

宏观动态跟踪报告

美国通胀再审视-基于房租的视角

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **地产复苏与房价回暖。**2024 年以来，美国地产景气、成屋销售、新建开工与营建许可等各类高频和前瞻指标均显示，美国地产延续复苏态势。GDPNow 模型最新预测，美国一季度住宅投资环比折年大幅增长约 12%。与此同时，美国房价持续回暖。美国 20 城房价指数同比增速等指标自 2023 年下半年以来持续回升。金融周期领先于地产周期；2022 年以来，伴随美联储快速加息，房价走势对于市场利率仅落后半年左右。近半年多来美国地产复苏得益于 2023 上半年美国金融市场条件的放松。考虑到 2023 下半年美国市场利率重新走高，预计今年内美国房价环比温和增长，而同比增速有望小幅回落。
- **房租与房价滞后相关。**“住房”相关支出占美国 CPI 和 PCE 的比重分别为 36%和 15%左右，调查逻辑相似，都主要包括“直接租金”和“业主等价租金 (OER)”两大部分，其中 OER 占七成以上。实证研究显示，美国房租增长滞后于房价增速约 17 个月，相关系数约为 0.75。住房通胀指标之所以滞后于房价变动，不仅因为房价领先于市场租金（住房租赁市场天然地滞后反应于销售市场），更因为市场租金领先于 CPI 调查数据（同一住所每 6 个月才被调查一次；租约和续租行为亦限制了租金弹性）。数据显示，CPI 房租与房价滞后的 17 个月中，CPI 房租与市场租金的滞后性就贡献了 12 个月。
- **房租不碍年内通胀回落。**CPI 住所与 PCE 住房分项走势相近，目前同比均接近 6%。我们基于 20 城房价（领先 17 个月）与 CPI 住所同比的 OLS 模型预测，预计 CPI 住所同比在今年四个季度末的值分别为 5.5%、4.6%、4.0%和 4.2%，即下半年有望回落至 4%附近。如是，下半年美国 PCE 同比有望回落至 2.2%左右，继而最新点阵图暗示的年内降息 2-3 次的基准情形有望兑现。但 2023 年下半年以来美国房价增速回升，可能令 2025 年住房通胀有所抬头，孕育“二次通胀”风险。这或意味着美联储在年内不应急于降息，不排除下半年才首次降息，以尽量抑制当前的房价增速。
- **两个思考：一是，是否存在结构性因素破坏房租与房价的滞后相关性、增强房租粘性？**我们认为，本轮房价上涨带来的财富效应可能不会太强，且租赁住房空置率回升，意味着美国住房租赁市场的供需关系并不过度紧张，为房租增速的合理降温提供条件。二是，年内非住房服务通胀是否存在反弹压力，抵消房租回落的贡献？我们认为，非住房核心服务（占 PCE 比重 50%）走势需要密切关注。我们测算，如果未来一年该分项环比平均保持 0.25%左右，则同比增速保持在 3.3%左右，不会抵消房租通胀下降的贡献；但若环比增速高于 0.25%，PCE 通胀率回落或将受阻，美联储的降息路径亦将受影响。
- **风险提示：**美国房价超预期上涨，美国房租通胀超预期上行，其他因素引发美国通胀超预期上行等。

2024 开年以来，美国住房市场延续复苏，房价持续回暖。与此同时，住房租金增速居高不下，似乎威胁美国通胀回落的前景。本轮地产复苏会如何影响房价与房租？当前房价回暖，以及美联储年内降息，会不会引发“二次通胀”？又或者，鉴于地产复苏带来的通胀隐患，美联储会不会继续推迟降息？

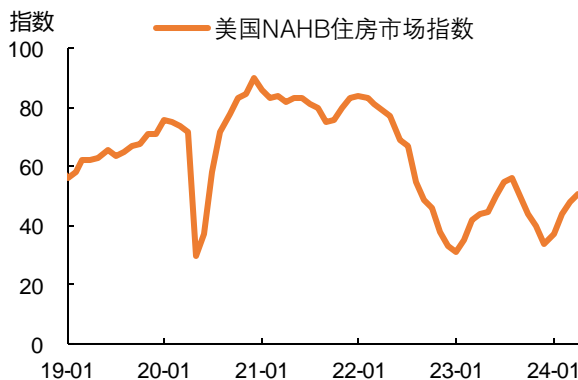
我们认为，“金融条件放松-地产复苏-房价回暖-房租上涨”，上述各环节之间虽然相关但存在明显的时滞。对于前期美联储紧缩与房价下跌的影响，当前房租增速尚未充分反应，年内仍有回落可能，从而为美联储降息做铺垫；近期地产复苏与房价上涨压力，可能增加明年美国房租回升与通胀反弹风险，但现在断言“二次通胀”为时尚早。

一、地产复苏与房价回暖

2023 年下半年，美国地产已经出现由衰退到新一轮复苏的征兆。美国住宅投资 GDP 实际季度环比增速自去年三季度转正，结束了连续九个季度的环比负增长。2024 年以来，各类高频和前瞻指标均显示，美国地产正延续复苏态势。

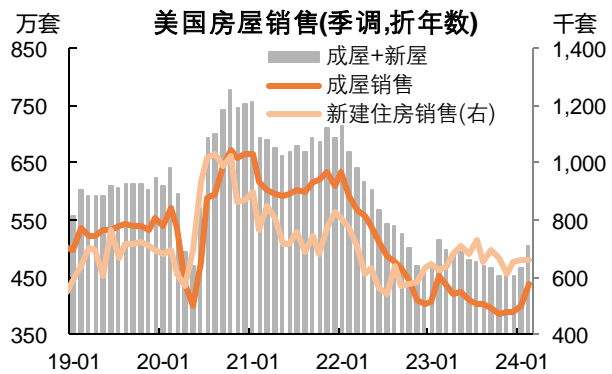
- **景气方面**，度量地产市场景气度的全美住宅建筑商协会（NAHB）/富国银行住房市场指数，自去年 11 月触底，截至今年 3 月已连续四个月环比正增长，较低谷累计上涨了 50%。
- **销售方面**，美国成屋销售在今年 2 月录得 438 万套（折年，下同），较 2023 年均值增长 6.8%；新屋销售同期录得 66.2 万套，较 2023 年均值小幅下降 1%；成屋和新屋合计录得 504.2 万套，较 2023 年均值增长 5.8%。

图表1 美国地产景气度连续四个月回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

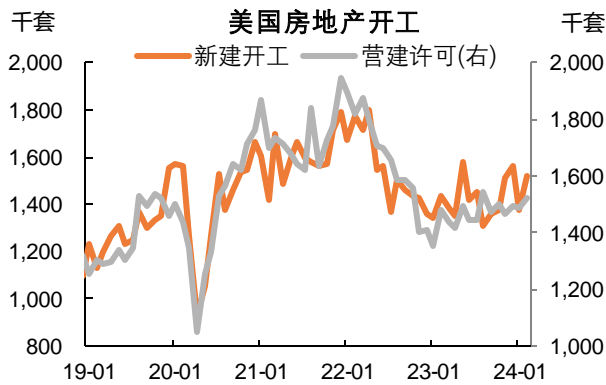
图表2 美国成屋和新屋总销售回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

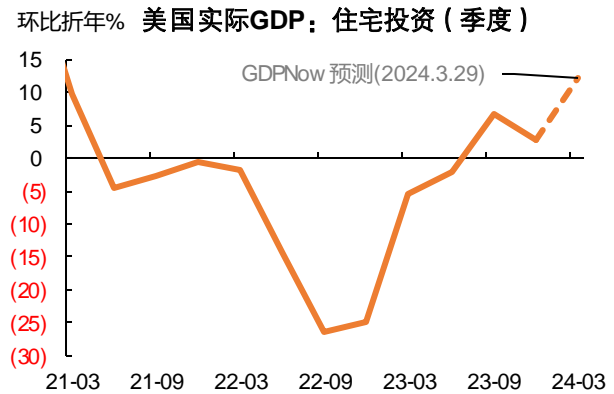
- **开工方面**，美国新建开工在今年 2 月录得 152.1 万套（折年，下同），较 2023 年均值增长 6.9%；营建许可录得 152.4 万套，较 2023 年均值增长 4.3%。
- **投资方面**，GDPNow 模型最新预测（截至 3 月 29 日），美国 2024 年一季度住宅投资 GDP 环比折年率为 12.1%，显著高于 2023 年四季度的 2.8%，也高于 2015-19 年平均增速的 4% 左右；预计一季度住宅投资将拉动美国 GDP 环比折年增长 0.46 个百分点。

图表3 美国新房开工和营建许可数趋势回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

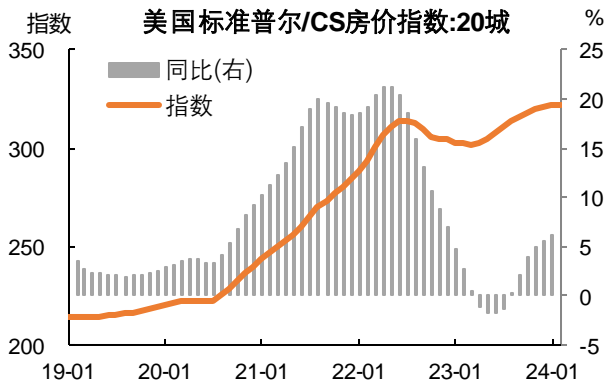
图表4 GDPNow 模型预计一季度住宅投资环比高增



资料来源: Wind, 平安证券研究所

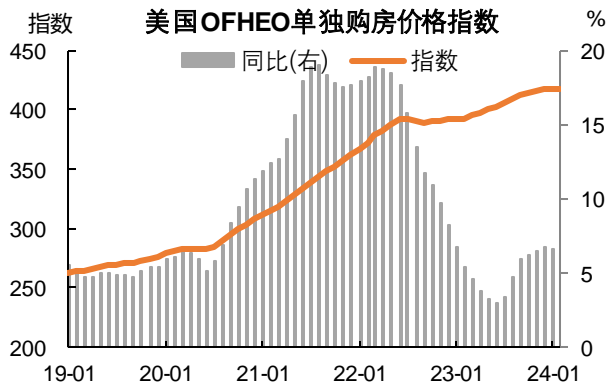
与此同时，美国房价持续回暖。美国标准普尔/CS20 城房价指数（简称“20 城指数”）自去年一季度触底，同比增速自去年 7 月开始转正，截至今年 1 月录得 322.2 点，同比上涨 6.6%，环比上涨 0.14%。即便考虑通胀影响，经 CPI（季调）调整的 20 城指数，同比增速自去年 9 月也开始转正，截至今年 1 月为 3.4%，较 2020 年 1 月上涨 22%（折年增长 5%）。美国 OFHEO 单独购房价格指数相较 20 城指数更加平滑，也呈类似趋势。该指数同比增速在去年二季度触底，但持续保持 2% 以上正增长，截至今年 1 月同比增长回升至 6.3%。

图表5 美国 20 城房价指数同比持续回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国 OFHEO 单独购房指数同比持续回升



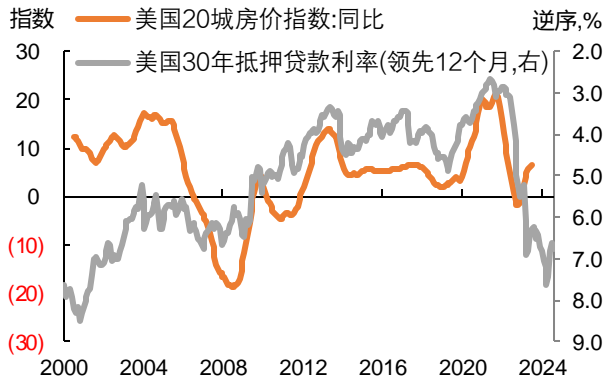
资料来源: Wind, 平安证券研究所

金融周期领先地产周期，近半年多来美国地产复苏得益于 2023 上半年美国金融市场条件的放松。我们在报告《2024 年美国经济与市场展望：转弯与转型》中提示，历史极低水平的库存和住房空置率，以及美国金融市场条件边际转松，令本轮美国住房市场的复苏更为确定。其中，金融市场条件的变化，对于判断后续房价走势提供了更细致的线索。历史上，美国 20 城房价同比走势滞后 30 年期抵押贷款利率一年左右；2022 年以来，伴随美联储快速加息，房价同比走势对于市场利率仅滞后半年左右。2023 上半年，美联储在银行危机背景下短暂扩表，并逐渐放缓加息节奏，为 2023 下半年房价回暖做铺垫。

预计年内美国房价同比增速小幅回落，而非持续上行。2023 年下半年，美国市场利率重新走高，30 年抵押贷款利率在当年 10 月逼近 7.8% 的峰值；此后截至今年 3 月，美国利率环境小幅放松但绝对水平仍较 2023 上半年更紧。鉴于利率对房价的影响仍有时滞，预计年内美国房价环比温和增长，同比增速有望小幅回落。截至今年 1 月，美国 20 城房价近三个月和近六

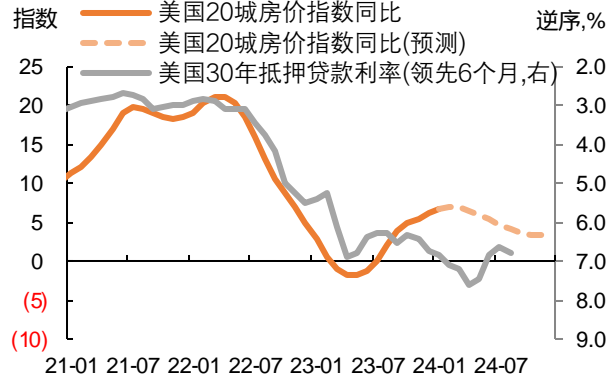
个月平均环比增速分别为 0.2%和 0.5%，2015-2019 年均值为 0.4%。假设未来一年 20 城房价环比增长 0.3%，基数效应下，美国房价同比增速或于今年一季度见顶，此后小幅回落，全年增速区间为 3.5-7.0%。

图表7 历史上美国房价增速滞后于贷款利率约一年



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 本轮房价增速仅滞后于贷款利率半年左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 预测假设 20 城房价指数月度环比增长 0.3%

二、房租与房价滞后相关

美国通胀指标是如何衡量住房租金的? 截至最新数据, “住房”相关支出占 CPI 和 PCE 的比重分别为 36%和 15%左右。虽然 CPI 和 PCE 的编制分属美国劳工局 (BLS) 和美国经济分析局 (BEA) 两个部门, 但对于住房相关支出的调查逻辑是相似的, 都主要包括“直接租金”和“业主等价租金 (OER)”两大部分, 前者直接调查了租客支付给房东的租金, 后者则估算自住房的租金价值, 也可以理解为业主选择不租房的机会成本。无论是 CPI 还是 PCE, OER 都是大头, 占住房相关支出 7 成以上, 而直接租金仅占约 2 成。

具体来看:

- 在 CPI 分项中, 截至 2024 年 1 月, “住所 (Shelter)”占比 36.2%, 该分项下“住房租金 (Rent of shelter)”占 CPI 比重为 35.8%, 占住所分项的 99%, 二者基本可划等号。住房租金又包括三个子项, 其中“主要居所租金 (Rent of primary residence)”占 21.4% (占 CPI 的 7.7%), “业主等价租金 (Owners' equivalent rent of residences)”占 74.7% (占 CPI 的 26.8%), “外宿 (Lodging away from home)”占 3.9% (占 CPI 的 1.4%)。
- 在 PCE 分项中, 截至 2023 年四季度, “住房 (Housing)”占比 15.4%。该分项具体包括四个子项: 一是“出租的非农住房租金 (Rental of tenant-occupied nonfarm housing)”, 占 22.6% (占 PCE 的 3.5%); 二是“自住的非农住房租金估算 (Imputed rental of owner-occupied nonfarm housing)”, 占 76.4% (占 PCE 的 11.8%); 剩余的两项分别是农业住宅租金和集体住宅租金, 二者仅占 1%、在 PCE 中占 0.15%, 可忽略不计。

图表9 美国住房相关分项在 CPI 和 PCE 中的最新占比

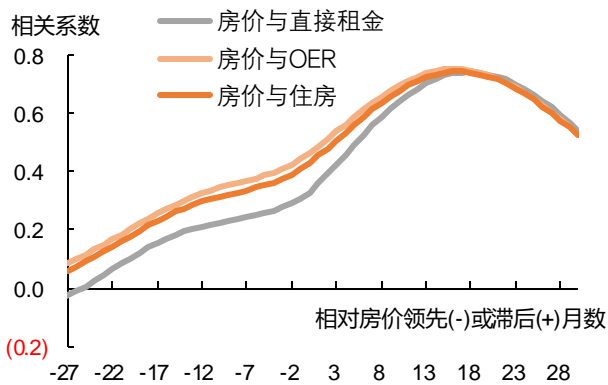
CPI (截至 2024 年 1 月)	占 CPI 比重	占 CPI 住所比重
住所 Shelter	36.2%	100.0%
住所租金 Rent of shelter	35.8%	98.9%
主要居所租金 Rent of primary residence	7.7%	21.1%
外宿 Lodging away from home	1.4%	3.8%
业主等价租金 Owners' equivalent rent of residences	26.8%	73.9%
租户和家庭保险 Tenants' and household insurance	0.4%	1.1%

PCE (截至 2023 年四季度)	占 PCE 比重	占 PCE 住房比重
住房 Housing	15.4%	100.0%
出租的非农住房租金 Rental of tenant-occupied nonfarm housing	3.5%	22.6%
自住的非农住房租金估算 Imputed rental of owner-occupied nonfarm housing	11.8%	76.4%
农业住宅租金 Rental value of farm dwellings	0.1%	0.9%
集体住宅租金 Group housing	0.0%	0.1%

资料来源: Wind, BLS, BEA, 平安证券研究所。注: 因四舍五入, 部分数据加总有出入

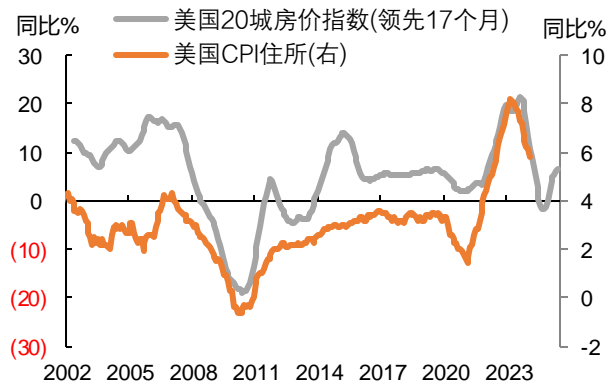
实证研究显示, 美国房租增长滞后于房价增速约 17 个月, 相关系数约为 0.75。达拉斯联储在 2021 年的一篇研究测算, 基于 1996-2021 年数据, 美国房价增长与 18 个月后的直接租金通胀相关性最强, 相关系数达到 0.743 的峰值; 房价增长与 16 个月后的业主等价租金 (OER) 通胀相关性最强, 最大相关系数为 0.754¹。根据二者的最新占比, 我们测算, 美国房价增长与 17 个月后的住房通胀相关性最强, 最大相关系数为 0.743。此外, 我们测算, 美国 20 城房价指数同比与滞后 17 个月 CPI 住所分项同比的相关系数达到 0.773, 交叉印证了房价与房租相关性的滞后时间与程度。

图表 10 美国住房通胀在滞后 17 个月左右时与房价的相关性最强



资料来源: 达拉斯联储, 平安证券研究所。注: 房价为 Zillow 住房指数, 通胀指标为 PCE 分项

图表 11 美国 CPI 住所项与 20 城房价具有滞后相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

为什么房租滞后于房价? 我们将原因归结于三个方面——经济原因、样本原因和行为因素。

第一, 住房租赁市场天然地滞后反应于销售市场。即投资者购房意愿、贷款利率变化等因素可能首先影响销售市场, 然后才会逐渐影响到租赁市场。

第二, 房租通胀样本调查频率较低。目前, BLS 每年选取约 4 万个住所作为调查样本, 这些样本被分成六个小组轮流调查, 每个月调查一个小组, 意味着对于同一个住所, 其租金数据每六个月才能更新一次²。举例来说, 如果一个公寓在 1 月份被调查, 而在 2 月份其租金上涨, 直到 7 月份这一增长才会体现在数据中³。这不仅意味着 CPI 衡量的住房租金滞后于高频更新的房价, 也落后于高频更新的市场租金水平。尤其在房价快速变化时, 这种滞后性会更加明显。

¹ Surging house prices expected to propel rent increases, push up inflation. Xiaoqing Zhou and Jim Dolmas. Dallas Fed Economics. August 24, 2021.

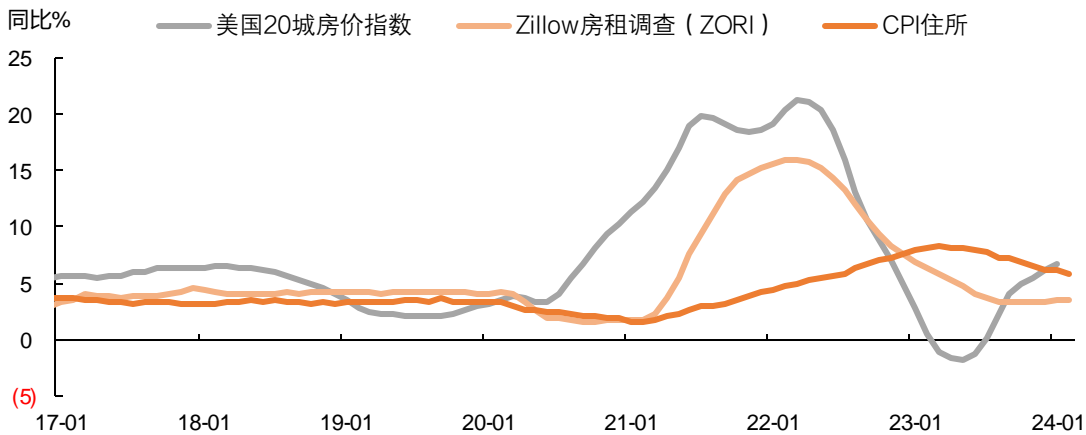
² How does the Consumer Price Index account for the cost of housing? Brookings. January 31, 2024.

³ Housing Costs Are Running Hot, but Is the Data Missing a Cooling Trend? New York Times. Feb. 26, 2024.

第三，租约特性延缓租金变动。租赁合同通常有一定的期限，即使市场房价有所变动，房东有提高房租的意愿，但租约内的租金水平难以立即调整。此外，新租户与现有租户的租金弹性存在差异，因为房东为鼓励租户续约而倾向于不提高租金。由于CPI调查的是现有租户的租金，所以CPI住房租金变化的速度和幅度均弱于市场租金调查数据。

总而言之，住房通胀指标之所以滞后于房价变动，既因为房价变动领先于市场租金（经济原因），也因为市场租金领先于CPI调查数据（样本和行为原因），而且后者的滞后程度更大。数据显示，本轮20城房价与Zillow房租指数（月度更新的市场租金指标）同比增速基本在2022上半年触顶，而CPI住所租金增速见顶时间滞后于Zillow房租指数约一年。换言之，CPI房租与房价滞后的17个月中，CPI房租与市场租金的滞后性就贡献了12个月。

图表12 美国房价、市场租金和CPI住所租金增速存在滞后相关性



资料来源：Wind, Zillow, 平安证券研究所

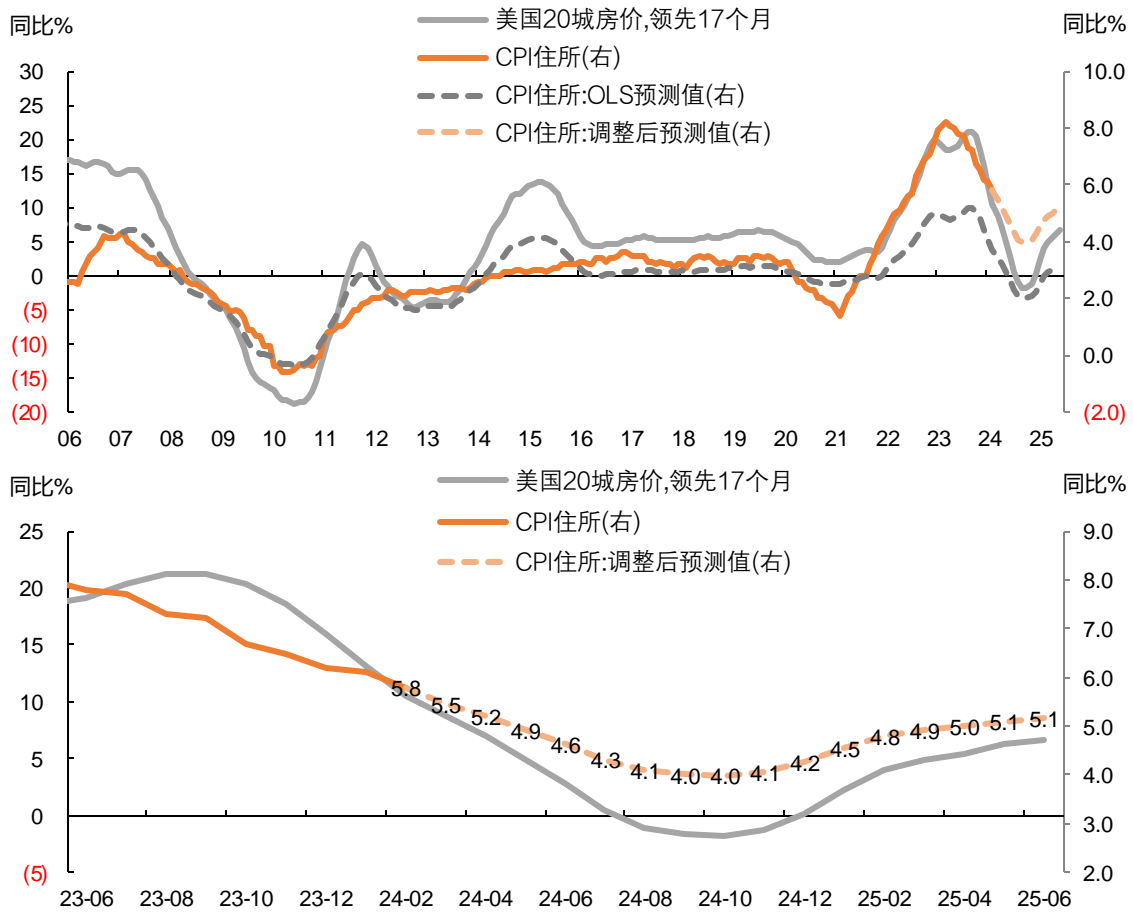
三、房租无碍年内通胀回落

房租通胀能否放缓，是美国标题通胀率能否回落至2%附近的关键因素。目前美国CPI和PCE中的房租部分同比均接近6%，而2015-2019年CPI住所分项同比平均为3.3%。CPI住所与PCE住房分项走势相近，如果住房租金分项同比回落至4%附近，那么美国CPI和PCE同比有望分别回落至2.5%和2%附近。具体来看，截至2024年2月，美国CPI同比3.2%，其中住所分项同比5.8%、贡献2.1个百分点；假设住房租金分项同比回落到4%，其贡献将下降至1.4个百分点，（假设其余分项不变）令CPI同比回落至2.6%。截至2024年2月，美国PCE同比2.5%，其中“住房”（占PCE比重15.4%）分项同比5.7%、贡献0.9个百分点；假设住房分项同比回落到4%，其贡献将下降至0.6个百分点，（假设其余分项不变）令PCE同比回落至2.2%。

假设房租与房价仍保持17个月左右的滞后相关性，基于20城房价（领先17个月）与CPI住所同比的OLS模型预测，2024年美国房租同比在大部分时间里有望回落。观察到，OLS模型预测值与实际值会出现偏差，但2023年8月至2024年2月的偏差较为稳定，平均约2个百分点。据此，我们在OLS模型预测值基础上加上2个百分点，得到最终预测：预计CPI住所同比在今年四个季度末的值分别为5.5%、4.6%、4.0%和4.2%，即下半年有望回落至4%附近。

如是，下半年美国PCE同比有望回落至2.2%左右，基本符合美联储3月最新预测的2.4%，继而最新点阵图暗示的年内降息2-3次的基准情形有望兑现。不过，2023年下半年以来截至2024年一季度期间，美国房价增速回升，可能令2025年住房通胀有所抬头，孕育“二次通胀”风险。这或意味着，美联储在年内不应急于降息，即不排除下半年才首次降息，以尽量抑制当前的房价增速。

图表13 预计美国CPI住所同比在2024下半年回落至4%附近



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: “住房租金CPI:OLS预测值”基于20城房价同比(领先17个月)与CPI住所的OLS模型; “CPI住所:调整后预测值”=OLS预测值+2个百分点

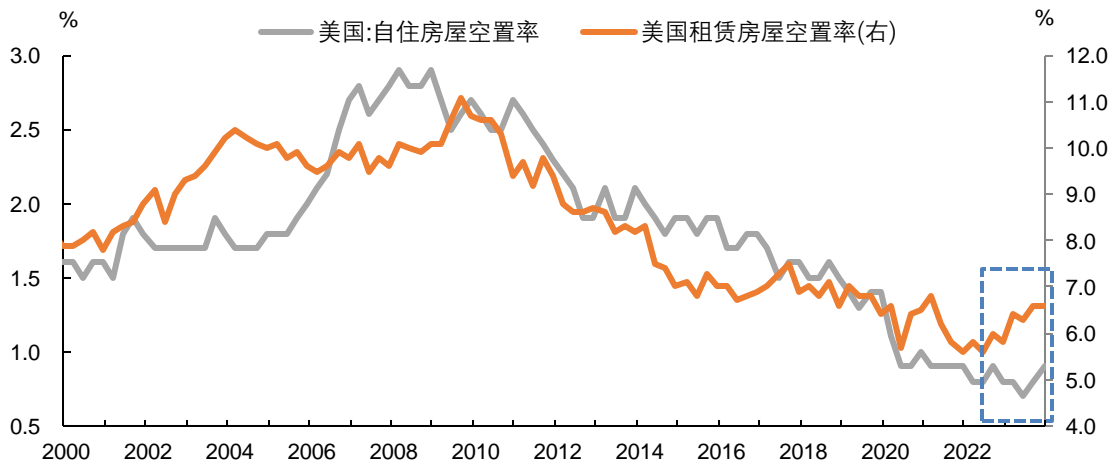
最后补充两个思考:

一是, 是否存在结构性因素破坏房租与房价的滞后相关性、增强房租粘性?

我们认为, 房价上涨后的财富效应, 以及住房租赁市场的供需矛盾, 可能引发房租增速回落不足的风险, 但目前这一风险相对可控。

- 一方面, 如前讨论, 在持续高利率的影响下, 尽管近半年美国房价同比增速持续回升, 但预计年内触顶回落, 全年同比平均增长5%左右, 基本持平于2015-2019年平均水平, 房价上涨带来的财富效应可能不会太强。
- 另一方面, 截至2023年四季度, 尽管美国自住住房空置率仍处于1%以下的历史极低水平, 但**租赁住房空置率已回升至6.6%, 创2021年一季度以来最高**, 也接近2015-2019年均值的6.9%。这说明, 美国住房租赁市场的供需关系并不过度紧张, 为房租增速的合理降温提供条件。

图表14 美国自住房屋空置率保持低位，但租赁住房空置率已有所回升

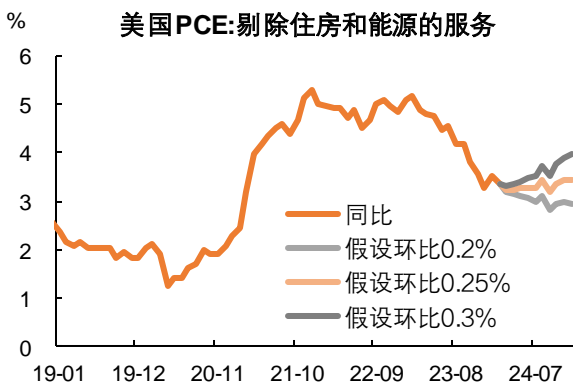


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，年内非住房服务通胀是否存在反弹压力，抵消房租同比回落的贡献？

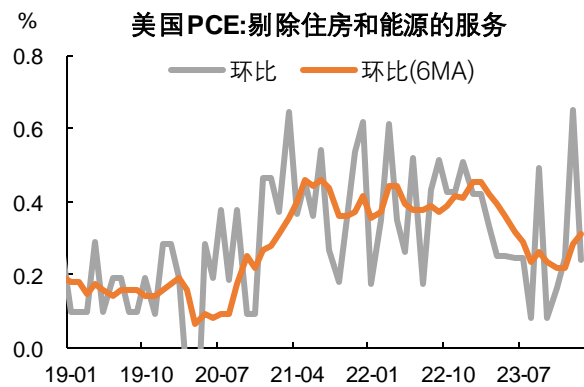
我们认为，美联储最为关心的“超级核心服务 PCE”（即剔除住房和能源的所有服务）走势确有不稳定性，值得密切关注。截至 2023 年四季度，非住房核心服务占全部 PCE 的 50%。2015-2019 年，PCE 非住房核心服务同比平均 2.0%，环比平均 0.2%。截至 2024 年 2 月，该分项同比 3.3%，环比 0.24%。从趋势上看，该分项同比增速似乎处于回落态势，但其环比增速在近一年并不稳定，也难以预测。我们测算，如果未来一年该分项环比平均保持 0.25% 左右，则同比增速保持在 3.3% 左右，不会抵消房租通胀下降的贡献；但若环比增速高于 0.25%，同比增速将反弹，PCE 通胀率回落或将受阻。

图表15 美国 PCE 非住房核心服务分项同比走势



资料来源: FRED, 平安证券研究所

图表16 美国 PCE 非住房核心服务分项环比波动较大



资料来源: FRED, 平安证券研究所

风险提示：美国房价超预期上涨，美国房租通胀超预期上行，其他因素引发美国通胀超预期上行等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100071