



杨子荣 徐奇渊：美国三季度 增速转正，反弹还是反 转？



文/意见领袖专栏作家 徐奇渊 杨子荣

2022 年三季度美国 GDP 环比折年率回升至 2.6%，这是今年上半年连续两个季度负增长后，美国经济增速首次回归正增长。这究竟是暂时性反弹还是跳出衰退趋势的反转？我们可以从三个视角来分析：第一，美国三季度 GDP 增长的主要驱动力是什么？这种动力是短期还是中长期的？第二，从中长期来看，美国经济增长的主要驱动因素是什么？这些因素未来走势如何？第三，从前瞻性指标来看，美国经济会走向何处？本文将从这三个视角展开分解。



数据来源：美国经济分析局

美国三季度增速转正是暂时反弹

外需变化是美国三季度增长的主要拉动力量。具体来说，贸易逆差收窄是美国三季度 GDP 增长的主要贡献因素。从季调环比折年率口径来看，

净出口因素凭一己之力拉动美国 3 季度 GDP 上涨了 2.8 个百分点。如果扣除掉净出口因素，美国 3 季度 GDP 增速将下跌至 -0.2% ($-0.2=1.0+0.4-1.6$)。其中，个人消费支出拉动 GDP 上涨 1.0 个百分点，政府支出拉动 GDP 上涨 0.4 个百分点，而国内私人投资则拖累 GDP 下降了 1.6 个百分点。由于净出口因素的支撑，三季度美国 GDP 环比折年率才实现了 2.6% 的增速。

但是净出口的拉动作用难以持续，具体可以从两个方面来看。净出口的强力拉动一方面来自进口需求显著收缩，另一方面出口似乎表现出一定的韧性。从进口需求收缩来看，三季度美国进口增速确实大幅下降，美国国内需求减弱是进口增速放缓的主要原因。这表明美国净出口上升，在一定程度上是内需衰退型的性质。从出口的韧性来看，美国出口增速小幅回落、基本保持稳定。其中能源产品、特别是石油出口表现强劲：2021 年美国石油及相关产品的出口占总出口金额的 7.6%，2022 年 3 月以来这一比重持续超过 10%，3 月-8 月均值为 10.8%，这主要源于俄乌冲突导致石油价格上涨和俄罗斯石油出口欧洲受限。随着全球需求减弱并引发石油价格震荡回落，美国对欧的石油出口可能难以维持高增长。

美国内需：消费支撑作用走弱、投资转向拖累

消费在美国经济总量中占比将近 70%，投资占比通常超过 15%，以消费和投资为主体的内需是美国经济增长的核心动能。从总需求角度来看，如果内需强劲，美国经济则趋势性向好；如果内需减弱，则美国经济趋于

下行。2022 年二季度，内需拉动了对美国 GDP 环比折年率增速下降了 1.5 个百分点，三季度内需拉动对美国 GDP 环比增速下降-0.2 个百分点，已连续两个季度为负，且在美联储货币政策锐意从紧的背景下，内需仍将继续抑制美国经济增长。

事实上，消费对美国 GDP 的拉动作用已明显减弱。整体来看，三季度消费对美国 GDP 环比拉动率为 1.0 个百分点，这不仅低于 2021 年的均值（4.7 个百分点），也显著低于疫情之前 2019 年的均值（1.5 个百分点）。分项来看，美国家庭的商品消费对 GDP 环比拉动已经为负（-0.28 个百分点）。二季度以来，无论是耐用品消费还是非耐用品消费，都已经对 GDP 增长形成了拖累。

展望中近期，消费前景也可能进一步趋于黯淡。从收入流来看，尽管失业率仍在历史性低位，但美国薪资增速呈现放缓，且持续低于通胀水平，这意味着实际收入增速为负。2021 年 4 月以来，美国非农部门的薪资同比增速已连续 18 个月低于 CPI 同比增速。同时，美国家庭部门的储蓄资金已近乎耗尽，难以支撑后续消费的增长。2022 年 9 月，美国个人储蓄存款占可支配收入比例已经跌至 3.1%，远远低于 2019 年的 8.8，更是低于 2020 年“纾困”政策背景下高企的 33.8%。这个比例在 2021 年回落至 11.8%，向 2019 年水平回归，但目前的 3.1% 已经远远低于长期水平。从消费者信心指数来看，三季度密歇根大学消费者信心指数跌至 56.1，创下 1980 年三季度以来的最低值，这也反映了高通胀对于美国家庭部门消费信心的侵

蚀。

投资是美国经济内需的第二支撑力量，但投资已经显示出更大的拖累影响。三季度投资对 GDP 环比拉动率为-1.6 个百分点，已连续两个季度对 GDP 的拉动作用为负。住宅投资与库存投资，曾是疫情以来推动美国增长的两大动力，但在美联储持续加息背景下，这两大因素导致美国投资下行，转而拖累增长。三季度数据显示，这两大因素是美国投资负增长的主要拖累因素，住宅投资、库存投资对美国 GDP 环比拉动作用分别为-1.4 个百分点、-0.7 个百分点。

短期内投资仍将延续下行趋势。从住宅投资来看：新冠疫情初期，利率下行、居家办公大增、股市上涨带来明显的财富效应，这些引发了美国房地产市场异常繁荣。之后，由于利率快速上行和房价上涨抑制购房需求，美国住宅销售与新屋开工量双双显著下滑。2022 年 10 月 27 日的当周，美国 30 年期抵押贷款固定利率时隔二十年再次突破 7%；2022 年三季度美国新建住房销售中位价较 2019 年三季度同比上涨 45.8%。与此同时，2022 年三季度，美国新建住房销售量同比下降 15.0%，新屋开工量同比下

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_48599

