

2022 美国经济何去何从？

2021 年/12 月

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

1. 虽然美国劳动力市场持续回暖，但局部供需不平衡依然较为严重。分行业看，建筑业、零售业、政府部门等行业已经基本恢复到疫情前水平；而受疫情影响较大的休闲餐饮、制造业、教育医疗等行业仍存在较大的就业缺口。一旦疫情缓解，将存在较大的提升空间。
2. 虽然美国通胀率创近 40 年以来新高，但我们认为通胀高企的部分原因来自去年的低基数效应。目前美国通胀已达顶部，在今年高基数效用作用下，明年通胀回落概率较大。同时，通过对能源、住房、二手车和食品价格等主要贡献项的趋势分析，从另一个角度判断 2022 年通胀大概率回落。
3. 通过对美国消费、投资、进出口等总需求分项的详细分解，我们判断 2022 年美国经济将恢复平稳增长，最大的不确定因素来自疫情。一旦疫情有效改善，国内服务消费增长、商品和服务出口增加，或许将成为支撑明年美国经济发展的主要动力。
4. 市场对于美联储货币政策鹰派立场估计过度。美国积极财政政策将推动美国国债规模继续大幅膨胀。从近两年新增美国国债的投资者结构看，美联储新增国债规模占全部新增国债总规模的比例超过 50%，因此，2022 年美联储将无法采取过度鹰派的政策，2022 年实际加息次数很可能会低于 12 月会议指引。
5. 2022 年美联储加息的时间窗口可能在二季度。如果美联储在二季度实施加息，很可能成为推动美股和美元中期调整的重要因素。

图表目录

图表 1: 美联储 12 月 FOMC 对 2021-2024 年美国经济的展望.....	4
图表 2: 美联储 12 月 FOMC 利率点阵图	5
图表 3: 美联储 9 月 FOMC 利率点阵图	5
图表 4: 初次申请失业金人数	6
图表 5: 累计持有失业保险人数及对应失业率	6
图表 6: 失业率与新增非农就业人数	6
图表 7: 按年龄划分的失业率	6
图表 8: 近三年美国各行业非农就业人数	7
图表 9: 近三年美国各行业非农就业人数缺口	7
图表 10: 劳动参与率.....	8
图表 11: 职位空缺率.....	8
图表 12: 非农企业平均工时、时薪和周薪.....	9
图表 13: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速.....	9
图表 14: CPI 和 PCE 同比增速	10
图表 15: CPI 各细分项贡献	10
图表 16: 2020 年和 2021 年 11 月细分项同比涨幅对比.....	10
图表 17: 2021 年和 2019 年 11 月 CPI 细分数值对比.....	10
图表 18: WTI 原油现货价格及同比变化	11
图表 19: CRB 食品现货指数月度同比	11
图表 20: 20 个大中城市标准普尔房价指数月度同比.....	12
图表 21: 美国汽车销量月度同比.....	12
图表 22: GDP 增速	13
图表 23: 个人消费支出同比变化.....	13
图表 24: 私人投资同比增速.....	14
图表 25: 对外贸易同比变化.....	14
图表 26: 美国三季度 GDP 回归正常区间	14
图表 27: 美国每日新增确诊病例.....	15
图表 28: 美国每日新增死亡病例.....	15
图表 29: 美国新冠疫苗接种总量.....	16
图表 30: 美国新增死亡/新增确诊人数.....	16
图表 31: 美联储资产结构.....	17
图表 32: 美联储负债结构.....	17
图表 33: 美国政府债务总规模变化.....	17
图表 34: 美国政府债务总规模占 GDP 比重.....	17
图表 35: 外国投资者持有美债规模.....	18

图表 36：美联储持有到期国债的市场价值	18
图表 37：纳斯达克指数和标普 500 指数表现	19
图表 38：美元指数表现	19

12月美联储议息会议宣布，维持联邦基金利率的目标区间0-0.25%不变，从2022年1月开始，将Taper规模从150亿提高至300亿，即将国债缩减规模从100亿提高至200亿，MBS缩减规模从50亿提高至150亿，预计在2022年3月结束Taper，但美联储并未对加息时间做出判断。同时删掉了“允许通胀在一段时间适度高于2%”的表述，认为“通胀已超过2%一段时间”，与疫情带来的供需失衡和经济的重新开放相关将导致通胀继续上升。

此外，美联储对2022年的经济展望做出如下预判：认为GDP增速为4%（9月预估3.8%），失业率为3.5%（9月预估3.8%），PCE通胀率为2.6%（9月预估2.2%），核心PCE通胀率为2.7%（9月预估2.3%）。2022年联邦基金利率将达到0.9%（9月预估为0.3%），隐含加息次数达到3次，而9月预估仅为0-1次。

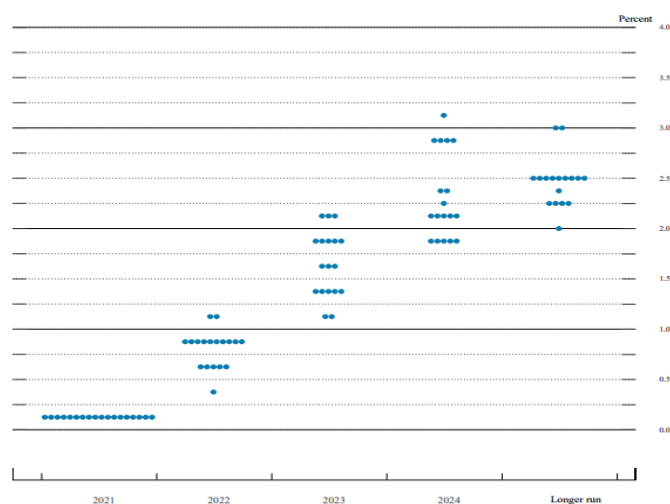
本文首先从就业、通货膨胀和经济增长三个维度对美国经济展开全面分析，进而提出2022年美联储货币政策的前瞻判断，最后对投资者2022年大类资产配置给出相应的投资建议。

图表 1：美联储12月FOMC对2021-2024年美国经济的展望

Percent															
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	5.5	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	5.3-5.8	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0	5.5-6.3	3.1-4.9	1.8-3.0	1.8-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	4.2-4.3	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	4.0-4.4	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3	4.5-5.1	3.0-4.0	2.8-4.0	3.0-4.0	3.5-4.5
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0	5.3-5.4	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	5.3-5.5	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.4-4.4	1.7-3.0	1.9-2.4	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.4	2.7	2.3	2.1		4.4	2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		4.4-4.5	2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2		3.5-4.2	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0-2.4	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5	0.1	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.1	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6	0.6-2.6	2.0-3.0

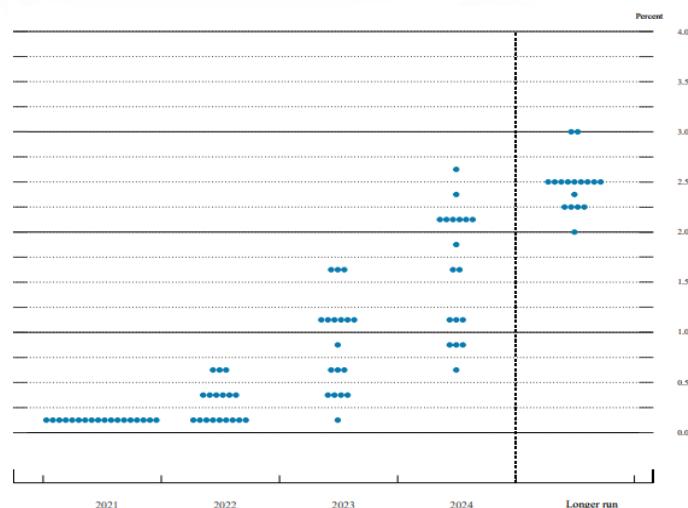
资料来源：美联储、致富研究院

图表 2：美联储 12 月 FOMC 利率点阵图



资料来源：美联储、致富研究院

图表 3：美联储 9 月 FOMC 利率点阵图



资料来源：美联储、致富研究院

一、2022 年美国前景展望

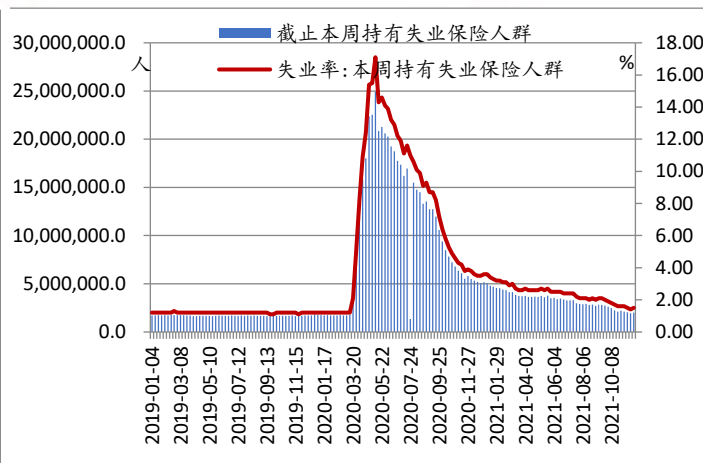
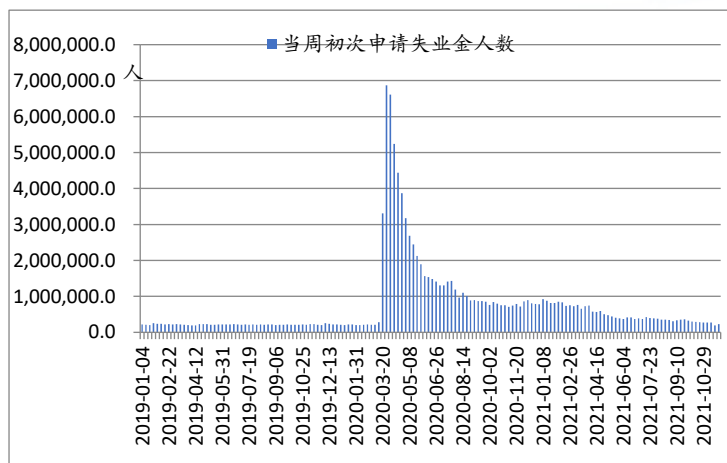
1、劳动力供给状况持续改善

美国非农就业报告显示，截至 12 月 3 日，当周初请失业金人数为 18.8 万人，再次跌破 20 万整数关口，创疫情以来新低。截至 12 月 3 日，持有失业保险人数为 184.5 万人，持有失业保险人群的失业率为 1.4%，两项数值均创疫情以来新低。表明美国劳动力供给状况持续改善。



图表 4：初次申请失业金人数

图表 5：累计持有失业保险人数及对应失业率



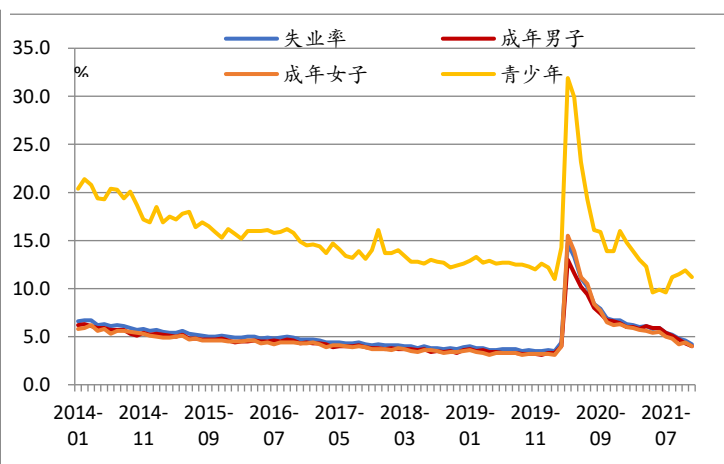
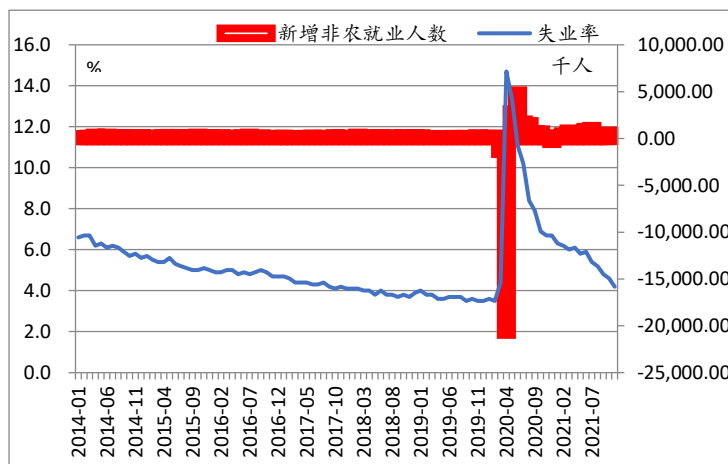
资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

失业率同样印证美国就业市场持续回暖。劳工部数据显示，11 月份经季节调整后的失业率为 4.2%，虽然相比疫情前仍增加 0.7 个百分点，但已经接近连续 20 个月走低，创疫情以来新低。其中，20 岁以上成年男子失业率为 4.0%，相比疫情前增加 0.7 个百分点；20 岁以上成年女子失业率为 4%，相比疫情前增加 0.9 个百分点；16-20 岁青少年失业率为 11.2%，相比疫情前增加 0.2 个百分点。

图表 6：失业率与新增非农就业人数

图表 7：按年龄划分的失业率



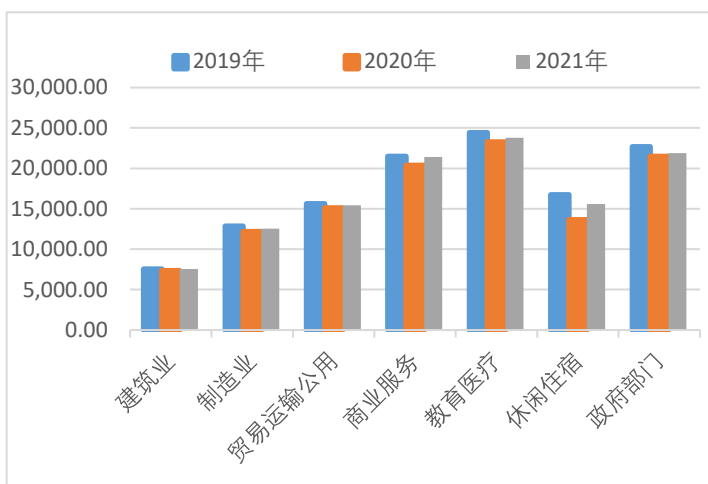
资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

然而，目前美国各行业就业情况依然存在较大差异。11 月份经季调后非农就业人数总缺口为 320.3 万人，相比疫情前缺口比例为 2.11%。其中，建筑业缺口

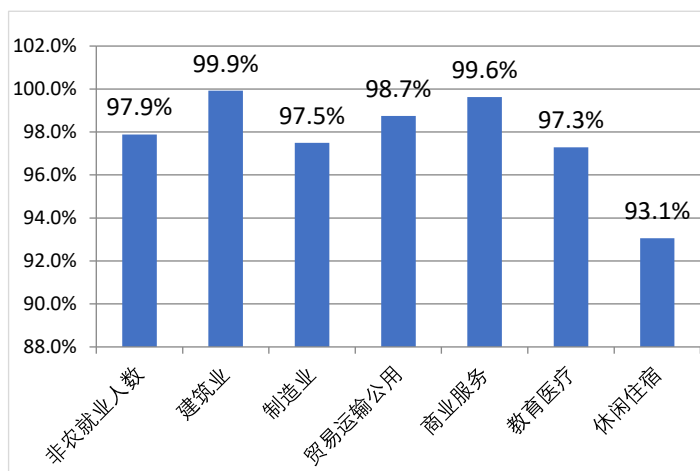
为 6000 人，与疫情前基本持平；制造业缺口为 32.2 万人，缺口比例为 2.5%；贸易运输公用缺口为 19.68 万人，缺口比例为 1.26%；商业服务缺口为 8.1 万人，缺口比例为 0.38%；教育医疗缺口为 66.4 万人，缺口比例为 2.72%；政府部门缺口为 75.9 万人，缺口比例为 3.35%；受疫情影响最大的休闲住宿缺口为 116.3 万人，缺口比例则高达 6.95%。

图表 8：近三年美国各行业非农就业人数



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 9：近三年美国各行业非农就业人数缺口



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

劳动参与率、职位空缺率和薪资水平等数据，均进一步印证现阶段美国劳动力市场存在一定供需不平衡的现象。具体来看：

11 月份劳动参与率为 61.8%，连续 10 个月出现回升，相比疫情前 63.4% 的数值减少 1.6 个百分点，表明美国民众的就业意愿仍未完全恢复。具体来看，16 岁以上男性劳动力参与率为 67.8%，相比疫情前减少 1.5 个百分点；20 岁以上成年男性劳动力参与率为 70.1%，相比疫情前减少 1.6 个百分点；16 岁以上女性劳动力参与率为 56.2%，相比疫情前减少 1.6 个百分点；20 岁以上成年女性参与率为 57.5%，相比疫情前减少 1.7 个百分点；16-20 岁青少年劳动力参与率为 36.4%，与疫情前基本持平。

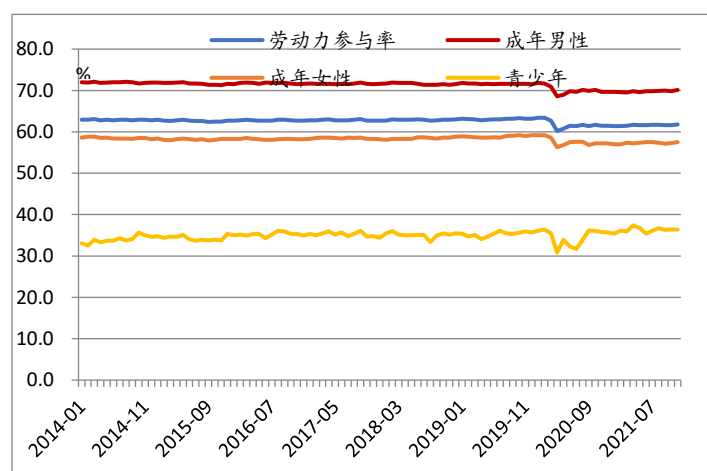
10 月职位空缺率为 6.9%，创疫情以来新高，相比疫情前增加 2.5 个百分点，表明美国劳动力市场供需不平衡依然存在，部分行业供需缺口较大。其中，建筑业职位空缺率为 5.2%，相比疫情前增加 1.8 个百分点；制造业职位空缺率为 7.4%，相比疫情前增加 4.3 个百分点；贸易运输公用职位空缺率为 6.7%，相比疫情前增加 2.5 个百分点；零售业职位空缺率为 6.4%，相比疫情前增加 1.8 个百分点；商业服务业职位空缺率为 7.9%，相比疫情前增加 2.3 个百分点；教育医疗业职位空缺率为 7.8%，相比疫情前增加 2.8 个百分点；休闲餐饮业职位空缺率为 10.3%，相比疫情前增加 5.1 个百分点；政府部门职位空缺率为 4%，相比疫情前增加 0.7

个百分点。休闲餐饮、制造业、教育医疗就业缺口较大，建筑业、零售业、政府部门则缺口较小，劳动力供给存在较大的行业差异。

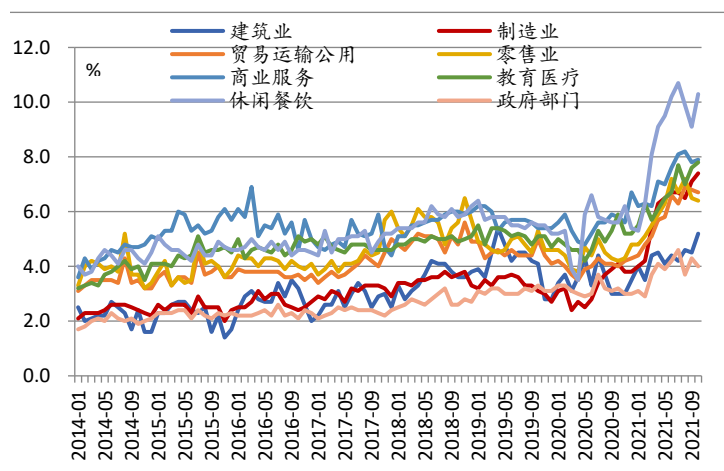
11 月份美国非农行业平均每周工时为 34.8 小时，去年下半年以来较为稳定，但劳动者时薪、周薪则出现持续上涨。其中，平均时薪为 31.03 美元，连续 8 个月出现上涨，相比疫情前上涨 9%；平均周薪为 1079.84 美元，连续 8 个月出现上涨，相比疫情前上涨 11%。劳动力薪资出现较大涨幅，一方面表明劳动力市场总体供需不均衡，另一方面也体现了不同薪资行业的就业失衡。

总体看，美国劳动力市场已经基本恢复到疫情前水平，但部分行业的供需不平衡仍较为严重，疫情受损行业依然存在较大就业缺口。未来一旦疫情得到缓解，这些行业的就业人数将存在较大的提升空间。

图表 10：劳动参与率



图表 11：职位空缺率



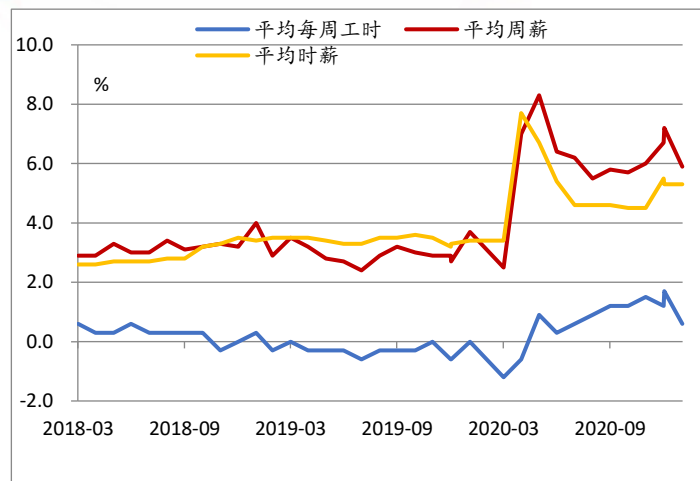
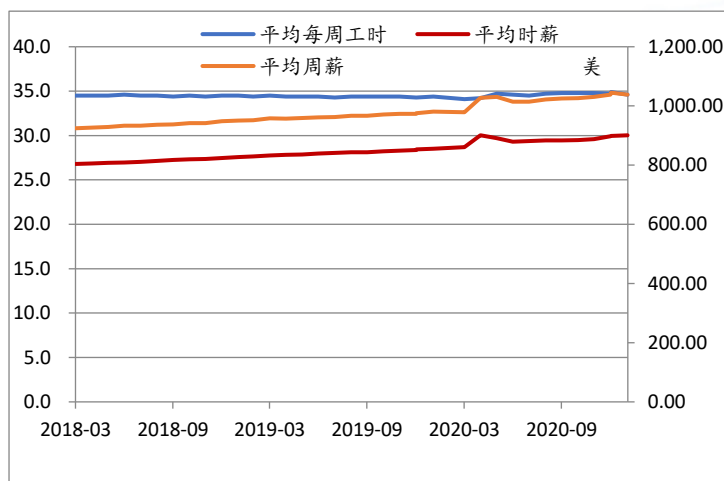
资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院



图表 12：非农企业平均工时、时薪和周薪

图表 13：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

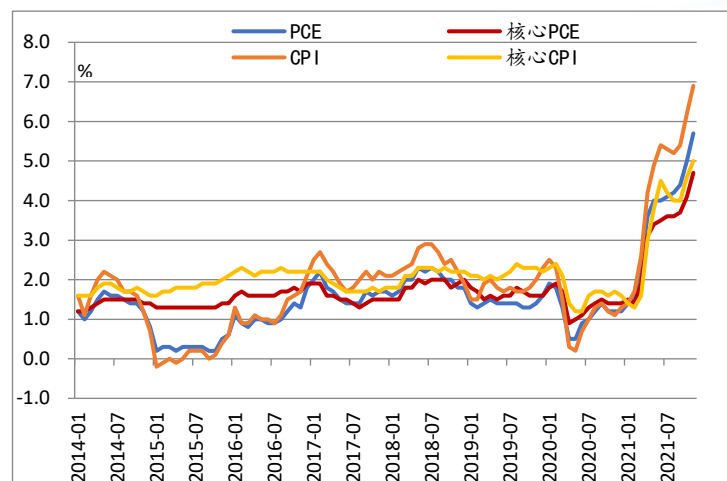
资料来源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

2、通胀已达顶部，2022 年大概率回落

最新公布的美国 11 月 PCE 同比上涨 5.7%，相比前值增加 0.7 个百分点；核心 PCE 同比上涨 4.7%，相比前值增加 0.6 个百分点；CPI 同比上涨 6.8%，相比前值增加 0.6 个百分点；核心 CPI 同比上涨 4.9%，相比前值增加 0.3 个百分点，以上数值均创近 40 年来新高。

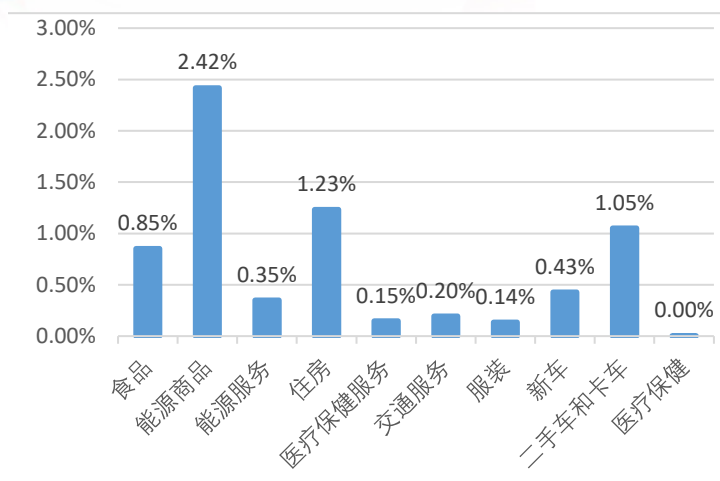
从分项贡献来看，主要来自于能源、住房、二手车和食品价格的上涨拉动。其中，11 月能源商品价格同比上涨 57.5%，考虑权重因素，对 CPI 的贡献为 2.42%；住房价格同比上涨 3.8%，考虑权重因素，对 CPI 的贡献为 1.23%；二手车和卡车价格同比大幅上涨 31.4%，考虑权重因素，对 CPI 的贡献为 1.05%；食品价格同比上涨 6.1%，考虑权重因素，对 CPI 的贡献为 0.85%；新车、能源服务、交通服务、服装等对 CPI 上涨的贡献分别为 0.43%、0.35%、0.2%和 0.15%。

图表 14: CPI 和 PCE 同比增速



资料来源：美国劳工部、致富研究院

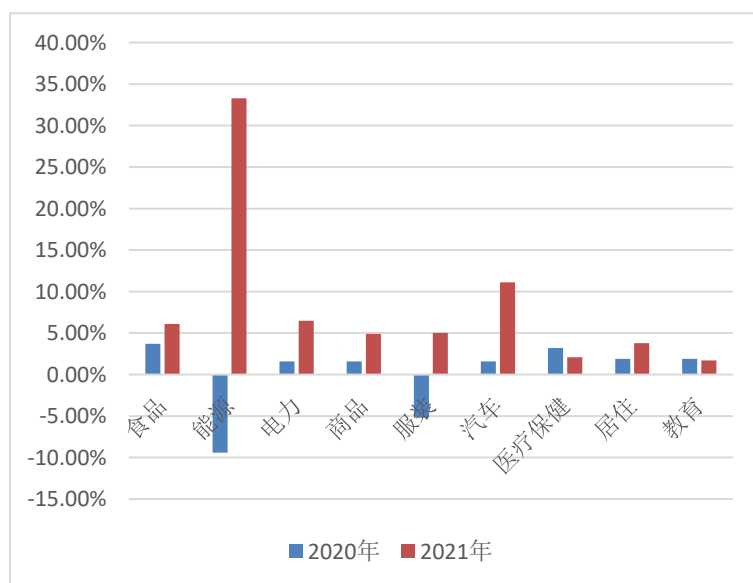
图表 15: CPI 各细分项贡献



资料来源：美国劳工部、致富研究院

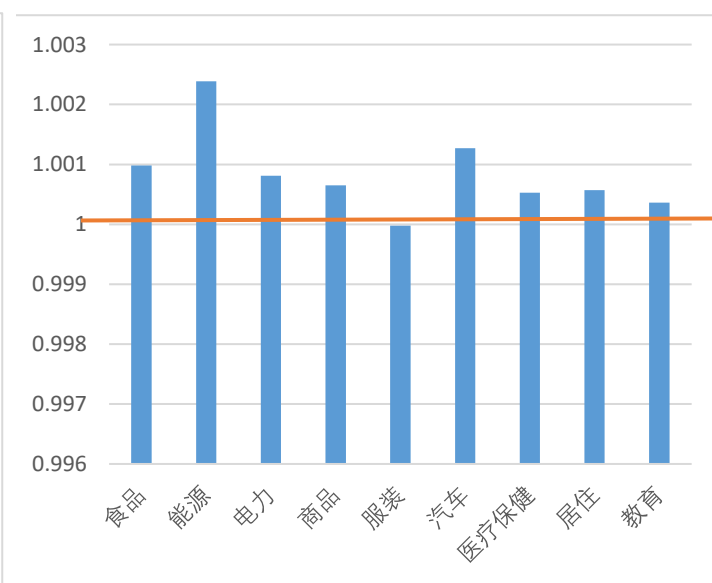
虽然目前美国通胀持续高企，但通过比较各细分项在 2020 年和 2021 年的同比上涨数据，可以发现造成今年通胀高企的能源细分项，在 2020 年出现较大幅度的降低，高通胀的部分原因是来自 2020 年的低基数效应。目前除了服装等少数细分项外，其他分项数值均已超过疫情前的同期水平！在今年高基数效用的作用下，2022 年 CPI 出现回落概率较大。

图表 16: 2020 年和 2021 年 11 月细分项同比涨幅对比



资料来源：美国劳工部、致富研究院

图表 17: 2021 年和 2019 年 11 月 CPI 细分数值对比



资料来源：美国劳工部、致富研究院

同时，我们选取了 WTI 原油现货价格、CRB 食品现货指数、20 个大中城市标准普尔房价指数、美国汽车月度销量等变量，作为能源、食品、住房、汽车等分项的替代变量，来进一步观察 CPI 的变化趋势。

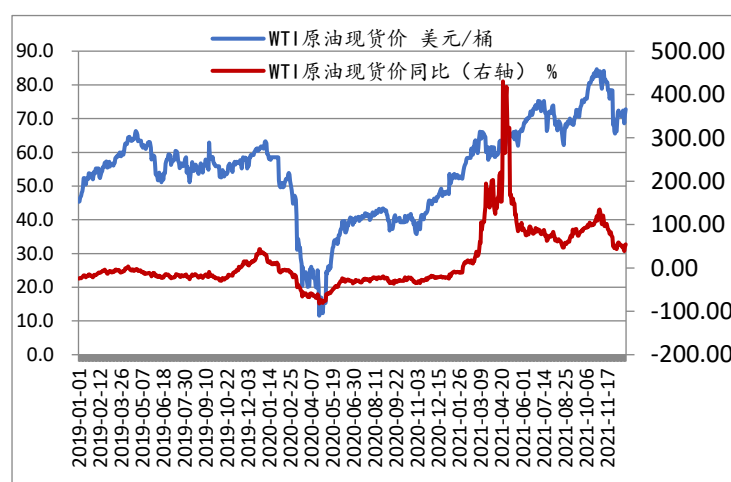
可以看到，12 月 WTI 原油现货价格已经回落到 70 美元/桶的价格中枢，相比 10 月 85 美元/桶的高位，回落幅度接近 20%；WTI 原油价格的同比变化更为明显，12 月同比涨幅中枢为 50%，而 11 月初同比最高涨幅则接近 135%。原油绝对价格和同比增速都出现大幅走低。依据 OPEC 组织对 2022 年原油需求的判断，明年每日原油需求仍将在维持 420 万的水平，与今年持平，叠加今年的高基数效应，预计 2022 年能源分项对 CPI 的贡献将明显降低。

同样，12 月 CRB 食品现货指数虽然仍维持在高位，但同比增速出现明显回落，目前增速已经回落到 35% 左右，而今年六七月该数值则高达 70%。考虑到今年的高基数效应，预计 2022 年食品分项对 CPI 的贡献也将明显降低。

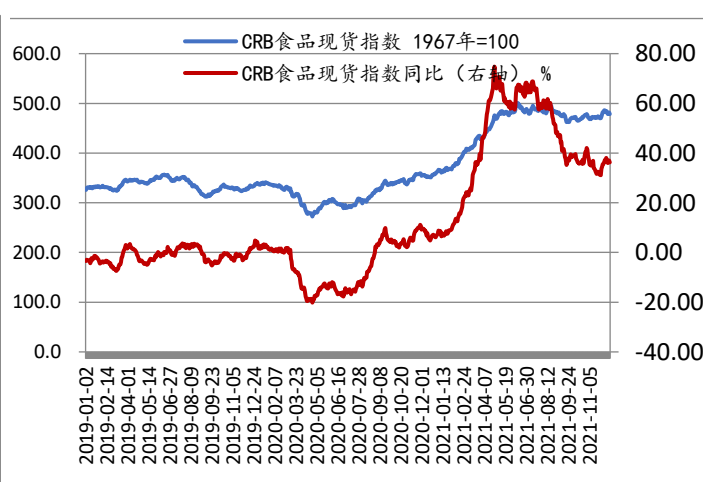
此外，20 个大中城市标准普尔房价指数今年经历大幅上涨，但 7 月之后开始连续下跌，见顶迹象明显。而美国汽车月度销量同比数据在经历 3-6 月大幅上涨之后，也开始明显走低，近 4 个月则呈现同比负增长。预计 2022 年居住分项和汽车分项对 CPI 的贡献都将出现回落。

通过以上分项数据的变化趋势分析，进一步加强了我们对明年 CPI 回落的判断。

图表 18: WTI 原油现货价格及同比变化

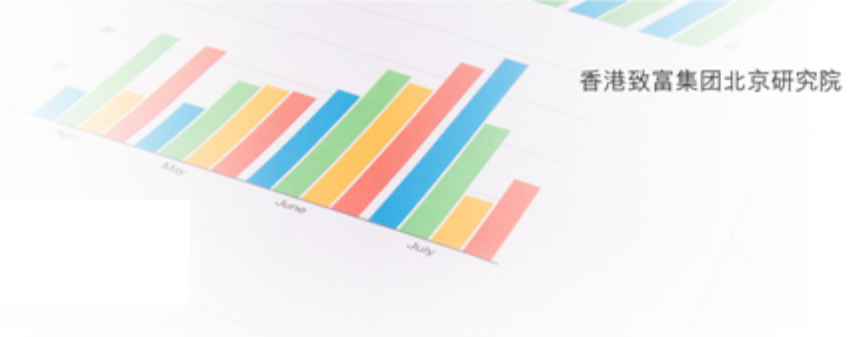


图表 19: CRB 食品现货指数月度同比



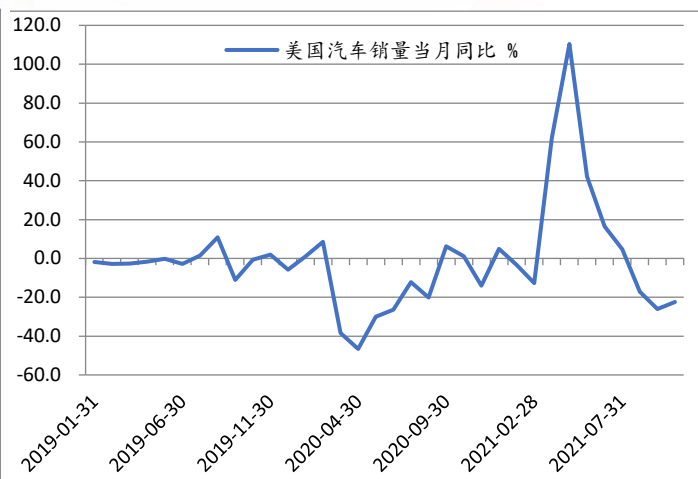
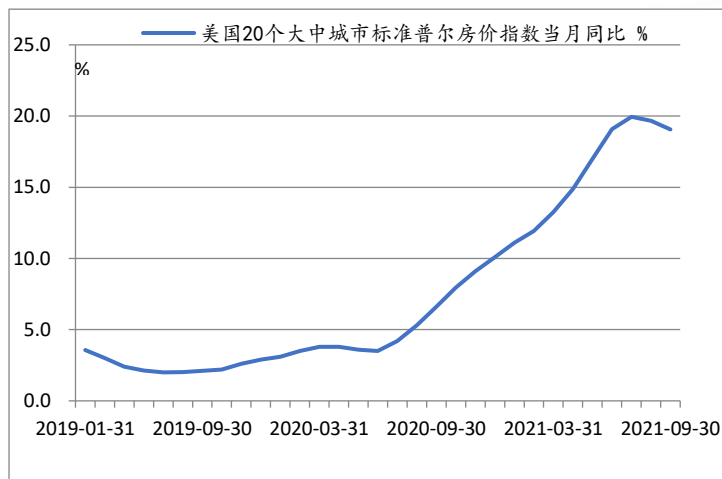
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、致富研究院



图表 20: 20 个大中城市标准普尔房价指数月度同比

图表 21: 美国汽车销量月度同比



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

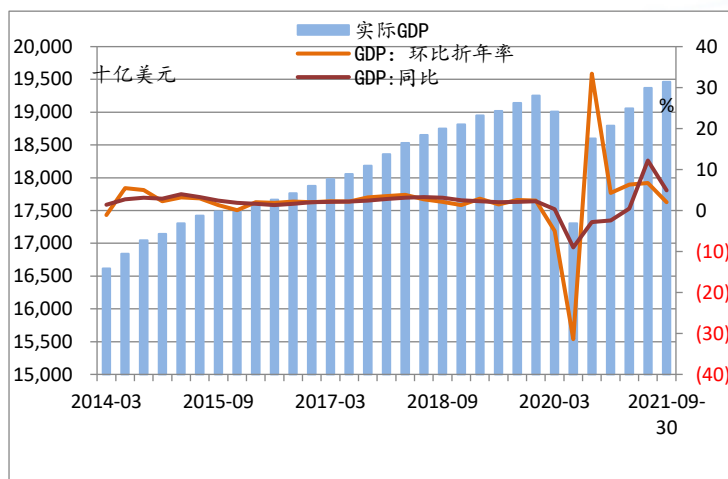
资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

3、预计 2022 年美国经济增长总体表现平稳

美国商务部发布的三季度经济数据显示,美国实际 GDP 为 19.479 万亿美元,环比折年率为 2.3%,相比二季度大幅回落 4.4 个百分点。回落的主要原因是上半年增长强劲的个人消费出现明显疲软。

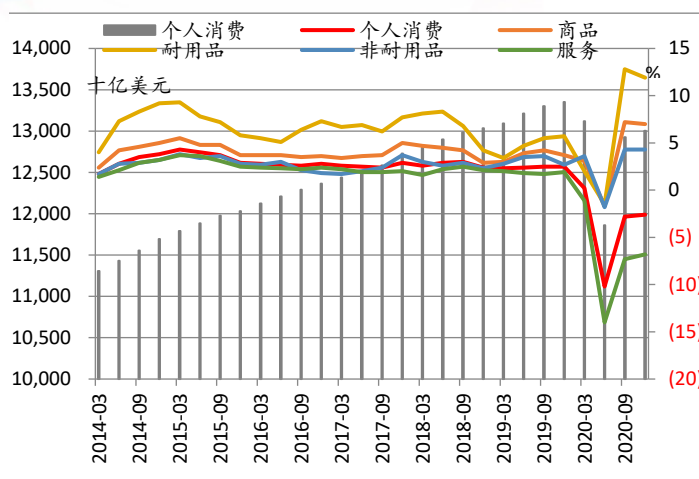
具体来看,实际个人消费支出三季度年化为 13.732 万亿美元,相比二季度增加 667.98 亿美元,同比增长 7.1%,环比年化增速为 2%,增速相比二季度大幅回落 10 个百分点。其中,商品类消费支出为 5.518 万亿美元,相比二季度减少 1284.5 亿美元,同比增加 7%,环比年化增速为-8.8%,增速相比二季度大幅回落 21.8 个百分点。其中耐用品消费 2.159 万亿美元,相比二季度减少 1577 亿美元,同比增加 6.3%,环比年化增速为-24.6%,相比二季度大幅回落 36.2 个百分点;非耐用品消费 3.394 万亿美元,相比二季度增加 168 亿美元,同比增加 7.4%,环比年化增速为 2%,相比二季度大幅回落 11.9 个百分点。服务类消费 8.379 万亿美元,相比二季度增加 1642.7 亿美元,同比增加 7.2%,环比年化增速为 8.2%,相比二季度回落 3.3 个百分点。服务类消费大幅增长则是三季度个人消费总额增长的主要原因,而耐用品消费明显下降则导致三季度个人消费增速出现明显下滑。

图表 22: GDP 增速



资料来源: 同花顺 iFind、BEA、致富研究院

图表 23: 个人消费支出同比变化

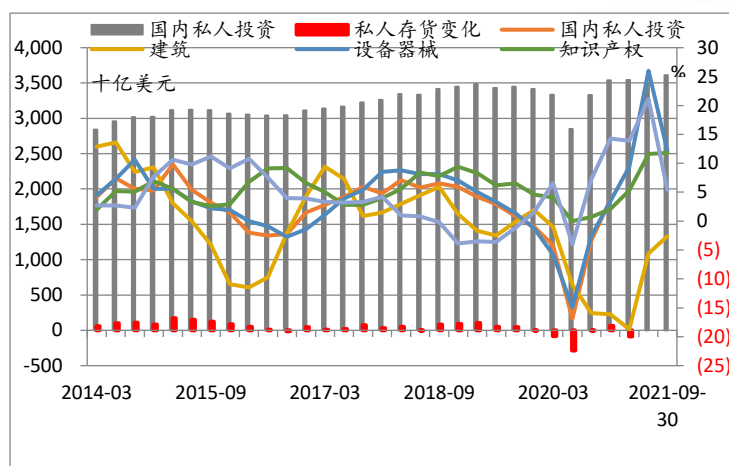


资料来源: 同花顺 iFind、BEA、致富研究院

国内私人投资总额增长是三季度美国经济的亮点。数据显示,国内私人投资总额年化 3.61 万亿美元,相比二季度大幅增加 1036.79 亿美元,同比增长 7.1%,环比年化增速为 12.4%。其中,设备投资 1.308 万亿美元,相比二季度减少 77.5 亿美元,同比增长 12.1%,环比年化增速为-2.3%;非住宅类建筑投资 4538.2 亿美元,相比二季度减少 47.96 亿美元,同比减少 2.6%,环比年化增速为 1.7%;知识产权类投资 1.149 万亿美元,相比二季度增加 247.07 亿美元,同比增长 11.8%,环比年化增速为 9.1%;住宅类投资 6941.8 亿美元,相比二季度减少 140.5 亿美元,同比增长 5.4%,环比年化增速为-7.7%;私人存货变化-667.7 亿美元,相比二季度少减 1017.4 亿美元。私人存货降幅大幅收窄和知识产权投资增加,是国内私人投资三季度增长的主要原因。

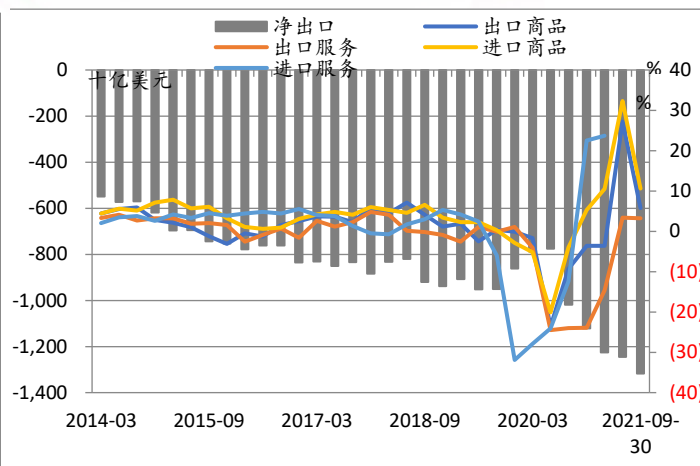
第三季度美国年化净出口为-1.317 万亿美元,逆差数值相比二季度继续扩大,创 2020 年 6 月以来新高。具体来看,三季度出口总额年化 2.273 万亿美元,相比二季度减少 311.27 亿美元,同比增加 4.9%,环比折年率为-5.3%。其中商品出口额 1.701 万亿美元,相比二季度减少 221.4 亿美元,同比增加 7%,环比折年率为-5%;服务类出口额 5998.3 亿美元,相比二季度减少 91.69 亿美元,同比增加 7.2%,环比折年率为-5.9%。进口总额为 3.59 万亿美元,相比二季度增加 408.93 亿美元,同比增加 12.6%,环比折年率为 4.7%。其中商品进口额 3.123 万亿美元,同比增加 10.6%,环比折年率为-0.3%;服务类进口 4921.7 亿美元,同比增加 23.7%,环比折年率为 35%。服务进口增加、商品和服务出口同时减少是三季度美国净出口逆差扩大的主要原因。

图表 24: 私人投资同比增速



资料来源: 同花顺 iFind、BEA、致富研究院

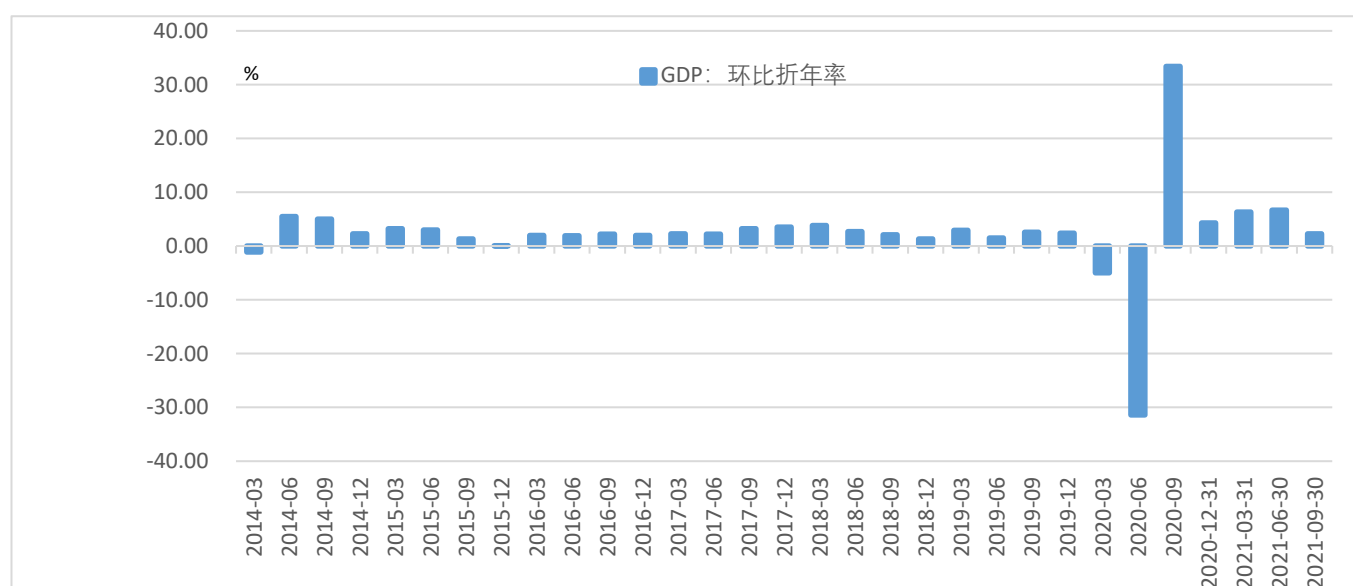
图表 25: 对外贸易同比变化



资料来源: 同花顺 iFind、BEA、致富研究院

三季度数据显示, 在经历因财政转移支付增加而导致耐用品消费大幅增长之后, 目前美国个人耐用品消费已经显著降温, 而三季度 GDP 年化增速也回归到 2% 左右的平稳区间。我们预计 2022 年美国将总体恢复平稳增长, 而一旦疫情有效改善, 国内服务消费增长、商品和服务出口增加, 或许将成为支撑 2022 年美国经济发展的主要动力。

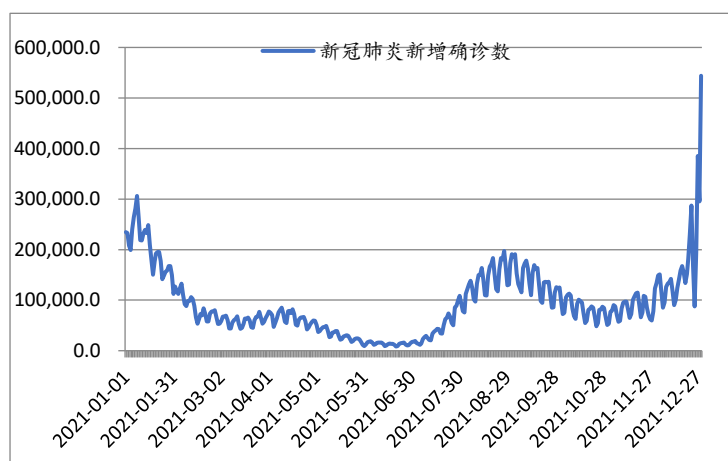
图表 26: 美国三季度 GDP 回归正常区间



资料来源: 同花顺 iFind、美国商务部、致富研究院

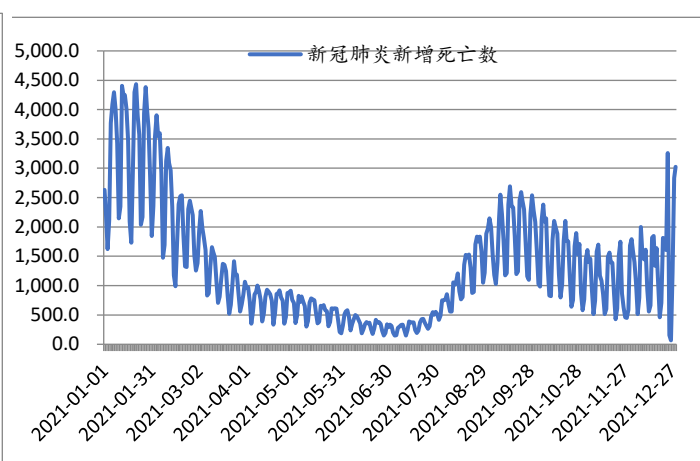
美国经济最大的不确定因素仍是新冠疫情。北京时间 12 月 29 日，美国新冠每日确诊病例飙升至 54.39 万，创历史新高，而此前的 6 月，该数值一度跌破万人关口。虽然由于目前美国新冠疫苗接种总量超过 5 亿人次，75% 以上人口已经完成第二针疫苗的接种覆盖，基本实现群体免疫，因此新冠的死亡率出现明显下降。但由于新发疫情传播较快，确诊病例大幅增加，每日新增死亡人数也出现明显反弹。12 月 29 日，新冠每日新增死亡人数达到 3023 例，再度回到年初的水平。未来疫情变种对美国经济造成的影响仍有待观察，一旦疫情反复，将通过消费、就业等各个方面对美国经济施加负面影响，并最终影响经济的总体增速。

图表 27：美国每日新增确诊病例



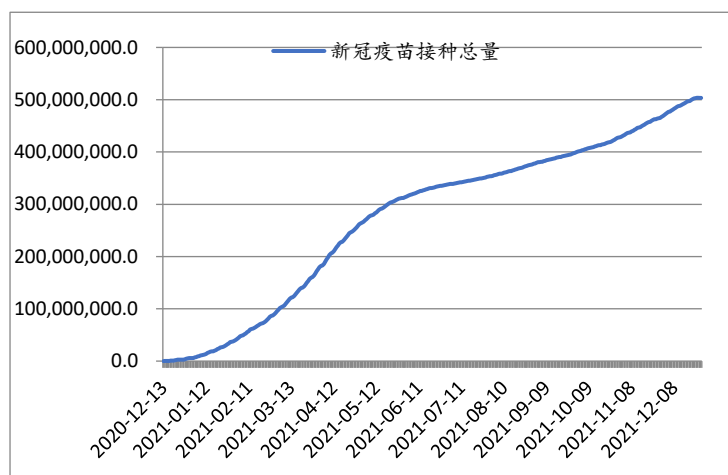
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 28：美国每日新增死亡病例



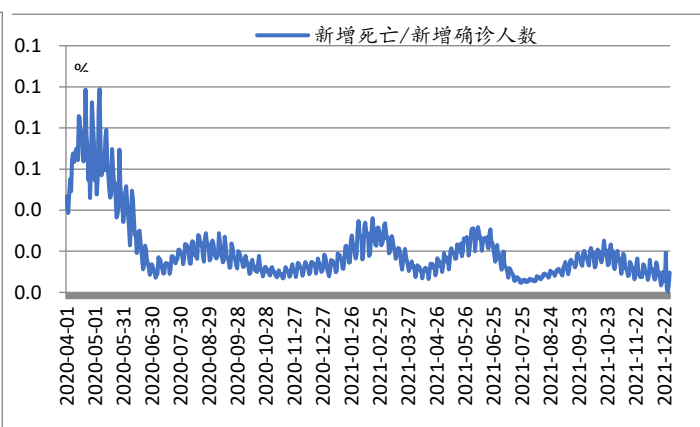
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 29：美国新冠疫苗接种总量



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

图表 30：美国新增死亡/新增确诊人数

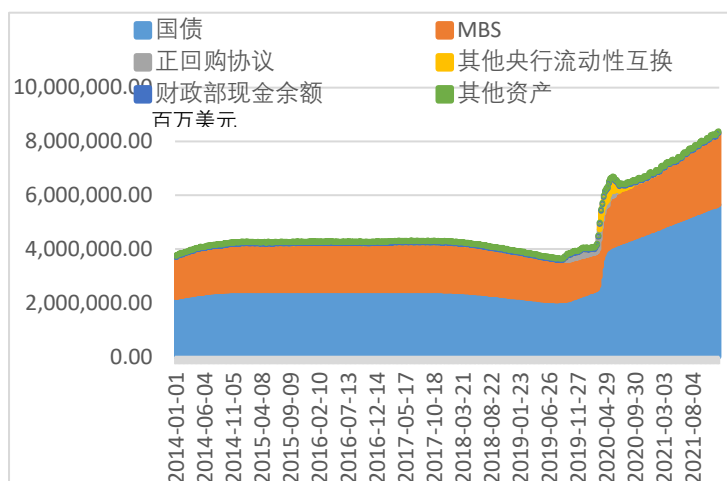


资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

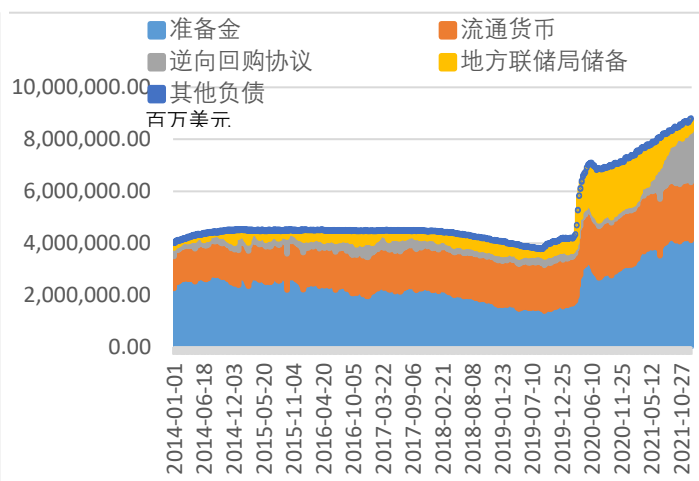
二、2022 年美联储先鹰后鸽概率较大

截至 12 月 22 日，美联储的总资产为 8.84 万亿美元，较 11 月底再度增加 1088.08 亿美元，持续创历史新高。根据美联储资产的细分结构，主要来自持有证券增加 1108.58 亿美元。其中，增持国债 709.23 亿美元，增持 MBS 399.35 亿美元，其他资产增加 42.05 亿美元，财政部现金余额小幅增加 5600 万美元。从负债端的细分项来看，逆向回购协议增加 2241 亿美元，流通货币增加 113.21 亿美元，准备金减少 678.93 亿美元，地方联储局储备减少 596.09 亿美元，其他负债增加 8.86 亿美元。预计在 2023 年二季度美债偿债高峰过去之前，美联储的资产规模还将继续攀升。

图表 31：美联储资产结构



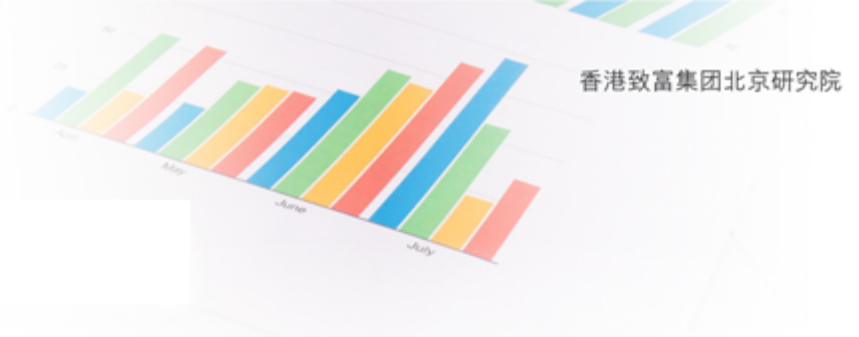
图表 32：美联储负债结构



资料来源：美联储、致富研究院

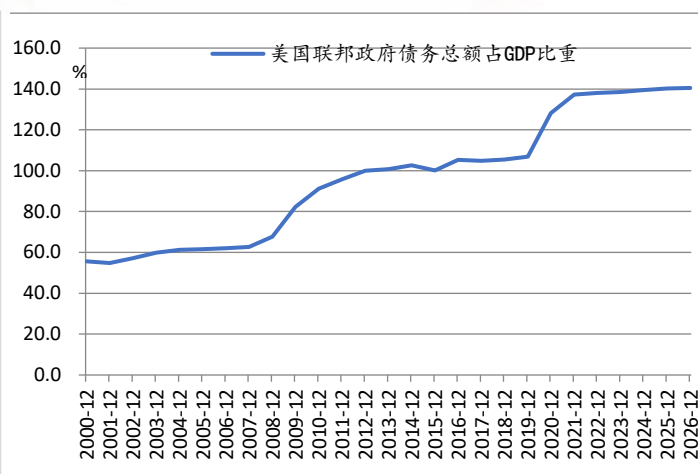
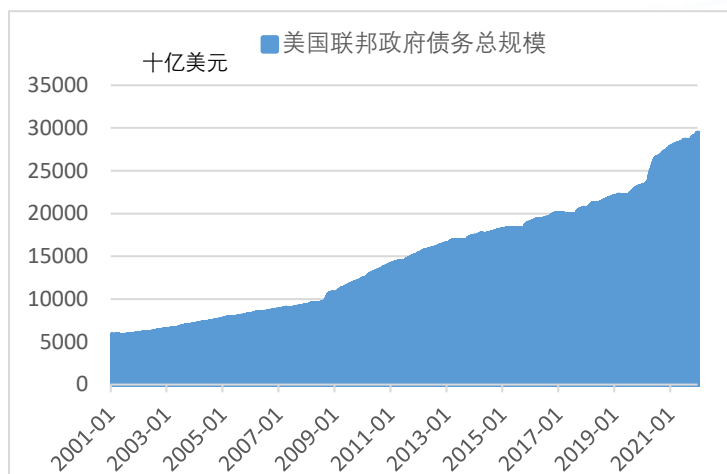
资料来源：美联储、致富研究院

近两年美国政府债务规模急剧膨胀。美国财政部数据显示，目前美国联邦政府债务总额高达 29.366 万亿美元，相比 2020 年初大幅增加 6.19 万亿美元，增幅接近 27%。2021 年底，美国联邦政府债务总额占 GDP 的比重超过 137%，而 2019 年底，该数值仅为 108%。据白宫行政管理和预算办公室预计，到 2026 年，该数值将突破 140%！



图表 33: 美国政府债务总规模变化

图表 34: 美国政府债务总规模占 GDP 比重



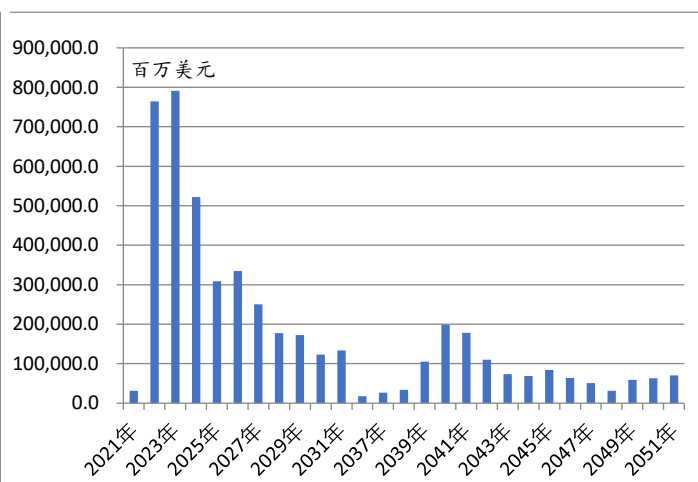
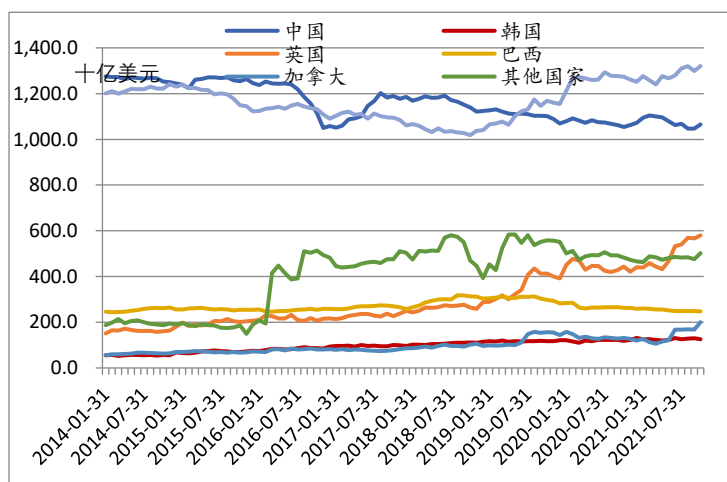
资料来源: 美国财政部、致富研究院

资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

从投资者持有美国国债的结构来看,近两年新发行的大量国债,主要购买者为美联储,而外国投资者的购买数量较少。截至 2021 年 10 月 31 日,外国投资者持有的美债数量为 7.649 万亿美元,相比 2020 年初仅增加 6213.4 亿美元,占同期新增美债的 10%。而同期美联储增持的美债数量则超过 3.2 万亿美元,占同期新增美债的比重超过 50%!未来如果美国政府债务无法有效减少,那么美国财政部发债规模将难以缩减,而由于绝大部分国债的购买方仍将是美联储,所以美联储资产负债表继续膨胀的概率较大!

图表 35: 外国投资者持有美债规模

图表 36: 美联储持有到期国债的市场价值



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

资料来源: 纽约联储、致富研究院

此外，纽约联储的数据显示，未来两年将是美国国债的偿债高峰期。据统计，美联储当前持有美债的市场价值总计为 4.845 万亿美元，集中到期时间为 2022 年——2027 年。其中，2022 年和 2023 年需偿还的债务分别高达 7648.3 亿美元和 7911.6 亿美元。明后年美国财政将面临严重的强约束。

尽管美联储在 12 月会议宣称，从 2022 年 1 月开始加大 Taper 缩减规模，预计将在 2022 年 3 月结束 Taper，但我们认为由于美国国债规模持续膨胀，且未来 2 年是美国国债到期高峰，财政强约束将导致美联储无法采取过度鹰派的政策。加之我们判断 2022 年美国通胀大概率回落，因此 2022 年美联储实际加息次数很可能会低于 12 月会议指引。

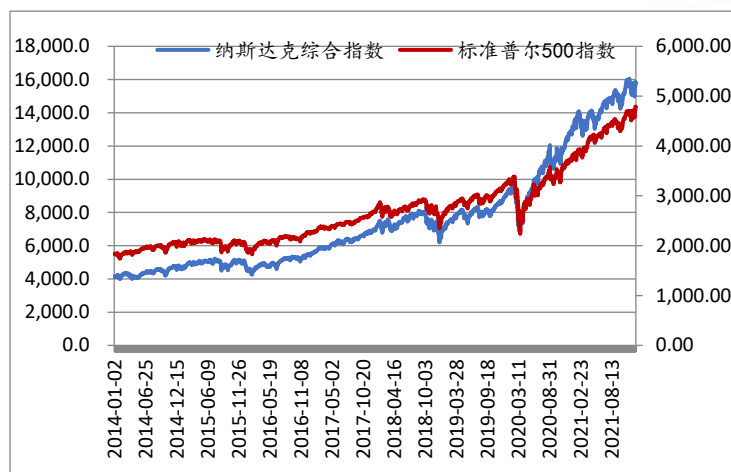
从加息节奏上看，虽然我们认为美联储加息的理想窗口时间将出现在 2023 年，但不排除在 2022 年 3 月 Taper 结束之后的二季度初，美联储就将尝试开启第一次加息，此后很可能在财政约束和通胀回落的双重压力下，再次放缓加息节奏。同时一旦疫情出现反复，加息概率将再次降低。

三、防范二季度美股和美元双重回调风险

自 2020 年 3 月底以来，在美联储释放天量流动性的作用下，美股大幅反弹并持续创历史新高。不到 2 年时间，纳斯达克指数和标准普尔 500 指数的最大涨幅分别达到 130% 和 114%。与此相反，美元指数从去年 3 月开始持续走弱，截至 2021 年 5 月底，跌幅超过 12%；而此后在美联储加息预期的背景下，美元指数开启一波反弹，5 月底至 12 月底期间，反弹幅度超过 7%。

我们认为，由于美股自去年反弹以来，始终没有一波像样调整，而美联储首次加息很可能是导致美股出现一波猛烈调整的导火索，而这个时间窗口很可能出现在明年二季度。同时，美元指数很可能在加息预期下，一季度维持上行并触及 100 整数关口，并于二季度开始再度走弱。

图表 37: 纳斯达克指数和标普 500 指数表现



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 38: 美元指数表现



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

四、结论

- 1、虽然美国劳动力市场持续回暖，但局部供需不平衡依然较为严重。
- 2、目前美国通胀已达顶部，2022 年回落概率较大。
- 3、2022 年美国将恢复平稳增长，最大的不确定因素来自疫情。一旦疫情有效改善，国内服务消费增长、商品和服务出口增加，或许将成为支撑 2022 年美国经济发展的主要动力。
- 4、2022 年美联储将无法采取过度鹰派的政策，2022 年实际加息次数很可能会低于 12 月会议指引。
- 5、2022 年美联储加息的时间窗口可能在二季度。如果美联储在二季度实施加息，很可能成为推动美股和美元中期调整的重要因素。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk