

美国经济离衰退还有多远？—美国三季度 GDP 数据点评

报告日期: 2022-10-28

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

联系人: 潘纬桢

执业证书号: S0010122040040

电话: 17521128958

邮箱: panwz@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_衰退开始了吗？—美国二季度 GDP 数据点评》2022-04-29

2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路,妙手何方?—2022 中期宏观展望》2022-06-14

3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“亡羊补牢”,其时晚否?—美国 6 月 FOMC 会议点评》2022-06-16

4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美国“衰退”的程度有多深?—美国三季度 GDP 数据点评》2022-07-29

5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_3 次加息 75bp 后,美联储还会有多少超预期?—9 月 FOMC 会议点评》2022-09-22

6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_美国经济将“衰退”至何处?》2022-09-26

主要观点:

● **事件:** 美国 2022 年三季度实际 GDP 环比折年率初值为 2.6%,市场预期 2.4%,前值为-0.6%,今年以来首次录得环比正增长。

● 核心观点:

1. 三季度美国 GDP 环比增长首次转为正值,主要是因为净出口对经济贡献度提升,政府支出贡献由负转正;此外,个人消费增速虽边际放缓,但仍保持正增长,私人投资负增长缩窄。

1) 私人消费支出方面: 三季度美国私人消费支出环比¹增长 1.4%,二季度为 2.0%,拉动 GDP 增长 0.97 个百分点,二季度为 1.38 个百分点,增长速度与贡献率持续下降。分项来看,商品消费环比下降 1.2%,较二季度降幅缩窄 1.4 个百分点。其中耐用品环比下降 0.8%,较上季度降幅缩窄 2.0 个百分点。非耐用品环比下降 1.4%,较二季度降幅缩窄 1.1 个百分点。服务消费方面,三季度服务消费环比增长 2.8%,二季度为 4.6%,涨幅有所缩小。其中家庭服务消费支出、食品消费、医疗健康等分项继续保持一定增长,显示美国居民服务消费恢复的过程尚未结束。

2) 私人投资方面: 三季度美国私人投资环比下降 8.5%,二季度环比下降 14.1%,降幅收窄 5.6 个百分点,拖累 GDP 增长 1.59 个百分点,二季度拖累 GDP 增长 2.83 个百分点,对 GDP 增长的负贡献减少。固定资产投资方面,三季度环比下降 4.9%,上季度为环比下降 5.0%,下降幅度微幅收窄,拖累 GDP 增长 0.89 个百分点。其中设备投资环比增长 10.8%,较上季度上升 13 个百分点,住宅投资环比下降 26.4%,降幅较上季度扩大 7.6 个百分点。库存投资方面,三季度库存投资拖累 GDP 增长 0.7 个百分点,上季度则拖累 GDP 增长 1.91 个百分点,对 GDP 增长拖累程度减小。

3) 净出口方面: 三季度净出口带动美国 GDP 增长 2.77 个百分点,二季度则推动美国经济增长 1.16 个百分点,对 GDP 增长的贡献提升,也是本次 GDP 转为正增长的关键原因。进口方面,三季度进口环比下降 6.9%,较上季度回落 9.1 个百分点,并推动 GDP 增长 1.14 个百分点。其中商品进口环比下降 8.7%,降幅较上季度扩大 8.3 个百分点。服务进口环比增长 2.3%,较上季度下降 14.3 个百分点。出口方面,三季度出口环比上升 14.4%,较上季度上升 0.6 个百分点。其中商品出口贡献了上升的主要部分,环比上升 17.2%,较上季度提升 1.7 个百分点。

4) 政府支出方面: 三季度政府支出环比上升 2.4%,较上季度提升 4.0 个百分点,对 GDP 的增长贡献由负转正,推动 GDP 增长 0.42 个百分点。其中联邦政府支出环比上升 3.7%,较上个季度提升 7.1 个百分点。州和地方政府环比上升 1.7%,较上季度上升 2.3 个百分点。显示拜登政府近期通过的《通胀削减法案》等财政刺激政策已经开始对美国经济产生一定的推动作用。

¹ 此处为环比折年率,后文未经标注皆为环比折年率。

2. 三季度美国 GDP 虽然转为正增长，但主要是受到净出口增长以及政府支出由负转正的影响，个人消费增长速度仍在放缓，后续四季度美国经济的增幅预计将会放缓，保持韧性下滑的态势，短期内不会陷入衰退，但实现经济软着陆难度较高。

1) 个人消费虽保持增长，但增速较上季度有所回落，后续增速预计将会继续放缓。作为美国经济占比最高的部分，三季度美国个人消费延续了今年以来的特征，即商品消费继续下降，而服务消费持续回升，这与当前美国经济恢复的状态相吻合。在之前的报告中，我们曾认为随着与疫情共存的防疫政策的全面实施，美国民众因疫情而受到抑制的服务消费逐步回归，对经济起到一个正向的推动作用，随着居民商品消费向服务消费转移，对商品的消费会逐步回落，从而对经济产生拖累作用。从当前的数据来看，服务消费回归、商品消费韧性回落的趋势还未结束，三季度商品消费拖累 GDP 增长 0.28%，较二季度收窄 0.33 个百分点；服务消费推动 GDP 增长 1.24%，较二季度下降 0.75 个百分点。后续来看，三季度美国个人可支配收入环比上升 6.0%，个人真实可支配收入环比上升 1.7%，皆较二季度有小幅增长，个人储蓄率较二季度下降 0.1 个百分点至 3.3%。在收入增长的支撑下，美国居民对于服务消费的需求仍将保持一定程度的增长，但是在美联储不断的加息之下，增速预计将会放缓；商品消费还将保持韧性回落态势。

2) 住宅投资的回落是造成此次私人投资下降的主要原因，后续住宅投资的下降或将持续，但私人投资的整体下降幅度或将在企业补库存的推动下放缓。作为此次私人投资下降的最主要因素，三季度住宅投资拖累 GDP 增长 1.37%。事实上，在美联储的持续加息下，美国房贷利率上升较快，截至 10 月 20 日，30 年期固定抵押贷款利率为 6.94%，较年初增长超过 350bp，居民贷款压力不断增加，美国住房市场不断降温。9 月份美国新屋开工总数为 143.9 万套，较年初下降超过 20 万套，成屋销售亦受到较多负面影响。后续来看，鉴于美联储加息短期内还将继续，美国房贷利率预计将会维持高位，从而对地产投资带来持续的抑制。库存投资方面，随着四季度节假日以及消费高峰的到来，预计企业会积极补库存。总的来看，后续私人投资的降幅可能将会放缓。

3) 净出口成为此次推动 GDP 增长的最主要因素，后续预计将会减弱。政府支出则可能减弱，对经济产生一定的拖累作用。净出口三季度对 GDP 的贡献继续提升，其中出口较上季度继续增长，进口则较上季度有较大幅度的减少。出口方面，无论是商品出口还是服务出口，三季度均有一定幅度的增长，其中商品出口涨幅有所扩大，原因可能有以下几点：一方面俄乌冲突的持续甚至局部升温，欧洲对俄罗斯的制裁逐步加码，以及冬季的逐步到来，使得欧洲向美国购买更多的 LNG 天然气，在高企的天然气价格以及强劲美元的支撑下，美国的商品出口金额迎来了较大幅度的上涨；另一方面，欧美等西方国家防疫政策趋于一致，各国目前正在逐步恢复正常的跨国交往。美国作为传统的服务出口大国，国际交往的恢复带动其服务出口迎来较快恢复，美国的服务进口也有一定程度的上升。此外，与二季度不同，美国三季度进口有较大幅度的下降，并转为负值，其中商品进口为主要拖累项。我们认为这反应出美国居民对商品消费的减少，以及零售企业等去库存的行动。后续来看，随着冬天的到来，欧洲对于天然气的需求还将持续，但是随着国际大宗商品价格的下行，相关的商品出口金额增长速度预计将会放缓。进口方面，随着节假日的来临，相关商品的进口预计将会提升。总

的来看，净出口或仍能为美国经济增长的一个推动力，但拉动力将会减弱。政府支出方面，从中期选举情况来看，民主党大概率将会失去众议院，考虑到美国众议院主要负责财政预算等职责，美国政府的财政刺激政策预计将难以通过，从而拖累美国经济增长。

4) 总体来看，虽然美国三季度 GDP 增长由负转正，但主要是由于净出口等项推动，最主要的个人消费正在逐步放缓，三季度的政府财政刺激亦难以为继，考虑到地产仍将在高利率的环境下承压，因此美国经济增长动能仍面临放缓的压力。后续来看，伴随着美联储的持续加息，个人消费以及投资的下降趋势预计难以改变，美国经济或仍将保持韧性下滑的态势。因此短期来看，美国经济还不会陷入真正的衰退。不过考虑到当前美国经济面临的内外环境，美国经济实现软着陆的难度较大。（可参考报告《美国经济将“衰退”至何处？》）

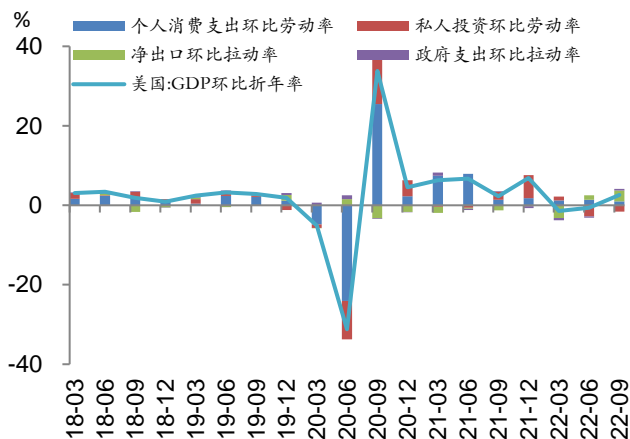
3. 美联储预计仍将保持较快的紧缩节奏

美国今年 1、2 季度 GDP 连续环比负增长，陷入“技术性衰退”，引发市场对美国经济衰退的担忧，并一度带动市场交易主线转向衰退交易。但由于与传统意义上的经济衰退不同，当前美国就业市场强劲、通胀处于历史高位，因此美联储仍将抗击通胀作为第一要务，继续进行了较为强硬的加息。从美国三季度 GDP 数据来看，虽然 GDP 环比增长由负转正，但主要是净出口贡献，且同比增速并未较二季度有所提升，显示出当前美国经济增长仍在放缓。在此情况下，美国经济陷入衰退的可能性似乎在提升，近期 10Y-3M 美国国债收益率利差首次转负，更是加强了市场对于美国经济衰退的担忧。但综合 9 月份美国就业以及通胀数据来看，美国经济的韧性还相对较强，考虑到美联储表示降低通胀需要经济运行低于趋势水平，我们认为美国经济放缓是美联储乐于见到的结果，因此短期内仍将保持较快的紧缩节奏，政策转向的节点还未到来。

● 风险提示

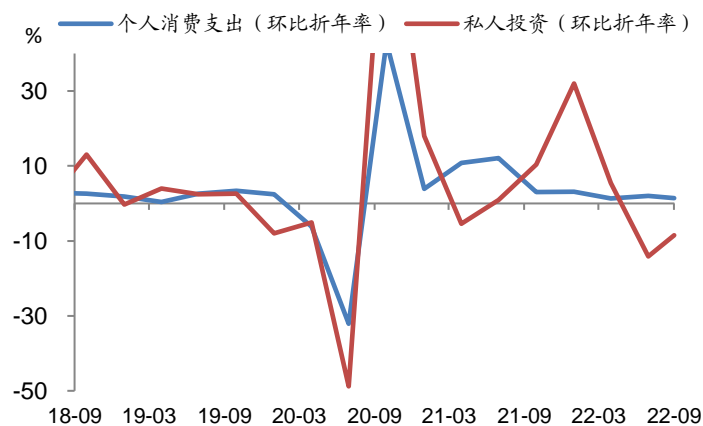
国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化。

图表 1 净出口推动 GDP 增长由负转正



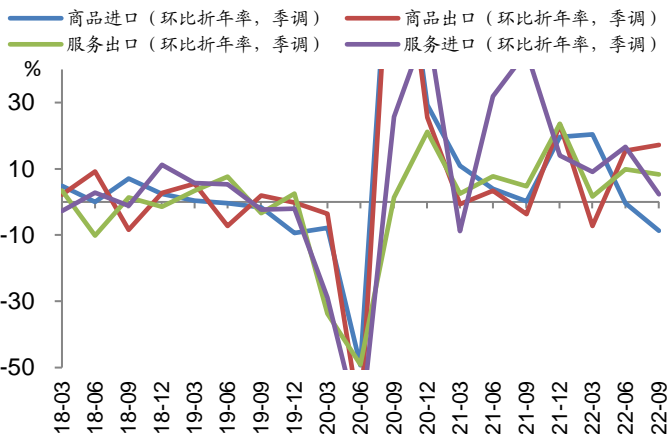
资料来源：BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 2 个人消费增速放缓，私人投资降幅收窄



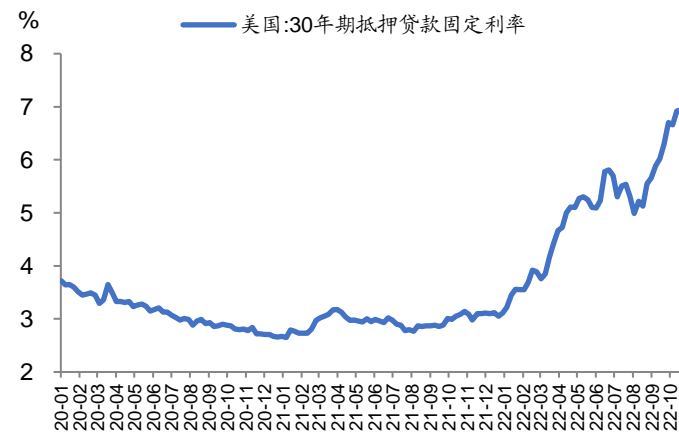
资料来源：BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 3 美国商品、服务出口环比增加较多



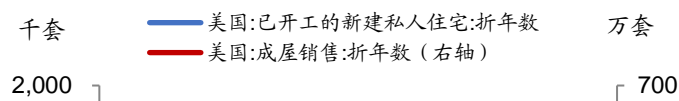
资料来源：BEA, Wind, 华安证券研究所

图表 4 美国抵押贷款利率快速上升



资料来源：FRED, 华安证券研究所

图表 5 美国新屋开工和成屋销售数下滑



图表 6 美国三季度 GDP 同比增长速度仍在放缓



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_47849



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn