

2012 年 10 月 29 日

# 美国经济因消费拉动而走强，四季度料回落

——国际财经监控日报 10 月 29 日

## 相关研究

美国延续 QE3，12 月或加码  
2012 年 10 月 25 日

美国零售 3 季度走强，印度  
通胀存隐患  
2012 年 10 月 16 日

美国 9 月劳动力市场出现一  
定程度的改善，但不容过于  
乐观  
2012 年 10 月 9 日

美国第二季度 GDP 如期下  
滑，三季度有望企稳  
2012 年 7 月 30 日

## 证券分析师

李慧勇 A0230511040009

[lihy@swsresearch.com](mailto:lihy@swsresearch.com)

谢伟玉 A0230512070007

[xiewy@swsresearch.com](mailto:xiewy@swsresearch.com)

## 研究支持

钟嘉妮 A0230112070027

[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

## 联系人

钟嘉妮 (8621)23297484

[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

## 总体判断：

- 上周五，美国公布第三季度 GDP 初值，美国经济三季度转而走强的趋势符合我们预期，2%的环比涨幅相对于二季度 1.3%明显好转，好于市场预期的 1.8%，主要提振来自于个人商品消费和政府消费，出现较大提升；但低于我们预期的 2.4%，主要归结于固定资产投资低于预期，加之出口走弱。
- 从 GDP 各项组成部分的贡献来看，个人消费、企业投资持续为正贡献，政府消费和投资也转而出现正贡献，其中，国防消费支出反弹 13%，贡献最大，高达 0.65 个百分点，这意味着财政紧缩的拖累减弱，而除去国防支出，三季度 GDP 环比增速未出现提速。净出口则正好相反，贡献由二季度的 0.23 下滑至-0.18，反映出出口形势明显恶化。从贡献增量来看，个人消费、政府消费和投资是正贡献，但被固定资产投资和净出口贡献下滑所抵消了部分。具体分析如下：

1) 从消费来看，美国实际个人消费从二季度的 1.5%加速至 2%，贡献了 GDP 的 71%，集中在商品消费，特别是耐用品消费大涨 8.5%，虽然在 GDP 占比仅 10%，但贡献了三季度 GDP 增量的 41%，主要受到汽车及零部件贡献提升 0.44 个百分点的支撑；而服务消费增速从 2.1%下滑至 0.8%，贡献减弱 0.6 个百分点，主要因为家庭减少在房子和能源方面的服务消费支出，意味着 9 月油价高企导致消费者信心仍然脆弱。

2) 从占 GDP14%的投资来看，三季度企业总投资的增速从 0.7%下滑至 0.5%，拖累来自于非住宅投资，特别是设备和软件投资已连续四季度下滑，三季度已不再增长，陷入停滞，主要反映了商业活动疲软，投资意愿下降，原因在于外需疲软以及政策层面不确定性较大，最终导致企业不愿增加开支。另一方面，支撑来自于去库存速度放慢和房地产投资，农业仍在加速去库存，幅度超出我们的预期，导致整体库存变动仍为负；而商业库存如我们预期，扭转了上半年的去库存局面，出现加库存，其中零售商加库存幅度大于批发商和制造商，这主要受到消费者对耐用消费品的需求增加所致，加上四季度消费旺季的到来，说明企业对未来销售并不悲观。房地产市场方面，实际住宅投资增速从二季度较低的 8.5%攀升至 14.4%，但仍低于第一季度由于暖冬效应导致的峰值 20.5%，主要由于房地产市场价格升量涨带动住房投资增加。

3) 从政府投资和消费来看，三季度环比上升 3.7%，贡献大幅提高 0.85 个百分点，说明财政紧缩政策的拖累有所减少。联邦政府的国防和非国防支出均扭负为正，其中国防消费支出增加最多，环比上升 13%，9 月国防资本品新订单反弹 43.7%也印证了这一趋势，州和地方支出的降幅也减小，只有联邦政府投资仍在下滑。

4) 美国三季度进出口数据表现最差，出口增速从二季度的 5.3% 下滑至 -1.6%，超过进口-0.2% 的下滑幅度，导致净出口贡献变为-0.18 个百分点，主要因为外需疲软导致商品出口大幅下滑所拖累。商品出口大幅下滑 3.5%，从已公布的 7、8 月实际商品出口数据来看，最大的拖累来自于石油等工业供给品，平均下滑 4.4%，其次是消费品和汽车，分别下滑 0.7% 和 1.8%；而从出口区域来看，主要是对欧洲的出口增速放缓，主要受到欧债危机的传染效应，特别是 8 月对奥地利和对欧盟以外欧洲的名义出口额(未季调)均减少 21%，拖累出口下滑，另外，对中国的出口也很疲弱，8 月仅增长 0.6%。服务出口增速反而从 1.1% 提升至 3.1%，加上商品进口下滑的速度不及出口，抵消了部分出口的拖累，最终净出口对美国经济的贡献为负。由此可见，欧债危机和全球经济放缓所导致的外部需求疲软，已对美国经济产生了负面影响。

- 总体来看，美国三季度 GDP 走强，主要受到个人和政府消费所提振，而进出口下滑较快，形成拖累。
- 展望第四季度，我们仍然维持美国 GDP 增速将回落至 1.7% 的判断。从美国的领先指标来看，美国经济周期研究所 (ECRI) 周度领先指标增速下滑，预示三季度美国经济的强劲反弹或出现乏力。OECD 美国领先指标今年 4 月以来持续下行，而美国谘商会公布的美国领先指标 9 月略有反弹，说明美国经济目前虽保持强势，但未来仍不容过于乐观。
- 美国四季度经济可能下滑的主要原因在于：(1) 尽管欧洲和中国经济四季度或略有上升、出现弱复苏，但是我们并不认为来自欧洲和中国的需求短期能大幅回升，外需疲弱依然拖累美国出口，(2) 个人消费方面，消费税优惠到期能否延续仍有不确定性，导致消费者趋于谨慎，可能减少消费支出；(3) 政府消费方面，在大选尘埃落定前，财政悬崖几乎不可能有定论，而且全面自动减赤方案根据现有法律是不可避免的，因而联邦政府不得不减少政府消费，以应对明年全面启动的社保、医疗等支出减少的窘境。

图 1.1：美国实际 GDP 及各部分环比增速显示，三季度美国政府和个人消费拉动经济增长，而出口下滑最快。

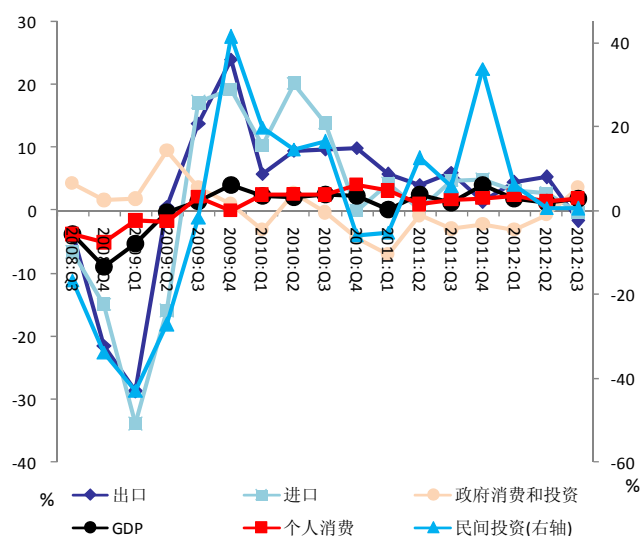


图 1.2：美国实际 GDP 及各部分贡献显示，消费对三季度美国经济贡献最大，净出口和库存仍是负贡献。

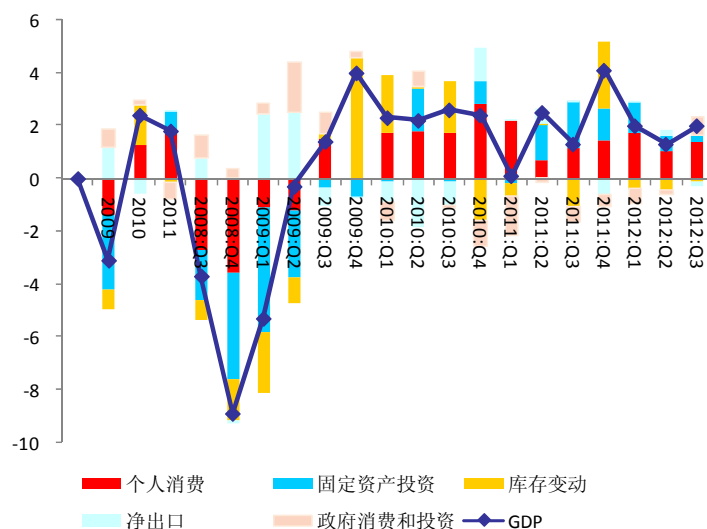


表 1.1：美国第三季度消费各项的贡献

|                 | 2012:Q2 | 2012:Q3 | 对 GDP 贡<br>献的变化 | 占三季度<br>GDP 的比<br>重 |
|-----------------|---------|---------|-----------------|---------------------|
| 个人消费            | 1.06    | 1.42    | 0.36            | 70.7%               |
| 商品              | 0.08    | 1.03    | 0.95            | 25.3%               |
| 耐用品             | -0.02   | 0.63    | 0.65            | 10.0%               |
| 机动车及零部件         | -0.26   | 0.18    | 0.44            | 2.7%                |
| 家具及家用设备         | -0.01   | 0.13    | 0.14            | 2.1%                |
| 休闲品和车辆          | 0.16    | 0.28    | 0.12            | 4.2%                |
| 其他耐用品           | 0.10    | 0.04    | -0.06           | 1.2%                |
| 非耐用品            | 0.10    | 0.40    | 0.30            | 15.5%               |
| 食品饮料            | -0.03   | 0.07    | 0.10            | 5.0%                |
| 服装和鞋            | -0.12   | 0.14    | 0.26            | 2.6%                |
| 汽油和其他能源         | 0.23    | 0.01    | -0.22           | 2.0%                |
| 其他非耐用品          | 0.02    | 0.18    | 0.16            | 5.9%                |
| 服务              | 0.99    | 0.39    | -0.60           | 45.5%               |
| 家庭服务消费          | 0.69    | 0.20    | -0.49           | 43.2%               |
| 非盈利机构提供给家庭的服务消费 | 0.29    | 0.19    | -0.10           | 2.3%                |

资料来源：美国经济分析署、申万研究

表 1.2：美国第三季度投资各项的贡献

|           | 2012:Q2 | 2012:Q3 | 对 GDP 贡<br>献的变化 | 占三季度<br>GDP 的比<br>重 |
|-----------|---------|---------|-----------------|---------------------|
| 企业总投资     | 0.09    | 0.07    | -0.02           | 14.0%               |
| 固定资产投资    | 0.56    | 0.20    | -0.36           | 13.6%               |
| 非住宅       | 0.36    | -0.13   | -0.49           | 10.9%               |
| 建筑        | 0.02    | -0.13   | -0.15           | 2.5%                |
| 设备和软件     | 0.35    | 0.00    | -0.35           | 8.4%                |
| 信息处理软件和设备 | -0.09   | -0.04   | 0.05            | 4.5%                |
| 计算机和外围设备  | -0.12   | -0.13   | -0.01           |                     |
| 软件        | 0.11    | 0.12    | 0.01            | 2.2%                |
| 其它        | -0.08   | -0.03   | 0.05            | 1.4%                |
| 工业设备      | 0.16    | 0.00    | -0.16           | 1.2%                |
| 运输设备      | 0.19    | -0.10   | -0.29           | 1.4%                |

|             |       |       |             |       |
|-------------|-------|-------|-------------|-------|
| 其它设备        | 0.09  | 0.14  | 0.05        | 1.3%  |
| 住宅          | 0.19  | 0.33  | 0.14        | 2.7%  |
| <b>库存变动</b> | -0.46 | -0.12 | <b>0.34</b> | 0.3%  |
| 农业          | -0.17 | -0.42 | -0.25       | -0.1% |
| 非农业         | -0.29 | 0.30  | 0.59        | 0.5%  |

资料来源：美国经济分析署、申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

李慧勇、谢伟玉：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。