

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-09

宏观策略

2025 年 06 月 09 日

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 20250604：结构化融资再观察：城投 ABS 市场回顾与前瞻（市场篇）

不同剩余期限的城投 ABS 的估值分布：ABS 标的的久期与估值水平之间的关联度或较信用标债相对稍低，无论是短久期抑或长久期，不同估值区间在同期限均有分布，因此尽管随着久期的拉长，2.2% 以上的高收益标的规模有所增加，但以牺牲流动性换得的风险溢价补偿或仍显不足，故 5Y 以内城投 ABS 标的的收益风险性价比相对更高，2.2% 以上收益率的标的存量规模占比超五成，建议追求绝对收益同时亦有兼顾流动性需求的投资者可适度关注中短端城投 ABS 品种。不同基础资产的城投 ABS 的估值分布：虽然城投 ABS 的估值水平与久期关联度不高，但与底层基

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

础资产的类别关联度则相对显著，即影响城投 ABS 标的估值空间的重要因素系底层资产的质地和发行主体的资质，因此对于投资风格偏稳健、风险偏好中性的投资者而言，基础设施收费类和棚改/保障房类 ABS 或更值得加以关注；对于投资风格稍激进、风险偏好稍高的投资者而言，CMBS/CMBN 和应收账款类 ABS 或更值得加以关注；此外，风险偏好较高、负债端稳定的投资者亦可关注新发融资租赁债权类 ABS 产品，博弈其绝对收益空间。风险提示：数据统计偏差；政策超预期调整；市场超预期波动；信息披露不足。

固收深度报告 20250604：负 Carry 困境：海外机构如何破局——低利率时代系列（五）

综合海外机构经验，未来策略优化可以参考以下方向：（1）动态久期调整策略，在利率下行期拉长资产久期以锁定收益，优先配置 30 年期国债、优质城投债等，同时通过利率互换对冲短期波动。在利率反转信号期缩短久期，增配高流动性短债与同业存单，降低组合利率敏感性。（2）负债端创新与成本管控：一方面可以优化负债产品结构，借鉴海外机构经验，降低保本型负债占比，发展非保本、收益浮动型产品（如结构性存款、净值型理财），缓解刚性兑付压力。此外适当引入长期限负债工具，例如发行保险资管专项产品（如养老储蓄计划、年金产品），锁定低成本长期资金，匹配固收资产久期发行“阶梯利率”等产品，降低负债端刚性成本和短期流动性冲击风险。（3）多元化资产配置框架：扩容另类资产，例如适当提升绿色债券配置比例，利用其抗周期特性平滑收益。或借道“债券通”南向通道增配东南亚主权债，分散单一市场风险。（4）对债券资产的分类进行重新界定：商业银行通常将债券划分为“以摊余成本计量的金融资产”，在利率下行期，若将其重新界定为“交易性金融资产”，则可以实现更高的投资收益，充分展现利率下行而带来的资本利得。

行业

推荐个股及其他点评

越疆（02432.HK）：与药师帮签署战略合作协议，越疆机器人率先落地医药应用场景

盈利预测与投资评级 越疆与药师帮签署合作协议，率先实现机器人落地医药应用场景落地。我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 4.96/6.73/8.97 亿元，当前市值对应 PS 为 46/34/25 倍，维持公司“增持”评级。风险提示：人形机器人量产进度不及预期，技术进步不及预期，宏观经济风险

宏观策略

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月份美元兑人民币汇率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院对特朗普政府上诉 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 20250604：结构化融资再观察：城投 ABS 市场回顾与前瞻（市场篇）

观点 存量城投 ABS 券种结构及票面利率分布：1) 从债券种类来看，当前城投 ABS 市场呈现以企业 ABS 产品为主导，少量 ABN 产品补充的格局，表明证监会主管的 ABS 因其备案制的高效性、基础资产类型的灵活性，成为城投平台资产证券化融资的主流方式，而交易商协会主管的 ABN 因依托银行间市场发行并采用注册制管理，且其流动性受限于银行间市场投资者结构，非标属性较强，因此在当下城投平台融资端严监管态势下整体规模较小。2) 从票面利率来看，当前城投 ABS 产品的加权平均票面利率在信用债市场整体中相对不高，约为 3.25%，较存量城投标债整体低约 42BP，或主要系结构化产品与纯债

之间的定价逻辑差异以及发行人资质差异所致，其中，存量城投 ABS 产品中呈现明显的利率分层特征，中低票息产品规模较大而中高票息产品数量较多，本质上反映了城投 ABS 市场的供需两端博弈。a) 低票面利率产品在规模上相对占优，或主要源于三方面因素：其一，市场避险情绪升温背景下，资金倾向于配置信用风险较低的优质城投资产；其二，发行人信用资质分化背景下，优质主体发行 ABS 的成功率抬升，“幸存者偏差”效应致使能够成功发行的产品的票面利率基本相对可控，从而实现优质城投平台低成本盘活存量资产的目的；其三，当前我国基准利率总体处于下行通道且该走势已持续数年，故 ABS 产品的票面利率随基准利率走势震荡下行，伴随高息存量产品逐步到期后，低息产品占比上升。b) 当前城投 ABS 市场中呈现高票息区间数量较多、低票息区间数量较少的反向特征，表明部分资质偏弱的主体在发行 ABS 时倾向于通过提高票面利率来增强产品吸引力，但仍因受限于债市投资者普遍不高的风险容忍度，故单只产品的募资规模总体偏小，而资质较强的主体则可以较低的票面利率募得较高的资金体量，并进而成为 ABS 市场的供给主力。

存量城投 ABS 剩余期限分布及评级结构：1) 从剩余期限来看，当前城投 ABS 市场呈现显著的中长期化特征，分布上总体集中于中长期，主要源于其底层资产属性与融资需求的天然匹配性，如基础设施建设、公用事业营运等资产，通常具有投资规模大、回报周期长的固有特性，因此中长期 ABS 产品在期限设计上更契合底层资产的现金流特征和偿债能力要求。2) 从外部评级来看，当前城投 ABS 产品以 AAA 和 AA+ 评级为主，少量 AA 评级，发行主体整体信用资质优良，违约风险可控，提示一方面发行机构和监管部门均对于城投 ABS 发行主体的偿债能力和现金流状态较为关注，另一方面市场对低评级主体的 ABS 产品的信用风险容忍度较低，位于经济实力薄弱区域或底层资产质量一般的主体通过 ABS 融资的可行性有所削弱，ABS 市场的区域马太效应或有加剧。

存量城投 ABS 基础资产类型分布：收费收益权类 ABS 和债权类 ABS 两类占据市场主导地位。1) 收费收益权类 ABS 主要依托公用事业收费权（如水务、供热、公交等）以及基础设施运营收益（如停车场、文旅项目等），其优势在于现金流相对稳定，且与区域经济基本面关联度较低，回收周期可控（3-5 年为主），故市场认可度较高；该类 ABS 的基础资产以基础设施收费权为主，同时棚改/保障房债权系重要补充。2) 债权类 ABS 底层资产以城投平台对地方政府的应收账款为主，部分涉及供应链金融债权，故该类产品的信用风险与地方政府财政实力深度绑定，需重点关注区域化债进度、债务化解资金落地情况及回款保障机制；该类 ABS 的基础资产以商业地产抵押贷款为核心，辅以企业应收账款和融资租赁债权。3) 不动产类 ABS 由于底层资产流动性较弱、估值难度较大、处置周期较长，市场接受度相对不及另两类产品。

存量城投 ABS 发行主体所属区域及所属行业分布：1) 从发行主体地域分布结构来看，位于东部沿海地区的城投平台在 ABS 市场的参与度相对较高，且其产品类型丰富，市场流动性强，违约风险较低，并拥有符合城市更新、智慧城市等题材的具有较强前瞻性的 ABS 产品，对于投资者具有较高的吸引力，故占据全国 ABS 市场的核心地位。反观中西部地区，如湖南、江西、安徽、陕西、新疆等，因受限于地方政府财力水平和当地城投平台偿债压力，其城投 ABS 市场规模相对较小，区域内 ABS 交易活跃度不高，ABS 的发行和交易多依赖外部增信措施或政策支持。2) 从发行主体所属行业来看，存量城投 ABS 的发行主体呈现较高的行业集中度，其中从事建筑装饰行业的城投平台发行的 ABS 存量余额遥遥领先并占据主导地位，其次为从事公用

事业行业的城投平台发行的 ABS，位列第三的为从事房地产行业的城投平台发行的 ABS。城投 ABS 投资价值分析：1) 成交表现：近年来 ABS 的成交量与换手率的变化方向与节奏基本一致，提示市场热度在 2024 上半年触底后持续回升，2025 年截至 5 月中旬的成交表现已超 2024 上半年水平，意味着 ABS 市场的交易活跃度正处于修复过程，市场需求有所复苏，投资者信心有所增强，市场流动性有所改善。2) 信用利差：a) 存量城投 ABS 信用利差随久期的拉长而呈现先升后降趋势，其中 2Y 品种利差水平较其余期限分别高约 10-20BP，约 81BP，表明当前城投 ABS 的利差压缩空间存在一定的“久期倒挂”现象，2Y 以内短端品种的城投 ABS 的价差收益较中长端相对充裕，隐含套利机会。b) 若将当前各期限的城投 ABS 利差与过去两年期间的利差低点进行对比，则可以发现 1Y 品种的利差水平已达历史低点，进一步收窄的阻力加大，而 2Y 及以上品种当前尚存约 10BP 左右的相对下行空间，即 1Y 以内品种的配置性价比较 2Y 及以上品种有所不及。c) 若进一步将城投 ABS 的信用利差水平与城投标债进行对比，则可以发现不同期限的城投 ABS 的利差水平平均高于同期限城投债，且 1Y 品种利差约为 60BP，2Y 品种利差约为 50BP，3Y 品种利差约为 36BP，而 5Y 品种利差仅 16BP，佐证短端城投 ABS 的收益空间较为显著，其中 2Y 或为曲线凸点，建议追求平衡收益与流动性风险的投资者关注 2Y 城投 ABS 标的。3) 不同剩余期限的城投 ABS 的估值分布：ABS 标的的久期与估值水平之间的关联度或较信用标债相对稍低，无论是短久期抑或长久期，不同估值区间在同期限均有分布，因此尽管随着久期的拉长，2.2%以上的高收益标的规模有所增加，但以牺牲流动性换得的风险溢价补偿或仍显不足，故 5Y 以内城投 ABS 标的的收益风险性价比相对更高，2.2%以上收益率的标的存量规模占比超五成，建议追求绝对收益同时亦有兼顾流动性需求的投资者可适度关注中短端城投 ABS 品种。4) 不同基础资产的城投 ABS 的估值分布：虽然城投 ABS 的估值水平与久期关联度不高，但与底层基础资产的类别关联度则相对显著，即影响城投 ABS 标的估值空间的重要因素系底层资产的质地和发行主体的资质，因此对于投资风格偏稳健、风险偏好中性的投资者而言，基础设施收费类和棚改/保障房类 ABS 或更值得加以关注；对于投资风格稍激进、风险偏好稍高的投资者而言，CMBS/CMBN 和应收账款类 ABS 或更值得加以关注；此外，风险偏好较高、负债端稳定的投资者亦可关注新发融资租赁债权类 ABS 产品，博弈其绝对收益空间。5) 由于城投 ABS 整体存量规模不大，在资产支持证券市场中的占比有限，因此建议警惕该品种因体量限制带来的隐含流动性风险，负债端稳定性较弱的投资者或需相对谨慎。风险提示：数据统计偏差；政策超预期调整；市场超预期波动；信息披露不足。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250604：负 Carry 困境：海外机构如何破局——低利率时代系列（五）

观点 负 carry 冲击进行时：负 carry 的成因通常源于资产负债久期错配与利率波动：当负债端成本因短期利率抬升或刚性兑付压力上升，而资产端因长期债券收益率被锁定或下行时，机构面临收益倒挂风险。海外资管机构的历史经验显示，负 carry 风险集中爆发于特定利率周期，典型触发场景通常在长期低利率环境后，经历利率快速上行周期。例如，2022 年美联储加息后，美国银行业因前期拉长债券久期，导致资产端收益率被锁定于历史低位，而负债端存款利率随市场利率快速攀升，形成由于负债端成本上行而造成的“利率上行+负 carry”

压力。日本方面，自 1990 年代经济泡沫破灭后进入低增长、低通胀周期，政策利率持续下行。2016 年日本央行实施负利率政策后，10 年期日本国债收益率与存款利率出现倒挂，形成由于资产端收益下行而造成的“利率下行+负 carry”环境。以国内视角来看，当前我国面临与发达经济体历史情形相似的挑战。银行与保险机构面临“优质资产荒”，被迫增配低收益债券；而在负债端，保险机构（尤其是寿险）负债端刚性较强，多为长期限、固定成本的保单，银行存款利率调整受制于行业自律机制与客户接受度，导致负债端成本调整滞后于市场利率变动。

海外资管机构如何破局？

资产端：增加正收益 以日本保险机构为例，在长期低利率环境下，保险机构通过拉长资产久期、增配超长期限债券以对冲负 Carry 压力的策略，为全球固收投资提供了范式。这一策略的核心在于利用期限溢价弥补短期收益率倒挂带来的损失。从理论视角，在短期利率受政策压制时，拉长久期成为获取超额收益的重要途径。相比之下，美国商业银行则展现出另一种灵活应对模式。由于商业银行负债端以短期存款为主，难以直接复制保险机构的长期限策略。在 2019-2020 年美债收益率持续走低期间，美国银行业通过预判利率下行趋势进行波段交易。这一调整的背后是机构对利率下行周期的精准预判：在经济增长乏力、通胀持续低迷的宏观环境下，美联储政策利率长期锚定低位，长端利率中枢下移趋势明确。自 2010 年后的十年间，美国银行业债券类资产重定价期限上升至 6 年以上，这种策略的关键在于对利率周期的精准把控——当美联储释放宽松信号时，迅速增配 10 年期以上国债；而在加息预期升温前，则通过利率互换等工具对冲久期风险。重定价期限的右移表明银行在主动减少短期资产配置，转而持有更多久期更长的固收资产，以控制利率风险敞口，并获取期限溢价。

负债端：成本管控 欧洲保险机构近年来推行负债久期匹配策略，通过发行长期限保单或存款产品，降低负债端利率敏感度。2014 年后，欧洲央行（ECB）实施负利率政策（-0.5%存款利率），导致保险机构存量高收益资产到期后难以覆盖负债成本，利差损压力激增。2016-2020 年，欧元区 10 年期政府债券收益率从 0.7%降至-0.6%，同期欧洲保险行业技术准备金久期中位数从 12.8 年升至 13.3 年，显示利率下行倒逼负债端拉长久期以锁定当前较低的资金成本，避免未来利率反弹导致的再融资风险。（技术准备金是保险公司为履行未来保单赔付责任而计提的负债，其金额和期限分布直接反映负债端的现金流结构）。2021-2023 年，10 年期政府债券收益率回升至 3.0%，技术准备金久期降至 11.4 年，反映利率上升缓解久期匹配压力。

在资产负债管理中，海外资管机构还通过衍生工具进行久期匹配与利率风险对冲。2020 年疫情后英国央行实施量化宽松并大幅降息，导致国债收益率持续下行。然而，2021 年下半年英国通胀飙升迫使央行开启激进加息周期。这一过程中，短端利率大幅攀升，而长端国债收益率因市场对经济衰退的担忧上行乏力，收益率曲线倒挂加剧。2021 年以来，英国最大的三家银行巴克莱银行（Barclays）、劳埃德银行集团（Lloyds Banking Group）和国民西敏寺银行（NatWest）通过结构性对冲有效改善了收益和风险管理，即通过向保险机构提供定制化的利率互换合约，帮助其将浮动利率负债转化为固定利率，从而锁定长期融资成本，或采用动态对冲策略，根据市场利率变化和监管资本要求调整对冲比例。在 2008 年至 2009 年间，英国的利率从 5%降至 0.5%。巴克莱银行表示，这本可能使其相关活期账户的收入减少 90%，但由于结构性对冲的存在，其收入仅减少了不到 5%。此外，美国保险行业大多数衍生品类型的总名义敞口在 2015 年均出现同比下降。只有利率互换交易较上年增长 1.3%。尽管

美联储实际加息发生于当年 12 月，但全年市场对货币政策转向的预期持续发酵，美国经济数据显示失业率降至 5.3%、全年核心 PCE 通胀率为 1.4%，强化了加息可能性。这种预期导致短期利率敏感性资产（如浮动利率负债）成本波动加剧，促使保险公司通过利率互换对冲利率上行风险。我国可用何种策略应对负 carry？负 carry 环境的终结高度依赖于利率政策周期，日本的负 carry 环境便是在 CPI 逐步转正，随后 2024 年 3 月日本央行宣布结束负利率政策后出现扭转的。而美国的负 carry 环境持续时间较短，在开启加息周期和流动性危机的一次性冲击后，逐步消解。因此，综合海外机构经验，未来策略优化可以参考以下方向：（1）动态久期调整策略，在利率下行期拉长资产久期以锁定收益，优先配置 30 年期国债、优质城投债等，同时通过利率互换对冲短期波动。在利率反转信号期缩短久期，增配高流动性短债与同业存单，降低组合利率敏感性。（2）负债端创新与成本管控：一方面可以优化负债产品结构，借鉴海外机构经验，降低保本型负债占比，发展非保本、收益浮动型产品（如结构性存款、净值型理财），缓解刚性兑付压力。此外适当引入长期限负债工具，例如发行保险资管专项产品（如养老储蓄计划、年金产品），锁定低成本长期资金，匹配固收资产久期发行“阶梯利率”等产品，降低负债端刚性成本和短期流动性冲击风险。（3）多元化资产配置框架：扩容另类资产，例如适当提升绿色债券配置比例，利用其抗周期特性平滑收益。或借道“债券通”南向通道增配东南亚主权债，分散单一市场风险。（4）对债券资产进行分类进行重新界定：商业银行通常将债券划分为“以摊余成本计量的金融资产”，在利率下行期，若将其重新界定为“交易性金融资产”，则可以实现更高的投资收益，充分展现利率下行而带来的资本利得。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

推荐个股及其他点评

越疆（02432.HK）：与药师帮签署战略合作协议，越疆机器人率先落地医药应用场景

投资要点 事件：越疆科技与药师帮签署战略合作协议 2025 年 6 月 3 日，越疆与药师帮签署战略合作协议，双方将在医药具身智能机器人、AI 大模型及药品物联网技术基础上，共同探索智慧解决方案在医药研发、仓储、配送、零售、用药服务等全链场景的应用，推动医药产业与机器人技术的深度融合。从任务分工角度看，药师帮主要负责研究论证应用场景和需求匹配度，提供机器人作业环境对接，并全面负责后续的机器人产品推广、销售等事宜；越疆科技负责技术研发、机器人软硬件实现、产品生产技术培训与售后维护等事宜。在战略合作第一阶段，双方将率先聚焦于药店、药仓应用场景。目前，双方已确定首个落地部署项目，已完成可行性论证、技术路线研判、技术方案交换、合适部署环境选定等工作，并已开始搭建测试平台。越疆机器人抓取能力已实现良好泛化，具备落地医药场景能力 2025 年 3 月 18 日，越疆发布其机器人制作早餐的视频。在视频中，越疆机器人展现出高泛化的抓取能力，能够识别并抓取各种形状、材质和重量的食材和餐具，如鸡蛋、吐司、牛奶盒、锅铲等。并且可以完成从取料、

烹饪到摆盘的全过程，长流程任务执行能力强。本次越疆与药师帮合作助力机器人落地药店、药仓，核心难点是药房中药品规格多样、设备位置不固定，机器人需要在短程狭小空间内实现灵活作业，越疆机器人良好的运动控制能力和优秀的抓握能力能够充分胜任工作，在药房完成药物的分拣、搬运。人形机器人落地场景不断涌现，助推其量产及商业化进程。在汽车制造领域，优必选的 WalkerS 系列人形机器人已进入蔚来、比亚迪、奥迪一汽等多家车厂，参与质检、贴标等任务，并与无人物流车协同作业，实现了零件入库流程的无人化。在电力巡检领域，云深处的“绝影”系列四足机器人已在新加坡国家电网的电力隧道中投入使用，执行自主巡检任务，提高了巡检效率和安全性。此外，智元机器人推出的灵犀 X2 人形机器人，具备多模态交互能力，已应用于展厅讲解、文娱表演等场景，展示了人形机器人在服务行业的潜力。当前，人形机器人落地场景不断涌现，正实现从研究价值到使用价值的跨越，人形机器人执行任务能力的不断加强能够推动其量产和商业化进程。

盈利预测与投资评级 越疆与药师帮签署合作协议，率先实现机器人落地医药应用场景落地。我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 4.96/6.73/8.97 亿元，当前市值对应 PS 为 46/34/25 倍，维持公司“增持”评级。

风险提示： 人形机器人量产进度不及预期，技术进步不及预期，宏观经济风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

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>