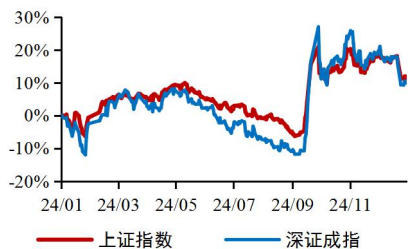


## 信义山证 汇通天下

## 研究早观点

2025年1月10日 星期五

## 市场走势



资料来源：最闻

## 【今日要点】

- 【山证宏观】2024年12月物价点评：核心CPI有所改善
- 【固定收益】12月固定收益月报-债市抢跑，空间逼仄
- 【行业评论】【山证电新】20250108 光伏产业链价格跟踪

## 国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,211.39	-0.58
深证成指	9,976.00	0.32
沪深300	3,779.88	-0.25
中小板指	6,134.25	0.12
创业板指	2,010.66	0.11
科创50	961.44	-0.38

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12月物价点评：核心CPI有所改善

郭瑞 0351-8686977 guorui@sxzq.com

#### 【投资要点】

- 投资要点：
- 12月核心CPI有所改善，一方面是9月末以来的稳增长政策效应向后端传导，另一方面是消费品促销政策的持续带动。但核心CPI环比涨幅并未大幅强于季节性。同时，食品项继续扰动整体CPI。PPI改善力度不足，生产淡季对价格有支撑，内需敏感性工业品价格仍未看到改善的持续性。
- 核心CPI和PPI同比改善，但PPI环比仍弱于季节性。12月CPI同比0.1%（前值0.2%），PPI同比-2.3%（前值-2.5%）。CPI和PPI同比均符合万得一致预期。核心CPI同比0.4%（前值0.3%）。CPI环比持平上月，PPI环比-0.1%，两者均弱于季节性。核心CPI环比0.2%，强于季节性。
- CPI方面，食品项依然是主要拖累，能源、核心分项有所改善。
- 食品项环比-0.6%，明显低于季节性。由于天气条件较好，利于农产品生产储运，鲜菜、鲜果价格环比-2.4%和-1.0%；受前期压栏惜售、二次育肥等因素影响，猪肉供应充足，价格环比-2.1%。
- 非食品项环比0.1%，略高于季节性。能源方面，交通运输燃料价格环比已高于2016年来同期，主要受国际原油供需紧张引发的价格上涨的影响。
- 核心CPI中，多数商品和服务价格环比已高于季节性。服务项环比0.1%，同比0.5%。临近假期，娱乐和家庭服务需求增加，飞机票价格由上月下降8.6%转为上涨4.6%，家政服务、电影及演出票价格分别上涨0.9%和0.7%；核心商品中，家用器具环比首次高于2016年以来同期均值；汽车价格战降温，交通工具分项环比持平；部分品牌新款上市，通信工具价格上涨3.0%。
- PPI方面，改善力度依然不足，主要受需求不足、部分行业进入传统生产淡季、国际大宗商品价格波动传导等因素影响。
- 受国际大宗商品价格波动传导影响，国内石油开采以及有色金属冶炼和压延加工业价格均与上月持平。其中，石油和天然气开采环比由上月的-0.4%转为+0.1%，主要受供给扰动和地缘风险支撑。全球需求回落担忧下，铜冶炼价格下降1.7%。电厂存煤较为充足，煤炭新增需求有限，煤炭开采和洗选业价格下降1.9%。房地产、基建项目淡季陆续停工，钢材需求有所回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降0.6%。水泥玻璃行业产能置换逐步推进，非金属矿物制品业价格上涨0.6%。装备制造业中，光伏设备及元器件制造价格下降0.6%，锂离子电池制造价格下降0.3%；新能源车整车制造价格上涨0.7%，航空相关设备制造价格上涨0.5%。

- 风险提示：国内政策实施效果不及预期。

## 【固定收益】12月固定收益月报-债市抢跑，空间逼仄

王冠军 wangguanjun@sxzq.com

### 【投资要点】

- 观点展望
- 宏观政策方面，12月的中共中央政治局会议指出2025年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，大力提振消费、扩大内需。会议指出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、增加地方政府专项债券发行使用；要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息、保持人民币汇率的基本稳定。
- 12月央行虽未如市场预期直接降准，但开展了14000亿买断式逆回购操作，并净买入国债3000亿，均为年内月度操作最大规模，叠加12月的MLF操作规模，合计净投放5500亿中长期资金。
- 展望后市，长债仍有下行空间，久期策略或是最佳策略，但仍需关注短期内下行空间可能有限。我们判断，12月落空的降息降准很有可能在2025年一季度落地，当前长债、超长债与中短债的期限利差较大，叠加“资产荒+策略荒”的背景，久期策略或是为数不多的有效策略。短期内，市场情绪可能会带动10年期国债进一步下行，但要注意市场已经开始提前定价降息。
- 从外部环境来看，国际因素暂不明朗，但国内货币政策会坚持“以我为主”。一是中美10年期国债利差绝对值扩至300BP左右，为近年来高位；二是虽然12月美联储降息25BP，但美元走势依旧强劲，月末美元/人民币汇率仍维持在高位，人民币汇率承压；三是美国当选总统特朗普主张对华加征关税。考虑到以上三点，出于维护人民币汇率稳定的考量，央行执行货币政策可能会更加审慎。然而，10年美债利率已在4.5%-4.6%区间呈现筑顶迹象，美债利率短期与经济基本面背离，并且美元走强大概率与特朗普对外关税政策有关，非美货币或面临一定压力。我们判断，未来汇率因素不会成为货币宽松的掣肘。
- 资金市场
- 12月公开市场资金投放34025.50亿元、回笼42343.00亿元，净回笼8317.50亿元。央行公开市场国债净买入债券面值3000亿元，买断式逆回购14000亿元。本月国库现金定存到期1200亿元，MLF投放3000亿元，净回笼11500亿元。截至12月31日，DR007收于1.98%，较11月末上行33.90BP；R007收于2.23%，较11月末上行43.73BP。12月共发行同业存单34705.60亿元，总偿还20783.60亿元，净融资额13922亿元，净融资额较上月增加10594.30亿元。
- 利率市场
- 本月利率债一级市场整体发行量与净融资较上月减少。国债发行6759.80亿元，净融资934.50亿元。

二级市场方面，各期限国债、国开债收益率本月继续下行，截至 12 月 31 日，10 年期国开债到期收益率收于 1.73%，较上期末下降 38BP。

➤ 信用市场

➤ 本月新发行信用债总规模 16822.22 亿元，总偿还量 15764.05 亿元，净融资额 1058.17 亿元。其中城投债发行 2882.31 亿元，净融资额-1192.60 亿元，平均票面利率为 2.49%，较上月下降 28BP。

➤ 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；美国对华贸易政策超预期。

【行业评论】【山证电新】20250108 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

➤ 据 InfoLink 最新数据，本周硅料价格持平，硅片、电池片、组件价格上涨。

➤

➤ **多晶硅：**致密料均价为 39.0 元/kg，较节前持平；颗粒硅均价为 36.0 元/kg，较节前持平。从硅业分会报价来看，N 型复投料和颗粒硅价格分别环比上涨 2.22%和 2.11%。近一周多晶硅企业有一定成交量，N 型硅料有 6 家企业成交，主要集中在头部大厂，成交价格整体重心上移。2025 年多晶硅企业行业自律正式启动，企业自律减产行动对价格走势起到了一定的积极作用，但由于存量库存仍需一定时间消化，下游接受程度不高，预计短期价格小幅上涨。

➤

➤ **硅片：**150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较节前持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.18 元/片，较节前提高 12.4%。12 月硅片产量 45.91GW，环比增长 10.71%。1 月产量预计将增至 46GW，短期内价格稳定为主。

➤

➤ **电池片：**M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.3 元/W，较节前提高 9.1%；210mm 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.280 元/W，较节前提高 7.1%；182mm TOPCon 电池片均价为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较节前提高 3.6%。近期电池环节库存水平较低，1 月春节假期电池排产下调至约 40GW。短期内电池价格预计还有上涨空间。

➤

➤ **组件：**182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较节前下降 4.4%；182TOPCon 双玻组件价格 0.69 元/W，较节前下降 2.8%。12 月组件环节排产约 46GW，1 月需求淡季叠加春节假期等因素，企业排产大幅下调，产出预计在 40GW 左右，环比下降约 13%。邻近春节，开工率持续偏低，同时国内外需求不足，

库存处于相对高位，预计短期价格持稳为主。



➤ **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；持续减产的光伏玻璃环节：福莱特；光储龙头：阿特斯、阳光电源、德业股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、信义光能、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



➤ 风险提示：光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

### 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

