

# 固收半月谈|煤电容量电价政策落地，哪些行业将受影响？

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

6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**，11月以来资金面紧张状况有所缓解，叠加出口、通胀和经济数据表现较弱，债市情绪有所修复，利率债收益率整体以小幅下行为主。具体来看，截至11月15日收盘：

(1) 国债方面，1Y国债收益率下行6BP，至2.16%；3Y国债收益率下行3BP，收于2.41%；5Y-10Y国债收益率下行5BP，10Y国债收于2.66%。

(2) 政金债方面，1Y国开债、口行债和农发债收益率分别上行2BP、1BP和3BP；3Y国开债收益率下行1BP，3Y口行债收益率上行1BP，3Y农发债收益率下行2BP；5-7Y政金债收益率下行1-2BP不等；10Y国开债收益率下行2BP，10Y口行和农发债收益率下行0-1BP，10Y国开债收于2.72%。

**信用债市场方面**，11月信用债表现优于利率债，具体看：

(1) 短端高资质表现最弱，主要原因是短端资金紧张和存单价格的制约，1年期AAA中票收益率下行0.2BP，而5年期AAA中票收益率下行8BP。

(2) 资质上，市场持续青睐短端低评级信用债，1年期AA-持续下行，1年期AAA减去1年期AA-等级利差已经接近2019年以来的最低值。

**权益和转债市场方面**，11月整体表现较好，权益市场整体上涨，截至11月15日，wind全A上涨2.7%，沪深300上涨1%，上证指数上涨1.79%，创业板指上涨2.4%，中证转债上涨0.95%。分行业看，计算机、传媒、通信和机械等行业表现较好，整体上涨6%-9%，家电、农林牧渔、交运和银行等行业表现较差，整体在-1%和2%震荡。

**海外市场方面**，美联储继续暂停加息，叠加美国通胀数据回落，市场对美联储后续紧缩预期不断降低，股票市场情绪较好，欧美股指上涨，美债也从高位回落。具体来看，截至11月15日收盘，当月法国CAC40上涨4.7%，德国DAX指数上涨6.33%，英国富时100上涨2.26%，标普500上涨7.37%；亚洲股市方面，韩国打击做空，韩国综指当月上涨9.16%，日经225上涨8.62%，恒生指数上涨5.65%。债券市场方面，德国10Y国债收益率下行19BP至2.61%；法国的10Y国债收益率下行23BP，收于3.20%；美国10Y国债收益率下行35BP，收于4.53%；英国10Y国债收益率下行16BP至4.36%。

## 【市场展望】

**宏观利率方面**，上周公布的出口和通胀数据偏弱。一方面，出口受到10月假期影响，但本质仍是海外需求不够强劲；另一方面，进口数据超预期，虽然体现内需有一定程度的恢复，但低通胀的环境表明居民消费意愿并不强劲。10月社融数据主要也是政府债券放量形成支撑，居民和企业信贷表现一般。经济数据中，固定资产投资特别是房地产投资仍然表现不及预期。短期来看，随着流动性企稳，近期偏弱的的数据将对债市情绪形成一定利好。当前10Y-1Y国开债利差已经压缩到极低位置，10Y国开性价比比较低；且目前10Y国债收益率已经重回2.65%左右，也不适宜追高。操作上建议关注短端政金债配置机会。

**信用债市场方面**，考虑到城投化债存在摩擦成本，弱区域仍有民生压力和城投公司偿债压力，因此区域化债推进落地的预期差会带来估值的反复，且当前城投1年期AA-收益在历史最低值，因此1年内挖掘的性价比较低，短久期城投品种推荐强区域次要平台，另外可以适当拉长久期，2年、3年期信用利差分别在2019年以来45%、42%历史分位数。二级资本债，当前3年期AAA-二永绝对收益和信用利差历史分位数分别为29%和56%，收益率3.07%，信用利差59bp，性价比趋于一般，建议暂时观望。

**权益市场方面**，基本面没有明显变化，预计还是震荡为主，结构上建议规避地产链，向和经济弱相关的板块倾斜，关注与经济相关性弱，但受资金及情绪面影响本轮跌幅较大的科技成长板块，如半导体、消费电子、军工等行业。策略上以低绝对价格转债和成长较高正股结合将是比较合适的方式。

## 【热点关注】关注煤电容量电价政策落地

2023年11月10日，国家能源局、发改委发布《关于建立煤电容量电价机制的通知》，通知规定煤电实行两部制电价，包含电量电价和容量电价，容量电价按照回收一定比例固定成本的方式确定，2024-2025年价格标准完成核定，大部分省份为100元/千瓦时/年，少部分省份达到150元/千瓦时/年，文件格外强调，2026年起，将各地通过容量电价回收固定成本的比例提升至不低于50%。容量电费纳入系统运行成本，每月由工商业用户按当月用电量比例分摊。

**容量电价意义**：近年来新能源增速过快，以至于电网开始出现消纳难，且当前储能技术还没有完全成熟，火电在新型电力体系中所承担的职责逐步转向电力托底与灵活性调节，但目前我国煤电只有发电才能回收成本，其作为托底电源及调节电源所产生的机会成本/投资成本亟待疏导。（1）火电平常时段为新能源发电让步，高峰时段顶峰出力，利用小时中枢整体下行造成电能量收益下滑，理应在容量市场获得补偿以弥补其提供备用容量的成本。（2）为匹配电力系统实时供需，火电需更大比例地承担调峰等辅助服务职责，理应获取相应收益以激励其提高和发挥灵活性调节功能。

短期影响：虽然电价成本长期是向工商企业疏导，但短期不宜加大工商企业的电价成本压力，因此为了维持总量电价（容量电价+电量电价）不变，容量电价上涨，那么就要引导市场化的电量电价下降。因此短期看：

（1）对于煤电盈利影响不大。当前正值签订明年中长期长协时期，预计签订的电量电价将有所下跌，叠加容量电价补偿，煤电总电价相对稳定。

（2）对于其他能源，参与市场交易部分电量电价跟随煤炭电量电价下行。具体看，对水核电价的影响有限，新能源市场化电价或短期承压，但长期发展得以保障。

长期影响：容量电价费用将保障火电合理盈利性，并引导火电加快灵活性改造。

（1）容量电价的推出有利于为火电机组提供收益保障，随着中长期煤电利用小时的下降，容量电价上调起到稳定板块业绩的作用，煤电公司盈利逐渐“去周期化”，向更稳定的公用事业属性靠拢。尤其利好小型机组以及煤电利用率低下的机组（例如西南、东北地区）。

（2）容量电价的推出还将加快火电灵活性改造进程。本次容量电价机制适用于所有合规在运的公用机组，并强调不满足国家对于灵活调节能力要求的煤电机组不能执行容量电价机制。预计国家能源局后续将对煤电机组灵活调节能力进行明确规定，并随着容量电价的推进和电改的深化，未来对灵活性改造能力将提出更多的要求，长期利好火电设备制造商。

## 债券知识小课堂：城投债有什么特点？

自1992年第一只城投债发行以来，城投债市场已经历了30余年发展，回顾过去，城投债的发展历史跌宕起伏。作为我国债券市场的重要组成部分，城投债发行规模持续维持高位态势。近期，在“一揽子化债方案”等工作启动的背景下，城投债投资再次火爆。

城投债目前没有统一的权威定义，可以理解为：为地方经济和社会发展筹集资金，由地方政府投融资平台公司发行的债券，包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、非公开定向融资工具（PPN）等。由于城投债的发行主体一般为当地地方投融资平台，发行方式一般为公开发行的企业债或者中期票据，城投债也经常被称为“准市政债”。

城投债的特点：

1. 流动性强：城投债可以像股票一样在证券交易所或银行间市场交易、流通，具有很强的流动性。

2. 严格的监管及发行审核机制：城投债是由城投平台在银行间市场或交易所发行的债券，它从发行就受到各种政策的监管，债券的发行需经过证监会、人民银行等高等级国家职能部门严格审批，其合法性和合规性都处于较高的水平。并不是所有的城投平台都能公开发行债券，监管对于发行债券的城投平台的公开评级、资产规模、偿还能力等均有严格要求。

3. 违约成本较高：城投标准资产的参与主体均是金融机构，一旦违约，除了影响企业自身的评级之外，也可能影响整个地区省市的信用风险，加大后期整个区域的融资成本及难度，违约成本（代价）非常高，各地方的重视程度不言而喻，所以城投公司的违约意愿极低。

目前，可以关注 1 年以内的短久期标的，区域上可以关注东部沿海、中部经济强省的优质城投平台，此外，经济财力相对较好的中部省份的省市级重要平台债务压力有望进一步缓和，市场认可度预计也会进一步提高，我们也可以适度关注。

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。