

上银基金一周早知道 | 10 月金融数据释放哪些信息？

主讲人介绍



罗项天

上银基金权益投研部研究员

本科毕业于中国人民大学金融学专业，硕士毕业于伦敦大学学院金融学专业。擅长追踪行业趋势并自上而下进行投资研判，目前主要研究方向为光伏、储能、银行等行业。

一、市场概况

上周上证指数+0.51%，深圳成指+0.01%，创业板指数-0.93%，A股整体呈冲高回落的震荡格局，上证指数、深证成指均连续第四周收涨，北向资金延续卖出趋势，全周累计减仓近 50 亿元。当前上证指数和沪深 300 指数的 PE 水平已低于历史均值，投资机会值得关注。

二、重点关注

1、10 月经济数据：复苏波折下，静待政策落地

10月，规模以上工业增加值当月同比4.6%、预期4.3%、前值4.5%；社会消费品零售总额当月同比7.6%，预期7.3%，前值5.5%；固定资产投资累计同比2.9%，预期3.1，前值3.1%。

主要经济指标走弱，投资端不及预期。10月，主要经济指标中仅社零和工业增加值略好于市场预期。剔除基数效应后，主要经济指标两年复合同比全面走弱，其中三大投资的边际转弱幅度最大，消费复苏动能冲高回落。需求放缓，生产出现回落，服务业生产指数和工业增加值两年复合同比均较上月下滑。

房地产投资仍存明显下行压力。一方面，成交土地总价领先于土地购置费，土地成交收缩的影响还未充分传导至投资端。往后看，土储高库存压力下，房企拿地意愿或难有起色。另一方面，销售不振或抑制竣工修复。销售是竣工端的重要资金来源，当前商品房销售仍未见好转，10月竣工增速明显下滑，“保交楼”政策保障能否延续尤为关键。

制造业投资韧性能否延续需进一步观察。制造业投资驱动主要来自利润、出口等因素。今年1-9月工业企业利润同比下降9%，盈利不足。边际上看，10月PPI同比再度回落，需求放缓，利润修复存在压力。此外，10月出口景气度边际转弱，房地产投资下行对家具、木材加工、上游加工等地产链行业也形成较强压制。基建投资面临项目不足和地方化债的双重阻力。10月，交运仓储、水利环境两大传统行业投资增速较年初明显放缓，原因或与项目储备缺乏有关。2023年前9个月，地方基建类项目审批规模显著低于去年。项目短缺掣肘下，沥青开工率滑落至历史低位水平。此外，新一轮地方化债加速推进，“控增量”下基建投资空间或受到约束。

消费复苏动能同样存在隐忧。首先，服务消费呈现“冲高回落”的特征，指向有效消费需求依然不足。其次，商品消费存在短板，社会集团商品消费较为低迷。2023年前三季度，社会集团商品消费累计同比-0.7%，对整体商品消费形成较大拖累。居民商品消费同比增长6.9%，与5.8%的人均可支配收入大体相匹配，进一步向上的动能相对有限。

有效需求不足，政策落地提速。10月产需回落，三大投资的边际转弱幅度最大。后续来看，地产投资下行压力较大，制造业和基建投资韧性受盈利、外需、化债等多方面挑战。表观较好的消费，低基数下同比“虚高”。虽然年内实现5%

经济增长目标的压力或不大，但当前外需存在回落风险，内需仍需稳固，经济的稳健修复仍需逆周期调节政策的持续推进落实。10月广义财政支出加速，政策发力已初现端倪。后续国债增发、“三大工程”等重磅政策落地，对于经济的支撑效果有望逐步显现。

2、10月金融数据：社融符合预期、信贷好于预期

10月社融表现符合预期，政府债一枝独秀，支撑社融平稳增长。10月社融新增18500亿元，与市场预期值18283亿元基本相当。分项来看，政府债新增15600亿元，占比新增社融84.3%，为近年历史最高值；社融口径人民币贷款新增4837亿元，占比有所回落。从季节性来看，本月社融同比多增9108亿元（前值5816亿元），社融增长在加快，从结构来看，仍是政府债多增在支撑，人民币信贷小幅多增，而企业债、委托贷款和股权融资拖累较多。在社融新增同比加快的情况下，社融存量同比也有所提升，10月社融存量同比增长9.3%（前值9.0%），增速有所加快。

10月信贷增长好于预期，居民信贷依然低迷，企业信贷平稳增长。10月新增人民币信贷7384亿元，好于市场预期值6411亿元。从居民信贷来看，9月的信贷回升并没有持续性，当前10月信贷增长再次回到疲软态势。从期限结构来看，居民的短期信贷下降较多，10月减少1053亿元，同比少增541亿元；中长期贷款新增707亿元，同比多增375亿元。从企业信贷来看，10月信贷同比加快，结构上中长期贷款占比保持平稳，信贷质量没有明显改变。

10月居民存款表现偏弱，企业存款同比多增，政府因债券发行和税收大月的影响，增加较快。10月人民币存款新增6446亿元，同比多增8312亿元，显著好于季节性表现。居民端存款减少6369亿元，同比少增1266亿元；企业端存款减少8652亿元，同比多增3048亿元；财政存款新增13700亿元，同比多增2300亿元，也显著高于季节性表现；非银存款本月增加5068亿元，同比多增3020亿元。此外，货币供给保持平稳，M2与上月持平，M2-M1剪刀差小幅回升，存款活化比例有所下降。

10月社融整体与预期相当，表现出以下特征：（1）金融支持实体的角度来看，政府债起到支柱性作用；（2）居民信贷在9月的信贷短暂回升后，再次回归疲软，地产政策在居民预期较低背景下的有效性仍未见起色；（3）企业中长贷新增占比平稳，从趋势来看（3MMA 同比），企业信贷或处于新周期的拐点；（4）货币供应保持平稳，但存款活化程度降低，同时在10月政府债券发行加快和税收大月的影响下，银行间市场流动性表现出长端紧、短端松的局面。

结合当前信贷和经济恢复的局面，货币政策宽松仍有想象空间。最近10月的PMI数据显示，制造业供需再次降温，中断了5月份以来向季节性回归的改善趋势。同时总需求指数在10月边际下行，经济动能有所放缓。从就业角度来看，稳定就业改善并不多，外来户籍改善较为显著，但对经济内生动能的改善作用或较小。从逆周期调节的角度来看，政策宽松需保持力度。从货币政策角度来看，一是需配合财政政策，在政府债发行量显著增加时，适当增加货币量供给；二是企业信贷增长尚在低位，居民信贷更是低迷，从增加投资改善预期的角度来看，价的宽松可以适当推出。

3、美国 CPI 数据解读

美国10月CPI环比0.0%，预期0.1%，前值0.4%。核心CPI环比0.2%，预期0.3%，前值0.3%。CPI同比3.2%，预期3.3%，前值3.7%。核心CPI同比4.0%，预期4.1%，前值4.1%。

环比分项来看，10月房租和超级核心通胀涨幅明显回落，缓解了其在9月环比大幅上涨后，市场对后续核心服务通胀粘性的担忧。核心服务环比涨幅的回落，带动整体核心通胀的回落。二手车环比跌幅收窄，服装和医疗商品环比由负转正，带动核心商品跌幅收窄。

10月房租环比涨幅大幅回落，往后看，房租回落的趋势仍较为明确。房租环比涨幅主要受业主等价租金和住宿分项拖累，主要居所租金环比持平。从Zillow、Apartment List等领先指标来看，房租涨幅回落的趋势较为明显，并且在建公寓（主要用来出租）数量及其占租房存量的比重仍不断上升，供给仍在不断增加，租房的空置率已经基本回升至疫情前水平，显示租房市场仍将持续放缓。

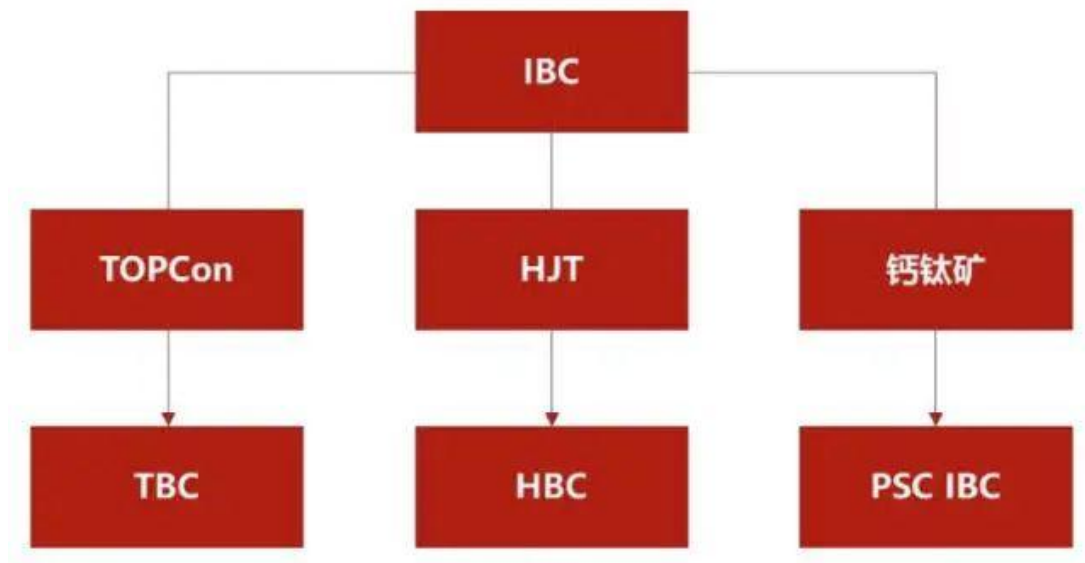
剔除房租后的其他核心服务（又称之为“超级核心通胀”）环比涨幅回落 0.40 个百分点至 0.22%，为三个月新低。超级核心通胀的回落，主要受酒店住宿、娱乐服务、其他个人服务和教育通信服务拖累。超级核心通胀与劳动力市场密切相关，是后续通胀下行的主要阻力。但整体来看，美国劳动力市场仍在降温趋势中，对工资上涨也将构成明显制约，同时 10 月非农就业明显回落，因此预计超级核心通胀环比涨幅后续将逐渐回落。

健康保险（Health Insurance）分项环比涨幅在 10 月如期转正，但对核心 CPI 的影响有限，一是该分项在 CPI 中的占比不到 0.6%，因此即便环比转正，对核心 CPI 的影响也较为有限。二是环比涨幅仅为 1.1%，涨幅有限，后续预计涨幅维持在 1%附近。根据我们的测算，健康保险分项的调整，对整体 CPI 一年的累计影响在 0.03 至 0.07 个百分点之间。此外，BLS 采用新方法核算该分项，将每半年调整一次，预计在 2024 年 4 月后还将继续下调该分项涨幅，预计调降至 0.5%-0.75%区间。

核心商品环比跌幅收窄 0.3 个百分点至-0.1%。10 月二手车价格跌幅收窄，服装和医疗商品环比由负转正，是核心商品跌幅收窄的主要拉动项。领先指标显示，二手车价格后续仍将继续下跌，但跌幅收窄，叠加其他核心商品的库存去化，预计核心商品环比短期内难以明显回升。

往后看，预计核心通胀回落仍是趋势。市场加息预期清零，但谈论降息可能过早。继 10 月非农体现劳动力市场供需紧张有所缓解后，CPI 数据令市场完全不相信继续加息的可能，股债双涨、美元回落。利率接近限制性水平，联储的决策重心转变为高利率维持的时间，这 will 和核心通胀的下行速度相关，而目前核心通胀的改善速度偏慢。在财政的支撑下，消费或许仍有韧性，一是超额储蓄截至今年 7 月仍有 1 万亿美元，预计至少花至明年 7 月；二是下一年个税起征点的上调幅度达到 5.4%，仍然较大，这也部分解释了当前消费信贷紧缩速度偏慢的原因，当下谈论联储降息可能过早，仍需静待观察。

三、每周一图



资料来源：《IBC 太阳能电池技术的研究进展》，浙商证券研究所

IBC 电池（Interdigitated Back Contact，指交叉背接触），是指正负金属电极呈叉指状方式排列在电池背光面的一种背结背接触的太阳能电池结构。IBC 电池正面无金属栅线，发射极和背场以及对应的正负金属电极呈叉指状集成在电池的背面。这种正面无遮挡结构完全消除栅线电极造成的遮蔽损耗，能够最大限度地利用入射光，从而有效提高电池效率和发电量。

受益于正面无栅线的结构设计，IBC 电池转换效率更高，组件封装简单方便且美观。

（1）更高的转换效率：有效提升短路电流 J_{sc} 、开路电压 V_{oc} 以及填充因子 FF。正面无栅线遮挡，可消除金属电极的遮光电流损失，实现入射光子的最大利用化，较常规太阳能电池短路电流 J_{sc} 可提高 7% 左右；

由于正面不用考虑栅线遮光、金属接触等因素，可对表面钝化及表面陷光结构进行最优化的设计，可得到较低的前表面复合速率和表面反射，从而提高开路电压 V_{oc} 和短路电流 J_{sc} ；

正负电极均位于电池背面，不必考虑栅线遮挡问题，可以对金属栅线结构做最大程度优化，例如适当增大栅线宽度、优化栅线形状以降低电池串联电阻，并增强对长波光子的背反射功能，从而提高电池填充因子 FF 和短路电流 J_{sc} 。

(2) 组件封装更方便灵活，避免常规的复杂封装流程。常规电池在组件封装过程中，需要用涂锡带从电池片的正面焊接到另一块电池的背面。IBC 电池由于其正负电极均排布在电池背表面，可以避免常规的复杂封装流程，降低自动化生产的难度，从而提高生产率。该结构特点还可减小电池片的间隔距离，增大组件的封装密度，进而提高光伏组件单位面积的发电量。

(3) 外形美观，尤其适用于对双面率要求较低而对美观度有一定要求的分布式场景。IBC 电池组件封装可以尽可能减小电池间隙，提高单位面积电池密度，并且正面色调更均匀美观，适用于光伏建筑一体化，具有很好的商业化前景。

TBC 电池结合 IBC 电池高的短路电流与 TOPCon 优异的钝化接触特性，从而获得更高的转换效率。TOPCon 电池正表面存在较高的金属接触复合，TBC 电池不存在该问题。将 TOPCon 电池钝化技术用于正面无遮挡的 IBC 太阳电池，能在不损失电流的基础上提高钝化效果和开路电压，从而获得更高的光电转换效率。受益于 TOPCon 电池工艺的成熟，TBC 工艺成为目前性价比最高的 IBC 电池工艺路线。目前 TBC 电池技术难点主要集中在背面电极隔离、多晶硅钝化质量的均匀性以及 IBC 工艺路线的集成等。当前制备 TOPCon 电池的关键设备 LPCVD/PECVD 已经成熟，推动 TOPCon 电池整套量产工艺成熟的同时，带动了 TBC 电池工艺的成熟。

HBC 电池将 HJT 电池技术和 IBC 电池技术有机结合，利用 HJT 电池结构非晶硅优越的表面钝化性能，并借鉴了 IBC 电池结构正面无金属遮挡的优点。与 IBC 电池结构相比，HBC 太阳电池采用氢化非晶硅 ($a\text{-Si:H}$) 作为双面钝化层，在背面形成局部异质结结构，基于高质量的非晶硅钝化，获得高开路电压。与 HJT 太阳电池相比，HBC 太阳电池前表面无电极遮挡，采用减反射层取代透明的导电氧化物薄膜 (TCO)，在短波长范围内光学损失更少，成本更低。HBC 电池具备大短路电流和高开路电压的双重优势，代表着晶硅太阳电池的最高光电转换效率水平。HBC 太阳电池兼具 IBC 太阳电池与 HJT 太阳电池在结构与工艺上的难点，主要体现在工艺流程复杂、设备昂贵、配套工艺及辅材要求高。(1) 需要掩模、开槽、掺杂和清洗才能完成制备背面 PN 区，制程复杂，比如 Kaneka 的方案，就高达 8 个工序，涉及 5 个不同设备，制程复杂而昂贵，而主流 PERC 电池只需一道炉管扩散工艺就完成 P-N 结的制备；(2) 本征和掺杂非晶硅镀膜工艺，工艺窗口窄，对工艺清洁度要求极高；(3) 负电极都处于背面，电极印刷和电极隔离工艺对

设备精度要求高；（4）低温银浆导电性弱，需要跟 TCO 配合良好，壁垒高供给少；（5）低温电池制程，客户端需要低温组件封装工艺配合。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。