



# 繁荣顶点后的再平衡：2022 年美国经济发展展望



【财新网】(专栏作家 罗志恒) 展望 2022 年, 美国经济总量与结构将如何演绎? 供应链能否全面恢复? 地产投资、制造业投资周期景气度如何? 服务消费能否接力商品消费? 劳动力短缺能否解决? 财政政策与货币政策又将如何转向?

美国经济再平衡, 2022 年温和修复, 预计实际 GDP 增长 3.5%

2021 年美国高增长、高通胀是由于疫后复苏过程中的供需错配所致。需求侧受到地产投资景气、耐用品消费需求旺盛的拉动; 而供给侧仍受到原材料供应不足、物流拥堵、劳动力短缺的三大瓶颈制约。展望 2022 年, 美国经济将从繁荣的高点回归温和修复, 投资、消费、就业领域开启三大再平衡。预计 2022 全年实际 GDP 同比回落至 3.5% 左右, 预测值较低是基于明年供需两大方面拖累, 需求侧补贴停发后商品消费退坡偏快, 供给侧疫情导致劳动力供给恢复偏慢。

2022 年投资端再平衡, 从地产到基建与制造业, 地产向下、基建与制造业向上。一是地产投资降温。财政货币政策对地产需求的支持弱化, 房地产投资将于明年初开始见顶回落。疫情缓解, 人口将从郊区回流城市, 独栋住宅需求弱化, 开工将继续下行。二是基建投资需求抬升。增量来自于五年期 5500 亿美元的基建投资计划落地。三是制造业投资有支撑。制造业投资主要受益于整体产能利用率还在修复, 补库存也将持续进行。明年供应链瓶颈以及物流拥堵缓解, 也将支撑制造业投资向好。

2022 年消费端再平衡, 从商品到服务消费, 商品消费弱化、服务消费

走强。一是商品消费特别耐用品需求会大幅退坡。居民净储蓄率回落至历史中枢，通胀持续冲击消费意愿。二是服务消费还将继续修复。明年疫苗加强针将进一步推广，疫情对服务的影响将进一步钝化，受益于社交解封，居民出行、餐饮娱乐等服务需求仍将稳步复苏。

2022 年就业端再平衡，从居家到线下办公，劳动力结构性短缺问题依然严重。一是劳动参与率修复偏慢，源于美国人口老龄化、经济尚未恢复、疫情导致提前退休三方面共同作用。二是非农就业整体大幅改善，但结构上，劳动力紧缺在交运和仓储行业较为明显，职位空缺数和离职率居历史高位，工资上涨加快。明年劳动力缺口将继续修复，有助于美国运输体系效率提升和全球供应链的恢复。

今年美国通胀起因固然有需求旺盛的因素，但矛盾主要在于供给，供给不足使得能源价格上行周期、汽车销售复苏周期、地产投资景气周期“三期叠加”，推高了本轮通胀。目前汽车供应瓶颈大幅缓解，能源周期还处于顶部但供给正在改善，地产周期明年将会出现拐点。因此，明年通胀中枢将下降，呈现前高后低的走势。考虑到今年二季度 CPI 的基数高，预计明年二季度将是价格加速回落的拐点。但需要警惕疫情升级再度冲击供应链导致通胀持续超预期的风险。

明年美国经济再平衡的底层假设，在于疫情对企业和居民的影响逐步消退。基于此，企业供应链恢复、物流拥堵缓解推动生产投资，居民从商品消费转到服务消费，就业意愿继续改善。需要警惕的是：其一，若未来



疫苗加强、特效药等仍无法有效支持“与疫情共存”，居民消费或将不及预期；其二，若全球供应链再度断裂、港口用工和物流问题难解，企业投资也将不及预期；美国经济增长甚至会进入更加不平衡的低增长状态。

美国政策走向：货币政策“鸽派紧缩”，财政加码或开启加税

货币方面，2022 年流动性拐头向下。目前 Taper 已经被市场预期计入，短期通胀预期抬升了市场的加息预期。当前美联储政策立场更加偏向鸽派，我们基准判断是美联储 2022 年上半年完成 taper、年末加息 1 次。

加息次数和节奏或有波折。一方面，历史上，美国加息的目的多是为了遏制经济快速上行以及通胀的抬头，美国本轮高通胀深受供给约束影响，明年供需矛盾缓解，通胀将出现回落，货币正常化有待于充分就业实现；另一方面，明年 11 月将进行国会中期选举，加息带来的风险不利于民主党赢得选举，将面临较大的政治压力。

财政方面，基建财政支出扩张，带动基建投资增长。拜登签署了包含 5500 亿美元新增基建投资的法案，由此带来未来 5 年基建投资的年均复合增速将新增 2 个百分点。

预计拜登的“重建美好法案”将于 2022 财年通过，财政资金来源受限将开启加税。若该法案实施，将在 2022-2026 年的 5 个财年每年新增 1000 亿美元以上的赤字。当前美国债务上限问题悬而未决，该法案将被迫依赖加税筹资。对资本市场影响最大的企业所得税率并未纳入法案，法案

中的全球最低税率 15%也只对大市值的跨国企业征收，预计加税的负面冲击有限。

### 大类资产配置建议

明年通胀压力将逐渐回落，美债利率先上后下，美元指数也将趋于平稳。但是通胀超预期走强、加息的风险依然值得警惕。

美元指数明年上行后趋于平稳。明年美元指数上涨动能将来自于美国与非美经济体经济增长和货币政策的差异。

美债收益率跟随通胀预期和实际利率波动，先上后下，年末加息前后或有反弹。明年疫情缓解带动经济温和复苏，随着政策刺激退出，美国经济增长边际放缓，叠加通胀回落，美债收益率重新下行。

美股方面，明年流动性收紧，而盈利分化将驱动美股呈现结构性行情。明年尽管美国经济增速、通胀都将回落，但原材料成本压力、供应链紧张将逐渐缓解，企业扩产能与补库存将进一步深化，中游企业盈利有支撑。对于 A 股而言，主要矛盾不在于美联储，后续走势的关键在于国内稳增长

**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\\_30133](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30133)

