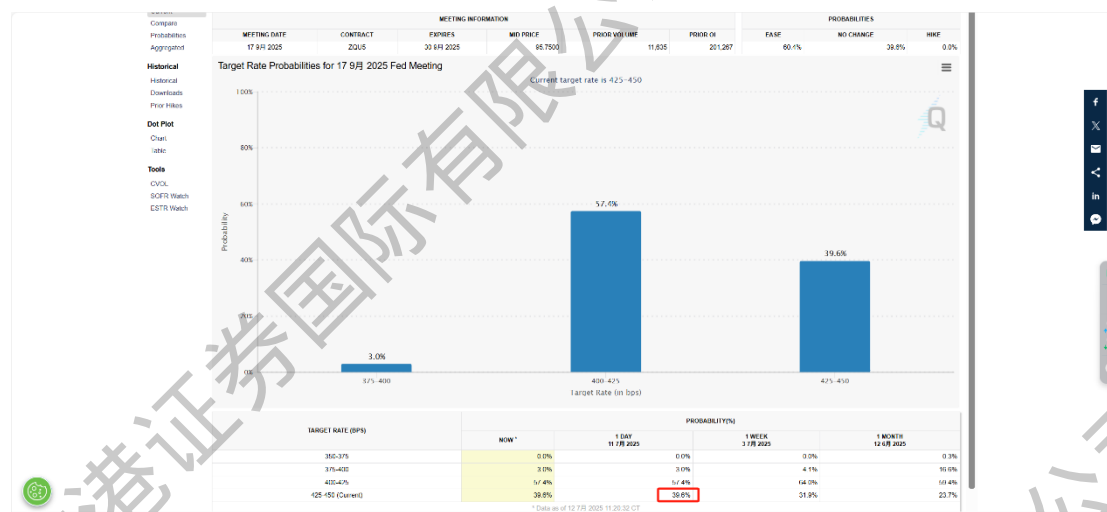


## 20250713—股涨债跌美元扬，短期通胀上行压力为何不影响长期宽松预期，反而强化了多头信仰

全球范围内，资产价格和美元的相关性都在下降；美元小幅涨跌已不必然影响资产价格，毕竟除非 FED 二次加息，不然美元不存在大幅上行基础。

从更长一点的周期来看，经历过 4 月关税、6 月伊朗危机重重考验后，一个 FED 宽货币+全球主要经济体均采取更宽松的财政政策，带来的远期分母分子共振的全球增长交易应认为是一个主线。非美市场多次经历考验，但是各个利空测试的结果是，非美韧性非常强。

期间利率确实存在阶段性上行风险，但不建议动辄讨论流动性危机问题；货币与财政配合阶段，应更加关注美国增长好而非美经济上行边际更大的多头叙事，而非担心美国抽死全球的空头叙事。



美元已从底部反弹一个星期，美债 10Y 利率也已经从 4.2 附近上升到 4.4%；目前 9 月也不降息概率已经从 20%左右上升到 40%左右，但是不光美股不跌，被关税暴击的日韩也不跌，A 股也不跌。应该怎么理解这个短期和长期错配的关系？

我倾向于解读为美国例外论呈现出人传人效应，

美国管理与预算办公室 (OMB) 主任 Russell Vought 周五表示，将推动对美联储大楼翻修工程展开调查，他称该建筑为“一座宫殿”，并指出项目成本严重失控，有理由调查鲍威尔是否在 25 亿美元翻修项目上存在误导行为；想让谁走人就查谁贪腐这个事情中国人太熟悉了，对吧。

川普会不会想办法真正让鲍威尔提前辞职过于宏大叙事，只适合扯淡不适合用作投资依据。但是如果你相信大美丽法案代表本届美国政府意志，冒天下大不讳也要加赤字；那么持续且大幅度的降息也是一体两面的诉求，降低政府负债成本，美式化债。FED 在 9 月真不降息也不影响明年多降，方向明确而路径曲折而已。因此非美市场对这个美元美债扰动的担忧并不显著，心态上非常无所谓。

Figure 1. Citi CPI forecast versus consensus

Indicator	31-Mar	30-Apr	31-May	Consensus	Forecast
CPI MoM SA, %	-0.05	0.22	0.08	0.3	0.21
CPI YoY, %	2.39	2.31	2.35	2.7	2.60
Core CPI MoM SA, %	0.06	0.24	0.13	0.3	0.22
Core CPI YoY, %	2.79	2.78	2.79	3.0	2.93
CPI Index NSA	319.799	320.795	321.465	322.546	322.339

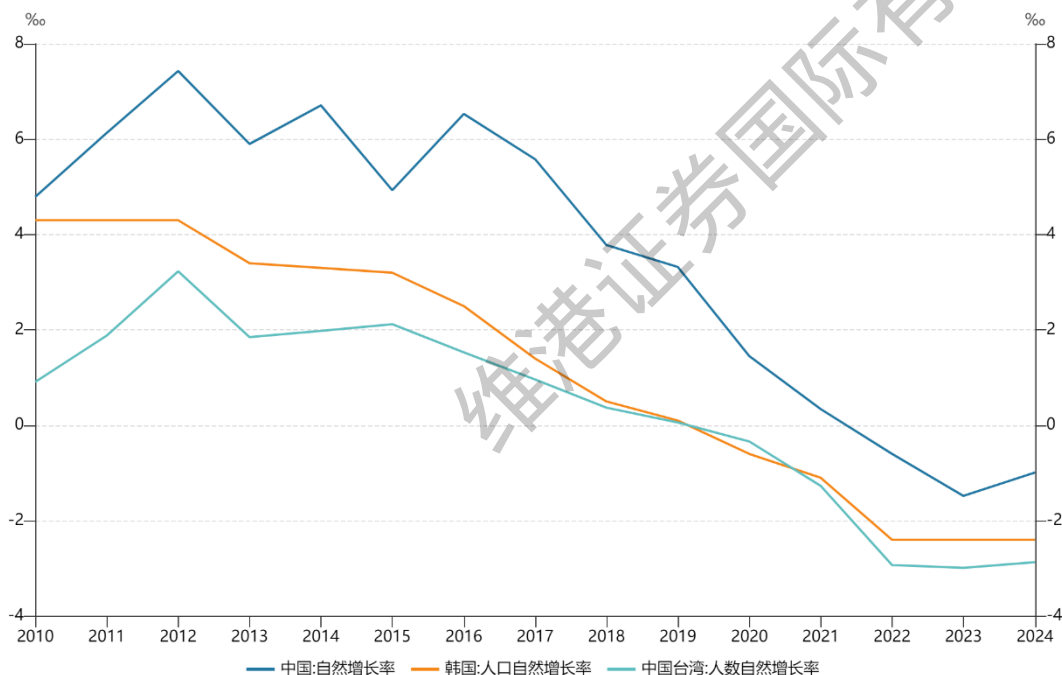
© 2025 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.

Source: Citi Research, BLS, Bloomberg

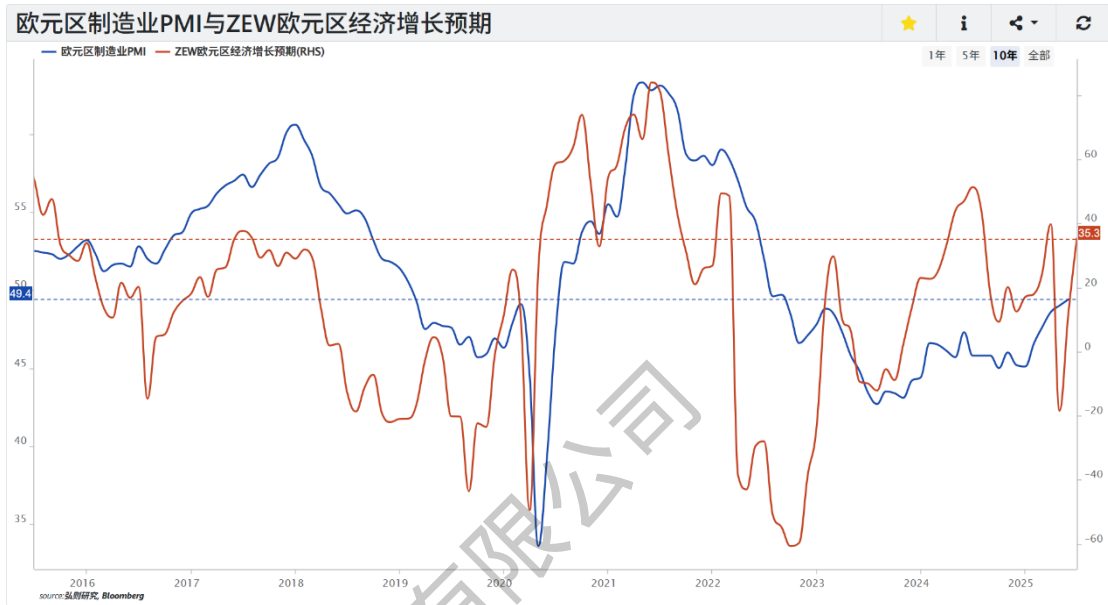
6-7月美国核心CPI数据季节性反弹、且关税影响延迟反馈，但各大行给的通胀预测都相对可控，因为实然非美出口国承担了一部分关税成本，并没有顺价给美国消费者。况且关税加了也迟早会降低，市场对这种情况的忧虑程度是明显好于加息周期的。只要明确了降息的来临，那这就不是18年那种加息阶段的风险。

回过头来再说何为美国例外论人传人，即当前我们有理由认为丧事喜办是一个全球化的交易。经济不好—需要财政刺激利好，这个反馈过去是A股常见的，但放到全球也一样。以欧洲日韩市场来说，美国关税低于预期—一阶导利好。美国关税高于预期—财政必须加力刺激扩大内需，二阶导利好。

随着大美丽法案把底裤都丢掉了，全球主要经济体都进入一个更激进、更不计后果的财政扩张(类MMT)时代已然是不争的事实。未来能不能还得起债那是后人的智慧，如果想不通这点建议重新复盘中国城投债和银行股：自从2023年8月开始这一轮N万亿化债、地方zf债务置换后城投债集体上岸，银行股pb修复，可问题是房价没企稳还在跌、人口负增趋势不变通缩延续，即使这样大家都认为金融风险实质性化解了、几十年后再还不上债大不了继续来N万亿特别国债化债，那你怕啥欧洲日本债务压力？连贵州城投都能批量上岸。如果非要聊人口下行压力的远期利空，那么请先去空人口负增长压力比大陆大得多的韩股和台股。



数据来源: Wind

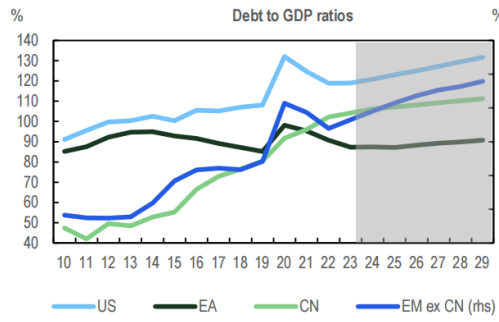


另一个证据则是虽然日债利率上行带动欧美长债利率也上行，但是西欧国家的主权信用违约掉期价差是向下的，利率上行并非担心还不上债，反而是一个偏乐观的复苏定价。



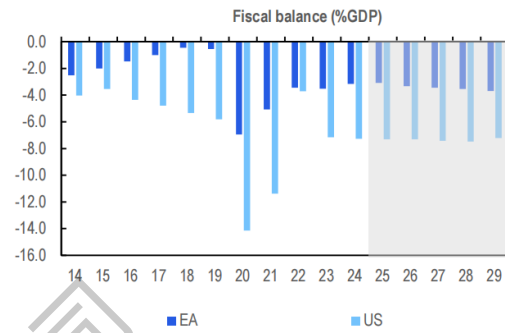
因此如果你看利率周期，刻舟 FED 宽松的话这更像是 2014 和 2019 年的混合体，但是如果看美国带领全球财政扩张的话，这更像是 2016-2017 年。对短期利率下不去的担忧，总体而言被更长周期的新增需求预期所抵消。降息来得更早还是更晚，市场脱敏情况已经非常充分。但是关税之外的、财政主导的工业品再通胀和非美经济回暖的空间，可能定价还不够充分。

Figure 7. Much the world is set to increase sovereign debt issuance in coming years...



© 2025 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.  
Source: Citi Research, Haver Analytics

Figure 8. ...with a significant share coming out of the US



© 2025 Citigroup Inc. No redistribution without Citigroup's written permission.  
Source: Citi Research, Haver Analytics

思维的转化可能是更主要的。如果是一个偏增长属性的大背景，那么要考虑的是利空出现，那么跌了就干，buy the dip;而非利空出现，立刻跑路。

维港证券国际有限公司