

最大的分歧在海外——2022 美国宏观展望

证券研究报告

2022 年 1 月 24 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《风险定价-成长股底部价值背离明显, 企稳反弹可期》 2021-1-19
- 2 《一致预期正在瓦解, 新的预期正在重构》 2021-1-17
- 3 《调整政策利率有何重要意义和影响?》 2021-1-17

对联储而言, 3 月 FOMC 会议前 (只能看到 2 月通胀数据) 并没有足以改变其对通胀担忧的数据出现, 因此其选择在 3 月加息一次的可能性较大, 也能避免后续通胀超预期带来的政策失误。

二季度是联储观察通胀、经济和就业的时间窗口, 相应调整其最终的加息次数和节奏。经济是制约联储连续快速紧缩的现实问题, 当前全球制造业周期回落, 拜登政府财政支持力度减弱, 美国经济大概率减速, 进入疫后经济新常态, 通胀的快速下滑会降低联储连续加息的必要性。

联储在紧缩初期的预期引导过度, 超出实际情况, 未来预期会逐渐向现实靠拢, 过度反应的加息会逐渐回归正常, 我们认为今年美国货币政策会经历先紧后松的转变。

风险提示: 美国通胀超预期, 美联储紧缩超预期, 美国财政刺激超预期

对 2022 年的中国经济，基本还只是“目标 5.0% 还是 5.5%”这样程度上的差异，对 2022 年的美国经济，几乎是方向上的分歧。

各家机构对 2022 年美国经济增速预测，最高的 IMF 预测 5.2%，大摩预测 4.6%，世界银行预测 4.2%，联储预测 4%，OECD、高盛、JP 摩根给出 3.6%–3.8%，这么大的差异历史罕见。

2021 年美国经济从疫情中快速复苏，在低基数下预计增速 5.5% 左右，2022 年是美国结束疫情回归正常化的第一年，各家机构对增速预测相差 1% 以上，说明对“复苏还是衰退”的方向存在分歧。

对美国经济的方向分歧，直接影响到今年美国货币政策的判断——美联储到底是持续收紧，还是先紧后松。

图 1：各机构对 2021 和 2022 年美国 GDP 增速的预测（%）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

造成分歧的原因是什么？疫情打乱了复苏的结构和节奏，思维方式的差异带来结论的不同。如果看经济复苏的结构，总有好的和差的，快的和慢的，但经济是一个整体，整体只会有一种描述，就像描述天气一样，可以是晴转阴或者雨，但不能既是晴又是雨。

对于宏观经济，特别是疫情后的新常态，不能简单拆分成块，因为各部分是相互作用的，不会独立发展，比如因为疫情打乱了复苏节奏，消费和制造业率先回落，财富效应和收入预期因此发生改变，生活服务和房地产还能逆周期向上吗？

系统思维要用整体分析，而不是只看个体线性外推，整体分析重要的是抓住主要矛盾。过去两年，美国经济的旧主要矛盾是财政赤字拉动了居民消费，消费既拉动了美国企业订单和资本开支，也拉动了中国的出口，并加剧了全球供应链问题。如果没有新一轮产业周期或新一轮财政周期的接续，这条主线大概率要褪去，回归经济本来的面貌。

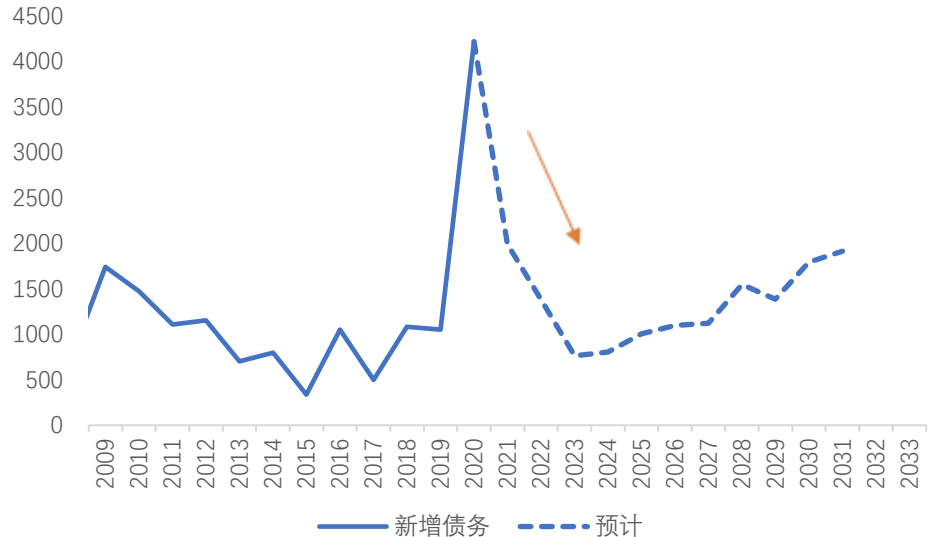
站在疫情后的时点，美国经济的新主要矛盾是什么？不应该是生活服务吃喝玩乐，既受限于时间和精力，疫情后即使恢复正常也不能像消费品一样填坑式消费，也容易受到各种外部因素的影响。决定一个发达国家经济增速和工资水平的，不应该是端盘子和开卡车的低端服务业。也不会是和人口结构有很大关系的房地产。疫后美国经济增长的新动能，要么是具有全球最领先科技的企业引领了新一轮产业周期，比如新能源、生物医药、高端制造、数字经济开启新一轮的产能投资周期，要么是具有全球最强铸币权的政府开启了新一轮财政周期，比如大搞新旧基建和福利社会。

在“财政赤字-居民消费-企业生产-资本开支”这条主线上，我们现在能观察到什么呢？

第一，补贴退出，赤字下降。

2022 年，财政赤字预期下降，尤其是中期选举年使得财政政策发力程度更加不确定，将使得企业利润、居民储蓄和贸易赤字下降，通胀也将趋于回落，这几点都和 2021 年不同。

图 2：CBO 预测 2022 年美国财政发债显著下降（单位：十亿美元）

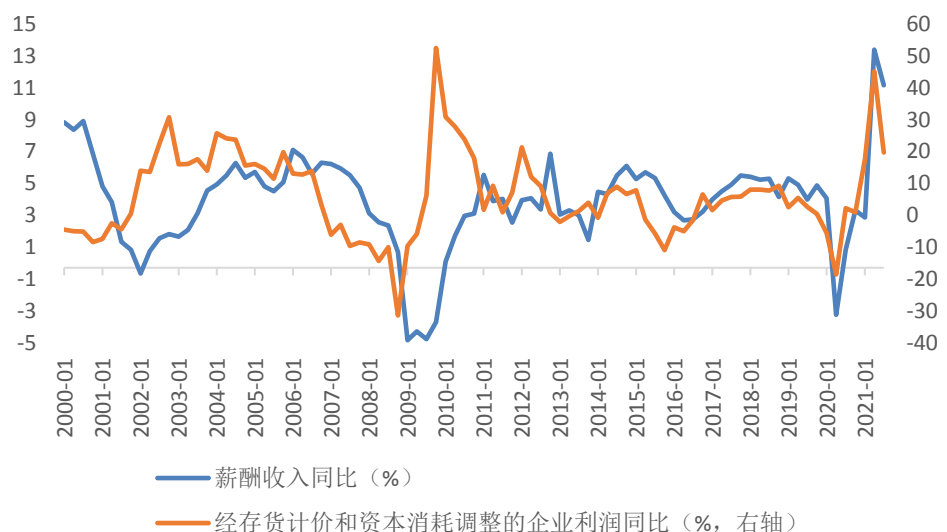


资料来源：CBO，天风证券研究所

第二，居民消费放缓，储蓄消耗，借贷回升。

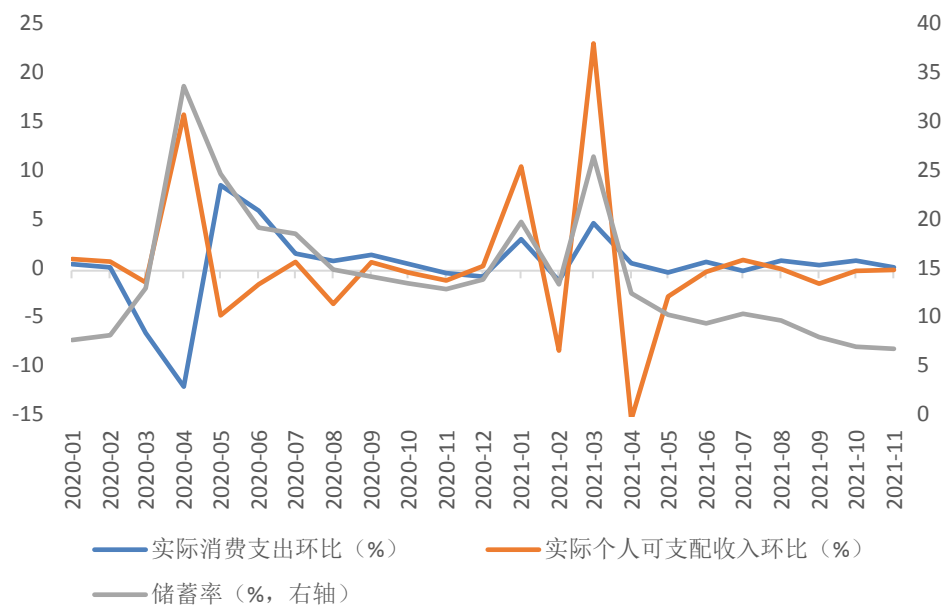
财政刺激退坡，企业利润增速下滑可能导致居民储蓄和薪资增速的下降，影响居民消费预期。居民消费在去年三季度回落后，四季度以来消费仍然低于预期。实际可支配收入因为高通胀的原因，环比增幅为负，消费的增长主要依赖储蓄率的降低和居民信贷透支。居民储蓄率 6.9%，已经回落至疫情前水平，进一步下降空间不大。居民信贷自 2021 年初开始迅速回暖超过 2020 年 3 月的高点，边际增长有限。另外持续高通胀给居民实际可支配收入带来压力，一季度实际消费可能继续走低，二季度通胀压力缓解后实际消费有望小幅回升。

图 3：企业利润领先薪资收入约 1~2 个季度



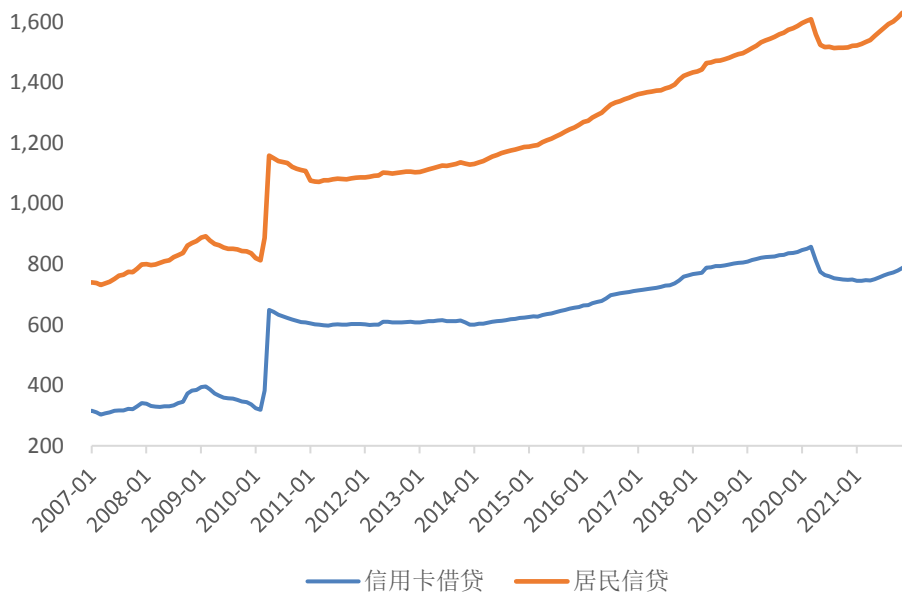
资料来源：Fred，天风证券研究所

图 4：储蓄率和实际可支配收入、支出环比



资料来源：Fred，天风证券研究所

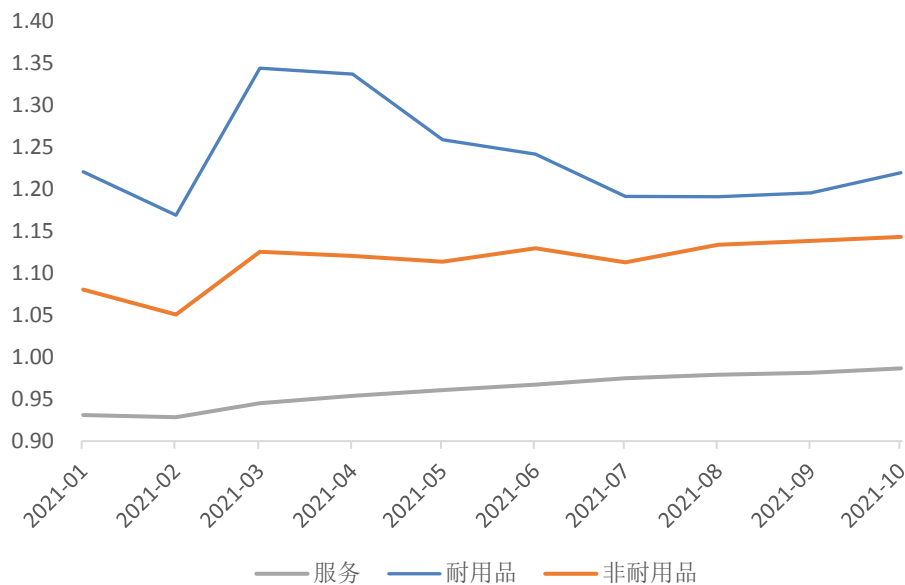
图 5：居民消费信贷自 2021 年初开始快速反弹（单位：十亿美元）



资料来源：Fred，天风证券研究所

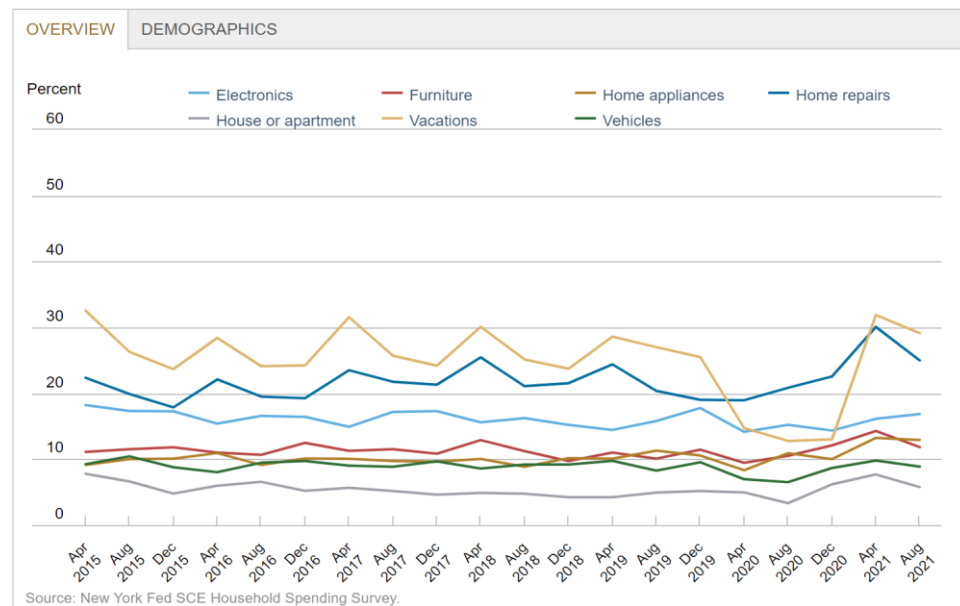
截止 2021 年 10 月，耐用品、非耐用品和服务分别修复到疫情前的 122%、114%和 98.7%。耐用品消费在疫情期间已经过度透支，消费结构将继续偏向服务端和非耐用消费品。预计 2022 年美国消费名义增速 2.85%。

图 6：各项实际消费与疫情前水平（2020 年 2 月）比较



资料来源：Fred，天风证券研究所

图 7：纽约联储居民调查：未来 4 个月购买大型产品的几率在回落

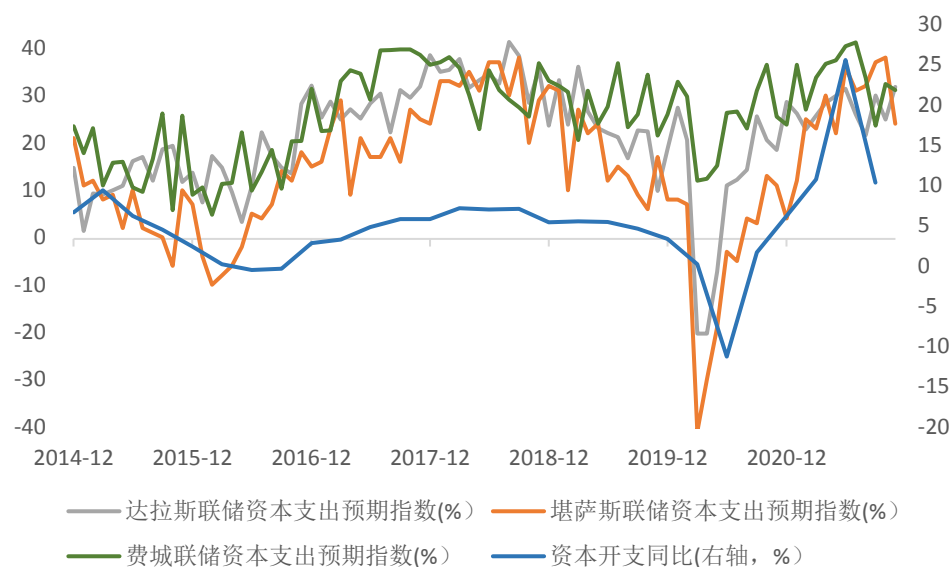


资料来源：New York Fed，天风证券研究所

第三，企业的资本开支放缓。

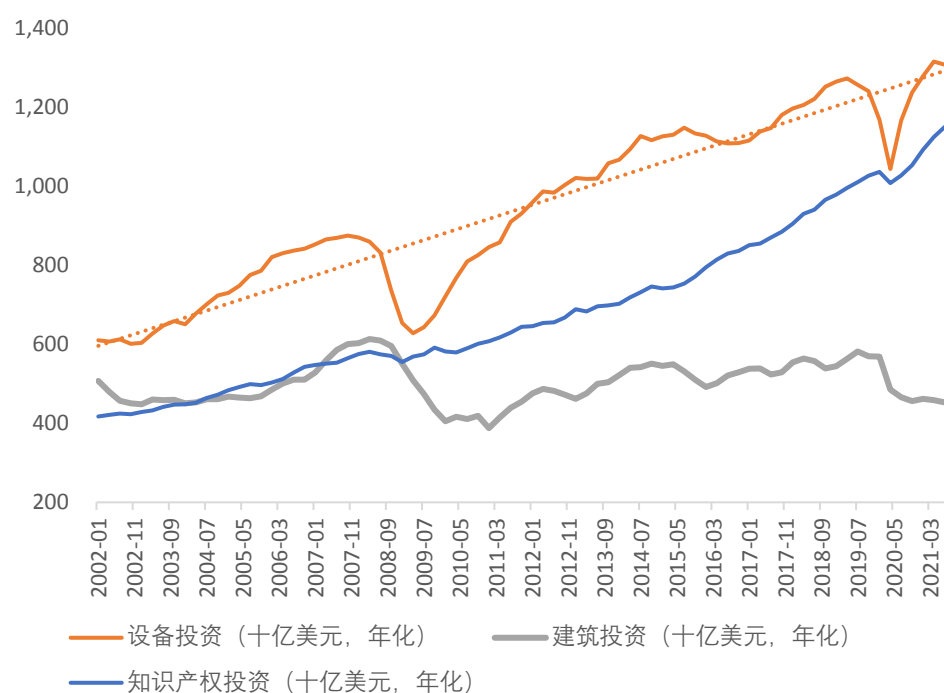
企业资本开支和利润息息相关。疫情有关的各项补贴到期后，三季度美国企业资本开支增速放缓。全球制造业周期开始回落，因此与制造业 PMI 相关的设备投资略有回落。ESG 转型背景下，与能源相关度较高的建筑投资仍显低迷。唯独与大科技公司相关的知识产权投资仍在高速增长，反映出疫情后企业的 K 型复苏和马太效应加速。我们预计 2022 年美国非住宅投资同比增速大致在 2.4%-3.2% 之间。房地产市场经历了 2021 年 Q1-Q2 的回落后，销售已经企稳。今年美联储如果加息缩表将会抬升抵押贷款利率，打消部分投机者的购房意愿，房地产补库存会带来一定的投资增长（6%），但地产投资在经济中的占比很小（3.5% 左右），不是主要矛盾。

图 8：资本开支增速和资本支出预期回落



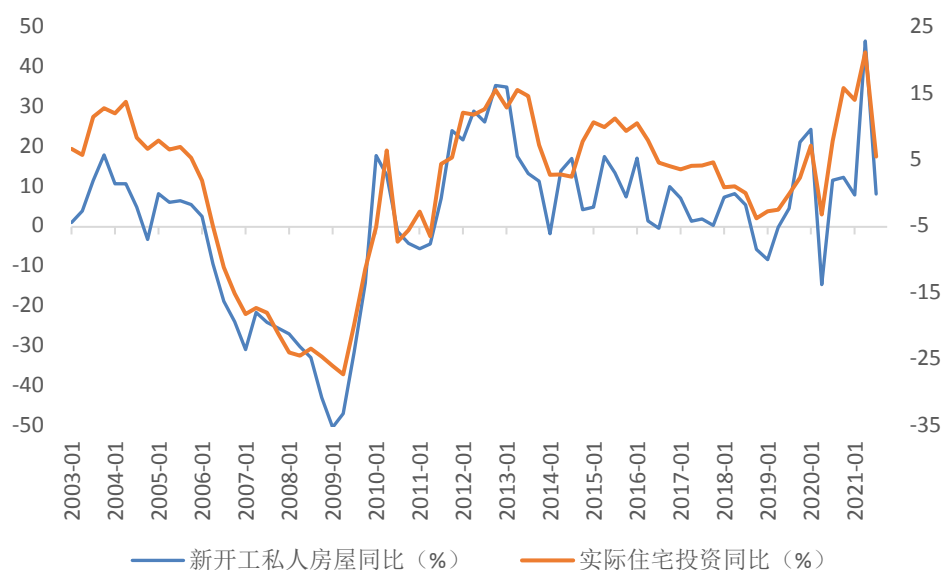
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 9：资本开支分项



资料来源：Fred，天风证券研究所

图 10：房地产新开工与实际住宅投资

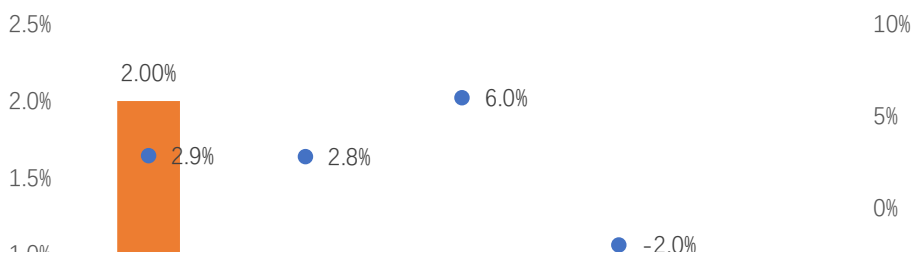


资料来源：Fred，天风证券研究所

美国的出口与能源和半导体周期相关，进口和消费是一体两面，除非能源和半导体等硬科技爆发新技术周期，否则净出口对经济的短期贡献相对稳定。2022 年，预测贸易逆差收窄，对 GDP 增速贡献约 0.7%。

整体而言，预计 2022 年美国经济增速将放缓至 3% 左右，低于开头各家机构的预测值。但也没有失速的风险，必须承认美国在疫苗和特效药上的科技实力最强，而且一旦经济衰退也有能力及时改变货币政策立场，加大财政支出。其中环比增速的高点可能出现在二季度，实际消费因通胀回落略有改善，随后经济增速逐季放缓。

图 11：2022 年美国经济增长预测分拆



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_36550

