

## 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。

**主要风险：美联储调整长期通胀目标，美国经济变化超预期**

### 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

## 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，但也已然是好消息。

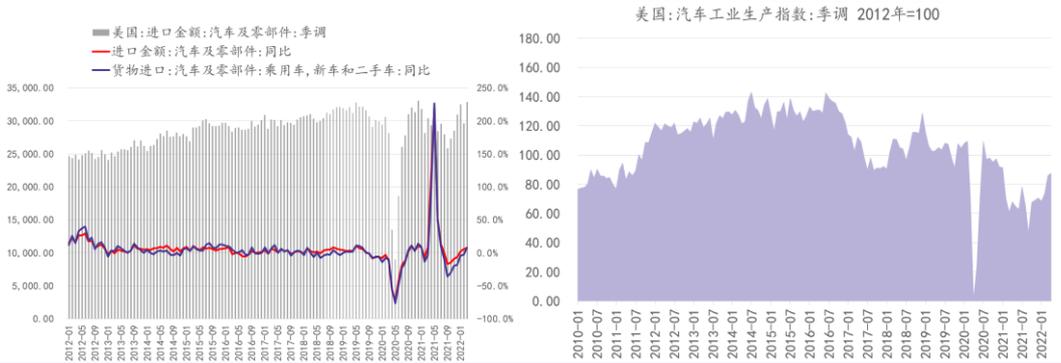
(1) 二手车价格压力的缓解得益于运输和半导体供应链的恢复，这也印证了供应链瓶颈逐渐缓解的判断。美国的汽车进口金额接近疫情前水平，汽车工业生产指数也连续四个月上行，有效缓解了新车和二手车市场的供给短缺。

(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，中国的复产复工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, 也会通过白官能施加于央行的政治压力进一步强化紧缩。

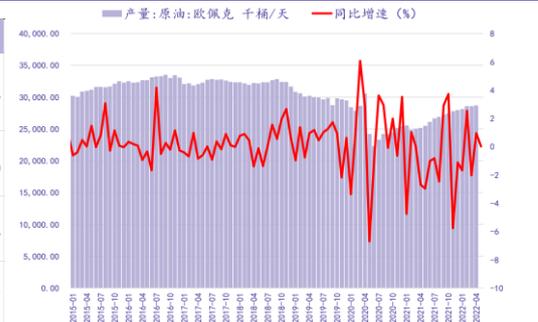
(1) 能源价格在 4 月份回落的主要解释包括俄乌冲突和美联储严厉紧缩加强了全球的衰退预期、中国因疫情封控导致的停工停产和人员流动限制以及欧盟由于匈牙利的反对暂时难以对俄罗斯进行石油禁运, 但上述的限制因素很多已经反转。5 月能源商品增速达到 50.4%, 能源服务 16.2%, 6 月很可能继续上行。

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

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
全球需求	99.28	98.44	100.74	102.64
非OPEC原油的产出	70.47	70.43	71.42	72.6
OPEC原油产出	28.36	29.04	30.88	31.94
缺口	0.45	-1.03	-1.56	-1.9



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

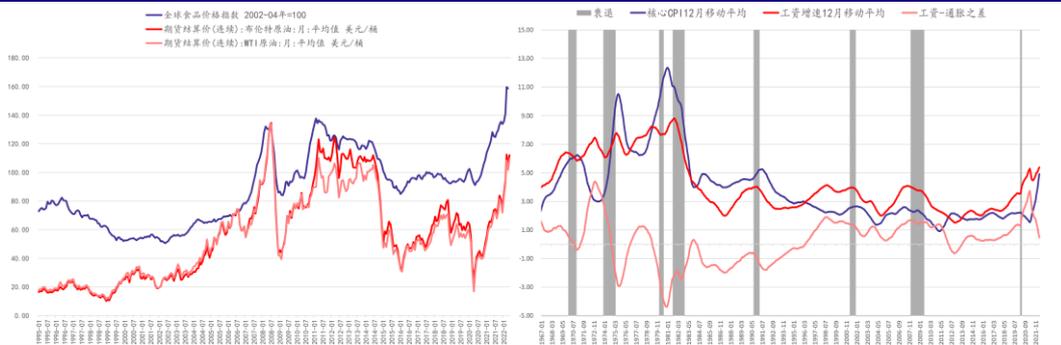
(2) 另一方面, 由于劳动力市场的火热和名义工资的上涨, 服务类中的食宿服务、飞机票价和其他服务等项目的同比与环比增速均保持了上行, 阻止通胀更快回落。通胀从供给短缺转向需求拉动的态势愈发明显。不过, 核心 CPI 的 12 个月平均移动增速已经达到了 5.13%, 十分接近非农工资 TTM 增速的 5.39%, 如果用常规 CPI 的话实际工资增速已经被通胀挤成负数。那么名义工资可能会进一步上涨, 追赶通胀, 工资-物价螺旋正在酝酿之中。

(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

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

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 加息概率图

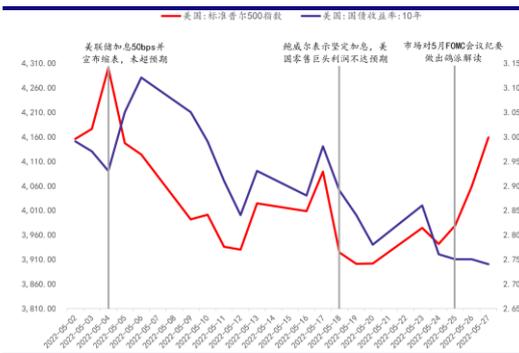
会议日期	加息点位数概率									
	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2022/6/15	82.20%	17.80%	0.00%	0.00%						
2022/7/27	0.00%	0.00%	48.60%	44.10%	7.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/9/21	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	48.50%	43.40%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/11/2	0.00%	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，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 (%)

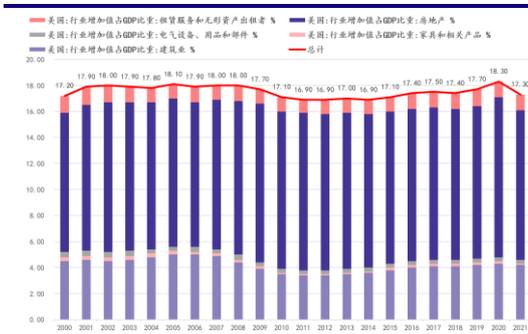
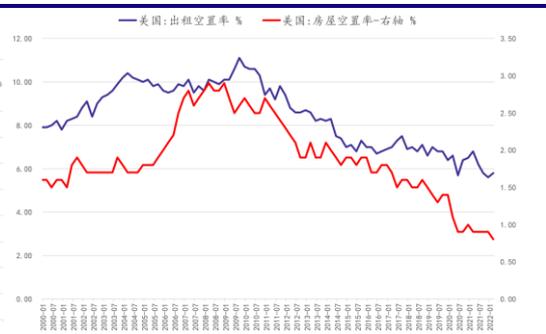


图 13：空置率处于 20 年来低位 (%)



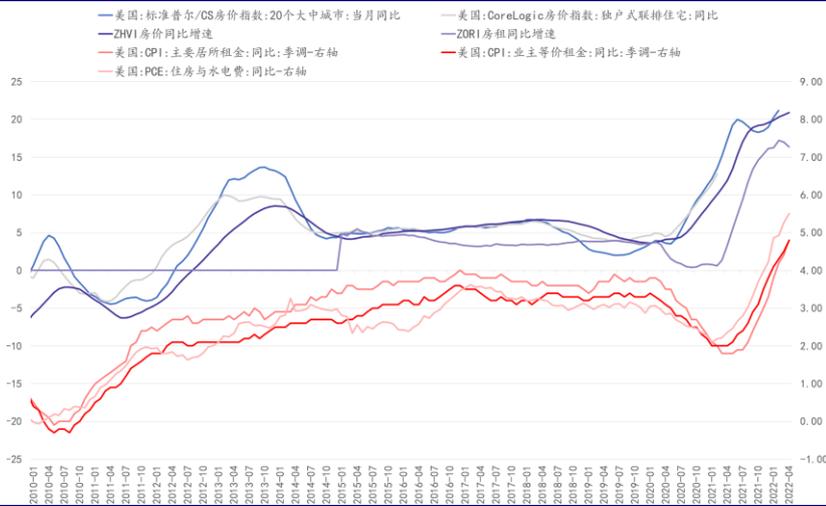
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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 (月)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 新屋库销比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## （二）供给结构也抬升了房价

从供给的角度考虑，美国住房市场整体并不存在供给不足的情况，房价的上行本质上还是源于需求的显著上升，但是美国的住宅的户型构成也对价格有贡献。

疫情开始后至今，美国已开工的新建私人住宅月度平均折年数为 152.91 万套，比 2015 年至疫情之前的平均值 121.71 万套高 25.64%，而已获得批准的新住宅的疫情后均值为 165.39 万套，比 2015 年至疫情之前的均值 128.28 万套高 28.93。可以看出，疫情后的供给和潜在供给都高于疫情之前，且潜在供给正处于相当的高位。因此，供给瓶颈并不是居住成本上行的元凶，而极致宽松下大涨的需求才是罪魁祸首，这也侧面体现美国近期的居民消费投资能力很强。

当然，供给的结构对价格也存在影响：从建造支出的数据来看，私人住宅的主要业态分为新独户住宅和多户住宅，而多户住宅主要包括公寓等建筑。美国 2022 年 4 月新独户住宅建造支出为 4776.75 亿美元，而多户只有 1022.21 亿美元，同时独户住宅建造支出的上升斜率明显更高。从住房保障度考虑，以公寓为代表的多户住宅的人均单位价格更低、供给量大，更容易缓解房价上行；但是，美国私人建筑商显然建造了更多的独栋别墅，这意味着单位房价必然上行，同时区域性的供给短缺也更容易出现（旧金山<sup>1</sup>房地产市场就是一个很好的例子，由于行政条例和限价导致小型公寓供给不足，居民居住成本极高）。

图 17：已开工及获得许可的新建住宅（千套）

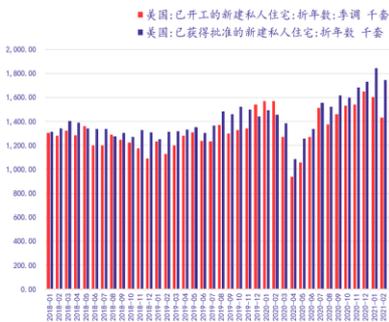
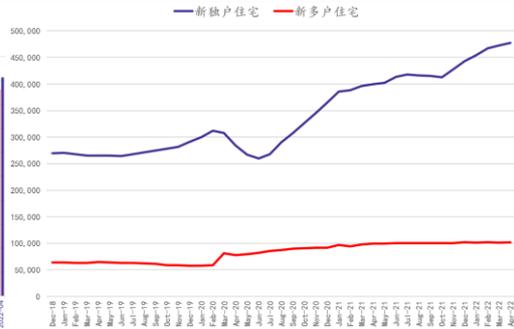


图 18：新独户与多户住宅建造支出（百万美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Census Bureau，中国银河证券研究院整理

## （三）低利率和财政刺激推动需求，紧缩将给房地产降温

综合来看，需求是疫情后房价快速上行最主要推手，而需求背后则是极致宽松的金融条件和膨胀的居民资产负债表。由于财政部和美联储的联手救市，财政与货币政策一方面增厚了居民储蓄，另一方面降低了房贷成本。下图中可以看到美国预算中收入保障一项在 2020 和 2021 年出现显著的抬升，而个人储蓄存款总额和人均可支配收入相应的出现了一次性的大幅上涨，虽然这也和疫情暂时加强了储蓄意愿有关，但财政对居民收入的支撑不容置疑。同时，美联储的量化宽松每月回购 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS，政

<sup>1</sup> Solving the Housing Affordability Crisis in San Francisco | Bay Area Council Economic Institute (bayareaconomy.org)

策利率下限为 0%，因此长期房贷利率大幅走低，30 年期抵押贷款固定利率在 2021 年达到有史以来的最低点。可以说，居民部门有着鼓鼓的钱包，长期投资的借贷成本又极低，两者合力形成了大量的有效需求。

图 19：收入保障相关财政投入大增（\$）

图 20：居民存款与人均可支配收入支撑需求



资料来源: Treasury Budget, 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

由于美联储已经开始新一轮的加息缩表周期，抵押贷款固定利率已经显著上行，同时居民储蓄与可支配收入也已基本回到疫情前的状态，对利率十分敏感的房地产业已经显现出降温的迹象，需求已经开始放缓。新房和成屋的销售从 2022 年一季度开始从高位下滑，4 月份已经回到疫情前的正常水平，随着无风险利率的抬升，未来大概率仍将处于下行周期。新房的库销比也已经开始显著抬升，2022 年 4 月份达到 8.87 个月，高于疫情前 6 个月以下正常水平；尽管成屋的去库存仍在进行，待售新建住房的数量一直在积累，已经达到 2008 到 2009 年的水平。代表需求的新房销售一般又领先于投资，因此房地产投资的同比增速也已经出现下滑，一季度增速已经回落到 10% 以下。另一方面，供给的反应滞后于需求和投资，已开工和获批开工的新建私人住宅仍然高于疫情前的均值。在需求趋缓、供给充足的环境下，美国房地产未来降温的可能性较大，也将阻止房价增速进一步上行。

图 21：住房销售开始下滑

图 22：新建住房库存量上行

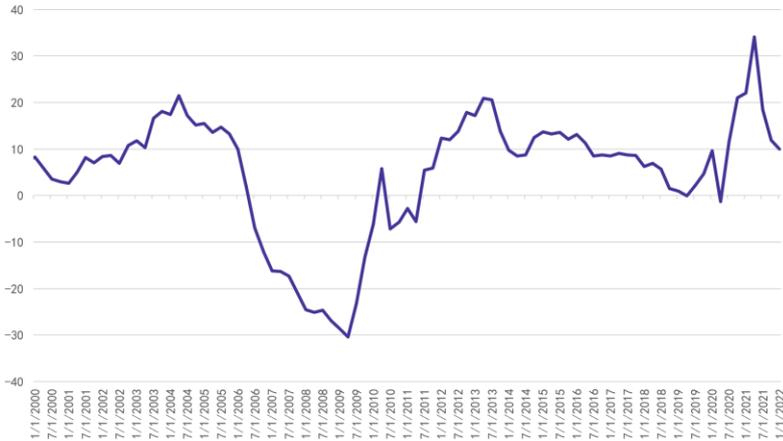


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23：住房固定资产投资增速下滑（%）

私人住房固定资产投资：同比



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

#### (四) 房地产业会重蹈次贷危机覆辙吗？

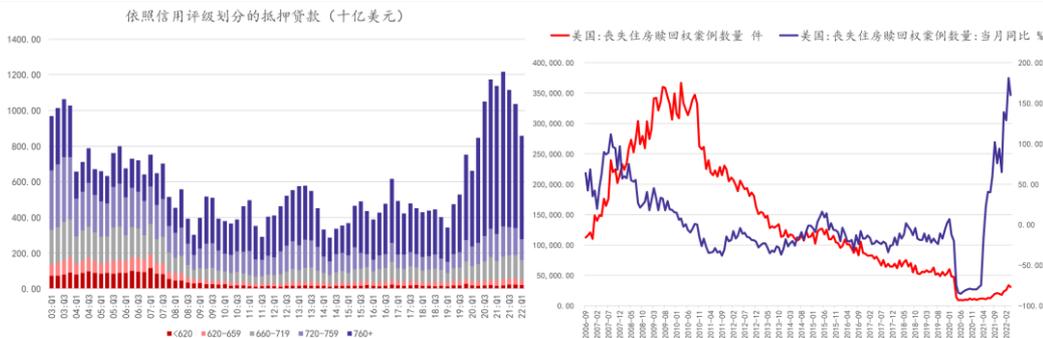
前文提到过，居民部门对房地产投资的放缓可能是经济衰退的前兆，市场上也产生了一些对房地产业重蹈次贷危机覆辙的担忧。但是，从抵押贷款的信用分级、丧失住房赎回权案例、房屋空置率和居民部门杠杆率四个指标来看，当前的房地产业存在系统性风险的概率较低，即使未来衰退，后果也远不会像 2008 年一样严重。

从信用评级划分的抵押贷款构成可以发现，虽然当前抵押贷款存量巨大，但不同于次贷危机前期的是信用分 760 以上的优质贷款占了绝大多数，因此大量违约的风险较小。丧失住房赎回权案例数量则是房贷违约的具体测量指标之一，数据显示，丧失住房赎回权的绝对数量也处于历史最低位，尚未回到疫情前的趋势，而其同比增速的大幅上升主要是因为量化宽松导致的前期的低基数效应，所以实际违约仍然很低。

前面讨论过的低房屋空置率体现当前居民部门投机性出售房产的意愿不强，因此出现恐慌性抛售的可能性也不大。最后，美国居民部门杠杆率也明显低于次贷危机时期的水平，违约风险较低。综合来看，即使美国由于紧缩而在明年进入衰退，房地产自身风险以及对金融业的风险外溢都相对可控。

图 24：信用评级划分的抵押贷款（十亿美元）

图 25：丧失住房赎回权案例仍在低位

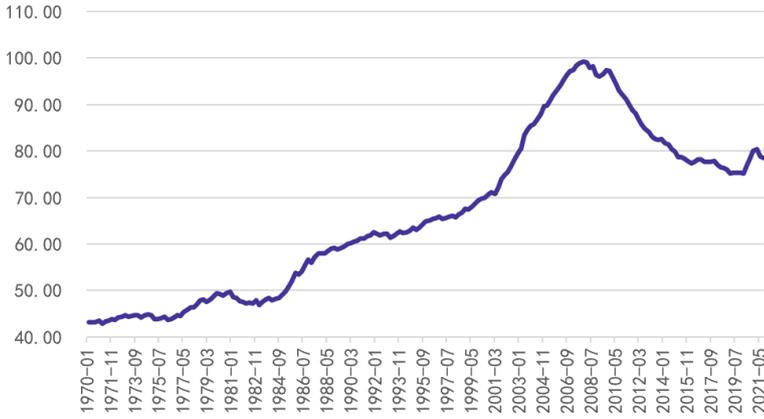


资料来源: NYFed, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26：居民部门杠杆率明显低于次贷危机时期水平

杠杆率:居民部门:美国 %



资料来源: NYFed, 中国银河证券研究院整理

那么,既然美国房地产业需求已经出现下行走势,而供给又充足,房价将来也会步入下行轨道,为什么居住成本会成为通胀数据中挥之不去的隐忧呢?

### 三、为什么通胀中的居住成本值得警惕?

#### (一) 居住成本权重高且不断上行

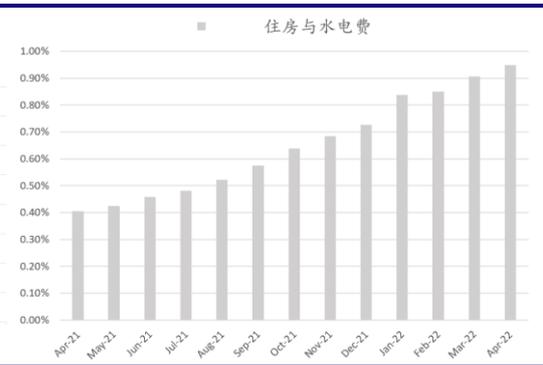
在消费者价格指数 (CPI) 中,居住成本包括“主要居所房租”和“自有住所换算的等值房租”(OER) 两项,而在个人消费支出价格指数 (PCE) 中则由“住房与水电费”一项代表。

(1) 居住成本对通胀增速的贡献已经远高于疫情前的正常水平,并且仍然在不断上行。疫情前 CPI 中房租对整体通胀的贡献一般稳定在 0.26-0.3 个百分点之间,而 OER 则处于 0.75-0.85 个百分点之间。尽管两者的贡献度在 2021 年四季度之前低于均值,但此后开始抬头上行,2022 年 4 月分别达到 0.37% 和 1.13%,已经开始反映上行的房价。PCE 的居住成本部分态势大致相同,疫情前每月贡献大约 0.45-0.6 个百分点,但当前已经达到 0.95%,是近十年来的最高位。

图 27: 居住成本对 CPI 贡献上行 (%)



图 28: 居住成本对 PCE 贡献上行 (%)



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

(2) **居住成本在通胀指数中的权重很高**。虽然 CPI 和 PCE 通胀的权重一般每季度都会根据实际情况进行相应调整, 但以 2021 年第三季度的 CPI 权重为例, 房租约占 7.6%, 而 OER 则占到了 23.6%, 两者合计为 31.2%, 所以居住成本的显著变化对通胀举足轻重。PCE 通胀的各项权重一般由消费占比的支出估算, 在 2022 年 4 月份“住房与水电费”占比达到 17.2%。以上权重还包含了食品和能源消费, 如果考虑美联储和许多研究者更青睐的核心通胀概念, 居住成本的权重会进一步提高。利用美国劳工数据局和经济分析局的相关数据可以估算出核心 CPI 中居住成本总权重接近 40%, 而核心 PCE 中住房与水电费也超过 19%。因此, 居住成本的“风吹草动”都可能拉高通胀数据, 导致市场在美联储的紧缩预期下草木皆兵。

图 29: 居住成本占通胀指标权重

	CPI 权重	核心 CPI 权重
自有住所换算的等值房租 (OER)	7.61%	9.67%
主要居所房租	23.59%	29.98%
	PCE 权重	核心 PCE 权重
住房与水电费	17.24%	19.33%

CPI 计算数据为 2021 年 3 季度 BLS 提供的权重, PCE 权重估算来自于 BEA 的 2022 年 3 月份个人消费支出数据

资料来源: BLS、BEA, 中国银河证券研究院整理

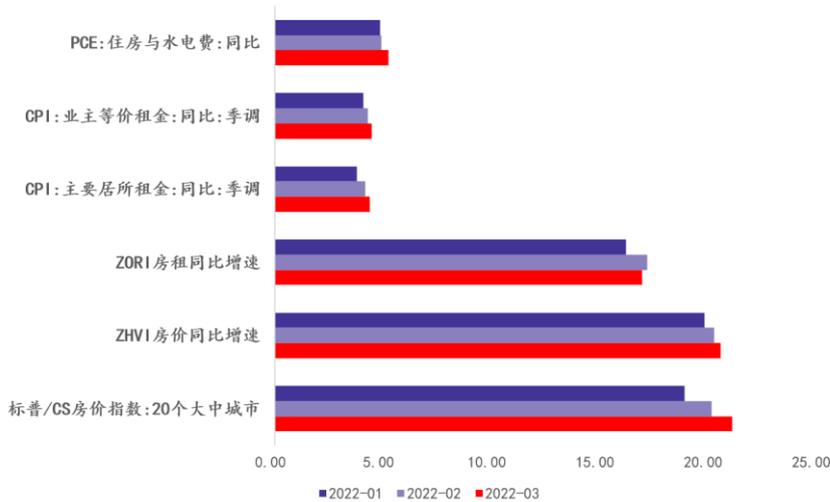
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 居住成本的统计方式导致其滞后于市场

前文对美国房地产市场的讨论认为居民和企业对房产的投资已经开始放缓, 而房屋供给相对充足, 房价很难继续上行。就算居住成本占通胀权重很高, 房价和房租增速很可能要放缓了, 那为什么还要担忧呢? 最主要原因就是居住成本相关通胀粘性很大。由于居住成本的采样是美国劳工数据局 (BLS) 决定的轮动抽样方法和回归估算, CPI 和 PCE 通胀中的居住成本指标都是滞后的, 因此当前的通胀水平并未完全反映市场指标中房价和房租的全部涨幅。

对比 2022 年一季度的通胀中房价和房租的同比增速可以发现, 无论是 CPI 还是 PCE 的涨幅都远远低于同期社会数据记录的价格增速, 这种奇怪现象的背后原因主要是统计方法造成的通胀指标滞后。

图 30: 通胀中居住成本增速落后于社会数据 (%)



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

居住成本部分的统计方法由劳工数据局负责, CPI 和 PCE 事实上采用的是同一种方式, 即轮动抽样。那么为什么要轮动抽样呢? 首先需要注意的是物价指数里统计的是消费项目而非投资, 所以 CPI 中占比最大的“自有住所换算的等值房租”(OER) 实际也是在估算房租, 而不是房价。不同于汽油、食品等日常生活消费, 房租一般签约时间较长、签完价格至少在半年至一年内不会变动, 所以劳工数据局认为轮动抽样既可以反映这类变化较慢的数据, 又能在全国覆盖更大的样本。因此, 租金价格统计将美国划分为 6 个区域, 每月选取一个区域内的 50000 户样本, 每半年才能将全国完全统计一遍, 然后将半年房租数据转化为月度的复合价格增速。具体公式如下:

$$\text{租金价格}_{t-1, t, a} = (\text{租金价格}_{t-6, t, a})^{1/6}$$

这种轮动采样方式意味着每个月只会更新 6 个区域中一个区的数据, 比起每月抽样当月全国的实时租金成本有天然的滞后性, 在房价迅速上行的月份也会由于之前数据的拖累而熨平向上的波动<sup>2</sup>。因此, “主要居所房租”部分的增速明显滞后于社会房价和房租指数。

另一个居住成本指标 OER 是通过非线性回归估算出来的, 主要自变量包括房主估算的房屋价值、收入水平和房间数量<sup>3</sup>。和租金价格的问题一样, OER 测量的样本也不仅仅是当月的新建房屋的价值, 而是包含了之前的样本(同时也存在房主估算误差的可能), 所以居住成本的统计虽然样本量大、较为精确, 但时效性相对差。这意味着在房价上行期间, 通胀指标的居住成本部分增速会明显低于房价, 但在房价增速下滑后, 居住成本的增速仍然会保持一定韧性, 阻止通胀下行。

<sup>2</sup> Verbrugge, Randal J. “The puzzling divergence of rents and user costs, 1980–2004,” Review of Income and Wealth, 54-4. (2008)

<sup>3</sup> 详见 BLS 的统计方法手册

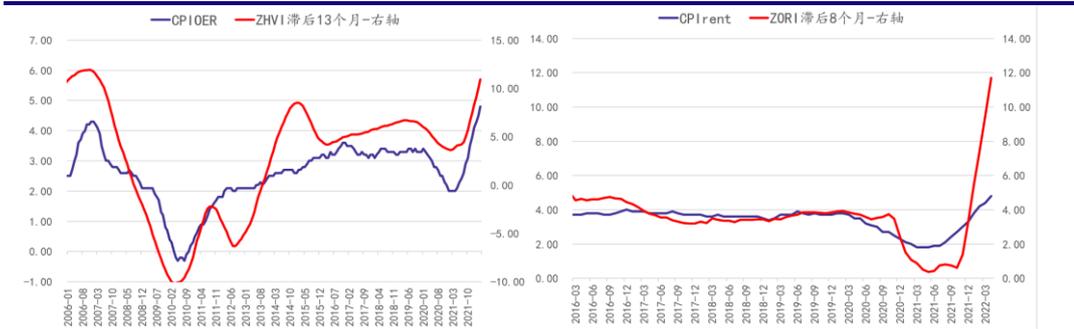
## 四、居住成本滞后多久？相关通胀未来怎么走？

### (一) 房价滞后社会指标约 12-16 个月，房租约 7-10 个月

从历史经验来看，自有住所换算的等值房租（OER）一般滞后于 Zillow 的 ZHVI 房价指数和标普 Case-Shiller 20 个大中城市房价指数 12-16 个月左右，“主要居所房租”滞后于 Zillow 的 ZORI 房租指数的时间相对更短，大约在 7-10 个月左右。

图 31: OER 和滞后 13 个月的 ZHVI 房价增速

图 32: 房租成本和滞后 8 个月的 ZORI 房租增速



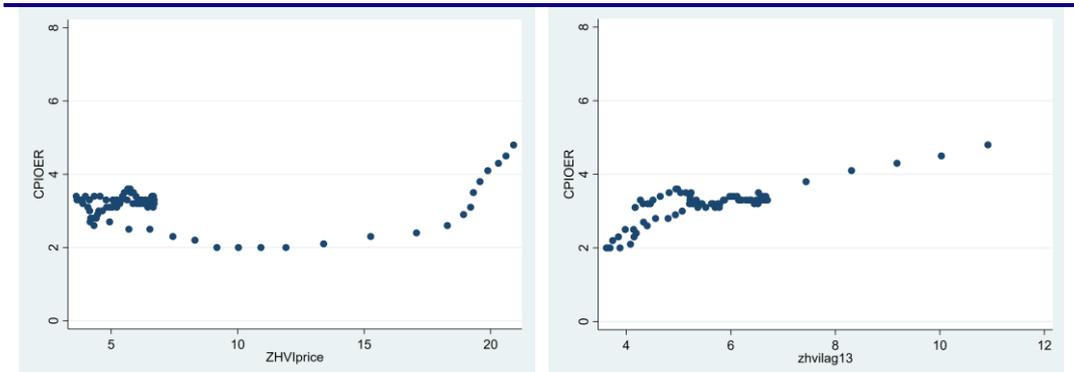
资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

散点图显示，将 ZHVI 房价指数滞后可以显著提高其与自有住所换算等值房租（OER）的线性关系，这也侧面印证了通胀中的居住成本指标的确慢于社会价格指数的关系。通过线性回归测试，滞后 13 个月的 ZHVI 房价指数对 OER 的描述性最强，调整后  $R^2$  达到 67.29。如果将 ZHVI 房价指数替换成标普 Case-Shiller 20 个大中城市房价指数（GS20 指数），则滞后 16 个月的 GS20 指数对 OER 描述性最强，调整后  $R^2$  达到 72.42。因此，利用社会房价指数可以较好的预测通胀中居住成本的未来走势；由于采用 GS20 指数的模型吻合程度更好，后面对通胀的估算将采用该指数，用 ZHVI 指数作为辅助参考。

图 33: OER 和同步 ZHVI 房价增速散点图

图 34: ZHVI 房价滞后 13 个月后线性显著增强



资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

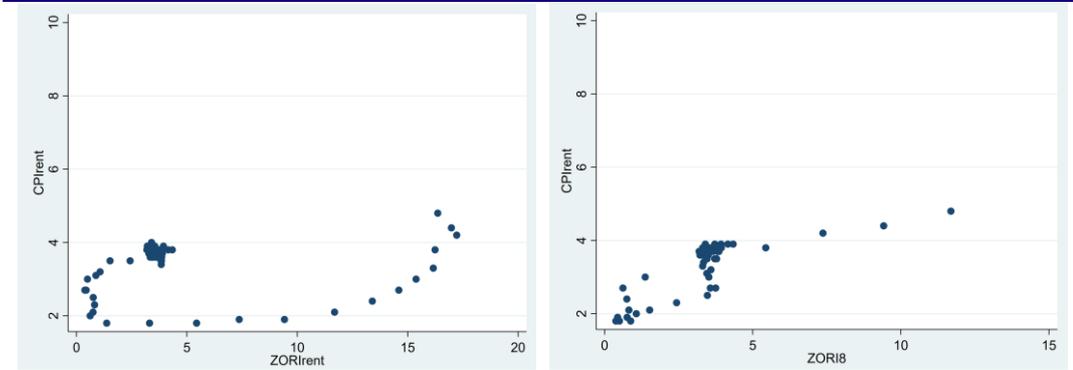
资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

同理，ZORI 房租指数和“主要居所房租”的散点图也显示将 ZORI 指数滞后将提高两者间的线性关系。通过线性回归测试，滞后 8 个月的 ZORI 房租指数对“主要居所房租”

的描述性最强，调整后  $R^2$  达到 60.32。所以社会房租指数也可以用于预测房租部分对未来通胀的贡献。

图 35: CPI 房租和同步 ZORrent 房租增速散点图

图 36: ZORI 房价滞后 8 个月后线性显著增强



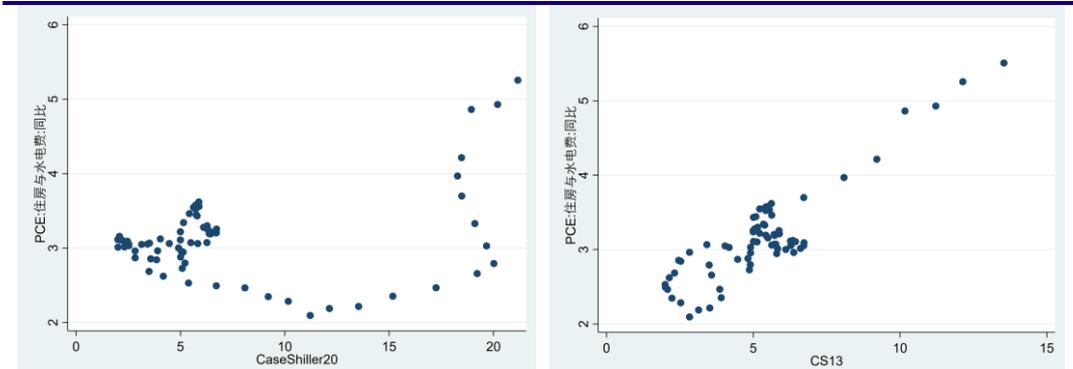
资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

如果将 CPI 指标替换成 PCE 并采用数据覆盖时间更长的 CS20 指数，上述的线性关系同样存在。通过将 CS20 指数滞后 13 个月并进行线性回归测试，调整后  $R^2$  可以达到 79.10，同样具有很强的描述性。由于 PCE 中自有住所换算等值房租的占比较大，采用 ZORI 房租指数的模型描述性不如采用房价指数的模型，因此后面将用社会房价指数对 PCE 通胀进行估算。

图 37: PCE 居住成本与同步 CS20 增速散点图

图 38: CS20 房价滞后 13 个月后线性显著增强



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

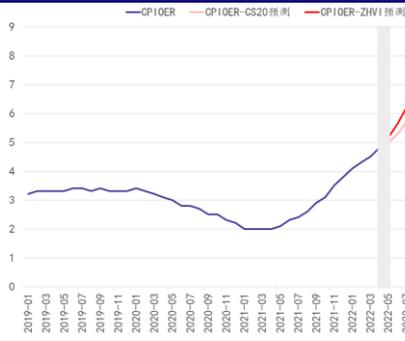
另外，社会房价与房租之间也存在着滞后关系，利用 ZHVI 房价指数和 ZORI 房租指数可以发现当房价指数滞后 6 个月的时候，单变量线性回归的调整后  $R^2$  由同步时间的 78.13 上升至 91.24，体现出极强的相关性（因果关系）。所以，通过社会房价预测房租可以有效弥补社会房租领先“主要居所房租”月份较短的缺点。

## (二) 居住成本对通胀的贡献大致在什么范围？

用滞后 16 个月的 CS20 指数预测自有住所换算的等值房租 (OER) 可以得出 2023 年 7 月份 OER 同比增速将达到 7.91%，预计 2022 年平均同比增速 5.74% 左右，2023 年前七个

月平均同比增速 7.35%；但由于后期房价增速预计回落，2023 年全年平均增速应该低于该数值，Bolhuis et al.<sup>4</sup>估算的 2023 年 OER 全年同比增速大约 5%左右。用 ZHVI 房价指数预测 OER 的趋势大致相同，2022 年平均同比增速 5.9%左右，2023 年前 5 个月平均同比增速 7.76%。

图 39: CPI-OER 预测增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: PCE 预测增速 (%)

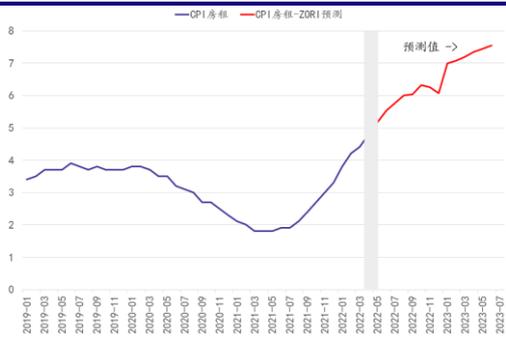


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

PCE 方面,用滞后 13 个月的 GS20 指数预测预测的 2023 年 4 月 OER 同比增速大约 7.25%, 2022 年平均同比增速 6%左右, 2023 年前四个月平均同比增速 6.87%。

房租方面,用滞后 8 个月的 ZORI 房租指数可以估计 2023 年 6 月“主要居所房租”同比增速大约为 7.55%, 预计 2022 年平均同比增速 5.36%, 2023 年前六个月平均同比增速 7.26%。与 OER 预测值同理,“主要居所房租”的 2023 年平均同比增速大概率低于该数值, Bolhuis et al. 的估算大约为 6%, 这也体现了房租下行的速度可能慢于由房价换算而来的 OER, 符合房价领先于房租的历史经验。

图 41: CPI-房租预测增速 (%)



资料来源: Wind, Zillow, 中国银河证券研究院整理

图 42: 居住成本对核心 PCE 拉动-预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

依照上述预测,居住成本对 CPI 的合计拉动(假设 CPI 权重维持 2021 年三季度数值不变)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。而对于居住成本占比更高的核心 CPI, 居住成本的贡献在 2022 年 5 月就将达到 2%, 在 2023 年 6 月甚至可能摸高至 3%。如果考虑美联储偏爱的核心 PCE 指标, 住房成本在 2023 年 4 月份的贡献可能达到 1.4 个百分点。可以看出, 居住成本的粘性导致 CPI 和 PCE 通胀中的相关项目保持缓慢上行。

<sup>4</sup> Bolhuis et al., The Coming Rise in Residential Inflation, NBER, (2022)

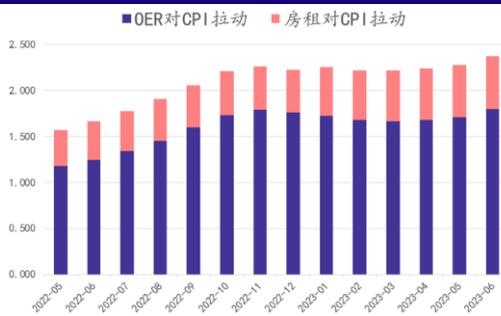
以上预测使用的社会房价和房租数据都是 2022 年 4 月份之前的，即使房地产市场价格在美联储紧缩、房贷利率放缓、居民需求下行的背景下开始逐渐降温，滞后 12-16 个月的 OER 和滞后 8 个月的房租也会使居住成本稳步上升。同时，因为居住项目较大的权重，其自身就可以在 2022 年末至 2023 年拉高核心 CPI 的同比增速至 2.5% 附近，居住权重更小的核心 PCE 也将被该项目拉升 1.2-1.4 个百分点。

滞后的居住成本将在未来至少一年内对将长期通胀指标设定在 2% 的美联储施加相当的压力，因为仅凭居住成本的一己之力就可以将通胀指标推升到接近甚至超过 2% 的水平。

由鲍威尔牵头的多位联邦公开市场委员会投票成员已经表态将加息直至通胀明显回落，那么房地产市场以及居住成本的粘性很可能使美联储关注的核心通胀数据下行缓慢，从而进一步增加紧缩的压力。因而，尽管 CPI 和 PCE 通胀数据近期显示出触顶回落的态势，市场不应该对通胀下降的速度过分乐观。

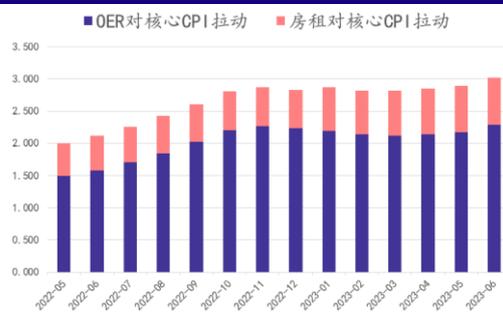
除了居住成本，阻止通胀迅速下行的风险点仍然不少：新公布的新增非农就业显示劳动市场依然火热且存在短缺，工资物价螺旋和服务业需求拉动型通胀同样值得警惕；另外，俄乌冲突以及相关制裁和供给破坏的持续发酵对核心通胀之外的能源、粮食价格都产生了上行压力。至少在 11 月份美国中期选举尘埃落定之前，控制通胀都是最主要的经济和政治任务，在此之前不宜过多期待美联储放缓加息或者市场情绪和流动性环境的明显改善。

图 43: 居住成本对 CPI 拉动-预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

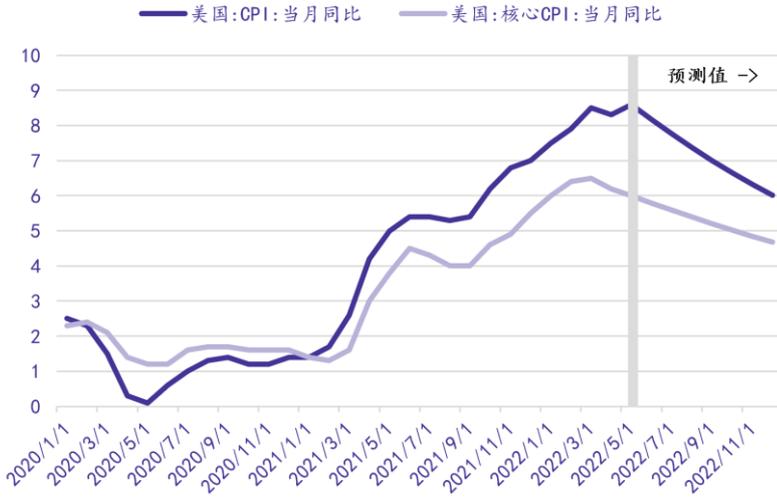
图 44: 居住成本对核心 CPI 拉动-预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

总体上，我们仍然认为通胀拐点基本已经到来，但是由于居住成本滞后、能源价格短期快速下降不现实和旺盛需求对其他服务类价格的影响，通胀粘性很大，下降斜率将比较平缓。CPI 在年末可能回落至 6% 附近，而核心 CPI 在金融环境收紧中有望回落到 5% 以下，不过这依然与 2% 的长期目标相差甚远，美联储的紧缩在中期选举前会十分坚定。

图 45: 居住成本对 CPI 拉动-预测 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 图表目录

图 1: 5 月 CPI 同比拉动项拆分 (%)	3
图 2: 5 月 CPI 环比拉动项拆分 (%)	3
图 3: 美国汽车进口增速恢复	3
图 4: 美国汽车生产上行	3
图 5: 乐观情况下 OPEC 可以弥补产出缺口 (百万桶/日)	4
图 6: OPEC 增产并不顺利	4
图 7: 食品与能源价格大幅上行	5
图 8: 通胀开始蚕食实际工资增速 (%)	5
图 9: 食品与能源价格大幅上行	5
图 10: 股债走向和紧缩预期高度相关	6
图 11: 通胀预期在 5 月 FOMC 纪要鸽派解读后下行	6
图 12: 广义房地产占 GDP 比重 (%)	7
图 13: 空置率处于 20 年来低位 (%)	7
图 14: 房价与房租增速集体上行 (%)	7
图 15: 成屋库销比 (月)	8
图 16: 新屋库销比 (%)	8
图 17: 已开工及获得许可的新建住宅 (千套)	9
图 18: 新独户与多户住宅建造支出 (百万美元)	9
图 19: 收入保障相关财政投入大增 (\$)	10
图 20: 居民存款与人均可支配收入支撑需求	10
图 21: 住房销售开始下滑	10
图 22: 新建住房库存量上行	10
图 23: 住房固定资产投资增速下滑 (%)	10
图 24: 信用评级划分的抵押贷款 (十亿美元)	11
图 25: 丧失住房赎回权案例仍在低位	11
图 26: 居民部门杠杆率明显低于次贷危机时期水平	11
图 27: 居住成本对 CPI 贡献上行 (%)	12
图 28: 居住成本对 PCE 贡献上行 (%)	12
图 29: 居住成本占通胀指标权重	13
图 30: 通胀中居住成本增速落后于社会数据 (%)	13
图 31: OER 和滞后 13 个月的 ZHVI 房价增速	15
图 32: 房租成本和滞后 8 个月的 ZORI 房租增速	15
图 33: OER 和同步 ZHVI 房价增速散点图	15
图 34: ZHVI 房价滞后 13 个月后线性显著增强	15
图 35: CPI 房租和同步 ZORI 房租增速散点图	16
图 36: ZORI 房价滞后 8 个月后线性显著增强	16
图 37: PCE 居住成本和同步 CS20 增速散点图	16
图 38: CS20 房价滞后 13 个月后线性显著增强	16

图 39: CPI-OER 预测增速 (%)	17
图 40: PCE 预测增速 (%)	17
图 41: CPI-房租预测增速 (%)	17
图 42: 居住成本对核心 PCE 拉动-预测 (%)	17
图 43: 居住成本对 CPI 拉动-预测 (%)	18
图 44: 居住成本对核心 CPI 拉动-预测 (%)	18

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特别提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)