

美国第三季度 GDP 点评：复苏依然艰辛

——投资策略点评报告

策略研究小组

余晓宜	李太勇 研究员	张海波	林鲁东	林海	胡进 研究助理
电话: 020-87555888-648	020-87555888-689	020-87555888-337	020-87555888-696	020-87555888-418	020-87555888-653
EMail: yxy2@gf.com.cn	lty@gf.com.cn	zhb@gf.com.cn	lld2@gf.com.cn	lh19@gf.com.cn	hj13@gf.com.cn

美国三季度 GDP 增 2.0%，经济呈现缓慢复苏态势，但复苏依然艰辛

10月29日，美国商务部公布了2010年三季度GDP数据：2010年三季度美国GDP经季节调整后的年化环比增长率为2.0%，超出二季度增速0.3个百分点，符合市场预期。同日，美国经济周期研究所发布了10月22日的美国经济周期领先指标（周数据），为123.1，增长年率升至19周最高，由此可以看出美国经济应似在缓慢复苏。但从GDP增速不够快，就业率居高不下的情况来看，美国经济复苏具有相当的曲折性和艰难性，以下我们通过美国三季度GDP的细项数据来分析这个问题。

► 个人消费支出对三季度GDP增长贡献最大，达到1.79个百分点，归功于劳务支出，但较难持续

这可能是本次GDP数据的最大亮点。个人消费支出第三季度增长2.6%，近两年延续加速增长态度。本年度以来，个人消费支出对GDP增长的贡献逐步攀升，已经创出了近两年来的新高。而其中，最值得关注的是，劳务的消费支出对GDP增长的贡献达到1.15个百分点，比二季度的0.75个百分点劲升53%，占据个人消费支出总贡献的64%。

我们认为四季度个人消费支出对GDP增长的贡献较难持续，主要有三个原因：

第一，2010年二季度美国密歇根消费信心指数的反弹印证了第三季度的消费支出增加。然而，与三季度GDP同日发布的10月份美国密歇根消费者信心指数为67.7，低于67.9的初值，也低于9月份终值68.2，不及预期；这可能说明了未来消费增速可能要减缓；

第二，消费者信心指数仍然处于历史低位，该指数低于80的阶段仅仅集中出现于1974、1980与1990年三个美国经济极端困难的时期，而目前该指数的走势似乎很接近1980年的走势，这无疑给未来的消费蒙上了一层阴影；

第三，金融危机后，美国人消费变的更加谨慎，预防性储蓄倾向增加，至今储蓄率居高不下反映了这一事实。这就给个人消费支出的持续上升增加了压力。

➤ **私人投资对三季度GDP增长贡献为1.54个百分点，仅次于个人消费支出，归功于私人存货的增加，但是否会持续，纠结中！**

三季度美国私人投资增速为12.8%，明显放缓。其中固定资产投资增速从二季度的18.9%剧降至三季度的0.8%，反映了投资意愿明显降低。这也致使私人投资中，固定资产投资对GDP增长的贡献从二季度的2.06剧烈下滑至三季度的0.1；私人存货变化对GDP增长的贡献率从二季度的0.82攀升至1.44。

对于此，可以有两种解释：

第一种是：美国企业看好第四季度的消费情况，开始增加库存，因为四季度毕竟有圣诞长假所引致的消费旺季到来；

第二种是：由于前期美国企业看好经济状况，大幅投资生产，然而三季度销量并不如预期，致使产品无奈积压而使存货上升。

这两种解释或许都有部分解释力，但谁解释的要多一些呢？我们比较纠结，我个人倾向于第二种解释。

➤ **净出口对三季度GDP增长贡献依然为-2.01个百分点，出口增速再次大幅下滑，形势不容乐观**

三季度出口增速仅为5%，远低于二季度的9.1%，其中主要是由于商品出口速度从二季度的11.5%下滑至3.4%所致；由于进口增速也大幅下滑，从二季度的33.5%下滑至17.4%，才避免净出口对GDP增长的负贡献进一步扩大。当然，美国的经济增长多数不主要依赖于净出口的表现。

➤ **政府支出继续保持了增长态势，对GDP增长贡献了0.68个百分点，应也难以持续**

三季度美国政府支出保持了二季度的增长态势，增长了6.8%，略低二季度的8%，其中，依然主要依靠的是联邦政府支出。三季度联邦政府增速为0.71%，几乎与二季度的0.72%持平，而州和地方政府支出从二季度的0.08%继续下滑至0.03%。这与州和地方政府面临一定的财政紧张局面有关，受到经济复苏较慢的影响，这个局面短期难以改变。而美国的联邦政府同样长期面临着的较大预算赤字的问题，因此，依靠政府支出推动GDP增长的态势应是难以延续的。

投资策略建议

1、根据美国的这种经济情况，我们认为，美联储在11月2日到3日的会议上宣布继续实施定量宽松的货币政策应是一个大概率事件。对于实施的力度与步骤难以判断，市场预期在5000-20000亿美元之间，可能会渐进的实施。但我们认为即使实施，对经济的刺激效果可能也非常有限；

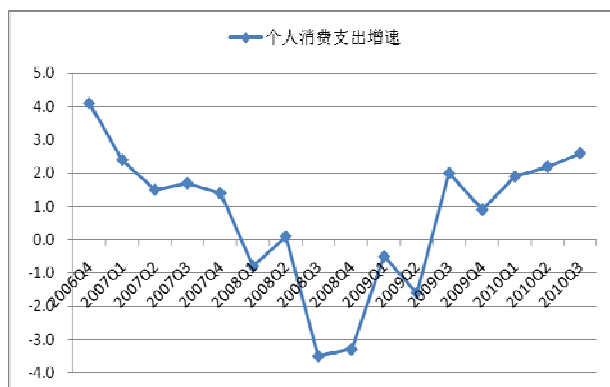
2、美元短期内有支撑，可能温和小幅爬升，但中期也较难有比较确定的上升趋势。如果美联储定量宽松的力度超预期，可能又会使美元再一次小幅

下探。但是我们认为这种探底会立刻小幅反弹回原有趋势。（参见我们的报告《美元会微笑吗？》）；

3、美元走势有可能压抑大宗商品价格持续走高的态势，对煤炭、有色与农业等资源板块产生一定的压抑作用，建议密切关注美元走势及下周召开的美联储会议；

4、美国的进口状况不佳，在国内投资增速回落的情况下，国内经济的消费力量开始增加，建议关注消费升级带来的板块机会（参见我们的报告《出口受阻，消费可期》）。

图 1: 个人消费支出增速



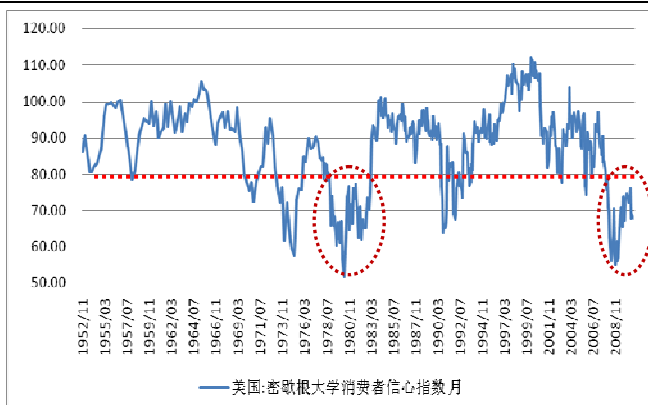
数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 2: 个人消费支出对GDP增长的贡献率



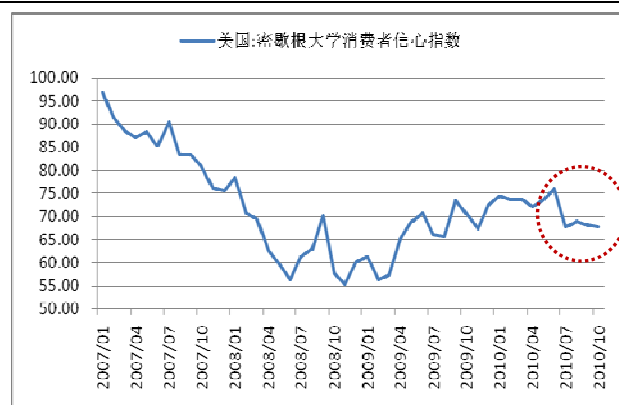
数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 3: 历史上消费信心低于80的情况少



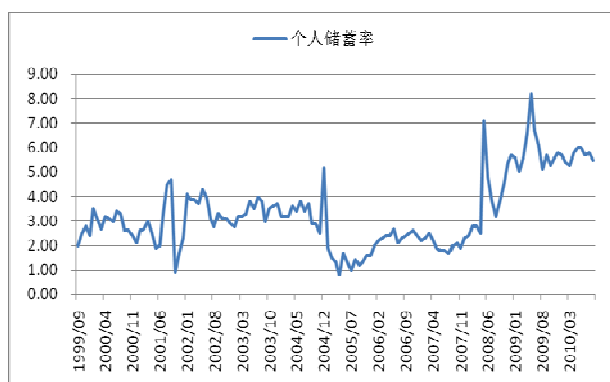
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 10月份消费信心再次走低



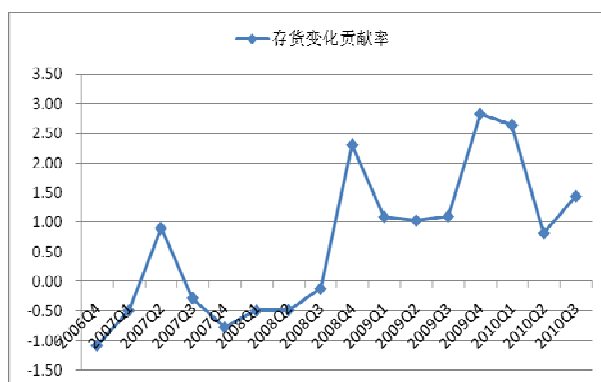
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 美国个人储蓄率



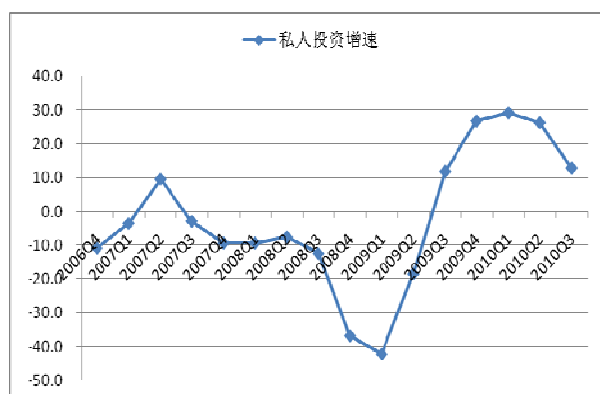
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 存货变化对GDP增长的贡献率



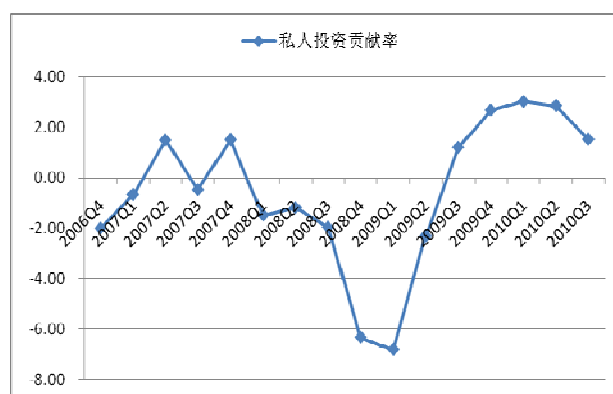
数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 7: 美国私人投资增速



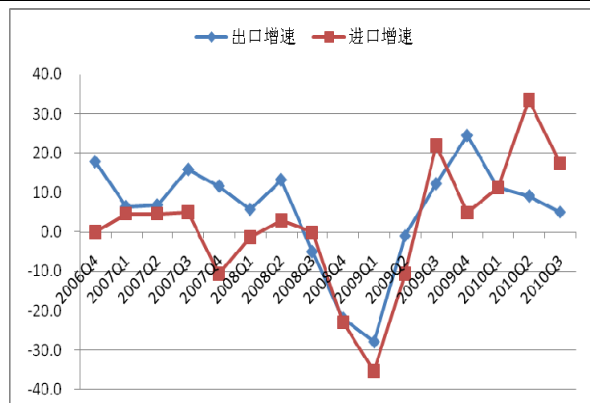
数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 8: 美国私人投资对GDP增长贡献率



数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 9: 美国进出口增速



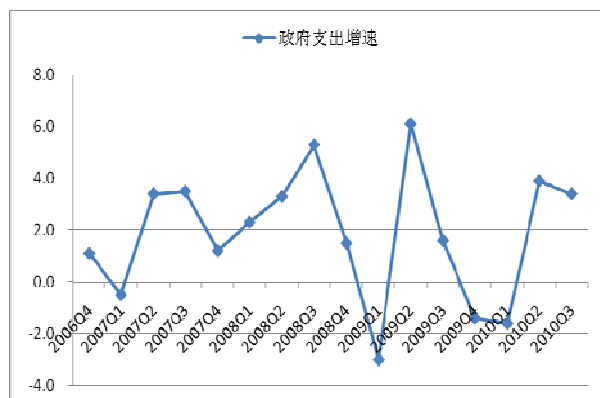
数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 10: 美国净出口对GDP增长的贡献率



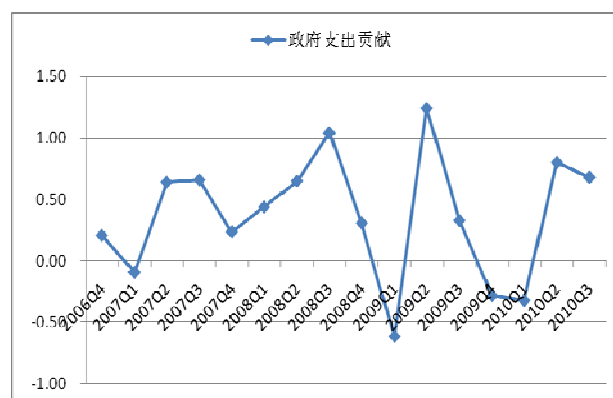
数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 11: 美国政府支出增速



数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

图 12: 美国政府支出对GDP增长的贡献率



数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

表 1: 美国 GDP 增长率

	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年				2010 年		
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
GDP	1.9	0.0	- 2.6	- 4.9	- 0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.0
个人消费支出	2.4	- 0.3	- 1.2	- 0.5	- 1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.6
商品	2.8	- 2.5	- 2.0	1.8	- 1.5	7.2	1.7	5.7	3.4	2.8
耐用品	4.2	- 5.2	- 3.7	4.8	- 3.1	20.1	- 1.1	8.8	6.8	6.1
非耐用品	2.0	- 1.1	- 1.2	0.4	- 0.7	1.7	3.1	4.2	1.9	1.3
劳务	2.2	0.9	- 0.8	- 1.6	- 1.7	- 0.5	0.5	0.1	1.6	2.5
私人投资	- 3.1	- 9.5	- 22.6	- 42.2	- 18.5	11.8	26.7	29.1	26.2	12.8
固定资产投资	- 1.8	- 6.4	- 18.3	- 35.4	- 10.1	0.7	- 1.3	3.3	18.9	0.8
非住宅	6.7	0.3	- 17.1	- 35.2	- 7.5	- 1.7	- 1.4	7.8	17.2	9.7
建筑	14.1	5.9	- 20.4	- 41.0	- 20.2	- 12.4	- 29.2	- 17.8	- 0.5	3.9
设备与软件	3.7	- 2.4	- 15.3	- 31.6	0.2	4.2	14.6	20.4	24.8	12.0
住宅	18.7	- 24.0	- 22.9	- 36.2	- 19.7	10.6	- 0.8	- 12.3	25.7	- 29.1
私人存货变化	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
净出口	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
出口	9.3	6.0	- 9.5	- 27.8	- 1.0	12.2	24.4	11.4	9.1	5.0
商品	9.8	6.3	- 12.0	- 34.1	- 3.7	18.7	31.7	14.0	11.5	3.4
劳务	8.3	5.3	- 3.9	- 12.3	4.7	0.1	10.2	5.8	3.9	8.6
进口	2.7	- 2.6	- 13.8	- 35.3	- 10.6	21.9	4.9	11.2	33.5	17.4
商品	2.9	- 3.5	- 15.8	- 38.9	- 10.6	27.4	6.2	12.0	40.5	18.1
劳务	1.4	2.4	- 4.2	- 16.8	- 10.9	1.5	- 0.5	7.8	4.3	14.1
政府支出	1.3	2.8	1.6	- 3.0	6.1	1.6	- 1.4	- 1.6	3.9	3.4
联邦政府	1.2	7.3	5.7	- 5.0	14.9	5.7	0.0	1.8	9.1	8.8
国防	2.2	7.5	5.4	- 8.4	16.8	9.0	- 2.5	0.4	7.4	8.5
非国防	- 0.8	6.7	6.5	2.6	10.9	- 0.9	5.6	5.0	12.8	9.6
州和地方政府	1.4	0.3	- 0.9	- 1.7	1.0	- 1.0	- 2.3	- 3.8	0.6	- 0.2

数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

表 2: 美国 GDP 各细项对 GDP 增长的贡献率

	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年				2010 年		
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
GDP	1.90	0.00	- 2.6	- 4.9	- 0.7	1.60	5.00	3.70	1.70	2.00
个人消费支出	1.65	- 0.18	- 0.84	- 0.34	- 1.12	1.41	0.69	1.33	1.54	1.79
商品	0.66	- 0.60	- 0.46	0.41	- 0.32	1.62	0.42	1.29	0.79	0.64
耐用品	0.35	- 0.42	- 0.27	0.35	- 0.21	1.35	- 0.07	0.62	0.49	0.44
非耐用品	0.31	- 0.18	- 0.18	0.06	- 0.11	0.27	0.49	0.67	0.31	0.20
劳务	0.99	0.41	- 0.38	- 0.75	- 0.79	- 0.21	0.27	0.03	0.75	1.15
私人投资	- 0.53	- 1.53	- 3.24	- 6.80	- 2.30	1.22	2.70	3.04	2.88	1.54
固定资产投资	- 0.30	- 1.02	- 2.69	- 5.71	- 1.26	0.12	- 0.12	0.39	2.06	0.10
非住宅	0.75	0.03	- 1.96	- 4.49	- 0.72	- 0.13	- 0.10	0.71	1.51	0.91
建筑	0.46	0.22	- 0.81	- 1.99	- 0.76	- 0.41	- 1.01	- 0.53	- 0.01	0.10
设备与软件	0.29	- 0.19	- 1.15	- 2.50	0.04	0.28	0.91	1.24	1.52	0.80
住宅	- 1.05	- 1.05	- 0.74	- 1.22	- 0.54	0.25	- 0.02	- 0.32	0.55	- 0.80
私人存货变化	- 0.23	- 0.51	- 0.55	- 1.09	- 1.03	1.10	2.83	2.64	0.82	1.44
净出口	0.57	1.18	1.13	2.88	1.47	- 1.37	1.90	- 0.31	- 3.50	- 2.01
出口	1.02	0.72	- 1.18	- 3.61	- 0.08	1.30	2.56	1.30	1.08	0.61
商品	0.75	0.53	- 1.04	- 3.14	- 0.26	1.29	2.19	1.09	0.93	0.29
劳务	0.28	0.19	- 0.15	- 0.47	0.18	0.01	0.37	0.21	0.15	0.32
进口	- 0.45	0.46	2.32	6.48	1.55	- 2.67	- 0.66	- 1.61	- 4.58	- 2.61
商品	- 0.42	0.52	2.20	5.95	1.23	- 2.64	- 0.68	- 1.41	- 4.46	- 2.25
劳务	- 0.04	- 0.07	0.12	0.53	0.33	- 0.03	0.02	- 0.20	- 0.12	- 0.37
政府支出	0.25	0.54	0.32	- 0.61	1.24	0.33	- 0.28	- 0.32	0.80	0.68
联邦政府	0.09	0.51	0.43	- 0.40	1.11	0.45	0.01	0.15	0.72	0.71
国防	0.10	0.36	0.27	- 0.45	0.85	0.48	- 0.13	0.02	0.40	0.46
非国防	- 0.02	0.15	0.16	0.06	0.26	- 0.03	0.14	0.13	0.32	0.25
州和地方政府	0.17	0.04	- 0.11	- 0.21	0.13	- 0.12	- 0.29	- 0.48	0.08	- 0.03

数据来源: BEA, 广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

余晓宜，分析师，投资策略研究组组长，暨南大学管理学硕士，2000 年进入广发证券发展研究中心，先后在广发证券发展研究中心从事专题研究、金融行业研究、策略研究。

李太勇，分析师，上海财经大学经济学博士，2000 年进入广发证券发展研究中心，先后从事通信行业研究与策略研究。

张海波，分析师，厦门大学金融工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

林鲁东，研究助理，中山大学岭南学院金融学博士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

胡进，研究助理，华中科技大学数量经济学博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

十二五规划建议：比较、逻辑和投资机会简析	林鲁东	2010-10-29
短期流动性前景及其影响	林鲁东	2010-10-28
美元要微笑了吗？	胡进	2010-10-28

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。