

中银证券首席经济学家徐高：

稳增长政策显效 A股市场可关注两大主线

基建投资增速将明显回升

中国证券报：当前稳增长政策不断落地，相关政策将会何时显效？

徐高：当前中国经济正面临需求收缩、供给冲击以及预期转弱三重压力，随着政策转向稳增长，经济形势预计会很快改善。

需求收缩主要原因是内需走弱。从2020年下半年一直到现在，我国的外需一直较稳健。同时，地方政府融资偏紧，以及相对较严的地产调控政策让基建和地产投资走弱，并带动消费增速走低，总需求相对疲弱。

供给冲击则主要来自国内去年限产政策的明显收紧。限产政策收紧了供给瓶颈，经济增长存在一定压力。在需求收缩和供给冲击的双重压力下，经济增长走弱，2021年四季度GDP增速为4%。再加上房地产行业出现部分风险事件，使得市场预期转弱。

由于这三重压力主要来自于国内宏观政策的变动，宏观政策的积极调整可以明显带动经济增长形势转暖。从2021年四季度开始，限产政策已经开始放松，数据上也有佐证，工业生产环比增速从去年四季度开始回升。限产有所放松，可以看作稳增长政策的一环，调整的效果也已经开始在经济数据中体现。

基建投资方面，开年以来，地方债加大投放、春节节后各地基建项目快速开工，已明显释放基建加码信号。从月度数据来看，基建增速在去年下半年已经触底，相信今年上半年基建投资增速将明显回升。

此外，地产政策逐步调整。从目前趋势看，跟去年底相比，地产行业相关风险明显下降，地产投资的单月增速有望在今年上半年触底。

综合来看，稳增长政策已经开始显效。在稳增长政策的持续带动下，今年经济增速将呈现出前低后高的态势，全年GDP增速有望接近5.5%。

A股震荡 外因为主内因为辅

中国证券报：近期A股市场震荡幅度较大，如何看待后市？

徐高：近期A股市场震荡，我们认为外因是主、内因是辅。外因就是美联储宽松货币政策退出；内因则是国内市场对于稳增长政策的效果还存有一定疑虑。

美联储去年已经承认当前的高通胀并非暂时，因此开始着手进行宽松政策的退出。今年市场对于美联储宽松货币政策退出的预期明显提升，普遍预期年内大概会加息三次。

美联储正在从史无前例的宽松政策中快速退出，对于流动性比较敏感的资产受到了负面影响。春节之前，全球股市普跌，A股也未能幸免，这可以理解为市场对宽松货币政策退出预期的反应。

内因方面，虽然国内稳增长政策正不断落地，但政策效果完全体现还需要一个过程。尤其当前处于实体经济数据发布的空窗期，很难从增长数据上来印证政策预期，所以市场对基本面存在一定分歧。外因和内因的叠加导致当前市场处于震荡状态。

对于后市，我们并不悲观。我们对国内稳增长政策有信心。2022年是“二十大”召开之年，相信政策一定会发力稳增长。这对经济复苏相关板块会带来支撑。

中国证券报：今年以来，新能源等热门板块出现持续调整，市场观点也出现了分歧，未来会如何演绎？

徐高：新能源板块的基本面仍然向好，预计今年新能源板块公司的盈利将继续稳健增长，增速有望达到50%。目前，新能源行业的相关分析师也并未下调新能源公司的盈利增速预期。再考虑到碳达峰碳中和政策，以及新能源在我国仍然较低的渗透率，新能源板块的基本面前景仍然向好。



中银证券研究总监兼首席经济学家徐高日前接受中国证券报记者专访时表示，稳增长政策已开始显效。从月度数据看，基建投资增速在去年下半年触底，今年上半年将明显回升。地产投资的单月增速有望在今年上半年触底。

他表示，今年A股市场有两条主线值得关注：一是寻找与稳增长政策相关的低估值板块，二是发掘受疫情影响减少行业的投资机会。同时，新能源板块的基本面前景仍然向好，但未来很难出现资金推动型的板块普涨。

● 本报记者 焦源源



新华社图片

近期新能源板块股价调整的主要原因是市场风格变化，其背后因素是前面提到的美联储宽松政策退出。新能源板块因为去年涨幅较大，估值不低，所以在此轮风格变化中受到影响较大。

展望后市，在风格变化的大背景下，新能源板块恐怕很难像去年那样出现资金推动型的板块普涨。但由

于其基本面仍然稳健，所以板块调整后仍有值得精挑的个股。

重点关注三大因素

中国证券报：2022年，有哪些影响A股市场走势的因素值得重点关注？

徐高：2022年影响A股市场的三个主要因素是疫情冲击、国内稳增长政策及美联储宽松政策退出。

一是今年疫情对经济的冲击估计会进一步下降，但下降幅度在国内外可能会有差异。国内疫情防控的“动态清零”策略可能仍将延续较长时间。相比欧美国家，我国更看重人民群众的身体健康，而海外奥密克戎病毒的大面积传播又会对我国疫情防控带来更多挑战，因此，未来疫情变化存在不确定性。

二是在国内稳增长方面，2022年是关键之年，今年宏观政策一定会守住经济稳增长底线。因此，国内经济增速预计在年内触底回升。而要实现经济增长的触底回升，供给端的限产政策会放松，需求端的基建与地产两个稳增长抓手也会明显发力。

三是美联储宽松货币政策的退出将会持续冲击市场。疫情暴发之后，美联储采取了前所未有的宽松政策，这种极度宽松政策已严重扭曲资产市场。在历史上，美国国债收益率和美国制造业PMI有非常明显的正相关性，经济较好时收益率比较高。但在最近几个季度，美国制造业PMI处在历史高位，而十年期国债收益率却处在历史低位，二者的背离程度已经处在历史极值水平。这背后就是美联储宽松货币政策带来的价格扭曲效应。当美联储从宽松政策中快速退出时，被宽松政策严重扭曲的资产价格恐怕会剧烈调整，高估值资产会首当其冲。

中国证券报：针对今年的市场主线，你认为应该重点关注哪些方面？

徐高：应该从两条思路去把握今年A股市场主线。第一是寻找与稳增长政策相关的低估值板块。正如前面提到的，基建和地产是今年稳增长的两个重要抓手，政策对这两个板块的态度会变得更加友好。而在基建、地产复苏的大背景下，以银行为代表的大金融板块表现也不会太差。同时，基建、地产和银行的估值并不高，可能会给投资者带来不错的投资回报。

第二是发掘受疫情影响程度降低行业带来的投资机会。从趋势上看，疫情对我国经济的冲击还会持续降低，从而有利于国内消费复苏；地产复苏也会带动相关可选消费品行业复苏，因此看好消费复苏带来的机会。由于疫情发展仍存在不确定性，把握这方面的机会需要找好时机。

推进监管现代化 引导平台经济有序竞争

● 中南财经政法大学数字经济研究院执行院长 盘和林

国务院近日印发《“十四五”市场监管现代化规划》，对创新和完善市场监管，推进我国市场监管现代化工作进行了全面部署。《规划》坚持目标导向和问题导向，坚持改革精神和创新精神，围绕“大市场、大质量、大监管”一体推进市场监管体系完善和效能提升，对“十四五”时期市场监管改革发展提出重点任务。其中，让“市场运行更加规范”是《规划》提出的六大目标之一，统筹优化线上线下市场竞争生态、引导平台经济有序竞争是实现这一目标的重要方面。

此次《规划》紧紧围绕“大市场、大质量、大监管”一体推进市场监管体系完善和效能提升展开，在深入调查研究、广泛征集意见的基础上，为引导平台经济有序竞争，探索创新符合平台经济特点的监管模式提供了下一步方向。推进以大市场为中心，以“大质量”“大监管”护航的“大市场”为特征的市场监管是加强和改进反垄断与反不正当竞争监管执法，支持和促进平台企业公平竞争的重要保障。

单纯从经济学原理上讲，平台企业能够为各类用户提供交易机会和交易场景，保障交易安全，提高交易效率，不仅能够增进社会总剩余，更符合“大市场”的发展要求和理念。在此过程中，平台经济不仅可以对产供销后全链条“大市场”

服务进行大范围匹配，降低用户服务的搜寻成本，满足消费者的多样化服务需求，更可以畅通服务消费，缓解双循环不畅的痛点。这是因为双循环“大市场”往往存在同质化、低端供给过剩、精细化、高品质供给短缺的现象，会导致许多消费流失海外。平台企业可通过需求牵引供给，实现供给创造需求的更高水平动态平衡，为实现规模经济和技术利益的“大市场”建设提供巨大机遇。

平台经济对经济造成的消极影响更多与少数超级平台市场集中度提高有关。之所以称之为“超级”，关键在于其搭建了一个平台生态系统。为维护平台的独占性，确保平台利益的稳固，平台会不断优化和强化这一系统，甚至成为该系统的控制者和监管者。同时，多边市场的规模效应和网络效应也会制造相应的市场壁垒，加速形成“赢者通吃”的市场形态。在内部利益驱动下，这一“生态系统”不仅会产生反竞争问题，即通过所谓的抢夺市场来损害竞争秩序，也会对消费者造成福利损失，从而对“大质量”护航“大市场”、服务“大市场”造成一定冲击。

此次《规划》指出下一步将重点“加强源头治理、过程治理，完善民生、金融、科技、媒体等领域市场准入与经营者集中审查制度的衔接机制，落实平台企业并购行为依法申报义务”。

对消费者而言，本身与平台双方经济实力与社会资源就

差距悬殊，往往存在利益侵害和维权困难的问题。通过算法垄断和大数据杀熟，不仅绑架了用户的真实消费需求，这种垄断也潜移默化侵蚀了人的选择权和认知，对社会结构的潜在冲击更是很难估量。另一方面，基于消费者对主要超级平台的依赖，会逐渐形成与线下实体店定价信息的脱节，消费者意识到平台定价行为的不公平性也将变得更加困难。此次《规划》明确提出，要加强反垄断和反不正当竞争协同，统筹运用电子商务法、广告法、价格法等，依法查处“二选一”、歧视性待遇、虚假宣传、刷单炒信、大数据杀熟、强制搭售等垄断和不正当竞争行为。

平台经济对“大市场”提供的机遇与挑战呼唤现代化的市场监管进行治理与平衡。从国际经验来看，为了维护市场公平竞争和动态效率，提升消费者福利，全球主要反垄断辖区纷纷加强对超大型互联网平台竞争监管，并逐渐由宽松放任走向强化审慎监管。重点聚焦平台规则透明度、数据集中及其影响、算法操纵与算法合谋、平台市场势力延伸等竞争问题。

具体到我国，“大监管”应包括监管主体多元化、监管范围最大化、监管内容动态化、监管方式多样化、监管手段智能化。加强市场秩序综合治理，营造公平竞争市场环境，还是需要从大局入手，积极创新、转换思维，相信“摸着石头过河”也是有规则的。”

多举措推进 能源电力转型升级

● 英大证券研究所副所长 臧宁宇

日前，中央明确提出“双碳”工作要处理好四对关系，对重点工作进行部署安排，并要求加强对地方政府“双碳”考核约束。我国碳达峰碳中和工作将更加平稳有序推进，能源革命将加快推进能源电力转型升级。

2021年以来，我国碳达峰碳中和纳入生态文明建设整体布局，明确提出不再新建境外煤电项目，在沙漠、戈壁、荒漠地区加快规划建设大型风电光伏基地项目，“1+N”政策体系中的顶层设计出台，我国碳达峰碳中和实施路径逐步清晰。

中央日前强调，实现“双碳”目标是一场广泛而深刻的变革，不是轻轻松松就能实现的。要正确处理发展和减排、整体和局部、长远目标和短期目标、政府和市场这四对关系，并明确加强统筹协调、推动能源革命、推进产业优化升级、加快绿色低碳科技革命、完善绿色低碳政策体系、积极参与和引领全球气候治理等重点工作。这些部署将推动2022年碳达峰碳中和工作更加平稳有序开展。

展望2022年，我国能源电力转型升级将持续推进。

一是煤电转型升级发展步伐加快。化石能源在稳定可靠能源供给、保持实体经济竞争力等方面发挥重要作用。同时，目前新能源不稳定仍需火电等常规机组兜底保障，化石能源将侧重存量发展。煤电在碳达峰碳中和过程中的地位和作用逐步清晰，“十四五”“十五五”期间煤电将向基础保障性和系统调节性电源并重转型。中央强调，传统能源逐步退出必须建立在新能源安全可靠的基础上，要坚决控制化石能源消费，煤炭要有序减量替代，煤电要加强节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”。

目前电煤库存和价格处于合理水平，2021年底的电价体制改革推进电力供需两侧市场化放量扩容以及电价进一步双向放开，进一步理顺煤、电价格机制，还原煤电商品属性。预计2022年煤电企业盈利将有所修复，估值中枢将有所提升，煤电升级改造步伐加快。

二是新能源将保持平稳快速增长。数据显示，2020年我国非水可再生能源发电量占比约11.4%，预计2025年、2030年分别达到18.6%和25.9%。中央明确提出，要把促进新能源和清洁能源发展放在更加突出的位置，积极有序发展光能源、硅能源、氢能源、可再生能源。

长期以来，我国风光发电装机受补贴政策影响波动较大，2021年后海上风电中央补贴取消，2022年风光发电装机将进入相对平稳增长阶段。目前来看，光伏产业链技术变革持续推进，颗粒硅成本优势明显，大尺寸硅片趋势基本形成，P型电池效率接近极限，N型电池技术时代正在到来，受基地开发和整县开发拉动，光伏将持续保持高景气度，分布式光伏逐步成为新的增长点。风电大型化加速带来度电成本快速下降，陆上风电步入4MW，海上风电从4MW至5MW向6MW至10MW升级，陆上风电开启需求自发性增长之路，海上风电逐步进入快速发展阶段。此外，新增可再生能源和原料用能不纳入新能源消费总量控制，也有利于推进2022年新能源产业链协调发展。

三是持续夯实新能源主体地位基础。据国际能源署研究，当可再生能源渗透率超过15%，电力系统灵活性运行成为首要关键问题；当超过25%，电力系统整体稳定性意义重大，需要系统整体具备抗干扰能力。中央强调，加大力度规划建设以大型风光电基地为基础、以其周边清



新华社图片

洁高效先进节能的煤电为支撑、以稳定安全可靠的特高压输电线路为载体的新能源供给消纳体系。

特高压能有效支撑清洁能源大范围优化配置，为推动两批风光基地建设和消纳，2022年特高压建设步伐将进一步加快。抽水蓄能逐步具备经济性，2022年预计将保持快速增长。新型储能将持续保持高速增长，氢能潜力巨大未来可期，两者将逐步成为电力系统灵活运行重要支撑，助力碳达峰碳中和进程。此外，2022年预计全国破市场、全国统一电力市场体系等与新能源主体地位相配套的市场化机制建设将持续推进。