万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

美国内需强韧，AI 投资持续高增

——美国三季度 GDP 点评

2026 年 11 月 02 日

分析师: 于天旭
执业证书编号: S0270522110001
电话: 17717422697
邮箱: yutx@wlzq.com.cn
分析师: 刘俊言
执业证书编号: S0270526100001
电话: 13031136022
邮箱: liujy@wlzq.com.cn

投资要点:

- **事件:** 美国三季度实际 GDP 同比增速 2.1%，前值 2.2%；环比折年增速由 2.2%升至 3.4%。名义 GDP 同比 5.9%，前值 6.3%。
- **个人消费支出强韧，其中服务消费更强。**个人消费支出环比增速持平于 3.77%。商品消费环比增速由 4.6%的高位回落至 3%。耐用品中，汽车、家具增速均高位回落；非耐用品中，服装、食品饮料表现较好，能源由于高油价压制表现较差。服务消费环比增速由 3.4%升至 4.1%。住房和公用事业扭转近期颓势，环比增速升至 2.8%，为 25 年一季度后新高。
- **非住房投资强劲，AI 设备增长迅猛，下游软件和研发增速减缓。**非住房投资环比增长 12.7%，相比上季度的 9%进一步上升。**非住房建筑投资快速回升**，商业和医疗建筑投资快速增长，能源和通信建筑增速上升，制造业建筑跌幅收窄。**设备投资持续增长迅猛，**涵盖 AI 硬件的信息处理设备环比增速升至 37.3%，而前 4 个季度平均增速为 24.3%，其中计算机及外围设备在上季度负增后回升至 66.8%。**知识产权产品投资增速延续回落，**与 AI 产品相关的软件和 R&D 环比增速分别为 9.6%和 7.6%，均略低于前 4 季度平均增速。
- **住房投资持续承压。**三季度环比增速-3.4%，前值 2.8%。受到高息压制和区划政策限制，美国住房建设近年呈现持续向下趋势。鉴于近期美国长期利率水平仍处于高位，预计住房投资中期内继续承压，对经济增长形成拖累。
- **私人库存止跌回升，**从上季度的年化减少 634 亿转为增加 203 亿美元，对 GDP 环比增速拉动 1.61%，前值为-0.53%。库存转为增长主要来自批发业转为累库，或与贸易政策调整预期和圣诞节前商家备货相关，采矿业、制造业等上游产业库存继续减少，而零售业库存继续增加。本季度数据显示近期美国私人库存的连续减少告一段落。
- **出口总额下滑，AI 硬件推动进口快速增长。**三季度贸易逆差扩大，环比增幅 108.1%，前值 35.2%。出口增速由 5.0%降至-5.7%，进口增速由 12.6%升至 19.7%。净出口项目中，石油出口回落，环比-44.6%；旅游服务出口延续向下趋势；金融服务也趋于减少；包含 AI 服务的“计算机服务”环比-4.3%，连续第二个季度下滑。净进口项目中，AI 硬件相关项目总体表现强劲，其中计算机及外围部件、半导体环比增速分别为 75.4%、110.7%。

相关研究

美联储按兵不动，沟通略偏鸽派
采矿业为利润主要拉动，企业库存持续累积
财政支出有望继续提速

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

- **政府开支显著回升。**三季度政府开支环比 5.3%，前值-0.1%。增幅主要来自联邦政府开支快速增长，其中国防与非国防开支增速均较高，环比分别为 11.7%、22.2%。地方政府开支环比增速为 0，前值 1.2%。本季度为特朗普 2025 年上任以来政府开支增长最快的时期，打破了此前趋于下行的趋势，因波动幅度较大，持续性有待观察。

- **美国内需强韧，经济增长显性风险下降。**三季度表征私人部门需求的“国内最终私人销售”环比增速由 4.6%升至 4.9%，显示美国经济增长内生动能较强。其中，AI 投资增速进一步提高，支柱地位突显。近期数据调整后，储蓄率水平得到显著上修，预计中期内不再成为制约因素。此外，本季度私人库存变化、政府开支均扭转近期颓势，美国经济显性风险大幅下降，增长前景更为积极。参照欧元区在 6 月开启加息后经济仍整体维持韧性的情况，预计美国经济在短期内不会受到加息的明显压制。当前美国经济或面临来自金融市场波动的尾部风险。CoreWeave 等 Neocloud 厂商举债经营模式受到市场质疑；亚马逊、Alphabet、Meta 等科技巨头三季报自由现金流集体转负，AI 基建对外部融资依赖程度进一步上升。GDP 数据则显示与 AI 设备投资相比，AI 下游服务增势较弱，而 AI 投资持续扩张有赖于下游商业化顺利推进。

- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，海外需求回落幅度超预期，经济数据大幅修订。

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

正文目录

事件 **4**
1 个人消费支出强韧 **5**
2 国内私人投资 **5**
2.1 非住房投资强劲，住房投资持续承压 5
2.2 私人库存止跌回升 7
3 出口总额下滑，AI 硬件进口强劲 **7**
4 政府开支显著回升 **8**
5 总结与展望 **8**
6 风险提示 **9**

图表 1: 美国 GDP 主要分项（%） 4
图表 2: GDP 环比增速及各分项拉动：内需高增，净出口拖累 4
图表 3: 个人消费支出环比增速维持在高位 5
图表 4: 支出扩张快于收入，储蓄趋于减少（十亿美元） 5
图表 5: 设备快速增长，非住房建筑修复 6
图表 6: 各类非住房建筑同比增速趋于修复 6
图表 7: 工业设备增速抬头 6
图表 8: R&D 增速有所下滑 6
图表 9: 住房建设承压（千套，十亿美元） 6
图表 10: 高利率压制购房需求（%） 6
图表 11: 私人库存变化提振经济增长 7
图表 12: 实际私人库存止跌回升（十亿美元） 7
图表 13: 进口增速更高，贸易逆差扩大（十亿美元） 7
图表 14: 石油出口回落（十亿美元） 7
图表 15: 旅游服务出口持续下滑（十亿美元） 8
图表 16: AI 硬件进口强劲（十亿美元） 8
图表 17: 政府总体开支上升（十亿美元） 8
图表 18: 联邦政府开支回补（十亿美元） 8

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

事件

2026年三季度，美国实际GDP同比增长2.1%，前值2.2%；环比折年增速由2.2%升至3.4%，高于预期的3.2%。名义GDP同比增长5.9%，前值6.3%。（本文“环比增速”均指年化环比增速）

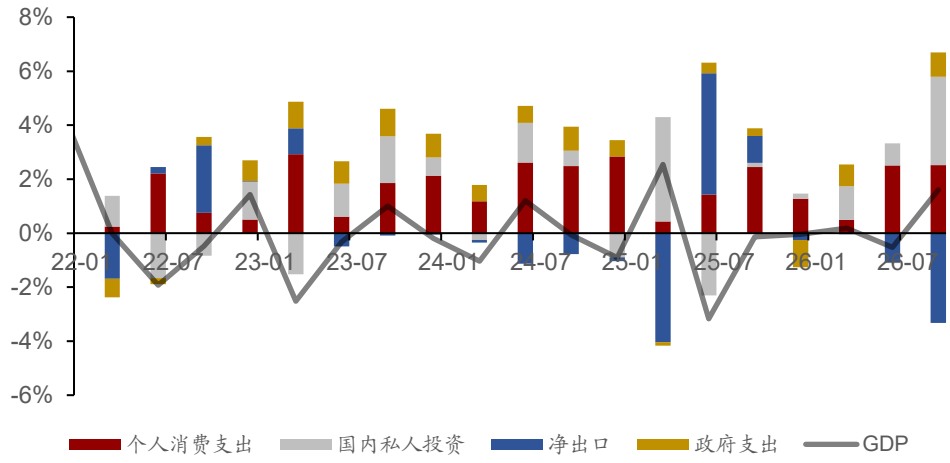
分项来看，个人消费支出对GDP环比增速的拉动为2.5%，国内私人投资拉动3.3%，净出口拉动-3.3%，政府开支拉动0.9%。

图表1：美国GDP主要分项（%）

美国2026Q3 GDP	本期占比	同比	前值	环比折年率	前值
GDP	100.0	2.1	2.2	3.4	2.2
个人消费支出	68.9	2.5	2.5	3.8	3.8
商品	23.4	2.3	2.3	3.0	4.5
耐用品	8.9	3.4	3.2	2.3	7.4
非耐用品	14.6	1.8	1.9	3.4	3.1
服务	45.5	2.6	2.6	4.1	3.4
国内私人投资	19.6	7.9	3.4	19.4	4.6
固定投资	19.3	6.1	4.1	9.4	7.7
非住宅	15.7	8.4	6.2	12.7	9.0
建筑	2.7	-3.6	-6.8	5.4	0.1
设备	6.8	14.1	11.1	20.9	13.4
知识产权产品	7.3	9.3	8.6	8.4	9.2
住宅	3.0	-2.5	-3.3	-3.4	2.8
私人存货变化	0.1	-144.2	79.6	--	--
净出口	-5.4	33.2	4.5	108.1	35.2
出口	11.3	2.0	5.8	-5.7	5.0
商品出口	7.4	4.4	8.2	-7.4	9.9
服务出口	3.8	-2.0	1.9	-2.6	-3.2
减：进口	-16.6	10.3	5.5	19.7	12.6
商品进口	-13.7	14.0	6.4	26.4	15.3
服务进口	-2.9	-2.7	1.9	-4.2	2.6
政府消费支出和投资总额	16.8	1.0	0.1	5.3	-0.1
联邦政府	6.3	1.4	-2.1	15.8	-2.4
国防	3.7	2.9	1.5	11.7	5.3
非国防	2.6	-0.7	-7.1	22.2	-12.7
州和地方政府	10.5	0.8	1.3	0.0	1.2

资料来源：iFind，万联证券研究所

图表2：GDP环比增速及各分项拉动：内需高增，净出口拖累



资料来源：iFind，万联证券研究所

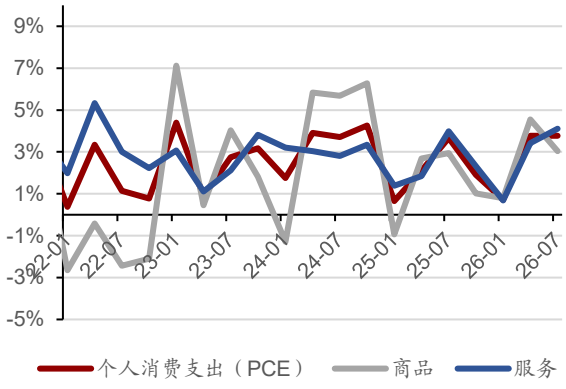
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

1 个人消费支出强韧

个人消费支出强韧，其中服务消费更强。三季度，个人消费支出环比增速持平于3.77%。**商品消费环比增速由4.6%的高位回落3.0%。**其中，耐用品环比增速2.3%，汽车、家具增速高位回落，未归类的“其它耐用品”增速较高；非耐用品环比增速3.4%，服装、食品饮料环比增速分别升至6.6%、2.2%，能源消费由于油价高企需求受到压制，环比减少3.2%。**服务消费环比增速由3.4%进一步升至4.1%。**其中，医疗保健、运输服务、餐饮和住宿服务环比增速高于服务消费整体，休闲服务、金融和保险服务增速低于整体，住房和公用事业分项扭转近期颓势，环比增速回升至2.8%，为25年一季度后新高。

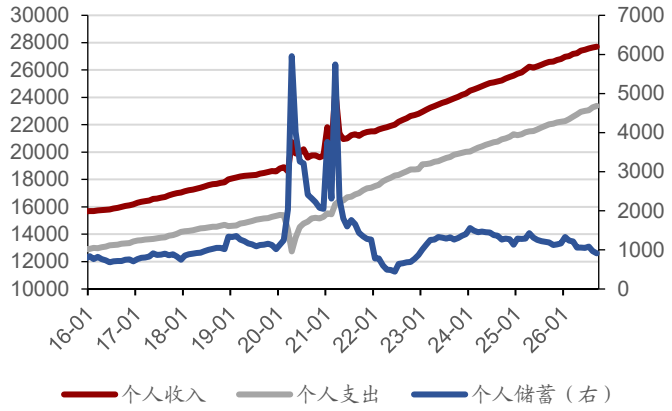
9月个人储蓄率降至3.8%，为2022年以来新低。值得注意的是，近期个人储蓄率数据受到显著上修，例如今年7月数据从2.7%上修到4.4%，主要原因是利息收入等个人收入向上修正。调整后，当前个人储蓄水平与历史相比情况有所好转，此前恶化程度被高估，但仍然显示个人支出增长快于收入，储蓄率下降的趋势。

图表3：个人消费支出环比增速维持在高位



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表4：支出扩张快于收入，储蓄趋于减少（十亿美元）



资料来源：iFind，万联证券研究所

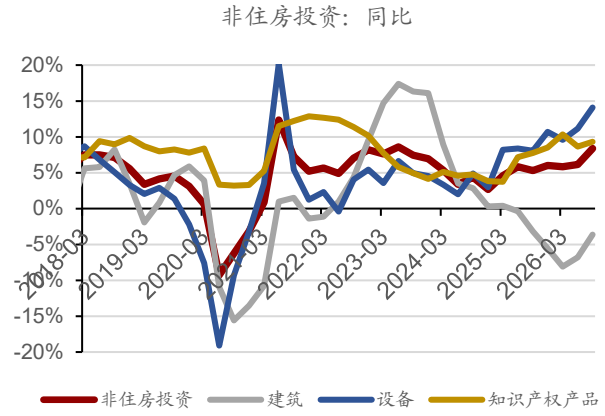
2 国内私人投资

2.1 非住房投资强劲，住房投资持续承压

非住房投资强劲，AI设备增长迅猛，下游服务增速减缓。三季度，非住房投资环比增长12.7%，相比上季度的9%进一步上升。**非住房建筑投资快速回升**，环比5.4%，前值0.1%，其中，商业和医疗建筑投资高速增长，环比达到15.2%，能源和通信建筑增速上升，制造业建筑跌幅收窄。**设备投资增长迅猛**，环比20.9%，前值13.4%。涵盖AI硬件的信息处理设备（information processing equipment）环比增速升至37.3%，而前4个季度平均增速为24.3%，其中计算机及外围设备在上季度负增后回升至66.8%。工业设备和交通设备环比增速分别为24.8%和-7.9%。**知识产权产品投资增速延续回落**，环比8.4%，前值9.2%，前4个季度平均增速8.7%。其中，与AI产品相关的软件和R&D环比增速分别为9.6%和7.6%，均略低于前4季度平均增速。

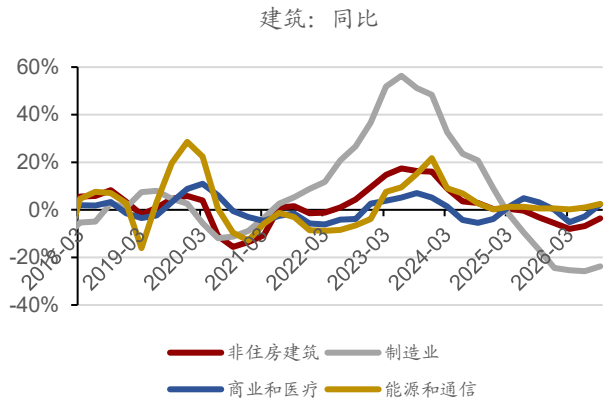
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

图表5：设备快速增长，非住房建筑修复



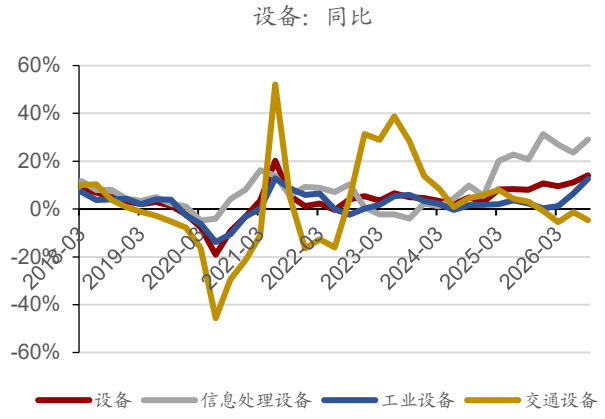
资料来源：iFind，万联证券研究所

图表6：各类非住房建筑同比增速趋于修复



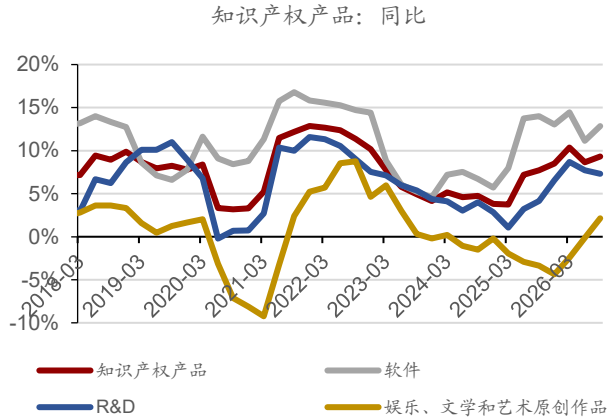
资料来源：iFind，万联证券研究所

图表7：工业设备增速抬头



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表8：R&D增速有所下滑



资料来源：iFind，万联证券研究所

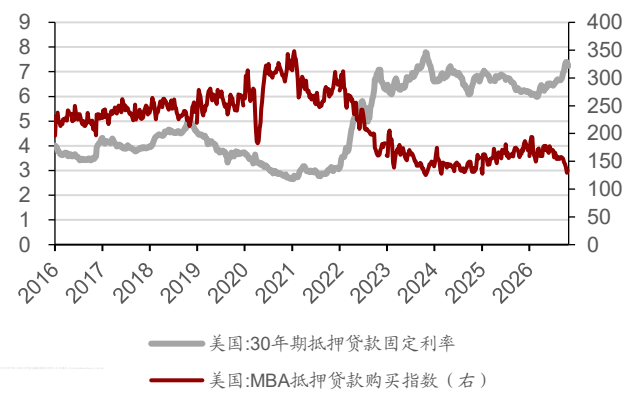
住房投资持续承压。住房投资三季度环比增速-3.4%，前值2.8%。受到高息环境压制和区划政策限制，美国住房建设近年呈现持续向下趋势，鉴于近期美国长期利率水平仍处于高位，预计住房投资中期内继续承压，对经济增长形成拖累。

图表9：住房建设承压（千套，十亿美元）



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表10：高利率压制购房需求（%）



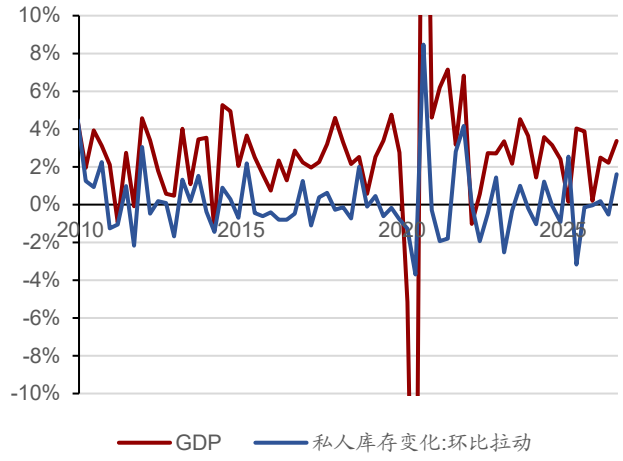
资料来源：iFind，万联证券研究所

万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

2.2 私人库存止跌回升

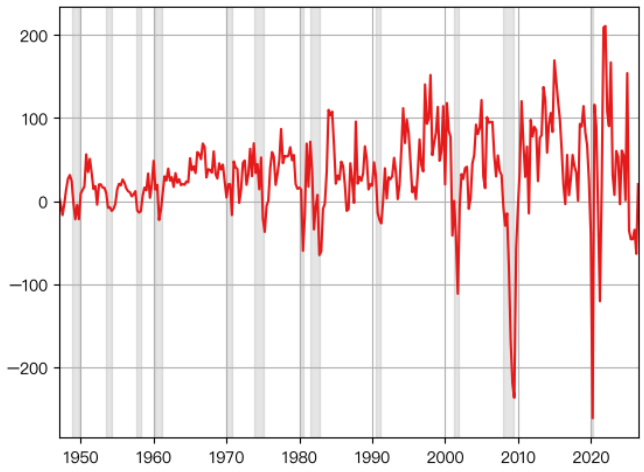
三季度实际私人库存转为正增长，从上季度的年化减少634亿转为增加203亿美元，对GDP环比增速拉动1.61%，前值为-0.53%。采矿业、制造业等上游产业库存减少，批发业库存转为增长，零售业库存延续正增长。本季度数据显示近期美国私人库存的连续减少告一段落，结构上主要由批发业累库所致，或与圣诞假期前商家备货相关，持续性有待观察。

图表11：私人库存变化提振经济增长



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表12：实际私人库存止跌回升（十亿美元）



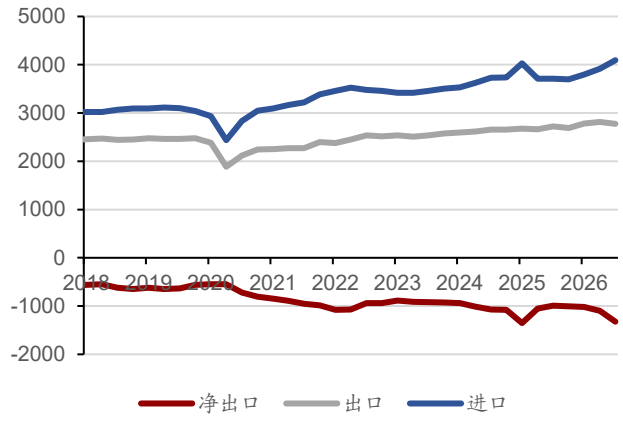
资料来源：FRED，万联证券研究所

注：灰色区域为NBER定义的美国衰退时期。

3 出口总额下滑，AI硬件进口强劲

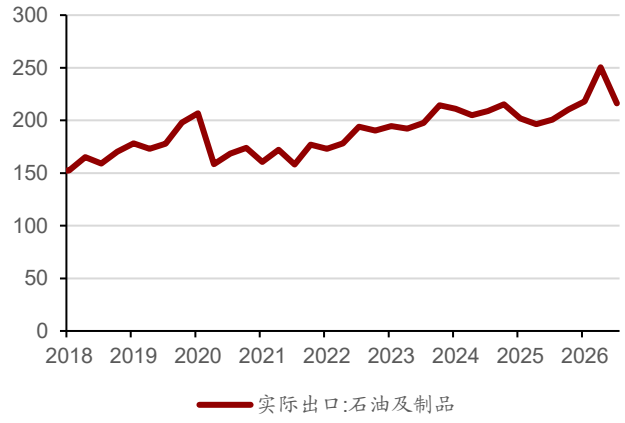
出口总额下滑，AI硬件推动进口快速增长。三季度贸易逆差扩大，环比增幅108.1%，前值35.2%。商品和服务出口环比增速由5.0%降至-5.7%，进口增速由12.6%升至19.7%。净出口项目中，石油出口回落，环比-44.6%；旅游服务出口呈现向下趋势，本季度继续下滑，环比-13.4%；金融服务也趋于减少，本季度环比-10%；包含AI服务的“计算机服务”环比-4.3%，连续第二个季度下滑。净进口项目中，AI硬件相关项目总体表现强劲，其中计算机及外围部件、半导体环比增速分别为75.4%、110.7%。

图表13：进口增速更高，贸易逆差扩大（十亿美元）



资料来源：iFind，万联证券研究所

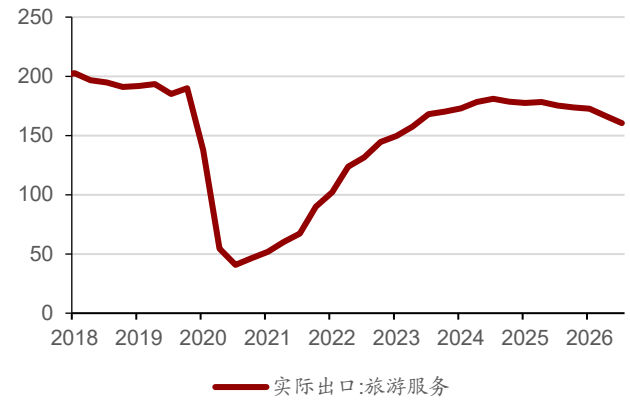
图表14：石油出口回落（十亿美元）



资料来源：FRED，万联证券研究所

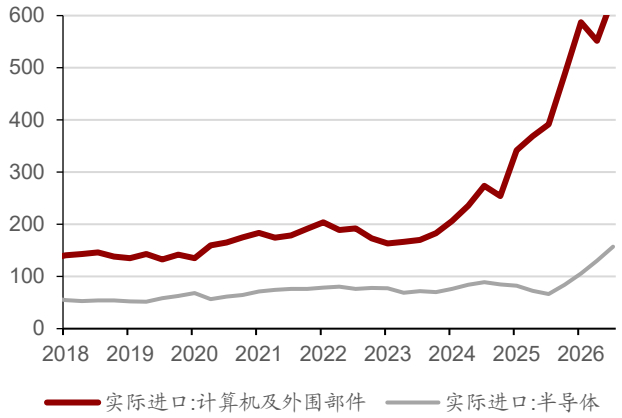
万联证券版权所有发送给上海东方财富金融数据服务有限公司.张嘉仪.ybjieshou@eastm

图表15：旅游服务出口持续下滑（十亿美元）



资料来源：FRED，万联证券研究所

图表16：AI硬件进口强劲（十亿美元）

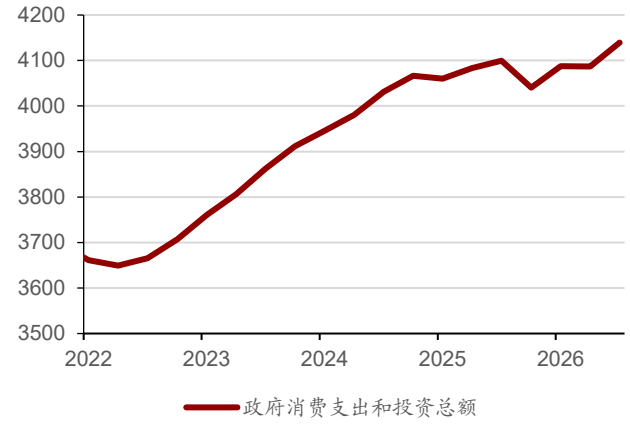


资料来源：BEA，万联证券研究所

4 政府开支显著回升

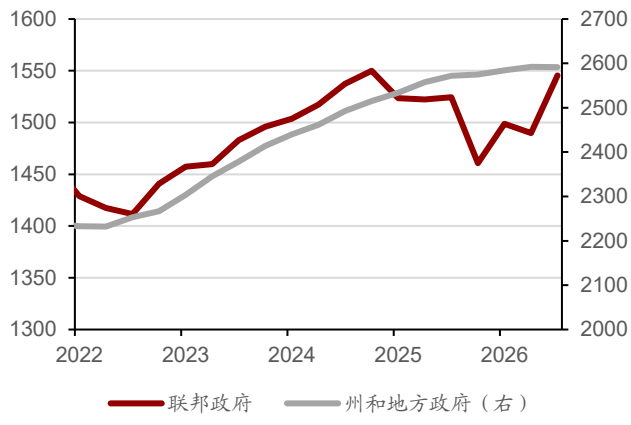
联邦政府开支快速回补，地方政府增长停滞。三季度政府开支环比5.3%，前值-0.1%。增幅主要来自联邦政府开支快速增长，其中国防与非国防开支增速均较高，环比分别为11.7%、22.2%。地方政府开支环比增速为0，前值1.2%。本季度为特朗普2025年上任以来政府开支增长最快的时期，打破了此前趋于下行的趋势，因波动幅度较大，持续性有待观察。

图表17：政府总体开支上升（十亿美元）



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表18：联邦政府开支回补（十亿美元）



资料来源：iFind，万联证券研究所

5 总结与展望

美国内需强韧，经济增长显性风险下降。三季度表征私人部门需求的“国内最终私人销售”环比增速由4.6%升至4.9%，显示美国经济增长内生动能较强。其中，AI投资增速进一步提高，支柱地位突显。近期数据调整后，储蓄率水平得到显著上修，预计中期内不再成为制约因素。此外，本季度私人库存变化、政府开支均扭转近期颓势，美国经济显性风险大幅下降，增长前景更为积极。参照欧元区在6月开启加息后经济仍整体维持韧性的情况，预计美国经济在短期内不会受到加息的明显压制。

当前美国经济或面临来自金融市场波动的尾部风险。CoreWeave等Neocloud厂商举债经营模式受到市场质疑；亚马逊、Alphabet、Meta等科技巨头三季报自由现金流集体转负，AI基建对外部融资依赖程度进一步上升。GDP数据则显示与AI设备投资相比，

AI下游服务增势较弱，而AI投资持续扩张有赖于下游商业化顺利推进。

6 风险提示

地缘政治风险发展超预期，海外需求回落幅度超预期，经济数据大幅修订。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场