

发挥资本市场作用 助力新型电力系统建设



新华社图片

构建以新能源为主体的新型电力系统是党中央基于加强生态文明建设、保障国家能源安全、实现可持续发展作出的重大战略决策部署。目前我国能源行业碳排放占全国总量的80%以上，电力行业碳排放放在能源行业中的占比超过40%，新型电力系统建设为我国电力系统转型升级指明了方向，在我国实现碳达峰、碳中和战略目标中具有基础性核心地位。

新型电力系统是清洁低碳、安全可控、灵活高效、智能友好、开放互动的系统，是对传统电力系统的跨越升级。从供给侧看，新能源将逐步成为装机和电量主体；从用户侧看，发用电一体“产消者”大量涌现；从电网侧看，呈现以大电网为主导、多种电网形态相融并存的格局；从系统整体看，运行机理和平衡模式出现深刻变化。构建新型电力系统，投资需求涉及领域多、覆盖面广、时间跨度长，需要充分发挥资本市场作用，创新绿色金融，引导社会资本支持新型电力系统建设。

● 英大证券研究所副所长 臧宁宁

投资需求大

资本市场服务新型电力系统建设有重要意义。一是充分满足海量投资需求。2050年我国全社会用电量预计将达14万亿千瓦时，是目前的两倍左右，相当于再造一个新的电力系统。同时，新型电力系统是传统电力系统的跨越升级，是对当前电力系统发输配售用各环节进行全方位系统性变革，面临大量的投资需求。据测算，碳达峰、碳中和目标下，能源系统新增投资需求超过百亿元，需要充分发挥绿色金融资源配置功能，引导社会资本向新型电力系统倾斜。

二是积极发挥直接融资作用。国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要明确提出，完善资本市场基础制度，健全多层次资本市场体系，大力发展机构投资者，提高直接融资特别是股权融资比重。随着我国资本市场体系的完善以及注册制的进一步推广，以市场化的方式引导金融体系提供直接投融资支持将成为下一步发展趋势，绿色直接融资将在新型电力系统建设中发挥越来越重要作用。

三是深入推进科技自立自强。科技创新是推动能源电力转型发展的重要引擎，随着新型电力系统加快建设，一些技术领域进入“无人区”，需要加快突破部分“卡脖子”关键技术，抢占全球能源电力科技制高点。此外，电力电子技术、数字技术和储能技术等能源电力系统中日益广泛应用，但仍处于产业化前期，存在收益率水平较低等突出问题。需要推进资本市场赋能新型电力系统全周期科技创新。

四是积极满足多元融资需求。新型电力系统主要特征表现为低碳化、分散化、数字化和电气化，涉及发输配用各领域、源网荷储各环节、电力与其他能源系统协调联动，存在大量新业态、新业务和新模式创新。如综合能源、新型储能、微电网与分布式能源、电网数字化等，投资主体更加多元化、投资需求更加多样化。需要充分发挥资本市场作用，为新型电力系统产业链企业提供资本支持，实现新型电力系统协调建设发展。

积极发展绿色金融

中央财经委员会第九次会议指出，构建以新能源为主体的新型电力系统。要完善绿色低碳政策和市场体系，完善能源“双控”制度，完善有利于绿色低碳发展的财税、价格、金融、土地、政府采购等政策，加快推进碳排放权交易，积极发展绿色金融。

笔者认为，应发挥资本市场作用，助力新型电力系统建设。一是推进资本市场赋能科技创新。目前我国已

形成多层次资本市场体系，基本涵盖科创企业全生命周期。需充分发挥科创板、创业板、新三板、北交所等各层次资本市场作用，拓宽直接融资入口，为更多“专精特新”中小企业提供直接融资服务，助力新型电力系统科技创新。推进建立引导基金、产业基金等，引入战略投资，吸引社会资本参与新型电力系统产业链上下游研发创新。拓宽绿色资产管理业务领域，挖掘绿色债券市场和股权市场投资机会，引导绿色资产投资。

二是推进绿色融资创新产品应用。积极探索绿色债券、绿色REITs、绿色ABS、绿色资产管理计划等金融工具创新应用，加大对新型电力系统项目支持力度。充分发挥央企主导作用，推进产业链供应链金融发展，助力产业链企业科技创新和绿色发展。激活并充分发挥存量资产作用，目前我国已经推出9个基础设施REITs项目试点，应推进新能源发电、抽水蓄能、区域综合能源等基础设施领域REITs项目试点，积极探索绿色证券助力新型电力系统建设的有效方式和路径。

三是积极推动碳金融建设。碳市场是推动碳达峰、碳中和的重要政策工具，并与电力市场相互协同，我国全国碳市场交易已于2021年7月16日正式启动，正逐步形成全国和区域、一级和二级、现货和衍生品的多层次碳交易市场体系。需进一步加强碳金融研究，推进期货、期权、互换等碳金融衍生品创新试点，推进碳质押、碳回购、碳托管等融资服务创新试点，探索碳汇权益交易试点，加强碳足迹挂钩的金融产品创新研究，推进碳排放权融资方式创新。

四是推动培育绿色投资理念。ESG（环境、社会和公司治理）投资与责任投资、绿色投资等理念一脉相承，与绿色低碳转型发展相契合，符合机构投资者长期价值投资需求，逐渐成为当前投资领域关注的重点。需进一步推动完善绿色投资基础设施，推动绿色金融标准体系建设，推进ESG生态系统建设，加强社会绿色投资引导，推动养老基金、保险等大型机构投资者参与责任投资、绿色投资以及ESG投资等，助力新型电力系统建设。

四季度大宗商品价格有望筑顶回落

● 平安证券首席策略分析师 魏伟
平安证券高级策略分析师 薛威

今年以来，大宗商品价格上涨受到广泛关注。除了现货、期货市场商品持续走牛外，A股与港股市场的煤炭、钢铁、化工等上游周期板块也迎来牛市。

当前，美联储“缩债”启动在即，偏紧的货币政策将限制大宗商品的牛市空间。受疫情影响，海外经济出现筑顶迹象。从经济需求端看，大宗商品强势可能不会持久。此轮大宗商品牛市已进入尾声，四季度将呈现筑顶回落态势。

两次逻辑切换

其实，今年以来的大宗商品走强并不是一条逻辑走到底，而是经过了两次明显的逻辑切换。从年初至2月，经济修复预期开始演绎，需求端快速修复推动了大宗商品在一季度稳步上行；3月至4月，经济修复逻辑让位于物价上涨逻辑，国际供应链的效率下滑与成本提升推动大宗商品出现全面牛市；经过5月至6月的酝酿后，国际供应链进一步阻滞叠加节能减排举措的加速落地，大宗商品上涨斜率明显陡峭化，并在9月迎来更为剧烈上涨，这个过程也表现为不同大宗品类之间的分化，涨势剧烈的主要以高能耗品类、煤炭及其下游的化工产品为主。

由于美联储“缩债”启动在即，后续还将公布加息、缩表等计划与实施条件，这对金融属性强的贵金属、有色而言，其走势将受到较强抑制。

将明显分化

现阶段，大宗商品价格上升的根源主要在于供给端。一方面，矿产采掘、冶炼产能显著压减；另一方面，全球海运阻滞、港口通关周期持续拉长下的运输效率下滑，以及港口、海运费用飙升，显著提升了跨境贸易成本。但供给端主导下的大宗商品牛市很少有持续性特别好的行情，历史上可能也仅有OPEC成立后主导减产带来的上世纪70年代至80年代的“石油危机”了。而当前的供给困境并非类似OPEC减产的情形，主要还是受疫情影响通关效率、产能压减斜率短期“陡峭化”所致。所以，此轮大宗商品牛市已经进入尾声，四季度将是筑顶回落的态势。

大宗商品品类繁多，主要分为贵金属、工业金属、能源化工、农产品四类。其中，贵金属拥有强避险属性，工业金属与能源化工有较弱的顺周期属性，农产品则有相对独立的周期特征。所以，在作出四季度大宗商品牛市将筑顶回落的判断后，笔者认为，内部将出现明显分化。其中，看好铝、原油、钢铁成材、油脂等品种的表现，黄金、白银、玉米、生鲜类及顺周期的棉花、白糖等农产品可能走弱。而煤炭、化工品种将迎来震荡筑顶行情；铝以外的有色金属将短期震荡，但长期仍然向上；粮食作物内外分化，国内价格将维持稳定，国际价格可能还会有所上行。

扩充团队搭建平台 券商深耕“专精特新”领域

（上接A01版）另外，开源证券一贯重视新三板业务，把新三板业务作为公司重要战略发展方向。开源证券持续督导的新三板挂牌企业达606家，其中创新层96家。

“我们已把‘专精特新’作为重要的研究策略和方向。”国金证券研究所相关负责人说，围绕“专精特新”，国金证券有以下布局：第一，在其传统优势行业，例如医药、新能源、科技等领域，自下而上展开“专精特新”专题研究。第二，在宏观策略维度进行“专精特新”专题梳理；从财务培训角度，进行“专精特新”专题培训；通过自上而下的研究统筹，为后续整体的研究推进做好基础框架储备。第三，加大与投行部门合作，让分析师更好地参与到“专精特新”产业研究中去。

东方证券研究所称，一方面加大对北交所交易制度、投资策略等顶层设计方面的研究力度，另一方面在现有研究资源基础之上，拓展对北交所乃至新三板企业的研究深度与广度。未来会把北交所及其标的作为研究所的重点研究领域，成立专门的北交所研究团队，设置专门分析师对其进行重点深入研究覆盖。

估值需考虑多方面因素

“专精特新”企业因其科技属性较强，研发投入大，盈利水平偏低。对这部分企业该如何进行定价，引发市场讨论。

东方证券研究所认为，对“专精特新”企业的定价，第一，应拉长评估周期并采用现金流折现的绝对估值方法进行估值；第二，应进行同行业比较，或者国际同业比较，采用PS或PB的相对估值方法进行估值；第三，对于服务C端的企业，可选择生命周期法进行估值；第四，对于多业务条线企业，宜采用分部估值法进行估值。

孙金钜表示，对于小部分技术领先、前景较好的初创企业，由于企业当前存在未盈利情况，营收规模较小，传统的以财务报表为基础的估值方法不适用，可能的估值方法包括期权定价模型，或根据初创企业特征，对现有估值方法进行改进。成长期企业存在未盈利可能性，以营业收入为基础的相对估值法较适用，同时考虑到科技/医药企业的行业特征，非财务指标或被用于估值修正。

中信建投研究所相关人士认为，对于不同行业的企业要将其放在行业发展背景下研究才有意义。以“小巨人”上市公司群体为例，所处的前三个行业依次为机械设备、化工、医药生物。在估值定价时，要考虑可比估值行业的属性。考虑到“专精特新”企业增速普遍较快，以及在细分赛道的技术优势，市盈率较行业均值会有一定溢价。

“对于‘专精特新’企业的定价，需结合竞争优势、盈利能力、盈利质量、市场占有率以及增长动能等维度进行综合评估。由于部分企业产品不够成熟，行业处在成长初期甚至导入期，在对这些企业未来盈利增长持续性的评估中，需将政策环境对行业增速和空间的影响纳入进来。”国金证券研究所相关负责人说。

推动环境信息披露制度进一步透明化标准化

● 中国人民大学财政金融学院 潘登

碳达峰、碳中和是一个有序推进的过程，需要建立在对企业碳排放等环境信息的清晰洞察基础上。只有拥有透明化、标准化的环境信息来源，才能对不同企业的碳排放情况等因素进行横向对比。在这一过程中，信息披露制度扮演着极为重要的角色。许多国家和地区将碳排放等涉及环境的信息披露纳入ESG信息披露制度，包括环境（environment）、社会（social）和公司治理（governance）三大类别，有效地促进了政策监管并带动ESG领域金融投资。我国需推动环境信息披露制度进一步透明化、标准化，使碳达峰、碳中和目标有序、有力地落到实处。

完善信息披露标准化度量规则

我国环境信息披露相关政策已经历约18年发展，但当前企业相关信息披露质量参差不齐。根据中国责任投资论坛（China SIF）机构商道融绿发布的《A股上市公司ESG评级分析报告（2020）》，2020年沪深300企业中，有95.0%的企业披露了环境管理目标，91.3%的企业披露了节能和可再生能源应用政策，但只有55.0%的企业披露了温室气体排放管理体系，40.7%的企业披露了能源消耗量和节能量。虽然绝大部分企业披露了环境信息，但以环境管理目标、节能和可再生能源应用政策等较难度量的指标为主，而温室气体排放、能耗等重要指标的披露则明显不足。造成这一现象的主要原因是，环境信息披露在落地过程中缺乏统一的强制披露清单，环境管理目标较笼统，同时缺乏统一的计量标准。

ESG框架下的环境信息披露如果缺乏标准化的度量规则，将会导致三个问题：第一，信息透明度降低，不同主体之间难以横向比较，进而难以度量各类碳中和调控政策的落地情况。

第二，不利于形成专业化、规模化的主题性投资，市场机制难以对碳排放等领域优质合规企业起到识别和促进作用。根据全球可持续金融协会（GSIA）的调查，2020年全球纳入ESG评价的资产总量约4万亿美元，并将继续高速增长。ESG投资选择在环保等领域具有优势的企业，不仅能给投资人带来超额收益，而且能倒逼企业改善其环境影响。

第三，不利于与国际接轨。参与国际碳交易市场，参与国际碳中和评价体系具有重要意义。而目前国内环境方面的信息披露制度在落地过程中欠缺度量标准，不利于中国企业参与国际市场。

借鉴国际经验

一些国家和地区将环境信息披露放在ESG信息披露的大框架下讨论，有以下可借鉴之处。

第一，借鉴环境信息披露“强制披露+不遵守就解释”的披露原则。当前ESG框架下的环境信息披露主要分为两类，分别是强制披露和“强制披露+不遵守就解释”。其中“强制披露+不遵守就解释”指的是法律规定了需要强制披露的具体类别和规则，若某一公司不披露该项则必须对原因进行解释。实施强制披露的主要有美国、英国、欧盟等地区；实施“强制披露+不遵守就解释”的主要有日本、新加坡、澳大利亚等地区。大部分国家的信息披露要求都是渐进式发展。以披露主体为例，早期，英国仅要求有条件企业进行披露，欧盟仅要求大型企业进行披露，在推进的过程中逐步覆盖所有上市公司。中国香港地区实行的是“强制披露+不遵守就解释”，借鉴这一原则在制度吸纳上更为通畅。同时，内地的ESG信息披露制度尚处于完善期，这一原则能够在强制性和灵活性中保持一定平衡。

第二，在环境信息的各具体类别中分层推进披露制度的实施。环境信息包括许多类别，如温室气体排放、危险废物物排放等，每个类别下又可以分为多个披露层

次。以港交所温室气体信息披露规则为例，其分为直接温室气体排放、间接温室气体排放以及公司之外强关联的温室气体排放。港交所仅对上市公司的直接、间接温室气体排放强制披露进行要求，而不强制披露强关联温室气体排放。内地在披露清单执行层面，可以借鉴香港地区经验，按照披露成本等要素对环境信息的各具体类别进行分层，制定不同披露规则，同时可以要求重污染、高能耗企业先执行更加严格的标准。

第三，根据不同公司的能耗及污染等级，分步推进环境信息披露。我国上市公司大致可以分为以下几类：首先是参照环保部门公布的重点排污单位名单，其次是参照《上市公司环保核查行业分类管理名录》中处于重污染行业中的企业，此外是参照碳排放交易试点中纳入高能耗行业的企业，最后是在其他行业中的普通企业。在完善环境信息披露的过程中，对于披露紧迫性较低且披露成本较高的类别，可以借鉴欧盟经验，先要求大型企业披露，而后推广。在具体推进过程中，可以考虑按照从重排污单位、到重污染行业、再到高能耗行业、最后到普通行业的顺序逐步落实披露要求。

第四，加强“漂绿”企业识别，防止部分企业带着环保企业的“帽子”进行高污染高能耗生产。当前我国的行业划分是依据各企业的主营业务而定，但在实践过程中，有的企业主营业务并非高污染高能耗，但其存在一些高污染高能耗产业，这一现象在专用、通用设备制造、建筑业等行业中时有发生。在制度架构上，我国可以借鉴欧洲经验，由投资这类企业的金融机构披露“漂绿”企业情况。由于进行投资的金融机构在投资过程中会进行详细尽调，额外披露成本较低，同时也不会增加普通企业的信息披露负担。

碳达峰、碳中和是一个循序渐进的过程，在这一过程中，环境信息披露起到度量标尺的重要作用。环境信息是ESG信息披露中的重要一项，推动环境信息披露制度进一步透明化、标准化，有助于碳达峰、碳中和的政策目标有序、有力地落到实处。