

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-13

宏观策略

2025 年 05 月 13 日

宏观点评 20250512：关税超预期下调，股债市场怎么走？

根据联合声明发表的最新关税政策，中美之间最高 145% 的关税在 5 月 14 日之前降至 30%（由 10% 的对等关税和 20% 的芬太尼关税组成），7 月 9 日视情况恢复至 54% 或再协商，91% 的报复性关税完全取消，出口的不确定性影响进一步降低。中美发布联合声明是一个较为重要的举措，关税商谈的进展顺利程度和发布效率远超市场预期。美国在此次对我方做出了较大让步后，后续的贸易框架协定有望在年内谈成。最终达成的完整版协议可能仍然将通过以打促谈的模式，也有可能再迎来具体行业的关税反复，需要观察未来针对部分产品名录的惩罚性关税和 232 调查最终的结果。本次谈判超预期的主要原因在于美国国内日渐增长的政治压力和经济压力。考虑到明年 11 月的中期选举投票，今年对其他主要贸易国家的框架协议将作为特朗普的“政绩”，7 月的缓和期到期后将进入框架协议的谈判高峰，时间较为紧迫。另外，关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，3 月美国商品和服务贸易逆差环比增长 14%，消费品进口创历史新高，美国消费品库存压力大，“抢进口”效应愈发明显，美国对于关税下降的诉求相对中国来说更为紧迫。风险提示：美国关税政策反复；欧洲及其他国家对中国施压；政策落地执行效率不及预期

宏观深度报告 20250512：新动能驱动“科特估”为资本市场“排头兵”

全球化定价权提升：随着年初以来中国科技企业在人工智能等领域取得系列重大突破，越来越多外资金融机构将目光聚焦中国市场。外资机构不只是发表看好的观点，有更多的外资机构已经增加中国股票持仓，并给予超配。与此同时，外资机构对 A 股科技公司的调研热情不断升温。今年以来，中国涌现出一批现象级的科技企业，来自人工智能、机器人、智能驾驶等不同领域的科技新动能正在发展壮大。A 股优质上市公司代表了中国经济发展的优势产业部分，在全球经济不确定性提升的背景下，低估值、高质量的 A 股上市公司成为了全球最关注的投资品。目前，境外投资者对中国企业的全球化战略和技术突破表现出高度关注，中国企业通过全球化布局、资本开支提升和科技水平的飞跃能够有效对冲全球贸易形势不确定性带来的负面影响，用稳健的业绩为经济发展提供持续的动力，进一步提升了中国科技企业的全球竞争力。同时，中国庞大的人口带来科技下游的消费应用市场提升空间广阔，线上购物、数字支付、平台经济等与广阔线下消费场景结合的市场是中国的发展强项，在人工智能技术的进一步突破下，科技消费有望成为中国企业的“第二增长曲线”。“科特估”的“含科量”范围划定：随着科技企业估值逐步提升，科技股的估值逻辑需要逐步从“渗透率驱动”转向“市占率与国产化率支撑”，后期通过业绩兑现消化高估值，头部企业也将因技术壁垒和订单增长获得持续溢价。因此，我们需要进一步筛选“含科量”更高的、公司发展持续性更强、盈利潜在增速更高、风险收益比合适的企业。因此，我们建议，从科技发展的主要产业入手，结合新质生产力范围进行“缩圈”，以人工智能为依托，从科技基础设施、数据要素、国际领先标准和 AI+ 应用生态方向入手，进一步收缩至“产业链安全”+“竞争力”+“业绩验证的可能

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

性”三维度的筛选，在当前科技企业中加入“政府订单转化率”、“重要会议出席率”、“国产化率”、“人工智能相关度”、“业务模式成型”、“市场占有率连续提升”等多维度指标进行筛选，进一步识别“科特估”概念下的长期发展能消化估值的硬科技企业。 风险提示：（1）科技产业发展效率提升不及预期；（2）美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间；（3）科技产业对下游行业的辐射影响有限。

宏观深度报告 20250512：地方国企债券融资都去哪了？——项目投资由基建地产转向科创

2025 年前 4 个月，地方国企“新增债券”用于股权或基金投资的规模同比增长 31.41%，用于基建或地产项目投资的规模同比减少 47.85%。此外，地方国企“新增债券”用于“科创领域投资”的规模及占比均明显提高。

海外周报 20250511：美国 4 月 CPI 前瞻：开始验收关税冲击幅度

核心观点：受中美贸易谈判初见进展、美英贸易协定初步达成提振影响，本周后半段，10 年美债利率回升至 4.378%，美元指数随之走强，美股跌幅收窄，黄金回调。本周公布美国经济数据显示“抢进口”效应下未来通胀预期再度抬升，5 月 FOMC 会议上 Powell 也强调关税带来的滞胀风险令美联储对降息将更加谨慎。向前看，我们预期关税冲击对 4 月 CPI 的预期影响尚不明显，而放眼整个 Q2，我们预期关税带来的价格抬升将一定程度被美国贸易商等部门分摊，减弱美国核心商品 CPI 的上行压力，同时居住、工资与能源通胀的回落将对其形成对冲，进而弱化 25Q2 美国 CPI 的上行压力。 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。

宏观量化经济指数周报 20250511：特别国债发行前置或推升 4 月社融增速

预计一揽子增量金融政策和 5 月份发行渐入高峰的政府债将继续推动二季度实体经济融资向好

固收金工

固收周报 20250512：继续围绕转债核心稀缺资产进行抢筹配置

国内方面受降息降准催化及中美贸易谈判在即等积极因素影响，权益整体拉动下，转债周 k 普遍收红，风格上股性占优，大盘权重一方面银行继续表现，同时光伏下探空间受限，周五部分标的与正股涨跌出现背离，底部特征凸显。策略方面，建议紧抓住转债权重核心资产的稀缺性这一年初以来一直强调的概念继续做有效抢筹配置。

固收周报 20250511：4 月外贸数据和降准降息落地，债券抢跑仍需消化 由于新闻发布会上，潘行长提及了“10 年期国债收益率徘徊在 1.65% 左右”，市场将其作为一个“锚”，债券收益率并未因为降息下行，反而仍然保持震荡。长期来看，利率下行是进行时，只是降息预期抢跑过多，仍需要时间消化。若出现利多出尽后的收益率进一步上行，建议投资者当前合理布局，以应对外需环境的不确定性和随之出现的再一次货币宽松政策。

固收点评 20250511：二级资本债周度数据跟踪（20250505-20250509）

本周（20250505-20250509）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 60.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 1886 亿元，

较上周增加 837 亿元。

固收点评 20250510: 绿色债券周度数据跟踪 (20250505-20250509)

本周 (20250505-20250509) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 6 只, 合计发行规模约 78.41 亿元, 较上周减少 6.34 亿元。绿色债券周成交额合计 454 亿元, 较上周增加 40 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

晶泰控股 (02228.HK): AI for Science 稀缺标的, 颠覆研发范式打开巨大市场空间

科学家背景团队, 研发实力雄厚。晶泰控股的核心管理团队具备各自专长的技术背景和丰富的行业经验, 研发团队由公司的三位麻省理工学院培训的科学家和联合创始人领导, 由 500 多名科学家和技术人员组成。他们在算法设计、物理、生物学、化学、制药研发以及自动化和机器人技术方面拥有多学科的专业知识。 营收突破商业化门槛, 净亏损显著收窄。2024 年公司营收为 2.66 亿人民币, 同比增长 53%。2024 年度公司营收达到了港交所商业化公司 2.5 亿港元的收入门槛。因此, 公司根据上市规则向联交所申请取消“未商业化公司”的称号, 已获得批准。同时, 2024 年公司经调整净亏损为 4.57 亿人民币, 较上年同期的经调整净亏损下降 0.65 亿人民币。 干湿实验闭环, 数据壁垒构造护城河。根据公司 2025 年 3 月公布的信息, 公司虚拟数据已包括: 1) 650 万+高精度量化数据; 2) 10 万+分子力场参数; 3) FEP 数据约 50 万分子对, 靶标 150+; 4) 蛋白轨迹为 3×10^9 帧。实验数据已包括: 1) 覆盖 80% 药化常用反应类型; 2) 机器人每月积累 20+ 万条反应过程数据; 3) 自建 20+ 种 AI 反应性/实验条件预测模型; 4) 自建 UV 谱图预测模型和基于 LCMS 谱图的产率预测模型。 合作新药管线进展顺利, 新材料等领域客户持续拓展。公司已为全球 300 多家生物技术与制药公司及研究机构提供服务, 其中, 公司服务已涵盖全球前 20 大生物技术与制药公司中的 16 家。多条公司合作管线进展顺利, 其中 SIGX1094 是晶泰控股与希格生科合作研发的基于“类器官+AI”药物研发平台开发的核心产品, 主要用于治疗弥漫性胃癌及其他晚期实体瘤, SIGX1094 是全球首个进入临床阶段的 FAK/SRC 双靶点抑制剂, 目前进入一期临床阶段, 获得 FDA 孤儿药、快速通道认定。同时, 公司合作对象已涵盖新能源、新材料、农业及化工领域, 进一步打开市场空间。其中, 2024 年 8 月, 晶泰控股与协鑫集团的合作为期 5 年、总合作金额约 10 亿元, 将持续贡献公司营收。 政策红利驱动短期增长, 客户留存与孵化公司驱动中长期增长。近年来国家及各地政府对 AI、机器人的产业应用持续关注, 公司产品涉及 AI+、机器人+的医药、材料等领域应用, 可充分受到政策红利带来的机遇, 短期内有望迎来快速增长。后期随着客户持续留存以及孵化公司管线顺利推进, 公司中长期增长天花板有望进一步打开。

博瑞医药 (688166): 定向增发点评与公司近况更新: 募资 5 亿, 实控人全额认购, 管线进展顺利, 催化丰富【勘误版】

投资要点 事件: 5 月 8 日, 公司发布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案 (修订稿)》, 根据权益分派情况修订了发行价格、发行数量, 并更新了发行程序。其中募资总额不变, 仍为 5 亿元, 由实控人袁建栋先

生全额认购。此外，3月21日，药物临床试验登记与信息公示平台显示，博瑞医药启动了BGM0504对比替尔泊肽的减重II期临床试验。公司2024年报显示新增BGM0504口服剂型管线与BGM1812(Amylin)管线。头对头潜在药王替尔泊肽，彰显公司对BGM0504信心。根据诺和诺德2025一季报，司美2025Q1销售78.64亿美元，超过了K药72.05亿美元，正式成为药王。而礼来的替尔泊肽2025Q1销售61.5亿美元，考虑到替尔泊肽上市时间相比司美晚1年，且临床效果远优于司美，替尔泊肽才是真正的潜在药王。目前公司启动BGM0504注射液和替尔泊肽注射液的减重II期临床试验，彰显公司对BGM0504的信心。BGM0504减重适应症II期临床数据显示，给药第24周时，BGM0504注射液5mg组、10mg组和15mg组体重较基线平均降幅百分比(扣除安慰剂)分别为10.8%、16.2%和18.5%；而替尔泊肽5mg组、10mg组、15mg组24周数据分别为8.98%、11.52%、11.96%，BGM0504已初步显示优效。BGM0504开发口服剂型，具备稀缺性。目前公司正在开发口服BGM0504片剂，处在临床前阶段。口服双靶点多全球目前仅Lexaria在尝试开发DehydraTECH-tirzepatide，能够减少47%的不良反应。口服剂型安全性更佳，依从性更好，有望实现更高的渗透率。

盈利预测与投资评级：我们基本维持原有预测，预计公司2025-2026年归母净利润为2.6/3.0亿元，新增2027年预测为4.3亿元；对应当前市值P/E估值分别为83/72/50X，维持“增持”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；资金链断裂风险。

宏观策略

宏观点评 20250512：关税超预期下调，股债市场怎么走？

事件 5月10日至11日，中美双方在瑞士日内瓦举行经贸高层会谈。会谈氛围是坦诚的、深入的、具有建设性的，取得了实质性进展，达成了重要共识。双方一致同意建立中美经贸磋商机制，就各自关切的经贸问题开展进一步的磋商。5月12日发布会谈达成的联合声明宣布，美国对中国24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税；采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起双方的非关税反制措施。观点 根据联合声明发表的最新关税政策，中美之间最高145%的关税在5月14日之前降至30%（由10%的对等关税和20%的芬太尼关税组成），7月9日视情况恢复至54%或再协商，91%的报复性关税完全取消，出口的不确定性影响进一步降低。中美发布联合声明是一个较为重要的举措，关税商谈的进展顺利程度和发布效率远超市场预期。美国在此次对我方做出了较大让步后，后续的贸易框架协定有望在年内谈成。最终达成的完整版协议可能仍然将通过以打促谈的模式，也有可能再迎来具体行业的关税反复，需要观察未来针对部分产品名录的惩罚性关税和232调查最终的结果。本次谈判超预期的主要原因在于美国国内日渐增长的政治压力和经济压力。考虑到明年11月的中期选举投票，今年对其他主要贸易国家的框架协议将作为特朗普的“政绩”，7月的缓和期到期后将进入框架协议的谈判高峰，时间较为紧迫。另外，关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，3月美国商品和服务贸易逆差环比增长14%，消费品进口创历史新高，美国消费品库存压力大，“抢进口”效应愈发明显，美国对于关税下降的诉求相对中国来说更为紧迫。关税调降后，权益市场如何演绎？4月底以来，政治局会议召开定调全年经济政策措施，A股上市公司2024年年报和2025年一季报业绩基本披露完毕，5月初“一行一局一会”召开金融政策发布会后，主要指数在关税冲击下产生的缺口基本已经回补完毕。5月7日发布谈判消息至今日发布联合声明后，市场情绪将在短期内快速演绎拉升，风险偏好上行利好前期跌幅较多的出口链继续回补，情绪层面上科技板块会受到风险偏好的提升加速演绎。由于市场对关税缓和已有预期，超预期下降幅度的消化时间可能在1-2天内结束，后续的市场关注重点不再集中于海外变化，更倾向于国内的经济基本面状况。当前，随着关税政策的缓和，后续的出口数据有望延续高增，在其他托底政策的支持下，二季度有可能经济数据仍然能维持不错的增长，因此，市场对国内政策的预期可能有所下降，导致估值已有修复的市场再次进入到重新选择方向的轮动环境中，五月市场在利好落地后，可能仍然呈现震荡趋势。从当前的市场流动性来看，在主要的利空、利好都基本尘埃落定后，战略资金托底的预期可能也将进一步走弱，市场自发维持的流动性仍然能保持在1.2万亿左右的成交额，流动性相对较为充裕。公募基金行业的新规有望引导机构资金向大盘主流的沪深300和中证800基准的风格靠拢，而非机构资金交易的关注点可能仍然集中在自主可控和AI+等有发展空间的TMT行业中，5月市场风格可能将呈现大盘向指数基准靠拢、中小盘往TMT产业趋势靠拢的双边交易风格。中美贸易谈判取得实质性进展能否打破利率僵局？4月初关税政策风险结束一季度后半期中债利率的上行调整，分别从经济增长预期、货币宽松预期和风险偏好情绪三个方面推动利率快速下行，关键期限10年期利率应声下行至1.70%

以下并直至5月7日“降准降息”落地，也未能重新回到4月初的水平。5月中旬中美贸易谈判取得“实质性进展”，在风险偏好上形成“利多人民币股票、利多新兴市场汇率、压制债券”的组合，或短期推动利率上行，然而5月初货币政策落地“降准降息”后，债券市场面临的环境与4月份已然不同，风险偏好推升利率或迎来短期高点：（1）“降准降息”推动资金面走向宽松，在新“利率走廊”形式下，DR001的波动区间下移至“上限为1.90%、下限为1.20%”的范围内，隔夜回购利率一度下行至1.50%以下，同时央行在第一季度货币政策执行报告中对“择机”重启国债买卖的讨论，也令市场对短端走低、曲线走陡的预期显著升温，在“降准降息”后，资金面仍然是中长端利率走势的重要锚定，并且“降准”资金的投放和后续可能出现新一轮存款利率下调，均继续从“降负债成本”方面限制利率上行空间。（2）资金利率“年线”或继续构成10年期利率上行的“强阻力”，以7天期质押回购利率的250日均线为10年期利率做定位，一季度利率上行调整未能收复“年线”构成的阻力，5月8日“降息”10bps之后，7天期回购利率下行从边际上牵引“年线”保持下探的态势，从空间上压制10年期利率的调整空间。从“预期”角度看，中美贸易谈判的积极成果超出债券市场的预期，短期风险偏好情绪改善或推动利率上行，但是“降准降息”的政策效应尚未完全显现，或出现“宽资金引领短端利率下行、风险偏好短暂抬升长端利率”，收益率曲线或继续走向“陡峭”。风险提示：美国关税政策反复；欧洲及其他国家对中国施压；政策落地执行效率不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证券分析师：王洋）

宏观深度报告 20250512：新动能驱动“科特估”为资本市场“排头兵”
新旧动能转换下，内需扩张迫在眉睫：关税战是一场遭遇战、持久战，全球需求承压：“遭遇战”之下，各国的应对方式和手段在贸易战后期的很长一段时间内都将影响各自经济增长的实际走向。中美的“大国之争”在美国内在经济问题和全球经济增长问题暂未得到明显缓解之前仍将持续，“关税战”可能将是一场“持久战”，作为以打促谈的手段，关税的议题可能将贯穿较长的时间周期。关税战不仅是短期的贸易摩擦，更对全球经济结构造成深远影响，进一步抑制全球投资与消费需求。科技产业经济占比提升，经济新动能打开内需新市场：截至2024年底，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重10%左右。2022年，中国的KTI制造业产出比2012年翻了一倍多，全球份额从2012年的22%增至2022年的34%。数字经济技术应用和数字产品制造是引领当前经济发展的主要方向，也是激发内需潜力、驱动产业创新、塑造发展新优势的主要抓手，而科技相关服务业目前占比相对低，与海外主流国家也存在一定差距，未来仍有广阔的提升空间。通过科技新动能为内需提供多样化的供给，既是应对全球产业链重构的战略选择，也是实现高质量发展的必由之路，科技消费正当时。“国产化”面临的内需空间广阔，“出口转内销”正在进行时：随着中国强力反制措施的落地，额外关税将会导致美国商品终端价格竞争力锐减，国内产品的国产化空间有望进一步打开。我国高科技产品和农产品的国产化空间有望进一步打开。近期，为助力外贸企业开拓国内市场，相关的部门、协会、企业已经纷纷开始行动。从假期期间市场火热程度来看，“出口转内销”的渠道已逐步打通，从“救急”转向常态化运营，外贸企业转内销逐见成效。科技赋能之下内需扩张的新路径 科技新动能的基础设施构建：科技基础设施构建不仅是技术问题，更是国家竞争力重塑的战略工程。经济层面来看，算力与

数据开放共享是数字经济增长的土壤与血脉，基础设施不完备将导致产业升级动力不足。安全层面来看，自主算力与可控数据流通体系是应对地缘政治风险的防护盾。抢占算力与数据规则制高点，构建“算力充沛、数据畅通、自主可控”的科技基础设施新体系，是我国从数字大国迈向数字强国的必经之路，将为高质量发展注入持久动能。

科技赋能产品全球竞争力提升：中国通过持续的研发投入、政策支持、产业链整合及全球化布局，在多个高科技领域实现了专利、销量与标准的全面领先。随着技术迭代加速和国际标准话语权提升，中国科技产品的全球竞争力将进一步提升。

AI应用的拓展与内需生态的整合：当前，AI+下游应用空间广阔，中国产品市场有待挖掘。科技及耐用消费品市场持续回升，以手机和穿戴设备为代表的个人消费电子场景成为市场增长的核心驱动力。智能家居、新能源汽车等产品的普及，使消费者从功能需求向体验需求转化。老年人口催生庞大的智能辅具、远程医疗等银发科技消费市场，年轻人群体则推动了电竞、虚拟现实（VR）等新兴市场快速增长。未来，技术创新突破与应用场景拓展有望形成科技消费的双轮驱动，人工智能、5G、量子计算等新领域的技术积累和创新突破为消费场景拓展奠定了基础，科技消费场景正在从传统的通讯、家电领域向智能家居、智能穿戴、健康医疗等多元化方向拓展，为科技消费市场带来新的增长点。

资本市场机制与价值发现 全球化定价权提升：随着年初以来中国科技企业在人工智能等领域取得系列重大突破，越来越多外资金融机构将目光聚焦中国市场。外资机构不只是发表看好的观点，有更多的外资机构已经增加中国股票持仓，并给予超配。与此同时，外资机构对A股科技公司的调研热情不断升温。今年以来，中国涌现出一批现象级的科技企业，来自人工智能、机器人、智能驾驶等不同领域的科技新动能正在发展壮大。A股优质上市公司代表了中国经济发展的优势产业部分，在全球经济不确定性提升的背景下，低估值、高质量的A股上市公司成为了全球最关注的投资品。目前，境外投资者对中国企业的全球化战略和技术突破表现出高度关注，中国企业通过全球化布局、资本开支提升和科技水平的飞跃能够有效对冲全球贸易形势不确定性带来的负面影响，用稳健的业绩为经济发展提供持续的动力，进一步提升了中国科技企业的全球竞争力。同时，中国庞大的人口带来科技下游的消费应用市场提升空间广阔，线上购物、数字支付、平台经济等与广阔线下消费场景结合的市场是中国的发展强项，在人工智能技术的进一步突破下，科技消费有望成为中国企业的“第二增长曲线”。

“科特估”的“含科量”范围划定：随着科技企业估值逐步提升，科技股的估值逻辑需要逐步从“渗透率驱动”转向“市占率与国产化率支撑”，后期通过业绩兑现消化高估值，头部企业也将因技术壁垒和订单增长获得持续溢价。因此，我们需要进一步筛选“含科量”更高的、公司发展持续性更强、盈利潜在增速更高、风险收益比合适的企业。因此，我们建议，从科技发展的主要产业入手，结合新质生产力范围进行“缩圈”，以人工智能为依托，从科技基础设施、数据要素、国际领先标准和AI+应用生态方向入手，进一步收缩至“产业链安全”+“竞争力”+“业绩验证的可能性”三维度的筛选，在当前科技企业中加入“政府订单转化率”、“重要会议出席率”、“国产化率”、“人工智能相关度”、“业务模式成型”、“市场占有率连续提升”等多维度指标进行筛选，进一步识别“科特估”概念下的长期发展能消化估值的硬科技企业。

风险提示：（1）科技产业发展效率提升不及预期；（2）美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间；（3）科技产业对下游行业的辐射影响有限。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 潘京)

宏观深度报告 20250512: 地方国企债券融资都去哪了? ——项目投资由基建地产转向科创

2024 年我国地方国资委监管企业完成固定资产投资 7 万亿元, 同比增长 4.2%, 增速高于全国平均水平 1 个百分点。面对日趋复杂的国内外经济环境, 2025 年多省国资委发文强调属地国企要继续发挥经济增长的压舱石作用。因此, 我们通过拆解 6044 只 2025 年 1-4 月及上年同期地方国企公募发行信用债的募集资金用途, 归纳总结地方国企投资的重点投向变化。

一、地方国企发行公募信用债有何特征? 2025 年 1-4 月, 地方国企累计发行公募信用债 21203.51 亿元, 同比下降 17.47%。分募集资金用途看, ①用于偿还存量债务的债券规模达 18661.92 亿元, 发行规模占比为 88.01%, 同比提高 0.47 个百分点; ②用于补充营运资金的债券规模达 619.10 亿元, 发行规模占比为 2.92%, 同比下降 1.86 个百分点; ③用于支持项目建设的债券规模达 508.95 亿元, 发行规模占比为 2.40%, 同比小幅提高 0.17 个百分点。事实上, 地方国企公募信用债对项目支持力度有所抬升。2024 年 1-4 月, 地方国企累计发行公募信用债支持项目建设 571.77 亿元, 占同期地方国企公募信用债发行总规模的 2.23%。2025 年 1-4 月, 地方国企累计发行公募信用债支持项目建设 508.95 亿元, 虽然发行规模同比有所下降, 但占同期地方国企公募信用债发行总规模的比例反而有所提高——同比提高 0.17 个百分点至 2.40%, 因此从这一角度衡量, 地方国企公募信用债对项目支持力度实际上有所抬升。

二、地方国企公募信用债支持了哪些领域的项目建设? 地方国企“新增债券”用于股权或基金投资的规模同比增长 31.41%, 用于基建或地产项目投资的规模同比减少 47.85%。若仅统计披露了底层项目明细的地方国企公募信用债(以下简称“新增债券”), 则 2024 年 1-4 月、2025 年 1-4 月地方国企分别发行新增债券 571.77 亿元、508.35 亿元。其中, 2024 年 1-4 月, 地方国企新增债券约 252.26 亿元资金被投向基建或地产项目, 约 227.12 亿元资金被用于股权投资或基金投资, 二者占同期新增债券发行规模的比例分别为 44.12%、39.72%。但 2025 年 1-4 月, 在地方国企新增债券中, “股权投资或基金投资”取代“基建或地产项目”成为发行规模最多的细分领域, 前者对应约 298.46 亿元的发行规模, 同比增长 31.41%; 后者仅对应约 131.56 亿元的发行规模。同比下降 25.88%。地方国企“新增债券”用于“科创领域投资”的规模及占比均明显提高。如果将①“股权投资或基金投资”中投向科创方向的新增债券、②用于支持新能源项目建设的新增债券合并为“科创领域投资”进行统计, 那么在 2025 年 1-4 月, 用于“科创领域投资”的地方国企新增债券发行规模高达 250.74 亿元, 占同期新增债券发行规模的近五成, 同比增速高达 16%。值得关注的是, 科创领域投资取代基建或地产项目成为地方国企新增债券的最大投向或将导致固定资产投资数据与建材、工程机械等高频数据指标趋势并不一致。此外, 用于“股权投资或基金投资”的地方国企新增债券发行规模提高还可能导致“利息资本化”更加隐蔽。

风险提示: (1) 地方国企公募信用债的募集资金用途可能整理有误; (2) 部分债券未披露募集资金用途可能导致本文统计结果失真; (3) 未统计不进行公开信息披露的地方国企私募债信息可能导致本文结论不够准确。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 刘子博)

海外周报 20250511: 美国 4 月 CPI 前瞻: 开始验收关税冲击幅度

核心观点: 受中美贸易谈判初见进展、美英贸易协定初步达成提振影响, 本周后半段, 10 年美债利率回升至 4.378%, 美元指数随之走强,

美股跌幅收窄，黄金回调。本周公布美国经济数据显示“抢进口”效应下未来通胀预期再度抬升，5月FOMC会议上Powell也强调关税带来的滞胀风险令美联储对降息将更加谨慎。向前看，我们预期关税冲击对4月CPI的预期影响尚不明显，而放眼整个Q2，我们预期关税带来的价格抬升将一定程度被美国贸易商等部门分摊，减弱美国核心商品CPI的上行压力，同时居住、工资与能源通胀的回落将对其形成对冲，进而弱化25Q2美国CPI的上行压力。

大类资产：中美贸易谈判与美英贸易协定提振市场情绪，美股跌幅收窄，美债利率上行。本周初（5月5日至9日），受特朗普对外国制作电影加征关税和美国贸易逆差大超预期的影响，美股下跌，美债利率走低；但随后受中美开启关税谈判和美英达成贸易协定利好消息对市场情绪提振的影响，美股跌幅收窄，美债利率大涨。整体来看，全周10年期美债利率升7.01bps至4.378%，2年期美债利率升6.70bps至3.891%，美元指数升0.31%至100.34；标普500、纳斯达克指数分别收跌0.47%、0.27%；现货黄金价格回升至3325美元/盎司，全周收涨2.61%。

海外经济：关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，Powell强调通胀风险将令美联储对降息更加谨慎。景气指标方面，4月美国ISM服务业PMI录得51.6，为2023年1月以来新高，预期50.2，前值50.8；贸易赤字方面，3月美国商品和服务贸易逆差环比+14%至1405亿美元，预期1372亿美元；其中消费品进口创历史新高，石油和天然气出口额创历史新高，旅游出口下降11.2%，整体来看“抢进口”效应愈发明显。通胀预期方面，4月纽约联储未来1年通胀预期录得3.63%，前值3.58%；未来3年通胀预期由3%上升至3.17%，未来5年通胀预期由2.86%下降至2.74%。货币政策方面，本周的5月FOMC会议上美联储如期维持利率水平不变。发布会中Powell表达了对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，同时Powell也表示关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性，这意味着美联储择机降息难度将更大，对待货币政策也将采取更加谨慎的态度（详见报告《关税迷雾深，联储降息更难择机——2025年5月FOMC会议点评》）；而本周四英国央行再度降息25bps，将基准利率从4.5%下调至4.25%，英国央行行长贝利表示在通胀压力缓解的情况下降息是允许的，同时循序渐进、且小心谨慎的货币政策仍然是合适的。增长方面，截至5月8日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q2美国GDP最新预测值为+2.3%；截至5月9日，纽约联储Nowcast模型对25Q2美国GDP预测值为+2.42%。

海外政治：美英贸易磋商取得阶段性成果，中美高层接触释放缓和信号。英国和美国于本周四（5月8日）宣布一项降低部分商品关税的协议。虽然特朗普此前宣布的对世界各国进口产品征收10%的关税仍然有效，并且仍然适用于进入美国的大多数英国商品，但该协议降低或取消了英国部分出口产品的关税，包括汽车、钢铁和铝。特朗普在社交媒体平台将此协议定性为“公平、开放、互惠”的贸易安排，并借机宣示其贸易谈判策略的成效。白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特亦同步透露，另有二十余项贸易协议正处于谈判收尾阶段。需注意的是，美英贸易谈判的特殊性限制了其外推价值：其一，美国对英贸易长期保持顺差，特朗普政府核心关切的贸易失衡问题在此次谈判中并非核心议题；其二，协议内容仅针对特定商品条款展开，而非如英印自贸协定般构建全面经贸框架。因此，美英谈判进展或难以直接映射美国与其他经济体的谈判逻辑。在中美关系方面，双方高层于5月11日在瑞士日内瓦举行近8小时的实质性磋商，系4月2日美国宣布对华加征对等性关税措施后首次公开高层接触，为两国关系边际改善释放积极信号。磋商前后，特朗普也通过非

正式渠道释放关税政策调整意向，包括提及“拟将对华关税税率下调至 80%”及“谈判取得重大进展”等表述。但截至目前，中美业务官员和官方媒体均未就磋商结果做出直接回应，且经贸问题作为国际经济秩序重构和大国关系调整的核心议题，其复杂性和博弈深度决定了单次会谈的成果尚不足以支撑政策转向的结论。单从此次会晤得出美国将大幅调整对华关税的结论略显操之过急，后续仍需持续观察双方的互动轨迹与表态变化。

4 月 CPI 前瞻：逐步体现关税冲击，落地通胀风险。北京时间 5 月 13 日 20:30，BLS 将公布美国 4 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 4 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%/+0.3%，同比+2.4%/2.8%；②美联储 Inflation Nowcasting 预测 4 月 CPI/核心 CPI 环比+0.22%/+0.23%，同比+2.34%/2.76%；③交易员预期 4 月 CPI 同比+2.34%，环比+0.14%。整体来看，当前多方预期显示关税冲击对于 4 月 CPI 的影响尚不明显。向前看，从不同的环比增长中枢外推的路径来看，4 月大概率是美国 CPI 同比增速的底部，如果关税带来的冲击显著，则美国通胀环比增长中枢落回到+0.4%，同比或向+5%回升。但在基数效应利好用尽的前提下，未来关税对美国通胀的影响或仍将有限。横向看，关税冲击可能被其他部门对冲。在出口链利润率 = 美国商品 CPI - 美国商品 PPI - 汇率 - 外国商品 PPI 的前提下，关税最终是被美国居民、美国贸易商、外国贸易商、外国制造商四个部门共同吸收。另外，Q1 的抢进口、库存周期前置也意味着关税给 Q2 美国通胀的压力将部分被库存缓冲。纵向看，美国核心商品（占比 20%）的上涨料会被居住（占比 35%）、工资（占比 25%）与能源通胀（占比 3%）的回落对冲，最终我们看到的可能是更分化的美国通胀结构。

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）

宏观量化经济指数周报 20250511: 特别国债发行前置或推升 4 月社融增速

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 11 日，本周 ECI 供给指数为 50.25%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较上周环比持平；ECI 出口指数为 50.19%，较上周回落 0.04 个百分点。

月度 ECI 指数：从 5 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.94%，较 4 月回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较 4 月回升 0.04 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 50.21%，较 4 月回落 0.05 个百分点。从 ECI 指数来看，5 月初经济整体呈现生产端放缓，需求端小幅回暖的态势，除五一假期对工业生产造成的扰动以外，对于后续出口不确定性的担忧也使得企业开工有所放缓，而地产销售和汽车零售的回暖预计将对 5 月份内需形成一定支撑。地产方面，截至 5 月 10 日，30 大中城市商品房销售面积同比增速录得 2.0%，较 4 月份的-12.1%明显回暖，而 5 月 7 日央行宣布调降政策利率和公积金贷款利率，有望暂缓地产销售转弱的趋势。出口方面，美国方面继续传递针对关税缓和的信号，特朗普 8 日在白宫表示对华征收的 145%高额关税不可持续，而对这两天正在进行的中美经贸高层会谈特朗普也在社交媒体上表态相对乐观，短期中美经贸谈判或存在一定缓和余地，而叠加近期明显加速

的“抢转口”，二季度出口增速或不会出现明显下行，但基于特朗普政府对于制造业回流美国的诉求，仍需警惕中长期出口下行的压力和风险。 ELI 指数：截至 2025 年 5 月 11 日，本周 ELI 指数为-1.00%，较上周回升 0.06 个百分点。预计特别国债发行前置或推升 4 月社融增速。2024 年 4 月由于有效贷款需求不足和政策性融资收缩，以及治理资金沉淀空转的影响，实体经济新增贷款和新增社融出现了罕见的双负增长，并且去年 4 月新增金融口径人民币贷款也以票据冲量为主。2025 年 4 月在经过一季度的“开门红”后，实体经济融资或较去年更加稳健，预计 2025 年 4 月新增人民币贷款 7000 亿-7500 亿元，与去年同期基本持平，并且由于超长期特别国债发行节奏前置，推动社融增量和增速回升，具体来看：（1）4 月份虽然是传统的贷款投放“小月”，但是新增贷款面临的扰动因素较多，从国股银票转贴现利率看，4 月份不同期限票据利率环比下行，且利率在月末出现翘尾，3 个月期票据利率均值环比回落 47bps 至 1.0445%，6 个月期票据利率均值环比回落 13bps 至 1.1036%，环比回升幅度均超过同期限同业存单利率，显示 4 月新增贷款或仍有票据冲量特征，但全月贷款投放或相对稳健；（2）4 月份政府债券融资继续扩张，根据 Wind 统计数据显示，4 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到 0.79 万亿，而去年同期政府债则是净偿还，同时由于 4 月份市场利率回落，非金融企业债券融资或继续与短期贷款形成跷跷板，预计 4 月社会融资规模新增 1.5-1.6 万亿，考虑到去年同期社融负增长的低基数，预计 2025 年 4 月社融增速或回升至 8.8%。2025 年 5 月初人民银行推出一揽子增量金融政策，既有总量上 0.5 个百分点的“降准”和 10bps 的“降息”，也有新创设的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%，预计一揽子增量金融政策和 5 月份发行渐入高峰的政府债将继续推动二季度实体经济融资向好。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；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）

固收金工

固收周报 20250512：继续围绕转债核心稀缺资产进行抢筹配置

上周（0505—0509）美债收益率长短端继续向上修复，期限利差维持在大约 50bp 左右，我们认为一方面鲍威尔重审了联储对再通胀的担忧，一方面美英之间达成贸易协议，前期我们认为广泛主要经济体将以拖待变，目前我们认为或出现分化，部分国家将以美英协议为基准从而快速同美达成共识，其余部分国家将不认可美英协议，并坚持在 WTO 多边主义框架下同美对话，但无论如何，至少 10%的对等关税将右移供给曲线，美国再通胀的风险正在进一步演化，同时联储的制衡力量目前仍在发挥作用，鲍威尔或更长时间维持高利率。因此综合判断，我们延续前期美债收益率偏 4—4.5%箱体震荡的观点，认为多空力量相对平衡。 国内方面受降息降准催化及中美贸易谈判在即等积极因素影响，权益整体拉动下，转债周 k 普遍收红，风格上股性占优，大盘权重一方面银行继续表现，同时光伏下探空间受限，周五部分标的与正股涨跌出现背离，底部特征凸显。策略方面，建议紧抓住转债权重核心资产的稀缺性这一年初以来一直强调的概念继续做有效抢筹配置。 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：海亮转债、鹰 19 转债、利群转债、美锦转债、好客转

债、金轮转债、希望转债、中金转债、浦发转债、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)

固收周报 20250511： 4 月外贸数据和降准降息落地，债券抢跑仍需消化

观点 降准降息落地，叠加关税战后的首份外贸数据公布，债市将如何反应？2025 年 5 月 9 日，海关总署公布了我国 4 月进出口数据。按美元计价，2025 年 4 月，我国进出口总值 5352 亿美元，同比增长 4.6%。其中，出口 3157 亿美元，同比增长 8.1%；进口 2195 亿美元，同比增长-0.2%；贸易顺差 962 亿美元，去年同期为顺差 720 亿美元。从主要出口经济体来看，占我国 2025 年 4 月出口金额当月值前三位的依然为东盟、美国和欧盟，其对整体出口金额的拉动率分别为 3.98%、-2.2%和 1.22%。自美国宣布对等关税政策后，由于外部环境的不确定性陡增，且东南亚国家目前仍有关税豁免，因此我国出口呈现出明显的“抢出口”和转口贸易特征，东盟对出口的拉动较 3 月上升 1.81 个百分点。同时，在 5 月 7 日召开的新闻发布会上，潘行长宣布了降准降息落地，在我们此前发布的报告《双降之后，债券市场怎么走？》中，已经有详细的分析。在此我们对观点进行重申，由于新闻发布会上，潘行长提及了“10 年期国债收益率徘徊在 1.65%左右”，市场将其作为了一个“锚”，债券收益率并未因为降息下行，反而仍然保持震荡。长期来看，利率下行是进行时，只是降息预期抢跑过多，仍需要时间消化。若出现利多出尽后的收益率进一步上行，建议投资者当前合理布局，以应对外需环境的不确定性和随之出现的再一次货币宽松政策。

美国 2025 年 5 月失业救济金、4 月 PMI、3 月贸易差额、2 月批发商库存金额等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周(0505—0509)美债收益率长短端继续向上修复，期限利差维持在大约 50bp 左右。我们认为一方面鲍威尔重审了联储对再通胀的担忧，一方面美英之间达成贸易协议，前期我们认为广泛主要经济体将以拖待变，目前我们认为或出现分化，部分国家将以美英协议为基准从而快速同美达成共识，其余部分国家将不认可美英协议，并坚持在 WTO 多边主义框架下同美对话，但无论如何，至少 10%的对等关税将右移供给曲线，美国再通胀的风险正在进一步演化，同时联储的制衡力量目前仍在发挥作用，鲍威尔或更长时间维持高利率。因此综合判断，我们延续前期美债收益率偏 4—4.5%箱体震荡的观点，认为多空力量相对平衡。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：美国 5 月 3 日当周申请失业金人数与 4 月 26 日续申请失业金人数均较预期有所下降。从领取失业金数据来看，5 月 3 日当周申请失业金人数 22.8 万人（前值：24.1 万人），4 月 26 日续申请失业金人数 187.9 万人（前值：191.6 万人），4 月底春季假期与复活节期间，美国初请失业金人数曾出现短期激增，但 5 月初的数据下降表明，假期因素的干扰已经消退。尽管当前经济面临关税政策带来的不确定性以及特朗普政府缩减联邦政府规模的连锁影响，但初请失业金人数总体保持平稳，表明企业裁员规模仍处于较低水平。美联储主席鲍威尔也指出，当前劳动力市场依然稳健，失业率并未攀升，就业增长保持稳定。美国 4 月服务业 PMI 较预期小幅上升。美国 4 月 ISM 服务业 PMI 指数为 51.6，高于市场预期的 50.3，前值为 50.8。该指数高于 50 表明服务业活动处于扩张状态，显示出美国服务业在 3 月的低迷后有所回暖。美国 4 月服务业 PMI 的小幅上升为 4 月份的坚实就

业增长增添了一份保证，表明美国经济并未接近衰退。然而，关税政策带来的不确定性以及联邦机构预算削减等因素仍可能对未来的经济增长产生影响。美国贸易逆差持续增加，不及市场预期。2025年3月，美国国际贸易逆差达到1405亿美元，较2月修正后的1232亿美元增长14.0%，创下历史新高。这是由于为规避特朗普政府实施的关税政策，企业纷纷提前进口商品，导致进口量激增。例如，3月美国药品进口量急剧增加209亿美元，汽车零部件、电脑配件等进口也显著增长。在一定程度上也显示出了美国经济复苏带动消费者购买力增强，对电子产品、家居用品等进口商品的需求显著上升。美国2月批发商库存金额环比小幅下降。美国2月批发商销售环比增长2.3%，远超预期的0.4%和前值-1.4%。强劲的销售表现推动了库存的快速去化，使得批发商库存金额环比小幅下降。例如，家具及家具装饰、五金水暖、服装服饰、商业及专业设备等相关行业在2月的销售表现强劲，带动了整体批发商库存的去化。美联储5月议息会议如期维持利率不变，重申不急于降息。这是由于尽管美国经济面临一些挑战，但部分关键经济数据仍表现稳健。例如，4月非农就业人数增加17.7万，超出市场预期的13.8万，失业率维持在4.2%，劳动力参与率有所上升，显示劳动力市场依然稳健，这使得美联储在短期内没有强烈的降息动力。美国与贸易伙伴的谈判仍在进行中，美联储需要更多的数据来评估关税对经济的影响。因此在短期内倾向于维持利率不变。虽然短期内降息概率较低，但市场对后续降息仍有一定预期。首先，从彭博超预期指数来看，美国调查与景气指数等软数据在持续回落，零售与批发、家庭收支等消费相关指标也在转弱。此外，美国家庭部门前期积累的超额储蓄已消耗殆尽，且面临关税不确定性，可能削减可选消费，后续消费放缓的趋势相对确定，或导致美国经济增长明显减速。其次，尽管当前通胀压力较大，但部分因素如油价下跌、居民选择替代品等可以部分对冲关税带来的短期通胀风险。因此，随着经济下行风险的增加，通胀压力有望逐渐缓解，为降息创造条件。最后，美联储需要在经济增长、通胀和就业之间寻求平衡。如果经济数据进一步恶化，特别是失业率上升、消费明显放缓等“硬数据”出现明显恶化，美联储可能会考虑降息。截至5月10日，Fedwatch预期2025年6月降息25bp的概率为17.2%，上周为36.7%；7月份降息的可能性为60%，上周为80.6%；9月份在7月份降息的基础上再次降息的可能性为45.7%，上周为71.5%。风险提示：外部政策冲击风险；国内政策调整风险。

（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 20250511：二级资本债周度数据跟踪（20250505-20250509）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250505-20250509）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1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；发行人地域为吉林省。 截至2025年5月9日，二级资本债存量余额达45225.05亿元，较上周末（20250502）减少340.0亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250505-20250509）二级资本债周成交量合计约1886亿元，较上周增加837亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债02BC（587.79亿元）、25工行二级资本债01BC（90.71亿元）和25民生银行二级资本债01（74.29亿元）。 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1530亿元、99亿元和68亿元。 从到期收益率角度来看，截至5月9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、-0.04BP、-0.02BP；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：-0.04BP、-0.02BP、0.00BP；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、-0.01BP、0.01BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250505-20250509）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 朝阳银行二级（-2.0484%）、24 苏州农商行二级资本债 01（-1.1242%）、23 华兴银行二级资本债 01（-0.8407%），其余折价率均在 -0.50% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 盛京银行二级资本债 01（0.8988%）、25 广东华兴银行二级资本债 01（0.6219%）、25 西安银行二级资本债 01（0.1698%），其余溢价率均在 0.10% 以内。中债隐含评级以 AA-、AA、A+ 评级为主，地域分布以浙江省、陕西省居多。

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 20250510：绿色债券周度数据跟踪（20250505-20250509）

观点 一级市场发行情况：本周（20250505-20250509）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 6 只，合计发行规模约 78.41 亿元，较上周减少 6.34 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央国有企业。其他国有企业；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为浙江省、江苏省、天津市；发行债券种类为中期票据、私募公司债、交易商协会 ABN、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250505-20250509）绿色债券周成交额合计 454 亿元，较上周增加 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 220 亿元、184 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 84.64%，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、交通运输，分别为 208 亿元、93 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 157 亿元、49 亿元和 42 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250505-20250509）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 20 广东债 41（-0.7223%）、22 河钢集 GN001（-0.5598%）、21 金牛环绿债 01（-0.4576%），其余折价率均在 -0.45% 以内。主体行业以金融、建筑为主，中债隐含评级以 AAA、AA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、北京市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 达发 01（0.4861%）、22 兴兰 GV（0.4031%）、22 万科 GN001（0.3258%），其余溢价率均在 0.10% 以内。主体行业以金融、公用事业、电气设备为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、北京市、广西壮族自治区居多。

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）

行业

推荐个股及其他点评

晶泰控股（02228.HK）：AI for Science 稀缺标的，颠覆研发范式打开

巨大市场空间

投资要点 科学家背景团队，研发实力雄厚。晶泰控股的核心管理团队具备各自专长的技术背景和丰富的行业经验，研发团队由公司的三位麻省理工学院培训的科学家和联合创始人领导，由 500 多名科学家和技术人员组成。他们在算法设计、物理、生物学、化学、制药研发以及自动化和机器人技术方面拥有多学科的专业知识。 营收突破商业化门槛，净亏损显著收窄。2024 年公司营收为 2.66 亿人民币，同比增长 53%。2024 年度公司营收达到了港交所商业化公司 2.5 亿港元的收入门槛。因此，公司根据上市规则向联交所申请取消“未商业化公司”的称号，已获得批准。同时，2024 年公司经调整净亏损为 4.57 亿人民币，较上年同期的经调整净亏损下降 0.65 亿人民币。 干湿实验闭环，数据壁垒构造护城河。根据公司 2025 年 3 月公布的信息，公司虚拟数据已包括：1) 650 万+高精度量化数据；2) 10 万+分子力场参数；3) FEP 数据约 50 万分子对，靶标 150+；4) 蛋白轨迹为 3×10^9 帧。实验数据已包括：1) 覆盖 80% 药化常用反应类型；2) 机器人每月积累 20 万+条反应过程数据；3) 自建 20+种 AI 反应性/实验条件预测模型；4) 自建 UV 谱图预测模型和基于 LCMS 谱图的产率预测模型。 合作新药管线进展顺利，新材料等领域客户持续拓展。多条公司合作管线进展顺利，其中 SIGX1094 是晶泰控股与希格生科合作研发的基于“类器官+AI”药物研发平台开发的核心产品，主要用于治疗弥漫性胃癌及其他晚期实体瘤，SIGX1094 是全球首个进入临床阶段的 FAK/SRC 双靶点抑制剂，目前进入一期临床阶段，获得 FDA 孤儿药、快速通道认定。同时，公司合作对象已涵盖新能源、新材料、农业及化工领域，进一步打开市场空间。其中，2024 年 8 月，晶泰控股与协鑫集团的合作为期 5 年、总合作金额约 10 亿元，将持续贡献公司营收。 政策红利驱动短期增长，客户留存与孵化公司驱动中长期增长。近年来国家及各地政府对 AI、机器人的产业应用持续关注，公司产品涉及 AI+、机器人+的医药、材料等领域应用，可充分受到政策红利带来的机遇，短期内有望迎来快速增长。后期随着客户持续留存以及孵化公司管线顺利推进，公司中长期增长天花板有望进一步打开。 盈利预测与投资建议：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 4.26/6.83/10.95 亿元，归母净利润分别为 -4.42/-1.96/0.42 亿元，当前股价对应 P/S 分别为 43.69/27.25/17.00 倍。公司为 AI for Science 稀缺标的，有望在 2027 年实现扭亏为盈，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：公司承接订单不及预期，汇率波动风险，现金减少及融资风险，技术研发风险，新药研发进展不及预期风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：张良卫

证券分析师：赵晓翔 证券分析师：张家琦)

博瑞医药 (688166): 定向增发点评与公司近况更新: 募资 5 亿, 实控人全额认购, 管线进展顺利, 催化丰富【勘误版】

投资要点 事件：5 月 8 日，公司发布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案（修订稿）》，根据权益分派情况修订了发行价格、发行数量，并更新了发行程序。其中募资总额不变，仍为 5 亿元，由实控人袁建栋先生全额认购。此外，3 月 21 日，药物临床试验登记与信息公示平台显示，博瑞医药启动了 BGM0504 对比替尔泊肽的减重 II 期临床试验。公司 2024 年报显示新增 BGM0504 口服剂型管线与 BGM1812 (Amylin) 管线。 头对头潜在药王替尔泊肽，彰显公司对 BGM0504 信心。根据诺和诺德 2025 一季报，司美 2025Q1 销售 78.64 亿美元，超过了 K 药 72.05 亿美元，正式成为药王。而礼来的替尔泊肽 2025Q1 销售 61.5 亿美元，考虑到替尔泊肽上市时间相比司美晚 1 年，且临床

效果远优于司美，替尔泊肽才是真正的潜在药王。目前公司启动 BGM0504 注射液和替尔泊肽注射液的减重 II 期临床试验，彰显公司对 BGM0504 的信心。BGM0504 减重适应症 II 期临床数据显示，给药第 24 周时，BGM0504 注射液 5mg 组、10mg 组和 15mg 组体重较基线平均降幅百分比（扣除安慰剂）分别为 10.8%、16.2%和 18.5%；而替尔泊肽 5mg 组、10mg 组、15mg 组 24 周数据分别为 8.98%、11.52%、11.96%，BGM0504 已初步显示优效。Amylin 潜力巨大，BGM1812 即将进入临床阶段。BGM1812 为一种长效胰淀素（amylin）类似物，目前处于临床前阶段。目前唯一上市的 amylin 药物为阿斯利康的普兰林肽，仅获批糖尿病适应症，减重处在 2 期临床。此外，诺和诺德 cagrilintide 与司美联用处在 3 期临床，REDEFINE 1 的结果数据显示 68 周减重 22.7%。2025 年以来多家大 MNC 布局 amylin，艾伯维与 Gubra 达成 3.5 亿美元首付款，总金额 22.25 亿美金的 BD，罗氏与 Zealand Pharma 达成 16.5 亿美元首付款，总金额 53 亿美元的 BD，彰显 Amylin 的潜力。Amylin 能够联用公司现有的 BGM0504，参考 Cagrisema，有望实现更佳的疗效和公司产品内部的协同。BGM0504 开发口服剂型，具备稀缺性。目前公司正在开发口服 BGM0504 片剂，处在临床前阶段。口服双靶点多全球目前仅 Lexaria 在尝试开发 DehydraTECH-tirzepatide，能够减少 47%的不良反应。口服剂型安全性更佳，依从性更好，有望实现更高的渗透率。盈利预测与投资评级：我们基本维持原有预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润为 2.6/3.0 亿元，新增 2027 年预测为 4.3 亿元；对应当前市值 P/E 估值分别为 83/72/50X，维持“增持”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；资金链断裂风险。

（证券分析师：朱国广）

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>