

美国通胀压力尚存，美元继续看跌



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

美元: 震荡

报告日期:

2025 年 9 月 14 日

★本周全球市场概述

市场风险偏好维持高位，股市多数上涨，债券收益率多数上行，美债收益率微降至 4.06%。美元指数跌 0.22% 至 97.55，非美货币多数升值，离岸人民币涨 0.02%，欧元涨 0.14%，英镑涨 0.34%，日元跌 0.17%，瑞郎涨 0.18%，加元、韩元贬值，澳元、新西兰元、兰特、雷亚尔、泰铢、比索升值超 1%。金价涨 1.6% 至 3643 美元/盎司，VIX 指数回落至 14.7，现货商品指数震荡，布油涨 3.8% 至 67.6 美元/桶。

★市场交易逻辑

美国 8 月 CPI 同比从 2.7% 回升至 2.9%，符合预期，环比 0.4% 的增速高于预期和前值，核心 CPI 同比 3.1%，环比 0.3%，符合预期和前值，汽车价格上涨成为主要推动力，住房成本维持高位，家居用品、服装价格上涨，美国通胀存在粘性，而关税的影响尚未完全体现，未来通胀面临上行风险，这也会导致即将到来的美联储利率会议上鹰派和鸽派分歧增加。美国就业市场继续走弱，首申人数跳升至 26.3 万人，预期和前值在 23.5 万人左右，同时美国 2025 年非农就业基准变动初值向下修正 91.1 万人，预期-70 万人，前值-59.8 万人，连续下修三年，就业市场的压力进一步凸显，但市场还没有交易衰退，也构成了未来的潜在风险点。市场等待美联储 9 月利率会议落地，目前 9 月降息 25bp、年内降息 3 次已经完全定价，如果美联储表态偏鹰派，市场面临回调风险。欧央行 9 月利率会议按兵不动，政策维持在 2%，经济预测中略微上调了通胀预期，货币政策步入数据依赖的观望阶段。

★热点跟踪

美国通胀符合预期。

★风险提示

特朗普政府关税政策逆转，当前交易逻辑将发生转变。

元涛

宏观策略首席分析师

从业资格号:

F0286099

投资咨询号:

Z0012850

Tel:

8621-63325888-3908

Email:

tao.yuan@orientfutures.com

徐颖 FRM

宏观策略首席分析师

从业资格号:

F3022608

投资咨询号:

Z0013609

Tel:

8621-63325888-1610

Email:

ying.xu@orientfutures.com

目录

1、全球市场本周概述.....	4
2、市场交易逻辑及资产表现.....	4
2.1 股票市场：全球股市多数上涨，美股 A 股收涨.....	4
2.2 债券市场：全球债券市场收益率多数上行，美债微降至 4.06%.....	5
2.3 外汇市场：美元指数跌 0.22%，非美货币多数升值.....	7
2.4 商品市场：黄金涨 1.6%，布油涨 3.8%.....	7
3、热点跟踪：美国通胀符合预期.....	8
4、下周重要事件提示.....	9
5、风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 发达国家股市多数上涨, 标普 500 涨 1.59%.....	4
图表 2: 新兴市场股市多数上涨, 上证指数涨 1.52%.....	4
图表 3: 发达国家债券收益率多数回升, 美债 4.06%.....	5
图表 4: 意、西、葡国债收益率上行.....	5
图表 5: 新西兰、澳大利亚国债收益率下行, 希腊上行.....	5
图表 6: 中国、泰国、马来国债收益率微升.....	6
图表 7: 新兴市场债券收益率多数回落.....	6
图表 8: 美国掉期曲线本周变化不大.....	6
图表 9: 日元掉期曲线本周下行.....	6
图表 10: 欧元掉期曲线本周变化不大.....	7
图表 11: 美元、欧元通胀预期微升.....	7
图表 12: 美元指数跌 0.22% 至 97.55, 非美货币多数升值.....	7
图表 13: 黄金涨 1.6%, VIX 指数回落至 14.7.....	8
图表 14: 布油涨 3.8%, 现货商品指数微涨.....	8
图表 15: 美国 8 月 CPI 如期反弹, PPI 低于预期.....	8
图表 16: 美元、美债走势震荡.....	8
图表 17: 美联储、英国央行、日央行利率会议.....	9

1、全球市场本周概述

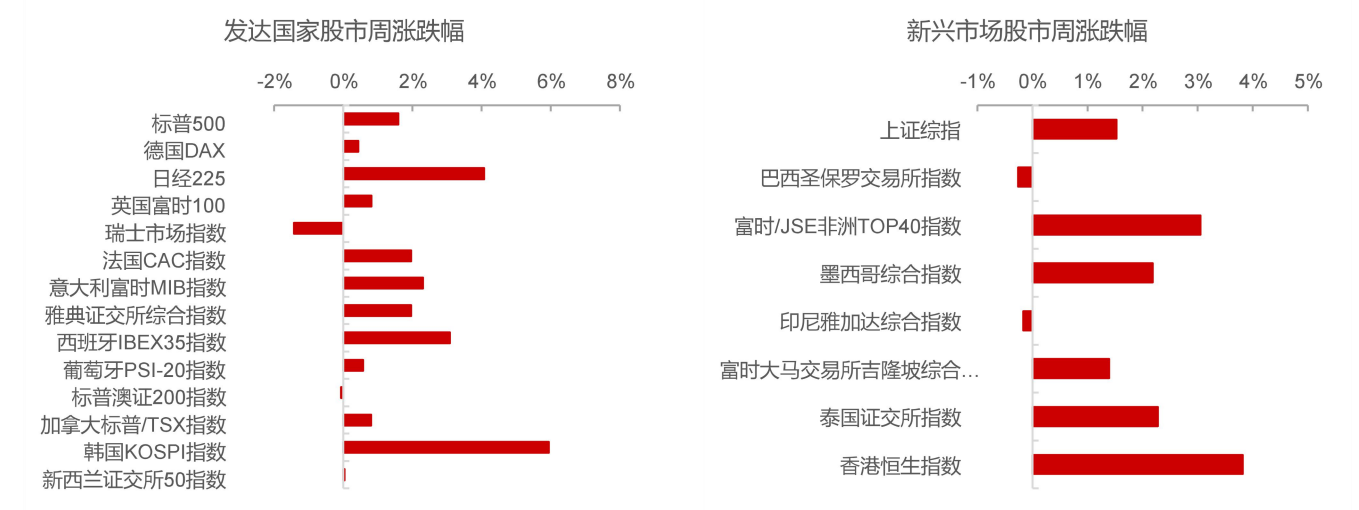
市场风险偏好维持高位，股市多数上涨，债券收益率多数上行，美债收益率微降至4.06%。美元指数跌0.22%于97.55，非美货币多数升值，金价涨1.6%至3643美元/盎司，VIX指数回落至14.7，现货商品指数震荡，布油涨3.8%至67.6美元/桶。

2、市场交易逻辑及资产表现

2.1 股票市场：全球股市多数上涨，美股A股收涨

图表1：发达国家股市多数上涨，标普500涨1.59%

图表2：新兴市场股市多数上涨，上证指数涨1.52%



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

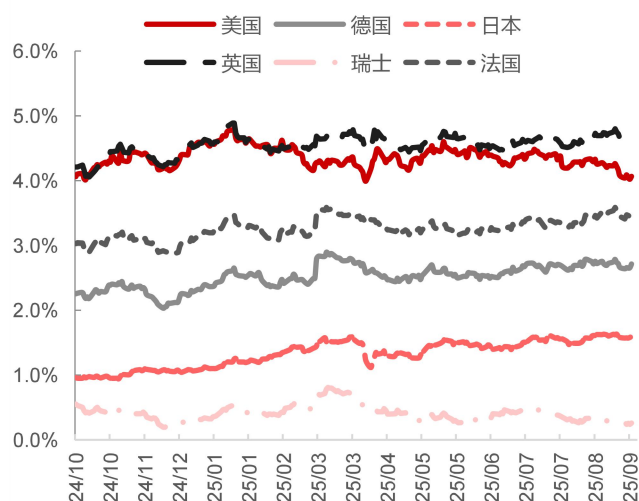
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

市场风险偏好略维持高位，全球股市多数上涨，标普500指数涨1.59%，欧元区股市多数反弹，新兴市场股市多数上涨，上证指数涨1.52%，港股恒生指数涨3.82%，日经225指数涨4.07%。美国8月CPI同比从2.7%回升至2.9%，符合预期，环比0.4%的增速高于预期和前值，核心CPI同比3.1%，环比0.3%，符合预期和前值，汽车价格上涨成为主要推动力，住房成本维持高位，家居用品、服装价格上涨，美国通胀存在粘性，而关税的影响尚未完全体现，未来通胀面临上行风险，这也会导致即将到来的美联储利率会议上鹰派和鸽派分歧增加。美国就业市场继续走弱，首申人数跳升至26.3万人，预期和前值在23.5万人左右，同时美国2025年非农就业基准变动初值向下修正91.1万人，预期-70万人，前值-59.8万人，连续下修三年，就业市场的压力进一步凸显，但市场还没有交易衰退，也构成了未来的潜在风险点。市场等待美联储9月利率会议落地，目前9月降息25bp、年内降息3次已经完全定价，如果美联储表态偏鹰派，市场面临回调风险。欧央行9月利率会议按兵不动，政策维持在2%，经济预测中略微上调了通胀预期，货币政策步入数据依赖的观望阶段。中国8月进出口数据表现不及预期，出口同比回落至4.4%，进口回落至1.3%，环比降幅较大，贸易帐则录得1023.3亿美元。CPI同比-0.4%，PPI同比-2.9%，环比均为0，内需疲弱背景下通胀回升缓慢。8月中国社融和信贷数据显示居民和企业贷款意愿较低，信贷扩张仍然是以政府

发债为主，外需拐点出现后，需要注意经济基本面与股市表现之间的背离终究要回归。

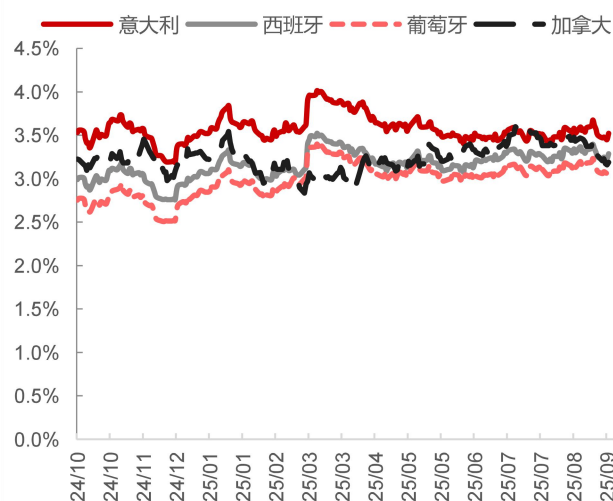
2.2 债券市场：全球债券市场收益率多数上行，美债微降至 4.06%

图表3：发达国家债券收益率多数回升，美债 4.06%



资料来源：Bloomberg（10 年期国债收益率）

图表4：意、西、葡国债收益率上行



资料来源：Bloomberg（10 年期国债收益率）

图表5：新西兰、澳大利亚国债收益率下行，希腊上行

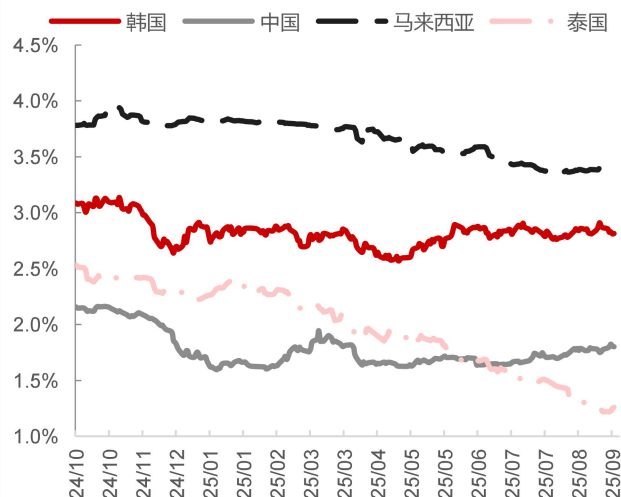


资料来源：Bloomberg（10 年期国债收益率）

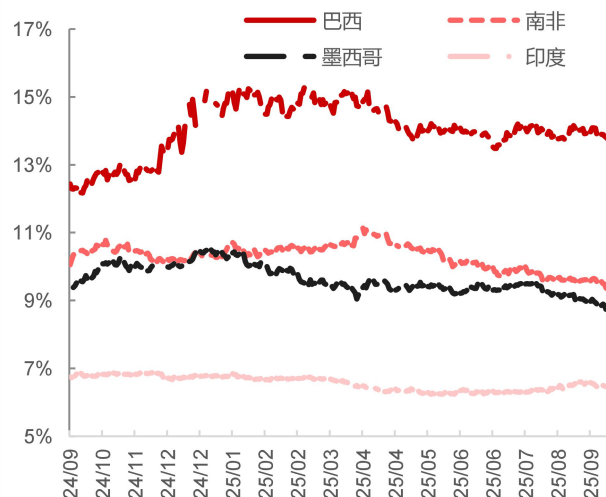
全球国家债券收益率多数上行，10 年美债收益率微降至 4.06%，美国 8 月 PPI 不及预期后，市场对通胀的担忧缓解，叠加美国就业市场非农年度数值大幅下修，美债收益率

一度跌破4%，但美国CPI以及核心CPI如期反弹，通胀预期回升，未来通胀仍面临上行动力，限制了美债收益率的下行空间，预计4%的支撑较强，欧元区国债收益率多数上行，新兴市场债券收益率涨跌互现，欧央行如期暂停降息，短期货币政策没有进一步的利多。

图表6：中国、泰国、马来国债收益率微升



图表7：新兴市场债券收益率多数回落

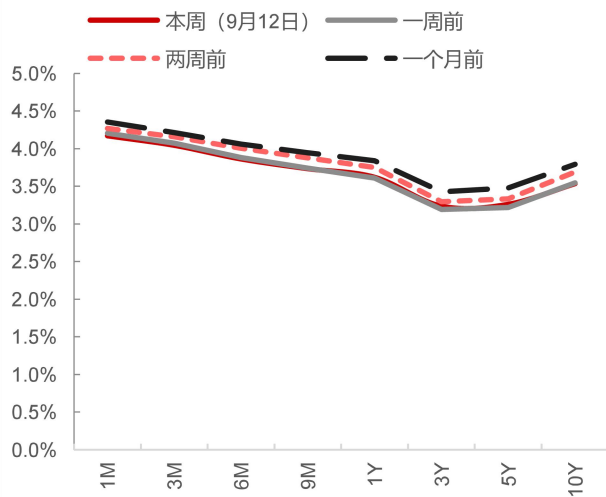


资料来源：Bloomberg（10年期国债收益率）

资料来源：Bloomberg（10年期国债收益率）

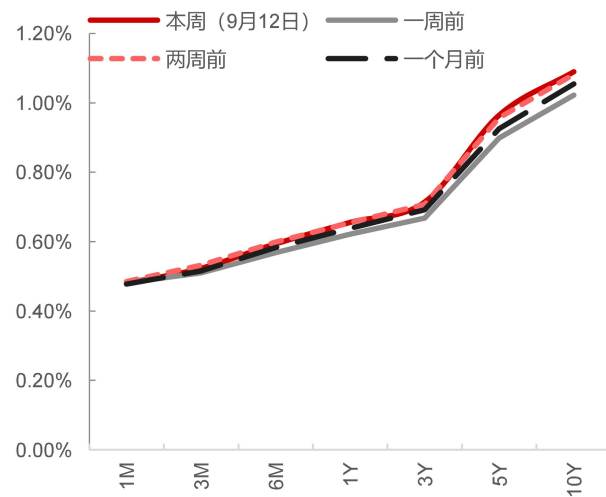
中国10年期国债收益率回升至1.8%，中美利差倒挂降至226bp，国内债市依旧偏弱，市场风险偏好维持高位，股市再度上涨，大宗商品走强，债市依旧承压。

图表8：美国掉期曲线本周变化不大



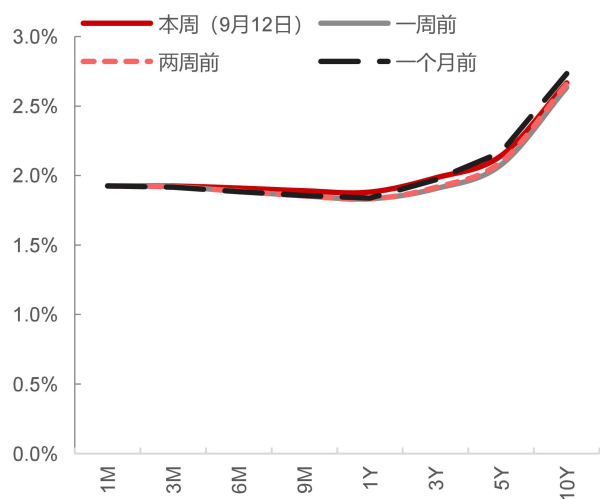
资料来源：Bloomberg

图表9：日元掉期曲线本周下行

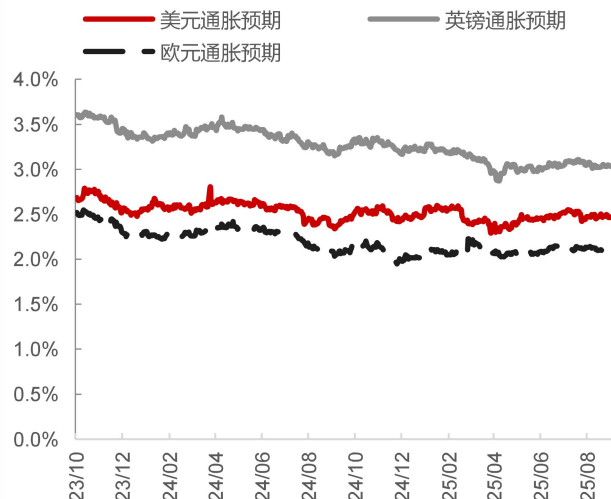


资料来源：Bloomberg

图表10：欧元掉期曲线本周变化不大



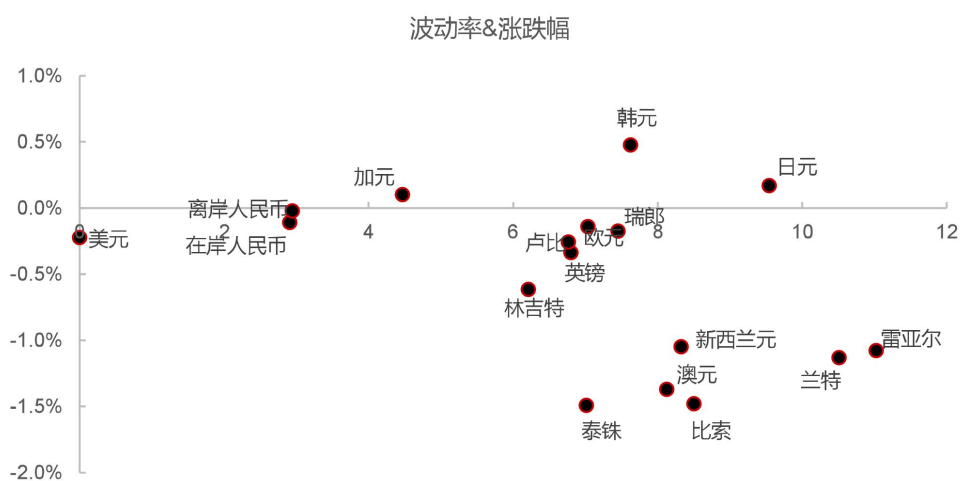
图表11：美元、欧元通胀预期微升



资料来源：Bloomberg

2.3 外汇市场：美元指数跌 0.22%，非美货币多数升值

图表12：美元指数跌 0.22% 至 97.55，非美货币多数升值



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院（纵轴：涨跌幅；横轴：波动率，以美元计价）

美元指数跌 0.22% 至 97.55，非美货币多数升值，离岸人民币涨 0.02%，欧元涨 0.14%，英镑涨 0.34%，日元跌 0.17%，瑞郎涨 0.18%，加元、韩元贬值，澳元、新西兰元、兰特、雷亚尔、泰铢、比索升值超 1%。

2.4 商品市场：黄金涨 1.6%，布油涨 3.8%

图表 13: 黄金涨 1.6%, VIX 指数回落至 14.7



资料来源: Bloomberg

图表 14: 布油涨 3.8%, 现货商品指数微涨

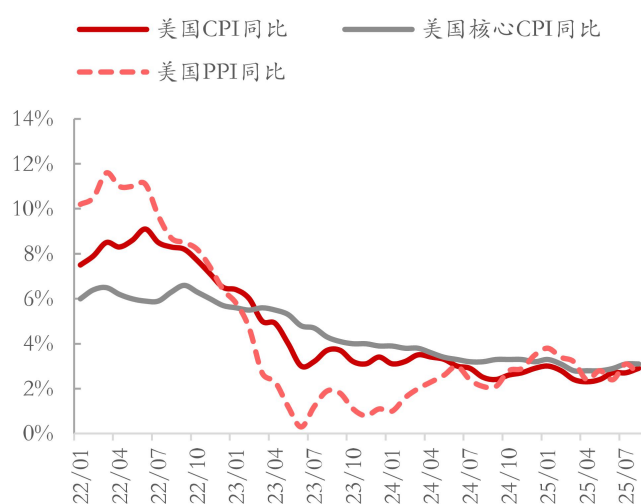


资料来源: Bloomberg

现货黄金涨 1.6% 至 3643 美元/盎司, 再创历史新高, 地缘进展局势以及美国就业数据走弱, 推动黄金继续上涨, 但历史高位附近多空博弈增加, 美国 8 月 CPI 如期反弹, 9 月美联储利率会议如果没有超预期鸽派表态, 黄金面临短线的多头获利了结带来的会谈风险。美股震荡收涨, 市场风险偏好再度回升, VIX 指数降至 14.7, 降息预期叠加科技股强势上涨所致, 注意美联储降息后市场情绪可能转变。布伦特原油涨 3.8% 至 67.6 美元/桶, OPEC+ 增产利空犹存, 但中东地区地缘局势紧张又增加了对供给的担忧, 导致油价短期走强, 但长期来看持续性不强, 工业品反内卷仍有炒作, 大宗商品现货指数震荡。

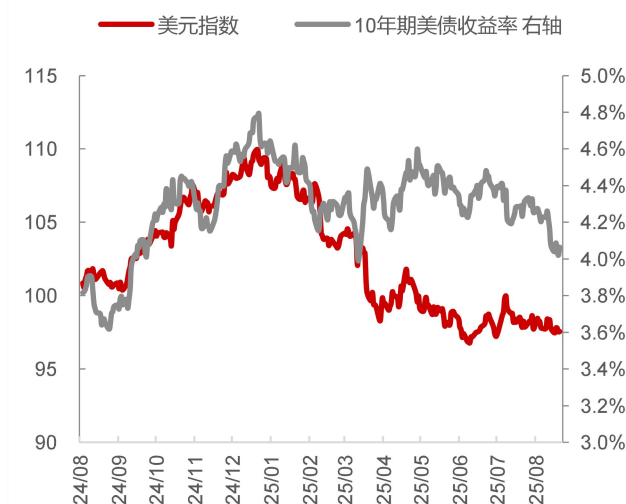
3、热点跟踪: 美国通胀符合预期

图表 15: 美国 8 月 CPI 如期反弹, PPI 低于预期



资料来源: Bloomberg

图表 16: 美元、美债走势震荡



资料来源: Bloomberg

本周市场维持风险偏好温和升温，美元指数继续走弱。本周最为重要的就是公布了最新的美国 CPI 和 PPI 数据，以及对于年度劳动力市场的修正。最新的 CPI 符合预期，CPI 同比 2.9%，环比 0.4%，PPI 则不及预期。主要的是 CPI 同比增速进一步上升，环比增速继续维持在高位，主要由于服务业的价格上升导致。可以看出通胀实际上短期面临进一步上升的压力。

另一方面，年度非农修正下修超预期，每一次年度非农下修基本上都超预期。这表明了劳动力市场的数据可能远没有看上去具有韧性。我们观察到美国经济数据和劳动力市场数据形成了明显较为长期的背离，尤其是从 24 年之后，劳动力市场数据相较于其他经济数据明显强势，目前来看，实际上的情况可能是劳动力市场的数据被高估造成。

那对于目前的状况而言，劳动力市场在走弱，但是通胀短期继续存在压力，明显是一个滞胀的状态，只不过市场对于经济走弱带动通胀回落的预期明显上升，因此目前市场更倾向于软着陆。所以短期通胀即使有进一步上升的可能性，市场对于降息还是维持年内连续降息的基准预期。

我们预计 9 月份美联储利率会议降息 25 个基点，但是整体的引导预期会偏向鸽派。所以目前市场风险偏好预计会维持进一步上升的局面，美元指数继续存在下行压力。需要观察特朗普政府对于俄罗斯制裁和关税政策上的变数。

4、下周重要事件提示

图表 17：美联储、英国央行、日央行利率会议

日期	重要数据&事件
周一	中国 8 月社零、工增 日本休市
周二	美国 8 月零售销售、9 月 NAHB 房产指数
周三	美国 8 月新屋开工、营建许可 加拿大央行利率会议决议
周四	美联储、英国央行 9 月利率会议
周五	日央行 9 月利率会议

资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

5、风险提示

美联储表态超预期鹰派，当前交易逻辑将发生转变。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com