

总量研究

美国经济能承受几次加息？

——美联储观察系列六

要点

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。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

相关研报

美联储 1 月议息会议纪要的四问四答——2022 年 1 月美国 FOMC 议息会议纪要点评 (2022-02-17)

奥密克戎明显收敛，海外开放重启在即——《全球疫情疫苗追踪系列》第八篇 (2022-02-14)

为什么美国不愿意加入 CPTPP——《大国博弈》系列第十五篇 (2022-01-10)

2021 年美国就业市场强劲复苏，12 月失业率下穿逾 4% 线——光大宏观周报 (2022-01-08)

疫情冲击下的货币政策：美国劳动参与率的视角？——美联储观察系列五 (2021-12-20)

鸽派鲍威尔，鹰派点阵图——2021 年 11 月美联储议息会议点评 (2021-12-16)

通胀符合预期，如何看下周美联储议息会议？——光大宏观周报 (2021-12-12)

美国失业率下行不抵 Omicron 冲击，拖累美债收益率——2021 年 11 月美国新增非农数据点评 (2021-12-04)

通胀不构成美联储加息条件——2021 年 11 月美国 FOMC 会议纪要点评 (2021-11-25)

Taper 如期而至，加息“等等再看”——2021 年 11 月美联储议息会议点评 (2021-11-04)

目 录

1、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	3
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。	3
1.2、补库仍将持续，但受供应链和消费制约，对经济的支撑较弱	7
1.3、住宅投资仍有较强支撑，但设备投资上行空间有限	8
1.4、美国经济领先指标均趋于回落	10
2、供应链紧缩问题将在今年持续，对商品消费形成压制，不利于美国经济的修复	11
3、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	13
4、风险提示	14

图目录

图 1：美国经济复苏的环比高点已现，同比接近高点	3
图 2：商品消费规模已超疫情前趋势，而服务消费未达趋势	4
图 3：商品消费增速已见顶回落，服务消费增速仍有缺口	4
图 4：商品消费受供给限制，耐用品“量缩价涨”态势明显	5
图 5：耐用品消费走势主要由机动车及零部件分项带动	5
图 6：除交运和娱乐，服务消费的大多分项已回归疫情前趋势	6
图 7：服务业职业空缺率处于高位	6
图 8：按目前新增非农人数增速，估计需 6 个月弥合就业缺口	6
图 9：服务业非农就业仍存缺口，职位空缺数尚在高位	6
图 10：2021Q4 库存投资对 GDP 增速的拉动显著上升	7
图 11：2021Q4，PMI 新订单分项下滑	7
图 12：零售商库存环比增速上行，显示补库速度抬升	8
图 13：批发商、零售商库销比位于历史低位	8
图 14：美国住宅建造支出仍处于上行轨道	9
图 15：美国成屋库存持续下行，但抵押贷款利率开始上行	9
图 16：美国制造零售商库存同比增速已处于历史高位	9
图 17：美国商品销售同比增速已经触顶回落	9
图 18：小企业资本开支计划趋于回落	10
图 19：OECD 综合领先指标和消费者信心指数回落	10
图 20：纽约联储 WEI 指数自 21 年 4 月起开始下行	10
图 21：水运工人人数与疫情前水平仍有较大缺口	12
图 22：卡车运力逐渐向疫情前水平靠拢	12
图 23：总体运输及仓储业工人供给不及需求，但缺口在逐步缩小	12
图 24：波罗的海干散货指数仍比疫情前高	12

1、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GDP	缺口	边际变化	22-01	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%	5.00	4.60		6.9			2.3			6.7			6.3			4.5			33.8		-31.2			-5.1			1.9	
实际GDP: 同比*	%	100%	-1.01	0.61		1.6			1.0			1.0			0.6			-2.3			-2.9		-9.1			0.6			2.6	
个人消费支出: 同比*	%	70%	-0.06	0.19		2.2			2.0			2.2			1.2			-2.4			-2.8		-10.2			0.3			2.3	
耐用品消费: 同比*	%	11%	-1.20	-2.58		7.4	10.2	12.0	10.0	10.4	10.7	13.5	14.4	18.4	18.9	12.2	14.8	10.2	13.4	16.8	14.7	14.4	14.5	12.6	4.0	-17.8	-7.8	7.7	8.2	8.6
非耐用品消费: 同比*	%	17%	1.81	-1.32		5.4	6.4	6.7	6.7	6.4	5.6	6.5	6.1	6.5	7.1	3.8	5.0	3.0	5.1	6.0	6.8	3.7	4.6	3.7	0.0	-7.4	7.0	2.5	2.0	3.5
服务消费: 同比*	%	43%	-1.88	0.32		-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7	-1.0	-1.2	-1.5	-1.9	-2.6	-2.4	-7.2	-7.1	-6.6	-7.0	-7.7	-8.5	-9.5	-14.4	-18.9	-7.6	2.1	2.2	1.8
私人投资: 同比*	%	20%	4.68	4.44		5.5			1.0			-0.3			0.5			2.4			-4.7		-17.7			-2.1			0.8	
非住宅投资: 同比*	%	15%	-1.98	0.46		1.1			0.7			0.8			0.5			-3.8			-7.0		-10.3			-0.2			3.1	
建筑投资: 同比*	%	2%	-1.87	-4.42		-12.1			-11.7			-9.8			-7.9			-20.0			-19.9		-13.7			4.4			5.8	
设备投资: 同比*	%	7%	3.66	0.74		2.8			2.0			1.7			0.5			0.3			-7.2		-18.0			-7.7			-0.9	
知识产权投资: 同比*	%	6%	0.76	0.47		7.1			6.6			6.3			5.6			2.5			1.7		1.2			5.9			6.4	
住宅投资: 同比*	%	3%	4.17	-4.25		6.4			6.6			8.2			10.4			15.7			7.7		-3.3			7.0			2.2	
库存总额: 同比*	%	11%	-2.43	1.35			2.6	1.8	1.2	0.8	0.4	0.3	-0.1	-0.3	0.0	-0.1	-0.2	-2.6	-3.3	-4.0	-4.7	-5.5	-6.0	-5.8	-4.6	-2.0	-0.2	0.3	1.3	2.4
商品和服务出口: 同比*	%	12%	6.81	2.47		-3.0			-5.5			-5.0			-6.1			-10.7			-14.9		-23.9			-4.8			0.3	
政府消费和投资: 同比*	%	17%	-3.74	-4.74		0.6			1.4			1.5			2.4			1.2			2.1		3.2			3.4			3.2	
工业生产	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
工业生产: 同比*	%	-	-	1.72	0.3	0.1	-0.1	-1.5	-0.8	-0.3	-1.0	-1.2	-1.4	-1.7	-2.8	-1.7	-3.2	-4.8	-4.6	-7.1	-6.3	-6.8	-10.9	-16.2	-18.4	-5.3	-1.1	-2.2	-1.8	
ISM制造业PMI	-	-	-	57.6	58.8	61.1	60.8	61.1	59.9	59.5	60.6	61.2	60.7	64.7	60.8	58.7	60.5	57.5	59.3	55.4	56.0	54.2	52.6	43.1	41.5	49.1	50.1	50.9	47.8	
Markit制造业PMI	-	-	-	55.5	57.7	58.3	58.4	60.7	61.1	63.4	62.1	62.1	60.5	59.1	58.6	59.2	57.1	56.7	53.4	53.2	53.1	50.9	49.8	39.8	36.1	48.5	50.7	51.9	52.4	
就业市场	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
失业率	%	-	-	0.10	4.0	3.9	4.2	4.6	4.7	5.2	5.4	5.9	5.8	6.0	6.2	6.4	6.7	6.7	6.9	7.9	8.4	10.2	11.0	13.2	14.7	4.4	3.5	3.5	3.6	
劳动力参与率	%	-	-	0.30	62.2	61.9	61.9	61.7	61.7	61.7	61.6	61.6	61.7	61.5	61.5	61.4	61.5	61.5	61.6	61.4	61.7	61.5	61.4	60.8	60.2	62.7	63.4	63.4	63.3	
职位空缺率	%	-	-	0.00		6.8	6.8	7.0	6.7	6.7	7.0	6.5	6.1	6.0	5.4	5.0	4.7	4.5	4.5	4.6	4.5	4.4	4.6	4.2	3.9	3.4	3.7	4.4	4.5	4.2
新增非农就业人数	万人	-	-	26.80	46.7	19.9	21.0	53.1	19.4	23.5	94.3	85.0	55.9	26.6	91.6	37.9	4.9	-14.0	24.5	63.8	66.1	137.1	176.3	480.0	250.9	-2,050.0	-70.1	27.3	22.5	14.5
ADP就业人数	百万人	-	-	-4.30	125.3	125.6	124.8	124.3	123.8	123.3	122.9	122.6	121.9	121.0	120.4	119.9	119.7	119.5	119.6	119.3	118.8	118.0	117.5	117.3	113.0	109.8	129.2	129.4	129.2	129.0

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

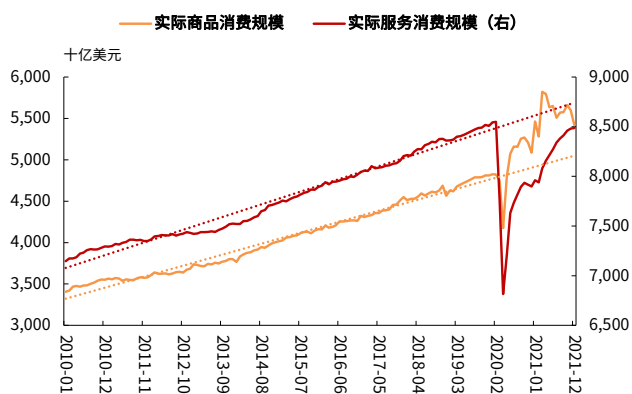
1.1、消费对 GDP 的提振作用趋弱，商品消费增速趋势向下，服务消费复苏缓慢。

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。

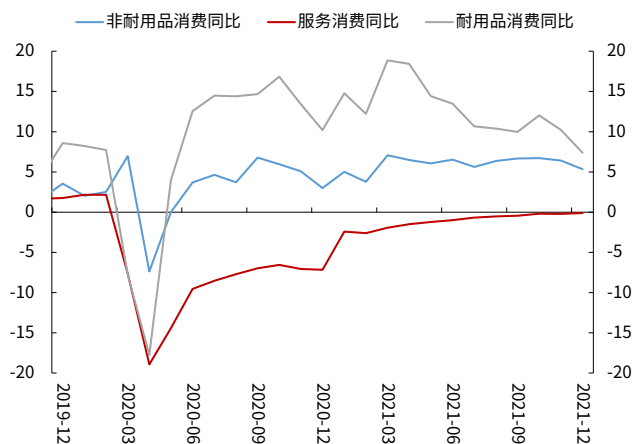
图 2：商品消费规模已超疫情前趋势，而服务消费未达趋势



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。

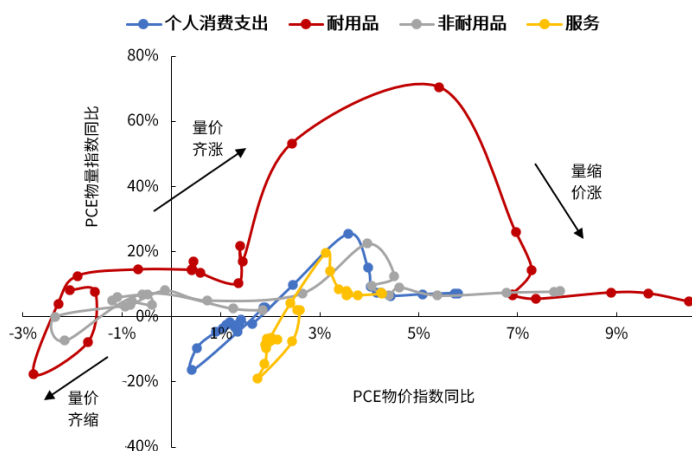
耐用品消费量价关系在商品消费变化中起主导作用，而耐用品消费走势主要由机动车及零部件分项带动。2021 年以来，机动车消费量增速在猛涨后迅速滑落，目前机动车分项物量指数同比增速已经连续五个月为负，而价格增速始终高企。

“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，在价格走高、财政政策刺激弱化的背景下，机动车需求也将进一步走弱。

综合考虑供应链瓶颈和需求前置问题，预计 2022 年上半年美国机动车消费或将维持下行趋势。供给端约束缓解后，部分尚未满足的购车需求得以释放，机动车

消费或将有所回升。但是，由于需求难以出现较大反弹，预计机动车消费的回升对个人消费支出的拉动作用不大。

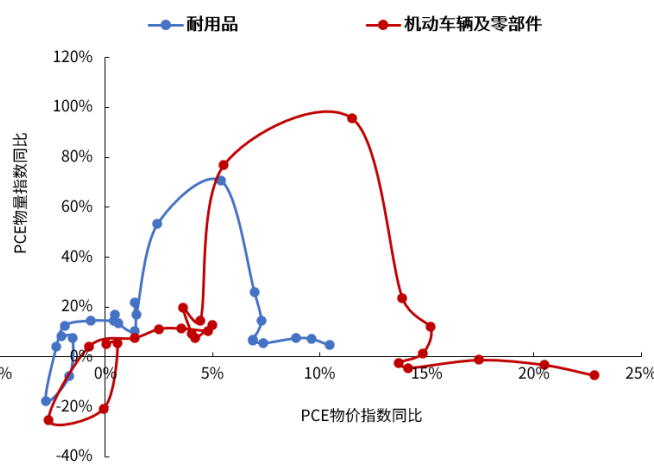
图 4：商品消费受供给限制，耐用品“量缩价涨”态势明显



资料来源：BEA，光大证券研究所

数据截取区间：2020 年 1 月-2021 年 12 月

图 5：耐用品消费走势主要由机动车及零部件分项带动



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截取区间：2020 年 1 月-2021 年 12 月

除机动车及零部件分项外，耐用品其他分项以及非耐用品消费同样受供给端压制；此外，财政补贴结束、“宅经济”相关商品需求回落也将在需求端影响消费。

一方面，财政补贴带来个人可支配收入的提升是商品消费增长的主要因素，而当前居民收入已随着财政补贴到期而下降，收入对消费的支撑作用有限。另一方面，疫情期间，居民居家办公、学习的比例提升，“宅经济”相关商品需求火热带来家庭耐用品消费增长。然而，家庭耐用品需求一次性得到满足后，未来较长时间内难以出现新的需求。预计耐用品其他分项将在一段时间内保持回落，而非耐用品消费难以出现新的增长，或将向历史趋势水平回归。

服务消费增速缺口缓慢弥合，劳动力供给是关键

服务消费方面，服务消费增速距离疫情前仍有缺口，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不大，复苏速度或将保持缓慢。

目前，Omicron 疫情对服务消费仍有较大冲击，2022 年一季度的服务消费增速或将继续受到不利影响。向前看，随着疫情缓解以及新冠疫苗接种率的提高，疫情所带来的社交隔离措施将会逐步退出，将一定程度上提振客运、食宿、休闲等服务消费；加之商品消费出现回落，商品消费向服务消费的切换也将对服务消费的修复形成支撑。

但是，目前疫情反复对服务消费的影响已经趋弱，疫情缓和难以带来服务消费的较大反弹，同时，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。预计服务消费修复空间不大，复苏速度或将保持缓慢。

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。在本轮 Omicron 疫情中，得益于美国较高的疫苗接种率，美国政府封锁指数相较于前期新增确诊大幅飙升时并未出现明显反弹，2022 年 1 月末该数据为 52.6，远低于从疫情发生至 2021 年年中持续一年多 60 以上的水平。

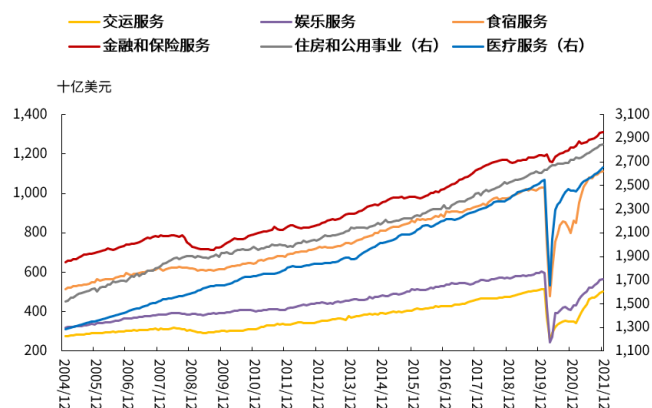
截至 2021 年 12 月，服务消费整体总规模已经接近疫情前水平，分项来看，除客运和娱乐服务规模较疫情前仍有较大缺口外，服务消费的大多分项已经达到或超过疫情前水平，并接近历史趋势。这意味着随着疫情常态化，疫情对服务消费

的影响开始钝化，而服务消费复苏进行已久，即使未来疫情大幅趋缓，也难以带来服务消费的大幅反弹。

另外，服务行业的劳动力短缺或将限制服务消费的复苏速度。从职位空缺率来看，相比于建筑业、制造业，各服务细分行业的职位空缺率明显较高，且均大幅高于疫情前水平；尤其是休闲住宿业、商业服务、教育和保健服务等行业，职位空缺处于高位（2021 年 12 月为 789.2 万人，2020 年 2 月为 524.2 万人），与疫情前相比仍有 265 万人左右的缺口，且并未呈现出下行态势。

从新增非农数据来看，2021 年服务行业新增非农就业数据表现良好，平均每月达 47.3 万人，显著高于疫情前平均水平。假设 2022 年各月新增非农人数与 2021 年月度平均值相当，估计也需要至少 6 个月左右的时间才能弥合缺口。

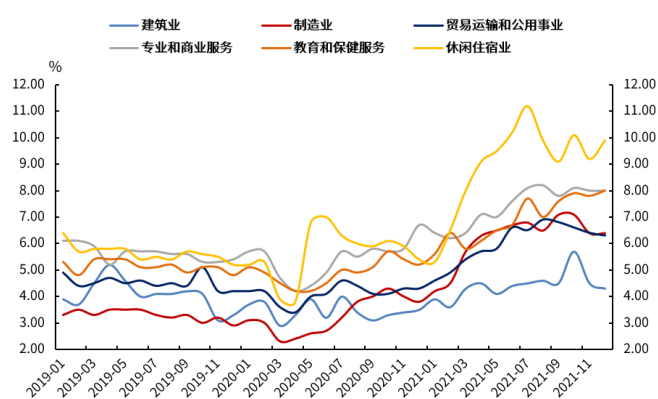
图 6：除交运和娱乐，服务消费的大多项已回归疫情前趋势



资料来源：BEA，光大证券研究所

数据截至：2021 年 12 月

图 7：服务业职位空缺率处于高位

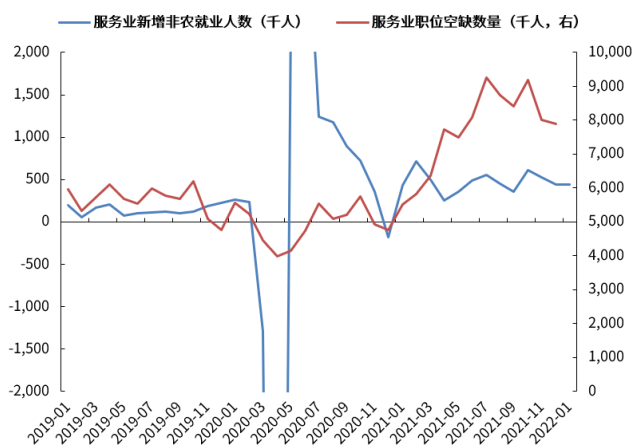


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月

实际上，服务行业就业恢复速度可能较上述估算更加缓慢。首先，疫情导致大量劳动力永久性退出劳动力市场，劳动参与率持续低迷，从历史经验来看，劳动参与率的恢复通常较为缓慢，劳动力供给疲弱难以在短时间内缓解；同时，根据 Indeed 在 2021 年 10 月发布的报告¹，疫情改变了求职者的职业兴趣，人们对于餐饮、运载、医疗等服务行业的兴趣普遍降低，且这种改变可能是长期性的，这种职业兴趣的转变或将制约服务行业就业缺口的修复。

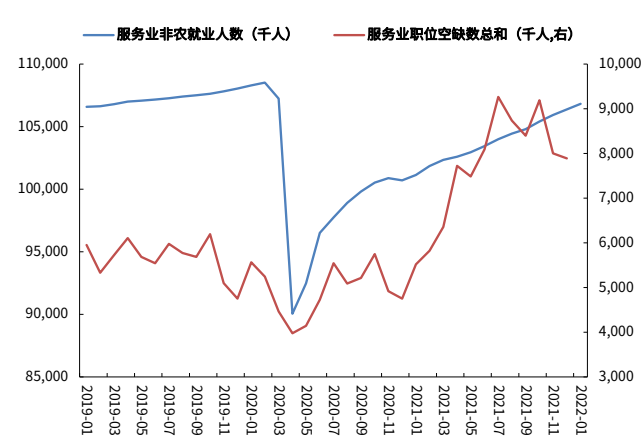
图 8：按目前新增非农人数增速，估计需 6 个月弥合就业缺口



资料来源：BEA，光大证券研究所

数据截至：2022 年 1 月

图 9：服务业非农就业仍存缺口，职位空缺数尚在高位



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

¹ <https://www.hiringlab.org/2021/10/28/job-seeker-interest-shifting-toward-higher-wage-jobs/>

超额储蓄能一定程度提振消费，但作用有限

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。疫情期间美国实施了多轮财政刺激政策提高了居民储蓄率，形成了总规模约 2.6 万亿美元的“超额储蓄”。随着经济重新开放，担忧和不确定性消退，“超额储蓄”的释放将同时对商品和服务消费带来经济影响。²

我们认为，超额储蓄对未来消费的潜在支撑较弱。一方面，当前家庭部门杠杆率仍然高于疫情前水平，随着美国先前出台的房贷、学贷宽限措施在 2022 年陆续到期，超额储蓄或率先用于偿还债务，而非消费；另一方面，超额储蓄在不同收入层级、教育水平层级的家庭分布不同，若超额储蓄在高收入、高教育水平家庭中的分布较为集中，其较低的边际消费倾向难以带来对消费的较高提振。

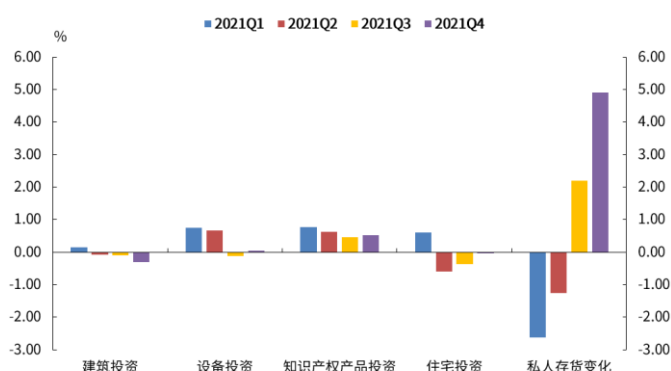
综合来看，2022 年个人消费支出对 GDP 的提振作用有限。美国商品消费已经见顶回落，且预计回落趋势将持续到至少 2022 年第二季度后。服务消费将在本轮 Omicron 疫情缓解后，持续保持修复态势，但受到劳动力供给的影响，修复空间可能较低，复苏速度可能较慢。另外，超额储蓄对未来消费的潜在支撑较弱。

1.2、补库仍将持续，但受供应链和消费制约，对经济的支撑较弱

2021 年 Q4 美国实际私人投资环比折年率显著提升（28.7%，Q3 为 11.8%）；同比增速也上行至 8.6%（Q3 为 7.1%）；投资对实际 GDP 环比拉动率为 5.15%，相较于 Q3 的 2.2% 提升 2.95 个百分点。

分项来看，库存投资大幅增长，对实际 GDP 环比拉动率为 4.9%。2021 年 Q4，因供应链问题边际缓解，生产有所加快，而商品消费较三季度仅略有提升，从而库存快速增加。从制造业 PMI 指数可以看出，四季度制造业 PMI 新订单分项下滑明显，显示出需求回落，而制造业 PMI 产出分项小幅波动，新订单-产出缺口的收窄带动库存上行。

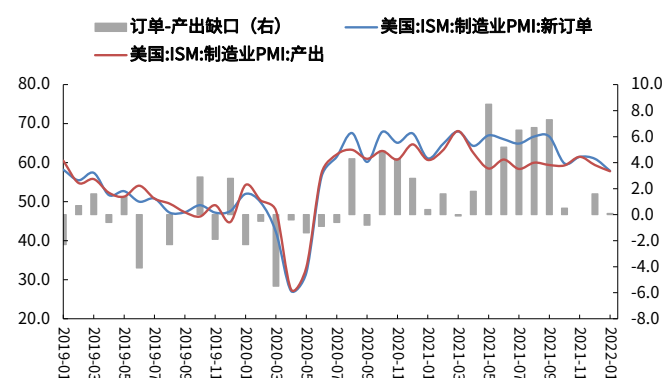
图 10：2021Q4 库存投资对 GDP 增速的拉动显著上升



资料来源：BEA，光大证券研究所

数据截至：2021 年 12 月

图 11：2021Q4，PMI 新订单分项下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 1 月

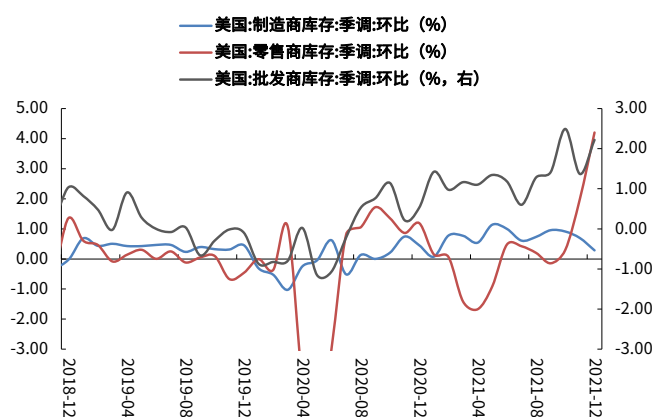
² 超额储蓄总量即疫情以来每月超额储蓄的加总=疫情后每月实际储蓄值-疫情前平均每月储蓄值

分项来看，制造商、批发商库存水平已显著高于疫情前，而零售商库存与疫情前相比仍有较大缺口。前期较为严重的供应链瓶颈使得产品难以快速从制造商、批发商向零售商传递，而零售端商品消费需求高涨，带来零售端库存的紧缺；四季度以来，供应链问题边际好转，产品运输有所畅通，提振零售商补库节奏。

向前看，制造、零售、批发三个环节的补库仍将持续，但补库节奏趋于放缓。目前，批发商和零售商库销比仍远低于疫情前水平，表明供应链瓶颈导致的补库节奏跟不上销售增速，表明补库仍将继续。

受到供应链瓶颈和消费回落的制约，补库对经济的支撑大概率回落。一方面，供应链紧缩问题短时间内难以解决，补库进度或将受到较大阻碍；另一方面，如前所述，2022 年商品消费将延续回落态势，三商销售增速也自 2021 年 4 月起持续下行。在需求不足的背景下，被动补库持续性不强，对经济的作用也将下降。

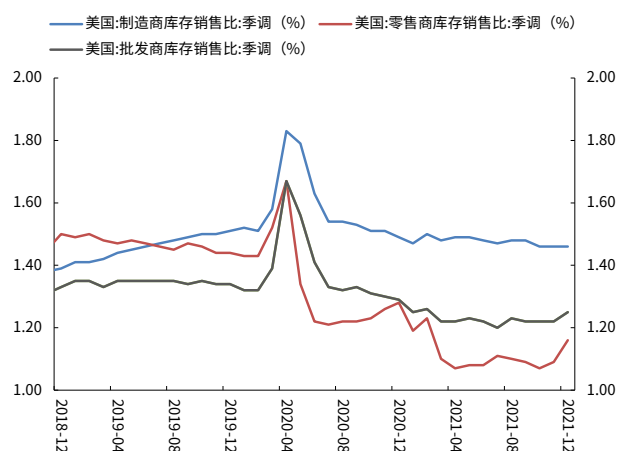
图 12：零售商库存环比增速上行，显示补库速度抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2021 年 12 月

图 13：批发商、零售商库销比位于历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2021 年 12 月

1.3、住宅投资仍有较强支撑，但设备投资上行空间有限

从两年复合平均增速的角度来看，2021 年 4 季度，私人投资增速相较疫情前显著反弹，主要贡献项为住宅投资、设备投资和知识产权投资；主要拖累项为建筑投资（非住宅）。

向前看，住宅投资仍有较强支撑。一方面，美国新建私人住宅营造许可环比持续上行，且住宅建造支出同比仍然处于较高水平；另一方面，成屋库存依然处于较

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_37878

