

作者：徐 骥  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 长短期收益率走向分化，火电利差小幅缩窄 ——2019年2月火电行业债券市场运行情况

### 摘要

一级市场方面，2月火电行业债券发行只数创下近5年新高，但发行金额有所减少。火电超短融发行利率继续有所下行，华电集团发行的一期30天超短融创下近两年来票面利率新低。2月火电到期债券均顺利完成兑付。

二级市场方面，受春节假期影响，火电债券成交量有所减少，但是部分债券交易活跃度仍然较高。高等级债券收益率走向分化，短期限债券收益率继续下行，长期限债券收益率有所升高。高等级火电债券的信用利差有小幅收窄。

2月，火电行业债券没有出现违约事件，发行主体也没有信用级别迁移调整，火电行业发行人整体信用状况保持稳定。

3月，火电行业债券到期金额增大，且未来3个月到期债券金额压力将持续增大。远东资信预计3月债券发行量较上月将有所增加，收益率或将保持稳定。投资者需关注货币政策的最新动向，并注意权益市场的升温对债券投资市场的扰动。

### 相关研究报告：

1. 《2018年火电行业债券发行情况及利率利差走势分析》，2019.01.28
2. 《火电债券开局良好，收益率下行——2019年1月火电行业债券市场运行情况》，2019.02.22

2019年2月，火电行业<sup>1</sup>债券一级市场债券发行只数创近5年来同期新高，发行利率继续有所下降，到期债券全部按时完成兑付。二级市场上，受春节假期影响，火电债券交易量有所下降，不同期限的高等级火电债券收益率走向分化，短期限收益率继续下行，长期收益率有所升高。

## 一、一级市场运行情况

2月火电行业新发行债券235.5亿元，到期债券237亿元，基本持平，发行利率有继续走低迹象，19华电SCP004创下2017年以来火电行业超短融最低发行利率。

### （一）发行概况

2019年2月，火电行业企业共发行债券15只，比去年同期增加3只，环比减少2只；发行金额235.5亿元，比去年同期减少91.5亿元，环比减少66.5亿元。火电债券发行规模环比下降的原因：一是2月到期债券规模较小；二是由于春节假期对发行的影响。

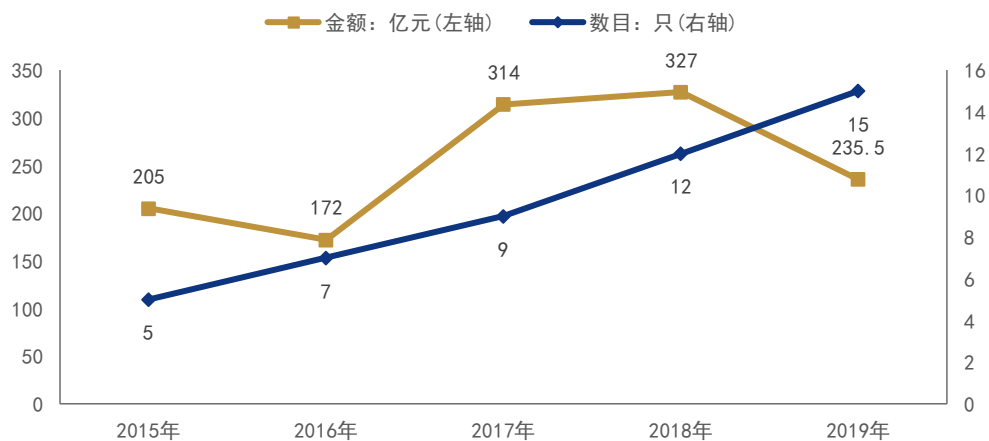


图1：近5年2月份火电债券发行数量和金额（2015-2019年）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从债券分类来看，2月火电行业发行的15只债券中，超短期融资券为12只，发行金额为196亿元；中期票据为2只，发行金额为23亿元；企业债为1只，发行金额为16.5亿元。从券种分布上来看，超短融仍然是火电行业企业偏好的债券种类。

<sup>1</sup> 火电行业发债主体样本见文末附件。

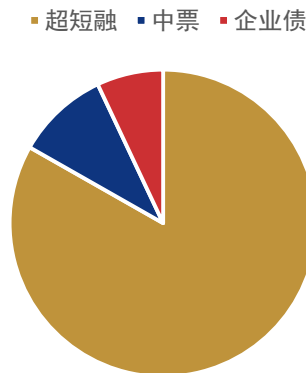


图2：2019年2月火电行业发行债券分类：按发行金额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2月发行债券的火电企业共8家，其中，中国华电集团有限公司（华电集团）共计发行债券4只，全部为超短期融资券，发行金额共计60亿元，为2月火电行业发债之王。2月，大唐华银电力股份有限公司（华银电力）发行了2只超短融。华银电力为五大发电集团之一的中国大唐集团有限公司旗下上市公司，最新主体评级为AA+，其近年较少发行债券融资，上次发债还早在1999年，距今已有将近20年。此次发债之后，远东资信将华银电力加入火电行业发债主体样本（见文末附件）。当前，发债样本主体共35家，较上期增加1家。

从信用等级角度来看，2月份，除华银电力主体评级为AA+以外，其他债券发行主体评级均为AAA；2只中期票据和1只企业债的债项评级都是AAA级。

## （二）发行利率

2月火电行业新发行债券多为超短融，且主体评级多为AAA，我们仍以AAA级的超短融债券作为样本来观察火电行业债券发行利率走势。

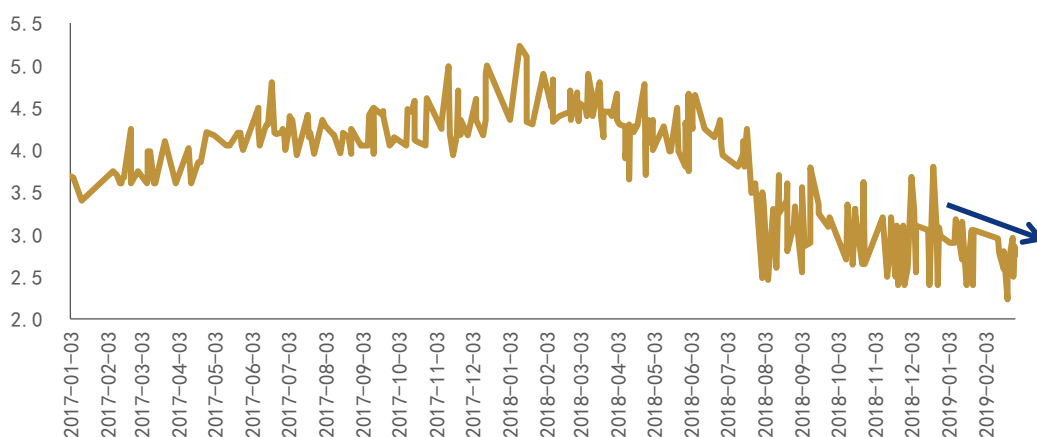


图3：火电行业AAA级超短期融资券发行利率走势（2017.01.01-2019.02.28，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

上图显示，2019年1-2月，火电行业债券（AAA级超短融）发行利率中枢虽然还是位于3%左右，但是仍呈现出一定的下行趋势。具体来看，1-2月共发行269-270天的超短融3只，按时间先后顺序排列的发行利率分别为2.95%，2.96%和2.85%；其中，华电集团于1月22日和2月27日各发行了1只270天的超短融，2月27日的发行利率比1月22日的下降了10BP。1-2月共发行176-180天的超短融6只，按时间先后顺序排列的发行利率分别为3.15%，2.96%，2.78%，2.59%，2.59%和2.75%，2月的平均发行利率比1月的下降了约38BP。2月21日，华电集团发行了1只30天的超短融（19华电SCP004），票面利率仅为2.23%，这一价格是2017年以来火电行业超短融最低发行利率。同期，1M的Shibor为2.6510%，1个月的AAA+级同业存单即期收益率为2.3145%，相比来看，“19华电SCP004”2.23%的发行利率要更低，市场对高等级火电发债主体的认同可见一斑。

### （三）债券到期情况

2月，火电行业共有10家发行主体的13只债券到期，到期金额合计237亿元。其中，国家电力投资集团有限公司的到期债券规模较大，共计50亿元。2月所有到期债券已全部顺利完成兑付。

截至2月28日，火电行业存量债券共计320只，债券余额合计为6286.20，比上月末减少1.50亿元。

## 二、二级市场运行情况

2月，受春节假期影响，火电行业成交债券数量和金额都较上月有所下降。收益率方面，短期限高等级火电债券的收益率继续下行，长期限收益率有所上行。信用利差方面，大部分期限结构下的信用利差继续有所收窄。

### （一）月度成交情况

2月存续的火电债券共计333只（含新发行和2月到期债券），其中147只债券有成交，占比为44.1%，比上月下降10.4个百分点。2月份，火电债券成交总量为749.83亿元，比上月减少375.95亿元，成交量占月末存量债券余额的比重为11.9%。2月成交量最高的债券为“19华电股SCP001”，其在2月的总成交量为50亿元，是该债券余额的1.43倍。

表1：2月火电行业成交量前十大交券

证券代码	债券简称	到期日期	债券余额：亿元	月成交量：亿元
011900289.IB	19华电股SCP001	2019-07-24	35.0000	50.0000
011900352.IB	19浙能源SCP002	2019-07-19	30.0000	42.7000
011900367.IB	19中电投SCP006	2019-08-16	20.0000	39.4000
011900109.IB	19中电投SCP004	2019-03-19	30.0000	34.1000
011801885.IB	18华电SCP012	2019-03-26	30.0000	32.5000
011802426.IB	18沪电力SCP010	2019-05-09	14.0000	30.5000
101751007.IB	17粤发电MTN001	2022-04-24	15.0000	27.0000
011900443.IB	19国电SCP001	2019-11-22	30.0000	24.9000
011900282.IB	19华电SCP002	2019-10-21	10.0000	22.5000
011900289.IB	19华电股SCP001	2019-07-24	35.0000	50.0000

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

2月份活跃度<sup>2</sup>最高的火电债券为“19华电SCP002”，其当月的总成交量为债券余额的2.25倍。活跃度排名前十位的债券的成交量都超过了债券余额，即活跃度大于1。活跃度排名前十的债券主要是超短融（除了“17粤发电MTN001”），且多为近期发行的新债；从主体来看，主要是五大发电集团及其控股子公司，以及广东、浙江等沿海用电大省的地方国企。

**表 2：2月火电行业活跃度前十大债券**

证券代码	债券简称	到期日期	活跃度
011900282.IB	19华电SCP002	2019-10-21	2.25
011802426.IB	18沪电力SCP010	2019-05-09	2.18
011900367.IB	19中电投SCP006	2019-08-16	1.97
101751007.IB	17粤发电MTN001	2022-04-24	1.80
011900419.IB	19华银电力SCP002	2019-11-22	1.44
011900289.IB	19华电股SCP001	2019-07-24	1.43
011900352.IB	19浙能源SCP002	2019-07-19	1.42
011900408.IB	19华电SCP005	2019-08-21	1.40
011900377.IB	19华银电力SCP001	2019-11-18	1.30
011900109.IB	19中电投SCP004	2019-10-21	1.14

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （二）收益率曲线变动

由于火电行业债券信用等级较高<sup>3</sup>，大多为AAA，因此我们以AAA级的债券为样本来绘制收益率曲线。此外，考虑到数据的可得性和可比性，我们剔除了含权债券、定向工具和ABS等券种。

按照上述筛选标准，我们收集了2月28日市场对166只AAA级火电债券的估值，并将其按照剩余期限进行排列，绘制出了2月28日的火电行业AAA级债券收益率散点图。

<sup>2</sup> 我们以“成交量/债券余额”的比值大小来定义活跃度，数值越大，活跃度越高。

<sup>3</sup> 由于超短期融资券没有债项评级，我们以主体评级代替债项评级。

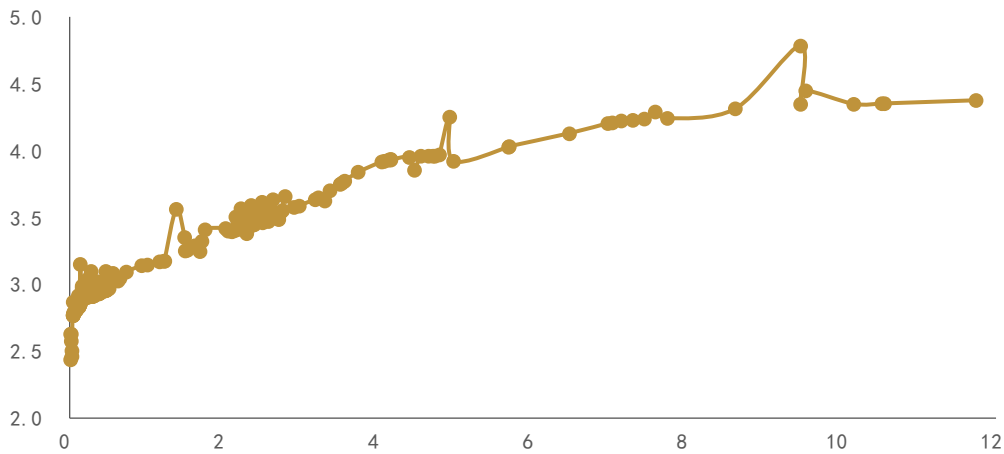


图4：火电行业AAA级债券到期收益率散点图（2019年2月28日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

同时，按照上述筛选标准，我们也对2019年1月31日火电行业AAA级债券的到期收益率进行了收集和整理，绘制出了收益率散点图，并将两个散点图进行合并，以观察收益率曲线的变动情况。

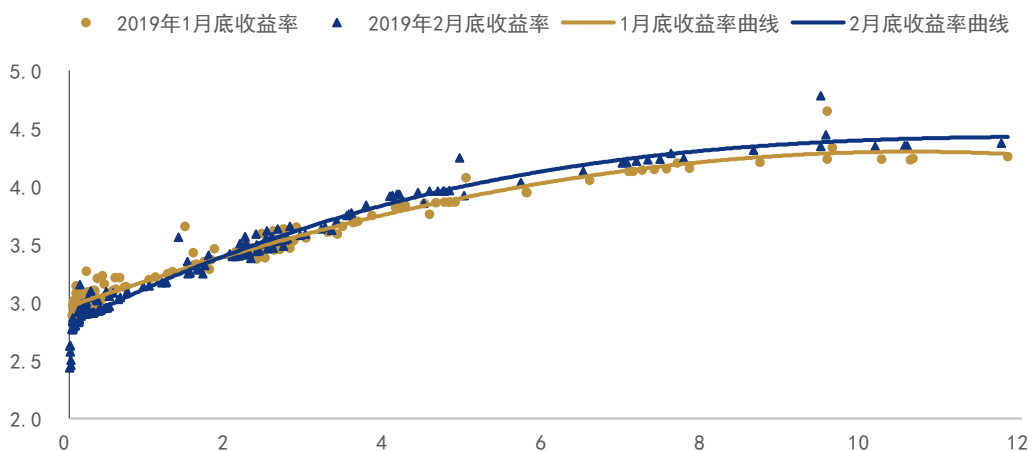


图5：火电行业AAA级债券到期收益率散点图（1月31日和2月28日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

上图显示，2019年2月28日的火电行业AAA级各期限的收益率较2019年1月31日的变动方向有所不同。分期限结构来看，2月末AAA级火电债券0-2年的收益率较上月末有所下行，平均下行幅度为10BP左右；2年以上各期限的收益率较上月末有所升高，平均上行幅度为6BP左右。短期限的收益率继续下降，长期限的收益率有所升高，收益率曲线变得更为陡峭。节后货币市场资金仍然较为宽松，短期限高等级火电债券收益率更易受此影响，因此能够持续获得下行动力。

为了更进一步寻找AAA级火电债券收益率变化的原因，我们将1月末和2月末各期限国债的收益率做成散点图（见下图），并观察国债收益率的变化。和高等级火电债券的收益率变化类似，2月末短期国债收益率较上月末继续下降，而长期国债收益率较上月有所升高。因此，2月AAA级火电债券收益率的变化在某种程度上，可以主要用利率债收益率的变化来解释。

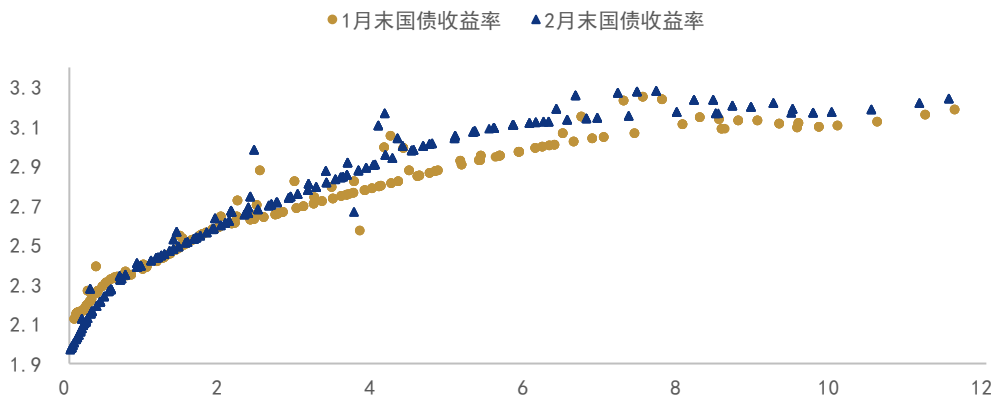


图6：国债到期收益率散点图（2019年1月31日和2019年2月28日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

我们再将2月28日的火电行业AAA级债券收益率和国债收益率散点图进行比较（见下图）。根据各期限收益率拟合出来的曲线显示，AAA级火电债券的信用利差仍然呈现随着期限增长而增大的形态。

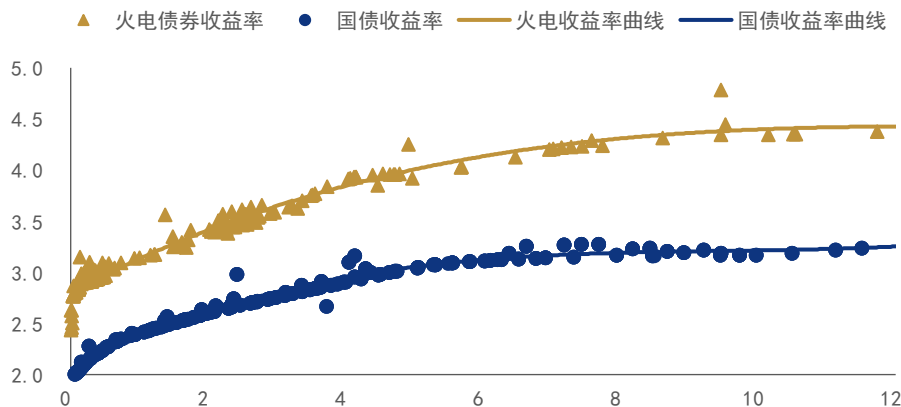


图7：火电行业AAA级债券和国债到期收益率散点图（2019年2月28日）

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为到期收益率，单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为了更好地呈现各期限信用利差的变化，我们利用拟合出来的收益率曲线做出信用利差曲线（见下图）。图像显示，除了较长期限的债券之外，火电行业AAA级各期限债券的信用利差均有一定幅度收窄。1年期以内的信用利差收窄幅度在3-4BP左右。

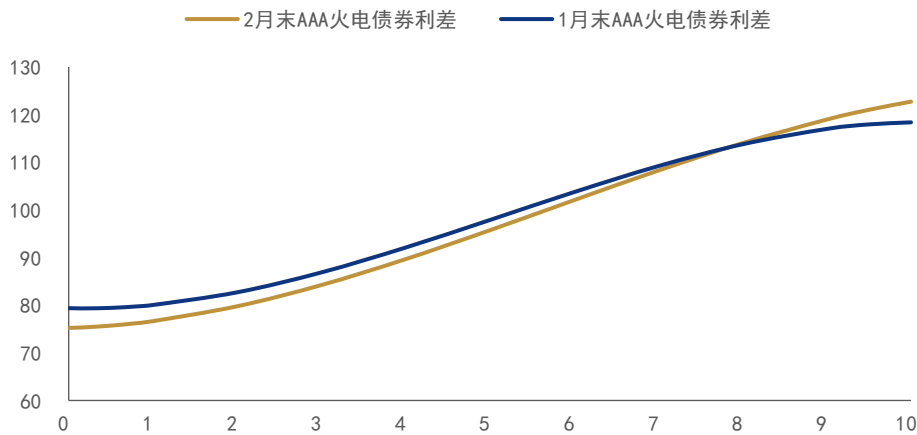


图 8: 火电行业 AAA 级债券信用利差曲线

注：横坐标为剩余期限，单位：年；纵坐标为信用利差，单位：BP。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 三、关注事项

2019 年 2 月，火电行业债券市场未出现违约事件，发行主体也未出现信用级别迁移调整，行业整体信用情况保持稳定。

### 四、下月展望

从火电行业存量债券到期分布来看，2 月到期债券余额为 314.08 亿元，较上月有所增加；未来 12 个月中，2019 年 4 月和 5 月的偿债压力偏大，发债企业需提前做好偿债安排。3 月份，为应对即将到期债券的还款压力，预计火电行业债券发行量将增大。

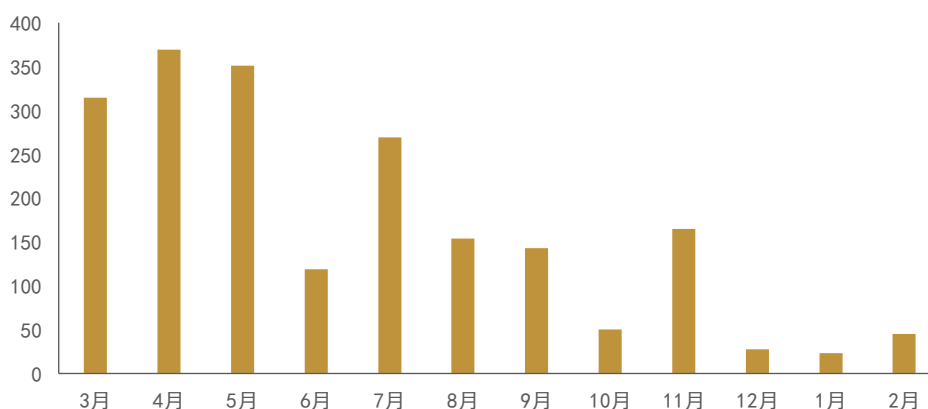


图 9: 未来 12 个月火电行业存量债券到期分布 (2019 年 3 月至 2020 年 2 月; 单位: 亿元)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理



债券投资方面，预计3月火电高等级债券的信用利差或将保持稳定，长周期的信用利差可能会有所走阔，投资者可适当调整持有债券的期限结构。同时，投资者还需密切关注货币政策的动向，3月至5月初央行继续降准的可能性较大。虽然目前市场资金较为宽松，但是投资者仍需关注权益市场升温对无风险利率造成的扰动。

**附：火电行业发债主体样本**

发行人	2019年1-2月 发债金额（亿元）
安徽省能源集团有限公司	10.00
北方联合电力有限责任公司	0
北京京能电力股份有限公司	0
大唐国际发电股份有限公司	0
大唐黑龙江发电有限公司	0
<b>大唐华银电力股份有限公司</b>	<b>10.00</b>
登封电厂集团有限公司	0
格盟国际能源有限公司	0
广东宝丽华新能源股份有限公司	0
广东电力发展股份有限公司	6.00
广东惠州平海发电厂有限公司	0
广东省粤电集团有限公司	0
广州发展电力集团有限公司	0
广州恒运企业集团股份有限公司	0
国电电力发展股份有限公司	50.00
国家电力投资集团有限公司	177.00
国家电投集团东北电力有限公司	0
国家能源集团江苏电力有限公司	0
华晨电力股份公司	0
华电国际电力股份有限公司	35.00
华能国际电力股份有限公司	0
华润电力投资有限公司	0
吉林电力股份有限公司	0
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	0
内蒙古能源发电投资集团有限公司	0
山西国际能源集团有限公司	0
上海电力股份有限公司	23.00
深圳能源集团股份有限公司	36.50
新疆天富能源股份有限公司	0
浙江省能源集团有限公司	70.00
中国大唐集团有限公司	0
中国电力国际发展有限公司	0
中国国电集团有限公司	0
中国华电集团有限公司	100.00
中国华能集团有限公司	20.00

注：发债金额统计不含资产支持证券；大唐华银电力股份有限公司为2月新增发债主体。

### 【作者简介】

徐 骥，纽约大学理工学院数学硕士，研究部研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

#### 上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。