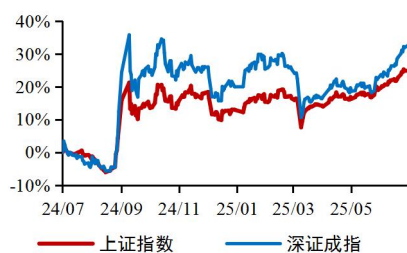


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 29 日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,597.94	0.12
深证成指	11,217.58	0.44
沪深 300	4,135.82	0.21
中小板指	6,982.36	0.41
创业板指	2,362.60	0.96
科创 50	1,055.11	0.09

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】化学原料：直接空气捕集（DAC）行业点评-新兴碳移除技术，固体吸附材料作为核心环节有望受益

【山证纺服】行业周报-周大福公布 2025Q2 经营数据，同店降幅持续收窄

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：PD-(L)1+ADC：PD-(L)1 单抗+国产 TROP2、HER2 ADC 有望迭代肿瘤一线疗法，PD-L1 ADC 提供免疫耐药新选择

【公司评论】浙江荣泰(603119.SH)：浙江荣泰点评报告-主业稳健增长，传动业务卡位优越

【固定收益】利率衍生品系列报告之二-利率互换倒挂历史复盘及降准降息预测效果探究

【今日要点】

【行业评论】化学原料：直接空气捕集（DAC）行业点评-新兴碳移除技术，固体吸附材料作为核心环节有望受益

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

- **直接空气捕集（DAC）碳移除优势显著：**DAC 指通过捕集装置直接从空气中捕集 CO₂ 后从环境空气中移除 CO₂ 的技术。CO₂ 在大气中与捕集装置中的吸附材料发生反应后被有效捕获。随后，经过反应的吸附材料通过改变热量、压力、湿度等方法实现再生，以便重新投入捕集循环，被捕获的 CO₂ 可被永久转化、封存甚至利用。与传统火电厂或工业碳捕集装置相比，DAC 灵活性优势突出，更易于广泛部署：1）装置的规模较小；2）可实现模块化建设；3）其选址不受排放源位置及类型的限制。
- **DAC 受欧美政府及科技巨头高度支持，《大而美》法案重申支持态度，预计 2030 年全球 DAC 市场超 17 亿美元，2050 年美国需求超 1 亿吨。**《巴黎协定》要求发达国家带头努力实现全经济范围绝对减排目标。2024 年，美国能源部公告将为中型和大型商业 DAC 设施和基础设施扩展平台的设计、建设和运营提供高达 18 亿美元资金的支持，同时 45Q 税收抵免政策可对 DAC 项目提供最高 180 美元/每吨 CO₂ 的税收减免。此外，2024 年加拿大、英国等国公布对 DAC 项目的税收减免和资助方案。目前 DAC 的所移除的二氧化碳主要由海外科技公司采购。根据路透社，2024 年 7 月微软与 DAC 企业 1PointFive 签订 50 万吨二氧化碳移除订单；TikTok 与 Climeworks 合作，目标去除 6000 吨 CO₂。在《大而美》法案中，美国政府重申了对于碳捕捉储存技术的支持，保留 45Q 补贴，同时 DAC 与 EOR（提高石油采收率技术）结合的项目，同样可获得税收减免。根据美国能源部，截止 2025 年，全球 DAC 二氧化碳捕集能力仅为 2 万吨。我们统计目前固体法 DAC 现有及在建项目合计 239.7 万吨。美国能源部预测到 2050 年仅美国至少需要 1 亿吨 DAC 捕集能力。根据 Markets and Markets, 2023 年全球 DAC 市场为 6200 万美元，预计到 2030 年增长至 17.27 亿美元，CAGR=60.9%。
- **DAC 降本速度超预期：**Katrin Sievert 等学者曾推算，在 10 亿吨规模下，DAC 碳移除成本可下降至 300-400 美元/吨，然而根据 CDR.fyi 统计，2024 年全球加权平均 DAC 碳移除价格已较 2023 年下降 54%，达到 316 美元/吨。
- **吸附剂是 DAC 技术的核心，固体吸附工艺为未来趋势。**由于大气中 CO₂ 浓度较低，因此捕集大气中的 CO₂ 需要吸附效能较强的吸附剂，而效能太强反而导致大部分 CO₂ 难以从吸附剂中分离，进而导致解吸步骤耗能加大、吸附剂使用寿命下降等问题，因此寻找吸附效能适中、捕集容量大的吸附剂是 DAC 技术的关键。目前 DAC 分为固体和液体工艺，液体工艺利用碱性水溶液作为捕集介质来吸收 CO₂，工艺相对成熟，但需要非常高的再生温度（900℃），导致显著的能源消耗。固体工艺的吸附剂

再生温度通常介于 80-130°C，更适合低品位余热集成，此外模块化设计易于装置放大和技术迭代。因此根据美国能源部，65%的 DAC 企业使用或研发固体吸附剂，27%采用液体法。

- **固体法 DAC 吸附材料市场及竞争格局：**SRI 测算吸附材料成本占比约 4%，则到 2030 年，固体吸附材料市场约 5 亿元。从具体材料看，沸石、聚合物、MOFs 等材料被应用于固体 DAC 系统。目前 3M、Svante 以及蓝晓科技为 DAC 企业 Climeworks 提供固体吸附剂；漂莱特为 Skytree 提供固体吸附剂。
- **投资建议：**DAC 技术受欧美政策支持，当前技术持续迭代，吸附材料是 DAC 技术的降本核心，我们建议关注国内吸附材料龙头企业蓝晓科技。根据蓝晓科技 2022 年半年报，公司与全球知名的碳捕捉技术公司 Climeworks 签署战略合作，已建成样板工程，形成吸附材料规模化供货。同时，与大型国际化学品公司开展碳捕捉材料和技术开发，并实现商业供货。
- **风险提示：**1) 若海外 DAC 支持补贴政策调整，或将大幅影响 DAC 商业化进度；2) DAC 吸附剂技术当前仍处于快速迭代阶段，若公司技术研发进度不及预期或低于竞争对手，则将影响后续商业化销售。

【山证纺服】行业周报-周大福公布 2025Q2 经营数据，同店降幅持续收窄

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **本周观察：**周大福公布 2025Q2 经营数据，同店降幅持续收窄
- **7 月 22 日，周大福公布 FY26Q1（2025 年 4 月 1 日-2025 年 6 月 30 日）业绩。**FY26Q1，公司零售值同比下降 1.9%，其中中国内地市场同比下降 3.3%，中国港澳及海外市场同比增长 7.8%；中国内地、中国港澳及海外市场零售值占比分别为 86.4%、13.6%。
- 中国内地市场定价黄金产品销售表现亮眼，利于销售毛利率向上。
- **（1）中国内地零售值贡献拆分：**分渠道看，加盟店、直营店、电商渠道零售值占比分别为 69.1%、23.3%、7.6%。分品类看，镶嵌产品、黄金产品零售值占比分别为 18.8%、76.7%。在黄金产品中，毛利率较高的定价产品零售值同比增长 20.8%，销售占比由上年同期的 15.8%提升至本季度的 19.8%。2025 年 4 月，公司全新标志性产品“传喜”系列推出，自推出以来销售理想。2025 年 6 月，公司正式推出高级珠宝系列，提升品牌吸引力的同时，夯实公司在创新及工艺方面的领导地位。
- **（2）中国港澳及海外市场零售值贡献拆分：**分品类看，镶嵌产品、黄金产品零售值占比分别为 18.0%、76.5%。
- 同店销售方面，中国内地市场直营及加盟门店同店销售降幅收窄，中国港澳市场同店增速转正。
- **（1）中国内地市场：**FY26Q1，中国内地市场直营同店销售同比下降 3.3%。分量价看，其中销量下降 11.1%，黄金饰品销售均价由 6100 港元上升至 6900 港元，镶嵌产品销售均价由 8500 港元上升至 9600 港元。分品类看，镶嵌产品、黄金饰品同店销售同比分别下降 2.2%、1.4%。中国内地市场加盟同店销

售同比持平。

- (2) 中国港澳及海外市场同店销售同比增长 2.2%，分量价看，其中销量下降 8.8%，黄金饰品销售均价由 9000 港元增长至 10400 港元，镶嵌产品销售均价由 16400 港元下降至 15900 港元。分品类看，镶嵌产品、黄金饰品同店销售同比分别增长 3.3%、6.6%。分区域看，中国香港市场同店销售同比增长 0.2%，中国澳门市场同店销售同比增长 9.5%。
- 门店方面，本季度公司在中国内地市场延续零售网络优化动作，季度净关闭 311 家周大福珠宝门店。
- 截至 FY26Q1 末，周大福珠宝于中国内地、中国港澳、其它市场分别拥有门店 5963、88、62 家，季度净变化分别为-311、+1、0 家。中国内地市场中，74.1%为加盟门店。
-
- 行业动态：
 - 7 月 25 日，北京 6 家“物美超值”硬折扣门店将开门营业，本次新开的 6 家门店分别位于丰台、通州、西城、东城、石景山等 5 个常住人口超百万的核心区域，门店面积 1000 平方米左右，精准嵌入人口密度 ≥ 5 万的高密度居民区，以及金融街白领、社区家庭、银发族等多元群体。据悉，门店商品总数控制在 1300 支以内，60%以上为自有品牌，只聚焦水果蔬菜、鲜肉鲜鱼、烘焙、3R、生鲜、杂货六大品类。
 - 7 月 24 日巴黎股市收盘后，法国奢侈品巨头 LVMH（路威酩轩）公布了 2025 上半年关键财务数据：总营收同比下降 4%至 398 亿欧元，在有机基础上同比下降 3%；经常性营业利润（Profit from recurring operations）同比下降 15%至 90.15 亿欧元。其中第二季度总营收为 194.99 亿欧元，在有机基础上下降 4%（第一季度在有机基础上下降 3%）。就中国市场而言，集团首席财务官 Cécile Cabanis 在电话会议上透露，中国市场跌幅收窄了几个百分点，已改善至“高单位数的负增长”，确实有了显著进步，“中国内地的需求在第二季度出现了明显的连续改善”，“这一改善部分受到一些举措的推动，以及之前在日本所观察到的“回流消费”的影响，开始转化为中国本地的实际需求”。
 - 当地时间 7 月 23 日收盘后，意大利奢侈品企业 Moncler Group（盟可睐集团）公布了截至 6 月 30 日的 2025 上半财年关键财务数据：总营收为 12.257 亿欧元，与去年同期持平（按固定汇率计算：+1%），符合预期；EBIT（息税前利润）同比下降 13%至 2.25 亿欧元，但略高于分析师预期。集团指出，上半年的营销支出占比更高，是影响利润率的主要因素之一。今年第二季度，集团实现营收 3.966 亿欧元（按固定汇率计算：-1%），其中 Moncler 品牌营收 3.172 亿欧元，Stone Island 品牌营收为 7940 万欧元。
- 行情回顾（2025.07.21-2025.07.25）
 - 本周，SW 纺织服饰板块上涨 1.45%，SW 轻工制造板块上涨 1.84%，沪深 300 上涨 1.69%，纺织服饰板块落后大盘 0.24pct，轻工制造板块轻工跑赢大盘 0.15pct。各子板块中，SW 纺织制造上涨 2.34%，SW 服装家纺上涨 1.37%，SW 饰品上涨 0.48%，SW 家居用品上涨 2.17%。截至 7 月 26 日，SW 纺织制造的 PE-TTM 为 21.53 倍，为近三年的 52.63%分位；SW 服装家纺的 PE-TTM 为 28.10 倍，为近三年

的 98.68%分位；SW 饰品的 PE-TTM 为 31.66 倍，为近三年的 97.37%分位；SW 家居用品的 PE-TTM 为 23.38 倍，为近三年的 61.18%分位。

➤ **投资建议：**

➤ **品牌服饰板块：**（一）2025 年 6 月，纺织服装社零单月增速环比回落，1-6 月累计同比增长 3.1%，需求整体稳健，其中体育娱乐用品社零持续快速增长，1-6 月累计同比增长 22.2%，6 月单月增长 9.5%。运动服饰品牌公司 2025Q2 零售流水表现分化，361 度品牌及安踏集团旗下迪桑特、可隆户外品牌、特步集团旗下索康尼品牌表现领先，行业整体零售折扣维持稳定，库存处于可控水平。继续推荐运动品牌公司安踏体育、361 度；建议积极关注受益于政府补贴的家纺公司罗莱生活、水星家纺、富安娜。

➤ **纺织制造板块：**2025 年 1-6 月，我国纺织纱线织物及其制品、服装及衣着附件出口金额同比分别增长 1.8%、-0.2%；越南纺织品和服装、制鞋出口金额同比分别增长 13.0%、10.9%。从纺织制造台企 6 月营收数据看，受到去年同期高基数及关税政策不确定性影响，6 月营收表现偏弱。本周，Deckers 披露 FY26Q1 季报，FY26Q1，HOKA、UGG 品牌营收同比分别增长 20%、19%；Deckers 预计 FY26Q2 收入为 13.8-14.2 亿美元，预计 HOKA 增长约 10%、UGG 增长中单位数以上。短期角度，建议积极关注中报业绩确定性高的公司，建议关注百隆东方、浙江自然、开润股份。中长期维度，推荐海外纵向一体化布局、美国敞口相对较低的申洲国际，越南本地化原材料采购比例高的裕元集团、华利集团，积极开拓海外市场的伟星股份。

➤ **黄金珠宝板块：**2025 年 6 月，金银珠宝社零同比增长 6.1%，终端需求保持稳健增长。短期角度，建议积极关注中报业绩确定性高的公司，推荐老铺黄金、潮宏基，建议关注菜百股份、曼卡龙。预计传统黄金珠宝公司二季度营收降幅有所收窄，目前估值水平偏低。若黄金珠宝终端景气度显著恢复，此类公司基于渠道规模、加盟商资源，有望迎来修复。结合产品结构选股、跟踪终端销售拐点，建议关注周大生、老凤祥、周六福。

➤ **风险提示：**

➤ 关税风险：国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：PD-(L)1+ADC：PD-(L)1 单抗+国产 TROP2、HER2 ADC 有望迭代肿瘤一线疗法，PD-L1 ADC 提供免疫耐药新选择

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

➤ **药物点评：**

➤ **PD-(L)1 单抗+ADC 有望成为多种肿瘤一线标准疗法。**PD-(L)1 单抗阻断 PD-1 与配体 PD-L1 作用，激活 T 细胞发挥抗肿瘤功效。PD-(L)1 单抗是肿瘤免疫(IO)基石药物，单药或联合化疗是多个肿瘤一线标

准疗法。IO+ADC 有望提升 ORR、克服耐药，迭代肿瘤一线标准疗法，PD-1 单抗 Keytruda+Nectin-4 ADC Padcev 一线治疗 la/mUC 已被 FDA 批准上市。PD-1/L1 单抗联用科伦博泰 TROP2 ADC sac-TMT、荣昌生物 HER2 ADC 维迪西妥单抗在 NSCLC、胃癌有迭代一线标准疗法的潜力。PD-1 单抗+TROP2 ADC Trodelvy 在 TNBC 的 PFS 优于 PD-1+化疗。复宏汉霖 PD-L1ADC HLX43 在肺癌后线疗效显著，提供免疫耐药新选择。IO+ADC 临床耐受良好，PD-1 单抗 Keytruda+TROP2 ADC Dato-DXd 治疗 NSCLC 未观察到 4、5 级 AE/SAE。PD-L1 ADC HLX 治疗 NSCLC ≥ 3 级 TRAEs 为 42.9%，血液学毒性低（贫血 14.3%，淋巴细胞下降 14.3%，血小板下降 0%，中性粒细胞下降 0%）。

- **PD-(L)1 单抗+TROP2 ADC 在一线驱动基因阴性 NSCLC I 期、II 期（非鳞）临床和一线 TNBC III 期临床 PFS 优于 PD-1/L1 单抗+化疗。**初治非鳞驱动基因阴性 NSCLC（N=81）中，截至 2024 年 12 月，TROP2 ADC sac-TMT+PD-L1 单抗塔戈利单抗治疗 ORR 为 59.3%，mPFS 为 15.0 个月（化疗+PD-1 的 mPFS 为 9~10 个月）。一线驱动基因阴性 NSCLC 中（n=96），截至 2024 年 4 月，两药组（Dato-DXd+Keytruda）和 Dato-DXd+Keytruda+化疗的 cORR 为 54.8%和 55.6%，mPFS 为 11.2 个月和 6.8 个月。一线 TNBC(PD-L1 $\geq 10\%$)中，2025 年 5 月，Keytruda+Trodelvy 的 mPFS 为 11.2 个月，PFS HR 为 0.65，26%OS HR 为 0.89（vs Keytruda+化疗）。TNBC 对照组 mPFS 仍低于 Keynote-355 试验中 PD-L1 $\geq 10\%$ 表达者 Keytruda 联合化疗的 9.7 个月。
- **PD-1 单抗+HER2 ADC 在 HER2 高表达胃癌 II/III 期临床 PFS 优于标准疗法。**在 HER2 高表达胃癌中，维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗及化疗和维迪西妥联合特瑞普利单抗+曲妥珠单抗相比特瑞普利单抗+曲妥珠单抗+CAPOX 化疗疗效显著，ORR 为 66.7%vs82.4%vs68.8%；mPFS 未达到 vs 未达到 vs14.1 个月，PFS HR 为 0.46 和 0.59；12 个月 PFS 率为 66.3%，67%和 53.6%。
- **PD-L1 ADC 在后线 NSCLC I 期临床抗肿瘤疗效显著。**PD-L1 ADC HLX43 兼具毒素精准杀伤和肿瘤免疫作用，既往中位 3 线 NSCLC 中，HLX43 治疗后 ORR 为 38.5%，中位 PFS 为 5.4 个月，mOS 未达到。其中 sqNSCLC（n=15）和非鳞状非小细胞肺癌 nsqNSCLC（n=6）的 ORR 分别为 40%和 33.3%，DCR 为 73.3%和 100%，脑转移 NSCLC 患者 DCR 为 100%。
- **风险提示：**PD-(L)1 联合 ADC 无法取得总生存期优势带来的研发失败风险，对外授权不及预期风险，临床推进不及预期风险等。

【公司评论】浙江荣泰(603119.SH)：浙江荣泰点评报告-主业稳健增长，传动业务卡位优越

姚健 yaojian@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **7 月 22 日，公司公告完成收购金力传动 15%股份，机器人业务版图继续扩充。**根据《关于收购广东金力智能传动技术股份有限公司 15%股份的公告》，金力传动估值约 19.13 亿元，公司通过增资和股份转

让方式获得公司 15%股权。目前金力传动已完成工商变更登记，公司正式取得 15%的股权及对应收益。

➤ 事件点评

- **主业新能源车用云母制品，业绩稳健增长，国外头部整车客户为主，现金流良好。**公司主业为各类耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售，主要产品包括新能源汽车热失控防护绝缘件、小家电阻燃绝缘件、电缆阻燃绝缘带等。2021-2024 年，收入从 5.22 亿元增长至 11.35 亿元，复合增速 29.6%；归母净利润从 1.04 亿元增长至 2.30 亿元，复合增速 30.2%；盈利能力相对稳定，销售毛利率和净利率维持在 35%、20%左右。从产品结构来看，2024 年，公司新能源产品收入 8.98 亿元，同比+56%，占营业收入的比例为 79%，毛利率 40.1%。
- **优质的海外客户结构，为公司经营带来了良好的现金流。**公司主要客户包括特斯拉、大众、宝马、奔驰、沃尔沃、上汽集团、一汽集团、吉利等知名汽车厂商及动力电池龙头宁德时代等。在 2024 中报中，公司披露了新能源行业定点项目销售金额预计约 92.38-99.63 亿元。2024 年，公司海外收入 5.73 亿元，同比+76%，占比约为 50%；经营净现金流 2.1 亿元，同比基本持平。
- **核心卡位，通过股权收购，持续扩充机器人产品矩阵。**一方面，公司拥有众多知名汽车厂商客户，在汽车厂商布局机器人业务时，公司有望依托深度合作关系，实现精准卡位。另一方面，公司在 2025 年已连续落地了 2 笔股权收购，分别布局了微型丝杠以及齿轮箱和微型电机业务，产品矩阵和价值量不断扩展。
- **收购狄兹精密 51%股权，成为公司控股子公司，已完成工商变更。**狄兹精密专注于滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、车用丝杠、电缸、直线模组、精密对位平台等研发、生产和销售。2024 年，公司实现营业收入 0.92 亿元，净利润-14.4 万元；2025 年 1-2 月，营收 1279.3 万元，盈利 35.2 万元。设置业绩承诺，2025-2027 年，扣非净利润不低于 800 万元、2700 万元、3500 万元，累计不低于 7000 万元。
- **收购金力传动 15%股权，成为公司参股公司，已完成工商变更。**金力传动深耕微型传动领域十余年，具备微小模数齿轮箱、微型电机等精密部件的完整研发与生产体系。2024 年，营业收入 5.97 亿元，净利润 0.64 亿元，净利率为 10.71%。
- **投资建议**
 - 一方面，优质客户结构为公司新能源汽车云母主业稳健增长奠定基础，盈利能力和现金流表现良好；另一方面，公司有望依托客户关系实现核心卡位，通过收并购等方式不断拓宽微型丝杠、齿轮箱、微型电机等零部件布局，长期有望受益于机器人产业化发展。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.87/1.15/1.52，对应公司 7 月 25 日收盘价 54.63 元，2025-2027 年 PE 分别为 62.8/47.7/36.0，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- **风险提示**
 - **市场竞争加剧风险：**下游汽车厂商一般会发展 2-3 家合格供应商。若未来其他竞争对手取得资质认证，

与公司客户形成长期稳定的合作关系，而公司不能积极调整经营策略并在产品质量、产品工艺等方面持续保持差异化竞争优势，将可能面临市场份额下降的风险。

- 业绩承诺不能达标的风险：业绩承诺的实现情况会受到国家和行业政策、宏观经济、行业市场、经营管理以及市场不达预期等风险，经营业绩存在不确定性风险，从而对公司的经营成果造成影响。
- 商誉减值的风险：狄兹精密收购完成后，预计将形成一定金额的商誉，如未来由于行业情况或目标公司自身经营发展等原因，导致其未来的经营业绩未达预期，则公司存在商誉减值风险，从而可能会对公司未来的当期损益产生不利影响。
- 整合风险：收购完成后，尽管公司与参控股公司在产业链和客户等方面有协同的基础，但由于企业文化和管理方式等方面的差异，整合能否顺利实施以及整合效果能否达到预期存在一定的不确定性。
- 股东减持风险：减持前，股东宜宾晨道持有公司股份 5.40%，截至 6 月 18 日减持公司股份约 0.9999%。此外，公司股东董事及高管郑敏敏、股东戴冬雅拟于 2025 年 6 月 6 日-9 月 5 日期间（窗口期不减持）减持不超过 1,666,624 股（总股本的 0.4582%）、1,717,116 股（总股本的 0.4721%），此前已减持总股本的 0.61%、0.55%。大额减持直接增加股票供给，若市场承接力不足，导致价格中枢下移，同时高管减持可能影响投资者长期信心。

【固定收益】利率衍生品系列报告之二-利率互换倒挂历史复盘及降准降息预测效果探究

王冠军 wangguanjuan@sxzq.com

【投资要点】

- 利率倒挂发生的原因
- 利率互换曲线倒挂通常发生在曲线较为平坦的时期，其形成原因复杂，但主要可以归结为以下两点。一是经济基本面因素，当经济面临下行压力，通胀水平回落，市场对未来经济增长的预期悲观时，投资者倾向于预期央行将采取宽松的货币政策，这种预期会导致长期利率下行速度快于短期利率，从而引发收益率曲线倒挂；二是资金价格和流动性因素。市场流动性出现显著紧张时，短期资金利率会飙升，而长期利率受到的影响相对较小，从而导致短端利率高于长端利率，形成倒挂。
- 利率互换曲线对降准降息的预测效果
- 研究表明，利率互换曲线的倒挂在多数情况下对央行的降准降息操作具有较好的预测作用，尤其是当倒挂反映了市场对经济下行和政策宽松的预期时，其预测准确性较高。
- 利率互换曲线的倒挂可能领先于货币宽松周期。例如 2011 年的倒挂甚至领先于央行货币政策的转向，预示了一轮货币宽松周期的开启。这突显了 IRS 曲线作为市场预期指标的前瞻性。
- 利率互换倒挂结束的含义

- 利率互换倒挂的结束通常意味着导致倒挂的驱动因素发生变化，促使收益率曲线恢复正常形态。总结有以下三个原因。一是经济基本面好转。二是资金面紧张情况缓解。三是货币政策落地。但值得注意的是，有时倒挂结束后，货币宽松周期并未立即停止，央行可能还会继续采取宽松措施。
- 利率互换倒挂结束的含义
- 货币宽松并不一定伴随利率互换曲线的倒挂。原因可能有二，一是 2015 年后银行间回购利率得以被央行控制，逐渐成为一个重要的政策利率，资金利率波动较 2015 年之前明显减小，市场对资金面形成较为稳定的预期。二是经过 2017 年的去杠杆后，收益率曲线总体比较陡峭，而曲线倒挂需在形态比较平坦时才会发生。
- 如何运用互换倒挂这一信号
- 历史经验表明，当利率互换曲线出现倒挂时，尤其是伴随经济基本面走弱的迹象，这通常是市场对未来货币政策将趋于宽松的一个强烈信号。投资者应密切关注倒挂的持续时间、深度以及背后的主要驱动因素，以更好地判断央行未来的政策取向和利率走势。对于政策制定者而言，利率互换曲线的倒挂也提供了市场预期的一个重要窗口，可以作为评估货币政策传导和市场情绪的参考。
- 风险提示
- 货币政策超预期；资金面超预期；财政政策超预期；经济基本面超预期；利率互换市场风险；流动性风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

