

衰退前的“回光返照” ——美国3季度GDP点评

事件：10月27日，美国BEA公布3季度GDP数据，录得年内首次正增长。

■ 美国3季度GDP超预期，怎么看？数据“外强中干”，内需持续“降温”

在连续两季度环比负增后，美国3季度GDP录得年内首次正增长，主因贸易项贡献。具体来看，3季度GDP环比（折年率，下同）2.6%，高于预期的2.4%、前值的-0.6%。主要分项中，私人消费环比由2%下滑至1.4%，对GDP环比贡献0.97个百分点；私人投资对GDP环比拖累1.59个百分点；贸易项、政府支出的环比贡献分别为2.77、0.42个百分点，前者为GDP增速的最大贡献项。

私人消费的韧性主要来自服务端，商品端仍在持续“降温”。分结构来看，服务、商品消费延续“分化”，前者对GDP环比贡献1.24个百分点，后者拖累0.28个百分点。商品消费中，耐用品消费对GDP环比拖累0.07个百分点，利率敏感型的汽车相关消费拖累0.36个百分点；非耐用品消费对GDP环比拖累0.2个百分点，食品、能源等消费为主要的拖累项，或与高通胀“反噬”需求有关。

私人投资大幅走弱背后，是住宅投资持续降温、库存周期的逆转。主要分项中，住宅投资对GDP环比拖累1.37个百分点，反映高强度加息下，美国地产市场景气度正在加速下滑；私人库存变动对GDP环比拖累0.7个百分点，指向商品消费等需求见顶后，本轮库存周期或步入下行期；作为“慢变量”的非住宅投资对GDP环比贡献0.49个百分点，意味着本轮资本开支周期还处在上行通道中。

贸易项的走强主因进口大幅走弱，政府增支的背后是《通胀削减法案》等逐步落地。贸易分项中，出口对GDP环比贡献1.63个百分点，与2季度的1.51个百分点变化不大；进口对GDP环比贡献1.14个百分点，“看起来”较2季度的拖累0.35个百分点大幅改善，但实际反映的是进口大幅走弱、内需“降温”。与其他分项不同，政府支出大幅扩张背后，主要受《通胀削减法案》等落地的影响。

■ 未来美国经济演绎及影响？“衰退”窗口临近，关注政策态度的边际缓和

综合来看，美国经济动能仍将加速坠落，“衰退”窗口或在冬春之交。高利率仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对服务景气的制约也在逐步显现，叠加库存周期的逆转等，共同加速经济景气下滑。以史为鉴，制造业PMI新订单指数领先实际GDP同比3个季度左右；新订单指数自高位持续回落约1年，近期已累计3个月跌破50%的荣枯线，指向“衰退”窗口或在冬春之交。

对于美联储而言，高强度加息或正步入尾声，政策态度的边际缓和将成为下一阶段的焦点。作为影响核心通胀的核心变量，房价、薪资增速的顶点均已出现，意味着美联储继续维持高强度加息及大幅上调终点利率的概率不大。再考虑到货币“紧缩”效应存在滞后性，布拉德等部分美联储官员已释放偏鸽派的信号，认为2023年初可能将结束“前置加息”、并观察紧缩政策对经济及通胀的滞后影响。

风险提示：美国新冠疫情出现超预期反弹；美国劳动力就业意愿持续低迷不振。

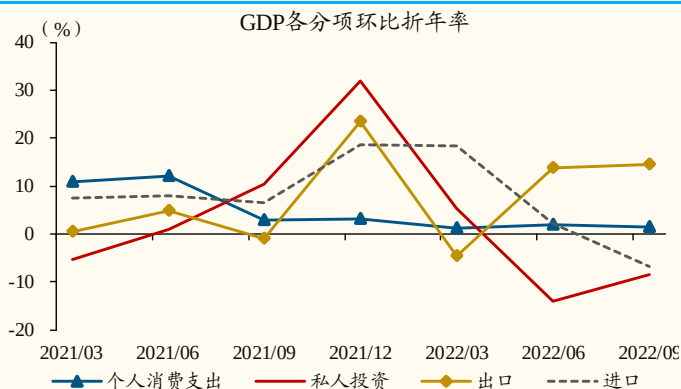
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008
caojinqiu@gjzq.com.cn

美国 3 季度 GDP 超预期，怎么看？数据“外强中干”，内需持续“降温”

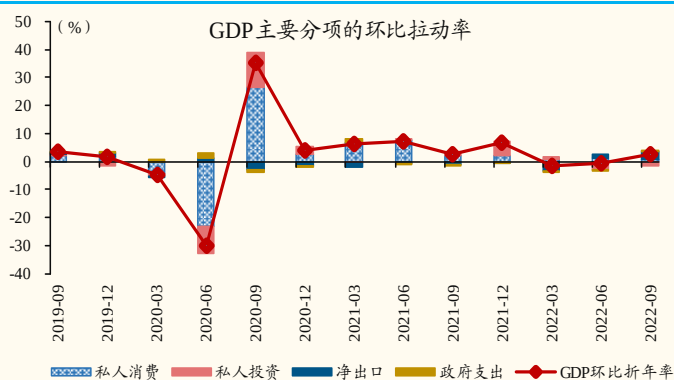
在连续两季度环比负增后，美国 3 季度 GDP 录得年内首次正增长，主因贸易项的核心贡献。具体来看，3 季度 GDP 环比（折年率，下同）2.6%，高于预期的 2.4%、前值的-0.6%。主要分项中，私人消费环比由 2% 下滑至 1.4%，对 GDP 环比贡献 0.97 个百分点；私人投资对 GDP 环比拖累 1.59 个百分点；贸易项、政府支出的环比贡献分别为 2.77、0.42 个百分点，前者为 GDP 增速的最大贡献项。

图表 1：美国 3 季度 GDP 环比增速为正



来源：Wind、国金证券研究所

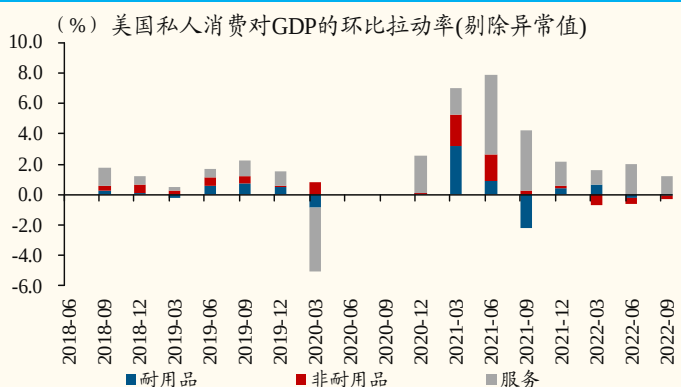
图表 2：美国 3 季度 GDP 超预期



来源：Wind、国金证券研究所

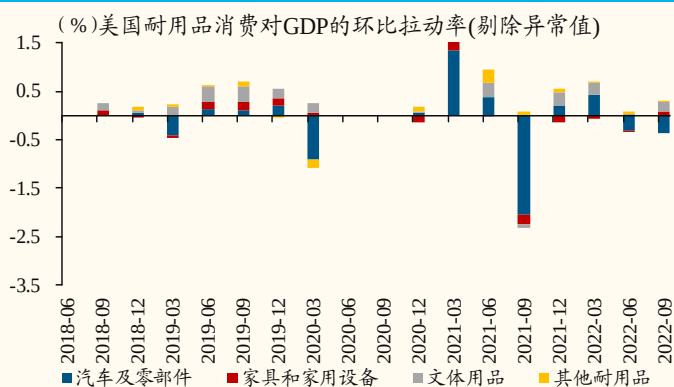
私人消费的韧性主要来自服务端，商品端仍在持续“降温”。分结构来看，服务、商品消费延续“分化”，前者对 GDP 环比贡献 1.24 个百分点，后者拖累 0.28 个百分点。商品消费中，耐用品消费对 GDP 环比拖累 0.07 个百分点，利率敏感型的汽车相关消费拖累 0.36 个百分点；非耐用品消费对 GDP 环比拖累 0.2 个百分点，食品饮料、能源商品等消费成为最主要的拖累项，或与高通胀“反噬”相关消费需求有关。

图表 3：美国私人消费对 GDP 的环比拉动率



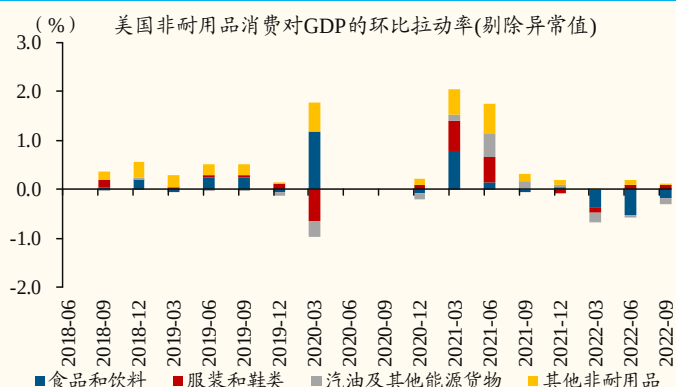
来源：BEA、国金证券研究所

图表 4：美国耐用品消费对 GDP 的环比拉动率



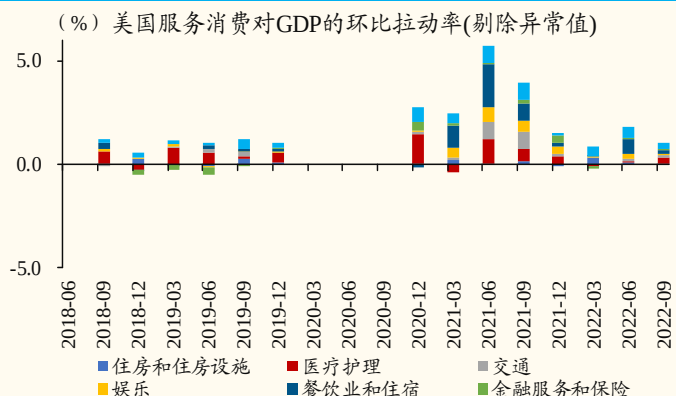
来源：BEA、国金证券研究所

图表 5：美国非耐用品消费对 GDP 的环比拉动率



来源：BEA、国金证券研究所

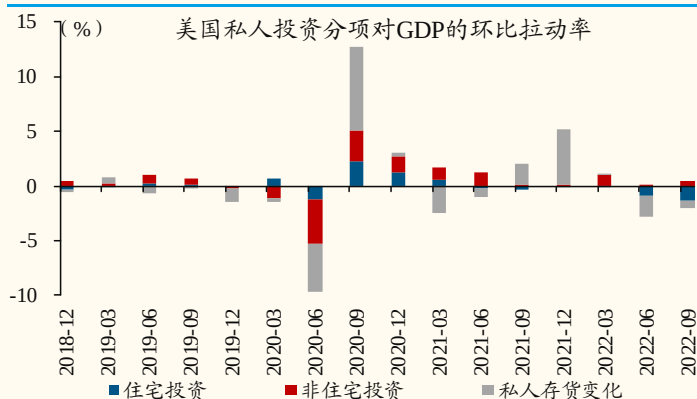
图表 6：美国服务消费对 GDP 的环比拉动率



来源：BEA、国金证券研究所

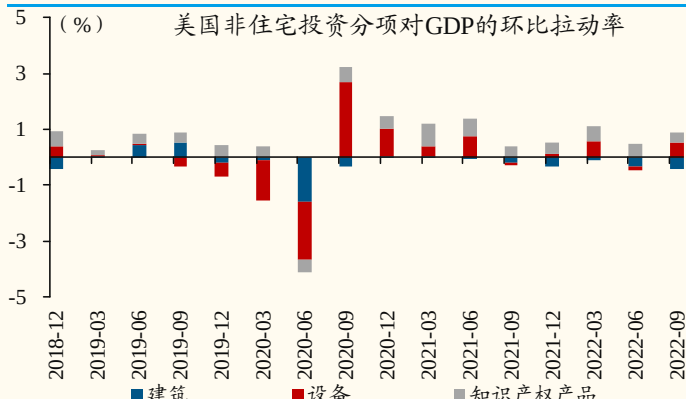
私人投资大幅走弱背后，是住宅投资持续降温及库存周期的逆转。主要分项中，住宅投资对 GDP 环比拖累 1.37 个百分点，反映高强度加息下，美国地产市场景气度正在加速下滑；私人库存变动对 GDP 环比拖累 0.7 个百分点，指向商品消费等需求见顶后，本轮库存周期或步入下行期；设备、知识产权等非住宅投资对 GDP 环比贡献 0.49 个百分点，意味着本轮资本开支周期（慢变量）还处在上行通道中。

图表 7：美国私人投资对 GDP 的环比拉动率



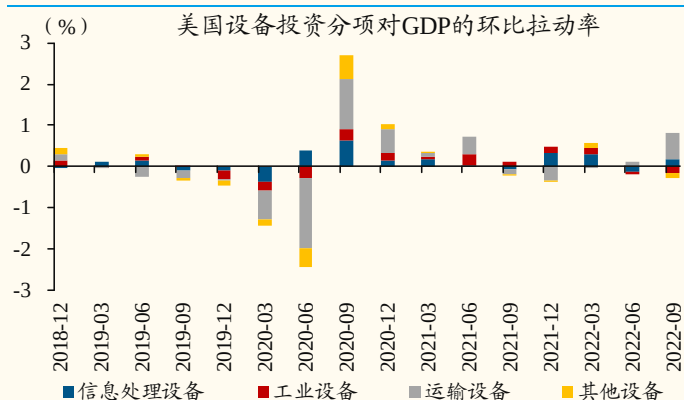
来源：BEA、国金证券研究所

图表 8：美国资本支出对 GDP 的环比拉动率



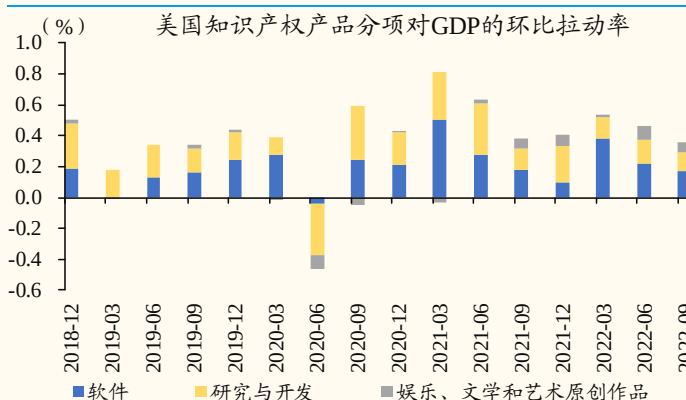
来源：BEA、国金证券研究所

图表 9：美国设备投资对 GDP 的环比拉动率



来源：BEA、国金证券研究所

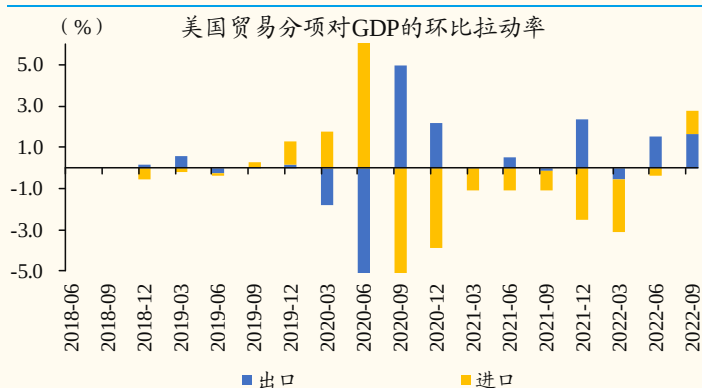
图表 10：美国知识产权产品对 GDP 的环比拉动率



来源：BEA、国金证券研究所

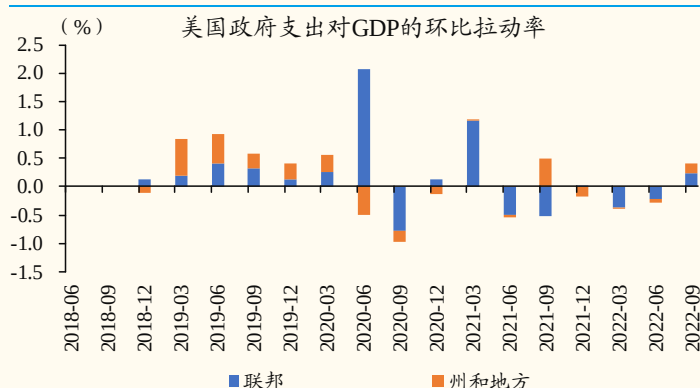
贸易项的走强主因进口大幅走弱，政府增支的背后是《通胀削减法案》等逐步落地。贸易分项中，出口对 GDP 环比贡献 1.63 个百分点，与 2 季度的 1.51 个百分点变化不大；进口对 GDP 环比贡献 1.14 个百分点，“看起来”较 2 季度的拖累 0.35 个百分点大幅改善，但实际反映的是进口大幅走弱、内需“降温”。与其他分项不同，政府支出大幅扩张背后，主要受《通胀削减法案》等落地的影响（详情参见《中选临近，拜登还有哪些“杀手锏”？》）。

图表 11：美国贸易分项对 GDP 的环比拉动力



来源：BEA、国金证券研究所

图表 12：美国政府支出对 GDP 的环比拉动力



来源：BEA、国金证券研究所

图表 13：《通胀削减法案》主要内容（8 月 16 日获批）

《通胀削减法案》	
政策	成本/节省 2022-2031 年
能源和气候	
清洁能源税收优惠	-1610 亿美元
空气污染、危险材料、交通和基础设施	-400 亿美元
个人清洁能源奖励	-370 亿美元
清洁制造税收减免	-370 亿美元
清洁燃料和车辆税收减免	-360 亿美元
保护、农村发展、林业	-350 亿美元
建筑节能、电气化、传输、工业、能源部赠款和贷款	-270 亿美元
其他能源和气候支出	-140 亿美元
医疗保健	
延长扩大的 ACA 补贴（三年）	-640 亿美元
D 部分重新设计、LIS 补贴、疫苗覆盖	-340 亿美元
支出和减税总额	
-4850 亿美元	
健康储蓄	
3220 亿美元	
废除特朗普时代的药品回扣规则	1220 亿美元
药品价格通货膨胀上限	1010 亿美元
某些药品价格的谈判	990 亿美元
收入	
4680 亿美元	
15% 的公司最低税	3130 亿美元
国税局税收执法资金	1240 亿美元
堵塞结转利息漏洞	130 亿美元
甲烷费、超级基金费、其他收入	180 亿美元
节约和收入总计	
7900 亿美元	
净赤字减少	
3050 亿美元	
备忘录：在永久延长 ACA 补贴的情况下减少赤字	
约 1550 亿美元	

来源：White House、国金证券研究所

图表 14：《芯片与科学法案》主要内容（8 月 9 日获批）

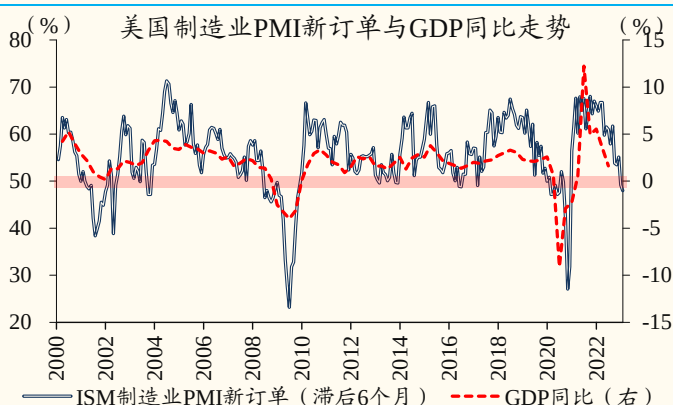
《芯片与科学法案》		
年份	金额	用途
500 亿美元		
2022 年	190 亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	50 亿美元	半导体研究与开发
2023 年	50 亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	20 亿美元	半导体研究与开发
2024 年	50 亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	13 亿美元	半导体研究与开发
2025 年	50 亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	11 亿美元	半导体研究与开发
2026 年	50 亿美元	建设、扩大/更新美国晶圆厂
	16 亿美元	半导体研究与开发
27 亿美元		
2022-2026 年	20 亿美元	资助教育、国防、创新相关领域
	5 亿美元	与国外政府建设国际信息、通信技术安全、半导体供应链
	2 亿美元	增加半导体行业劳动力

来源：White House、国金证券研究所

2、未来美国经济演绎及影响？“衰退”窗口临近，关注加息态度的边际缓和

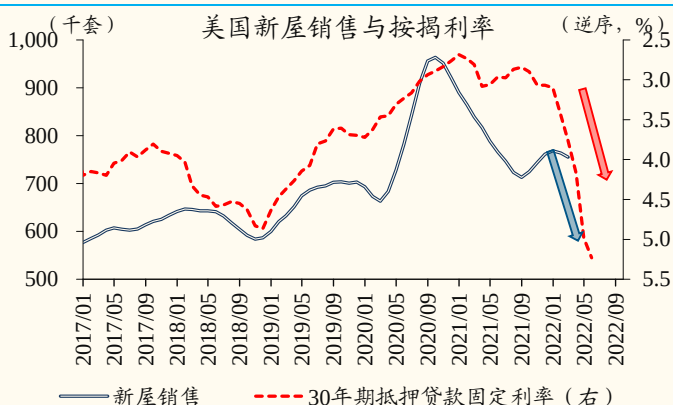
综合来看，美国经济动能仍将加速坠落，“衰退”窗口或在冬春之交。高利率仍将持续压制地产市场及相关消费，疫情“长尾”效应对服务景气的制约也在逐步显现，叠加库存周期的逆转等，共同加速经济景气下滑。以史为鉴，制造业 PMI 新订单指数领先实际 GDP 同比 3 个季度左右；新订单指数自高位持续回落约 1 年，近期已累计 3 个月跌破 50% 的荣枯线，指向“衰退”窗口或在冬春之交（详情参见《繁荣的顶点？美国地产市场的兴衰更替》、《繁荣的顶点？美国库存周期，拐点或现》）。

图表 15: 美国“衰退”窗口或在冬春之交



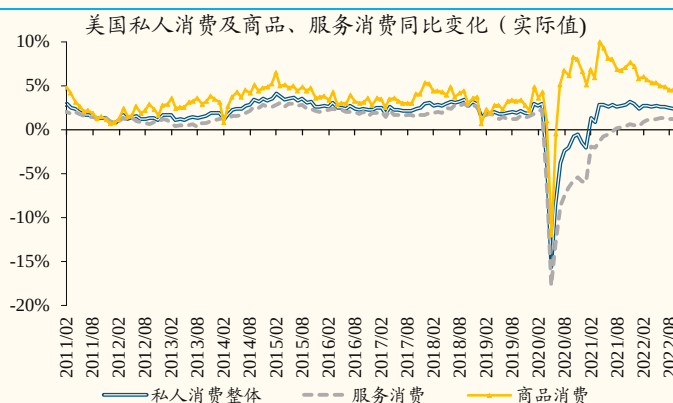
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 高利率仍将持续压制地产市场



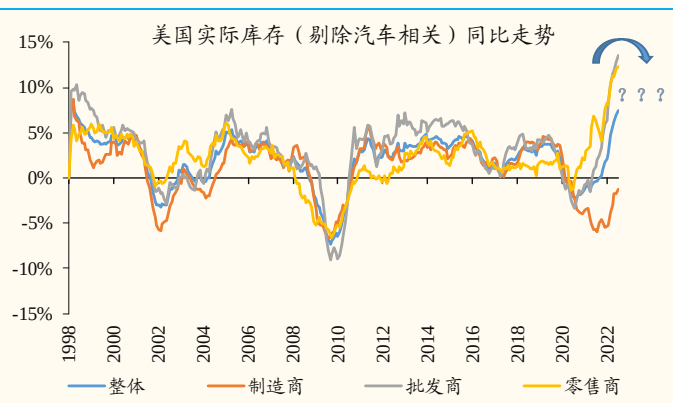
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 美国商品消费需求降温已有段时间



来源: Wind、国金证券研究所

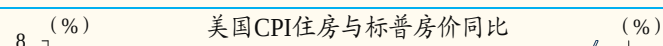
图表 18: 美国库存周期, 拐点或现



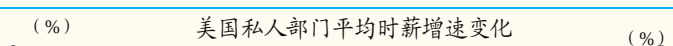
来源: Wind、国金证券研究所

对于美联储而言, 高强度加息或正步入尾声, 政策态度的边际缓和将成为下一阶段的焦点。作为影响核心通胀的核心变量, 房价、薪资增速的顶点均已出现, 意味着美联储继续维持高强度加息及大幅上调终点利率的概率不大。再考虑到货币“紧缩”效应存在滞后性、可能在 2023 年及以后才逐步显现, 布拉德等部分美联储官员的态度已出现边际缓和, 认为 2023 年初可能将结束“前置加息”、并观察紧缩政策对经济及通胀的滞后影响(详情参见《繁荣的顶点? 货币“紧缩”效应显现》)。

图表 19: 房价增速的顶点已出现



图表 20: 薪资增速的顶点已出现



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_47951

