

2023年9月债券市场信用分析

人保资产信用评估部

目 录

1. 从中观看宏观

2. 信用市场概况

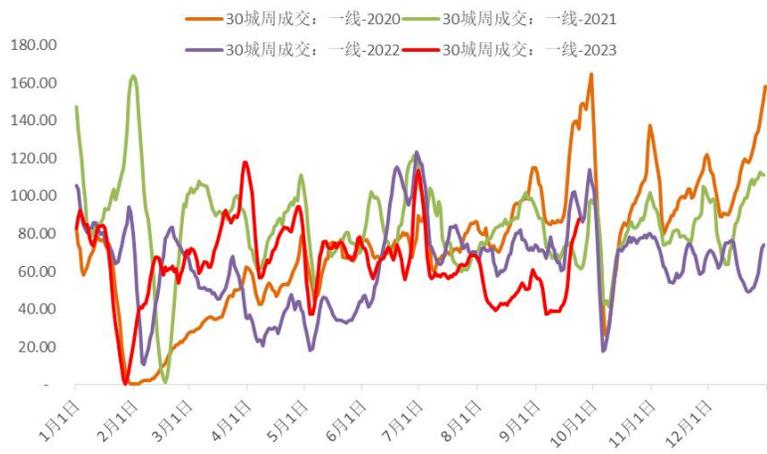
◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：房地产8月销售热度继续下降，新开工及土地市场持续低迷，地产开发投资同比继续下行，9月一线地产销售反弹，二三线仍偏弱。出口高增及车企让利拉动下，汽车产销超预期上行，社零增速4.6%，较上月亦有上行。出口降幅收敛。
- ✓ 中游：地产乏力，基建高位回落，中游施工产业链同步指标仍偏弱，水泥价格、挖机开工小时数居于近年低位，但边际上有一定反弹迹象，表现在产量降幅收窄，二产用电继续恢复。
- ✓ 上游：动力煤、有色供给提升，价格震荡上涨。
- ✓ 整体看，经济整体呈现回暖迹象，8月工业增加值4.5%，较上月（3.7%）边际走强，结构上看，石化、钢铁、机械、汽车等产出同比维持较高水平，地产产业链仍然偏弱但有一定降幅收敛迹象，CPI、PPI、社融均现反弹。
- ✓ 预判：高频数据显示一线地产反弹，但带看量持平，关注反弹持续性，后续一线地产量能或在政策持续发力作用下得以维持，但应关注其对二三线的虹吸作用，整体地产已回落至中枢水平附近，未来或呈磨底态势，对经济的拖累作用减弱。预计年内整体需求面将在消费及出口的改善，以及库存修复下延续回暖态势。

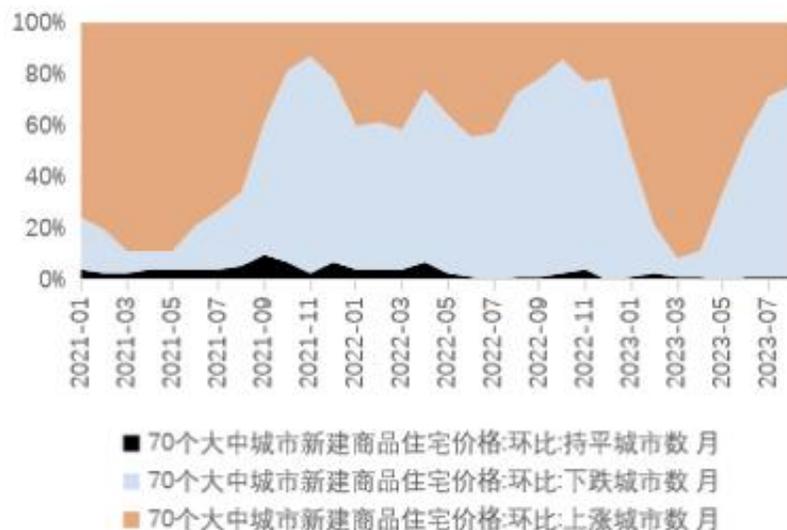
下游：房地产-9月一线销售反弹

- ◆ **销售**：根据统计局公布数据，1-8月商品房销售面积累计同比-7.1%（1-7月为-6.5%）、销售额累计同比为-3.2%（1-7月为-1.5%），8月单月销售面积同比-12.2%（计算值为-24%），单月销售金额同比-16.4%（计算值为-23.7%），3月份开始，统计局对2022年销售数据进行了基数调整，经计算2022年1-8月商品房销售面积数值下调了9.4%，实际销售端表现比统计局公布数据更为疲弱。高频数据显示，9月下旬销售面积呈现季节性反弹，结构上，一线城市反弹高度超季节性，目前已超过三年均值水平，但二三线城市反弹幅度整体仍弱，位于近三年同期最低水平，整体看，政策松动对一线城市销售起到促进作用，但近期带看量持平，关注持续性，近一周十大中城市周成交面积为269.46万方，2022年同期356.62万平，近三年同期297.83万平，其中一线周成交面积84.82万方，近三年同期79.93万方。
- ◆ **价格**：8月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-0.6%（7月-0.6%），环比-0.3%（7月环比-0.2%）。70个大中城市二手住宅价格环比上涨家数较上月减少3家至3家，持平家数为1家，下降家数比上月增加3家至66家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都（4.1%）、长沙（0.8%）、北京（0.8%），跌幅从大到小有吉林（-7.4%）、牡丹江（-6.8%）、丹东（-6.2%）、泉州（-5.8%）、宜昌（-5.6%），价格走势区域分化继续拉大。
- ◆ **资金**：1-8月开发资金来源累计增长率为-12.9%，国内贷款累计同比为-12.8%，下降幅度均有所扩大。

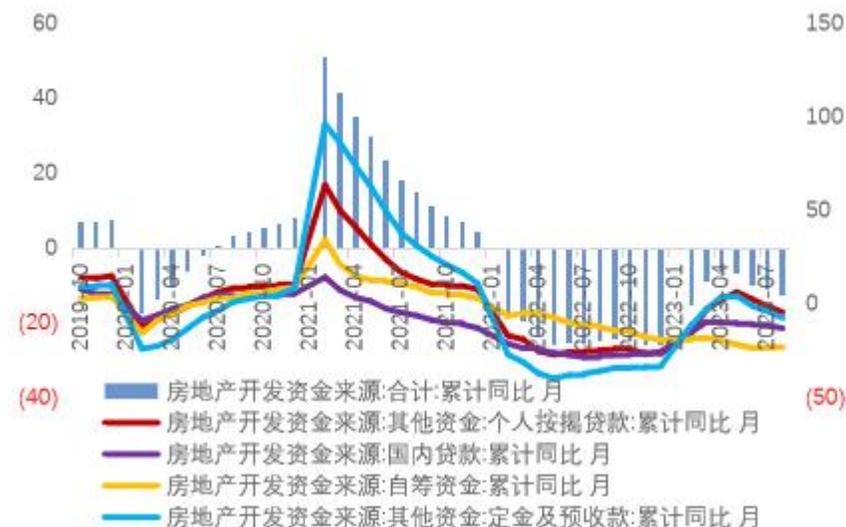
图表1：30大中城市商品房周成交面积-一线



图表2：70大中城市新建商品住宅价格



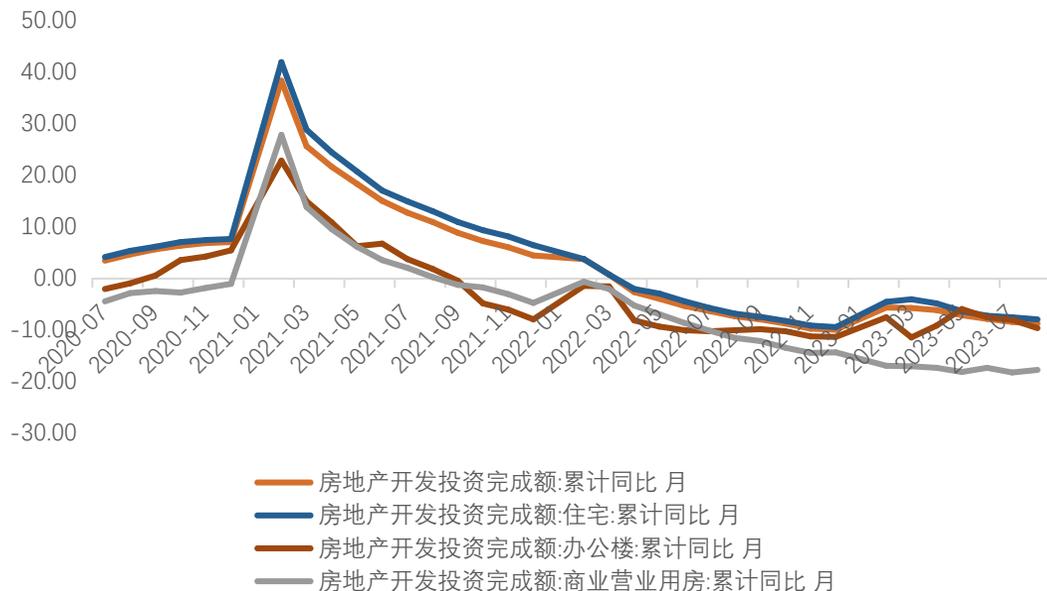
图表3：房地产开发资金来源



房地产—开发投资降幅继续扩大，竣工维持高位，房企拿地意愿继续走弱 PICC

- ◆ **投资：**1-8月房地产开发投资累计同比降幅继续扩大至-8.8%（1-7月为-8.5%）。2023年以来统计局土地购置费数据不再披露，根据中指数据统计，2023年1-8月土地出让下降22%，较1-7月份降幅收窄4个百分点。3月起，统计局数据对2022年基数进行调减，并且4月、5月调减的幅度和范围扩大，如果剔除基数调整影响，目前投资端将更为疲弱。2023年，22城“集中供地”进一步淡化，普遍发布2023年土地拟出让清单，并采取“多次少量”模式供地，部分22城核心城市土拍尚有一定热度，但全国土地继续缩量，土拍分化现象进一步加剧，受销售疲弱影响，房企拿地信心整体不足。
- ◆ **开发：**1-8月房屋新开工面积累计同比-24.4%，较1-7月降幅小幅受窄0.1%，受销售端疲弱影响，整体房企新开工动力不足，新开工仍非常疲弱。1-8月施工面积累计同比为-7.1%，较1-7月-6.8%降幅有所扩大。全国竣工面积累计同比小幅下降至19.2%，维持高位，预计“保交楼”政策将持续为竣工端形成支撑。

图表4：房地产开发投资情况



图表5：房地产开发各环节情况



- ◆ 1) 房企风险继续发酵。远洋集团境内债展期方案获得通过，暂停支付境外所有债务。碧桂园地产境内债展期获得通过。
- ◆ 2) 8月各地政策出台有所加快，力度加大。多部委推动认房不贷政策落地，一线城市均跟进此政策。央行、金融监管总局降首付比例、下调二套房贷利率下限及存量房贷利率。降低限购区域首付比例下限。同时下调二套房贷利率下限降至 LPR+20 个基点，下调 40 个基点。自2024年1月1日至2025年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。部分城市继续优化限购限售政策。杭州、郑州等少数热点城市继续对限购限售政策进行优化，杭州余杭区闲林街道纳入差异化限购范围，非户籍居民满足 1个月社保即可在当地购房。9月21日，广州跟进放松非核心区限购，放宽核心区非户籍人员购房资格，并将增值税免征年限由5年调整为2年。郑州取消“自取得《不动产权证书》之日不满 3 年的不得上市转让”的限售规定。多地继续优化公积金政策。成都、青岛、昆明等地区优化公积金政策，主要涵盖调整公积金首付比例，提高公积金贷款及租房提取额度，支持公积金支付首付款等相关举措。部分地区出台购房补贴政策。武汉江夏区、郑州市中原区、荥阳等多地对购房者发放补贴，主要包括按套或面积一次性补贴、一次性或分期拨付契税补贴、购房价款的一定比例补贴等。
- ◆ 3) 8月份房企融资仍以央国企为主。2023年8月房地产企业非银融资总额为697.1亿元，同比大幅增长22.2%，环比下降9.6%。其中，8月，房地产行业信用债融资 463.3亿元，同比大幅增长59.0%，环比下降10.1%；海外债发行金额24.8亿元；信托融资13.3亿元，同比下降74.2%，环比下降55.3%；ABS融资195.7亿元，同比下降 14.1%，环比下降 13.5%。

- ◆ **政策端。**预计未来全面取消限购限售的二线城市会继续增加，更多二线城市首套房和二套房首付比例分别下降至20%和30%，更多城市出台一些购房优惠和补贴政策。一线城市政策工具箱仍有较多政策储备，但较短时期内集中密集推出的概率不大。
- ◆ **销售端。**（1）**政策放松后，一线城市销售近期反弹，但反弹持续性及对周边的虹吸效应仍需观察，预计对整体销售的带动作用或偏弱，**在整体居民收入预期、对房价预期仍较弱的背景下，预计居民购买新房意愿仍偏低，未来几月可能出现销售面积单月降幅收窄情况，但预计全年商品房销售面积仍维持负增长，地产销售进入磨底期。中长期来看，城镇化率放缓，人口下降等影响下地产市场面临进一步下行压力。（2）**预计二手房整体表现优于新房市场，**一方面市场对烂尾仍有所担忧，另一方面，较多二手房较新房价格有明显优势（核心倒挂城市除外），除此之外，优质地段的二手房供给也多于新房。
- ◆ **信用端。**绝大多数民营房企无法进行公开市场发债，**可能仍有大型房企继续出险可能。**

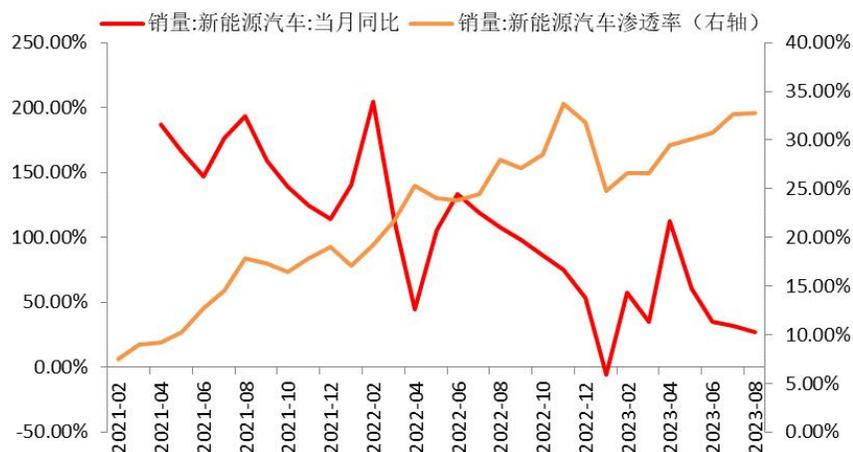
汽车-销量实现较快速增长

- ◆ 8月汽车产量257.52万辆，环比7.24%，同比7.5%（上月-2.17%），累计同比持平于7.41%；批发销量258.24万辆，环比8.19%，同比8.35%（上月-1.37%），累计同比8.01%，其中乘用车销量227.27万辆，同比6.94%，上月-3.43%，1-8月销量较21年同期增9.96%，上月5.89%，整体销量增速较好，地方促消费政策及车企优惠背景下，内销改善，同比4.81%，外销维持较高增速，同比32.15%。
- ◆ 新能源汽车8月销量84.6万辆，环比8.44%，同比26.99%（上月31.59%），渗透率提升至32.76%。9月13日欧盟启动一项针对中国进口的电动汽车的反补贴调查，反补贴调查必须在启动后13个月实施措施，若调查未通过，预计将加征不低于20%的惩罚性关税（目前关税10%），该提案尚未在欧盟内部成员国之间达成一致意见，目前国车出口欧盟占总出口量4.8%，油车出口地集中在一带一路国家，自主新能源23年上半年出口欧洲销量为12.4万台，以上汽MG、东风易捷特、比亚迪等为主。
- ◆ 8月汽车经销商库存系数1.54，较上月下跌0.16。
- ◆ 展望：20年以来外销占比持续提升，8月外销占比15.78%，1-8月外销同比增长112.36万辆，贡献同期汽车销量同比增长的82.76%，外销整体呈现量、价皆增特点，逐步成为拉动国内汽车销售的新增长极，后续看，尽管去年下半年基数偏高，且乘用车购置税减半政策带来需求透支效应，但在外销及新车型推出拉动下，全年销量仍有望实现较好增长。

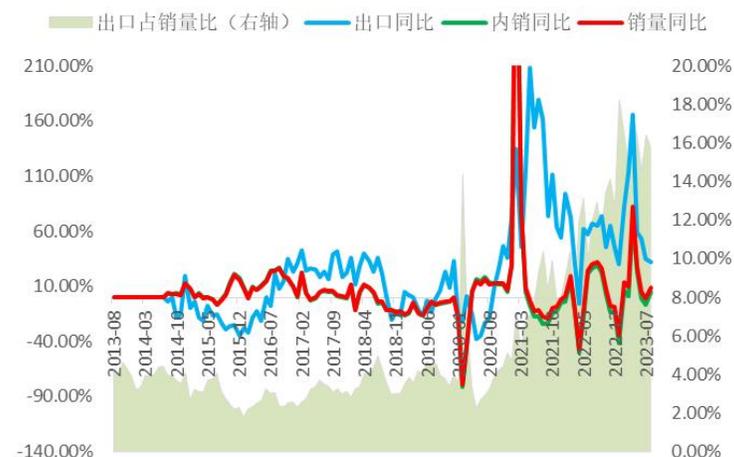
图表6：汽车产销量同比走势



图表7：新能源汽车销售情况



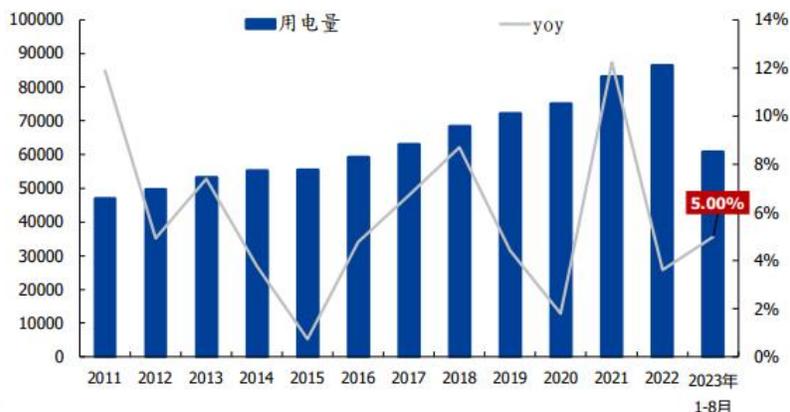
图表8：销量内、外销结构



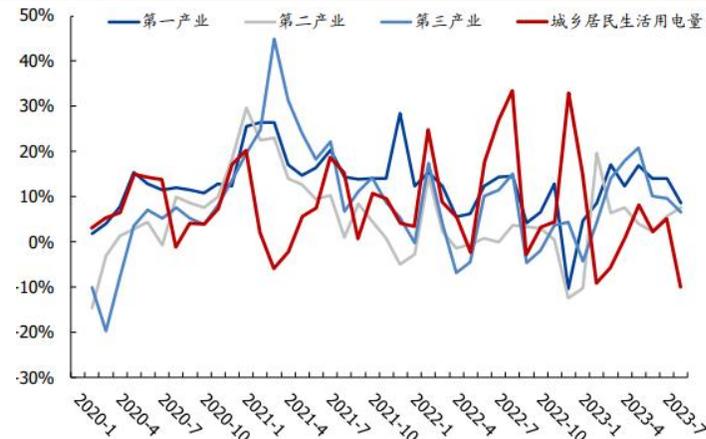
电力-二产用电恢复较好，厄尔尼诺带动水电来水快速缓解

- ◆ 8月全社会发电量8450亿千瓦时，同比**1.1%**（7月同比3.6%），1-8月份，累计发电58663亿千瓦时，同比3.6%（前7月同比增长3.8%）；8月全社会用电量8861亿千瓦时，同比**3.9%**（7月同比6.5%）；1-8月，全社会累计用电量60826亿千瓦时，同比5.0%（前7月同比增长5.2%）。
- ◆ 从发电结构看，厄尔尼诺现象形成带动来水偏丰，同期全国温度低于去年导致高基数下火电下滑。其中，火电同比-2.2%（7月同比11.6%）；水电同比18.5%（7月同比-17.5%）；风力发电同比-11.5%（7月同比25%）；光伏发电同比13.9%（7月同比6.4%）；核电同比5.5%（5月同比6.4%）。
- ◆ 从用电结构看，8月第一产业用电量142亿千瓦时，同比8.6%（7月同比14.0%）；第二产业用电量5458亿千瓦时，同比**-7.6%**（7月同比**5.7%**），或仍存去年低基数影响；第三产业用电量1711亿千瓦时，同比6.6%（7月同比9.6%）；城乡居民用电量1550亿千瓦时，同比-9%（7月同比5.1%），主要系厄尔尼诺现象及台风扰动导致我国今年暑期气温较去年偏低，居民制冷用电减少。
- ◆ 行业展望：随着经济稳增长政策持续发力，社会用电量增速将继续围绕GDP增速中枢稳定增长，二、三产用电量增速成为经济动能重要观察点，目前显示仍处于疫后复苏通道中，厄尔尼诺现象带来我国暑期降水偏多及气温偏低，带动水电自连续两年的极度偏枯状态中快速恢复。

图表9：2023年1-8月全社会用电量当月同比增长5.0%



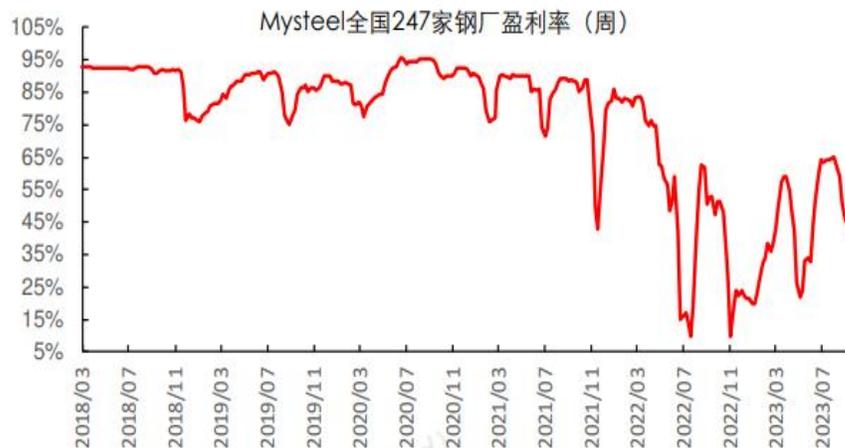
图表10：分产业用电量月度增速情况



钢铁-供给收缩，需求温和回暖，钢价小幅回暖，但盈利短期恶化

- ◆ 供给和需求：8月我国生产粗钢8,641万吨，同比+3.2%（环比7月-8.3%），1-8月我国粗钢累计产量71,293万吨，同比+2.6%。供给上看，8月产量延续高位运行，粗钢8月日均产量279万吨，粗钢产量若要满足年产平控的目标，日产能需压至240万吨左右，平控压力仍存。需求方面，当前制造用钢需求延续温和复苏态势，其中汽车、家电改善明显；基建开工额持续改善；地产需求仍在筑底中，不过市场活跃度较前期有所回升。9月以来在强预期刺激下，铁矿石价格快速上涨，双焦小幅提价，使得247家钢厂盈利比例回落至45%附近。从高炉开工率和产能利用率来看，部分钢厂已经主动减产，Mysteel 247家钢企和唐山钢厂高炉开工率分别为90.80%和80.90%，前者环比上周下降0.73%，后者环比上周下降4.49%。
- ◆ 价格及盈利：虽然钢价保持上涨趋势，但铁矿石和双焦在钢产平控预期变弱后，涨势更猛，钢厂盈利面恶化，供给端开始收缩，钢企盈利持续震荡。截至9月18日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm) 3,840/吨，相比于上月同期+140元/吨。
- ◆ 展望：展望2023年四季度，我们认为钢铁行业在8月25日工信部印发的《钢铁行业稳增长工作方案》提出的供需动态平衡目标下，供给端将保持持续收缩，需求端在政策刺激下将回暖，钢价在此期间将保持相对强势，钢企整体表现将好于2022年同期。

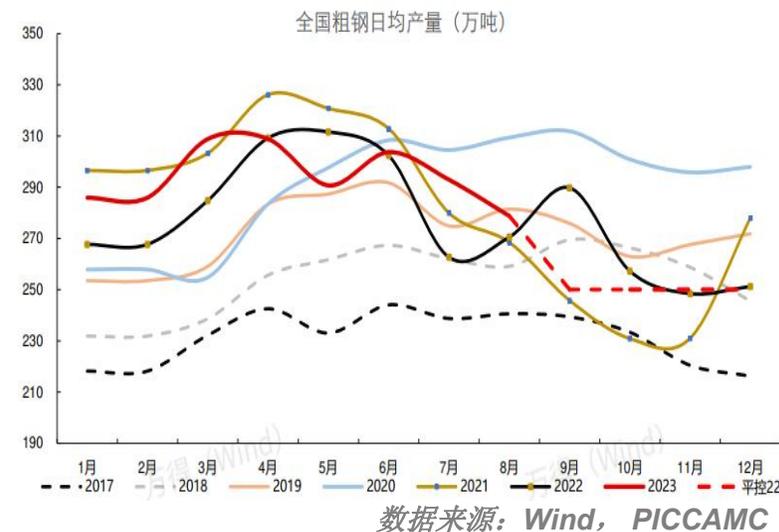
图表11：重点钢材盈利情况



图表12：螺纹钢吨钢盈利趋势（即期）



图表13：粗钢日产预测



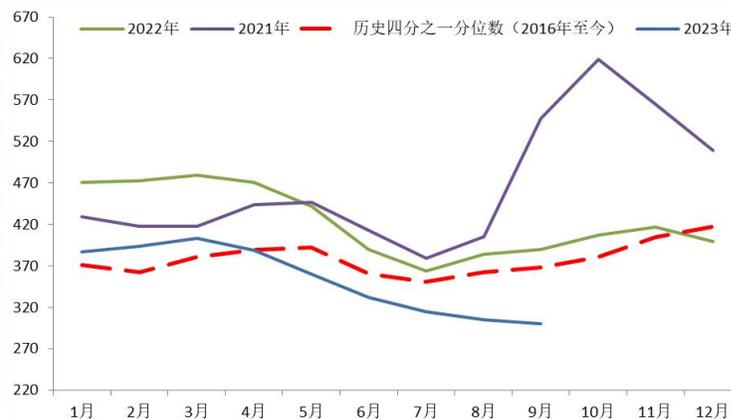
数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ 供需：同比延续负增长，显示需求整体低迷，8月水泥产量1.79亿吨，当月同比-2%，上月-5.7%，降幅收敛，累计同比0.4%。
- ◆ 价格：需求偏弱，叠加淡季，水泥价格目前仍位于17年以来当月最低水平，9月20日P.0.42.5普通硅酸盐水泥报价300.3元/吨（7月底为315元/吨），煤价小幅震荡上行，水泥煤炭价格差回升至767/吨。
- ◆ 展望：随着季节性旺季来临，未来水泥价格预计将有所提升，但考虑到地产新开工、拿地仍然低迷，行业需求仍在磨底，预计价格反弹弹性偏弱，后续随着采暖季到来，煤价成本压力上升或将挤压利润，全年利润将进一步下台阶。

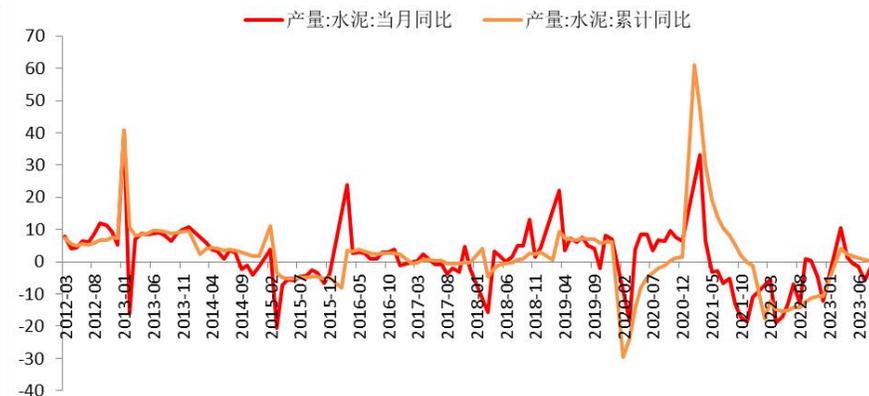
图表14：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表15：同期水泥价格走势（元/吨）



图表16：全国水泥产量同比（%）

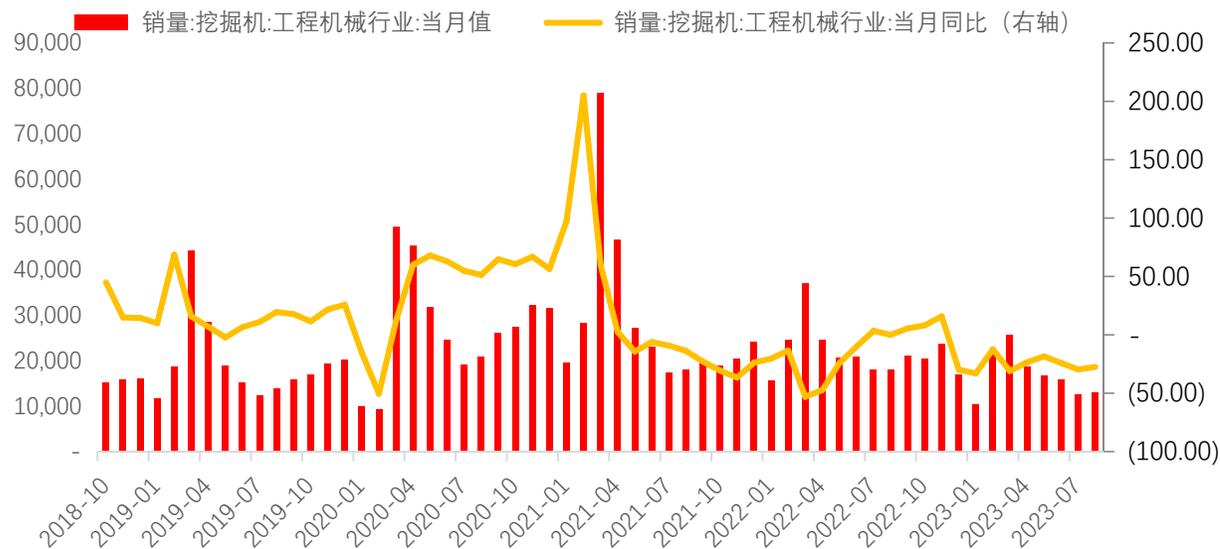


工程机械-挖机内销持续低迷凸显地产困境，外销自景气顶点回落

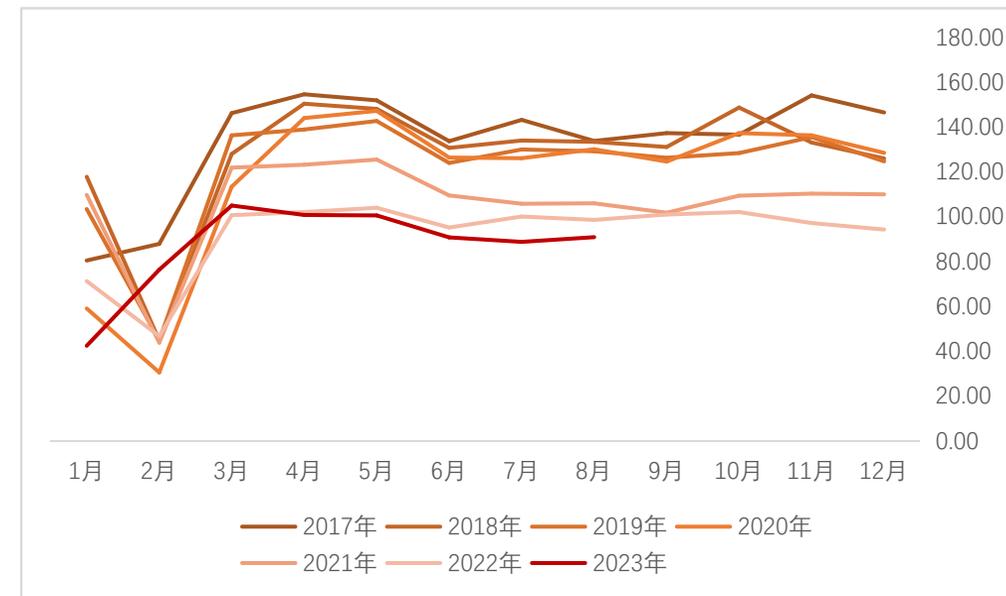


- ◆ **挖掘机**：2023年8月挖掘机销量13105台，同比-27.5%（7月同比-29.7%），其中国内5669台，同比-37.7%（7月-44.7%），地产投资开工持续不振导致内销延续疲软趋势；出口7436台，同比-17.2%（7月同比-13.9%），高基数下出口跌幅扩大。2023年1-8月挖掘机销量134529台，同比-24.9%，其中国内61812台，同比-43.5%；出口72717台，同比4.42%。
- ◆ 8月挖机开工小时数为90.9小时，同比下降5.1小时，环比增加2.1小时。开工小时数维持近5年最低水平。
- ◆ **行业展望**：外销增速在2023年7月正式迎来景气顶点，随后已连续两月出口销量同比下滑。行业内销困境成为地产投资及开工不振的行业镜像，未来仍需观察地产呵护政策落地效果。

图表17：挖掘机销量走势



图表18：挖机开工小时数走势



数据来源：wind，人保资产信用评估部整理

煤炭-短期供给受安监升级扰动明显，煤价淡季不淡

- ◆ **供给和需求：**供给方面，8月生产原煤3.82亿吨，同比2.05%，日均产量1,233万吨较7月1,218万吨小幅上涨。1-8月累计原煤产量30.5亿吨，同比3.35%，增速较上期收窄0.25%。虽然8月产量保持小幅增长，但8月21日陕西新泰煤矿又发生重大瓦斯爆炸事故，9月6日国办印发《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，**安全监管力度陡然升级**，煤炭主产区开始了一轮新的煤矿安全检查活动，据金正能源数据，统计样本煤矿停产比例目前约14%左右，比8月初的低点6-7%显著提升。预计9月煤炭产量将受到**显著影响**。进口方面，2023年8月我国进口煤炭4,433万吨，同比+50.5%，环比+12.92%，单月进口量为2023年以来新高。2023年1-8月全国累计进口煤炭3.1亿吨，同比增长82.0%。除放开澳煤增加进口来源外，据煤炭资源网，8月进口煤量增加原因还包括进口煤具备性价比优势，国内下游采购积极性强，叠加用煤旺季，促使进口量增幅明显。需求方面，动力煤需求进入传统淡季；由于下游焦炭、高炉钢铁开工率仍保持较高水平，支撑目前焦煤需求。
- ◆ **价格：**截至9月18日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格940/吨，月环比+133元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,250元/吨，月环比+100元/吨。
- ◆ **展望：**展望2023年四季度，动力煤方面，伴随着沙特原油减产以及澳洲天然气罢工等事件陆续发生，全球能源供给扰动加剧，海外能源价格逐步走强，未来进口量预计降低，此外叠加安监升级对供给的扰动，我们预计当前国内动力煤价格具备较强支撑；焦煤方面，1-8月钢厂保持的较高开工率，使得焦化厂、港口焦煤库存都较往年显著偏低，即使四季度钢厂收缩供给，焦煤仍有一定补库需求，价格也有一定支撑。

图表19：沿海八省电厂日耗（动力煤）

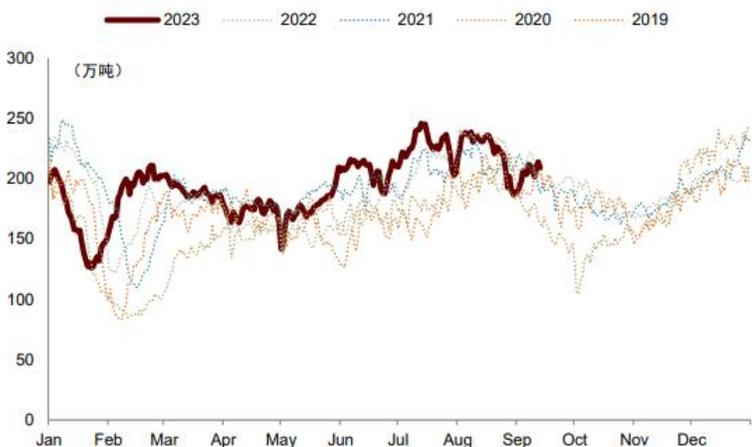
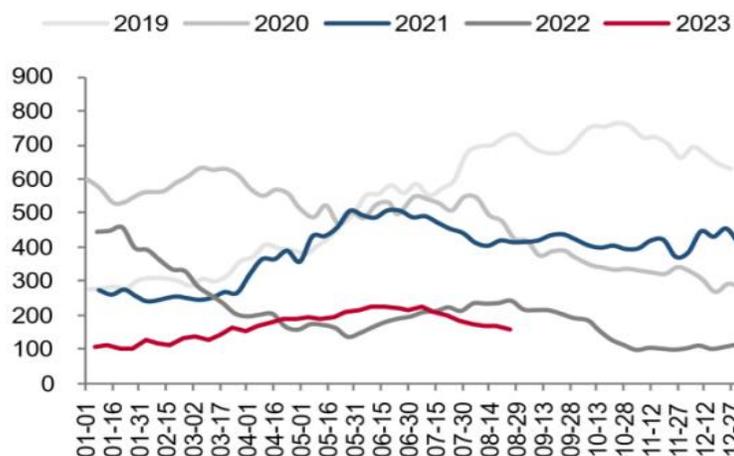


图20：6大港口炼焦煤库存（万吨）



图表21：动力煤、焦煤现货及期货价格



铜铝金属-政策刺激下，铝价上行；美联储加息预期升温，铜价震荡



- ◆ **铝价回升、铜价震荡：**8月中旬至9月中旬，铝价呈小幅回升态势，主要原因：国内地产放松政策频出，下游需求回暖预期上升；俄罗斯和沙特联手延长原油减产时间，国际油价大幅上行，支撑大宗商品价格上涨；美国8月Markit制造业PMI数据回升，8月就业人口数据超出预期，外盘铝价上涨；库存低位。同期，铜价走势较为纠结，美联储年内再次加息概率上升，压制铜价走势。
- ◆ **冶炼企业盈利情况：**本月铜精矿、氧化铝和预焙阳极价格变化不大，电解铜和电解铝的理论成本变化不大，预计电解铝企业盈利有所上升，铜冶炼企业盈利维稳。
- ◆ **预测：**考虑到国内经济复苏信心偏弱，铝价难以形成趋势性上涨，短期料难以突破2万元/吨（上期所）关口；铜价依旧受美联储加息预期制约，料将维持震荡走势。

图表22：LME铜、铝价格走势



图表23：铜、铝库存走势



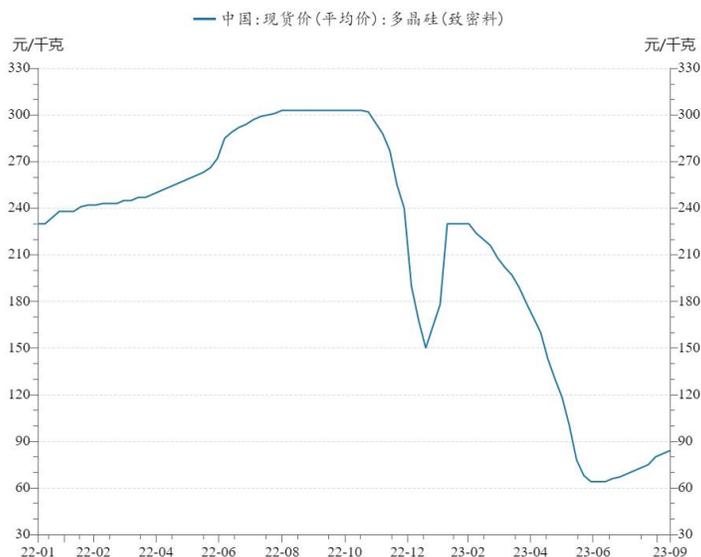
图表24：铜精矿、氧化铝和预焙阳极价格走势



光伏制造-硅料价格持续回升，组件报价继续下行

- ◆ 多晶硅价格继续回升：伴随下游拉晶环节稼动率攀升和新增产能有限，多晶硅价格延续回升态势。截至2023年9月13日，多晶硅致密料均价为84元/千克（上月中旬为73元/千克）。
- ◆ 硅片价格维稳运行：由于供给增加，本月硅片价格未跟随硅料价格上涨幅度，近期总体持稳运行。截至2023年9月13日，P型182mm和210mm规格的单晶硅片价格分别为3.35元/片、4.25元/片（上月12日分别为3.15元/片、4.20元/片）。
- ◆ 电池片初现降价趋势：本月电池片价格受下游组件价格下行压制，走势乏力，下行压力日益累积。截至2023年9月13日，P型G12、M10电池片的均价分别为0.73元/W、0.72元/W（上月中旬分别为0.73元/W、0.75元/W）。
- ◆ 组件报价竞争依然激烈：本月组件环节依然竞争激烈，组件价格依然维持下行趋势，但下行趋势有所趋缓。截至2023年9月13日，G12、M10组件的均价分别为1.24元/W、1.23元/W（上月中旬分别为1.26元/W、1.25元/W）。
- ◆ 展望：考虑到四季度新增产能释放和限电压力趋缓，多晶硅价格后续涨势或将放缓；硅片、电池片后续面临降价压力；组件环节当前已处于亏损，后续降价或将趋缓。

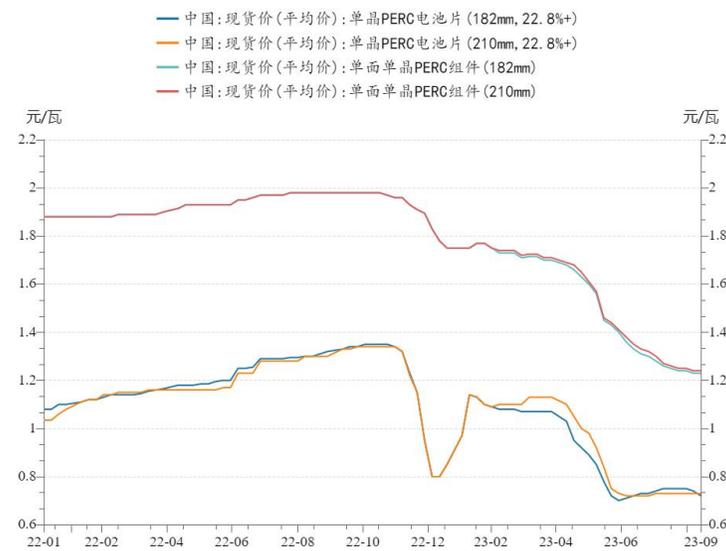
图表25：多晶硅价格走势



图表26：硅片价格走势



图表27：电池、组件价格走势



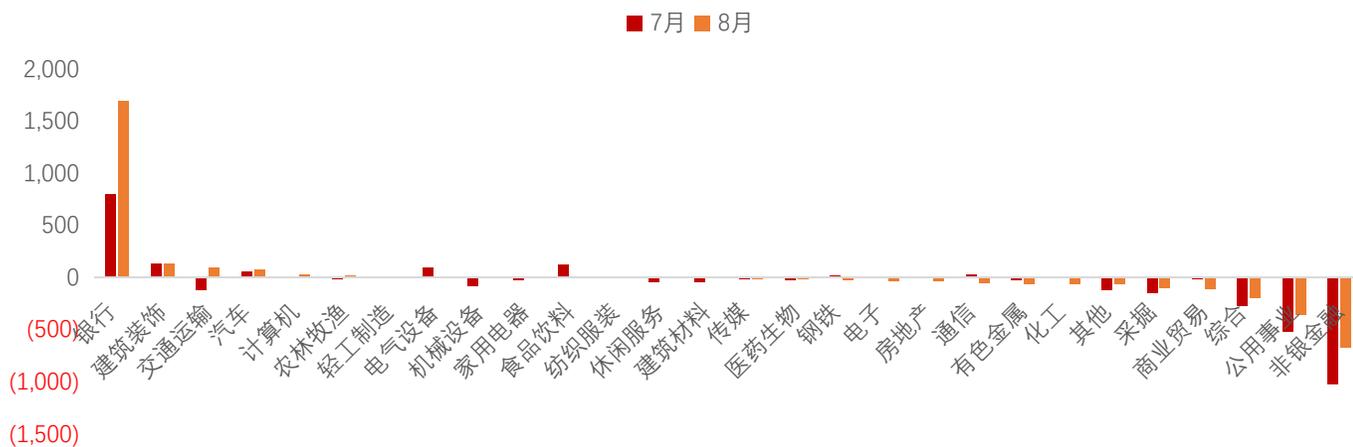
1. 从中观看宏观

2. 信用市场概况

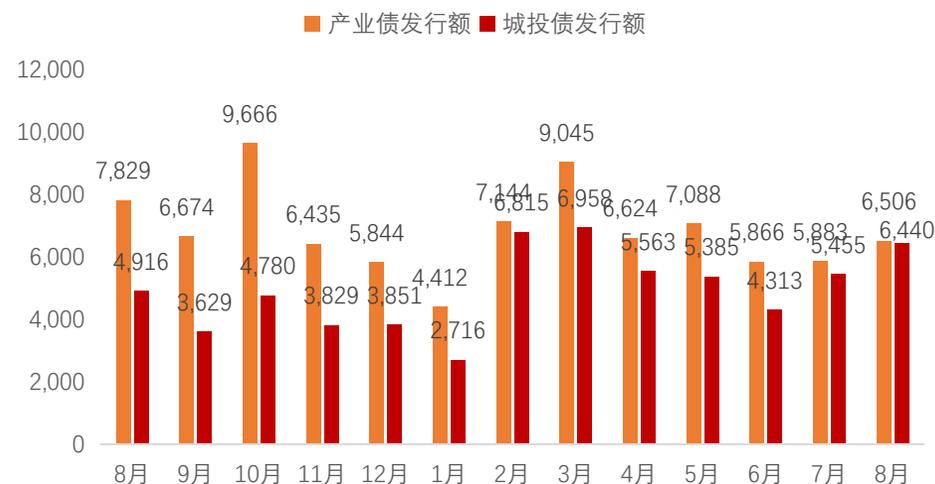
信用债净融资小幅回暖，当期境内无新增违约主体

- ◆ 跟踪期内信用债发行环比上行，净融资小幅回暖。本月城投债发行额环比上升985亿，产业债发行额环比上升623亿；城投净融资额1280亿元，较上月上升107亿；产业债净融资额-1490亿，较上月上升815亿元。
- ◆ 分行业来看，大多数行业均为净融出，其中净融资规模居前的行业为银行、建筑装饰、交通运输；净融出规模居前的行业为非银金融、公用事业、商业贸易；交通运输行业净融资由负转正；非银金融、公用事业行业净融出规模持续较大。
- ◆ 跟踪期内，无新增境内首次违约主体。

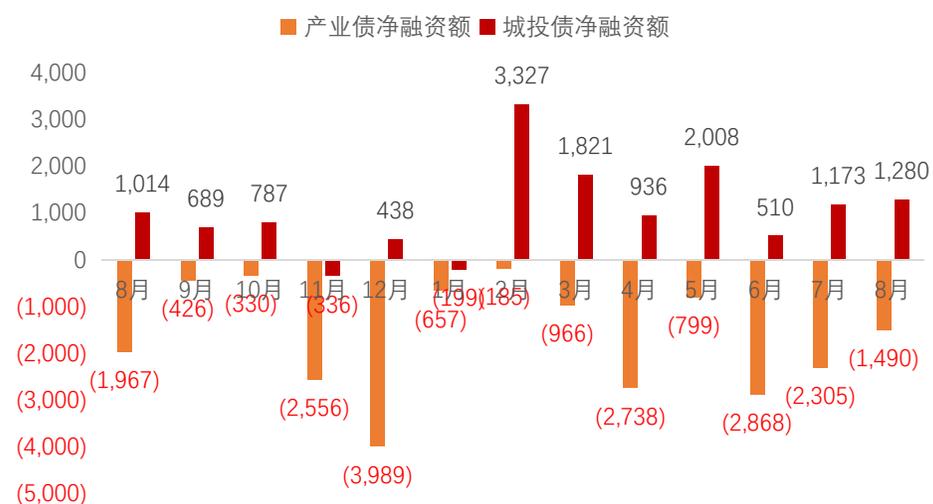
图表28：各行业产业债净融资额情况（亿元）



图表29：非金融产业债和城投债发行额情况（亿元）



图表30：非金融产业债和城投债净融资额情况（亿元）

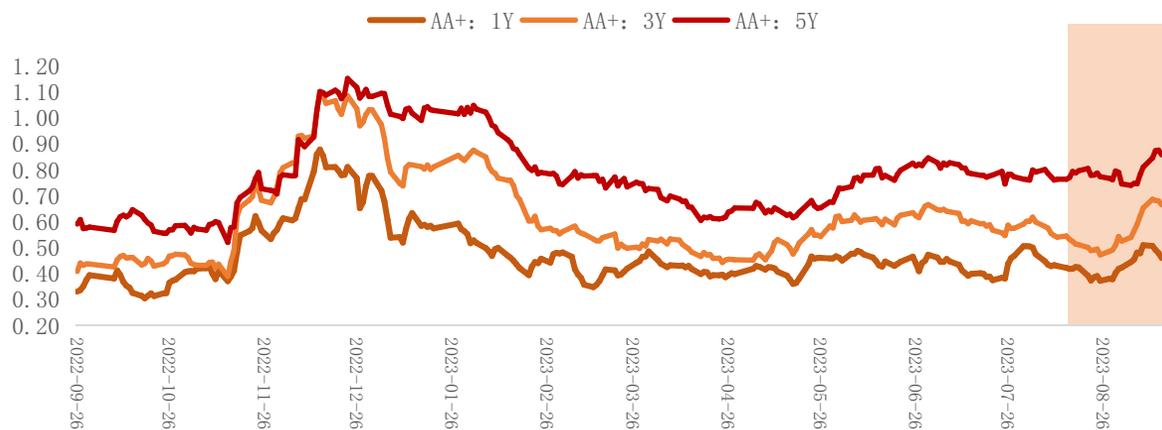


注：统计周期为8月16日至9月15日

数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ 跟踪期内，信用债市场不同期限利差上行为主，中长端三年期信用利差大幅抬升后略有回调，估值保护提升。
- ◆ 跟踪期内，各等级信用债收益率均上行后略有回调。

图表31：中债中短期票据信用利差变动情况（单位：%）



图表32：同业存单和中短期票据收益率对比



	利差变动			历史分位数			当前值-min()		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA	2	7	-1	7%	35%	44%	17	29	36
AA+	3	14	1	5%	32%	43%	12	29	48
AA	9	5	-3	6%	24%	27%	14	50	68
AA-	9	5	-3	73%	86%	87%	202	210	206

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为8月16日-9月15日

图表33：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	0.31	3.34	1.58
休闲服务	3.80	6.39	4.37
传媒	0.11	17.17	2.93
公用事业	1.44	9.69	-1.84
农林牧渔	2.39	-2.25	3.64
化工	2.13	4.08	4.79
医药生物	1.40	-63.00	--
商业贸易	0.03	10.74	0.23
国防军工	-2.96	0.09	--
城投	5.03	6.42	-5.08
家用电器	--	17.90	--
建筑材料	-2.15	-9.82	0.36
建筑装饰	0.29	3.65	30.31
房地产	11.74	-0.45	-1.96
有色金属	-0.48	-5.09	--
机械设备	0.45	-1.99	--
汽车	-0.16	6.71	--
电子	-4.51	0.18	4.03
电气设备	-3.69	-0.71	--
纺织服装	5.96	95.08	2.23
综合	-0.65	-9.67	-2.94
计算机	-13.38	-1.19	--
轻工制造	-10.09	12.37	--
通信	0.70	-0.15	-2.07
采掘	-3.34	-2.69	3.30
钢铁	-0.51	-5.19	--
食品饮料	-5.20	3.62	16.06

- ◆ 跟踪期内，国内经济刺激政策频出，总体利差小幅上升。
- ◆ **房地产AAA**行业利差显著走阔，主要是受**远洋、碧桂园**影响；计算机行业AAA利差收窄，主要是受华为发布新机影响，联想集团、小米通讯、浪潮电子等利差显著收窄带动；采掘行业利差小幅收窄，主要是受煤炭价格上涨影响，冀中能源等主体利差普遍收窄；医药生物行业AA+利差显著收窄，主要是**株洲国资、重庆医药**等地方国企受隐性债务置换影响，利差显著收窄；传媒、商贸、家电、纺织服装等行业AA+、AA主体利差大幅变化，受样本较少、弱资质主体经营情况波动较大等因素影响。

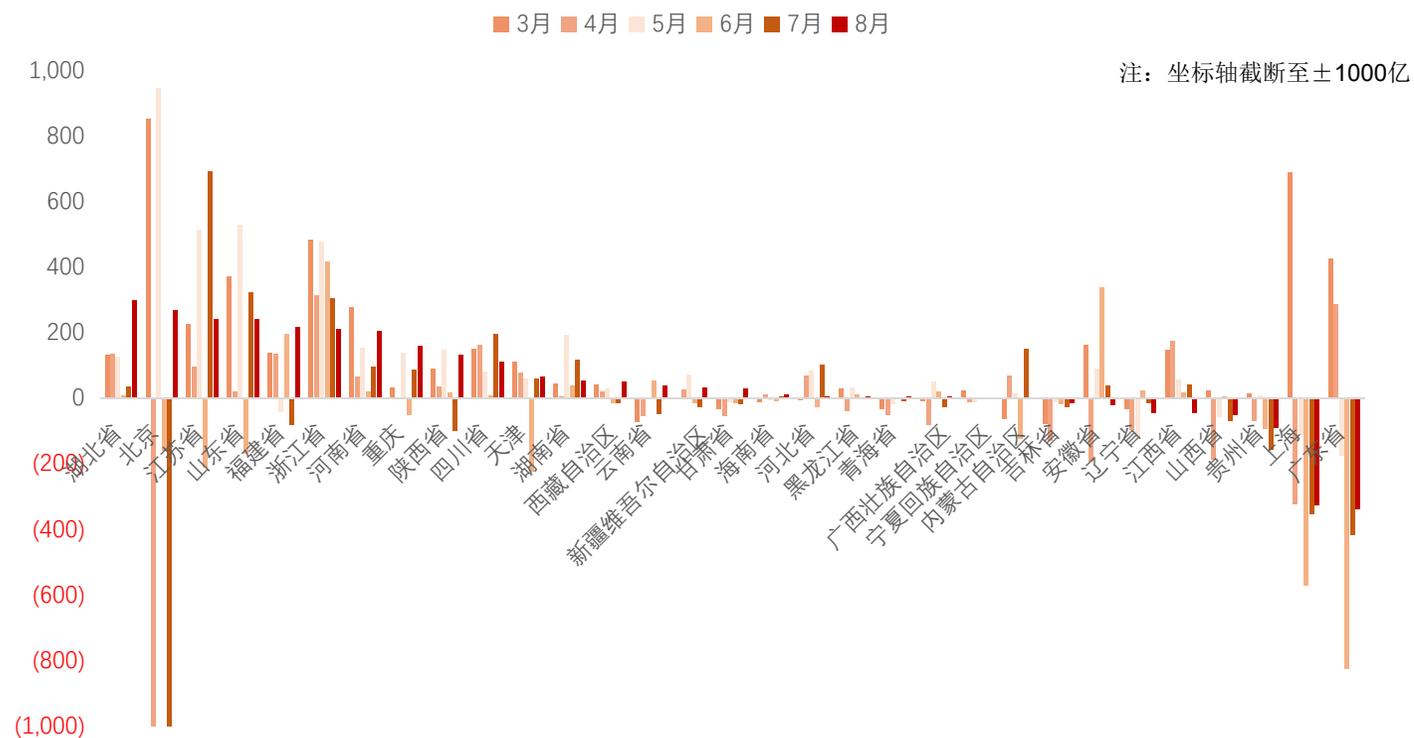
注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为8月16日-9月15日

数据来源：Wind, PICCAMC

一揽子化债利好下弱区域利差收窄

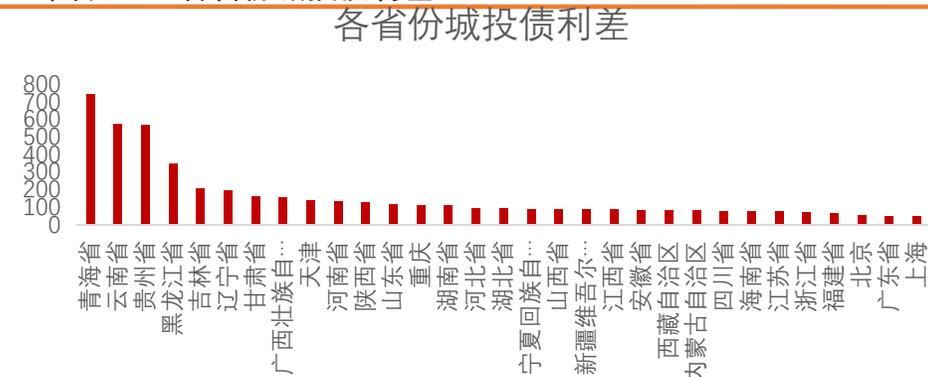
- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在湖北、北京、江苏、山东等省份；广东、上海、贵州等地净流出排名居前；贵州、山西、吉林、青海等省份近半年净融资多数为负；安徽、江西净融资小幅转负；内蒙、河北、甘肃净融资小幅转正。
- ◆ 跟踪期内城投整体信用利差小幅上移，但一揽子化债利好下，弱区域利差收窄，其中天津预期将获得大量隐性债务置换支持，信用利差大幅下跌。

图表34：最近6个月分地区信用债净融资情况汇总（单位：亿）

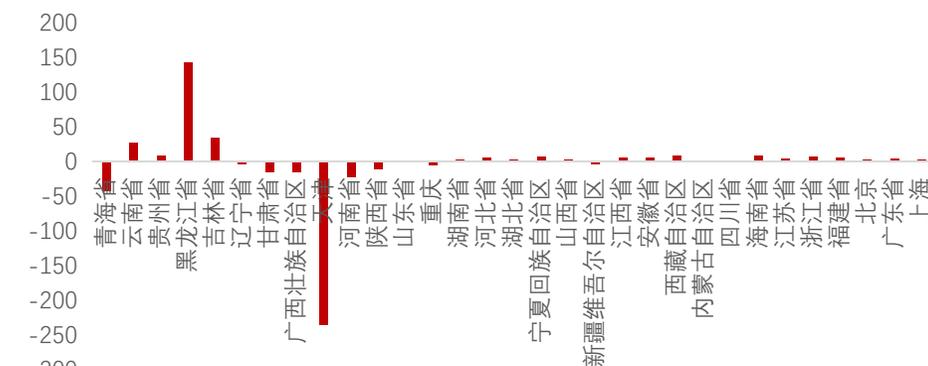


注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为8月16日-9月15日

图表35：各省份城投债利差

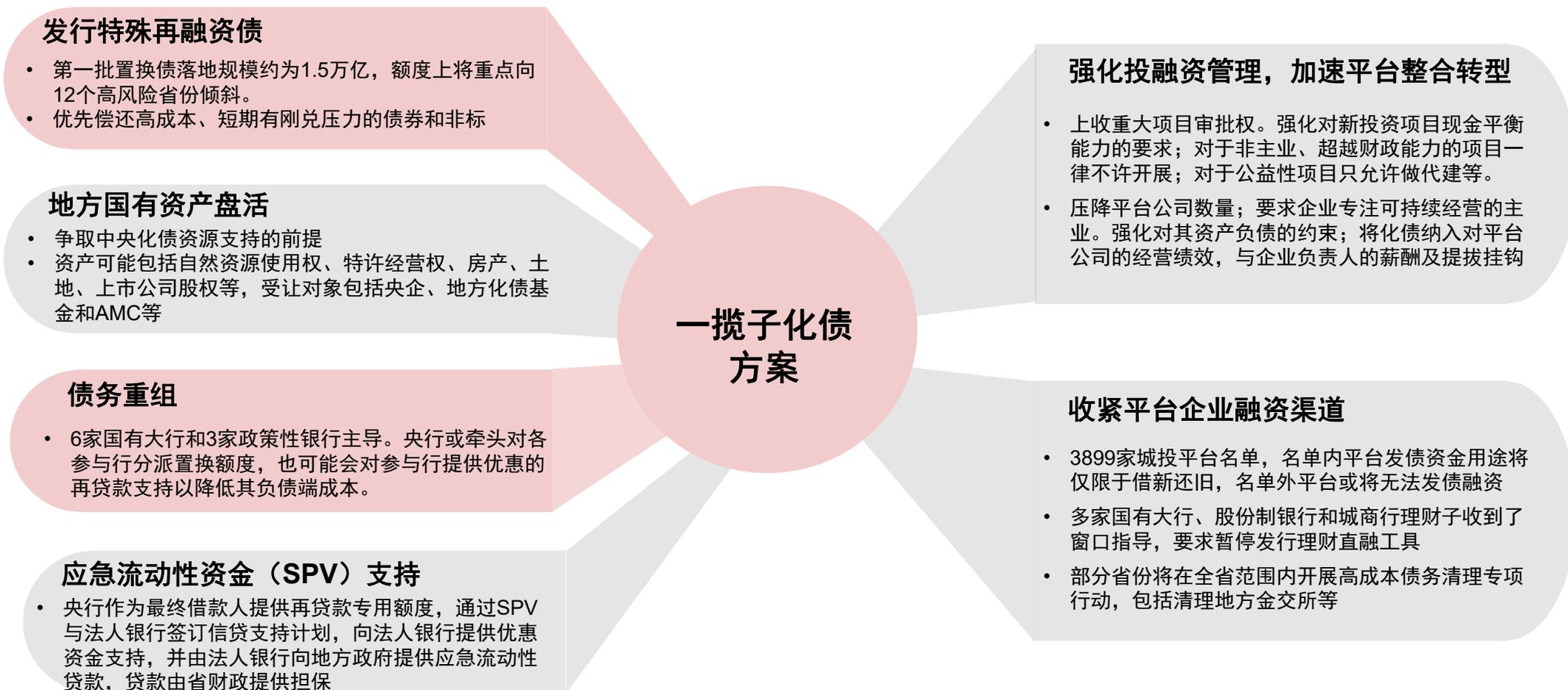


图表36：利差较上月变动



数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ 7月24日中央政治局会议明确提出，“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。8月以来，中央派出的化债专班分赴12个高风险省份督导设计化债方案。化债专班的成员除地方国资和财政人员外，还包括央行、金融监管局和主管债券发行等相关部门的派驻专家。
- ◆ 截止9月中，部分省份的化债方案终稿已上报国务院。10月初，第一批特殊再融资债或将启动发行。



注：以上信息大部分来自于未经公开证实的调研信息，与实际方案或有出入

城投：短期信用风险趋于下行，中期待观察，非标建议维持现有策略



◆ **行业影响：**本轮一揽子化债方案是中央首次对地方平台全口径债务进行的风险化解，涉及的债务范围、规模及化债措施的细致和系统性都超越此前两轮，展现了当前宏观背景下中央对地方债务风险的高度重视。各省化债方案的签署也将进一步压实省级政府对全省地方债务风险的管控责任。短期内，在特殊再融资债资金的支持下，尾部区域城投平台到期债务，特别是公开债券的接续风险将得到较大缓释，预计行业总体信用风险将趋于下行。而银行类金融机构牵头的债务重组方案的落地规模、展期利率和展期期限等实施细节，将最终决定各省城投平台中长期偿债能力是否能得到实质改善。

◆ **配置建议：**剩余期限1年以内的较高收益城投债安全边际有大幅提升。非标方面，由于劣后属性强、期限长流动性弱、且容易作为债务重组对象，在一揽子方案的落地细则明确前，仍建议暂维持现有投资策略，后续视情况再做更新。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中国人保资产管理有限公司，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本文作者以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中国人保资产管理有限公司

北京

北京市西长安街88号8层（邮编：100031）

电话：(8610) 69009500

传真：(8610) 69009546

上海

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座20、21、22、25层（邮编：200122）

电话：(8621)38571800

传真：(8621) 68598911

深圳

深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心（一期）B栋1801A（邮编：518040）

电话：(0755) 21846585

做有温度的人民保险