

长城财富投研周报

2025 年第 45 周 11 月 17 日星期一

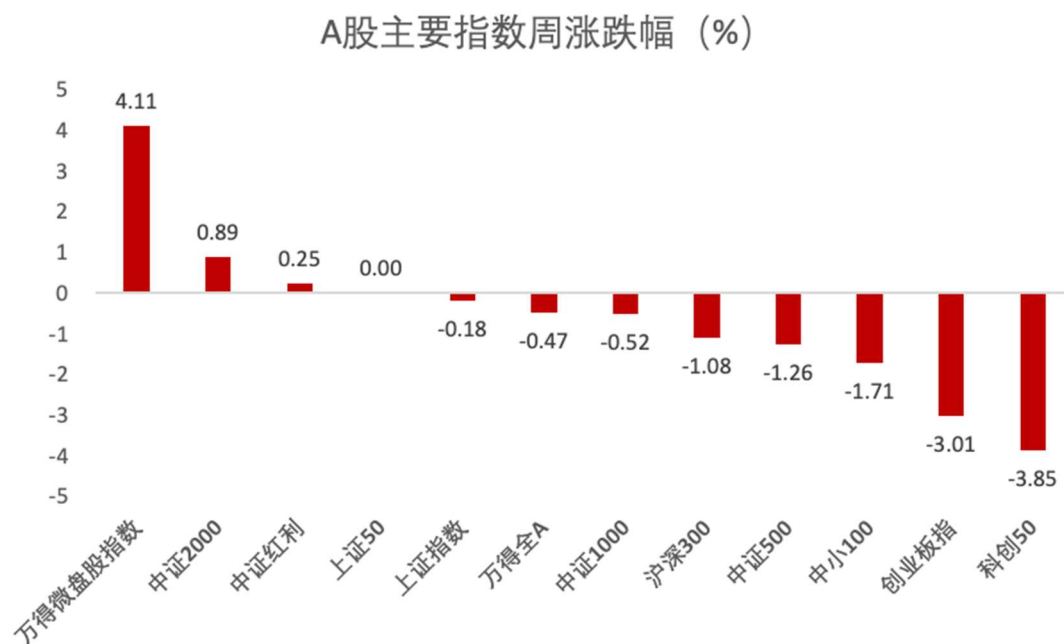
一、 核心观点

10 月金融数据发布，总量上，新增社融同比少增，社融存量规模增速和累计同比增速均进一步回落，一方面受到政府债券发行“前置”结束、拉动效果减弱的影响；同时也反映年底实体部门融资需求整体偏弱。结构上，信贷需求总体延续弱势局面，当月新增人民币贷款创 2009 年以来同期新低，居民部门短贷和中长期贷款均减少。M1 增速开始回落，M2 延续下行，M1-M2 剪刀差开始回升。M1 增速是资金活化程度的重要参考指标，所以从历史上来看，M1 增速的向上拐点基本也对应了 A 股市场的向上拐点，但 M1 增速开始回落后 A 股表现不尽相同。随着 M1、M2、社融等总量指标相继回落，宏观流动性驱动的逻辑会边际弱化，股市上行斜率有所放缓，但并不意味着行情的结束。第一，随着 PPI 持续回升，降幅连续收窄，有利于改善市场对未来的盈利预期，PPI 回升正成为市场的另一条交易主线。第二，岁末年初，政策将逐渐为明年经济增长积蓄力量，明年增量财政货币政策的实施有望在明年对 M1 形成一定支撑。第三，从存款变动来看，10 月居民存款同比多减 7700 亿元；非银金融机构存款同比多增 7700 亿元，这可能主要与跨季后存款转存理财有关，具有一定的季节性特点，同时也表明居民存款搬家仍在进行中。按照我们构建的居民资金入市指标体系，居民入市潜力指标尚

处于历史均值以下，距离均值+1 倍标准差的高点有较大差距，居民资金入市潜在空间仍大。从市场风格来看，历史上 M1 增速开始回落，市场风格会有所变化，可能从成长转向阶段性均衡（2010 年以及 2021 年 M1 增速见顶后），也可能全面转向价值（2016 年 M1 增速见顶后）。往后去看，市场将继续呈现科技和顺周期的轮动。

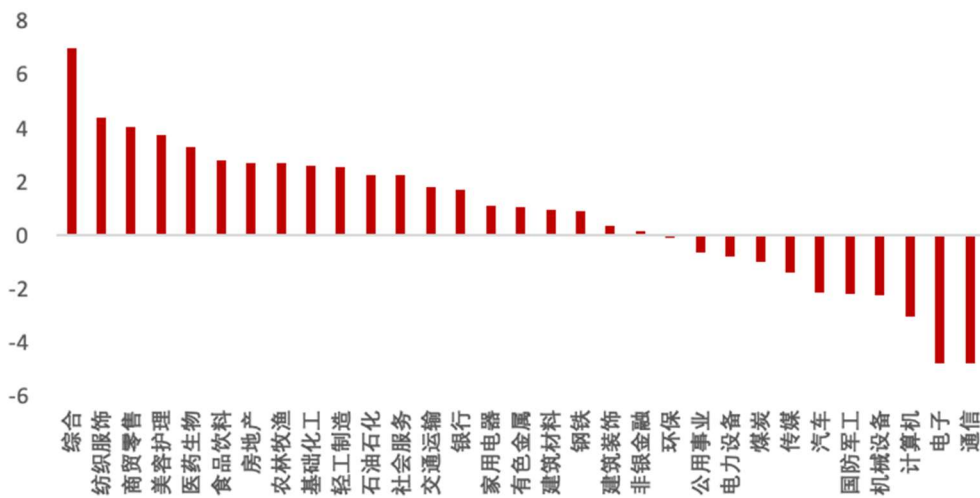
二、 上周市场复盘

上周 A 股主要宽幅多数下跌，上证指数跌 0.18% 收报 3990.49 点，万得微盘股指数涨幅 4.11%，超过 3% 领涨，中证 2000 和中证红利涨幅较少；创业板指、科创 50 跌幅较大，跌幅超过 3%。



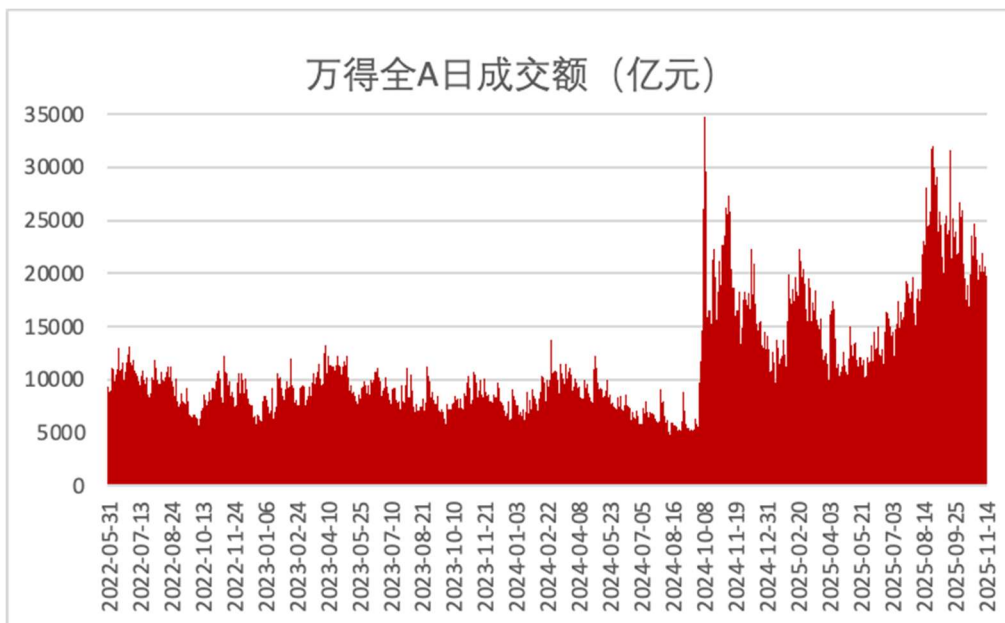
分行业看，上周一级行业多数大幅上涨，其中综合、纺织服饰、商贸零售涨幅超过 3%，上周领涨多为消费品板块；计算机、电子、通信下跌超过 3%，跌幅较大。

申万一级行业周涨跌幅（%）



上周节前市场情绪回落，万得全A日均成交额为 20438.27 亿元，环比增加 314.77 亿元。

万得全A日成交额（亿元）



三、 宏观及主要新闻事件

上周重要新闻、事件：

11月10日，贸易战 | 商务部发布公告称，经批准，自即日起至2026年11月27日，商务部公告2024年第46号（《关于加强相关两用物项对美国出口管制的公告》）第二款暂停实施。

11月11日，贸易战 | 美国正式宣布暂停实施对华造船等行业301调查措施一年。中方宣布，暂停对美船舶收取船舶特别港务费一年，暂停对韩华海洋株式会社5家美国相关子公司实施反制措施一年。

11月13日，光伏 | 传言多晶硅收储平台“黄了”被紧急辟谣。中国光伏行业协会发布声明称，网络流传消息均不实，协会和行业内各企业正一道努力，稳步推进“反内卷”相关工作。

11月14日，政府停摆 | 美国总统特朗普签署国会两院通过的一项联邦政府临时拨款法案，从而结束了已持续43天的史上最长联邦政府“停摆”。特朗普表示，美国政府“停摆”损失了1.5万亿美元，真正计算出损失的总体影响需要数周甚至数月的时间。

上周主要经济金融数据及事件：

宏观数据 | 国家统计局公布，10月份，扩内需等政策措施持续显效，叠加国庆、中秋长假带动，CPI环比上涨0.2%，同比上涨0.2%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅连续第6个月扩大。受国内部分行业供需关系改善、国际大宗商品价格传导等因素影响，PPI环比由上月持平转为上涨0.1%，为年内首次上

涨；同比下降 2.1%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点，连续第 3 个月收窄。

产业投资 | 国务院国资委有关负责人介绍，中央企业持续加大科技创新、产业焕新、设备更新等重点领域投资力度。前三季度完成固定资产投资超过 3 万亿元，增长超 3%，新兴产业投资占比约 40%。

融资规模 | 央行最新金融统计数据显示，前十个月我国社会融资规模增量累计为 30.9 万亿元，比上年同期多增 3.83 万亿元。10 月末，社融存量同比增 8.5%，M2 同比增 8.2%，环比均下降 0.2 个百分点。

经济状况 | 国家统计局公布 10 月经济“成绩单”，多项指标同比增速均有所放缓。数据显示，10 月份，我国规模以上工业增加值同比增长 4.9%，其中高技术制造业增加值同比增长 7.2%；服务业生产指数同比增长 4.6%，社会消费品零售总额增长 2.9%。1-10 月份，全国固定资产投资同比下降 1.7%，房地产开发投资下降 14.7%，新建商品房销售面积下降 6.8%。

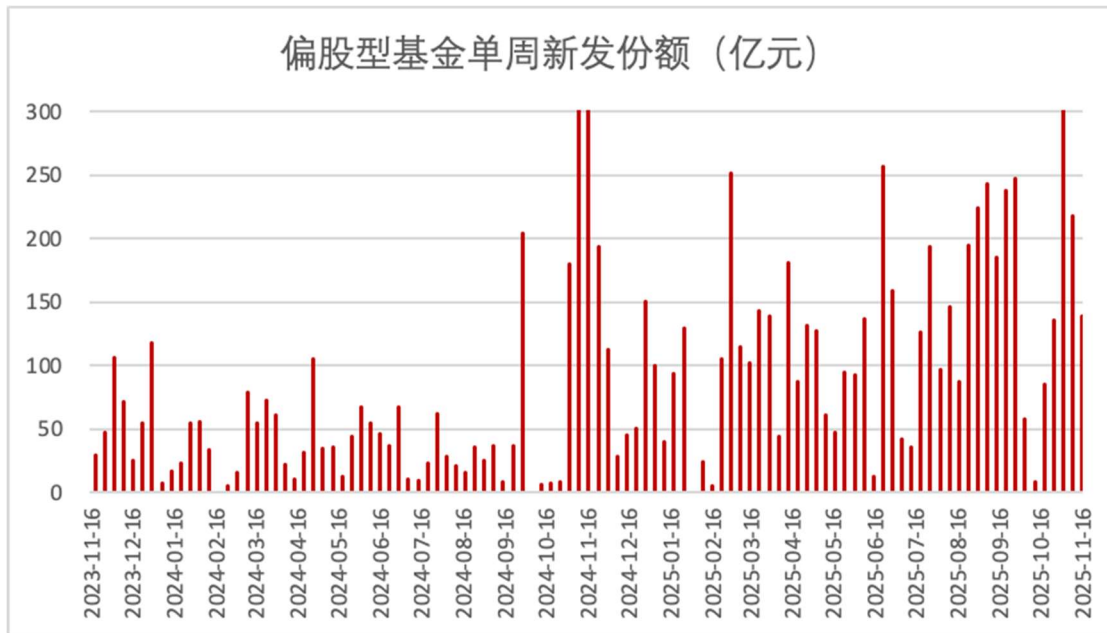
房价 | 国家统计局公布 10 月 70 城房价数据，各线城市商品住宅销售价格环比和同比均下降。二手房价格方面，价格环比下跌的城市数量已覆盖全部 70 城，一二线城市二手房价环比降幅收窄，分别下降 0.9%、0.6%。新房价格方面，环比上涨城市数量为 7 个，较上月增加 1 城；一二线城市新房价格环比降幅均较上月持平。

四、 市场流动性

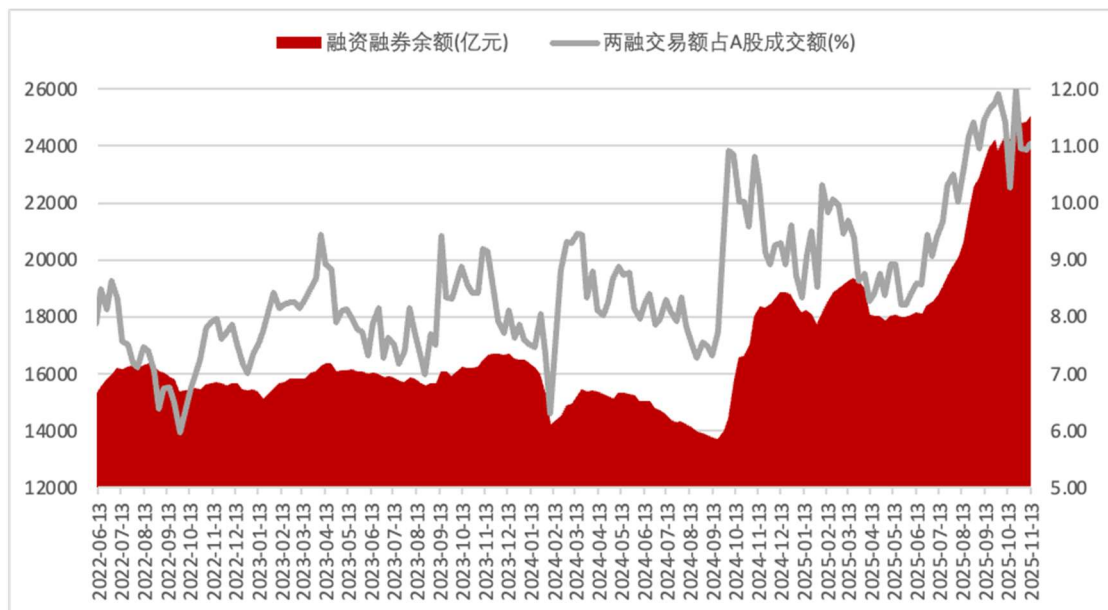
银行间市场流动性：上周央行公开市场有 4958 亿元逆回购到期，而央行累计进行了 11220 亿元逆回购操作，因此上周公开市场逆回购净投放 6262 亿元。资金价格同步上升，隔夜回购加权利率上行 3.8 个 bp 至 1.4296%，10 年国债到期收益率下行 0.02 个 bp 至 1.8140%。



新发偏股公募基金：上周新成立偏股型公募基金新发规模为 138.71 亿元，环比减少 79.66 亿元。



融资融券：上周两融余额环比增长 208.34 亿元至 25065 亿元。两融周成交额 9092.96 亿元，占期间 A 股成交额比为 11.04%，环比上升 0.11 个百分点。



五、 估值性价比跟踪

风险溢价率：上周沪深 300 市盈率环比下行、十年期国债收益率小幅回落，风险溢价率指标（ $1/\text{沪深 300 市盈率} - \text{十年期国债收益率}$ ）环比上升，处于历史均值-2 标准差卖点上方位置。

