

净出口与服务消费支撑，衰退信号仍在闪烁

20221028

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

- **美国三季度 GDP 初值略超预期** 10 月 27 日，美国三季度 GDP 初值公布，环比折年率为 2.6%，高于 2.4% 的市场预期，同比折年增速为 1.77%；而第一和第二季度修正后的环比折年率分别为-1.6%和-0.6%。仅从数字上来看，结合表现强劲的劳动市场，美国在三季度摆脱了“技术性衰退”，但未来陷入衰退的隐忧不减。
- **上行动力主要来源于出口与服务消费** 服务成为消费的压舱石，环比增速从二季度的 2.0% 下行至 1.4%，独自拉动 GDP 上行 1.24%，是出口之后最重要的增长因素。消费的韧性与通胀是一体的，如果美联储要压低通胀至 2%，消费在四季度和 2023 年需要大幅萎缩，因此美国陷入衰退概率仍然较大。出口走强而进口持续放缓，出口环比增长 14.4%，进口下行 6.9%，净出口拉动 GDP 增长 2.77 个百分点。美国贸易由于欧洲陷入能源危机以及内需走弱，商品类呈现出口强、进口弱的特点。商品出口中工业产品，特别是石油及相关制品和其他非耐用品的表现较好，美国仍在从欧洲对能源的刚性需求中获利。
- **工业投资尚可，地产投资加速下行** 固定资产投资下滑 4.9%，非住宅类投资上行 3.7%，工业投资有所加速。美联储猛烈紧缩下，美国 30 年房贷利率 10 月末高达 7.08%，货币供应收缩，新房库销比处于历史高位，因此地产市场仍会继续萎缩，房价也终将下行。
- **美联储仍有加息理由，但利率终值难超 5%** 美联储在 11 月 FOMC 会议上加息 50bps 基本已经确定，未来两个月的 CPI 核心通胀走势将影响 12 月美联储在 50 与 75bps 之间的抉择，但加息节奏在 2023 年势必放缓，终值在 2023 年一季度就有望到来：一方面，美联储也十分清楚货币政策的滞后效应，通胀在 2023 将继续回落。另一方面，美国居民超额储蓄已经耗尽，利率和房价的预期下行都将限制加杠杆消费的能力，进而通过服务消费的下滑带动劳动市场走弱。但也需要注意，当前的经济数据仍不支持美联储在 2023 年上半年进行降息，利率在加息见顶后仍将高位保持，对经济和上市公司盈利的压力会持续。
- **美元指数磨顶，长债价值开始显现，股市短期有反弹但难反转** 在加息终值难以显著提升的背景下，美元指数的顶部位置可能已经浮现，可以开始关注对美元变动最敏感的日元；美股尚未迎来盈利底部，信用与流动性风险定价不充分，在加息放缓至见顶的过程中可能有反弹，但难以反转；美国长债的配置价值在衰退接近下逐渐显现，但市场在高敏感度下波动较大，等待加息终值来临后配置更为稳妥。

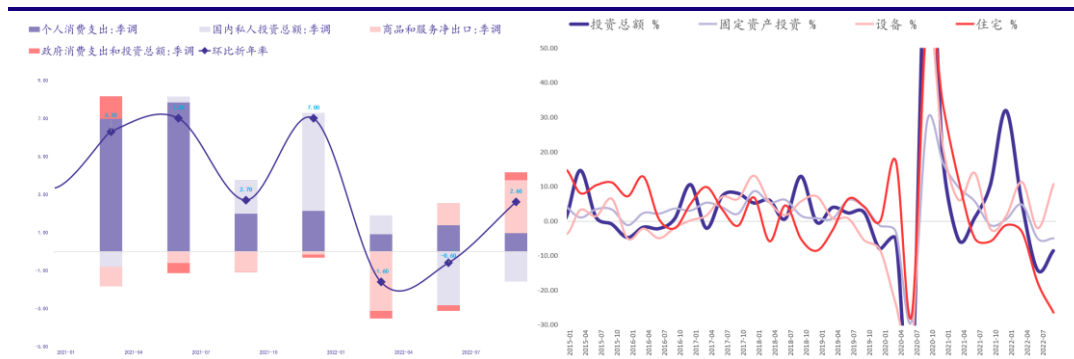
主要风险：重要经济体增速超预期下行，市场出现严重流动性危机

10月27日，美国三季度GDP初值公布，环比折年率为2.6%，高于2.4%的市场预期，同比折年增速为1.77%；而第一和第二季度修正后的环比折年率分别为-1.6%和-0.6%。仅从数字上来看，结合表现强劲的劳动市场，美国在三季度摆脱了“技术性衰退”，但增长主要依靠服务消费和净出口带动，设备与知识产权类投资和政府支出也有一定贡献，在利率继续上行的环境下难言乐观。将2022年初定基为1，前三季度美国GDP增长约0.088%，在高利率持续打击以房地产为首的总投资、美联储致力于遏制推升通胀的消费的情况下，美国在2023下半年滑入衰退的概率依然较高，近期指标性的3月与10年期国债收益率也已倒挂。

服务消费在短期对通胀仍有支撑，因此美联储加息节奏还是取决于核心通胀的表现；在通胀不再明显超预期预期的情况下，美联储在11月加息75bps后有望在12月放缓幅度至50bps，利率顶端应在5%以内。在加息终值难以显著提升的背景下，美元指数的顶部位置可能已经浮现，可以开始关注对美元变动最敏感的日元；美股尚未迎来盈利底部，信用与流动性风险定价不充分，在加息放缓至见顶的过程中可能有反弹，但难以反转；美国长债的配置价值在衰退接近下逐渐显现，但市场在高敏感度下波动较大，等待加息终值来临后配置更为稳妥。

图 1：三季度 GDP 初值主要靠出口与消费支撑 (%)

图 2：住宅投资大幅下滑，带动投资负增长 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美国一季度GDP受严重贸易逆差和库存下降而负增长，并不反映经济低迷；二季度开始加息后，GDP中总需求的弱化更加明显；而三季度在利率快速上行的情况下依然反映了投资消费的继续走弱¹。

从分项来看，占比最大的个人消费支出环比折年率（以下简称环比²）依然维持1.4%的增长，对GDP有0.97个百分点的正向贡献，低于二季度1.38%的拉动率。商品消费继续萎缩，但负增长斜率放缓，耐用品和非耐用品环比下滑0.8%和1.4%，二季度为-2.8%和-2.5%。耐用品中汽车与零部件环比负增长，主要由于二手车销量放缓以及车贷利率上行，娱乐商品和家居相关产品仍维持小幅正增长。非耐用品中食品饮料与能源产品负增长，服饰类有一定韧性。整体上，商品类下行趋势保持，部分的韧性还在加剧通胀，但总体影响偏弱。

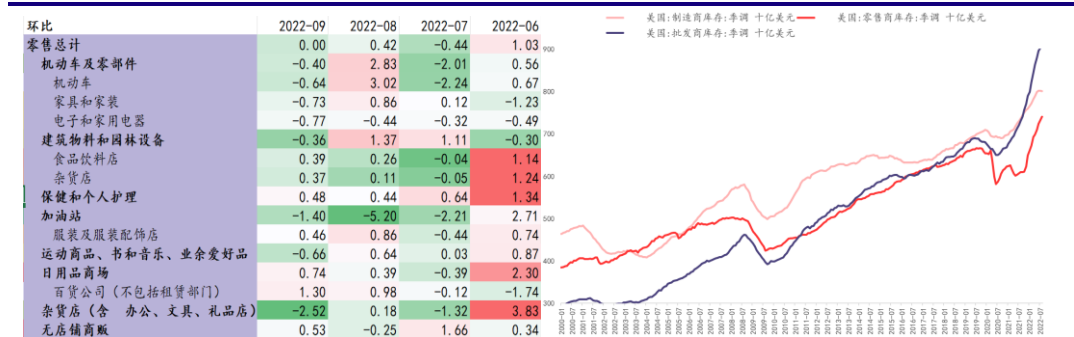
服务成为消费的压舱石，环比增速从二季度的2.0%下行至1.4%，独自拉动GDP上行1.24%，是出口之后最重要的增长因素。疫情影响弱化后，服务消费在劳动市场供不应求的格局下仍保持较高增速，医疗、娱乐和交通运输服务都保持了较高的环比增速，居住成本大概率因房价而处于高位。通胀的粘性目前集中在服务区域：（1）劳动市场供给仍不足，时薪上行还在推升工资-物价螺旋；（2）居民资产负债表充实，负债偏低，仍有动力加杠杆；（3）尽管利率上行，从经验来看信贷反应滞后，短期还将支持服务消费。需要注意消费的韧性与通胀是一体的，如果美

¹ 目前三季度GDP是初值，后期有调整可能，但其趋势很有参考性。

² 环比折年率不等于环比，简称仅为简洁。环比折年率= $(1+\text{环比增速})^4-1$ *100%

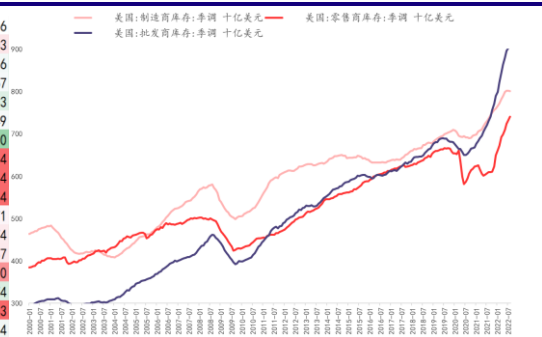
联储要压低通胀至 2%，消费在四季度和 2023 年需要大幅萎缩，因此美国陷入衰退概率仍然较大。

图 3：商品零售放缓速度较快（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

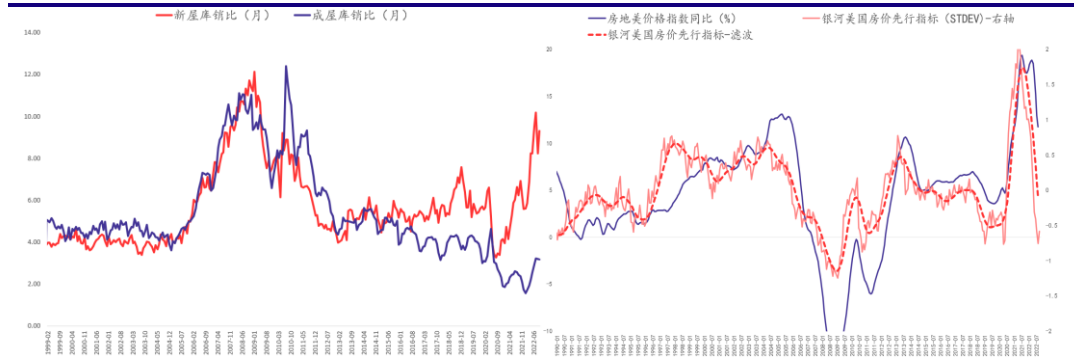
图 4：消费不振下库存高位，企业开始主动去库存



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

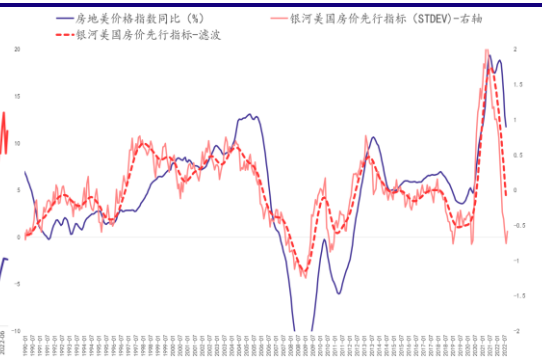
国内私人投资总额环比下降-8.5%，拉动 GDP 下行 1.59 个百分点；其中，固定资产投资下滑 4.9%，非住宅类投资上行 3.7%，反映出住宅投资继续迅速下跌，工业投资有所加速。美联储猛烈紧缩下，美国 30 年房贷利率 10 月末高达 7.08%，货币供应收缩，新房库销比处于历史高位，因此房地产市场仍会继续萎缩，房价也终将下行。虽然 PMI 处于下滑，但美国的工业投资（设备和知识产权类）仍然较好，内需和出口还有一定支撑。私人库存则进一步由二季度的 1101 亿美元下降至 619 亿美元，进口数据的下行和零售库销比从高位走弱也印证了批发零售额下滑后的主动去库存继续。

图 5：新屋库销比处于历史高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：先行指标预示房价大幅下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

进出口方面，美国三季度出口走强而进口持续放缓，出口环比增长 14.4%，进口下行 6.9%，净出口拉动 GDP 增长 2.77 个百分点。美国贸易由于欧洲陷入能源危机以及内需走弱，商品类呈现出口强、进口弱的特点。商品出口中工业产品，特别是石油及相关制品和其他非耐用品的表现较好，美国仍在从欧洲对能源的刚性需求中获利。进口方面，由于高利率开始打击需求，商品和服务都明显走弱。出口在短期仍受到能源类一定的支撑，但同样处于下行通道。

政府支出由萎缩转为增长，联邦政府支出环比增长 3.7%，其中最主要的贡献由扩张的国防军事支出。美国 2022 年 3 月通过的军事预算约 7220 亿美元³，比 2021 年增加 170 亿，其中 136 亿用于在俄乌冲突中援助乌克兰。同时，拜登政府的“通胀削减法案”在未来几年预计有接近

³ U.S. Defense Budget 2022: How much does the United States spend on its Defense budget? (executivegov.com)

3700 亿美元的支出，“芯片与科学法案”也将在 2022 年投入约 240 亿美元，未来政府支出可能扩张或保持高位。

图 7：美国三季度 GDP 初值

	当季占比 (%)	实际GDP折年(万亿美元)			实际环比折年率 (%)			环比拉动 (%)		
		Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22	Sep-22	Jun-22	Mar-22
GDP	100	20.02	19.90	19.92	2.6	-0.6	-1.6	\	\	\
个人消费支出	70.67	14.15	14.10	14.03	1.4	2	1.3	0.97	1.38	0.91
商品	27.54	5.51	5.53	5.57	-1.2	-2.6	-0.1	-0.28	-0.61	-0.02
耐用品	11.26	2.25	2.26	2.28	-0.8	-2.8	7.6	-0.07	-0.24	0.64
非耐用品	16.49	3.30	3.31	3.33	-1.4	-2.5	-4.4	-0.2	-0.37	-0.66
服务	43.80	8.77	8.71	8.61	2.8	4.6	2.1	1.24	1.99	0.93
国内私人投资总额	18.31	3.67	3.75	3.89	-8.5	-14.1	5.4	-1.59	-2.83	0.98
固定资产投资	17.67	3.54	3.58	3.63	-4.9	-5	4.8	-0.89	-0.92	0.83
非住宅投资	14.70	2.94	2.92	2.92	-3.7	0.1	7.9	-0.49	0.01	0.98
建筑	2.11	0.42	0.44	0.46	-5.3	-12.7	-4.3	-0.41	-0.34	-0.11
设备	6.45	1.29	1.26	1.27	-10.8	-2	11.4	-0.54	-0.11	0.55
知识产权	6.33	1.27	1.25	1.22	-6.9	8.9	10.8	-0.36	0.46	0.54
住宅	3.10	0.62	0.67	0.70	-26.4	-17.8	-3.1	-1.37	-0.93	-0.15
私人库存变动	0.31	0.06	0.11	0.21	\	\	\	-0.7	-1.91	0.15
出口	9.48	2.60	2.52	2.44	14.4	13.8	-4.6	1.63	1.51	-0.53
商品出口	3.62	1.90	1.82	1.76	17.2	15.5	-7.2	1.34	1.18	-0.58
服务出口	19.37	0.72	0.71	0.69	8.3	9.9	1.6	0.29	0.33	0.06
进口	16.64	3.88	3.95	3.93	-6.9	2.2	18.4	1.14	-0.35	-2.6
商品进口	2.81	3.33	3.41	3.41	-8.7	-0.4	20.4	1.2	0.05	-2.38
服务进口	16.98	0.56	0.56	0.54	2.3	16.6	9.1	-0.06	-0.41	-0.22
政府	6.76	3.40	3.38	3.39	2.4	-1.6	-2.3	0.42	-0.29	-0.4
联邦政府	10.22	1.35	1.34	1.35	3.7	-3.4	-5.3	0.23	-0.22	-0.36
州和地方政府	3.86	2.05	2.04	2.04	1.7	-0.6	-0.4	0.19	-0.06	-0.04

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

尽管重新转正的经济增速听起来是好消息，但市场反应并不热烈，当日美股收跌，美债收益率下跌。市场从 GDP 数据中依然看到了较高的衰退可能，消费在缓慢下行，但仍有韧性，这意味着通胀压力和高利率会持续较长时间。美债长端收益率下行，10 年重回 4% 以下，继续与 3 月期国债倒挂，反映市场对衰退担忧继续加深。

美联储在 11 月 FOMC 会议上加息 50bps 基本已经确定，10 月 CPI 核心通胀的走势将影响 12 月美联储在 50 与 75bps 之间的抉择，但加息节奏在 2023 年势必放缓，终值在 2023 年 2 月就有望到来：一方面，通胀虽有滞后的居住成本和消费粘性支撑，但利率对总需求的削减越发强烈，非核心部分在高基数下则会陷入负增长，美联储也十分清楚货币政策的滞后效应。另一方面，美国居民超额储蓄已经耗尽，利率和房价的预期下行都将限制加杠杆消费的能力，进而通过服务消费的下滑带动劳动市场走弱。但也需要注意，当前的经济数据仍不支持美联储在 2023 年上半年进行降息，利率在加息见顶后仍将高位保持，对经济和上市公司盈利的压

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_47939

