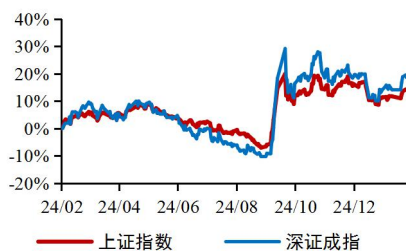


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 2 月 12 日 星期三

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

【山证宏观】2024 年国内经济回顾及 2025 年展望：夯实基础，延续改善

【固定收益】1 月固定收益月报-中短端修复可期，长端待政策指引

【行业评论】【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 1 月营收数据速递

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,318.06	-0.12
深证成指	10,557.62	-0.69
沪深 300	3,883.14	-0.46
中小板指	6,584.16	-0.54
创业板指	2,152.73	-1.43
科创 50	1,024.41	-1.19

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com



【今日要点】

【山证宏观】2024 年国内经济回顾及 2025 年展望：夯实基础，延续改善

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点：

- 展望 2025 年，在“保持经济稳定增长”的目标下，全年实际 GDP 增速有望维持 5.0% 左右。政策方面，狭义赤字和广义赤字规模均有望提升，预期管理重要性提升，政策连贯性或强于以往，需根据经济动能恢复情况和特朗普关税政策进展对国内的扰动相机抉择。内生动能恢复或仍偏慢。节奏上，四个季度 GDP 增速预计呈现“U”型，化债、专项债和特别国债加快使用、“两新”“两重”等政策加码支持一季度经济乘势而上，下半年外需影响或逐渐体现，政策预计加强对冲。结构上，消费、基建首先受益于政策驱动，制造业投资有韧性，地产投资拖累减弱，出口不确定性较大。价格端，政策聚焦人口民生消费，有望助推核心 CPI 改善；基建施工跟进、地产跌幅收窄叠加工业供给端的结构性优化，PPI 四季度有望结束跌势。
- 第一，2025 年我国“稳增长”政策将更加系统、积极、前瞻，并和改革协同发力，对冲制约发展的深层次障碍和外部挑战。但也要看到当前全球政治与经济秩序进入新的动荡变革期，我国长期性、结构性因素交织，债务压力加大，金融监管趋严、财政纪律强化。因此这轮稳增长，更需综合施策，狭义赤字和广义赤字规模均有望提升，方向上更聚焦提振预期、增强风险化解能力、支持民生消费以及科技创新等经济循环痛点。
- 第二，经济内生动能改善偏慢。逻辑上看，逆周期政策下，广义财政支出加快、货币宽松和促消费政策驱动需求扩大，在供给端相对稳定或收缩的情况下，价格信号改善，驱动企业利润和现金流改善，居民收入提升，就业情况改善，融资意愿和支出信心提升。价格、财富和预期将成为经济上行中后期的主要驱动力量。不过，当前我国房价增速低位、企业居民存款增速差偏低、收入改善偏慢等也反应了经济内生动能依然偏弱。价格改善偏慢是经济循环的主要痛点，物价关系到企业利润和居民的收入增长，房价则是居民资产的重要组成部分。
- 第三，2025 年，财政政策基调积极，我国有较大的举债空间和赤字提升空间。在经济新旧动能转换的背景之下，财政支持经济的方式不再是大规模基建，而更倾向于化债、稳定居民消费、支持收购存量商品房用作保障性住房、支持新质生产力等方面，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构，助力中长期经济循环。
- 第四，2025 年，货币政策将适度宽松。一方面，外需面临较大不确定性，稳增长要求处于货币政策多个目标的首位，着力扩大内需、稳定预期、激发活力。但另一方面，货币政策依然面临净息差、汇率、

风险三重约束。总体看，适度宽松趋势不变，将适时降准降息，宽货币操作大概率会在人民币汇率相对稳定期实施。降准和央行购买国债等政策工具将提供充裕的货币流动性。

- 第五，针对需求不足的突出症结，“全方位扩大总需求”这一任务是 2025 年各项重点任务之首，提振居民消费是扩大内需的核心抓手。未来，消费将受益于政策的拉动、商品房销售改善带来的相关消费需求，不过当前资产价格、居民就业、收入等改善有限，消费倾向不足，消费的恢复过程或仍存波动。
- 第六，2025 年，我国出口增速或好于预期。特朗普加征关税政策将通过两个路径影响我国出口，一是，加征关税可能引发美国国内通胀升高，降息力度或方向改变，从而导致美国经济放缓；二是加征关税将使我国贸易条件变得不利。对第一条路径，我们认为美国经济有望保持韧性，美国制造业库存有望延续回补态势。对第二条路径，关税政策逐渐落地，或导致出口阶段性面临波动，不过近年来我国产品吸引力提升、出口占国际份额提升，同时，关税加征幅度、节奏可能不及预期，对我国出口影响程度或低于预期。
- 第七，2025 年，内需恢复趋势将带动通胀中枢进一步改善，不过弹性不宜高估。预计 CPI 有望回升到 1% 附近，PPI 有望四季度转为正增长。不确定性主要在于国内猪肉供给反复、消费品以旧换新政策可能导致降价促销等。
- 风险提示：政策风险、居民预期不稳的风险、特朗普关税政策带来的外需回落风险。

【固定收益】1 月固定收益月报-中短端修复可期，长端待政策指引

王冠军 wangguanjun@sxzq.com

【投资要点】

- 观点展望
- 1 月债市总体震荡运行，月初债市在做多情绪延续下，走出年初开门红行情，而后震荡整理，收益率未突破月初低点，符合我们 1 月 9 日发布的《12 月固定收益月报——债市抢跑，空间闭塞》的观点“长债仍有下行空间，但仍需关注短期内下行空间可能有限”。尽管 1 月资金面偏紧，中短端利率债收益率大幅上行，但长端利率仍维持震荡整理走势，并未明显上行，长端利率上买盘力量仍较强。同时，我们注意到十年国开和国债活跃券的利差进一步缩窄，显示交易盘可能提高了对长端利率走强的押注。
- 进入 2 月，我们认为，中短端债券收益率有望修复下行。原因一是春节特殊时期过后，流动性料将回到充裕水平，资金面的宽松较为确定；二是年初是银行、理财和保险类机构的配置窗口，在买盘力量的支撑下，中短端是更为受益的品种。
- 1 月的人民银行工作会议表示，将根据国内外经济金融形势择机降准降息，并未发布市场期待的总量宽松政策。而 1 月末美联储暂停降息、维持利率不变边际上会给我国货币政策的宽松步调带来一定压力。根据我们的模型，1 月末利率互换曲线隐含的 2025 年的降息幅度在 30bp 左右，相比 12 月的 40bp-50bp

明显下降，并且曲线隐含的 9 个月后至 1 年的七天回购远期利率也比 12 月末的上调 16bp。利率互换市场已经对降息预期有所矫正，但这一变化还没有体现在长端利率债上。目前，市场在等待一季度可能的降息降准政策。一旦宽松政策节奏不及预期，那么长端利率或将面临调整的风险。

➤ 资金市场

- 公开市场操作方面，1 月公开市场资金投放 43140.20 亿元、回笼 23360.00 亿元，净投放 19780.20 亿元。央行未开展公开市场国债买入操作，买断式逆回购规模为 17000 亿元，其中，3 个月（91 天）操作量为 12000 亿元，6 个月（182 天）操作量 5000 亿元。1 月开展国库现金定存操作 1200 亿元。MLF 投放 2000 亿元，到期 9950 亿元，MLF 净回笼 7950 亿元

➤ 利率市场

- 本月利率债一级市场整体发行量较上月略有增长，但净融资较上月减少。国债发行 10185 亿元，净融资 4531.3 亿元。二级市场方面，长债与短债走势出现分化，一年期、三年期国债收益率上行，其余各期限国债收益率本月小幅下行；一年期、三年期以及五年期国开债收益率上行，其余期限国开债收益率小幅下行。

➤ 信用市场

- 本月新发行信用债总规模 14550.96 亿元，总偿还量 11696.98 亿元，净融资额 2853.97 亿元。其中城投债发行 3082.41 亿元，净融资额-642.32 亿元，平均票面利率为 2.39%，较上月下降 10BP。

➤ 风险提示

- 货币政策超预期；资金面超预期；美联储政策超预期。

【行业评论】【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 1 月营收数据速递

王冯 wangfeng@sxzq.com

➤ 【山西证券|纺织服装】纺织制造台企 2025 年 1 月营收数据速递

➤ #越南出口

- 2025 年 1 月，越南纺织品和服装出口 31.89 亿美元，同比增长 1.8%；越南制鞋出口 18.98 亿美元，同比下降 3.7%。

➤

➤ #制鞋：裕元增速回落、丰泰延续负增、来亿高基数基础上继续快速增长

- ① 裕元集团：1 月制造业务营收同比增长 1.1%（2024.12 月为增长 13.5%，2024.1 月为增长 12.5%）。
- ② 丰泰企业：1 月营收同比下降 6.2%（2024.12 月为下降 9.0%，2024.1 月为增长 16.5%）

- ③ 来亿兴业：1月营收同比增长 20.6%（2024.12 月为增长 44.0%，2024.1 月为增长 67.4%）
-
- #制衣：聚阳与儒鸿均快速增长
- ① 聚阳实业：1月营收同比增长 27.1%（2024.12 月为增长 9.1%，2024.1 月为增长 15.4%）
- ② 儒鸿：1月营收同比增长 26.7%（2024.12 月为增长 27.6%，2024.1 月为增长 25.0%）
-
- 风险提示：国际运动服饰龙头品牌库存消化不及预期；汇率大幅波动。

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

