



## 宏观研究

【粤开宏观】繁荣顶点之后是再平衡：  
2022 年美国宏观经济展望

2021 年 11 月 24 日

## 投资要点

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：方堃

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】从政策寻底到经济寻底：

10 月经济数据解读》2021-11-15

《【粤开宏观】中美关系释放缓和信号：双方诉求及影响展望》2021-11-16

《【粤开宏观】2022 年中美通胀与大类资产展望：亢龙有悔，盈不可久》2021-11-19

《【粤开宏观】中国财力分配关系：“六省一市养全国”的表象与真相》2021-11-19

《【粤开宏观】“跌跌不休”何时了：猪周期拐点判断及对 CPI 的影响》2021-11-22

## 导读

2021 年美国宏观经济超预期，有利因素体现在需求侧居民消费热情高涨，源于政府刺激力度大；不利因素集中体现在“缺芯片”“港口堵”等供给瓶颈持续时间较长，引发通胀超预期。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？我们预判 2022 年美国宏观经济趋势，分析明年美国财政货币政策走向，并对明年大类资产配置做出判断。

## 摘要

## 一、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 年全年实际 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。三是制造业投资的支撑来自于补库存。制造业投资整体产能利用率还在修复，但新订单需求高位放缓。明年制造业的支撑将主要来自于供应链瓶颈以及物流拥堵缓解。

**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。**

一是居民净储蓄率回落至历史中枢，通胀持续冲击消费意愿，商品消费特别耐用品需求会大幅退坡。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，但是结构上，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。目前汽车供应瓶颈已经缓解，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，经济供需缺口弥合。**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，若未来疫苗加强、特效药等仍无法有效支持“与疫情共存”，企业投资、居民消费或将不及预期，美国经济增长甚至会进入更加不平衡的低增长状态。

## 二、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。**目前阶段 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。**当前美联储官员更加偏向鸽派，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。**该法案若实施，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计划，计划中的全球最低税率 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。

## 三、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在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。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，但原材料成本高涨、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，企业盈利仍有支撑。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和宽信用的推进，目前看中国明年上半年 CPI 温和回升，稳增长背景下货币政策宽松，消



费类板块预计有较好表现。

大宗商品方面，明年全球工业品价格顶部大概率出现。工业金属价格顶部与全球实际 GDP 增速顶部接近。预计明年全球经济基本面走弱推动工业金属需求回落，美联储 Taper 收紧流动性，工业金属价格将见顶回落，其中具有减碳限产支撑的品种相对强势。

**风险提示：**美国通胀持续时间超预期导致美联储提前加息；党派之争导致财政支出不及预期；全球能源危机加剧；供应链更加碎片化



## 目 录

一、2022 年美国温和修复，结构再平衡.....	6
(一) 投资再平衡：房地产投资周期见顶回落，制造业投资接力，供应链对工业生产的拖累将缓解.....	6
1、地产投资周期见顶，人口回流城市降低独栋住宅需求.....	6
2、制造业投资发力，取决于供应链的修复.....	7
(二) 消费再平衡：商品消费降温，服务消费恢复，通胀压力缓解.....	10
1、商品消费随储蓄率下降而回落，服务消费继续复苏.....	10
2、通胀明年前高后低，中枢下行.....	12
(三) 就业再平衡：结构性恢复，服务业用工紧缺加剧工资上涨.....	15
二、美国政策走向：加税加息周期和流动性拐点，货币退出宽松而开启加息，财政空间受限而被迫加税.....	18
(一) 美联储开启加息周期：Taper 上半年结束，加息或有波折.....	18
(二) 财政空间受限：“重建美好”基建计划落地，加税筹资更加迫切，基建投资增长.....	20
三、资产配置展望：美元指数上行后趋于平稳、美债利率先上后下、美股延续结构性行情.....	22

## 图表目录

图表 1：独栋住宅是新屋开工的主要类型.....	7
图表 2：独栋住宅开工同比已跌入负增长，而多单元住宅开工同比高增.....	7
图表 3：美国供应商交付分项 PMI 仍处于历史高位.....	8
图表 4：美国 PPI 上涨从上游采矿业扩大到中游制造业.....	8
图表 5：美国制造业的产能利用率大幅提升.....	9
图表 6：美国东西海岸集装箱班轮准点率低、港口拥堵严重.....	9
图表 7：补库存周期将持续到 2022 年.....	10
图表 8：明年美国居民净储蓄将回归历史均值，制约消费能力.....	10
图表 9：耐用品消费增速已经拐头向下，服务消费稳步复苏.....	11
图表 10：美国消费者信心指数降至近十年以来最低值.....	12
图表 11：美国能源类 CPI 创新高.....	13
图表 12：美国汽车类零售额大幅增长.....	13
图表 13：房价是房租 CPI 的领先指标.....	14
图表 14：10 月克利夫兰联储粘性 CPI 和截尾 CPI 均创出新高.....	14
图表 15：2020 年 2 月以来劳动参与率下降的因素分解.....	15
图表 16：非农离职率上升伴随着工资同比加快上升.....	16
图表 17：近期美国休闲住宿、零售、运输仓储行业职位空缺率高.....	16
图表 18：近期美国运输仓储业、休闲酒店业工资大幅上行.....	17
图表 19：当前美国疫苗接种普及率较其他发达国家还有较大提升空间（截至 11 月 18 日）.....	17
图表 20：当前市场预期的美联储明年利率决议加息的概率（当前为 2021 年 11 月 18 日）.....	18
图表 21：市场对明年加息的概率随着通胀预期升温而加剧.....	18
图表 22：美联储 FOMC 成员针对未来政策利率目标的分布（2021 年 9 月）.....	19
图表 23：拜登“重建美好”计划已出台三大财政支出法案的用途.....	20



图表 24：当前美国联邦债务占 GDP 的比例超 125% .....	21
图表 25：拜登“重建美好”计划将导致财政赤字短期大幅增加.....	21
图表 26：拜登“重建美好法案”加税主要通过打击企业和富人避税 .....	22
图表 27：近期美元指数上行，人民币汇率并未跟随贬值.....	23
图表 28：金属价格与全球实际 GDP 增长走势相关 .....	24





## 一、2022 年美国温和修复，结构再平衡

回顾 2021 年，美国经济呈现“三高—低”的格局，即高增长、高通胀、高债务、低利率。2021 年下半年美国经济出现了非典型的滞胀特征，之所以称之为非典型，是由于受到疫情影响，供给不足、供给效率下降，尚未达到充分就业水平。

高增长、高通胀是由于疫后复苏过程中的供需错配所致。具体来看，2021 年美国恢复性增长的繁荣之中仍存在三大不均衡。

**投资不均衡：**房地产景气和汽车制造的“一热—冷”。美国私人住宅新屋开工突破了次贷危机前的水平，房地产投资热度较高。制造业产能利用率整体恢复到疫情前水平，但汽车制造业的投资则受到供应链瓶颈（缺芯）的负面冲击。

**消费不均衡：**商品消费和服务消费的“一热—冷”。疫苗接种率的提升带动居民出行、经济复工，然而服务消费并未出现大幅反弹，反而是商品消费需求日益高涨，而财政补贴居民收入，进一步放大了商品的供需缺口，通胀也创出历史性高点。

**就业不均衡：**劳工部发布的非农就业数据显示就业在缓慢复苏，失业率持续下行，服务业的职位空缺率高。劳动力市场供需不平衡，辞职率持续升高，结构性缺工、摩擦性失业、工资上涨预期共振，加剧了通胀担忧。疫情导致了高危人群特别是中老年人的就业意愿低迷，一些低技能的服务业行业劳动力短缺严重。

**2022 年美国关键词是温和复苏、结构转换，供需缺口弥合，经济回归潜在增速，整体上有韧性，结构上有变化。**政策刺激退出、居民储蓄余额不足、地产开工和销售见顶、制造业上产能补库存已经启动。明年的增长动力也将切换，地产投资切换到制造业、基建投资，商品消费切换到服务消费。政策方面，加息与加税周期或将开启。

**预计经济修复最快的节奏已经过去，2022 年三大不均衡将逐步修复，全年 GDP 实际同比 3.5%。**我们测算 2022 年美国实际 GDP 环比折年率将从 2021 年前三季度的 5% 逐步回落至 3%，2022 年全年实际 GDP 同比回落至 3.5% 左右。而世界银行预测明年美国经济实际增长 4.2%，IMF、OECD 预测值分别为 5.2%、3.56%。我们预测值偏低主要是基于通胀影响下消费退坡偏快、美国就业市场恢复偏慢。

### （一）投资再平衡：房地产投资周期见顶回落，制造业投资接力，供应链对工业生产的拖累将缓解

#### 1、地产投资周期见顶，人口回流城市降低独栋住宅需求

疫情以来的地产繁荣与三大因素有关。一是由疫情催生的需求，美国居民在疫情封锁时期选择离开城市而去郊区暂居，而郊区的房产库存根本无法满足巨大的需求。二是疫情期间拜登政府出台的大规模财政补贴计划保障了民众收入的稳定，给予民众投资的信心。三是低利率降低了建筑商的融资成本，住房抵押贷款利率下行也刺激了居民购房需求。

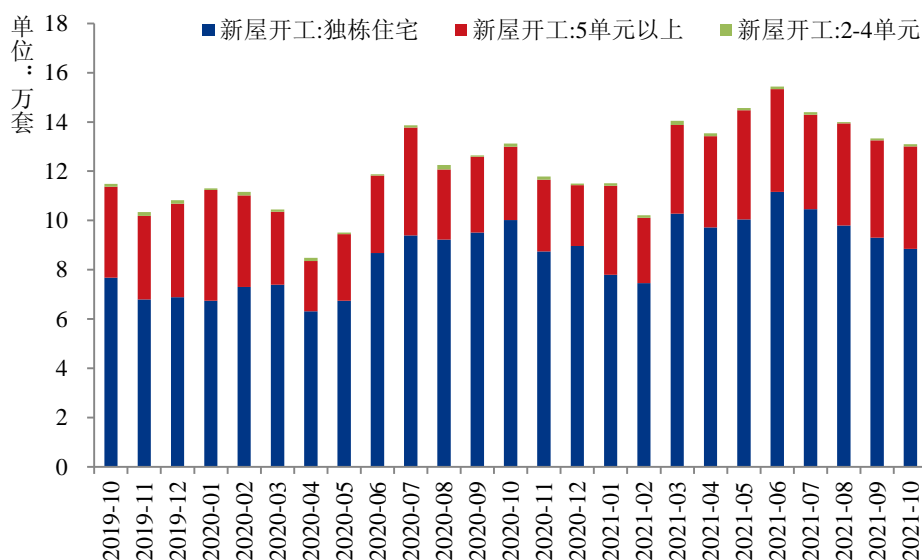
展望 2022 年，财政货币政策对地产需求的支持弱化，房地产投资将于明年年初开始见顶回落。供给方面，由于新建房屋对经济的拉动不仅体现在最直接的建造环节上，后续的家具购置、装潢都将对经济产生影响，因此，新屋开工的表现往往领先于经济增速。

**新屋开工的主力独栋住宅下降，而多单元的租赁公寓续期增长。**根据月度新屋开工报告，独栋住房约占住宅开工的 70%。独栋住宅开工同比增速已降至负增长区间，反而是此前较弱的多单元住宅需求在复苏。同时，新屋供给受到上游原材料价格上涨、用工



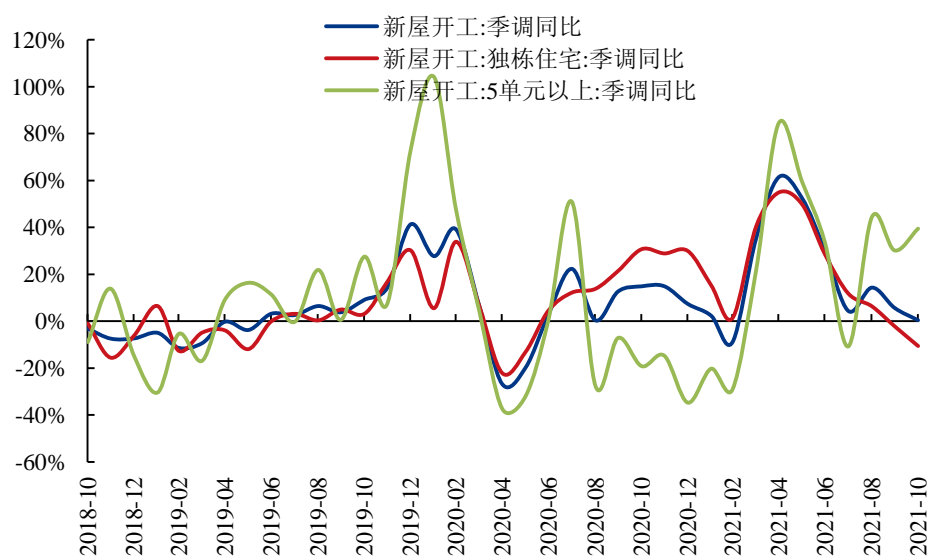
紧缺等方面的影响，供给难以出现爆发式增长。地产投资的结构变化，疫情后居家办公驱动的独特地产高景气逻辑已经不再适用。

图表1：独栋住宅是新屋开工的主要类型



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：独栋住宅开工同比已跌入负增长，而多单元住宅开工同比高增



资料来源：wind、粤开证券研究院

地产需求方面，目前拜登政府的财政补贴已停止，美联储开始实施 Taper，抵押贷款利率已经开始见底回升，宏观政策上对房地产市场的刺激减弱。并且自今年三季度以来，在疫情得到有效控制后，郊区的房产热也随着人口回流市区开始放缓。

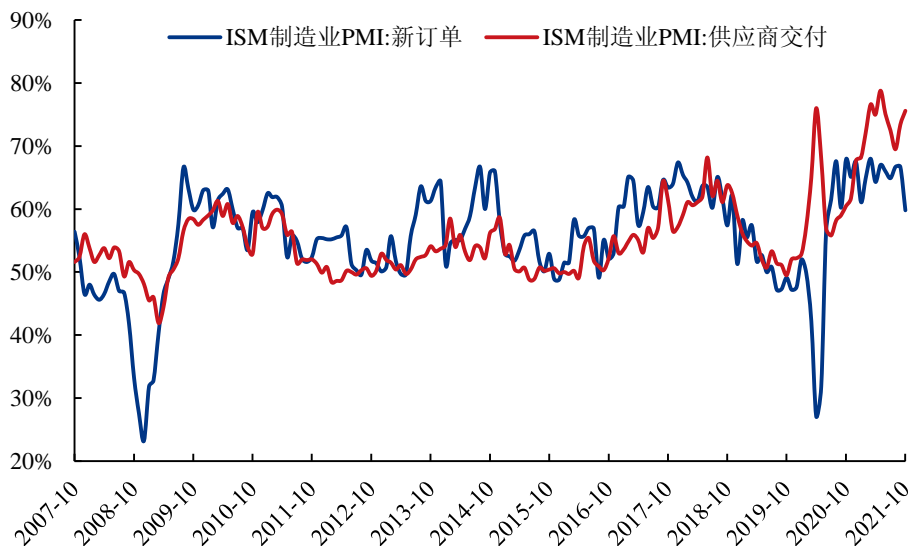
## 2、制造业投资发力，取决于供应链的修复

今年美国制造业需求处于高位，但供应链瓶颈以及通胀压力沿着产业链上下游传导。从 PMI 领先指标来看，10月制造业新订单指数大降近7个百分点，已出现边际放缓迹象，



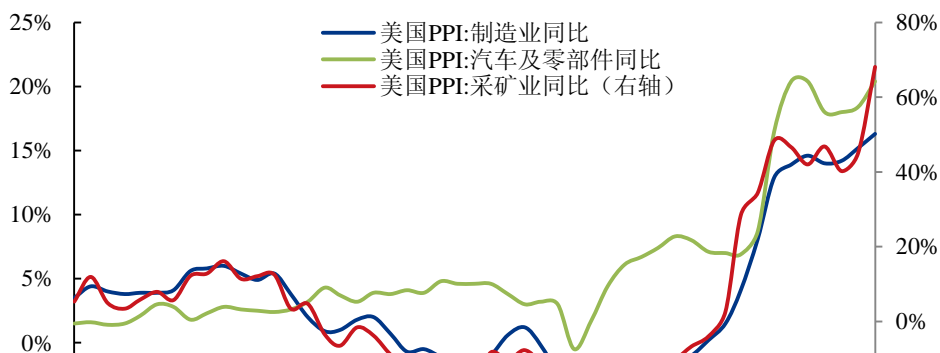
疫情后的高需求或将逐渐回归常态。美国 10 月制造业供应商交付分项指数为 75.6，创 5 月以来的新高，显示交付时间增加，供应链受疫情的冲击效率持续降低。制造业企业面临原材料上涨、劳动力短缺、物流拥堵等问题而被迫延长交付时间。从 PPI 价格来看，上游采矿业 PPI 同比增速仍在大幅加快，而中游制造业 PPI 也在继续上行，显示制造业上下游通胀压力加大，而供应链瓶颈也加剧了汽车零部件行业的涨价。

图表3：美国供应商交付分项 PMI 仍处于历史高位



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：美国 PPI 上涨从上游采矿业扩大到中游制造业



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\\_30055](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30055)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn