

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-22

宏观策略

2025 年 09 月 22 日

宏观点评 20250918: 9 月 FOMC: 重启降息——2025 年 9 月 FOMC 会议点评

核心观点: 9 月 FOMC 如期降息 25bps, 点阵图指引年内还有 2 次降息, 基本符合预期, 但同时指明明年还有额外 1 次降息, 相比市场预期明显偏鹰。发布会上 Powell 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, 因此大类资产走势反复, 美元指数&美债利率走出 V 型、黄金先涨后跌、美股震荡。向前看, 我们认为交易主线将转向美联储独立性, 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。

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

固收金工

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

专用设备行业点评报告：半导体设备：关注国产算力芯片发展，看好国产设备商充分受益

投资建议：相关公司（1）前道制程：刻蚀+薄膜沉积设备北方华创、中微公司，量测设备中科飞测、精测电子，薄膜沉积设备拓荆科技、微导纳米、晶盛机电、某泛半导体设备龙头等。（2）后道封测：华峰测控、长川科技。

（3）先进封装：晶盛机电（减薄机）、某泛半导体设备龙头（切磨抛+键合机）、华海清科（减薄机）、盛美上海（电镀机）、芯源微（涂胶显影+键合机）、拓荆科技（键合机）、德龙激光（切片机）、大族激光（切片机）。

（4）硅光设备：罗博特科、奥特维（AOI 检测设备）。风险提示：下游扩产速度不及预期，设备国产化进程不及预期。

机械设备行业点评报告：沙特阿美拟三年启动 85 个重大项目，油服设备产业链有望受益

投资建议：推荐中东订单爆发、高端装备出海稀缺标的【杰瑞股份】，中东需求能见度+前瞻产能布局，业绩稳健增长的【纽威股份】。风险提示：油气产业周期波动风险，下游资本开支不及预期，原材料价格上涨风险，汇率变动风险。

推荐个股及其他点评

信维通信（300136）：传统业务基本盘稳健，卫星与汽车业务构筑新成长曲线

信维通信作为射频龙头，以全链路技术能力布局前沿领域，强化全球核心竞争力。信维通信作为国内射频器件领域的龙头企业，主营业务涵盖天线及模组、无线充电模组、EMI/EMC 器件、高精度连接器、声学器件、汽车互联产品与被动元件等多类产品。公司是国内外多家头部科技企业的天线主力供应商，产品广泛应用于消费电子、商业卫星通信、智能汽车、物联网等多个高增长领域。在商业卫星通信方面，公司已向北美客户供应终端连接器与天线产品，预计 25H2 实现批量交付，并积极拓展国内商业卫星客户，未来有望进一步提供天线、连接器、结构件及整机级解决方案。传统业务基本盘稳健，LCP、UWB 等新品放量驱动公司增长。公司在天线、无线充电与精密结构件等传统优势领域持续领先，产品广泛覆

盖全球头部消费电子客户，构建了稳健的业务基本盘。无线充电业务受益于智能手机、可穿戴设备及智能汽车对 Qi2.x 等标准模块的快速普及，迎来新一轮增长；精密结构件业务凭借轻薄耐腐电池壳等创新产品，持续获得大客户订单。同时，公司积极推动 LCP 模组、UWB 模组等新品拓展，LCP 天线模组已在北美大客户实现规模交付，并配合多家头部客户推进方案研发；UWB 模组已在智能汽车钥匙、智能门锁、医疗设备等领域批量出货，并持续拓展至物联网、人形机器人等新场景。商业卫星北美客户预计 25H2 放量，汽车产品或将构筑第二成长曲线。在商业卫星通信领域，公司已实现高频连接器、毫米波天线等产品的突破，与北美客户持续合作并预计下半年批量供货，同时积极导入国内新兴商业卫星客户。在智能汽车领域，公司持续深化与国内外主流主机厂及 Tier1 供应商合作，车载无线充电模组等传统优势产品定点项目持续增加，并在车载雷达、大功率无线充电、USB Hub 及高速连接器等新品类别不断突破，产品矩阵日益丰富。公司在汽车领域的布局有望在未来 2-3 年显著贡献业绩，为公司成长提供有力支撑。

福立旺（688678）：乘人形机器人之风，3C 精密制造领军者再启航

盈利预测与投资评级：福立旺是国内领先的精密金属零部件制造企业，产品广泛应用于 3C 消费电子、汽车、新能源及电动工具等高景气赛道。同时考虑到公司即将切入丝杠领域。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.62/2.49/3.01 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 47/30/25X，首次覆盖，给予公司“增持”评级。风险提示：果链业务拓展不及预期风险，灵巧手业务进展低于预期，宏观经济波动风险。

宏观策略

宏观点评 20250918: 9月 FOMC: 重启降息——2025年9月 FOMC 会议点评

核心观点: 9月 FOMC 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 Powell 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, 因此大类资产走势反复, 美元指数&美债利率走出 V 型、黄金先涨后跌、美股震荡。向前看, 我们认为交易主线将转向美联储独立性, 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。FOMC 声明: 如期降息 25bps, 天平从通胀上行风险转向增长下行风险。9 月 FOMC 会议如期将政策利率下调 25bps 至 [4.0, 4.25]%, 声明相比 7 月会议的变化体现在强调就业的下行风险, 新增“就业增长有所放缓, 失业率有所抬升”, “就业前景的下行风险在增大”, “通胀有所上行”等表述, 这与近期的非农就业、通胀数据的变化相符合。因此, “鉴于风险平衡的转变 (in light of the shift in the balance of risks)”, FOMC 决定下调政策利率 25bps。新就职美联储理事 Miran 投下反对票, 认为应降息 50bps。点阵图: 年内还有 2 次降息。点阵图对于 2025-2027 年的政策利率指引均向下平移 25bps, 即预期今年 3 次、明年与后年各 1 次降息, 新增 2028 年利率指引政策利率在 [3.0, 3.25]% 不变。① 2025 年: 预期全年 0-1-2-3-6 次降息的委员分别为 1-6-2-9-1 人; 推测刚入职的 Miran 指引全年 6 次降息, 即 9 月开始应连续三次 50bps/次的降息。② 2026-2028 年: 预计到 2026 年累计降息 2-3-4-5-6-7 次的人数分别为 2-6-2-4-3-2 人, 中值为 4 次, 对应政策利率区间 [3.25, 3.50]%, 即预测 2026 年仅额外降息一次; 预计至 2027 年降息至 [3.0, 3.25]%; 此外, 新增 2028 年政策利率指引, 认为 2028 年将不再降息。总体来看, 点阵图对未来 3 年的降息指引分布更加离散。③ 长期政策利率: 预期长期政策利率持平 3.0%, 且分布的离散性显示对长期利率预测仍存在高度不确定性。经济预测: 预期更多降息将抬升增长与通胀。① 产出: 将 2025Q4 至 2027Q4 的 GDP 同比增长预测分别上调 0.2pct、0.2 pct、0.1 pct 至 1.6%、1.8%、1.9%, 新增 2028Q4 预测为 1.8%, 即预期未来几年美国经济增长将在 1.8% 的长期均衡水平附近波动; 同时, 下调 2026、2027 年失业率各 0.1 pct 至 4.4%、4.3%。这一调整显示美联储预期降息将提振经济增长。② 通胀: 相比 6 月, 仅对明年通胀预测有所调整, 将 2026Q4 PCE 和核心 PCE 预测值由 2.4% 上调至 2.6%。③ 风险: 对预测不确定性和风险的评估显示, 美联储认为未来 GDP 的下行风险边际缓释, 但失业率的下行风险边际强化; 通胀上行风险较此前边际缓释。发布会: 增量鸽派信息不多, 对利率前景表态偏鹰, 给市场预期泼冷水。① 增长前景方面, 强调就业的下行风险, 增量信息不多。Powell 在发布会上表示, 就业需求明显放缓; 劳务市场供需双弱, 而不仅仅是移民因素造成; 就业的下行风险已经上升, 由于招聘率降低, 如果裁员率上升, 则会迅速推高失业率, 这是政策目标转变的原因之一; 就业的盈亏平衡增长率正在下降。同时, Powell 表示, 家庭部门状况仍然良好, 消费稳健, 因此经济活动的整体状况维持平稳。② 通胀前景方面, 再次表示关税的影响是一次性的。Powell 认为现在通胀

的上行压力小于4月份；关税对核心商品通胀产生影响，但是一次性的，爆发持续性通胀的概率不大；预计对核心PCE通胀的影响在0.3-0.4个百分点。总体来看，Powell对于增长和通胀的看法与8月Jackson Hole会议上的观点保持一致，没有太多鸽派的增量信息。③货币政策方面，Powell的表态相较于市场预期更为鹰派，表示不认为会快速降息（don't feel need to move quickly on rates）；不认可市场对于未来利率路径的预期，或暗示当前市场对于2026年政策利率降至2.9%的预期过于乐观；同时，Powell表示此次降息可视为“风险管理”降息；本次会议没有广泛地讨论降息50bps。市场反应与展望：美联储从Data-Dependent到Trump-Dependent。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。大类资产走势反复，美元指数&美债利率走出V型，黄金先涨后跌，美股几经震荡后小幅上涨。向前看，美联储将迎来从Data-Dependent到Trump-Dependent的重塑。当前美联储7名理事已有3名特朗普亲信（Waller、Bowman、Miran），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》）。因此，当前点阵图对于2026年仅额外1次的降息指引或较为保守，参考意义不大。市场策略：中期的交易主线转向美联储独立性问题。预计今年11月国会将正式任命新任美联储主席，届时市场料押注2026年5月后的降息加码，进一步压低美元指数&美债利率。因此，今年9月重启降息后的交易剧本或与去年相反。去年所谓的“卖事实”交易，更多是因为特朗普胜选预期升温导致“宽财政+紧货币→强美元+高利率”组合交易强化。而从今年往后看，交易主线料是对美联储独立性的担忧，这意味着明年在政治压力裹挟下更多的降息，以及美元信用风险的走阔。对于市场而言，对应2年美债利率与美元指数的走低，10年美债利率的下行或因期限溢价的走阔而受阻，即美债利率曲线中期来看仍面临陡峭化趋势。美股和黄金则有望分别受益于中期更多的降息和美联储独立性的挑战。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；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；通胀下行速率不及预期。

（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）

固收金工

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/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%。

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，如果不经商业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重从 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

专用设备行业点评报告：半导体设备：关注国产算力芯片发展，看好国产设备商充分受益

投资要点 中美角力算力，看好国产算力芯片发展：9月18日华为在上海全联接大会上首次公布昇腾 AI 芯片三年发展路线图，计划2026至2028年推出四款新品，并宣布自研 HBM 技术及超节点互联方案——2026年第一季度推出昇腾 950PR，该芯片采用华为自研 HBM；2026年第四季度推出昇腾 950DT；2027年第四季度推出昇腾 960 芯片；2028年第四季度推出昇腾 970。此外近期据金融时报报道，中国互联网监管机构已告知国内最大的科技公司停止购买英伟达的所有人工智能芯片并终止现有订单，国产算力芯片市占率有望快速提升。国内先进制程积极扩产，利好国产设备商：从先进逻辑来看，国内先进逻辑扩产超预期；从存储来看，按照技术迭代的周期，明年将迎来新的迭代周期。此外长存三期（武汉）集成电路有限公司于9月5日成立、7月7日国产 DRAM 内存龙头长鑫存储正式启动上市征程，看好国内先进制程良率、产能进一步提升。高端 SoC 测试机市场广阔，国产突破进行时：SoC 芯片的高度集成性使其测试难度较大，例如不同功能模块间的交互测试、高速数据传输测试等，对测试机也提出了高要求，如需要具备多通道测试能力、较高的测试频率等，目前测试机以爱德万等为主，国内华峰测控、长川科技均在积极布局 SoC 测试机，与下游头部客户合作紧密。算力芯片要求先进封装，扩产利好设备商：过去训练卡基本为英伟达独供，对应所需要的 3D 堆叠等先进工艺都由台积电进行代工；推理卡不一定需要 3-5nm 的先进工艺，在国产 12nm 工艺平台上也有很强性价比。后续我们认为国产算力有望均向盛合晶微等国产先进封装供应链倾斜，减薄机/划片机/键合机等设备商有望受益。投资建议：相关公司（1）前道制程：刻蚀+薄膜沉积设备北方华创、中微公司，量测设备中科飞测、精测电子，薄膜沉积设备拓荆科技、微导纳米、晶盛机电、某泛半导体设备龙头等。（2）后道封测：华峰测控、长川科技。（3）先进封装：晶盛机电（减薄机）、某泛半导体设备龙头（切磨抛+键合机）、华海清科（减薄机）、盛美上海（电镀机）、芯源微（涂胶显影+键合机）、拓荆科技（键合机）、德龙激光（切片机）、大族激光（切片机）。（4）硅光设备：罗博特科、奥特维（AOI 检测设备）。风险提示：下游扩产速度不及预期，设备国产化进程不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

机械设备行业点评报告：沙特阿美拟三年启动 85 个重大项目，油服设备产业链有望受益

投资要点 未来三年沙特阿美将执行 85 个重大项目，涵盖油气生产、管道网络及民用基础设施。沙特阿美高级合同顾问 9 月初，于利雅得未来项目论坛上宣布，未来三年沙特阿美将执行 85 个重大项目，涵盖油气生产、管道网络及民用基础设施。其中油气及石化板块占据重要位置，共 20 个项目，涉及石油、天然气和炼油设施的升级，重点关注硫回收装置、气田压缩系统和炼油装置的开发。投资规模可观，将催生大量产品、设备和长期项目需求。目前项目采购清单包括：2.1 万公里碳钢管道、220 万吨结构钢材、4.1 万公里电缆、1700 公里输电线路，以及针对气田压缩系统、炼油装置等关键设施的升级改造。资本支出高企，利好具备技术优势和市场准入的龙头企业。沙特阿美 2025 年资本支出指引维持 520 亿-580 亿美元区间，同比增长 3%-15%，资本开支继续增长，油服设备需求可持续，利好相关领域同时具备技术优势和市场准入的龙头企业。装备技术、客户认证持续突破，杰瑞股份、纽威股份等油服设备公司出海迎来机遇。【纽威股份】为油气全产业链阀门的核心供应商，大客户突破战略卓有成效，直接供应沙特阿美。公司前瞻性地在沙特进行资本开支，建设本地化产能，客户+渠道优势明显。2025 年中东订单快速增长，后续还将继续受益于本轮设施升级带来的增量阀门。【杰瑞股份】凭借其在高端装备制造和大型 EPC 项目总包方面的卓越能力，通过圆满完成科威特石油公司（KOC）的 JPF-5 项目，已在中东市场建立起品牌知名度。核心产品如天然气压缩机机组与沙特阿美规划中的气田压缩系统需求高度匹配，有望在本轮投资中获得关键设备及工程总包订单。

投资建议： 推荐中东订单爆发、高端装备出海稀缺标的【杰瑞股份】，中东需求能见度高+前瞻产能布局，业绩稳健增长的【纽威股份】。

风险提示： 油气产业周期波动风险，下游资本开支不及预期，原材料价格上涨风险，汇率变动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷
证券分析师：黄瑞）

推荐个股及其他点评

信维通信(300136): 传统业务基本盘稳健，卫星与汽车业务构筑新成长曲线

投资要点 信维通信作为射频龙头，以全链路技术能力布局前沿领域，强化全球核心竞争力。信维通信作为国内射频器件领域的龙头企业，主营业务涵盖天线及模组、无线充电模组、EMI/EMC 器件、高精密度连接器、声学器件、汽车互联产品与被动元件等多类产品。公司是国内外多家头部科技企业的天线主力供应商，产品广泛应用于消费电子、商业卫星通信、智能汽车、物联网等多个高增长领域。在商业卫星通信方面，公司已向北美客户供应终端连接器与天线产品，预计 25H2 实现批量交付，并积极拓展国内商业卫星客户，未来有望进一步提供天线、连接器、结构件及整机级解决方案。传统业务基本盘稳健，LCP、UWB 等新品放量驱动公司增长。公司在天线、无线充电与精密结构件等传统优势领域持续领先，产品广泛覆盖全球头部消费电子客户，构建了稳健的业务基本盘。无线充电业务受益于智能手机、可穿戴设备及智能汽车对 Qi2.x 等标准模块的快速普及，迎来新一轮增长；精密结构件业务凭借轻薄耐腐蚀电池壳等创新产品，持续获得大客户订单。同时，公司积极推动 LCP 模组、UWB 模组等新品拓展，LCP 天线模组已在北美大客户实现规模交付，并配合多家头部客户推

进方案研发；UWB 模组已在智能汽车钥匙、智能门锁、医疗设备等领域批量出货，并持续拓展至物联网、人形机器人等新场景。商业卫星北美客户预计 25H2 放量，汽车产品或将构筑第二成长曲线。在商业卫星通信领域，公司已实现高频连接器、毫米波天线等产品的突破，与北美客户持续合作并预计下半年批量供货，同时积极导入国内新兴商业卫星客户。在智能汽车领域，公司持续深化与国内外主流主机厂及 Tier1 供应商合作，车载无线充电模组等传统优势产品定点项目持续增加，并在车载雷达、大功率无线充电、USB Hub 及高速连接器等新品类别不断突破，产品矩阵日益丰富。公司在汽车领域的布局有望在未来 2-3 年显著贡献业绩，为公司成长提供有力支撑。盈利预测与投资评级：公司核心业务持续稳健推进产品与客户合作，同时有望受益于消费电子行业景气度回升。此外，公司在商业卫星通信领域已实现快速突破，预计将成为业绩增长的新动力。预计公司 2025-2027 年实现营收 97.05/109.2/123.4 亿元，归母净利润为 7.29/8.14/9.7 亿元，对应 PE 为 34/31/26。维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，公司订单交付不及预期。

（证券分析师：陈海进）

福立旺（688678）：乘人形机器人之风，3C 精密制造领军者再启航

投资要点 深耕精密金属零部件，利润反转在即 1) 作为科创板聚焦精密金属零部件的核心标的，福立旺以“高端客户绑定+产业协同拓展”构建竞争壁垒。2) 发展历程中，公司以“技术突破→资本赋能→边界拓展”阶梯式成长，于 25 年切入微型丝杠领域。3) 产品布局上，福立旺构建“3C+汽车+电动工具+新兴领域”四维精密金属零部件矩阵，以微米级加工能力为内核，深度渗透消费电子、人形机器人等多元赛道，支撑多增长极协同进阶。深耕精密制造主业，3C、汽车、电动工具多线协同增长 1) 3C 领域：公司 3C 类精密金属零部件产品体系完善，广泛应用于笔记本电脑、平板电脑、手机及无线耳机等信息终端设备，且与全球核心终端客户高度绑定，尤其在北美大客户产业链中占据重要地位。展望 2025-2027 年，北美大客户终端产品迎来新一轮升级周期，TWS 耳机、折叠屏手机、Vision 系列头显等多个品类在结构设计上迎来重要升级，有望成为果链结构件新增量主线。2) 汽车领域：公司汽车类精密零部件产品应用领域广泛，已在天窗、车灯、动力系统等核心环节实现批量交付与技术积累，正持续拓展多元化的产品线与配套场景。3) 电动工具领域：行业在 2024 年呈现出明确恢复态势，国内外市场同步回暖。公司凭借在精密制造与智能生产方面的技术优势，已建立起较为完善的电动工具客户体系。微型丝杠重要性凸显，公司技术设备双布局 1) 产品端：依托原有积累+携手机床龙头，横向扩张至微型丝杠。技术方面：公司多年深耕精密金属零部件领域，其在高精密车铣复合加工领域积累雄厚。设备方面：公司携手华辰装备，一方面解决设备问题，一方面在技术上实现强强联合，为切入微型丝杠领域扫平障碍。2) 进展：公司微型丝杠现处于研发送样阶段，也在有条不紊的对接 tier1 客户。同时，公司设立苏州福立旺子公司作为承载人形机器人项目的主体，并投资 10 亿元，公司预计于 25 年中期开工建设。3) 微型丝杠重要性：Optimus V2 采用腱绳+微型丝杠方案，丝杠用量进一步提升。4) MiM 技术：人形机器人关节普遍采用精密减速器来提高扭矩输出。MiM 技术在这类复杂齿轮传动件上具有显著优势，可制造传统机加工难以实现的微型、高精度齿轮和齿圈。同时，公司依托三大子技术切入齿轮赛道。盈利预测与投资评级：福立旺是国内领先的精密金属零部件制造企业，产品广泛应用于 3C 消费电子、汽车、新能源及

电动工具等高景气赛道。同时考虑到公司即将切入丝杠领域。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1.62/2.49/3.01 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 47/30/25X，首次覆盖，给予公司“增持”评级。风险提示：果链业务拓展不及预期风险，灵巧手业务进展低于预期，宏观经济波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽）

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>