

通胀略超预期，房价上涨趋势值得关注

——美国12月CPI数据点评

事件：

美国12月CPI同比增长3.4%，超预期，前值3.1%，环比增长0.3%。12月核心CPI同比3.9%，预期3.8%，前值4%，环比增长0.3%，上月0.3%。通胀数据或显示美联储降低通胀的任务仍未完成，特别是住宅通胀未来或仍有韧性，美联储降息大概率不会太早。数据公布后美联储3月降息概率仅略超过60%，国债利率短线上行，市场也在边际上调低降息预期。

事件点评

➤ CPI数据略超预期，美联储3月降息仍不确定

CPI略超预期，能源通胀的环比转正或是CPI通胀略超预期的主要驱动因素。而核心CPI虽回落到4%以下，也略高于预期。数据表明通胀压力仍在缓慢缓解，大趋势基本符合预期但服务通胀仍有韧性。

➤ 核心服务小幅下降，仍有一定韧性，环比回落

核心CPI的韧性主要体现在服务上。商品的通胀12月微升到0.1%，服务的通胀同比增长5.3%，虽然较上月下降，但仍然偏高。从CPI的权重来看，尽管商品通胀已经不是通胀的主要问题，但由于核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心CPI可能仍然会表现出韧性。

➤ 住宅通胀仍是主要拖累项，房价增速加快值得警惕

住宅的通胀目前仍然是每月服务通胀增长的最大贡献者，同比4.8%，上月5.2%。住宅通胀中，居所通胀仍处于高位，12月同比增长6.2%，上月6.5%。从目前的趋势看，未来短期住房相关通胀仍然是拖累通胀保持高位的分项。房租和房价的同比都已经位于低位，但房价增速近期略有上行。美联储的研究发现房价增长与自有房等价租金(OER)通胀的相关性在16个月后达到0.75左右的峰值。这说明居所通胀仍有反复可能，货币政策不宜过早放松。

风险提示：美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《需求与产出略好于预期：——11月经济数据点评》2023.12.16
- 2、《利率终点已到，明年降息预期明确：——美联储12月议息会议点评》2023.12.14

正文目录

1. CPI超预期，降通胀还未完成	3
1.1 美联储3月就降息或仍有较大不确定性	3
1.2 CPI超预期，能源通胀负增长缩窄	6
2. 核心CPI回落至4%以下，环比0.3%	9
2.1 服务通胀继续下行，环比回落	9
2.2 住宅通胀仍然是最大贡献分项	13
3. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 华尔街主要投行对12月CPI的预测	4
图表 2: CPI和核心CPI (%)	5
图表 3: CPI分项贡献分解 (%)	5
图表 4: 3月会议加息概率 (%)	6
图表 5: 近12个月CPI四个分项同比和环比 (%)	7
图表 6: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)	7
图表 7: 近12个月能源分项同比和环比 (%)	8
图表 8: CPI的主要分项同比 (%)	9
图表 9: 核心CPI商品和服务的价格变化 (%)	10
图表 10: 近1年核心CPI商品和服务的价格变化 (%)	10
图表 11: 商品/服务消费比(不变价)	11
图表 12: 商品/服务消费比(现价)	11
图表 13: 核心商品CPI的主要分项同比 (%)	12
图表 14: 核心服务CPI的主要分项同比 (%)	12
图表 15: CPI通胀同比不同分项的贡献率 (%)	13
图表 16: CPI通胀8个主要类别 (%)	14
图表 17: CPI住房租金通胀和Zillow租金同比 (%)	15
图表 18: S&P/Case-Shiller美国房价指数	15
图表 19: 新房和二手房销售比例 (%)	16
图表 20: 住宅和分项CPI (%)	17
图表 21: 居所及其分项CPI (%)	17
图表 22: CPI通胀剔除特定分项 (%)	17
图表 23: 服务通胀 (%)	18

1. CPI 超预期，降通胀还未完成

CPI 数据略超预期，美联储降低通胀的任务或仍未完成，3 月就降息的概率仍停留在约 6 成左右。

1.1 美联储 3 月就降息或仍有较大不确定性

CPI 通胀数据略超预期，美联储或不会过早降息，数据公布后国债利率走高，市场也在重新定价降息可能性。

1.1.1 CPI 通胀超预期

美国 12 月 CPI 环比上升 0.3%，上月 0.1%，超预期；因此，CPI 同比也从上个月的 3.1%超预期上行到 3.4%（预期 3.2%），

华尔街主要投行对 12 月 CPI 的预测主要集中在 3.3%或者 3.2%，都低于实际数据，仅有一家预测到 3.4%等于实际公布的数据，能源通胀从此前的环比负增长转为正增长可能是 CPI 环比增长超预期的主要因素。

图表1：华尔街主要投行对12月CPI的预测

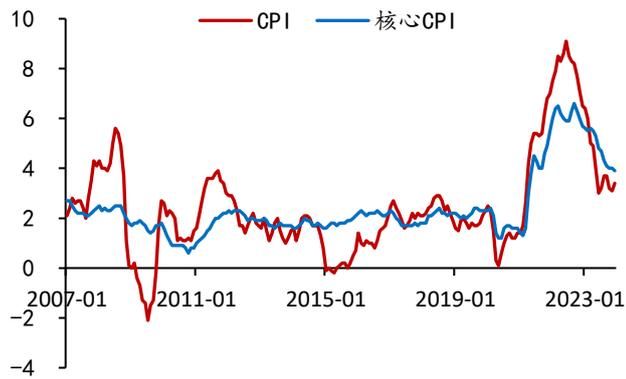
华尔街主要投行12月CPI预测				
投行名称	整体CPI同比	整体CPI环比	核心CPI同比	核心CPI环比
加拿大丰业银行	3.30%	0.30%	4.00%	0.30%
摩根士丹利	3.30%	0.30%	3.90%	0.30%
野村证券	3.30%	0.30%	3.90%	0.30%
富国银行	3.20%	0.20%	3.90%	0.30%
法国兴业银行	3.20%	0.20%	3.90%	0.30%
凯投宏观	3.20%	0.20%	3.80%	0.20%
美银美林	3.10%	0.30%	4.00%	0.30%
加拿大国民银行	3.20%	0.20%	3.90%	0.30%
道明证券	3.10%	0.20%	3.70%	0.10%
汇丰	3.30%	0.30%	3.90%	0.30%
法国巴黎银行	3.40%	0.30%	4.00%	0.30%
巴克莱	3.30%	0.30%	3.80%	0.30%
花旗	3.30%	0.30%	3.90%	0.30%
劳埃德银行	3.20%	0.10%	3.90%	0.30%
桑坦德银行	/	0.30%	/	0.40%
高盛	3.30%	0.30%	3.90%	0.30%
摩根大通	3.20%	0.20%	3.80%	0.30%
瑞银	3.30%	0.30%	4.00%	0.30%
德意志银行	/	0.30%	/	0.30%
综合预期	3.20%	0.20%	3.80%	0.30%
前值	3.10%	0.10%	4.00%	0.30%

制表：华尔街见闻

资料来源：华尔街见闻，国联证券研究所

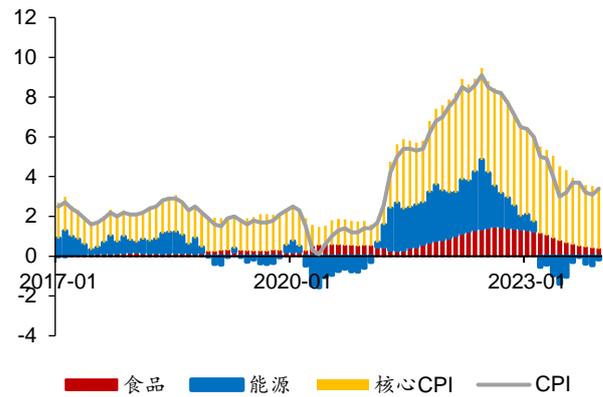
12月核心CPI同比增长3.9%，预期3.8%，前值4%，华尔街主要投行对12月核心CPI的预测主要集中在3.9%或者4%，核心CPI和预期的差距略小于CPI和预期的差距；核心CPI环比上升0.3%，符合预期，上月也是0.3%。

图表2: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: CPI 分项贡献分解 (%)



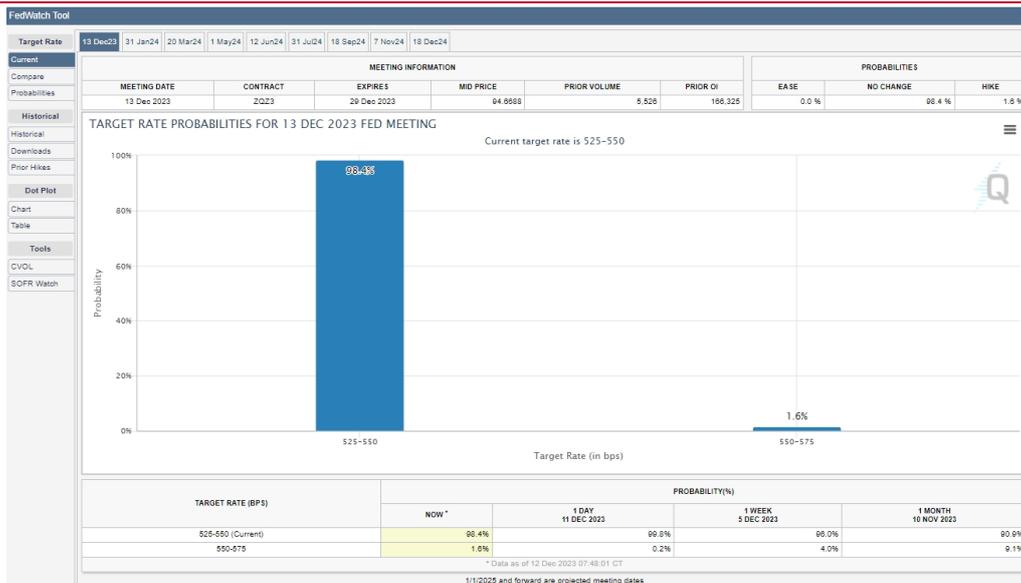
资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.1.1 市场反应和降息预期

通胀数据公布后,美国三大股指开盘下行,美元指数短线走高,现货黄金短线走低,2年和10年期国债利率都走高;市场的整体反应应该理解为市场认为通胀数据让美联储可能不会太早降息。到收盘道琼斯上涨0.04%,纳斯达克不涨不跌,标普下跌0.07%。

美联储3月会议降息的概率在通胀数据公布后变化不大,还是略超过60%。联邦基金市场对于3月是否会降息也还有分歧。

图表4：3月会议加息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

美联储决定政策利率的两个目标变量，一个是就业，另一个就是通胀。12月的就业数据失业率维持低位略超预期，这次的通胀报告又显示通胀略超预期，两者加起来或让美联储仍不会太早降息。

1.2 CPI 超预期，能源通胀负增长缩窄

CPI 整体略超预期，拆分到主要分项的话，能源通胀负增长缩窄或是 CPI 通胀略超预期的主要驱动因素。

1.2.1 CPI 通胀和能源

从 CPI 分成食品、能源和核心 CPI 的三分角度来看，能源通胀环比转正，是本月 CPI 较上月上升并略超预期的重要驱动因素之一。具体而言，12月能源通胀环比增长 0.4%，虽然由于基数因素 同比仍是负增长，但是同比负增长也明显收窄。

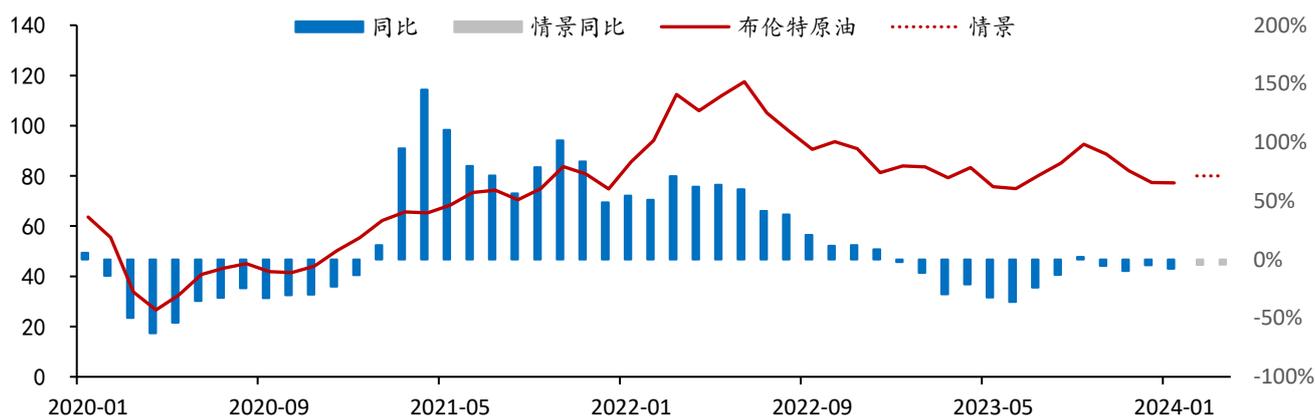
图表5: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2022年12月	6.5	10.4	7.3	5.7	0.1	0.4	-3.1	0.4
2023年1月	6.4	10.1	8.7	5.6	0.5	0.5	-2	0.4
2023年2月	6	9.5	5.2	5.5	0.4	0.4	-0.6	0.5
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0	-3.5	0.4
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	-0.6	0.4
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	-3.6	0.4
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.1	-0.6	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	-0.1	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.6	0.2	-5.6	0.3
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	-1.5	0.3
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0	0.3	-2.5	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.1	0.2	-2.3	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.3	0.2	-0.4	0.3

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

布伦特原油价格在 5 月左右达到低点后开始反弹, 到 9 月回到了 90 美元以上的区间, 9 月同比的增长转正, 但是 12 月又回到 80 美元以下, 同比也转负。如果油价未来维持在 80 美元左右, 由于基数效应的影响, 那么油价的同比变化仍将是负增长。油价虽然负增长, 但是幅度收窄, 对能源通胀负增长收窄有贡献。

图表6: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

1.2.2 CPI 的主要细分分项

从通胀数据的主要细分项看, 我们可以发现主要分项中能源仍然是负增长, 能源分项整体较上月同比负增长的幅度略有缩小, 12 月同比负增长 2%, 上月负增长 5.4%。

另外两个负增长的分项是二手车和医疗护理服务，这都是拉动通胀下行的重要力量。

能源分项下的细分中，能源类商品的同比负增长也缩小，12月同比负增长2.9%，上月负增长9.8%，其中汽油同比负增长1.9%，上月同比负增长8.9%，燃油负增长的幅度也缩小，从上月负增长24.8%，变成12月的负增长14.7%。能源类商品同比负增长的幅度要大于能源类服务同比负增长的幅度。

图表7：近12个月能源分项同比和环比(%)

时间	同比		环比	
	能源类商品	能源服务	能源类商品	能源服务
2022年12月	0.6	15.6	-7.2	1.9
2023年1月	2.7	15.6	1.9	2.1
2023年2月	-1.4	13.3	0.5	-1.7
2023年3月	-17	9.2	-4.6	-2.3
2023年4月	-12.6	5.9	2.7	-1.7
2023年5月	-20.5	1.6	-5.6	-1.4
2023年6月	-26.8	-1.1	0.8	0.4
2023年7月	-20.3	-1.2	0.3	-0.1
2023年8月	-4.2	-2.8	10.5	0.2
2023年9月	2.2	-3.4	2.3	0.6
2023年10月	-6.2	-2.2	-4.9	0.5
2023年11月	-9.8	0	-5.8	1.7
2023年12月	-2.9	-0.9	-10.1	0.9

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

能源服务12月同比负增长0.9%，11月同比0增长，其中电力12月同比增长3.3%，上月3.4%，公共事业同比负增长13.8%，上月负增长10.4%，负增长的幅度扩大。

图表8: CPI 的主要分项同比(%)

同比	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
CPI	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3	4	4.9	5	6	6.4	6.5
食品	2.7	2.9	3.3	3.7	4.3	4.9	5.7	6.7	7.7	8.5	9.5	10.1	10.4
家庭食品	1.3	1.7	2.1	2.4	3	3.6	4.7	5.8	7.1	8.3	10.1	11.3	11.8
非家用食品	5.2	5.3	5.4	6	6.5	7.1	7.7	8.3	8.6	8.8	8.4	8.2	8.3
能源	-2	-5.4	-4.5	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7	-5.1	-6.4	5.2	8.7	7.3
能源类商品	-2.9	-9.8	-6.2	2.2	-4.2	-20.3	-26.8	-20.5	-12.6	-17	-1.4	2.7	0.6
汽油(所有种类)	-1.9	-8.9	-5.3	3	-3.3	-19.9	-26.5	-19.7	-12.2	-17.4	-2	1.5	-1.2
燃油	-14.7	-24.8	-21.4	-5.1	-14.8	-26.5	-36.6	-37	-20.2	-14.2	9.2	27.7	41.5
能源服务	-0.9	0	-2.2	-3.4	-2.8	-1.2	-1.1	1.6	5.9	9.2	13.3	15.6	15.6
电力	3.3	3.4	2.4	2.6	2.1	3	5.4	5.9	8.4	10.2	12.9	11.9	14.4
公共事业(管道)燃气服务	-13.8	-10.4	-15.8	-19.9	-16.5	-13.7	-18.6	-11	-2.1	5.5	14.3	26.7	19.3
核心CPI	3.9	4	4	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6	5.5	5.5	5.7
核心商品	0.1	0	0	0	0.4	0.9	1.4	2	2.1	1.6	1	1.3	2.2
新交通工具	1	1.3	1.9	2.5	2.9	3.5	4.1	4.7	5.4	6.1	5.8	5.8	5.9
二手车和卡车	-1.3	-3.8	-7.1	-8	-6.6	-5.6	-5.2	-4.2	-6.6	-11.2	-13.6	-11.6	-8.6
服装	1	1.1	2.6	2.3	3.1	3.2	3.1	3.5	3.6	3.3	3.3	3.1	2.9
医疗护理商品	4.7	5	4.7	4.2	4.5	4.1	4.2	4.4	4	3.6	3.2	3.4	3.2
核心服务	5.3	5.5	5.5	5.7	5.9	6.1	6.2	6.6	6.8	7.1	7.3	7.2	7
居所	6.2	6.5	6.7	7.1	7.2	7.7	7.8	8	8.1	8.2	8.1	7.9	7.5
运输服务	9.5	10.1	9.3	9	10.4	9.3	8.5	10.3	11.1	13.8	14.6	14.6	14.4
医疗护理服务	-0.5	-0.9	-2	-2.6	-2.1	-1.5	-0.8	-0.1	0.4	1	2.1	3	4.2

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2. 核心CPI 回落至4%以下, 环比0.3%

核心通胀回落到4%以下, 尽管略高于预期值, 但是整体回落的大势基本符合预期, 环比增速也较上月回落。住宅通胀仍是通胀的主要拖累项, 房价近期的上行也值得关注。

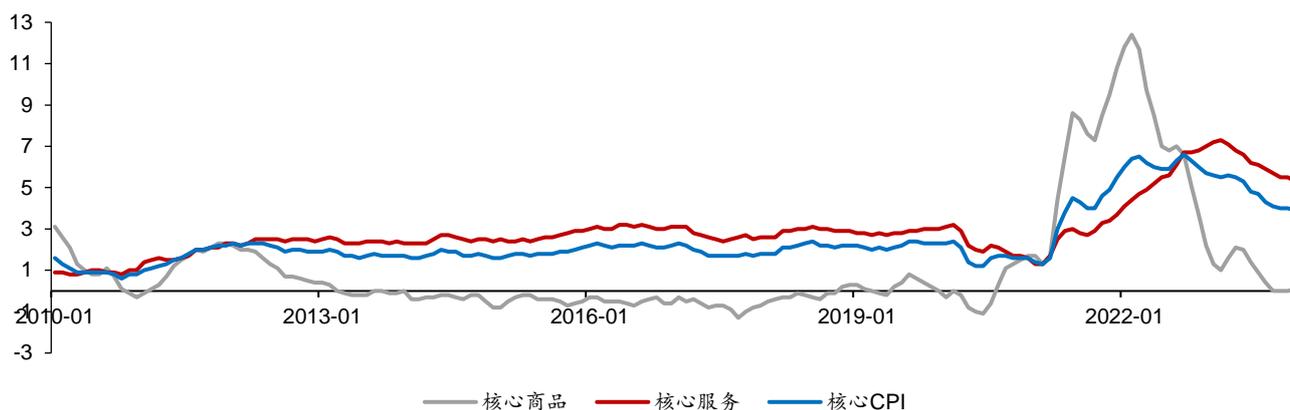
2.1 服务通胀继续下行, 环比回落

商品通胀已不是问题, 服务通胀继续下行, 但仍有韧性。

2.1.1 核心商品通胀和服务通胀

核心CPI 如果拆解成2项, 分别是核心商品和核心服务。可以看到核心CPI 的韧性主要体现在服务上。从CPI 的权重来看, 核心商品占比仅为核心服务大概一半, 核心服务价格的缓慢回落中, 核心CPI 可能仍然会表现出韧性。核心商品的通胀已经较低。

图表9：核心CPI商品和服务的价格变化（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

具体数字上来看，12月核心商品的通胀同比增长0.1%，上月0.0%，环比增长0.0%，商品通胀在2022年初的高点达到12.4%之后迅速下行，商品通胀已经不是通胀的主要问题。

12月核心服务通胀同比增长5.3%，较上月下降，上月5.5%，核心服务的环比0.4%，较上月下降0.1pct，环比数据略有减速。

图表10：近1年核心CPI商品和服务的价格变化（%）

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2022年12月	2.20	7.00	-0.10	0.60
2023年1月	1.30	7.20	0.10	0.50
2023年2月	1.00	7.30	0.00	0.60
2023年3月	1.60	7.10	0.20	0.40
2023年4月	2.10	6.80	0.60	0.40
2023年5月	2.00	6.60	0.60	0.40
2023年6月	1.40	6.20	-0.10	0.30
2023年7月	0.90	6.10	-0.30	0.40
2023年8月	0.40	5.90	-0.10	0.40
2023年9月	0.00	5.70	-0.40	0.60
2023年10月	0.00	5.50	-0.10	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.30	0.50
2023年12月	0.10	5.30	0.00	0.40

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

疫情扰动导致的商品和服务消费的波动还没有完全恢复正常，从商品消费和服

务消费的比例来看，目前商品消费的比重仍然显著高于疫情前的正常状态，服务或还存在超额需求没有得到满足。

由于疫情的限制，疫情期间美国的消费结构中商品消费的比重显著增加了。如下图所示截止到 2023 年 2 季度的数据，商品/服务消费比仍然较疫情前高出不少。另外，恢复到常态的比例可能需要不短的时间。对比 2008 年的危机，当时商品/服务消费比也出现了较大的波动，不过方向与这次不同，商品的占比显著下降，2008 年危机后商品/服务消费比恢复到冲击之前的趋势水平花费了较长的时间。

图表11：商品/服务消费比(不变价)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：商品/服务消费比(现价)

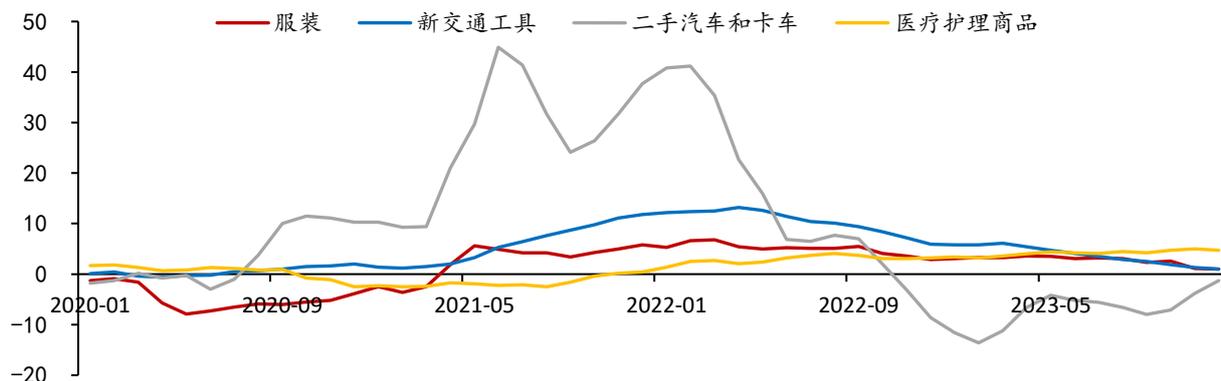


资料来源：Wind，国联证券研究所

2.1.1 核心商品通胀和服务通胀再细分

核心商品中负增长的分项仍然是二手车，同比降幅继续缩窄，12月同比-1.3%，上月-3.8%；服装和新交通工具同比增长都为1%，也都较低。只有医疗护理商品的通胀还略高，12月同比增长4.7%，较上月下降0.3pct。

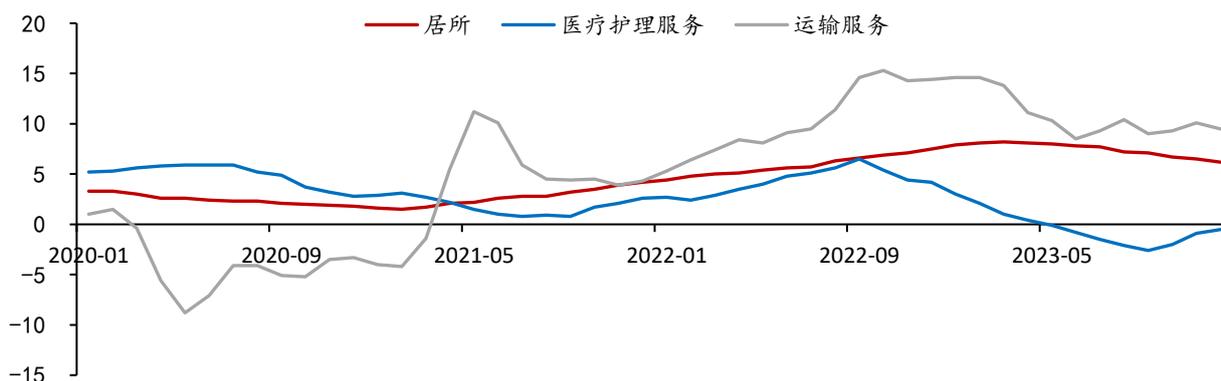
图表13: 核心商品 CPI 的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

核心服务中负增长的分项是医疗护理服务,12月同比减少0.5%,上月为减少0.9%。核心服务通胀中居所和运输服务的通胀仍然较高,离2%还有距离,但是二者也都在回落。此前市场关注的住宅通胀特别是其中居所的通胀12月同比6.2%,较上月6.5%继续回落¹。

图表14: 核心服务 CPI 的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

¹ 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

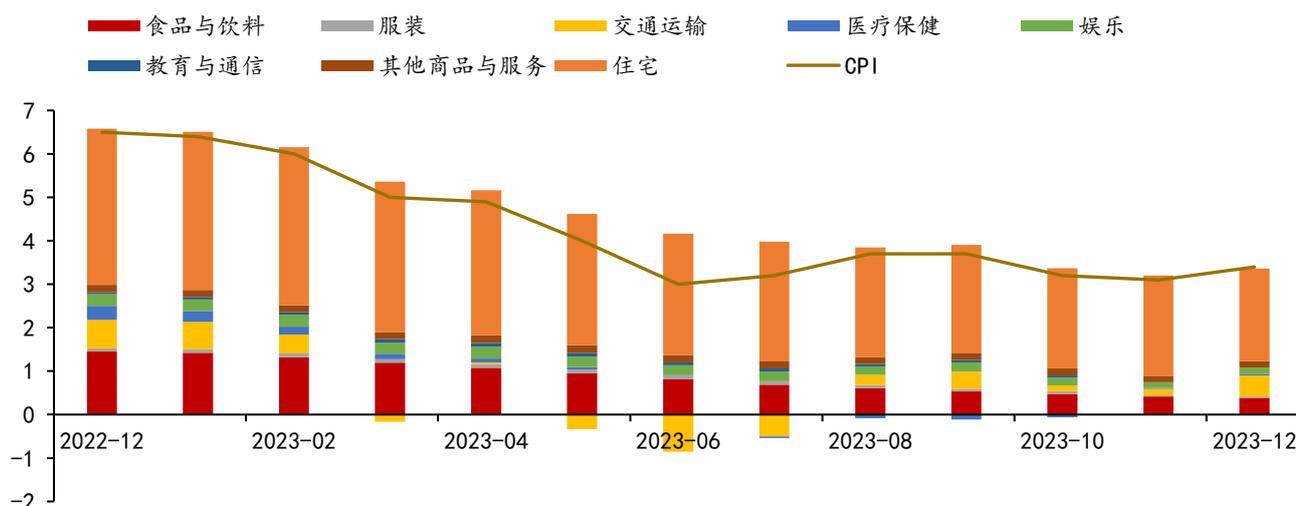
2.2 住宅通胀仍然是最大贡献分项

住宅通胀仍是最大的贡献分项，房价近期的上涨也值得关注。从目前的趋势看，未来短期住宅或仍然是拖累通胀保持高位的主要分项，住宅的权重本身也超过4成。房租其实已经下行，CPI的住房租金近未来大概率会跟随Zillow租金同比的回落趋势，但是房价近期有上行的迹象，而房价的上涨对租金未来的上涨有一定预测性。这可能也表明美国租金通胀仍有反复可能，并可能影响整体通胀，货币政策不宜过早宽松。

2.2.1 住宅通胀

住宅的通胀目前仍然是每月所有项目增长的最大贡献者，12月的贡献仍超过6成，较11月略微下降。从2022年5月开始住宅的贡献大约从36%逐渐增长，到2023年6月贡献超过8成。如果对比12月和一年前，贡献比例下降的最主要是交通运输分项，其次是其他商品和服务。通胀的主要8个分项里目前主要仍然处于高位就剩下住宅。

图表15: CPI通胀同比不同分项的贡献率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表16: CPI 通胀 8 个主要类别 (%)

时间	同比								环比							
	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务
2022年12月	10.1	8.1	2.9	3.9	4	5.1	0.7	6.4	0.3	0.6	-1.7	-3.3	0	0.2	0	-0.1
2023年1月	9.9	8.2	3.1	3.8	3.1	4.8	1	6.2	0.7	1	2.6	0.7	0.1	0.7	0.3	0.6
2023年2月	9.2	8.2	3.3	2.6	2.3	5	1	6.1	0.4	0.5	3.3	0.7	-0.4	1.1	0	0.9
2023年3月	8.3	7.8	3.3	-1	1.5	4.8	1.4	6.1	0.1	0.3	0.8	0.9	-0.3	0.1	0.1	0.5
2023年4月	7.5	7.5	3.6	0.2	1.1	5	1.6	6.6	0.2	0.2	-1	2.1	-0.1	0.5	0	0.9
2023年5月	6.6	6.8	3.5	-2	0.7	4.5	1.5	6.7	0.2	0.3	-0.3	0.5	0	-0.1	-0.2	0.5
2023年6月	5.7	6.3	3.1	-5.1	0.1	4.3	1.1	6.3	0.1	0.6	-0.7	0.5	0	0	-0.2	0.2
2023年7月	4.8	6.2	3.2	-3	-0.5	4.1	1.2	6.1	0.3	0.3	-1	0.2	-0.1	0.1	0	0.1
2023年8月	4.2	5.7	3.1	1.4	-1	3.5	1	5.8	0.2	0.3	1.6	1.3	0.3	-0.2	0.2	0.4
2023年9月	3.7	5.6	2.3	2.4	-1.4	3.9	1	6	0.2	0.5	1.4	-0.6	0.1	0.4	0.3	0.6
2023年10月	3.3	5.2	2.6	0.8	-0.8	3.2	0.9	6.2	0.3	0.1	-0.3	-0.9	0.2	0	-0.2	0.6
2023年11月	2.9	5.2	1.1	0.9	0.2	2.5	-0.1	5.6	-0.2	0.2	-3.5	-1.1	0.4	-0.3	-0.4	0.2
2023年12月	2.7	4.8	1	2.9	0.5	2.7	-0.1	5.5	0.1	0.3	-1.8	-1.4	0.3	0.4	0	-0.2

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

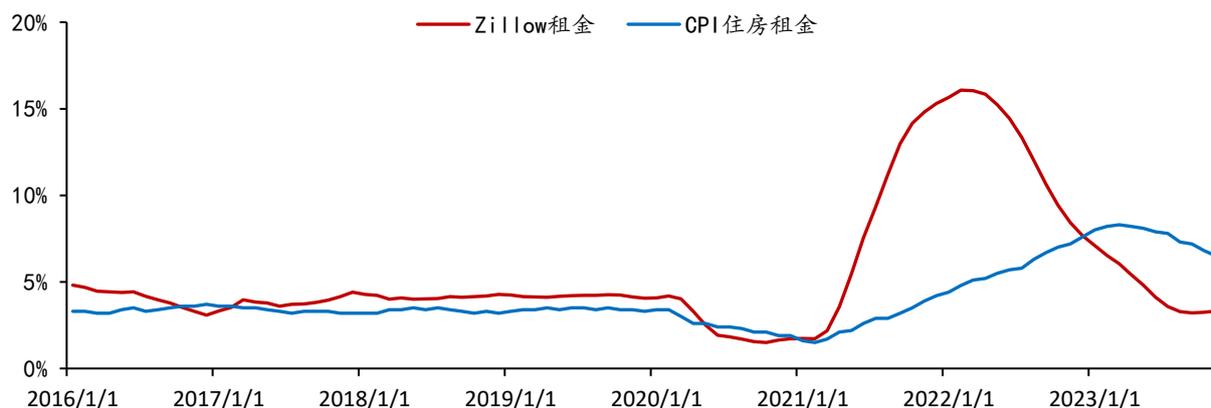
从目前的趋势看,未来短期住宅或仍然是拖累通胀保持高位的主要分项,住宅的权重本身也超过4成。

但是住宅的通胀或继续回落,主要证据在于不论是房价同比还是房租同比都明显低于目前的住宅通胀,未来或可以拉动住宅通胀继续下行。

如果对比住宅分项里面最主要的租房租金通胀和美国最大的房地产在线信息平台 Zillow 的租金数据,可以看到 Zillow 的数据 11 月已经回落到 3.32%,这意味着房租其实已经下行,CPI 的住房租金近未来大概率会跟随 Zillow 租金同比的回落趋势。Zillow 观察租金指数通常领先消费者价格指数 (CPI) 的租金成分 6-12 个月。由于租金价格在 CPI 和 PCE 中所占比例最大,Zillow 租金指数可以被视为两者的领先指标。由于租金 CPI 统计中不仅仅包含新的房租租赁合同的价格,劳工统计局和美联储的研究人员发现,平均租金指数(即租金 CPI)落后于新租赁指标约 12 个月²。Zillow 租金反应当前在公开市场上广告的单元租金,而不是像 CPI 那样反应持续租房者所居住单元的租金。

² <https://www.bls.gov/osmr/research-papers/2022/pdf/ec220100.pdf>

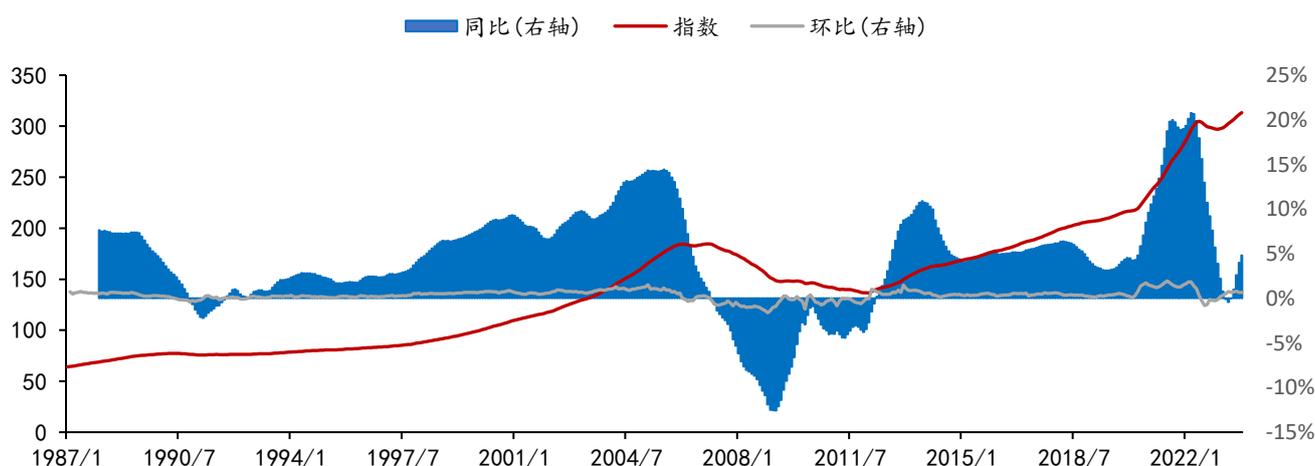
图表17: CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金同比 (%)



资料来源: Wind, Zillow, 国联证券研究所整理

S&P/Case-Shiller 美国房价指数显示房价似乎仍在上涨。从房价的走势来看, 房价开始企稳, 增长或对住宅通胀下行造成障碍。房价同比虽然从4月开始负增长, 5月同比负增长扩大到0.4%, 但6月缩窄到不到0.1%, 7月同比实现了正增长, 8月同比增长扩大到2.59%, 9月进一步到3.95%, 10月继续扩大到4.8%。房价自2022年中的高点回落之后, 最近又回到增长的轨道, 环比增速在2月已经回正, 增速不慢, 9月环比0.65%, 10月0.65%。

图表18: S&P/Case-Shiller 美国房价指数



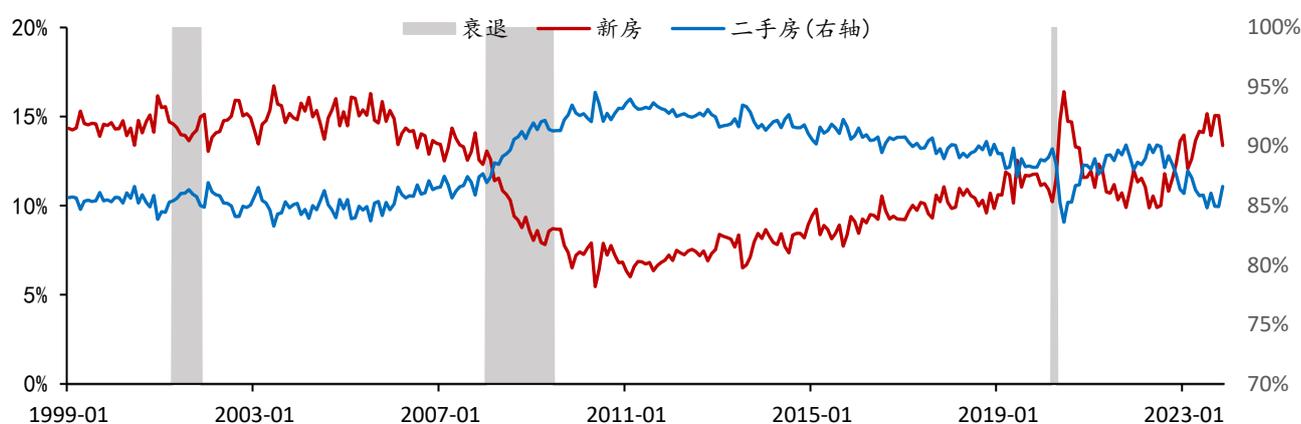
资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

房价的走势仍值得关注, 二手房的交易是占比最高的, 但是明显出现了下滑, 新房的占比大约上升了5个百分点。成屋(二手房)市场上, 在低利率时代购入的房屋

购房者由于锁定了较低的房贷利率，并不愿意售房。由于二手房的供给较少，或助推价格的上涨。

随着时间的推移，房价的变化确实可以预测租金的变化——尽管这种关系远非 1:1，而且存在很长的滞后性。达拉斯联储的 Xiaoqing Zhou 和 Jim Dolmas 发现³，房价增长与自有房等价租金(OER)通胀的相关性在 16 个月后达到 0.75 左右的峰值；与租金通胀的相关性在 18 个月后达到峰值。

图表19：新房和二手房销售比例(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2.2 居所通胀

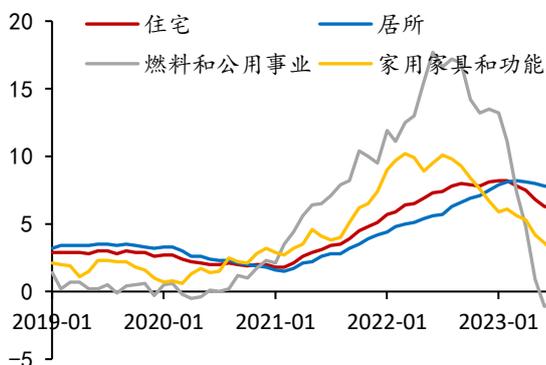
住宅通胀 12 月同比增长 4.8%，11 月 5.2%。住宅通胀里面，主要包括三个分项，分别是居所、燃料和公用事业、家用家具和功能，其中居所的权重最高。

从近期的变动趋势看，燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从高点明显回落，其中燃料和公用事业在 6 月开始负增长，12 月延续了负增长，同比负增长 0.1%。家用家具和功能 12 月同比增长 0.4%，不足 1%。

居所分项虽然还位于高位，但延续下行趋势，12 月同比增长 6.2%，较 11 月回落了 0.3pct，而居所包含的几个主要部分主要住所租金、自有房等价租金也继续回落。主要住所租金同比 12 月增长 6.5%，上月为 6.9%，自有房等价租金 12 月同比增长 6.3%，较上月下降 0.4pct。

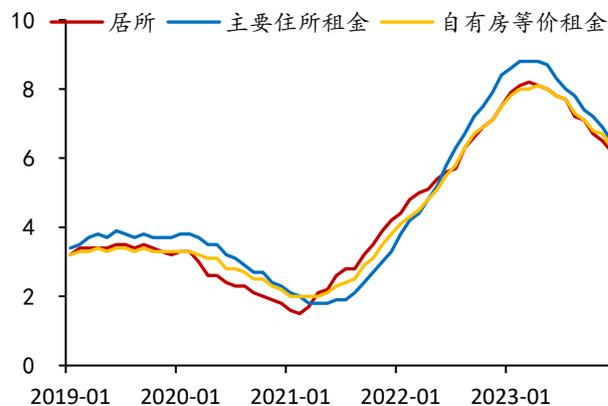
³ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2021/0824>

图表20: 住宅和分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

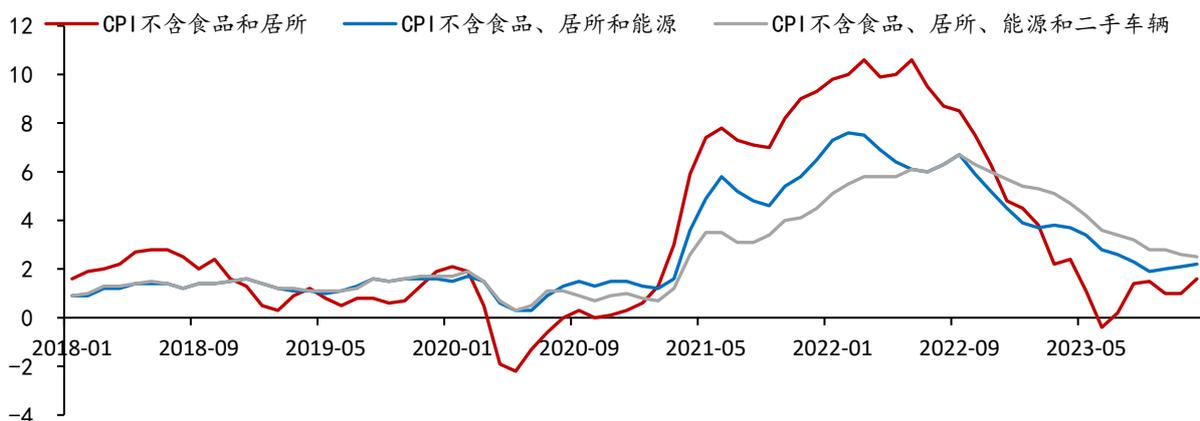
图表21: 居所及其分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

另外, 从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以比较清楚地看到通胀的支持项来自居所, 而能源是主要驱动通胀下行的分项。CPI 不含食品和居所的同比 12 月增长 1.6%, 持平上月 1%, 把居所去掉的话通胀已经回到了美联储的目标之下。CPI 不含食品、居所能源和二手车 12 月也回落到 2.5%。

图表22: CPI 通胀剔除特定分项 (%)

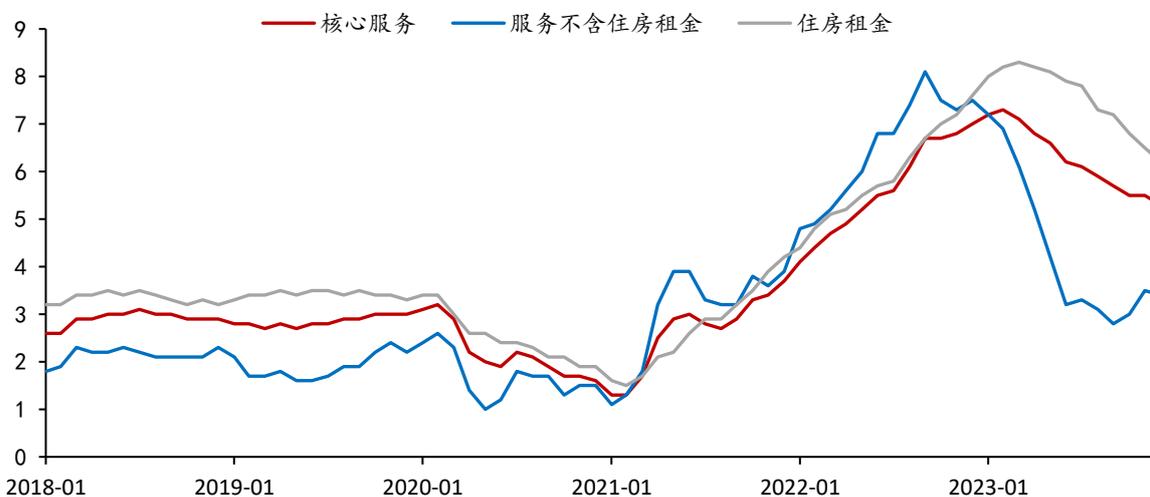


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

服务通胀如果把住房租金剔除以后在 2022 年 10 月达到顶峰后已经进入明显下行的通道, 最近又开始略有上行, 12 月同比增长 3.4%, 较上月下降 0.1pct, 可以看

到目前服务通胀即使剔除住房租金仍有些韧性。

图表23：服务通胀(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3. 风险提示

美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼