



西部担保
WEST GUARANTEE

FINANCIAL DYNAMIC
WEEKLY

一周金融动态

西部（银川）担保有限公司战略发展部编写
2021年11月8日 / 第38期/总第325期





主办

西部(银川)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

电子信息：集成电路产业概述 / 01



02

精彩推荐

明年经济和资本市场会有哪些变化？ / 12



03

共同关注

宏观经济 / 21 政策法规 / 21 产业信息 / 22
金融行业 / 22 宁夏财经 / 23



电子信息：集成电路产业概述

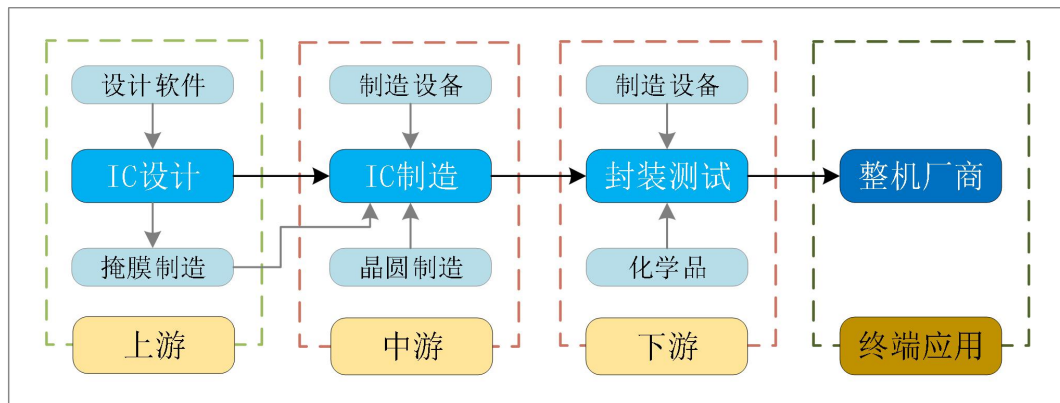
IC（integrated circuit）即集成电路，是指运用半导体加工工艺将经过一定设计的电路集成于半导体晶片上。集成电路是现代信息技术产业的核心，是推动信息化和工业化深度融合的基础，其发展在一定程度上推动着全球信息技术的发展。

一、产业链及进入壁垒分析

（一）产业链

集成电路作为半导体产业的核心，随着其产业规模的迅速扩张，产业竞争加剧，分工模式逐步细化。目前市场产业链核心环节为 IC 设计、IC 制造和封装测试。在核心环节中，IC 设计处于产业链上游，IC 制造为中游，IC 封装为下游。其终端产品广泛分布在生产生活中，大至各类工业品生产设备，小到个人日常运用的手机、汽车等。

图表：集成电路产业链



资料来源：公开资料，西部担保

（二）各环节进入壁垒

1.IC 设计环节对人员素质要求较高

IC 设计是以设计软件为工具，将系统、逻辑与性能的设计要求转化为具体的物理版图的过程，经过逻辑设计、电路设计和图形设计（布局后模拟）等步骤，最终生成光掩膜。IC 设计环节设备投入非常少，主要是人工投入，IC 设计需要高素质的技术团队，有一定的行业门槛。

2.IC 制造环节设备投资多、进入门槛高

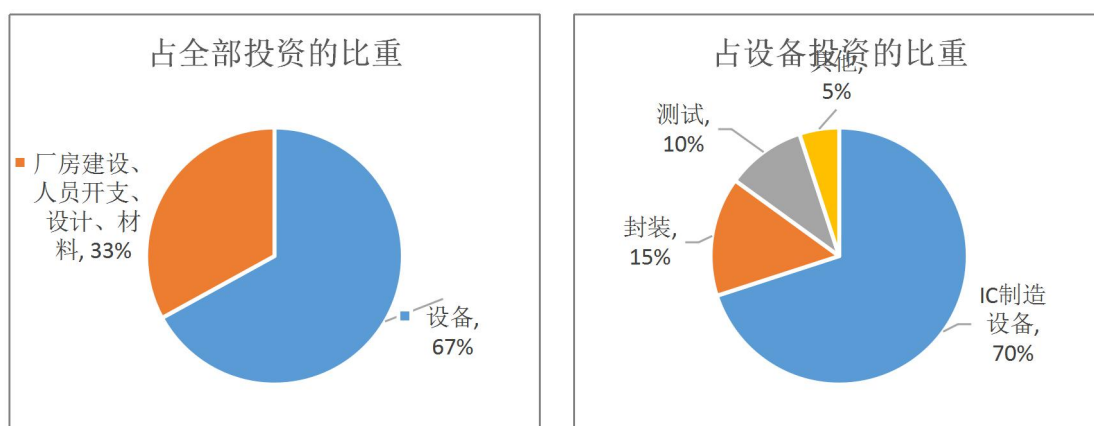
IC 制造是集成电路产业的核心环节，进入技术、资金壁垒均较高。这一环节是以晶圆为原料，以制造设备为工具将集成电路刻于晶圆之上。主要包含扩散、光刻、刻蚀、离子注入及镀膜等工艺。晶圆是从砂石里层层提炼出的高纯晶硅，经过拉晶、切割而成的硅片。IC 制造环节设备投资占到全产业链设备投资的 70%以上，其中，主要设备包

原创天地

括晶圆制造环节的熔炼炉、CVD 还原炉、单晶炉和切片机以及 IC 制造的光刻机、刻蚀设备、离子注入机、清洗设备、镀膜设备等。

据此可得，IC 制造是产业链上高技术附加、高进入壁垒的环节。加之国际环境对我国高端光刻机等设备的技术封锁，更加拔高了 IC 制造业的进入门槛。

图表：集成电路产业投资分析



资料来源：公开资料，西部担保

3.封测环节投资较少，国内产业相对成熟

“封装+测试”简称封测，其目的是把前端做好的集成电路放入保护壳中，同时将芯片上的接点用导线连接到封装外壳的引脚上，起到防止损坏、腐蚀和将芯片内部世界与外部电路连接的作用，最后再经测试合格方可。此环节要用到切割减薄设备、引线机、键合机、分选测试机等设备。封装和测试环节设备投入大概分别为全产业链设备投资的15%和10%。

芯片封装的输入/输出(I/O)引脚从几十根，逐渐增加到几百根，甚至可能达到2000根。伴随着这一发展过程，集成电路封装方式主要有DIP双列直插式、组件封装式、PGA插针网格格式、BGA球栅阵列式等，这几种方式有分别有各自的特点和应用。

图表：芯片封装方式及特点

封装方式	引脚数	特点	应用
DIP 双列直插式	不超过100个	1.适合在PCB（印刷电路板）上穿孔焊接，操作方便； 2.封装面积与芯片面积之间的比值较大，故体积也较大。	缓存、早期的内存芯片
组件封装式	100个以上	1.适用于SMD表面安装技术在PCB电路板上安装布线； 2.适合高频使用； 3.操作方便，可靠性高；	Intel系列CPU中80286、80386和某些486主板

原创天地

		4.芯片面积与封装面积之间的比值较小。	
PGA 插针 网格式	围方阵行 2-5 圈	1.插拔操作更方便，可靠性高； 2.可适应更高的频率。	Intel 系列 CPU 中， 80486 和奔腾、奔腾 Pro
BGA 球 栅阵列式	高脚数	1.I/O 引脚数虽然增多，但引脚之间的距离远大于 QFP 封装方式，提高了成品率。 2.虽然 BGA 的功耗增加，但由于采用的是可控塌陷芯片法焊接，从而可以改善电热性能。 3.信号传输延迟小，适应频率大大提高。 4.组装可用共面焊接，可靠性大大提高	Intel 系列奔腾 2、3、 4 系列 CPU，I850 芯片等

资料来源：公开资料，西部担保

二、产业发展情况解析

半导体是一种材料，分为集成电路、光电器件、敏感器件和分立器件四类，由于集成电路的占比非常高，达到 83%，故通常把半导体行业称为集成电路行业，而芯片是集成电路的载体，因此集成电路行业也被称为半导体芯片行业。集成电路产业具有技术复杂度高、产业结构专业化程度高的特点。

（一）我国产业政策

我国集成电路产业起步较晚，但由于对半导体设备的大量需求和有利的政策环境，自 2002 年以来，规模发展势头迅速。至今，我国集成电路产业已在全球集成电路市场中占有举足轻重的地位。

2000 年，国务院发布了鼓励软件产业和集成电路产业发展相关政策的通知，通过政策鼓励资金、人才等资源投向软件产业和集成电路产业，以鼓励其发展，同时对销售自产集成电路产品的企业和技术较为先进的大型外商投资企业仅征收 6% 税负。为贯彻国务院政策，2000 年和 2002 年，财政部、国家税务总局、海关总署相继联合发布关于鼓励软件产业和集成电路产业发展有关税收政策的通知，对软件产业和集成电路产业发展给予了税收优惠。同时，对集成电路生产企业引进集成电路技术和成套生产设备，给予减免关税政策支持。

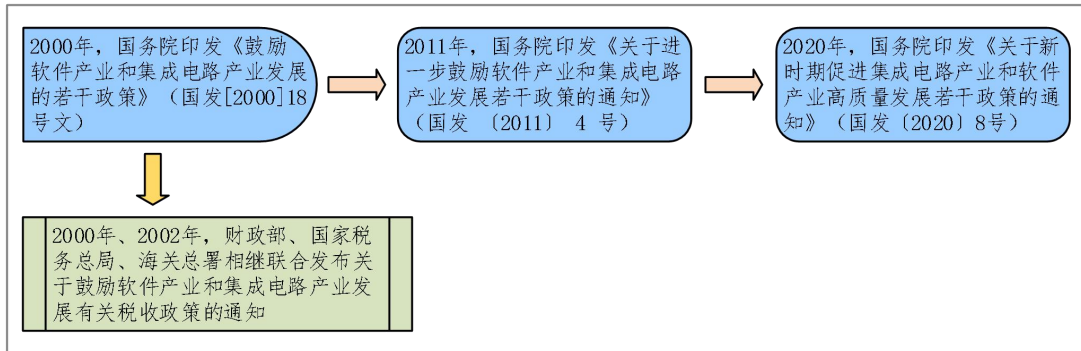
2011 年，国务院印发了进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策的通知，继续完善激励措施，明确政策导向。政策发布对于优化产业发展环境，增强科技创新能力，提高产业发展质量和水平，具有重要意义。

2020 年，为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，国务院印发了新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策，对集成电路产业的发展在财税、投融资、人才、研发、进出口等方面

原创天地

给予了鼓励支持。

图表：2000年-2020年国务院鼓励集成电路产业发展的政策梳理

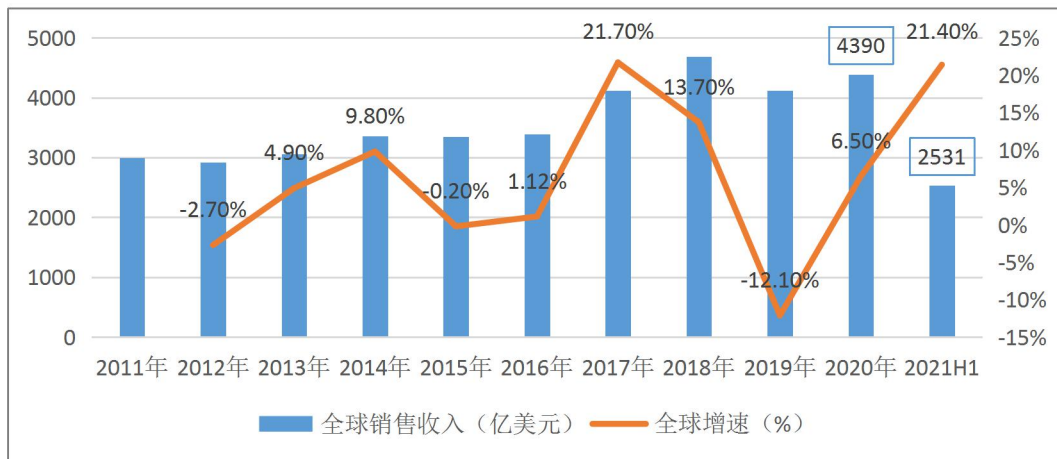


资料来源:公开资料，西部担保

（二）全球产业发展情况

根据世界半导体贸易统计协会（以下简称“WSTS”）统计数据，在2015年受PC、智能手机等终端产品逐渐成熟导致的市场增量放缓影响外，截止2018年，全球集成电路产业销售收入总体呈现增长态势；2018年的中美贸易摩擦导致2019年集成电路产业销售再次萎缩；2020年初爆发的新冠肺炎疫情致使产业恢复放缓，但总体处于增长区间。截止2021年6月底，全球集成电路产业销售收入为2531亿美元，较上年同期增长21.40%，增速较2020年全年上升14.9个百分点。

图表：2011-2021年上半年全球集成电路产业销售情况



数据来源：WSTS，西部担保

从销售区域来看，亚太及其他地区（除日本）市场份额最大，占到市场总值的61.8%；北美地区占比21.5%；欧洲占比8.4%；日本约占到8.3%。

（三）我国产业发展情况

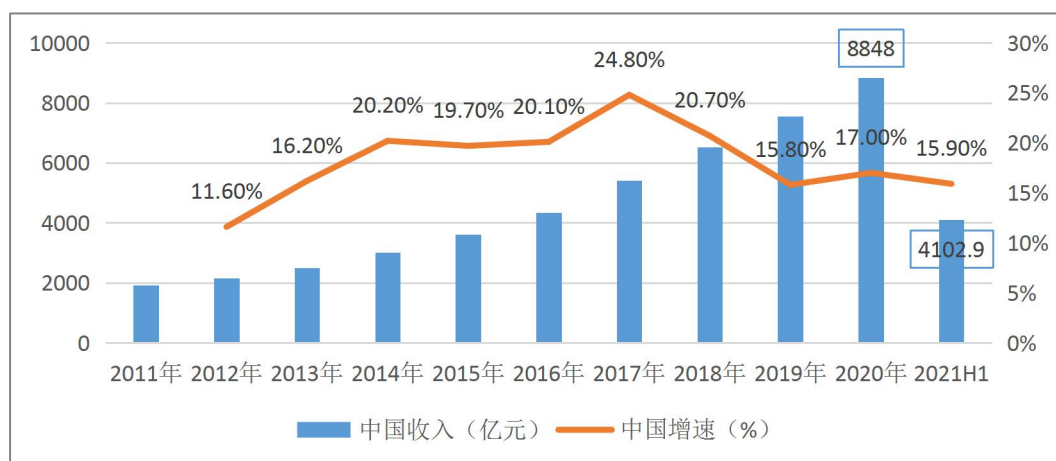
1. 产业平稳增长，但受到技术制约

原创天地

根据中国半导体行业协会（以下简称“CSIA”）数据分析，2011年-2020年，尽管国际环境变化纷繁复杂，我国的集成电路产业却一直处于增长区间，无论是面对2018年国际贸易环境的不利局势，还是2020年新冠肺炎疫情的不利因素，在全球集成电路产业遭受一定创伤的背景下，我国市场依然逆势增长。2020年我国集成电路产业实现销售收入8848亿元，较2019年的7562亿元增长17%。

2021年上半年，产业销售收入4102.9亿元，增速为15.9%，增速出现了下降，在上年增速高于全球11.5个百分点的背景下，2021年上半年增速低于全球5.8个百分点。这主要是受国际上对我国的技术封锁导致高端半导体芯片的生产被限制所致。

图表：2011-2021年上半年我国集成电路产业销售情况



数据来源：CSIA，西部担保

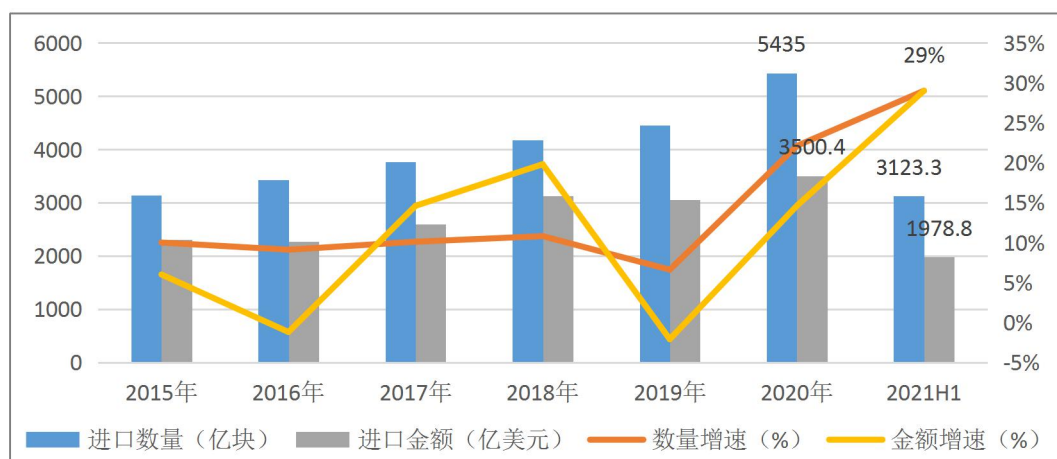
在自产销售的基础上，我国长期以来也大量进口半导体芯片，其中尤以高端芯片为主。这主要是由于我国在芯片制造三大领域中仅在设计和封测领域取得较大的技术突破，而在关键的高端芯片制造设备领域严重依赖国外厂商，如EUV光刻机。

EUV光刻机是目前最高端的光刻机产品，一直被海外企业阿斯麦所垄断，其自主研发难度大，许多技术国内仍然无法突破。此外，光刻胶作为芯片制造领域重要的材料，也常年被海外企业垄断，其中，日本占据了全球9成左右的光刻胶市场份额，而我国的光刻胶自给率仅为10%左右。

2.进出口持续增长，但出口产品附加值低

(1) 进口：据CSIA数据，近3年我国每年进口芯片金额都超过3000亿美元，2020年进口芯片5435亿块，进口金额3500.4亿美元，2021年上半年进口规模较上年同期继续增长29%，进口数量为3123.3亿块，进口额达1978.8亿美元。

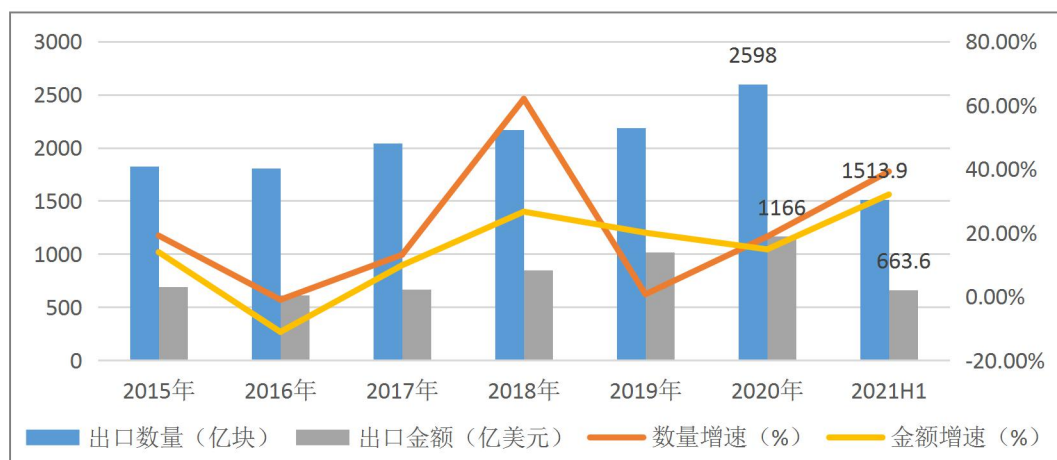
图表：2013 年-2021 上半年我国集成电路进口情况



数据来源：CSIA，西部担保

(2) 出口：进口增长的同时，出口也在增长。虽然受 2018 年国际贸易摩擦影响 2019 年出口增速有所下滑，但随着新冠肺炎疫情对国外的影响，2020 年出口迅速回升。据 CSIA 数据，2020 年我国出口芯片 2598 亿块，出口金额 1166 亿美元，2021 年上半年出口数量和金额继续增长。

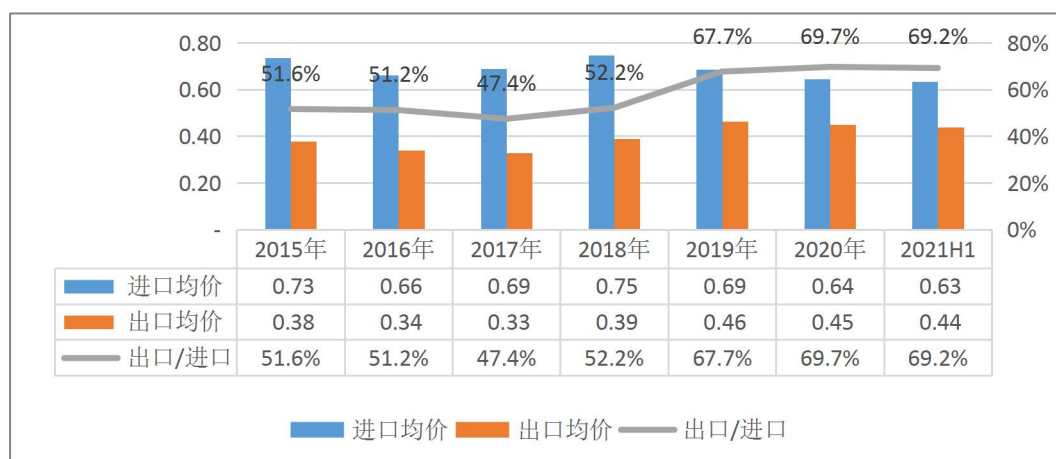
图表：2013 年-2021 上半年我国集成电路出口情况



数据来源：CSIA，西部担保

(3) 进出口均价测算：我们对 2015 年-2021 年上半年进、出口产品单位均价进行了测算，根据测算结果，出口产品均价低于进口产品均价。2020 年出口产品单位均价仅为进口产品的 69.7%，尽管 2017-2020 年这一比率在上升，但受以美国为首的国际环境对我国的技术封锁，2021 年上半年比率下降了 0.5 个百分点。

图表：2013年-2021上半年我国集成电路进、出口均价测算（单位：美元/块）



数据来源：CSIA，西部担保

不考虑人民币币值影响，在正常国际贸易环境下，我国的半导体芯片技术附加值在逐步增加。这从侧面说明我国集成电路产业在逐步向高科技含量方向发展。

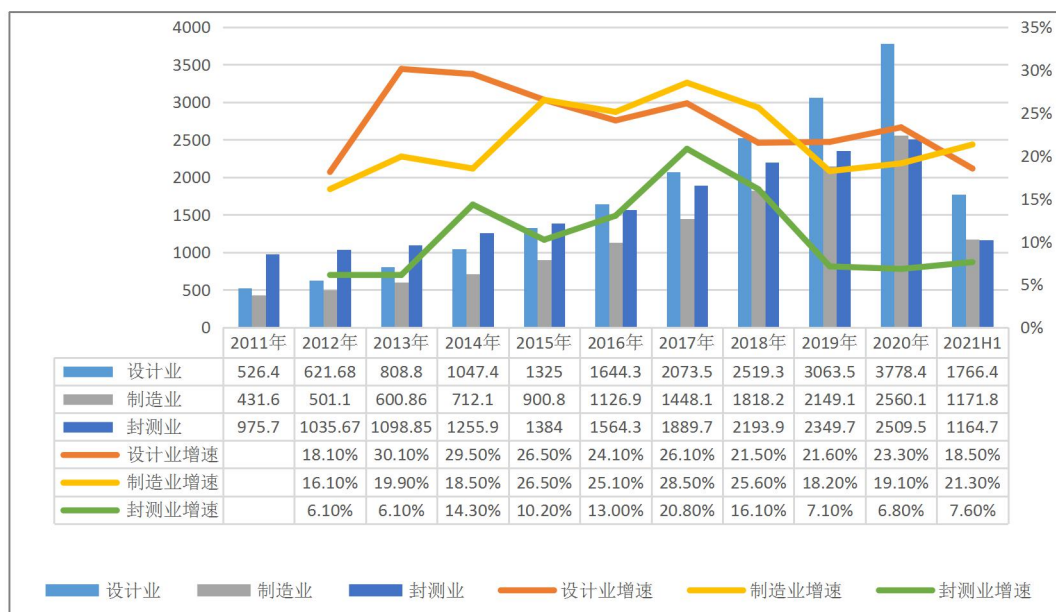
3.产业总体向高质量路径发展

根据CSIA统计数据，2011年-2020年，除封测业受2018年的国际环境影响较大外，我国集成电路产业链各环节均处在稳定增长区间，2020年，设计行业销售额为3778亿元，同比增长23.3%；制造业销售额为2560.1亿元，同比增长19.1%；封测业销售额为2509.5亿元，同比增长19.10%。

在我国集成电路产业整体下降的2021年上半年，设计业销售收入为1766.4亿元，同比增长18.50%，较2020年全年下滑4.8个百分点；制造业销售额1171.8亿元，同比增长21.3%，较上年全年增速加快；封测业销售额1164.7亿元，增速7.6%，基本与上年全年增速持平。

原创天地

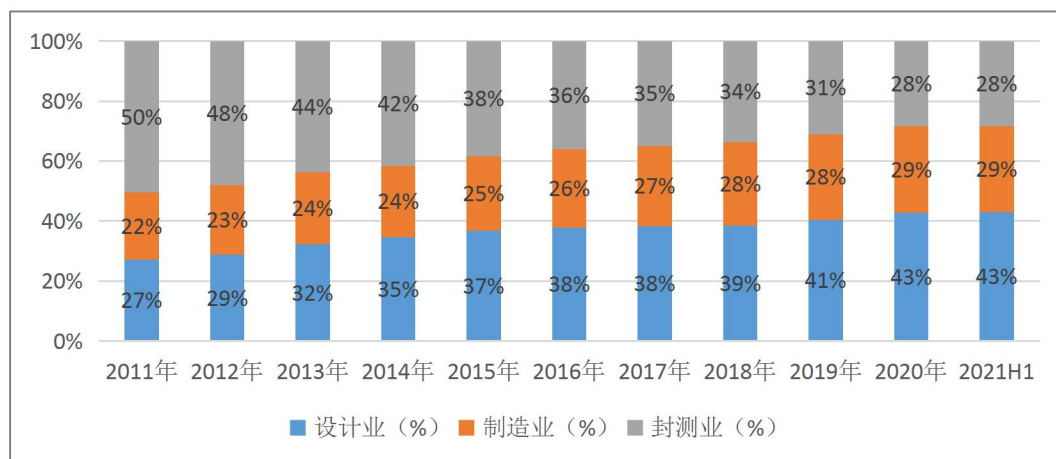
图表：2011-2021 年上半年我国集成电路产业各环节销售情况（单位：亿元，%）



数据来源：CSIA，西部担保

从销售额占比情况来看，设计业和制造业占比稳步增长，而封测业占比逐年降低。具体来看，设计业占比已高于 40%，而制造业占比不到 30%，封测业降至 28%。由此可见，我国 IC 设计业相对成熟，同时，在整个产业稳步增长的同时，逐步向高质量方向发展。但是，整体产业链集中度低、创新能力不足，未来如何抓住本轮全球供应链重组机遇，将是我国集成电路产业面临的主要课题。

图表：2011-2021 年上半年我国集成电路产业各环节销售占比分析



数据来源：CSIA，西部担保

（三）产业布局情况

根据中国电子信息产业统计年鉴数据，2018 年我国规模以上集成电路制造企业为 552 家，较 2017 年增加 53 家，2018 年增长占总数量的 9.6%；据中国半导体行业协会集成电路设计分会（以下简称“ICCAD”）数据，2020 年国内有 IC 设计企业 2218 个，

原创天地

较 2019 年增加 438 个，增长占总数量的比重为 19.7%。数据表明，近年来，在政策和市场的双向推动下，我国集成电路产业发展势头良好，IC 设计业表现尤为活跃。

从地区分布来看，根据 wind 统计数据，2018 年我国规上电子信息产业制造业企业数量为 23565 家，其中长三角地区（江苏、浙江、安徽、上海）7989 家，占比为 34%；广东省 7199 家，占比达到 31%；山东省 1161 家，占比为 5%；京津冀地区 1051 家，占比为 4%；而西北地区仅 322 家，占比为 1%，其中宁夏仅 16 家。电子信息产业制造企业多聚集在长三角及广东等东南沿海省份。

图表：2017 年-2018 年我国规上电子信息产业制造业企业数量统计

地区	京津冀	长三角	山东省	广东省	西北地区	其他	合计
2017 年	1,102	8,201	1,237	6,279	302	5,440	22,561
2018 年	1,051	7,989	1,161	7,199	322	5,843	23,565
占比	4%	34%	5%	31%	1%	25%	100%

数据来源：wind，西部担保

整体来看，我国集成电路产业核心技术与国际先进水平仍存在差距，但是，鉴于我国庞大的市场体量，目前许多地区对集成电路产业的发展比较重视，各地区在龙头企业的引领下，加速集成电路产业布局，国家更是大力推动政策，为集成电路产业的发展提供了强有力的保障。

（四）生产方式及企业

半导体芯片行业的三种运作模式有 IDM、Fabless 和 Foundry，这三种运作模式各有侧重点和龙头企业。

1、IDM (Integrated Device Manufacture) 模式

主要特点：集芯片设计、芯片制造、芯片封装和测试等多个产业链环节于一身。

主要优势设计、制造等环节协同优化，有助于充分发掘技术潜力；能有条件率先实验并推行新的半导体技术（如 FinFet）。

主要劣势：公司规模庞大，管理成本较高；运营费用较高，资本回报率偏低。

这类企业主要有：三星、德州仪器（TI）。

2、Fabless (无工厂芯片供应商) 模式

主要特点：只负责芯片的电路设计与销售。

主要优势：资产较轻，初始投资规模小，创业难度相对较小；企业运行费用较低，转型相对灵活。

主要劣势：与 IDM 相比无法与工艺协同优化，因此难以完成指标严苛的设计；与

原创天地

Foundry 相比需要承担各种市场风险，一旦失误可能万劫不复。

这类企业主要有：海思、联发科（MTK）、博通（Broadcom）。

3、Foundry（代工厂）模式

主要特点：只负责制造、封装或测试的其中一个环节；不负责芯片设计。

主要优势：不承担由于市场调研不准、产品设计缺陷等决策风险。

主要劣势：投资规模较大，维持生产线正常运作费用较高；需要持续投入维持工艺水平，一旦落后追赶难度较大。

这类企业主要有：SMIC、UMC、Global Foundry。

图表：芯片生产方式简析

模式	特点	代表企业
IDM	集芯片设计、芯片制造、芯片封装和测试等多个产业链环节于一身	三星、德州仪器（TI）
Fabless	只负责芯片的电路设计与销售	海思、联发科（MTK）、博通（Broadcom）
Foundry	只负责制造、封装或测试的其中一个环节；不负责芯片设计	SMIC、UMC、Global Foundry

数据来源：公开资料，西部担保

三、供需分析及未来发展趋势

（一）供需情况分析

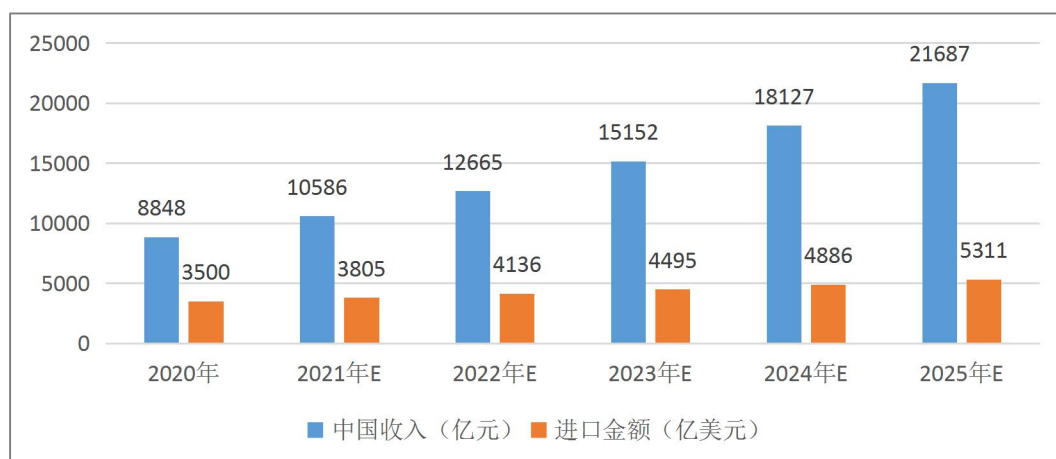
1.自产部分

近年来，我国集成电路产业实现了快速发展，根据 CSIA 数据，我国自产集成电路产业规模从 2015 年 3609.8 亿元提升至 2020 年 8848 亿元，年复合增长率达到 19.6%，取得了长足发展。未来，在国民经济增长和技术发展的双重推动作用下，我国集成电路产业前景光明，市场规模将持续增长。以当前增速测算，预计到 2025 年自产销售部分规模有望达到 21687 亿元。

2.进口部分

据 CSIA 统计数据，2015 年-2020 年我国进口半导体芯片的金额实现了 8.7%的年均复合增长率。据此测算，2025 年进口额理论上达到 5311 亿美元。

图表：2020-2025 年我国集成电路市场规模及预测



数据来源：CSIA，西部担保

（二）未来发展趋势

1. 新兴产业推动市场需求持续释放

随着云计算、物联网、5G 通信、人工智能等新技术的不断成熟，消费电子、视频处理、汽车电子等集成电路主要下游产业的发展 and 升级速度不断加快，而下游市场的产业升级将会强劲地带动集成电路产业的增长。

2. 产业政策和国际形势助推自给率提高

近年来，国家政策的有力推动和国外技术封锁的形势倒逼，均促使我国集成电路产业向更加良性的方向发展，即自研全套生产设备及生产线。据此，未来我国高端半导体芯片的自给率将会稳步提高。据央视财经援引国务院发布的相关数据显示，中国芯片自给率要在 2025 年达到 70%。

四、总结

集成电路产业主要包含 IC 设计、IC 制造和封装测试三个环节，其中 IC 设计和封测业进入壁垒相对低，产业在我国发展也相对成熟，而 IC 制造业因其技术和资金需求较大，故此进入门槛较高，尤其体现在高端芯片的制造方面。近年来，随着外部环境对我国的一系列技术、设备封锁，我国高端芯片制造业更是雪上加霜。在这种外部形势和 5G、人工智能等新兴产业快速发展大力推动集成电路产业发展的背景下，国务院 2020 年 8 月发布了《关于新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，政策通过在财税、投融资、人才、研发、进出口等方面对集成电路产业的发展给予了进一步的鼓励支持，同时对我国未来一段时期内的产品自给率提出了要求，这在未来将极大地促进我国集成电路产业向高质量、成熟化发展。

精彩推荐

明年经济和资本市场会有哪些变化？

一、海外：警惕美联储提前加息

新冠疫情仍是制约当前经济恢复的主要因素，在疫情反复的情况下，今年以来全球经济复苏呈现一波三折。自 Delta 变异毒株在年中开始大范围扩散，各国的经济复苏进程也被迫中断，不过，从疫情对于经济增长的影响上来看，其带来的冲击趋于走弱。尽管新一轮疫情不论是从新增确诊病例还是死亡病例数量上，都要超过此前疫情的顶峰，但并未使得美国等发达经济体增长陷入像去年二季度时严重衰退的局面。

疫苗接种在新冠疫情控制上发挥了很大作用，随着全球主要经济体疫苗接种覆盖率的稳步提升，以及新型疫苗和特效药的陆续出现，新冠疫情在明年有望被约束在一定程度之内，对于经济恢复进程的干扰也会趋于减弱，全球经济在疫情后的修复进程将有所加快。

不过，疫苗覆盖率较高的发达经济体，已经率先开启恢复进程。而从疫情之后各国的经济恢复路径特别是我国的恢复态势来看，在经济增长速度达到或者接近疫情前水平之后，增长斜率渐趋平缓，其后通常会围绕着疫情前的增速中枢窄幅波动。按照当前发达经济体的恢复速度，明年很可能会步入到增长的稳态区间，很难再有比较明显的提高。

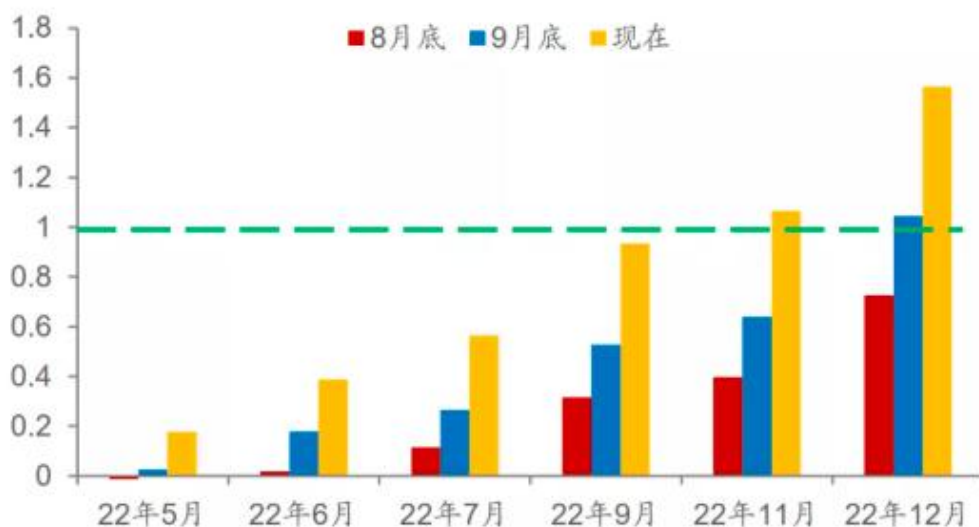
而在复苏步入稳态之后，发达经济体亟需解决的是疫情期间大规模的刺激政策退出问题。以美国为例，平稳的经济增速和高企的通胀水平形成了鲜明对比，按照两年年均计算，今年二季度美国实际 GDP 增速达到 1%，较疫情前水平仍低，但是 CPI 同比增速大幅走高，目前已经超过 5%，这和美国应对疫情所采取的“财政赤字货币化”不无关系。今年美国商品消费支出增速一直处于 5% 以上，使得商品价格增速也随之高企。而随着疫情制约逐渐减弱，服务消费支出增速的恢复也将带动相关价格的上行，我们认为，美国通胀增速中枢明年难以显著下移。一直坚持“暂时性”通胀观点的美联储主席鲍威尔近期首次表示高通胀的延续时间可能比预期要更长久，克拉里达、鲍曼和博斯蒂克等美联储官员也均认为通胀持续时间似乎更长，不适合再把通胀称为“暂时性”。

美联储货币政策的调整需要兼顾就业与通胀，但事实上，即便就业市场尚未自疫情冲击中完全恢复，美国货币政策转向的进程也将很快开启，究其原因，通胀水平的高企倒逼美联储货币政策的加快退出，上一轮 Taper 从实施到完成用时接近一年，而根据美联储最新会议纪要以及近期官员表态，本轮缩债时间预计大幅缩短，或在 2022 年年中完成缩债的计划，这也意味着加息预期乃至实现将有所提前。根据联邦基金利率期货数

精彩推荐

据计算可知，8月底，市场预期美联储在2023年2月仅加息0.8次，而到9月底，市场预期美联储加息（1次）的时间已经提前到2022年12月，而截止10月18日，市场预期美联储加息时间已经大幅提前至2022年9月。美国货币政策加速收紧也将引发欧洲等发达经济体的跟随。

图：美联储加息预期提前（次）



来源：WIND，中泰证券研究所

相比于发达经济体，多数发展中国家在疫情后的经济恢复尚显艰难，特别是疫苗接种覆盖率情况，近期虽在快速提升，但距发达经济体的水平仍有不小的差距。而伴随着疫苗产能的提升，明年发展中经济体的疫苗接种覆盖情况预计将有所改观。因此，从经济增长的提升幅度上来看，发展中经济体明年的增长表现或可期待。

然而，由于两类经济体恢复进程并不同步，发达经济体的货币政策转向所产生的外溢效应，给发展中经济体的复苏蒙上阴影。如巴西、俄罗斯和土耳其等新兴市场国家，已在美联储加息之前提前步入加息周期，以便应对通胀和发达经济体政策调整的压力，但这势必会给本就脆弱的经济增长带来冲击，增加了发展中经济体恢复的不确定性。

二、国内经济：潜在增速下移，价格涨幅温和

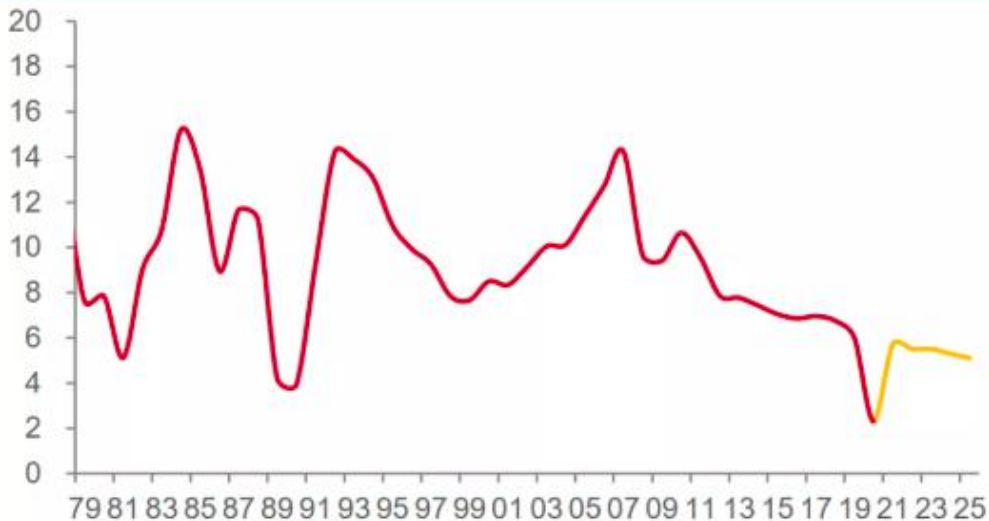
相较于全球多数经济体而言，我国经济在疫情冲击之后率先实现复苏，去年底增长已基本恢复到疫情之前的增速水平。然而，由于今年以来信用持续收缩，加之国内本土疫情屡现反复，经济增长下行压力渐增，按照两年平均增速计算，三季度GDP实际增速已降至5%以下。

从中长期的视角来看，恐怕要接受我国潜在经济增速中枢下移的事实。根据央行行

精彩推荐

长易纲的研究结论，我国的经济潜在增速可能会维持在 5%-6% 的区间。而从 2008 年以来的几轮信用周期来看，信用宽松对于经济增长的提振效果逐轮减弱，鉴于本轮宽信用地产和基建参与度不高，我们判断，信用宽松的态势将较为缓和，对于经济的拉动也比较微弱，因此，明年经济增长很可能落在潜在增速区间的下沿，接近 5% 左右。

图：我国经济潜在增速中枢下移



来源：WIND，中泰证券研究所，黄色为央行测算的潜在经济增速水平。

具体到经济的各个组成部分：

首先，**消费增速的恢复或是明年经济的亮点**。今年以来受疫情反复的干扰，消费修复进程坎坷，社零增速甚至一度降至 3%-4% 的水平。但如果排除疫情造成的影响，其实居民消费意愿并不存在系统性的下降。如以今年二季度为例，在疫情态势相对缓和的情况下，居民可支配收入增速与消费支出增速之间的差值大幅收敛，意味着消费意愿明显回升。而从新能源车销售的强劲增长中，也能够看出居民消费意愿的强度。

在疫情相较今年进一步缓解的假设下，消费的制约因素在明年将会有所消除，特别是在汽车消费方面，东南亚国家芯片产能的恢复，将会使得供应短缺问题很大程度上得到缓解，而汽车消费约占我国可选消费的一半，必需消费本身增长又比较稳定，因此，汽车销售的改善将会有力拉动社零增速企稳回升，加上服务消费在疫情过后的反弹，明年消费增速有望回归到疫情前的常态水平。

其次，**投资增速整体趋于稳定，但结构分化更加明显**。

第一，**地产投资增长趋于回落**。人口红利的消退和城镇化进程的放缓，意味着房地产高速增长的时代已经过去。而房住不炒的政策调控基调和以房产税为代表的长效机制

精彩推荐

逐步建立，使得房地产行业的发展更为规范。我国商品房年销售面积在达到 17 亿平方米之后增长速度趋于减缓，近年来保持在个位数的增速水平，这决定了房地产投资、新开工等行业指标很难长期处于双位数增长的状态。社会资源特别是信贷资源向房地产行业投放比例的约束不减，使得明年地产投资增速仍处于回落通道。

图：商品房销售增速减缓



来源：WIND，中泰证券研究所

第二，**基建投资或仍不温不火**。基建投资在很大程度上依赖于政府资金的支持，一直以来被认为是稳增长政策的有力抓手。不过，从 2018 年以来，财政支出和基建投资增速之间存在着一定的脱节，这反映了财政支出在投向上的变化，民生相关支出占比有所提升，而基建支出占比回落。在经济增长更加注重内生动能拉动，逐步摆脱举债发展的粗放式模式之下，我们预计，明年基建投资增速和今年相差不大，相对比较平稳，保持在不温不火的状态。

第三，**制造业投资增速存在回升潜力，但需要利润端的配合**。今年制造业投资增速领跑三大类投资，而从政策方向上来看，符合经济高质量发展的制造行业投资增速依然趋强，特别是研发投入强度较高的制造行业，在财税等优惠政策支持下，或将有很好的表现。但整体来看，制造业投资增速的持续抬升同样需要利润端的配合，特别是在大宗商品价格高企，引发企业成本压力的背景下，制造业企业利润分化特征较为明显，这将在一定程度上制约制造业投资增速的上行。

最后，**外贸韧性在明年将会面临检验**。一方面，从出口端来看，新冠疫情爆发以来，由于我国复工复产较快以及防控措施得当，保证了供应端的稳定，我国在全球的出口份

精彩推荐

额显著上升。但随着疫情对经济增长制约的解除，特别是发展中经济体供给能力的恢复，我国偏高的出口份额很难继续保持。而发达经济体增长步入稳态，也意味着外需的拉动力量减弱。明年我国出口增速在高基数下很可能趋于走低。不过，中美贸易摩擦近来存在着缓和迹象，出口下行的斜率不会特别陡峭。

另一方面，从进口端来看，内需疲弱或使得明年进口增速承压。事实上，今年以来进口高增速很大程度上来自于大宗商品价格快速上涨的支撑，10月CRB指数相比去年底上涨幅度超过40%。而在今年大宗商品价格已处高位的情况下，后续价格上涨的速度逐渐趋缓，对进口金额增速的带动作用也会同步减弱。但中美第一阶段经贸协议仍有待落实，我国目前从美国进口商品的金额仍低于协议目标，如果明年协议推进至完成目标的水平，则对进口增速将有一定的提振作用。

图：中美第一阶段经贸协议完成情况



来源：WIND，中泰证券研究所

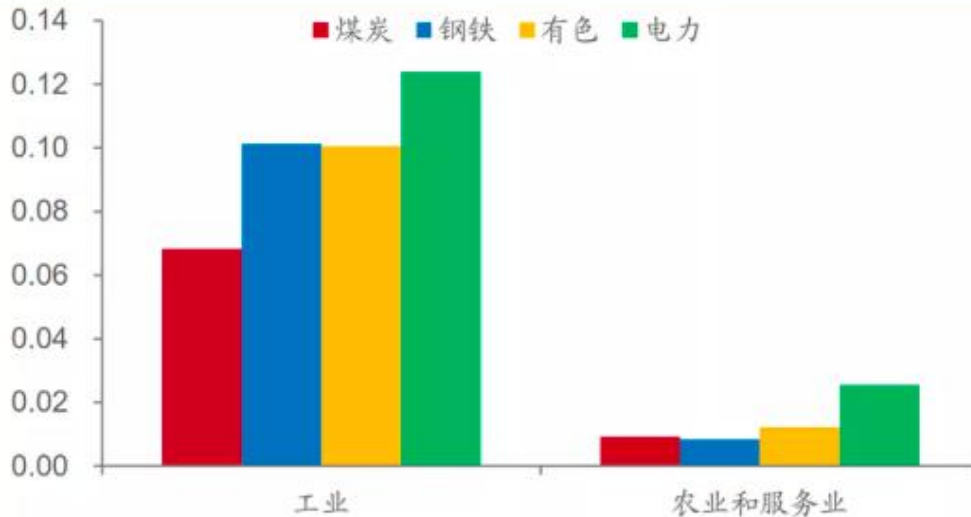
今年以来，大宗商品价格的大幅上涨引发PPI增速的快速攀升，9月PPI同比增速接近11%，创下有数据统计以来的新高，其中煤炭、钢铁、有色和石化四个行业价格涨幅约为总涨幅的八成。而在今年高基数效应的影响下，明年PPI增速预计将有比较明显的回落，且大概率呈现前高后低的走势，但需要注意的是，碳中和碳达峰工作的推进意味着从中长期来看，能源价格较此前或将有系统性的抬升，虽然PPI同比增速可能放缓，但大宗商品价格恐怕将持续处于高位。

此外，需要注意的是，在煤炭价格历史高位的情况下，近期电价市场化改革的推进，将使得电力价格也有所上涨。根据投入产出方法所做的测算，同样幅度的价格上涨，

精彩推荐

电力对于整体物价增速的影响将会明显高于煤炭、钢铁等大宗商品，PPI 增速在电力涨价的带动下，自高位下行的速度也或将慢于预期，而电力价格上涨也将加速 PPI 向 CPI 增速的传导。

图：电力涨价加速价格传导（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

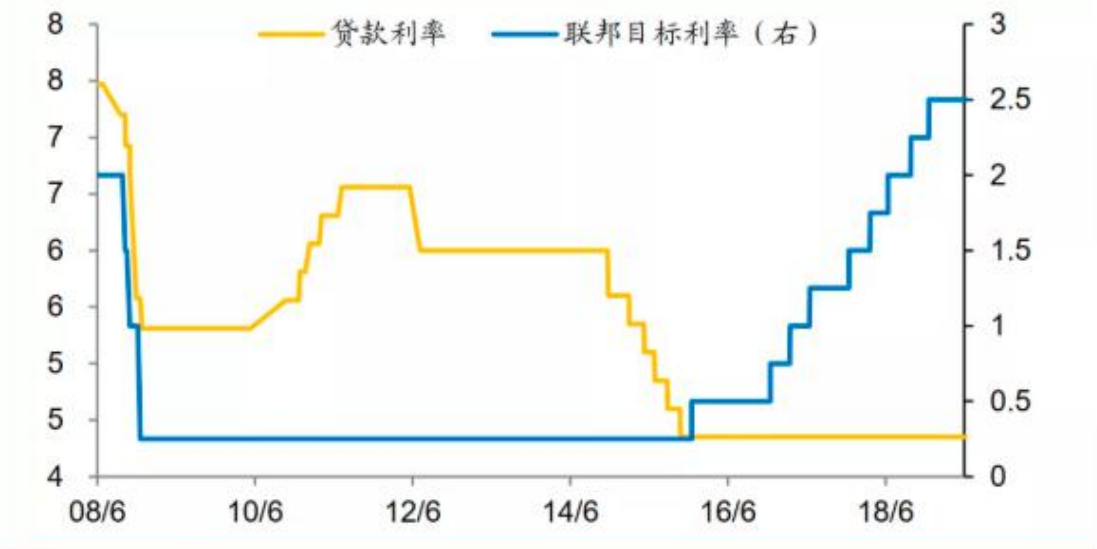
CPI 增速今年受到食品分项特别是猪肉价格走低的压制，下半年增速并不突出，与 PPI 增速走势存在明显背离，两者之间“剪刀差”也有所扩大。今年年初能繁母猪存栏量同比增速已经拐头向下，根据猪周期的波动特点，这意味着年底猪价有望触底回升。而在低基数的影响下，明年 CPI 增速中枢较今年将会有明显上移。不过，如果没有像上一轮非洲猪瘟那样大规模疫情的影响，产能出清速度将相对平缓，CPI 增速突破 3% 的概率不大。

三、政策：降息可以期待，财政力度不强

今年三季度全面降准实施标志着新一轮货币宽松周期的开启，展望明年，在经济下行压力依然存在、企业成本上升的背景下，我们预计，货币政策将保持稳中趋松的基调。而且，从解决企业特别是中下游民营企业成本压力的角度来看，货币政策相对而言应该能够比财政政策发挥更大的作用，明年货币政策方面很可能会有如降息等更多宽松举措的出台。回顾上一轮美联储 Taper 的货币政策收紧时期，我们发现，在美联储缩债结束至加息之前，我国曾利用这一时间窗口进行连续的宽松政策操作，因此，在美联储加息预期提前的情况下，上半年我国货币政策很可能更为宽松，等到美联储加息开启后保持稳定。

精彩推荐

图：美联储目标利率和我国贷款基准利率（%）



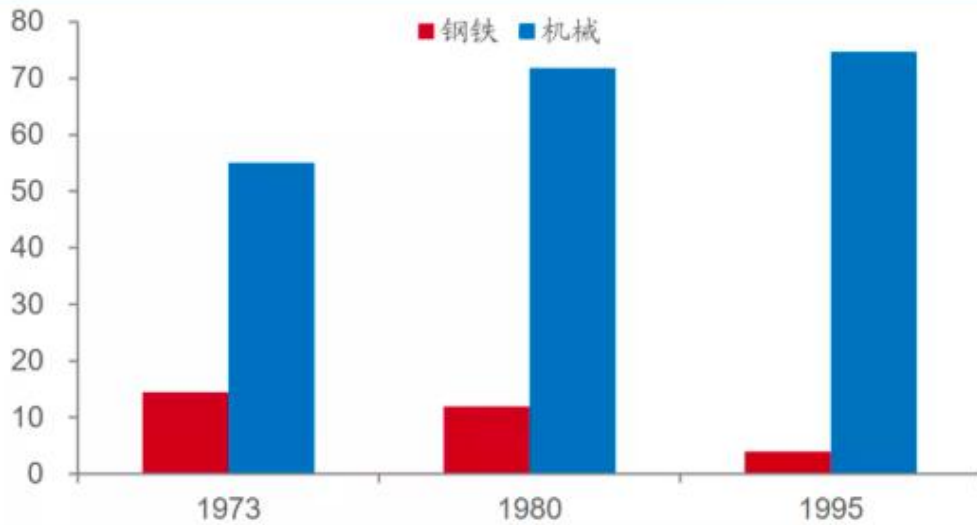
来源：WIND，中泰证券研究所

从今年财政政策的实际执行情况来看，不论是一般公共预算收入还是政府性基金收入增速都要远高于预算报告所确定的收入目标，但是支出增速相对较为迟缓，这也使得赤字压力相比于预算报告有所减轻。由于地方政府隐性债务问题尚较突出，政府对于杠杆率的提升依然较为克制，我们认为，在跨周期调控的政策思路指导下，**明年财政政策积极程度和今年大体相当，不过节奏上可能会有明显变化**，如地方政府新增专项债的发行应该会回到前高后低的正常节奏。

产业政策方面，“碳达峰、碳中和”的目标确立之后，顶层设计也已出台。近期党中央和国务院印发《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》，指出在“确保安全降碳”的条件下，鼓励各地“主动作为、率先达峰”。我们认为，碳中和的政策目标是为了实现经济向低碳转型，这将对当前的产业发展和产业格局带来深刻改变。明年预计能耗强度控制仍是减碳工作的重要环节之一，**高耗能行业去产能仍在路上，产业结构将继续向高级化迈进。**

精彩推荐

图：日本钢铁和机械产品占出口比重（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

四、资本市场：珍惜宽松窗口，美元易升难贬

基于对国内外经济环境和政策的判断，我们认为，明年的资产配置可能会以美联储加息前后为界，形成泾渭分明的两段时期。在美联储正式讨论乃至实施加息之前，由于国内经济下行压力依然存在，货币政策很可能加码宽松，因而国内权益和债券市场整体风险不大。而在美联储加息之后，受制于海外货币政策的调整，我国货币政策大概率会保持在稳健的基调，但宽松措施很难进一步推进，国内权益和债券市场调整风险有所上升，相对来说，届时债市的表现可能会好于股市。

不过，整体而言，对于明年的权益市场，由于上游资源品涨价带来的成本影响会有滞后效应，因而，需要担心成本上涨引发的盈利增速下滑。能够抵御成本上升压力、定价权较强的行业乃至个股可能会有更多的超额收益。相对来说，消费的机会可能会多于周期和成长。

在美元流动性泛滥、供需矛盾突出等因素带动下，今年以来海内外大宗商品价格持续走高，而我们预计，在美国货币政策趋于收紧的情况下，明年大宗商品价格将面临显著分化：一是能源品价格在海外发达经济体需求恢复以及国内碳中和、碳达峰工作推进的影响下，价格有望进一步走高；二是国内定价的钢铁等工业品价格，面临需求偏弱遭遇国内对于高耗能行业的持续限制，价格或将稳中趋缓；三是全球定价的铜、铝等工业金属，在海外供给瓶颈约束缓解的情况下，价格或将趋于走低。

至于近期偏强运行的人民币汇率，我们认为，明年可能并不会成为常态。在美联储

精彩推荐

年内 Taper 几成定局，美联储提前加息概率加大的情况下，美国货币政策的转向无疑将带动美元走强，由于我国人民币汇率主要跟随美元变动，后期人民币汇率依然存在着贬值压力。不过，在当前大宗商品价格高企的背景下，企业成本压力陡升，而一定程度的汇率贬值，事实上有助于增厚出口企业的利润，缓解外需拉动减弱后出口企业的经营压力，对于实体经济而言利大于弊。

图：美元兑人民币即期汇率及美元指数走势



来源：WIND，中泰证券研究所

(来源：陈兴 李迅雷 金融与投资)

解读：

预计明年国内经济潜在增速下移，价格涨幅温和。国内货币财政方面，降息可以期待，财政力度不强。资本市场应珍惜宽松窗口，美元易升难贬。预计明年大宗商品价格将面临显著分化，一是能源产品价格预计进一步走高；二是国内定价的钢铁等工业品价格或将稳中趋缓；三是全球定价的铜、铝等工业金属，在海外供给瓶颈约束缓解的情况下，价格或将趋于走低。

共同关注

[宏观经济]

- ❖ 统计局：前三季度，全国规模以上文化及相关产业企业（以下简称“文化企业”）实现营业收入 84205 亿元，比上年同期增长 21.8%，两年平均增长 10.0%^[1]，比 2019 年前三季度同比增速加快 2.4 个百分点。
- ❖ 财政部：前三季度累计，全国一般公共预算收入 16.4 万亿元，同比增长 16.3%，比 2019 年同期增长 8.9%；全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.3%。前三季度累计，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.4%，比 2019 年同期增长 10.8%
- ❖ 外管局：截至 2021 年 10 月末，我国外汇储备规模为 32176 亿美元，较 9 月末上升 170 亿美元，升幅为 0.53%。2021 年 10 月，我国外汇市场供求保持稳定，跨境收支交易理性有序。
- ❖ 商务部：今年前三季度，我国服务贸易继续保持快速增长态势。服务进出口总额 37834.3 亿元，同比增长 11.6%；其中服务出口 17820.9 亿元，增长 27.3%；进口 20013.4 亿元，增长 0.5%，进口增速实现了疫情以来的首次转正。服务出口增幅大于进口 26.8 个百分点，带动服务贸易逆差下降 62.9% 至 2192.5 亿元，同比减少 3717.9 亿元。与 2019 年同期相比，服务进出口下降 6%，两年平均下降 3%，其中出口增长 25.4%，两年平均增长 12%；进口下降 23.1%，两年平均下降 12.3%。

[政策法规]

- 住建部：近日发布《关于开展第一批城市更新试点工作的通知》，决定在北京等 21 个城市（区）开展第一批城市更新试点工作。第一批试点自 11 月开始，为期 2 年。重点工作主要包括探索城市更新统筹谋划机制；探索城市更新可持续模式；探索建立城市更新配套制度政策。
- 市场监管总局：下发《关于规范“双十一”网络促销经营活动的工作提示》。要提高促销行为的公开化和透明度，禁止采取“先提价后打折”、虚构原价、不履行价格承诺等违法方式开展促销；防止虚假交易、刷单炒信、虚假评价等不正当竞争违法行为发生。
- 国家市场监督管理总局：发布《医疗美容广告执法指南》。将对违背社会良好风尚，制造“容貌焦虑”，将容貌不佳与“低能”“懒惰”“贫穷”等负面评价因素做不当关联或者将容貌出众与“高素质”“勤奋”“成功”等积极评价因素做不当关联等情形予以重点打击。。
- 商务部：印发《关于做好今冬明春蔬菜等生活必需品市场保供稳价工作的通知》，保障今冬明春广大人民群众生活必需品供应充足，切实做好市场保供稳价工作。耐储蔬菜要提前采购，锁定货源，做好本地菜与客菜之间，北菜与南菜之间、设施菜与露天菜之间的梯次轮换和衔接供应。

共同关注

[产业信息]

✚ 中证报：近期，国内外科技巨头纷纷下注元宇宙，使之成为投资风口。业内人士认为，当前元宇宙仍处于雏形探索阶段，有一定概念性特征。但围绕 VR、AR 等硬件产品及娱乐内容的布局，被认为是通往元宇宙的可靠途径。但是，在二级市场股价连续大涨的情况下，投资者需谨防投资风险。

✚ 中证报：从 2020 年三季度开始，全球半导体公司因缺货涨价业绩进入高增长期，但今年二季度增速达到高点后，三季度业绩增速明显收窄。业内人士对拐点到来的时点预期不完全一致。有人称四季度或明年一季度部分半导体公司将迎来业绩拐点，也有人认为准确的判断应该是明年上半年。

✚ 发改委：11 月 4 日，煤炭日产量达到 1188.5 万吨，再创近年来新高，较上一个峰值增加 16.5 万吨。进入 11 月以来，全国煤炭日均产量达到 1153 万吨，环比增加超过 80 万吨；山西日均产量 349 万吨，环比增加 22 万吨；内蒙古日均产量 335 万吨，环比增加 42 万吨。预计日产量近期有望突破 1200 万吨。

✚ 全球碳计划组织：全球碳排放已经反弹到接近疫情前的水平，电力和工业部门的燃煤和燃气排放量激增，而运输领域的排放量仍然较低。2020 年二氧化碳排放量下降至创纪录的 19 亿吨，降幅为 5.4%。预计今年的排放量将上升 4.9%。

✚ 上证报：今年三季度海上风电新增并网 167

万千瓦，同比增长 227%。截至 9 月底，全国海上风电累计并网装机达到 1319 万千瓦，同比增长 75.7%。目前，多个海上风电项目陆续传来并网消息。全球风能理事会预测，今年内，中国海上风电装机总量很可能将超过英国，成为全球海上风电装机容量最大的国家。

[金融行业]

- 银保监会：发布《保险中介行政许可及备案实施办法》，对保险中介行政许可及备案事项进行统一规范。办法明确，全国性保险专业代理机构注册资本不低于 5000 万元，区域机构不低于 2000 万元。
- 北交所：正式发布交易和会员管理 2 件基本业务规则及 31 件细则指引指南，自 11 月 15 日起施行。31 件细则指引指南涵盖发行上市、融资并购、公司监管、证券交易、会员管理等方面。相关细则明确，新三板精选层公司平移北交所当日，其股票交易实施 30% 的涨跌幅限制；上市公司股份协议转让必须在证券交易所进行，严禁进行场外非法股票交易和转让活动；发行上市与承销业细则明确，每一个申购单位为 100 股，申购数量应当为 100 股或其整数倍，且不得超过 9999.99 万股，投资者在申购前应将申购资金足额存入资金账户。下一步，北交易还将陆续发布涉及 QFII 和 RQFII 证券交易、发行上市审核标准的适用要求等相关业务规则。
- 银保监会深圳监管局等 3 部门：要严控房地

共同关注

产业务风险。落实“房住不炒”的定位，严格执行房地产金融监管要求，防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长，推动辖内房地产市场健康稳定发展。房地产贷款集中度高的机构，要积极优化信贷结构，逐步减少对房地产业务的依赖。

- 证监会：就《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见。坚持以投资者需求为导向，满足不同类型投资者的多样化需求。在撰写招股说明书时，发行人及中介机构应当减少合规性信息和冗余信息，紧密结合发行人自身特点进行披露，并注重优化招股说明书语言表述和版式设计。督促发行人及中介机构归位尽责，撰写与编制高质量的招股说明书。强化责任追究，确保提高招股说明书信息披露质量各项措施落地落实。
- 央行与欧盟相关部门：共同牵头完成《可持续金融共同分类目录》，覆盖包括能源、制造、建筑、交通、固废和林业六大领域的主要经济活动。《共同分类目录》对推动中欧绿色投融资合作、引导跨境气候投融资活动、降低跨境交易的绿色认证成本具有重要意义。市场主体可在自愿基础上采用《共同分类目录》在国际市场发行和交易绿色金融产品。
- 中国基金报：截止10月底，今年有业绩记录的2263只期货私募基金年内整体收益为11.60%，1691只基金实现正收益，占比为74.72%。其中，26只基金收益翻倍，339只基金收益超20%。业内称，今年公司的CTA

产品业绩表现优异，收益来源主要为股指、黑色等品种。

[宁夏财经]

- ◇ 近日，自治区生态环境厅、财政厅、公共资源交易管理局、宁夏区税务局联合出台《自治区排污权储备和调控管理办法（试行）》，将通过市场交易或者协议出让等方式回购的排污权等7种情形纳入政府排污权储备的来源和方式。办法规定，排污权储备的来源和方式主要包括通过市场交易或者协议出让等方式回购的排污权。
- ◇ 11月3日，区党委办公厅、区政府办公厅联合印发《宁夏回族自治区能耗双控三年行动计划（2021-2023年）》的通知，明确提出了2021年至2023年份年度能耗双控目标及节能挖潜目标。单位GDP能耗和单位工业增加值能耗分别累计下降9.6%、11.3%，累计节能挖潜900万吨标准煤。
- ◇ 11月5日，银川市十五届人大常委会40次会议作出了设立“银川市黄河流域生态保护主题宣传实践月”的决定，明确了每年6月开展“黄河流域生态保护主题宣传实践月”活动。
- ◇ 11月7日，据新华社消息，北京、厦门、银川等21个城市(区)将开展第一批城市更新试点工作。第一批试点自今年11月开始，为期2年，重点探索城市更新统筹谋划机制，探索城市更新可持续模式及探索建立城市更新配套制度政策。



西部（银川）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