

美通胀展望：房地产阻碍价格回落

核心内容：

- **CPI 再超预期 能源食品和居住成本齐涨** 美国 5 月 CPI 同比增速 8.6% 再创新高，能源、食品和居住成本做出最大的贡献，涨价由供给限制转为需求拉动。5 月份 CPI 数据显示汽车价格继续回落，新车价格已经连续 2 个月没有上行，二手车价格回落。但是能源食品价格的上行以及美国内需的旺盛仍然没有扭转。首先能源供给瓶颈并没有改变，各国增产面临困难，而需求的到来更加快速，能源价格持续上行。其次，服务类价格的上行并没有停滞。最后，占通胀权重最大的房地产居住项目价格具有价格粘性，也即是价格在未来继续坚挺。
- **通胀预期以及美联储的方向对近期的市场走向举足轻重** 通胀的拐点可能临近，但通胀下行的速度缓慢，CPI 在年末可能仍将在 6% 左右，而核心 CPI 会回落到 5% 以下。在物价因素、美联储紧缩预期和经济数据的影响下，美国资本市场动荡非常。
- **美国疫情后的房价上涨由需求驱动** 疫情后由于金融条件宽松以及居民资产负债表扩张，购房需求大幅增加，销售数据强劲的同时整体供给并不存在短缺。随着新一轮加息缩表的开始以及储蓄的消耗，房地产需求和投资出现下行态势。**房价短期回落并不能缓解通胀压力**。居住成本对通胀的拉动近期不断上行，且本身占通胀的权重巨大。由于居住成本中主要居所房租和自有住所换算等值房租的统计方式导致了天然的滞后，通胀里的居住成本增长慢于社会房价和房租指标。
- **预测数据显示居住成本在未来一年左右仍将不断拉动 CPI 和 PCE 通胀上行** 居住成本中自有住所换算等值房租一般滞后 12-16 个月，主要居所房租滞后 7-10 个月居住成本对 CPI 的合计拉动在 2022 年 9 月就将超过 2%，在 2023 年 6 月由于房价粘性仍然将维持在 2.37% 附近。
- **居住成本导致的通胀粘性将加大美联储的紧缩压力** 5 月 FOMC 纪要中飘渺的鸽声彻底沉寂，基本确立了中期选举前每次 FOMC 会议加息 50bps 的可能。CME 的市场预期显示年底政策利率将处于 3%-3.25%。居住相关通胀凭借一己之力就可以接近甚至超过美联储 2% 的长期目标，在通胀成为首要经济与政治任务的当下，在 11 月份中期选举之前美联储很难改变紧缩目标，美联储放缓紧缩节奏需要等待。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢

于金潼

主要风险：美联储调整长期通胀目标，美国经济变化超预期

目录

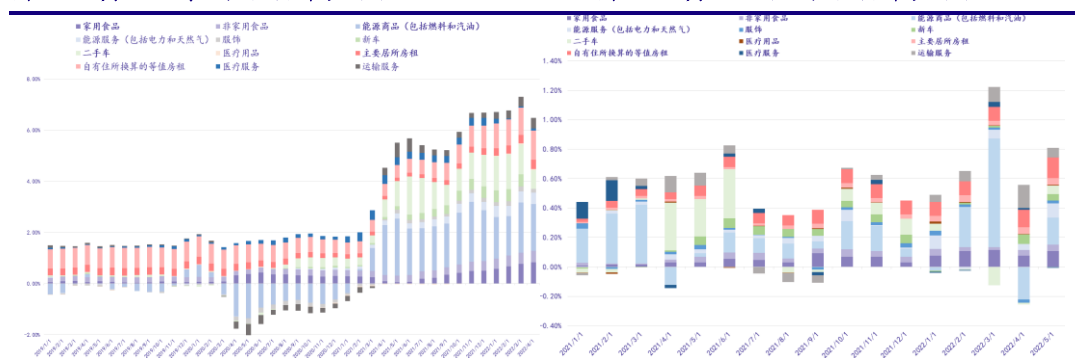
一、通胀再爆表，紧缩更坚定.....	3
（一）汽车价格回落延续，服务分化.....	3
（二）新拉动因素增加通胀粘性，能源短期居高不下.....	4
（三）通胀与紧缩预期主导近期美国市场情绪.....	6
二、美国房地产近况：房价由需求推动，未来有望回落.....	7
（一）疫情后购房需求远超历史平均，但近期有放缓趋势.....	8
（二）房屋供给整体充裕，供给结构对区域房价或有影响.....	9
（三）低利率和财政刺激推动需求，紧缩将给房地产降温.....	9
（四）房地产业会重蹈次贷危机覆辙吗？.....	11
三、为什么通胀中的居住成本值得警惕？.....	12
（一）居住成本权重高且不断上行.....	12
（二）居住成本的统计方式导致其滞后于市场.....	13
四、居住成本滞后多久？相关通胀未来怎么走？.....	15
（一）房价滞后社会指标约 12-16 个月，房租约 7-10 个月.....	15
（二）居住成本对通胀的贡献大致在什么范围？.....	16

一、通胀再爆表，紧缩更坚定

美国劳工数据局（BLS）刚刚公布的 5 月消费者价格指数（CPI）再次刷新自 1982 年以来的记录，同比增速从 4 月的 8.3% 上升至 8.6%，剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 6.0%，比 4 月的 6.2% 略有回落。环比方面，CPI 增速为 1.1%，核心 CPI 增速为 0.6%，均比上个月加快。从构成来看，之前的主要通胀拉动项目中只有二手车同比增速继续下行，能源商品、能源服务和食品价格都出现了上涨，可见物价背后的动能依然有所加强，美国的通胀也从去年的供给侧瓶颈主导过渡到内需主导。美联储现阶段仍然继续紧缩，其不仅要回应白宫控制物价的期待，也要挽回信誉并遏制通胀预期再次上扬的势头。

图 1：5 月 CPI 同比拉动项拆分（%）

图 2：5 月 CPI 环比拉动项拆分（%）



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

（一）汽车价格回落延续，服务分化

CPI 分项显示，二手车的同比增速分别由 4 月份的 22.7% 继续回落至 5 月份的 16.1%，对整体 CPI 贡献的百分点也从 0.75 下降至 0.53；新车价格连续两个月没有增长，虽然没有进一步回落，但也已是好消息。

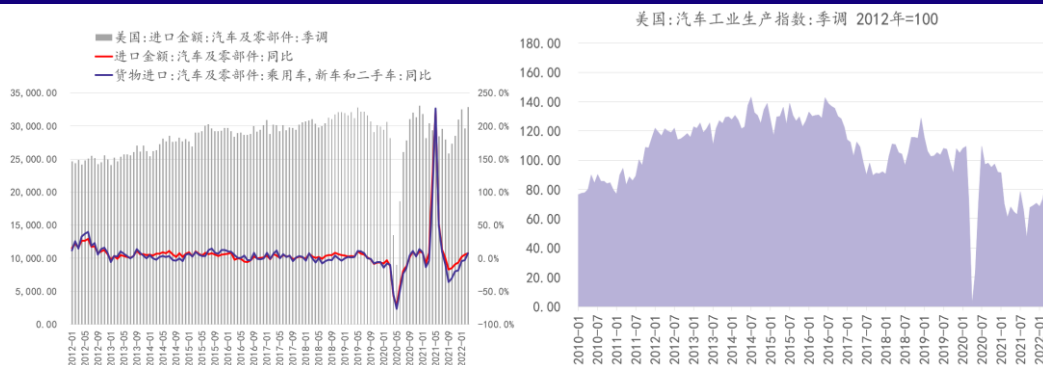
（1）二手车价格压力的缓解得益于运输和半导体供应链的恢复，这也印证了供应链瓶颈逐渐缓解的判断。美国的汽车进口金额接近疫情前水平，汽车工业生产指数也连续四个月上行，有效缓解了新车和二手车市场的供给短缺。

（2）其他有下行势头的主要项目包括服饰、医疗产品和服务等，但是从环比增速来看只有医疗服务和服务继续上行的动能较弱，其他权重较大的项目环比全部录得增涨。

整体上，下行的项目体现了疫情冲击的进一步弱化以及供应链的好转，中国的复工复产也将进一步恢复供给，但是通胀可能更多的由能源食品的供给短缺以及美国内需的旺盛驱动，这两者都相当难以控制。

图 3：美国汽车进口增速恢复

图 4：美国汽车生产上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

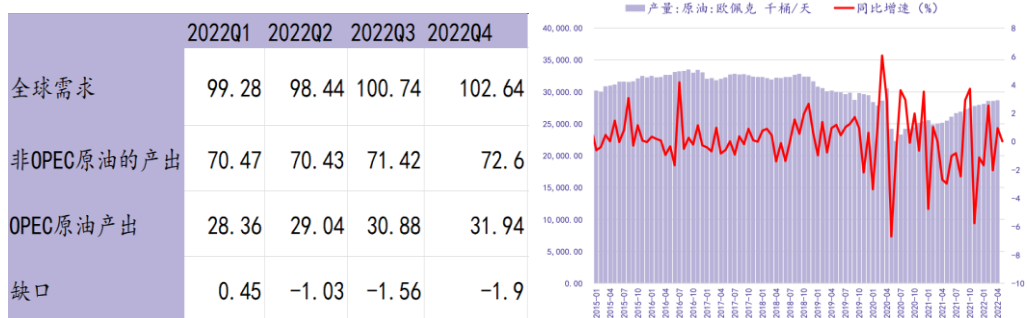
(二) 新拉动因素增加通胀粘性，能源短期居高不下

上个月的通胀数据表现出触顶回落的态势，但 5 月通胀数据打破幻想并再次表明了通胀的严重性。不仅能源价格继续保持高位，俄乌冲突前还算克制的食品也迅速上行，通胀项目中粘性最大的居住成本同预期一样稳步上涨，这几个项目合计权重已经达到了 52.5%，故而通胀即使回落，也会比较缓慢。虽然美联储更关注核心通胀数据，但是食品和能源的高歌猛进将继续加剧中低收入居民的痛苦，这不仅会挤出其他消费，也会通过白宫能施加于央行的政治压力进一步强化紧缩。

(1) 能源价格在 4 月份回落的主要解释包括俄乌冲突和美联储严厉紧缩加强了全球的衰退预期、中国因疫情封控导致的停工停产和人员流动限制以及欧盟由于匈牙利的反对暂时难以对俄罗斯进行石油禁运，但上述的限制因素很多已经反转。5 月能源商品增速达到 50.4%，能源服务 16.2%，6 月很可能继续上行。

供给方面考虑，欧盟不完全的石油禁运会加剧供应链摩擦。尽管 OPEC+ 临时决定增产，但其长期的增产目标并未调整，7、8 月份增产的原油大约只是总需求的 0.4%，从中长期角度来看杯水车薪。在 OPEC 能顺利按照新计划增产的乐观情况下，全球的产出缺口有望弥合，但 OPEC 在 3、4 月份均没有能够达到之前日均增产 40 万桶的目标，未来大幅增产的能力也存疑。同时，达拉斯联储之前的研究也指出美国本土的增产能力短期受限，每天最多只能增加几十万桶，而汽油商定价又有一定粘性，即使原油价格下降，汽油价格下行的斜率也会平缓很多。美国和欧佩克短期大幅增产也不太现实。而需求方面，夏季出行和用电高峰迫在眉睫，中国的复工复产以及稳经济措施的快速落地也会推升能源需求。

图 5: 乐观情况下 OPEC 可以弥补产出缺口 (百万桶/日) 图 6: OPEC 增产并不顺利



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(2) 另一方面, 由于劳动力市场的火热和名义工资的上涨, 服务类中的食宿服务、飞机票价和其他服务等项目的同比与环比增速均保持了上行, 阻止通胀更快回落。通胀从供给短缺转向需求拉动的态势愈发明显。不过, 核心 CPI 的 12 个月平均移动增速已经达到了 5.13%, 十分接近非农工资 TTM 增速的 5.39%, 如果用常规 CPI 的话实际工资增速已经被通胀挤成负数。那么名义工资可能会进一步上涨, 追赶通胀, 工资-物价螺旋正在酝酿之中。

(3) 更值得注意的是居住相关支出, 在 CPI 中合计占权重超 30% 的“主要居所房租”和“自有住所换算等值房租”(OER) 在 5 月同比增速达到了 5.2% 和 5.1%, 这与我们预测的 5.7% 和 5.15% 基本一致, 是 2004 年 3 月以来最大的上涨, 并且仍将继续; 同样, PCE 中“住房与水电费”一项的同比增速也已经连续 15 个月走高, 4 月达到 5.51%。居住成本的致命问题在于其滞后的特点, 由于当前 CPI 和 PCE 居住成本增速仍然慢于 Zillow 和 Case-Shiller 等社会指标一年以上, 这意味着无论美联储加息与否, 居住成本都将坚挺上行。

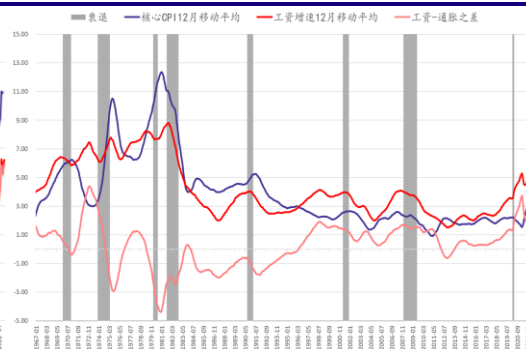
总体来看, 5 月 CPI 让美联储骑虎难下, 但 5 月 FOMC 纪要中飘渺的鸽声彻底沉寂, 基本确立了中期选举前每次 FOMC 会议加息 50bps 的可能。CME 的市场预期显示未来 4 次 FOMC 会议都将加息 50bps, 年底政策利率将处于 3%-3.25%。中期选举结果仍值得关注, 因为本届美联储独立性下降, 如果迅猛的加息缩表对消费和投资冲击过大, 不排除美国政府施压美联储放缓紧缩。

图 7: 食品与能源价格大幅上行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 通胀开始蚕食实际工资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 加息概率图

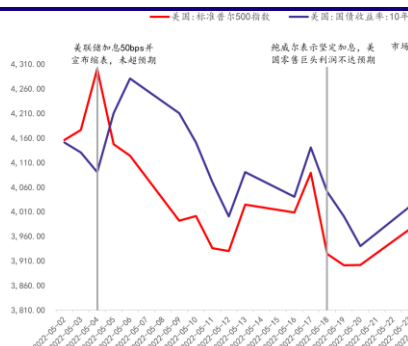
会议日期	加息点位数概率									
	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/6/15	82.20%	17.80%	0.00%	0.00%						
2022/7/27	0.00%	0.00%	48.60%	44.10%	7.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2022/9/21	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	48.50%	43.40%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	29.30%	45.50%	21.80%	2.90%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	19.70%	40.00%	29.70%	9.20%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	6.10%	25.70%	37.00%	23.60%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.30%	10.10%	28.00%	34.30%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	8.50%	24.70%	33.10%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	7.60%	22.80%	32.10%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	1.40%	8.50%	23.40%	31.60%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

（三）通胀与紧缩预期主导近期美国市场情绪

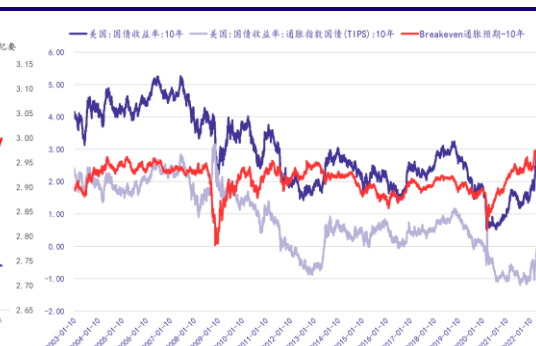
在物价因素、美联储紧缩预期和经济数据的影响下，5月美国资本市场动荡非常。股票市场经历了W形的过山车：在5月初FOMC会议加息50bps并宣布于6月1日开始缩表后，市场开始对接下来的严厉加息定价，在18日沃尔玛和塔吉特两大零售巨头例如不达预期以及鲍威尔声明将加息直到通胀显著回落后，股市陷入“衰退交易”情绪，直到25日公开的FOMC会议纪要提到6、7月的连续加息（预计各50bps）将为美联储在今年晚些时间考量紧缩政策对经济的影响并作相应调整。随后市场情绪缓和，美股再次上扬，而27日公布的PCE数据回落进一步改善了市场信心。美债收益率在则在通胀预期放缓和避险情绪之中回落，国债反映的10年通胀预期也转头下行。5月份CPI数据公布后，标普500盘中已经再次下跌至3900点附近，科技股主导的纳指重挫超3%；债市方面，在3%关口观望的十年美债收益率迅速上升至3.155%，两年期美债突破3%。通胀预期以及美联储的方向对近期的市场走向举足轻重。

图 10：股债走向和紧缩预期高度相关



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：通胀预期在5月FOMC纪要鸽派解读后下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、美国房地产近况：房价由需求推动，未来有望回落

美国房地产既对经济活动和居民消费信心有较好的指向性，又在物价统计中占有几乎最高的权重。房地产业和相关租赁一般占美国 GDP 的 12%-14% 左右，叠加相关的建筑、家具、家电等行业，广义增加值自 2000 年以来一直稳定在 16.9%-18.3% 之间。而在 CPI 统计中，居住成本的合计权重通常超过 30%。

前美联储主席格林斯潘认为房产是居民投资中几乎最长期的投资，而此类投资可以较好的反映居民对经济的信心和他们的风险偏好；因此，居民部门购房的下降也经常预示着经济活动的下滑。回顾美国房地产业近况可以使投资者更好的理解居住成本上行的原因以及该部分对通胀未来走势的影响。

图 12：广义房地产占 GDP 比重 (%)

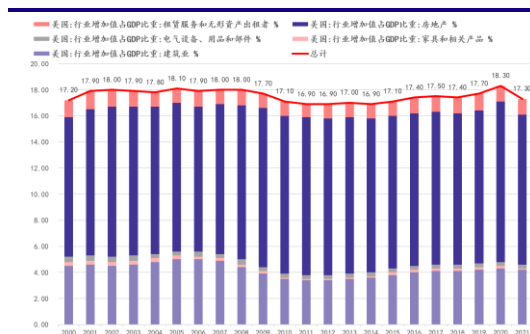
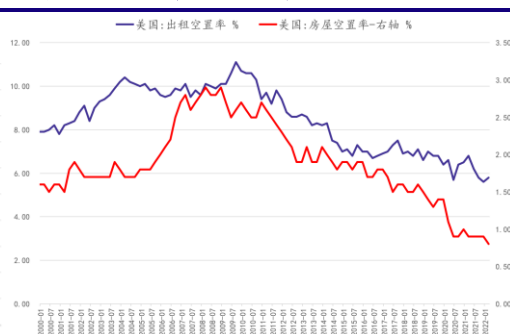


图 13：空置率处于 20 年来低位 (%)



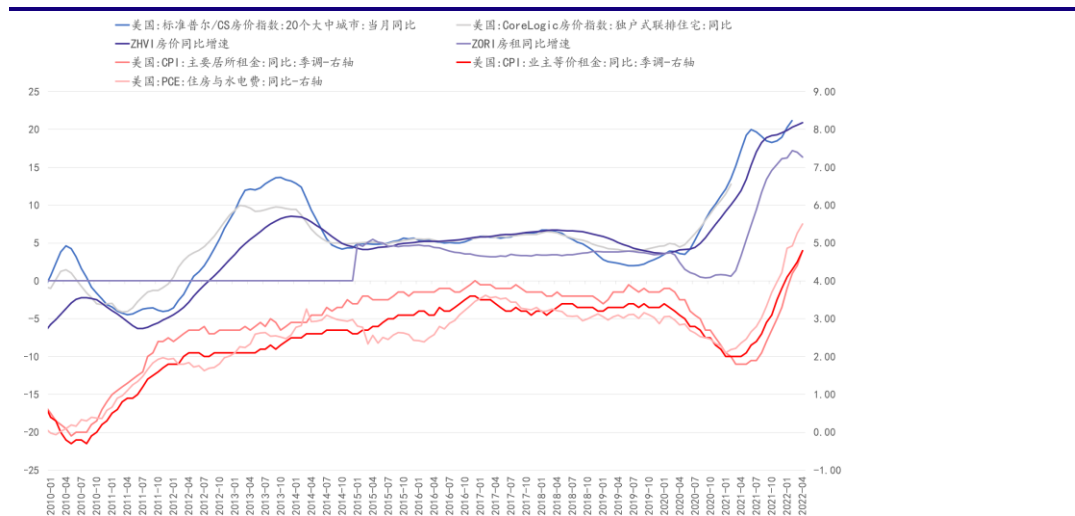
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

疫情开始后，美国房地产价格基本没有经历低谷期，无论私人抑或是政府统计都显示了房价一路高歌猛进。2020 年 3 月，美国标普 Case-Shiller20 个大中城市房价指数、Zillow 的 ZHVI 房价指数和 CPI 统计的自有住所换算等值房租同比增速分别为 3.91%、3.88% 和 3.20%，而两年后这三个统计指标的增速上升到 21.17%、20.61% 和 4.50%。

随着房价水涨船高，在 2021 年一季度前处于低谷的租赁成本也显著上行；从 2021 年 3 月到 2022 年 3 月，Zillow 的 ZORI 房租指数同比增速从 1.37% 上升至 16.98%，CPI “主要居所房租” 则从 1.80% 上升至 4.40%。房地产业火热的背后，是扩张的需求。

图 14：房价与房租增速集体上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(一) 疫情后购房需求远超历史平均，但近期有放缓趋势

从需求的角度考虑，美国居民在疫情开始后的购房热情远高于历史平均，这也直接导致了价格的迅速上涨。从2020年3、4月份的低点开始到2022年4月，美国新建住房销售的月度平均折年数为79.74万套，比2015年开始的5年平均值59.83万套高出33.28%；同期成屋销售的平均折年数为588.68万套，比2015年开始的5年均值537.90万套高9.44%。

疫情发生后，美国的出租和房屋空置率均达到了历史低位，而房屋空置率下降的斜率尤为陡峭，同样印证了需求的强劲。由于房屋空置率是当前可出售房屋占总住房库存之比，极低的空置率至少体现出当前房主出售意愿较低，投机性不大，这与次贷危机之前的状况形成了鲜明的对比。

从库存销售比来看，美国当前成屋库销比处于2000年以来的最低位，但是新屋库销比在2022年3、4月份明显上行并超过了往年均值，这表明了需求在美联储加息后可能已经开始放缓。

图 15: 成屋库销比 (%)

图 16: 新屋库销比 (%)

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_42937

