

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-17

宏观策略

2025 年 09 月 17 日

#海外政治：特朗普干预美联储独立性的三个途径

核心观点：特朗普对美联储独立性的干预主要通过三个途径：①提名一个听命于自己的美联储主席，预计在今年 11 月提名，明年 5 月上任；②调整美联储理事会的人事结构，尽可能排除库克这类前总统提名的“异己”，同时安插米兰这类的“忠臣”，强化自身在美联储理事会层面的影响力；③干预地方联储主席任命。12 名地方联储主席的任期将在明年 2 月底到期，地方联储主席的任命虽由地方联储董事会选出，但需由美联储理事会批准才能正式上任。市场启示：随着美联储新任主席的上任，美联储理事会的 7 名理事将有 4 名“忠臣”，无论是对主席还是对理事会，特朗普都有更大的话语权，这对市场而言意味着：①宏观经济层面，2026 年美联储的降息幅度料在特朗普的干预下超过当前市场定价的 3 次，政策利率或低于 3% 的中性水平，美联储货币政策将进入宽松区间，美国经济周期或因此从软着陆切换至温和扩张；②大类资产层面，政治压力裹挟下超量的降息意味着美元利率预期的走弱与美元信用风险的走阔，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。风险提示：特朗普再度遇刺；现有美联储官员抵制特朗普的行政命令；共和党中期选举失利。

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

宏观点评 20250915：供需分化的三个结果——8 月经济数据点评

8 月内外需求均有所走弱，供给调整滞后于需求，使得短期供给强、需求弱的格局有所强化。具体而言，内需中投资连续两个月当月同比负增长，社零增速自 5 月以来持续下行，外需在持续超预期后，8 月也开始回落；与需求端全面走弱不同的是，经济供给虽然也有小幅下行，但整体仍然维持高位，工业和服务业生产增速都在 5% 以上。往后看，当前供给跟需求的背离会带来三个结果，一是 GDP 增速更靠近供给数据，我国的季度经济核算是生产法，而工业和服务业生产数据都未跌下 5%，预计 Q3 的 GDP 增速仍在 5% 附近，更强的经济数据下，年内宏观政策可能更有定力，除了即将落地的政策性金融工具外，其他稳增长政策可能节奏偏慢。二是短期供给强于需求，会使得当期价格压力加大，可能会影响反内卷政策提升物价的效果，反过来说也需要更大的政策力度来支持价格回升。三是供给和需求的背离不可持续，从以往经验来看，如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度 GDP 的压力会大于三季度。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

宏观点评 20250915：每周宏观经济和资产配置研判—20250915

如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度 GDP 的压力会大于三季度

宏观量化经济指数周报 20250914：市场对重启“国债买卖”的预期升温
市场对重启“国债买卖”的预期升温。8 月份金融数据虽有季节性回升，但是新增贷款仍然显示当前实体经济融资需求偏弱，而随着年内特别国债和“化债”等政府债融资进入发行收尾阶段，社融增速和广义货币供给 M2 增速也先后存在回落风险，2025 年年内 4 个月居民和非金融企业贷款需求和 2026 年政府债能否提前至今年发行，或将决定年末新增社融与

贷款的读数表现。在贷款需求低迷的情况下，预计货币政策将继续保持流动性供给充裕的基调，9月上旬货币政策已经开展了1万亿3个月期买断式逆回购的操作，并将于9月15日进行6000亿元6个月期买断式逆回购招标投放，合计看本月超额投放6个月期买断式逆回购3000亿元，下半月还有25日前后MLF续作，货币政策呵护资金面的政策趋向鲜明，在买断式逆回购连续半年超量续作、流动性投放保持相对充裕的情况下，“国债买卖”操作重启的必要性似乎不高，但是随着财政部与央行联合工作组本月召开第二次组长会议，深入研讨政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题，市场对今年年底前重启“国债买卖”的预期快速升温，若年内央行择机重启“国债买卖”，从流动性量上将对当前“买断式逆回购+MLF”的投放结构形成有效补充，从流动性价上将有助于稳定债券利率及利率预期，进一步推动实体经济融资成本下行，关注后续货币政策的操作和政府债融资节奏的安排。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。

海外周报 20250914：9月FOMC前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性

核心观点：本周大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令9月降息基本“板上钉钉”，美股上行；但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限，10年期美债利率降0.99bps至4.064%。本周四公布的美国8月CPI数据除核心环比其余均符合预期。从结构上看，核心商品中对关税更敏感，6、7月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳，进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。本月发布的大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储9月25bps的降息。向前看，由于特朗普新提名的美联储理事米兰将参加本次FOMC会议，因此预计公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引，2025年全年降息次数的指引将在2次和3次之间角逐。此外由于明年3月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准，开启新的5年任期，因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。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。

宏观点评 20250913：M2增速或见顶——2025年8月金融数据点评

随着政府债融资强度放缓，社融增速已开始见顶回落，在贷款需求不足掣肘存款派生的情况下，M2增速或也面临拐点风险，后续仍需关注四季度的财政融资节奏、政策发力强度和经济融资需求的变化。

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。

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

2025 年出圈品类详解：微恐搜打撤、融合玩法 SLG

2025H1 A 股游戏厂商业绩表现亮眼，除行业景气度、竞争格局影响外，我们观察到两大品类创新——“微恐搜打撤”与“出海 SLG”带来对应厂商的业绩与估值上修。风险提示：行业竞争加剧风险，新游表现不及预期风险，老游流水加速下滑风险，行业监管风险

机械设备行业点评报告：船舶行业 8 月点评：新造船价格指数维持高位，南北船合并步入收官

投资建议：推荐中船集团旗下船舶总装上市平台【中国船舶】，建议关注船舶动力系统核心标的【中国动力】。风险提示：材料价格波动风险、汇率波动风险、行业竞争加剧等。

环保行业点评报告：完善新能源就近消纳价格机制，助力垃圾发电等绿电直连落地

垃圾焚烧发电+大工业用户绿电直供下的电价优势测算：就近消纳项目自发自用部分可节约线损、输配电费、系统运行费、新增交叉补贴损益。考

考虑就近消纳项目仅从电网下电，不反送上网的情形（即垃圾焚烧厂所发电量全部供给大工业用户）。1）以广东省（珠三角五市）为例：2025 年广东省年度市场化交易电价为 0.3910 元/度，参照 25M1-9 平均水平，线损+电量输配电价+系统运行费+容量电价+新增损益合计 0.2721 元/度，合计 0.6631 元/度。若选择垃圾焚烧直供，吨上网 340、380、420 度/吨情形下，平均上网电价为 0.6152、0.5982、0.5843 元/度，垃圾焚烧发电直连部分的电价比使用网电存在 0.05~0.08 元/度的经济性优势；2）以浙江省为例：2025 年浙江省年度市场化交易电价为 0.4124 元/度，参照 25M1-9 平均水平，线损+电量输配电价+系统运行费（含新增损益）+容量电价合计 0.2661 元/度，合计 0.6785 元/度。若选择垃圾焚烧直供，吨上网 340、380、420 度/吨情形下，平均上网电价为 0.6086、0.5882、0.5718 元/度，垃圾焚烧发电直连部分的电价比使用网电存在 0.07~0.11 元/度的经济性优势。绿电直连价格新政解决电网积极性，利于垃圾焚烧绿电直供项目落地，重点推荐【瀚蓝环境】【永兴股份】【海螺创业】【绿色动力环保】【军信股份】【伟明环保】，建议关注【旺能环境】等。风险提示：政策执行进展不及预期，电价波动风险，竞争加剧等。

推荐个股及其他点评

龙净环保（600388）：矿山绿电投资加速，聚焦西藏与海外优质自发自用项目

盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，25-27 年 PE 14.5/11.7/10.3x（2025/9/15），维持“买入”评级。风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧等

博瑞医药（688166）：创新管线进展点评：BGM0504 片剂中美均进入 I 期临床，在研管线顺利推进

投资要点 事件：9 月 15 日，公司发布公告。BGM0504 片剂（口服 GLP-1/GIP 双靶点多肽）已取得 1 期临床试验批件，规格包括 10/20/40mg 三个剂量。据 ClinicalTrials 信息，BGM0504 片在美国也已进入 1 期临床阶段。BGM0504 片剂剂量较低，符合其生物利用度高特性。本次披露的临床试验中，采用 10/20/40mg 三个剂量组，剂量较低。而对比之下，Viking Therapeutics 在 2025 年 8 月 19 日披露数据的口服双靶点多肽 VK2375 剂量高达 60/90/120mg。主要由于 Viking 采用传统的 SNAC 技术，而博瑞采用奥礼生物的 Macoral 平台，具备显著的生物利用度优势。我们认为，奥礼的技术带来两大优势：1）节约 API 用量，商业化更易落地；2）降低局部暴露量、不破坏上皮紧密连接，安全性更佳。后备管线丰富，彰显研发广度与深度。据公司公告，BGM0504 注射液（GLP-1/GIP 双靶）已与 FDA 召开 End-of-Phase II 会议并收到正式纪要，后续将完善美国三期临床方案并提交 FDA 审查，有望直接在美开展 3 期临床。BGM1812（Amylin）注射液已完成中美 IND 双报，我们预计近期将取得批件。BGM1812 口服片剂处在临床前阶段。BGM2101 为 BGM0504 和胰岛素复方制剂，一周一针；BGM2102 为 BGM0504 和 BGM1812 复方制剂，全球领先。我们认为，BGM0504 和 BGM1812 多个剂型年内都将进入临床阶段，且都将拥有海外人群数据，出海竞争力大大增强。盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.6/3.0/4.3 亿元；对应当前市值 P/E 估值 147/127/89X。考虑到公司研发进展顺利，披露多个新管线布局，维持“买入”评级。风险提示：原

料药下游需求不及预期；新药研发进展不及预期；商业化进度不及预期。
久远银海（002777）：2025 年半年报点评：经营质量改善，AI+持续赋能
盈利预测与投资评级：考虑下游客户支出节奏影响，以及公司持续加大研发投入，我们将公司 2025-2026 年 EPS 由 0.54/0.64 元下调至 0.41/0.51 元，预计 2027 年 EPS 为 0.62 元。公司医保 IT 业务竞争力强，具备数据和产品服务基础，AI+有望持续赋能，并深度受益于医保改革和数据要素发展，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，政策推进不及预期。

宏观策略

#海外政治：特朗普干预美联储独立性的三个途径

核心观点：特朗普对美联储独立性的干预主要通过三个途径：①提名一个听命于自己的美联储主席，预计在今年 11 月提名，明年 5 月上任；②调整美联储理事会的人事结构，尽可能排除库克这类前总统提名的“异己”，同时安插米兰这类的“忠臣”，强化自身在美联储理事会层面的影响力；③干预地方联储主席任命。12 名地方联储主席的任期将在明年 2 月底到期，地方联储主席的任命虽由地方联储董事会选出，但需由美联储理事会批准才能正式上任。市场启示：随着美联储新任主席的上任，美联储理事会的 7 名理事将有 4 名“忠臣”，无论是对主席还是对理事会，特朗普都有更大的话语权，这对市场而言意味着：①宏观经济层面，2026 年美联储的降息幅度料在特朗普的干预下超过当前市场定价的 3 次，政策利率或低于 3% 的中性水平，美联储货币政策将进入宽松区间，美国经济周期或因此从软着陆切换至温和扩张；②大类资产层面，政治压力裹挟下超量的降息意味着美元利率预期的走弱与美元信用风险的走阔，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。风险提示：特朗普再度遇刺；现有美联储官员抵制特朗普的行政命令；共和党中期选举失利。

（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）

宏观点评 20250915：供需分化的三个结果——8 月经济数据点评

9 月 15 日，国家统计局发布 8 月经济数据，供给端数据小幅下行、但韧性仍然较强，需求端三大需求均出现走弱。具体来看，供给侧，工业增加值同比 5.2%（前值 5.7%），Wind 一致预期 5.7%，服务业生产指数同比 5.6%（前值 5.8%）。需求侧，外需开始回落，出口同比 4.4%（前值 7.2%），低于 Wind 一致预期 5.9%；内需继续走弱，社零同比 3.4%（上月 3.4%），低于 Wind 一致预期 3.8%，固投累计同比 0.5%（上月 1.6%），低于 Wind 一致预期 1.3%。总的来看，8 月内外需求均有所走弱，供给调整滞后于需求，使得短期供给强、需求弱的格局有所强化。具体而言，内需中投资连续两个月当月同比负增长，社零增速自 5 月以来持续下行，外需在持续超预期后，8 月也开始回落；与需求端全面走弱不同的是，经济供给虽然也有小幅下行，但整体仍然维持高位，工业和服务业生产增速都在 5% 以上。往后看，当前供给跟需求的背离会带来三个结果，一是 GDP 增速更靠近供给数据，我国的季度经济核算是生产法，而工业和服务业生产数据都未跌下 5%，预计 Q3 的 GDP 增速仍在 5% 附近，更强的经济数据下，年内宏观政策可能更有定力，除了即将落地的政策性金融工具外，其他稳增长政策可能节奏偏慢。二是短期供给强于需求，会使得当期价格压力加大，可能会影响反内卷政策提升物价的效果，反过来说也需要更大的政策力度来支持价格回升。三是供给和需求的背离不可持续，从以往经验来看，如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度 GDP 的压力会大于三季度。一、生产为何仍然偏强？从工业来看，高技术制造业是生产韧性的主要来源。8 月工业增加值同比 5.2%，较上月回落 0.5 个点。分三大门类来看，采矿业同比 5.1%，较上月提高 0.1 个点；公用事业同比 2.4%，较上月回落 0.7 个点；制造业同比 5.7%，较上月回落 0.5 个点，其中高技术制造业增加值同比 9.3%，与上月持平。分行业来看，相比 7 月降幅最大的是餐饮相关制造业。酒饮茶

制造业增加值同比从6月3.4%降至7月0.1%，再降至8月的-2.4%；食品制造业从6月的6.4%降至7月的3.8%，再降至8月的2.0%。生产调整相比于需求而言有滞后性，需求端餐饮增速在6月见底，近期已经连续2个月回升，预计相关行业的生产也有望在四季度企稳。除了餐饮之外，其他行业8月生产变化较小，增速变动幅度很少超过±1.5个点。从服务业来看，生产型服务业韧性超预期，生活型服务业相对偏弱。8月服务业生产指数同比增长5.6%，较上月小幅下行0.2个点，服务生产仍在相对高位。分行业来看，信息技术服务业、金融业租赁和商务服务业生产指数同比分别增长12.1%、9.2%、7.4%，分别快于服务业生产指数6.5、3.6、1.8个百分点，这些行业都是生产型服务业，生活型服务业可能低于整体增速。

二、消费：商品销售下行、餐饮消费回升 餐饮消费继续反弹回升、商品消费继续回落。8月社零同比增长3.4%，较7月回落0.3个点。按消费类型分，商品零售增长3.6%，较7月4.0%继续回落，餐饮收入增长2.1%，较7月1.1%继续回升。具体来看，“以旧换新”补贴品增速较7月进一步回落，或与补贴资金衔接、流程收紧等因素有关。在初步公布数据的16种限额以上商品零售中，10种没有补贴的商品平均销售增速从4.2%升至4.9%，主要是随着金价走强，金银珠宝销售大幅回升，从7月的8.2%升至8月16.8%。而6种“以旧换新”补贴品平均销售增速从12.7%回落至9.1%，其中家电从28.7%降至14.3%，通讯器材从14.9%降至7.3%，家具从20.6%降至18.6%，建材从-0.5%降至-0.7%，文化办公和汽车两类增速回升，文化办公从13.8%升至14.2%，汽车从-1.5%升至+0.8%。近几个月，许多地区“以旧换新”资金不如上半年充裕，加上流程收紧，相关品类销售增速有所下降。

三、投资：延续7月趋势

(1) 8月固定资产投资增速延续了7月的走弱趋势，固投累计增速为+0.5%（前值+1.6%）。按当月增速来看，固投从7月-5.2%跌至8月-6.3%，其中边际变化最大的是基建、跌幅最大的是地产，广义基建投资当月增速从-1.9%跌至-6.4%，地产投资从-17.2%跌至-19.4%，制造业投资从-0.3%跌至-1.3%。

(2) 基建投资方面，广义基建跟狭义基建增速都在回落，8月广义基建累计同比5.4%（前值7.3%）、当月同比-6.4%，剔除电力投资后的狭义基建更能代表传统基建投资，8月狭义基建累计同比2.0%（前值3.2%）、当月同比-5.9%。分行业来看，广义基建三大行业中，交运仓储投资累计增速从3.9%降至2.7%，水利环境公共设施投资从2.0%降至-0.2%，电力热力燃气及水的生产供应业投资从21.5%降至18.8%。地方基建投资压力仍然较大。道路投资和公共设施投资在基建投资中权重较高，也是地方投资的主导行业，二者增速在今年一季度分别达到-0.2%和+4.9%，但8月已经分别回落至-3.3%和-1.1%，反映出地方投资仍然相对疲软。

(3) 制造业投资方面，8月制造业投资累计增速从6.2%回落至5.1%。分行业来看，不同行业投资均有所回落，装备制造业投资降幅大于消费制造业，降幅最大的是其他运输设备、专用设备两个行业，累计增速降幅分别达到3.1和3个点。另外，制造业投资增速回落，受到了设备更新的影响，8月设备购置投资累计增速从15.2%降至14.4%。

(4) 房地产投资方面，8月累计增速从-12%降至-12.9%，当月增速从-17.2%跌至-19.4%。从施工环节来看，新开工面积累计同比从-19.4%小幅降至-19.5%，竣工面积从-16.5%降至-17%，施工面积从-9.2%降至-9.3%。从到位资金来看，前8月开发商到位资金累计同比-8%，较上月-7.5%有所下降。其中国内贷款累计从0.1%升至0.2%，贷款环境边际改善，但销售回款恶化，定金及预收款累计同比从-9.9%降至-10.5%，个人按揭贷款从-9.3%降至-10.5%。商品房销售的降幅仍在小幅扩大中，商

品房销售面积累计从-4.1%扩大到-4.7%，当月增速从-8%扩大到-10.3%。从销售额与销售面积的差距来看，以价换量仍然是房地产市场的主线，前8个月销售额累计同比-7.3%，降幅仍高于销售面积。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250915：每周宏观经济和资产配置研判—20250915

国内宏观观点： 8月内外需求均有所走弱，供给调整滞后于需求，使得短期供给强、需求弱的格局有所强化。具体来看，内需中投资连续两个月当月同比负增长，社零增速自5月以来持续下行，外需在持续超预期后，8月也开始回落；与需求端全面走弱不同的是，经济供给虽然也有小幅下行，但整体仍然维持高位，工业和服务业生产增速都在5%以上。往后看，当前供给跟需求的背离会带来三个结果，一是GDP增速更靠近供给数据，预计Q3仍在5%附近，更强的经济数据下，年内宏观政策可能更有定力，除了即将落地的政策性金融工具外，其他稳增长政策可能节奏偏慢。二是供给强于需求，导致价格压力加大，可能会影响反内卷政策提升物价的效果。三是供给和需求的背离不可持续，从以往经验来看，如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度GDP的压力会大于三季度。

海外宏观观点： 8月公布的CPI环比虽略超预期，但结构细节显示关税带来的通胀压力趋缓且服务通胀偏弱，进一步锁定9月25bps的降息，关注9月点阵图指引全年2次与3次降息的票委分布。9月FOMC后，特朗普将很快提名下一任美联储主席，并于11月举办听证会正式任命，届时7名美联储理事中将有4人听命于特朗普。这也意味着，10月开始市场可能将押注2026年降息预期的加码，美元流动性进一步的宽松将意味着美元指数、美债利率将保持下行。

权益市场观点： 市场如期反弹，上证指数小幅突破前高，市场成交额反弹，短期调整暂时告一段落，后续市场有可能继续向上突破。本月来看，内部产业趋势向好，业绩兑现和业绩预期的指引均有上行的指向，但本月后半月美国降息、中美谈判、地缘冲突等短期偶发事件可能影响A股市场情绪，市场进入震荡上行期，上行斜率放缓，到达整数关口位置附近可能有一定抛压，届时调整程度可能比本次幅度大，需要注意阶段性风险。年度来看，阶段性调整后，市场仍然在结构性牛市的氛围中，以科技和金融驱动的趋势为主，科技板块和金融板块内部低位板块接替轮动，市场上行仍有空间。

债券市场观点： 或迎来交易性做多机会。9月份以来，在公募基金新规引发债基赎回担忧、长债供给压力不减等因素的影响下，利率再度上行调整，10年期利率突破1.80%关键阻力位，30年期利率也回升至2.10%上方，然而交易性做多机会或正在浮现：（1）“重启国债买卖”预期升温不纯然来自市场调整压力，7月至8月新增贷款需求低迷，政府债券发行尚处于高位，仍需货币政策与财政政策协同配合，保持资金面基本稳定，防范因政府债供给引致的“变相加息”效应，本月买断式逆回购操作已确定超量续作3000亿元，且半月还有MLF续作，政策端呵护资金面的政策趋向鲜明，资金利率预期或趋于稳定；（2）利差调整后或带来交易性的利差压缩机会，由于中期政策利率走廊对长端利率的指引淡化，“加点”成为一致性观察指标，在当前主要政策利率1.40%的基础上，已然高于1.80%的长期利率或吸引部分资金博弈利差修复，压缩10年期-7天期逆回购利差以及30年与10年利差或阶段性稳定利率水平，但利率下行的趋势性机会还有待货币政策指引。风险提示：（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出

现较大波动。

(证券分析师: 芦哲)

宏观量化经济指数周报 20250914: 市场对重启“国债买卖”的预期升温

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 9 月 14 日, 本周 ECI 供给指数为 50.04%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.93%, 较上周回升 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.72%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.20%, 较上周回落 0.01 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 9 月第二周的高频数据来看, 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 49.90%, 较 8 月回升 0.01 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 49.71%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.20%, 较 8 月环比持平。从 ECI 指数来看, 经济在进入“金九银十”后整体保持较为平稳的态势, 供给端来看, 随着高温天气的扰动逐步减弱, 主要行业开工率边际回暖, 但在“反内卷”政策的扰动下部分行业景气度仍弱于去年同期。需求端则延续此前的分化态势, 整体“喜大于忧”, 一是进入施工旺季后, 建筑工地项目资金到位率持续改善, 带动基金实物工作量加快形成, 9 月上旬基建实物工作量同比显著改善; 二是主要城市商品房成交面积延续修复态势, 截至 9 月 14 日 30 大中城市商品房成交面积增速录得 6.8%, 较 8 月份整月的-9.9%明显改善, 此前市场担忧的地产进一步下行风险在逐步缓释; 三是出口仍有较强韧性, 8 月出口同比增速虽有回落, 但主要是受同期高基数影响, 环比来看动能并未明显减弱, 从 9 月上旬的高频数据来看, 出口量延续同比改善的趋势, 三季度出口增速或录得 5%以上; 四是商品消费增速或边际放缓, 9 月上旬乘用车零售环比和同比增速均有所放缓, 一定程度上受到了去年以旧换新政策加力扩围的影响, 而家电等电子产品也将面临同样的问题。但考虑到新能源汽车购置税将于明年提升至 5%, 或刺激部分需求前置到今年, 对汽车零售起到一定支撑作用。 ELI 指数: 截至 2025 年 9 月 14 日, 本周 ELI 指数为-0.69%, 较上周环比持平。市场对重启“国债买卖”的预期升温。8 月份金融数据虽有季节性回升, 但是新增贷款仍然显示当前实体经济融资需求偏弱, 而随着年内特别国债和“化债”等政府债融资进入发行收尾阶段, 社融增速和广义货币供给 M2 增速也先后存在回落风险, 2025 年年内 4 个月居民和非金融企业贷款需求和 2026 年政府债能否提前至今年发行, 或将决定年末新增社融与贷款的读数表现。在贷款需求低迷的情况下, 预计货币政策将继续保持流动性供给充裕的基调, 9 月上旬货币政策已经开展了 1 万亿 3 个月期买断式逆回购的操作, 并将于 9 月 15 日进行 6000 亿元 6 个月期买断式逆回购招标投放, 合计看本月超额投放 6 个月期买断式逆回购 3000 亿元, 下半月还有 25 日前后 MLF 续作, 货币政策呵护资金面的政策趋向鲜明, 在买断式逆回购连续半年超量续作、流动性投放保持相对充裕的情况下, “国债买卖”操作重启的必要性似乎不高, 但是随着财政部与央行联合工作组本月召开第二次组长会议, 深入研讨政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题, 市场对今年年底重启“国债买卖”的预期快速升温, 若年内央行择机重启“国债买卖”, 从流动性量上将当前“买断式逆回购+MLF”的投放结构形成有效补充, 从流动性价上将有助于稳定债券利率及利率预期, 进一步推动实体经济融资成本下行, 关注后续货币政策的操作和政府债融资节奏的安排。 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 20250914: 9月 FOMC 前瞻: 降息已成定局, 关注点阵图指引与美联储独立性

核心观点: 本周大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令9月降息基本“板上钉钉”, 美股上行; 但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限, 10年期美债利率降0.99bps至4.064%。本周四公布的美国8月CPI数据除核心环比其余均符合预期。从结构上看, 核心商品中对关税更敏感, 6、7月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳, 进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。本月发布的大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储9月25bps的降息。向前看, 由于特朗普新提名的美联储理事米兰将参加本次FOMC会议, 因此预计公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引, 2025年全年降息次数的指引将在2次和3次之间角逐。此外由于明年3月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准, 开启新的5年任期, 因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。

大类资产: 大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令9月降息基本“板上钉钉”, 美股上行; 但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限。本周发布的非农就业年度修正数据下修幅度大超预期, 叠加意外转负的PPI环比和基本符合预期的CPI数据令9月降息基本“板上钉钉”, 美股因此再度上行。但由于此前降息预期已处在高位, 因此美债利率下行幅度有限, 短端美债利率甚至不降反升。整体来看, 全周(9月8日至9月12日)10年期美债利率降0.99bps至4.064%, 2年期美债利率升4.64bps至3.555%, 美元指数降0.22%至97.55; 标普500、纳斯达克指数分别收涨1.59%、2.03%; 现货黄金价格收涨1.57%至3643美元/盎司。

海外经济: 非农就业修正与首申失业金人数显示劳务市场存在持续走弱的风险。景气指数方面, 美国9月密歇根大学调查消费者信心指数初值55.4, 预期58, 前值58.2; 1年通胀预期初值4.8%, 预期4.8%, 前值4.8%; 5年通胀预期初值3.9%, 预期3.4%, 前值3.5%。劳务市场方面, 美国年度(基期为2025年3月)非农总就业人数下修91.1万, 预期下修68.2万, 为1979年以来最大下修幅度; 截至9月6日美国周度首申失业金人数录得26.3万, 预期23.5万, 前值由23.7万下修至23.6万。通胀方面, 美国8月PPI环比-0.1%, 预期0.3%, 前值由0.9%下修至0.7%; 核心环比-0.1%, 预期0.3%, 前值由0.9%下修至0.7%。从结构上看, 贸易服务PPI环比拉动率由0.221%跌至-0.335%, 是最大的负贡献项。增长方面, 截至9月10日, 亚特兰大联储GDPNow模型对25Q3美国GDP最新预测值为+3.1%; 截至9月12日, 纽约联储Nowcast模型对25Q3美国GDP预测值为+2.08%。

美国8月CPI: 基本符合预期, 关税冲击影响渐弱。本周四公布的美国8月CPI同比+2.9%, 预期+2.9%, 前值+2.7%; 环比+0.4%, 预期+0.3%, 前值+0.2%。核心同比+3.1%, 预期+3.1%, 前值+3.1%; 核心环比+0.3%, 预期+0.3%, 前值+0.3%。数据公布后, 市场押注降息加码, 美债利率与美元指数下降, 黄金、美股与美铜上涨。从结构上看, ①核心商品中对关税更敏感, 6、7月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳, 进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。②高利率环境下美国房价保持低位震荡, 这意味着居住通胀未来的趋势亦是低位震荡, 而本期居住通胀的主要分项自住房折算OER和租金RPR的反弹更像是震荡趋势中的“插

曲”。③剔除掉机票酒店后的超核心通胀本次基本没有增长，反映出需求的疲软，也与近期劳务市场的下行相对应。向前看，在不同通胀环比中枢路径下，未来2个月美国CPI、核心CPI同比增速大概率延续反弹。美联储即将重启的降息周期也意味着未来通胀的上行压力将再度加大，但增长放缓与劳务市场走弱俨然已经成为美联储当前更为担心的内容。9月FOMC前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性。本周9月FOMC会议前所有重要的经济数据已全部发布，大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储9月25bps的降息。截至最新联邦基金期货市场预期9月降息1.04次/26.1bps，全年降息2.81次/70.3bp。因此下周的FOMC会议应更加关注点阵图对未来的降息指引。此前特朗普提名美联储新理事米兰已于9月10日通过参议院银行委员会提名，并将于9月16日由参议院全体投票表决。由于目前参议院多数席位仍由共和党控制，因此米兰以理事身份参与9月17日的FOMC会议已无大碍。这也意味着9月FOMC公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引。预计对2025年全年降息次数的指引将在2次和3次之间角逐，而考虑到2026年5月美联储新主席上台后，7名美联储理事将可能有4人来自特朗普提名，2026年的降息指引可能因此更加鸽派。由于明年3月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准，开启新的5年任期，因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。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）

宏观点评 20250913：M2增速或见顶——2025年8月金融数据点评

事件 2025年9月12日，人民银行发布2025年8月金融统计数据：

（1）社会融资规模：2025年8月社会融资规模新增2.57万亿，同比少增4,630亿元，截至8月末，社融存量同比增速较上月末回落0.2个百分点至8.8%。从社融分项来看，政府债券融资和人民币贷款拖累社融，8月政府债券融资新增1.37万亿，同比少增2,519亿元；8月社融口径人民币贷款增加6,233亿元，同比少增4,178亿元；8月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计增加2,158亿，同比多增998亿元，其中委托贷款继续同比少增191亿元，未贴现票据融资同比多增1,323亿元，票据融资显著扩张。（2）贷款投放：2025年8月金融机构口径人民币贷款新增5,900亿元，同比少增3,100亿元，截至2025年8月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑0.1个百分点至6.80%。（3）货币供应：截至2025年8月末，M2同比增速持平于8.8%，M1（新口径，包括居民活期存款）同比增长6.0%，较上月末回升0.4个百分点，受此影响M2-M1剪刀差收窄至2.80%。从存款结构看，财政存款新增1,900亿元，同比少增3,687亿元；非银金融机构存款新增1.18万亿，同比多增5,500亿元；居民部门存款增加1,100亿元，同比少增6,000亿元；企业部门存款增加2,997亿元，同比少增503亿元。综合来看，8月份人民币存款新增2.06万亿，同比少增1,600亿元。观点 总量：社融增速见顶回落。过去3年，8月份新增社融均值为2.88万亿元，新增贷款均值为1.17万亿元，8月由于实体经济有效融资需求依旧偏弱，叠加处于季中月，银行体系利用票据或短贷冲量的诉求亦较低，造成2025年8月新增社融和新增人民币贷款均低于季节性，并且分结构看，由于政府债融资节奏错位，曾经支撑社融增速回升的因素减弱，表内贷款和政

府债融资同比少增推动社融下行，但企业直接融资仍然稳健增长。

(1) 8 月份社融口径人民币贷款增加 6,233 亿元，同比少增 4,178 亿元，由于用于存量债务置换的地方特殊再融资专项债净融资回落至 548.41 亿元，“化债”对贷款读数的影响继续减弱，8 月新增人民币贷款虽有季节性回升，可增长继续受制于有效需求不足；相比之下，直接融资市场继续稳健增长：企业债券融资 1,343 亿元，同比少增 360 亿元，信用债发行节奏保持平稳；企业签发的未贴现票据融资增加 1,974 亿元，同比多增 1,323 亿元，表内贴现继续较高的强度，票据市场继续呈现供不应求的特征；股票融资新增 457 亿元，同比多增 325 亿元，连续六个月同比多增，显示 8 月份股市活跃度升温继续推动 IPO 与定增需求。间接融资和直接融资的表现也显示融资结构正趋于多样化，表内贷款已不能完全勾勒实体经济融资供需。(2) 8 月份政府债券融资新增 1.37 万亿，同比少增 2,519 亿，由于今年政府债融资节奏前置，8 月政府债融资同比少增符合季节性，从发行结构上看，根据 Wind 统计，一般国债和特别国债净融资 8,489.20 亿元，地方政府债净融资 2,938.73 亿元。当前今年安排的各项政府债接近尾声，用于“化债”的特殊再融资券已累计净融资 1.84 万亿（预安排 2 万亿），超长期特别国债已累计净融资 1.296 万亿（预安排 1.3 万亿），普通国债已累计净融资 3.375 万亿（按 4.0% 赤字率计算预安排约 4.86 万亿），新增地方政府专项债已累计净融资 2.98 万亿（预安排 4.4 万亿），三季度后期政府债券发行强度将继续下降，今年的置换债发行也已到尾声，社融增速或因此而延续下行。但是 9 月 12 日财政部在国新办新闻发布会上表示，“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”，或意味着不排除 2026 年部分置换债和新增债提前至今年四季度发行，以备明年一季度使用，若今年四季度提前发行“化债”额度，或将对社融增长形成托底。结构：关注消费贴息政策和以旧换新政策效应。展开新增贷款的分项看：由于 8 月份居民消费仍处于新一批以旧换新资金拨付和消费贷贴息政策生效的衔接期，8 月份居民部门短期贷款增加 105 亿元，同比少增 611 亿，居民消费或在 9 月份出现复苏迹象；居民中长期贷款增加 200 亿，同比少增 1,000 亿元，反映出 8 月份房地产市场需求低迷，居民仍缺乏加杠杆意愿；8 月份企业短期贷款增加 700 亿，相比过去 3 年企业短期贷款季节性减少 807 亿元，今年 8 月同比多增 2,600 亿元表明企业短期融资需求出现复苏；作为对比，票据融资新增 531 亿，同比少增 4,920 亿元，在季末月之前的 8 月份，银行体系的票据冲量诉求较低，但企业短期贷款和社融未贴现票据读数改善，表明企业短期融资需求回暖；企业中长期贷款增加 4,700 亿，低于过去 3 年季节性新增 6,232 亿元的水平，同比少增 200 亿，尽管“化债”对贷款读数的影响减弱，但是在 8 月份制造业低通胀局面尚未显著改善的情况下，经济需求低迷限制企业中长期贷款增长，关注潜在的政策性金融工具对企业中长贷的撬动作用。货币：M2 增速或见顶。8 月 M1 同比 6.0%（新口径，包括居民活期存款），较上月回升 0.4 个百分点，M1 增速连月回升的主要原因在于：一方面 8 月份活期存款仍受到去年同期的低基数效应支撑，从绝对额来看，8 月份 M1 新增 1,713 亿元，而去年同期则减少 2,116 亿元，预计 9 月至 10 月 M1 的低基数效应将减弱；另一方面则是财政加快支出的节奏不减，存款继续从财政部门向私人部门转移。8 月份 M2 增速同比 8.8%，与上月持平。M2-M1 剪刀差回落至 2.8%（前值为 3.2%）。映射到存款端来看，8 月份人民币存款新增 2.06 万亿，同比少增 1,600 亿元，其中财政存款新增 1,900 亿元，同比少增 3,687 亿元，虽然 8 月份财政融资强度下降，可财政存款保持同比少增，在剔

除政府债券融资之后，财政存款减少 1.18 万亿元，同比多减 1,168 亿元，表明 8 月份财政支出仍保持较高的强度，这也成为 M1 增速回升的重要支撑。由于股市向好，成交量提升也推动资金入市，8 月份非银存款新增 1.18 万亿，同比多增 5,500 亿元，并且超季节性增加 1.32 万亿，相比 7 月份进一步扩张；8 月居民部门存款增加 1,100 亿元，同比少增 6,000 亿元；企业部门存款增加 2,997 亿元，同比少增 503 亿元。存款继续呈现双重搬家：财政资金搬家至私人部门，私人部门资金搬家至股市。从 M2 增长来看，政府债融资是共同推动 M2 增速与社融增速保持较高同步性的因素，随着政府债融资强度放缓，社融增速已开始见顶回落，在贷款需求不足掣肘存款派生的情况下，M2 增速或也面临拐点风险，后续仍需关注四季度的财政融资节奏、政策发力强度和实体经济融资需求的变化。金融数据展望：关注增量金融政策的效应。未来 4 个月，（1）股票市场活跃或持续带动股票融资等直接融资改善，融资结构继续多样化；（2）9 月份消费贷贴息政策落地生效，以及以旧换新政策资金在下半年拨付到位，或推动居民消费贷和经营贷等短期融资需求回暖；（3）政策性金融工具蓄势待发，撬动企业部门融资需求向好。预计 9 月份贷款融资或呈现季节性回升，而社融则由于政府债融资节奏错位，社融增速或延续缓慢下行。风险提示：海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

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。 估值偏离度前三十位个券情况： 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) 但需要注意的是，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

2025 年出圈品类详解：微恐搜打撤、融合玩法 SLG

2025H1 A 股游戏厂商业绩表现亮眼，除行业景气度、竞争格局影响外，我们观察到两大品类创新——“微恐搜打撤”与“出海 SLG”带来对应厂商的业绩与估值上修：“微恐搜打撤”：潜在长青游戏爆款，长生命周期+高利润率带来强业绩弹性与估值弹性。“搜打撤”的“投资-风险-回报”闭环，通过高失败惩罚机制、强胜利奖励机制的刺激，

让玩家上瘾，核心玩法在于“搜”（物资搜集）与“打”（局内对抗）。从细分品类发展来看，有以射击、ARPG 等作为“打”核心玩法承接的《三角洲行动》《暗区突围》《雾影猎人》等，也有以微恐题材社交休闲玩法作为“搜”核心玩法承接的《超自然行动组》。我们看好《超自然行动组》切中休闲社交、女性向“搜打撤”的细分赛道，截止 2025 年 9 月，市场暂无竞品，看好游戏持续迭代玩法，用户规模稳步增长，有望成为巨人网络又一款长青游戏，将显著提升公司业绩基本盘，同时长青游戏宣发费用率低，长生命周期稳定流水也将缓解公司大小产品周期的业绩波动，因此我们看好《超自然行动组》带来巨人网络的戴维斯双击。

“出海 SLG”：玩法融合创新，行业步入新一轮扩容周期，龙头厂商领先优势突出。根据 Sensor Tower，2024 年及 2025H1 海外 SLG 手游市场规模达 124.64、73.08 亿美元，同比增长 17%、25%，占海外手游市场规模的 18%、21%，行业规模及市占率自 2023Q4 起稳步提升。根据伽马数据，2024 年中国厂商出海收入达 185.57 亿美元，其中收入 TOP100 的出海游戏中，策略游戏占比达 41.38%，预计策略游戏总体出海收入约 77 亿美元，占国产自研游戏出海规模的 62%，出海优势显著。出海 SLG 单用户价值高，单款产品成功率低，但一旦实现爆款突破，其长生命周期带来的业绩稳健释放，回报率极高。出海 SLG 通过买量、品牌宣发进行用户获取，再通过玩法进行用户留存、转化、付费，因此从 ROI 角度来说，核心是如何提高用户付费 LTV、点击率 CTR、转化率 CVR，以及降低买量成本 CPM，从总体利润角度来说，核心是在提 ROI 的基础上，获取足够大的用户数。纵观 SLG 出海历程，玩法、题材都在紧紧围绕提用户数、用户付费 LTV、点击率 CTR、转化率 CVR，和降买量成本 CPM 进行创新。当前阶段，以元趣的《Last War》、点点互动的《Whiteout Survival》实现了副玩法买量、休闲玩法融合创新的突破，进一步降低前端买量成本和长期留存，我们看好数值框架验证后，龙头厂商持续迭代产品，带来行业新一轮扩容，看好 ST 华通、神州泰岳等厂商产品持续突破，业绩稳步增长。

风险提示：行业竞争加剧风险，新游表现不及预期风险，老游流水加速下滑风险，行业监管风险

（证券分析师：张良卫）

机械设备行业点评报告：船舶行业 8 月点评：新造船价格指数维持高位，南北船合并步入收官

投资要点 8 月末新造船指数同比-1.6%，供给约束支撑船价维持高位 根据克拉克森，2025 年 8 月船舶行业新签订单 422 万载重吨，同比-77.5%，环比-57.9%，1-8 月船舶行业累计新签订单 6692 万载重吨，同比-52.8%。新船订单虽然受基数较高、美国 301 调查和船舶法案影响，同比下滑，但投资总额依然庞大，高于过去 10 年平均水平 27.2%。分船型，散货船/油轮/集装箱船/气体运输船 8 月新签订单 17/103/201/68 万载重吨，1-8 月累计新签订单 1475/1551/3060/174 万载重吨，同比分别-67.4%/-67.5%/+0.3%/-74.8%，集装箱船新签订单仍有支撑。2025 年 8 月末新造船价格指数为 186.3，同比-1.6%，较年初下降 1.6%，环比 7 月下降 0.2%。分船型，散货船/油轮/集装箱船/气体运输船价格指数为 168.7/212.5/116.4/200.7，较年初分别-2.5%/-4.7%/-1.9%/-2.5%，环比 7 月分别+0.0%/-0.2%/+0.3%/-0.2%。头部船厂订单排至 2028 年后，供给约束下全球船价维持高位。中期来看，本轮船舶周期高点已过但仍未结束：供给侧船厂扩产谨慎支持船价，需求侧船舶环保转型和寿命更新趋势确定，后续随美国船舶法案带来的悲观和观望情绪消除，订单增速有望修复。

中国造船产业链优势难以取代，市场地位稳固 截至 2025 年 8 月末，全球船厂在手订单 3.97

亿载重吨，同比+11.7%，维持高位，手持订单覆盖率达 4.5 年，船厂产能仍供不应求，其中中国船厂在手订单 2.71 亿载重吨，占全球份额 68.3%，保持领先地位。2025 年 1-8 月，中/日/韩船厂分别新签订单 4230/460/1654 万载重吨，同比分别-61.2%/-57.0%/-6.6%；中国船厂份额约 63.2%，同比-13.7pct，受美国 301 调查和船舶法案影响有所下滑。现代造船业为资金、技术和人力密集型产业，我国的产业链完整度、原材料成本和汇率等比较优势难以超越，我们认为 301 调查和船舶法案对中国造船业在全球的市场地位影响有限，市场份额有望稳定于 50%以上，仍将持续受益于景气延续。中国船舶高毛利订单持续兑现，南北船合收官增强综合实力。2025 上半年中国船舶实现营收 403 亿元，同比增长 12%，归母净利润 29 亿元，同比增长 109%，盈利拐点已至。截止 2025 年 6 月末，公司民船在手订单 2649 万载重吨/2335 亿元，同比+12%/17%，后续增长动能充足。2025 年 8 月 13 日中国船舶、中国重工发布公告，向中国重工异议股东实施其所持异议股份的现金选择权，中国重工股票自 8 月 13 日起连续停牌不再复牌，标志南北船合并步入收官。中国船舶将成为全球最大的上市造船企业。我们看好周期上行期，南北船重组后行业竞争格局优化，协同效应增强，经营质量提升。投资建议：推荐中船集团旗下船舶总装上市平台【中国船舶】，建议关注船舶动力系统核心标的【中国动力】。风险提示：材料价格波动风险、汇率波动风险、行业竞争加剧等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

环保行业点评报告：完善新能源就近消纳价格机制，助力垃圾发电等绿电直连落地

投资要点 事件：2025 年 9 月 12 日，国家发展改革委、国家能源局联合发布《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳的通知》。完善新能源就近消纳价格机制，绿电直连迎发展新机遇。近年来，各方积极探索消纳利用新能源的新模式，其中绿电直连、零碳园区、源网荷储一体化等就近消纳模式，可以有效促进新能源消纳利用、满足企业绿色用能需求，并减轻电力系统调节压力。《通知》厘清了就近消纳项目和公共电网之间的经济责任界面，通过差异化的付费设计，新能源项目可按照自身需求为供电可靠性付费，自 2025 年 10 月 1 日起实施。1) 项目要求：①界面清晰：项目的电源、负荷、储能等应作为整体与公共电网连接，形成清晰的物理界面和安全责任界面，电源应接入用户和公共电网产权分界点的用户侧；②计量准确；③以新能源发电为主。2) 作为电力用户缴纳有关费用：按照公平负担原则，就近消纳项目应缴纳输配电费（由两部制改为主要按接网容量缴费）、系统运行费（继续按下网电量缴费，未来逐步向按占用容量等方式过渡，暂免缴纳自发自用电量的政策性交叉补贴新增损益）等稳定供应保障费用；未接入公共电网的项目，不缴纳稳定供应保障费用。3) 作为发电企业参与电力市场：就近消纳项目作为用户时，与其他工商业用户具有平等市场地位，原则上也要作为统一整体直接参与电力市场。价格机制的完善解决了电网提供稳定供应保障服务的积极性，有利于垃圾焚烧等绿电直连项目落地。具体而言，1) 项目地址需在一起：电源应接入用户和公共电网产权分界点的用户侧。这意味着需要找新的直供用户，落在垃圾焚烧厂附近。2) 自发自用比例要求（与前期政策一致）：项目的新能源年自发自用电量占总可用发电量比例不低于 60%，占总用电量比例不低于 30%，2030 年起新增项目不低于 35%。3) 经济性：负荷率越高，接入公共电网容量越小越有优势。①未接入公共电网的项目，不缴纳稳定供应保障费用。②接入公共电网项目，

输配电费变为按容量。月度容(需)量电费=按现行政策缴纳的容(需)量电费+所在电压等级现行电量电价标准×平均负荷率(所在省份110千伏及以上工商业两部制用户平均水平)×730小时×接入公共电网容量。实操层面大概率还需要联网,因此,实际负荷率比省内平均越高(摊低度电费用),接入公共电网容量/项目总容量越小,越有优势!

垃圾焚烧发电+大工业用户绿电直供下的电价优势测算:就近消纳项目自发自用部分可节约线损、输配电费、系统运行费、新增交叉补贴损益。考虑就近消纳项目仅从电网下电,不反送上网的情形(即垃圾焚烧厂所发电量全部供给大工业用户)。1)以广东省(珠三角五市)为例:2025年广东省年度市场化交易电价为0.3910元/度,参照25M1-9平均水平,线损+电量输配电价+系统运行费+容量电价+新增损益合计0.2721元/度,合计0.6631元/度。若选择垃圾焚烧直供,吨上网340、380、420度/吨情形下,平均上网电价为0.6152、0.5982、0.5843元/度,垃圾焚烧发电直连部分的电价比使用网电存在0.05~0.08元/度的经济性优势;2)以浙江省为例:2025年浙江省年度市场化交易电价为0.4124元/度,参照25M1-9平均水平,线损+电量输配电价+系统运行费(含新增损益)+容量电价合计0.2661元/度,合计0.6785元/度。若选择垃圾焚烧直供,吨上网340、380、420度/吨情形下,平均上网电价为0.6086、0.5882、0.5718元/度,垃圾焚烧发电直连部分的电价比使用网电存在0.07~0.11元/度的经济性优势。绿电直连价格新政解决电网积极性,利于垃圾焚烧绿电直供项目落地,重点推荐【瀚蓝环境】【永兴股份】【海螺创业】【绿色动力环保】【军信股份】【伟明环保】,建议关注【旺能环境】等。风险提示:政策执行进展不及预期,电价波动风险,竞争加剧等。

(证券分析师:袁理 证券分析师:任逸轩 证券分析师:陈孜文)

推荐个股及其他点评

龙净环保(600388):矿山绿电投资加速,聚焦西藏与海外优质自发自用项目

投资要点 事件:公司发布公告,拟投资建设麻米措源网荷储一体化能源站项目、刚果(金)凯兰庚水电站项目。麻米措项目投资23.91亿元,西藏420MW源网荷储一体化项目预计2026年第二季度投运。公司全资子公司紫金龙净拟投资建设麻米措源网荷储一体化能源站项目(BOO形式),项目总规模为直流侧420MWp光伏+412.5MW/1650MWH电化学储能+30MW柴发(实际出力),项目总投资金额约为23.91亿元,其中光伏区投资约10.5亿元,综合能源站(1650MWH电化学储能)投资约12.87亿元,其他费用约0.54亿元,拟由公司自筹。公司预计项目投运时间为2026年第二季度。项目投产后,可为锂硼矿开采提供稳定、可靠的离网电力供应,公司预计年均发电量为7.61亿度,按275天生产周期,预计年用电量5.68亿度,预计结算电价为0.7元/KWh(含税)。随着锂矿市场的发展,用电需求有望进一步增长,从而保障项目的稳定收益。刚果(金)项目拟投资3.99亿美元,海外矿区水电项目享高电价。紫金龙净通过其全资子公司龙净香港在刚果(金)收购了GML公司80%股份,获取了140MW刚果(金)凯兰庚水电站项目开发权,项目总投资金额约为3.99亿美元,拟由公司自筹,公司预计建设期3.5年。项目建成后90%电量将优先提供给紫金矿业在刚果(金)权属企业(矿区),10%将供给当地社区。矿区供电电价约0.16美元/KWh(购买水电电价约0.21

美元/KWh)，社区供电价约 0.10 美元/KWh。本项目将直接对接紫金矿业在刚果金的权属矿企，公司项目预计年发电量 7.14 亿度，控股股东紫金矿业权属企业将消纳 90% 的电量，深度强化产业协同优势，有效保障紫金矿业能源稳定供应并降低用电成本。矿山风光加速贡献，战略布局机器人领域。公司风光绿电加速建设投运，在全球范围多线并行作战，多点开花，逐步形成规模性贡献。西藏拉果错一期上半年稳定运行，在满负荷状态下连续运行供电，形成有力利润支撑；全面开展圭亚那二期、苏里南、科特迪瓦、刚果（金）穆索诺伊等海外项目建设，项目按期有序快速推进。战略布局特种机器人领域，公司通过取得浙江吉泰智能科技有限公司 20% 股份的方式，快速切入能源领域特种机器人赛道。矿山装备逐步突破，2024 年，公司新能源矿卡业务实现首批车辆交付，在新疆建成国内最大的矿卡全自动换电站，开辟全新业务模式，公司旗下龙净联晖受让湖南创远高新 15.87% 股份，进军矿山机械设备制造领域。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，25-27 年 PE 14.5/11.7/10.3x（2025/9/15），维持“买入”评级。风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧等

（证券分析师：袁理 证券分析师：曾朵红 证券分析师：任逸轩）

博瑞医药（688166）：创新管线进展点评：BGM0504 片剂中美均进入 I 期临床，在研管线顺利推进

投资要点 事件：9 月 15 日，公司发布公告。BGM0504 片剂（口服 GLP-1/GIP 双靶点多肽）已取得 1 期临床试验批件，规格包括 10/20/40mg 三个剂量。据 ClinicalTrials 信息，BGM0504 片在美国也已进入 1 期临床阶段。BGM0504 片剂剂量较低，符合其生物利用度高特性。本次披露的临床试验中，采用 10/20/40mg 三个剂量组，剂量较低。而对比之下，Viking Therapeutics 在 2025 年 8 月 19 日披露数据的口服双靶点多肽 VK2375 剂量高达 60/90/120mg。主要由于 Viking 采用传统的 SNAC 技术，而博瑞采用奥礼生物的 Macoral 平台，具备显著的生物利用度优势。我们认为，奥礼的技术带来两大优势：1）节约 API 用量，商业化更易落地；2）降低局部暴露量、不破坏上皮紧密连接，安全性更佳。后备管线丰富，彰显研发广度与深度。据公司公告，BGM0504 注射液（GLP-1/GIP 双靶）已与 FDA 召开 End-of-Phase II 会议并收到正式纪要，后续将完善美国三期临床方案并提交 FDA 审查，有望直接在美开展 3 期临床。BGM1812（Amylin）注射液已完成中美 IND 双报，我们预计近期将取得批件。BGM1812 口服片剂处在临床前阶段。BGM2101 为 BGM0504 和胰岛素复方制剂，一周一针；BGM2102 为 BGM0504 和 BGM1812 复方制剂，全球领先。我们认为，BGM0504 和 BGM1812 多个剂型年内都将进入临床阶段，且都将拥有海外人群数据，出海竞争力大大增强。盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.6/3.0/4.3 亿元；对应当前市值 P/E 估值 147/127/89X。考虑到公司研发进展顺利，披露多个新管线布局，维持“买入”评级。风险提示：原料药下游需求不及预期；新药研发进展不及预期；商业化进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

久远银海（002777）：2025 年半年报点评：经营质量改善，AI+持续赋能

事件：公司发布 2025 年中报，公司 2025H1 实现营收 4.39 亿元，同比增长 11%；归母净利润 0.30 亿元，同比增长 160%，超市场预期。

投资要点 **经营质量改善：**分业务来看，公司 2025H1 医疗医保业务收入 2.38 亿元，同比增长 2.63%，毛利率 48.12%（同比+4.54pct）；智慧城市业务收入 0.52 亿元，同比增长 409.88%，毛利率 44.62%（同比-1.15pct）；数字政务业务收入 1.47 亿元，同比增长 6.94%，毛利率 37.89%（同比+6.86pct）。公司持续加强项目进度控制，积极推进项目验收，并持续降本增效，2025H1 经营质量显著改善。 **深入推进 AI 全面赋能：**医疗医保：公司在华为中国合作伙伴大会 2025 上发布了“久问”医疗智能体解决方案，“久问”是久远银海推进智能化医疗战略以来打造的“AI+医疗”核心产品矩阵，包括智能问诊、智能问药、智能问方、智能问研、智能问质、智能问健、智能问办、智能问策、智能问数九大医疗场景应用；久远银海签约加入“蚂蚁医疗大模型生态伙伴合作计划”，双方围绕“技术+场景+生态”开展深度合作，打造双方在医疗领域共用 AI、共塑场景、共筑生态的协同发展新格局。数字政务：公司研发了业务经办 AI 员工、就业服务智能体、政务服务 AI 客服、执法办案 AI 助手、数据决策 AI 助手等 AI 应用产品，部分已在广东、四川、云南等地落地应用，显著提升客户业务效能。智慧城市：在智能中枢方面，公司持续提升城市智能中枢（一网统管）领域解决方案与产品创新，打造城市运行和治理“大综合一体化”标杆。基于重庆市数字化城市运行和治理中心系统，带动事件主题域的数据聚集、资源汇聚、能力集成，加速释放大数据乘数效应，通过构建事件主题域数据仓，支撑 AI 感知预警、AI 决策处置、AI 监督评价、AI 复盘改进等智能化应用场景建设，提升超大城市的城市治理工作效率。 **主业竞争力持续加强：**医疗医保：截至 2025 年 6 月 30 日，公司医疗健康行业市场已覆盖全国 26 个省份、2800 多家医院，医共体平台和应用开展迭代升级，落地多地区域医疗一体化项目。智慧城市：构建智慧城市的数据底座，深度整合城市运行的海量数据，为城市治理与服务提供坚实支撑。公司持续拓展公共数据治理和运营服务，数据产品在多地投入使用。 **盈利预测与投资评级：**考虑下游客户支出节奏影响，以及公司持续加大研发投入，我们将公司 2025-2026 年 EPS 由 0.54/0.64 元下调至 0.41/0.51 元，预计 2027 年 EPS 为 0.62 元。公司医保 IT 业务竞争力强，具备数据和产品服务基础，AI+有望持续赋能，并深度受益于医保改革和数据要素发展，维持“买入”评级。 **风险提示：**行业竞争加剧，政策推进不及预期。
(证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳)

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>