



# “再通胀交易” 卷土重来了么



【财新网】(专栏作家 钟正生 特约作者 范城恺) 美国 7 月通胀指标仍然保持高速上涨, 但市场和美联储均对此保持相对淡定。现阶段美国通胀对美联储货币政策的影响已然有限, “通胀暂时论” 尚难被证伪, 市场的中长期通胀预期并未显著升高。持续高企的通胀率会否再次引发新一轮“再通胀交易”? 我们认为, 单靠“通胀”可能还不够, 现阶段需更加关注美国实体经济走势。近期美国经济数据仍现隐忧, 如消费者信心极度低迷, 再通胀交易回归尚需时日。

美国 7 月 CPI 环比升 0.5%, 基本复合市场预期, 较前值 0.9% 有所放缓, 同比增速 5.4%, 与上月持平; 7 月核心 CPI 环比升 0.3%, 前值 0.9%, 同比增速 4.3%, 低于前值 4.5%。结构上, 交通运输分项环比增速大幅回落, 是 CPI 以及核心 CPI 环比增速放缓的核心原因。7 月 CPI 交通运输项环比由 3.6% 大幅回落至 0.6%, 其中二手车和卡车分项环比由前值的 10.5% 大幅下降至 0.2%。能源分项环比则保持 1.6% 的高速增长。7 月二手车和卡车分项同比增速仍然高达 41.7% (前值 45.2%), 但价格增速显著放缓, 一定程度巩固了市场对“通胀暂时论”的信心。

美国 7 月 PPI 环比升 1.0%, 保持高速增长, 同比增速 7.7%, 高于前值的 7.1%, 继续创数据统计以来的新高; 7 月核心 PPI 同比 7.5%, 前值 6.9%。虽然 7 月 PPI 和核心 PPI 环比增速均与上月持平, 但其内部结构发生显著变化: 7 月食品生产价格出现负增长, PPI 食品分项环比下降 2.1%, 前值为上升 0.8%; 而能源生产价格增速进一步走高, PPI 能源分项环比由

前值的 2.1%进一步提速至 2.6%。在能源品、机动车等价格大幅上涨的背景下，PPI 运输仓储项环比大幅上升至 2.7%，前值仅 0.9%。

我们认为，当前美国通胀对美联储货币政策的影响愈发有限。一方面，市场与美联储已经逐步接受未来一段时间（如未来一年）美国通胀指标将显著高于 2%的事实。最新公布的 8 月密歇根大学消费者调查显示，美国居民对未来一年的通胀预期为 4.6%，略低于 7 月调查时的 4.7%。根据我们的基准估算，这一数字隐含的月均通胀环比增速为 0.4%左右，这一增速显著快于 2016-2019 年 CPI 月均环比 (0.18%)。而美联储在近期讲话（如鲍威尔在 7 月议息会议后的采访）中亦“承认”，通胀率在未来一段时间仍将维持高位，但仍相信在更长的时间里“通胀是暂时的”。我们认为，目前美国通胀水平以及居民的短期通胀预期，仍在美联储的容忍区间内，尤其是 7 月核心 CPI 环比增速出现放缓，通胀对美联储货币政策的影响更加有限。

另一方面，目前市场的中长期通胀预期仅小幅超过 2%，美联储对此是“乐见”的。根据圣路易斯联储基于债券市场交易结果的测算，市场对于未来 5 年的通胀预期并未随着即期通胀率的升高而大幅上升。今年这一通胀预期约为 2.1-2.3%区间，约为 2018 年水平，低于 2014 年以前的平均水平。最新的密歇根大学消费者对未来 5-10 年的通胀预期为 3.0%，前值为 2.8%，这一水平接近 2012-14 年水平。我们认为，目前，美国中长期通胀预期基本符合美联储“平均通胀目标”制的目标和初衷，美联储对



此应持“乐见”态度而非“担忧”。

近期市场行情仿佛出现“再通胀交易”回归的苗头：美债长端利率、美股周期板块、贵金属价格等上涨。在强劲 7 月非农数据公布后，10 年美债收益率升破 1.30%，并于本周交易盘中最高升破 1.37%；5 年和 10 年 TIPS 隐含通胀预期于 8 月 11 日分别收于 2.42% 和 2.55%，为近半个月以来最高水平。本周道指和标普 500 跑赢纳指并继续创下历史新高，COMEX 黄金和白银整周分别涨 3.0% 和 2.2%。

持续高企的通胀率会否再次引发新一轮“再通胀交易”？我们认为单靠“通胀”是不够的，现阶段需更加关注美国实体经济走势。

今年上半年出现过两轮“再通胀交易”：第一轮为 2 月中旬至 3 月中旬，主要驱动力量是“拜登新政”大幅提振市场对美国经济的信心；第二轮为 4 月底至 5 月下旬，主要驱动力量是大宗商品上涨和美国通胀指标“爆表”。其中第二轮由“通胀”驱动的再通胀交易行情持续时间较短且幅度较小。更何况，目前美国通胀水平已经逐步被市场和美联储预期和“接受”，除非之后美国通胀水平进一步超预期跃升，否则通胀或不足以驱动新一轮

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_34325](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34325)

