

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-24

宏观策略

2025 年 09 月 24 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。

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

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

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。

固收金工

固收点评 20250921：应流转债：中国高端装备零部件领域领先者

我们预计应流转债上市首日价格在 129.28~143.56 元之间，我们预计中签率为 0.0061%。

固收周报 20250921：央行重启买入国债将如何影响债市？

本周债券市场围绕央行重启买债的预期波动，针对这一话题的讨论度迅速增加。回顾央行公开市场买卖国债的历程：2024 年 8 月，央行首次开展公开市场国债买卖操作，净买入债券面值 1000 亿元，操作方式为“买入短债+卖出长债”，9 月、10 月、11 月净买入债券面值均为 2000 亿元，12 月净买入债券面值为 3000 亿元。2025 年 1 月央行暂停国债买卖，主因是国债市场供不应求、国债收益率下行较快。通过国债买卖操作，央行资产负债表中的“对政府债权”科目金额有所增加，截至 2024 年 12 月末，该科目余额为 2.88 万亿元，相比 7 月末增长 1.36 万亿元。随着 2024 年买入的短期国债逐渐到期，2025 年该科目余额有所下降，截至 8 月底为 2.2 万亿元。考虑到买入国债是央行可以低成本让银行扩表的手段，央行会重启买入国债。但去年底因买入短债而压低资金利率，若贸然重启容易再度造成资金“空转”的风险，而当前债券利率进入上行趋势中，此时重启买入国债或较为合适，年内可期。然而对于债券市场来说，我们依然建议保持中性偏谨慎的态度，预计 10 年期国债收益率将在 1.7%-1.85% 的区间内震荡。

固收周报 20250921：转债建议在中低价寻找科技扩散方向

本周（0915-0919）海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。

固收点评 20250920：绿色债券周度数据跟踪（20250915-20250919）

一级市场发行情况：本周（20250915-20250919）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 34 只，合计发行规模约 313.88 亿元，较上周增加 113.36 亿元。二级市场成交情况：本周（20250915-20250919）绿色债券周成交额合计 604 亿元，较上周增加 95 亿元。

固收点评 20250920：二级资本债周度数据跟踪（20250915-20250919）

一级市场发行情况：本周（20250915-20250919）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 600.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20250915-20250919）二级资本债周成交量合计约 1778 亿元，较上周增加 163 亿元。

固收周报 20250914：转债建议科技题材高低波切换

本周（0908-0912）转债市场震荡为主，估值高位徘徊，风格上高价优于中价优于低价，小盘优于中盘优于大盘。我们认为当前转债市场的机会高度结构化，其根源是来自于本轮权益行情的高度结构化，目前科技题材（核心是 AI 算力）引领的行情，由于经济整体基本面边际改善的相对滞后（反应在 PPI、CPI 相对疲软，再通胀相对乏力上），并未有效带动周期

板块轮动补涨。市场指数层面上或呈现磨顶震荡格局。中证转债指数自24年8月低位以来，已累积上涨约超30%，而平价溢价率同期上涨约8-12pct，我们认为短期中低价周期标的上涨迟缓、弹性偏低，高价题材标的强赎诉求强烈将压制指数继续上涨，中长期伴随企业业绩改善、周期反转预期增强，及泛科技企业再融资需求增加，新上市标的估值高企，新陈代谢下指数震荡中枢有望迎来整体上移。策略上短期仍不建议大幅减仓，但需调整结构，一方面降低科技题材中高波标的，增加偏平衡性标的比重以控回撤，一方面增加包括有色、锂电、化工等周期板块在中低价区域的配置比重以博超额。

固收周报 20250914：周观：公募销售费用新规下的债市（2025年第36期）

本周（2025.9.8-2025.9.12），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.7675%上行2.2bp至1.7895%。

固收点评 20250913：绿色债券周度数据跟踪（20250908-20250912）

一级市场发行情况：本周（20250908-20250912）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券23只，合计发行规模约200.52亿元，较上周增加112.85亿元。二级市场成交情况：本周（20250908-20250912）绿色债券周成交额合计509亿元，较上周增加27亿元。

固收点评 20250913：二级资本债周度数据跟踪（20250908-20250912）

一级市场发行情况：本周（20250908-20250912）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周（20250908-20250912）二级资本债周成交量合计约1615亿元，较上周增加146亿元。

固收点评 20250906：绿色债券周度数据跟踪（20250901-20250905）

一级市场发行情况：本周（20250901-20250905）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券19只，合计发行规模约87.67亿元，较上周增加16.51亿元。二级市场成交情况：本周（20250901-20250905）绿色债券周成交额合计482亿元，较上周减少40亿元。

固收周报 20250907：从股债性价比角度看债市点位

本周股市大幅回调，但债券收益率的下行幅度相对有限，印证上周提到的“股债跷跷板”不对称性。股市和债市间的联动关系，仍将是今年的重要主线。在此，我们应用ERP指标来衡量股债性价比，计算方法为（1/沪深300市盈率-10年期国债收益率）。截至2025年9月4日，ERP指标处于2015年以来的0-1倍标准差内，且处于下行趋势中。2015年以来，ERP从该位置逐步回落到中枢的过程中，10Y国债收益率表现均为上行，但上行幅度不一。2016年9-12月约为70bp，2019年2-3月约为10bp，2020年6-7月约为20bp，2022年12月-2023年2月约为10bp。若后续ERP持续下探至-2倍标准差，则表明股市情绪更加火热，10Y国债收益率的上行幅度更大。鉴于当前对“反内卷”政策效果存在分歧，我们预计ERP趋向于仅仅回落至中枢值，10Y国债收益率的上行幅度将较为温和，顶部或是1.85%。

固收周报 20250906：转债市场迎来新能源标的配置窗口

本周（0901-0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约

50-60bp, 我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大, 后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。

固收点评 20250906: 二级资本债周度数据跟踪 (20250901-20250905)

一级市场发行情况: 本周 (20250901-20250905) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周 (20250901-20250905) 二级资本债周成交量合计约 1469 亿元, 较上周减少 113 亿元。

固收深度报告 20250902: 银行“缩表”的深度发掘: 国内商业银行为什么不缩表?

原因一: 经济增速下滑期间, 缩表将加剧经济下行; 原因二: 2023 年以来央行货币政策取向偏宽松, 流动性充裕, 降低缩表的必要性; 原因三: 商业银行以国有资本为主, 缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁; 原因四: 监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上, 故信用风险短暂上升仍留有安全垫; 国内外局势遭遇逆风, 部分中小银行存在缩表可能, 但全行业缩表概率较低。风险提示: 国内外经济局势调整超预期; 主体违约概率抬升超预期; 央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

固收深度报告 20250901: 利率周期与财富转型: 美国居民资产配置的重构—低利率时代系列 (九)

20 世纪 70 年代末以来, 美国货币政策与居民财富配置的互动, 构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点, 追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹, 解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。回顾 50 年变迁, 美国利率政策呈现出大开大合的特点, 美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行, 房产独大格局弱化; 金融资产内部呈现“权益类崛起, 现金类潮汐”特征。在加息周期, 居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑, 资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期, 低利率驱动收益再平衡, 风险资产成配置核心。不同利率环境下, 美国居民财富配置经验对我国有何启示? 通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择, 能够获得对我国有益的启示。其一, 房地产分化加剧, 需警惕系统性风险。其二, 金融资产配置潜力巨大, 但需防范波动风险。其三, 提升社会保障水平, 增强居民对未来财富积累的信心。风险提示: 经济基本面变化超预期, 货币政策工具创新, 历史及海外经验不代表将来。

行业

Robotaxi 正重塑汽车出行市场

Robotaxi 究竟如何估值? 每一轮新的科技革命在产业前期或诞生新估值方式, 在产业后期会回归常态化 PE 估值。互联网时代前期【用户数市值法】是核心估值方式, 前期企业未实现持续盈利核心变量是用户数的增长。AI 智能车时代前期我们认为或可以考虑【智能体创收市值法】: 估值公式: 智能体创收能力=智能体保有量*智能体能力等级 (参照人类职业差异), 也即影响估值高低我们认为最大变量是【智能体能力等级】, 这个差异是非线性变化的。而 Robotaxi 我们认为是 AI 智能车前期非常重要率先落地的载体, 应当采用这种估值方式。单台 Robotaxi 创收能力越高 (能替代人类的范畴越大) 则对应估值系数越高。AI 智能车产业链

投资标的？nRobotaxi 产业链我们认为未来 5 年 AI 智能车板块的最佳投资主线。按照产业利润分配重要性：第一类：一体化模式：特斯拉/小鹏汽车-W（后期或考虑找合作伙伴）/千里科技（联盟制）第二类：技术提供商+运营分成模式：地平线机器人-W/百度集团-SW/小马智行/文远知行/Momenta/元戎启行 第三类：传统网约车的转型：滴滴出行（用户运营+转型技术），曹操出行（用户运营+车辆管理）/如祺出行，大众交通/锦江在线（车辆管理）等 第四类：车辆的生产商：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团等（预计后续更多车企加入）第五类：核心硬件供应商：检测（中国汽研+中汽股份等）/芯片（地平线机器人-W+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润-W 等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛-W/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/智能车灯（星宇股份）/玻璃（福耀集团） 风险提示：政策落地不及预期；技术迭代不及预期；国际竞争加剧风险。

有色金属行业跟踪周报：美联储预防式降息符合预期，部分投资者获利了结导致工业金属价格回调

铜：截至 9 月 19 日，伦铜报收 9,997 美元/吨，周环比下跌 0.71%；沪铜报收 79,910 元/吨，周环比下跌 1.42%。供给端，截至 9 月 19 日，本周进口铜矿 TC 维持-41 美元/吨，本月国内铜冶炼厂大规模检修正在逐步落实，预计后续精炼铜产量下行，供给面临紧缺；印尼 Grasberg 铜矿因事故停工，Grasberg 铜矿 2025 年上半年产量为 29.7 万吨(月均约 4.95 万吨)；需求方面，临近十一假期，下游需求逐步释放，小幅备库。铜箔需求较好，而铜杆及线缆订单并无明显起色。宏观层面，本周美联储降息落地，市场部分获利盘利好兑现卖出，本周海内外铜价环比回调，我们预计随着十一备货周期开启以及检修幅度的加大，现货将具备支撑，需关注短期降息落地后的兑现情况。铝：截至 9 月 19 日，本周 LME 铝报收 2,676 美元/吨，较上周下跌 0.93%；沪铝报收 20,795 元/吨，较上周下跌 1.54%。供应端，短期内我国电解铝企业暂无增减产计划，本周中国电解铝行业理论开工产能维持 4408.50 万吨不变；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比提升 2.76pct，铝棒产能利用率环比提升 0.20pct，本周电解铝的理论需求有所上升。本周电解铝社会库存环增 2.45%至 64.52 万吨，铝棒社库环增 2.58%至 12.73 万吨，由于美欧此前表示将对俄罗斯实施二级制裁，LME 铝价领涨市场，然而经过多次演绎，俄铝对欧美影响已逐步减小，叠加降息落地利好兑现，本周铝价录得回调，我们预计随着旺季的深入以及下游开工率的提升十一备货周期的来临，海内外铝价短期震荡偏强，但进一步走高需观察“金九银十”需求端的落地情况。黄金：截至 9 月 19 日，COMEX 黄金收盘价为 3719.40 美元/盎司，周环比上涨 1.05%；SHFE 黄金收盘价为 830.56 元/克，周环比下跌 0.44%。美国 8 月零售销售月率录得 0.6%，超出预期的 0.2%；美国截至 9 月 13 日当周初请失业金人数录得 23.1 万人，低于市场预期的 24 万人（后被证实由于技术错误导致数据显示偏低）。9 月 18 日，FOMC 结束为期两天的货币政策会议，宣布降息 25 个基点，把联邦基金利率目标区间下调至 4%到 4.25%之间，点阵图显示 2025 年后后续仍有两次 25bp 的降息预期，利率决议符合市场预期。整体来看，鲍威尔明确了此次为“风险管理式降息”，并承认了劳动力下行压力与商品价格上行引发的再通胀情形。

推荐个股及其他点评

高伟达 (300465): 银行 IT 小巨人, Agent 开辟第二成长曲线

风险提示: 宏观经济周期下行; 银行信贷需求不及预期; 公司 Agent 业务进展不及预期; 公司与蚂蚁合作不及预期; 市场竞争加剧。

巨星科技 (002444): 中国手工具出海龙头, 供应链国际化构筑核心壁垒

盈利预测与投资建议: 公司作为中国手工具出海龙头, 通过供应链国际化构筑核心壁垒, 充分受益于地产+补库周期共振向上。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25/30/36 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 16/14/11 倍。基于欧美地区下游需求回暖以及公司电动工具业务具备高成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 下游需求恢复不及预期, 国际贸易风险, 行业竞争加剧, 汇率及原材料价格波动风险。

北摩高科 (002985): 专注刹车系统平台型公司, 民用拓展空间广阔可期

盈利预测与投资评级: 北摩高科作为我国航空制动与起落架系统的核心供应商, 深耕军民用航空高端装备领域。其业务根基稳固于军品刹车系统的持续复苏与耗材更替需求, 同时加速向高价值起落架系统升级, 单机配套价值实现跨越式提升; 民用航空领域则紧抓国产大飞机战略机遇, 实现从零到一的突破, 后装维修市场更打开长期增长天花板。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.10/2.48/2.92 亿元, 对应 PE 分别为 42/36/30 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 1) 技术迭代与研发投入风险; 2) 起落架放量不及预期; 3) 民航开拓缓慢; 4) 毛利率提升受阻。

星源卓镁 (301398): 半固态工艺先行者, 镁合金应用趋势下受益链第一梯队

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年实现营收 5.90/10.77/15.19 亿元, 实现归母净利润 1.10/1.89/2.82 亿元, EPS 分别为 0.98/1.69/2.52 元/股, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 55/32/21 倍。公司为镁合金压铸小而精企业, 半固态镁合金产品量产能力行业领先, 当前在手订单充裕, 2026 年将步入汽车镁合金业务收获期, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 原材料成本上行预期, 新能源汽车渗透率不达预期, 产能扩张进度不达预期。

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：
$$\text{Cov}(S, B) = b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi)$$
如果假设S、B的相关系数为 ρ ，一种线性关系，随后对此进行联合因果检验，那么：
$$\rho = \frac{b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi)}{\sqrt{(b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi)) \cdot (b_g^2 \text{Var}(g) + b_\pi^2 \text{Var}(\pi) + 2b_g b_\pi \text{Cov}(g, \pi))}}$$
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：韦祎 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。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 20250921: 应流转债: 中国高端装备零部件领域领先者

事件 应流转债(113697.SH)于 2025 年 9 月 19 日开始网上申购: 总发行规模为 15.00 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额主要用于叶片机匣加工涂层项目、先进核能材料及关键零部件智能化与补充流动资金及偿还银行贷款。当前债底估值为 98.05 元, YTM 为 2.00%。应流转债存续期为 6 年, 上海新世纪资信评估投资服务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 109.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 2.34% (2025-09-19) 计算, 纯债价值为 98.05 元, 纯债对应的 YTM 为 2.00%, 债底保护较好。当前转换平价为 101.7 元, 平价溢价率为 -1.71%。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 03 月 25 日至 2031 年 09 月 18 日。初始转股价 30.47 元/股, 正股应流股份 9 月 19 日的收盘价为 31.00

元，对应的转换平价为 101.74 元，平价溢价率为-1.71%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 6.76%。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 30.47 元计算，转债发行 15.00 亿元对总股本稀释率为 6.76%，对流通盘的稀释率为 6.76%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计应流转债上市首日价格在 129.28~143.56 元之间，我们预计中签率为 0.0061%。综合可比标的以及实证结果，考虑到应流转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 34%左右，对应的上市价格在 129.28~143.56 元之间。我们预计网上中签率为 0.0061%，建议积极申购。安徽应流机电股份有限公司是国际知名的高端装备关键零部件制造企业，主要业务包括：通用设备、工程机械设备、交通运输设备零部件制造、销售与技术开发。公司力争在高端装备关键零部件制造领域保持领先。2019 年以来公司营收波动增长，2019-2024 年复合增速为 6.20%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现波动增长态势，同比增长率“W 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 25.13 亿元，同比增加 4.21%。与此同时，归母净利润稳定增长，2019-2024 年复合增速为 16.99%。2024 年实现归母净利润 2.86 亿元，同比减少 5.57%。应流股份营业收入主要来源于机械装备构件，泵及阀门零件，其他高技术设备零部件以及其他业务。公司营业收入主要来源于机械装备构件与泵及阀门零件，公司机械装备构件近三年占营业收入的比重分别为 43.88%、45.97%和 48.07%，泵及阀门零件近三年占营业收入的比重分别为 52.15%、51.00%和 48.55%。两板块整体近三年占营业收入的比重分别为 96.03%、96.97%、96.62%。应流股份销售净利率整体增长，销售毛利率保持稳定，高于行业平均水平。销售费用率保持稳定、整体低于行业平均水平，财务费用率和管理费用率逐步下降、整体高于行业平均水平。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 6.24%、9.77%、10.35%、17.68%、11.54%和 10.09%，销售毛利率分别为 35.85%、38.41%、36.44%、36.72%、36.17%和 34.24%。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）

固收周报 20250921：央行重启买入国债将如何影响债市？

观点 央行重启买入国债预期再度发酵，如何看待其可能性及对债市影响？本周（2025.9.15-2025.9.19），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.7895%上行 0.55bp 至 1.795%。周度复盘：周一（9.15），2025 年 8 月经济数据公布，1-8 月固定资产投资累计同比 0.5%，前值 1.6%；8 月社会消费品零售总额当月同比 3.4%，前值 3.7%；8 月规模以上工业增加值当月同比 5.2%，前值 5.7%。受偏弱数据的推动，利率略有下行。午后，两则消息打压债市情绪。一是《求是》发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》，文章中强调着力整治企业低价无序竞争乱象，二是国新办将于周三下午举行发布会，介绍扩大服务消费有关政策措施。这两则消息引发政策加码的预期，利率转而大幅上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.05bp。周二（9.16），早盘受夜盘双焦期货等品种大涨影响，债市情绪较为低迷，随后股市开盘，以科技板块上涨幅度领先，“反内卷”担忧暂消。午后，关于央行重启买债的预期再度抬头，利率开启加速下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2bp。周三（9.17），早盘受资金面边际收紧和 20Y 超长期特别国债将发行影响，利率震荡有所上行。午后 20Y 的发行结果好于预期，且对于央行买债的预期进一步发酵，利率迅速下行，全天

10 年期国债活跃券收益率下行 1.7bp。周四 (9.18)，美联储降息落地，债市预期股市将受提振上涨，因此利率对应高开，上午延续“股债跷跷板”走势。午后，股市走弱，但债市依然走出利率上行的独立行情，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.95bp。周五 (9.19)，早盘债市情绪平稳，利率窄幅震荡。午后 30Y 国债发行结果偏弱，利率转而上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.25bp。周度思考：本周债券市场围绕央行重启买债的预期波动，针对这一话题的讨论度迅速增加。回顾央行公开市场买卖国债的历程：2024 年 8 月，央行首次开展公开市场国债买卖操作，净买入债券面值 1000 亿元，操作方式为“买入短债+卖出长债”，9 月、10 月、11 月净买入债券面值均为 2000 亿元，12 月净买入债券面值为 3000 亿元。2025 年 1 月央行暂停国债买卖，主因是国债市场供不应求、国债收益率下行较快。通过国债买卖操作，央行资产负债表中的“对政府债权”科目金额有所增加，截至 2024 年 12 月末，该科目余额为 2.88 万亿元，相比 7 月末增长 1.36 万亿元。随着 2024 年买入的短期国债逐渐到期，2025 年该科目余额有所下降，截至 8 月底为 2.2 万亿元。考虑到买入国债是央行可以低成本让银行扩表的手段，央行会重启买入国债。但去年底因买入短债而压低资金利率，若贸然重启容易再度造成资金“空转”的风险，而当前债券利率进入上行趋势中，此时重启买入国债或较为合适，年内可期。然而对于债券市场来说，我们依然建议保持中性偏谨慎的态度，预计 10 年期国债收益率将在 1.7%-1.85% 的区间内震荡。

美国 2025 年 8 月工业产出环比、8 月零售销售环比、8 月进口价格指数环比、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周 (0915-0919) 海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。我们仍延续前期观点，即 1) 长端 4-4.5% 震荡，前期震荡中枢下移的持续性需要关注美元信用风险的削弱更多在美债市场去做定价，还是在美元（即外汇）市场去做定价；2) 而短端易下难上，配置的确性相对更高；3) 我们仍继续看好黄金，即认为美国实债收益率将继续下探（上周名义收益率的反弹短期拖累了黄金的表现）。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）8 月美国零售销售环比增长略超预期，连续第三个月超预期增长。9 月 16 日公布的数据显示，美国 8 月零售销售环比为 0.6%，高于预期 0.2% 等于前值 0.6%（修正前 0.5%）；剔除汽车、汽油后，8 月零售销售环比增长 0.7%，高于预期的 0.4% 和上月的 0.3%（修正前 0.2%）。在 7 月零售环比增速已上调至 0.5% 的情况下，8 月零售依旧达成了环比正增长。增长势头主要得益于返校购物，在线零售、服装和体育用品销售表现突出。经通胀调整后的实际零售销售同比增长 2.1%，实现连续第 11 个月正增长。尽管经济面临挑战，但在薪资增长和股市财富效应支撑下，美国消费者支出依然强劲，或将为美联储的降息决策带来新的考量。此外，美国 8 月工业产出环比增长 0.1%，逆转 7 月为 -0.4% 的局面，也远超预期 -0.1%；制造业产出环比增长 0.1%，超过上月的 -0.1% 和预期的 -0.2%，说明美国经济仍具有较强韧性。（2）美国上周首申失业金人数大幅回落至 23.1 万，创近四年来最大降幅。美国劳工部 19 日公布的数据显示，9 月 13 日当周美国首次申请失业救济人数为 23.1 万人，低于前值和预期值的 24 万和 26.3 万，该数据从此一周的异常高位大幅回落，重新回到四年来的正常区间；9 月 6 日当周持续申请失业救济人数为 192 万，也低于前值和预期值的 195 万和 193.9 万，但仍维持在 190 万人这一关键水平之上，反映出劳动力市场的复杂状

况——新增失业人数相对稳定，但现有失业人员重新就业的难度增加。本周就业数据反映出美国劳动力市场面临供需双降的新挑战，尽管上周初请失业金人数有所下降，但整体就业环境持续疲软。鲍威尔将这种现象描述为“奇特的平衡”，即劳动力供给和需求都在大幅下降。(3) 美国联邦储备委员会 17 日宣布，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.00% 至 4.25% 之间，这是美联储 2025 年第一次降息，也是继 2024 年三次降息后再次降息。美联储决策机构联邦公开市场委员会 17 日发表声明说，近期指标显示，美国上半年经济活动增长放缓，就业增长放缓，通胀率有所上升。鉴于风险平衡变化，委员会决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，美国就业市场疲软是他和其他政策制定者当前的首要考虑因素。他说，本次会议的注意力全部集中在就业市场上，“现在没有无风险的途径”。一些人现在“很难找到工作”，降低利率将有利于帮助陷入困境的劳动力市场。截至 9 月 20 日，Fedwatch 预期 2025 年 10 月降息 25bp 的概率高达 91.9%，上周为 79.0%；12 月份降息的可能性降至 78.6%，上周为 74.0%；2026 年 1 月份在 12 月份降息的基础上再次降息的可能性为 36.5%，上周为 38.7%。风险提示：大宗商品价格波动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250921：转债建议在中低价寻找科技扩散方向

本周(0915—0919)海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。我们仍延续前期观点，即 1) 长端 4—4.5% 震荡，前期震荡中枢下移的持续性需要关注美元信用风险的削弱更多在美债市场去做定价，还是在美元(即外汇)市场去做定价；2) 而短端易下难上，配置的确性相对更高；3) 我们仍继续看好黄金，即认为美国实债收益率将继续下探(本周名义收益率的反弹短期拖累了黄金的表现)。权益市场本周 AI 算力在前期作为“焦点位”反复轮动后，呈现出一定向其他科技板块扩散的趋向，包括人形机器人、固态电池等，同时科技轮动以外市场能否等到新的承接板块是市场可否实现交替上涨破位的关键，我们判断仍为“慢牛”，短期偏结构性。转债市场的高估值仍成为转债投资人在配置时不可绕开的心理障碍，市场分歧鲜活体现在估值在高位所呈现出的高波动上，我们认为热点题材的双高标的偏离转债在资产组合中所扮演角色的风险收益比，配置盘仍建议在中低价区段埋伏科技扩散的方向、更偏左侧的周期方向、或者更侧重 alpha 的博弈着力点。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：希望转债、金能转债、利群转债、柳药转债、兴业转债、节能转债、家悦转债、能化转债、青农转债、建工转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20250920：绿色债券周度数据跟踪(20250915-20250919)

观点 一级市场发行情况：本周(20250915-20250919)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 34 只，合计发行规模约 313.88 亿元，较上周增加 113.36 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人

地域为北京市、福建省、湖南省、广东省、贵州省、海南省、河北省、江西省、山东省、上海市、四川省、天津市、新疆维吾尔自治区、浙江省；发行债券种类为一般公司债、商业银行普通债、企业 ABS、中期票据、私募公司债、超短期融资券。 二级市场成交情况： 本周（20250915-20250919）绿色债券周成交额合计 604 亿元，较上周增加 95 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 264 亿元、256 亿元和 74 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.10%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 245 亿元、114 亿元和 18 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 153 亿元、74 亿元和 44 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250915-20250919）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1（-0.7382%）、24 南湖绿色债 01（-0.4538%）、GC 三峡 K3（-0.3254%），其余折价率均在 -0.30% 以内。主体行业以金融、公用事业、建材为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、福建省、江苏省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 水能 G3（0.9662%）、24 康富租赁 MTN004（碳中和债）（0.5175%）、22 广东债 07（0.4758%）、25 福州地铁 GN003（碳中和债）（0.4274%），其余溢价率均在 0.42% 以内。主体行业以金融、公用事业、交通运输为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、北京市、上海市、天津市居多。 风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250920：二级资本债周度数据跟踪（20250915-20250919）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250915-20250919）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 600.00 亿元。发行年限为 10Y、15Y；发行人性质为中央金融企业；主体评级为 AAA；发行人地域为北京市。 二级市场成交情况： 本周（20250915-20250919）二级资本债周成交量合计约 1778 亿元，较上周增加 163 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC（75.09 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（66.23 亿元）和 25 建行二级资本债 01BC（54.16 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1315 亿元、153 亿元和 70 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 9 月 19 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-1.51BP、-1.01BP、1.99BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：1.63BP、1.63BP、1.63BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：3.53BP、4.06BP、4.06BP。 估值偏离 % 前三十位个券情况： 本周（20250915-20250919）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 23 淮北农商行二级资本债 01（-0.8469%）、23 肥西农商行二级资本债 01（-0.8123%）、22 成都农商二级 01（-0.7313%），其余折价率均在 -0.50% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省、四川省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 23 稠州商行二级资本债 01（0.8295%）、21 邢台银行二级 01（0.7102%）、24 富滇银行二级资本债 01（0.6358%）、24 交行二级资本债 02B（0.3861%），其余溢价率均在 0.37% 以内。中

债隐含评级以 AAA-、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市、云南省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250914：转债建议科技题材高低波切换

本周（0908—0912）转债市场震荡为主，估值高位徘徊，风格上高价优于中价优于低价，小盘优于中盘优于大盘。我们认为当前转债市场的机会高度结构化，其根源是来自于本轮权益行情的高度结构化，目前科技题材（核心是 AI 算力）引领的行情，由于经济整体基本面边际改善的相对滞后（反应在 PPI、CPI 相对疲软，再通胀相对乏力上），并未有效带动周期板块轮动补涨。市场指数层面上或呈现磨顶震荡格局。中证转债指数自 24 年 8 月低位以来，已累积上涨约超 30%，而平价溢价率同期上涨约 8—12pct，我们认为短期中低价周期标的上涨迟缓、弹性偏低，高价题材标的强赎诉求强烈将压制指数继续上涨，中长期伴随企业业绩改善、周期反转预期增强，及泛科技企业再融资需求增加，新上市标的估值高企，新陈代谢下指数震荡中枢有望迎来整体上移。策略上短期仍不建议大幅减仓，但需调整结构，一方面降低科技题材中高波标的，增加偏平衡性标的比重以控回撤，一方面增加包括有色、锂电、化工等周期板块在中低价区域的配置比重以博超额。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：蓝帆转债、东时转债、宝莱转债、科华转债、万青转债、冀东转债、洽洽转债、山路转债、建工转债、鸿路转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、烽火转债、金能转债、希望转债、建工转债、青农转债、能化转债、紫银转债、鲁泰转债、山路转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20250914：周观：公募销售费用新规下的债市（2025 年第 36 期）

观点 《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》出台后，哪种债基受影响的程度或最大？本周（2025.9.8-2025.9.12），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.7675% 上行 2.2bp 至 1.7895%。周度复盘：周一（9.8），受深圳调整限购措施，以及《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》提高短时间赎回费用的影响，利率出现明显上行。随后公布的进出口数据显示 2025 年 8 月，出口金额当月同比 4.4%，较上月下降 2.8 个百分点；进口金额当月同比 1.3%，较上月下降 2.8 个百分点，收益率小幅下行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.65bp。周二（9.9），早盘市场情绪有所回暖，利率小幅下行。随后指数债基被大量赎回，叠加对于基金投资债券免税政策取消的情绪令债市再度承压，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.1bp。周三（9.10），2025 年 8 月物价数据公布，CPI 当月同比 -0.4%，较上月下行 0.4 个百分点；PPI 当月同比 -2.9%，较上月上行 0.7 个百分点。虽然 PPI 当月同比有所上行，但低基数原因成分更多，而非“反内卷”政策的效果显现，利率有所下行。午后对于本月买断式逆回购是否会延续净投放的讨论和疑虑增多，利率迅速上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2bp。周四（9.11），上午股市上涨，利率上行。午后对于央行即将重启买债的预期抬升，利率转而大幅下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.75bp。周五（9.12），市场对重启国债买卖预期持续升温，利率下行。盘后央行公布 9 月 15 日将开

展 6000 亿买断式逆回购操作，期限 6 个月，当月有 3000 亿元 6 个月期买断式逆回购到期，即净投放 3000 亿元，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.8bp。周度思考：本周债券收益率上行，除了“股债跷跷板”因素外，还有对于《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》中，提高债基赎回费率的担忧。美国证监会也曾经于 2005 年出台类似规定，SEC Rule 22c-2 允许针对 7 个自然日以内的赎回行为，加征不超过 2% 的赎回费，但并非强制要求。目前国内债券型基金的赎回费率多为 7 日以内 1.5%，超过 7 日即为 0-0.1% 的极低费率。新规将赎回费的下限规定为 7 日以下 1.5%，7-30 日 1%，30 日-6 个月 0.5%，极大抬升了短期赎回债基的成本。在各类债基中，我们预计受影响最大的是被动指数型的非 ETF 债基，其次是短期纯债型基金。被动指数型非 ETF 基金跟踪的指数多为政金债指数，机构通过此类产品投资政金债，可有免税优势，且政金债的静态收益率比国债高。但新规之后，该类基金的交易价值被大大削弱，资金流出可能性最大。短期纯债型基金的久期较短，是流动性管理的工具，在正常的收益率曲线陡峭化的环境下，其静态收益率较低，6 个月内 0.5% 的赎回费率将压低其投资价值。对于这两类受影响较大的基金，各有可替代的未被新规束缚的产品，被动指数型非 ETF 基金可用政金债 ETF 代替，而短期纯债型基金可转向投资同业存单指数基金。10 年期国债收益率一度上行突破 1.8%，而央行对于流动性仍保持支持态度，我们预计曲线将陡峭化，建议投资者缩短久期以应对不确定性。美国 2025 年 8 月美国密歇根大学消费者指数、CPI 指数、PPI 指数、失业金申领人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（0908—0912）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。本周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50—60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）8 月美国 PPI 及核心 PPI 数据显著低于市场预期且较 7 月明显回落，其降温趋势既体现在数据幅度，更反映短期扰动剔除后变化。9 月 10 日公布的美国 PPI 数据显示，8 月 PPI 同比上涨 2.6%，较预期低 0.7 个百分点、较前值降 0.5 个百分点；核心 PPI 同比上涨 2.8%，较预期低 0.7 个百分点、较前值降 0.6 个百分点，核心通胀回落幅度大于整体，说明剔除食品能源短期扰动后，生产端物价压力消退更显著。环比维度上，8 月 PPI 由 7 月 0.7% 转为下降 0.1%，较预期低 0.4 个百分点、回落 0.8 个百分点；核心 PPI 环比同样降 0.1%，较预期低 0.4 个百分点、较前值回落 0.8 个百分点。这是两者四个月来首次同步转负且回落幅度一致。这一变化与批发零售环节利润收缩、企业对关税成本的内部吸收直接相关，进一步印证生产端价格从整体到核心环节均进入降温通道，整体通胀压力边际缓解。叠加劳动力市场稳健性隐忧逐步显现，两类信号共同削弱美联储维持紧缩的通胀顾虑，利好后续延续这一节奏、平衡稳增长与保就业目标。（2）美国 8 月 CPI 温和回升但核心通胀平稳，短期扰动与结构韧性并存的特征明确，结合就业市场变化，进一步夯实美联储渐进降息基调。9 月 11 日公布的美国 CPI 数据显示，8 月 CPI 同比上涨 2.9%，与预期持平、较前值升 0.2 个百分点；环比上涨 0.4%，略高于预期 0.3%、较前值升 0.2 个百分点；核心 CPI（剔除食品能源）同比、环比分别上涨 3.1%、0.3%，均与预期及前值一致。整体 CPI 的温和回

升，主要源于能源与食品价格阶段性反弹的直接推力，与国际油价短期调整、部分农产品供给季节性变化相关，叠加服务领域结构性反弹的补充支撑，属典型短期扰动；而核心通胀的平稳，则体现通胀中枢的稳定性。商品与服务价格相互对冲，且核心服务虽受出行类消费反弹拉动，但剔除短期波动后，多领域未出现通胀中枢上移迹象。且当前就业市场降温信号显著，即便整体 CPI 环比略超预期，核心通胀的平稳与就业疲软仍使美联储渐进式降息成为平衡通胀控制与经济增长的选择，既避免过度紧缩冲击增长，也防止宽松过早导致通胀反弹。

(3) 鲍威尔在全球央行年会上的发言彻底“转鸽”，也意味着美联储大概率将在 9 月议息会议上重启降息。9 月 12 日，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 的全球央行年会强调，“当前美国经济正面临一种复杂的局面，就业市场的下行风险与通胀的上行压力并存。”他进一步指出，“风险的平衡点已经发生转变”，“尽管如此，在政策处于限制性区域的情况下，基准前景和不断变化的风险平衡态势可能证明调整我们的政策立场是合理的”，这强烈暗示了美联储可能需要调整政策立场，基本上给美联储再度重启降息做了官方背书。截至 9 月 13 日，Fedwatch 预期 2025 年 9 月降息 25bp 的概率为 93.4%，上周 89%；10 月份降息的可能性升至 79.0%，上周为 71.0%；12 月份在 10 月份降息的基础上再次降息的可能性为 74.0%，上周为 65.3%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收点评 20250913：绿色债券周度数据跟踪（20250908-20250912）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250908-20250912）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只，合计发行规模约 200.52 亿元，较上周增加 112.85 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为福建省、湖北省、广东省、重庆市、新疆维吾尔自治区、江苏省、上海市、天津市、浙江省；发行债券种类为一般公司债、商业银行普通债、企业 ABS、中期票据、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250908-20250912）绿色债券周成交额合计 509 亿元，较上周增加 27 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 244 亿元、185 亿元和 67 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 85.95%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 227 亿元、113 亿元和 19 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 164 亿元、67 亿元和 44 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250908-20250912）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1（-0.9629%）、24 江苏银行绿色债 01（-0.4512%）、20 宜春创投绿色债（-0.3982%），其余折价率均在 -0.35% 以内。主体行业以金融、钢铁、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、福建省、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 川能投 GN001（1.0574%）、22 长兴绿色债 02（0.8952%）、24 苏国信 GN002（科创票据）（0.6765%）、24 云能投 GN001（0.4874%），其余溢价率均在 0.40% 以内。主体行业以金融、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AAA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、江西省、湖北省居多。 风险提示：Choice 信

息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20250913：二级资本债周度数据跟踪 (20250908-20250912)

观点 一级市场发行情况： 本周(20250908-20250912)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。 二级市场成交情况： 本周(20250908-20250912)二级资本债周成交量合计约 1615 亿元，较上周增加 146 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC (106.31 亿元)、25 建行二级资本债 01BC (94.45 亿元) 和 25 工行二级资本债 01BC (90.95 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1249 亿元、135 亿元和 52 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 13 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：9.71BP、11.84BP、10.84BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：8.81BP、10.48BP、9.48BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：10.61BP、10.60BP、9.60BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周(20250908-20250912)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级 (-24.3388%)、21 花溪农商二级 01 (-0.9815%)、23 长丰农商行二级资本债 01 (-0.7508%)，其余折价率均在-0.40%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、福建省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 浦发银行二级资本债 02B (0.7944%)、24 广发银行二级资本债 01B (0.7128%)、25 天津农商行二级资本债 01 (0.6046%)、24 农行二级资本债 02B (0.6045%)，其余溢价率均在 0.60%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、广东省居多。 风险提示： Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20250906：绿色债券周度数据跟踪 (20250901-20250905)

观点 一级市场发行情况： 本周(20250901-20250905)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 19 只，合计发行规模约 87.67 亿元，较上周增加 16.51 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、中外合资企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为福建省、湖北省、广东省、重庆市、新疆维吾尔自治区、江苏省、上海市、天津市、浙江省；发行债券种类为超短期融资券、商业银行普通债、交易商协会 ABN、企业 ABS、中期票据、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周(20250901-20250905)绿色债券周成交额合计 482 亿元，较上周减少 40 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 261 亿元、158 亿元和 43 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.41%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、房地产，分别为 179 亿元、117 亿元和 15 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 145 亿元、53 亿元和 51 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周(20250901-20250905)绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1 (-0.6462%)、21 临川绿色债 02 (-0.5684%)、22 富源绿色债 02 (-0.5051%)，其余折价率均在-0.50%以内。主体行业以金融、公用事业、建筑为主，

中债隐含评级以 AA+、AAA-、AAA+ 评级为主，地域分布以北京市、山东省、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 G22 大足 1 (2.0199%)、GC 天轨 02 (1.1265%)、24 康富租赁 MTN004(碳中和债) (0.4752%)、19 广东债 03 (0.3835%)，其余溢价率均在 0.35% 以内。主体行业以金融、交运设备、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、天津市、江西省、福建省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250907：从股债性价比角度看债市点位

观点 9 月以来，股市出现震荡回调，债券收益率略受益于“股债跷跷板”效应而下行，但并不明显，如何评估股债性价比？本周(2025.9.1-2025.9.5)，10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.78% 下行 1.25bp 至 1.7675%。周度复盘：周一 (9.1)，受上周五证监会主席吴清“持续巩固资本市场回稳向好势头”影响，开盘利率有所上行，随后资金面均衡偏松带动利率下行。午后，国债期货涨势明显，带动现券利率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.15bp。周二 (9.2)，央行月初延续净投放，利率小幅震荡。午后对于央行公开市场买入国债的预期再度发酵，利率有所下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.1bp。周三 (9.3)，股市明显下跌，受“股债跷跷板”情绪推动，利率一路下行，10 年期国债活跃券收益率跌破 1.7%，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2bp。周四 (9.4)，前一日晚间发布财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议的新闻，会中就央行国债买卖操作进行探讨。市场对重启买入国债的利好定价，利率下行。尾盘股票跌幅收窄，加之债券市场止盈情绪高涨，利率转而上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.6bp。周五 (9.5)，受股市修复上涨和 30 年期国债续发影响，利率全天震荡上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.4bp。周度思考：本周股市大幅回调，但债券收益率的下行幅度相对有限，印证上周提到的“股债跷跷板”不对称性。股市和债市间的联动关系，仍将是今年的重要主线。在此，我们应用 ERP 指标来衡量股债性价比，计算方法为 $(1/\text{沪深 300 市盈率} - 10\text{年期国债收益率})$ 。截至 2025 年 9 月 4 日，ERP 指标处于 2015 年以来的 0-1 倍标准差内，且处于下行趋势中。2015 年以来，ERP 从该位置逐步回落到中枢的过程中，10Y 国债收益率表现均为上行，但上行幅度不一。2016 年 9-12 月约为 70bp，2019 年 2-3 月约为 10bp，2020 年 6-7 月约为 20bp，2022 年 12 月-2023 年 2 月约为 10bp。若后续 ERP 持续下探至 -2 倍标准差，则表明股市情绪更加火热，10Y 国债收益率的上行幅度更大。鉴于当前对“反内卷”政策效果存在分歧，我们预计 ERP 趋向于仅仅回落至中枢值，10Y 国债收益率的上行幅度将较为温和，顶部或是 1.85%。

美国 2025 年 8 月 ISM PMI 指数、非农就业、ADP 就业、失业金申领人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周 (0901-0905) 海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50-60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：(1) 美国 ISM 制造业 PMI 连续六个月收缩，服务业 PMI 创半年以来最快扩张，超出市场预期。9 月 4 日公布的美国 8 月 ISM PMI 指数数据显示，ISM 制造

业指数 48.7，预期 49，前值 48。50 为荣枯分界线。这是 ISM 制造业 PMI 连续六个月低于荣枯线，表明美国制造业持续处于收缩区间。服务业 PMI 指数为 52，预期 51，前值为 50.1。50 为荣枯分水岭。最新的 ISM 服务业 PMI 数据超过媒体调查的几乎所有经济学家的预测。回顾上个月的数据，美国服务业 PMI 在 7 月几乎陷入停滞。新订单指数 51.4，预期 48，前值 47.1。这是新订单指数自今年年初以来首次扩张，单月大幅跃升 4.3 点，为去年年初以来的最大涨幅。物价支付指数 63.7，预期 65，前值 64.8。虽然价格指数仍处高位，但已是 2 月以来的最低水平，这是 7 月下降 4.9 点之后的再次下降，表明关税引发的价格波动正在减退。（2）美国 8 月新增非农就业人数仅为 2.2 万人，ADP 就业增长大幅放缓至 5.4 万人，均不及市场预期；8 月 30 日当周首次申请失业救济人数升至 23.7 万人，8 月 23 日当周持续领取失业金人数降至 194.0 万人。9 月 5 日公布的美国 8 月非农就业数据显示，美国 8 月非农就业人口增加 2.2 万人，预期 7.5 万人，前值 7.3 万人，8 月失业率 4.3%，预期 4.3%，前值 4.2%。同时 9 月 4 日公布的 ADP 就业数据显示，美国 8 月 ADP 就业人数增加 5.4 万人，大幅低于市场预期的 6.8 万人，也较 7 月修正后的 10.4 万增幅明显放缓。其中，制造业、运输业和教育等领域的就业人数实际出现了负增长。从领取失业金数据来看，8 月 30 日当周首次申请失业救济人数为 23.7 万人（前值 22.9 万人），高于预测值 23 万人；8 月 9 日当周持续申请失业救济人数为 194 万人（前值 195.4 万人），低于预测值 195.9 万人。美国劳动力市场正在发出迄今为止最明确的降温信号，进一步巩固了市场对美联储本月降息的预期。（3）威廉姆斯表示，目前尚未看到白宫提高进口关税对整体通胀趋势造成明显影响，为 9 月降息扫清了潜在障碍。9 月 4 日，美国纽约联储主席威廉姆斯在纽约经济俱乐部发表讲话时指出，“没有看到关税在整体通胀趋势上引发放大效应或二轮冲击”。威廉姆斯强调，高利率已导致劳动力市场明显降温。劳工部最新数据显示，自 5 月以来就业增长速度几乎停滞。他警告称：“如果‘过度紧缩的政策’维持时间过长，可能会不必要地破坏就业市场的稳定与健康。”他预计，美国经济将在未来数月持续放缓，贸易和移民政策的不确定性将继续压制经济增长，失业率将在明年逐步升至约 4.5%。展望未来，威廉姆斯称，“如果我们的双重任务目标继续像我的基线预测那样取得进展，我预计随着时间的推移，将利率向更中性的立场调整将是合适的。”截至 9 月 5 日，Fedwatch 预期 2025 年 9 月降息 25bp 的概率为 89%，上周 85.2%；10 月份降息的可能性降至 71.0%，上周为 43.7%；12 月份在 10 月份降息的基础上再次降息的可能性为 65.3%，上周为 36.4%。

风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250906：转债市场迎来新能源标的配置窗口

本周（0901—0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50—60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。国内方面科创板（AI 算力）在前期持续上涨后，势头暂缓，创业板（新能源）在周五续力，我们认为受到来自储能出货量高增及固态电池中试线落

地等因素催化，新能源板块存在成长为后市主线的潜力，相较于高标更加集中的 AI 算力题材，新能源标的中低价标的更多，更贴合转债投资人风险偏好，叠加近期转债市场刚完成了一波主动杀估值，当前新能源标的其配置排序优于周期，建议投资人积极参与。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、烽火转债、希望转债、利群转债、金能转债、恩捷转债、金田转债、和邦转债、首华转债、希望转 2。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20250906：二级资本债周度数据跟踪（20250901-20250905）

观点 一级市场发行情况：本周（20250901-20250905）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周（20250901-20250905）二级资本债周成交量合计约 1469 亿元，较上周减少 113 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC（75.27 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（59.84 亿元）和 25 中信银行二级资本债 01BC（46.86 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1111 亿元、115 亿元和 64 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 5 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-1.94BP、-0.84BP、-0.84BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.24BP、-2.45BP、-2.45BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.04BP、-0.03BP、-0.03BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250901-20250905）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-2.7283%）、23 瓯海农商行二级资本债 01（-0.8854%）、24 临安农商行二级资本债 01（-0.8482%），其余折价率均在 -0.60% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、福建省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 丽水莲都农商行二级资本债 01（0.6923%）、22 安吉农商行二级资本债 01（0.4933%）、22 金华成泰农商二级 01（0.4881%）、25 瓯海农商行二级资本债 01（0.4050%），其余溢价率均在 0.40% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、山东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收深度报告 20250902：银行“缩表”的深度发掘：国内商业银行为什么不缩表？

观点 原因之一：经济增速下滑期间，缩表将加剧经济下行：1) 商业银行的“缩表”行为本质上是规避经济下行时期日益上升的信用风险的有效措施，但是从实体经济（企业）乃至整个宏观经济的视角来看，由金融系统的主体——银行流向实体经济的资金量下滑，即社会融资规模的下降，可能导致社会经济运行中出现流动性紧缩。而这将进一步导致本就因社会消费能力下降、经济悲观预期放大而在现金流上捉襟见肘的实体企业再度因无法足时足量从银行体系获得信贷支持而陷入经营危机。2) 考虑到我国当前经济发展以稳为主并正处于由高速增长转向高质量增长的“转型期”，商业银行作为实体经济修复过程中输送资金“弹药”的关键环节，唯有不采取“缩表”操作方为助力企业部门投资和居民部门消费的正确之举。原因之二：2023 年以

来央行货币政策取向偏宽松，流动性充裕，降低缩表的必要性： 当央行释放流动性，如果不经过商业银行向实体经济发放投资、消费类的信贷，则货币政策难以完成向实体经济的传导，并可能会发生与美国类似的过多流动性堆积在大型银行和大型财团手中，进而导致银行间市场资金泛滥、利率走廊倒挂，但是居民群体和中小型企业仍然面临资金缺口的情况。为避免此类资金空转的情形，我国商业银行选择“缩表”的可能性天然降低，换言之，如果商业银行在取得央行提供的低利率资金后选择不发放贷款来进行扩表操作，则央行释放的资金体量将堆积在存款准备金等账户之中，不仅无法发挥刺激实体经济修复的作用，也明显违背了央行采取宽松型货币政策的意图。 原因之三：商业银行以国有资本为主，缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁： 我国商业银行的国有资本性质决定其在运营过程中不仅要考虑自身的经营效益，更要考虑在金融环境中形成的社会效益。从发展的结构性角度来看，在当前中国经济转型升级和供给侧结构性改革的关键时点，绿色金融、普惠金融、科技创新等是国家未来计划大力发展的重点领域。而此类领域总体仍处于发展的初级阶段，且对于创造社会效益的注重程度高于创造经济效益，故而导致相关领域的个体或难以在股票、债券等市场上获得资本的青睐。此时，银行业作为金融体系的核心，因其承担着服务国家战略、支持实体经济的重要使命，故需要响应国家号召，进行扩表操作来为这些行业提供充足的资金支持，通过扮演领头羊的角色来拉动此类领域的快速发展，缩表操作将可能反向制约发展进程，不利于我国结构性调整的持续深化。 原因之四：监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上，故信用风险短暂上升仍留有安全垫： 更为严格和全面的监管要求助力商业银行在经营上留存一定的损失吸收空间，例如我国商业银行资本充足率指标、不良贷款率指标及拨备覆盖率指标均显著高于我国以及国际监管标准，意味着即使经济下行压力加大，经济出现增长缓慢甚至衰退迹象，充足的资本缓冲和流动性储备亦能够助力银行业保持自身资产负债结构的稳定，从而有效应对潜在的信用风险和流动性风险，缩表的必要性故而不高。 国内外局势遭遇逆风，部分中小银行存在缩表可能，但全行业缩表概率较低： 1) 全球局势的不确定增加叠加我国经济正处于结构转型的过渡期，中长期内银行体系的运营或仍将以基于定向扶持特定行业的结构型政策为主。当前的监管政策主张因势利导的监管方案，即针对具有规模经济效应、盈利能力更强的大中型银行提出更高的准备金和资本金要求，而对小型银行适当放松要求，在把控风险的前提下助力区域实体经济的增长。例如，大中型银行或更多负责绿色金融、科技金融等领域，着力于向大型公司及全产业链输送流动性以支持其发展；而小型银行则主要负责县域中小企业的普惠金融业务，助力中小型民营企业的成长。因此，在鼓励不同规模的银行从事不同业务的结构型政策导向下，未来大中小银行均将具备继续扩表的动力，全行业缩表概率较低。2) 但需注意的是，大型银行凭借其雄厚的资本基础、多元化的业务布局和较强的风险管理能力，能够更好地应对宏观经济的不确定性，在扩大信贷投放、优化资产负债结构等方面能动性更强；而与之相比，中小银行因客户群体主要集中在中小企业以及自身业务平台升级效率相对滞后，或面临更大的竞争压力和经营挑战，因此，中小银行个体缩表的可能性仍存，而大型银行的缩表概率不高。 风险提示：国内外经济局势调整超预期；主体违约概率抬升超预期；央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250901：利率周期与财富转型：美国居民资产配置的

重构—低利率时代系列（九）

观点 20 世纪 70 年代末以来,美国货币政策与居民财富配置的互动,构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点,追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹,解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。

美国居民财富配置变迁 沃尔克抗通胀期(1979-1987): 现金与固收类占比飙升,房地产先抑后扬 这一阶段的典型特征是“高通胀与高利率并存”,联邦基金利率一度攀升至 20%以上,即便 1981 年后利率逐步回落,其绝对水平仍显著高于战后其他时期,形成了持续的高利率环境。在高通胀、高利率、经济衰退与复苏交替的背景下,美国居民的财富配置呈现出明显的结构性变化,主要体现在现金与固收类占比飙升,房地产先抑后扬。在现金类资产方面,美国居民资产配置呈现出偏好该类资产的特征。存款占比从 1979 年第一季度的 13.6%上升到 1987 年第四季度 14.6%,在 1984 年第四季度甚至达到了 15.6%。同时,美国居民持有的货币市场基金规模迅速扩张。在该时期,房地产配置呈现先降后升的趋势。1979-1982 年这一阶段,房贷利率的飙升通过“成本约束—需求收缩—价格调整”的传导链,对居民房地产配置形成显著抑制。1983 年后房地产在总资产中的占比止跌回升。美联储于 1982 年启动降息周期,购房成本的边际改善释放了积压的需求。与此同时,1983 年美国经济从衰退中复苏,购买力的恢复为房地产需求回暖提供了基本面支撑。从居民的债券配置来看,债券在金融资产中的占比从 1979 年的 4%上升至 1987 年的 9%。1982 年之前债券配置增长的核心驱动力是“锁定高票息收益”,占比提升相对平缓;1982 年美联储启动降息周期后,债券配置逻辑转向“捕获资本利得与长期收益”,宏观环境的转变为债券配置打开空间,利率中枢逐步下行,通胀预期稳定,推动债券总配置规模增长。

利率下行大缓和期(1987-2007): 金融资产与房地产占比提升,现金存款收缩 1987-2007 年,美国经历了长达 20 年的利率下行大缓和期。美联储主席格林斯潘采取渐进式降息策略,以应对经济下行压力。在此期间,联邦基金利率整体呈现下降趋势。在利率下行期间,居民金融资产占总资产的比重显著上升。由于利率下行推升了金融资产估值的吸引力,在 1987 年至 2000 年,居民财富配置中金融资产在总资产中占比从 1987 年第一季度的 61.7%,上升至 2000 年第一季度的 68.9%。其次,美国居民金融资产中股票与共同基金的配置比例整体也呈现上升趋势。从 1987 年的 11.5%提升至 2007 年的 26%,表明居民更倾向于通过资本市场实现财富增值。在大缓和时期,房地产市场在美国居民的财富配置中扮演了越来越重要的角色。房地产配置在 1987 年到 2000 年呈现下降趋势,这一阶段房地产占比下降并非源于房地产自身规模收缩,而是金融资产(尤其是权益资产)的爆发式增长对其形成“挤压”。2000-2007 年股市泡沫破裂与信贷宽松共振,房地产占比快速抬升。2000 年互联网泡沫破裂后,资产逻辑发生根本性切换,房地产成为居民财富配置的“新锚点”,居民房地产占比从 2000 年第一季度的 22.6%上升至 2007 年第四季度的 27.5%。在低利率环境下,现金和存款的吸引力下降,居民更倾向于将资金投入更高收益的金融产品。居民存款占总资产的比重持续下降,现金与存款占总资产比例从 1987 年的 14%,逐步下降至 2007 年的 7%。这一趋势表明,居民对传统低风险、低收益的储蓄方式的兴趣持续减弱,转而寻求更具增长潜力的投资工具,更多资金被配置到股票、房地产等高收益资产中。

零利率+QE 时代(2008-2015): 风险资产与替代收益资产占比上升,现金及固收类资产收缩 2008 年全球金融危机的爆发,标志着美国乃至全球经济进入

了一个前所未有的低利率与量化宽松（QE）时代。为应对危机，美联储迅速采取行动，将联邦基金利率降至 0-0.25% 的历史低位，并通过三轮量化宽松累计释放了 4.5 万亿美元的流动性。在零利率与 QE 政策的推动下，美国居民的财富配置结构发生了显著变化，风险资产的占比大幅提升。股票及权益类资产成为居民财富增值的核心渠道。从居民持有的股票与共同基金份额占总资产比例可知，从 2008 年的 11% 上升至 2015 年的 20%。与此同时，房地产资产的配置也经历了从“去杠杆”到“温和回升”的转变。2008 年金融危机中，房地产市场首当其冲，这一阶段，房地产市场陷入下行循环，房地产在居民总资产中的占比随市值缩水同步下降，从 29% 降至 23%。但随着量化宽松（QE）政策持续发力，美联储通过大规模购买抵押贷款支持证券（MBS）向市场注入流动性，直接压低长期融资成本。2012 年起，伴随经济复苏与市场信心修复，实际房价指数触底回升，房地产资产市值稳步扩张，其在居民总资产中的占比也逐步修复，2015 年末回升至 24%。在零利率环境下，现金及活期存款的收益率几乎为零，居民逐渐减少这类资产的配置比例。现金及存款（包括定期及储蓄存款）在家庭金融资产中的占比从 2008 年的 13.9% 降至 2015 年的 12.6%。与此同时，高收益债券（垃圾债）和 REITs（房地产投资信托）的需求显著上升。在 2008 年，高收益债的市场规模约为 0.6 万亿美元，而到 2015 年，这一规模已扩大至 1.4 万亿美元，年均增速达 13%。REITs 的市值也在这一时期增长了 1.5 倍，反映出居民对收益替代资产的强烈需求。

低利率新常态（2016-2021）：权益资产与另类资产占比攀升，退休账户权益配置扩容 2016 年至 2021 年，美国延续了后金融危机时代的低利率环境，联邦基金利率在 2015-2018 年缓慢加息至 2.5% 后，因经济疲软于 2019 年重启降息，2020 年新冠疫情爆发后再度回落至 0-0.25% 区间。这一阶段的核心矛盾在于：名义利率的温和抬升未能抵消长期实际利率的压制，10 年期 TIPS 收益率持续低于 1%，形成“低利率新常态”。由于低利率环境降低了储蓄的吸引力，居民资金逐步转向风险资产，尤其是股票和房地产。在低利率环境下，居民财富配置中权益资产占比持续攀升。数据显示，居民持有的股票及共同基金份额占金融资产比例从 2016 年的 29% 升至 2021 年的 38%，年均增幅约为 5.5%。房地产在低利率时期成为居民资产配置的重要方向。美国实际房价指数从 2016 年 3 月的 103.01 点上升至 2021 年 12 月的 145.39 点，美国居民房地产资产占非金融资产的比例从 83% 上升至 85%，这一增长主要得益于低利率带来的融资成本下降，以及疫情后远程办公需求的增加。

激进加息周期（2022-2024）：激进加息周期，权益资产配置增加，债券短久期化，房地产配置分化 2022 年起，美联储为抑制通胀启动激进加息，联邦基金利率从 0% 飙升至 5.5% 左右，同步实施 9500 亿美元量化紧缩（QT）。10 年期美债收益率突破 4.5%，30 年期房贷利率跃升，引发资产价格剧烈重估。在这一阶段，居民的财富配置呈现出明显的适应性调整，以应对利率快速上升带来的市场波动。在激进加息周期中，现金及存款的实际收益率虽然有所提高，但由于利率上行速度较快，居民更倾向于将资金投入收益更高的资产类别。现金及存款在家庭总金融资产中的占比从 2022 年的 13.5% 降至 2024 年第三季度的 11.0%。这一趋势表明，居民正在积极调整资产配置，以应对利率上行带来的机会成本上升。尽管美联储在 2022-2024 年间持续加息，但美国经济展现出超预期韧性，股市估值压力被基本面改善与结构性成长动能抵消，最终推动股票及基金配置比例显著增加。截至 2024 年，美国居民持有的股票及投资基金份额已达到 48.50 万亿美元，较 2022 年底的 34.49 万亿美元有显著增

长。从美国居民房地产配置上看，房地产在非金融资产中的占比缓慢上升，总体维持在 85% 左右。从资产价格波动看，2022-2024 年美国房地产市场呈现“先承压回调、后企稳回升”的阶段性特征，2022 年至 2023 年中，高利率直接抑制购房需求；但 2023 年下半年起，市场开始适应高利率环境，支撑房价回升的结构性因素逐步显现。从美国实际房价指数来看，2022-2024 年间，房价经历了先跌后涨的过程。截至 2024 年 12 月 31 日，住房增加值总额价格指数达到 156.41（以 2015 年为基期 100），较 2022 年 3 月的 148.93 有明显回升，显示房地产市场在加息后期逐渐企稳。总结：回顾 50 年变迁，美国利率政策呈现出大开大合的特点，美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行，房产独大格局弱化；金融资产内部呈现“权益类崛起，现金类潮汐”特征。在加息周期，居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑，资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期，低利率驱动收益再平衡，风险资产成配置核心。不同利率环境下，美国居民财富配置经验对我国有何启示？通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择，能够获得对我国有益的启示。其一，房地产分化加剧，需警惕系统性风险。其二，金融资产配置潜力巨大，但需防范波动风险。其三，提升社会保障水平，增强居民对未来财富积累的信心。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

Robotaxi 正重塑汽车出行市场

nRobotaxi 究竟如何估值？Ø 每一轮新的科技革命在产业前期或诞生新估值方式，在产业后期会回归常态化 PE 估值。互联网时代前期【用户数市值法】是核心估值方式，前期企业未实现持续盈利核心变量是用户数的增长。AI 智能车时代前期我们认为或可以考虑【智能体创收市值法】：Ø 估值公式：智能体创收能力=智能体保有量*智能体能力等级（参照人类职业差异），也即影响估值高低我们认为最大变量是【智能体能力等级】，这个差异是非线性变化的。Ø 而 Robotaxi 我们认为是 AI 智能车前期非常重要率先落地的载体，应当采用这种估值方式。单台 Robotaxi 创收能力越高（能替代人类的范畴越大）则对应估值系数越高。nAI 智能车产业链投资标的？nRobotaxi 产业链我们认为是未来 5 年 AI 智能车板块的最佳投资主线。按照产业利润分配重要性：Ø 第一类：一体化模式：特斯拉/小鹏汽车-W（后期或考虑找合作伙伴）/千里科技（联盟制）Ø 第二类：技术提供商+运营分成模式：地平线机器人-W/百度集团-SW/小马智行/文远知行/Momenta/元戎启行 Ø 第三类：传统网约车的转型：滴滴出行（用户运营+转型技术），曹操出行（用户运营+车辆管理）/如祺出行，大众交通/锦江在线（车辆管理）等 Ø 第四类：车辆的生产商：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团等（预计后续更多车企加入）Ø 第五类：核心硬件供应商：检测（中国汽研+中汽股份等）/芯片（地平线机器人-W+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润-W 等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛-W/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/智能车灯（星宇股份）/玻璃（福耀集团） n 风险提示：政策落地不及预期；技术迭代不及预期；国际竞争加剧风险。

（证券分析师：黄细里 研究助理：童明祺）

有色金属行业跟踪周报：美联储预防式降息符合预期，部分投资者获利了结导致工业金属价格回调

投资要点 回顾本周行情（9月15日-9月19日），有色板块本周下跌4.02%，在全部一级行业中排名靠后。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中能源金属板块上涨1.25%，金属新材料板块下跌3.06%，工业金属板块下跌3.90%，贵金属板块下跌6.17%，小金属板块下跌7.66%。工业金属方面，旺季已来需求缓慢复苏，但力度稍弱，美国降息落地导致获利盘了结，工业金属本周录得回调。贵金属方面，降息落地后少部分投机资金兑现卖出，贵金属价格于本周震荡走弱，然而我们强调8月后实际利率快速下行期已至，预计后续贵金属持续受益走强。

周观点： 铜：降息落地获利盘利好兑现致铜价环比回落，十一备货周期开启现货具备支撑。截至9月19日，伦铜报收9,997美元/吨，周环比下跌0.71%；沪铜报收79,910元/吨，周环比下跌1.42%。供给端，截至9月19日，本周进口铜矿TC维持-41美元/吨，本月国内铜冶炼厂大规模检修正在逐步落实，预计后续精炼铜产量下行，供给面临紧缺；印尼Grasberg铜矿因事故停工，Grasberg铜矿2025年上半年产量为29.7万吨（月均约4.95万吨）；需求方面，临近十一假期，下游需求逐步释放，小幅备库。铜箔需求较好，而铜杆及线缆订单并无明显起色。宏观层面，本周美联储降息落地，市场部分获利盘利好兑现卖出，本周海内外铜价环比回调，我们预计随着十一备货周期开启以及检修幅度的加大，现货将具备支撑，需关注短期降息落地后的兑现情况。

铝：美欧对俄二级制裁情绪消散叠加降息利好兑现，铝价于本周录得回调。截至9月19日，本周LME铝报收2,676美元/吨，较上周下跌0.93%；沪铝报收20,795元/吨，较上周下跌1.54%。供应端，短期内我国电解铝企业暂无增减产计划，本周中国电解铝行业理论开工产能维持4408.50万吨不变；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比提升2.76pct，铝棒产能利用率环比提升0.20pct，本周电解铝的理论需求有所上升。本周电解铝社会库存环增2.45%至64.52万吨，铝棒社库环增2.58%至12.73万吨，由于美欧此前表示将对俄罗斯实施二级制裁，LME铝价领涨市场，然而经过多次演绎，俄铝对欧美影响已逐步减小，叠加降息落地利好兑现，本周铝价录得回调，我们预计随着旺季的深入以及下游开工率的提升十一备货周期的来临，海内外铝价短期震荡偏强，但进一步走高需观察“金九银十”需求端的落地情况。

黄金：降息落地获利盘了结致贵金属本周回调整整，中期叙事良好预期后续上行空间广阔。截至9月19日，COMEX黄金收盘价为3719.40美元/盎司，周环比上涨1.05%；SHFE黄金收盘价为830.56元/克，周环比下跌0.44%。美国8月零售销售月率录得0.6%，超出预期的0.2%；美国截至9月13日当周初请失业金人数录得23.1万人，低于市场预期的24万人（后被证实由于技术错误导致数据显示偏低）。9月18日，FOMC结束为期两天的货币政策会议，宣布降息25个基点，把联邦基金利率目标区间下调至4%到4.25%之间，点阵图显示2025年后续仍有两次25bp的降息预期，利率决议符合市场预期。整体来看，鲍威尔明确了此次为“风险管理式降息”，并承认了劳动力下行压力与商品价格上行引发的再通胀情形。本周超预期的美国经济数据以及降息实质落地带来的利好兑现，使得部分投资者获利了结，贵金属价格录得回调。我们多次强调在8月全球央行年会美联储表态对就业市场的关注度提升后，实际利率快速下行期已至，预计短期获利盘兑现了结后，后续贵金属将重新走强，而在联储连续降息的背景下，我们认为经济不具备中期下行条件，白银在此基础上将具备更大的补涨弹性。

风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

推荐个股及其他点评

高伟达（300465）：银行 IT 小巨人，Agent 开辟第二成长曲线

投资要点 深耕银行 IT，基本面稳定上行。公司是国内领先行列的金融信息化综合方案商，经过多年深耕与积累，已形成以银行业为核心、覆盖保险、证券、基金、信托、融资租赁等领域的优质客户群；在信贷与风控管理、核心业务、CRM 与 ECIF 等解决方案方面具备显著的市场竞争力。同时，公司积极拥抱 AI，正在快速拓展 Agent 等相关业务，与蚂蚁等头部数据企业合作密切。公司财务数据稳健，营收表现持续回暖。2022-2024 营收 CAGR 为 -9.7%，主要因系统集成业务收缩；2025H1 收入同比增速回正+2.74%，显示底部压力缓解的迹象；利润端，2024 与 2025H1 归母净利率均为 2.66%，主要系产品结构与费用管控优化。2024 年公司弱化低毛利的系统集成、聚焦软件业务并降本增效，带动毛利与净利改善。银行信贷下沉市场带来巨大增量空间。我国商业银行住房贷款资产总额持续下滑。作为个人住房贷款发放的主力，2024 年，国有六大行的个人住房贷款合计减少 6000+亿元，较 2023 年 5569 亿元的降幅进一步扩大。截止至 2024 年底，我国六大行资产管理规模占全国商业银行资产管理总规模的 44.9%。由此测算截止至 2024 年底，全国银行住房贷款资产规模缺口在 3 万亿元左右，预计到 2026 年底全国商业银行住贷规模缺口将达到 6 万亿元。现有银行信贷体系无法覆盖较低信用人群，但亟待通过下沉市场弥补资产缺口。公司为银行提供全面的客户画像，精准挖掘客户信贷需求。传统银行对客户的画像界定比较粗糙，通常只有 7 个评判维度。而蚂蚁凭借其强大的数据，可以对客户进行多维度评判，以匹配最佳的客户贷款需求。与蚂蚁合作深化与场景落地，聚焦银行信贷 AI 应用。2025 年 9 月 1 日，公司受邀出席蚂蚁数科生态伙伴 AI 智能业务闭门交流会，围绕银行业核心应用展开研讨。公司将引入蚂蚁数科在技术研发与场景落地方面的前沿实践，叠加公司深耕银行业二十余年的业务理解与客户资源，构建“技术—场景—落地”的闭环体系，进一步强化面向银行客户的一体化 AI 解决方案能力与核心竞争优势。蚂蚁有望帮助银行体系下沉其个贷市场，提供数据、风控、Agent 等支持。盈利预测与投资评级：随着 AI 应用在金融领域逐步推广，有望带动传统银行 IT 需求增长。同时，公司积极推进与蚂蚁合作，聚焦银行信贷场景，探索金融 AI Agent 落地，打造第二成长曲线，带来综合毛利率提升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入增速分别为 23.4%/125.1%/25.3%，综合毛利率分别为 21.1%/28.9%/30.5%。公司系软件公司，边际成本低，利润效应显著，因此净利润预计将实现高增长，当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 预计分别为 215/32/23 倍。根据 PS 估值法，给予公司 2026 年目标价 51.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：人工智能技术发展不及预期；银行信贷需求不及预期；市场竞争加剧；公司 Agent 业务进展不及预期；公司与蚂蚁合作不及预期。

（证券分析师：王紫敬）

巨星科技（002444）：中国手工具出海龙头，供应链国际化构筑核心壁垒

投资要点 中国手工具出海龙头，内生外延打造全球品牌矩阵。巨

星科技是中国手工具出海龙头企业，2025H1 美洲/欧洲收入占比达到 65%/26%。业务结构中，手工具为基本盘，市场规模更大的电动工具有望打开第二成长曲线。公司以“并购+品牌”双轮驱动，通过收购 ARROW、LISTA、TESA 等 20 余个国际知名品牌，成功从 OEM 模式转型为 OBM 模式，2024 年 OBM 收入占比已提升 48%。公司业绩增长稳健，2007-2024 年收入/归母净利润年复合增速分别为 15.0%/23.4%，OBM 占比提升&全球采购降本助力盈利能力提升。2025H1 公司收入增速放缓主要系关税冲击，我们判断公司全球“流浪工厂”计划有望显著提高供应链优势，随着海外产能爬坡收入端有望重回快速增长区间。

欧美 DIY 文化拉动需求增长，地产+补库周期共振向上。工具行业需求集中在欧美地区，其深厚的 DIY 文化和高昂的人工成本将拉动工具市场长期增长。根据 Grand View Research 预测，全球工具市场规模将持续稳健增长，预计将从 2024 年的 382 亿美元增长至 2030 年的 544 亿美元，年复合增速达到 5.7%。其中，电动工具市场增速更快，预计 2025-2030 年复合增速将达到 9.4%。短期看，行业正迎来关键催化：①地产周期修复：随着美国进入降息通道，房地产市场活跃度有望触底回升，将从新建和翻新两个需求层面提振工具需求。②渠道补库开启：以家得宝为代表的北美头部渠道商库存已逐步企稳，并进入补库阶段，有望拉动上游订单回暖。③政策刺激：美国政府颁布法案，通过提高税收抵免、降低交易成本等方式，刺激居民消费和房地产市场回暖。

以设计&创新能力为基石，供应链国际化构筑核心壁垒。产品端，欧美工具行业具有极强的消费属性，消费者对产品更新需求旺盛，公司在研发设计&创新上及时响应，在新品推出速度和应用上领先行业，有效保障公司高于同行的盈利能力。供应端，在全球贸易收缩背景下，全球采购及制造优势突出。一方面，全球采购分散风险的同时有效降本，另一方面全球制造有效规避关税风险，符合客户供应链安全需求，强化竞争优势，公司份额有望加速提升。

盈利预测与投资建议：公司作为中国手工具出海龙头，通过供应链国际化构筑核心壁垒，充分受益于地产+补库周期共振向上。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 25/30/36 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/14/11 倍。基于欧美地区下游需求回暖以及公司电动工具业务具备高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求恢复不及预期，国际贸易风险，行业竞争加剧，汇率及原材料价格波动风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞)

北摩高科(002985): 专注刹车系统平台型公司，民用拓展空间广阔可期

投资要点 北摩高科军品刹车业务受益于“需求复苏+耗材属性”双轮驱动，奠定坚实发展基本盘：一方面，“十四五”后半程主战装备进入批产放量期，新一代战机、运输机、无人机等加速列装，叠加老旧机型替换与三代机延寿升级，推动刹车系统需求量质齐升，单机价值显著提升。另一方面，实战化训练强度持续加码，飞行频次与任务负荷激增，使刹车盘、机轮等高耗品更换频率刚性上升，形成“使用即损耗、损耗即更换”的高频确定性需求，不受装备采购周期波动影响。公司作为国内航空刹车核心供应商，深度绑定主机厂，产品覆盖全谱系主战机型，并实现从部件到子系统的升级，技术壁垒与配套层级持续强化。在“建军百年”目标牵引下，装备体系化、规模化列装与高强度战训常态化将长期支撑公司业绩稳健增长，耗材属性更赋予其穿越周期的经营韧性。

飞机起落架单机价值远超刹车盘等单一部件：北摩高科已从刹车材料供应商成功转型为具备起落架系统级

配套能力的集成服务商，深度参与军机与国产民机项目，实现从“耗材”到“系统平台”的商业模式跃升，显著提升单机价值与成长空间。公司通过关键材料自制、工艺全流程可控、产能爬坡与供应链优化，规模效应凸显。作为国内稀缺的起落架系统全链条供应商，其资质覆盖主力战机、舰载机及大飞机平台，技术壁垒高、竞争格局优，在装备国产化与智能化趋势下，先进起落架与健康监测系统更奠定其产业核心地位，成为中长期业绩增长主引擎。中国民用航空刹车后装市场凭借高毛利、长周期、强复购特性，成为远超前装的“长坡厚雪”赛道：当前国内年市场规模约 40 亿元，未来二十年新机前装市场约 200 亿元，而后装市场累计规模有望达约 2000 亿元，核心驱动力来自飞机高频起降带来的持续更换需求及短服役周期催生的机队高周转。国产化率目前极低，国际巨头垄断导致航司成本高企、供应链脆弱，但政策强力推动“十四五”国产替代，叠加航司降本增效内生动力，国产航材已从合规要求转为经济优选。北摩高科作为技术先锋，率先拿下空客碳刹车盘 PMA 认证，打破国际垄断，并成功打入国航、南航等核心采购体系，构建“技术认证+头部客户”双壁垒。盈利预测与投资评级：北摩高科作为我国航空制动与起落架系统的核心供应商，深耕军民航空高端装备领域。其业务根基稳固于军品刹车系统的持续复苏与耗材更替需求，同时加速向高价值起落架系统升级，单机配套价值实现跨越式提升；民用航空领域则紧抓国产大飞机战略机遇，实现从零到一的突破，后装维修市场更打开长期增长天花板。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.10/2.48/2.92 亿元，对应 PE 分别为 42/36/30 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 技术迭代与研发投入风险；2) 起落架放量不及预期；3) 民航开拓缓慢；4) 毛利率提升受阻。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

星源卓镁(301398)：半固态工艺先行者，镁合金应用趋势下受益链第一梯队

投资要点 深耕汽零镁合金十余载，产品毛利率行业领先。公司成立于 2003 年，2014 年切入镁合金汽配领域并配套特斯拉，当前已形成铝合金+镁合金双轮驱动的产品格局，客户涵盖奇瑞、保时捷、宝马、智己、小鹏等知名车企。2025H1 公司营收 1.84 亿元，同比+0.1%；归母净利润为 0.31 亿元，同比-15.2%，主要受费用率和固定资产转固影响。受益于公司产品集中且偏向高附加值产品，公司 2024 年镁合金压铸件毛利率为 33.77%，同比+1.04pct，显著高于可比公司。痛点解决助推镁合金发展，市场规模广阔。双碳大背景&新能源续航里程焦虑使得当前轻量化需求显著，过去限制镁合金发展的经济性差和耐腐蚀性差等痛点已基本解决。以 2025 年 1600 万辆新能源汽车销量和 25kg 单车用镁含量测算可得市场规模为 160 亿元，2030 年乐观情况下可突破 500 亿元，叠加机器人市场的应用或可突破千亿级别。产品&客户持续扩容，实现量价齐升。公司近年来镁合金产品线持续扩张，由小型产品逐渐向中大型产品拓展。2022H1，公司大中型产品营收占比达 60.18%，较 2019 年提升 7.46pct。2024 年公司产品 ASP 达 62.5 元，2021-2024 年 CAGR 为 18%。拟发行可转债扩产，订单支持是核心底盘。公司拟发行可转债，募集不超过 4.5 亿元（含）用于建造年产 300 万套汽车用高强度大型镁合金精密成型件项目。截至 2025 年 8 月，公司已获得镁合金动力总成壳体项目定点 13.63 亿元，预计 2026 年开始陆续量产。前瞻布局半固态，产业验证进入白热化。公司自 2021 年起向伊之密采购半固态镁合金注射成型设

备，距今已达 5 套。2025 年 7 月，6600T 设备实现交付，最大理论注射量可达 38kg。产品落地端，公司自 2022 年起，已陆续完成显示器支架、车载中大型支架、镁合金电驱壳产品的量产，产业端边际变化显著。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 5.90/10.77/15.19 亿元，实现归母净利润 1.10/1.89/2.82 亿元，EPS 分别为 0.98/1.69/2.52 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 55/32/21 倍。公司为镁合金压铸小而精企业，半固态镁合金产品量产能力行业领先，当前在手订单充裕，2026 年将步入汽车镁合金业务收获期，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料成本上行预期，新能源汽车渗透率不达预期，产能扩张进度不达预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

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>