

固收半月谈 | 高温来袭，火电投资机会如何看？

热点事件怎么看？固收行家来解读

主讲人介绍：



顾伊蕾

上银基金固定收益部高级研究员

5年证券行业从业经历，信用研究专家，长期深耕周期行业及城投板块。

【市场回顾】

国内利率债市场方面，6月债市一波三折，首先是央行操作降息时点超预期，利率债收益率快速下行；随后市场转向担忧政府继续出台增量刺激政策叠加止盈力量，利率债收益率回升；本月LPR等幅调降，市场对宽信用力度担忧缓解，利率债收益率重回窄幅震荡行情。具体来看，截至6月28日收盘：（1）国债方面，1Y国债收益率当月下行4BP，收于1.94%；3-5Y国债收益率上行1-2BP；7-10Y国债收益率下行1-2BP，10Y国债收于2.67%。（2）政金债方面，1Y政金债收益率上行5-6BP不等；3-7Y政金债收益率下行3-5BP不等；10Y口行和农发债收益率下行2BP，10Y国开债收益率下行4BP，收于2.81%。

信用债市场方面，6月信用债跟随利率债波动，具体来看：（1）短端普遍表现较弱，6月以来1年期AAA中票收益率上行4bp，5年期AAA下行2bp，主要原因是税期、跨季等的影响，资金面比较紧张。（2）资质上，市场依然青睐短端绝对收益信用债，6月以来短端弱资质低估值成交较多。

权益市场方面，截至6月28日，权益市场涨跌互现，其中wind全A上涨0.5%，沪深300上涨1.1%，上证指数下跌0.47%，创业板指下跌0.5%，中证转债上涨0.57%。分行业看，家电、汽车、通信和机械等行业表现较好，整体上涨6%-10%，医药、传媒、商贸零售和美容护理等行业表现较差，整体下跌2%-4%。

海外市场方面，虽然美国6月暂停加息，但美联储、欧央行、英国央行的主席和多位重要官员仍表示当前通胀较高，后续将通过继续加息控制通胀。权益市场对此反应平淡，债券市场仅小幅下跌。具体来看，截至6月28日收盘，法国CAC40上涨2.64%，英国富时100上涨0.73%，德国DAX指数当月上涨1.82%，标普500上涨4.71%；亚洲股市方面，韩国综指下跌0.50%，日经当月上涨7.47%，恒生指数涨幅达到5.14%。债券市场方面，英国10Y国债收益率当月上行17BP，收于4.38%；德国和法国的10Y国债收益率上行4BP和下行1BP，分别收于2.32%和2.84%；美国10Y国债收益率上行7P，收于3.71%。

【市场展望】

宏观利率方面，目前经济数据整体偏弱、不及预期，主要原因一是内需乏力，生产端继续放缓；二是地产行业持续低迷，投资、销售等数据走弱；三是消费受汽车、餐饮的拉动以及低基数影响，虽然社零录得同比增长12.7%，但仍低于市场预期。短期内，央行降息虽然能在一定程度上促进企业融资成本下降，但企业的信心仍需增量政策进一步刺激，国常会并未明确具体政策，因此经济弱修复的局面暂时难以改变。对债市而言，在强刺激政策未出台前，债市面临的实际调整压力不大，同时央行也将保证流动性充裕，资金面对债市始终偏利好；进入7月，市场对政策发力的预期可能加强，人民币汇率贬值压力也对利率形成制约，债市较难出现明确方向，仍将处于窄幅波动行情。

信用债市场方面，7月跨季后资金面宽松、冲量资金回流理财，可以继续关注欠配资金，叠加信用利差目前不低（1年期、2年期信用利差在30%），因此信用债具备配置价值。信用债推荐方向：（1）城投方面，推荐强省弱平台、中部区域省会平台。（2）产业方面，关注盈利情况较佳的煤炭债，并在景气度下行建筑/建材行业精挑股东背景很强的发债主体。（3）品种溢价仍然是首推，关注担保债/CRMW/ABS等品种。

权益市场方面，当前经济恢复尚不牢固，延续弱复苏态势，总需求和内生动力不足，稳增长政策出台预期升温。后续政策出台的力度将影响市场行情的持续性，随着中期业绩预告逐步披露，业绩兑现的影响也将逐步提升。当前转债估值位置不低，短期不排除纯债的止盈需求会导致利率以较高的斜率上行，给转债估值带来压力。配置方面，TMT和高股息相关行业预计仍将有所表现，此外，结合业绩端和基金仓位，还可关注家电汽车、商贸零售、电力设备，食品饮料和机械等稳增长相关行业的修复机会。

【热点关注】夏季缺电情况下，关注火电投资机会

上半年煤炭价格大幅回落，火电行业盈利持续修复。秦皇岛动力煤平仓价格已经从今年高位1189元/吨下跌到2023年6月28日817元/吨，2023一季度火电盈利环比和同比均大幅改善，但广东、东北等区域火电企业盈利依然亏损。

展望下半年，火电净利润或将继续改善，具体看：

电价方面，长协电价稳定，而缺电情况下市场电价或超预期。经营系工商业用电电价主要签订年度长协，以广东为例，电量年度长协占比在80%左右，今年基本所有省份年度长协电价均按照基准电价上浮20%上限签订，也就是说今年长协电价端稳定上浮20%。电量中占比不高的市场电价是夏季火电可以期待的亮点，缺电背景下市场电价弹性很高，根据中电联《2023年一季度全国电力供需形势分析预测报告》，“在正常气候情况下，预计全国最高用电负荷13.7亿千瓦左右，比2022年增加8000万千瓦左右；若出现长时段大范围极端气候，则全国最高用电负荷可能比2022年增加1亿千瓦左右”。根据中电联数据，1-4月我国新增装机数据，煤电、气电、水电和核电合计新增装机仅有1487万千瓦，2022年下半年四大电源合计新增装机为4078万千瓦，即2022年下半年至今稳定性电

源合计增量仅有 5565 万千瓦。由此即便乐观假设上述新增装机均可在高峰时段 100%出力（水电并不稳定），高峰负荷缺口仍在扩大，预计迎峰度夏期间负荷供需进一步偏紧，缺电情况下市场电价上升空间很大。

煤炭成本是制约火电盈利的核心，预计夏季高峰期煤炭上涨空间有限，夏季后火电成本压力将持续压降。从煤炭需求结构来看，电力行业需求约占 55%，非电行业需求约占 45%，主要包括化工、建材和冶金三个领域。电力需求端，新能源、水电供给来看，预计迎峰度夏期间火电发电量增速有限，电力供需的关键是缺负荷，电煤需求难以大幅增加。非电需求端，由于房地产和基建行业低迷，导致煤炭非电需求显著不及预期。从重点用煤行业产量数据来看，粗钢、平板玻璃、水泥产量环比均下跌。考虑到夏季是建筑施工的淡季，预计煤炭非电需求在迎峰度夏期间难有明显好转。另外，海外煤价高位回落，纽卡斯尔动力煤现货价格年初至今跌幅过半，受海外经济复苏乏力影响，海外煤炭供需格局亦大幅宽松，对我国国内煤价信心产生负面影响，同时今年火电采购进口煤比例同比提高，煤炭成本压力进一步下降。

整体看下半年，受到新能源装机大规模扩张影响，火电电量增速有限，但是制约火电盈利的煤炭夏季上行空间有限，并且电价稳中有增，因此火电将告别去年“发一度电、亏一度电”的盈利格局，盈利能力稳中向好。考虑到煤炭成本依然不低，仍是影响火电利润的重要胜负手，因此可关注具备煤炭成本优势的内蒙、山西区域坑口电站占比高的火电企业。

【债券知识小课堂】简析 PMI

PMI 指数是什么？

PMI 指数即采购经理指数，是通过对采购经理的月度调查汇总出来的指数，是非常重要的宏观经济指标。一是 PMI 数据公布时间早，PMI 在每个月的最后一天公布，比金融数据、物价数据、增长数据、工业企业利润数据都要早，除了每个月的周、旬度高频数据外，PMI 能最早反映出当月经济全貌。二是 PMI 信息量大，反映总需求的有新订单、新出口订单、在手订单；反映生产的有生产、从业人员、采购量、进口、供货商配送时间、进口等；反映库存的有产成品库存和原

材料库存；反映价格的有主要原材料购进价格、出厂价格等等，因此，PMI 反映的经济信息非常全面。

PMI 数据来源是什么？

PMI 数据和工业增加值、GDP 等数据是不一样的，后者是统计加总得来的，而 PMI 是靠抽样调查得到的。PMI 数据搜集的方法主要是填问卷，由样本企业的采购经理或者主管企业运行的负责人来完成，完成的时间是每个月的 22 日-25 日。

我国 PMI 分为三种，分别是官方制造业 PMI、服务业 PMI 以及财新 PMI。

官方 PMI：由国家统计局和中国物流与采购联合会联合对外发布，从 2005 年 7 月开始正式发布。PMI 调查涉及制造业 31 个行业大类，样本企业有 3000 家。在权重方面，行业增加值占制造业总增加值比例大的行业权重要高一些，制造业各行业内部样本则根据企业的主营业务收入的比例来分配。尽管统计部门没有公布具体的样本企业名单，但按此抽样方法，对 PMI 读数影响大的，显然是大中型制造业，以央企、国企为主，反映大企业的状况，而小型企业和民企的权重很低，对官方 PMI 的读数影响较小。官方制造业 PMI 一共有 13 个分项，其中新订单、生产、从业人员、供应商配送时间、主要原材料库存这 5 个指标组成 PMI 综合指数。各指数的权重分别是：新订单指数 30%、生产指数 25%、从业人员指数 20%、供应商配送时间指数 15%、主要原材料库存指数 10%，其中供应商配送时间是逆指标，需反向计算。

官方非制造 PMI：2008 年 1 月起开始正式对外，主要指商务活动的分类指数，我们通常说的非制造业 PMI，实际上是非制造业商务活动指数。与制造业 PMI 一样，非制造业 PMI 同样来自于调查，调查方式也基本相同。非制造业采购经理调查涉及《国民经济行业分类》中的非制造业 36 个行业大类，共 4000 家企业。非制造业 PMI 包含十个指标。一般来说，服务业本质上与制造业有较强的相关性，生产性服务业本质上依附于制造生产环节，一旦制造业不景气，生产性服务业会跟着受影响；一旦制造业不景气，收入下降的压力也会传导到生活性服务业。所以，在绝大多数时候，制造业 PMI 和非制造业 PMI 走势都较为接近。

财新 PMI：由市场调查机构 IHSMarkit 编制、财新传媒冠名。由于都是采购经理指数，财新 PMI 和制造业 PMI 理论上应该同步。但实际上，两者经常出现背

离，有时候是趋势上的背离。为何官方制造业 PMI 和财新 PMI 经常出现背离呢？实际上，两个指标除了抽样方法（都采用概率比例规模抽样方法）、核心指标和权重相同（都包括生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数、供应商配送时间指数这五个核心指标）外，其它方面都有差异。一是两个指标的统计样本数量相差很大。官方制造业 PMI 涉及《国民经济行业分类》中制造业的 31 个行业大类，样本企业有 3000 家。而财新 PMI 的样本数，按照 Markit 公司的统计惯例，只有 400 家。财新 PMI 统计样本数较小，容易造成财新 PMI 更大的波动。二是两个指标所选择的企业规模和所有制也有差别。官方制造业 PMI 的样本企业以大、中型的央企、国企为主，小型企业的比例较低。而财新 PMI 以中小企业为主，基本都是民企。三是两个指标的样本企业区域和行业不同。官方制造业 PMI 样本企业覆盖全国，涵盖了 31 个制造业大类。财新 PMI 的样本企业，没有明确对外公布，但参考 HISMarkit 在全球范围内的统计经验，市场主流观点认为主要是东部沿海地区、出口占比较高的民营企业。

如何解读 PMI？

当采购经理指数取值范围在 0 至 100%之间, 50%为扩张与收缩的临界点；高于 50%, 表示经济总体处于扩张状态；低于 50%, 表示经济总体处于收缩状态。需要注意的是，由于 PMI 是月度调查数据，受季节性因素影响较大，所以相关部门会季调后再对外发布数据，要不然数据波动可能是由季节性波动带来的，而不是由宏观经济本身的变化带来的。从实践经验来看，现有的季调手段没有完全消除季节性因素的影响。所以，针对 PMI 数据季节性变化还是要谨慎对待，最好的方法是跟历史同期的环比变化去对比。看某个月的环比变化是不是超过了历史均值，如果当月的环比变化，在历史环比均值附近或者历史环比均值内，那就要慎言数据的趋势性波动了。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。