

美联储加息之后美国通胀会怎么走？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

目前美国住房租金相对于工资水平存在补涨空间，房价也仍在上涨趋势之中，出租房屋空置率及存量房屋空置率均偏低，预计未来半年甚至1年美国租金会继续快速上涨。再考虑到去年三季度核心CPI基数较低，预计今年三季度美国核心CPI同比大概率再创新高。近期欧洲地缘政治不确定性导致能源和食品价格高企，目前来看这一局面在未来半年难以显著缓解。食品价格通常具有后周期特征，不排除未来食品价格继续上涨给美国通胀带来上升压力。

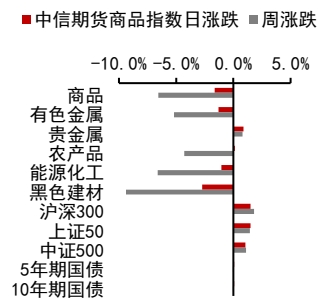
摘要：

由于美国5月通胀再次走高，6月15号美联储大幅加息75BP。未来美联储加息节奏及幅度在很大程度上取决于美国通胀走势。那么，未来美国通胀会怎么走呢？

第一，由于美国租金价格将继续快速上涨以及去年三季度核心CPI基数较低，三季度美国核心CPI同比大概率再创新高。住房租金占美国CPI的权重约1/3，对美国CPI的影响较大。今年年初以来美国住房租金同比从4.2%逐步提高至5.5%，呈现稳步抬升趋势；5月美国住房租金环比上涨0.6%，涨幅也较大。我们预计未来6-12个月美国租金价格大概率继续快速上涨。首先，住房租金主要取决于收入水平。疫情以来美国住房租金累计上涨8.9%，涨幅仍显著低于工资涨幅12.6%，存在补涨空间。未来半年美国工资仍会保持较快增长，住房租金也会保持较快上涨。其次，虽然美联储加息使得美国成屋销售有所走弱，但是目前美国成屋库存较低，库存销售比亦处于过去20年的最低水平。这意味着短期房价可能继续快速上涨。美国房价上涨领先租金上涨12个月左右。预计未来12个月美国租金同比涨幅大概率会继续扩大。最后，目前美国出租房屋空置率以及全部存量房屋空置率均显著低于疫情前水平。这也意味着未来租金价格会继续快速上涨。租金价格的持续上涨会给下半年美国核心CPI带来持续的上涨压力。从基数效应来看，去年6月核心CPI环比上涨0.8%，涨幅较高；但7-9月份美国核心CPI环比涨幅仅0.2%-0.3%，涨幅较低。考虑到基数效应影响，今年6月美国核心CPI同比大体持平于5月，但三季度美国核心CPI同比会显著抬升，大概率再创新高。

第二，近期欧洲地缘政治不确定性导致能源和食品价格高企，目前来看这一局面在未来半年难以显著缓解。食品价格通常具有后周期特征，不排除未来食品价格继续上涨给美国通胀带来上升压力。近期欧洲地缘政治不确定性导致能源和食品价格高企。5月美国CPI能源和食品分别环比上涨3.9%和1.2%，分别贡献了5月CPI环比涨幅的33%和16%。欧洲地缘政治不确定性不太可能在下半年消失，能源和食品价格高企的局面难以缓解。在大级别大宗商品牛市行情中，农产品价格见顶回落大概率比工业品晚4-9个月时间。5月份以来工业品价格有所回落。如果说工业品价格4月见顶，那么农产品价格见顶可能要到8月甚至明年年初。因此，三季度食品价格大概率偏强，可能给美国通胀带来上升压力，不排除四季度食品价格继续给美国通胀带来上升压力。

风险提示：国内稳增长力度不及预期，海外地缘政治不确定性加大



宏观研究团队

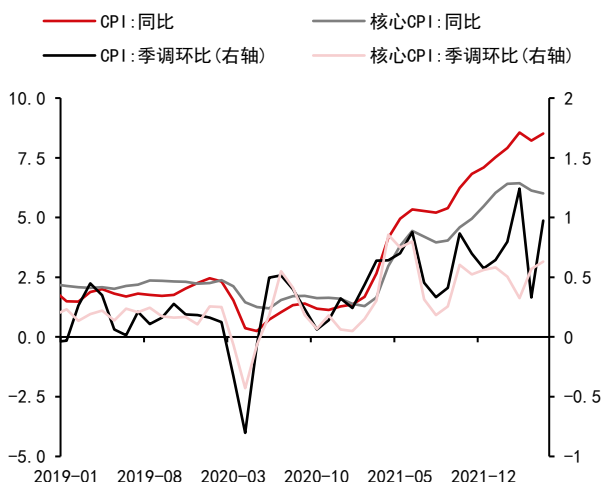
研究员：
张革
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、美联储加息之后美国通胀会怎么走？

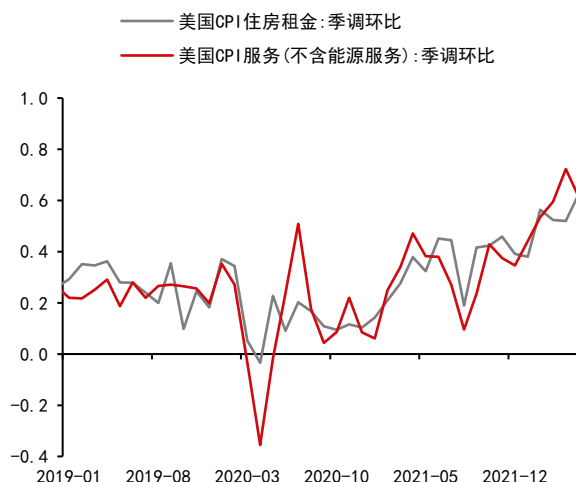
由于美国 5 月通胀再次走高，6 月 15 号美联储大幅加息 75BP。未来美联储加息节奏及幅度在很大程度上取决于美国通胀走势。那么，未来美国通胀会怎么走呢？

图表：美国 CPI 与核心 CPI 的同比及环比增速 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国 CPI 住房租金是影响 CPI 服务的重要因素



资料来源：Wind 中信期货研究所

第一，由于美国租金价格将继续快速上涨以及去年同期核心 CPI 基数较低，三季度美国核心 CPI 同比大概率再创新高。住房租金占美国 CPI 的权重约 1/3，对美国 CPI 的影响较大。今年年初以来美国住房租金同比从 4.2% 逐步提高至 5.5%，呈现稳步抬升趋势；5 月份美国住房租金环比上涨 0.6%，涨幅也较大。我们预计未来 6-12 个月美国租金价格大概率继续快速上涨。首先，目前美国住房租金涨幅仍低于工资涨幅，未来住房租金仍存在上涨空间。住房租金主要取决于收入水平。因此中长期来看住房租金的涨幅与工资涨幅大体接近。疫情以来美国住房租金累计上涨 8.9%，涨幅仍显著低于工资涨幅 12.6%。目前房租时薪比处于历史上的最低水平附近，存在上升的空间。当前美国劳动力市场极其紧张，职位空缺数比疫情前高 50% 左右。未来半年随着服务业的修复，美国劳动力需求仍会保持较快增长。但是，美国失业率已经降至历史低位，未来美国劳动力供应增长空间有限。这意味着未来半年美国工资仍会保持较快增长。因此，从工资上涨推动住房租金上涨的角度看，未来半年甚至更长时间美国住房租金还会保持较快上涨。其次，美国房价上涨领先租金上涨 12 个月左右。目前美国房价同比仍处于上行趋势之中，预计未来 12 个月美国租金同比涨幅大概率会继续扩大。5 月份美国房价同比涨幅再创新高。虽然美联储加息使得美国成屋销售有所走弱，但是目前美国成屋库存较低，库存销售比亦处于过去 20 年的最低水平。这意味着短期房价可能继续快速上涨。历史经验显示租金同比上涨滞后房价上涨约 12 个月左右，未来 12 个月美国租金同比涨幅有望继续扩大。最后，目前，美国出租房屋空置率

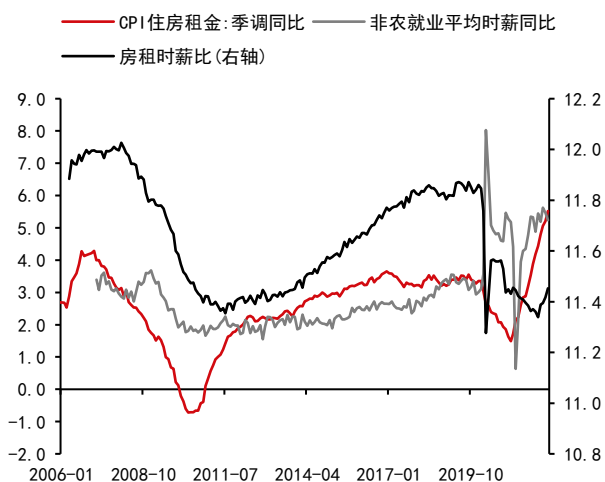
以及全部存量房屋空置率均显著低于疫情前水平。这也意味着未来租金价格会继续快速上涨。租金价格的持续上涨会给下半年美国核心 CPI 带来持续的上涨压力。从基数效应来看，去年 6 月核心 CPI 环比上涨 0.8%，涨幅较高；但 7-9 月份美国核心 CPI 环比涨幅仅 0.2%-0.3%，涨幅较低。考虑到基数效应的影响，6 月美国核心 CPI 同比大体持平于 5 月份，但三季度美国核心 CPI 同比会显著抬升，大概率再创新高。

图表：美国 5 月 CPI 及其主要分项的权重、同比、环比及对环比的贡献 (%)

	权重	5 月季调同比	5 月季调环比	各项对 5 月环比的贡献
CPI	100.0	8.5	1.0	1.00
核心 CPI	78.3	6.0	0.6	0.49
能源	8.3	34.4	3.9	0.32
食品	13.4	10.1	1.2	0.16
商品(不含食品和能源)	21.4	8.5	0.7	0.15
新车	4.0	12.6	1.0	0.04
二手车	4.0	16.1	1.8	0.07
服装	2.5	5.0	0.7	0.02
服务(不含能源服务)	56.9	5.2	0.6	0.35
住房租金	32.4	5.5	0.6	0.20
医疗护理服务	6.9	4.0	0.4	0.03
运输服务	5.8	8.0	1.3	0.07
休闲服务	3.1	4.9	0.5	0.02
教育通信服务	5.4	1.7	0.2	0.01

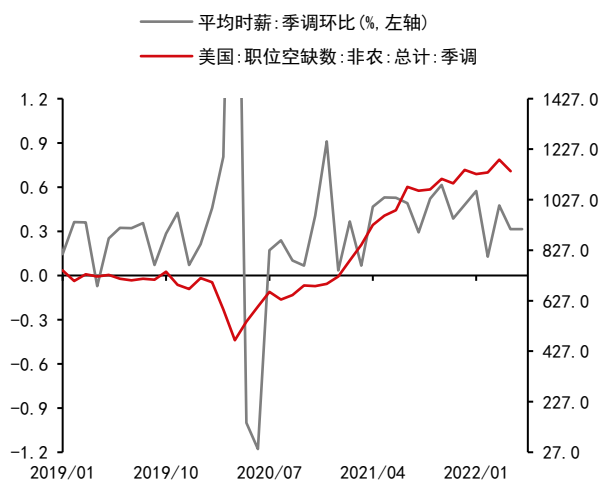
资料来源：中信期货研究所

图表：美国 CPI 住房租金同比与平均时薪同比



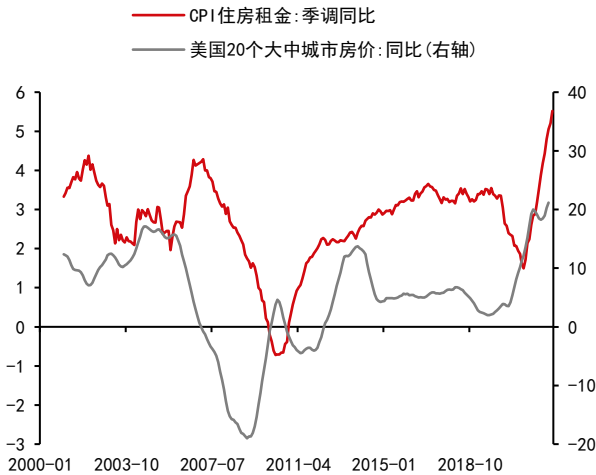
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国职位空缺数与平均时薪环比



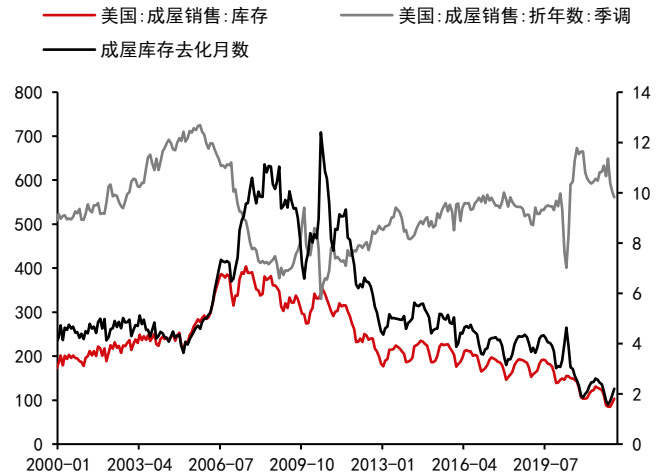
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国住房租金与房价同比



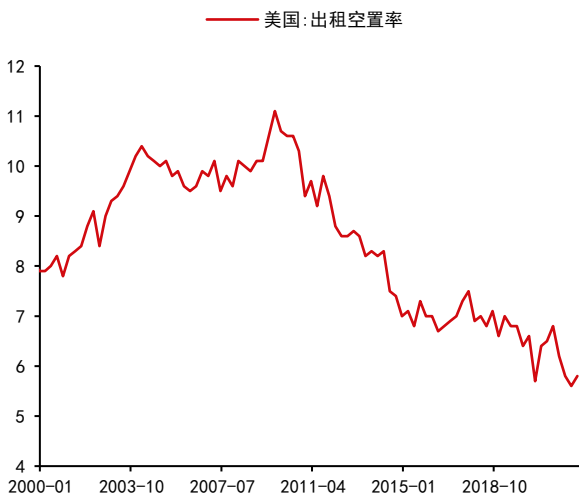
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国成屋库存、销售以及库存去化月数



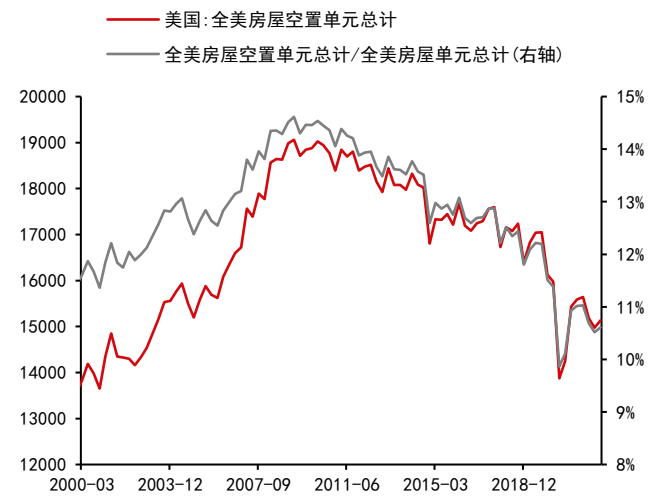
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国出租房空置率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：美国房屋空置单元数量及其占全部房屋的比例



资料来源：Wind 中信期货研究所

第二，近期欧洲地缘政治不确定性导致能源和食品价格高企，目前来看这一局面在未来半年难以显著缓解。食品价格通常具有后周期特征，不排除未来食品价格继续上涨给美国通胀带来上升压力。近期欧洲地缘政治不确定性导致能源和食品价格高企。能源和食品分别占美国 CPI 的权重为 8.3%、13.4%。虽然权重不是很大，但是能源和食品价格波动加大，通常对美国 CPI 的影响也较大。5 月份美国 CPI 能源和食品分别环比上涨 3.9%和 1.2%，分别贡献了 5 月 CPI 环比涨幅的 33%和 16%。目前来看欧洲地缘政治不确定性不太可能在下半年消失，能源和食品价格高企的局面难以缓解。食品价格通常具有后周期特征。从历史经验来看，在大级别大宗商品牛市行情中，农产品价格见顶回落大概率比工业品晚 4-9 个月时间。5 月份以来工业品价格有所回落。如果说工业品价格 4 月见顶，那么农产品价格见顶可能要到 8 月甚至明年年初。从这个角度来看，三季度食品价格大概

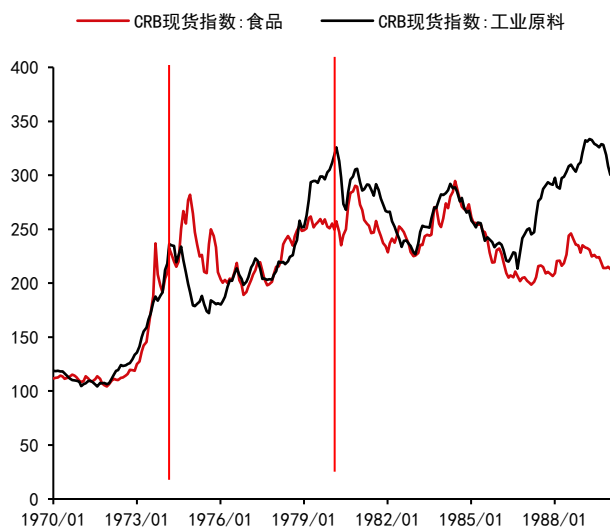
率偏强，可能给美国通胀带来上升压力，不排除四季度食品价格继续给美国通胀带来上升压力。

图表：食品价格见顶一般滞后工业品 4-9 个月

图表：食品价格见顶一般滞后工业品 4-9 个月



资料来源：Wind 中信期货研究所



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

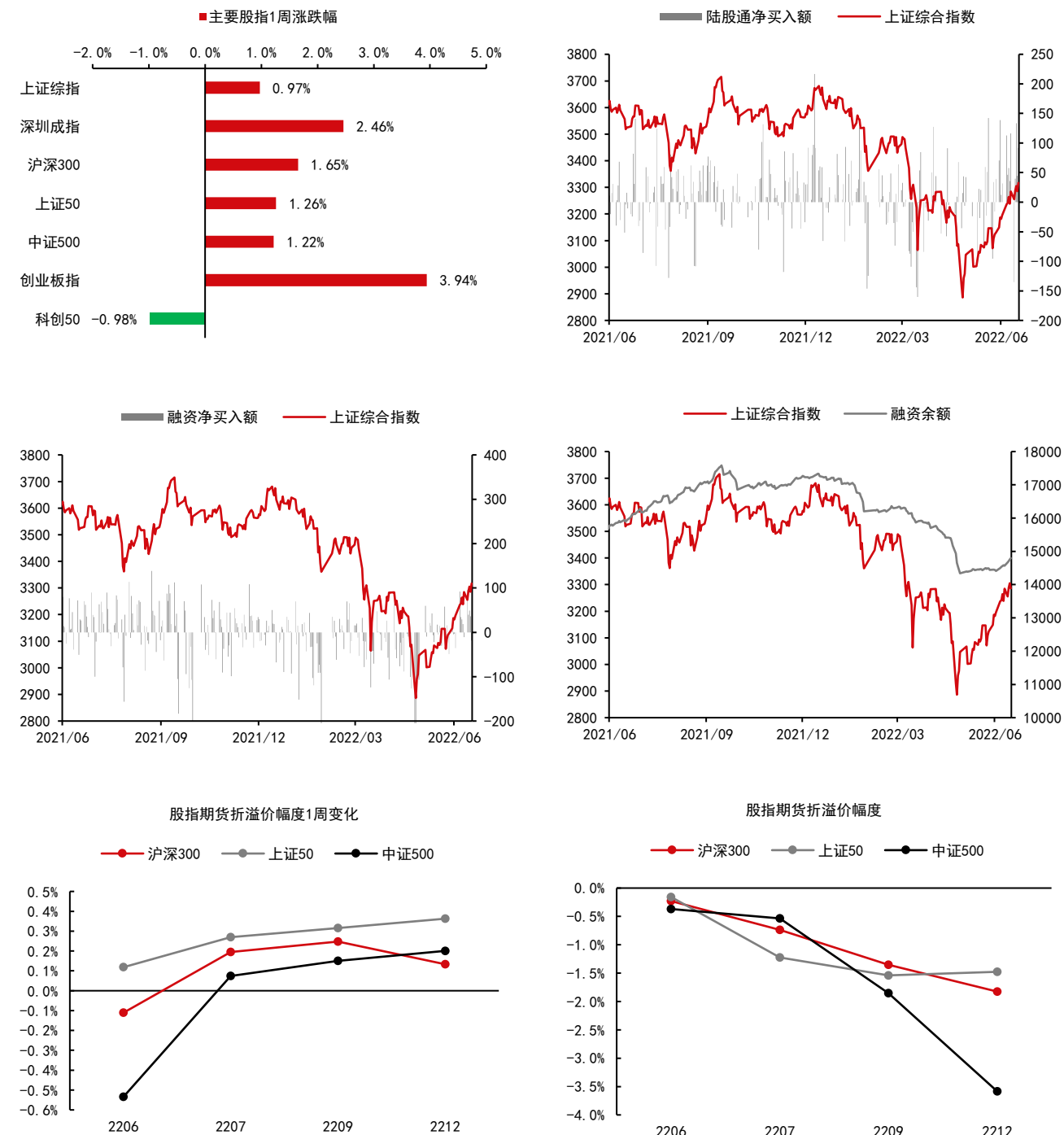
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2022-06-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年	3.7		
2022-06-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):5年	4.45		
2022-06-20	17:00	欧盟	4月欧元区:营建产出:环比(%)	0		
2022-06-21	17:00	欧盟	4月欧元区:经常项目差额:季调(百万欧元)	-1567		
2022-06-21	22:00	美国	5月成屋销售折年数(万套)	561	539	
2022-06-23	16:00	欧盟	6月欧元区:制造业PMI(初值)	54.6	54.9	
2022-06-23	16:00	欧盟	6月欧元区:服务业PMI(初值)	56.1	57.5	
2022-06-23	17:00	欧盟	6月欧洲央行公布经济公报			
2022-06-23	20:30	美国	6月18日当周初次申请失业金人数(万人)	22.9		
2022-06-23	20:30	美国	6月11日持续领取失业金人数(万人)	131.2		
2022-06-23	21:45	美国	6月Markit制造业PMI:季调	57	56.4	
2022-06-23	21:45	美国	6月Markit服务业PMI:商务活动:季调	53.4	53.5	
2022-06-24	22:00	美国	5月新房销售(千套)	53		
2022-06-24	22:00	美国	6月密歇根大学消费者预期指数	55.2		

资料来源: Wind 中信期货研究所

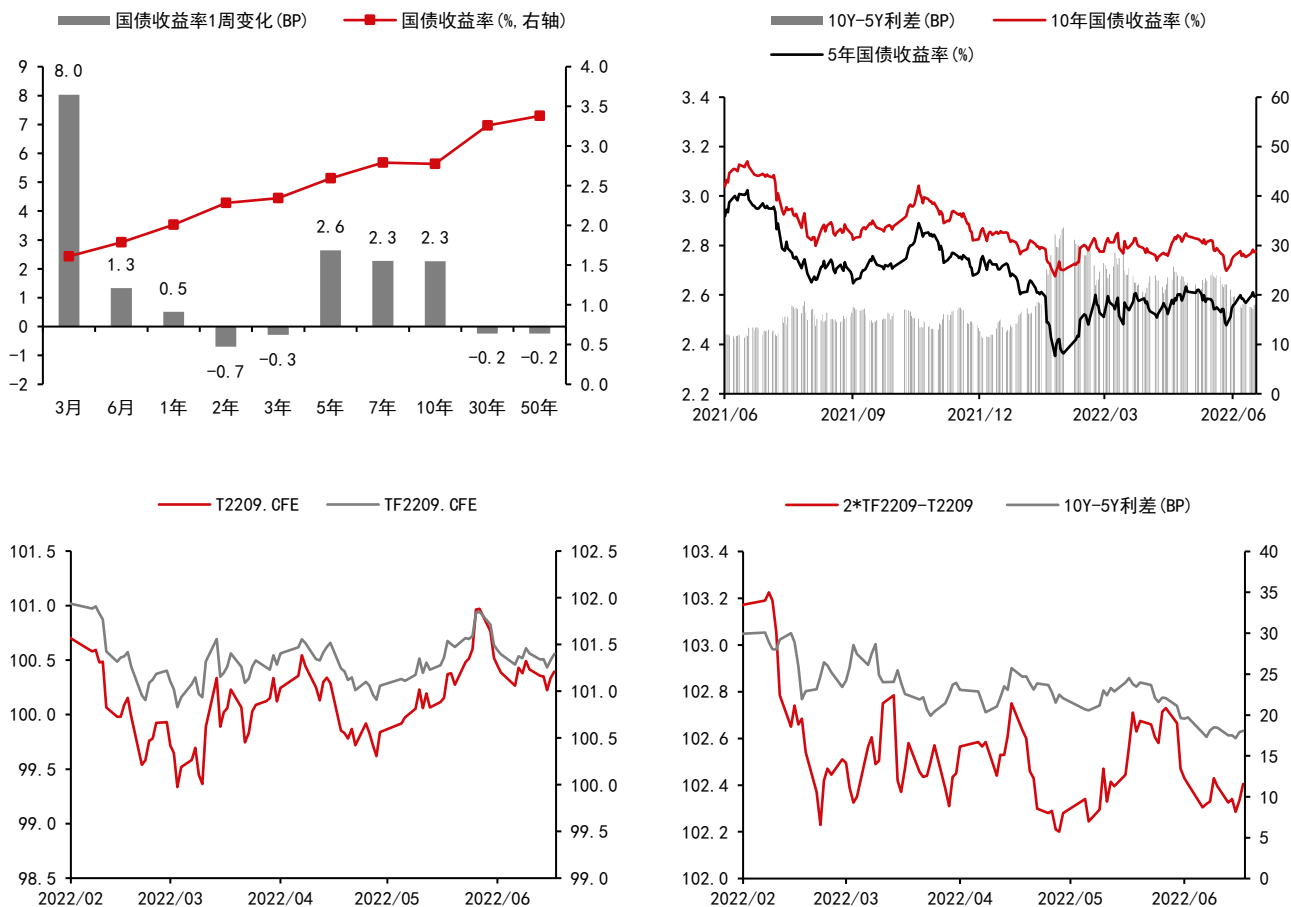
三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

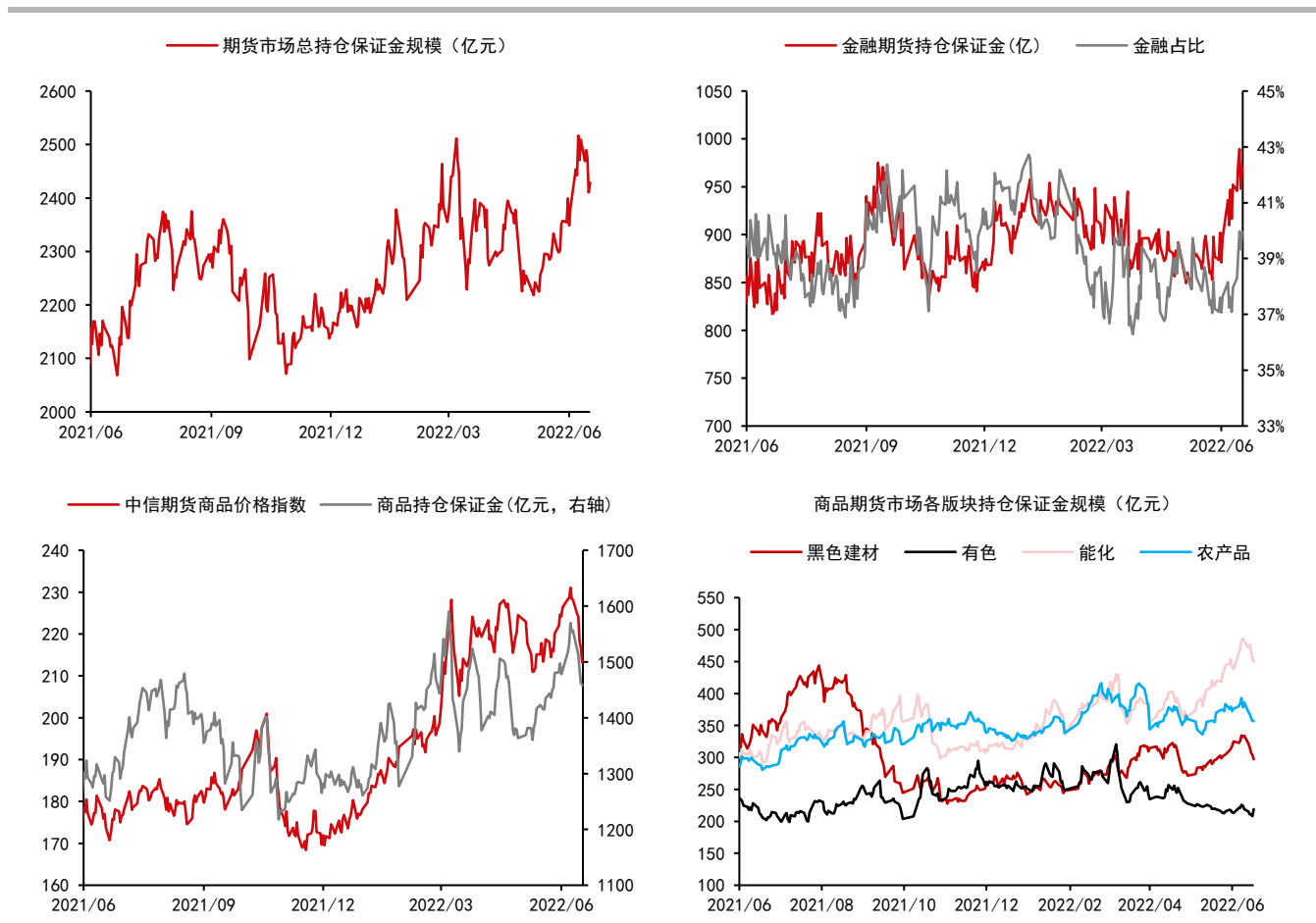
五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化(亿)	5日沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计			18.60	-79.93	2428.75
金融			22.44	18.16	970.40
商品			-3.84	-98.09	1458.34
贵金属	0.89%	0.79%	-1.54	0.65	135.52
黑色建材	-2.74%	-4.29%	-6.88	-29.14	297.07
有色金属	-1.31%	-6.61%	11.01	-32.69	219.11
能源化工	-1.06%	-9.39%	-6.19	-36.82	449.70
农产品	0.12%	-5.18%	-0.24	-0.10	356.94

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6: 国内商品期货品种表现 (按价格涨跌幅排序)

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
淀粉	2.38%	3.30%	0.39	-3.05%
沪银	1.56%	4.19%	0.86	0.95%
玉米	1.40%	1.74%	0.24	-2.69%
鸡蛋	0.67%	1.85%	0.41	-0.43%
燃油	0.46%	7.31%	1.60	-1.77%
沪铅	0.42%	1.88%	0.72	1.28%
苹果	0.25%	2.62%	0.64	-3.96%
沪金	0.23%	3.14%	0.86	0.74%
LPG	-0.01%	6.56%	1.47	-3.16%
动煤	-0.22%	3.09%	0.07	3.90%
粳米	-0.29%	0.55%	0.35	-2.25%
连豆	-0.64%	1.55%	0.71	-1.40%
沪锌	-1.34%	2.99%	1.10	1.13%
豆粕	-1.85%	4.72%	0.45	0.83%
乙二醇	-2.33%	4.97%	1.07	2.54%
棉纱	-2.47%	4.28%	0.57	-6.40%
郑糖	-2.64%	2.37%	0.50	0.08%
纸浆	-2.97%	4.39%	1.18	-6.02%
菜粕	-3.15%	6.83%	0.72	-0.58%
玻璃	-3.41%	6.46%	0.86	-5.15%
原油	-3.65%	9.04%	3.73	6.06%
豆二	-3.80%	5.50%	1.27	1.15%
沪铝	-4.01%	5.59%	1.09	-3.70%
沪铜	-4.06%	4.83%	0.46	-2.32%
郑棉	-4.18%	4.74%	0.55	-8.36%
PP	-4.20%	4.93%	1.00	0.64%
沪胶	-4.34%	5.70%	1.16	-1.61%
20号胶	-4.41%	5.73%	0.79	-0.62%
豆油	-4.49%	5.27%	0.97	-0.12%
纯碱	-4.50%	8.56%	1.24	-2.07%
塑料	-4.58%	5.99%	0.94	1.23%
沥青	-4.65%	8.21%	0.77	5.94%
低硫燃油	-4.67%	10.71%	1.85	6.81%
甲醇	-5.30%	8.11%	0.94	1.44%
菜油	-6.25%	6.68%	0.80	-0.08%
红枣	-6.50%	8.98%	0.34	15.44%
不锈钢	-6.62%	7.38%	0.98	-6.17%
棕榈	-6.89%	7.73%	1.37	-8.12%
锰硅	-6.96%	7.08%	0.62	-2.40%
沪锡	-7.00%	10.99%	1.97	12.39%
TA	-7.14%	8.34%	0.90	4.89%
PVC	-7.21%	9.49%	1.15	-6.91%
尿素	-7.51%	7.78%	0.45	-4.22%
苯乙烯	-7.56%	8.87%	1.34	4.07%
热卷	-8.70%	9.48%	0.61	-5.52%
螺纹	-8.99%	9.87%	0.82	-4.74%
沪镍	-9.44%	11.08%	1.18	-3.27%
焦煤	-10.09%	13.13%	1.19	-1.67%
焦炭	-10.70%	13.84%	1.15	-2.98%
铁矿	-10.92%	14.22%	0.63	-1.77%
硅铁	-11.35%	11.49%	0.86	-1.24%

资料来源: Wind 中信期货研究所

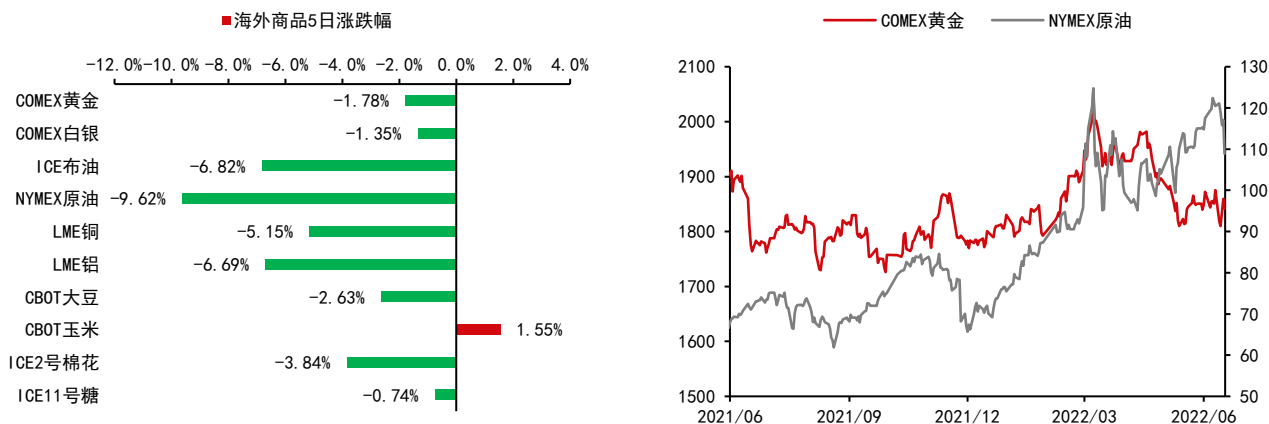
图表7：国内商品期货沉淀资金及其变化

品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
PVC	2.36	原油	12.21	沪铜	112.53
沪铝	1.57	玻璃	8.28	铁矿	102.79
沪金	1.54	TA	5.91	螺纹	89.80
LPG	1.08	甲醇	4.67	豆粕	71.13
郑棉	1.03	塑料	3.97	沪金	71.11
沪铅	0.76	乙二醇	2.94	沪银	64.41
锰硅	0.62	沪金	2.80	豆油	56.31
鸡蛋	0.54	郑棉	2.47	原油	53.90
纸浆	0.25	沪胶	2.18	TA	53.88
粳米	0.02	LPG	2.05	棕榈	53.77
棉纱	0.01	PVC	1.99	沥青	41.13
动煤	0.00	沥青	1.89	沪铝	40.73
红枣	-0.04	鸡蛋	1.70	甲醇	36.80
甲醇	-0.12	豆粕	1.70	玉米	36.73
沪锡	-0.12	郑糖	1.61	郑棉	35.84
不锈钢	-0.16	PP	1.56	热卷	35.50
20号胶	-0.29	焦煤	1.20	沪胶	32.83
玻璃	-0.32	低硫燃油	1.01	PP	32.52
焦煤	-0.46	焦炭	0.96	塑料	30.86
豆二	-0.47	苯乙烯	0.91	PVC	30.00
纯碱	-0.53	棕榈	0.77	玻璃	27.96
乙二醇	-0.56	沪银	0.62	乙二醇	27.81
尿素	-0.59	锰硅	0.61	纯碱	27.81
低硫燃油	-0.88	豆二	0.20	郑糖	27.71
沪银	-0.89	棉纱	0.10	沪锌	24.37
菜粕	-0.93	粳米	0.04	苹果	20.66
沪镍	-0.99	动煤	-0.01	燃油	20.09
玉米	-1.03	红枣	-0.08	菜油	19.86
淀粉	-1.12	硅铁	-0.18	沪镍	19.13
沪胶	-1.15	燃油	-0.19	LPG	15.51
连豆	-1.27	豆油	-0.20	纸浆	15.17
硅铁	-1.33	热卷	-0.22	苯乙烯	15.02
燃油	-1.37	菜油	-0.24	沪锡	14.37
沪锌	-1.68	20号胶	-0.31	焦炭	10.10
郑糖	-1.70	不锈钢	-0.35	硅铁	8.91
焦炭	-1.74	纯碱	-0.42	锰硅	8.74
原油	-1.81	铁矿	-0.43	连豆	8.71
苹果	-2.08	苹果	-0.43	菜粕	8.01
PP	-2.59	尿素	-0.44	沪铅	7.99
塑料	-3.83	沪锌	-0.50	淀粉	7.30
菜油	-4.63	沪镍	-0.68	焦煤	6.64
豆粕	-4.98	菜粕	-0.98	不锈钢	6.64
热卷	-5.36	淀粉	-1.01	低硫燃油	6.45
棕榈	-5.48	沪铅	-1.11	20号胶	6.30
沥青	-6.72	玉米	-1.12	鸡蛋	6.08
豆油	-7.03	沪锡	-1.66	尿素	3.59
沪铜	-7.33	沪铝	-2.15	红枣	2.02
TA	-7.80	纸浆	-2.30	豆二	1.82
苯乙烯	-8.16	连豆	-2.52	粳米	0.71
螺纹	-9.10	沪铜	-3.72	棉纱	0.28
铁矿	-18.98	螺纹	-8.98	动煤	0.01

资料来源：Wind 中信期货研究所

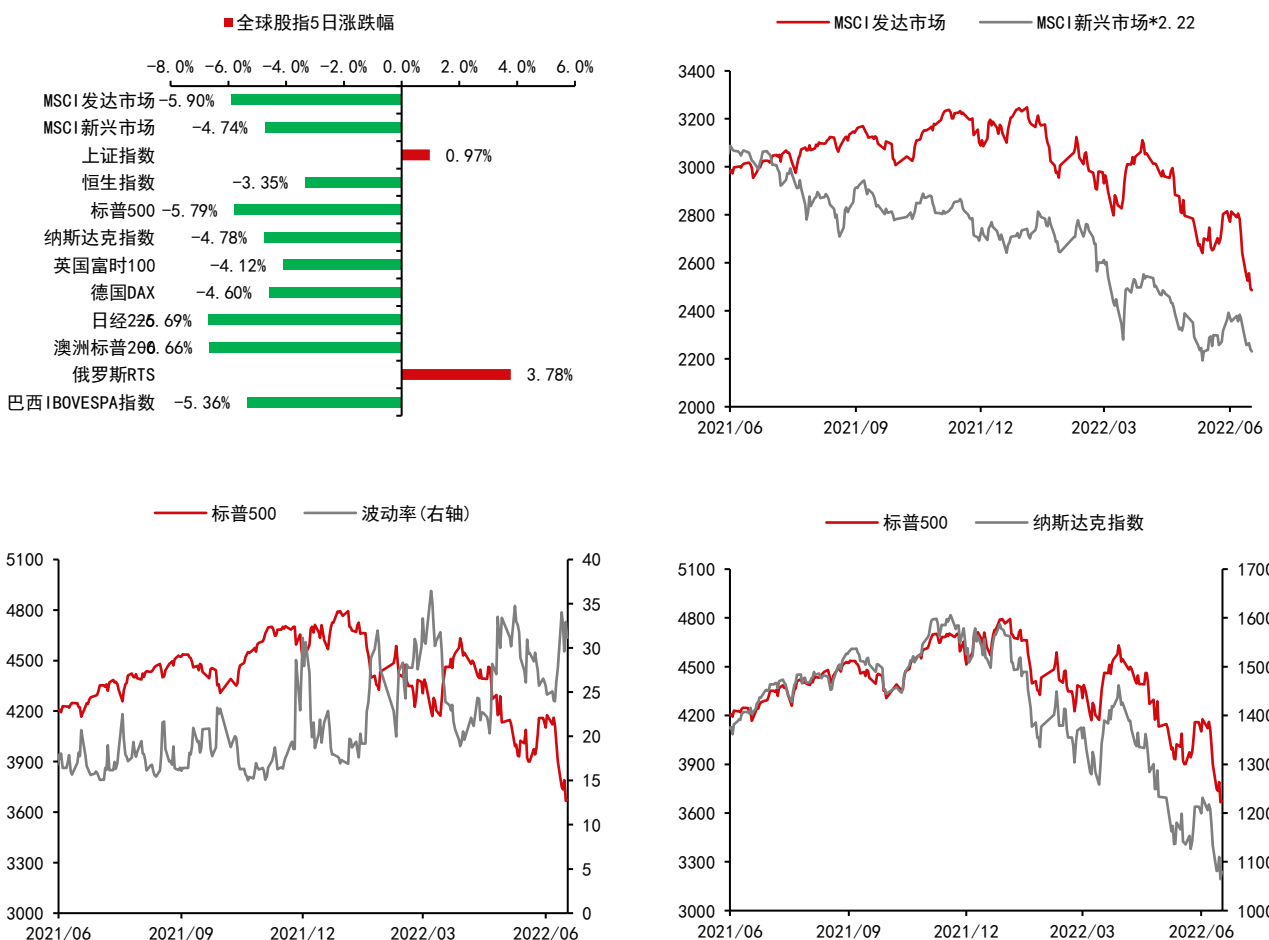
四、海外金融市场跟踪

图表8：海外商品



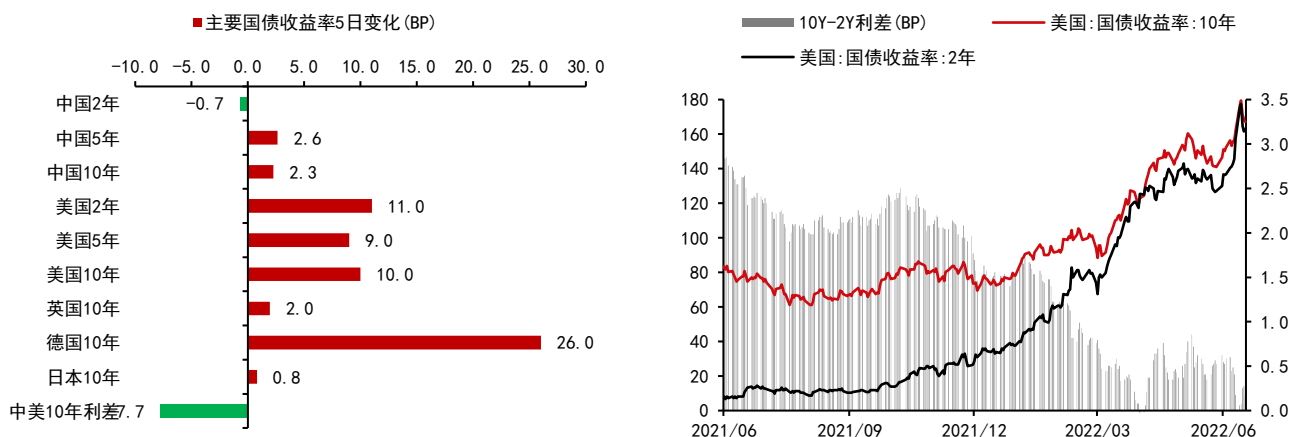
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表9：全球股票市场



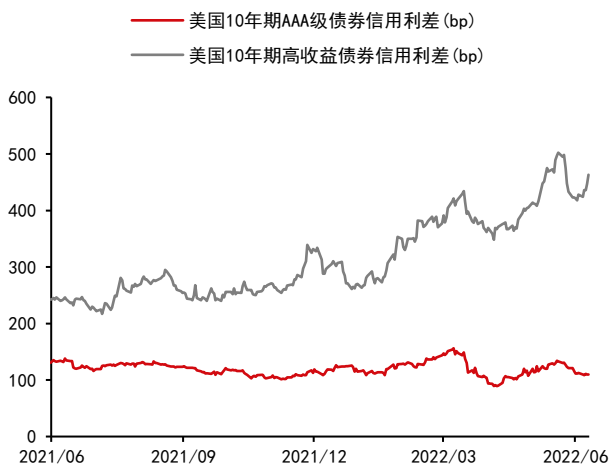
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表10：全球债券市场



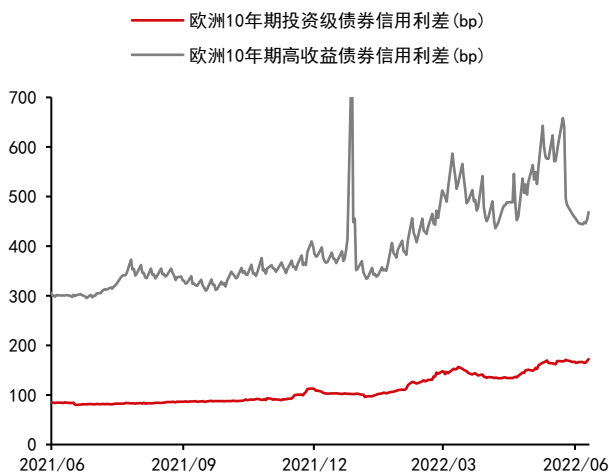
资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表11：美债信用利差



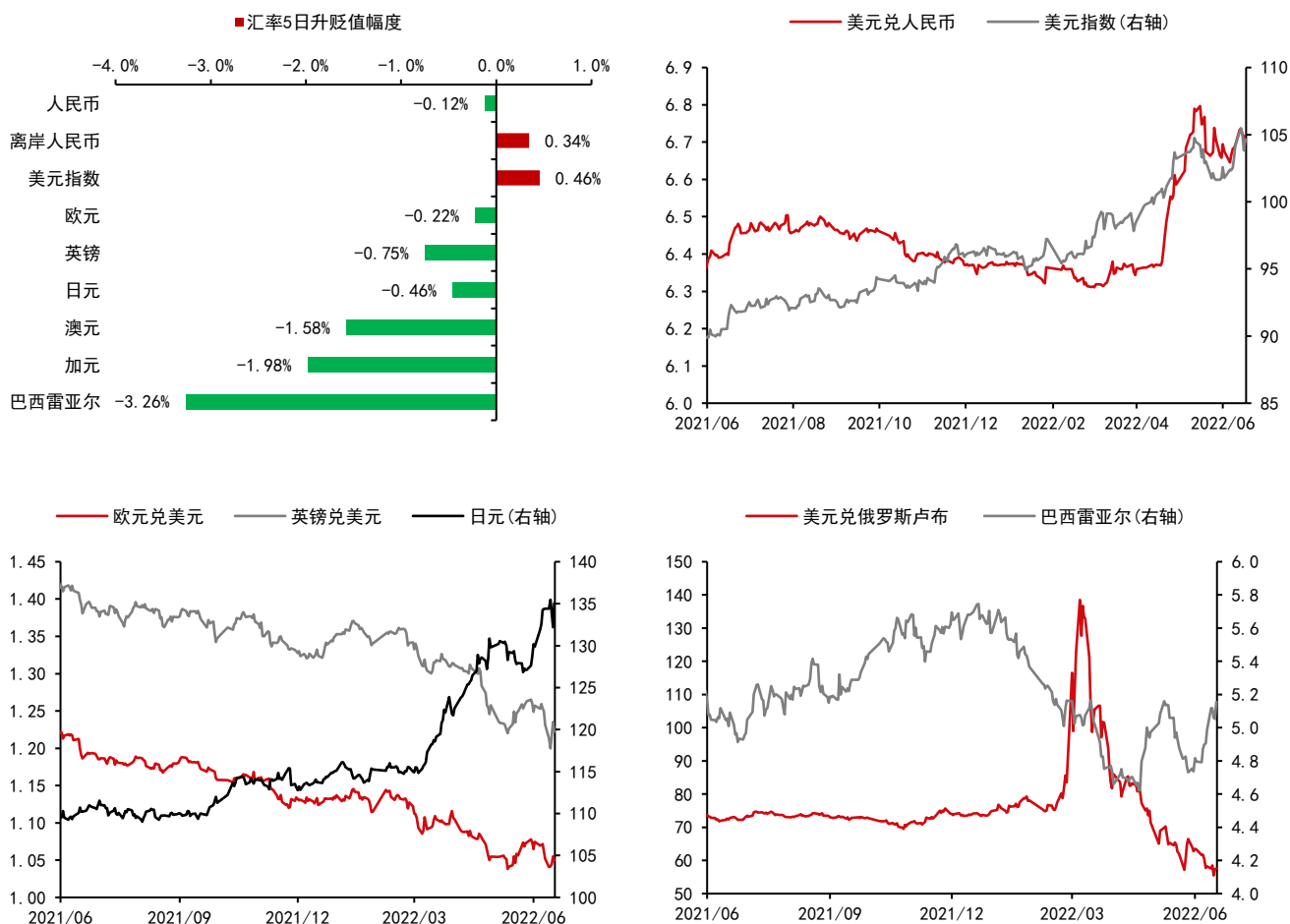
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表12：欧洲信用利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图表13：全球外汇市场



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>