仅供内部参考，请勿外传

海外宏观风险交易主线仍是地缘

——海外札记 20260916

报告发布日期 2026 年 09 月 22 日

证券分析师
王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320
吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
核心通胀小幅超预期，通胀主要矛盾仍在油价：——2026 年 8 月美国 CPI 数据点评 2026-09-16
美债短端风险待 FOMC 靴子落地，长端仍然承压：——海外札记 20260907 2026-09-11
美国就业暂未过热，加息仍待通胀验证：——2026 年 8 月美国就业数据点评 2026-09-09
沃什重建政策信用，仍难以扭转美债收益率上行压力：——海外札记 20260831 2026-09-03
海外长债风险开始发酵，关注风险偏好与美元信用的再定价：——海外札记 20260824 2026-08-28

研究结论

- **美国通胀风险保持上升，核心在于油价。**

上周公布了 8 月美国通胀经济数据，其中 PPI 明显超预期，CPI 整体基本符合预期。8 月名义 CPI 同比维持在 3.4%，环比由 0.1%升至 0.4%，主要受到能源价格上涨推动，能源价格同比上涨 16.3%，对 CPI 同比拉动约 1.1 个百分点。剔除能源后，8 月名义通胀约为 2.3%，近三个月持续回落，说明当前通胀压力主要来自原油。核心 CPI 方面，同比由 2.5%降至 2.4%，但环比由 0.2%升至 0.3%，略高于市场预期。分项来看，输入性通胀向核心商品通胀的传导不畅，核心商品环比仅上涨 0.1%，核心服务超预期回升则主要来自无线电话服务和在外住宿等高波动分项，租金等趋势性项目仍在放缓。与此同时，PPI 与 CPI 剪刀差进一步扩大，8 月 PPI 与 CPI 同比增速之差由 1.4 个百分点扩大至 2.0 个百分点，表明上游成本压力上升，但尚未广泛传导至消费端。

整体来看，当前美国名义通胀偏高主要受到原油通胀支撑，向核心内生传导不畅，经济更多受到供给侧输入性通胀压制。因此现阶段最主要的通胀风险仍是原油：虽然油价上涨尚未推动核心商品和服务全面加速，但油价维持高位的时间越长，上游成本向终端价格和通胀预期传导的风险就越大。市场交易主线围绕“油价上涨—通胀风险上升—加息概率和美债利率上升—股市承压”的链条，后续美债利率升降及美联储货币政策，也将主要取决于地缘和原油价格走势。

- **近期政策节点预计对市场影响有限。**

货币政策对于供给侧通胀的影响有限。本周，9 月美联储议息会议如期加息 25bp，部分市场观点认为，随着政策不确定性落地、美联储重新明确通胀立场，股票和债券市场都可能出现“靴子落地”后的阶段性反弹。但我们认为，即使会议能够短暂改善政策信心，也难以改变长端利率易上难下的趋势。因为当前通胀的主要来源是原油上涨带来的供给侧输入性压力，而美联储加息主要通过压低需求抑制内生通胀，无法直接增加能源供给或降低油价，因此在会议后市场主线大概率仍将回到美伊冲突和原油价格走势。

此外，也不宜高估美国政府通过政策操作扭转市场趋势的能力。美国财政部现有工具主要用于改善市场流动性和交易功能，规模不足以对冲持续扩大的国债供给及期限溢价压力。美国财政部近期将首次扩容后的长期国债回购上限设为 60 亿美元，最终在约 104.9 亿美元报价中接受约 51.9 亿美元，实际操作规模仍不足以改变长期国债市场的供需格局。此前曝光的政策备忘录显示，美国曾考虑买入 50 亿—100 亿美元规模的日元，9 月 10 日欧洲央行行长拉加德进一步披露，当日美国卖出欧元、买入日元的实际规模约为 5 亿欧元。两次操作均显示，政策工具不仅规模有限，实际使用力度也较为克制，信号意义大于对市场供求的实质影响。美国目前缺乏能够同时解决能源通胀、财政赤字和债务供给压力的政策手段，因此不应仅依据议息会议或财政部操作判断市场趋势即将反转。

- **资产价格展望：美债利率跟随油价波动，继续压制大类资产表现。**

随着美债利率对油价变动的敏感性上升，油价上涨将抬高通胀预期和美联储加息概率，推动美债收益率同步走高。美债利率仍是当前大类资产的主要风险源头，由外生通胀风险和融资压力推动的利率上升，也更容易抬升风险评价，压制风险资产表现。因此短期应优先避险交易，降低久期、杠杆和高估值资产敞口；待利率冲击和去杠杆压力阶段性释放后，再寻找能够对冲能源通胀、美元信用折价和美国债务风险的资产，黄金及部分非美元资产可能成为下一阶段更明确的宏观交易方向。

风险提示

地缘形势发展的不确定性。经济基本面大幅恶化的风险。全球央行超预期加息的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 周观点：美债利率上行，政策兜底无效，市场继续承压.....4
美国通胀风险保持上升，核心在于油价.....4
近期政策节点预计对市场影响有限.....4
资产价格展望：美债利率跟随油价波动，继续压制大类资产表现.....5
2. 海外宏观经济数据跟踪.....7
通胀.....7
美国 8 月 CPI：核心通胀小幅超预期，通胀主要矛盾仍在油价 7
美国 8 月 PPI：能源价格反弹带动美国生产端通胀重新走强，核心价格增速整体保持稳定 9
景气指数.....9
9 月密歇根大学消费者调查：消费者信心继续走弱，短期和长期通胀预期回升 9
3. 外资流向：主动外资本周小幅净流出港股.....10
港股：主动外资小幅流出港股.....10
A 股：主动外资小幅净流出.....11
中概股：主动外资小幅净流出.....11
风险提示.....12

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：油价（美元/桶）与美债收益率（%）强相关.....4
图 2：9 月加息概率定价超过 90%.....5
图 3：美股美债收益率负相关.....6
图 4：美国经济数据日历（2026/9/5-2026/9/11）.....7
图 5：8 月美国 CPI 略超市场预期（%）.....8
图 6：PPI-CPI 剪刀差走阔（%）.....9
图 7：消费者信心回落.....10
图 8：通胀预期回升（%）.....10
图 9：主动外资净流出港股（百万美元）.....10
图 10：主动外资净流出 A 股（百万美元）.....11
图 11：主动外资小幅净流出中概股（百万美元）.....11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

1. 周观点： 美债利率上行，政策兜底无效，市场继续承压

美国通胀风险保持上升，核心在于油价

上周公布了 8 月美国通胀经济数据，其中 PPI 明显超预期，CPI 整体基本符合预期。8 月名义 CPI 同比维持在 3.4%，环比由 0.1%升至 0.4%，主要受到能源价格上涨推动，能源价格同比上涨 16.3%，对 CPI 同比拉动约 1.1 个百分点。剔除能源后，8 月名义通胀约为 2.3%，近三个月持续回落，说明当前通胀压力主要来自原油。核心 CPI 方面，同比由 2.5%降至 2.4%，但环比由 0.2%升至 0.3%，略高于市场预期。分项来看，输入性通胀向核心商品通胀的传导不畅，核心商品环比仅上涨 0.1%，核心服务超预期回升则主要来自无线电话服务和在外住宿等高波动分项，租金等趋势性项目仍在放缓。与此同时，PPI 与 CPI 剪刀差进一步扩大，8 月 PPI 与 CPI 同比增速之差由 1.4 个百分点扩大至 2.0 个百分点，表明上游成本压力上升，但尚未广泛传导至消费端。

整体来看，当前美国名义通胀偏高主要受到原油通胀支撑，向核心内生传导不畅，经济更多受到供给侧输入性通胀压制。因此现阶段最主要的通胀风险仍是原油：虽然油价上涨尚未推动核心商品和服务全面加速，但油价维持高位的时间越长，上游成本向终端价格和通胀预期传导的风险就越大。因此，市场交易主线围绕“油价上涨—通胀风险上升—加息概率和美债利率上升—股市承压”的链条，后续美债利率升降及美联储加息与否，也将主要取决于美伊冲突演变和原油价格走势。

图 1：油价（美元/桶）与美债收益率（%）强相关



数据来源：wind，东方证券研究

近期政策节点预计对市场影响有限

货币政策对于供给侧通胀的影响有限。本周四将迎来美联储议息会议，在超预期的通胀数据公布后，目前市场定价的加息概率上升至 90%以上。部分市场观点认为，无论是否加息，随着政策不

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

确定性落地、美联储重新明确通胀立场，股票和债券市场都可能出现“靴子落地”后的阶段性反弹。但我们认为，即使会议能够短暂改善政策信心，也难以改变长端利率易上难下的趋势。因为当前通胀的主要来源是原油上涨带来的供给侧输入性压力，而美联储加息主要通过压低需求抑制内生通胀，无法直接增加能源供给或降低油价，因此在会议后市场主线大概率仍将回到美伊冲突和原油价格走势。

此外，也不宜高估美国政府通过政策操作扭转市场趋势的能力。美国财政部现有工具主要用于改善市场流动性和交易功能，规模不足以对冲持续扩大的国债供给及期限溢价压力。美国财政部近期将首次扩容后的长期国债回购上限设为 60 亿美元，最终在约 104.9 亿美元报价中接受约 51.9 亿美元，实际操作规模仍不足以改变长期国债市场的供需格局。此前曝光的政策备忘录显示，美国曾考虑买入 50 亿—100 亿美元规模的日元，9 月 10 日欧洲央行行长拉加德进一步披露，当日美国卖出欧元、买入日元的实际规模约为 5 亿欧元。两次操作均显示，政策工具不仅规模有限，实际使用力度也较为克制，信号意义大于对市场供求的实质影响。美国目前缺乏能够同时解决能源通胀、财政赤字和债务供给压力的政策手段，因此不应仅依据议息会议或财政部操作判断市场趋势即将反转。

图 2：9 月加息概率定价超过 90%

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/9/16	7.7%	92.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2026/10/28	4.0%	51.1%	45.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	1.2%	18.6%	49.2%	31.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.7%	11.8%	37.2%	38.1%	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.3%	5.6%	23.0%	37.6%	26.7%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.2%	4.1%	18.1%	33.5%	29.7%	12.3%	1.9%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.2%	2.8%	13.5%	28.5%	31.0%	18.1%	5.3%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.1%	2.6%	12.3%	26.8%	30.7%	19.5%	6.7%	1.1%	0.1%
2027/9/15	0.1%	2.4%	11.6%	25.6%	30.4%	20.4%	7.8%	1.6%	0.2%
2027/10/27	0.1%	2.4%	11.6%	25.6%	30.4%	20.4%	7.8%	1.6%	0.2%
2027/12/8	0.3%	3.0%	12.5%	26.0%	29.7%	19.5%	7.3%	1.5%	0.1%

数据来源：CME，东方证券研究

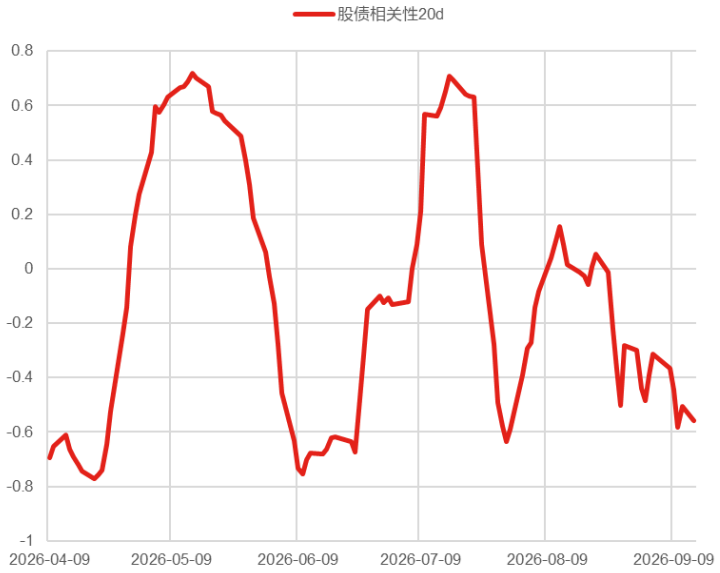
资产价格展望：美债利率跟随油价波动，继续压制大类资产表现

随着美债利率对油价变动的敏感性上升，油价上涨将抬高通胀预期和美联储加息概率，推动美债收益率同步走高。美债利率因此仍是当前大类资产的主要风险源头，由外生通胀风险和融资压力推动的利率上升，也更容易抬升风险评价，压制风险资产表现。因此短期应优先避险交易，降低久期、杠杆和高估值资产敞口；待利率冲击和去杠杆压力阶段性释放后，再寻找能够对冲能源通胀、美元信用折价和美国债务风险的资产，黄金及部分非美元资产可能成为下一阶段更明确的宏观交易方向。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：美股美债收益率负相关



数据来源：wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

2. 海外宏观经济数据跟踪

图 4：美国经济数据日历（2026/9/5-2026/9/11）

数据发布日期	指标名称	期间	调查值	实际值	前值	修正值
9/8/2026	NFIB中小企业乐观程度指数	Aug	99.3	98.7	99.8	--
9/8/2026	纽约联储1年通胀预期	Aug	3.60%	3.58%	3.63%	--
9/9/2026	周度MBA抵押贷款申请指数环比	4-Sep	--	-2.70%	0.80%	--
9/9/2026	ADP 周度新增就业	15-Aug	--	10000	11750	--
9/9/2026	ADP 周度新增就业	22-Aug	--	12000	10000	--
9/10/2026	周度首次申领失业救济人数	5-Sep	205000	206000	206000	207000
9/10/2026	持续领取失业救济人数	29-Aug	1780000	1774000	1779000	1775000
9/10/2026	生产者价格环比	Aug	0.40%	0.40%	0.00%	0.10%
9/10/2026	PPI（除食品与能源）月环比	Aug	0.30%	0.20%	0.20%	0.30%
9/10/2026	PPI (除食品、能源及贸易)月环比	Aug	0.30%	0.30%	0.40%	--
9/10/2026	PPI最终需求 同比	Aug	5.30%	5.40%	4.70%	4.80%
9/10/2026	PPI（除食品与能源）同比	Aug	4.60%	4.60%	4.20%	4.30%
9/10/2026	PPI (除食品、能源及贸易)同比	Aug	4.70%	4.70%	4.70%	--
9/10/2026	二手房销量年率	Aug	3980000	3980000	4060000	--
9/10/2026	旧宅销售 月环比	Aug	-1.70%	-2.00%	-1.70%	--
9/10/2026	批发库存月环比	Jul F	1.30%	1.30%	1.30%	--
9/10/2026	批发贸易销售月环比	Jul	--	0.80%	-3.00%	-2.90%
9/11/2026	CPI 月环比	Aug	0.40%	0.40%	0.10%	--
9/11/2026	核心CPI 月环比	Aug	0.20%	0.30%	0.20%	--
9/11/2026	CPI 同比	Aug	3.40%	3.40%	3.40%	--
9/11/2026	核心CPI 同比	Aug	2.40%	2.40%	2.50%	--
9/11/2026	实际平均每周同比盈利	Aug	--	0.30%	0.10%	0.20%
9/11/2026	实际平均时薪(同比)	Aug	--	-0.30%	-0.20%	-0.10%
9/11/2026	密歇根大学消费者信心指数	Sep P	51	47.8	51.7	--
9/11/2026	密歇根大学现况	Sep P	51.3	50.9	51.9	--
9/11/2026	密歇根大学预期	Sep P	51	45.8	51.5	--
9/11/2026	密歇根大学1年通胀	Sep P	4.20%	4.60%	4.00%	--
9/11/2026	密歇根大学5-10年通胀	Sep P	3.30%	3.40%	3.30%	--

数据来源：Bloomberg，东方证券研究

通胀

美国 8 月 CPI：核心通胀小幅超预期，通胀主要矛盾仍在油价

2026 年 8 月美国 CPI 同比符合预期，核心 CPI 环比小幅超预期回升。8 月美国名义 CPI 同比增长 3.4%，与前值持平；环比增长 0.4%，较前值 0.1%大幅回升，符合市场预期。核心 CPI 同比由 2.5%降至 2.4%，但是环比由 0.2%升至 0.3%，且显著高于市场 0.2%的一致预期。在能源通胀支撑下，当前美国通胀中枢仍明显高于伊朗冲突前核心通胀同比继续回落，尚未出现内生需求推动的全面加速。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

能源通胀持续高企，是当前主要的通胀风险因素。受地缘局势扰动影响，8 月布伦特原油价格中枢回升至约 90 美元/桶，推动能源价格环比上涨 2.1%、同比上涨 16.3%，对名义 CPI 同比拉动约 1.1 个百分点，贡献了当前约三分之一的通胀。剔除能源后，8 月名义通胀约为 2.3%，近三个月持续回落，说明当前通胀压力主要来自原油。基准情形下，预计下半年油价维持高位区间震荡，能源项将继续对名义 CPI 形成约 1 个百分点的拉动，油价波动仍将主导短期通胀风险。

输入性通胀向核心商品通胀的传导不畅。8 月核心商品同比由 0.8%降至 0.7%，环比由 0.2%降至 0.1%。分项来看家居用品和服装同比继续回落，关税尚未形成新一轮广泛涨价。AI 相关产品价格仍在上升，计算机及外围设备、电脑软件及配件同比分别由 3.9%和 21.2%升至 8.4%和 25.4%，但信息技术产品整体同比仍下降 4.3%，且权重仅约 0.75%，短期难以显著推升整体核心商品通胀。

8 月核心 CPI 环比超预期主要由高波动分项推动，持续性有限。8 月核心 CPI 环比由 0.2%升至 0.3%，增量主要来自核心服务。分项看，无线电话服务环比上涨 5.9%，在外住宿环比由下降 2.8%转为上涨 2.4%，是本月核心通胀回升的主要原因。无线电话服务主要反映套餐集中调价及前期价格下跌后的修复，属于一次性价格调整，后续难以连续维持高增，在外住宿则主要受到前两个月连续大幅下跌后的技术性回补，且该分项受赛事和旅游需求影响、月度波动较大，持续上涨的基础较弱。剔除这两项后，核心服务整体仍然处于回落趋势中。而趋势性核心服务分项仍在缓慢改善，主要居所租金和业主等价租金环比均放缓至 0.2%，医疗服务和机动车保险价格继续下降，核心价格并未出现广泛加速。目前油价对于核心服务的传导仍集中在机票等少数项目，就业市场目前也只是温和企稳，工资和需求条件尚不足以支撑服务通胀持续反弹。

图 5：8 月美国 CPI 略超市场预期（%）

	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
CPI同比	3.4	3.4	3.5	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7	0	3
核心CPI	2.4	2.5	2.6	2.9	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	0	3
食品	2.7	3	3	3.1	3.2	2.7	3.1	2.9	3.1	2.6	0	3.1
家庭食品	2.2	2.7	2.7	2.7	2.9	1.9	2.4	2.1	2.4	1.9	0	2.7
谷物和烘焙产品	2.6	2.7	2.4	1.9	2.6	2.1	2.7	3.1	1.5	1.9	0	1.6
肉类、家禽、鱼类及蛋类	1.1	1.9	2.6	1.8	1.5	-0.9	0.4	2.2	3.9	4.7	0	5.2
乳制品	-0.3	-0.5	0.4	-1	-0.6	-1.6	0.1	-0.3	-0.9	-1.6	0	0.7
水果和蔬菜	3.2	5.1	5.3	6.1	6.1	4	2.7	0.8	0.5	0.1	0	1.3
在外饮食	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	3.8	3.9	4	4.1	3.7	0	3.7
能源	16.3	14.7	15.7	23.5	17.9	12.5	0.5	-0.1	2.3	4.2	0	2.8
能源商品	28	24.7	27.1	40.6	29.2	19.4	-5.2	-7.3	-3	1.2	0	-0.4
燃油及其他燃料	30.2	22.4	23.4	33.2	31.9	22.9	1.1	-6	1.2	3.2	0	0.5
汽车燃料	27.9	24.8	27.2	40.9	29.1	19.2	-5.5	-7.3	-3.2	1.1	0	-0.4
能源服务	4	4.3	3.9	5.3	5.4	5	6.3	7.2	7.7	7.4	0	6.4
电力	3.8	4.2	4	5.9	6.1	4.6	4.8	6.3	6.7	6.9	0	5.1
公用事业(管道)天然气服务	4.4	4.3	3	3	3	6.4	10.9	9.8	10.8	9.1	0	11.7
核心商品	0.7	0.8	0.8	1.1	1.1	1.2	1	1.1	1.4	1.4	0	1.5
家居陈设与用品	0.6	0.8	1.3	2.4	2.8	3.6	3.9	3.8	3.4	2.6	0	3
电器	0.1	-1	-2.7	0.2	0.2	1.1	2.9	0.5	-1.7	0.5	0	1.3
服装	3.6	3.9	3.9	4.8	4.2	3.4	2.5	1.7	0.6	0.2	0	-0.1
交通运输商品-减去汽车燃油	-0.4	-0.2	-0.3	-0.6	-0.8	-0.9	-0.9	-0.5	0.9	1.7	0	2.3
新车	0.6	0.5	0.5	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.6	0.9	0.8
二手车和卡车	-2.3	-1.9	-1.8	-2	-2.7	-3.2	-3.2	-2	1.6	3.6	4.6	5.1
医疗保健商品	-2.7	-2.7	-2.1	-1.8	-0.5	0.3	0.1	0.3	1.5	1.1	0	0.7
休闲商品	3.1	3.1	2.9	2.6	3	3.3	2.5	1.5	1.2	0.6	0	0.8
教育与通讯商品	-4.1	-4.5	-6.8	-6.1	-6	-6.4	-6.3	-3.5	-3.8	-3.1	0	-4
信息技术产品	-4.3	-4.8	-7.2	-6.3	-6.3	-6.7	-6.7	-3.8	-4.1	-3.3	0	-5.1
酒精饮料	1.6	2.1	2	2.1	1.9	1.7	1.6	2	2.1	1.9	0	2
核心服务	3	3	3.2	3.4	3.3	3	2.9	2.9	3	3	0	3.5
住所	3	3.2	3.3	3.4	3.3	3	3	3	3.2	3	0	3.6
主要住所的租金	2.7	2.9	2.8	2.9	2.8	2.6	2.7	2.8	2.9	3	0	3.4
离家住宿	3.2	3	4.9	5.2	4.6	2.6	-1.1	-2	-0.8	-4.1	0	-0.1
业主住所的等价租金	3.1	3.2	3.3	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	0	3.8
供水、污水和垃圾收集服务	4.8	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7	4.4	4.7	4.7	4.3	0	4.8
医疗保健服务	2.5	2.7	2.9	3.6	3.2	3.7	4.1	3.9	3.5	3.3	0	3.9
专业服务	3.2	3.4	3.8	4.5	4	4.1	3.7	3.4	2.5	2.2	0	2.6
医院及相关服务	5.5	5.4	5.5	5.8	5.5	6.4	7.6	6.9	6.7	6	0	5.8
医疗保险	-8.5	-8	-7.4	-6.4	-6.1	-5.3	-3.6	-2.2	-0.5	0.6	0	4.2
交通运输服务	2.4	2.9	3.4	4.1	4.3	4.1	2.2	1.3	1.5	1.7	0	2.5
机动车维护与维修	5.2	6.6	7	6.1	5.1	6.1	5.6	4.9	5.4	6.9	0	7.7
机动车保险	-5.1	-4.5	-4.1	-2	0.2	0.8	0.2	0.5	2.8	0	0	3.1
机票价格	23.4	25.5	26.5	26.7	20.7	14.9	7.1	2.2	-3.4	-5.4	0	3.2
休闲服务	2.4	2.2	2.7	2.6	1.9	1.6	2.1	3.1	4	2.5	0	4.4
教育与通讯服务	3.1	1.3	1	1.9	1.1	1	1.1	1.2	1.1	2.2	0	1.1
其他个人服务	4.3	4.4	5.1	5.2	4.2	3.2	5.8	6.9	4.7	4.6	0	4.5

数据来源：wind，东方证券研究

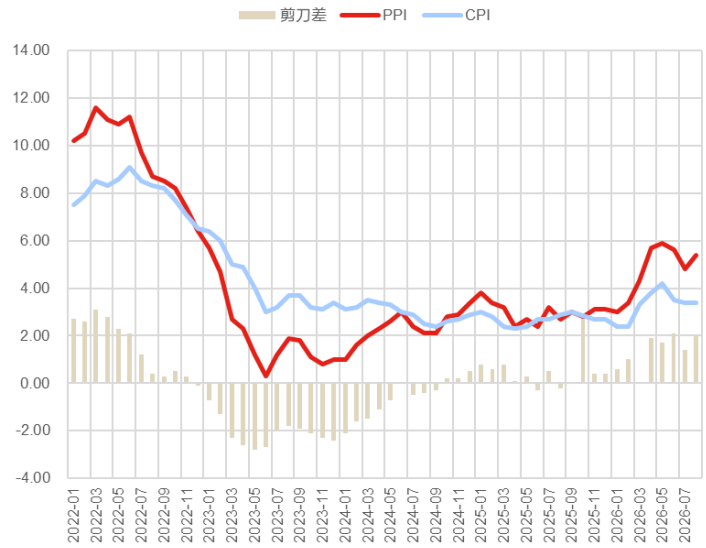
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

美国 8 月 PPI：能源价格反弹带动美国生产端通胀重新走强，核心价格增速整体保持稳定

8 月美国 PPI 最终需求指数环比增长 0.4%，较 7 月修正后的 0.1%明显加快，同比由 4.8%升至 5.4%。分项看，本月上行主要来自商品端，最终需求商品价格环比增长 1.1%。相比之下，最终需求服务价格仅环比增长 0.1%，其中运输仓储服务上涨 2.3%，贸易服务下降 0.2%。剔除食品、能源和贸易服务后的核心 PPI 环比增长 0.3%、同比增长 4.7%，同比与 7 月持平；剔除食品和能源后的 PPI 环比增长 0.2%、同比增长 4.6%。此外，8 月 PPI 与 CPI 同比增速之差由 1.4 个百分点扩大至 2.0 个百分点，说明成本压力更多停留在生产端。整体来看，当前生产端通胀反弹更多由能源价格推动，但核心指标仍维持在较高水平，说明企业成本压力尚未明显消退，若能源价格继续维持高位，后续向消费端价格传导的风险仍需关注。

图 6：PPI-CPI 剪刀差走阔（%）



数据来源：wind，东方证券研究

景气指数

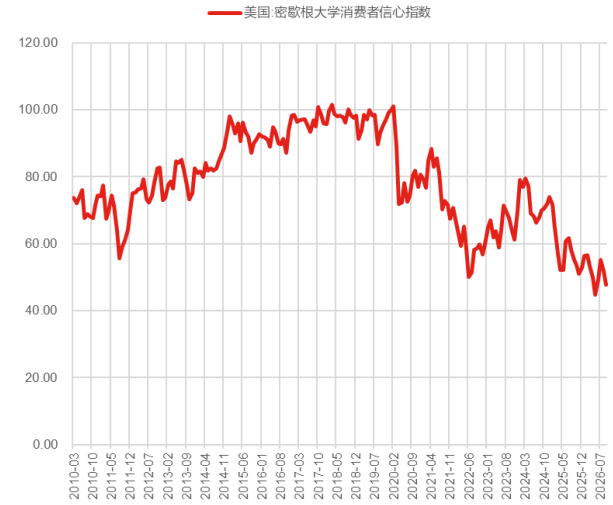
9 月密歇根大学消费者调查：消费者信心继续走弱，短期和长期通胀预期回升

9 月密歇根大学消费者信心指数初值由 8 月的 51.7 降至 47.8，环比下降 7.5%，为连续第二个月回落；其中，现况指数由 51.9 降至 50.9，消费者预期指数由 51.5 大幅降至 45.8，显示居民对未来经济和自身财务状况的担忧明显加深。调查显示，一年期个人财务和商业状况预期均显著恶化，近期汽油价格重新上涨以及贸易摩擦升温是主要拖累因素。与此同时，一年期通胀预期由 4.0%大幅升至 4.6%，为 6 月以来最高；长期通胀预期由连续三个月的 3.3%升至 3.4%，也重新上行。9 月调查显示能源和贸易相关价格扰动正重新影响居民通胀预期，若后续长期预期继续上行，美联储对通胀预期脱锚风险的关注可能增加。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

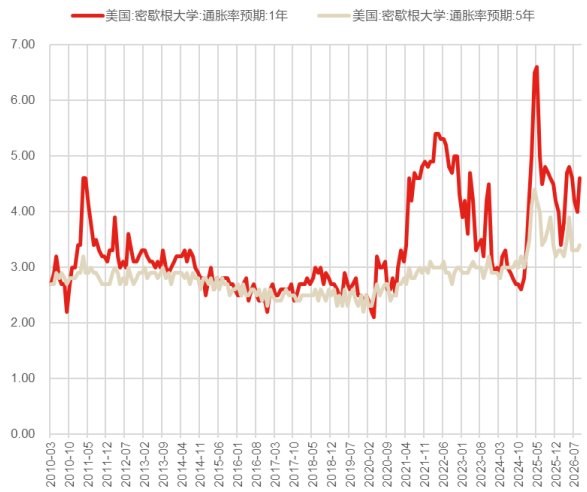
仅供内部参考，请勿外传

图 7：消费者信心回落



数据来源：wind，东方证券研究

图 8：通胀预期回升（%）



数据来源：wind，东方证券研究

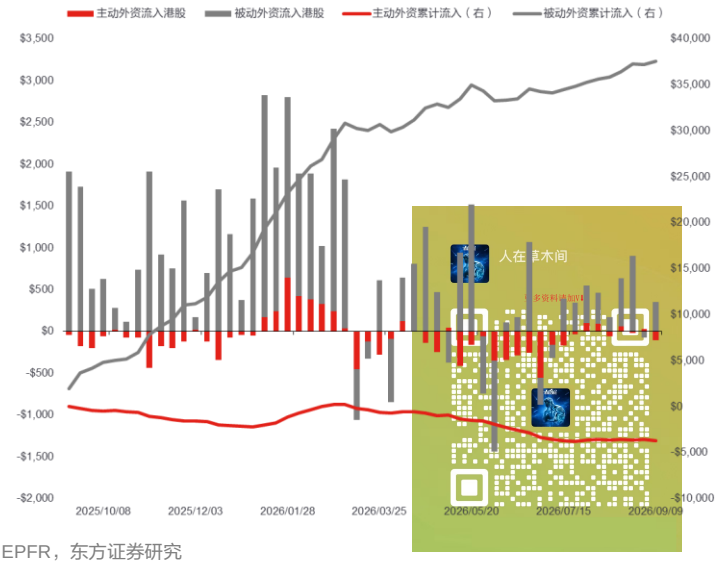
3. 外资流向：主动外资本周小幅净流出港股

本周主动外资小幅净流出 A 股、港股和中概股。

港股：主动外资小幅流出港股

本周外资净流入港股，规模 2.3 亿美元，其中主动资金净流出 1.1 亿美元，被动型外资净流入 3.5 亿美元。近一年来，主动外资累计流出港股 37.3 亿美元，被动外资累计流入港股 375.4 亿美元。

图 9：主动外资净流出港股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

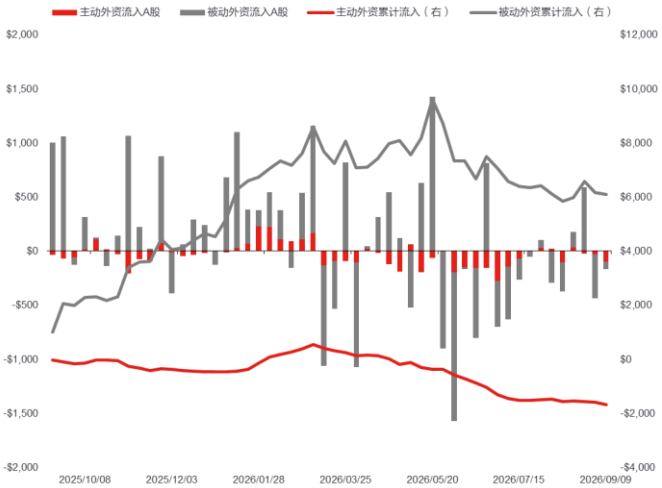
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

A 股：主动外资小幅净流出

主动外资本周净流出 A 股，规模 1.0 亿美元，被动外资净流出 A 股，规模 0.7 亿美元。近一年来，主动外资累计流出 A 股 16.8 亿美元，被动外资累计流入 A 股 60.9 亿美元。

图 10：主动外资净流出 A 股（百万美元）

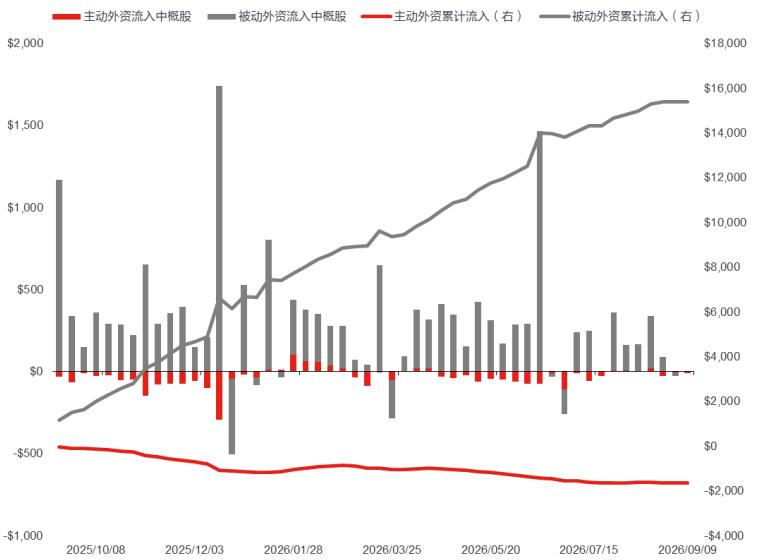


数据来源：EPFR，东方证券研究

中概股：主动外资小幅净流出

主动外资小幅净流出中概股，规模 0.07 亿美元，被动外资净流入中概股，规模 0.03 亿美元。近一年来，主动外资累计流出中概股 16.4 亿美元，被动外资累计流入中概股 153.8 亿美元。

图 11：主动外资小幅净流出中概股（百万美元）



数据来源：EPFR，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

地缘形势发展的不确定性。伊朗局势发展仍存在一定不确定性，若局势进一步升级，国际油价仍存在进一步上行风险，进而可能推升通胀压力、压缩美联储降息空间，并对全球风险偏好形成扰动。

经济基本面大幅恶化的风险。美国经济基本面目前受到科技和前置生产的支撑，尚具有韧性，不排除在高利率的持续压力之下，经济滞后于利率出现大幅走弱的风险。

全球央行超预期加息的风险。如果地缘与能源冲击持续时间较长，推升通胀预期，主要央行可能进入加息周期，全球流动性将进一步收紧，风险资产或面临更大调整压力；此外，利率水平上移也会抑制投资与消费，全球经济陷入衰退的风险上升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。