



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29日 / 第41期/总第328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：银川市蓝宝石材料产业发展分析 / 01



02

精彩推荐

放水有用吗？ / 08



03

共同关注

宏观经济 / 17 政策法规 / 17 产业信息 / 18

金融行业 / 18 宁夏财经 / 19



新材料系列报告：银川市蓝宝石材料产业发展分析

蓝宝石因其多种光学、机械、电气、热力以及化学特性，被广泛应用于工业、化工等多种领域，属于国家关键战略材料。银川市对新材料产业发展很重视，在制定的“三新”产业中新材料放在了优先发展位置。蓝宝石材料落户银川较早，是银川市新材料产业的重要组成部分，目前产值约 6 亿元，占全国蓝宝石材料行业产值的 5.45%。蓝宝石作为银川新材料主导产业之一，以工业蓝宝石材料生产企业为依托，计划“十四五”末基本形成“高纯氧化铝原材料—蓝宝石晶体—LED 蓝宝石衬底材料+光学窗口材料”的全产业链集群，打造“国内最大工业蓝宝石生产加工基地”，力争在 2025 年实现工业总产值 100 亿元以上^①。

一、银川蓝宝石产业布局

（一）产业链分布：以中游蓝宝石生产为主

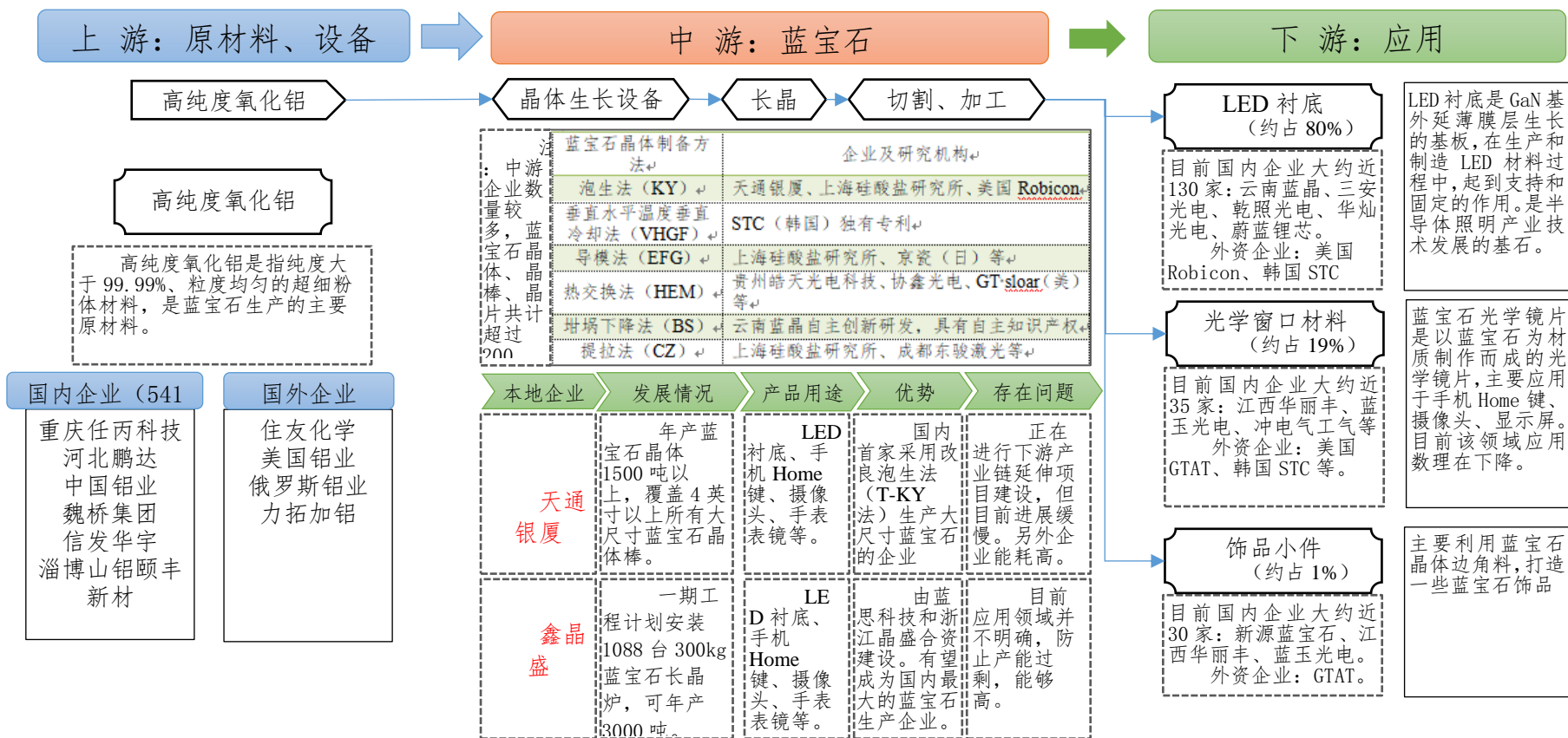
相较于其他产业，蓝宝石材料产业链比较单一。上游原材料基本以高纯度氧化铝为主，外加长晶炉设备；中游仅仅是氧化铝长晶、切割、加工；下游的应用相对集中，有超过 80%的蓝宝石用于 LED 衬底。目前，银川市的蓝宝石材料产业布局主要集中在中游蓝宝石材料的生产，少量切割、加工，企业主要有天通银厦新材料有限公司（简称“天通银厦”）和宁夏鑫晶盛电子材料有限公司（简称“鑫晶盛”）。

从蓝宝石产业链全景图可以看出，天通银厦和鑫晶盛都以生产蓝宝石材料为主，原材料全部外购，成型产品销往东部等城市。目前这两家公司的客户主要以关联公司为主。其中天通银厦主要为天通股份（上市公司）提供蓝宝石晶体材料，鑫晶盛主要为两大股东蓝思科技和浙江晶盛（均是上市公司）提供蓝宝石材料。

^① 来源于《银川市“十四五”工业产业发展规划》

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

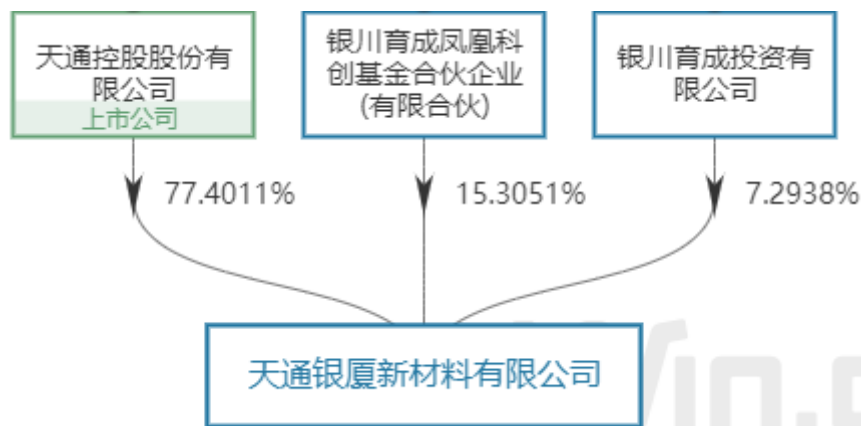
（二）银川市蓝宝石材料产值估算

从银川蓝宝石材料产业链分布来看，银川在蓝宝石领域的企业目前主要有两家——天通银厦和鑫晶盛。两家企业均以生产蓝宝石晶体材料为主。因此，考察银川市蓝宝石产值主要集中在这两家公司，评估他们的产能就能预测银川市蓝宝石材料产值情况。

1. 天通银厦年产值评估

天通银厦是目前银川市境内最大的蓝宝石材料生产企业，主要生产蓝宝石晶体、蓝宝石晶棒及蓝宝石衬底。根据公开数据显示，天通银厦是天通股份的子公司，于2014年7月在银川市经济技术开发区建厂成立，除了天通股份外还有两家股东，分别是银川育成凤凰科创基金合伙企业(有限合伙)和银川育成投资有限公司，各自的股权占比如下图所示。

图表、天通银厦新材料有限公司股权结构



资料来源：公司年报，西部担保

目前，天通银厦已完成二期蓝宝石晶棒工程投产，年生产蓝宝石晶体已达1400吨（折合4英寸蓝宝石晶棒约2800万毫米）。根据天通股份2020年度报告数据，蓝宝石晶棒单价约20元/毫米²。以此测得天通银厦蓝宝石晶棒年产值大约5.6亿元。为了进一步降低成本和增加产值，天通银厦二期工程扩大产能的同时拓展产业链，已购置安装切片、清洗、研磨、抛光等数控机械加工工艺设备。目前，该项目已部分投产，满产后可实现年产蓝宝石衬底960万片，可实现年销售收入6亿元。目前产量大约在3万片/月左右，年产40万片，能够实现销售收入2250万元。考虑到生产衬底片会消耗晶棒，则当前通银厦蓝宝石材料产值=0.225+(2800-40)*20/10000（亿元）=5.75亿元（一片4英寸蓝宝石衬底片大约650微米，粗略计算一片衬底大约需要1mm的晶棒，故960万片

² 2020年天通股份蓝宝石材料销售收入352549137.54元，蓝宝石晶棒销量18052668.76毫米，折合单价约19.53元/毫米。

原创天地

蓝宝石衬底消耗 960 万毫米晶棒），2022 年产能还会继续提高，根据我们前期调研，其产能有望达到 40%，即年产近 380 万片，实现销售额超 2 亿元，预计整个天通银厦产值约 7.21 亿元。若未来衬底片能够满产，则天通银厦总产值约 10 亿元（满产后天通银厦蓝宝石材料产值=6 亿元+（2800-960）*20/10000 亿元=9.68 亿元），占全国蓝宝石产值规模的 9%。此外，公司还计划扩产蓝宝石晶体产能，由银川高新技术产业开发区总公司为天通银厦代建三期项目，建筑面积 39057.22 平方米。未来，天通银厦的蓝宝石材料产值预计会继续增加，在全国占比更高。

2. 鑫晶盛年产值评估

鑫晶盛是由蓝思科技与浙江晶盛两家上市公司合资设立。成立于 2020 年 10 月，注册资本 5 亿元。目前，正在建设一期年产 3000 吨蓝宝石晶体（折合 4 英寸蓝宝石晶棒约 6000 万毫米），按照上述蓝宝石晶棒价格，满产后鑫晶盛年产值约 12 亿元。

3. 银川市蓝宝石材料产值有新突破

目前，鑫晶盛材料公司的一期项目已基本完成，购置的 1088 台 300KG 级蓝宝石长晶炉已经到位，现阶段处于安装调试阶段，根据公司发布的信息，预计 2021 年底开始试生产，2022 年实现批量化生产，假设产能达到 40%，则鑫晶盛产值约 4.8 亿元。若未来能够满产，届时将有 12 亿元的产值。据此估算，目前银川市蓝宝石材料产值大约 6 亿元（仅天通银厦产值），占全国总产值 5.45%。预计至 2022 年底，随着天通银厦衬底生产放量和鑫晶盛产能的释放（假设按 40% 计算），两家企业总产值约 12 亿元。考虑到“十四五”期间，银川市还会补齐蓝宝石上游和下游产业链，补齐后整个产业链产值以及项目投资产值，人员就业等总产值会更高。

（三）“十四五”期间，银川市实现蓝宝石百亿产值的路径

1. 现有企业扩产增加本身产值，促进当地就业

据我们前期研究报告《工业蓝宝石材料产业简析》分析，在经历了疫情影响和产能出清后，LED 产业将进入一个上涨周期，届时会带动蓝宝石产业快速发展，蓝宝石的市场规模有望进一步增加。包括天通银厦、鑫晶盛在内的蓝宝石生产企业会选择扩产来满足市场需求。这些都为银川市增加蓝宝石材料产业产值提供了市场基础，另外企业扩产投资不仅能为当地贡献 GDP，还能增加就业，其总产值更大。

2. 招商引资，补齐上游高纯度氧化铝企业

银川蓝宝石产业技术核心和产能优势集中在产业链中游。上游原材料高纯度氧化铝

原创天地

无本地供应商，对外采购运输成本较高，影响本地蓝宝石生产企业的市场竞争力。为此，一方面招商引进生产工业蓝宝石所需原材料 5N 高纯氧化铝的供应企业，如招商重庆任丙科技、河北鹏达、信发华宇等企业搬迁至银川市经开区或者在此处建立分公司等。另一方面支持区内有研发能力机构和企业进行揭榜挂帅攻关，研发环保、低耗能的高纯氧化铝提纯制备技术，如青铜峡铝业公司。补全上游供应链，进一步形成产业集群，增加蓝宝石材料整体产值。

3. 拓展下游蓝宝石芯片加工和应用

根据我们前期的研究，LED 产业产值主要集中在下游应用，能够占到产值的 84%，上游仅占 3% 左右。蓝宝石产业正好是 LED 产业的上游。因此，银川市要想进一步做大蓝宝石产业，就需要向下游拓展。一方面研发消费电子领域产品，如蓝宝石摄像头保护镜片、指纹识别保护镜片及智能穿戴设备防护屏等，增加蓝宝石材料应用领域；另一方面加大对下游 LED 芯片制造企业的招商引资，主要关注三安光电、乾照光电、华灿光电、蔚蓝锂芯等，补全产业链下游短板。

二、银川蓝宝石产业发展面临的困境

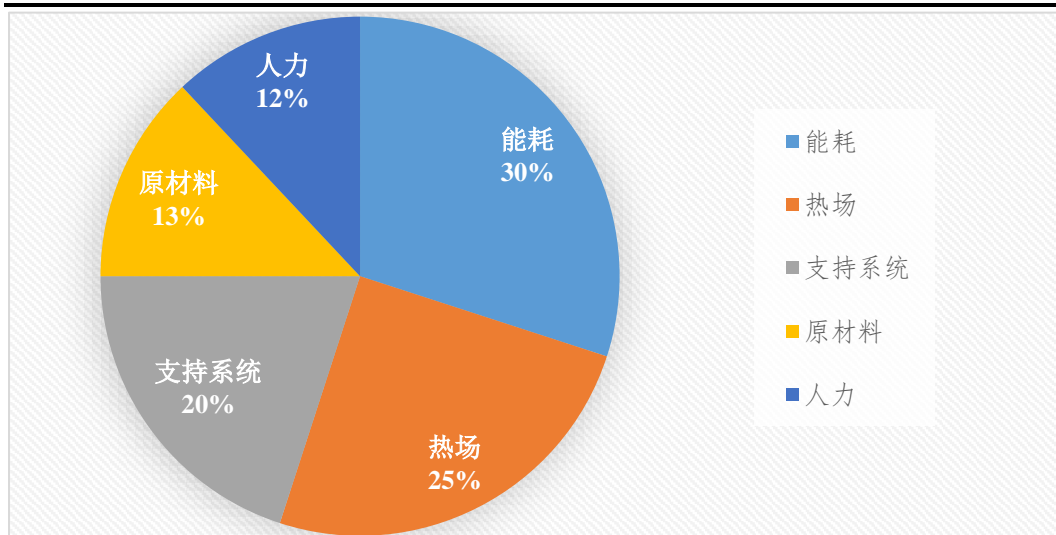
（一）产业链不齐，影响蓝宝石行业整体产值

正如蓝宝石产业链全景图显示，银川市的蓝宝石产业主要集中在中游蓝宝石晶体的生产，天通银厦和鑫晶盛的主产品都是蓝宝石晶体。天通银厦引进了蓝宝石衬底片加工设备，现已具备衬底片的加工能力，但仍然属于蓝宝石产业链中游。蓝宝石材料 80% 以上用于 LED 衬底，受 LED 产业产值分布影响，蓝宝石材料产值始终不高，若仅通过发展蓝宝石产业中上游，要完成“十四五”银川市蓝宝石百亿产值目标会有一定困难。为此要大力发展下游 LED 应用产业，通过招商引资和本地企业拓展，争取将天通股份部分 LED 芯片制造和设备生产转移至银川，同时对接云南蓝晶、三安光电、乾照光电、华灿光电、蔚蓝锂芯等国内企业，争取与上述企业共同投资本地 LED 芯片产业。此外，要紧紧抓住全球 LED 产业向国内转移的机遇期，银川市以本地蓝宝石生产为基础，承接部分国际转移产能，进一步扩大银川市蓝宝石产业集群。

（二）蓝宝石材料生产能耗高，碳排放强度大

蓝宝石晶体生产成本中，占比最大的是能耗，大约占成本的 30%，其次是热场 25%，支持系统 20%，原材料 13% 和人力 12%。

图表、蓝宝石晶体生产成本构成



数据来源：智研咨询，西部担保

根据蓝宝石生产上市公司年报，蓝宝石晶体生产成本约为 18 元/mm。按照上图成本构成，则蓝宝石晶体生产能耗大约为 5.4 元/mm，折合成工业用电大约是 12 度电。按发电量计算，目前发一度电大约耗煤 0.3 公斤，按煤中碳含量 70% 计算，产生二氧化碳 0.87 公斤。以此计算，银川市目前生产蓝宝石的碳排放约为 29.2 万吨。随着鑫晶盛项目的满产以及天通银厦扩产，届时碳排放量更高。在当前全国正在积极实现“双碳”目标下，蓝宝石的扩产势必会增加本地碳排放管控压力。

（三）产业人才匮乏，本地资金保障不足

蓝宝石材料产业作为关键战略材料和战略性新兴产业，专业性人才需求大，加之拓展下游 LED 芯片制造，更需要专业人才和技术工人。但银川市人才缺乏，表现为专业技术人才尤其是中层技术骨干和核心管理人才缺口较大，从业人员中高学历创新型人才总量偏少，造成了企业需要从外地科研院所和高校引进人才，增加了企业成本。此外，银川市财政资金能力有限，资金的匮乏也限制政府招商引资。

三、银川工业蓝宝石产业发展建议

（一）进一步提升政策支持力度

LED 产业符合国家节能减排要求，同时属于高端领域。近几年，随着国内 LED 企业扩产以及国际产能内转，LED 产业出现了短期供过于求的结构失衡，但随着疫情后国际经济恢复，LED 产业迎来了新的发展周期。尽管国家层面新材料“十四五”规划尚在评审中，但整理其他省份已经发布的新材料“十四五”规划不难发现，这些省市对新材料产业发展相当重视，都在大力发展关键战略材料产业，培育产业集群。如浙江省就提到要大力发展 LED 产业。银川市发布了《银川市“十四五”工业产业发展规划》，其中

原创天地

就蓝宝石产业制定了五年发展规划，足见政府层面对蓝宝石产业的重视。但仅有规划类政策还远远不够，蓝宝石材料作为银川市新材料产业之一，还需出台针对性政策加以扶持。特别需要配套资金来招商引资，吸引相关产业落户银川市。

（二）提高金融参与度，扶持相关产业补全产业链短板

为了快速增加蓝宝石产业产值，补齐产业短板，需要大量的资金投入。因此建议：一方面成立“新材料”产业政府专项引导基金，并设立蓝宝石材料子基金，专门针对蓝宝石相关企业投资。政府引导资金的杠杆作用能够撬动金融机构及社会资金的共同投入，增加了相关资金的规模，同时达到政府扶持产业的目的。另一方面设立“新材料”产业担保基金，构建多层次担保体系助力蓝宝石材料企业获得资金支持。蓝宝石材料产业属于重资产行业，不管是上游原材料企业生产高纯度氧化铝，还是下游 LED 衬底芯片制造，都需要专业设备。这些设备本身价值较高，可以用于抵押融资，能够有效降低担保、银行等金融机构风险。而针对蓝宝石产业链上的小微企业，应有银行、政府部门和担保机构等各方共同参与，采用政府、银行和担保机构共担风险的方式来帮助这些小微企业融资，以促进整个产业发展。

（三）尝试新能源电力替代火电，实现“控碳”生产

正如本文我们分析的一样，蓝宝石的生产会消耗大量的能源，能源消耗会伴随碳排放。目前，仅天通银厦生产蓝宝石材料年度碳排放量大约 29.2 万吨，若加上蓝宝石衬底片生产以及三期扩产，未来的碳排放更高。此外，鑫晶盛蓝宝石项目投产同样会产生大量的碳排放，粗略计算，未来银川市蓝宝石产业碳排放每年大约 100 万吨，对本地控制碳排放形成一定挑战。为此，建议在银川市经开区尝试建立零碳排放园区，与本地光伏发电机构对接，使园区内工业企业生产用电全部替换成可再生能源电力，这样包括蓝宝石在内的工业企业生产过程就能够有效控制碳排放量。

精彩推荐

放水有用吗？

一、美联储货币超发与特里芬难题

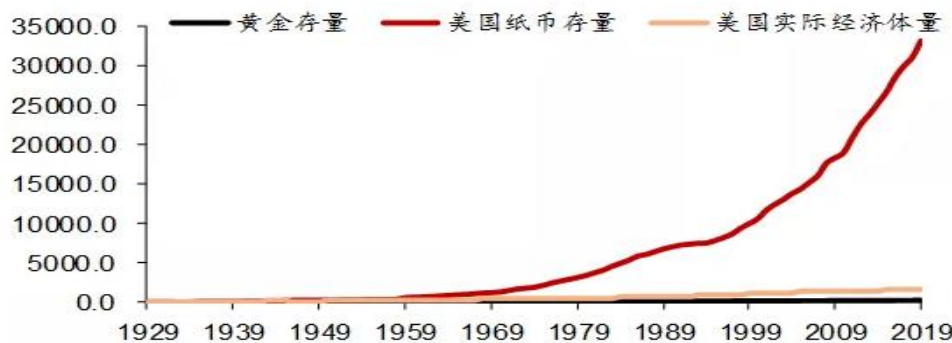
在上世纪 70 年代初布雷顿森林体系解体之前，美元与黄金挂钩，即 1 盎司黄金兑换 35 美元，各主要经济体都实行固定汇率制度。但美国作为全球霸主，其国际开支势必不断扩大，导致美国黄金储备大幅下降，它不得不通过印美元来对付美元的流失和债务的增加，最终美元不得不与黄金脱钩，布雷顿森林体系自然解体。

如今，每盎司黄金的美元价格已经在 1800 美元左右，比 50 年前上涨了 50 多倍，也就是过去 50 年美元贬值了 97% 左右。不仅美元超发，全世界所有国家的货币都在超发，只不过主要的发达经济体货币超发幅度与美国相差不多，而大部分发展中国家货币相对美元的超发幅度更是大的惊人。

例如，1971 年以来，土耳其、巴西、墨西哥、印尼、阿根廷、南非等新兴经济体的货币，仅仅对美元的贬值幅度都有 90% 以上，对黄金的贬值幅度那就更多了；印度、菲律宾、韩国、中国货币对美元的贬值幅度也有 50% 以上。

从 1971 年开始算，美元纸币增长了 21 倍，美国经济实际增长只有 2.7 倍，黄金存量只增长了 1.1 倍。那么，为何美元超发如此严重呢？这要从特里芬难题(Triffin Dilemma)谈起，特里芬认为，要满足世界经济和全球贸易增长之需，美元的供给必须不断增加，从而美国的国际收支逆差必然不断扩大。而美国国际收支逆差的不断扩大和美元供给的持续超速增长，一方面将使美元与黄金之间的固定比价难以维持；另一方面，大量印美元必将对美元产生贬值压力，并导致美元与其他国家货币的固定比价也难以长期维持，从而使这种国际货币制度的基础发生动摇。

美元超发幅度惊人



来源：CEIC，中泰证券研究所

特里芬很精辟地解释了美元必然超发的原因，同时他认为美元的国际地位会下降，时至今日，美元的国际地位确实有所下降，但依然牢不可破。原因在于其他国家为了维

精彩推荐

持经济稳定，也竞相超发本国货币——这与特里芬难题无关，但与经济在发展过程中遇到的周期波动和结构失衡有关，如为了熨平波动，只有采取逆周期的货币政策，导致货币经常超发而回收不足，为了解决经济结构失衡问题，政府又得举债，然后通过央行印钱的方式降低政府杠杆率，即所谓的 MMT。

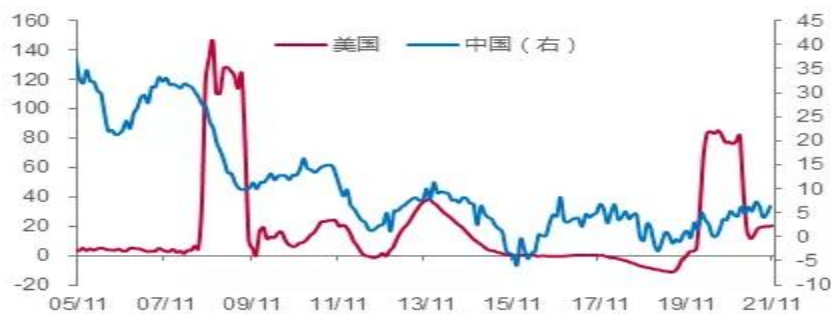
超发货币本质是一种征税行为，古代有一种与之相近的称之为铸币税，但这种征税的结果，往往是导致通胀或财富向富人集中，所以，超发货币实质上是主要向中低收入阶层的征税行为。从短期看，超发货币是为了解决流动性问题，从长期看，则导致了社会收入结构的进一步扭曲。

美国联邦储备委员会日前最新发布的美国财富分布情况报告显示，截至 2021 年第二季度，收入最高的 1% 美国家庭总净资产为 36.2 万亿美元，自 1989 年有数据统计以来，首次超过占总数 60% 的中等收入家庭的总净资产（35.7 万亿美元）。数据显示，目前美国 70% 的财富集中在收入前 20% 的家庭中。

二、我国的货币创造与美欧日有何不同

我国央行从未认为央行存在超发货币行为，例如，目前我国央行的总资产为 38.9 万亿人民币，仅仅比 2019 年末的 37.1 万亿增加 1.8 万亿，近两年的增速仅为 4.85%，远远低于 GDP 的增速，而美联储的总资产则翻了一倍多。

中美两国央行资产扩张的增速走势



来源：CEIC，中泰证券研究所

从上图中发现，我国央行的总资产增速，在过去 10 年中逐步回落，与经济增速的回落保持一致。但美联储的总资产增速则出现出现过两次“井喷”，一次是 2008 年次贷危机时，总资产的年增速最高达到 145%；另一次则是疫情肆虐下的 2020 年，总资产的同比增速最高时也达到 85%。说明美联储的货币扩张力度，尤其在逆周期调控方面的积极性要远远超过我国央行。

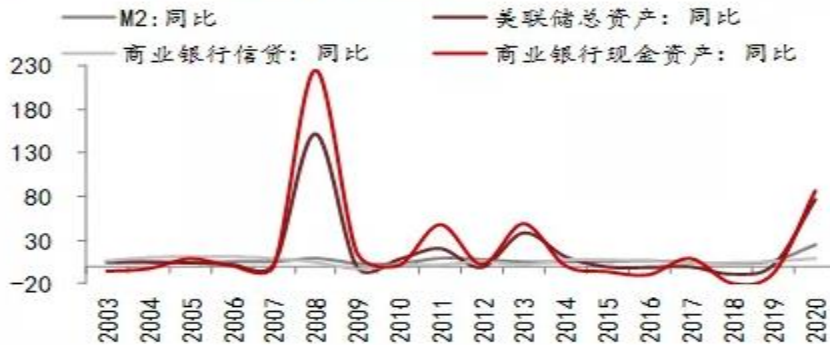
但是，我国 2020 年末的 M2 余额为 218 万亿元，与 GDP 之比为 215%，而美国

精彩推荐

2020 年的 M2/GDP 为 91.6%，不足中国的一半，而美国的 GDP 为中国的 1.5 倍。为何我国央行的扩表节奏缓慢，但货币总量规模却那么大呢？主要原因还是在于商业银行在货币创造中发挥了举足轻重的作用。

美国商业银行的行为则与我国商业银行相反。例如美联储于 2020 年 3 月重回零利率，并重启了 QE 措施，尤其是此后实行了无限 QE 模式。从美联储资产负债表来看，2020 年美联储总资产由 2019 年末的 4.2 万亿美元飙升至 7.4 万亿美元，扩表了 3.2 万亿美元，增幅高达 76.8%。而同期美国货币供应量（M2）同期仅增长了 25.4%，增加了 3.9 万亿美元，尽管这一增幅也创了历史新高；美国商业银行信贷仅增长 9.0%，同时商业银行的现金资产居然增长了 86.4%（惜贷）。可见，尽管美联储放了很多水，但美国的商业银行把这些货币中的很大一部分存放起来，并没有用于放贷。

美国 M2、美联储与银行信贷状况（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

无独有偶，欧洲和日本的宽松也同样由央行驱动。2020 年欧央行总资产增长 49.5%，扩表 2.3 万亿欧元，折合美元 3.3 万亿美元；而同期，欧元区货币供应量（M2）仅增长 11.0%，银行信贷也仅增长 9.4%。2020 年日央行总资产增长 22.6%，扩表 129.5 万亿日本，折合美元 1.5 万亿美元；同期，日本货币供应量（M2）仅增长 9.2%，银行信贷也仅增长 5.9%。

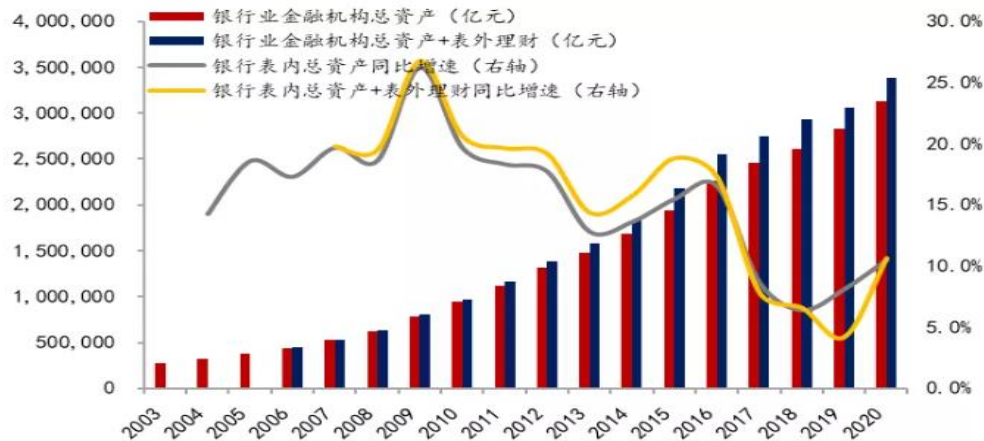
反观我国的商业银行，几乎都是国有银行，受政策引导较为明显，所以在行为上与货币当局基本保持一致，逆周期操作。

拙作《中国式货币创造与资产价格波动》曾对 M2 持续高增长背后存在体制因素做过比较详尽分析。第一，中国长期维持高储蓄率，投资驱动经济增长，货币乘数更高；商业银行和美欧日不同，有更强的扩张动力。第二，当前商业银行和国有企业组合，更容易导致信用扩张。第三，金融体制改革缓慢，例如长期实行结售汇制度，而民间海外投资渠道狭窄。当然央行在货币创造过程中也起到重要作用，如降准，表面

精彩推荐

看是央行缩表，实际上是向商业银行释放流动性。

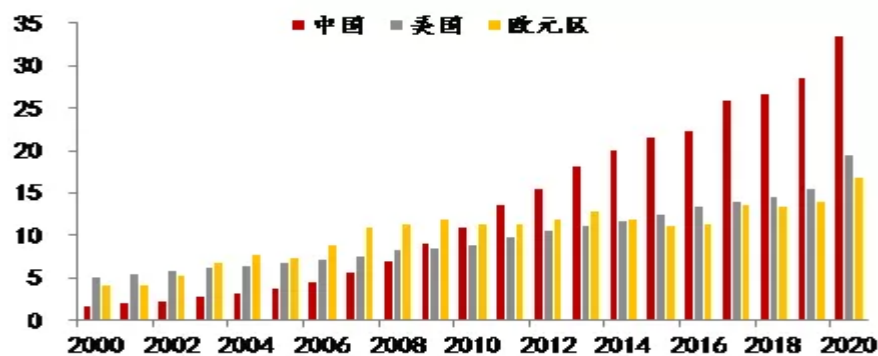
包含表外理财资产的银行业总资产



来源：中国人民银行协会，WIND，中泰证券研究所

我国的货币创造经历了引进外资、出口导向、房地产开发三个阶段。第一阶段是引进外资：改革开放之初中国发展经济存在巨大的资金缺口，引进海外直接投资和借外债就成为货币创造的第一步，1985-1989年累计实际利用外资从前五年的182亿提高至411亿美元。第二阶段是出口导向：中国的外贸顺差从1995年开始超过100亿美元，至2008年达到近3000亿美元，结售汇体制下，外汇占款成为央行投放基础货币的主要渠道。第三阶段是房地产开发与土地财政。随着房地产市场的发展，银行依据土地价值担保，给地产企业、政府平台提供信贷，2013年以来居民房地产投资加杠杆迅速，货币大量被创造出来。

主要经济体M2存量 (万亿美元)



来源：中国人民银行协会，WIND，中泰证券研究所

截止今年7月末，我国M2余额折合36万亿美元，而同期美国加欧盟的M2余额为37.7万亿美元，估计到明年中国M2余额将超过美欧的M2余额之和。当然，我们可以认为用M2规模来衡量欧美日的金融体量不全面，增加对M3观察金融体量可能更全面，确实如此，但由于中国没有M3的统计，故缺乏可比性。但通过比较M2还是可以

精彩推荐

解释大部分金融现象。

三、放水过度：向上与向下都有弊端

在疫情之初，美联储在两次降息的同时，又推出“无限量量化宽松”政策，实际上是为了解决短期金融市场的流动性问题，并通过购买美债，缓解失业率上升对居民的生活压力。因此，放水从短期看是有用的。

但是，随着疫情的缓解，美国经济在复苏过程中出现了通胀率居高不下的问题，同时，由于疫情之下的财政补贴，使得美国的劳动参与率显著下降。据统计，美国目前的就业人数比疫情前减少了 500 万左右，虽然当前 4.6% 的失业率与疫情前的 3.8% 已经接近，目前劳动力短缺的局面依然存在。这些问题的出现与美联储的放水政策有一定相关性。

与放水相关的另一个问题则是供应链受阻。通过分析全球主要港口（有公布月度数据的）的进、出口吞吐量，发现大多数国家的进、出口吞吐量都在正常范围内波动，只在 2020 年上半年疫情期间造成了较明显的波动，随后向正常水平恢复。唯有美国在疫情发生以来，进口吞吐量持续大于出口量，这会直接造成空集装箱的堆积和打破全球航运网络的平衡。

在影响全球供应链的诸多因素中，美国在疫情后给居民直接大额补贴对全球供应链的影响可能是一个不容忽视的因素。首先，直接大额发钱会造成美国需求超预期爆发，如房地产的火爆，会大幅拉动进口。其次，大额补贴降低了工人的就业意愿，供给的复苏明显赶不上需求的爆发，造成进口上升速度持续超过出口。此外，大额补贴对港口、货运等底层工人的就业意愿影响最大，劳动力缺乏会直接加剧港口、货运等环节的问题。

美国主要港口疫情后进口集装箱上升速度持续大于出口



来源：Wind, 中泰证券研究所

因此，这轮疫情下美联储的放水，主要是通过购买国债的方式“往下放水”，即美国

精彩推荐

政府加杠杆，给美国民众大幅增加补贴，导致居民储蓄率大幅上升，拉动股市、楼市上涨并带来通胀。这与 2008 年次贷危机时的美联储扩表方式有显著差异，那个时候财政加杠杆的规模没有这次那么大，也没有给民众什么补贴。也就是说，次贷危机时，美联储救的主要是金融机构，属于“向上放水”，这也引起了美国普通民众的强烈不满，发生了旷日持久的“占领华尔街”事件。

但这两次大放水，最终结果都导致了收入差距扩大，说明放水解决不了一国经济的结构性问题。例如，最新数据显示，美国 10% 的最富裕阶层，拥有 89% 的股票，这一比例创出了疫情以来的新高。

就我国而言，尽管央行的总资产增长幅度很小，2020 年只有 4.5%，但信贷和社会融资增速自疫情爆发后出现较高增速，2020 年金融机构贷款余额增速高达 12.8%，增加了 19.6 万亿元至 172.7 万亿元。实际上次贷危机后的 2009 年的特征也是如此，09 年央行总资产仅增长 9.9%，而同期 M2 和金融机构贷款余额分别增长了 28.4% 和 31.7%。

今年以来信贷和社融增速虽然有所回落，但走势比较平缓，如社融增速依然维持在 10% 左右，并不算低。

我国社会融资增速走势图



来源：Wind，中泰证券研究所

我曾经在 2019 年写了一篇《水往高处流》的文章，认为无论是政府加杠杆还是央行执行宽松的货币政策，虽然可以达到短期稳增长或摆脱流动性不足的困扰，但从长期看，相当大一部分资金总是会流向金融和房地产系统。

这也是管理层一直呼吁避免“大水漫灌”和房住不炒的理由，也就是说，如果资金不流入到实体经济中，降准的意义也就不大了。但背后的深层原因，恐怕不是资金流不流入实体经济那么简单，因为资金总是逐利的，如果实业的投资回报率高，资金自然就流向实业了。正是因为存在有效需求不足的结构性问题，才是资金“空转”的根本原因。

精彩推荐



来源：国家统计局

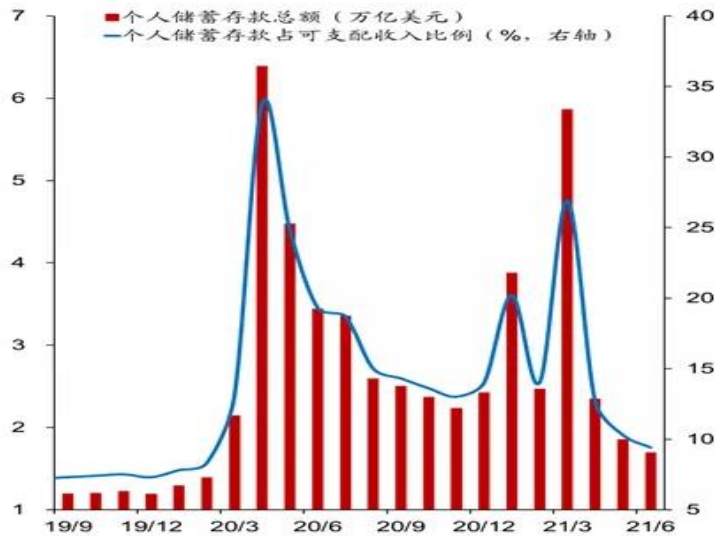
从今年前三季度居民的可支配收入看，平均数同比名义增长 10.4%，而可支配收入中位数的名义增长却只有 8%，这意味着居民收入差距仍在扩大。这说明，经济的结构性问题无法用货币放水的方式来解决，改革是解决结构性问题的根本方法。

就美国而言，尽管年初拜登提出了提高企业所得税税率和对于年收入达到或超过 100 万美元的人增加资本利得税税率，旨在缩小收入差距，但迄今没有下文，说明改革说易行难，因为改革要触动利益，不如放水来得容易。

展望 2022 年，美国面临的经济下行压力很大，因为首先是居民靠美联储和财政部放水所获得的收入增长，只是一时，不会持续。事实上，自今年 3 月以来，美国居民存款总额从 5.9 万亿美元降至 6 月份的 1.7 万亿，同时个人存款占可支配收入的比例也 27% 降至 10%。

精彩推荐

美国个人储蓄存款情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

这对于靠消费拉动的美国经济并不是件好事，同时，在通胀压力和加息的预期下，美国经济已经不能通过继续放水来实现持续复苏。尤其在当前疫情不断反复，疫苗的作用低于预期的情况下，明年的经济前景不容乐观。本周五欧美股市大幅下跌，NYMAX原油价格跌幅达到13%，主要受来自南非的新病毒消息影响，说明疫情的持续时间可能大大超预期，但美联储手中的弹药已经不足了。

对中国而言，2022年面临的巨大压力来自房地产走弱，因为房地产是中国经济过去那么多年来高度依赖的行业，在房地产税试点的触发下，在坚持房住不炒的政策持续作用下，明年的房地产销售额和开发投资增速预计都将掉头向下。因此，不要期望明年的货币政策或财政政策会大幅放松，因为放水只能救一时，不能救永远。

例如，过去我国的逆周期调控政策出台频率较高，其目标是为了稳增长；如今高质量发展才是我们的目标，故提出的政策导向是“跨周期调节”，不再追求短期的稳增长，而是从长计议。例如，我国的十四五规划中就没有明确GDP的增速目标，而在2035年的发展规划中提出人均GDP翻番目标，按此目标，假设汇率不变的情况下，平均每年的名义GDP增速只要维持在4.6%左右即可实现。

我曾经在2013年提出《如何搅动中国经济这杯沉积的液体》的建议，即货币总量是足够了，但沉淀部分没有发挥应有的作用，因此推进包括收入分配制度在内等各项改革，不仅是二次分配改革，更重要的是一次分配改革。因为结构性问题是无法通过总量放水来解决的。

精彩推荐

去年五中全会提出要形成以国内国际双循环相互促进的“新发展格局”，目前看，中国的出口连续两年超预期，说明除了某些西方国家对向中国输出高科技产品和核心技术进行阻拦和限制之外，外循环总体还算畅通。但问题似乎在于“内循环”，如消费增速低，金融和房地产在 GDP 中的占比过大、中小企业发展压力大及“躺平”现象突出等，这才是让内循环不畅的根本原因，这也是改革绕不过去的槛。

总之，通过这轮旷日持久的疫情以及各国在疫情中的所采取的举措，人们已经越来越认识到放水对于经济的弊端。如果说中国在货币化程度比较低的时期可以大规模扩张货币而并不会出现高通胀和大规模的资产泡沫（如 2005 年之前），如今则已经出现了货币过剩现象。因此，未来只要放水，无论是水往高处流（导致资产泡沫）还是水往低处流（导致通胀），都会带来系统性风险。

（来源：李迅雷金融与投资）

解读：

长期来看，放水有弊端，但这是短期解决问题最直接有效的办法，其最终导致的结果是收入差距扩大。从我国的情况来看，无论是政府加杠杆还是央行执行宽松的货币政策，虽然可以达到短期稳增长或摆脱流动性不足的困扰，**但从长期看，相当大一部分资金总是会流向金融和房地产系统。**资金不流入到实体经济中，背后的深层原因，不是资金流不流入实体经济那么简单，因为资金总是逐利的，如果实业的投资回报率高，资金自然就流向实业了。正是因为存在有效需求不足的结构性问题，才是资金“空转”的根本原因，**总之放水解决不了结构性问题。**

共同关注

[宏观经济]

- ❖ 统计局：10 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 8187.4 亿元，同比增长 24.6%，较上月加快 8.3 个百分点，连续两个月回升；两年平均增长 26.4%，加快 13.2 个百分点。1-10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 71649.9 亿元，同比增长 42.2%，两年平均增长 19.7%，继续保持快速增长态势。
- ❖ 财政部：10 月份，全国发行地方政府债券 8761 亿元。其中，发行一般债券 2320 亿元，发行专项债券 6441 亿元；按用途划分，发行新增债券 6145 亿元，发行再融资债券 2616 亿元。1-10 月，全国发行地方政府债券 64916 亿元。其中，发行一般债券 24705 亿元，发行专项债券 40211 亿元；按用途划分，发行新增债券 36625 亿元，发行再融资债券 28291 亿元。
- ❖ 财政部：1-10 月，国有企业营业总收入 603860.0 亿元，同比增长 22.1%，两年平均增长 9.7%。其中中央企业 338515.6 亿元，同比增长 21.3%，两年平均增长 8.0%；地方国有企业 265344.4 亿元，同比增长 23.0%，两年平均增长 12.1%。1-10 月，国有企业利润总额 38250.4 亿元，同比增长 47.6%，两年平均增长 14.1%。其中中央企业 25326.5 亿元，同比增长 44.0%，两年平均增长 14.2%；地方国有企业 12924.0 亿元，同比增长 55.3%，两年平均增长 13.8%。
- ❖ 外管局：10 月，我国国际收支口径的国际货

物和服务贸易收入 20243 亿元，支出 16381 亿元，顺差 3862 亿元。其中，货物贸易收入 18394 亿元，支出 14390 亿元，顺差 4004 亿元；服务贸易收入 1849 亿元，支出 1991 亿元，逆差 142 亿元。

[政策法规]

- 国务院：发布《关于进一步加大对中小企业纾困帮扶力度的通知》。进一步推进减税降费。深入落实月销售额 15 万元以下的小规模纳税人免征增值税、小型微利企业减征所得税、研发费用加计扣除、固定资产加速折旧、支持科技创新进口等税收优惠政策。灵活精准运用多种金融政策工具。加强再贷款再贴现政策工具精准“滴灌”中小企业，用好新增 3000 亿元支小再贷款额度。加强大宗商品监测预警，强化市场供需调节，严厉打击囤积居奇、哄抬价格等违法行为。支持行业协会、大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台，加强原材料保供对接服务。
- 中共中央、国务院：发布关于加强新时代老龄工作的意见。创新居家社区养老服务模式，提升社区养老服务能力。进一步规范发展机构养老，各地要通过直接建设、委托运营、购买服务、鼓励社会投资等多种方式发展机构养老。结合实施乡村振兴战略，加强农村养老服务机构和设施建设。大力发展企业（职业）年金，促进和规范发展第三支柱养老保险。探索通过资产收益扶持制度等增加农村老年人收入。

共同关注

- 工信部、市场监管总局：联合印发《电机能效提升计划（2021-2023年）》。引导企业实施电机等重点用能设备更新升级，优先选用高效节能电机，加快淘汰不符合现行国家能效标准要求的落后低效电机。到2023年高效节能电机年产量达到1.7亿千瓦，在役高效节能电机占比达到20%以上，实现年节电量490亿千瓦时。推广应用一批关键核心材料、部件和工艺技术装备。
- 国家电网：正式印发《省间电力现货交易规则（试行）》。省间电力现货交易试运行准备工作正在有序开展。省间电力现货交易启动后，将有利于激发市场主体活力，通过市场化手段实现全网电力余缺互济，促进清洁能源大范围消纳，推动构建以新能源为主体的新型电力系统，助力实现碳达峰、碳中和。
- 商务部：印发《“十四五”对外贸易高质量发展规划》。“十四五”时期，贸易安全体系将进一步完善。粮食、能源资源、关键技术和零部件进口来源更加多元。贸易摩擦应对、出口管制、贸易救济等风险防控体系更加健全。展望2035年，外贸高质量发展跃上新台阶。贸易结构更加优化，进出口更趋平衡，创新能力大幅提升。

[产业信息]

- ✚ CINNO Research: 上调2025年全球Mini LED背光基板出货面积增至约5000万平方米，年均复合成长率将达72.8%。Mini LED背光方案更匹配当下的技术能力及市场需求，搭载

量子点技术的相关背光产品有望兼顾成本与性能，成为现阶段新型显示技术开发方向的新热点。

- ✚ 中国信通院: 10月, 国内手机出货量为3357.5万部, 同比增长28.4%, 其中5G手机2659万部, 同比增长58.7%。1-10月, 国内市场手机总体出货量累计2.82亿部, 同比增长12.0%, 其中, 5G手机出货量2.1亿部, 同比增长68.8%, 占同期手机出货量的74.5%。
- ✚ 发改委: 11月20日, 电厂存煤达到1.43亿吨, 比10月底增加超过3500万吨, 超过常年水平, 今冬明春发电供暖用煤得到有力保障。11月底全国电厂存煤有望突破1.5亿吨, 远超往年水平, 与去年同期水平基本一致, 良好的煤炭供需形势将进一步巩固, 冬季煤炭供应保障能力显著提升。

[金融行业]

- 证监会: 近日起草修订《上市公司独立董事规则（征求意见稿）》。主要是对原有内容统一编排和改写, 明确规则制定目的, 增加部分上位法作为制定依据; 修改规则之间不一致的内容, 明确“重大关联交易、聘用或解聘会计师事务所, 应由二分之一以上独立董事同意后, 方可提交董事会讨论”; 吸纳散落别处的规则内容, 包括完善独立董事制度、发挥独立董事作用等。
- 外管局: 发布《关于支持市场主体外汇风险管理有关措施的通知（征求意见稿）》。扩大合作办理人民币对外汇衍生品业务范围。业

共同关注

务范围包括合作远期结售汇、合作外汇掉期、合作货币掉期业务。支持银行自身外汇风险管理。简化银行资本金本外币转换行政许可，除政策性注资外，其他资本金本外币转换可在符合法规要求的前提下由银行自行办理。允许银行自行按照按需原则办理自身项下外汇衍生品业务。取消银行贵金属汇率敞口平盘备案，由银行纳入自身结售汇直接办理。

[宁夏财经]

- ◇ 11月26日，宁夏日报自宁夏银保监局获悉，为支持国家和自治区乡村振兴重点帮扶县巩固拓展脱贫攻坚成果，接续推进全面乡村振兴，《宁夏银行业保险业支持乡村振兴重点帮扶县实施意见》近日印发，宁夏银行业保险业将统筹金融资源，加大对原州区、西吉县、海原县、同心县、红寺堡区、盐池县、隆德县、泾源县、彭阳县等9个国家级、自治区级乡村振兴重点帮扶县的金融支持力度。
- ◇ 据银川海关统计数据，1-10月，宁夏对中东欧17国贸易额为3.8亿元，同比增长102.9%。其中，出口3.6亿元，增长102.5%；进口0.2亿元，增长112%。1-10月，宁夏对东盟进出口18.7亿元，同比增长50.5%。其中，出口17.8亿元，增长50%；进口0.9亿元，增长62%。
- ◇ 11月24日，宁夏黄河流域生态保护和高质量发展先行区建设基金(简称“先行区基金”)与青铜峡市政府签订《框架协议书》，标志着先行区基金发挥金融活水功能，促进先行区建设迈出实质性一步。先行区基金是自治区政府投资基金管理委员会批复设立的自治区级政府投资基金，首期总规模100亿元，主要为先行区建设有关的黄河安澜、生态环境保护、污染防治、节水降耗、现代化灌区、交通和水网体系建设等领域的基础设施项目提供资本金支持，全力推动自治区“十大工程项目”“一河三山”生态保护、“四水四定”和“四权改革”等方面工作取得成效。



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