



西部担保
WEST GUARANTEE

FINANCIAL DYNAMIC
WEEKLY

一周金融动态

西部（银川）融资担保有限公司战略发展部编写
2021年11月15日 / 第39期/总第326期





主办

西部(银川)融资担保有限公司战略发展部

| 总 编

闫丽婷

| 副总编

海金波

| 编辑委员会

李 芊 韩晓辉 杨 芳 南海娟

| 主编/校稿

白 芳

| 内容编辑

梁俊茹 勉海龙 王国锋 刘元鹏 马彩霞

目录



01

原创天地

新材料系列报告：工业蓝宝石材料产业 / 01



02

精彩推荐

2022市场展望|水往何处流 / 10



03

共同关注

宏观经济 / 16 政策法规 / 16 产业信息 / 17
金融行业 / 17 宁夏财经 / 18



新材料系列报告：工业蓝宝石材料产业

新材料产业是促进我国经济发展、科技进步、产业升级的重要支柱产业。据统计，近几年我国新材料产业发展迅速，产值从 2016 年的 2.3 万亿到 2019 年的 4.5 万亿，复合增速 15.4%。进入 2020 年以后增速加快，预计到 2021 年有望突破 7 万亿元，复合增长率高达 18.72%。蓝宝石作为战略新型材料，随着 LED 产业的快速发展、消费性电子应用的提速及国防工业材料、民用窗口需求的进一步增加，市场对蓝宝石材料的需求仍将保持相对稳定的增长态势。

蓝宝石俗称刚玉，主要成分是 Al_2O_3 （氧化铝），因其具有多种光学、机械、电气、热力以及化学特性，被广泛应用于工业等多种领域。属于国务院发布的《新材料产业发展指南》分类中的关键战略材料。银川市对新材料产业发展很重视，蓝宝石是银川新材料主导产业之一，在新材料产业布局中放在了优先发展位置。

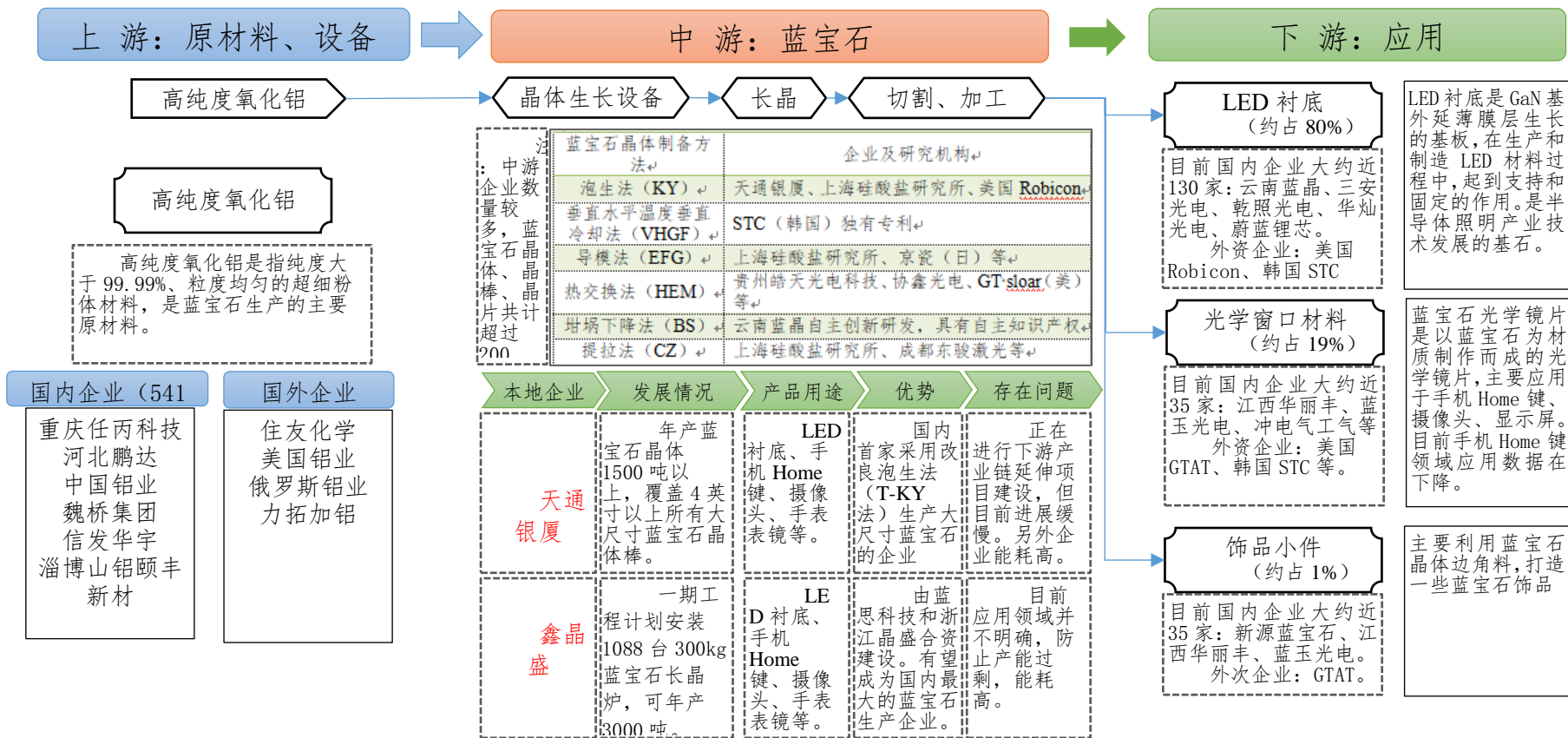
一、蓝宝石材料的替代产品少，应用集中

（一）蓝宝石材料产业链

作为关键战略材料，蓝宝石材料下游应用相对集中，主要用于 LED 衬底（占比高达 80%），上游原料主要有氧化铝（ Al_2O_3 ）、钨钼等基础材料以及生产设备。

原创天地

图表、蓝宝石产业链



注：整个蓝宝石产业链中，宁夏主要布局在中游。上游原材料对外采购，下游主要销往东部。

资料来源：西部担保

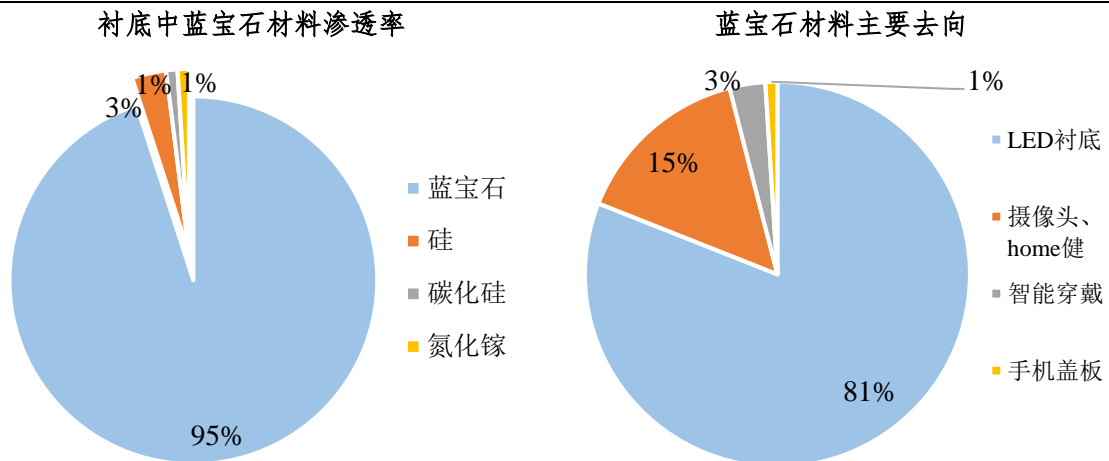
原创天地

（二）蓝宝石特性决定了其 LED 衬底地位

蓝宝石材料拥有优异物理、化学性能，很适合作光学元件衬底。蓝宝石单晶材料具有独特的晶格结构、优异的力学性能、良好的热学性能，是优良的衬底基板材料。蓝宝石的 C 面与 GaN 单晶膜之间的晶格常数失配率小，同时符合 GaN 单晶膜生长的耐高温要求，可在接近 2000℃ 的高温条件下工作，并且光学穿透带很宽，从近紫外光到中红外线都具有很好的透光性，在实际应用中是 GaN 最理想的衬底材料。蓝宝石与硅单晶具有相似的热膨胀系数，在蓝宝石晶片上可以生长出高质量的硅单晶膜，也是大规模集成电路 SOI 和 SOS(硅+蓝宝石)及超导纳米结构薄膜等最为理想的衬底材料。

现有的衬底材料中，蓝宝石渗透率超过九成。目前市场上的衬底材料主要有蓝宝石、硅、碳化硅，除了以上三种以外，还有不常用的 GaAs、AlN、ZnO 等，但蓝宝石材料在衬底中的渗透率超过了 95%。从蓝宝石用途的角度考虑，有超 80% 的蓝宝石用于 LED 衬底，其余 20% 用于智能终端。

图表、蓝宝石材料应用领域分布



资料来源：高工 LED，西部担保

二、需求：受 LED 产业影响较大，两者高度相关

蓝宝石材料有八成用于 LED 衬底，应用相当集中。因为其特殊的物理化学性能，又决定了蓝宝石材料在衬底市场中的独霸地位。可以说，LED 产业的前景决定了蓝宝石行业的未来。

（一）LED 产业发展决定着蓝宝石行业需求

1. 衬底制作是 LED 产业链的重要环节

LED 产业链包括上游 LED 衬底制作、LED 外延生长及 LED 芯片制造，中游 LED 封装和下游 LED 应用。LED 外延片的质量决定了 LED 芯片的发光效率，而不同的衬底

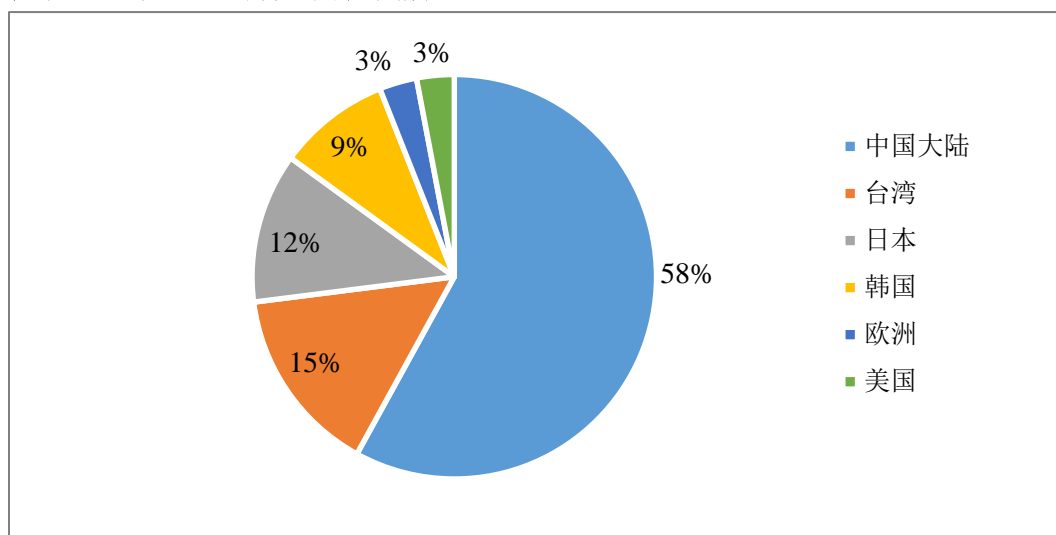
原创天地

选择制造出来的外延片、芯片也有不同的特性。因此，衬底的制作、外延片和芯片制造在整个 LED 行业起着决定性作用。也说明作为 LED 衬底的蓝宝石是 LED 产业不可或缺原料，短期内会伴随着 LED 产业的兴衰而发展。

2.全球 LED 产能不断转移至中国，国内市场竞争加剧

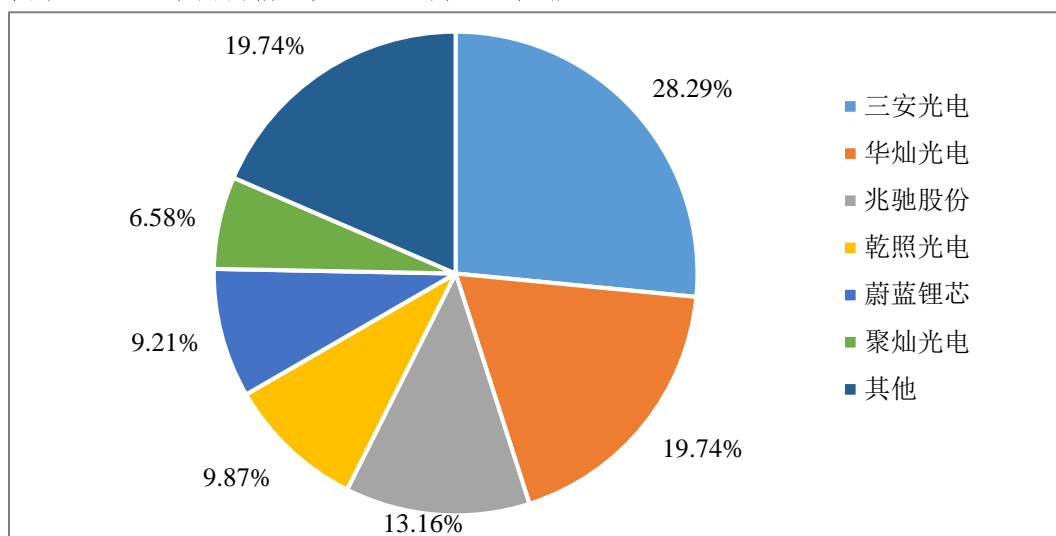
近几年，一些地方政府大力支持 LED 产业，出台了很多优惠政策。国内 LED 芯片厂商在地方政府的支持下，依靠资金、规模等方面的优势积极扩产，全球 LED 芯片产能不断向大陆转移。研究数据表明，国内 LED 芯片产能占比超全球产能 50%。此外，国内产业集中度也在不断提升。随着芯片产能不断释放，下游增速不断放缓，市场空间不断压缩，头部企业之间的竞争更加激烈，部分头部企业产能利用率处在 80%左右。

图表、全球 LED 芯片产能分布情况



资料来源：中国产业信息网，西部担保

图表、2020 年国内前 6 大 LED 芯片企业产能占比

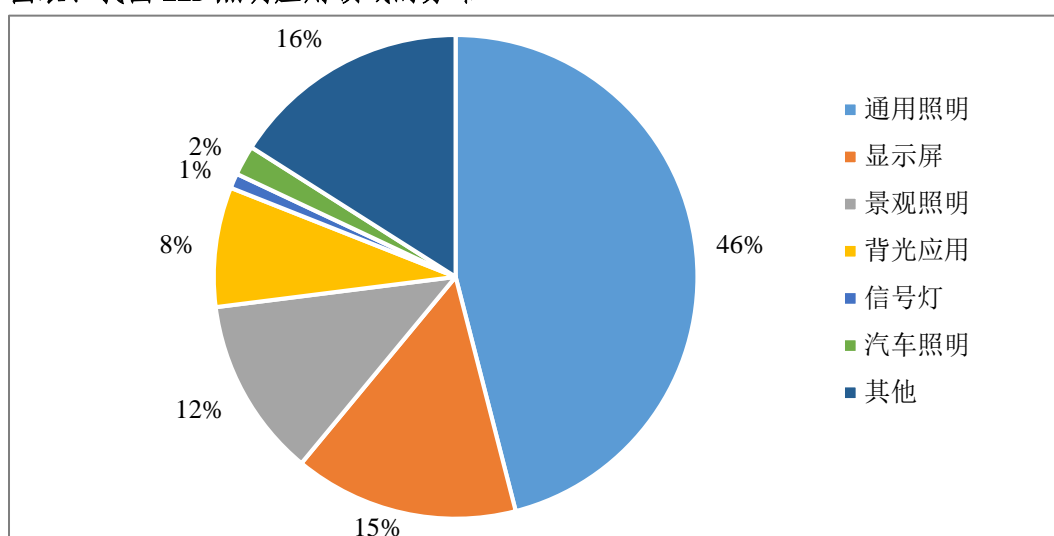


资料来源：开源证券，西部担保

原创天地

通用照明、显示屏等应用领域市场扩张，LED 芯片迎来新的需求增长。LED 产业的产值主要集中在下游应用领域，上游产值仅占 3%，下游占 84%。受 LED 产业需求主导型的影响，下游的应用市场规模决定着 LED 产业前景，而 LED 产业前景又决定着蓝宝石材料前景。目前，封装后的 LED 芯片主要应用在照明、显示屏等终端市场，其中通用照明、显示屏和景观照明分别占比 46%、15%和 12%。2008-2020 年，中国 LED 应用市场年复合增长率达到了 24.63%。2020 年国内受疫情影响，LED 应用领域的市场规模约 7000 亿元，较 2019 年有所下降。2021 年随着疫情影响的减弱，LED 行业迎来新的增长，部分机构预测 2021 年整个 LED 产业市场规模有望达到 7900 亿元。

图表、我国 LED 照明应用领域的分布



资料来源：开源证券，西部担保

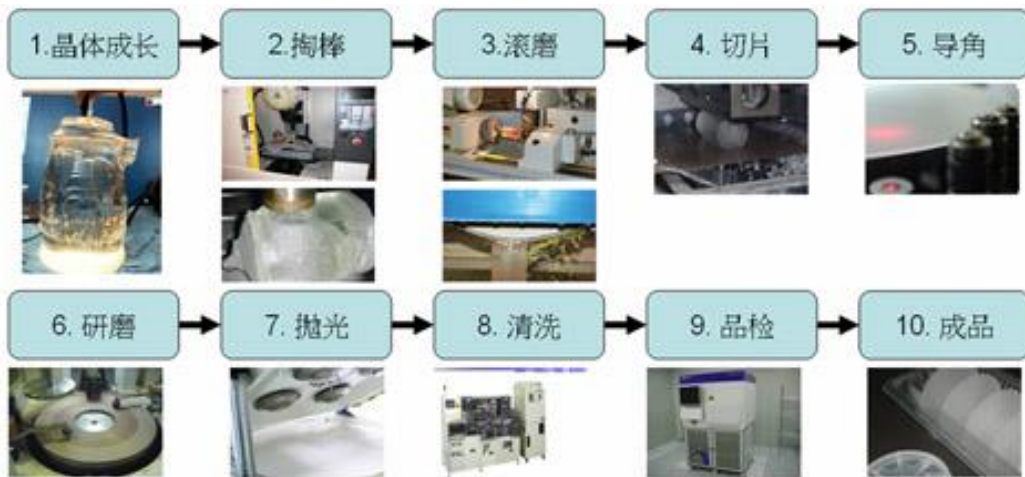
（二）蓝宝石作为 LED 芯片制造的原材料之一，市场需求与 LED 产业相关

1. 蓝宝石材料的主要工艺

蓝宝石是世界上硬度仅次于金刚石的材料，而且从近紫外到中红外波段均具有很好的透光性，可以作为消费类电子产品的窗口材料。蓝宝石作为 LED 最主要的衬底材料，占 LED 芯片衬底市场份额超过 95%。

原创天地

图表、蓝宝石晶片制造流程



资料来源：公开资料整理，西部担保

在生产 LED 芯片工艺中，蓝宝石主要参与 LED 芯片外延沉积工艺，如下图所示。

图表、蓝宝石材料主要用于 LED 衬底生长

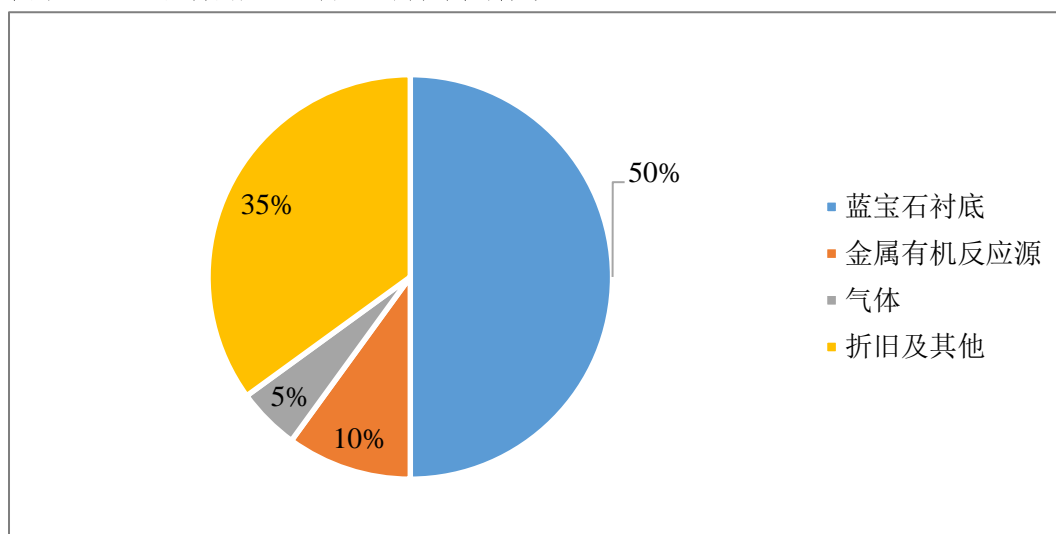


资料来源：公开资料整理，西部担保

2.LED 制造中蓝宝石材料占成本一半

根据 CSA 数据，LED 芯片制造成本中，衬底晶圆（即蓝宝材料）占 LED 芯片制造成本的比例约 50%，金属有机反应源占 10%，折旧及其它占到 35%，保护气体约占 5%。

图表、蓝宝石衬底 LED 外延芯片成本构成



资料来源：中国产业信息网，西部担保

3. 蓝宝石材料市场规模约 110 亿元

根据国家半导体照明工程研发及产业联盟的统计数据，2020 年受疫情影响，包括 LED 外延芯片、LED 封装及 LED 应用在内的 LED 产业整体市场规模达到 7013 亿元，同比下降 7.09%。蓝宝石产业受到较大影响，产业规模有所下降。根据 LED 产业市场规模，测得 2020 年蓝宝石行业市场规模约 110 亿元。

图表、国内蓝宝石市场规模估算

类别	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(a)LED 外延芯片产值 (亿元)	151	182	232	240	201	210
(b)LED 衬底中蓝宝石渗透率	95%	95%	95%	95%	95%	95%
(c)LED 芯片产业毛利率	37.79%	26.91%	38.56%	24.33%	12.90%	10.37%
(d)=a*b*(1-c): LED 芯片成本 (亿元) (含蓝宝石材料)	89.24	126.37	135.41	172.53	230.03	178.81
(e)LED 芯片成本中蓝宝石材料占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%
(f)=e*d: LED 芯片领域蓝宝石市场规模	44.62	63.19	67.71	86.26	115.02	89.41
(g)应用于 LED 衬底中的蓝宝石材料占比	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
(k) =f/g 蓝宝石产业市场规模 (亿元)	55.09	78.01	83.59	106.50	102.67	110.38

资料来源：西部担保

4. 随着疫情影响结束，通用照明、电子领域的蓝宝石市场需求会有所恢复

自 2016 年 10 月 1 日起，15W 及以上普通照明用白炽灯被禁止销售和进口，“禁白令”使得国内 LED 照明产品进入加速渗透期。LED 在照明领域的快速渗透使得整个蓝宝石行业也迎来了快速发展期。但 2017 年底，LED 行业迎来了新一轮行业调整，受政府

原创天地

补贴以及行业良好盈利性的驱使，LED 芯片产能快速扩大，有阶段性供过于求压力，行业迎来调整。进入 2020 年，受疫情影响，市场需求受到一定冲击，照明领域需求基本不变，但显示需求 2020 年同比下滑较多，主要受海外市场需求下滑影响。LED 行业的调整同样影响蓝宝石行业，2020 年蓝宝石行业市场规模仅有 110 亿元，较 2019 年有所回升。进入 2021 年，随着疫情的影响越来越小，LED 产业迎来了新一轮上涨周期。国内大力发展夜间经济、智能照明等新经济业态，为 LED 产业发展带来了新机遇，也为蓝宝石产业发展带来了新需求。

三、供给：依据 LED 产业的需求随时调整供给

（一）LED 产业调整，蓝宝石存在短期供过于求的压力

蓝宝石行业属于需求带动性产业，下游应用较为集中，对 LED 客户的依赖比较重。据 LED inside 统计，自 2018 年起，国内 LED 出现了阶段性供过于求压力，LED 企业库存增加，产能利用率下降。蓝宝石行业也受到波及，前期的扩产造成了阶段性供过于求。

目前，全球蓝宝石企业 150 家左右，但具有实际制造能力的企业不到 100 家。国内大约有蓝宝石企业 39 家，其中具备晶体材料加工能力的有 30 家，而具备晶片图形化生产能力的有 14 家。可以分为三个梯队：**第一梯队：天通股份、晶盛机电、奥瑞德（目前报表亏损）。**天通目前是国内蓝宝石产量最大的上市公司，蓝宝石产能保有量与投入持续占优，技术和工艺都有较大优势，同时拥有上市融资平台。天通是全球唯一能够量产 C 向 400 公斤级别晶锭的企业。C 向蓝宝石比普通蓝宝石的利用率能提高 20%，400 公斤晶锭的实际使用率等同 480 公斤，而且支持切割 12 英寸超大尺寸衬底片。**第二梯队：水晶光电、无锡元亮、东晶电子、云南蓝晶（华灿光电收购）、江苏吉星（东旭光电收购）、徐州同鑫、重庆四联、晶盛机电和贵州皓天。**上述企业大多为传统 LED 配套类长晶，部分具有下游产业布局，产能规模居中或偏低，市场占有率不高，投入相对谨慎。**第三梯队：伯恩光学、蓝思科技等。**这类公司是从玻璃盖板加工跨界进入蓝宝石产业，主要原因就是匹配苹果的盖板产能，从盖板加工延伸至上游蓝宝石长晶制造。企业目的明确，投入规模大且迅速，成长速度非常快，但工艺技术与成熟企业相比尚有差距，往往会选择与前两梯队公司合作的方式。

（二）行业存在一定的壁垒，市场相对稳定

蓝宝石行业集材料学、物理学、力学、光学多学科为一体，晶体质量控制及后期加工过程需要大量专业设备和技术。产业工艺及管理需要一批具有交叉学科专业知识及丰

原创天地

富产业化经验的高级技术人才和管理团队。该行业技术、设备和管理壁垒高，使得新进企业很难在短期内掌握相关技术并生产大规模应用的低成本蓝宝石晶片。

四、总结

LED产业的兴衰决定着蓝宝石行业未来。蓝宝石使用量的80%以上进入LED产业，这种高集中度的行业情况使得整个蓝宝石行业发展对LED产业依赖性很强。目前，国家层面鼓励LED产业发展，《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》将半导体照明产品列为“重点领域及其优先主题”，照明领域LED需求的增加将带动蓝宝石产业发展。此外，LED的技术迭代，使得LED产业迎来新的发展机遇。过去几年，传统LED行业由于产品同质化严重，产能过剩，陷入了持续价格竞争的泥潭，龙头企业纷纷将未来破局的关键放在Mini LED和Micro LED的技术和量产突破上面，并在此方向进行专项布局，根据Arizton预计，2022年全球Mini LED和Micro LED市场规模超过10亿美元，2024年市场规模超63亿美元，年均将保持145%以上的高增长，蓝宝石衬底作为重要原材料，有望持续获益。除了通用照明和LED产业创新对蓝宝石需求的增加，5G技术催生的新一代触屏电子设备需求旺盛，为蓝宝石材料的发展注入新动力。再加上光学窗口材料和小饰品需求的增加，未来蓝宝石材料产业前景较好，有利于各地招商相关产业落地。

2022 市场展望|水往何处流

一、“能源风暴”与联储紧缩周期下的全球资本市场是否面临系统性风险？

去年四月份，国际原油期货价格一度跌至负值，这是历史上从未有过的事件。因此，去年的这个时候，人们在展望 2021 年的时候，同样没有想到今年会出现“煤荒”“气荒”：截止 10 月底，全球原油、动力煤等主要能源商品全年涨幅均超过 70%，天然气涨幅更是达到 143%。

归根溯源，本轮全球天然气、煤炭、石油价格的暴涨的原因虽然有长周期维度下，全球主要经济体为实现“碳中和”目标，对于传统能源的资本开支与资源开采力度的减少，限制了长期供给的增加。但更重要的因素恐怕仍在于诸多因素共振下短期供求阶段性缺口的形成，包括：发达国家经济体疫情解封后，被积压的航空、交通需求的集中释放，“拉尼娜现象”下，北半球供暖季的提前开启和今年“寒冬”供暖需求快速增加的预期等。

所谓“飘风不终朝，骤雨不终日”，这些在今年底明年初集中爆发的短期扰动因素虽可能在 1-2 个季度时间内推动全球能源价格涨幅超预期，但从明年全年角度看，明年一季度后，冬季供暖需求和全球航空、交通等积压需求的集中释放等当前能源市场多头最为关注的问题就将大大缓解。更重要的是，一些缓解今年大宗商品“供求缺口”的中期因素将开始逐步显现：就供给侧而言，在全球疫情复苏的大趋势下，发展中国家，特别是原材料出口国的疫情在明年也将逐渐复苏；就需求侧而言，中国每年贡献全球经济三分之一以上的经济增量。中国在很多商品领域的消费额，约占全球消费额的一半左右。

因此，展望明年全年，我们不认为，以能源为代表的大宗商品和 PPI 将开启一轮“超级周期”，其价格演绎更可能的路径或在一季度达到顶峰后，最晚在明年下半年出现普遍回落。

在这此基础上，明年美联储的紧缩周期进程同样大概率难以超市场预期，比如：市场普遍认为，11 月后美联储或将开启一轮较快的减少购债规模（Taper）的进程。但美联储大概率不会在发债洪峰过去前，进行超预期紧缩以进一步增加当前本已债台高筑的美国政府的融资成本。而明年年中之后，美国又将进入“中期选举”竞争白热化的竞选期，当前拜登的支持率跌幅超过二战以来历任美国总统的现实，以及美国各州重新划分选区后，民主党国会选举中面临的严峻形势，使我们认为，美联储很难在明年四季度前开启实质性加息周期。

精彩推荐

在全球流动性整体充裕程度不会低于市场预期的基础上，今年年中后，抑制美国经济和就业恢复的重要因素——美国“财政补贴”暂停后，美国居民因为惰性，短期不愿工作，将在今年四季度后或逐步缓解：疫情前，40%的美国居民“零储蓄”以及美国居民普遍热衷“超前消费”而负债累累的现实，意味着美国居民很难坚持超过一个季度上不回到工作岗位。而伴随明年美国工业生产的修复，美国经济增长也或将略好于当前。同时，美国国内供应链的修复也将在一定程度上，缓解当前推升美国国内通胀的一些因素，如：因缺乏工人造成的汽车生产停滞、港口集装箱堆积等。

与此同时，过去两年以来，因为疫情等造成的危机感加重，美国社会整体对于科技创新的投入力度有所加强，纳斯达克科技型企业 mRNA 疫苗、半导体、智能驾驶等领域均出现了较以往更大力度的科技突破。故我们认为，至少在明年，特别是在前三季度，以美股为代表的全球资本市场发生大级别调整的系统性风险概率不大。

除了上述市场热议的美股等影响因素外，明年海外一个被市场忽视的潜在风险在于：**全球发展中国家供应链逐步恢复后，对我国出口产业链将产生何种影响？**众所周知，去年疫情以来，我国“清零式”的强力防控措施，在海外疫情失控，全球供应链中断的背景下，使得我国在全球出口中的份额占比快速提升，一度达到了 17.5% 以上。这种出口的高景气是支撑过去两年我国经济韧性，乃至 A 股上市公司整体盈利韧性的最重要动能之一。

明年起，伴随全球发展中国家供应链进一步正常化，特别是全球对“疫情常态化”逐步适应后，全球航运、空运、货运的逐步“全面解封”，以及我国居民对疫情整体仍维持高度紧张的心态，预计去年以来支撑我国出口高景气的“替代效应”或进一步承压。在此基础上，我国近年来人工成本、原材料成本等的快速上涨对利润较为微薄的中小出口制造业企业的冲击，是否会使得全球供应链格局出现一定程度的变数？这些影响更加深远的海外风险因素，值得投资者密切跟踪、关注。

二、地产下行对经济的影响或仍被市场所低估

今年 8 月以来，尽管地产数据不尽如人意，但银行股、地产股以及地产中资美元债均出现较强的反弹，或反映了投资者在经济下行下，对于地产政策放松和重启的押注。但当前包括购房者在内的社会各界对于“房地产永远涨”的预期或发生了具有“拐点性质”的变化以及其可能的连带影响，则或被市场所低估：

第一，房地产税试点的进度加速，在增加了潜在购房者观望情绪的同时，通过增加

精彩推荐

买房持有成本，对当前我国整体负债率高，但现金流较差的“多套房”拥有者构成冲击；第二，恒大等事件改变了居民对于期房和涉房理财产品，承包商对于高预收款比例融资，银行对于涉房信贷等的信心，这些都将加深房企的现金流压力，并使得“低利润率、高负债率、真实资产质量较差”的当前房地产主流经营模式受到冲击。因此，我们认为，**明年商品房的销售面积或出现负增长，房地产投资增速显著回落应该比较确定。**但到目前为止，大部分人对于房地产行业走弱给经济带来的负面影响还没有给予充分重视。

房地产作为居民家庭的最大类资产，估计要占到中国居民部门总资产的 60%左右；与房地产直接相关的贷款，要占到银行贷款余额的 30%左右，房地产同时作为资产，也要占到银行总资产的 30%左右；此外，地方政府的土地出让金收益加上与房地产相关的税费，则要超过地方政府财政总收入的 30%。综上，我们认为，**房地产对中国经济增长**的直接加上间接贡献大约也在 30%左右。这意味着，地产下行对明年经济增长的负面影响或不容忽视。在此基础上，房地产销售的下行与融资难度的加大，又必然带来房企拿地意愿的降低，进而导致地方政府土地出让收入的下降。根据中指研究院的数据，第二轮集中供地拍卖成交价较储备成本平均溢价只有 4.6%，显著低于 5 月份首轮拍卖中 14.7% 的溢价均值，且近 52% 的土地拍卖被取消、改期或流拍。

地方政府的土地收入的减少，必然又会影响到其基建投资的能力，所以，展望明年全年，我们很难期望基建投资增速会有显著回升。回顾 2020 年年初，大家对新基建投资曾寄予厚望，但事实上，2018 年以后，基建投资的实际增速明显低于预期。从最新公布的数据看，前三季度基建投资同比增速只有 1.5%。因此，就 2022 年全年来看，期望基建投资增速大幅提升来弥补房地产投资增速下降的缺口并不现实。故我们预计，**明年全年经济增速，特别是投资增速或将下行，全年 GDP 增速预计在 5% 上下。**

三、2022 年资本市场的投资机会：关注“水往何处流”？

就明年资本市场而言，虽然地产及经济增速下行，或将带来 A 股整体，特别是地产链相关上市公司的业绩出现一定程度上的下修，进而使得明年整体 A 股的波动有所加大。但是，这并不意味着明年资本市场缺乏投资机会，特别是结构性的投资机会。在明年经济增速整体下行的背景下，资金在大类资产和股市中各个板块间的配置变化将是决定明年市场投资主线与节奏最重要的变量，即 2022 年的资本市场要格外关注“水往何处流”？

首先，就总量角度而言，如前文所述，明年一季度后，PPI 整体见顶回落，同时，CPI 虽在煤电联动、电价上涨以及上游涨价向下游传导下有所上升，但居民收入与消费

精彩推荐

能力的制约，使得 CPI 很难出现大幅上升的局面，估计明年平均为 2% 左右。PPI 与 CPI “剪刀差”的收敛，叠加地产带来的经济下行，以及明年特殊年份下，对于“六保”“六稳”的格外强调，都意味着，**明年货币政策仍有空间，流动性整体仍将维持较为充裕的水平，这将利好股市与债市。**

其次，就居民资金在大类资产配置角度而言，地产下行固然会对地产链相关上市公司有所冲击。但对于整体权益市场而言，在明年一、二季度，伴随中央财政在“跨周期调节”下的发力，社融等指标环比仍将维持企稳态势。在这种情况下，从资金的大类资产配置的角度看，过去 10 年我国资本市场往往与房地产呈现一定的“跷跷板”关系，如：2014-15 年上半年的股市“快牛”与地产下行，形成鲜明对照；2015 年下半年—16 年上半年的地产火热，则与股市熊市并行等；2018 年下半年，股市面临“股权质押风险”的同时，房地产市场则保持活跃；19-20 年上半年，股市核心资产“牛市”下，沪深 300 和上证 50 不断新高的同时，全国核心城市地产价格则出现一定程度的下跌。

今年年中以来，A 股破连续 45 天成交额过万亿，破历史记录的天量资金来源也或与地产强调控下，部分居民与银行信贷的资金入市相关。根据证监会披露信息，截至 2021 年 6 月底，股票市场投资者数量已达到 1.89 亿。而在 2019 年 12 月的疫情前，沪深两市投资者数量共有 1.59 亿。也就是说，在过去 1 年半的时间里，A 股新增股民高达 3000 万。

因此，至少未来半年，在系统性风险发生可能性不大的前提下，地产周期的下行，特别是房地产税试点与恒大等事件对居民“地产信仰”的冲击，将进一步强化居民的资金入市意愿，故我们认为，**A 股整体仍将维持震荡向上，指数逐步新高，结构性机会层出不穷的态势。**而明年二季度起，伴随能源与 PPI 价格趋势性回落，债市明年全年的投资机会也值得高度关注。

再次，高质量发展下，国家对于流动性的引导亦或将愈来愈精准化，这也意味着，“水往何处流”将是决定明年资本市场的结构性机会的重要因素：就货币政策新增工具而言，10 月 24 日公布的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》明确指出“设立碳减排货币政策工具，将绿色信贷纳入宏观审慎评估框架”，我们预计明年央行可能将加快推出，包括：“绿色再贷款”，“绿色中期借贷便利”（GMLF）等在内的与碳减排支持相关的结构性货币政策工具。近期工商银行已明确未来五年拟为能源领域提供意向性融资支持额度 3 万亿元。

精彩推荐

很显然，以储能、光伏、新能源为代表的“双碳”方向正获得类似疫情后中小微企业再贷款那样的支持，成为央行结构性宽信用的最重要方向。同时，叠加上述产业方向在未来确定性的高景气度，以“双碳”为代表的绿色能源革命或将成为明年A股最重要的投资主线之一。

就资本市场增量资金的引导而言，外资近年来已成为A股市场最重要的增量资金，但外资在A股市场持有市值的比例仅从2018年的2.26%提升至2021年6月的4.17%，远远低于其他发展中国家。对于外资而言，能否拥有足够的套期保值和风险对冲手段，是其决定是否增加一个市场的配置头寸的重要因素。

就居民资金配置新方向而言，如前文所述，房地产税与恒大等事件或将打破了居民的“地产信仰”，加速了居民资金入市意愿，且与国际水平相比，我国居民资金入市水平仍有很大提升空间：根据央行2020年4月发布的《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国城镇居民资产配置仍然以住房为主，比例高达59.1%（美国为30.6%），而金融资产的配置仅为两成（20.4%），只有美国的1/2（美国为42.5%）。

需要注意的是，居民部门在过去20年房价上涨过程中，潜移默化形成的房价与地产信托等“长期、稳健、高收益率”的思维定式，或难以适应资本市场“高波动，快速轮动，且换手容易”的特征，比如：去年以来，诸多明星基金全年整体收益率翻倍以上，但持有相关明星基金的基民却有80%出现亏损。因此，我们认为，居民对专业财富管理的诉求将在未来进一步快速增强。而财富管理型券商明年起的表现，或类似5年前聚焦私人业务的招商银行等那样，估值与市场表现与行业整体偏贝塔的周期性特征出现明显分化。

就宏观指标新变化对资金配置的引导而言，如前文所述，我们判断，明年全年PPI-CPI“剪刀差”或出现大幅收敛。这使得，一方面，除部分与下游高景气的新能源相关的周期股外，多数今年表现亮眼的周期股，在明年或很难再得到资金的如此青睐；另一方面，CPI的有所上升，使得今年利润受上游涨价所抑制，且具有一定“抗通胀属性”的部分下游消费股细分，如：种植、必选消费品等，明年或有所表现。

（来源：李迅雷 金融与投资）

解读：

就当前国际环境而言，能源危机预计将不会持续太久，以能源为代表的大宗商品预计最迟明年下半年出现普遍回落，在此基础上，明年美联储的紧缩周期进程大概率难以

精彩推荐

超市场预期。国内地产下行对经济的影响或仍被市场所低估，明年全年经济增速，特别是投资增速或将下行。资本市场预计明年 A 股整体仍将维持震荡向上，结构性机会预计会层出不穷。

共同关注

[宏观经济]

- ❖ 统计局：10 月份，全国 CPI 环比上涨 0.7%。
其中，城市上涨 0.7%，农村上涨 0.7%；食品价格上涨 1.7%，非食品价格上涨 0.4%；消费品价格上涨 1.1%，服务价格上涨 0.1%。10 月份，全国 CPI 同比上涨 1.5%。1-10 月平均，全国 CPI 比上年同期上涨 0.7%。10 月份，全国 PPI 同比上涨 13.5%，环比上涨 2.5%；工业生产者购进价格同比上涨 17.1%，环比上涨 2.6%。1-10 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期上涨 7.3%，工业生产者购进价格上涨 10.1%。
- ❖ 央行：10 月末，广义货币(M2)余额 233.62 万亿元，同比增长 8.7%，增速比上月末高 0.4 个百分点，比上年同期低 1.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.61 万亿元，同比增长 2.8%，增速分别比上月末和上年同期低 0.9 个和 6.3 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.61 万亿元，同比增长 6.2%。当月净回笼现金 781 亿元。
- ❖ 能源局：10 月份，我国经济持续稳定恢复，全社会用电量持续增长，达到 6603 亿千瓦时，同比增长 6.1%，较 2019 年同期增长 14.0%，两年平均增长 6.8%。分产业看，第一产业用电量 83 亿千瓦时，同比增长 14.7%；第二产业用电量 4511 亿千瓦时，同比增长 3.2%；第三产业用电量 1123 亿千瓦时，同比增长 14.3%；城乡居民生活用电量 886 亿千瓦时，同比增长 11.1%。
- ❖ 海关总署：今年前 10 个月，我国进出口总值

31.67 万亿元，同比增长 22.2%，比 2019 年同期增长 23.4%。其中，出口 17.49 万亿元，同比增长 22.5%，比 2019 年同期增长 25%；进口 14.18 万亿元，同比增长 21.8%，比 2019 年同期增长 21.4%。10 月份，我国进出口总值 3.34 万亿元，同比增长 17.8%，比 2019 年同期增长 23%。

[政策法规]

- 国家网信办：发布《网络数据安全条例（征求意见稿）》。数据处理者应当建立数据安全应急处置机制，发生数据安全事件时及时启动应急响应机制，采取措施防止危害扩大，消除安全隐患；因业务等需要确需向境外提供数据的，应当通过数据出境安全评估、个人信息保护认证等；赴香港上市，影响或者可能影响国家安全等，应当按照有关规定申报网络安全审查。
- 能源局：印发《关于强化市场监管 有效发挥市场机制作用 促进今冬明春电力供应保障的通知》。要求强化中长期合同电量履约，要加强电力中长期交易合同电量履约监管，形成稳定的送电潮流，严禁发生未经送受双方协商一致随意减送或终止送电的行为。
- 发改委等 3 部门：印发关于《推进资源型地区高质量发展“十四五”实施方案》的通知。实施矿产地储备工程，构建产品、产能和产地相结合的战略资源储备体系。加大石油、天然气、铜、铬、钨、稀土、晶质石墨等战略性矿产资源勘查，做好重要矿产资

共同关注

源战略接续。

- 发改委等十部门：联合印发《“十四五”全国清洁生产推行方案》，大力推进重点行业清洁低碳改造。严格执行质量、环保、能耗、安全等法律法规标准，加快淘汰落后产能。到2025年工业领域清洁生产全面推行，农业、服务业、建筑业、交通运输业等领域清洁生产进一步深化，清洁生产整体水平大幅提升，能源资源利用效率显著提高，重点行业主要污染物和二氧化碳排放强度明显降低，清洁生产产业不断壮大。

[产业信息]

- ✚ 中国水泥网：11月12日当周，全国水泥价格相对高位运行，除川渝地区仍在尝试大幅推涨水泥价格，其他部分省份水泥价格有承压下跌趋势。降价主要源于销售压力逐渐增加，北方地区降温及雨雪天气影响，户外施工减少，需求快速下滑。而南方市场需求也明显不如往年同期水平。
- ✚ 邮政局：1-10月，邮政行业业务收入累计完成10365.8亿元，同比增长17.8%；业务总量累计完成11027.9亿元，同比增长28.0%。10月，全国快递服务企业业务量完成99.5亿件，同比增长20.8%；业务收入完成909亿元，同比增长12.1%。
- ✚ 发改委：11月10日，煤炭调度日产量达到1205万吨，创历史新高，较上一个峰值增加12万吨，其中山西、陕西、新疆等多省区煤炭产量均创近年来新高，为全国能源保供稳

价工作奠定更为牢固的基础。

- ✚ 中央网信办等部门：联合印发《关于开展IPv6技术创新和融合应用试点工作的通知》，明确到2023年底，IPv6技术创新和融合应用试点工作取得明显成效。IPv6关键技术创新、应用创新、服务创新、管理创新持续突破。联合组织开展IPv6技术创新和融合应用试点工作，聚焦重点领域，优先方向和瓶颈问题，探索IPv6全链条、全业务、全场景部署和创新应用，以点促面，整体提升IPv6规模部署和应用水平。

[金融行业]

- 银保监会：要毫不松懈地防范化解金融风险，平衡好稳增长和防风险的关系，坚决守住不发生系统性金融风险底线。稳地价、稳房价、稳预期，遏制房地产金融化泡沫化倾向，健全房地产调控长效机制，促进房地产业稳定健康发展。
- 财政部：印发《地方政府专项债券用途调整操作指引》。提出专项债券资金使用，坚持以不调整为常态、调整为例外。专项债券一经发行，应当严格按照发行信息公开文件约定的项目用途使用债券资金，各地确因特殊情况需要调整的，应当严格履行规定程序，严禁擅自随意调整专项债券用途，严禁先挪用、后调整等行为。
- 银保监会：发布《2021年银行保险机构公司治理监管评估结果总体情况》，评级结果主要集中在B级和C级。被评为C级（合格）的

共同关注

机构最多，共 1100 家，数量占比 59.24%；被评为 E 级（差）的机构共 138 家，占比 7.43%。银保监会表示，银行业保险业公司治理建设和改革取得一定成效，但仍然存在一些问题不容忽视，其中包括：股东入股资金不实、违规股权代持、大股东违规干预的现象在部分机构依然较为严重等。

- 中国基金报：广东证监局日前对辖区基金管理公司、基金销售机构下发《关于规范基金投资建议活动的通知》，在业内引发强烈关注，之后随着多地证监局纷纷跟进。最近一周，多家基金销售机构迅速暂停旗下互联网平台上的基金组合跟投，并发布告用户书。业内人士称，对上述通知行业内早有预期，目前属于“靴子落地”，目前销售平台正在针对相关通知进行相关调整，对一些没有基金投顾试点资格的个人和机构或存在短期影响，长期看有利于基金投顾业务的大发展。

[宁夏财经]

- ◇ 11 月 12 日，据人民银行银川中心支行消息，前三季度，我区存贷款总量稳定增长。9 月末，全区人民币存款余额 7468.23 亿元，同比增长 6.1%，前三季度新增存款 346.92 亿元；9 月末，全区人民币贷款余额 8158.33 亿元，同比增长 6.0%，前三季度新增贷款 375.74 亿元。
- ◇ 11 月 3 日，自治区人民政府印发《关于加快中医药特色发展的若干措施》，围绕夯实中医药人才基础、提高中药产业发展活力、增强

中医药发展动力、完善中西医结合制度、实施中医药发展重大工程、提高中医药发展效益、营造中医药发展良好环境等七个方面提出了 28 项具体措施。

- ◇ 11 月 12 日，宁夏发改委采取线上方式，组织召开银川至太原高速铁路预可行性研究专家评审会。标志着这一重大项目前期研究工作取得初步成果，为项目早日纳入国家相关规划提供了重要的支撑性材料和依据。银川至太原时速 350 公里高速铁路工程项目为我区“十四五”时期规划实施的“十大工程项目”之一。
- ◇ 日前，住房和城乡建设部办公厅发布《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》决定在全国 21 个城市(区)开展第一批城市更新试点工作，银川市成功入选。作为首批试点城市，银川市以城市体检结果为导向，以改善人居环境、补齐城市短板、提升城市品质、治理“城市病”为核心，主动开药方，提前出台《银川市城市更新三年行动实施方案(2021-2023 年)》，着眼于让人民群众在城市中生活得更方便、更舒心、更美好。



西部（银川）融资担保有限公司
Western (Yinchuan) Guarantee Co., Ltd.



咨询
热线

0951-7835555

地址：宁夏银川市金凤区上海西路239号英力特大厦B座18层

网址：www.xibudanbao.com