

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-31

宏观策略

2025 年 07 月 31 日

宏观点评 20250730：增强政策灵活性预见性——学习 7 月政治局会议精神

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议决定今年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议决定 10 月召开二十届四中全会，研究制定“十五五规划”。参考“十四五”时间线，预计今年 10 月四中全会审议通过《建议》，明年 3 月全国人大批准实施《纲要》。2020 年 10 月 29 日，十九届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》；2021 年 3 月，根据《建议》

编制的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年（2021 - 2025 年）规划和 2035 年远景目标纲要》由全国人大批准实施。会议充分肯定上半年的经济成绩，同时看到“当前我国经济运行依然面临不少风险挑战”。上半年经济增长 5.3%，为完成全年“5%左右”的增长目标打下了良好基础，会议充分肯定上半年经济成绩，也看到下半年经济可能仍然会面临一些风险挑战，需要宏观政策继续加力提效。宏观政策要“持续发力、适时加力”。政策基调方面，会议延续了 4 月政治局提出的“四稳”表述，“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”仍然是重要目标，同时提出“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”。为应对上述潜在风险挑战，宏观政策要“持续发力、适时加力”。如果下半年消费、出口或房地产领域出现较大的波动，稳增长政策仍有潜在加力空间。风险提示：房地产市场风险；关税事件反复和出口下行压力；以旧换新政策后续不及预期的风险。

固收金工

固收周报 20250727：周观：如何评估“反内卷”政策带来的商品和债券跷跷板效应？（2025 年第 29 期）

“反内卷”政策加上雅江水电项目的开工，令上周的股债跷跷板扩展到本周的商债跷跷板。

固收周报 20250726：转债边际高赔率低胜率特征凸显

伴随跨周相关事件进一步催化，权益市场包括水泥、钢铁、有色、工程机械等板块发力助推指数一度站稳 3600 点，市场交投活跃，量能向好。转债方面中价标的表现相对较弱，低价、高价表现较优，体现出一方面低价标的含周期量更高、准右侧下修博弈价值的边际增加，另一方面伴随转债中枢价格上移，以高价标的为代表的高赔率、低胜率特征凸现，转债市场整体波动预计有所放大。下半年我们认为转债机会犹存，市场目前关于净供给担忧尚属早期，止盈盘则更多或表现为被动稀释而非主动稀释，而关于权益表现出的更高弹性，一方面中低价转债表现出的风险收益比同权益有所不同，仍将在整体组合配置中扮演重要角色，另一方面权益持续

表现仍需更多政策催化，具体情况有待验证。

固收点评 20250726: 二级资本债周度数据跟踪 (20250721-20250725)

一级市场发行与存量情况: 本周 (20250721-20250725) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 6 只, 发行规模为 1099.00 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250721-20250725) 二级资本债周成交量合计约 2881 亿元, 较上周增加 454 亿元。

固收点评 20250726: 绿色债券周度数据跟踪 (20250721-20250725)

一级市场发行情况: 本周 (20250721-20250725) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只, 合计发行规模约 359.99 亿元, 较上周增加 274.20 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250721-20250725) 绿色债券周成交额合计 610 亿元, 较上周增加 87 亿元。

固收深度报告 20250723: 从国际到本土: 物价低迷应对策略及中国趋势分析—低利率时代系列 (七)

“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象, 表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化, 形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。1999 年 9 月至 2003 年 9 月, 日本因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩, 政府采取大规模财政扩张政策, 尤其是大幅增加公共事业费支出; 2009 年 2 月至 2013 年 5 月, 受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩, 引入通货膨胀目标制度, 提出 2% 的“物价稳定目标”, 实行量化宽松货币政策, 大规模购买政府债券以降低实际利率。2008 年金融危机期间, 美国因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩, 采取宽松的货币政策, 如多次降低利率至接近零, 执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025 年以来, 我国通胀整体维持低位运行, CPI 同比略有下降, 1-6 月平均-0.07%; PPI 同比持续走弱, 1-6 月间始终维持在负值区间, 平均-2.77%。CPI 受食品和交通通信拖累, 整体维持低位。食品持续显著负拉动, 1-6 月平均-0.24 个百分点, 系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应; 交通通信持续深度负增长, 1-6 月平均-0.33 个百分点, 系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革; 居住、衣着、医疗等分项温和正贡献, 但拉动有限。生产资料 PPI 低迷, 受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响, 采掘工业跌幅最深且持续扩大, 原材料工业和加工工业也呈下跌态势; 生活资料 PPI 跌幅较稳定, 受居民收入预期偏弱及行业价格战影响, 耐用消费品跌幅最深; 政策刺激传导受阻, PPI 难以回升。CPI 结构上, 食品烟酒 (28.31%)、居住 (24.03%)、能源相关 (12.46%) 等高权重板块价格下行, 对 CPI 形成核心压制; PPI 结构上, 能源和原材料行业价格大幅下跌, 拖累整体 PPI; 部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性, 但未能抵消上游下跌影响。我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测, 预计 2025 下半年 CPI 或温和回升, PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。

行业

推荐个股及其他点评

宏发股份 (600885): 2025 年半年报点评: 业绩总体符合预期, 高压直流

&工控超预期增长

25Q2 营收同比+16%、归母净利润+13%、业绩符合预期。公司 25H1 营收 83.47 亿元，同增 15.43%；归母净利润 9.64 亿元，同增 14.19%；其中 25Q2 营收 43.64 亿元，同增 15.51%；归母净利润 5.53 亿元，同增 13.25%。25H1 毛利率 34.24%，同比-0.54pct，归母净利率 11.55%，同比-0.13pct；其中 25Q2 毛利率 34.67%，同比+0.03pct，归母净利率 12.67%，同比-0.26pct，原材料价格大幅上涨&部分产品竞争加剧下，公司通过规模优势、提升人效、产品结构优化部分对冲，毛利率保持稳定，业绩实现稳健增长，符合市场预期。

老铺黄金（06181.HK）：2025H1 业绩预告点评：经调整净利润同比+282%~292%，国内外高端渠道持续扩张

盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部企业，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025H1 销售持续亮眼，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，看好 25H2 新开门店贡献。受益于海外门店扩张，公司长期品牌力出海值得期待，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润从 35.6/56.4/72.3 亿元至 48.0/68.2/91.0 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 24/17/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250730: 增强政策灵活性预见性——学习 7 月政治局会议精神

7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议决定今年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议决定 10 月召开二十届四中全会，研究制定“十五五规划”。参考“十四五”时间线，预计今年 10 月四中全会审议通过《建议》，明年 3 月全国人大批准实施《纲要》。2020 年 10 月 29 日，十九届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》；2021 年 3 月，根据《建议》编制的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年（2021-2025 年）规划和 2035 年远景目标纲要》由全国人大批准实施。会议充分肯定上半年的经济成绩，同时看到“当前我国经济运行依然面临不少风险挑战”。上半年经济增长 5.3%，为完成全年“5%左右”的增长目标打下了良好基础，会议充分肯定上半年经济成绩，也看到下半年经济可能仍然会面临一些风险挑战，需要宏观政策继续加力提效。宏观政策要“持续发力、适时加力”。政策基调方面，会议延续了 4 月政治局提出的“四稳”表述，“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”仍然是重要目标，同时提出“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”。为应对上述潜在风险挑战，宏观政策要“持续发力、适时加力”。如果下半年消费、出口或房地产领域出现较大的波动，稳增长政策仍有潜在加力空间。具体来看，关注以下 6 个方面：（1）扩内需政策，聚焦服务消费的两个增长点。会议指出“在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点”。支持服务消费的政策可能有两类，一类面向大众消费，一类面向养老育儿消费。对于大众消费而言，我们认为未来服务消费补贴可能成为“以旧换新”补贴的接力棒，餐饮、旅游、电影等领域此前已有地方消费券实践，但还没有全国统一补贴。如果下半年和明年“以旧换新”耐用品消费面临压力，大众服务消费补贴可能是不错的选择，服务消费不必担心透支需求，通过补贴可以带动消费新的增长点。对于养老育儿消费而言，重点是收入补贴。今年已出台养老服务再贷款、失能老人补贴、育儿补贴等政策，相比于“以旧换新”补贴消费，养老育儿补贴更注重补贴收入。以育儿补贴为例，过去 3 年我国有 2812 万出生人口，按照人均 3600 元/年计算，每年补贴规模在 1000 亿左右。按照 70%左右的消费倾向计算，每年可以额外拉动 700 亿消费，占社零的 0.15%左右。（2）产业政策方面，强调通过治理无序竞争，推进全国统一大市场。会议指出“推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为”。7 月以来，资本市场的“反内卷交易”热情高涨。但反内卷不只是促进物价回升，更重要的是治理竞争秩序，这其中既要短期治理价格战，也要逐步推动落后产能出清，更要通过规范地方政府行为来规范政府与市场的关系。“反内卷”下的去产能预计将以引导式去产能为主，关停限产式去产能为辅。一是当前需求端没有大水漫灌的强刺激政策。关停限产式去产能往往需要需求端的强刺激政策配合，这是因为直接关停限产通常会带来更大的经济增长和就业压力。当需求端不采取强刺激政策时，供给端去产能最佳选择是市场化方式，以减轻经济冲击。二是这轮“内卷式”竞争的行业特点决定，上游行业或许适合关停限产式

去产能，但中下游新兴行业更需要引导式去产能，这些行业的需求还在不断增长，不适合“一刀切”的关停限产，通过标准提升倒逼落后产能去化，不仅能推动落后产能退出，还能促进行业技术升级。（3）货币政策更注重结构政策精准支持。相比此前的表述，本次会议在货币政策方面删掉了“适时降准降息”的表述。今年经济增速整体仍处于合理区间，市场流动性相对充裕，企业融资成本也处于历史较低水平。在这种情况下，货币政策总量宽松相对谨慎，更注重结构政策的精准发力。会议指出“用好各项结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等”。政策性金融工具或将落地。4月政治局会议提到的政策性金融工具，本次会议没有再提及，可能是即将落地。时间节奏上，可以参考2022年，9月底前放款、四季度可以形成一定的实物工作量。支持领域方面，除了传统基建外，还有科技创新、扩大消费、稳定外贸等方向。从拉动效果来看，预计对四季度经济形成一定支撑。（4）财政政策方面，今年上半年财政节奏明显前置，下半年总量政策继续加码的概率不大，但如有必要，可以采取类似去年的资金结构调整来稳经济。会议指出“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层‘三保’底线”。今年上半年财政第一本账支出同比+3.4%，快于去年同期的+2.0%，财政发力节奏前置，稳定经济。按照实际的收支缺口计算，今年上半年第一本账实际赤字率达到3.9%，仅次于2020年的4.4%和2022年的4.1%，上半年财政力度较大。上半年5.3%的经济增长，使得完成全年目标的压力大幅减轻，下半年财政总量政策进一步加码的必要性不高。但如果下半年特别是四季度经济压力加大，需要额外的政策增量，调整8000亿“两重”的资金用途或许是可选项之一。去年7月政治局会议后曾将1万亿超长期特别国债中的3000亿调整用于“两新”，虽然支出总量不变，但这一结构调整也起到了稳定经济的作用。（5）金融政策方面，要增强资本市场的吸引力和包容性。会议指出“增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头”。增强国内资本市场的吸引力和包容性，本质上是通过制度创新、市场开放和生态优化，构建一个能高效配置资源、广泛服务各类主体、兼顾风险与收益平衡的现代金融体系。吸引力体现为对境内外资金、优质企业的持续虹吸效应，包容性则表现为对不同发展阶段、不同所有制、不同行业企业的全覆盖支持，以及对中小投资者合法权益的切实保障。（6）房地产政策本次会议没有单独讨论，但会议提出了“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”。值得注意的是，城市工作会议对房地产的要求是“加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”。未来房地产政策可能重点围绕以下三个方面展开：一是城市更新下的城中村和危旧房改造，二是构建房地产新发展模式，如有序搭建相关基础性制度，扎实有力推进“好房子”建设等；三是现有政策的进一步优化，重点城市放松限购限售、降低利率等。风险提示：房地产市场风险；关税事件反复和出口下行压力；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）

固收金工

固收周报 20250727：周观：如何评估“反内卷”政策带来的商品和债券跷跷板效应？（2025年第29期）

观点 如何评估“反内卷”政策带来的商品和债券跷跷板效应？ A：本周（2025.7.21-2025.7.25），10年期国债活跃券收益率从上周五的

1.664%上行 6.85bp 至 1.7325%。周度复盘：周一（7.21），周末雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式举行，工程总投资规模 1.2 万亿元，建设周期虽然长达 10 年，但依然点燃了市场对于基建投资和经济回升的预期，商品期货大幅反弹，对债市形成压制，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.3bp。周二（7.22），上午债市高位小幅震荡，午后关于“反内卷”的能源局指导煤炭行业产量的消息点燃商品和股市，利率加速上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.5bp。周三（7.23），上午股市持续上行，一度突破 3600 点，股债跷跷板效应下利率上行，午后股市下跌，债券收益率略有下行，但全天 10 年期国债活跃券收益率仍然上行 1.4bp。周四（7.24），央行税期后多日连续净回笼，资金面有所收紧，令债市情绪更加谨慎。同时，周一到周三 10 年期国债活跃券收益率已经累计上行 4.2bp，资金收紧除了央行投放相对谨慎外，也有股市带来的虹吸效应，投资者开始担心债市“负反馈”的出现。下午国家发改委、市场监管总局就价格法修正草案公开征求意见，完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争，为“反内卷”政策再添火。盘后央行公开 MLF 续作 4000 亿元，而周五 MLF 的到期量为 2000 亿元，虽未超额续作，但低于市场预期，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 3.4bp。周五（7.25），早盘央行宣布开展了 7893 亿元 7 天期逆回购操作，当日 1875 亿元逆回购到期，单日净投放 6018 亿元，净投放令前一日对于资金面的担忧缓解。随着 10 年期国债活跃券收益率上行至逼近 1.75% 的点位，机构配置力量涌现，同时股市冲高回落，给债市带来喘息机会，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.75bp。周度思考：“反内卷”政策加上雅江水电项目的开工，令上周的股债跷跷板扩展到本周的商债跷跷板。我们回顾 2015 年-2017 年的供给侧改革情况，商品价格的上行和债券利率的上行之间，存在 1 年的时滞。南华工业品价格、焦煤和螺纹钢的期货价格均在 2015 年 11 月探底回升，对应房地产投资累计同比的触底回升，而债券利率的反转上行出现在 2016 年 11 月，当时出现的标志性事件是，PPI 当月同比的由负转正，以及社融存量同比增速的触底回升。随后在 2016 年 11 月到 2017 年 11 月间，10 年期国债收益率从 2.65% 上行 130bp 到 4%，1 年期国债收益率从 2.15% 上行 155bp 到 3.7%。美国 2025 年 7 月 PMI 初值、成屋销售量、失业救济金、EIA 原油库存等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？A：上周（0714—0718）海外整体延续前周方向，美债跌美股平，美债短端上行幅度弱于长端，我们考虑一方面市场担忧特朗普政府关税政策终将对物价带来实质性的影响，另一方面稳定币多以短期美债（或现金）作为储备，这将有力支撑美债短端的下限。我们认为，目前全球面临“再全球化”过程中区域供需不平衡的严峻挑战，所引发的区域性通缩（供过于求）、通胀（供不应求）让全球央行较难步调一致，寄希望于外围“放水”的观点或低估了这一不平衡的区域性特征。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 7 月服务业 PMI 下降、制造业 PMI 上升；7 月 18 日当周 EIA 原油库存减少 316.9 万桶，市场预期仅减少 150 万桶。7 月 24 日公布的 Markit PMI 初值数据显示，美国 2025 年 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.5，预期 52.7，前值 52.9，创去年 12 月以来新低，是今年首次萎缩；服务业的回暖抵消了制造业的萎缩，Markit 服务业 PMI 初值 55.2，预期 53，前值 52.9，创去年 12 月以来新高，连续五个月扩张；7 月 Markit 综合 PMI 初值 54.6，预期 52.7，前值 52.9，创去年 12 月以来新高，仍连续五个月扩张。PMI 初值显示，美国经济在第三季度初大幅增长，与 2.3% 的年化增长率相符。由于制造业经营状况今年首次恶化，经济增长令人担忧

地不平衡，且过度依赖服务业，而制造业经营状况恶化与关税抢先交易带来的提振作用减弱有关。从EIA原油库存原油库存变动来看，美国7月18日当周EIA原油库存减少316.9万桶，远高于预期的减少150万桶，前值减少385.9万桶。库存的显著减少反映了美国国内原油需求的强劲以及供应端的潜在压力。（2）美国6月成屋销量年化环比下降2.7%，不及市场预期；7月19日当周首次申请失业救济人数降至21.7万人，7月12日当周持续领取失业金人数升至195.5万人。7月23日公布的美国6月成屋销量显示，6月成屋销售总数年化为393万户，预期400万户，前值404万户，环比下降2.7%，成交量降至九个月新低，原因在于6月成屋价格中位数达1999年以来新高，同时房贷高利率持续增加了购房者的月供负担，进一步削弱购买能力。从领取失业金数据来看，7月19日当周美国首次申请失业救济人数为21.7万人（前值22.1万人），低于预测值22.6万人；7月12日当周持续申请失业救济人数为195.5万人（前值195.6万人），略高于预测值196.4万人。首次领取失业金人数连续第六周下降，降至4月中旬以来的最低水平，显示就业市场仍具有较强韧性。但持续领取失业救济人数依然处于高位，表明尽管裁员不多，失业后重新就业的难度仍较大。（3）“影子联储主席”沃什称若参会将支持降息，特朗普亲赴美联储总部施压降息。“影子联储主席”、前美联储理事、下任美联储主席热门人选凯文·沃什表示，若特朗普总统决定让他“履行公职”并参加下周的FOMC表决，“我将支持美联储降息。”他强调，必须向市场表明“我们在削减开支方面是认真的”，而实现这一目标“需要的并不是新的法律，而是更换领导层”。沃什的表态使他与现任主席鲍威尔形成鲜明对立，也为白宫持续数月的降息攻势再添一把火。周四（7月24日）特朗普本人以总统身份“上门”美联储总部，视察超支的总部翻修工程，并当面敦促鲍威尔降低利率；对于是否罢免鲍威尔，他则轻描淡写地表示“他很快任期届满，相信他会做正确的事”。截至7月25日，Fedwatch预期2025年7月降息25bp的概率为4.1%，上周为4.1%；9月份降息的可能性升至61.9%，上周为52.9%；10月份在9月份降息的基础上再次降息的可能性为30.5%，上周为27.0%。风险提示：大宗商品价格波动风险、宏观政策变动风险、特别国债供给冲击。

（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 20250726：转债边际高赔率低胜率特征凸显

本周（0721—0725）海外整体延续前周方向，美债跌美股平，美债短端上行幅度弱于长端，我们考虑一方面市场担忧特朗普政府关税政策终将对物价带来实质性的影响，另一方面稳定币多以短期美债（或现金）作为储备，这将有力支撑美债短端的下限。我们认为，目前全球面临“再全球化”过程中区域供需不平衡的严峻挑战，所引发的区域性通缩（供过于求）、通胀（供不应求）让全球央行较难步调一致，寄希望于外围“放水”的观点或低估了这一不平衡的区域性特征。伴随跨周相关事件进一步催化，权益市场包括水泥、钢铁、有色、工程机械等板块发力助推指数一度站稳3600点，市场交投活跃，量能向好。转债方面中价标的表现相对较弱，低价、高价表现较优，体现出一方面低价标的含周期量更高、准右侧下修博弈价值的边际增加，另一方面伴随转债中枢价格上移，以高价标的为代表的高赔率、低胜率特征凸现，转债市场整体波动预计有所放大。下半年我们认为转债机会犹存，市场目前关于净供给担忧尚属早期，止盈盘则更多或表现为被动稀释而非主动稀释，而关于权益表现出的更高弹性，一方面

中低价转债表现出的风险收益比同权益有所不同，仍将在整体组合配置中扮演重要角色，另一方面权益持续表现仍需更多政策催化，具体情况有待验证。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：广大转债、合兴转债、好客转债、浦发转债、希望转债、利群转债、烽火转债、建工转债、柳药转债、青农转债。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 20250726：二级资本债周度数据跟踪（20250721-20250725）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250721-20250725）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 6 只，发行规模为 1099.00 亿元。发行年限为 10Y、15Y；发行人性质为大型民企、中央金融企业；主体评级为 AAA、AA；发行人地域为广东省、北京市、浙江省。截至 2025 年 7 月 25 日，二级资本债存量余额达 47,596.35 亿元，较上周末（20250718）增加 1,085.0 亿元。二级市场成交情况：本周（20250721-20250725）二级资本债周成交量合计约 2881 亿元，较上周增加 454 亿元，成交量前三个券分别为 25 农行二级资本债 02B(BC)（200.17 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（196.91 亿元）和 25 中行二级资本债 01BC（172.39 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 2328 亿元、239 亿元和 89 亿元。从到期收益率角度来看，截至 7 月 25 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：13.67BP、16.88BP、16.88BP；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：14.21BP、14.56BP、14.56BP；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：14.47BP、14.46BP、14.46BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250721-20250725）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（-21.6141%）、21 九台农商二级（-21.1983%）、23 华兴银行二级资本债 01（-0.3508%），其余折价率均在 -0.35% 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、湖南省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 吉林银行二级资本债 02（1.1235%）、24 中行二级资本债 02B（0.9933%）、24 交行二级资本债 01B（0.9647%）、23 瓯海农商行二级资本债 01（0.9483%），其余溢价率均在 0.90% 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、四川省居多。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 20250726：绿色债券周度数据跟踪（20250721-20250725）

观点 一级市场发行情况：本周（20250721-20250725）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只，合计发行规模约 359.99 亿元，较上周增加 274.20 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为央企子公司、地方国有企业、中央国有企业、大型民企；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为北京市、安徽省、广东省、河南省、江苏省、山东省、上海市、天津市；发行债券种类为超短期融资券、科创债、其他金融机构债、企业 ABS、商业银行普通债、私募公司债、中期票据、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250721-20250725）绿色债券周成交额合计 610 亿元，较上周增加 87 亿元。分债券种类

来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为304亿元、236亿元和54亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约87.94%，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325亿元、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、福建省，分别为250亿元、50亿元和50亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250721-20250725）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21临川绿色债02（-0.3664%）、22万科GN003（-0.1649%）、24康富租赁MTN002（可持续挂钩）（-0.1057%），其余折价率均在-0.05%以内。主体行业以金融、公用事业、房地产为主，中债隐含评级以AA+、AAA-、AA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22广东债10（1.1757%）、GC风电KV（0.8326%）、20山东70（0.7413%）、25中核租赁GN002（碳中和债）（0.5381%），其余溢价率均在0.50%以内。主体行业以公用事业、金融、交运设备为主，中债隐含评级以AA+、AAA-、AA评级为主，地域分布以广东省、山东省、北京市、江西省居多。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）

固收深度报告 20250723：从国际到本土：物价低迷应对策略及中国趋势分析——低利率时代系列（七）

事件 2025年上半年，我国CPI当月同比均值为-0.1%，PPI当月同比均值为-2.8%，分别较2024年下行0.3和0.6个百分点。在央行货币政策委员会2025年第二季度例会中，也提出“我国经济仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”。虽然当前我国并未陷入“通缩”的困境，但在低利率和低物价的时代，分析海外经济体应对“通缩”时的应对举措仍然有其意义和价值，我们将从“通缩”的表现形式和成因展开，并结合实际案例对2025年下半年的物价形势进行展望。

观点 “通缩”的表现形式及成因：“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象，表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化，形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。海外国家陷入“通缩”困境时如何应对：1）日本：1999年9月至2003年9月，因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩，政府采取大规模财政扩张政策，尤其是大幅增加公共事业费支出；2009年2月至2013年5月，受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩，引入通货膨胀目标制度，提出2%的“物价稳定目标”，实行量化宽松货币政策，大规模购买政府债券以降低实际利率。2）美国：2008年金融危机期间，因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩，采取宽松的货币政策，如多次降低利率至接近零，执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025年下半年中国物价展望：2025年上半年物价特征：2025年以来，我国通胀整体维持低位运行，CPI同比略有下降，1-6月平均-0.07%；PPI同比持续走弱，1-6月间始终维持在负值区间，平均-2.77%。1）CPI表现：受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6月平均-0.24个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6月平均-0.33个百分点，系全球原油供需宽松、

车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。2) PPI 表现：生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。CPI 和 PPI 结构分析：1) CPI 结构：食品烟酒 (28.31%)、居住 (24.03%)、能源相关 (12.46%) 等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；服务消费复苏不均衡，生活用品及服务权重较低且价格承压，政策效果更多体现在销量而非价格。2) PPI 结构：生产资料占比约 75.34%，价格波动对 PPI 影响显著；生活资料占比约 24.66%；能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下跌影响。PPI 向 CPI 传导存在结构性障碍，效果减弱。2025 年下半年通胀展望：我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 年下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。风险提示：经济复苏不及预期风险、政策传导效果滞后风险、大宗商品价格超预期波动风险、模型假设偏离实际风险、外部经济环境恶化风险、产能过剩化解进度滞后风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

推荐个股及其他点评

宏发股份 (600885)：2025 年半年报点评：业绩总体符合预期，高压直流&工控超预期增长

投资要点 25Q2 营收同比+16%、归母净利润+13%、业绩符合预期。公司 25H1 营收 83.47 亿元，同增 15.43%；归母净利润 9.64 亿元，同增 14.19%；其中 25Q2 营收 43.64 亿元，同增 15.51%；归母净利润 5.53 亿元，同增 13.25%。25H1 毛利率 34.24%，同比-0.54pct，归母净利率 11.55%，同比-0.13pct；其中 25Q2 毛利率 34.67%，同比+0.03pct，归母净利率 12.67%，同比-0.26pct，原材料价格大幅上涨&部分产品竞争加剧下，公司通过规模优势、提升人效、产品结构优化部分对冲，毛利率保持稳定，业绩实现稳健增长，符合市场预期。高压直流&工业超预期增长、依托技术优势、份额持续提升。1) 高压直流继电器：海内外主机厂销量大幅提升，公司依托技术优势，在大电流、高压化趋势下地位逐步提升，同时欧洲市场景气度较高，客户基本实现全面覆盖，我们预计 25 年收入增速维持 40%+；2) 工业继电器：海外大客户去库结束、开启补库，其中欧洲体现较为显著，同时内需也在复苏中，我们预计其中新能源相关客户增长较快。新能源&汽车&信号增势延续、保持快速增长。1) 新能源继电器：25H1 抢装潮&去年低基数下实现高速增长，预计 H2 随终端客户海外项目拓展&行业反内卷&公司新产品应用增势延续，我们预计 25 年收入同增 40%；2) 汽车继电器：23H2 以来周期持续向上，市场需求增速较快，公司份额持续提升；3) 信号继电器：下游新能源、检测设备、医疗、温控器需求增长，公司订单饱满，预计 H2 增势延续。家电&电力表现稳健、地位稳固。1) 家电继电器：25H1 整体景气度前高后低，旺季提前，但公司在头部客户地位稳固，预计后续随国补持续、夏季高温等因素，H2 维持平稳增长；2) 电力继电器：高基数导致需求放

缓下，国内增量渐显同时新兴市场回暖，有望随 H2 基数下降保持稳定增长。

“75+”战略高质量发展、动能多元。1) 低压电器：公司持续开拓新能源、电网市场，随公司产品解决方案能力进一步增强，预计 H2 有望逐步恢复增长；2) 其他新品：薄膜电容器车载领域推进顺利，Q2 起逐步上量。熔断器中，新能源部分领域产品已导入标杆客户，场景逐步拓展中。电流传感器增速边际放缓，系海外电表去库，国内未见明显修复。展望未来，公司新品类、新领域持续快速拓展，长期看业务规模有望达 5 亿元。

期间费用管控得当、现金流大幅增加。公司 25H1 期间费用率 16.35%，同比-1.49pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.95%/9.01%/4.53%/-0.14%，同比-0.23pct、-0.26pct、-0.13pct、-0.87pct。25Q2 末公司存货 30.82 亿元，较 25 年初-12%，合同负债 0.59 亿元，较 25 年初+26%。25Q2 经营性现金净额 12.23 亿元，同比+38%。

盈利预测与投资评级：维持 25-27 年归母净利润为 19.9/23.2/26.9 亿元，同比+22%/+17%/+16%，对应 PE 分别为 17x、15x、13x，考虑到宏发全球龙头地位，给予 26 年 25x PE，目标价 39.7 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，原材料涨价超市场预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫)

老铺黄金 (06181.HK)：2025H1 业绩预告点评：经调整净利润同比+282%~292%，国内外高端渠道持续扩张

投资要点 公司 2025H1 预计收入同比+241%~255%：公司预计 2025H1 将实现收入 120~125 亿元，同比+241%~255%；含税销售 138-143 亿元，同比+240%-252%，收入高增主要系 2025H1 持续拓展渠道，坚持高质量开店，线上线下店铺营收实现大幅增长带动。

公司 2025H1 预计经调净利同比+282%~292%：公司披露 2025H1 业绩预告，预计 2025H1 将实现净利润 22.3-22.8 亿元，同比+279%-288%；经调整净利润 23.0~23.6 亿元，同比+282%~292%，经调净利与净利润的差别主要系股权激励费用。公司业绩高增主要来自于品牌持续破圈带来的同店高增。

25H1 境内外渠道持续扩张，加速布局海外市场：截至 2024 年底，老铺黄金共 36 家门店，25 年上半年于中国境内新增 5 家门店，分别为北京东方新天地禅房店、深圳罗湖万象城店、北京 SKPS 店、上海港汇恒隆广场店、上海国金中心店，门店选址均位于高端商圈，高端商场覆盖度持续提升，我们预计新拓及优化门店有望拉动 25 年下半年业绩。海外拓展方面，2025 年 6 月 21 日，老铺黄金新加坡金沙购物中心店开幕，公司加速布局海外市场，境外继香港澳门地区后，出海再下一城实现品牌力进一步破圈。

古法黄金产品需求旺盛，黄金行业景气度高：国潮兴起下，古法黄金产品市场持续扩大，根据弗若斯特沙利文，2028 年古法黄金市场规模将达到 4214 亿元，2023-2028 年均复合增速将达到 21.8%。2025 年初以来，金价稳步提升，古法金行业景气度高。老铺黄金作为古法黄金行业的龙头品牌，未来增量空间可观。

盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部企业，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025H1 销售持续亮眼，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，看好 25H2 新开门店贡献。受益于海外门店扩张，公司长期品牌力出海值得期待，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润从 35.6/56.4/72.3 亿元至 48.0/68.2/91.0 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 24/17/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 郝越)

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>