国GDP数据。初步核算，三季度实际GDP季调环比折年率4.9%，预期4.5%，前值2.1%；实际GDP同比2.9%，前值2.4%。

投资要点：

8月以来市场对美国Q3实际GDP同比的预期不断上修，但最终公布值仍高于预期且创下近两年最高增速，反映美国经济韧性依然较强。

分项上看，居民消费、投资、出口、政府部门消费和投资环比均边际提升，其中消费和投资中的库存变动项是三季度美国GDP最主要拉动项。消费回升尤为关键，受益于劳动力市场旺盛+资产端财富效应+宽财政贡献。

对于美联储而言，三季度GDP是其下周议息会议前最后一份重要数据。超预期的GDP数据显示美国经济韧性较强，抑制需求以管控通胀仍然是其主要目标，即使如市场所预期的暂停加息，但利率在更高位保持更长时间（higher for longer）的大方向在此次会议上大概率延续。

现阶段市场和美联储关注焦点仍在于美国经济走势，在学生贷款恢复、罢工及持续高利率的经济环境下，市场预期Q4开始美国经济可能大幅放缓。但在进一步的经济数据发出明确信号前，海外流动性或仍保持较大压力，拐点仍需等待。后续重点关注下周的议息会议结果及10月非农就业数据。

风险提示：一是美国经济数据大幅低于预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国政府关门风险等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《从历史视域看当下美国高利率》 — 2023.10.24
- 2、《欧美持续高利率影响展望》 — 2023.10.19
- 3、《美国就业市场正在趋于平衡——美国9月非农就业数据点评》 — 2023.10.08

正文目录

1 消费和存货带动下，三季度美国 GDP 数据超预期.....	3
2 美联储或仍偏谨慎，海外流动性拐点仍需等待信号	6
3 风险提示	6

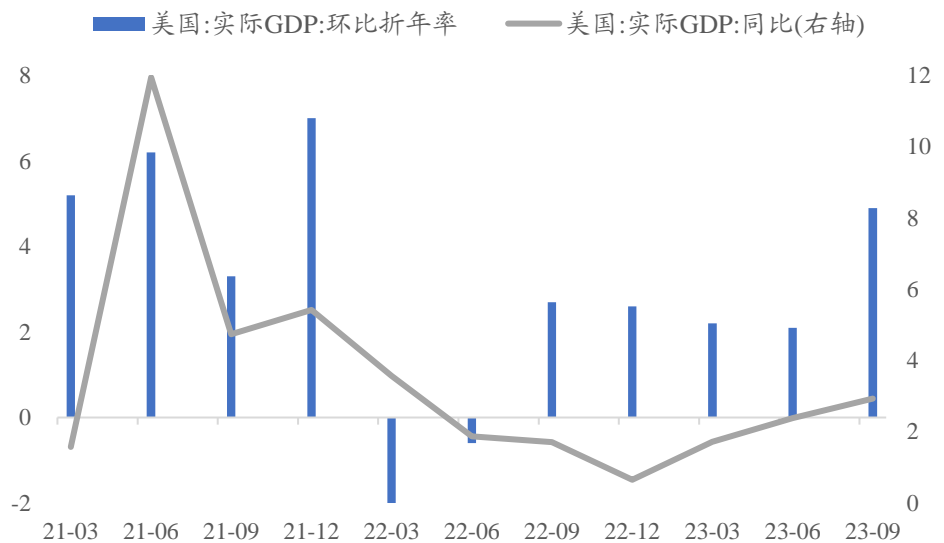
图表目录

图表 1：2023Q3 美国 GDP 环比折年率创 2022 年以来新高 (%)	3
图表 2：居民消费、投资、进出口、政府部门均环比提升	4
图表 3：消费和库存贡献明显	4
图表 4：美国失业率保持低位，职位空缺率边际提升	5
图表 5：股票和地产带动下，23H1 美国居民部门总资产增长 5%	5
图表 6：实际利率提升带动 10 年期美债突破 5%	6

1 消费和存货带动下，三季度美国 GDP 数据超预期

市场预期持续上修,但最终公布值仍超预期。美国 Q3 实际 GDP 环比折年率 4.9%，高于市场预期的 4.5%，创 2022 年以来新高；实际 GDP 同比 2.9%，创 2022H2 以来的新高。8 月以来市场对美国 Q3 实际 GDP 同比的预期不断上修（2.1%→2.6%），本月前期公布的 9 月零售、工业生产和 PMI 数据等也间接佐证，但最终公布值（2.9%）仍高于预期，反映美国经济韧性依然较强。

图表 1：2023Q3 美国 GDP 环比折年率创 2022 年以来新高（%）



来源：Wind、华福证券研究所

居民消费、投资、出口、政府部门消费和投资环比均边际提升。消费方面，私人部门消费环比折年率由 Q2 的 0.8% 提升至 4.0%，其中商品（0.5%→4.8%）和服务（1.0%→3.6%）均改善明显；投资方面；进出口方面，Q3 出口（-9.3%→6.2%）和进口（-7.6%→5.7%）环比均由负转正；政府部门消费和投资环比同样提升（3.3%→4.6%）。

图表 2：居民消费、投资、进出口、政府部门均环比提升

	季调环比折年率 (%)				
	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09
实际GDP	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7
私人部门消费	4.0	0.8	3.8	1.2	1.6
商品	4.8	0.5	5.1	0.0	-0.7
耐用品	7.6	-0.3	14.0	-1.0	0.9
非耐用品	3.3	0.9	0.5	0.5	-1.6
服务	3.6	1.0	3.1	1.8	2.8
私人部门投资	8.4	5.2	-9.0	3.4	-7.6
固定资产投资	0.8	5.2	3.1	-5.4	-4.3
建筑	1.6	16.1	30.3	6.5	-1.3
设备	-3.8	7.7	-4.1	-5.0	5.6
知识产权	2.6	2.7	3.8	6.1	7.1
住宅	3.9	-2.2	-5.3	-24.9	-26.4
商品和服务出口	6.2	-9.3	6.8	-3.5	16.2
商品和服务进口	5.7	-7.6	1.3	-4.3	-4.8
政府部门消费和投资	4.6	3.3	4.8	5.3	2.9
联邦政府	6.2	1.1	5.2	9.8	1.2
州和地方政府	3.7	4.7	4.6	2.8	3.8

来源：Wind、华福证券研究所

消费和库存变动是三季度美国 GDP 最主要拉动项。对三季度 4.9% 的 GDP 环比折年率进行拆分，私人部门消费、私人部门投资、净出口、政府部门消费和投资贡献率分别为 2.7%、1.5%、-0.1% 和 0.8%。其中，消费中商品和服务分别拉动 GDP 1.1% 和 1.6%，均环比提升，且服务项拉动更为明显；投资端，固投和存货变动分别拉动 0.2 和 1.3 个百分点，固投中住宅类投资边际回升 (-0.1%→0.2%)，建筑、设备、知识产权则均边际走弱；净出口拉动边际减弱，但不构成主要影响变量；政府部门拉动边际提升 (0.6%→0.8%)，年初以来的宽财政效应仍在凸显。

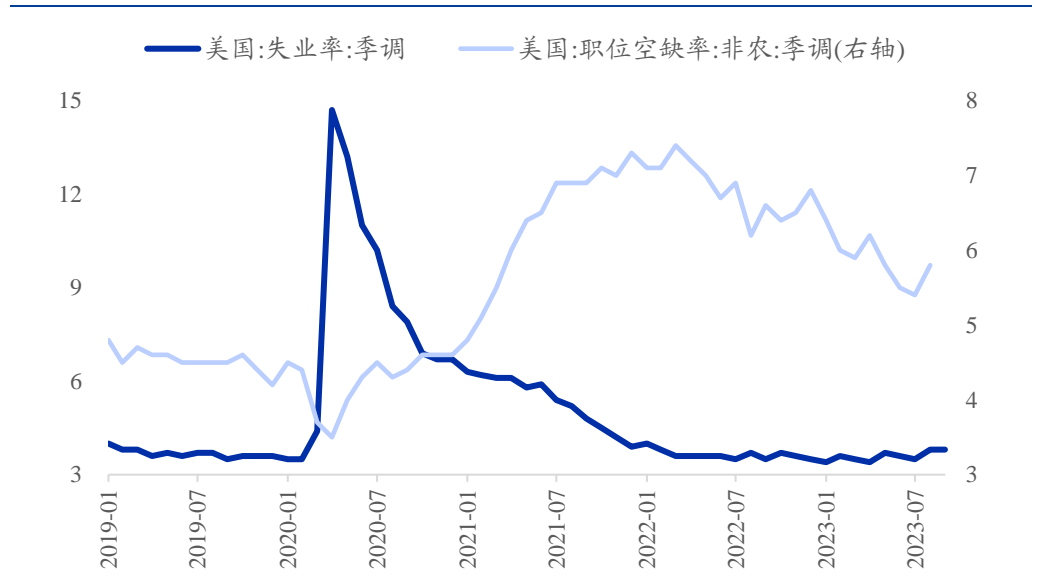
图表 3：消费和库存贡献明显 (%)

	GDP 贡献率				
	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09
实际GDP	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7
私人部门消费	2.7	0.6	2.5	0.8	1.1
商品	1.1	0.1	1.1	0.0	-0.2
耐用品	0.6	0.0	1.1	-0.1	0.1
非耐用品	0.5	0.1	0.1	0.1	-0.3
服务	1.6	0.4	1.4	0.8	1.2
私人部门投资	1.5	0.9	-1.7	0.6	-1.5
固定资产投资	0.2	0.9	0.5	-1.0	-0.8
建筑	0.1	0.5	0.8	0.2	0.0
设备	-0.2	0.4	-0.2	-0.3	0.3
知识产权	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
住宅	0.2	-0.1	-0.2	-1.2	-1.4
存货变动	1.3	0.0	-2.2	1.6	-0.7
商品和服务净出口	-0.1	0.0	0.6	0.3	2.6
出口	0.7	-1.1	0.8	-0.4	1.8
进口	-0.8	1.1	-0.2	0.7	0.8
政府部门消费和投资	0.8	0.6	0.8	0.9	0.5
联邦政府	0.4	0.1	0.3	0.6	0.1
州和地方政府	0.4	0.5	0.5	0.3	0.4

来源：Wind、华福证券研究所

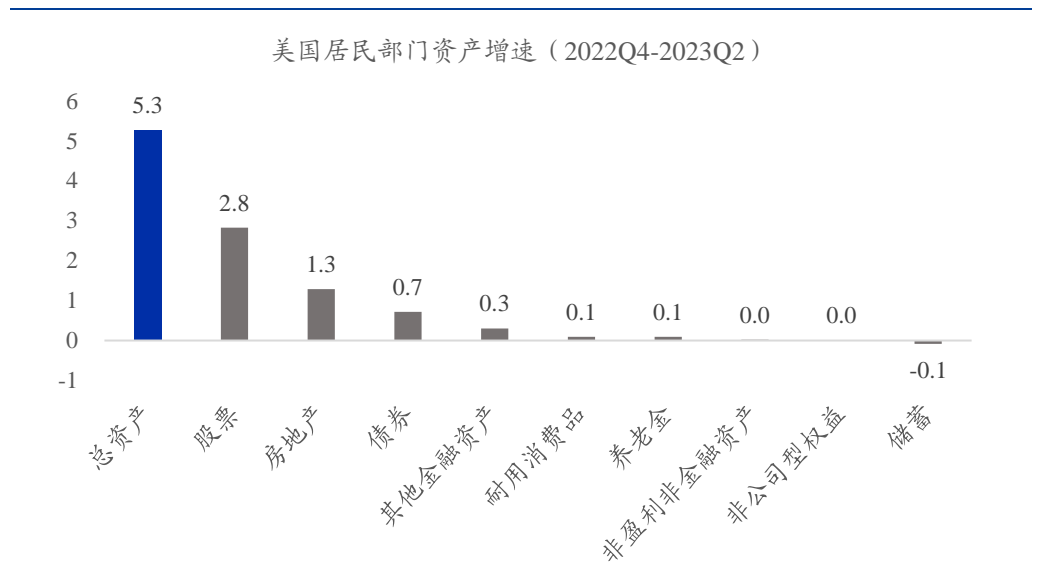
劳动力市场旺盛+资产端财富效应+宽财政贡献，美国消费回升明显，是 Q3 经济超预期主因。劳工统计局（BLS）的数据显示，截至 9 月美国失业率为 3.8%、仍在偏低水平，8 月职位空缺率边际回升（5.4%→5.8%）且高于疫情前水平（4.5%），表明美国劳动力市场仍相对旺盛，为居民消费提供支撑。与此同时，上半年美股和房地产价格边际回升，带动美国居民部门总资产提升 5.3%，其财富效应较大程度弥补了超额储蓄退坡下对消费的抑制作用。与此同时，尽管 2023 全年货币环境整体偏紧，但财政支出强度较高，对消费和总体经济带来刺激效果。

图表 4：美国失业率保持低位，职位空缺率边际提升（%）



来源：Wind、华福证券研究所

图表 5：股票和地产带动下，23H1 美国居民部门总资产仍在增长（%）

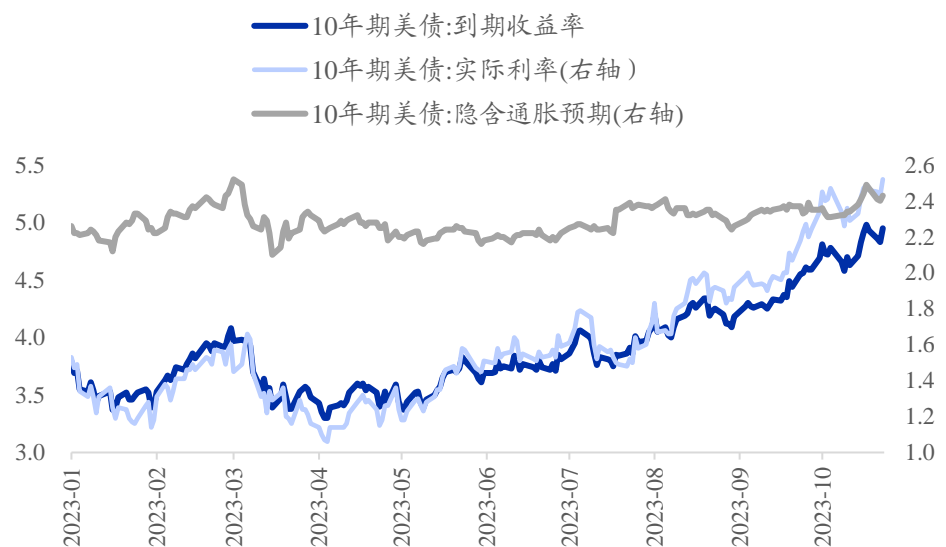


来源：美联储官网、华福证券研究所

2 美联储或仍偏谨慎，海外流动性拐点仍需等待信号

近期 10 年期美债利率攀升，除宽财政下美债供给扩大、期限溢价提升外，经济预期走高带动实际利率提升较为关键。按实际利率和通胀预期拆分看，通胀预期近期较为平稳，虽然巴以冲突导致油价提升，通胀预期提升的幅度不大（2.3%→2.4%），反之实际利率则由 8 月初的 1.6% 附近提升至 2.5%，其原因在于美国经济韧性持续超预期，彭博的美国经济衰退概率由 65% 降至 55%。超预期 Q3 GDP 数据公布后，10 年期美债利率意外下挫，或源于前期超预期零售、PMI 等数据公布后，债券市场调整已经较为充分。

图表 6：实际利率提升带动 10 年期美债破 5（%）



来源：Wind、华福证券研究所

美联储 11 月 FOMC 会议或偏谨慎，经济走势持续成为市场焦点，短期海外流动性压力仍大，拐点仍需等待。对于美联储而言，年内的第 7 次议息会议将于 10 月 31 日-11 月 1 日召开，因此三季度 GDP 是其最后一份关键数据。超预期的 GDP 数据显示美国经济韧性较强，抑制需求以管控通胀仍然是其主要目标，即使如市场所预期的暂停加息，但利率在更高位保持更长时间（higher for longer）的大方向在此次会议上大概率延续。而市场和美联储关注焦点仍在于美国经济走势，目前市场预期学生贷款恢复、罢工及持续高利率的经济环境下，Q4 开始美国经济可能大幅放缓。但在进一步的经济数据发出明确信号前，海外流动性或仍保持较大压力，拐点仍需等待。后续重点关注下周的议息会议结果及 10 月非农就业数据。

3 风险提示

一是美国经济数据大幅低于预期；二是高利率下美国金融风险提升；三是美国政府关门风险等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn