



2025 年 10 月 20 日

## 法币信用再定价，黄金迈向新高台

### 核心观点

- **2025年9月：**国内外大类资产总体偏暖，全球仍处于降息周期、风险偏好处于高位，各国股市继续上行，商品中贵金属表现亮眼，全球债市先下后上，美元指数及人民币指数均小幅反弹。
- **国内市场：**权益（+1.98%）> 商品（+0.74%）> 人民币（+0.21%）> 债券（-0.36%）。A股短暂整固后放量上行，科创风格领涨市场；债市不再交易基本面疲弱预期，对利空反应趋于敏感；公募销售新规扰动、“反内卷”政策持续发酵及股市风险偏好回升；人民币对美元、非美货币小幅升值；内需商品偏弱震荡。
- **海外市场：**权益（+3.43%）> 债券（+0.65%）> 美元（+0.15%）> 商品（-0.58%）。全球流动性仍处于宽松，市场风险偏好处于高位，主要经济体股指均收涨，其中纳指、日经、韩国综指涨幅超5%；9月月初受财政担忧影响，全球长债遭抛售、收益率上行，中下旬随美联储降息落地与经济走弱，全球债市转向修复；CRB商品指数小幅收跌，其中金属领涨、油脂领跌。
- **展望后市：**黄金短线虽处超买区间但难言见顶，中长期法币信用对冲价值凸显；铜价宏观与基本面共振向上，短期易涨难跌但仍需防范海外扰动；原油供需宽松、地缘溢价消退，下行压力仍存；美元短期探底后弱势反弹，中长期信用收缩、走势偏弱；全球流动性宽松下，海内外股市估值中枢上移，短期或有调整压力，但指数上行动能仍将延续。
- **风险因素：**全球地缘政治风险加剧，国内经济复苏力度、政策不及预期，美国经济降温风险，海外央行货币政策不及预期。

投资咨询业务资格  
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587  
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990  
投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478  
投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165  
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296  
投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615  
投资咨询号：Z0022965

## 目录

|                |    |
|----------------|----|
| 一、大类资产表现 ..... | 4  |
| 二、权益市场 .....   | 5  |
| 1. A 股 .....   | 5  |
| 2. 港股 .....    | 8  |
| 三、债券市场 .....   | 9  |
| 1. 国债 .....    | 9  |
| 四、商品市场 .....   | 11 |
| 1. 黄金 .....    | 11 |
| 2. 铜 .....     | 12 |
| 3. 原油 .....    | 13 |
| 五、外汇市场 .....   | 14 |
| 1. 美元 .....    | 14 |
| 2. 人民币 .....   | 14 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1 2025 年 9 月国内外大类资产收益率概览 ..... | 4  |
| 图表 2 权益市场表现 .....                 | 5  |
| 图表 3 A 股成交额.....                  | 6  |
| 图表 4 A 股换手率.....                  | 6  |
| 图表 5 沪深 300 风险溢价 .....            | 7  |
| 图表 6 中证 1000 风险溢价.....            | 7  |
| 图表 7 主要宽基指数市盈率（TTM） .....         | 7  |
| 图表 8 融资融券余额 .....                 | 7  |
| 图表 9 A 股年报净利润.....                | 7  |
| 图表 10 一致预期净利润同比增速.....            | 8  |
| 图表 11 工业企业利润 .....                | 8  |
| 图表 12 AH 股溢价率.....                | 8  |
| 图表 14 南向资金 .....                  | 9  |
| 图表 15 恒生指数换手率 .....               | 9  |
| 图表 16 恒生指数与 10Y 美债收益率.....        | 9  |
| 图表 17 恒生指数与人民币汇率 .....            | 9  |
| 图表 19 主要资金利率 .....                | 10 |
| 图表 20 政府债发行与到期情况 .....            | 10 |
| 图表 21 票据贴现利率 .....                | 10 |
| 图表 22 国债收益率曲线 .....               | 11 |
| 图表 23 国债期限利差 .....                | 11 |
| 图表 24 伦敦金现与美元指数 .....             | 12 |
| 图表 25 中国官方黄金储备 .....              | 12 |
| 图表 26 国内外铜价走势 .....               | 13 |
| 图表 27 LME 铜库存.....                | 13 |
| 图表 28 美国商业原油库存 .....              | 14 |
| 图表 29 美国炼油厂产能利用率 .....            | 14 |
| 图表 30 中美利差 .....                  | 15 |
| 图表 31 在岸、离岸人民币汇率 .....            | 15 |
| 图表 32 美元指数 .....                  | 15 |
| 图表 33 花旗经济意外指数 .....              | 15 |

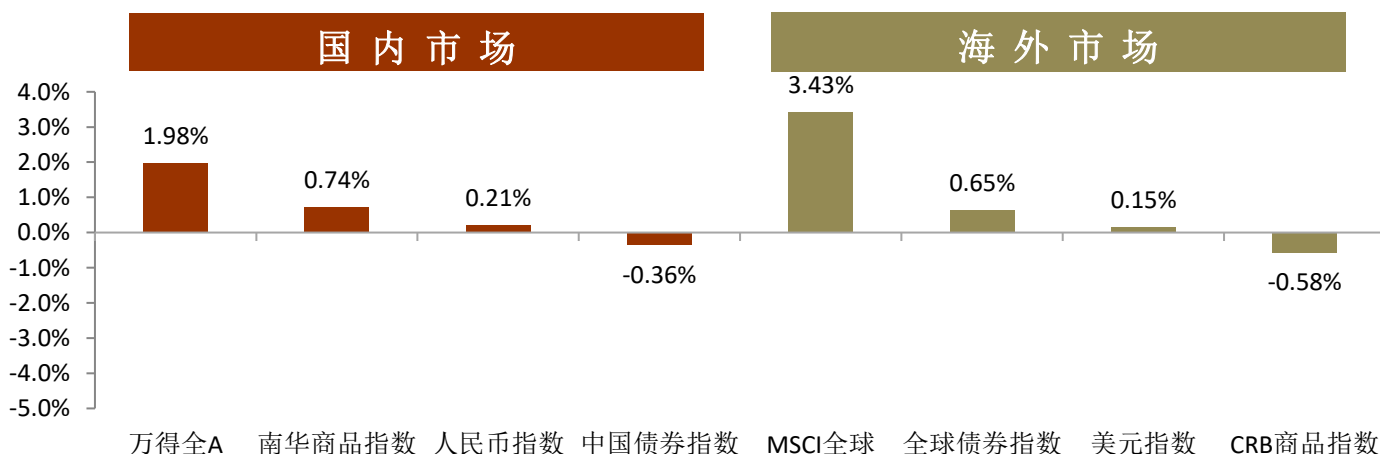
## 一、大类资产表现

2025 年 9 月，国内外大类资产总体偏暖，全球仍处于降息周期、风险偏好处于高位，各国股市继续上行，商品中贵金属表现亮眼，全球债市先下后上，美元指数及人民币指数均小幅反弹。

国内市场方面，权益(+1.98%)>商品(+0.74%)>人民币(+0.21%)>债券(-0.36%)。  
**A 股** 9 月收益率录得+1.98%，月初在短暂调整后继续上行，两市日均成交额较 8 月增长 4.7%至 2.42 万亿元。**南华商品指数** 9 月收益率录得+0.74%，国际商品偏强、内需商品偏弱，其中贵金属(+13.04%)>有色(+0.06%)>工业品(-1.13%)>黑色(-1.58%)>能化(-2.01%)>农产品(-2.79%)。**人民币指数** (CFETS) 9 月收益率录得+0.21%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币走强，在岸美元兑人民币升值 0.20%至 7.1186。**中国债券综合指数** (Bloomberg) 9 月收益率录得-0.36%，利率延续震荡上行，市场不再交易基本面疲弱预期，对利空反应更敏感，债基受公募销售新规冲击，同时‘反内卷’政策发酵、股市风险偏好回升，共同压制债市表现。

海外市场方面，权益(+3.43%)>债券(+0.65%)>美元(+0.15%)>商品(-0.58%)。  
**MSCI 全球指数** 9 月收益率录得+3.43%，全球流动性仍处于宽松，股市风险偏好上行，主要经济体股指均收涨，其中纳指、日经、韩国综指涨幅超 5%。**全球债券综合指数** (Bloomberg) 9 月收益率录得+0.65%，其中美国录得+1.09%，新兴市场录得+1.1%，欧洲录得+0.36%，9 月初多国长期国债因财政担忧遭抛售，收益率普遍上行；自中下旬起，受美联储降息落地及经济数据走弱影响，全球债市有所修复。**美元指数** 9 月收益率录得+0.15%，8 月非农爆冷叠加年度大幅下修、临近降息之际，月中美元指数探至 96.2 低点，随后反弹。**CRB 商品指数** 9 月收益率录得-0.58%，金属、工业原料、纺织品板块分别收涨 4.06%、0.78%、0.01%，油脂、食品、家畜板块分别收跌-7.82%、-4.55%、-3.34%。

图表 1 2025 年 9 月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

## 二、权益市场

2025 年 9 月，全球权益市场均偏暖，其中港股>A 股≈海外。国内方面，A 股 9 月收涨 2.80%，其中科创 50、创业板指涨幅超 10%，领跑市场，两市成交量中枢从 8 月的 2.3 万亿小幅升至 2.4 万亿。港股方面，9 月恒生指数收涨 7.10%，恒生科技收涨 13.95%。海外方面，主要经济体股指几乎均收涨，韩国综指、纳指、日经表现较强，仅德国 DAX 小幅收跌。

图表 2 权益市场表现

|    | 指标         | 现价       | 9月走势 | 9月涨跌幅 (%) | 年初至今涨跌幅 (%) |
|----|------------|----------|------|-----------|-------------|
| A股 | 万得全A       | 6348.94  |      | 2.80      | 25.98       |
|    | 上证指数       | 3882.78  |      | 0.64      | 16.27       |
|    | 深圳成指       | 13526.51 |      | 6.54      | 28.24       |
|    | 创业板指       | 3238.16  |      | 12.04     | 45.37       |
|    | 上证50       | 2988.94  |      | 0.42      | 10.80       |
|    | 沪深300      | 4640.69  |      | 3.20      | 17.33       |
|    | 中证500      | 7412.37  |      | 5.23      | 29.21       |
|    | 中证1000     | 7574.96  |      | 1.83      | 26.45       |
|    | 中证2000     | 3093.31  |      | -0.27     | 31.66       |
|    | 科创50       | 1495.29  |      | 11.48     | 46.89       |
| 港股 | 北证50       | 1528.63  |      | -2.90     | 45.20       |
|    | 恒生指数       | 27140.92 |      | 7.09      | 33.36       |
|    | 恒生科技       | 6622.85  |      | 13.95     | 44.83       |
| 海外 | 恒生中国企业指数   | 9658.34  |      | 6.79      | 30.73       |
|    | 道琼斯工业指数    | 46758.28 |      | 1.87      | 8.97        |
|    | 纳斯达克指数     | 22780.51 |      | 5.61      | 19.23       |
|    | 标普500      | 6715.79  |      | 3.53      | 14.51       |
|    | 英国富时100    | 9491.25  |      | 1.78      | 16.35       |
|    | 法国CAC40    | 8081.54  |      | 2.49      | 8.95        |
|    | 德国DAX      | 24378.80 |      | -0.09     | 23.62       |
|    | 日经225      | 45769.50 |      | 5.18      | 20.54       |
|    | 韩国综指       | 3549.21  |      | 7.49      | 50.47       |
|    | 印度SENSEX30 | 81207.17 |      | 0.57      | 5.16        |

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 1. A 股

9 月 A 股大多数宽基指数均收涨，两市成交额中枢走平在 2.4 万亿上方，科创 50、创业板指表现强劲、涨幅均超 10%，北证 50 和中证 1000 小幅收跌。

分子端对偏弱数据的定价趋于钝化，分母端海外宽松落地，整体风险偏好抬升。从分子端看，近期经济数据整体平淡，商品消费政策效应减弱、“反内卷”抑制投资扩张、地产量价继续下行、金融数据偏弱但仍有支撑，但市场已不再定价“无亮点”数据。从分母端看，国内上次降息仍在 5 月，海外美联储已于 9 月启动年内首次降息，全球主要央行整体维持宽松周期。与此同时，海内外 AI 产业持续催化，资金集中流入科技板块，带动风险偏好进一步回升。

**9月市场成交稳步放量，成交活跃度上行。**从成交额看，9月份沪深两市日均成交额为24,172亿元，较8月份增加1,094亿元。从换手率看，9月上证指数月均换手率达1.37%，创年内新高，月初指数短暂调整后，伴随产业题材升温，市场成交活跃度明显回升。

**指数风险溢价进一步下行，警惕短期调整风险。**9月上证50的风险溢价从6.56%小幅升至6.65%，沪深300的风险溢价从5.24%回落至5.17%，中证500的风险溢价从1.14%回落至0.98%，中证1000的风险溢价从0.28%回落至0.22%。目前上证50、沪深300及中证500的风险溢价已触及-2倍标准差警戒线，显示市场乐观情绪处于历史高位、买入性价比低，短期或面临估值与情绪的阶段性修正。

**宽基指数估值继续抬升，仅上证50小幅下修。**从估值端看，9月万得全A市盈率从22.1倍回至22.5倍(+1.4%)，上证50市盈率从11.9倍回落至11.8倍(-1.2%)，沪深300市盈率从14.1倍升至14.2倍(+0.8%)，中证500市盈率从33.6倍升至35.2倍(+5.0%)，中证1000市盈率从47.1倍升至48.0倍(+1.9%)。

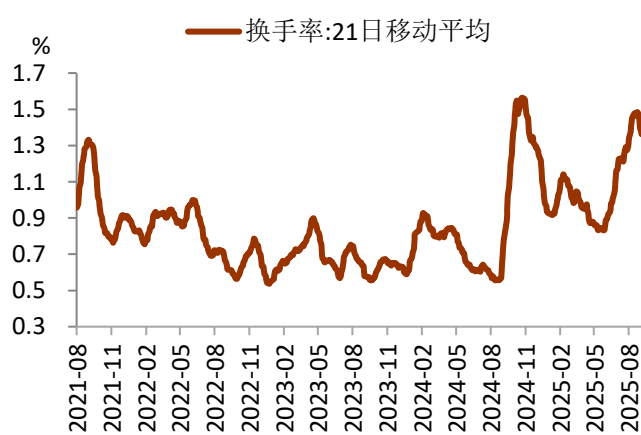
**杠杆资金进一步扩大，外资持续流入。**从杠杆资金端看，9月末两融余额为23941.16亿元，较8月末增加1328.06亿元。从外资端看，根据EPFR资金流向显示，9月海外资金继续净流入A股，整体规模较8月进一步扩大，其中被动型基金9月净流入约15.5亿美元，较8月的12.7亿美元环比增长约22%；主动型基金净流出约1.3亿美元，较8月的0.6亿美元流出扩大。

**反内卷有望推升中长期PPI，A股盈利底部或逐步显现。**从盈利端看，9月A股2025年一致预期净利润同比较8月小幅下修，自7月“反内卷”政策顶层定调以来，行业治理持续推进，供给侧收缩与秩序优化正逐步显现。尽管需求恢复偏弱，政策效应累积将为中期价格企稳及PPI反弹提供支撑。8月工业企业利润同比增21.5%，拆解三因子，利润率同比由-2.7%改善至17.5%，工业增加值贡献减少，PPI价格的拖累减少，此前“量升价跌”格局缓和，盈利底部正在酝酿。

图表3 A股成交额

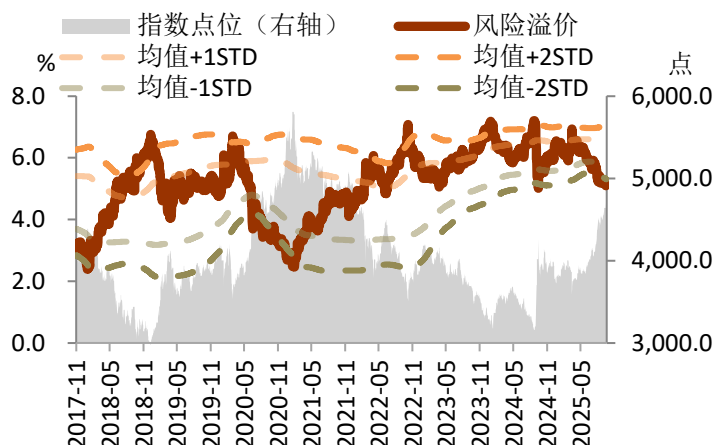


图表4 A股换手率

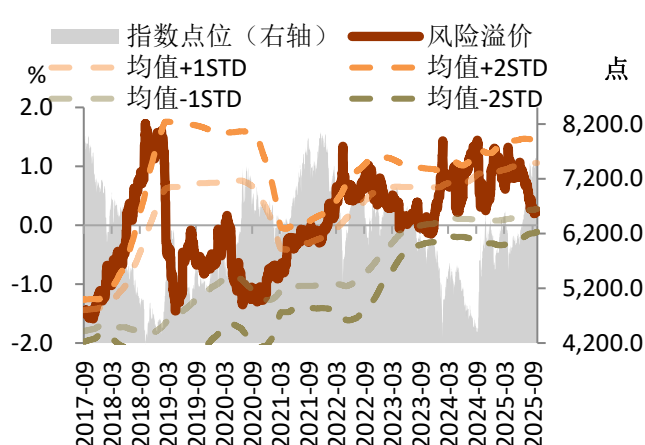


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 沪深 300 风险溢价

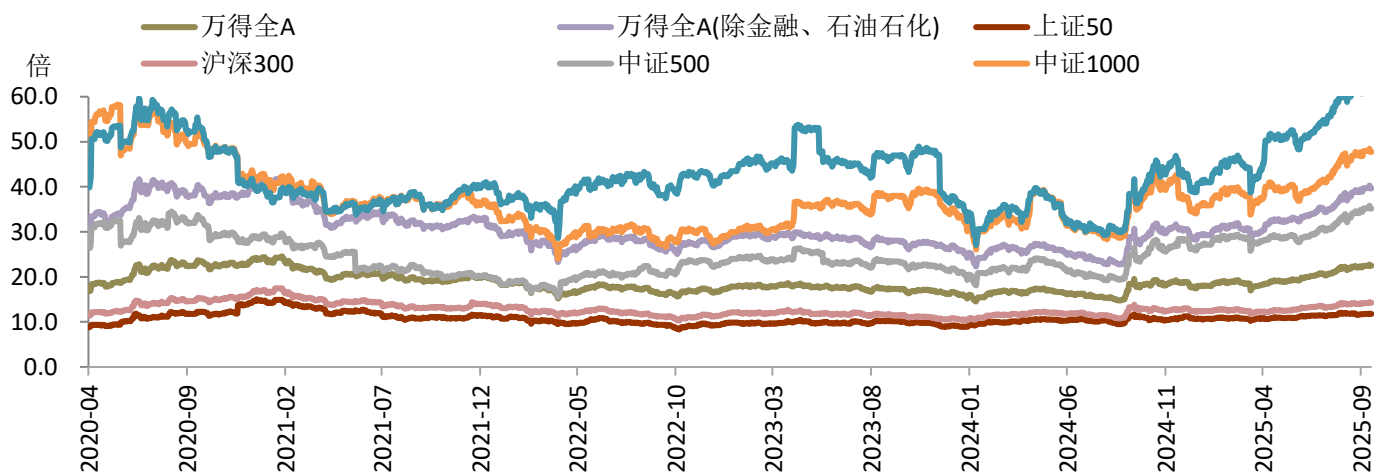


图表 6 中证 1000 风险溢价



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率）

图表 7 主要宽基指数市盈率（TTM）

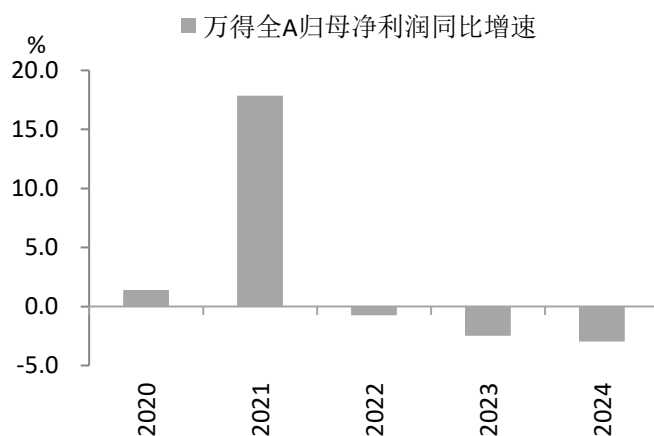


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 8 融资融券余额

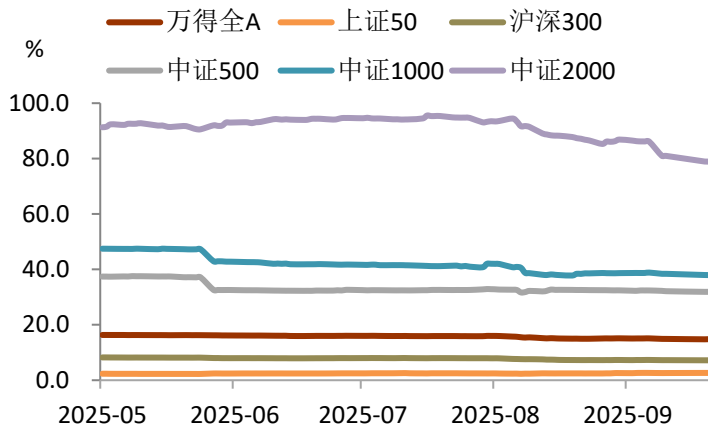


图表 9 A 股年报净利润

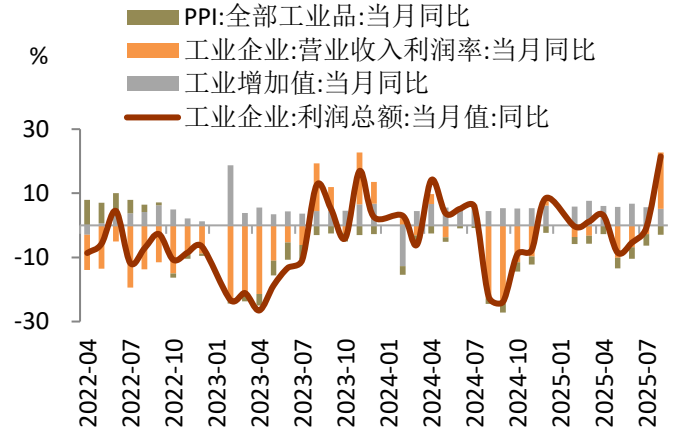


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 一致预期净利润同比增速



图表 11 工业企业利润



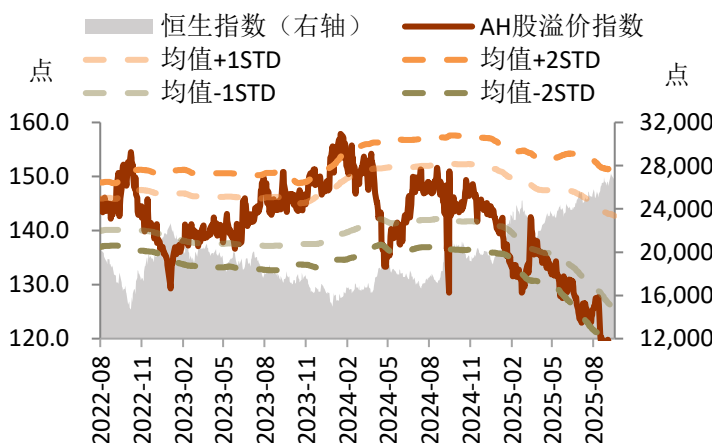
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2. 港股

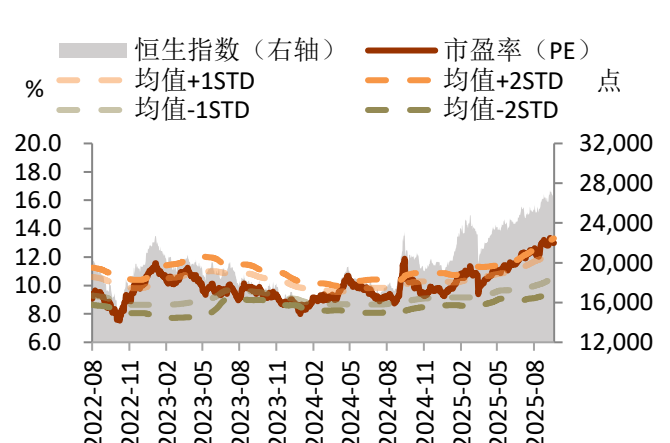
科技巨头加码 AI 投资提振风险偏好，叠加弱美元，9 月港股走强。9 月港股强势上扬，恒生指数上涨 7.09%，恒生科技指数大涨 13.95%，年内仅次于 2 月涨幅。国内互联网巨头中扩大 AI 资本开支，并与英伟达合作，显著提振市场风险偏好，带动 AI、半导体等科技板块全面走强。与此同时，9 月美联储年内首次降息落地，美元走弱、资金回流新兴市场，推动港股流动性改善与估值修复。

估值继续上修，南向流入加速。恒生指数的市盈率（P/E）在 9 月末为 13.18 倍，较 8 月末 12.11 倍继续修复；南向资金流入势头加剧，在 9 月实现净流入 1726.53 亿元，创 2021 年来单月最高值。同时，恒指换手率较 8 月上行，但仍低于 2-3 月水平。

图表 12 AH 股溢价率



图表 13 恒生指数市盈率

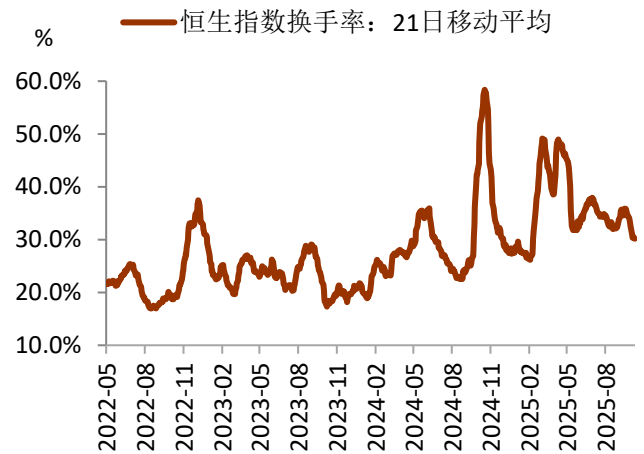


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 南向资金

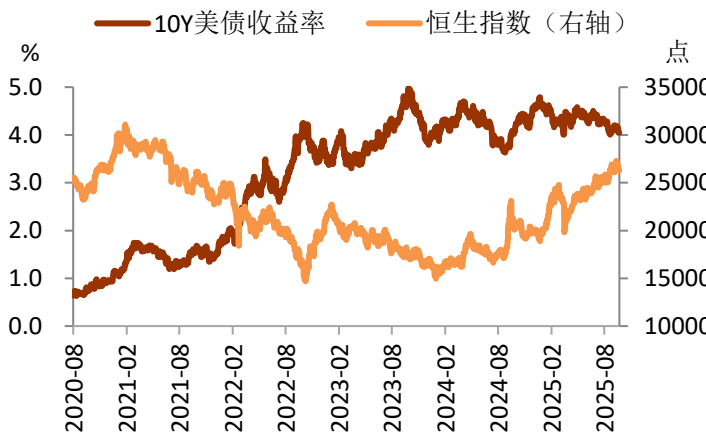


图表 15 恒生指数换手率

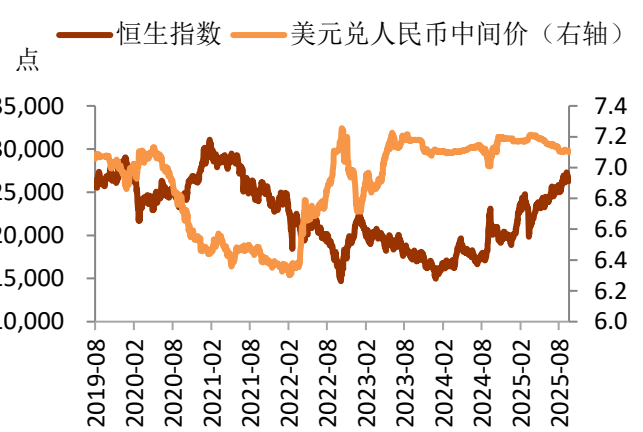


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 17 恒生指数与人民币汇率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 三、债券市场

#### 1. 国债

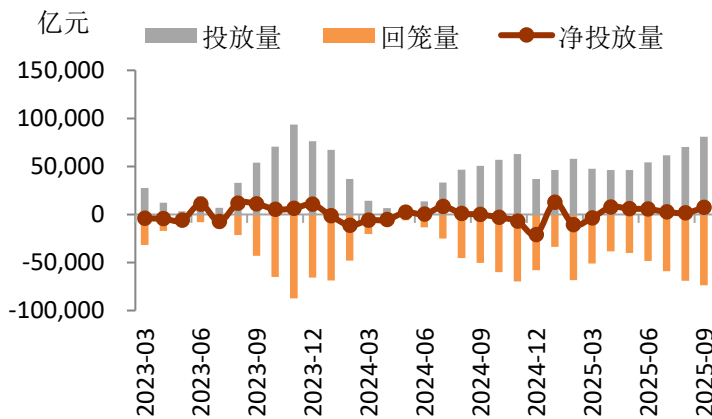
9月资金面中性偏松，利率中枢上行，政府债融资放缓。资金供给方面，9月央行公开市场净投放7,202亿元，较8月大幅增加，其中逆回购投放73,396亿元、到期69,494亿元，MLF投放6,000亿元、到期3,000亿元，国库现金定存投放1,500亿元、到期1,200亿元。资金价格方面，R001较8月末上行11.47BP至1.53%，DR001较8月末上行5.6BP至1.38%；R007较8月末上行9.47BP至1.61%，高于政策利率（截至9月末7天逆回购利率1.4%）21.18BP；DR007较8月末下行7.82BP至1.4376%，高于政策利率3.76BP。资金需求方面，9月政府净融资10,884.34亿元，较8月减少2223.91亿元，较去年同期减少1,939.42亿元；票据贴现利率9月均值为0.81%，较8月0.67%上行，指向9月信贷需求或有起色。

敬请参阅最后一页免责声明

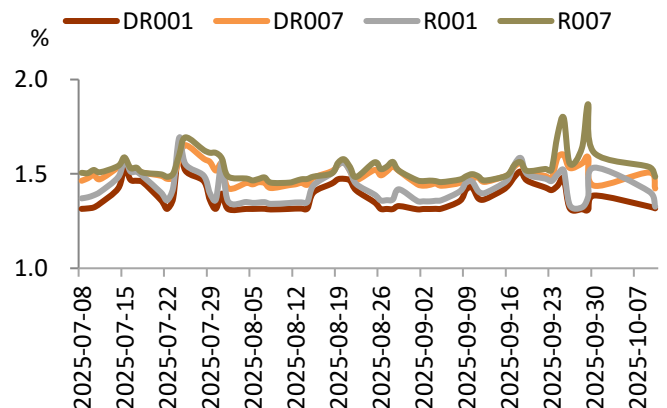
长端利率显著上行，曲线整体走陡。9月末，2年期国债收益率为1.49%，较8月末上行1.8BP；10年期国债收益率为1.86%，较8月末上行8.5BP；30年期国债收益率为2.22%，较8月末上行6.67BP。10Y-2Y期限利差为0.37%，较8月末收窄7.16BP；30Y-10Y期限利差为0.37%，较8月末走阔6.67BP。

9月债市依旧弱不禁风，后续有望边际转强。9月债市延续震荡弱势，市场不再交易基本面较弱带来的利多预期，转而对各类利空因素高度敏感，公募基金销售费用新规对债基形成冲击，“反内卷”政策持续演绎推升通胀预期，叠加股市风险偏好回升，共同压制债市表现。往后看，10月中美博弈进入加剧阶段，风险偏好收缩下，部分资金回流债市寻求避险，短期或延续震荡但动能较9月有所增强。中长期来看，尽管债券相较去年自身及其他资产的性价比下降，但在内需修复乏力、核心通胀回升尚需时间及中美战略博弈加剧的背景下，长端利率尚不构成反转、仍具下探可能。

图表 18 货币市场公开操作

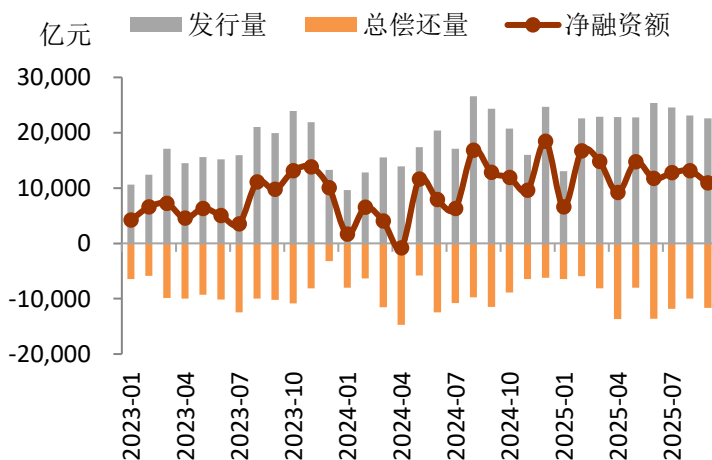


图表 19 主要资金利率

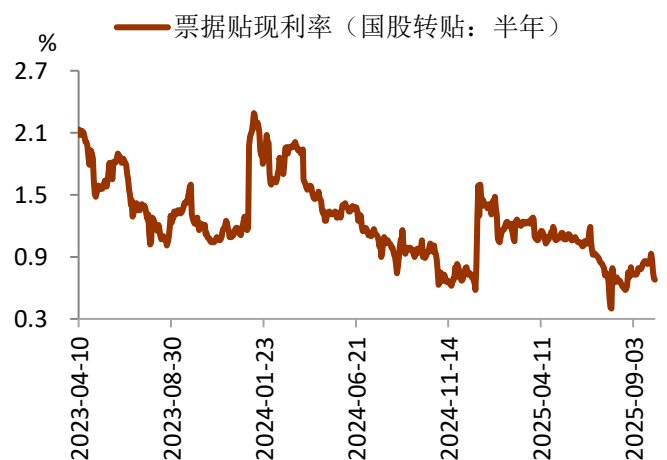


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 20 政府债发行与到期情况

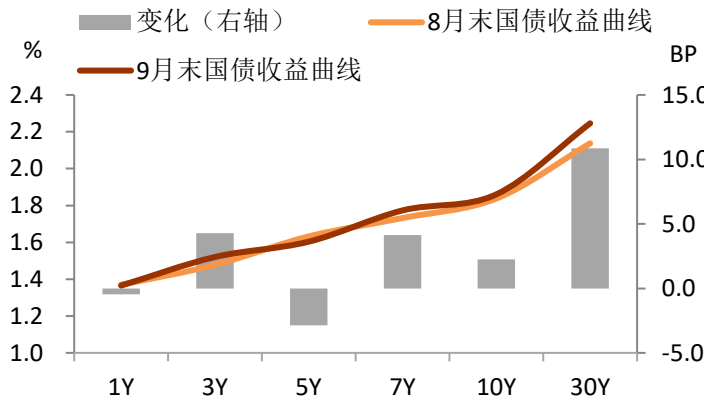


图表 21 票据贴现利率

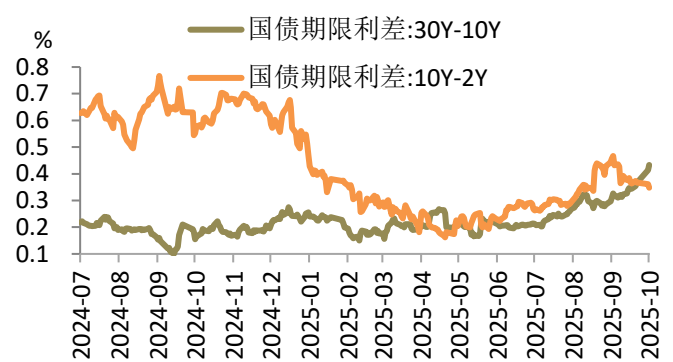


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 国债收益率曲线



图表 23 国债期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 四、商品市场

### 1. 黄金

9月末，伦敦金现收于 3857.825 美元/盎司，月涨跌幅 11.92%，全月趋势性上行；沪金收于 874.4 元/克，月涨跌幅 11.13%，人民币升值导致内盘金价表现略弱于外盘。

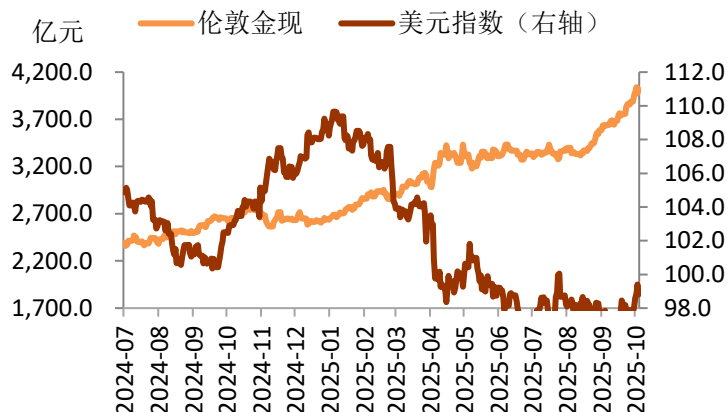
**(1) 美联储年内首次降息落地，金价进入新一轮上行周期。**自 8 月 22 日鲍威尔在杰克逊霍尔年会释放鸽派信号以来，金价摆脱 5 月以来的震荡格局，9 月开启强势单边上涨。上旬美国非农数据爆冷、就业担忧升温，下旬美联储以 11:1 票决降息 25bp 至 4.00% - 4.25%，仅特朗普新提名的米兰支持降息 50bp。声明新增“失业率回升、就业下行风险上升”等措辞，整体基调偏鸽。点阵图显示，2025 年中位数预期年内降息 3 次（此前为 2 次），2026、2027 年各降 1 次。美联储降息落地与未来宽松指引共同为金价上行奠定基础。

**(2) 全球政治风险凸显，法币信用难修复，央行持续增持，ETF 加速流入。**9 月下旬起，美国政府停摆风险再度升温，法国政局再陷信任危机，日本内阁频繁更迭，全球政治与经济不确定性叠加发酵。中长期结构性风险在短期集中释放，推动各国央行及新兴市场（尤其是中国与印度）居民持续增持黄金，以对冲法币贬值与金融体系脆弱性。与此同时，黄金 ETF 持续净流入，显示机构资金亦在加码配置，黄金再度成为全球资产组合中的核心避险锚。

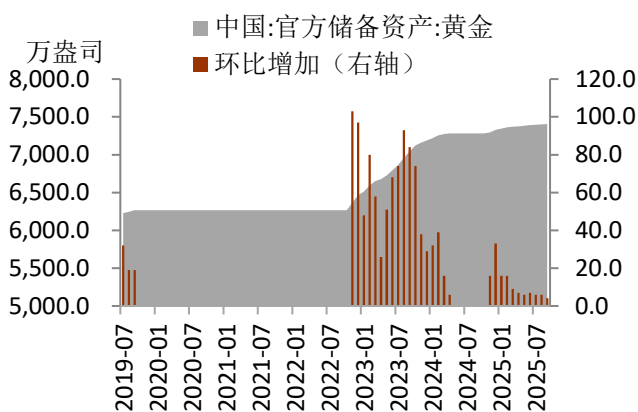
**(3) 展望后市，短期已超买、但难言见顶，中长期凸显法币信用对冲价值。**当前国际现货黄金稳居 4300 美元上方，市场卖压有限，投资者普遍惜售，其波动率已处于历史高位（已超今年 4 月 22 日，仅次于 2008、2011、2013、2020 年）。长期来看，全球主权债务攀升、法币购买力下滑以及美元储备地位的边际削弱，正推动黄金由“避险工具”向“对法币信用风险的核心对冲资产”转型。尽管短线技术面显示金价存在超买迹象、年内涨幅已超过 65%，相较于权益资产的高估值及其在组合中的配置比例，黄金仍处于相对低估区间，尚

难言何时阶段性见顶，近期关注中美谈判进展。从驱动因素看，美联储降息周期延续、美元中长期走弱，以及各国央行和新兴市场消费者的持续购金需求，共同支撑金价高位震荡。整体而言，在高债务、弱货币与低信任的全球格局下，黄金正重新确立其作为全球资产体系“信用锚”的核心地位。

图表 24 伦敦金现与美元指数



图表 25 中国官方黄金储备



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2. 铜

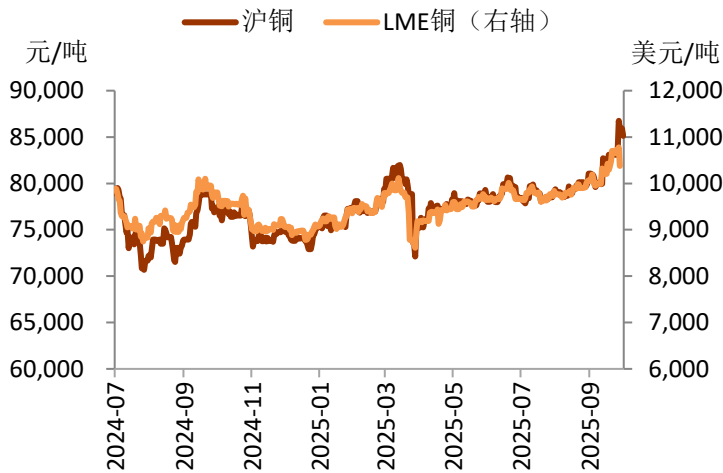
9 月末，伦铜收于 10296 美元/吨，月涨跌幅+3.98%；沪铜收于 83130 元/吨，月涨跌幅+4.99%；COMEX 铜收于 4.87 美元/磅，月涨跌幅+6.52%。

**(1) 9 月 FOMC 降息落地、弱美元助力铜价震荡上行。**9 月宏观环境整体利多铜价。月初起市场降息预期持续升温，美债收益率回落，美元指数从 98 下探至年内低点 96.2，全球流动性边际转松，叠加海外风险偏好维持高位，为周期资产提供了顺风环境。

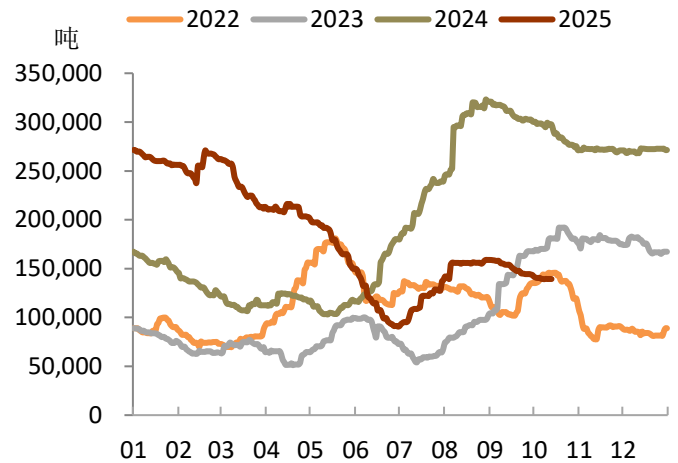
**(2) TC 持续偏弱，供应扰动催化，驱动铜价加速上涨。**截至 9 月底，铜精矿现货 TC 维持在约-40 美元/吨的低位，显示矿端供应持续紧张，全球铜精矿增速预计在 2025 年降至 1%以下。9 月多地矿山因事故、环保及地质因素频繁停产或延迟复产，年内累计产量损失超过 10 万吨，多家企业已下调今明两年产量指引，2025 年整体产量增速中位数仅约 0.5%，部分甚至低于去年水平。整体而言，供应扰动加剧，使市场对 2025-2026 年铜精矿可能出现全面短缺的预期显著升温，9 月下旬起铜价加剧上行。

**(3) 展望后市，宏观及基本面均向上，铜价易涨难跌，海外风险仍需警惕。**从宏观面看，全球仍在宽货币+宽财政的环境中，宽松的流动性是商品价格上涨的温床，然而美国政府从 10 月初停摆至今无解，经济数据暂停披露，使美联储及市场及时对美国经济温度评估造成阻力，仍需要警惕四季度美国潜在的衰退叙事以及特朗普的关税政策的扰动。从基本面看，海内外科技大厂继续扩大 AI 资本开支，对铜需求端形成增量，国内传统行业需求增量有限，新兴产业保持稳健增速，市场对铜矿中期供应紧张的担忧持续升温，对铜价形成下方支撑。

图表 26 国内外铜价走势



图表 27 LME 铜库存



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3. 原油

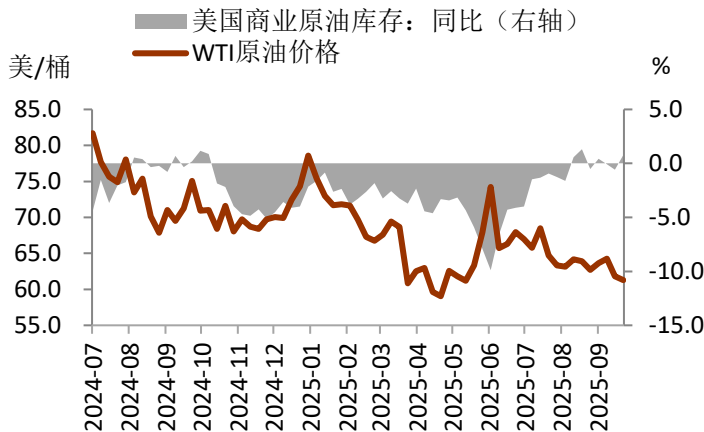
9 月末，WTI 原油收于 61.95 美元/桶，月涨跌幅-1.96%；布伦特原油收于 66.15 美元/桶，月涨跌幅-1.24%，9 月油价整体保持窄幅震荡。

**(1) OPEC+产能释放加速，供给宽松压力持续。**OPEC+自 10 月起计划上调产量目标 13.7 万桶/日，显示其自愿减产协议的执行力度正在边际减弱。根据 IEA10 月报测算，全球石油供应量预计在 2025 年和 2026 年分别同比增加约 300 万桶/日和 240 万桶/日，较此前进一步上修，目前供需失衡也已体现在库存端，美国商业原油库存同比上升至 0.77%，后续或仍面临累库压力，原油供给偏松态势延续。

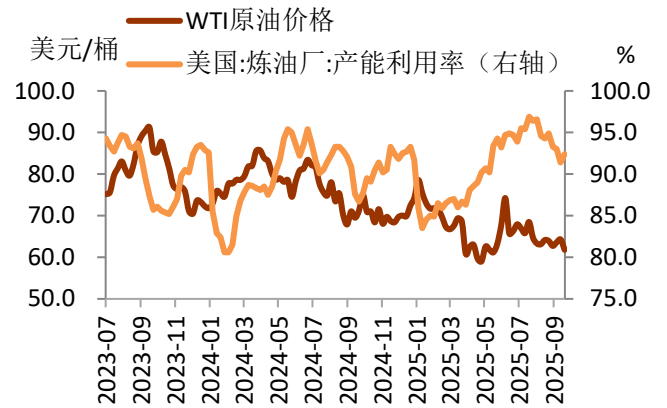
**(2) 需求延续疲弱，进入“低增与重构”阶段。**当前全球石油需求呈现结构性放缓、区域性分化的趋势：IEA 预计 2025 年全球原油消费量年同比增长约 70 万桶/日，该增长主要来自非 OECD 国家，而 OECD 国家消费量持平或小幅下降。与此同时，EIA 也预计该增速将低于 100 万桶/日的水平。整体而言，全球石油需求正由发达经济体向新兴市场转移，增长动能趋弱

**(3) 展望后市，供需宽松格局延续，地缘溢价消退，油价下行压力犹存。**随着 OPEC+ 加快恢复产量、争夺市场份额，而需求端持续低迷，全球石油市场供大于求的格局延续。在特朗普主导下，中东局势趋于缓和，加沙地带哈马斯与以色列达成停火协议，此前持续支撑油价的“战争溢价”随局势降温而逐步消退。中短期而言，油价中枢依旧面临下行压力。

图表 28 美国商业原油库存



图表 29 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 五、外汇市场

### 1. 美元

美元短期探底后弱反弹，中长期美元信用破裂走势趋弱。9月美元指数呈现V型走势，从月初97.84回落至月末97.93，月中创下3年多新低96.21。（1）就业市场降温，美联储降息靴子落地，美元指数创下新低。9月初市场对美联储降息的预期逐渐加强，偏冷的就业数据强化了这一预期：职位空缺率降至近三年低点小于1，非农新增就业爆冷、年度大幅下修，反映出劳动力供需关系从“平衡”转向“宽松”。与此同时，CPI与PPI核心通胀继续下行，为政策转向提供空间。9月FOMC会议落地年内首次降息，政策预期兑现后美元短线见底并出现技术性反弹。（2）展望后市，在特朗普打破财政与货币政策纪律、频繁扰动全球经贸格局的背景下，美元信用被持续侵蚀，其中长期恐难修复，预计呈现震荡走弱趋势。但从中短期来看，在欧日政局动荡下、美国经济弱而未衰的背景下，美元指数预计震荡弱反弹，尝试重返100关口上方仍有可能。

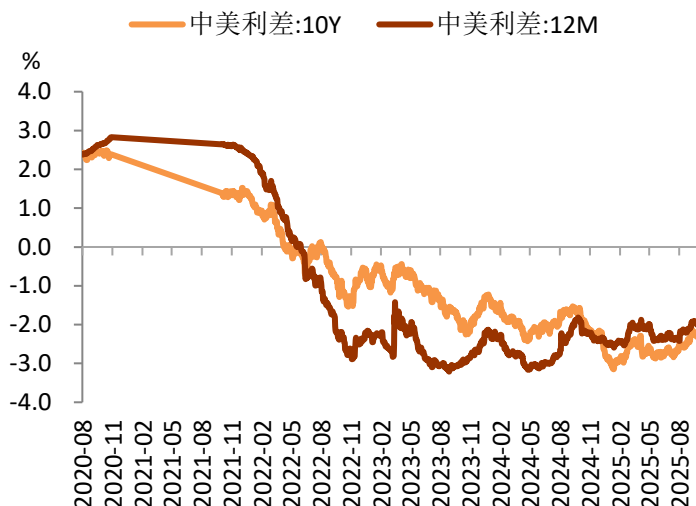
### 2. 人民币

**G2货币继续贬值，人民币对美升值、非美贬值。**9月在岸人民币汇率从7.1304小幅升至7.1210，离岸人民币汇率从7.1221小幅贬至7.1287，人民币中间价从7.1030小幅下调至7.1055。（1）人民币对美元小幅升值，9月国内经济基本面温和波动、货币政策无增量政策，人民币基本与美元形成镜像走势，央行逆周期调节力度也随着对美元被动升值而逐渐降低。（2）人民币对非美货币转为升值，CFETS人民币汇率指数（按贸易权重法对一篮子货币的汇率指数）9月升值0.21%，较8月-0.20%显著放缓，反映出人民币对多边货币在走强，其

敬请参阅最后一页免责声明

中对欧元、日元分别升值 0.54%、0.69%。(3) 展望后市，中美博弈在四季度风险再起，但尾部脱轨风险总体可控；国内经济延续温和复苏态势，四季度或伴随增量政策出台，货币宽松预期仍在延续。美国政府停摆导致部分经济数据延迟或暂停发布，增加美联储决策不确定性，10 月末 FOMC 会议大概率维持“数据依赖与风险平衡”的谨慎基调，目前利率期货已完全定价降息 25bp。在内外因素交织下，预计人民币短期将在 7.10 - 7.20 区间内震荡偏弱运行，汇率中枢受美元企稳及国内政策托底的双重影响而维持相对稳定。

图表 30 中美利差



图表 31 在岸、离岸人民币汇率

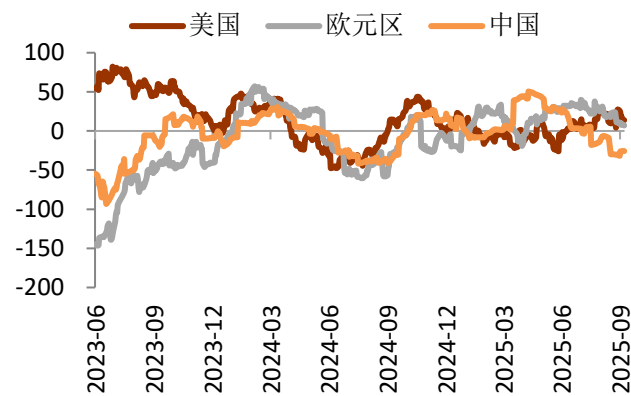


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 32 美元指数



图表 33 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

**全国统一客服电话：400-700-0188**

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

### 江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

### 大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。