东吴证券晨会纪要 2026-06-10

宏观策略

2026 年 06 月 10 日

晨会编辑 孙婷
执业证书：S0600524120001
sunt@dwzq.com.cn

海外周报 20260608：强非农后，如何评估“世界杯效应”对美国经济的影响？——海外周报 20260608

核心观点：5 月强劲的非农就业数据发布后，市场对美联储加息预期显著上调并前置。我们预期，今年 6-7 月的世界杯赛事将给美国经济带来总量有限但结构显著的影响。然而，无论非农的强劲来自于美国需求的全面复苏、还是“世界杯效应”的短期脉冲，未来 1-2 个月美国经济偏热的叙事难以显著逆转。因此，虽然我们认为当前市场对于加息的定价过于激进，但这一鹰派预期可能在 6-7 月延续，直至 9 月之后才有望显著缓解。这意味着，短期看，海外因美联储紧货币预期而来的流动性紧张状况可能持续，叠加 SpaceX 上市带来的抽水效应，6 月海外风险资产或将面临流动性考验。本周关注 5 月美国 CPI，最新各方对于核心通胀的预期仍然温和，但仍需警惕世界杯赛事对酒店、住宿价格的影响令核心通胀超预期的可能性。

宏观量化经济指数周报 20260607：受厄尔尼诺现象影响电厂负荷率显著高于去年同期

监测港口货物吞吐量录得年内新高

金融产品周报 20260606：科技短期承压，高位趋势与低位情绪呈现跷跷板效应

市场行情展望：（2026.6.8-2026.6.12） 观点：科技短期承压，高位趋势与低位情绪呈现跷跷板效应。 ETF 数据显示：红利 ETF 和通信 ETF 连续三周份额增加，说明市场有部分资金在坚守科技，也有部分资金开始逐步加大红利的关注力度。而半导体设备 ETF 本周份额流出较多，与前两周形成较为鲜明的对比，说明国产链投资方向的资金流可能受到一定的压制。 本周美国 5 月非农数据大超预期，美联储年内加息概率飙升，导致美股在 6 月 5 日出现大幅度回落。同时韩国综合指数在 6 月 5 日也出现调整，下跌 5.54%。因此短期内全球权益市场，尤其是科技方面，可能出现一定的承压。 但中长期科技景气度并没有出现明显的衰退，所以我们维持此前的判断，后续更加倾向于市场可能呈现多点轮动的场景，科技主线以时间换空间的方式，宽幅震荡消化筹码的压力，等待下一次的发力（如半年报的业绩等）。科技震荡盘整期间，情绪端和趋势端有一定的跷跷板效应，那么相对低位的情绪板块（如机器人板块）可能会有一定的表现，但持续性仍需观察。 另外，市场风格方面，本周哑铃策略，即红利加微盘，开始呈现一些超额收益，后续可以观察风格的持续性。 而之前周报连续提醒过的严重异动监控方面，截至 2026 年 5 月 29 日，年内涨幅最高的利通电子触发严重异动，导致该标的在本周出现了较大幅度的调整。年内最高标的调整引发了市场情绪的波动，传导带动了市场多个高位标的出现大幅度调整。我们认为后续如果利通电子企稳，则市场短期高位情绪也有望企稳。 基金配置建议： 根据我们上述行情研判，我们认为市场处于风格混沌期，后续可能呈现宽幅震荡的走势。 因此从基金配置的角度，可根据风险偏好选择积极进取型和多元均衡型 ETF 组合配置。高位震荡，可考虑进取、均衡型交错配置。 风险提示：1）模

型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的事件。

宏观点评 20260606：5 月非农：为夏季的“世界杯经济”预热——2026 年 5 月美国非农就业数据点评

核心观点：5 月美国非农就业再次大超预期，行业结构、居民端就业和失业结构数据健康；前值显著上修，带动 3 个月均就业增长达到 2024 年 4 月以来新高。其中，世界杯赛事拉动休闲餐旅行业就业增长，是本月就业数据的一大亮点。近期美国经济数据超预期的频次显著上升，5 月市场对美国经济走向过热的概率预期上升。展望看，我们预计世界杯期间，赛事经济和旅游外需对美国服务业的提振，将带动美国经济阶段性过热，这意味着未来 1-2 个月美国就业、通胀和超级核心通胀仍存在超预期向上的可能，叠加 AI 和油价的影响，9 月前美联储的加息预期很难被撼动。不过，今年夏天可能是美联储加息预期的高点。9 月开始，市场计价的今年 12 月加息预期面临回调风险。

固收金工

固收周报 20260607：转债建议重视中低价平衡配置

短期建议从单纯进攻转向“控仓位+重平衡+核心资产短期交易”。交易上需降低追高弹性，更多等待海外科技股波动缓和、国内成交重新放量以及转债估值企稳后的右侧确认。

固收周报 20260607：展望下半年，“股债双牛”还是“股债跷跷板”？（2026 年第 21 期）

2026 年以来市场呈现“股债双牛”特征，上证指数累计涨 1.48%，创业板指大涨 23.56%，10 年期国债收益率下行 13bp。从历史数据看，2025 年全年“股债跷跷板”交易日占比过半（约 54%），但进入 2026 年后这一比重下降至 46-48%，“双牛”概率显著提升。核心原因在于股市结构分化——创业板指带动通信、电子等波动性较大的板块吸纳资金，而低风险偏好居民更倾向配置“含权”产品（如偏债混合型基金），叠加流动性持续宽松，共同支撑股债同涨。展望下半年，在经济复苏不明朗背景下，宽松流动性与居民配置偏好利好“股债双牛”，类似于 2021 年格局。债券方面维持中性偏多，预计 10 年期国债收益率或有 10bp 下行空间，需警惕物价超预期上行风险。 海外方面，美国 5 月制造业 PMI 升至 54（三年新高），非农新增 17.2 万人超预期，失业率 4.3%稳定，劳动力市场保持韧性。美联储官员表态偏鹰，市场开始计价 2026 年 12 月加息可能（概率 50.4%）。受此影响，美债收益率上行，美股回调，美元走强。报告提示大宗商品价格波动、宏观政策变动及经济基本面超预期变化等风险。

固收点评 20260606：二级资本债周度数据跟踪（20260601-20260605）

一级市场发行情况：本周（20260601-202600605）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 700.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20260601-202600605）二级资本债周成交量合计约 2133.08 亿元，较上周减少 49 亿元。

固收点评 20260606：绿色债券周度数据跟踪（20260601-20260605）

一级市场发行情况：本周（20260601-20260605）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 19 只，合计发行规模约 131.6 亿元，较上周减少 22.18 亿元。二级市场成交情况：本周（20260601-20260605）绿色债券周成交额合计 696 亿元，较上周增加 79 亿元。

固收深度报告 20260603：信用扩张信号有变化吗？

考虑到会计准则体系下以权责发生制为主、收付实现制为辅的执行方式，我们将以非流动负债指标所呈现的“短期内大幅信用扩张信号不明显，中期内信用扩张动能积聚、长期可期”的结论作为展望后市债市走势的基础，即企业部门仍倾向于采取稳健的发展战略，在确保资金链通畅、已投入项目实现回报的前提下逐步视宏观政策和国内外供需演变情况进行下一步的融资与研发、扩产安排，因此债券市场所需面临的基本面变化带来的调整压力仍可控，2026 年下半年期间的主线或继续以震荡为主，但需警惕更大力度的经济刺激政策或阶段性趋紧的货币政策带来的扰动。 不同行业间的信用扩张仍以结构性分化为主旋律，除可以继续关注与发展新质生产力相契合的制造、能源资源等领域中具备现金流稳定、政策导向清晰、资本开支回报可预期等特征的企业的信用债配置机会以外，亦可关注消费类行业中科技含量较高或居民部门消费信心回升后可较快受益的领域中需求稳定、债务负担不大的头部企业信用债，其良好的票息收益空间可赋予一定的配置价值。 风险提示：债市超预期波动；数据统计偏差；政策与市场变化的不确定性。

固收点评 20260603：迪威转债：油气设备专用件领先供应商

我们预计迪威转债上市首日价格在 113.67~126.41 元之间，我们预计中签率为 0.0035%。

行业

智能汽车主线周报：小鹏集团公布世界模型技术图谱，看好智能化

当前时点智能汽车板块投资建议：继续坚定看好 2026 年 L4 RoboX 主线！B 端软件标的>C 端硬件标的。H 股优选【小鹏汽车+地平线机器人+小马智行/文远知行+曹操/黑芝麻智能】；A 股优选【千里科技+德赛西威+经纬恒润】 下游应用维度相关标的：Robotaxi 视角：1）一体化模式：特斯拉/小鹏汽车；2）技术提供商+运营分成模式：地平线/百度/小马智行/文远知行/千里科技等；3）网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。Robovan 视角：德赛西威+九识智能/新石器等。其他无人车视角：矿卡（希迪智驾等）/港口（经纬恒润等）/环卫车（盈峰环境等）/巴士（文远知行等） 上游供应链维度相关标的：1）B 端无人车代工（北汽蓝谷/广汽集团/江铃汽车/同力股份）；2）核心上游供应商：检测服务（中国汽研/中汽股份等）/芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/经纬恒润/均胜电子/华阳集团/科博达等）/传感器（禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等 风险提示：贸易战升级进一步超出预期，全球经济复苏力度低于预期，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

燃气Ⅱ行业跟踪周报：欧洲亚洲气价上升，国内周环比略升；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1）城燃顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（26 年股息率 5.7%）2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】（26 年股息率 5.1%）【昆仑能源】（26 年股息率 4.8%）【中国燃气】（26 年股息率 6.8%）【蓝天燃气】（26 年股息率 6.6%）【佛燃能源】（26 年股息率 4.5%）；建议关注：【深圳燃气】

【港华智慧能源】。2）关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26 年股息率 3.3%）【新奥股份】（26 年股息率 4.4%）【佛燃能源】（26 股息率 4.5%）；建议关注：【深圳燃气】。3）地缘冲突，能源自主可控。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期 2026/6/5）。 风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

推荐个股及其他点评

云南锗业（002428）：稀有金属锗产业链龙头，磷化铟领跑 AI 光模块国产替代

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 20.38/39.69/55.82 亿元，同比增长 91%、95%、41%，归母净利润分别为 3.34/11.17/16.82 亿元，同比增长 1560%、234%、51%，对应 EPS 分别为 0.51/1.71/2.57 元。云南锗业是全球第三个掌握大尺寸磷化铟制备技术的企业，是 AI 产业链上游衬底材料稀缺核心供应商，有望充分受益于 AI 算力基建加速和商业航天发展，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：原材料/产品价格波动；行业竞争加剧；扩产进展不及预期；下游需求不及预期；产品良率下滑导致销量不及预期。

宏观策略

海外周报 20260608：强非农后，如何评估“世界杯效应”对美国经济的影响？——海外周报 20260608

核心观点：5 月强劲的非农就业数据发布后，市场对美联储加息预期显著上调并前置。我们预期，今年 6-7 月的世界杯赛事将给美国经济带来总量有限但结构显著的影响。然而，无论非农的强劲来自于美国需求的全面复苏、还是“世界杯效应”的短期脉冲，未来 1-2 个月美国经济偏热的叙事难以显著逆转。因此，虽然我们认为当前市场对于加息的定价过于激进，但这一鹰派预期可能在 6-7 月延续，直至 9 月之后才有望显著缓解。这意味着，短期看，海外因美联储紧货币预期而来的流动性紧张状况可能持续，叠加 SpaceX 上市带来的抽水效应，6 月海外风险资产或将面临流动性考验。本周关注 5 月美国 CPI，最新各方对于核心通胀的预期仍然温和，但仍需警惕世界杯赛事对酒店、住宿价格的影响令核心通胀超预期的可能性。 大类资产：上周美伊谈判陷入僵局，叠加美国 PMI、一揽子就业数据偏强，加息预期逐步升温，美股权重科技股一度震荡；而上周五公布的 5 月非农就业大超预期，进一步引爆市场对于美联储加息的担忧，美债收益率飙升，美股和金、银暴跌。全周来看，大类资产中仅原油、美元和人民币显著收涨，全球主要股指和债券均下跌。在加息预期持续升温、缺乏增量央行购金等催化因素下，金、银大跌。 强非农后的美国经济：短期脉冲还是持续过热？我们认为，从结构来看，近期美国就业数据的反弹，既有去年降息以来美国国内需求的改善，也有近期能源行业的增长、世界杯经济效应的短期脉冲，就业趋势能否真正企稳，仍待观察。美国非农就业的结构、就业扩散度仍未有根本性改善，劳务市场“供需双弱”的现状并未改变。 如何评估世界杯效应：现有关于赛事经济的学术研究普遍认为，仅从短期效应来看，大型赛事确实会总体拉动相关行业的脉冲式增长，但这一效应往往可能低于预期且较难以持续。参考过往美国举办的几次奥运会和世界杯赛事，在全国层面上，赛事期间休闲餐旅就业并未出现显著增长，但在地方和州级层面，确实迎来了休闲餐旅就业的跳升。参考更近期的 2024 年巴黎奥运会期间，法国服务业 PMI 在当年 7-8 月显著抬升，法国央行估算，巴黎奥运会使 2024 年三季度 GDP 环比增速额外提高约 0.25 个百分点，但这种影响是暂时性的。综合来看，我们倾向于认为今年 6-7 月的世界杯赛事将给美国经济带来总量有限但结构显著的影响，尤其是在餐饮、住宿、旅游等服务行业。 即使如此，对于策略启示而言，无论当前美国非农就业的强增长来自于经济的周期性复苏、还是来自于世界杯效应的短期脉冲，这都将强化美国经济在夏季本就偏强的季节性特征。叠加 AI 对增长预期的拉动、油价中枢抬升带来的通胀预期上行，美国“经济强→紧货币”的交易逻辑在未来 1-2 个月或难以得到显著的逆转。 5 月 CPI 前瞻：北京时间 6 月 10 日 20:30，BLS 将公布 5 月美国 CPI。综合美联储高频预测、通胀掉期、Kalshi 博彩网站数据来看，市场对 5 月 CPI 环比预测维持在 0.5%左右，对核心 CPI 环比预期在 0.2%-0.3%左右，各方预测保持了较高的一致性，对于核心通胀的预期仍然温和。我们预期，6-8 月公布的 5-7 月 CPI 数据、尤其是超级核心通胀中的酒店、机票价格或将受益于赛事需求而上行，对应这两个月超级核心 CPI 可能较为强劲，使得美联储鹰派立场难言转向。不过，夏季可能是加息预期的高点。从 9 月开始，市场计价的加息预期可能面临回调。 风险提示：中东局势发展超预期；特朗普政

策超预期；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　证券分析师：王茁）

宏观量化经济指数周报 20260607：受厄尔尼诺现象影响电厂负荷率显著高于去年同期

观点　周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2026 年 6 月 7 日，本周 ECI 供给指数为 50.06%，较上周回升 0.01 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 49.93，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.78%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.23%，较上周回升 0.01 个百分点。　月度 ECI 指数：从 6 月第一周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.06%，较 5 月回升 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 5 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较 5 月回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.78%，较 5 月回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.23%，较 5 月回升 0.01 个百分点。　经济高频数据：　生产：6 月初工业生产平稳运行。6 月份主要行业开工率较去年同期基本持平，除 PTA 开工率仍处于相对低位以外，汽车轮胎开工率、高炉开工率等指标均保持平稳运行。而随着夏季用电高峰的来临，沿海电厂负荷率环比明显提升，且受厄尔尼诺现象影响较去年高峰期明显前置，其中 5 月 25 日-28 日南方地区用电负荷四创历史新高，创新高日期较去年大幅提前 45 天。　消费：5 月商品和服务消费景气度仍相对偏弱。商品消费方面，5 月乘用车零售景气度小幅回暖但同比仍偏弱，5 月乘用车零售环比增长 12.0%，但同比仍录得-20.0%的负增长，补贴退坡的影响仍在显现；服务消费方面，5 月地铁客运量和航班执飞率等居民出行数据弱于去年同期，但电影票房较 4 月份和去年同期均有一定改善。　地产：6 月初地产销售维持较高景气度。6 月第一周，新房和二手房销售面积同比均录得较高增长，其中 30 大中城市商品房成交面积和 18 城二手房成交面积同比增速分别录得 22.5%和 42.8%，较 5 月份进一步改善。结构方面，一线城市仍旧是地产销售维持较高景气度的主要支撑。　出口：监测港口货物吞吐量录得年内新高。从高频数据来看，5 月份以来监测港口累计完成货物吞吐量保持平稳回升的态势，且 5 月 25 日-5 月 31 日当周录得 28109 万吨的年内新高，同期韩国 5 月出口增速也录得 53.20%的年内最高值，指向 AI 驱动的外需仍较为强劲，我们预计 5 月出口增速仍有望录得 10%左右的高增速。　物价：美联储加息预期再度压制金价。本周公布的 5 月非农数据再次超市场预期，在数据公布后，10 年美债收益率再度上行并重新回到 4.5%的关口，市场对于年内美联储降息的预期再度提升，受此影响黄金价格再度明显下行，录得自 3 月底以来最大周跌幅。　整体来看，6 月初经济供需两端均保持平稳运行的状态，较 5 月份变化不大，同时结构上仍旧呈现出口和地产销售偏强，消费增长承压的特征。后续仍需关注政策性金融工具以及“六张网”建设对基建实物工作量的影响何时开始显现。　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）

金融产品周报 20260606：科技短期承压，高位趋势与低位情绪呈现跷跷板效应

A 股市场行情概述：（2026.6.1-2026.6.5）　权益类 ETF 基金规模变化统计：基金规模变化排名前三名的权益类 ETF 类型分别为：行业指数

请务必阅读正文之后的免责声明部分

ETF（26.74 亿元），风格指数 ETF（4.47 亿元），跨境行业指数 ETF（-4.89 亿元），基金规模变化排名后三名的权益类 ETF 类型分别为：跨境主题指数 ETF（-243.96 亿元），规模指数 ETF（-199.24 亿元），主题指数 ETF（-168.34 亿元）。 权益类 ETF 跟踪指数基金规模变化：规模变化排名前三名的指数分别为：通信设备（54.08 亿元），中证煤炭（25 亿元），机器人产业（20.89 亿元），规模变化排名后三名的指数分别为：恒生科技（-68.39 亿元），沪深 300（-52.12 亿元），港股通互联网（-38.21 亿元）。 权益类 ETF 跟踪指数基金份额变化：份额变化排名前三名的指数分别为：证券公司（30.81 亿份），中证医疗（29.99 亿份），电力指数（23.04 亿份），份额变化排名后三名的指数分别为：恒生科技（-70.06 亿份），港股通互联网（-48.73 亿份），半导体材料设备（-30.66 亿份）。 市场行情展望：（2026.6.8-2026.6.12）观点：科技短期承压，高位趋势与低位情绪呈现跷跷板效应。 ETF 数据显示：红利 ETF 和通信 ETF 连续三周份额增加，说明市场有部分资金在坚守科技，也有部分资金开始逐步加大红利的关注力度。而半导体设备 ETF 本周份额流出较多，与前两周形成较为鲜明的对比，说明国产链投资方向的资金流可能受到一定的压制。 本周美国 5 月非农数据大超预期，美联储年内加息概率飙升，导致美股在 6 月 5 日出现大幅度回落。同时韩国综合指数在 6 月 5 日也出现调整，下跌 5.54%。因此短期内全球权益市场，尤其是科技方面，可能出现一定的承压。 但中长期科技景气度并没有出现明显的衰退，所以我们维持此前的判断，后续更加倾向于市场可能呈现多点轮动的场景，科技主线以时间换空间的方式，宽幅震荡消化筹码的压力，等待下一次的发力（如半年报的业绩等）。科技震荡盘整期间，情绪端和趋势端有一定的跷跷板效应，那么相对低位的情绪板块（如机器人板块）可能会有一定的表现，但持续性仍需观察。 另外，市场风格方面，本周哑铃策略，即红利加微盘，开始呈现一些超额收益，后续可以观察风格的持续性。 而之前周报连续提醒过的严重异动监控方面，截至 2026 年 5 月 29 日，年内涨幅最高的利通电子触发严重异动，导致该标的在本周出现了较大幅度的调整。年内最高标的调整引发了市场情绪的波动，传导带动了市场多个高位标的出现大幅度调整。我们认为后续如果利通电子企稳，则市场短期高位情绪也有望企稳。 基金配置建议： 根据我们上述行情研判，我们认为市场处于风格混沌期，后续可能呈现宽幅震荡的走势。 因此从基金配置的角度，可根据风险偏好选择积极进取型和多元均衡型 ETF 组合配置。高位震荡，可考虑进取、均衡型交错配置。 风险提示：1）模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的事件。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍）

宏观点评 20260606：5 月非农：为夏季的“世界杯经济”预热——2026 年 5 月美国非农就业数据点评

核心观点：5 月美国非农就业再次大超预期，行业结构、居民端就业和失业结构数据健康；前值显著上修，带动 3 个月均就业增长达到 2024 年 4 月以来新高。其中，世界杯赛事拉动休闲餐旅行业就业增长，是本月就业数据的一大亮点。近期美国经济数据超预期的频次显著上升，5 月市场对美国经济走向过热的概率预期上升。展望看，我们预计世界杯期间，赛事经济和旅游外需对美国服务业的提振，将带动美国经济阶段性过热，这意味着未来 1-2 个月美国就业、通胀和超级核心通胀仍存在超预期向上的可能，叠加 AI 和油价的影响，9 月前美联储的加息预期很难被撼动。不过，今年夏天可能是美联储加息预期的高点。9 月开始，市场计价的今年 12 月加息预期面临回调风险。 5

月非农：大超预期，紧货币预期升温。美国 5 月新增非农就业+17.2 万，预期+8.8 万，前值由+11.5 万上修至+17.9 万，前两个月累计上修 9.3 万（此前为下修 1.6 万），使得 3 个月均值升至 18.8 万，为 2024 年 4 月以来最高水平。失业率录得 4.3%，持平预期与前值；时薪环比+0.3%，同比+3.4%，均持平预期。大超预期的就业数据公布后，市场对美联储加息预期骤升，目前已充分定价 2026 年 12 月美联储将有 1 次加息，而此前预期下一次加息时点为 2027 年 3 月。大类资产交易紧货币，美债收益率和美元上行，周五当晚，10 年美债利率从 4.46%飙升至近 4.55%，美元指数站上 100，黄金大跌超 100 美元/盎司，美股期货大跌。 就业结构：世界杯赛事拉动休闲餐旅就业增长，行业结构延续改善。企业端，5 月新增就业数据大超预期的同时，行业结构也持续优化，延续了 4 月数据的特点。5 月新增的 17.2 万非农就业岗位中，休闲餐旅行业贡献 7 万，政府部门贡献 5.2 万，教育医保行业贡献 4 万，三者为新增就业的主要贡献来源。其中，休闲餐旅新增就业为 2023 年 3 月以来新高，餐饮和住宿分项均显著增长，或是对今年 6-7 月美加墨世界杯的“预热”。本月休闲餐旅就业的改善，也使得教育医保行业不再是美国新增就业的绝对主力，剔除医保后的私营部门就业在 5 月显著抬头，就业结构较为健康。与此同时，与 AI 相关性较强的 IT（占总就业的 1.8%）与金融活动（5.7%）行业仍处于裁员趋势。 供需结构：失业率结构改善，供需缺口再度回正。居民调查问卷展示的美国 5 月就业同样改善。居民端，5 月美国新增自然人口 9.9 万，其中 8.3 万流向劳动力，1.7 万流向非劳动力；从另一视角看，5 月美国新增在职者 14.9 万，其中 8.3 万来自劳动力的增加，6.6 万来自失业者的减少。因此，5 月就业率边际改善至 59.18%，失业率从 4.34%回落至 4.30%，劳动参与率持平 61.83%。而失业者结构中，主动离职者增加 7.2 万，是最大的增加项，临时失业者减少 13.9 万，交叉印证了世界杯“预热”带来休闲餐旅行业就业人口增加。供需平衡下，超预期提升的职位空缺和走低的失业率，使得 5 月美国劳务市场供需缺口从-48.6 万提升至 31.1 万，再度回正。因此，虽然趋势上美国劳务市场仍然处于供需双弱的状态，但短期看，6-7 月世界杯赛事对美国服务业的提振有望拉动今年夏季美国就业需求走向过热。经济展望：“世界杯经济”有望拉动 6-7 月美国增长预期强化。近期美国经济数据超预期的频次显著上升，本月以来的公布的 5 月 PMI、4 月 JOLTS、5 月 ADP、4 月耐用品订单数据均好于预期。其中，5 月制造业与服务业 PMI 的改善，一方面有供给扰动的影响，另一方面也确实存在真实需求。Kalshi 定价美国经济走向过热的概率在 5 月升至 40%（“过热”对应 2026 年底失业率<5%，CPI 同比>3.5%）。展望看，即将到来的 6-7 月美加墨世界杯有望显著拉动美国服务业需求，短期带动美国经济走向过热预期。具体来看，本届世界杯总共持续 39 天，首次扩军至 48 支球队，将成为历史上规模最大、赛程最长的一届。这意味着，6、7 月美国的旅游业将或将迎来“世界杯热”，酒店、机票价格和相关行业就业或将受益于赛事需求而上行，对应这两个月的非农和 CPI 数据可能较为强劲，如超级核心通胀中的酒店机票分项、非农就业中的餐旅服务行业。白宫预计，这场在美国 11 个城市举办的世界杯，将带来美国 172 亿美元的 GDP 和 18.5 万个岗位。 策略启示：9 月前，美联储加息预期难消退。我们预计，世界杯期间，赛事经济和旅游外需对美国服务业的提振，将带动美国经济阶段性过热，这意味着未来 1-2 个月美国就业、通胀和超级核心通胀仍存在超预期向上的可能，叠加 AI 和油价的影响，9 月前美联储的加息预期很难被撼动。不过，从 9 月开始，市场计价的加息预期可能面临回调，今年夏

请务必阅读正文之后的免责声明部分

天可能是美联储加息预期的高点。一方面，世界杯结束后，美国的增长预期相较夏季很难进一步强化，另一方面，地产和中低消费等传统需求仍然疲软，这使得中期选举前，特朗普可能对美联储施加政治压力。此外，紧货币预期本身也可能给经济带来更大的下行压力。多重因素作用下，届时市场定价的今年 12 月加息预期面临回吐风险。 风险提示：特朗普政策变化超预期；美国增长和通胀过热令美联储超预期转鹰；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
证券分析师：王茁）

固收金工

固收周报 20260607：转债建议重视中低价平衡配置

转债建议关注中低价平衡性标的，同时关注核心资产进一步扩散趋势。在平衡性防御策略的基础上，聚焦海外再加息预期与 AI 行业交易拥挤度去化，以及能源安全、资源安全与自主可控叙事发展方向。本周（6.1-6.5）海外方面，市场从前期“AI 基建扩张+地缘降温”的风险偏好修复，快速切换至“强就业、强美元、再加息预期、拥挤交易去化”的压力测试。美股周度回落，标普 500、纳指分别下跌 2.59%、4.68%，10 年期、2 年期美债收益率分别上行 9.49BP、14.30BP，美元周涨超 1%；黄金、白银分别下跌 4.62%、9.88%，WTI 原油虽周五回落但仍维持在 90 美元/桶上方。核心触发在于美国 5 月非农就业超预期，市场重新计入更鹰派的美联储路径，同时高估值 AI 与半导体交易拥挤度较高，非农冲击下出现集中回撤。 我们倾向于认为，海外资产当前并未围绕单一地缘变量定价，而是在能源供给不确定性、通胀预期再抬升、AI 资本开支可持续性以及流动性宽松预期降温之间重新寻找均衡。中东方向后续仍需拆分两组概念：一是“冲突延续”不等同于“实际供应中断”，二是“谈判缓和”也不意味着“供给约束完全解除”。因此，油价周内冲高回落，更像是市场对极端供给风险和全面冲突概率的阶段性修正，而非能源安全逻辑的终结。与此同时，AI 领域围绕大模型、算力基础设施和股权融资的事件仍较密集，表明产业资本开支中期仍有支撑，但在美债利率上行和流动性预期收紧背景下，高估值科技资产的贴现率压力和交易拥挤度风险也在同步上升。国内方面，权益市场与海外节奏阶段性同构，呈现“上半周修复、下半周避险”的特征。按周度收盘口径，上证指数、深证成指、创业板指分别回落至 4027.74 点、15314.70 点、3957.93 点，较上周五收盘分别下跌约 1.00%、1.67%、1.98%；结构上，算力硬件、半导体、机器人等方向周内反复活跃，但受海外科技股和半导体波动影响，高弹性成长方向在周五承压更为明显。 转债方面，市场表现为周初修复、后半周连续回落。中证转债指数 6 月 1 日上涨 0.58%至 506.34 点，6 月 2 日继续上涨 0.40%至 508.35 点，此后 6 月 3 日至 6 月 5 日连续下跌，周五收于 502 点，成交金额 840.04 亿元。从指数和成交看，转债并未出现流动性失速，但正股波动放大后，高弹性品种的估值压缩压力有所释放。 策略层面，短期建议从单纯进攻转向“控仓位+重平衡+核心资产短期交易”。海外再加息预期和 AI 拥挤交易去化，会压制高估值、高波动、高价转债的风险偏好；但国内资金面仍相对稳定，10 年期国债收益率在 1.71%附近窄幅波动，央行通过逆回购维持流动性稳定的取向未变，转债市场不宜简单切换为全面防御。 配置上，建议优先关注三类方向：一是中低价、正股基本面有业绩支撑、转债估值不过度透支的平衡型品种；二是受益于能源安全、资源安全和自

主可控叙事的方向，包括风光储核、电力设备、战略资源、关键材料与循环再生；三是主权算力、AI 基础设施和国产半导体链条中的核心资产，但交易上需降低追高弹性，更多等待海外科技股波动缓和、国内成交重新放量以及转债估值企稳后的右侧确认。 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：神马转债、紫银转债、天能转债、温氏转债、本钢转债、洋丰转债、晶澳转债、宏川转债、青农转债、南航转债。 风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20260607：展望下半年，“股债双牛”还是“股债跷跷板”？（2026 年第 21 期）

观点 展望下半年，“股债双牛”还是“股债跷跷板”？本周（2026.6.1-2026.6.5），10 年期国债活跃券 260005 收益率从上周五的 1.714%上行 0.6bp 至本周五的 1.72%。周度复盘：周一（6.1），早盘受周末公布的 5 月 PMI 数据环比回落的影响，债市情绪较好。同时月初资金面重回宽松，推动利率下行。午后股市上涨，加之债市出现止盈盘，利率小幅上行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 1bp。周二（6.2），盘初债市维持偏强情绪，但在央行宣布公开市场操作微量投放后，市场担忧资金面或出现收紧，带动利率上行。尾盘央行公布 5 月公开市场买入国债 500 亿元，较 4 月增加 100 亿元，利率略有下行，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.1bp。周三（6.3），央行公开市场操作零投放，加之午间将迎来超长债的续作，债市情绪明显转弱，利率上行。午后发行结果符合预期，情绪企稳，但尾盘股市翻红，再次令债市情绪受到打压，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 1.35bp。周四（6.4），早盘债市延续偏弱震荡，午间出现 6 月买断式逆回购操作量将放量的预期，带动利率下行。尾盘央行公告周五买断式逆回购将净回笼流动性 3000 亿，与预期不符，但现券反应平淡，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率下行 0.7bp。周五（6.5），受买断式逆回购净回笼和资金面体感偏紧影响，债市情绪偏弱，全天 10 年期国债活跃券 260005 收益率上行 0.85bp。周度思考：2026 年以来，资本市场呈现出“股债双牛”的走势。截至 2026 年 6 月 5 日，上证指数累计涨幅 1.48%，创业板指表现更为亮眼，累计涨幅达到 23.56%，10 年期国债收益率下行幅度达到 13bp。展望下半年，“股债双牛”还是“股债跷跷板”将占上风，成为了关注点。2025 年 1 月 1 日至 2026 年 6 月 4 日期间，“股债跷跷板”是占比过半的主导行情。上证指数上涨和 10 年期国债收益率上行的蓝筹股式“跷跷板”交易日占比为 53.7%，创业板指上涨和 10 年期国债收益率上行的成长股式“跷跷板”交易日占比为 54.5%。当我们聚焦于 2026 年时，比重则出现了变化，“股债双牛”的概率更高。蓝筹股式“跷跷板”交易日占比为 46.5%，成长股式“跷跷板”交易日占比为 48.5%。我们认为股市的结构型分化行情和由此带来的居民风险偏好边际回落是令今年“股债跷跷板”效应不明显的原因。从指数层面观察，今年上证指数的走势保持波动，而创业板指则明显上行，表明诸如通信和电子等板块吸收了超量资金，而该板块的波动性较大，不符合去年以来“存款搬家”叙事下低风险偏好居民的配置需求。从普通股票型基金、中长期纯债型基金和偏债混合型基金的规模变动来看，从 2025 年三季度以来呈现出从纯债走向权益，再走向“含权”产品的特征，此类产品对股债均有配置，符合居民“进可攻退可守”的需求，加之流动性始终宽松，从而带来“股债双牛”的格局。展望下半年，在经济复苏尚不明显的情况下，流动

性宽松的局面和居民的配置偏好均有利于“股债双牛”的格局，类似于 2021 年，同样是创业板指的涨幅显著超出上证指数。我们对债券市场维持中性偏多，10 年期国债收益率或有 10bp 的下行空间，唯需要观察物价数据是否会出现超预期上行。 美国 2026 年 5 月制造业 PMI、非制造业 PMI、非农就业人数变动以及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？本周（6.1-6.5）海外方面，市场从前期“AI 基建扩张+地缘降温”的风险偏好修复，快速切换至“强就业、强美元、再加息预期、拥挤交易去化”的压力测试。美股周度回落，标普 500、纳指分别下跌 2.59%、4.68%，10 年期、2 年期美债收益率分别上行 9.49BP、14.30BP，美元周涨超 1%；黄金、白银分别下跌 4.62%、9.88%，WTI 原油虽周五回落但仍维持在 90 美元/桶上方。核心触发在于美国 5 月非农就业超预期，市场重新计入更鹰派的美联储路径，同时高估值 AI 与半导体交易拥挤度较高，非农冲击下出现集中回撤。我们倾向于认为，海外资产当前并未围绕单一地缘变量定价，而是在能源供给不确定性、通胀预期再抬升、AI 资本开支可持续性以及流动性宽松预期降温之间重新寻找均衡。中东方向后续仍需拆分两组概念：一是“冲突延续”不等同于“实际供应中断”，二是“谈判缓和”也不意味着“供给约束完全解除”。因此，油价周内冲高回落，更像是市场对极端供给风险和全面冲突概率的阶段性修正，而非能源安全逻辑的终结。与此同时，AI 领域围绕大模型、算力基础设施和股权融资的事件仍较密集，表明产业资本开支中期仍有支撑，但在美债利率上行和流动性预期收紧背景下，高估值科技资产的贴现率压力和交易拥挤度风险也在同步上升。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 5 月 PMI 数据显示美国经济扩张动能明显增强，而非农就业增速虽较前期放缓但仍保持稳健，反映出美国经济整体维持韧性增长，就业市场边际降温但尚未出现明显走弱迹象。最新数据显示，美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 指数录得 54.5，高于预期的 53.8；5 月 ISM 制造业 PMI 指数大幅上涨至 54，触及三年新高。制造业与服务业景气度同步改善，反映美国内需和企业活动仍具韧性，经济在 2026 年上半年延续扩张态势。美国 5 月非农就业人数及非农私营就业人数分别增长 17.2 万人以及 12 万人，增长幅度较前两月有所放缓，但仍高于维持劳动力市场稳定所需的水平，整体属于健康扩张。整合过往数据来看，就业市场整体仍保持韧性，支撑经济扩张；近期就业增速出现边际放缓，但仍高于维持劳动力市场稳定的水平，短期波动或提示经济扩张动力的结构可能正在调整。 （2）美国 5 月劳动力市场保持稳健：首次申请失业救济金略高于预期但半年整体稳定，连续申请人数持续下降，长期失业压力持续缓解。数据显示，美国 5 月 30 日当周首次申请失业救济金人数上涨至 22.5 万人，超出预期的 21.4 万人，5 月 23 日当周连续申请失业救济金人数小幅下降至 177.7 万人。回看半年数据，首次申请失业救济金人数有小幅波动，但整体稳定，连续申请失业救济金人数自半年前整体呈稳定下降趋势。失业金数据表明劳动力市场整体稳健，长期失业压力继续缓解。美国 5 月份失业率录得 4.3%，与预期值相符，就业市场紧张程度出现缓和迹象。整体来看，美国劳动力市场保持稳健，新增失业人数波动有限，长期失业压力持续缓解，劳动力供需关系较前几年更趋平衡。 （3）美联储多数官员对通胀风险的关注明显上升，整体表态较此前更加鹰派，强调在通胀未明确回落前维持限制性政策的必要性，部分官员甚至开始讨论未来重新加息的可能。克利夫兰联储主席 Beth Hammack 表示，当前美国通胀仍面临上行风险，美联储应优先确保通胀回归 2%目标。在经济和就业市场保持韧性的背景下，

她认为现行政策未必已经足够具有限制性，如果通胀改善停滞甚至重新走强，美联储有必要考虑进一步收紧政策。费城联储主席 Patrick Harker 则强调在经济韧性支撑下仍需维持限制性政策以应对通胀。截至 6 月 6 日，Fedwatch 预期短期内维持利率不变的概率较高但加息概率快速上升。7 月与 9 月维持在 3.50%－3.75%区间的概率分别为 87.7%和 72.0%； 12 月有 50.4%的概率加息，至 2027 年 3 月有 68.1%的概率利率会上升至 3.75%-4.00%区间甚至更高。 风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（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 20260606：二级资本债周度数据跟踪（20260601-20260605）

观点 一级市场发行情况： 本周（20260601-202600605）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 700.00 亿元。发行年限均为 10Y；发行人性质为中央金融企业、地方国有企业；主体评级均为 AAA；发行人地域为北京市、福建省。 二级市场成交情况： 本周(20260601-202600605)二级资本债周成交量合计约 2133.08 亿元，较上周减少 49 亿元，成交量前三个券分别为 26 工行二级资本债 02BC（239.12 亿元）、26 中行二级资本债 01BC（130.52 亿元）和 26 农行二级资本债 01A(BC)（97.73 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、贵州省和甘肃省，分别约为 1688 亿元、149 亿元和 117 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 6 月 5 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：3.50BP、3.87BP、2.87BP；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：1.21BP、0.08BP、-0.92BP；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：1.35BP、1.35BP、0.35BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260601-202600605）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交的比例大于折价成交，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 24 江山农商行二级资本债 01（-0.9998%）、 24 天津农商行二级资本债 01 （-0.5050%）、 23 肥东农商行二级资本债 01 （-0.3634%），其余折价率均在-0.36%以内。中债隐含评级以 AA 、AA- 、AA+评级为主，地域分布以北京市、天津市、吉林省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 26 民生银行二级资本债 01（0.2545%）、26 兴业银行二级资本债 01（0.1841%）、23 建行二级资本债 03B（0.1838%），其余溢价率均在 0.18%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市、广东省居多。 风险提示： Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20260606：绿色债券周度数据跟踪（20260601-20260605）

观点 一级市场发行情况： 本周（20260601-20260605）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 19 只，合计发行规模约 131.6 亿元，较上周减少 22.18 亿元。发行年限为 5 年以下中短期为主；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、民营企业；主体评级以 AAA 和 AA+级为主；发行人地域为北京市、山东省、上海市、海南省、福建省、湖北省、广东省、浙江省和江苏省；发行债券种类为超短期融资券、企业 ABS、私募公司债、一般公司债和中期票据。 二级市场成交情况： 本周（20260601-20260605）绿色债券周成交额合计 696 亿元，较上周增加 79 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 338 亿元、260 亿元和 63 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 78.89%，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 279 亿元、128 亿元和 37 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 193 亿元、121 亿元和 50 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20260601-20260605）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，溢价成交幅度大于折价成交，溢价成交比例大于折价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 26 成绿 G1(科创)（-1.1512%）、GK 节能 02（-0.7948%）、25 濮资 G1（-0.7749%），其余折价率均在-0.74%以内。主体行业以公用事业、交通运输、交运设备为主，中债隐含评级以 AA+、AAA+、AA 评级为主，地域分布以湖北省、北京市、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为零碳 2 优（2.3854%）、26 粤风优（0.3747%）、G26 铁道 2（0.3244%），其余溢价率均在 0.20%以内。主体行业以金融、交通运输、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、贵州省居多。 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 20260603：信用扩张信号有变化吗？

观点 非流动负债：规模基本平稳，增速转弱趋缓： 1） 2025 年全行业整体的信用扩张呈现明显的回暖信号，但 2026 年一季度信用扩张信号相对趋缓，表明中长期视角下，经济基本面修复态势良好，信用扩张的势能正在积聚，但该势能在宏观经济修复过程中仍有反复，短期内基本面快速改善、信用扩张进入加速轨道的可能性不高，2026 年下半年更可能延续温和调整态势。 2）部分行业截至 2026 年一季度末的非流动负债同环比数据显示行业内上市公司在信用扩张方面的力度边际抬升，包括社会服务、电子、食品饮料和美容护理行业，而基础化工、公用事业、环保、机械设备、电力设备行业在信用扩张方面的力度延续，表明这些行业在 2026 年以来相对积极加杠杆以匹配行业供需。反观汽车、家用电器、煤炭、石油石化、计算机、通信等行业的非流动负债同环比增速均为负数，表明这些行业在 2026 年以来多处于去杠杆进程中，或与相关领域需求偏弱或产能过剩相关。融资流入：节奏加快，资金来源支撑力度回升： 1）尽管 2025 年全行业整体未呈现明显的信用扩张，而 2026 年一季度可观的增速水平提示上市公司在加杠杆上的态度更偏积极，但考虑到一季度通常为企业部门融资集中投放期，且现金流的增减受到跨期时滞等会计处理影响，故仍需观察后续季度是否具备持续性，方能判断实体经济是否开启新一轮加杠杆扩张周期。 2）部分行业在 2026 年一季度期间的融资流入同环比数据显示行业内上市公司在信用扩张方面的力度边际抬升，包括有色金属、汽车、食品饮料、交通运输、煤炭、医药生物等行业，而电子、基础化工、电力设备等行业在信用扩张方面的力度延续，表明这些行业在 2026 年一季度当期取得较多的来源于银行借款和发行债券的资金，融资层面较为积极。反观农林牧渔、综合、房地产、社会服务、国防军工、传媒、环保和美容护理等行业的融资流入同环比增速均为负数，表明这些行业在 2026 年一季度期间的筹资活动上相对谨慎，或缓于行业整体。 观点小结： 1）综合非流动负债与融资流入两个指标来看，可以发现二者所提示的信用扩张程度存在一定的背离表现。其中，2026 年一季度非流动负债的同环比增速明显不及同期融资流入的同环比增速，或主要源于该两项指标在会计处

请务必阅读正文之后的免责声明部分

理上的定义存在偏差所致；而 2025 年融资流入的同环比增速稍许不及同期非流动负债的同环比增速，或主要源于现金流入确认时间的差异以及流动负债向非流动负债重分类的差异所致。 2）考虑到会计准则体系下以权责发生制为主、收付实现制为辅的执行方式，我们将以非流动负债指标所呈现的“短期内大幅信用扩张信号不明显，中期内信用扩张动能积聚、长期可期”的结论作为展望后市债市走势的基础，即企业部门仍倾向于采取稳健的发展战略，在确保资金链通畅、已投入项目实现回报的前提下逐步视宏观政策和国内外供需演变情况进行下一步的融资与研发、扩产安排，因此债券市场所需面临的基本面变化带来的调整压力仍可控，2026 年下半年期间的主线或继续以震荡为主，但需警惕更大力度的经济刺激政策或阶段性趋紧的货币政策带来的扰动。 3）不同行业间的信用扩张仍以结构性分化为主旋律，除了信用扩张的主力行业正在从资产负债率高、产能冗余或需求承压的传统行业向具备技术升级、全球竞争力和产业链配套优势的领域迁移以外，例如基础化工、电力设备等行业，部分消费类行业，如电子、食品饮料等行业的企业融资活跃度亦有所抬升，或提示相对更直接受益于当前“十五五”规划所强调的“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”这一核心主线的消费行业可能率先布局中长期融资、开启信用扩张。因此，除可以继续关注与发展新质生产力相契合的制造、能源资源等领域中具备现金流稳定、政策导向清晰、资本开支回报可预期等特征的企业的信用债配置机会以外，亦可关注消费类行业中科技含量较高或居民部门消费信心回升后可较快受益的领域中需求稳定、债务负担不大的头部企业信用债，其良好的票息收益空间可赋予一定的配置价值。 风险提示：债市超预期波动；数据统计偏差；政策与市场变化的不确定性。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20260603：迪威转债：油气设备专用件领先供应商

事件 迪威转债（118068.SH）于 2026 年 6 月 4 日开始网上申购：总发行规模为 9.08 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于深海承压零部件产品精密制造、工业燃气轮机关键零部件产品精密制造项目等项目。 当前债底估值为 93.20 元，YTM 为 2.19%。珂玛转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AA-/AA-，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%(含最后一期利息)，以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 3.41%（2026-06-02）计算,纯债价值为 93.20 元，纯债对应的 YTM 为 2.19%，债底保护较好。 当前转换平价为 92.27 元，平价溢价率为 8.37%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 12 月 10 日至 2032 年 06 月 03 日。初始转股价 32.49 元/股，正股迪威尔 6 月 2 日的收盘价为 29.98 元，对应的转换平价为 92.27 元，平价溢价率为 8.37%。 转债条款中规中矩，总股本稀释率为 10.68%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 32.49 元计算，转债发行 9.08 亿元对总股本稀释率为 10.68%，对流通盘的稀释率为 10.68%，对股本有一定的摊薄压力。 观点 我们预计迪威转债上市首日价格在 113.67~126.41 元之间，我们预计中签率为 0.0035%。综合可比标的以及实证结果，考虑到迪威转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右，对应的上市价格在 118.15~131.16 元之间。我们预计网上中签率为 0.0035%，建议积极申购。 迪威尔是一家油气设备专用件供

请务必阅读正文之后的免责声明部分

应商，集研发、生产和销售于一体，产品主要包括油气生产系统专用件、井控装置专用件及非常规油气开采专用件。公司与 TechnipFMC、SLB、Baker Hughes、Caterpillar 等全球大型油气技术服务公司建立了战略合作关系。公司是国内领先压裂设备提供商杰瑞股份和三一石油的重要零部件供应商。在深海油气开采水下装备制造领域，公司的深海采油树主阀等产品填补了国内空白。 2021 年以来公司营收稳步增长，2021-2025 年复合增速为 22.98%。自 2021 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动，2021-2025 年复合增速为 22.98%。2025 年，公司实现营业收入 12.07 亿元，同比增加 7.43%。 迪威尔营业收入主要来源于油气生产系统专用件类业务，产品结构年际调整。2023 年以来，迪威尔油气生产系统专用件类业务收入占比稳定，2023-2025 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 79.29%、74.41%和 77.34%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，井控装置类处于收缩但稳定的状态、非常规油气开采专用件类业务处于稳定浮动的状态。 迪威尔销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率上升。2021-2025 年，公司销售净利率分别为 5.73%、12.36%、11.77%、7.62%和 9.89%，销售毛利率分别为 20.70%、23.24%、21.98%、18.80%和 22.12%。 风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

智能汽车主线周报：小鹏集团公布世界模型技术图谱，看好智能化

n 当前时点智能汽车板块投资建议：继续坚定看好 2026 年 L4 RoboX 主线！ ØB 端软件标的>C 端硬件标的。H 股优选【小鹏汽车+地平线机器人+小马智行/文远知行+曹操/黑芝麻智能】；A 股优选【千里科技+德赛西威+经纬恒润】 Ø 下游应用维度相关标的：Robotaxi 视角：1）一体化模式：特斯拉/小鹏汽车；2）技术提供商+运营分成模式：地平线/百度/小马智行/文远知行/千里科技等；3）网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。Robovan 视角：德赛西威+九识智能/新石器等。其他无人车视角：矿卡（希迪智驾等）/港口（经纬恒润等）/环卫车（盈峰环境等）/巴士（文远知行等） Ø 上游供应链维度相关标的：1）B 端无人车代工（北汽蓝谷/广汽集团/江铃汽车/同力股份）；2）核心上游供应商：检测服务（中国汽研/中汽股份等）/芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/经纬恒润/均胜电子/华阳集团/科博达等）/传感器（禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等 n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期，全球经济复苏力度低于预期，L3-L4 智能化技术创新低于预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊 研究助理：童明祺）

燃气Ⅱ行业跟踪周报：欧洲亚洲气价上升，国内周环比略升；关注资源价值首华燃气+长协成本优势新奥股份、新奥能源、九丰能源

投资要点 价格跟踪：欧洲亚洲气价上升，美国下跌，国内气价周环比略升。截至 2026/06/05,美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-9%/+5.1%/+2.6%/+1.2%/+3.4%至 0.7/3.9/4.5/4.2/4.6 元/方。 供需分析：1）地缘冲突推高出口需求

&采暖需求下降，美国天然气市场价格周环比-9%。截至 2026/05/29，美国储气量周环比+950 亿立方英尺至 25780 亿立方英尺，同比-0.8%。2）地缘冲突反复，欧洲气价高位波动周环比+5.1%。2026M2，欧洲天然气消费量为 490 亿方，同比-11.1%。2026/5/28-2026/6/3，欧洲天然气供给周环比+0.2%至 61646GWh；其中，来自 LNG 接收站 24480GWh，周环比-6.2%；来自库存消耗-24586GWh，周环比+9.8%；来自挪威北海管道气 24974GWh，周环比+12.2%；来自北非气源 7337GWh，周环比-1.7%；来自东线气源 2411GWh，周环比-26.2%；来自里海气源 2444GWh，周环比+1.3%；2026/05/30~2026/06/05，欧洲燃气发电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比-12.9%、同比-37.9%至 632.8GWh。截至 2026/06/04，欧洲天然气库存 470TWh（454 亿方），同比-95.8TWh；库容率 41.53%，同比-8.4pct，周环比+2.1pct。3）国内 LNG 出厂价周环比略升 1.2%。2026M1-4 我国天然气进口量同比-6.5%至 512 亿方。价格端来看，2026 年 4 月，国内液态天然气进口均价 3781 元/吨，环比+20.6%，同比+3.2%；国内气态天然气进口均价 2329 元/吨，环比 0%，同比-11.9%；天然气整体进口均价 2935 元/吨，环比+8.3%，同比-6.3%。截至 2026/06/05，国内进口接收站库存 305.32 万吨，同比+1.65%，周环比-5.61%；国内 LNG 厂内库存 57.58 万吨，同比-0.95%，周环比-1.69%。 顺价进展：2022~2026M3，全国 68%(198 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，配气费合理值 0.6 元/方+，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续。 中石油 2026-2027 年度管道气价格政策发布，同比来看各气量类型资源配置比例、气价上浮比例均无调整。1）管制气：在各省门站价基础上上浮 18.5%；淡季资源配置占比 60%、旺季资源配置占比 55%。2）非管制气：①固定量：在各省门站价基础上上浮 70%（新甘青宁陕蒙黑吉云贵川渝上浮 80%）；淡季资源配置占比 33%、旺季资源配置占比 38%。②浮动量：联动 CLD（中国进口现货 LNG 到岸价格）；淡季&旺季资源配置占比均为 7%。③调峰量：在各省门站价基础上上浮 90%。 重视资源价值首华燃气+具备长协成本优势企业新奥股份、新奥能源、九丰能源。1）美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁，对三大天然气指数的影响程度排序：JKM（亚洲）>TTF（欧洲）>HH（美国）。霍尔木兹海峡封锁对 JKM 和 TTF 产生直接影响，影响亚洲 13%的供给，影响欧洲 3%的供给。对 HH 产生间接影响（霍尔木兹海峡封锁后美气出口需求提升）。2026/5/8，较 2.27 冲突爆发前，布油变动+40%，JKM/TTF/HH/国内 LNG 市场价分别变动+56%/+35%/-9%/+75%；美-欧、美-亚之间价差与冲突前相比扩大，布油上涨幅度小于 JKM、TTF。2）资源+技术驱动，深层煤层气先行者量利齐增【首华燃气】弹性分析：自产气价每提升 0.1 元/方，26/27 年业绩将增加 0.62/0.78 亿元，业绩弹性 16%/13%。3）关注具备长协成本优势企业。具备海外长协的公司成本管控能力更优，地缘冲突带来区域间转售套利机会。挂钩美气长协：【新奥股份】2026/5/8 新奥股份美气长协转售亚洲价差达 2.16 元/方，较 2.27 的价差 0.57 元/方，变动+1.59 元/方。20 亿方美气长协，26 年股权激励业绩目标 55 亿元，价差扩大税后（税率 15%）业绩弹性 49%。【佛燃能源】。挂钩油价长协：【新奥能源】2026/5/8 按私有化方案发布时与 A 股固定比价关系折算空间 44%，新奥能源股价对应并购完成 26 年 PE6.5，横比港股同业龙头折价 44%；26 年分红比例不低于 50%，对应股息率 5.7%具安全边际。【九丰能源】2026/5/8 九丰能源马来西亚长协转售亚洲价差达 0.7 元/方，较 2.27 的价差 0.34 元/方，变动+0.36 元/方。8 亿方马来西亚长协，26 年股权激励业绩目

请务必阅读正文之后的免责声明部分

标 17.8 亿元，价差扩大税后（税率 15%）业绩弹性 14%。【深圳燃气】。投资建议：地缘冲突导致气价上涨，重申资源端投资机会；城燃公司终端价格继续理顺、单位盈利修复。1）城燃顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（26 年股息率 5.7%）2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】（26 年股息率 5.1%）【昆仑能源】（26 年股息率 4.8%）【中国燃气】（26 年股息率 6.8%）【蓝天燃气】（26 年股息率 6.6%）【佛燃能源】（26 年股息率 4.5%）；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2）关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：重视商业航天特燃特气价值长期提升【九丰能源】（26 年股息率 3.3%）【新奥股份】（26 年股息率 4.4%）【佛燃能源】（26 股息率 4.5%）；建议关注：【深圳燃气】。3）地缘冲突，能源自主可控。重点推荐具备气源生产能力的【首华燃气】；建议关注【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期 2026/6/5）。 风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、经营风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

推荐个股及其他点评

云南锗业（002428）：稀有金属锗产业链龙头，磷化铟领跑 AI 光模块国产替代

投资要点 国内锗行业龙头，产业链一体化布局。云南锗业是国内唯一集锗矿采选、精深加工、半导体材料研发为一体的国家高新技术企业。公司主要业务为锗矿开采、锗系列产品与化合物半导体材料的精深加工及研究开发。受益于卫星互联网和 AI 算力市场增长，光伏/光纤类产品以及化合物半导体材料需求快速扩张，公司 2023 年开始营收逐步修复。2025 年公司营收 10.66 亿元，同比增长 39%。 云南锗业是 AI 光模块、太空光伏、光纤、军工等高景气产业链上游核心材料供应商之一，具有很强稀缺性。 磷化铟切入算力核心供应链，国产替代突破海外垄断：磷化铟光电性能优异，是光模块核心基础材料。光模块从 800G 向 1.6T 甚至 3.2T 演进，促进磷化铟衬底持续改进。单颗 800G 光模块需要配备 4 到 8 颗磷化铟激光器芯片，而 1.6T 光模块对磷化铟衬底的需求又是 800G 的 2.7 至 3 倍。为了适配高速芯片面积增大与成本下降需求，磷化铟衬底尺寸要求由 2 英寸扩大到 4-6 英寸。而磷化铟衬底材料在多晶合成及单晶生长环节技术难度大，建设与良率爬坡周期很长，Yole 预计 2026 年供需缺口超 70%。目前全球磷化铟衬底材料市场高度集中且被国外垄断，云南锗业为代表的国产厂商加速突围。 云南锗业前瞻布局磷化铟衬底，是中国磷化铟衬底龙头公司。2026 年 4 月，公司正式获批实施“高品质磷化铟单晶片建设项目”，扩建一条年产 30 万片（折合 4 英寸计算，其中包括 6000 片 6 英寸）的高品质磷化铟单晶片生产线。项目完全建成后，云南锗业将最终达到年产 45 万片（折合 4 英寸）高品质磷化铟单晶片的总产能，有望显著提升其规模化供给能力与核心竞争力。商业航天加速发展，光伏级锗产品需求回暖。国内商业航天 2025 年进入规模化组网落地周期，低轨卫星批量发射打开光伏用锗衬底增量空间。云南锗业光伏级锗产品为空间太阳能电池专用锗单晶片，于 2025 年 3 月开始实施“空间太阳能电池用锗晶片建设项目”，该项目计划建设期为 18 个月，计划在现有产能基础上新建产能，2025 年末达到年产 125 万片（折合 4 英寸）锗晶片的产能，项目完全建成后达到年产 250 万片（折合 4 英寸）锗晶片的产能。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 20.38/39.69/55.82 亿元，

同比增长 91%、95%、41%，归母净利润分别为 3.34/11.17/16.82 亿元，同比增长 1560%、234%、51%，对应 EPS 分别为 0.51/1.71/2.57 元。云南锗业是全球第三个掌握大尺寸磷化铟制备技术的企业，是 AI 产业链上游衬底材料稀缺核心供应商，有望充分受益于 AI 算力基建加速和商业航天发展，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：原材料/产品价格波动；行业竞争加剧；扩产进展不及预期；下游需求不及预期；产品良率下滑导致销量不及预期。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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