

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-成长股底部价量背离明显, 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

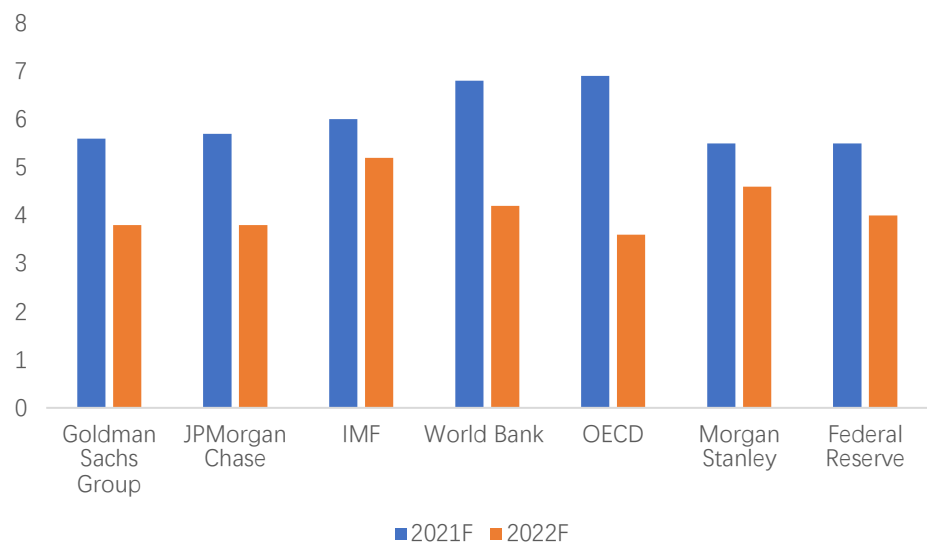
对 2022 年的中国经济，基本还只是“目标 5.0% 还是 5.5%”这样程度上的差异，对 2022 年的美国经济，几乎是方向上的分歧。

各家机构对 2022 年美国经济增长预测，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。

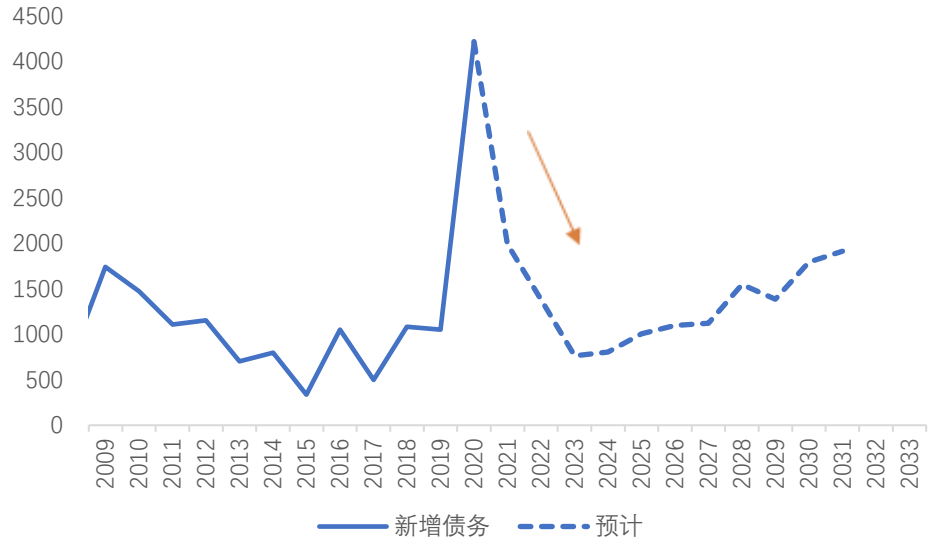
站在疫情后的时点，美国经济的新主要矛盾是什么？不应该是生活服务吃喝玩乐，既受限于时间和精力，疫情后即使恢复正常也不能像消费品一样填坑式消费，也容易受到各种外部因素的影响。决定一个发达国家经济增长和工资水平的，不应该是端盘子和开卡车的低端服务业。也不会是和人口结构有很大关系的房地产。疫后美国经济增长的新动能，要么是具有全球最领先科技的企业引领了新一轮产业周期，比如新能源、生物医药、高端制造、数字经济开启新一轮的产能投资周期，要么是具有全球最强铸币权的政府开启了新一轮财政周期，比如大搞新旧基建和福利社会。

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。

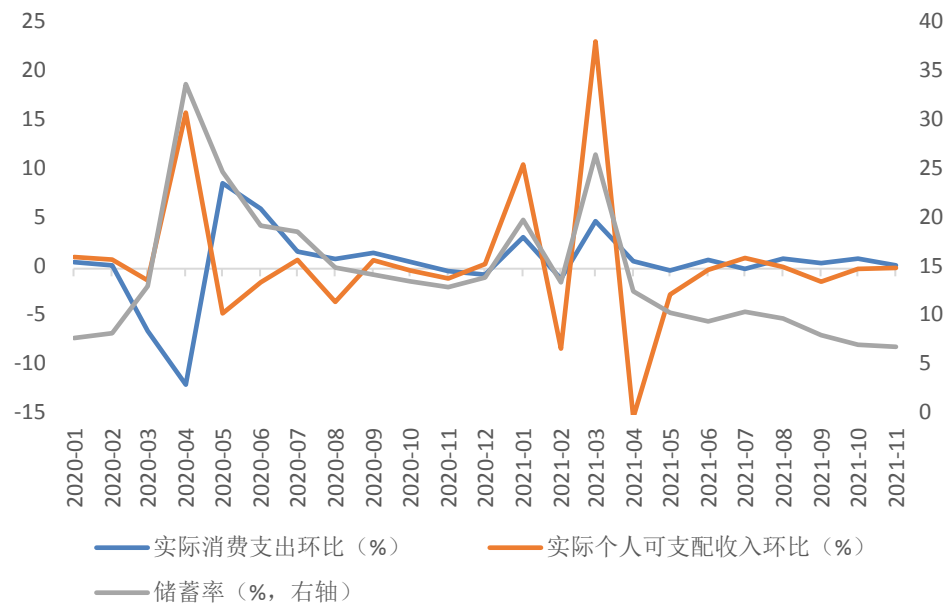
财政刺激退坡，企业利润增速下滑可能导致居民储蓄和薪资增速的下降，影响居民消费预期。居民消费在去年三季度回落后，四季度以来消费仍然低于预期。实际可支配收入因为高通胀的原因，环比增幅为负，消费的增长主要依赖储蓄率的降低和居民信贷透支。居民储蓄率 6.9%，已经回落至疫情前水平，进一步下降空间不大。居民信贷自 2021 年初开始迅速回暖超过 2020 年 3 月的高点，边际增长有限。另外持续高通胀给居民实际可支配收入带来压力，一季度实际消费可能继续走低，二季度通胀压力缓解后实际消费有望小幅回升。

图 3：企业利润领先薪资收入约 1~2 个季度



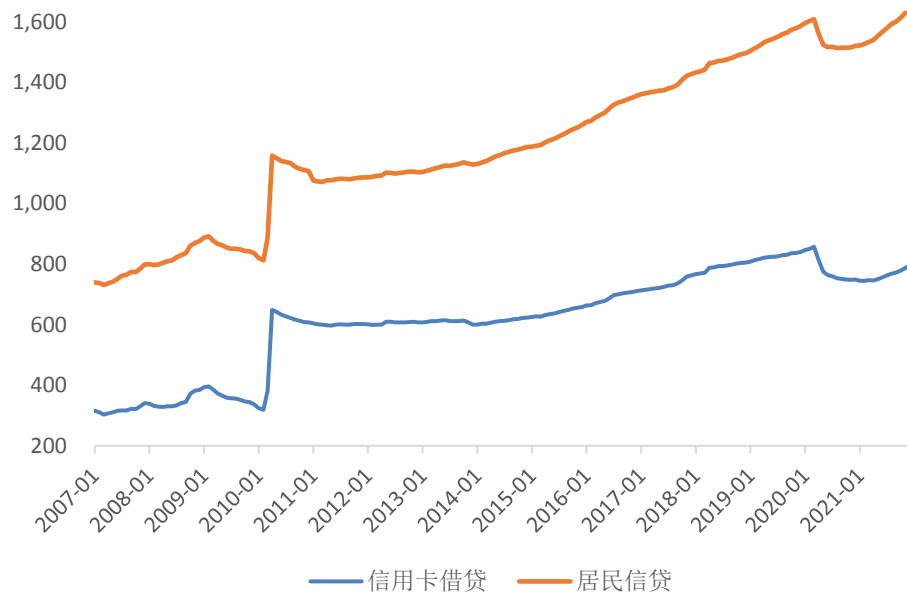
资料来源：Fred，天风证券研究所

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

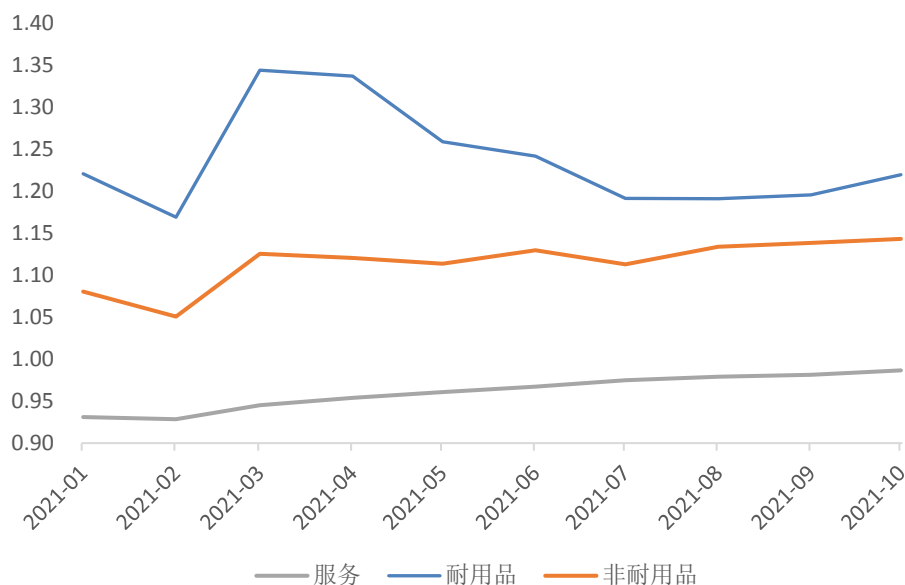
图 5：居民消费信贷自 2021 年初开始快速反弹（单位：十亿美元）



资料来源：Fred，天风证券研究所

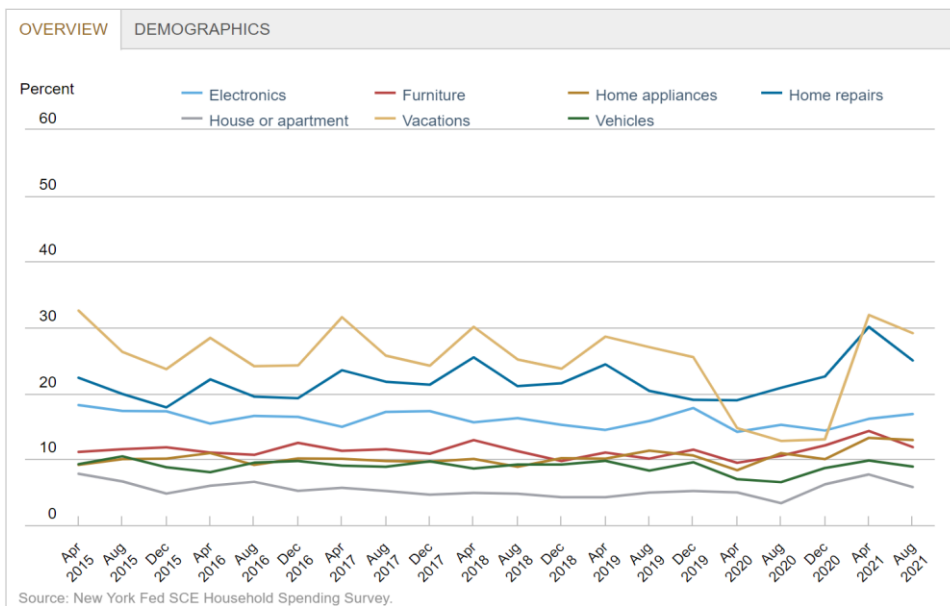
截止 2021 年 10 月，耐用品、非耐用品和服务分别修复到疫情前的 122%、114%和 98.7%。耐用品消费在疫情期间已经过度透支，消费结构将继续偏向服务端和非耐用消费品。预计 2022 年美国消费名义增速 2.85%。

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

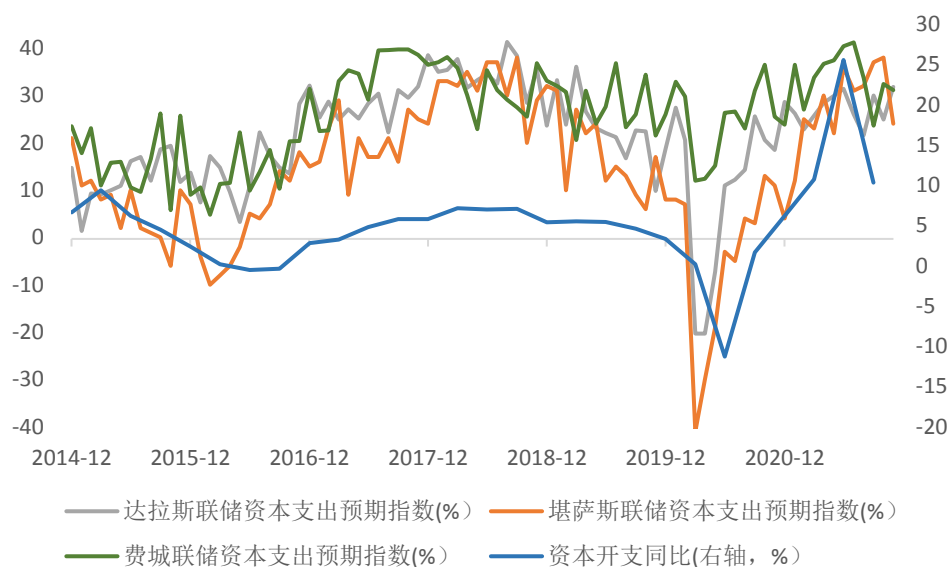


资料来源：New York Fed，天风证券研究所

第三，企业的资本开开放缓。

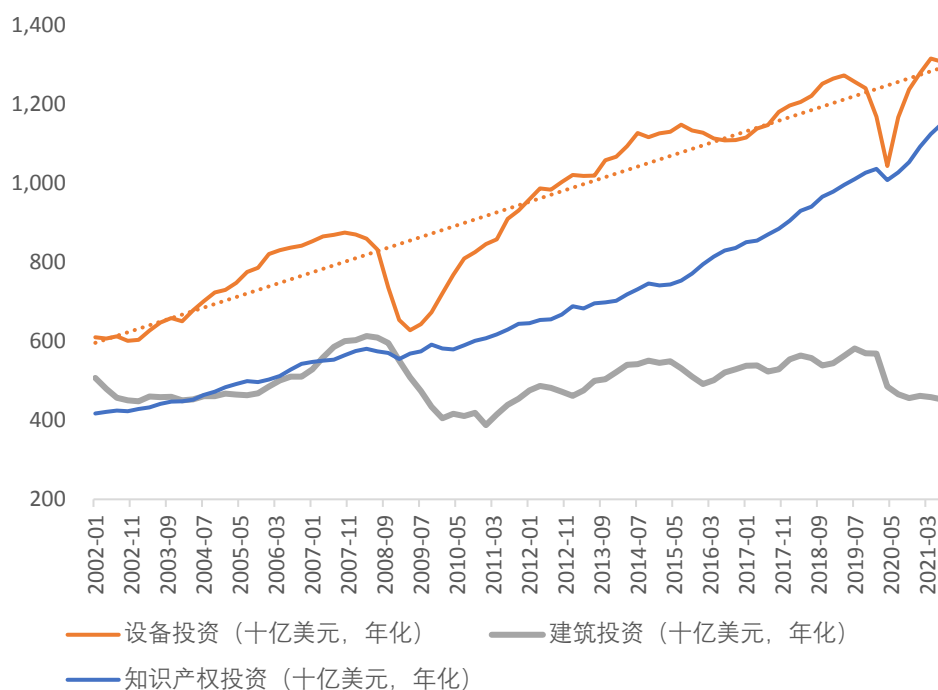
企业资本开支和利润息息相关。疫情有关各项补贴到期后，三季度美国企业资本开支增速放缓。全球制造业周期开始回落，因此与制造业 PMI 相关的设备投资略有回落。ESG 转型背景下，与能源相关度较高的建筑投资仍显低迷。唯独与大科技公司相关的知识产权投资仍在高速增长，反映出疫情后企业的 K 型复苏和马太效应加速。我们预计 2022 年美国非住宅投资同比增速大致在 2.4%-3.2% 之间。房地产市场经历了 2021 年 Q1-Q2 的回落后，销售已经企稳。今年美联储如果加息缩表将会抬升抵押贷款利率，打消部分投机者的购房意愿，房地产补库存会带来一定的投资增长（6%），但地产投资在经济中的占比很小（3.5%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



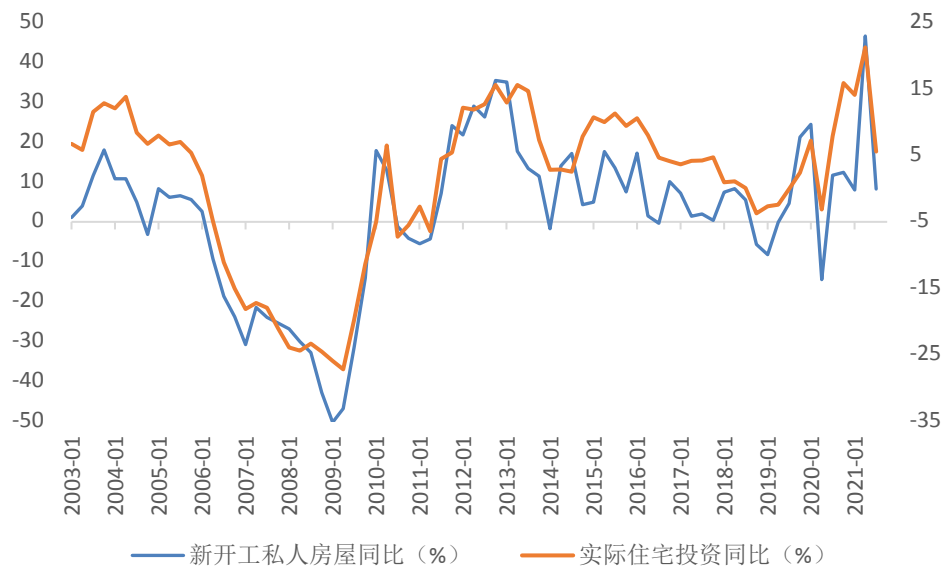
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

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

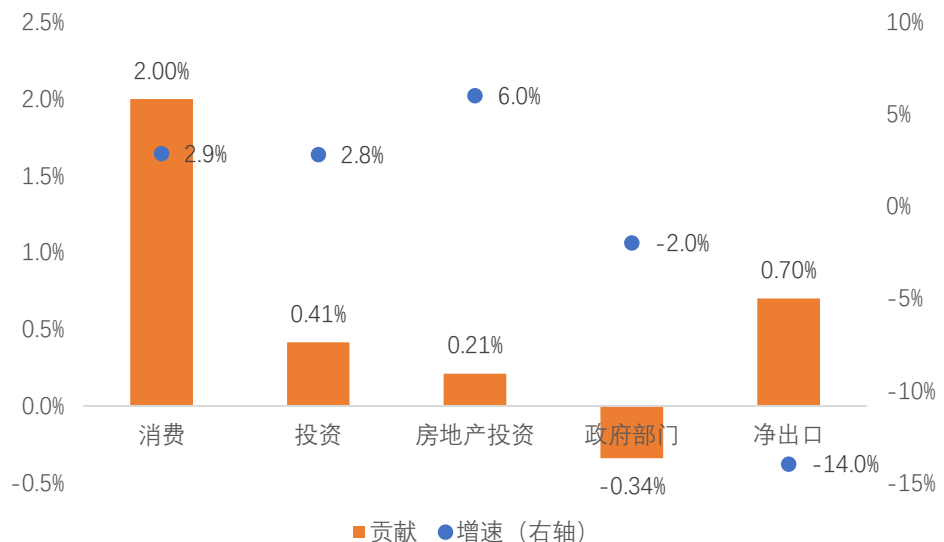


资料来源: Fred, 天风证券研究所

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 年美国经济增长将放缓至 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



资料来源: Fred, 天风证券研究所

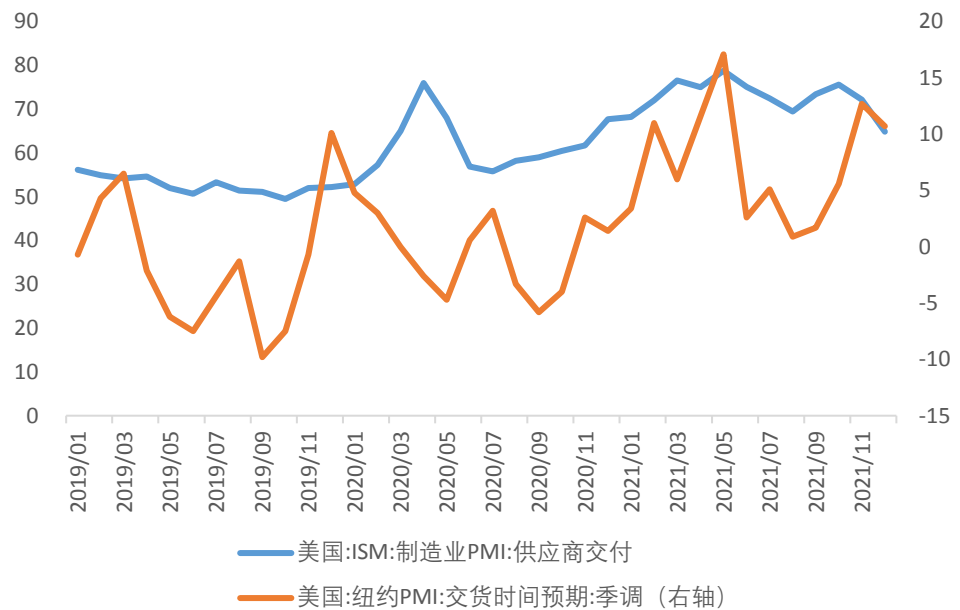
二季度是美国通胀下降斜率最快的时间。美国通胀的核心矛盾是供应链紊乱和劳动力供给不充分。

疫情造成的生产效率和运输效率不足将在今年二季度得到改观, 当前美国供应商交付时间正在缩短, 生产效率有所提升。一旦供应链运转效率开始恢复正常, 此前因为供应链紊乱

而过度累库的批发商会转向大幅减少订单、降价清理库存，困扰供应链的缺货和通胀问题可能会转为去库和通缩问题。(详见《全球供应链压力最大的时候或已过去》)

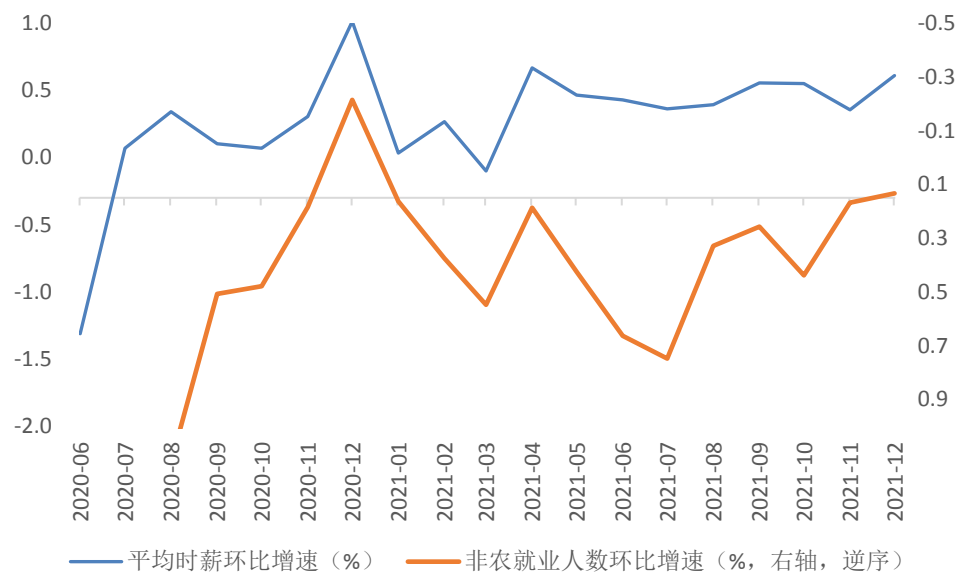
薪资增速与非农就业呈现负相关关系，薪资过热仍是供给问题。随着疫情影响渐行渐远，过剩储蓄消耗，近期制造、休闲娱乐、交通运输等低薪就业修复较快，2021年12月薪资环比增速均有不同程度回落，未来低端服务业的劳动供给将延续修复，薪资涨幅逐渐收窄。(详见《他们（那些消失的就业）还会回来吗？》)

图 12: 美国供应链显示缓解迹象



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 薪资增速环比与非农就业人数环比呈现负相关, 表明薪资过热仍是供给问题



资料来源: Fred, 天风证券研究所

图 14: 通胀高点在今年 1 月, 12 月可能回落至 2%



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

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, 中国制造业 PMI 回落较早也较快, 欧美制造业 PMI 也处在下行周期, 只是程度不同。今年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。

因此二季度开始, 联储面对的是通胀回落、经济减速, 加息预期可能回落, 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。(详见《加息预期过度, 先紧后松》)

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com