



美国财政主导阶段的行为扭曲与潜在通胀风险

摘要

- **4 月贸易战冲击，衰退风险+美国例外论破裂——长端美债需求不足：**美国财政风险作为一项长久期宏观风险，自从疫情之后尤其是 23 年后时常成为一项流行的宏观叙事存在，但市场对于这项风险的分歧较大，大部分市场参与者在 25 年之前更多的视其为一项黑犀牛，而非短期就会对市场形成显著冲击的黑天鹅，所以并未对其进行集中计价，但黄金、美国主权债 CDS 的走势却持续在表明这项风险在逐渐积聚。直到进入 2025 年，尤其是 4 月贸易战冲击之后的市场反应，已经将美债需求不足的风险充分暴露。
- **应对美债需求不足短期措施：**美国财政部正通过结构性调整，应对美债需求不足与赤字扩大：一是 2026 年前以短期国库券（T-Bills）替代长期债券，压低利息成本并快速展期，实质押注未来利率下降或通胀稀释债务；二是将年度回购规模提至逾 3,000 亿美元，并放宽市场准入，以“影子量化宽松”方式压低长端收益率，缓解系统性融资压力，而不触发市场恐慌。理论上，Brookings 2018 年模型显示：高债务存量已使“成本-赤字波动”前沿整体上移右移，短期债务虽仍具成本优势，却带来更大赤字波动与通胀敏感度；中期债券仍是平衡风险的最优选择。
- **财政主导增加通胀风险敏感度：**财政部缩短债务久期的前提是“通胀下行+美联储快速降息”。然而短期内，美国已出现三重通胀抬升信号。若关税成本继续渗透、统计“削峰”被识破，短期通胀可能粘滞，迫使短端利率居高难下；届时财政部滚动短债的融资成本不降反升，进一步放大美债供需缺口。尽管“关税通胀暂时论”可为财政主导下的宽松提供借口，但央行若被迫配合降息，中期通胀风险将被延后而非消除。
- **央行独立性受损或将推升中期通胀预期：**论文提示，央行独立性并非仅是制度摆设，一旦政治权力直接介入，通胀风险会被显著放大且难以短期消化。当前若再现财政主导+总统公开逼宫联储，历史经验表明即便经济疲弱，通胀也可能成为中期主要代价。
- **财政主导，市场预期与定价：**当财政风险暴露之后，黄金一定程度上代表着长久期宏观风险，美元则代表短久期宏观风险，表征离岸美元流动性的紧张程度。这两类资产在长期来看大部分时间处于负相关状态，而最近两年来，两者间歇性的进入正相关区间，而且大多数样本是两者同涨的状态，两者正相关性走强往往代表风险酝酿的状态。然而最近一段时间，两者同时偏弱，逐渐再次走向正相关区间，我们也应该对全球风险持有一定的警惕。
- **风险提示：**模拟拟合效果不稳健的风险；美联储超预期宽松的风险。

西南证券研究院

分析师：程睿智
执业证号：S1250524050004
电话：18301668853
邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：李历
执业证号：S1250524120003
电话：13246286636
邮箱：llyf@swsc.com.cn

相关研究

1. 己日革之，待时而动——2025 年中期策略展望（2025-07-09）
2. 论 Fed put 交易的终结：财政风险与逆全球化的双重压力（2025-05-27）
3. 机器人和低空经济何时进行内部高低切换？——基于分析师盈利预期斜率捕捉产业投资内部切换的信号（2025-03-14）
4. 论黄金定价框架的迭代——债务发散的宏大叙事与黄金重估账户 GRA 的轱辘（2025-02-23）
5. 周期的再校准——2025 年市场策略展望（2025-01-03）
6. 不止出口：关税疑云下，今年产能出海的细分个股走势有何规律？（2024-10-31）

目 录

1 4月贸易战冲击：衰退风险+美国例外论破裂——长端美债需求不足.....	1
2 应对美债需求不足短期措施.....	2
3 财政主导：增加通胀风险敏感度.....	6
4 央行独立性受损或将推升中期通胀预期	10
5 财政主导：市场预期与定价.....	13
5.1 消费者与金融市场通胀预期的分歧.....	13
5.2 市场对通胀与经济预期的定价.....	16

图 目 录

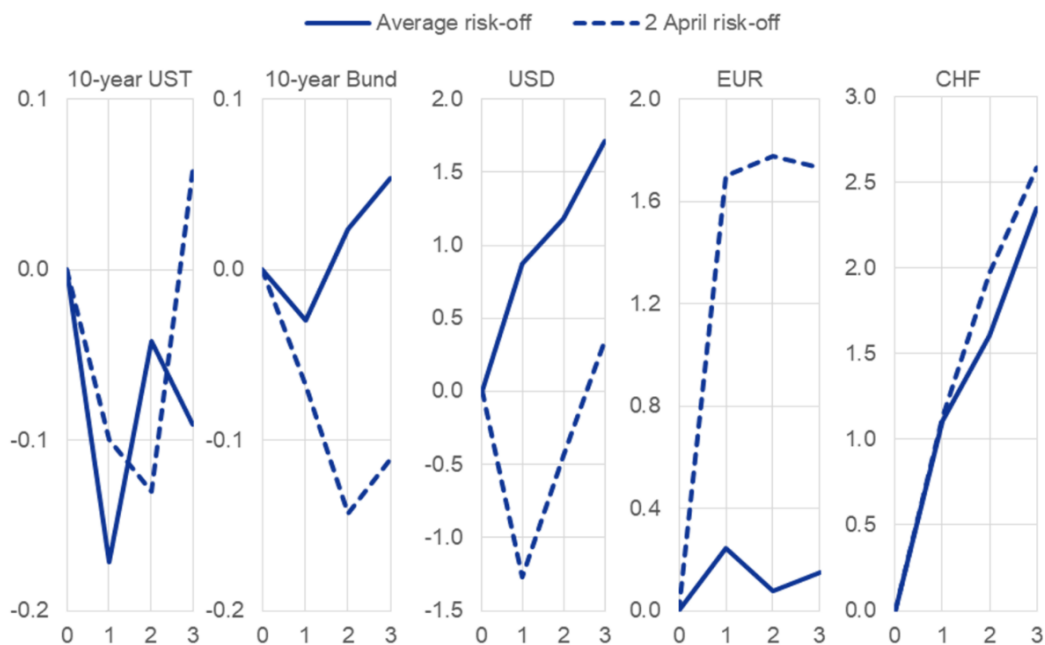
图 1: 金融资产对重大“避险事件”的反应（累计百分比变化）	1
图 2: 美国财政融资结构	3
图 3: T-Bills 占发行比例趋势预测	4
图 4: 论文模型结果	5
图 5: 美元和进口价格	6
图 6: 进口商品与本国商品零售价格追踪	7
图 7: 主要贸易伙伴零售价格追踪	7
图 8: 消费者通胀预期 vs CPI (%)	8
图 9: 地区联储通胀预期和 CPI	8
图 10: 核心通胀领先指标 (%)	9
图 11: CPI 医疗服务细项同比走势	9
图 12: 历年美国总统与美联储主席的年度互动次数	10
图 13: 尼克松选举前后美联储的行为	10
图 14: 政治压力冲击的脉冲响应函数	12
图 15: 宽松货币政策冲击的脉冲响应函数	12
图 16: 货币宽松冲击与政治压力冲击对通胀的不同影响	13
图 17: 通胀仍然是受访者最担心的	13
图 18: 密歇根消费者通胀预期 vs 5y5y 远期通胀预期 (%)	14
图 19: BIS 通胀预期调查 (1)	15
图 20: BIS 通胀预期调查 (2)	16
图 21: ISM PMI 就业和物价 (%)	17
图 22: 5y5y OIS 与美国经济意外指数 (%)	17
图 23: OIS 2y3m-3m 隐含降息预期与 OIS 5y5y 隐含中期经济增长预期 (%)	18
图 24: CPI Swap Curve (%)	18
图 25: 降息预期 vs 通胀预期 2y (%)	19
图 26: BofA FMS 全球基金经理调查	19
图 27: 财政主导的利差描述 (%)	20
图 28: 美元与黄金即将进入正相关区间 (%)	21
图 29: 本文逻辑路线图	21

1 4月贸易战冲击：衰退风险+美国例外论破裂——长端美债需求不足

美国财政风险作为一项长久期宏观风险，自从疫情之后尤其是 23 年后时常成为一项流行的宏观叙事存在，但市场对于这项风险的分歧较大，大部分市场参与者在 25 年之前更多的视其为一项黑犀牛，而非短期就会对市场形成显著冲击的黑天鹅，所以并未对其进行集中计价，但黄金、美国主权债 CDS 的走势却持续在表明这项风险在逐渐积聚。直到进入 2025 年，尤其是 4 月贸易战冲击之后的市场反应，已经将美债需求不足的风险充分暴露。

现任美国政府将贸易政策作为一项关键政策工具，最终导致其于 2025 年 4 月 2 日宣布对其贸易伙伴征收全面关税。2025 年 4 月 2 日之后观察到的跨资产相关性与以往历次风险暴露区间事件中通常观察到的相关性不同。4 月份的事件增加了投资者的风险规避情绪，促使他们转向避险资产。通常，全球避险事件会引发资金流向安全资产，包括避险货币和债券。过去，此类资金流动往往会暂时降低美国国债和德国国债等高评级主权债券的收益率，而美元、日元和瑞士法郎等其他避险货币通常会升值。4 月初，全球风险暴露，波动率指数飙升。美债收益率最初下降，符合历史常规模式，但两天后美债利率却开始急剧上升。同时，通常作为避险货币的美元，却发生了大幅贬值。这一事件冲击进一步使得美国例外论产生更大裂隙，表征美国债务发散风险被市场认知更加充分，市场直接开始定价了一波财政风险。

图 1：金融资产对重大“避险事件”的反应（累计百分比变化）



数据来源：ECB，西南证券整理。注：欧元、美元和瑞士法郎指的是广义名义有效汇率。平均反应是根据波动率指数 (VIX) 每日变化最大的五个事件计算得出的。“4 月 2 日避险情绪”显示了特朗普宣布关税后的反应。

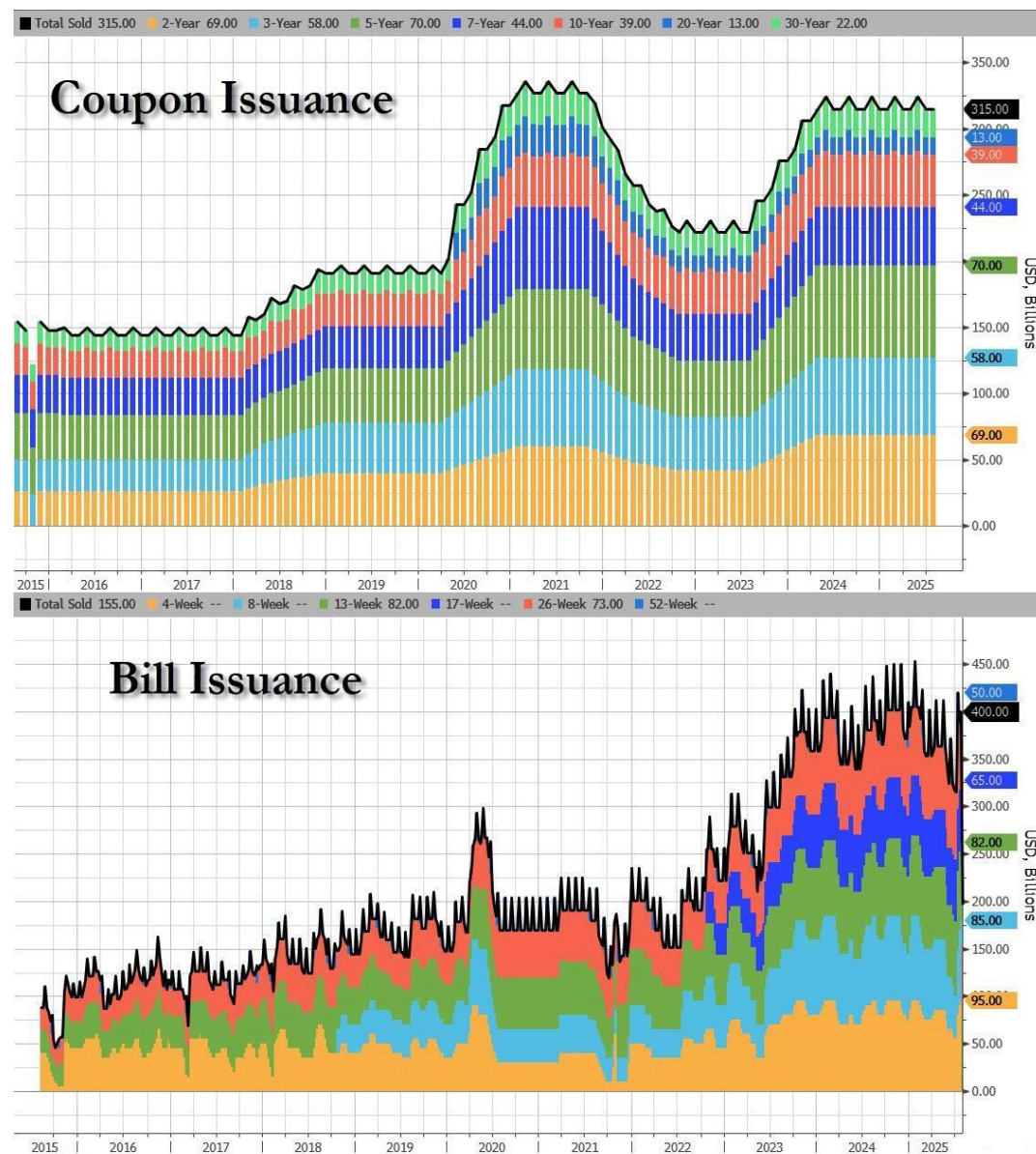
2 应对美债需求不足短期措施

当财政风险显性化计价之后，美国官方急于采取了一系列措施来应对美债需求不足的问题。包括 5 月撤回贸易战极端施压，放松 SLR，大美丽法案删除 899 条款，财政部发债调整发行久期——短端供给占比增加，财政部回购计划，稳定币法案推进等；其中最值得关注的是财政部的动作。

贝森特正在对美国国债发行结构进行重组，将转向短期债务。美国财政部于 7 月 31 日上午公布季度融资计划（QRA）表示，预计“至少在未来几个季度”内将保持票据和债券拍卖规模不变。这意味着，至少在 2026 年之前，财政部将更多地依赖短期债券来弥补不断扩大的联邦赤字。此前，财政部长贝森特上个月表示，长期美国国债收益率过高，不值得考虑增发此类债券。贝森特此举，实际上是在暗中支持珍妮特·耶伦执政期间他曾严厉批评的策略。

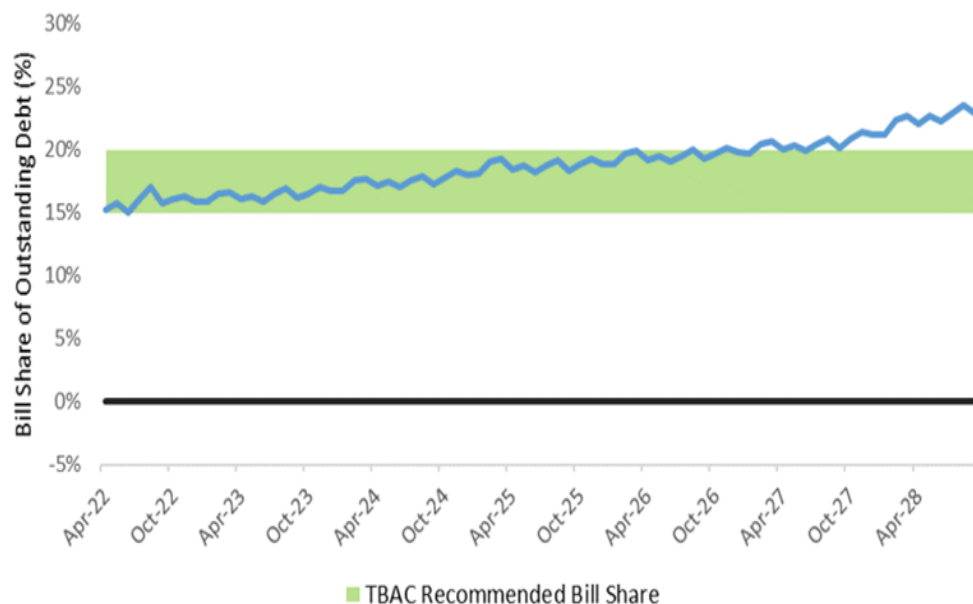
但在表面之下，这是一种战术举措，旨在重新控制曲线长端并缓解系统性融资压力，同时又不引发市场恐慌。该策略有两个方面：首先，贝森特更加依赖短期国库券 Treasury bills，这些国库券的到期时间不到一年，因为它们的利息成本较低且展期速度快。这使得政府能够为巨额赤字提供资金，同时避免锁定较高的长期利率。这是对未来利率下降或通货膨胀将悄悄侵蚀债务的实际负担的押注。其次，贝森特现在正在加倍回购美国国债，尤其是以高得多的收益率发行的存量长期债券。这些回购降低了债务的平均利息成本，但它们也以模仿量化宽松的方式抑制了长端收益率，而无需美联储扩大资产负债表。同时，财政部表示，将把长期操作的频率提高一倍，将流动性支持上限从每季度 300 亿美元提高到 380 亿美元，并从 2026 年开始通过有限交易对手的直接报价打开更广泛的市场准入大门。此次回购的改变并非微不足道的调整，而是一项结构性转变，是有针对性的曲线管理，旨在随着国债发行量增加注入灵活性并平滑市场运作；尽管没有人会承认，这也是一种影子量化宽松政策，旨在支撑长期债券市场，以防美联储拒绝像 4 月份那样介入。

图 2：美国财政融资结构



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

图 3：T-Bills 占发行比例趋势预测

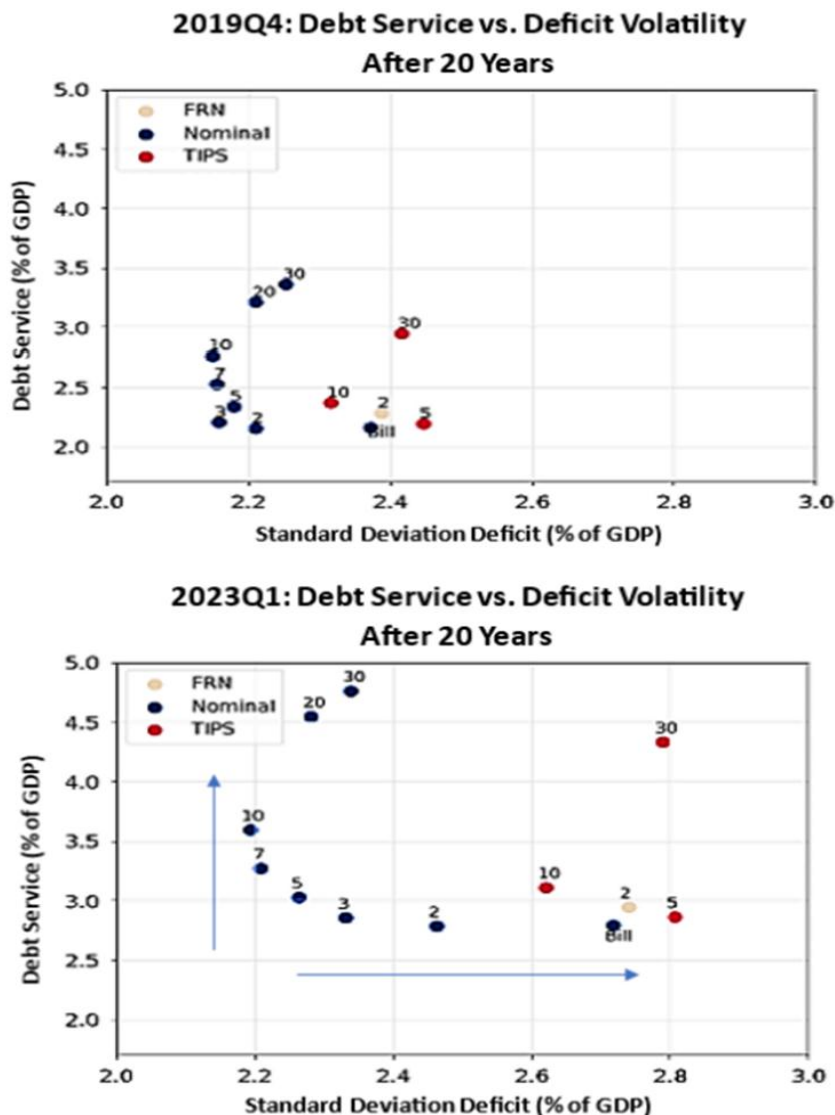


数据来源：U.S. Treasury，西南证券整理

从理论角度来看，2018 年 Brookings 中心论文《优化美国国债期限结构：基于模型的框架》中 Belton 等人提出了一个最佳债务管理模型，供美国国债管理者在决定发行不同期限和工具的债券以及确定国债未偿债务的结构时参考。该模型侧重于债务管理者必须考虑的债务付息预期成本与由这些付息成本引起的赤字波动之间的权衡。具体而言，发行短期债务可以降低债务的预期成本，但也会导致赤字波动性增大，因为债务利息支付的波动幅度会更大。发行长期债务平均成本可能会略高，但在某些情况下也会导致赤字波动较小。该模型可以在给定的一组假设下校准这种权衡，从而评估不同期限国债结构的最优性。

财政前景的转变对债务管理具有重要意义。论文首先分析一下债务管理者面临的形势从 2019 年第四季度（新冠疫情爆发前）到 2023 年第一季度（疫情后）的演变。视角从采用单一发行策略的模型结果入手，以展示该模型的运作方式。单一发行策略的构建假设债务管理者发行单一期限的债务。这种方法当然不切实际，用单一期限为全部债务融资既不可行也并非最佳方案，但结果足以说明该模型的行为。结果如图所示，其中每张图表的纵轴是平均债务偿还成本占 GDP 的百分比，横轴是赤字（包括付息成本）占 GDP 的百分比的变动标准差，两者均以 20 年为一个周期来衡量。

图 4：论文模型结果



数据来源：Belton (2018)，西南证券整理

模型结果中最显著的变化是，债务管理者能够实现的结果边界大幅恶化，向上和向右移动。更高的债务存量使得债务偿还成本平均占 GDP 的比重更高（点向上移动），并加剧了赤字的波动性（点向右移动）。平均成本最低的是票据和短期息票证券，而长期债券的成本明显更高。这种模式是由模型的期限溢价假设驱动的，因为预计期限溢价平均为正。然而较短的期限也意味着赤字的波动性更大。此外，鉴于债务存量规模的大幅增加，这种对赤字波动性的影响更加严重。债务管理者可以根据政府的风险偏好，选择在边界上实现预期成本与赤字波动性之间最佳平衡的点。对于合理的风险偏好，该模型仍然倾向于发行中期债券，因为它们可以降低波动性，而不会大幅增加融资成本。值得注意的是与 2019 年相比，短期债券的发行吸引力现在相对较低。现在发行短期国债和两年期国债隐含的赤字波动性比以往大幅增加。

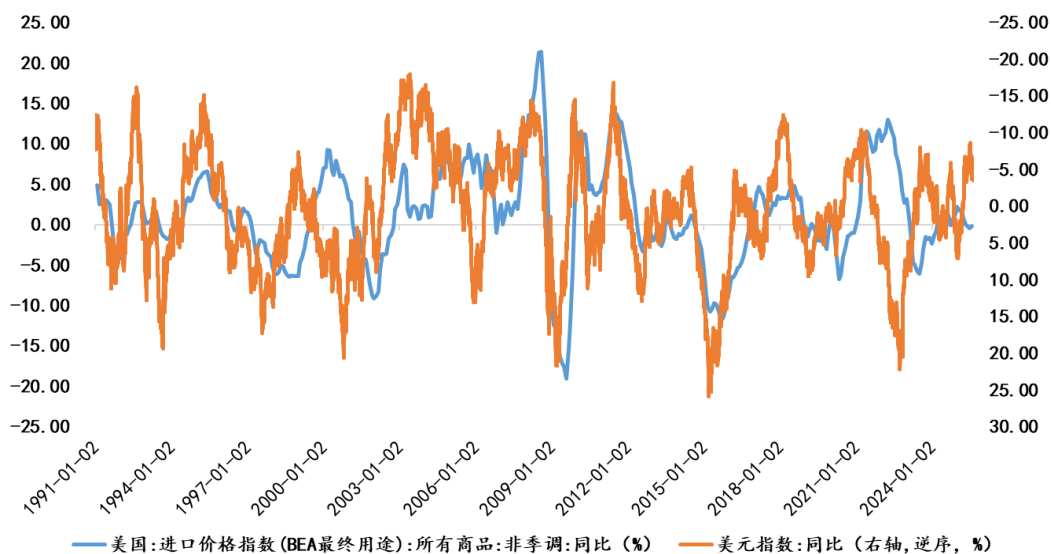
当然，所谓的赤字波动性是一个中期的隐性约束，对于短期来讲，这个约束的表现形式转化为对于通胀的敏感度增加。

3 财政主导：增加通胀风险敏感度

财政部发债短端供给抬升所隐含的一个假设是财政部看空通胀，如果通胀如期下行所以需要联储配合降息，增加短端需求，然后进一步传导至长端；所以当前无论是特朗普还是贝森特多次公开表态攻击联储降息动作迟缓，急于迫使联储降息，甚至不惜以联储独立性产生明显侵蚀的手段。所以这一操作会导致系统对通胀风险的敏感度显著提升，因为通胀将使得短端利率下行受阻，导致融资成本不降反升，进一步加剧国债需求不足的问题。

那么当前是否面临短期的通胀压力呢？我们确实观察到一些短期通胀抬头的迹象。

图 5：美元和进口价格

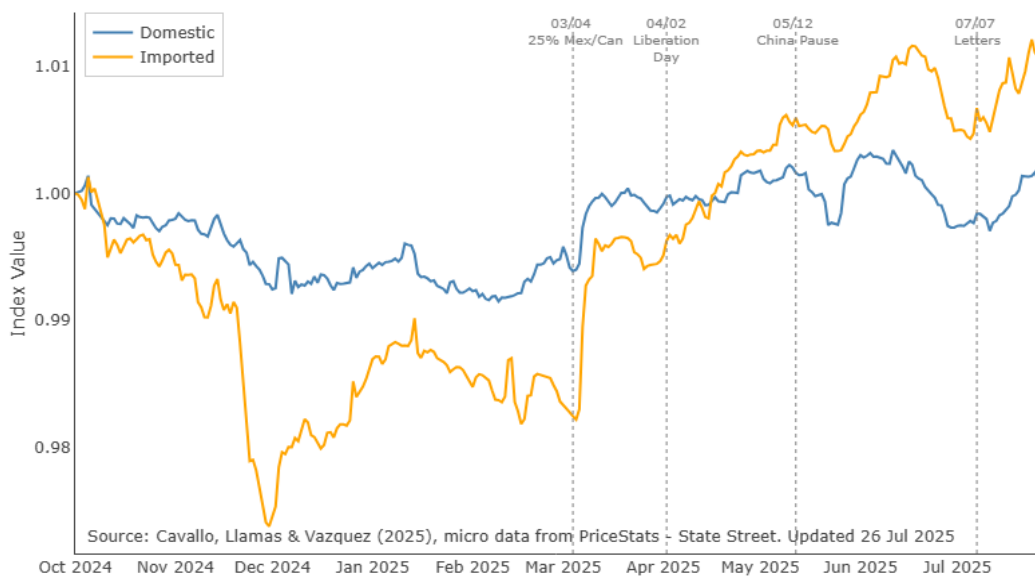


数据来源: Wind, 西南证券整理

Cavallo、Llamas、Vazquez 在一篇研究中通过独特的高频零售价格数据、产品层面的原产国信息以及详细的关税分类，追踪 2025 年美国关税对消费者价格的短期影响：进口关税可能会提高消费者价格，但其影响的程度和时间各不相同。成本可以由外国出口商、国内企业吸收，也可以在零售层面转嫁给消费者。研究表明，在 2018-19 年的贸易战中，美国企业最初承担了大部分关税负担，导致零售价格上涨延迟且幅度有限。研究利用高频定价数据和产品层面的细节，实时检验 2025 年关税措施的影响。随着更多互惠关税生效，值得注意的是，自 3 月以来，许多零售商品的价格一直在稳步上涨。涨幅看似不大，但正在累积。研究表明，在控制了行业冲击因素后，受关税影响的商品价格平均累计上涨了 3%。至关重要是，这种上涨是渐进且持续的，而非一次性或短暂性的上涨。

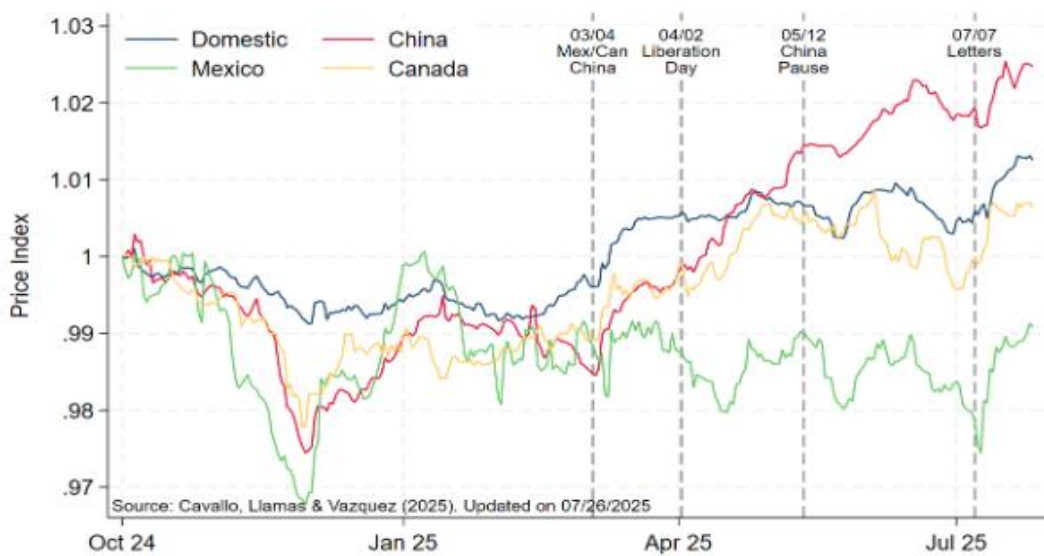
下图可以看出进口商品在 3 月后持续的价格上行。从国别角度看来自中国的产品价格上行幅度最大。

图 6：进口商品与本国商品零售价格追踪



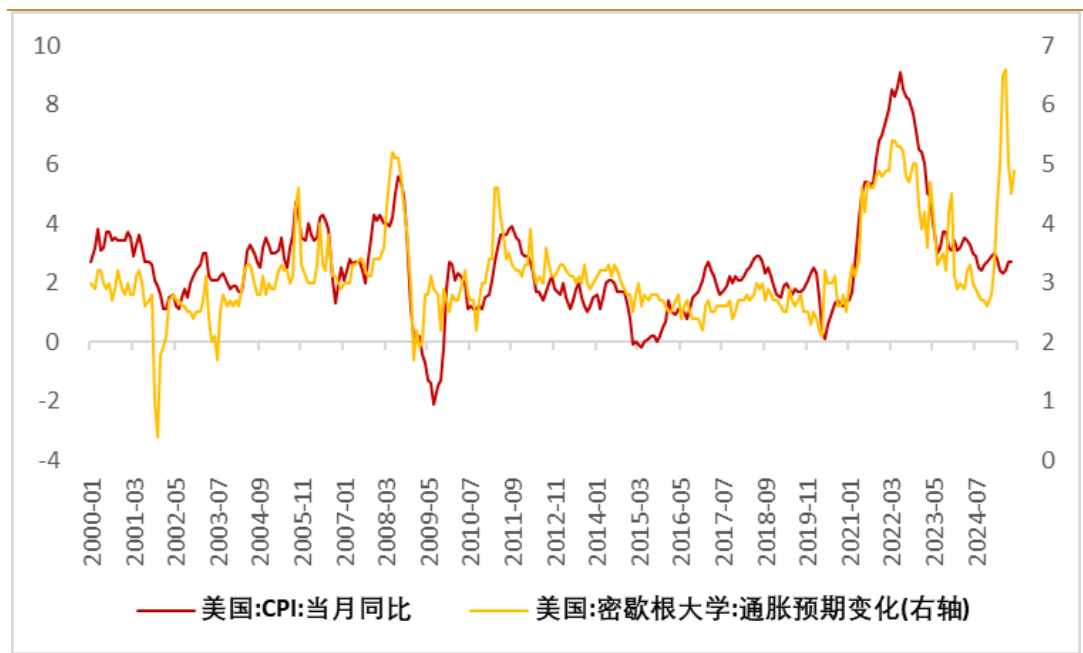
数据来源：Cavallo、Llamas、Vazquez（2025），西南证券整理

图 7：主要贸易伙伴零售价格追踪



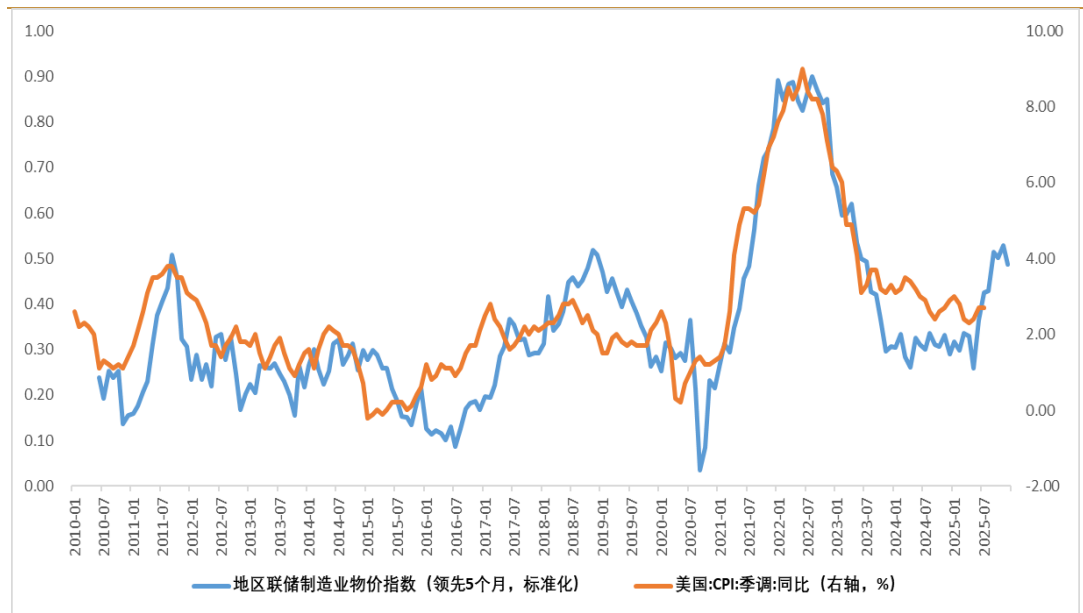
数据来源：Cavallo、Llamas、Vazquez（2025），西南证券整理

图 8：消费者通胀预期 vs CPI (%)



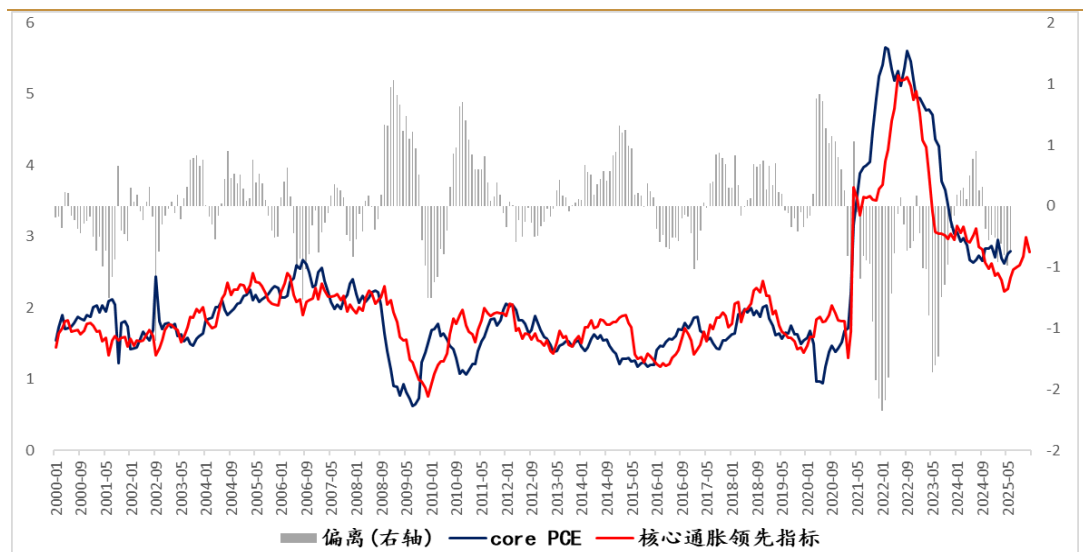
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：地区联储通胀预期和 CPI



数据来源：Wind，西南证券整理

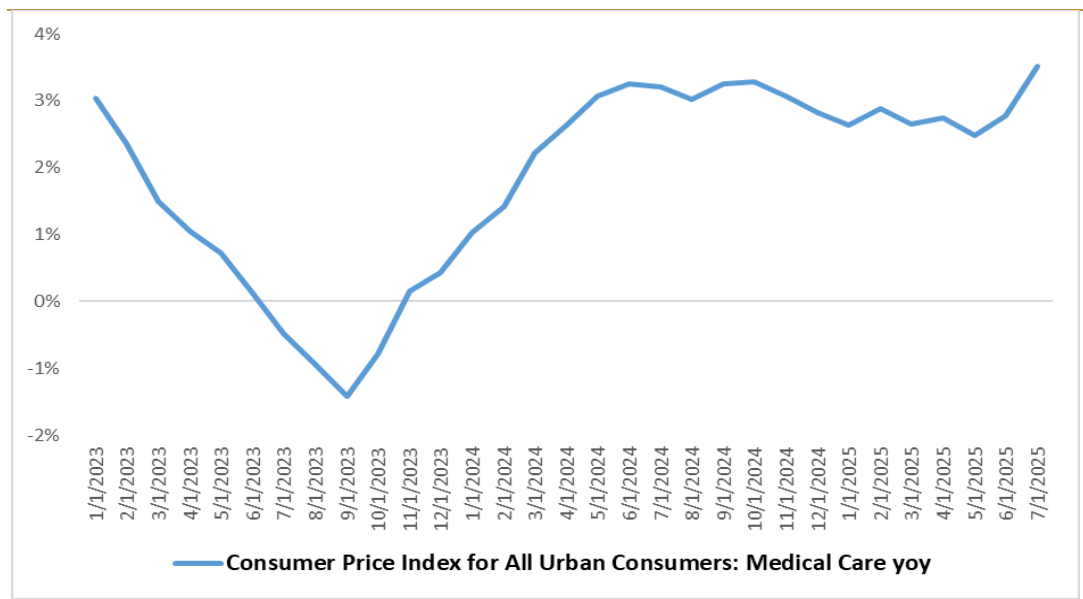
图 10：核心通胀领先指标 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

另外我们也关注到，美国劳工统计局(BLS)决定将长期护理保险(Long-Term Care Insurance)等持续显著上行的项目从消费者价格指数(CPI)中剔除。随着老龄化加深，长期护理保险费一直在快速上涨，护理成本持续上涨，而愿意承担此项风险的保险公司越来越少。这意味着该领域的价格一直是医疗保健分项的主要驱动因素之一。一旦将其从CPI中剔除，这些上涨的成本将不会体现在总体通胀数据中，这使得通胀看起来比美国老年人的实际通胀水平要低。这很重要，因为CPI会影响诸如社会保障生活成本上涨、TIPS支出和Medicare调整等因素，因此剔除高成本项目可以降低政府的支出金额。他们给出的官方理由是“市场变化”，从技术上是正确的，但这些变化是由于长期趋势导致LTC成为人们面临的增长最快的支出之一。删除它会使数字看起来更平滑，但它也隐藏了一个警告信号，即未来几年许多美国人将难以负担医疗费用。

图 11：CPI 医疗服务细项同比走势



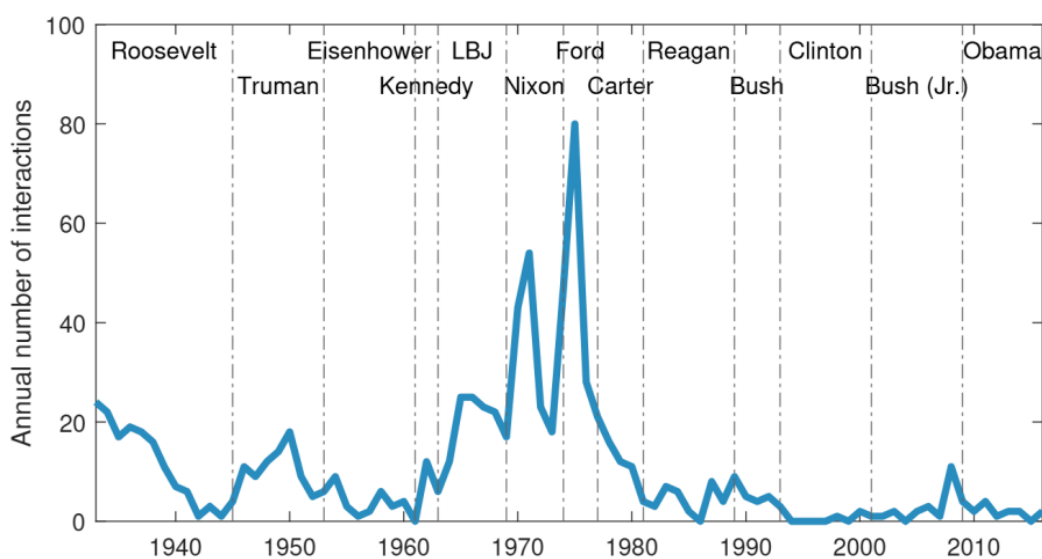
数据来源：Wind，西南证券整理

但是短期通胀压力抬升是可以拿“关税通胀暂时论”搪塞的。在财政主导阶段，央行可能会忽略通胀风险而服从于化债需求，采取宽松的政策。但这或将带来中期通胀风险。

4 央行独立性受损或将推升中期通胀预期

Thomas (2025) 收集了美国总统与美联储官员之间私人互动的数据库，提出了一种叙事识别策略，用于分离美联储政治压力的外生变量，并定量测算其宏观经济影响。数据库摘自总统档案记录，构建了 1933 年至 2016 年美国总统与美联储官员之间的个人互动时间序列。

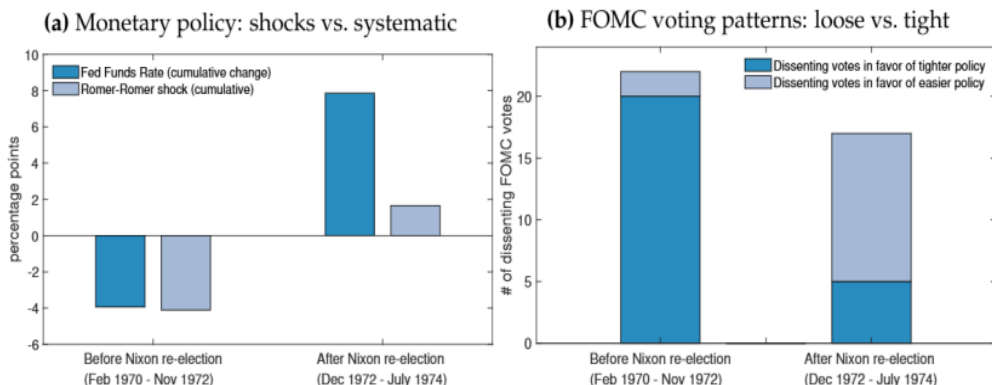
图 12：历年美国总统与美联储主席的年度互动次数



数据来源：Thomas (2025)，西南证券整理

一个典型案例是，理查德·尼克松总统为了在 1972 年再次当选，在 1971 年秋季向美联储主席亚瑟·伯恩斯施压，要求他放松货币政策，这在上图中清晰可见的互动峰值中得到了体现。据报道，尼克松的共和党朋友亚瑟·伯恩斯屈服于尼克松的劝说，放松了货币政策。

图 13：尼克松选举前后美联储的行为



数据来源：Thomas (2025)，西南证券整理

尼克松连任前后美联储政策变化的证据上图，图（a）比较了 1972 年 11 月尼克松连任前后，亚瑟·伯恩斯领导下的美国货币政策立场。联邦基金利率在尼克松连任之前下降（深蓝色条）。这种货币宽松政策可能仅仅是对经济变化的反应。然而，Romer & Romer（2004）估计在同一时期，货币政策受到了巨大的宽松冲击（浅蓝色条）。仅在 1971 年第四季度，宽松冲击就超过了 150 个基点。换句话说，货币政策是外生宽松的，而不是因为经济条件需要它，这应归因于尼克松对伯恩斯的影響。

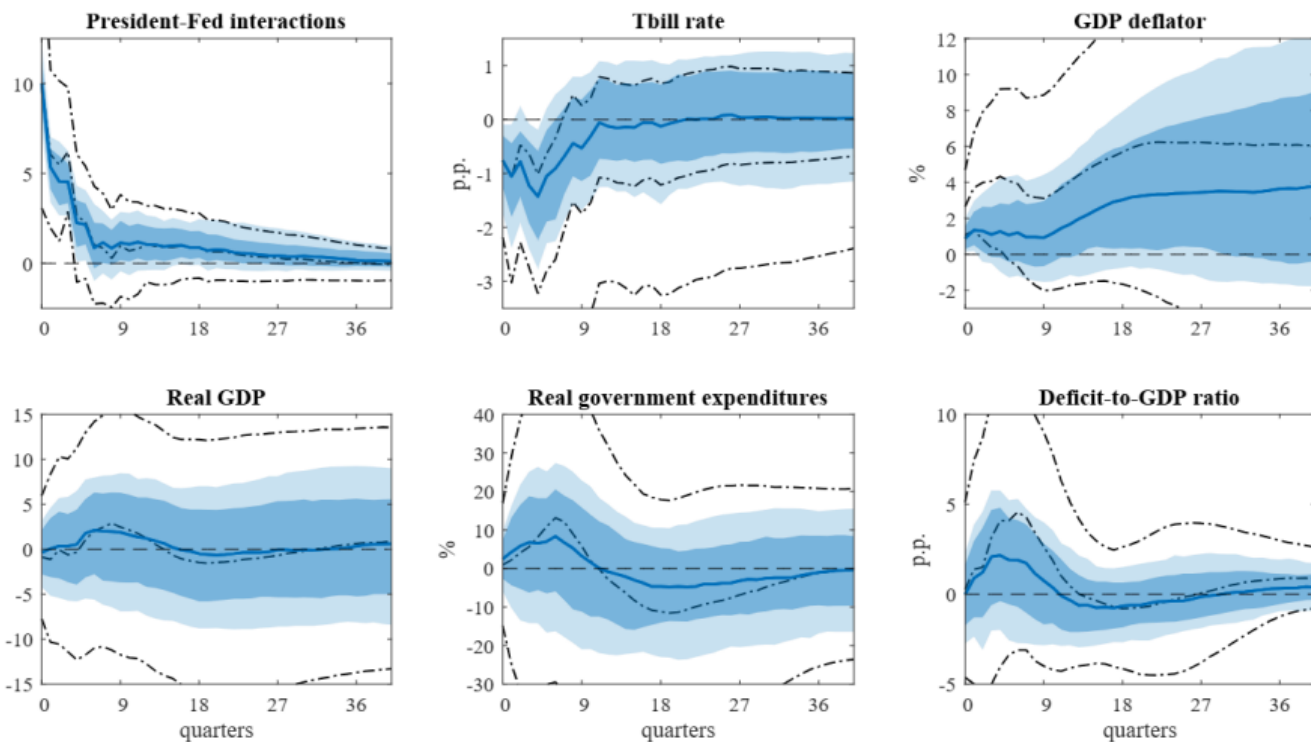
事实上，罗默和罗默（2004）在他们最初的研究中将政治视为货币政策冲击的基本驱动因素之一。尼克松连任前实行的外生宽松政策与连任后（1973 年和 1974 年）的大幅紧缩政策形成了鲜明对比。根据罗默和罗默（2004）的说法，这在很大程度上是系统性的，是为了应对那些年通货膨胀的飙升。

上图（b）显示，在尼克松连任之前，伯恩斯提出的宽松货币政策建议与其他 FOMC 成员的观点相悖。该图报告了 1972 年大选前后 FOMC 的反对票数。尼克松连任前后，反对票总数大致相同，均为 22 票。图(b)显示尼克松连任前(20 票)和连任后(17 票)的政策变化。值得注意的是，尼克松连任前(20 票)的反对票中，超过 90% 的反对者投票支持比最终决定更紧缩的政策；而连任后(12 票)的反对票中，超过 70% 的反对者投票支持更宽松的政策。这表明，在选举前，伯恩斯提出的政策方案就面临联邦公开市场委员会(FOMC)的公开反对，他们认为伯恩斯的政策方案过于宽松。一个可能的解释是，伯恩斯确实帮了尼克松一个忙。

具体而言，政治压力主要发生在 20 世纪 70 年代，尼克松总统任期之后亦是如此。最有力的证据是福特和卡特总统的政府。关于这两位总统，关于美联储的叙述记录不如尼克松总统丰富，但确实有一些初步证据。福特在 1974 年向国会发表的声明中表示：“然而，您和中国人民应该知道，我本人已得到独立美联储委员会主席的保证，货币和信贷供应将充分扩张，以满足我们经济的需求。” Bianchi 和 Ilut（2017）探讨了卡特在总统竞选期间公开批评美联储，而他的当选意味着“对抗通胀的政治支持更加薄弱”。Romer & Romer（2004）指出：“有人认为，伯恩斯在卡特政府初期推行了异常扩张的政策，因为他认为这会增加他连任提名的机会。”

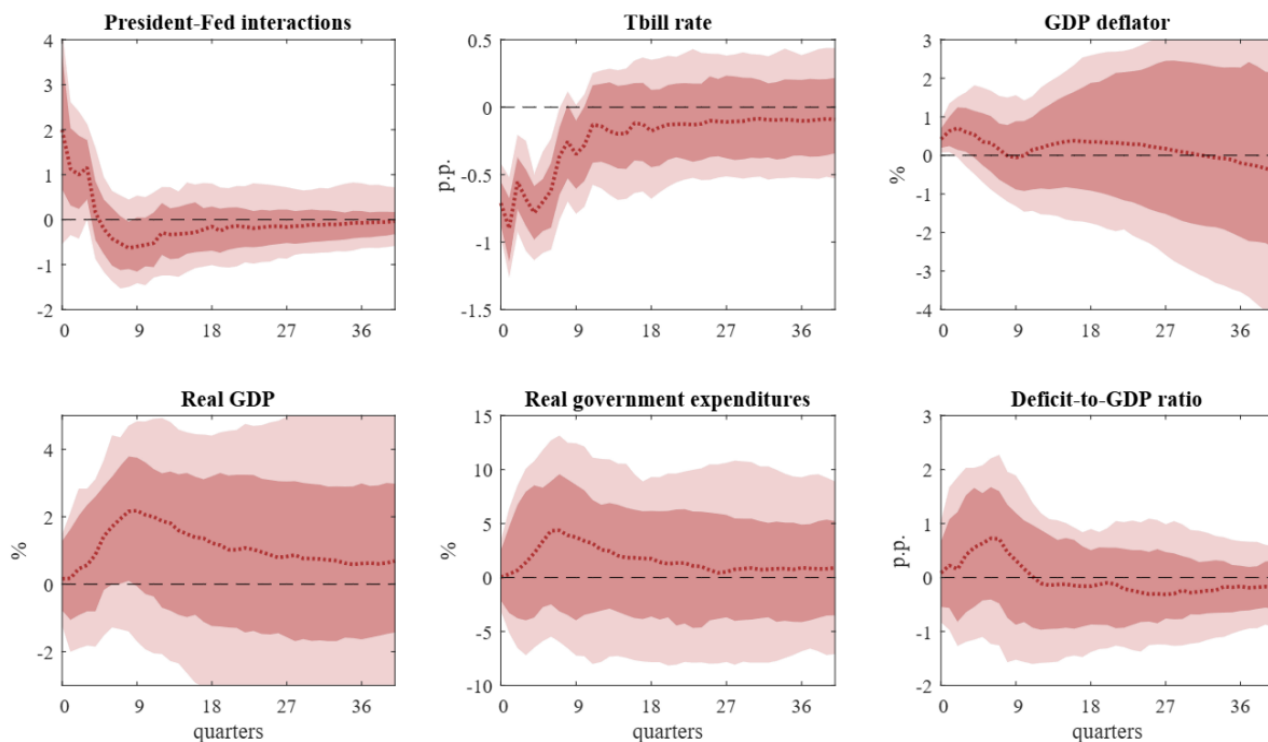
20 世纪 80 年代，保罗·沃尔克降低了美国通胀率，政治压力对通胀的贡献逐渐减弱，甚至变为负值。有文献认为，里根政府创造的财政和更广泛的政治环境帮助沃尔克实现了这一目标。Bianchi & Ilut（2017）认为，沃尔克“在 1979 年底带来了货币政策的实施变化，但财政当局直到 1981 年底，也就是里根当选后，才适应了这种变化”。20 世纪 90 年代，政治压力几乎对通胀没有影响。这一时期，共和党 and 民主党都坚信央行独立性有益。这种共同观点被概括为“鲁宾主义”，该主义以克林顿政府的财政部长罗伯特·鲁宾的名字命名。20 世纪 90 年代也是关于央行独立性和严格通胀目标制的学术研究蓬勃发展的时期。

图 14：政治压力冲击的脉冲响应函数



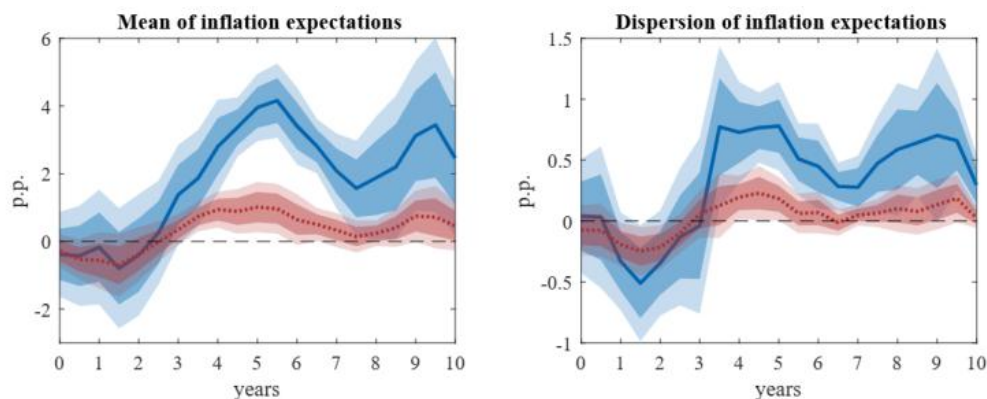
数据来源：Thomas (2025)，西南证券整理

图 15：宽松货币政策冲击的脉冲响应函数



数据来源：Thomas (2025)，西南证券整理

图 16：货币宽松冲击与政治压力冲击对通胀的不同影响



数据来源：Thomas (2025)，西南证券整理

文章在一个模型中分别识别了“政治压力冲击”和“扩张性货币政策冲击”。图 14 和图 15 展示了两种冲击的脉冲响应函数 (IRFs)，结果清晰表明，政治压力冲击比传统货币政策宽松更能在中期引发通胀。扩张性货币政策冲击只会引发短暂的通胀上升，物价水平的涨幅远不及政治压力冲击所导致的 4% 的涨幅（从图 14 观察可知）。

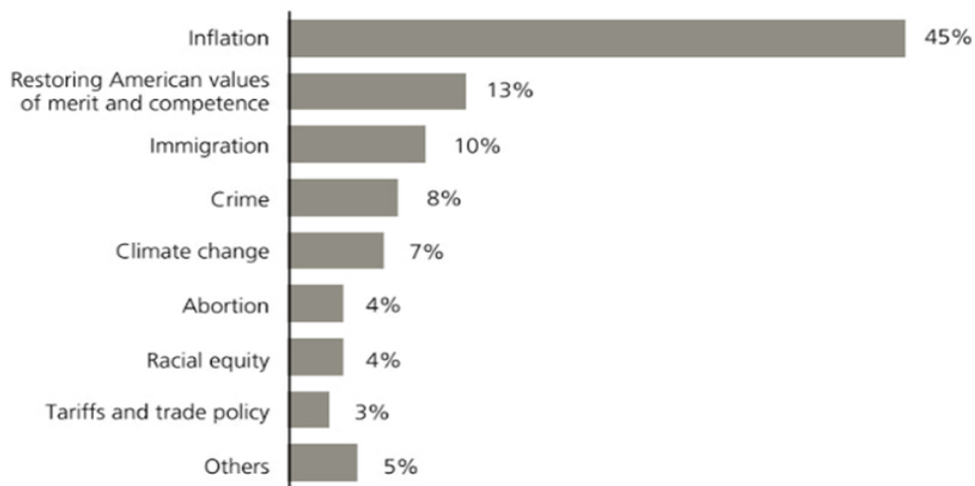
5 财政主导：市场预期与定价

5.1 消费者与金融市场通胀预期的分歧

贸易战升级后，基于密歇根大学调查数据的通胀预期显著抬升，而金融市场对通胀预期定价相对克制，随着时间的推移，市场对通胀预期定价有所抬头。

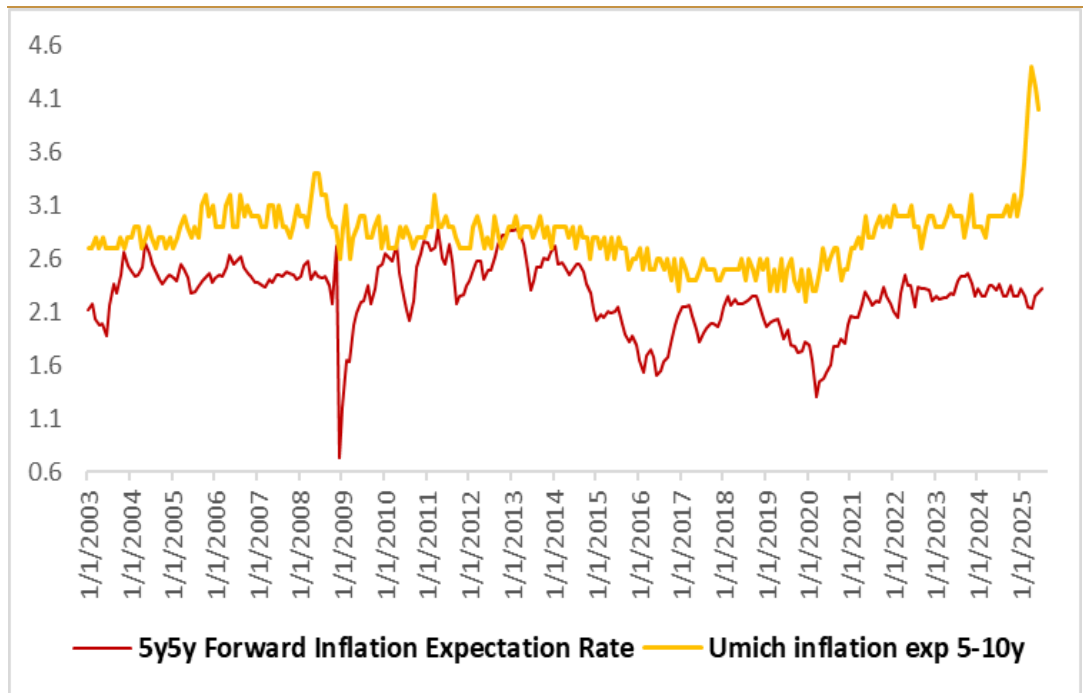
图 17：通胀仍然是受访者最担心的

Inflation remains an important concern in the US
Most important issue, % of respondents



数据来源：Harris Poll，西南证券整理

图 18：密歇根消费者通胀预期 vs 5y5y 远期通胀预期 (%)

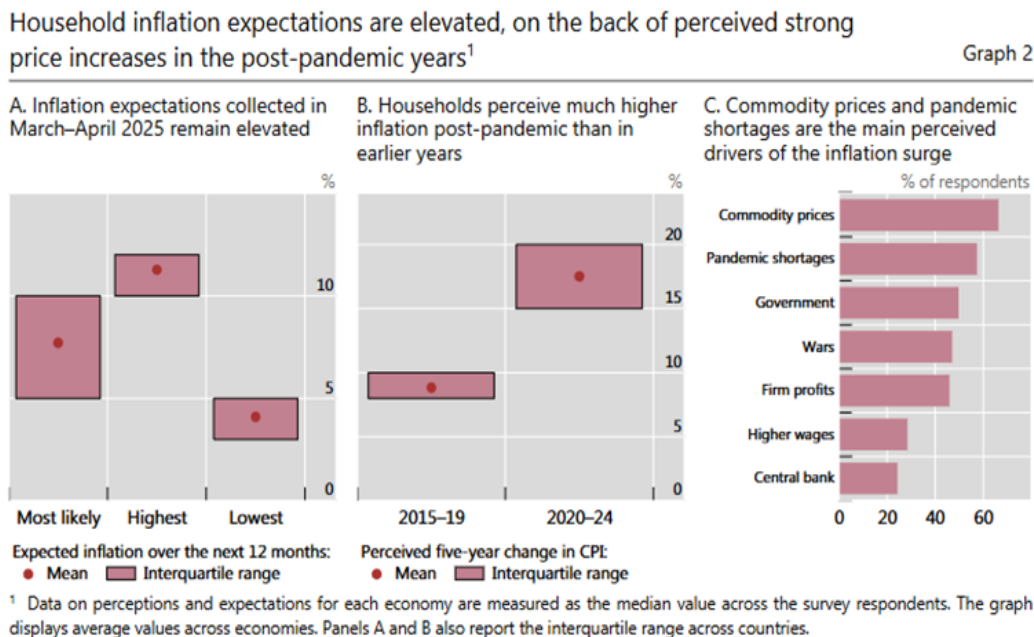


数据来源：Wind，西南证券整理

BIS 于 2025 年 3 月 24 日至 4 月 28 日期间对家庭经济认知和预期进行了一项国际调查。自 2021 年通胀飙升以来，尽管各国央行成功将通胀率控制在目标水平附近，但家庭对经济的不满情绪却愈演愈烈。长期累积的大幅物价上涨推高了主要商品的成本，显著影响家庭对通胀动态的看法。调查显示，尽管通胀已回落，但消费者情绪依然低迷，且通胀预期仍然高涨，这反映了疫情后通胀飙升期间物价水平的持续上涨。

调查显示，各国家庭平均预期未来 12 个月通胀率约为 8%（图 19.A），远高于当前实际的通胀水平。

图 19: BIS 通胀预期调查 (1)



数据来源: BIS, 西南证券整理

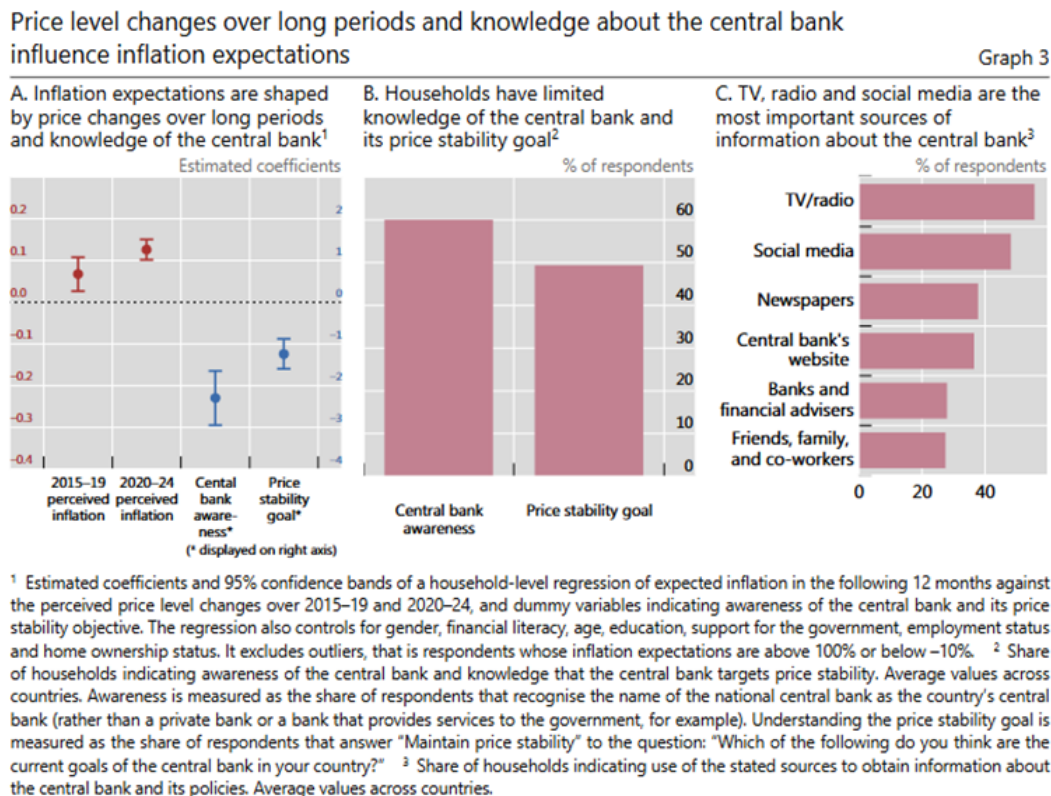
调查还显示, 家庭认为疫情后物价涨幅显著高于疫情前。各经济体平均来看, 中位数家庭认为 2015-2019 年期间物价上涨约 9%, 2020-2024 年期间上涨 18%, 与实际通胀动态基本一致 (图 19.B)。

近 20% 的人认为价格水平的上涨幅度 (超过 30%) 比实际观察到的要大得多。家庭将通胀飙升主要归咎于大宗商品价格上涨和疫情相关的物资短缺 (图 19.C)。有趣的是, 疫情后的价格上涨并未被归因于央行宽松: 在调查问卷列出的七个可能导致通胀飙升的因素中, 央行排名垫底。调查还显示, 央行享有的公众信任度高于政府。

对五年物价水平变化 (包括 2015-2019 年和 2020-2024 年) 的感知与家庭对未来 12 个月通胀的预期相关 (图 20.A)。这表明, 近期通胀飙升的记忆可能会在较长时期内持续影响通胀预期, 其量化效应相当显著。2020-2024 年感知物价水平每上涨 1%, 通胀预期就会上升 0.12 个百分点。尽管疫情前 (2015-2019 年) 物价变化和未来通胀预期之间也呈正相关, 但系数约为疫情后的一半。

通胀预期也与家庭对央行的了解程度相关。了解央行 (认出该机构是国内央行) 的家庭, 以及了解央行致力于维持价格稳定的家庭, 其通胀预期往往显著低于样本平均值, 分别低 2.3 个百分点和 1.2 个百分点。同时, 相当一部分民众对央行缺乏基本了解。当提及该机构名称时, 只有约 60% 的家庭知道它是该国的中央银行 (图 20.B)。认为价格稳定是央行目标的家庭比例甚至更低 (49%), 且价格稳定被提及的次数低于金融稳定、汇率稳定和经济增长。

图 20: BIS 通胀预期调查 (2)



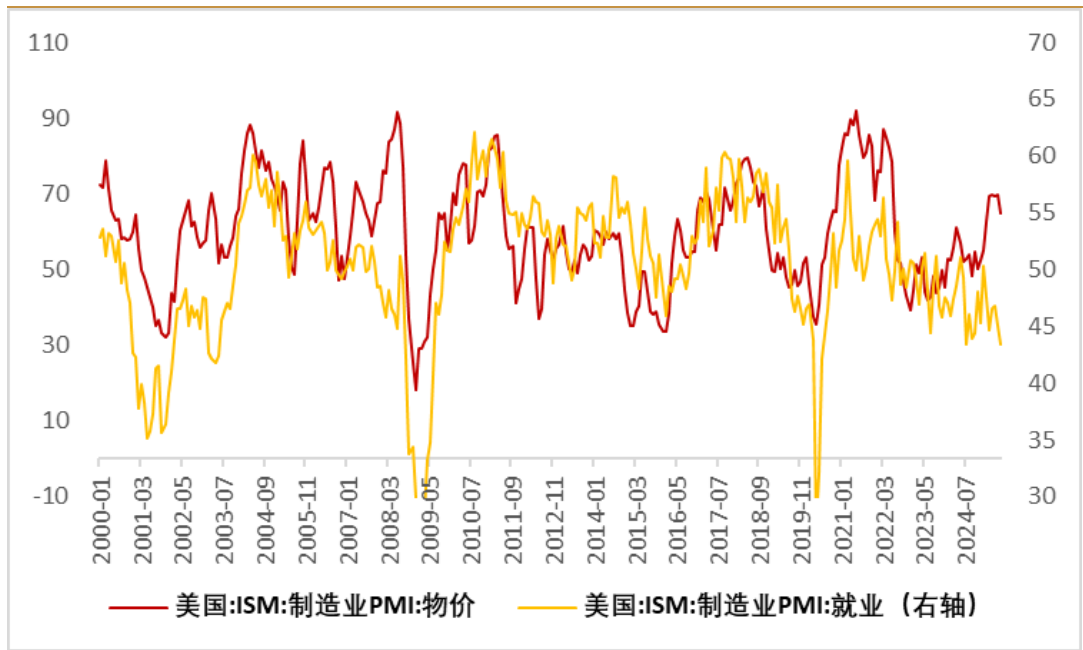
数据来源: BIS, 西南证券整理

此外, 报告还表明, 对央行了解程度更高的家庭 (例如, 他们熟悉央行的名称, 或者理解价格稳定是央行的目标之一) 往往通胀预期较低。因此, 以受众为中心的沟通, 能够增强公众对央行目标和工具的理解, 从而有助于引导并进一步稳定通胀预期。所以从这一点可以看出, 越了解央行, 越能笃信央行维持通胀的信心。所以当前对于央行独立性的破坏, 将逐渐侵蚀居民对央行压制通胀的信心, 进而导致通胀预期的进一步潜在抬升。

5.2 市场对通胀与经济预期的定价

由于 PMI 分项中物价和就业分项的背离, 使得市场也开始谈论滞胀的叙事。

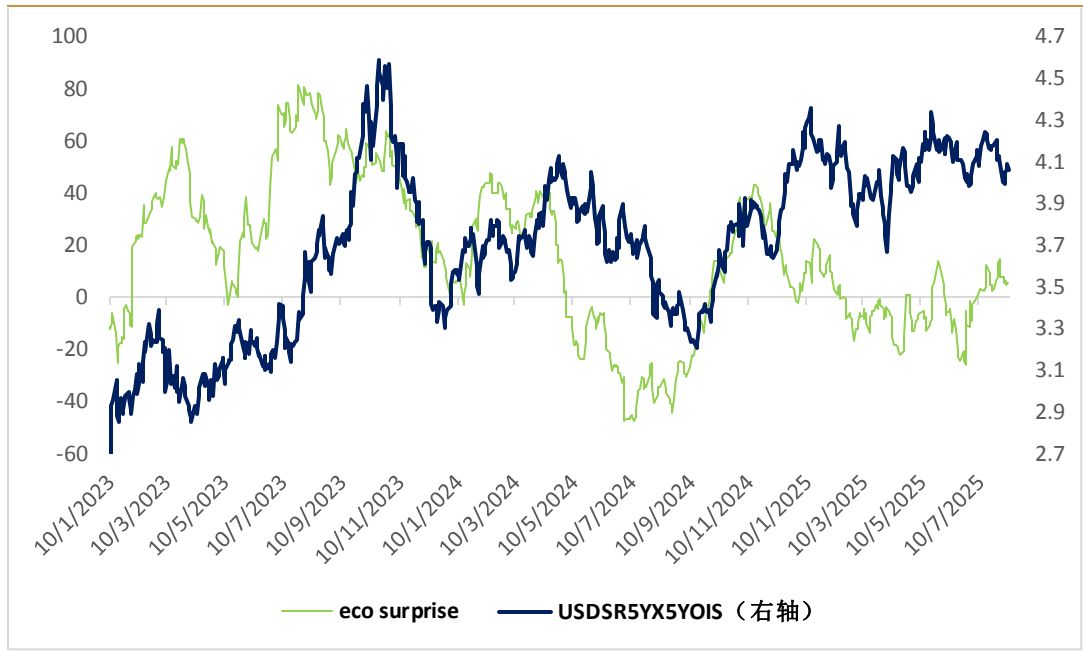
图 21：ISM PMI 就业和物价 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

我们观察到 4 月份以来美国经济意外指数在一个中枢位置震荡，从 OIS 远期市场隐含的中期增长预期 OIS 5y5y 来看，当前的下行幅度并不明显。

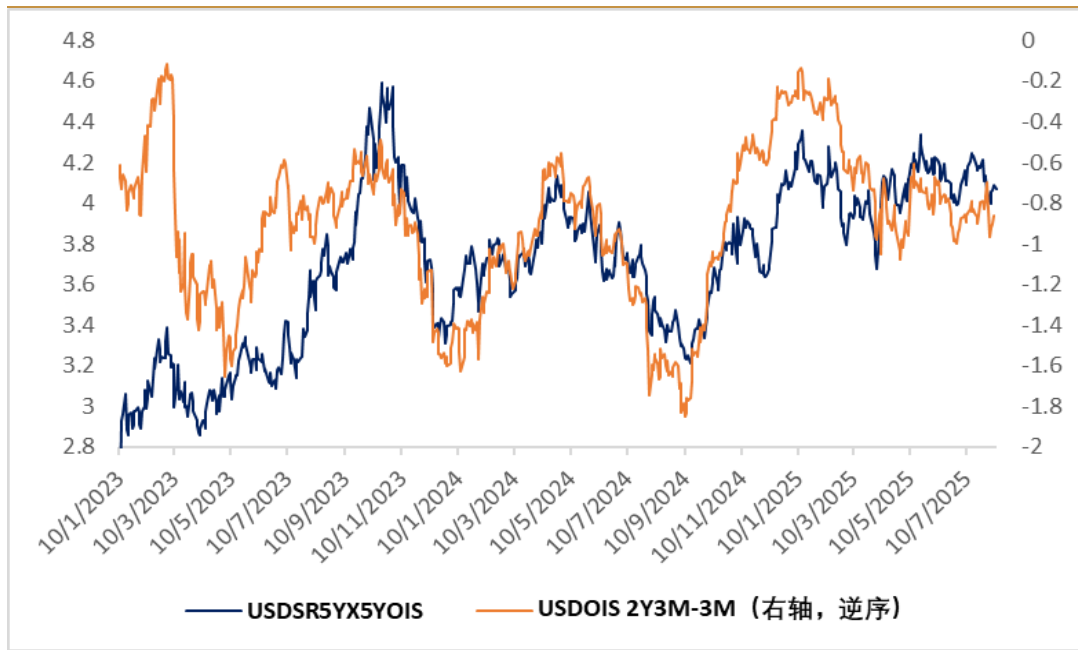
图 22：5y5yOIS 与美国经济意外指数 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

而 4 月波动后的降息预期也基本贴合中期经济增长预期，并未有大的方向性定价。

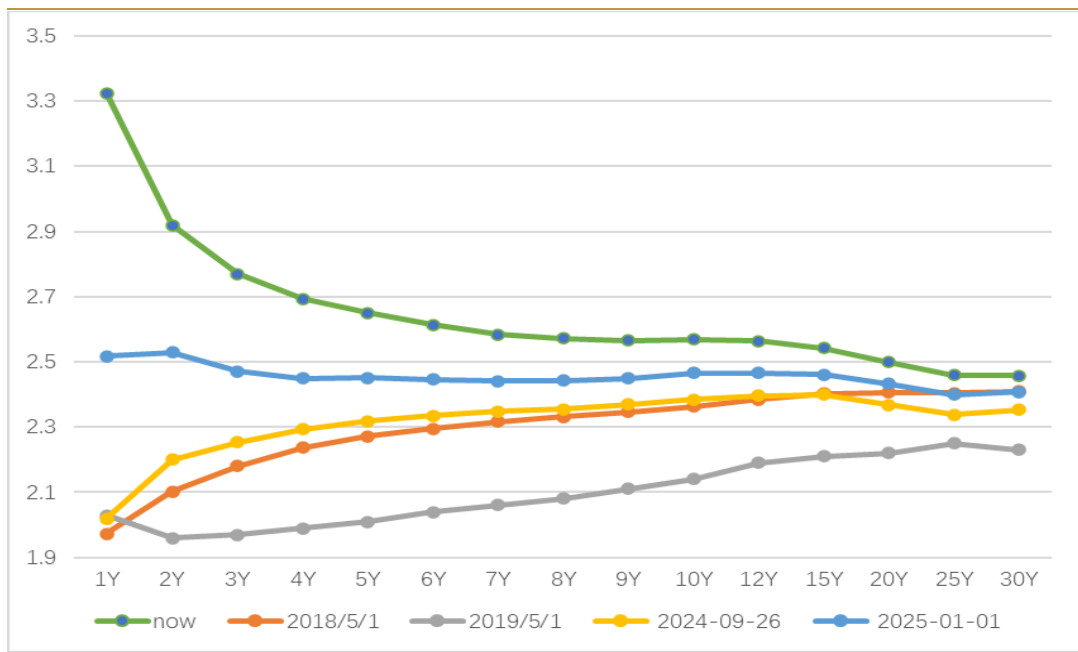
图 23: OIS 2y3m-3m 隐含降息预期与 OIS 5y5y 隐含中期经济增长预期 (%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

通胀预期的曲线结构可以看出, 当前通胀掉期曲线呈现深度 Back 状态, 短端通胀定价较为显著, 这与 18 年贸易战开启时, 和 19 年贸易战加剧时, 通胀掉期的 contango 状态完全不同, 且全曲线呈现整体高于上一轮贸易战的情况; 另外, 去年 9 月第一次降息时, 曲线形态是 contango, 但仍高于 18 年, 而到了今年初曲线短端显著抬升, 曲线走平; 进一步演进至今, 可以看到贸易战抬升了全曲线的水平, 远端通胀预期有进一步抬升。

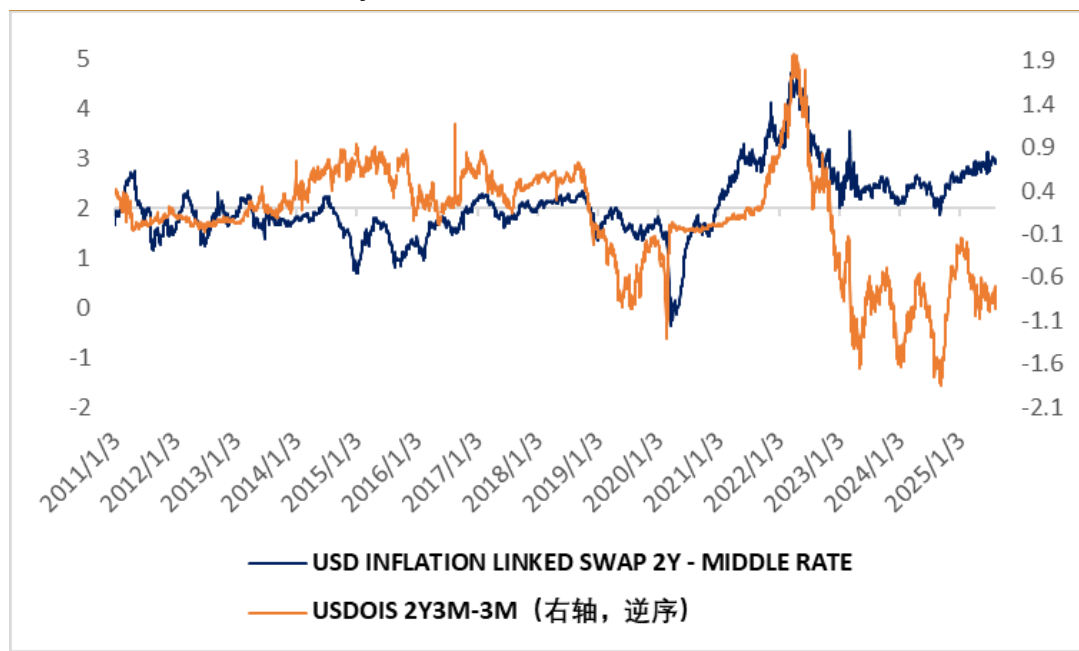
图 24: CPI Swap Curve (%)



数据来源: Refinitive, 西南证券整理

然而随着当前市场短端通胀预期有所抬升，可以看到降息预期的定价却略显突兀，看上去与显著且持续的通胀预期抬升有明显背离，而且 23 年之后通胀预期整体都在 2% 以上，24 年 9 月通胀预期见底，一直缓慢抬升至今，关税预期进一步对通胀预期形成助推，然而 23 年后降息预期的扩大幅度是显著的。因为从 2010 年后的几轮降息周期中，除了 2019 年初两者有小幅背离（通胀上、降息预期抬升）之外，大部分时间两者几乎同步，或是另一个方向的背离（通胀下、加息预期抬升——2014H2）。所以从这里看出市场有尝试忽视通胀而去定价降息的倾向，无疑受到“关税通胀暂时论”的影响，同时却也逐渐契合了特朗普对于联储降息过于迟缓的抨击的方向。整体在佐证财政主导的状态下，联储决策函数中对于通胀的权重有所下降。这一点在 BofA FMS 全球基金经理调查数据中也有所体现。

图 25：降息预期 vs 通胀预期 2y (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

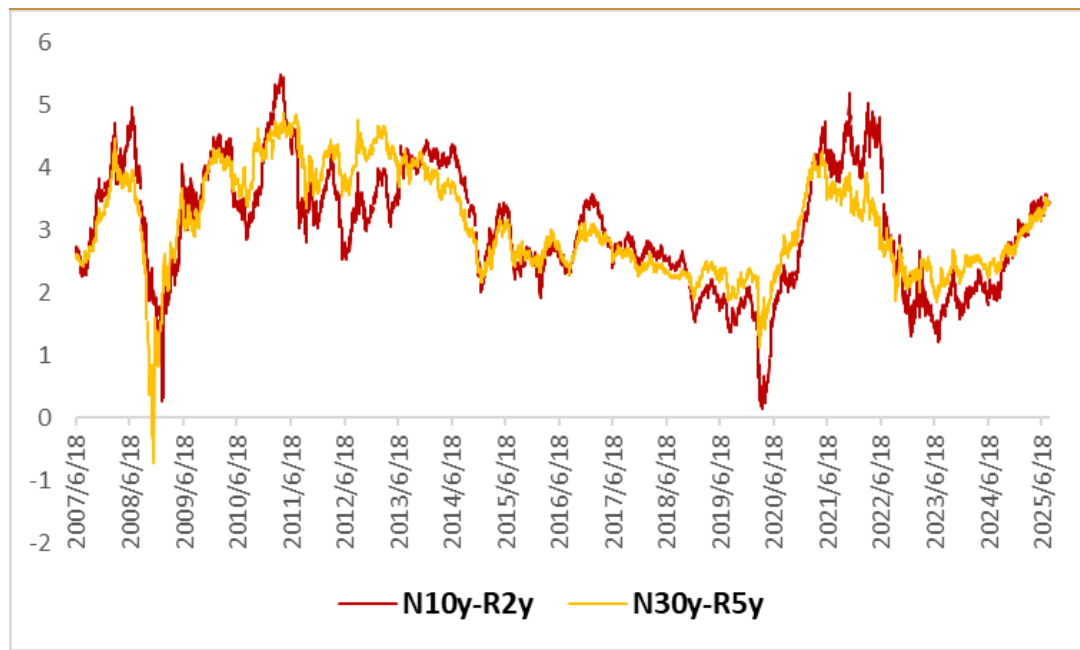
图 26：BofA FMS 全球基金经理调查



数据来源：BofA，西南证券整理

另外一种描述财政主导程度的指标是长端名义利率与短端实际利率之差。这项利差既包含了通胀预期，又包含了远期期限溢价。与货币主导阶段相比，财政主导阶段央行对通胀的敏感度有所降低，对短期通胀的抑制不足，反而进一步导致中期通胀失控风险显著增加，引起此利差的抬升。

图 27：财政主导的利差描述（%）



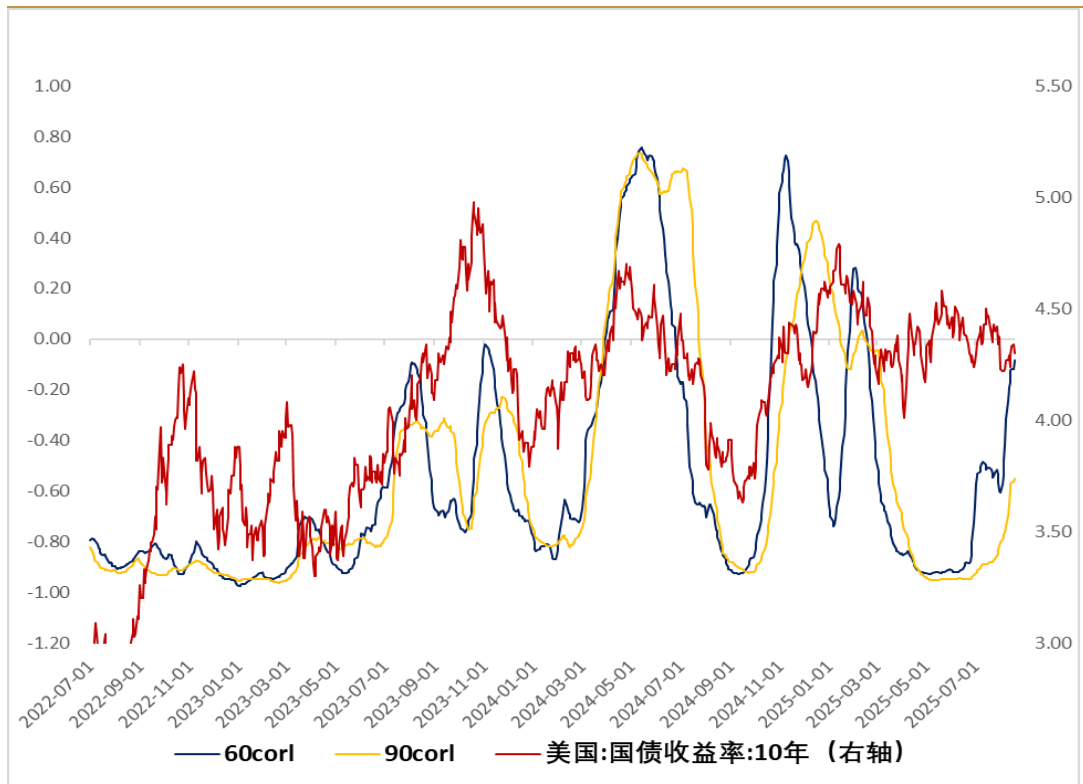
数据来源：Wind，西南证券整理

总结来说，长久期风险暴露短期化，扭曲美国官方行为，财政主导模式愈发清晰，所有都要为化债让路，不得不以牺牲中期通胀风险为代价，进行一系列紧急修补操作：长端需求不足，那么财政发债久期缩短，同时加强旧券回购，然后多次在公开场合给联储压力加快降息步伐，然而经济数据没有非常差的情况下，对联储独立性形成显著冲击；矛盾的是 BLS 公布了相对差的数据，又要更换 BLS 领导企图粉饰就业数据，粉饰数据会导致市场对公布数据信任降低，天然倾向于往比公布的数据更差的方向去预期；同时为了提升短债需求，推行稳定币法案，但这会有挤出效应，稳定币发行方为了买短债必然要抛掉其他资产。

所以在财政主导愈发明朗进而导致通胀敏感度抬升之后，真正的威胁是中期通胀预期，短期通胀预期抬升暂时看上去杀伤力不大，因为有关税通胀暂时论作为掩护。企图干预联储、修改数据的操作，将导致中期通胀预期以及滞胀预期抬升的风险加大。

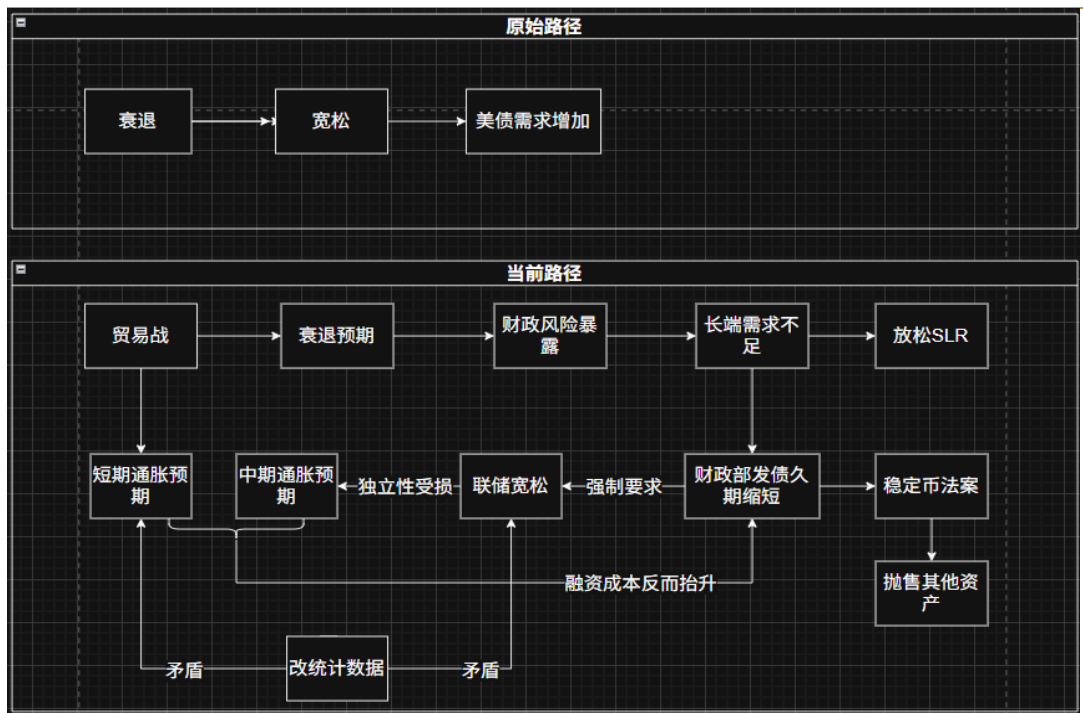
美国动作越扭曲、矛盾、反常，意味着背后隐含的长久期宏观风险紧迫。对于宏观隐含风险的表述，我们可以从两个表征不同久期宏观风险的资产的相关性来略窥一二。当财政风险暴露之后，黄金一定程度上代表着长久期宏观风险，美元则代表短久期宏观风险，表征离岸美元流动性的紧张程度。这两类资产在长期来看大部分时间处于负相关状态，而最近两年来，两者间歇性的进入正相关区间，而且大多数样本是两者同涨的状态，两者正相关性走强往往代表风险酝酿的状态。然而最近一段时间，两者同时偏弱，逐渐再次走向正相关区间，我们也应该对全球风险持有一定的警惕。

图 28：美元与黄金即将进入正相关区间（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 29：本文逻辑路线图



数据来源：西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn