

美国三季度 GDP 超预期，但“K”型复苏仍将持续

主要结论：

一、美国三季度 GDP 超预期，“K”型复苏仍将持续

■ 美国三季度 GDP 增速高于预期。其中，私人消费支出的分项中，服务消费贡献较高；国内私人投资的分项中，固定资产投资和存货贡献明显；从政府开支和投资总额来看，联邦政府开支和投资对 GDP 的贡献度下行；从商品和服务净出口来看，其对 GDP 贡献度有所回落。

当前“K”型的复苏下的冰火两重天会进一步凸显本轮美国经济复苏的脆弱性和艰难，引发的结构性转变可能会导致重大的部门资源再分配，并伴随着更多企业倒闭和结构性失业。

- 从企业角度来看，传统实体经济和新兴产业以及金融市场的表现分化较大。整体来看，科技和金融行业出现强劲反弹，但当前实体经济行业复苏未见明显复苏迹象。
- 从就业角度来看，劳动力市场不同部门复苏分化。整体来看，劳动力市场不平衡加剧种族问题，永久性失业率将会进一步上行，这意味着在追求种族公平的背景下如何解决永久性失业问题是美国经济面临的重大挑战。
- 从消费角度来看，可支配收入分配的差距引发了消费之间的分歧。剪刀差体现在资本快速向一端汇集，富人受益于低利率带来的上市公司盈利迅速恢复，中低收入人群没有在金融市场上获得额外的收入，对消费呈下行压力。
- 未来看，宏观经济中脆弱部门的相关溢出效应可能会导致美国经济长期低迷。服务业完全恢复仍有一定的距离、政府支出明显减少以及美国第三轮疫情仍在攀升中，预计 2020 年四季度的 GDP 增长速度将显著放缓。

二、德国 IFO 商业景气指数和美国耐用品制造业新订单回落，美国个人消费支出和收入回升

1. 德国 10 月 IFO 商业景气指数低于前值和预期：受疫情二次爆发影响，IFO 商业指数对未来几个月情况显示悲观。
2. 美国 9 月耐用品制造业新订单增速放缓但高于预期：新订单连续 5 个月上升。
3. 美国 9 月 PCE 物价指数低于预期、但个人收入高于前值：业主收入，员工薪酬和个人租金收入均有所提振。

三、本周重点关注美国大选、美联储公布利率决议和美国 10 月劳动力市场指数

- 财经事件：美国大选和美联储公布利率决议。
- 财经数据：美国 9 月工厂订单月率(%)、美国 10 月 ADP 就业人数、美国 10 月非农就业人口变动季调后。

风险提示：

疫情二次爆发，全球经济的不确定性上行；中美冲突进一步加剧，对全球需求和经济产生较大的影响；美国大选的临近，可能会加剧风险资产的波动。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

yangyifan@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美国三季度 GDP 超预期，但“K”型复苏仍将持续

美国商务部 10 月 29 日公布的数据显示，2020 年三季度美国国内生产总值（GDP）环比折年率增长 33.1%，创下 1947 年有记录以来的最高增幅，高于预期的 32%，并大幅高于前值的-31.4%。

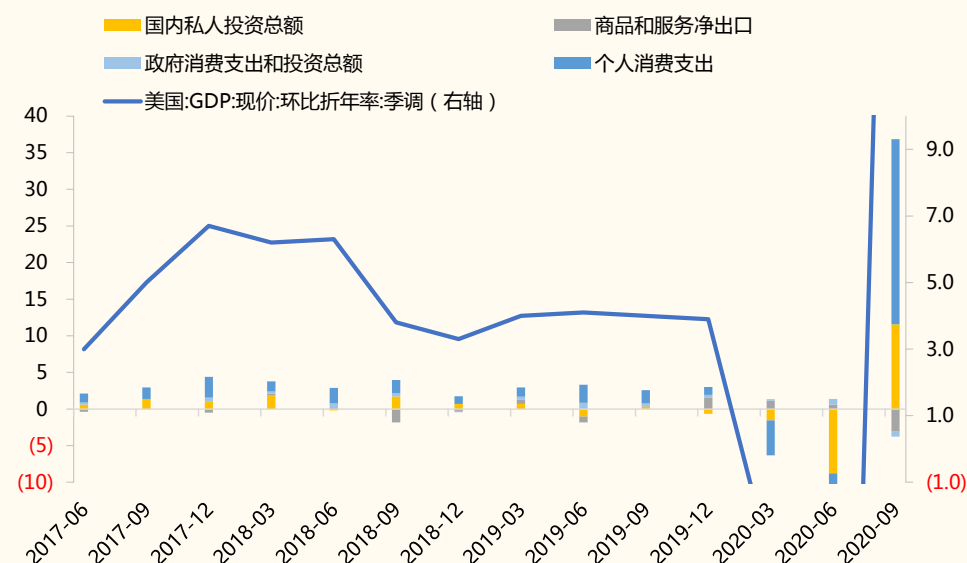
私人消费支出的分项中，服务消费贡献较高。数据显示，美国第三季度私人消费支出对 GDP 环比拉动率增长至 25.27%，高于前值-24.01%。从私人消费支出的分项数据显示，私人商品消费对 GDP 环比拉动率为 9.24%，高于前值 -2.06%；服务消费对 GDP 环比拉动率为 16.04%，高于前值-21.95%；耐用品消费对 GDP 环比拉动率为 5.18%，高于前值 0.00%；非耐用品消费对 GDP 环比拉动率为 4.06%，高于前值-2.05%。

国内私人投资的分项中，固定资产投资和存货贡献明显。美国第三季度国内私人投资对 GDP 环比拉动为 11.58%，高于前值-8.77%。从私人投资的分项数据来看，固定资产投资对 GDP 环比拉动率为 4.96%，高于前值-5.27%；存货对 GDP 环比拉动率为 6.62%，高于前值-3.50%。固定资产投资中的住宅投资对 GDP 环比拉动率为 2.09%，高于前值-1.60%；非住宅投资对 GDP 环比拉动率为 2.88%，前值-3.67%。非住宅投资中的设备投资对 GDP 环比拉动率为 3.34%，高于前值-2.03%；建筑投资对 GDP 环比拉动率为-0.43%，高于前值-1.11%，知识产权对 GDP 的环比拉动率为-0.03%，高于前值-0.53%。

政府开支和投资总额来看，联邦政府开支和投资对 GDP 的贡献度下行。美国第三季度政府开支和投资总额对 GDP 环比拉动率下行至-0.68%，低于前值 0.77%。从分项数据看，联邦政府开支和投资对 GDP 环比拉动率为-0.37%，低于前值 1.17%，州和地方政府开支对 GDP 环比拉动率为-0.30%，高于前值-0.40%。国防开支对 GDP 环比拉动率为 0.17%，低于前值 0.18%，非国防开支对 GDP 环比拉动率下行至 0.55%，低于前值 0.98%。

商品和服务净出口来看，商品净出口对 GDP 贡献度有所回落。美国三季度商品和服务净出口对 GDP 环比拉动率下降至-3.09%，低于前值-0.62%。从出口方面来看，商品和服务出口对 GDP 环比拉动率为 4.90%，高于前值-9.51%，其中商品出口环比拉动增加明显，服务出口对 GDP 环比拉动率由负转正，商品出口对 GDP 环比拉动率由负转正至 4.88%，高于前值-6.56%，服务出口对 GDP 环比拉动率为 0.02%，高于前值-2.95%。从进口方面来看，商品和服务进口严重拖累 GDP 增长，商品和服务进口对 GDP 环比拉动率为-7.99%，低于前值 10.13%，其中商品进口对 GDP 环比拉动率为-7.55%，低于前值 7.32%，服务进口对 GDP 环比拉动率由正转负至-0.43%，低于前值 2.80%。

图表 1：私人消费和投资分项对 GDP 拉动上行，商品和服务净出口和政府开支对 GDP 拉动回落

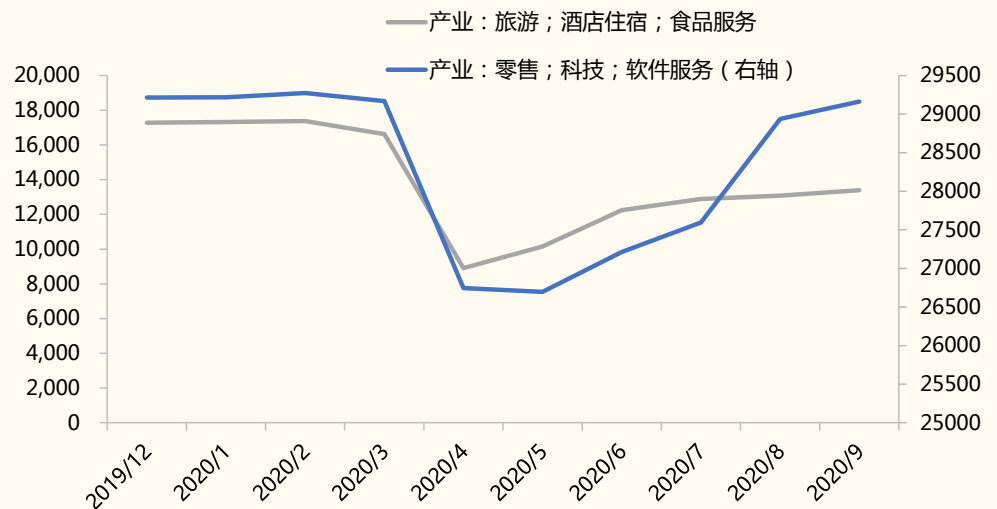


来源：Wind，国金证券研究所

整体来看，疫情后，美国大规模的财政刺激和货币宽松，对冲了经济活动急剧收缩对家庭和企业的影响。虽然部分经济数据大幅反弹，但整体活动仍然远低于疫情前的水平，当前美国摆脱经济衰退还有很长的距离。另外，当前美国的K型复苏背景下（K型复苏主要的特点为经济大幅衰退后，不同部门的复苏程度相差较大，甚至呈两极分化的趋势），美国经济的结构性转变可能会导致重大的部门资源再分配，并伴随着更多企业倒闭和结构性失业。

从企业角度来看，传统实体经济和新兴产业以及金融市场的表现分化较大。整体来看，科技和金融行业出现强劲反弹，但当前实体经济行业复苏未见明显复苏迹象。一方面，新冠疫情的蔓延令部分民众选择在家远程办公，利好软件服务公司、互联网零售商和在线媒体等行业，当前这些行业增长已经超过疫情前的水平；并且由于利润的大幅增长，对美国的投资分项起到了一定的支持，并推动美股不断回升。但另一方面，对于旅行、娱乐、休闲、酒店和餐饮服务行业中的公司来说，即使在5月重启经济，但仍然存在一定的社会隔离和公共卫生限制措施，导致这些行业的经济恢复景气程度保持低迷。

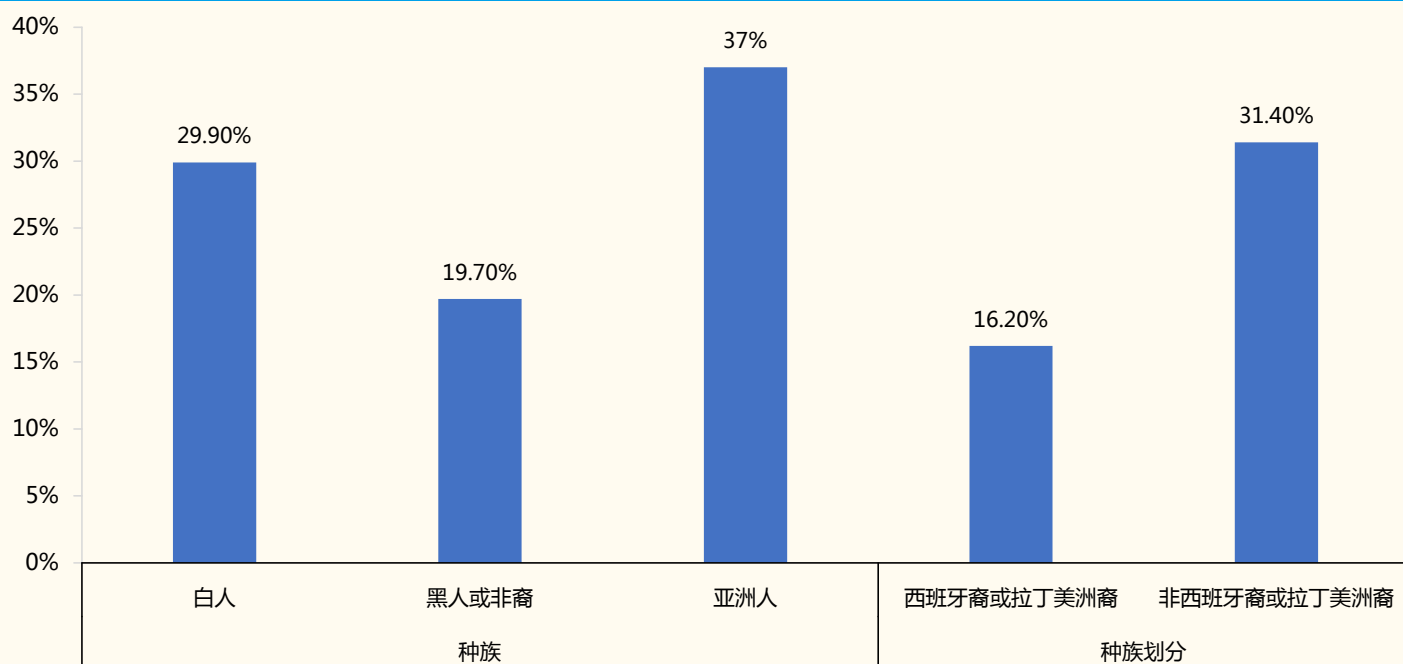
图表 2：科技领域就业复苏程度好于休闲娱乐行业



来源：美国劳工部，国金证券研究所

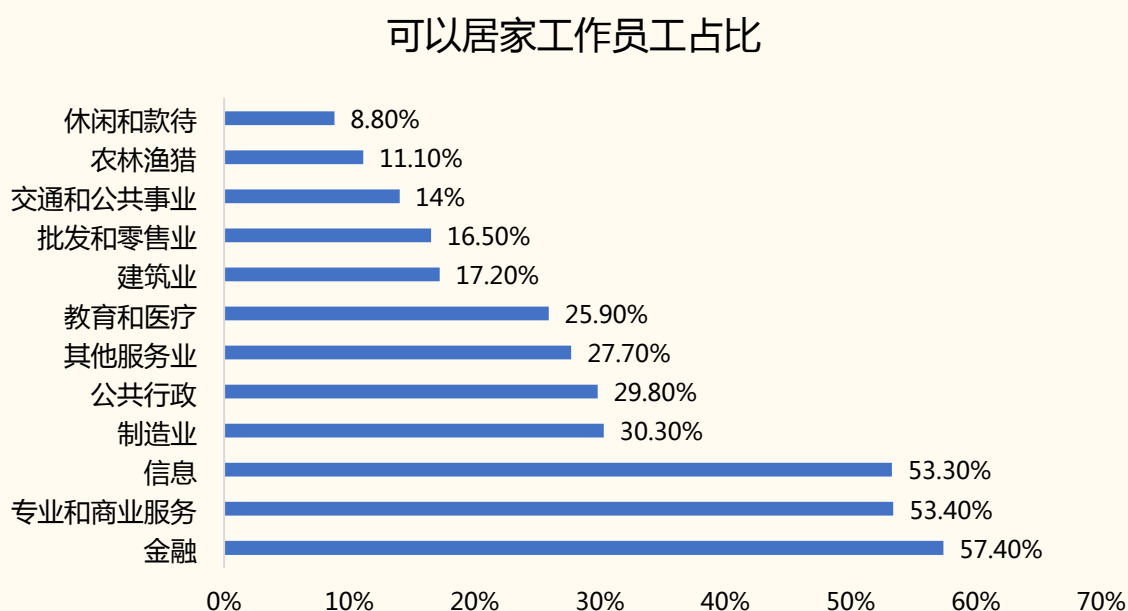
从就业角度来看，劳动力市场不同部门复苏分化。首先，从种族来看，由于种族的不同，能够在家办公的机会也存在着一定的差异。根据劳工部公布的数据显示，在家工作占比最高的是亚裔，为 37%；其次是白人，占比为 29.9%；最低的则是非裔，为 19.7%。其次，从行业分类来看，能够在家办公占比最高的行业为金融活动为 57.4%；其次为专业和商业服务，占比为 53.4%；第三位信息行业，占比为 53.3%；休闲和招待类行业占比最低为 8.8%。其结果就导致了虽然金融服务业劳动力市场已经恢复到疫情前 94%左右的水平，但休闲和娱乐仅带回了 74%的劳动力。全美餐馆协会警告，如果缺乏进一步财政援助，到今年年底全美约 85%的独立餐馆和酒吧将被迫永久歇业，1100 万个就业岗位将受到波及，而在餐饮和休闲娱乐行业的非裔和西班牙裔占比较大，种族不平等问题存在被放大的危险。我们需要注意的是劳动力市场是滞后指标，除非经济所有部门均出现趋同的好转，不然存在的结构性问题在很长一段时间内仍然会对劳动力市场形成压制，永久失业率可能会出现短期触底反弹的现象，在追求种族公平的背景下如何解决永久性失业问题将是美国经济面临的重大挑战。

图表 3：2017-2018 年白人和亚洲人在家办公占比远高于非洲裔



来源：美国劳工部，国金证券研究所

图表 4：不同行业能够在居家工作的占比

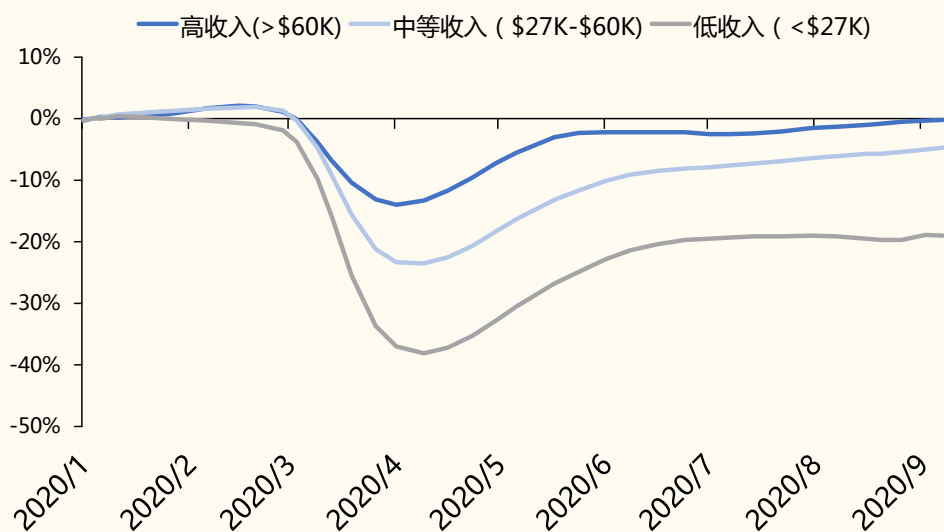


来源：美国劳工部，国金证券研究所

从消费角度来看，可支配收入分配的差距引发了消费之间的分歧。首先，这种剪刀差体现在资本快速向一端汇集，疫情对中小企业的冲击远大于大型上市公司，富人受益于低利率带来的上市公司盈利迅速恢复，但中低收入人群不仅没有在金融市场上获得额外的收入，劳动力市场给这类人群造成也成了较持久的打击。从 Opportunity Insights 公布的数据显示，截至 10 月 29 日，工资处于 1/4

底部的工人 (<\$27K) 的就业率较 1 月下降了 19.9%，相比之下，工资处于高部区域的工人 (>\$60K) 的就业率已经持平于 1 月的水平了。其次，美国国家经济研究局(National Bureau of Economic Research) 在 8 月发布了一份报告《How did consumers use their stimulus payments》，该研究分析了居民对收到的 1200 美元刺激支票(加上每个孩子 500 美元)的反馈，就调查结果显示，近 40%左右的受访者表示他们并没有用于消费，而是转向存款和还款债务，30%的受访者表示花费在耐用消费品、食品、医疗用品和其他消费品，剩下 30%的受访者表示既有储蓄也有消费，证实了可支配收入分配的差距导致疫情后消费对整体经济的作用有限。

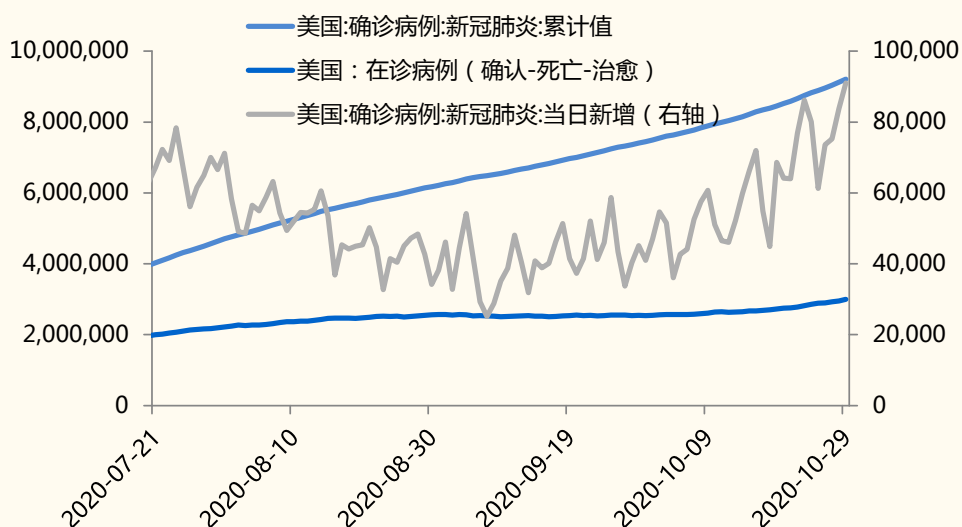
图表 5：高收入人群就业率高于低收入就业人群



来源：Opportunity Insights, 国金证券研究所

未来看，宏观经济中脆弱部门的相关溢出效应可能会导致美国经济长期低迷。首先，在 7 月至 9 月之间，消费者支出的大幅增长，尤其是在医疗保健，食品服务和住宿以及汽车上的支出，推动了经济的增长，但服务支出仍远低于疫情前的高位，使得实体空心化的经济难以依靠服务业进一步复苏。其次，联邦，州和地方政府的支出在三季度明显减少了，导致个人收入在第二季度增加了 1.45 万亿美元之后，在第三季度减少了 5,410 亿美元，数百万人仍处于失业状态，随着第一轮的刺激措施的影响减弱和第二轮财政刺激仍然僵持不下的背景下，经济复苏的拉锯战将被拉长。第三，复苏仍然面临因 COVID-19 病例数激增而带来的风险，美国第三波疫情仍然在持续攀升，且每日新增病例已经超过了第二波的高点，虽然目前死亡率仍然处于低位以及医疗资源也未出现类似于疫情初期的挤兑情况，但是不排除美国未来会出现局部封锁的措施，对整体复苏形成打击，预计 2020 年四季度的美国 GDP 增长速度将再度放缓。

图表 6：美国第三波疫情仍在持续攀升



来源：Wind，国金证券研究所

二、德国 IFO 商业景气指数和美国耐用品制造业新订单回落，美国个人消费支出和收入回升

1. 德国 10 月 IFO 商业景气指数低于前值和预期

根据德国 IFO 经济调查机构 10 月 26 日发布的数据显示，德国 10 月商业景气指数为 92.7，低于前值 93.2，也低于预测值 92.9；10 月商业现况指数 90.3，高于前值 89.2 和预测值 88.6；10 月商业预期指数下降到 95，低于前值 97.4，和预测值 97.6。

受疫情二次爆发影响，IFO 商业指数对未来几个月情况显示悲观。IFO 商业景气指数 10 月下跌到 92.7，是连续 5 次上涨后的首次下跌；商业现况指数自 6 月以来平稳回升，达到 90.3，但和疫情前相比依然有差距，且本月增幅下降；商业预期指数自 5 月以来连续 5 个月回升后首次下降。制造业方面，商业景气指数自 2019 年 6 月以来首次回到正值区间，商业现状指数继续边际回升，且三季度产能利用率从 75.3 提高到 79.8，更多的公司对现状感到满意，但对未来的情况并不乐观，预期指数从 6.1 下降到 1.1。服务业方面，商业环境明显恶化，景

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1698

