



高瑞东：美国经济能承受几次加息？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

核心观点：

截至 2 月 22 日，联邦基金利率期货隐含的 2022 年 12 月隐含政策利率已达到 1.56%，显示市场预期美联储在 2022 年将加息 5-6 次。然而，我们认为，美国 2022 年经济复苏趋弱，疫情反复、供应链和劳动力供需错配问题将持续扰动经济潜在产出的修复节奏。

因此，在美国经济增长动能仍面临较大不确定性的背景下，我们预计，美联储将加息前置，下半年加息节奏放缓，市场对美联储全年激进的加息预期可能会落空。

消费支出结构分化，商品消费增速下行，服务消费缓慢复苏；向前看，消费对 GDP 的提振作用有限

一则，商品消费增速在 2021 年四季度已超疫情前水平，但趋势向下。向前看，商品消费对经济的拉动作用难以延续。第一，供应链紧缩问题短时间内难以缓解，导致商品价格持续走高，抑制商品消费需求。第二，2021 年商品消费规模已达历史高位，大量商品需求已被满足甚至提前透支，短期内难以出现新的增量。

二则，服务消费增速与疫情前相比仍有缺口，预计随着疫情趋缓，后续仍将延续修复态势，但服务消费修复空间有限。一方面，在疫情常态化的背景下，新一轮疫情对服务消费的影响已不及疫情初期，服务消费反弹

的空间有限。另一方面，服务行业就业缺口仍然较大，劳动力供应不足或将拖累服务消费的复苏速度。

三则，疫情期间因政府转移支付和预防性存款增加而形成的“超额储蓄”可能会对未来消费支出带来一定的提振，但潜在支撑作用较弱。

私人投资方面，补库仍将持续，但受供应链和消费制约，进一步提振经济的动能较弱。住宅投资仍有较强支撑，但设备投资上行空间有限。

供应链紧缩问题大概率在 2022 年持续，对商品消费形成压制，不利于美国经济的修复。

制造业方面，供应商交付时间仍受劳动力和原材料短缺影响，而其修复需要 8-12 个月的时间。物流运输方面，水运和陆运均因为港口堵塞和劳动力短缺而面临较大压力，运输受阻的情况预计将持续至下半年。汽车芯片供给抬升需要较长时间，并且持续受全球疫情扰动，预计芯片短缺问题将在 2022 年持续限制汽车供给，进而压制需求。

美联储加息前置，下半年加息节奏放缓，全年 5-6 次的加息预期或将落空

美联储当前货币政策的主要约束，仍来自于美国的产出缺口。基于前文的判断，我们认为，在需求趋弱，供应链紧缩问题持续的背景下，美国经济增长动能仍面临较大不确定性。

从经济复苏的角度来看，若 3 月如期启动加息，则此次加息为逆周期

加息，加息的节奏、时点都可能对经济产生冲击。从通胀的角度来看，我们判断，通胀将在一季度筑顶，2 季度开始回落，因此，美联储缺乏全年激进加息的动力。

基准情形下，我们认为，美联储基于对通胀和经济增长目标之间的权衡，会将加息前置，抑制需求并控制通胀，在通胀得到一定控制后，在下半年放慢加息节奏，确保政策面对经济复苏的支持。

风险提示：全球通胀变化超预期；疫情变化超预期导致经济快速下行；俄乌冲突升级导致经济走势超预期。

一、美国经济复苏势能回落：消费、投资、补库对经济的支撑均有限

在经历了 2021 年强复苏后，美国经济增速将在 2022 年开始趋于回落，但受消费和投资方面的拉动，经济增速仍将高于疫情前水平。

2022 年，商品消费对经济的拉动作用将有所下行，而服务消费后续仍将延续修复态势，但其复苏节奏将较慢，对美国经济的支撑作用有限。私人投资方面，补库仍将持续，但受供应链和消费下滑制约，进一步提振经济的动能较弱。住宅投资仍有较强支撑，但设备投资上行空间有限。另外，供应链紧缩问题将在 2022 年持续，对商品消费形成压制，掣肘经济修复。

图 1：美国经济复苏的环比高点已现，同比接近高点

单位	占比	环比	20-12	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12	20-11	20-10	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	
实际GDP：环比折年率	%	100%	2.9	6.8	5.8	2.3	6.7	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	
实际GDP：同比	%	100%	1.0	1.8	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
个人消费支出：同比	%	70%	4.06	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	
耐用消费品支出	%	13%	4.20	3.8	7.8	38.2	12.8	10.8	10.4	10.7	11.5	14.4	16.8	16.8	11.2	14.8	18.1	13.8	16.8	18.7	16.4	16.8	12.8	8.8	17.8	7.8	7.7	8.2	8.6
非耐用消费品支出	%	17%	3.02	3.12	5.4	6.4	6.7	6.7	6.4	5.8	6.5	6.2	6.5	7.1	3.8	3.0	3.8	3.1	6.8	6.8	3.7	4.8	3.7	3.8	7.8	1.0	2.5	2.8	3.5
服务消费支出	%	37%	1.60	0.52	0.1	8.2	6.2	6.8	6.5	6.7	6.5	6.2	6.5	7.1	3.8	3.0	7.2	7.1	6.8	7.0	7.7	6.5	6.5	16.8	10.8	7.8	2.1	2.2	1.8
私人投资：同比	%	20%	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
住宅投资：同比	%	13%	1.90	0.48	1.5	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
非住宅投资：同比	%	7%	3.0	0.74	1.1	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7	11.7
存货投资：同比	%	4%	0.76	0.87	7.2	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
存货投资：环比	%	3%	0.7	4.25	5.4	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
库存投资：同比	%	12%	1.43	0.18	5.4	1.8	1.2	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
库存投资：环比	%	12%	0.2	2.47	1.0	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
政府消费和资本支出：同比	%	17%	1.14	0.14	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
工业生产	%	-	0.72	5.1	5.1	5.1	1.5	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
制造业PMI	%	-	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8	50.8
非制造业PMI	%	-	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3
制造业	%	-	4.12	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
非制造业	%	-	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3
零售总额	%	-	0.00	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
零售总额：环比	%	-	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9	35.9
零售总额：同比	%	-	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7
零售总额：环比	%	-	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7
零售总额：同比	%	-	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7

资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 1 月；缺口计算方式：2021 年 12 月数据减 2019 年 12 月数据；边际变化计算方式：2021 年 12 月数据减 2021 年 9 月数据
数据说明：标注星号的经济指标，其 2021 年的数据均为两年平均复合增速

1.1、消费对 GDP 的提振作用趋弱，商品消费增速趋势向下，服务消费复苏缓慢。

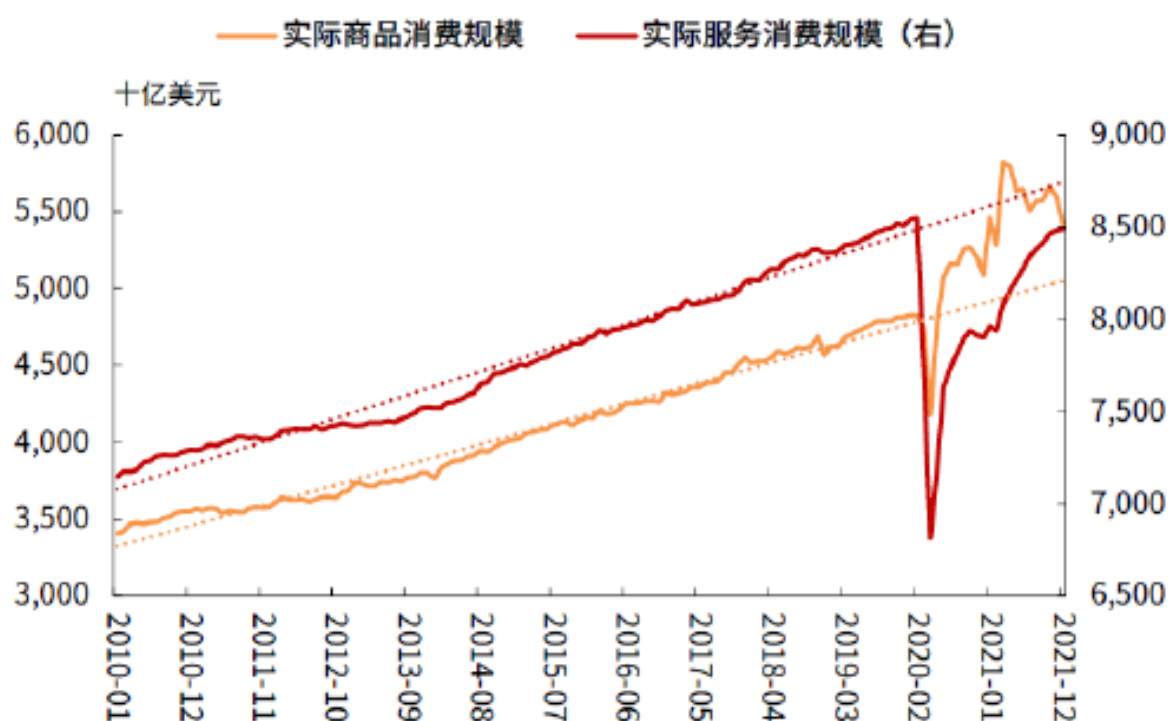
总量层面，2021 年，美国个人消费成为经济增长的主要贡献项，但消费分项呈现结构分化。2021 年美国实际 GDP 增长 5.7%，其中，个人消费支出对 GDP 同比的拉动率为 5.3%，较 2020 年显著上行 7.8 个百分点。由于受到疫情持续蔓延下的社交管控限制影响，较长时间内服务业在供求两端承压，消费需求大量流向实体商品，叠加财政刺激对居民收入的提振，以及供应链紧缩带来的价格上涨，导致商品消费迅速复苏，而服务消费复苏缓慢。

2021 年第四季度，商品消费增速已超疫情前水平，但趋势向下；服务消费增速与疫情前相比仍有缺口，并缓慢复苏。从两年复合平均增速的角度来看，2020 年下半年后，包括耐用品及非耐用品在内的商品消费增速已经明显修复至 2020 年 2 月疫情前水平之上；而服务消费支出增速迟迟未

能恢复至疫情前水平。2021 年二季度以来，耐用品、非耐用品消费的同比增速已经见顶回落，而服务消费支出增速修复较为缓慢，仍有 2 个百分点左右的缺口。

展望来看，商品消费对经济的强拉动作用难以延续，而服务消费修复仍将为经济增长带来贡献，但在疫情常态化的背景下，服务消费修复速度较慢，对美国经济的支撑作用有限。

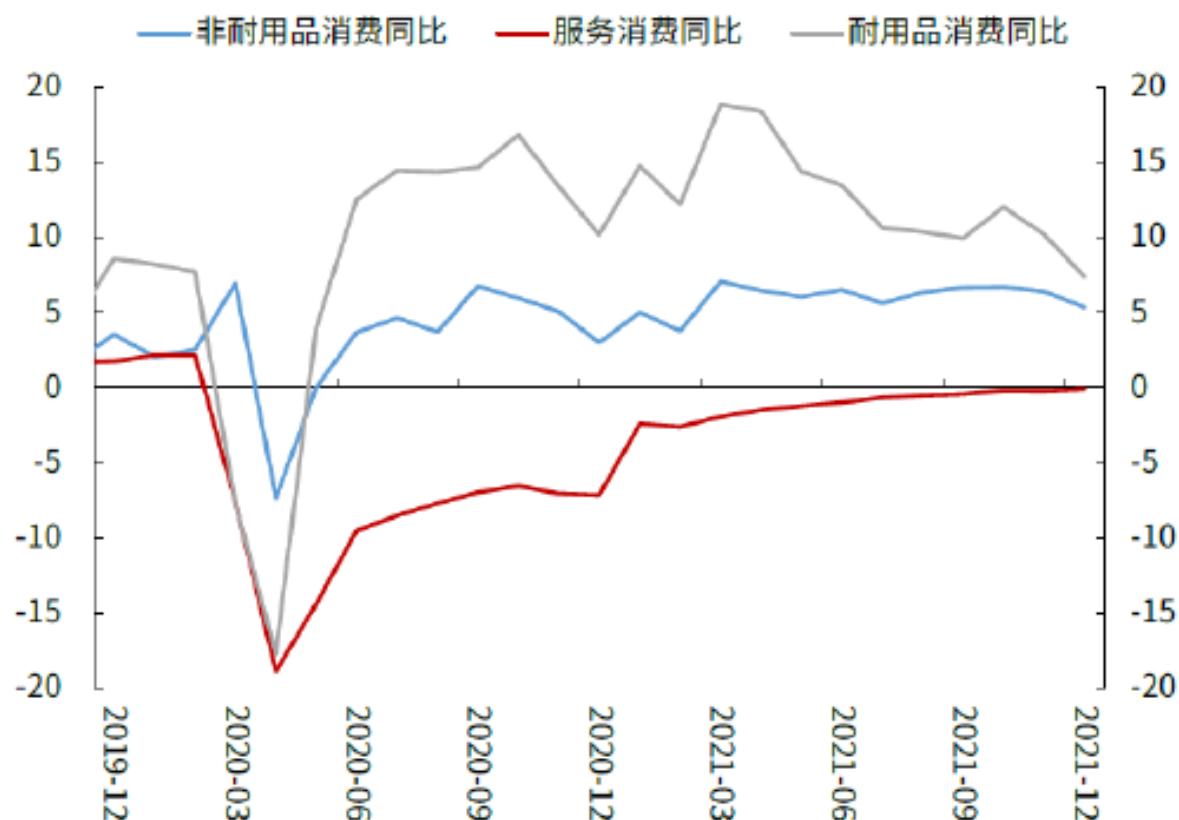
图 2：商品消费规模已超疫情前趋势，而服务消费未达趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

图 3：商品消费增速已见顶回落，服务消费增速仍有缺口



资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

数据截至 2021 年 12 月

供应链紧缩问题、提前透支消费将抑制商品消费

由于供应链紧缩问题在短时间内难以得到缓解，商品消费将大概率延续回落态势。一方面，目前存在的供给瓶颈导致商品价格高企，市场呈现“有价无市”局面，商品消费受到供应链压制；另一方面，前期商品消费规模已达历史高位，大量商品需求尤其是耐用品消费需求已被满足甚至提前透支，短期内难以出现新的增量，需求呈现回落趋势。

疫情以来，商品消费的量价关系经历了从“量价齐缩”到“量缩价涨”的变化，反映出供给限制需求的现象。

疫情初期，多轮财政刺激政策在需求端直接刺激了商品消费的提升，使其迅速摆脱“量价齐缩”的衰退局面，而随着原材料不足和运力受阻等供应链问题逐步凸显，商品消费从“量价齐涨”转向“量随价涨”局面，商品价格因供需矛盾而持续高企。目前，美国商品消费呈现“量缩价涨”态势：耐用品和非耐用品的价格涨幅显著高于服务消费，耐用品的涨价压力尤其明显，而物量指数同比增速却有所回落。

耐用品消费量价关系在商品消费变化中起主导作用，而耐用品消费走势主要由机动车及零部件分项带动。2021年以来，机动车消费量增速在猛涨后迅速滑落，目前机动车分项物量指数同比增速已经连续五个月为负，而价格增速始终高企。

“量缩价涨”反映出机动车市场受到供给端制约影响，向前看，供应链问题和芯片短缺的持续或将限制机动车产量，压制消费。一方面，虽然供应链已经出现逐步好转迹象，但运力供给尚未充分恢复，芯片供给也仍受阻，供给不足压力仍然存在。另一方面，疫情前期的财政刺激和服务消费受阻导致机动车消费需求被提前满足，部分机动车消费支出前置，在价

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_37927

