

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-11

宏观策略

2025 年 06 月 11 日

宏观深度报告 20250608：并购重组驶入“快车道”助力科技企业估值提升

并购重组行情有望开启 回顾历史，2013 年至 2015 年并购潮的诞生建立在宏观经济环境偏弱、政策较为宽松、产业趋势兴起和并购政策放松的条件下，并购重组引发的 TMT 行情对市场行情的推动起到了关键性的作用。随着宏观经济环境转好，资本市场回暖，传统上市公司转型升级、标的企业价值变现、二级市场流动性增强下，并购重组市场持续火热，众多高估值、高业绩承诺、高商誉的并购标的股价被推向顶峰。经济转型势在必行：当下宏观流动性和市场流动性均较为宽松，与 2013 至 2015 年期间的宏观环境较为相似，经济转型的诉求较为强烈。并购重组作为提升产能利用率的有效手段，一方面可以通过企业间的合并、收购或资产整合，淘汰低效产能，优化资源配置，提升行业集中度和生产效率，缓解产能过剩对国内价格的冲击，另一方面，并购重组有望在科技层面创造新需求，企业迅速吸纳稀缺的技术引领行业突破，可以创造和开辟新市场，从而实现供给与需求的新平衡，引导经济走向高质量发展的新阶段。在政策导向和资源导向产业升级和新质生产力聚焦的情况下，加快向新质生产力转型步伐。产业周期驱动力增强：今年以来，中国资产的重估主要受益于科技方面的突破，与 2013 至 2015 年期间的 4G 通信技术快速发展存在一定的相似性。AI 大模型、算力、机器人、智能驾驶技术等快速发展，但半导体设备、材料等上游环节国产化率仍较低，在产业进程的推动下，并购重组有望继续聚焦新兴科技领域，通过并购重组快速获取技术能力或者获得上下游产业链的协同支持，进一步实现科技的飞跃。政策红利持续释放支持并购重组行情：自 2024 年新“国九条”发布以来，并购重组的政策红利持续释放，监管政策环境与 2014 年较为相似。本轮政策在满足企业转型升级的需求和抑制炒概念和炒市值类的条件下，有序地引导运作规范的上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等提前布局，既避免出现上一次并购热潮中遗留的问题，又保持并购重组市场的健康和活力，为本轮并购重组行情良性、持续发展打下基础。风险提示：并购重组进展落地不及预期；海外关税及其他风险事件负面情绪传导；国内经济增长节奏再次放缓。

宏观量化经济指数周报 20250608：融资需求回暖，5 月社融增速或继续抬升

预计 6 月份在贷款季节性新增和政府债券融资的双向支持下，实体经济流动性或继续回升。

海外周报 20250608：5 月非农超预期带动降息预期进一步降温

核心观点：本周中美高层就贸易问题通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股大涨；而美债利率在降息预期降温的带动下大幅上行，10 年期美债利率全周升 10.52bps 至 4.506%。本周美国 ISM 调查数据走弱与贸易逆差收窄或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。而周五公布的美国 5 月非农就业数据在新增就业与时薪上均略超预期，市场因此选择交易美国经济不着

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

陆，降息预期进一步降温。但新增非农就业前值持续下修、与 ADP 就业数据的“劈叉”和居民调查就业人数大幅减少或表明当前美国劳动力市场并非那般强劲。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

宏观深度报告 20250603：复盘 200 年，贸易战何去何从？

通过复盘自 1800 年至今 200 余年的全球贸易历史，以及结合近期东部沿海省份“造船厂-船东-船公司-货代及外贸公司-实体制造业”外贸产业链调研反馈，我们的研究表明：首先，复盘全球贸易历史看，汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具。其次，国内多数外贸企业认为由于在根本矛盾上的冲突，中美贸易谈判过程未来或将“一波三折”，企业可能需要持续控制对美出口风险敞口。再次，如果加征关税无法实现美方贸易竞争的主要目的，那么参考过去 200 年全球贸易历史特别是 1970s-1990s 美日德贸易竞争阶段的美方举措，未来美国政府可能在非关税壁垒、汇率等方面发起更多挑战。最后，在控制对美出口风险敞口的过程中，拓展非美出口、“出口转内销”、“出海”等关键手段仍待企业端摸索落地方式，年内外贸前景仍面临高度不确定性。

宏观深度报告 20250602：人民币汇率：会否升破 7.1？

短期来看，人民币中间价或逐步下移至 7.17-7.18 区间

宏观量化经济指数周报 20250602：基数走高，5 月出口增速或有所放缓 国债买卖重启仍需综合研判形势

海外周报 20250602：特朗普对等关税能否延续？

核心观点：特朗普对欧洲额外加征 50% 关税延期一度提振市场情绪，本周美债利率大幅回落，10 年期美债利率降升至 4.402%，美股上涨，黄金收跌 2.03%。本周公布 4 月美国商品贸易数据显示进口环比大幅走弱，特朗普关税政策带来的“抢进口”或开始放缓；同时 FOMC 纪要显示美联储对降息依旧保持谨慎态度。政治方面，虽然特朗普援引 IEEPA 征收对等关税的行为遭美国国际贸易法院（CIT）驳回，但未来特朗普仍可通过 122 条款和 338 条款等贸易法案内容对其他贸易伙伴大范围加征关税，因此本次 CIT 的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和，短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。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。

固收金工

固收深度报告 20250609：债券“科技板”见微知著：科创债新政策下的 金融机构发行观察

新出台科创债一揽子政策要点梳理与解读：1）扩大发行主体范围，覆盖多元科技融资需求；2）优化债券条款设计，提升适配性与灵活性；3）优化发行流程，创新信用评估与风险分担机制；4）科技创新债券纳入金融机构科技金融考核体系，强化激励导向。总结与观点：对于投资者而言，各类金融机构发行的科创债中，相较于银行系发行的科创金融债，资质较优、外部评级达 AAA 级的证券公司所发行的科创债的配置价值或更为可观，即因票息收益空间充裕而带来的收益风险性价比或较银行发行的科创债更高，适宜对流动性需求尚可、负债端相对稳定的账户适度布局。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

固收周报 20250609：央行提前预告买断式逆回购，关注流动性宽松对于短端利率下行的支撑

Q：央行提前预告买断式逆回购，重启买入国债讨论增加，如何看待债券长短端性价比？ A：本周（2025.6.3-2025.6.6），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.675%下行2.25bp至1.6525%。周度复盘：周二（6.3），端午假期期间关于关税的消息显示贸易摩擦有升级趋势，6月2日中国商务部发言人在答记者问时表示，美方在日内瓦经贸会谈后，陆续新增出台多项对华歧视性限制措施，包括发布AI芯片出口管制指南、停止对华芯片设计软件（EDA）销售、宣布撤销中国留学生签证等。但周一港股探底回升，周二A股开盘后上涨，权益市场的涨势令债市情绪受到压制，全天10年期国债活跃券收益率上行0.1bp。周三（6.4），早盘中证报头版文章报道，不排除人民银行将进一步采取降准等措施的可能，且人民银行国债买卖操作有望适时重启。结合大行在端午节后净买入短端债券，令央行重启买债的讨论增加，全天10年期国债活跃券收益率下行0.5bp。周四（6.5），午后关于中美通话的信息发酵，10年期国债活跃券收益率出现上行，随后尾盘商务部表示对符合规定的稀土出口许可申请，中方将予以批准，进一步印证关税谈话有所进展。周度思考：本周债券市场仍然没有摆脱微幅震荡行情，后续需要关注关税政策和央行重启买入国债的可能性。其中，对于关税政策我们无法给出准确的预期，从通话的通稿上来看，我国仍然坚守《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，即在90天的缓冲期内，仍可将其作为基准情形进行推演。而对于央行的态度，提前公告买断式逆回购是央行改变与市场沟通方式的信号。此前，央行于月末披露当月公开市场买断式逆回购业务公告，而6月在月初便发布招标公告，表明沟通机制更加透明化，防止预期混乱，同时再次确认目前央行对于流动性的呵护态度。在此情形下，我们认为10年期国债收益率仍将在1.6%-1.7%的箱体中震荡，若央行重启买入国债，则短端利率下行的确定性更高。风险提示：（1）经济基本面变化超预期：政策将跟随基本面产生变动，因而各类政策出台的时点或快于或慢于我们当前预估的基准情形；（2）货币政策工具创新：在货币政策框架的调整时期，新型工具可能出台，从而对资本市场的走向造成影响；（3）历史经验不代表将来：本文的分析和推论仅针对已有事实，未来发展具有不确定性。

固收周报 20250608：建议关注核心科技题材转债

策略上我们认为临近信评更新节点，机构整体持仓偏向稳健，或较难在当前市场环境下博弈资质下沉所带来的超额收益，建议一方面布局前期回调较大的核心科技题材，另一方面关注业务不确定小，同时可支配现金充裕，对股权投资、收并购表态积极的中低价标的。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。

固收点评 20250607：绿色债券周度数据跟踪（20250602-20250606）

本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只，合计发行规模约95.70亿元，较上周减少124.36亿元。绿色债券周成交额合计531亿元，较上周减少81亿元。

固收点评 20250607：二级资本债周度数据跟踪（20250602-20250606）

本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债2只，发行规模为60.00亿元。二级资本债周成交量合计约1213亿元，较上周减少535亿元。

行业

推荐个股及其他点评

林洋能源（601222）：海外布局并进，三大业务稳健扩张

投资评级：买入 风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

芯原股份（688521）：ASIC 芯片定制产业趋势助力，AIGC、智能驾驶与 Chiplet 战略持续赋能

依托自主半导体 IP，芯原股份领先于芯片设计及半导体 IP 授权服务。芯原股份构建了覆盖轻量化空间计算设备、高效端侧计算设备及高性能云侧计算设备的 AI 软硬件芯片定制平台，持续推进 Chiplet 技术研发，布局接口 IP、先进封装及 AIGC 解决方案。芯原股份的业务覆盖消费电子、汽车电子、工业、数据中心等多元领域，客户涵盖全球头部芯片设计公司、系统厂商及云服务提供商。公司在行业波动中展现战略定力，营收降幅收窄，技术投入持续加码为长期发展蓄能。六大核心处理器 IP+周边 IP 技术生态，公司技术储备深度与商业化能力处行业领先。公司已构建覆盖 GPU、NPU、VPU、DSP、ISP 以及 Display Processing 的六大自主处理器 IP 矩阵，形成全栈国产化算力底座。此外，公司还构建了庞大的周边 IP 技术生态，形成了覆盖芯片设计全链条的完整解决方案。2023 年公司的半导体 IP 授权业务市占率居中国首位、全球第八，IP 种类在全球前十供应商排名前二，彰显公司技术覆盖的广度。一站式芯片定制业务快速增长，客户群体优质。截至 25Q1 末，公司量产业务在手订单超 11.6 亿元，为未来的业务拓展及业绩转化奠定坚实基础。公司一站式芯片定制服务的整体市场认可度不断提高，已开始占据有利地位，经营成果不断优化，许多国内外知名企业成为芯原客户并且形成具有较强示范效应的服务成果，公司在品牌方面的竞争能力进一步增强。启动 Chiplet 战略，聚焦 AIGC 与智能驾驶。芯原股份自 2019 年前瞻性启动 Chiplet 技术研发，将其列为公司核心战略。目前公司已在生成式 AI 大数据处理与高端智驾两大领域实现技术领跑，并稳步推进面向智驾系统与 AIGC 高性能计算的 Chiplet 芯片平台研发。目前，公司已启动研发并取得阶段性进展，两项募投项目将从业务布局、研发能力及长期战略层面夯实公司核心竞争力，增强盈利能力。

建投能源（000600）：背靠用电紧平衡河北省，热电联产模式显著提高效率

复盘发现 2024 年以来火电板块投资核心看电力区域供需，重点推荐无核贫水河北省：受益于京津冀地区无核贫水，我们判断未来 3 年河北地区用电紧平衡。我们预计未来三年河北常规电源维持供给不足：当前常规电源占比远低于全国平均，预期未来三年维持偏紧趋势：2024 年河北省常规电源火、水、核电占比 63%、2%、0%，显著低于全国占比 67%、14%、5%。全国电源品种上，我们预期火电受到新能源、核电上网挤压，发电量增速逐年放缓；河北省电源品种上，我们预期维持无核贫水趋势，火电增长略高于全国水平、光伏增速放缓、风电维持较快增长。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 13.40 亿元、15.59 亿元、15.95 亿元，同比增速为 152.2%、16.4%、2.3%；对应 2025-2027 年 PE 为 10、8、8 倍。由于公司背靠无核贫水的河北，电力供需紧平衡、电价端有价格支撑；同时毗邻产煤大省陕西山西内蒙，成本端

也较有优势，因此首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：电力需求增长不确定性；煤炭价格波动风险；新能源挤压火电发电量的风险；环保政策趋严风险

泰凌微（688591）：无线连接芯片技术领航者，AIoT 全场景物联网应用打开成长空间

把握物联网连接升级机遇，泰凌微电子引领多模无线 SoC 芯片创新。泰凌微专注于低功耗无线物联网系统级芯片的研发与销售，产品覆盖蓝牙、Zigbee、Thread 及 Matter 等多模连接协议，广泛应用于智能家居、可穿戴设备、工业物联网等 AIoT 核心领域，客户涵盖小米、阿里、涂鸦智能等全球头部生态链企业。公司产品矩阵持续迭代，TLSR9 系列芯片支持多协议融合与低功耗优化，已规模化应用于智能照明、安防传感等终端设备。随着 Matter 协议的普及和边缘 AI 需求爆发，公司凭借其全栈式无线连接解决方案，正加速成为物联网芯片国产化进程中的核心供应商。核心技术持续突破，巩固物联网芯片领域领先地位。公司通过多年自主研发，已构建起完整的低功耗无线物联网核心技术体系，涵盖芯片设计、协议栈开发、大规模组网等关键环节。2024 年，公司新增两项自主研发的核心技术，进一步强化了在 BLE、Zigbee、Thread 等协议标准上的技术优势，并将技术边界拓展至边缘 AI 领域。基于这一技术平台，公司持续推出创新产品组合，助力客户实现快速产品落地。凭借全面的技术积累和产品化能力，公司已发展成为全球无线物联网连接芯片领域产品线最丰富、市场占有率领先的企业之一。多元化布局下游赛道，成长动能持续增强。公司凭借在低功耗无线连接领域的技术优势，持续拓展高价值应用场景，构建了覆盖智能家居、医疗健康、汽车电子等领域的多元化产品矩阵。在传统优势领域，公司产品广泛应用于电子价签、无线键鼠等市场，市场份额稳步提升。同时，公司在智能音频领域推出支持 LE Audio 标准的蓝牙音频芯片，切入 TWS 耳机市场；重点开发基于蓝牙技术的医疗监测设备，抢占连续血糖监测市场先机；自主研发支持高精度定位的蓝牙数字钥匙方案，已通过一线车企认证并实现量产。随着电子价签智能化升级、医疗物联网设备普及以及汽车数字钥匙渗透率提升，公司已完成重点增量市场的战略布局，未来业绩增长潜力显著。

华东医药（000963）：白马药企转型创新，开启发展新阶段

核心观点：公司创新转型成果即将兑现，license-in 与自研创新品种将陆续上市贡献业绩。存量仿制药及中成药业务集采影响逐步出清的同时，工业微生物、医美业务板块补足业绩增长。公司整体业绩稳健增长+创新兑现，有望价值重估。

宏观策略

宏观深度报告 20250608：并购重组驶入“快车道”助力科技企业估值提升

政策红利密集释放 在资本市场加速发展的浪潮中，并购重组作为产业沿链补链的关键，直接关乎创新产业发展机遇的把握和产业升级的进程。政策推进的节奏是并购重组市场的关键驱动力。在此背景下，为了鼓励和活跃资本市场，助力上市公司实现高质量发展，监管机构推出了一系列直击并购市场难点痛点的举措，精准发力优化并购重组环境。

本轮并购重组最新进展 在今年政策强调简化审批、提高效率的原则下，审核速度持续提升。2025 年不到半年时间，并购重组已完成的项目数量已经超过 2024 年全年。随着政策的支持力度逐渐增强，后续来看并购重组项目释放将进入明显的活跃期。

本轮并购重组成效和特点 央国企主导整合浪潮：本轮并购重组政策除了监管层面在积极推动，从中央到地方的产业政策中也频频提及“国有企业”。从中央层面为国有企业松绑，拓宽国有企业创新投资和并购重组的路径，是培育“耐心资本”的必要手段。2025 年已完成的并购项目中，国有企业数量占比 50%，金额占比 68%。国央企合并有望促进国有资本进一步向符合国家战略的重点行业、关键领域和优势企业集中，推动国央企的产业结构调整升级，优化国有资本的布局与资源配置，实现资源向维系国家安全、掌握国民经济命脉和关乎国计民生的重要行业和关键领域不断集中。

新兴产业成并购焦点：当下的并购重组政策倡导在科技领域高附加值的行业内，引领社会的进步和发展。围绕新质生产力，各行业也在积极进行科技生态链条的进一步拓展。2024 年以来完成的重大重组事件中，有 50% 分布于 TMT 行业和高端装备制造行业，说明“硬科技”企业积极响应政策鼓励进行横向扩张和纵向整合，未来有望进一步提升我国科技企业的产品竞争力，扩大业务规模，提升市场占有率，加强先进科技壁垒的突破，在推动关键卡脖子技术的新质生产力方向上实现弯道超车。

并购重组行情有望开启回顾历史，2013 年至 2015 年并购潮的诞生建立在宏观经济环境偏弱、政策较为宽松、产业趋势兴起和并购政策放松的条件下，并购重组引发的 TMT 行情对市场上行的推动起到了关键性的作用。随着宏观经济环境转好，资本市场回暖，传统上市公司转型升级、标的企业价值变现、二级市场流动性增强下，并购重组市场持续火热，众多高估值、高业绩承诺、高商誉的并购标的股价被推向顶峰。

经济转型势在必行：当下宏观流动性和市场流动性均较为宽松，与 2013 至 2015 年期间的宏观环境较为相似，经济转型的诉求较为强烈。并购重组作为提升产能利用率的有效手段，一方面可以通过企业间的合并、收购或资产整合，淘汰低效产能，优化资源配置，提升行业集中度和生产效率，缓解产能过剩对国内价格的冲击，另一方面，并购重组有望在科技层面创造新需求，企业迅速吸纳稀缺的技术引领行业突破，可以创造和开辟新市场，从而实现供给与需求的新平衡，引导经济走向高质量发展的新阶段。在政策导向和资源导向产业升级和新质生产力聚焦的情况下，加快向新质生产力转型步伐。

产业周期驱动力增强：今年以来，中国资产的重估主要受益于科技方面的突破，与 2013 至 2015 年期间的 4G 通信技术快速发展存在一定的相似性。AI 大模型、算力、机器人、智能驾驶技术等快速发展，但半导体设备、材料等上游环节国产化率仍较低，在产业进程的推动下，并购重组有望继续聚焦新兴科技领域，通过并购重组快速获取技术能力或者获得上下游产业链的

协同支持，进一步实现科技的飞跃。政策红利持续释放支持并购重组行情：自 2024 年新“国九条”发布以来，并购重组的政策红利持续释放，监管政策环境与 2014 年较为相似。本轮政策在满足企业转型升级的需求和抑制炒概念和炒市值类的条件下，有序地引导运作规范的上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等提前布局，既避免出现上一次并购热潮中遗留的问题，又保持并购重组市场的健康和活力，为本轮并购重组行情良性、持续发展打下基础。风险提示 并购重组进展落地不及预期：本轮并购重组政策强调鼓励产业并购，特别是支持行业龙头企业通过并购重组来巩固其行业地位，产业并购与之前的并购相比需要的周期较长。同时，强调从严监管借壳上市和盲目跨界并购，坚决打击炒壳行为，杜绝前次并购潮的借壳乱象，因此，并购进展落地节奏可能比 2013 年至 2015 年的并购潮相对放缓。海外关税及其他风险事件负面情绪传导：今年以来美国的关税政策反复变化，7 月 9 日关税缓和期可能再生变数。随着谈判节奏的变化，中美之间的风险事件可能由关税再延伸向金融、科技、地缘政治等其他方面，可能影响国内企业对外拓张。经济增长节奏再次放缓：在关税和商品补贴边际效应减弱的影响下，4 月经济数据相对 3 月出现放缓，5 月至 7 月随着抢出口效应的减弱，经济增速有可能相对一季度出现放缓。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观量化经济指数周报 20250608：融资需求回暖，5 月社融增速或继续抬升

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 6 月 8 日，本周 ECI 供给指数为 50.19%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较上周回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 6 月第一个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.19%，较 5 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较 5 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较 5 月回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较 5 月回落 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 5 月回升 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看，6 月初我国经济运行较为平稳，供给端在生产淡季出现了季节性回落的特征，而需求端则仍呈现出一定的结构性分化，基建投资延续回暖，地产销售增速再度走弱，出口则仍存在较大不确定性，需进一步关注近期中美经贸谈判的动向。工业生产方面，主要行业开工率随着生产进入淡季出现了一定的季节性回落，但整体优于去年同期，侧面反映出关税对生产的扰动已明显减弱；内需方面，主要大中城市商品房销售面积增速再度回落，6 月前 7 天销售面积同比增速录得-22.5%。乘用车零售则延续较高景气度，5 月份乘用车零售同比和环比增速均超 10%；出口方面，6 月初包括集装箱运价指数和波罗的海干散货指数在内的海运价格指数延续回暖，一定程度上反映出海运需求的改善，但美国近期在关税问题上的态度再度发生转变，仍需关注 6 月 9 日中美第二轮经贸谈判的结果。ELI 指数：截至 2025 年 6 月 8 日，本周 ELI 指数为-1.04%，较上周回落 0.17 个百分点。预计 5 月份融资需求环比回暖，社融增速或继续抬升。2025 年 5 月初人民银行推出一揽子增量金融政策，总量上“降准”0.5 个百分点和“降息”10bps，同时创设服务消费专项再贷款，且各项结构性再贷款均“降息”25bps 至 1.50%，在“降准降息”的作用下，实际投放贷款利率或进一步下行，可由于 2024 年四季度存量贷款利率调整周

期可以缩短至一个季度，因此 5 月份 LPR 报价下行的政策效应或在 2025 年 7 月存量贷款调降之后继续显现。在一揽子增量金融政策推动下，预计 2025 年 5 月融资需求环比回暖，但由于政府债券融资加快推进，社融增量和增速继续回升，具体来看：（1）5 月份新增贷款面临的扰动因素依然较多，从国股银票转贴现利率看，5 月份不同期限票据利率环比上行，且利率在月末继续翘尾上行，3 个月期票据利率均值环比回升 7bps 至 1.1121%，6 个月期票据利率均值环比回升 3bps 至 1.1295%，同期同业存单利率普遍下行，5 月新增贷款需求虽有回暖，但仍有票据冲量特征，预计新增人民币贷款 7000 亿-8000 亿元，相比去年同期小幅同比少增 0.25-0.15 万亿；（2）5 月份政府债券融资继续扩张，根据 Wind 统计数据显示，5 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到 1.49 万亿，相比去年同期政府债融资高峰同比多增 0.17 万亿，受政府债融资同比多增和贷款融资环比回暖的带动，预计 5 月社会融资规模新增 2.2-2.5 万亿，考虑到去年同期社融负增长的低基数，预计 2025 年 4 月社融增速或环比回升至 8.8%。5 月份“一揽子增量金融政策”仍在渐进显现政策效应，预计 6 月份在贷款季节性新增和政府债券融资的双向支持下，实体经济流动性或继续回升。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 20250608：5 月非农超预期带动降息预期进一步降温

核心观点：本周中美高层就贸易问题通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股大涨；而美债利率在降息预期降温的带动下大幅上行，10 年期美债利率全周升 10.52bps 至 4.506%。本周美国 ISM 调查数据走弱与贸易逆差收窄或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。而周五公布的美国 5 月非农就业数据在新增就业与时薪上均略超预期，市场因此选择交易美国经济不着陆，降息预期进一步降温。但新增非农就业前值持续下修、与 ADP 就业数据的“劈叉”和居民调查就业人数大幅减少或表明当前美国劳动力市场并非那般强劲。 大类资产：中美高层通话与超预期非农就业提振市场情绪，美股上涨，美债利率随降息预期降温而大幅上行。本周发布的经济数据好坏参半，虽然 5 月 ISM 制造业与服务业 PMI 均不及预期，但中美最高层领导人通电话的消息令市场对未来贸易局势持乐观态度，同时周五公布的非农数据整体略超预期，市场交易经济走强，降息预期进一步回落，美债利率上行。整体来看，全周（6 月 2 日至 6 日）10 年期美债利率升 10.52bps 至 4.506%，2 年期美债利率升 13.90bps 至 4.037%，美元指数降 0.14% 至 99.19；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.50%、2.18%；现货黄金价格收涨 0.64% 至 3310 美元/盎司。 海外经济：美国“软数据”PMI 调查大幅走弱，贸易逆差大幅收窄，关税扰动开始逐步显现。5 月美国 ISM 制造业 PMI 降至 48.5，预期 49.5，前值 48.7。其中进口指数创下 2009 年以来最低水平，新出口订单指数也因关税不确定性而下降；ISM 服务业 PMI 降至 49.9，为近一年以来首次跌破荣枯线以下，预期 52，前值 51.6。其中价格指数创下近 30 个月内新高。贸易方面，美国 4 月贸易逆差降至 616 亿美元，创 2023 年以来最低水平，预期 660 亿美元，前值 1383 亿美元。综合来看，ISM 调查与贸易数据的变化或表明在对等关税带来的进口价格扰动下，此前美国部分企业“抢进口”的行为已经“告一段落”。货币政策方面，近期多位美联储官员表达了关税对通胀可能的影响。其中美联储主席沃勒表示关税将在未来几个月推高通胀，但

在制定政策时，只要通胀预期保持稳定，就会忽略短期内价格上涨的影响，因此他支持今年晚些时候实施“好消息”式降息；不过美联储理事库克对当前通胀的进展表示担忧，并指出近期的低通胀数据可能会因为美国关税的逐步传导而出现逆转；亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，目前多数通胀指标仍然在发出警报，因此他认为今年只会有一次降息。此外 6 月 5 日欧洲央行如期降息 25 个基点，将存款机制利率从 2.25% 下调至 2%，为近一年内第 8 次降息。欧央行行长拉加德表示，当前降息周期即将接近尾声，宽松的财政政策强烈地推动通胀，一切迹象表明通胀将稳定在 2% 的水平。增长方面，截至 6 月 5 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为 +3.8%；截至 6 月 6 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为 +2.33%。

5 月非农：新增就业与时薪略超预期令降息预期进一步降温，但数据细节或暗示美国劳务市场“外强中干”。美国 5 月新增非农就业 +13.9 万，预期 +12.6 万，前值由 +17.7 万下修至 +14.7 万，前两个月数据累计下修 9.5 万。失业率 4.2%，持平预期与前值。时薪环比 +0.4%，预期 +0.3%，前值 +0.2%。从结构上看，新增就业的主要贡献来自教育医保（+8.7 万）和休闲餐旅（+4.8 万）。整体来看，5 月略超预期的新增就业和时薪令市场交易美国经济不着陆，降息预期进一步降温，截至最新联邦基金期货市场预期 9 月降息概率下降至 68.3%，到 25 年底累计降息 1.77 次 44.3bps。但在非农数据结构之下，有三个细节或暗示美国就业市场并没有那么强劲：① 非农前值持续下修。本次 BLS 将前两月非农累计下修 9.5 万，下修幅度较此前 2 个月继续扩大。② 非农与 ADP 数据的劈叉。5 月美国 ADP 新增就业仅录得 +3.7 万，且过去四个月的教育医保就业中，有三个月都录得负增长。虽然非农与 ADP 当前的历史相关性仅有 54%，但二者在总量与结构上愈发明显的分道扬镳不禁令人对数据可靠性产生质疑。③ 居民就业供需双弱，异常疲软。与 13.9 万的机构调查数据相比，本次居民调查就业录得 -69.6 万，为 2023 年 12 月以来新低。其中 62.5 万来自劳动力减少，7.1 万来自失业者增加，故就业率下降 0.3% 至 59.7%，失业率持平 4.2%。居民调查下的美国劳务市场有些供需双弱，边际滞胀。5 月 CPI 前瞻：触底回升，但未来上行幅度或总体可控。北京时间 6 月 11 日 20:30，BLS 将公布美国 5 月 CPI 数据。① 当前彭博分析师一致预期 5 月 CPI/核心 CPI 环比 +0.2%/+0.3%，同比 +2.5%/2.9%；② 美联储 Inflation Nowcasting 预测 5 月 CPI/核心 CPI 环比 +0.13%/+0.23%，同比 +2.40%/2.84%；③ 交易员预期 5 月 CPI 同比 +2.43%，环比 +0.16%。整体来看，5 月 CPI 较 4 月开始逐步反弹，后续通胀将在关税带来的价格扰动和基数效应下逐步回升，但预期未来通胀上行幅度总体可控。一来，美国企业的提前补库有望缓解关税带来的冲击；二来，外国制造业部门、外国贸易部门、美国贸易部门或承担部分关税成本，阻碍部分关税冲击向居民部门传导；三来，核心商品在美国 CPI 中的占比仅 20%，居住通胀、工资通胀仍然是主要构成。这意味着，即使关税给核心商品带来滞胀冲击，其他部门也会因此受到衰退冲击。因此核心商品涨价将导致居民分配更少收入在其他消费上，工资、居住与能源通胀下行有望弱化美国通胀总体涨幅。

风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

宏观深度报告 20250603：复盘 200 年，贸易战何去何从？

通过复盘自 1800 年至今 200 余年的全球贸易历史，以及结合近期东

部沿海省份“造船厂-船东-船公司-货代及外贸公司-实体经济”外贸产业链调研反馈，我们的研究表明：首先，复盘全球贸易历史看，汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具。其次，国内多数外贸企业认为由于在根本矛盾上的冲突，中美贸易谈判过程未来或将“一波三折”，企业可能需要持续控制对美出口风险敞口。再次，如果加征关税无法实现美方贸易竞争的主要目的，那么参考过去 200 年全球贸易历史特别是 1970s-1990s 美日德贸易竞争阶段的美方举措，未来美国政府可能在非关税壁垒、汇率等方面发起更多挑战。最后，在控制对美出口风险敞口的过程中，拓展非美出口、“出口转内销”、“出海”等关键手段仍待企业端摸索落地方式，年内外贸前景仍面临高度不确定性。

一、汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具 自 18 世纪至今，“自由贸易”的发展历史仅有短短 50 年，自二战结束至今，即使在全球贸易自由化的趋势下，出于保护本国工业、控制贸易赤字等目的，部分国家在特定时期仍采取了一些保护主义措施。从“贸易交锋”的主要工具看，在两次世界大战前，操纵汇率并不是“金本位制”下应对国际贸易竞争的有效方法，此时关税这项传统工具广受采用，例如自 1896 年至 1899 年短短数年间，美国“平均有效关税”便提高了接近 9 个百分点。然而，布雷顿森林体系崩溃后，在信用货币体系下，全球主要货币的汇率波动明显放大，操纵汇率开始成为一项参与国际贸易竞争的重要武器。此外，伴随全球贸易融合程度的提高，受转口贸易等因素影响，仅凭提高关税恐怕很难赢得国际贸易竞争的胜利，因此自愿出口限制、贸易协定等非关税壁垒也变得更加重要。

二、从根本矛盾看，中美贸易谈判未来或将“一波三折” 在高昂的商品贸易赤字等影响下，美国国际投资净缺口的增速长期高于 GDP 增速，2024 年“国际投资净缺口/GDP”已达 88%，最快将于 2025 年触及 100%。考虑到“国际投资净收支”可被近似视为美国经济的“净负债”，因此美国“国际投资净缺口/GDP”的近年趋势是明显不可持续的，美国政府可能在未来较长一段时期内保持对我国出口的高压态势。

三、如果贸易摩擦加剧，美国政府还有可能出台哪些政策？

1. 贸易政策方面：除关税外，美国可能会提高非关税壁垒。例如 1970 年至 1993 年，美国在与日本、德国竞争全球出口市场份额时期大肆采用自愿出口限制、协商扩大外国服务业开放等贸易保护措施。
2. 财政政策方面：削减联邦财政赤字可能相当困难。类似 1980s，近年美国再度出现经常账户赤字与财政赤字同时走高的“双赤字”情形。若对联邦赤字不加控制，联邦债务水平、付息压力近年均有可能触及历史最高水平。但从联邦赤字的主要来源看，2025 财年社会安全、医疗保健、存量国债付息支出（合计增长 0.30 万亿美元）完全“吞噬”了联邦财政收入的增长（合计增长 0.24 万亿美元），而前三者短期压降难度颇大。
3. 货币政策方面：美元汇率有可能受干预更多。自 2013 年至 2024 年，美国商品贸易盈余占 GDP 的比例波动并不明显（基本维持在 3.8%-4.6%），但同期美国净国际投资头寸占 GDP 的比例由 31.7%大幅增长至 88.3%，“存量资产的估值变动”对国际投资净缺口的“贡献”可能愈加明显。从对策看，考虑到全球资产的回报率很难由美国政府直接干预，因此干预美元汇率可能是更直接的选择。

四、国内企业如何降低对美出口风险敞口？

1. 拓展非美出口或需灵活调整国内产能、适应欧洲独特的贸易保护措施——官僚主义。未来欧洲等区域的进口需求可能是国内企业拓展非美出口时需要重点关注的方向，但由于欧洲与美国的商品进口结构存在一定差异，因此部分国内企业或需调整国内产能，以更好地满足非美市场需求。
2. “出口转内销”的关键在于账期。

与国际贸易相比，境内商品贸易在回款账期、供应链占款等方面存在较多不同。2025年2月，总书记在民营企业座谈会上强调要着力解决拖欠民营企业账款问题，未来国内关于账期管理的政策环境或将愈加友好。3.“出海”的核心在于成本尤其是人力成本。从海外经验看，工业就业与人均GDP往往呈现出驼峰形走势，即在工业化早期，就业从农业转向工业；伴随居民生活水平的提高，就业从工业转向服务业，工业所需要的本土人力被海外廉价劳动力所替代。考虑到，未来即使在工业机器人、具身智能等领域国内取得重大科技突破，其技术应用可能也会首先应用于医疗、半导体等附加值相对更高的产业，恐难在短期内惠及纺服等传统产业的成本管控，因此相关企业或有必要长期稳步推动“出海”进程。风险提示：（1）本文测算的关税、汇率、进出口规模等数据涉及多个经济体，时间跨度较长，或存在数据不准确、不完全可比等情形。（2）对美国财政尤其是控制联邦财政赤字的潜在方法分析可能不够准确。（3）对中国企业“出海”面临的机遇与挑战可能分析不够全面。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博 证券分析师：张佳炜）

宏观深度报告 20250602：人民币汇率：会否升破 7.1？

核心观点：人民币汇率应防范“中间价调升→即期汇价跟涨→升值预期强化→结汇资金推涨”的正反馈风险。由于美元指数持续走弱，人民币金融资产配置需求升温，人民币汇率在5月跌破7.20之后渐渐形成“一致性升值预期”，此时更加需要中间价保持“有收有放”的风格，既平缓中间价的升值引导幅度，稳定预期和跨境资金流动，也渐进打开USDCNY向下的空间。短期来看，人民币中间价或逐步下移至7.17-7.18区间，引导人民币对美元即期汇率在7.15-7.22区间内双向波动。外汇市场正形成“一致性升值预期”：从外汇期权市场的风险指标来看，资金看涨人民币的押注不断抬升，进入5月份美元兑人民币隐含波动率持续走低，度量价外看涨期权和价外看跌期权隐含波动率之差的指标即是风险逆转因子，风险逆转因子持续走低，显示市场资金在押注USDCNH汇价下跌，资金正在押注人民币汇率“补涨”。

“恐慌式结汇”的风险有多大？若出口企业对美元指数继续走弱和人民币升值的一致性预期继续增强，人民币汇率升至“待结汇盘”成本价附近，或将诱发“待结汇盘”的集中兑换需求，形成2024年三季度因美元指数大幅下跌引起的恐慌式结汇浪潮，或2025年5月中国台湾地区新台币“套息交易”逆转的风险。以2022年1月份作为起点，截至2025年4月末，规模达到3,583亿美元“待结汇盘”平均持仓成本大约为7.06，从当前7.19左右的人民币汇率来看，考虑利差收益的“待结汇盘”尚有大约1.90%浮盈，这部分浮盈成为人民币汇率继续升值的“敏感区”。通过我们对5月份中间价的行为分析来看，外汇管理或延续“底线思维”并做好预期管理，维持人民币汇率波动基本稳定。

跨境资金风险 I：尽管“待结汇盘”规模扩张，但结汇需求开始回升，随着4月份以来美元指数下跌，出口企业结汇诉求回升，2025年1-4月银行代客结售汇逆差回落至400亿美元以内，其中1-4月货物贸易结汇顺差达到878.09亿美元，其中4月份单月结汇顺差就高达316.33亿美元，单月主动结汇率也快速回升至50.97%，居民等部门“囤积”的美元存款规模也开始下降。

跨境资金风险 II：外资“减债买股”。2025年以来，证券投资科目正在成为稳定人民币汇率的增量，由于美元指数下跌和美元资产风险敞口缩减，外资增持人民币金融资产的需求在2月份以来逐步扩张，2月中下旬至4月18日外资以买人民币债券为主，4月19日以后开始“减持债券、增配股

票”，对人民币金融资产的配置需求升温，4月下旬至5月份风险偏好持续回升，但是参考港元汇率5月份以来的走势，也从跨境资金层面警示在外汇市场波动率较高的时期，跨境资金的“快进快出”或增大宏观审慎管理的难度。4月份前期“增债”、后期“减债增股”的行为持续性还有待观测，人民币汇率继续保持更低波动，有利于增强金融资产的稳定性。

风险提示：（1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；（2）中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）非美经济体货币汇率异动，亚系货币继续面临 Carry Trade 逆转风险和日本央行加息风险的冲击。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

宏观量化经济指数周报 20250602：基数走高，5月出口增速或有所放缓

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 6 月 1 日，本周 ECI 供给指数为 50.20%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.96%，较上周环比持平；ECI 消费指数为 49.77%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较上周环比持平。月度 ECI 指数：从 5 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.23%，较 4 月回落 0.12 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 4 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.97%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较 4 月回落 0.06 个百分点。从 ECI 指数来看，5 月份在关税对经济的扰动逐步缓解后，供需两端均较 4 月份出现一定回暖，但 5 月制造业 PMI 指数处于收缩区间也反映出经济修复的整体动能偏弱。消费方面，在“五一”假期的促销活动和“以旧换新”的支撑下，5 月乘用车零售延续修复态势，环比和同比均出现不同程度改善。服务消费方面，根据央视新闻的相关报道，今年端午假期全国出游人群规模预计同比增长 6%，而假期前两日票房录得 3.55 亿元，较去年同期回升 33.0%；出口方面，中美贸易关系的缓和使得我国对美出口明显反弹，但从监测港口累计完成货物吞吐量等高频数据来看，由于前期“抢出口”和“抢转口”等因素影响，5 月出口环比 4 月并未出现明显改善，而 5 月 PMI 新订单指数也仍处于收缩区间，随着去年同期基数的走高，5 月出口增速或有所放缓。ELI 指数：截至 2025 年 6 月 1 日，本周 ELI 指数为 -0.88%，较上周回升 0.01 个百分点。重启国债买卖或仍需综合研判。2025 年 5 月份，人民银行开展了包括“降准”在内的多种货币政策操作：（1）长期流动性方面，“降准”0.5 个百分点，投放约 1 万亿元长期流动性；（2）中期流动性方面，加量操作 5000 亿元 MLF，5 月份净投放 3750 亿元，为连续 3 个月加量续作；（3）短中期流动性方面，5 月份开展 7000 亿元买断式逆回购操作，其中 3 个月期 4000 亿元和 6 个月期 3000 亿元，5 月份买断式逆回购净回笼 2000 亿；（4）短期流动性方面，以 7 天期逆回购操作平熨流动性波动，全月合计净回笼 152 亿元逆回购操作。由于“降准”和 MLF 加量投放，买断式逆回购适度缩量，合计来看，5 月份加量投放的中长期流动性仍超万亿，而作为流动性补充的“国债买卖”，在 1 月份暂停之后，5 月份仍未开启。在 2025 年一季度货币政策执行报告中，央行曾表示“将继续从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复操作”，我们认为，重启国债买卖的时点还需要根据债券市场供需和收益率曲线形态来综合研判，一方面若国债发行量较大，流动性冲击产生了“加息”效应，

为配合扩张性财政的效应更好发挥，确保政策效应达到预期，此时启动国债买卖可以达到调节市场流动性、稳定收益率的目的；另一方面若收益率曲线形态基本稳定，国债买卖不会“挤出”投资者的配置需求，不会加剧收益率的单边下行，或可以考虑重启国债买卖进一步稳定市场预期。进入6月份，“降准降息”的政策效应仍处于观察期，且财政政策仍在积极推进政府债融资，预计货币政策仍以买断式逆回购、MLF和7天期逆回购以及PSL等结构性政策工具为主调节流动性供需，国债买卖重启仍需综合研判形势。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 20250602：特朗普对等关税能否延续？

核心观点：特朗普对欧洲额外加征50%关税延期一度提振市场情绪，本周美债利率大幅回落，10年期美债利率降至4.402%，美股上涨，黄金收跌2.03%。本周公布4月美国商品贸易数据显示进口环比大幅走弱，特朗普关税政策带来的“抢进口”或开始放缓；同时FOMC纪要显示美联储对降息依旧保持谨慎态度。政治方面，虽然特朗普援引IEEPA征收对等关税的行为遭美国国际贸易法院(CIT)驳回，但未来特朗普仍可通过122条款和338条款等贸易法案内容对其他贸易伙伴大范围加征关税，因此本次CIT的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和，短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。

大类资产：特朗普对等关税征收依据遭贸易法院驳回，美股美债利率上涨，黄金大跌。本周一美股美债因阵亡将士纪念日休市，全周市场受贸易局势改善整体上行。首先是上周日(5月25日)特朗普宣布同意欧盟请求并将对欧盟额外征收的50%关税延期至7月9日；随后美国国际贸易法院裁定特朗普引用《国际紧急经济权利法》(IEEPA)征收对等关税的行为超出法律授权范围并要求其撤回相关指示，不过特朗普随后立刻上诉巡回法院，对等关税暂时得以继续征收。整体来看，全周(5月27日至30日)10年期美债利率降11.06bps至4.402%，2年期美债利率降9.36bps至3.897%，美元指数升0.22%至99.33；标普500、纳斯达克指数分别收涨1.88%、2.01%；现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至3289美元/盎司，全周收跌2.03%。

海外经济：商品进口大幅走弱，“抢进口”效应或开始逐步放缓。调查方面，美国5月咨商会消费者信心指数录得98，预期85.7，前值86；现况指数录得135.9，前值131.1，预期指数录得72.8，前值55.4。通胀方面，美国4月核心PCE物价指数同比+2.5%，符合预期，前值由+2.6%上修至+2.7%；核心PCE物价指数环比+0.1%，持平预期，前值由0%上修至+0.1%；个人支出环比+0.2%，持平预期，前值+0.7%。贸易方面，美国4月商品进口环比-19.8%，创历史最大月度跌幅，商品贸易逆差缩窄至876亿美元，远低于市场预期的1430亿美元，前值1620亿美元。商品进口大幅缩水或表明此前由特朗普关税政策带来的“抢进口”行为正在逐步放缓。货币政策方面，5月8日公布的5月美联储FOMC纪要显示，与会者一致认为鉴于当前经济增长和劳动力依旧稳健，且当前货币政策的限制性依旧适度，美联储完全有能力等待通胀和经济活动前景更加明朗再采取行动。此外几乎全部(Almost all)与会者认为通胀可能比预期持久。FOMC纪要内容表明在当前经济形势与关税政策高度不确定性的情况下，美联储依旧倾向于对降息保持谨慎态度。增长方面，截至5月30日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q2美国GDP最新预测值为+3.8%；截至5月30日，纽约联储

Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.42%。海外政治：对等关税法律依据遭挑战，但未来贸易局势依旧面临较大的不确定性。美东时间 5 月 28 日，美国国际贸易法院（United States Court of International Trade, CIT）做出裁决，禁止特朗普于 4 月 2 日“解放日”对全球征收对等关税的行政命令。具体来看，法院认为特朗普援引《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为超出了法律本身的授权范围：一方面，美国长期处于贸易赤字状态，因此特朗普以贸易逆差为由并不符合 IEEPA 条款中“异常且特殊的威胁（unusual and extraordinary threat）”的启用条件；另一方面，美国宪法规定国会拥有征收关税的权利，而特朗普在全球范围内大规模征收关税并完全绕开国会授权的行为从一定程度上违反了宪法中对立法和行政的权利范围划分。随后特朗普对该判决结果迅速上诉，巡回法院受理后发布了暂缓执行令（即允许特朗普暂时继续征收对等关税），并要求原告（CIT）于 6 月 5 日，被告（特朗普政府）于 6 月 9 日前进一步提供材料以决定是否对 CIT 的判决结果进行长期暂缓直至巡回法庭对特朗普政府上诉 CIT 一案做出裁决。向前看，虽然本次 CIT 的判决结果为特朗普发布对等关税以来遇到的最大法律阻碍，但未来对等关税的威胁依旧存在。一方面，即使最终特朗普上诉至最高法院遭驳回后，其仍可能以其他现存的贸易法案加征关税。在我们此前的报告中提到，《1974 年美国贸易法之 122 条款》与《1930 年关税法之 338 条款》均旨在应对外国商品对美进行的非公平贸易行为，如若法院最终禁止特朗普援引 IEEPA 征收对等关税，特朗普或考虑启用 122 条款和 338 条款（详见报告《关税“迷雾”的背后：特朗普关税工具如何落地？》）。另一方面，在对等关税遇到法律争议后，特朗普或重启对重点贸易伙伴的 301 调查并加快相应的贸易协定谈判。因此整体来看，美国国际贸易法院的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和，短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。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）

固收金工

固收深度报告 20250609：债券“科技板”见微知著：科创债新政策下的金融机构发行观察

事件 科技创新债券制度落地，科技金融体系再升级：2025 年 5 月 7 日，中国人民银行与中国证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（〔2025〕第 8 号），从丰富产品体系、完善配套机制等多个维度，系统性提出支持科技创新债券发行的相关举措。“8 号文”的发布预计将有效引导债券市场资金向早期阶段、中小企业、长期项目及硬科技领域倾斜，改善我国科创债市场当前发行期限偏短、发行主体集中于传统行业和成熟期央国企、募资用途多用于产业升级优化等特点，激发科技创新活力，助力培育新质生产力。此外，沪深北三家证券交易所及中国银行间市场交易商协会于同日分别发布的《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》和《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》，是对证监会“8 号文”的具体落实细则。观点 新出台科创债一揽子政策要点梳理与解读：1) 扩大发行主体范围，覆盖多元科技融资需求：明确支持金融机构、科技型企业、私募股权基金及创投机构等多类主体发行科技创

新债券，涵盖公司债、企业债及非金融企业债务融资工具等主要品种，对于科技产业链上下游融资需求全覆盖的考虑有助于形成“投早、投小、投长期”的良性机制。2) 优化债券条款设计，提升适配性与灵活性：a) 鼓励发行人根据科创项目周期长、回报慢的特点，灵活设置债券期限结构，优先发展长期限债券产品，助力提升资金使用节奏与项目回款周期的匹配度；b) 允许科技创新债券在发行时设置如含权结构、还本付息等创新安排，还可以设置可转换为股权、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等创新条款。3) 优化发行流程，创新信用评估与风险分担机制：a) 简化科技创新债券信息披露规则，允许发行人根据实际需求与投资人协商一致后，豁免部分非核心披露事项；b) 鼓励评级机构结合科技企业及科技创新业务的发展规律和行业特性，打破传统评级框架限制，创新评级方法与模型设计，更加注重反映企业的成长潜力、技术优势以及市场前景等前瞻性因素；c) 鼓励金融机构及专业信用增进和担保机构积极参与科创债市场建设，通过开展信用保护工具、信用风险缓释凭证、信用违约互换、第三方担保以及知识产权质押担保、预期收益质押担保等，为科技创新债券的发行与投资交易提供配套支持。4) 科技创新债券纳入金融机构科技金融考核体系，强化激励导向。

新出台的科创债相关政策与过往政策对比：1) 科技创新债券从单一的企业融资工具，逐步覆盖科技产业链上下游的融资平台：a) 相较于2021年初期推出的科创公司债和科创票据，本次政策促使科创债在发行主体范围上实现进一步拓展，不再局限于科技型企业本身，而是明确将商业银行、证券公司、金融资产投资公司等金融机构以及私募股权投资机构和创业投资机构一并纳入发行主体范畴；b) 此次政策支持投资经验丰富的头部私募股权投资机构和创业投资机构发行“5+3”、“5+5”等长期限债券，增强对科技企业全生命周期、尤其是早期阶段的支持能力。2) 募集资金用途更灵活：a) 交易所市场鼓励具备丰富投资经验、卓越管理业绩及优质团队配置的私募股权投资机构和创业投资机构发行科创债，募集资金主要用于私募股权投资基金的设立、扩募及科技项目投资；b) 银行间市场提出科技型企业发行科创债的资金用途可根据实际需求灵活安排，仅对私募股权投资机构设有50%的投资比例限制。

新政策对于发行科创债的金融机构的影响：1) 券商或成为科创债市场扩容中的关键受益主体，其多元化业务能力与资本市场专业性将在新一轮科技金融融合中发挥重要作用。2) 作为传统信贷体系的核心力量，商业银行通过科创债发行可有效延伸金融服务链条，完善对科技型企业的全生命周期资本支持。3) 科创债发行资格的扩展为金融资产投资机构打开从不良资产管理向科技投融资协同的新通道。4) 新政策赋予股权投资机构和创投机构发行科创债的资格，为其提供除一级市场直融以外的全新融资与退出路径，助力提升资本运作效率与项目支持能力。

金融机构发行科创债现状：1) 2025年5月期间，金融机构迎来其在科创债市场的放量发行阶段，共发行45只科创债，总计2,224.00亿元，助力科创债市场整体存量规模突破2.1万亿元。2) a) 发行主体以商业银行为主，其中国有大行发行规模相对较大，政策行和证券公司发行规模则较小：商业银行作为我国最主要的金融机构，拥有雄厚的资金实力和多元化资产配置需求，叠加其特殊的“政治属性”驱动其在相关政策的指引下需更快响应国家战略要求，因此商业银行体系迅速成为金融机构发行科创债支持科创企业发展的主力军；预计未来商业银行将会继续在科创债市场扩容过程中发力，凭借其更强的信用背书、更深度的实体与金融之间的纽带绑定以及更全面完善的监管指导，助力科创债品种为我国的科技创新领域

相关企业或项目提供切实有效的资金支持。b) 债券评级均为 AAA 高等级，主要系首批参与科创债发行的金融机构基本为国股大行和上市券商，信用资质均较为优秀所致：较高的主体评级有利于正处于建设过程中的科创债市场吸引更多投资者的关注，从而加快缓解中小型科创企业的融资困境，保障板块的安全边际。c) 发行期限跨度较大，短至半年期、长至十年期均有新发，但主要仍集中在中短期限，以 3 年期居多：金融机构在参与科创债市场之初，仍倾向于延续存量科创债的期限结构，仅国有大行和证券公司尝试发行中长期科创债，但规模较小，预计随着金融机构在科创债市场中的介入程度逐步加深、科创金融债发行量逐步放大，金融机构所发行的科创债的发行期限或逐步拉长。d) 募集资金用途主要包括以不同投资形式支持科技创新类企业的发展，“科创含金量”较过往由实体央企国企发行的科创票据和科创公司债有所提升：具体投向因金融机构的职能不同而存在差异，其中用于通过贷款方式支持科技创新领域发展的科创债的发行规模明显较大，占比达 69.07%，一方面或与商业银行系金融机构发行科创债的主力军有关，另一方面或因银行贷款系中小型企业相对易于取得且青睐的一种资金来源所致。e) 发行条款中超九成的新发科创金融债不包含特殊条款，条款仍以规范化为主：条款的灵活性、创新性可能较实体企业发行的科创债有所不及，或主要系金融机构发行人的资质水平和募资用途与实体企业发行人存在明显差异所致，即实体企业因自身信用资质的参差和资金投向项目的可行性不同而需设立一定的特殊条款来提升其债券吸引力。f) 债券票面利率整体较低，平均约为 1.81%，较存量科创债平均票面利率低逾 90BP，主要系金融机构较实体企业通常具备更优的信用资质和更低的风险溢价所致：一方面在一级二级市场均可提供较高的安全度保障，另一方面间接降低了科创类企业，尤其是中小企业的融资难度和融资成本，为资本市场和实体经济之间的资金流动搭建连接贯通的桥梁。

总结与观点：结合科创金融债的发行利差来看，1) 银行类主体因发行规模较大故发行利差的分布跨度亦较大，其中政策性银行发行的科创债出现利差倒挂，主要系政策性银行信用评级接近主权信用水平，风险溢价较低所致；国股大行、城商行科创债的发行利差基本集中分布在 10BP 以内，发行利差较小，与首批获批发行科创债的商业银行信用资质较为良好的预期相符。2) 非银类金融机构发行科创债的代表为证券公司，其发行的科创债发行利差相较于银行类金融机构而言较大，大多分布在 10BP 以上，甚至可达 20BP，该发行利差差异同样契合非银类金融机构与银行类金融机构之间的资质差异，预计由私募股权投资机构或创投机构所发行的科创债或亦将以 10BP 以上的发行利差为主，反映不同机构自身在债券市场募资的风险补偿差异。3) 对于投资者而言，各类金融机构发行的科创债中，相较于银行系发行的科创金融债，资质较优、外部评级达 AAA 级的证券公司所发行的科创债的配置价值或更为可观，即因票息收益空间充裕而带来的收益风险性价比或较银行发行的科创债更高，适宜对流动性需求尚可、负债端相对稳定的账户适度布局。

风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250609：央行提前预告买断式逆回购，关注流动性宽松对于短端利率下行的支撑

观点 央行提前预告买断式逆回购，重启买入国债讨论增加，如何看待债券长短端性价比？ A：本周（2025.6.3-2025.6.6），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.675%下行 2.25bp 至 1.6525%。周度复盘：周二（6.3），端午假期期间关于关税的消息显示贸易摩擦有升级

趋势，6月2日中国商务部发言人在答记者问时表示，美方在日内瓦经贸会谈后，陆续新增出台多项对华歧视性限制措施，包括发布AI芯片出口管制指南、停止对华芯片设计软件（EDA）销售、宣布撤销中国留学生签证等。但周一港股探底回升，周二A股开盘后上涨，权益市场的涨势令债市情绪受到压制，全天10年期国债活跃券收益率上行0.1bp。周三（6.4），早盘中证报头版文章报道，不排除人民银行将进一步采取降准等措施的可能，且人民银行国债买卖操作有望适时重启。结合大行在端午节后净买入短端债券，令央行重启买债的讨论增加，全天10年期国债活跃券收益率下行0.5bp。周四（6.5），午后关于中美通话的信息发酵，10年期国债活跃券收益率出现上行，随后尾盘商务部表示对符合规定的稀土出口许可申请，中方将予以批准，进一步印证关税谈话有所进展。同时，尾盘央行公告6月6日即将进行买断式逆回购，为首次预告，一为周五即将发行的30Y特别国债保驾护航，二为对冲6月存单到期续作压力，10年期国债活跃券到期收益率随即下行，全天10Y国债活跃券收益率下行0.35bp。周五（6.6），央行提前公告买断式逆回购情况，表明支持流动性的态度，对债市形成利好。由于关税政策反复性较强，中美通话并未对债市造成重大利空。午后对于央行买债的预期再度发酵，全天10Y国债活跃券收益率下行1.5bp。 周度思考：本周债券市场仍然没有摆脱微幅震荡行情，后续需要关注关税政策和央行重启买入国债的可能性。其中，对于关税政策我们无法给出准确的预期，从通话的通稿上来看，我国仍然坚守《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，即在90天的缓冲期内，仍可将其作为基准情形进行推演。而对于央行的态度，提前公告买断式逆回购是央行改变与市场沟通方式的信号。此前，央行于月末披露当月公开市场买断式逆回购业务公告，而6月在月初便发布招标公告，表明沟通机制更加透明化，防止预期混乱，同时再次确认目前央行对于流动性的呵护态度。在此情形下，我们认为10年期国债收益率仍将在1.6%-1.7%的箱体中震荡，若央行重启买入国债，则短端利率下行的确定性更高。 美国2025年5月Markit制造业PMI终值、Markit服务业PMI终值、Markit综合PMI终值、5月新增非农就业人数、失业率和失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？ A：本周（0602-0606）受非农数据超预期影响，美债收益率曲线全线反弹，Fedwatch显示全年降息定价已不足两次，可以说（中期）周期性因素在本周市场叙事中暂时占据主导。同时，特朗普政府推行减税法案取得进展，一方面短期来看这将让鲍威尔主导的美联储—至少到2026年前—继续坚定偏鹰立场，另一方面长期来看或继续拉大贫富差距，让美国政治谱系极化趋势加剧。我们认为伴随中美首脑重启对话，美国外部博弈不确定性边际虽有所减弱，但美国内部博弈不确定性边际增强，整体不确定性难说趋势性收敛，延续美债收益率仍或在高位震荡的观点。 我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下： （1）Markit制造业与服务业PMI终值同步扩张，通胀压力增加，新增非农就业人数增长放缓但韧性犹存。最新数据显示，美国Markit制造业PMI终值为52.0，较4月的50.2显著提升，连续第五个月高于荣枯线（50），创三个月新高。新订单分项指数达53.3，为15个月最高，主要受企业因关税缓冲期（7月可能恢复加税）提前囤积库存推动，原材料库存指数飙升至2007年以来最高水平。美国Markit服务业PMI终值53.7，高于4月的50.8，价格收取分项指数创2023年4月以来新高，显示企业成功将成本转嫁至消费者。综合PMI终值53，脱离4月的50.6低点，但就业分项指数降至49.5，为2月以来首次收缩，反映企业招聘意愿降温。5月非农就业新增13.9万人，略低

于 12 个月均值 14.9 万，失业率持平于 4.2%，但劳动力参与率下降 0.2 个百分点至 62.4%，显示部分劳动者退出市场。（2）美国 5 月失业率持平于 4.2%，5 月 31 日当周首次领取失业金人数上升，5 月 24 日当周续请失业救济人数略降，显示劳动力市场仍具有韧性。最新数据显示，美国 5 月失业率持平于 4.2%，与预期和上个月值持平，自 2024 年 5 月以来持续在 4.0%-4.2% 窄幅波动，显示劳动力市场整体仍具韧性。失业金数据方面，5 月 31 日当周首次申请失业救济人数上升至 24.7 万人（前值 24 万人），优于预期水平的 23.5，连续第二周上升，反映失业者再就业难度增加；5 月 24 日当周持续申请失业救济人数为 190.4 万人（前值 191.9 万人），劣于预期的 191 万人，小幅下降，显示短期裁员压力有限。四周移动平均申请人数继续上升，预示未来就业增长可能放缓。（3）美联储 6 月议息会议强调维持利率不变，强化“数据依赖”立场。美联储在 2025 年 6 月的议息会议上决定维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，符合市场预期。政策声明中新增了对“通胀粘性”和“经济增长放缓风险”的双重关注，并强调未来的政策调整将“完全依赖经济数据”，而非预设路径。美联储主席鲍威尔在会后发布会上表示，尽管通胀已从峰值回落，但核心 PCE 仍高于 2% 目标，且近期劳动力市场降温速度加快，使得政策制定者需要更谨慎地平衡通胀与就业风险。他重申，美联储不会急于降息，但也不会排除任何可能性，强调“未来的每一步都将取决于数据”。芝加哥联储主席古尔斯比认为，如果未来几个月通胀持续回落，美联储可能在 2025 年下半年启动降息，但需要看到更明确的通胀下行趋势才会行动。波士顿联储主席柯林斯表示，当前政策“限制性足够”，但需警惕经济放缓过快的风险，暗示若失业率上升超预期，可能支持更早降息。截至 6 月 6 日，Fedwatch 预期 2025 年 6 月降息 25bp 的概率降至为 2.6%，7 月降息概率升至 16.7%。9 月份在 6 月份已经降息 25bp 的前提下再下降 25bp 的概率达 8.8%。总的来看，美联储目前处于“数据依赖模式”，短期内（6 月）大概率按兵不动，但若经济数据（如就业、零售销售）进一步疲软，7-9 月可能成为降息起点，幅度预计为 25bp。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；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 20250608：建议关注核心科技题材转债

本周（0602—0606）受非农数据超预期影响，美债收益率曲线全线反弹，fedwatch 显示全年降息定价已不足两次，可以说（中期）周期性因素在本周市场叙事中暂时占据主导。同时，特朗普政府推行减税法案取得进展，一方面短期来看这将让鲍威尔主导的美联储——至少到 2026 年前——继续坚定偏鹰立场，另一方面长期来看或继续拉大贫富差距，让美国政治谱系极化趋势加剧。我们认为伴随中美首脑重启对话，美国外部博弈不确定性边际虽有所减弱，但美国内部博弈不确定性边际增强，整体不确定性难说趋势性收敛，延续美债收益率仍或在高位震荡的观点。国内方面上证指数连续四个交易日收阳，挑战 3400 点，但幅度边际缩小，核心科技——包括算力、机器人等——有所表现，上涨驱动结构优化，机构持仓比例较低的微盘股延续年初以来估值修复趋势，下周整体机会或大于风险。转债风格方面等权领先加权，小盘领先大盘，高价领先低价，评级上 AAA 表现较弱，中低评级表现较强。策略上我们认为临近信评更新节点，机构整体持仓偏向稳健，或较难在当前市场环境下博弈资质下沉所带来的超额收益，建议一方面布局前期回调较大的核心科技题材，另一方面关注业务不确定小，同时可

支配现金充裕，对股权投资、收并购表态积极的中低价标的。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：齐鲁转债、川恒转债、友发转债、万凯转债、大禹转债、奇正转债、白电转债、广大转债、皖天转债、金轮转债。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 20250607：绿色债券周度数据跟踪（20250602-20250606）

观点 一级市场发行情况：本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只，合计发行规模约 95.70 亿元，较上周减少 124.36 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、其他企业、国有企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA 级；发行人地域为上海市、安徽省、北京市、广东省、河北省、江苏省、山东省、天津市；发行债券种类为中期票据、交易商协会 ABN、企业 ABS、超短期融资券、科创债、私募公司债。二级市场成交情况：本周（20250602-20250606）绿色债券周成交额合计 531 亿元，较上周减少 81 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 281 亿元、171 亿元和 60 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 80.30%，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、建筑，分别为 218 亿元、116 亿元和 33 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 181 亿元、81 亿元和 48 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250602-20250606）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 G23 大理 1 (-1.6985%) 25 碧水源 MTN001(绿色科创) (-0.7796%)、22 万科 GN002 (-0.7553%)，其余折价率均在 -0.60% 以内。主体行业以公用事业、房地产、建筑为主，中债隐含评级以 AA、AAA 评级为主，地域分布以湖北省、广东省多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 中海油租 MTN001(绿色两新) (0.3348%)、21 深 G12 (0.2879%)、23 鲁能源 GN001A (0.1197%)、24 绿城地产 GN001 (0.1174%)，其余溢价率均在 0.10% 以内。主体行业以交运设备、房地产、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA (2) 评级为主，地域分布以广东省、浙江省居多。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 20250607：二级资本债周度数据跟踪（20250602-20250606）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250602-20250606）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只，发行规模为 60.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA；发行人地域为天津市、吉林省。截至 2025 年 6 月 6 日，二级资本债存量余额达 45,840.35 亿元，较上周末（20250530）增加 60.0 亿元。二级市场成交情况：本周（20250602-20250606）二级资本债周成交量合计约 1213 亿元，较上周减少 535 亿元，成交量前三个券分别为 25 中信银行二级资本债 01BC (99.73 亿元)、25 工行二级资本债 02BC (68.33 亿元) 和 25 工行二级资本债 02BC (56.85 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 934 亿元、73 亿元和 55 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 6 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：-0.02BP、-0.02BP、-0.03BP；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：-0.02BP、-0.02BP、-0.03BP；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：-0.02BP、-0.01BP、-0.02BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250602-20250606）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，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 17 广饶农商二级 01（-6.5745%）、23 日照银行二级资本债 01（-1.7074%）、23 沧州银行二级资本债 01（-1.3792%），其余折价率均在 -1.30% 以内。中债隐含评级以 AA-、AA+、AAA- 评级为主，地域分布以北京市、广东省、山东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 民泰商行二级资本债 01（0.8136%）、20 长沙银行二级（0.4702%）、21 中国银行二级 02（0.1792%），其余溢价率均在 0.05% 以内。中债隐含评级以 AA+、AA-、AAA- 评级为主，地域分布以北京市、浙江省居多。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）

行业

推荐个股及其他点评

林洋能源（601222）：海外布局并进，三大业务稳健扩张

投资要点 事件：发布 24 年年报及 25 年一季报，公司 24 年营收 67.4 亿元，同-1.9%，归母净利润 7.5 亿元，同-27%，毛利率 29.5%，同+1.1pct；归母净利率 11.1%，同-3pct。24Q4/25Q1 营收分别为 15.8/11.2 亿元，同-25.7%/+27.7%，归母净利润分别为-1.6/1.2 亿元，同-187%/+43.3%。智能电表稳定发展，深耕海外本地布局。国内市场，公司国南网中标份额稳固，24 年合计中标金额达 12.32 亿元，同+30%；此外，公司持续加大研发投入，产品线新增覆盖智能柔性调控终端、火灾检测等产品，24 年新增中标山西、蒙西等项目。深化海外市场布局方面，24 年公司境外营收 11.3 亿元，同+34.22%；①中东欧市场子公司 EGM 以本地化策略积极打通前端技术壁垒，24 年于波兰市场获得超过 8 亿元订单，市场份额占比超 30%；②加强与兰吉尔合作，持续扩大西欧和亚太市场市占率；③中东市场与 ECC 推进合作，24 年内在签超 3 亿元电表供货合同；④亚洲区域紧跟央企出海，累计交付智能电表超百万台，持续辐射马来、泰国、越南等周边市场。电站业务稳步推进，智能化运维规模持续扩大。24 年新能源板块实现营收 29.01 亿元，毛利率达到 27.93%；24 年，公司在建项目超 1245MW，开工项目超 545MW，并网规模超 1145MW，其中风电项目顺利建设并网 350MW。在电站终端市场，公司运维构建丰富多元的业务体系，截至 25 年 Q1，签约电站项目装机量突破 18GW，运维容量同增 50%。储能交付规模稳健提升，毛利率高于行业均值。24 年储能板块实现营收 9.2 亿元，毛利率达 17.64%。截至 24 年底，公司储能系统累计交付及并网超 4.5GWh，储备项目超 10GWh。国内市场覆盖华东、华北、西北及华南等新能源高渗透区域，先后在河北平泉、安徽五河投资建设新能源智慧产业园，储能系统年产能提升至 9GWh；海外聚焦欧洲、中东、东南亚三大核心市场，依托波兰华沙、印尼雅加达、沙特吉达三个海外基地，并新增沙特在建海外生产基地，预计年内投产。盈利预测与投资评级：考虑行业政策变化，竞争加剧，我们下调 2025-2026 年归母净利润（前值 13.6/15.5 亿元），并预测 2025-2027 年归母

净利润为 8.4/9.6/11.0 亿元，同比+12%/+13%/+15%，考虑公司智能电表及储能业务海外市场持续拓展，以及新能源业务稳定增长，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：徐钺嵘)

芯原股份 (688521): ASIC 芯片定制产业趋势助力, AIGC、智能驾驶与 Chiplet 战略持续赋能

投资要点 依托自主半导体 IP, 芯原股份领先于芯片设计及半导体 IP 授权服务。芯原股份构建了覆盖轻量化空间计算设备、高效端侧计算设备及高性能云侧计算设备的 AI 软硬件芯片定制平台, 持续推进 Chiplet 技术研发, 布局接口 IP、先进封装及 AIGC 解决方案。芯原股份的业务覆盖消费电子、汽车电子、工业、数据中心等多元领域, 客户涵盖全球头部芯片设计公司、系统厂商及云服务提供商。公司在行业波动中展现战略定力, 营收降幅收窄, 技术投入持续加码为长期发展蓄能。六大核心处理器 IP+周边 IP 技术生态, 公司技术储备深度与商业化能力处行业领先。公司已构建覆盖 GPU、NPU、VPU、DSP、ISP 以及 Display Processing 的六大自主处理器 IP 矩阵, 形成全栈国产化算力底座。此外, 公司还构建了庞大的周边 IP 技术生态, 形成了覆盖芯片设计全链条的完整解决方案。2023 年公司的半导体 IP 授权业务市占率居中国首位、全球第八, IP 种类在全球前十供应商排名前二, 彰显公司技术覆盖的广度。一站式芯片定制业务快速增长, 客户群体优质。截至 25Q1 末, 公司量产业务在手订单超 11.6 亿元, 为未来的业务拓展及业绩转化奠定坚实基础。公司一站式芯片定制服务的整体市场认可度不断提高, 已开始占据有利地位, 经营成果不断优化, 许多国内外知名企业成为芯原客户并且形成具有较强示范效应的服务成果, 公司在品牌方面的竞争能力进一步增强。启动 Chiplet 战略, 聚焦 AIGC 与智能驾驶。芯原股份自 2019 年前瞻性启动 Chiplet 技术研发, 将其列为公司核心战略。目前公司已在生成式 AI 大数据处理与高端智驾两大领域实现技术领跑, 并稳步推进面向智驾系统与 AIGC 高性能计算的 Chiplet 芯片平台研发。目前, 公司已启动研发并取得阶段性进展, 两项募投项目将从业务布局、研发能力及长期战略层面夯实公司核心竞争力, 增强盈利能力。盈利预测与投资评级: 我们预测公司 2025-2027 年营业收入 30/38/47 亿元, 对应当前 P/S 倍数为 15/12/10 倍, 略高于行业可比公司平均水平。我们认为当前估值溢价主要是由于公司作为国内顶级 ASIC 公司, 为 A 股稀缺标的, 在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势。首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 技术授权风险, 研发人员流失风险, 半导体 IP 授权服务持续发展风险。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 李雅文)

建投能源 (000600): 背靠用电紧平衡河北省, 热电联产模式显著提高效率

投资要点 复盘发现 2024 年以来火电板块投资核心看电力区域供需, 重点推荐无核贫水河北省: 受益于京津冀地区无核贫水, 我们判断未来 3 年河北地区用电紧平衡。2022 年主要受益于四川百年难遇枯水影响下, 火电顶峰出力享受火电尖峰电价, 潜在盈利能力提升; 2023 年受益于成本端煤价的下跌+预期煤电容量电价政策的落地, 2023Q2 火电板块拥有明显超额收益; 2024 年受益于全球范围内因 AI 数据中心、电动车带来的全社会用电量超预期, 以及“南涝北旱”的气候性因素, 京津冀的电力公司 2024 年业绩超预期。进入 2025 年, 我们认为延续 2024 年投资逻辑, 重点关注区域供需缺口, 而京津冀地区因常规能源

供给上无核贫水，重点推荐。我们预计未来三年河北常规电源维持供给不足：当前常规电源占比远低于全国平均，预期未来三年维持偏紧趋势：2024年河北省常规电源火、水、核电占比63%、2%、0%，显著低于全国占比67%、14%、5%。全国电源品种上，我们预期火电受到新能源、核电上网挤压，发电量增速逐年放缓；河北省电源品种上，我们预期维持无核贫水趋势，火电增长略高于全国水平、光伏增速放缓、风电维持较快增长。电价：2025年河北年度长协价格坚挺，点火差同比继续扩大：2025年我们估计电价端同比持平，发电量小幅微降，煤价端同比-15%，点火差同比扩大，2025业绩继续增长。2024年，公司控股运营14家火电发电公司共完成发电量538.90亿千瓦时，同比增加116.24亿千瓦时；完成上网电量500.10亿千瓦时，同比增加107.98亿千瓦时；发电机组平均利用小时为4,579小时，同比增加103小时。平均上网电价438.22元/兆瓦时（含税），同比降低12.57元/兆瓦时。公司层面：热电联产提高热效率、股权激励迸发企业活力：热电联产热效率高达80%-90%，发电同时能副产热水。2024年累计售热量同比增加12.8%，收入占比4.5%。2024年公司实施股权激励计划，2024-2026年营业利润增长目标分别为在2022年基数1.25亿基础上增长240.31%、317.65%、401.45%，对应目标利润为3.0亿元、5.2亿元、6.3亿元；实现ROE3.5%、4.0%、4.5%。盈利预测与投资评级：我们预计2025-2027年公司实现归母净利润为13.40亿元、15.59亿元、15.95亿元，同比增速为152.2%、16.4%、2.3%；对应2025-2027年PE为10、8、8倍。由于公司背靠无核贫水的河北，电力供需紧平衡、电价端有价格支撑；同时毗邻产煤大省陕西山西内蒙，成本端也较有优势，因此首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：电力需求增长不确定性；煤炭价格波动风险；新能源挤压火电发电量的风险；环保政策趋严风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

泰凌微（688591）：无线连接芯片技术领航者，AIoT全场景物联网应用打开成长空间

投资要点 把握物联网连接升级机遇，泰凌微电子引领多模无线SoC芯片创新。泰凌微专注于低功耗无线物联网系统级芯片的研发与销售，产品覆盖蓝牙、Zigbee、Thread及Matter等多模连接协议，广泛应用于智能家居、可穿戴设备、工业物联网等AIoT核心领域，客户涵盖小米、阿里、涂鸦智能等全球头部生态链企业。公司产品矩阵持续迭代，TLSR9系列芯片支持多协议融合与低功耗优化，已规模化应用于智能照明、安防传感等终端设备。随着Matter协议的普及和边缘AI需求爆发，公司凭借其全栈式无线连接解决方案，正加速成为物联网芯片国产化进程中的核心供应商。核心技术持续突破，巩固物联网芯片领域领先地位。公司通过多年自主研发，已构建起完整的低功耗无线物联网核心技术体系，涵盖芯片设计、协议栈开发、大规模组网等关键环节。2024年，公司新增两项自主研发的核心技术，进一步强化了在BLE、Zigbee、Thread等协议标准上的技术优势，并将技术边界拓展至边缘AI领域。基于这一技术平台，公司持续推出创新产品组合，助力客户实现快速产品落地。凭借全面的技术积累和产品化能力，公司已发展成为全球无线物联网连接芯片领域产品线最丰富、市场占有率领先的企业之一。多元化布局下游赛道，成长动能持续增强。公司凭借在低功耗无线连接领域的技术优势，持续拓展高价值应用场景，构建了覆盖智能家居、医疗健康、汽车电子等领域的多元化产品矩阵。在传统优势领域，公司产品广泛应用于电子价签、无线键鼠等市场，市场份额稳步提升。同时，公司在智能音频领域推出支

持 LE Audio 标准的蓝牙音频芯片，切入 TWS 耳机市场；重点开发基于蓝牙技术的医疗监测设备，抢占连续血糖监测市场先机；自主研发支持高精度定位的蓝牙数字钥匙方案，已通过一线车企认证并实现量产。随着电子价签智能化升级、医疗物联网设备普及以及汽车数字钥匙渗透率提升，公司已完成重点增量市场的战略布局，未来业绩增长潜力显著。 盈利预测与投资评级：公司整体产品结构为 IoT 芯片和音频芯片。我们预测公司 2025-2027 年营业收入 11.50/14.81/18.78 亿元，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 2.0/3.0/4.3 亿元，对应当前 P/E 倍数为 44/29/20 倍，略低于行业可比公司平均水平。对比可比公司 2025-2027 年平均 P/E 为 53/38/29 倍。考虑到公司作为无线物联网 SoC 芯片龙头，在技术迭代、客户资源及产品落地方面具备显著优势，当前估值具备一定安全边际，后续有望获得估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：宏观环境风险，行业竞争风险，技术迭代风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

华东医药（000963）：白马药企转型创新，开启发展新阶段

投资要点 核心观点：公司创新转型成果即将兑现，license-in 与自研创新品种将陆续上市贡献业绩。存量仿制药及中成药业务集采影响逐步出清的同时，工业微生物、医美业务板块补足业绩增长。公司整体业绩稳健增长+创新兑现，有望价值重估。 自研创新崭露头角，创新品种开始上市及商业化销售。公司通过自研、引进、投资合作等方式，聚焦内分泌、自身免疫及肿瘤三大领域；截至 2024 年底，公司创新药产品管线已超 80 项。其中，内分泌领域围绕 GLP-1 布局单靶点、双靶点、三靶点产品矩阵，单靶点口服小分子已进入三期，三靶点 II a 期临床数据显示优异数据。肿瘤领域，潜力靶点 ROR1 ADC 已进入 I 期临床，此外 CDH17 ADC、protac 等重要靶点布局。自免领域已建立生物制剂/外用制剂覆盖全领域适应症。自 2025 年开始，公司 license-in 的创新品种率先上市销售，夯实创新药销售体系，未来创新品种销售占比提升、自研创新品种进展，将有望带来业绩贡献与估值提升。 工业微生物、医美板块成型，打造多元增长极。工微板块，公司通过自建及并购，加速工业微生物战略版图，已形成 xRNA、特色原料药&中间体、大健康&生物材料、动物保健四大业务，随着客户积累与订单转化，产能释放后有望实现高速增长。医美方面，公司通过收购英国 Sinclair 及设立国内欣可丽美学，打造国际化高端化医美布局，未来随着 maili 玻尿酸、重组肉毒素及多款医美设备上市，医美板块有望恢复较快增长。传统工业方面，近年来存量品种集采逐步落地，自免产品竞争格局较好，短期内集采压力较小，中长期看创新品种上市将减轻集采负面压力。 盈利预测与估值：考虑公司创新持续兑现，我们将其 2025-2027 年归母净利润由 40.14/45.39/50.48 亿元上调至 40.32/45.55/51.54 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 19/17/15 倍。考虑到公司未来创新药品种陆续上市贡献业绩，及创新能力兑现带来估值重塑，维持“买入”评级。 风险提示：新产品研发失败的风险、新产品市场推广或不及预期的风险、医药行业政策不确定性风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男
 证券分析师：苏丰）

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>