2020 年 10 月 30 日（星期五）

宏观报告 – 数据点评

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

美国三季度GDP录得创纪录反弹

- **美国三季度GDP环比年化增长33.1%，创历史最大单季涨幅**
- **个人消费支出激增 40.7%，为 GDP 暴涨的最大推动因素**
- **大部分分项仍然明显低于疫情前水平**

新看点。10月29日，美国商务部公布数据显示，三季度GDP环比年化增长33.1%（同比：-2.9%），录得有记录以来的最大单季度环比涨幅，超出彭博预期的上涨32.0%（二季度：-31.4%）。尽管这一数字打破了历史纪录，且完全在预期之中，但截止三季度末，美国经济仍比2019年四季度疫情前的水平低3.5%，未来仍然充满不确定性。

个人消费支出贡献占比最大。三季度个人消费支出环比激增40.7%（以下均为年化值），也是迄今为止有记录以来最大的季度涨幅。从美国商务部的月度报告中我们已经注意到商品消费对个人消费支出飙升的贡献最大，反弹了45.4%，大幅逆转了二季度10.8%的降幅，这在很大程度上是由于财政转移支付使个人收入大大高于疫情前的水平。在消费分项中，耐用品支出飙升了82.2%（二季度：-1.7%），而非耐用品支出的增幅则小得多，为28.8%（二季度：-15.0%）。服务消费“仅”增长38.4%，还不足以弥补二季度41.8%的跌幅。运输业和娱乐服务业仅仅收复了二季度一半的失地。这些都表明，四季度伊始，服务消费比商品消费状况差得多。总体而言，到三季度末，消费仍比2019年四季度疫情前的水平低3.3%。

私人投资总额环比反弹28.5%（二季度：-29.2%）。商业投资环比增长20.3%（二季度：-27.2%），其中建筑投资下跌14.6%，与每月观察到的月度数据一致。商业设备投资环比攀升70.1%，足以抵消二季度35.9%的跌幅，知识产权投资进一步下跌1.0%（二季度：-11.4%）。此外，住宅投资大幅上升59.3%（二季度：-35.6%），这与过热的住宅市场情况一致。另外，库存的变化对三季度GDP增长也有6.6个百分点的贡献。

净出口是拖累因素。出口环比增长59.7%，主要反映了商品出口反弹104.5%，但服务出口小幅下跌0.6%。进口激增91.1%，主要受惠于商品进口飙升107.9%，而服务进口仅增长24.2%。不过，由于进口的绝对值远远大于出口绝对值，净出口拖累GDP达3.1个百分点。

政府开支显露出一些严重的问题。公共支出总额环比下降4.5%，扭转了第二季度2.5%的增长趋势。其中，在非国防开支削减的拖累下，联邦开支环比下降6.2%；与此同时，州和地方政府支出也下降了3.3%，地方和州政府支出的持续下降反映出它们财务状况不佳，这可能会导致年底公共部门出现大规模裁员。

我们的观点：三季度GDP出现历史性反弹现在已非新闻，在即将踏入第三季度时我们就已经充分预料到了，这主要是由于较低的基数效应带来的结果。但除了商品消费、住宅投资和联邦支出之外，GDP的每一个主要分项都远低于疫情前的水平。若没有出台进一步有效财政刺激方案，我们预计经济在2021年二季度底前都不会回到疫情前的水平，更不用期望可以回到疫情前的趋势水平。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

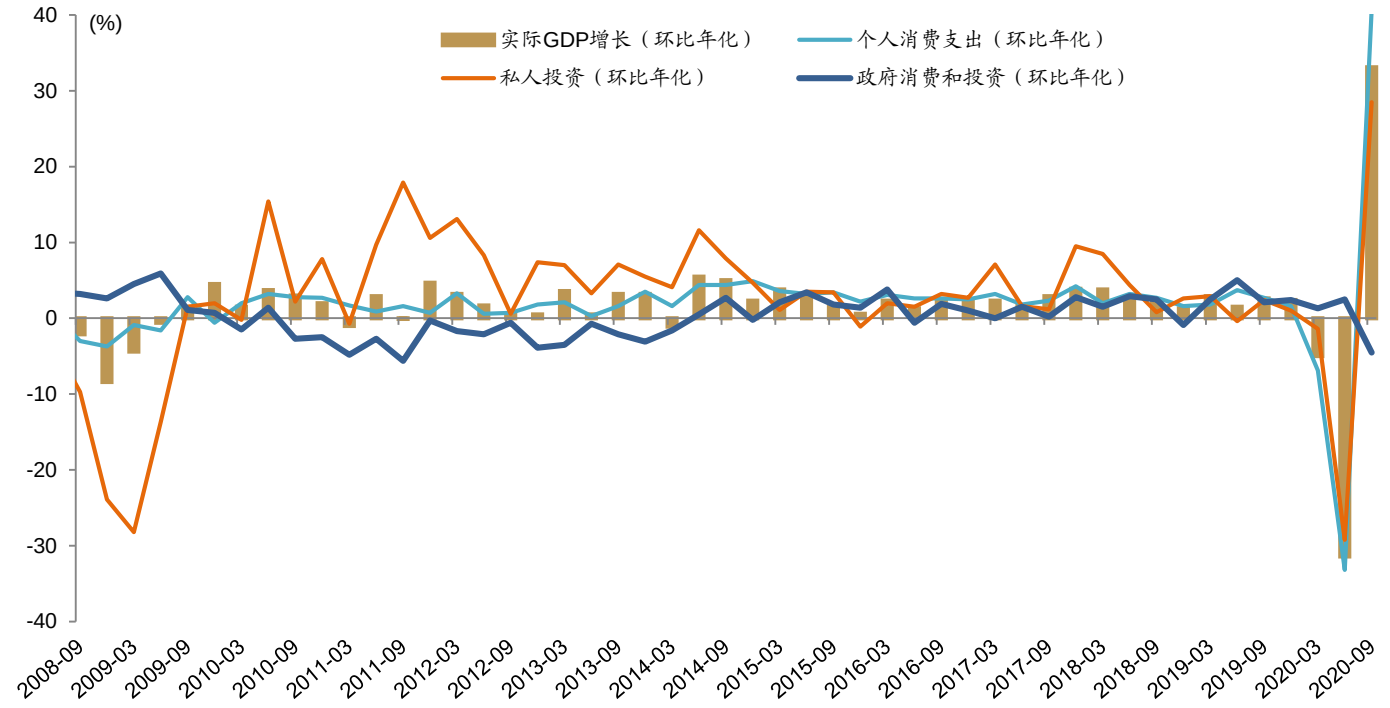
钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

相关报告

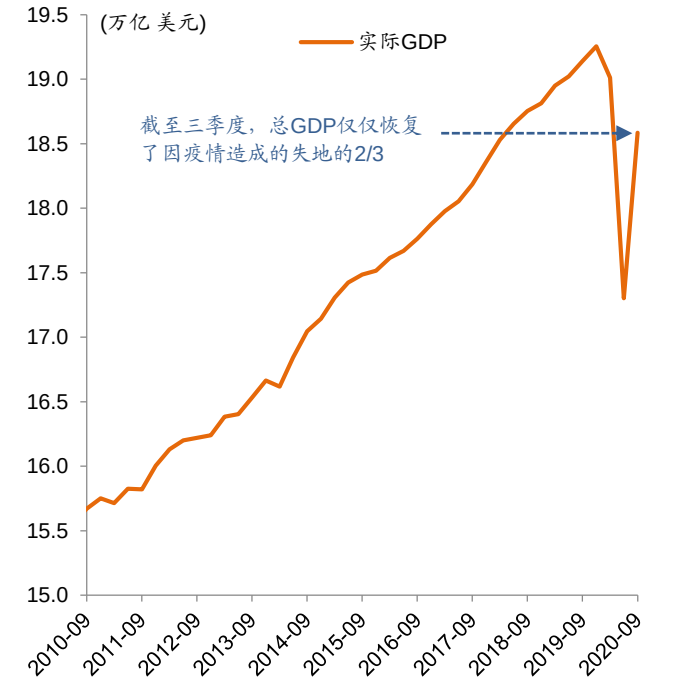
1. 美联储 11 月 FOMC 会议前瞻 (2020/10/30)
2. 美国企业设备投资已收复二季度失地 (2020/10/28)
3. 美国 9 月零售录得超预期增长 (2020/10/17)
4. US industrial output declined surprisingly in September (17 Oct 2020)
5. 美国 9 月消费者价格通胀呈现放缓趋势 (2020/10/14)
6. 美国 9 月劳动力市场复苏步伐进一步放缓 (2020/10/05)
7. 美联储引入新前瞻指引 (2020/09/17)
8. 美国 8 月工业产出复苏接近停滞 (2020/09/16)
9. 美联储 9 月 FOMC 会议前瞻 (2020/09/11)
10. 美国 8 月劳动力市场复苏继续，但不及表面亮眼 (2020/09/05)
11. 美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)

图表 1：美国 GDP 环比年化增速



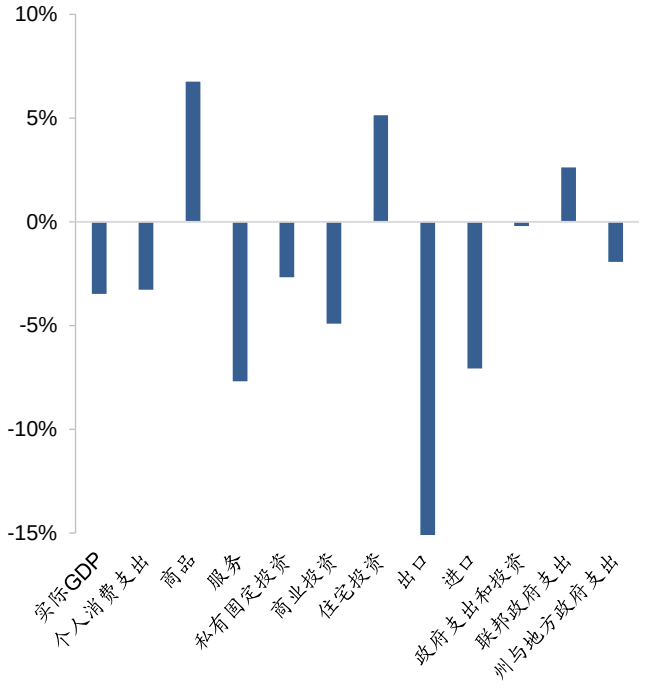
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 2：美国实际 GDP 水平（2012 年不变价）



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 3：各分项与 2019 年四季度水平相比



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 4：美国实际 GDP 增长（年化环比）

	2018				2019				2020		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
GDP 年化环比	**3.8**	**2.7**	**2.1**	**1.3**	**2.9**	**1.5**	**2.6**	**2.4**	**-5.0**	**-31.4**	**33.1**
个人消费支出	**2.0**	**3.2**	**2.7**	**1.6**	**1.8**	**3.7**	**2.7**	**1.6**	**-6.9**	**-33.2**	**40.7**
耐用品	4.0	7.1	3.2	2.5	1.0	12.7	6.3	3.1	-12.5	-1.7	82.2
非耐用品	1.1	2.8	2.7	2.6	3.3	5.3	3.1	-0.7	7.1	-15.0	28.8
服务	2.0	2.7	2.6	1.1	1.5	1.9	2.0	2.0	-9.8	-41.8	38.4
国内私人投资总额	**11.0**	**-1.1**	**10.2**	**3.9**	**3.9**	**-5.8**	**1.8**	**-3.7**	**-9.0**	**-46.6**	**83.0**
固定投资	8.5	4.4	0.8	2.6	2.9	-0.4	2.4	1.0	-1.4	-29.2	28.5
非住宅	12.2	6.2	2.6	5.0	4.2	0.0	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	20.3
住宅	-3.3	-1.7	-5.4	-5.2	-1.7	-2.1	4.6	5.8	19.0	-35.6	59.3
私人存货变化	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
商品和服务净出口	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
商品和服务出口	2.7	1.9	-5.2	2.8	1.8	-4.5	0.8	3.4	-9.5	-64.4	59.7
商品和服务进口	0.3	-0.1	8.0	4.1	-2.1	1.7	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	91.1
政府消费支出和投资总额	**1.5**	**2.9**	**2.5**	**-0.9**	**2.5**	**5.0**	**2.1**	**2.4**	**1.3**	**2.5**	**-4.5**
联邦政府	1.9	3.5	4.5	1.9	1.3	9.2	4.8	4.0	1.6	16.4	-6.2
州和地方政府	1.2	2.5	1.4	-2.5	3.2	2.6	0.6	1.5	1.1	-5.4	-3.3

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828