

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-29

宏观策略

2025 年 09 月 29 日

宏观点评 20250922: 新一轮稳增长政策可能有哪些?

对政策力度的认识: 托底而非强刺激, 仍是稳增长兼顾防风险。我们认为, 当前新一轮稳增长政策的思路仍然是托底, 而非强刺激, 不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步, 预计三季度经济增速在 4.7%-4.9%, 前三季度累计为 5.1% 左右。假设按三季度增长 4.8% 算, 四季度只要高于 4.5%, 全年就能达到 5.0% 左右, 实现政府工作报告所确定的目标。去年底, 新华社发文指出“当前的中国经济, 更加注重实现质的有效提升和量的合理增长, 而不是简单以 GDP 论英雄”、“经过努力, 在 5% 的左一点或是右一点, 都可以接受[7]”, 也反映出重视高质量发展的态度。风险提示: 政策落地不及预期; 政策调整风险; 投资和消费等部分领域经济压力加大。

宏观深度报告 20250921: 如何看待股债收益相关性? ——多资产系列报告(一)

1. 据测算, 2025 年 9 月至 11 月股债收益相关系数或将介于 -0.216 至 -0.229, 较 2025 年 8 月对应的 -0.238 继续上升。换言之, 近期股债收益相关系数的上升趋势预计仍将延续。2. 如果只是为了控制投资组合的最大回撤与波动率, 那么或可考虑仅配置 3% 至 5% 的股票指数。3. 伴随预期波动率的提高, 投资组合的预期收益可能并非是单调递增的, 分界线(股票配置比例 α) 大约介于 18%-21%。

宏观量化经济指数周报 20250921: 基数走高下商品消费和地产销售同比增速或继续承压

央行或重启 14 天期逆回购、稳定跨季和跨节流动性

海外周报 20250921: 美联储降息后, 市场交易逻辑将如何转变?

核心观点: 本周美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行; 但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期, 美债利率上行, 10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%。本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps, 市场选择首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引, 随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨, 黄金则先涨后跌, 美股几经震荡后小幅上涨。向前看, 未来未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言, 政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔, 对应 2 年美债利率与美元指数的下行, 10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。此外本周共和党与民主党临时支出法案均未能通过参议院投票。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到 9 月底, 因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致, 则联邦政府 10 月 1 日停摆的风险将大幅升温, 届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

宏观深度报告 20250919: 起底存款“搬家”: 储蓄进入股市仍在起步

2025 年以来存款“搬家”更多表现为定期存款“活期化”, 并且 2025 年

晨会编辑 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

至 2026 年定期存款仍处于活期化高峰期，存款资金的具体流向还取决于风险偏好的变化，若股票市场赚钱效应持续提升，偏股型基金和混合型基金收益率相比理财产品收益率优势持续提升，定期存款“活期化”或推动资金增配权益类资产，带动股市流动性进一步向好。

固收金工

固收点评 20250925：金 25 转债：全球矿山的“矿业工匠”

金 25 转债（113699.SH）于 2025 年 9 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 20.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于赞比亚鲁班比铜矿采选工程，矿山采矿运营及基建设备购置，国内外矿山工程项目，研发投入与补充流动资金。

行业

保险Ⅱ行业点评报告：保险行业 8 月保费：寿险单月保费强势增长，财险非车业务短期承压

负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。1）我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2）近期十年期国债收益率回升至 1.9% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2025 年 9 月 26 日保险板块估值 2025E 0.57-0.85 倍 PEV、1.02-2.16 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单增长不及预期。

国内储能深度：配储退出，独储登台，高质量需求爆发且持续

投资建议：国内独立储能兴起，经济性跑通，需求明显上修；欧洲及新兴市场大储需求持续高增，美国 OBBB 法案留有窗口期，因此全球大储高景气度持续。我们预计储能电芯紧缺持续至 26H2，后续价格仍有提升空间，同时商业模式创新，一体化系统集成商优势凸显，且具备软件和运营能力厂商将增厚利润，全面看好大储板块！首推宁德时代、阳光电源、海博思创、亿纬锂能；其次为阿特斯、比亚迪、中创新航、欣旺达、派能科技、上能电气、科华数据，关注鹏辉能源、瑞浦兰钧、英维克、伊戈尔等。风险提示：竞争加剧、政策超预期变化、原材料供应不足

推荐个股及其他点评

锅圈（02517.HK）：再次回购彰显信心，重申推荐

我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年的营收为 72.9/83.9/95.5 亿元，同比+13%/15%/14%；归母净利为 4.2/5.0/5.8 亿元，同比+81%/19%/17%；对应 PE 为 19/16/14X。维持“买入”评级。

当升科技（300073）：三元构筑盈利基石，固态材料实现关键卡位

盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力显著提升，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 8.0/10.5/13.7 亿元（原预期 7.0/8.4/11.4 亿元），同比+70%/+31%/+30%，对应 PE 为 43x/33x/25x，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250922：新一轮稳增长政策可能有哪些？

1、当前经济形势：稳投资、稳消费压力加大，新一轮稳增长政策“箭在弦上”。第一，投资惯性强、增速回升难度较大，2000年以来，只有3年年底固投累计增速相比8月有所回升，分别是2012、2018、2020年，除了2020年特殊，12和18年回升幅度在0.4和0.6个点。而今年前8个月固投累计增速为0.5%，促进投资回升，需要财政货币政策协同发力。第二，四季度消费压力可能加大。尽管5月以来，社零增速边际下行，8月当月同比已降至3.4%，但考虑到“以旧换新”补贴大规模落地是从去年9月开始，高基数下，四季度消费压力可能加大。第三，房地产和出口的增速边际下行压力也不可忽视。为此，新一轮稳增长政策可能正在酝酿当中，需要关注其推出的节奏、力度和方向。

2、政策的节奏：预计10月中下旬是重要窗口。一方面，很难像去年一样提前到9月下旬出政策，当前经济虽然面临一定压力，但从紧迫性来看，仍然不如去年：我们预计今年前三季度累计GDP增速为5.1%左右，高于去年同期的4.8%；股市楼市当前的表现也明显好于去年9月。另一方面，去年下半年稳增长的标志性事件是从7月三中全会开始的，今年同样的窗口可能是10月的四中全会。去年7月15-18日召开二十届三中全会“分析了当前形势和任务，强调坚定不移实现全年经济社会发展目标[1]”，会后，19日国常会决定“统筹安排超长期特别国债资金，进一步推动大规模设备更新和消费品以旧换新[2]”，为9月经济回升奠定基础。

3、政策的方向：我们认为目前在4个方面仍有政策空间，一是靠前使用化债额度，可以腾挪节省更多资金用于稳增长；二是投放新型政策性金融工具，稳定四季度投资增速；三是货币政策降准降息概率上升，进一步降低居民购房和企业投资成本；四是消费政策存在“补资金”的需求跟可能。

(1) 财政：靠前使用化债额度，腾挪节省更多资金用于稳增长。9月12日，财政部部长蓝佛安在发布会指出“提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度[3]”。对此，我们有4方面理解：一是从资金规模来看，逻辑上明年的2.8万亿化债资金（2万亿限额+0.8万亿新增专项债）里有一部分可以提前使用，以前新增专项债提前使用比例的上限可以达到60%；二是从时机来看，理论上最早可以提前至今年四季度；三是从流程来看，今年提前发行部分地方债，仍在限额内，流程上不必人大审议。今年3月全国人大确定的专项债限额为39.9万亿，财政部披露截至7月专项债余额为35.5万亿[4]，限额以下有4.4万亿可使用空间。四是从效果来看，提前使用化债额度，主要起到腾挪资金和节省利息两方面效果，可以节省和腾挪资金用于经济建设、民生保障等领域。

(2) 新型政策性金融工具：Q4投资的“稳定器”。早在425政治局会议就提出设立新型政策性金融工具，国家发改委在9月10日也提出“加快设立投放新型政策性金融工具[5]”。目前市场预计新型政策性金融工具规模将达到5000亿左右，投向新基建和传统基建在内的8个方向，主要面向将要开工或已开工未完工的项目，用作项目资本金，以尽快实现实物工作量的增长。按照2022年下半年的经验来看，政策性金融工具将对四季度基建投资起到一定撬动作用，彼时广义基建累计增速从22年8月的10.4%提升至年底的11.5%。

(3) 货币政策：10月降准降息概率上升。三季度以来，部分经济数据承压；同时新增贷款低于预期，今年前8个月累计为13.46万亿，比去年同期少10万亿左右，7月当月出现了新增为负。

因此有必要在四季度落地年内第二次降准降息，协同配合财政政策稳定年内经济增长，但具体落地还取决于对经济形势的研判，目前来看10月降准降息的概率有所上升，有助于降低居民购房和企业投资成本。

(4) 消费政策：可以调整“两重”资金 or 提前使用明年“两新”资金+扩大范围+服务消费。5月以来消费增速的下行，很大程度上可能是“以旧换新”资金的不足，而非需求透支。①如果四季度能对补贴资金进行额外补充，消费增速将有望得到稳定。补充消费资金的来源可以考虑两个方面，一是参考去年7月，可以将部分“两重”资金改用于“两新”；二是可以参考今年1月，提前使用部分未来的“以旧换新”资金。②除了补充资金外，还可以通过扩大“以旧换新”补贴范围来稳定消费，可以加上没有纳入补贴的耐用品和半耐用品，比如可以结合今年体育赛事的消费热点，将体育设备纳入“以旧换新”补贴。③支持服务消费发展的新政策。9月16日，商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，一些创新型服务消费政策有望在四季度落地；另外，餐饮当月同比增速在逐月回升也将支撑服务消费，部分地区也出台了支持餐饮消费的政策（如浙江绍兴近期开始对部分举办酒席的消费者给予补贴[6]）。

4、对政策力度的认识：托底而非强刺激，仍是稳增长兼顾防风险。我们认为，当前新一轮稳增长政策的思路仍然是托底，而非强刺激，不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步，预计三季度经济增速在4.7%-4.9%，前三季度累计为5.1%左右。假设按三季度增长4.8%算，四季度只要高于4.5%，全年就能达到5.0%左右，实现政府工作报告所确定的目标。去年底，新华社发文指出“当前的中国经济，更加注重实现质的有效提升和量的合理增长，而不是简单以GDP论英雄”、“经过努力，在5%的左一点或是右一点，都可以接受[7]”，也反映出重视高质量发展的态度。风险提示：政策落地不及预期；政策调整风险；投资和消费等部分领域经济压力加大。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观深度报告 20250921: 如何看待股债收益相关性？——多资产系列报告（一）

股债收益相关性是构建多资产组合前的核心考虑因素之一。假设构建一个80%投资于中债-国债总财富（总值）指数、20%投资于中证A500全收益指数的“82组合”。假设上述两个指数的相关系数（简称“股债收益相关系数”）从-0.6提高至0，那么该组合所对应的：

收益率波动性将从3.15%提高1.2pct至4.35%；	95%置信水平
下的年化收益率 VaR 将从2.72%下降0.7pct至2.02%；	12
个月（TTM）最大回撤将从-4.80%下降0.92pct至-5.72%；	10
年间最大回撤将从-3.60%下降2.48pct至-6.08%。	

国内外的股债收益相关系数均具有明显周期性特征。无论在国内还是国外（例如美日英法德），股债收益相关系数均呈现出明显的周期性变动。在国内，自2010Q1至2017Q2，股债收益相关系数整体呈上升趋势；自2017Q3至2022Q1，股债收益相关系数整体呈下降趋势；自2022Q2至今，股债收益相关系数整体呈上升趋势。

如何看待国内股债收益相关性？从宏观视角看，经济增长、通胀是影响股票、债券收益的两大核心因素。理论上，经济增长对股票、债券收益的影响是反向的；而通胀对股票、债券收益的影响是同向的。股票指数的收益S、债券指数的收益B均受到增长因子g、通胀因子 π 的影响，如果将系数统称为b，那么对于S、B的协方差：
$$\text{Cov}(S, B) = b_g^2 \sigma_g^2 + b_\pi^2 \sigma_\pi^2 + 2b_g b_\pi \sigma_g \sigma_\pi \rho_{g\pi}$$
如果假设S、B的相关系数为 ρ_{SB} ，一种线性关系，随后对此进行联合因果检验，那么：
$$\rho_{SB} = \frac{b_g^2 \sigma_g^2 + b_\pi^2 \sigma_\pi^2 + 2b_g b_\pi \sigma_g \sigma_\pi \rho_{g\pi}}{\sigma_S^2 \sigma_B^2}$$
其中，①“通

胀的不确定性”可参考CPI当月同比增速的波动率（经季调）；②“增长的不确定性”可参考规上工业增加值当月同比增速的波动率（实际值、经季调）；③“通胀与增长的相关系数”可采用上述两个同比增速指标的相关系数（5年滚动）；④C为常数项/系数，为残差项。经检验，国内存在“通胀的不确定性X，增长的不确定性Y，通胀与增长的相关系数Z→股债收益相关系数A”的联合因果关系，具体公式是：据此测算，2025年9月至11月股债收益相关系数或将介于-0.216至-0.229，较2025年8月对应的-0.238继续上升。换言之，近期股债收益相关系数的上升趋势预计仍将延续。

如果只是为了控制投资组合的最大回撤与波动率，那么或可考虑仅配置3%至5%的股票指数。伴随预期波动率的提高，投资组合的预期收益可能并非是单调递增的，分界线（股票配置比例 α ）大约介于18%-21%。风险提示：（1）选取计算股债收益相关系数时所参考的股票指数、债券指数可能不够合理；（2）受制于历史数据可得性，以“5年滚动”计算国内股债收益相关系数可能不够完善；（3）对影响股债收益相关系数的宏观因素可能考虑不够全面；（4）基于联合因果关系检验结果给出的预测值可能不准；（5）对投资组合预期收益、波动率、最大回撤等指标的测算可能不准。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博 证券分析师：李昌萌 证券分析师：潘京）

宏观量化经济指数周报 20250921: 基数走高下商品消费和地产销售同比增速或继续承压

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年9月21日，本周ECI供给指数为50.03%，较上周回落0.01个百分点；ECI需求指数为49.91%，较上周环比持平。从分项来看，ECI投资指数为49.93%，较上周环比持平；ECI消费指数为49.68%，较上周回落0.04个百分点；ECI出口指数为50.23%，较上周回升0.03个百分点。月度ECI指数：从9月前三周的高频数据来看，ECI供给指数为50.04%，较8月回落0.03个百分点；ECI需求指数为49.91%，较8月回升0.02个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.92%，较8月回升0.01个百分点；ECI消费指数为49.69%，较8月回落0.01个百分点；ECI出口指数为50.21%，较8月回升0.01个百分点。从ECI指数来看，进入9月份以来，8月份经济数据所反映的供需分化问题边际有所缓解，其中供给端呈现分化态势，上游行业开工率同比改善程度仍优于中下游；需求端来看，出口或是9月份经济增长的主要动能，截至9月14日，监测港口累计完成货物吞吐量同比增速录得约7.8%，较8月份的4.6%小幅改善，指向出口韧性仍较强，三季度出口增速大概率录得5%以上。地产方面，低基数下30大中城市商品房成交面积持续改善，截至9月20日30大中城市商品房成交面积增速录得14.5%，较上半月的6.8%进一步改善，但考虑到去年924一揽子增量政策出台后带来的基数走高，主要城市地产销售改善的持续性还有待观察。消费方面，本周商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，对于缓解商品消费和物价方面的压力具有重要意义，但政策的落地节奏仍需进一步观察。而从乘用车零售增速来看，9月份乘用车零售同比增速有所放缓，一定程度上表征商品消费的基数效应已逐步显现。ELI指数：截至2025年9月21日，本周ELI指数为-0.73%，较上周回落0.04个百分点。央行或重启14天期逆回购、稳定跨季和跨节流动性。本周19日盘后央行发布公告，将14天期逆回购操作模式修订为“固定数量、利率招标、多重价位中标”，招投标方式与今年内MLF、买断式逆回购方式一致，14天期逆回购操作方式的调整或意味着9月

底央行或择机重启 14 天期逆回购，呵护季末资金面：（1）本周以来由于缴税等季节性因素影响，资金利率波动性增大，DR001 和 DR007 均显现上行压力，隔夜回购一度上破 1.50% 而 7 天期回购也一度达到 1.55%，尽管下周 7 天期拆借资金可跨季末，但是适时安排 14 天期逆回购操作，可以更好避免“十一长假”后公开市场资金集中到期再度引致资金面波动的风险，并且 14 天期逆回购操作不再固定利率，多重价位中标可以更好发现流动性需求，协助货币政策平熨资金面波动；

（2）本月 25 日将迎来本月 MLF 招投标，本月买断式逆回购已有 3000 亿元超量投放，为呵护中期流动性供需，在本月 3000 亿元 MLF 到期续作的基础上，预计货币政策或再度加量投放 MLF。在三季度末货币政策或从短期、短中期和中期流动性三个流动性期限维度加量投放，季末资金面进一步收紧的概率较低。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

海外周报 20250921：美联储降息后，市场交易逻辑将如何转变？

核心观点：本周美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行；但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期，美债利率上行，10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%。本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps，市场选择首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引，随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨，黄金则先涨后跌，美股几经震荡后小幅上涨。向前看，未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言，政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的下行，10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。此外本周共和党与民主党临时支出法案均未能通过参议院投票。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到 9 月底，因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致，则联邦政府 10 月 1 日停摆的风险将大幅升温，届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。 大类资产：美联储如期降息与中美 TikTok 谈判顺利带动美股上行；但鲍威尔对未来利率路径的鹰派表态打压降息预期，美债利率上行。本周美联储如期降息 25bps，叠加中美 TikTok 谈判取得积极进展，市场情绪提振带动美股上行；但鲍威尔在 FOMC 发布会上对未来利率路径的鹰派表态令未来降息预期有所降温，美债利率上行。整体来看，全周（9 月 15 日至 9 月 19 日）10 年期美债利率升 6.31bps 至 4.127%，2 年期美债利率升 1.59bps 至 3.572%，美元指数升 0.10% 至 97.64；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.22%、2.21%；现货黄金价格收涨 1.16% 至 3685 美元/盎司。 海外经济：美国零售销售超预期，英国与日本央行维持利率水平不变。消费方面，美国 8 月零售销售环比+0.6%，预期+0.2%，前值由+0.5% 上修至+0.6%；除汽车外零售销售环比+0.7%，预期+0.4%，前值由+0.3% 上修至+0.4%。劳务市场方面，美国截至 9 月 13 日当周首次申请失业金人数 23.1 万，预期 24 万，较前值 26.3 万大幅回落，重回正常区间。货币政策方面，本周英国央行与日本央行均维持利率水平不变。其中英央行议息会议以 7:2 的投票结果维持 4% 的政策利率水平不变，同时宣布放缓量化紧缩节奏并限制长债销售以应对近期的英债利率飙升。声明中英央行表示对未来降息将“渐进而谨慎”，降息节奏将取决于潜在通胀压力的缓解程度；日央行议息会议同样以 7:2 的投票结果维持 0.5% 的政策利率水平不变，声明中日央行表示日本经济正处在温和复苏之中，同时通胀预期温和上升。此外日央行宣布将以每年约 3300 亿日元的规模减持其持有的 ETF 资产。增长方面，截至 9 月

17日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为 +3.3%；截至 9 月 19 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.1%。9 月 FOMC：如期降息 25bps，未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。本周 9 月 FOMC 上美联储如期降息 25bps，点阵图指引年内还有 2 次降息，基本符合预期，但同时指引明年还有额外 1 次降息，相比市场预期明显偏鹰。发布会上鲍威尔对于就业和通胀的观点与 8 月 Jackson Hole 会议基本一致，没有太多增量的鸽派信息，反而对于未来政策利率路径的表态偏鹰（详见报告《9 月 FOMC：重启降息——2025 年 9 月 FOMC 会议点评》），因此大类资产走势反复。具体来看，9 月 FOMC 前，交易员定价全年 2.7 次降息，到 2026 年底累计 5.7 次降息。会议期间，市场首先交易 2025 年点阵图更鸽派的指引，随后交易 2026 年更鹰派的指引和发布会上 Powell 偏鹰派的表态。美元指数与美债利率因此先跌后涨，黄金则先涨后跌，美股几经震荡后小幅上涨。向前看，当前美联储 7 名理事已有 3 名特朗普亲信，12 名地方联储主席将在 2026 年 2 月底迎来重选，任命需理事会多数票通过。若正在争议中的理事 Lisa Cook 在此前被换掉，则特朗普将掌握美联储理事会的多数席位，将对地方联储人士任命产生更大影响。而随着 2026 年 5 月主席换人，特朗普或将在理事会拥有 5 名亲信，对美联储形成更强掌控（详见报告《特朗普干预美联储独立性的三个途径》）。未来美联储将迎来从 Data-Dependent 到 Trump-Dependent 的重塑。对于市场而言，政治压力裹挟下更多的降息与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的下行，10 年美债利率的下行则将因期限溢价的走阔而受阻。海外政治：两党临时支出法案均未通过，联邦政府 10 月停摆风险升温。美东时间 9 月 19 日，共和党与民主党提出的临时支出法案在参议院投票中均未达到 60 票门槛，两党的拨款方案均宣告失败。双方在预算支出上的“僵局”源于在医保政策上的核心分歧：共和党主张通过约 1.5 万亿美元，不含医保补贴的短期拨款，以维持政府运转至 11 月 21 日，并将医保补贴等争议留至 12 月进行协商；而民主党则坚持将延长《平价医疗法案》（ACA）补贴相关条款纳入法案，双方因此争执不下。由于现存的支出法案仅能维持政府运转到 9 月底，因此若未来两党不能尽快就支出内容达成一致，则联邦政府 10 月 1 日停摆的风险将大幅升温，届时政治环境不确定性的风险或再度加剧市场波动。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦伟

研究助理：王茁）

宏观深度报告 20250919：起底存款“搬家”：储蓄进入股市仍在起步

核心观点：从一般性存款向非银存款转化的贡献看，居民和企业存款“搬家”和银行同业业务共同推动非银存款增加，从存款“搬家”驱动看，居民部门定期存款或是 2025 年 7 月至 8 月“资金入市”的主力，2025 年以来存款“搬家”更多表现为定期存款“活期化”，并且 2025 年至 2026 年定期存款仍处于活期化高峰期，存款资金的具体流向还取决于风险偏好的变化，若股票市场赚钱效应继续提升，偏股型基金和混合型基金收益率相比理财产品收益率优势继续提升，定期存款“活期化”或推动资金增配权益类资产，带动股市流动性进一步向好。

2025 年以来非银金融机构存款因何扩张：2025 年 7 月至 8 月非银存款连续增加，除却居民和企业存款“搬家”之外，银行同业业务也是非银存款扩张的引擎。从商业银行资产负债表拆解非银存款来看，2025 年 7 月至 8 月非银存款超季节性增加 3.03 万亿：（1）传

统意义上的居民和非金融企业存款“搬家”贡献 1.42 万亿；（2）债券投资等银行体系同业业务（包括同业存单发行）扩张贡献 1.18 万亿；（3）未纳入广义货币统计口径的大额可转让定期存单等居民和企业存款合计贡献 1,033 亿元。2025 年以来存款“搬家”更多表现为

定期存款“活期化”。从银行资产负债表来看，居民部门存款是一般性存款向非银存款转化的主力，结合银行信贷收支表，在贡献比例上，居民部门定期存款或是“资金入市”的主力，2025 年 7 月至 8 月居民活期存款和定期存款分别超季节性减少 4,446 亿元和 8,426 亿元，而非金融企业活期和定期存款则分别超季节性减少 1,219 亿元和 3,156 亿元。

2025 年至 2026 年将迎来高息定期存款的到期高峰、定期存款“活期化”或继续主导一般性存款转化为非银存款。从非金融企业和居民部门新增定期存款的绝对规模来看，2022 年至 2023 年期间是存款定期化的高峰，随着 2025 年二季度再度落地“降准降息”以及风险资产预期回报率上升，居民超额定期存款从 6 月末开始进入释放期，2025 年 7 月至 8 月合计减少 4,801 亿元，然而大规模的定期存款活期化或存款“搬家”高潮或尚未到来。

2025 年至 2026 年还有多少定期存款“活化”潜力：居民和企业定期存款从 2025 年二季度开始进入到到期高峰。（1）从 2021 年至 2024 年合计增加的 66.54 万亿元定期存款绝对额看，推测在 2025 年和 2026 年分别有 22.28 万亿元和 9.4 万亿定期存款到期，单就 2025 年而言，三季度和四季度分别有 5.24 万亿和 1.66 万亿定存到期；（2）从居民和非金融企业“超额”定期存款来看，2021 年至 2024 年合计增加有 66.54 万亿元定期存款，在 2025 年和 2026 年大约分别有 11.08 万亿元和 4.05 万亿超额定期存款到期，2025 年三季度和四季度分别有约 2.13 万亿和约 2.81 万亿超额定存到期。

风险提示：（1）财政政策节奏超预期，2025 年政府债券融资节奏与货币政策宽松节奏形成“时间差”，或带来利率超预期幅度的调整；（2）更加积极的财政政策若推升通胀率、推动经济复苏进程加快，或重现 2009 年至 2010 年货币政策前瞻性灵活转向的风险；（3）居民和企业的风险偏好存在不确定性，导致商业银行“降负债成本”的政策效应待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收点评 20250925：金 25 转债：全球矿山的“矿业工匠”

事件 金 25 转债（113699.SH）于 2025 年 9 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 20.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于赞比亚鲁班比铜矿采选工程，矿山采矿运营及基建设备购置，国内外矿山工程项目，研发投入与补充流动资金。当前债底估值为 115.5 元，YTM 为 2.46%。金 25 转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.69%（2025-09-24）计算，纯债价值为 115.50 元，纯债对应的 YTM 为 2.46%，债底保护较好。当前转换平价为 99.78 元，平价溢价率为 0.22%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 04 月 10 日至 2031 年 09 月 25 日。初始转股价 63.46 元/股，正股金诚信 9 月 24 日的收盘价为 63.32 元，对应的转换平价为 99.78 元，平价溢价率为 0.22%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.81%。下修条款为“15/30，85%”，有条

件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 63.46 元计算，转债发行 20.00 亿元对总股本稀释率为 4.81%，对流通盘的稀释率为 4.81%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计金 25 转债上市首日价格在 122.92~136.69 元之间，我们预计中签率为 0.0080%。综合可比标的以及实证结果，考虑到金 25 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 122.92~136.69 元之间。我们预计网上中签率为 0.0080%，建议积极申购。金诚信公司采取“矿山服务 + 资源开发”的双轮驱动模式，推动公司从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司转型。公司在稳固国内市场的同时积极拓展海外业务，尤其在非洲拥有着广阔的业务版图。同时，公司具备多项行业一级资质，技术在国内处于领先地位。2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 26.66%。自 2020 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率稳步上涨，2020-2024 年复合增速为 26.66%。2024 年，公司实现营业收入 99.42 亿元，同比增加 34.37%。与此同时，归母净利润持续上涨，2020-2024 年复合增速为 44.30%。2024 年实现归母净利润 15.84 亿元，同比增加 53.59%。金诚信公司营业收入主要来源于采掘服务业，产品结构年际变化。2022 年以来，金诚信采掘服务业收入占主营业务收入比重逐年下降，2022-2024 年占主营业务收入比重分别为 97.65%、89.30%和 65.82%，同时产品结构年际调整，采矿运营管理业务收入占比持续上升，2024 年已达到主营业务收入比重的 32.28%。金诚信销售毛利率、销售净利率均稳步上升且高于行业平均，销售费用率逐步下降，财务费用率较高且波动较大，管理费用率高于行业平均，但近年有所下降。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 9.27%、10.15%、11.30%、13.94%和 15.80%，销售毛利率分别为 28.16%、26.78%、26.84%、30.35%和 31.51%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

保险Ⅱ行业点评报告：保险行业 8 月保费：寿险单月保费强势增长，财险非车业务短期承压

投资要点 8 月单月人身险公司保费同比+49.7%，较 7 月增速大幅提升。1) 2025 年 1-8 月人身险原保费 37999 亿元，同比+11.3%，规模保费 42716 亿元，同比+9.9%。8 月单月人身险公司原保费规模达 4645 亿元，同比+49.7%，较 7 月增速大幅提升 23.5pct。2) 1-8 月保户投资新增交费（万能险为主）同比持平，投连险同比+1%。8 月单月保户投资新增交费同比+15%，增速较 7 月回落 6pct；投连险同比+217%，较 7 月增速大幅提升 194pct。3) 我们认为，8 月人身险公司保费增速达到短期高峰，主要是受预定利率下调背景下的旧产品“炒停”因素带动，9 月以后保费增速预计将逐步回落。我们预计在预定利率调整后，未来新业务结构或将加速转向分红险，看好行业负债成本的持续优化。8 月单月健康险保费同比+2.6%，增速较 7 月持平。1) 2025 年 1-8 月健康险保费同比+2.4%，2024 年同期增速为+8.9%。8 月单月健康险保费同比+2.6%，较 7 月增速持平。8 月末健康险占比为 20%，较 7 月末略有下滑。2) 我们认为，从中长期来看健康险仍有较大发展空间，通过打通保险、体检、康复、养老、药品、医院等产业链条，建立“健康管理+医疗服务+保险”的一站式健康生态系统，

能够有效提高客户粘性，为保险业务增长赋能。8月单月产险公司保费同比+0.9%，主要受非车险保费下滑影响。1) 2025年1-8月产险公司保费达12201亿元，同比+4.7%。8月单月产险公司保费达1269亿元，同比+0.9%，增速较7月-4.4pct。2) 车险保费累计同比+4.3%。8月车险保费同比+3.7%，增速较7月略下滑0.1pct。根据汽车工业协会数据，8月汽车产销同比保持10%以上增长，新能源车产销分别同比+27.4%和+26.8%。我们认为，由于新能源车单均保费较传统燃油车更高，伴随新能源汽车渗透率的提升，亦将增强车险保费增长动力。3) 非车险保费8月增速转负，主要受健康险影响。8月非车险保费同比-3.1%，增速由正转负(7月增速为+4.4%)，主要受健康险下滑拖累。其中：意外险/责任险/农险/健康险8月保费分别同比+14%、+2%、-1%、-8%，分别较7月增速-2pct、-3pct、-9pct、-36pct。4) 我们认为，以人保财险为代表的头部险企保费整体维持较快增长并且业务质地较好，车险业务中低赔付率的家自车占比较高、渠道费率可控，因此我们认为行业龙头盈利空间远超中小险企。负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回升至1.9%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍然欠配，2025年9月26日保险板块估值2025E 0.57-0.85倍PEV、1.02-2.16倍PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单增长不及预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

国内储能深度：配储退出，独储登台，高质量需求爆发且持续

容量电价密集出台可期，独储商业模式跑通。136号文后，国内由强制配储向独立储能转变，现货市场在29个省级电网区域开展试运行或正式运行，电力市场化改革将改变储能项目收益模型，驱动IRR抬升。地方政府密集出台储能容量电价补偿政策，建立市场化收益机制。当前已落地的地区包括内蒙古、甘肃、河北、宁夏、新疆等，补偿标准可分为“按容量补贴”(元/kW·年)与“按放电量补贴”(元/kWh)，并配合考核机制，项目IRR普遍在8-12%区间，高价值省份可达15%以上。我们预计未来仍将有更多省份跟进出台容量补偿政策，储能收益模型将持续优化。其中，内蒙古储能政策补贴力度全国最强，需求拉动效应显著。0.35元/kWh放电补偿下，项目IRR可达10-20%，处于全国最高水平。上修国内储能需求预测，且持续性超预期。25年1-8月国内新型储能装机75.9GWh，同比+42%；1-8月储能EPC招标116GWh，同比增约40%，配储取消后，需求仍强劲，近期单月招标均超20GWh，我们预计25年国内储能装机149GWh，同比+35%，26年装机194GWh，同比+30%，到30年预计装机340GWh，同比+12%。分省份看，25-26年新疆和内蒙是装机主力，贡献70GWh，贡献40-50%装机。同时，已出容量电价补充的省份，如河北、甘肃、山东等平均贡献10-20GWh；另外青海、山东、浙江、江苏等地，我们预计26年发力，分别有10GWh+的空间。此外，国内算力发展对储能拉动明显，我们预计2030年数据中心储能需求120GWh，占总体储能需求1/3。储能电芯供不应求持续至26H2，产业链向高质量发展，利好系统及电池龙头，同时二线改善明显。国内储能需求上修，叠加海外需求强劲，我们预计25/26年全球储能电池需求521/710GWh，同比增长60%/36%，而产能释放有限，全行业产能利用率80-90%，一二线持续满产，我们预计储能电芯紧缺将持续至26H2。价格方面，低价

订单价格已上涨 1-3 分/wh，我们预计价格可持续，厂商盈利大幅改善。同时国内市场独立储能取代配储，对储能电池和系统的质量要求提高，我们测算采用龙头的电池的储能电站，年稳定运行天数高 20%，对应 IRR 高 30%+，因此国内竞争格局有望集中。此外，独立储能利好系统一体化集成厂商，且代建代运营模式开始兴起，具备技术、资源优势厂商受益。投资建议：国内独立储能兴起，经济性跑通，需求明显上修；欧洲及新兴市场大储需求持续高增，美国 OBBB 法案留有窗口期，因此全球大储高景气度持续。我们预计储能电芯紧缺持续至 26H2，后续价格仍有提升空间，同时商业模式创新，一体化系统集成商优势凸显，且具备软件和运营能力厂商将增厚利润，全面看好大储板块！首推宁德时代、阳光电源、海博思创、亿纬锂能；其次为阿特斯、比亚迪、中创新航、欣旺达、派能科技、上能电气、科华数据，关注鹏辉能源、瑞浦兰钧、英维克、伊戈尔等。风险提示：竞争加剧、政策超预期变化、原材料供应不足

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

推荐个股及其他点评

锅圈（02517.HK）：再次回购彰显信心，重申推荐

投资要点 事件：2025 年 9 月 25 日，公司发布公告，拟使用最多 1 亿港元于公开市场以自有资金进一步回购 H 股股份。多次回购既增厚股东回报，亦彰显公司信心。2024 年以来，公司已经发布 3 次回购公告，分别于 2024 年 11 月、2025 年 1 月和 2025 年 9 月发布回购公告，回购金额均为不超过 1 亿港元，前两次回购已经完成。此外，公司非常重视股东回报，2024 年末分红 2.0 亿元，2025 年中期分红 1.9 亿元。连续多次回购，以及高比例现金分红，充分说明管理层对公司的充足信心，以及对股东的重视和友好。开店旺季在即，后续催化可期。2025H1 公司净开门店 250 家，其中乡镇门店净增 270 家。公司乡镇开店契合下沉市场消费趋势，为乡镇消费者提供更加多元化且具备质价比的产品，当前乡镇市场供给端竞争不充分，公司具备先发优势和规模优势。另外根据我们草根调研反馈，乡镇单店模型优秀，加盟商意愿足。结合供需逻辑和调研反馈，我们认为公司今年净增 1000 家门店的计划可顺利落地，预计 Q4 旺季可兑现开店预期。经营能力已经验证，估值低位重申重点推荐。公司同店营收年初至今持续保持正增，亏损门店大幅转盈，验证了门店经营向好的趋势。盈利水平在规模效应下充分释放，2025H1 公司核心经营利润率达到 5.9%，同比+1.2pct；销售净利率 5.9%，同比+2.7pct。目前对应 2025 年估值已经不足 20 倍，当前位置继续重点推荐。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年的营收为 72.9/83.9/95.5 亿元，同比+13%/15%/14%；归母净利润为 4.2/5.0/5.8 亿元，同比+81%/19%/17%；对应 PE 为 19/16/14X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧，消费力改善不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

当升科技（300073）：三元构筑盈利基石，固态材料实现关键卡位

投资要点 事件：当升科技在投资者关系活动中介绍了公司在固态锂电正极材料、富锂锰基材料、固态电解质、三元材料、钴酸锂产品、磷酸（锰）铁锂业务以及国际市场开发等方面的进展。其中，公司固态锂电正极材料已实现 10 吨级批量出货，并导入多家固态电池客户。同时，公司在富锂锰基材料方面已突破关键技术问题，开发出

中高容量和超高容量产品。此外，公司在固态电解质方面已成功开发出多种电解质体系，并实现规模化供应能力。

三元构筑持续盈利基石，铁锂后发优势逐步凸显。三元正极方面，我们预计 25-27 年出货 6/8/11 万吨，同增 50%/33%/38%，重点布局欧洲市场，国际客户占比保持 60%，主供 LG、SK、村田等；芬兰首期 NCM 6 万吨预计 26 年 11 月建成，二期 LFP/LMFP 预计 27 年 12 月建成。铁锂正极方面，采用一烧极简工艺，我们预计 25-27 年出货 11/20/30 万吨，同增 90%/100%/50%，主供中航、瑞浦、欣旺达、亿纬等。钴酸锂正极方面，25H1 倍率型市占率超 50%，我们预计 25-27 年出货 0.6/0.85/1 万吨，同增 100%/42%/18%，主供实达、亿纬、豪鹏、锂威、冠宇等。

固态材料关键卡位，三大五新实现突围。电解质方面，硫化物与比亚迪、吉利、一汽、中航等合作，我们预计全年出货 50 吨，26 年实现超百吨级出货，与宁德时代后续有望实现合作突破。公司开发氯碘复合硫化物，离子电导率 10mS/cm，满足 <5Mpa 使用，已实现稳定制备，并具备规模化供应能力。正极方面，25 年看，全固态 NCM 已实现十吨级出货，与主流厂商均有合作，富锂锰基实现吨级出货，与卫蓝、清陶、欣界、辉能、一汽等合作，27 年看，全固态 NCM 有望实现千吨级出货，富锂锰基实现百吨级出货。公司开发液态 LRM 中高容量（220-250mAh/g），固态 LRM 高容量（>280mAh/g），综合性能行业领先。

盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力显著提升，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 8.0/10.5/13.7 亿元（原预期 7.0/8.4/11.4 亿元），同比+70%/+31%/+30%，对应 PE 为 43x/33x/25x，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：胡锦芸）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>