

# 2023年12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

# 结论：经济小幅回升，但幅度有限

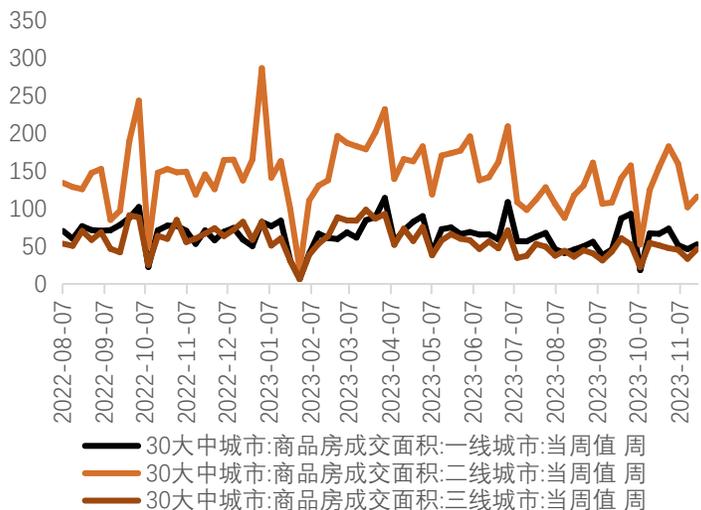
## ◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：房地产销售持续下降，新开工及土地市场虽降幅收敛但仍低迷，地产开发投资同比继续下行。出口高增拉动下，汽车产销维持高位，社零增速7.6%，较上月亦有上行。出口降幅小幅扩大。
- ✓ 中游：地产乏力，基建高位继续回落，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，二产用电虽有回落但整体仍维持相对高位。
- ✓ 上游：动力煤日产小幅回落，后续价格仍有支撑。
- ✓ 整体看，经济整体继续回升，但幅度有限，10月工业增加值4.6%，较上月（4.5%）边际走强，结构上看，汽车、有色、化工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。
- ✓ 预判：高频数据显示地产销售仍在走弱，一线地产政策仍有空间，后续有望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，新开工、拿地边际降幅收敛，预计年内整体需求面将在消费改善下延续回暖态势。

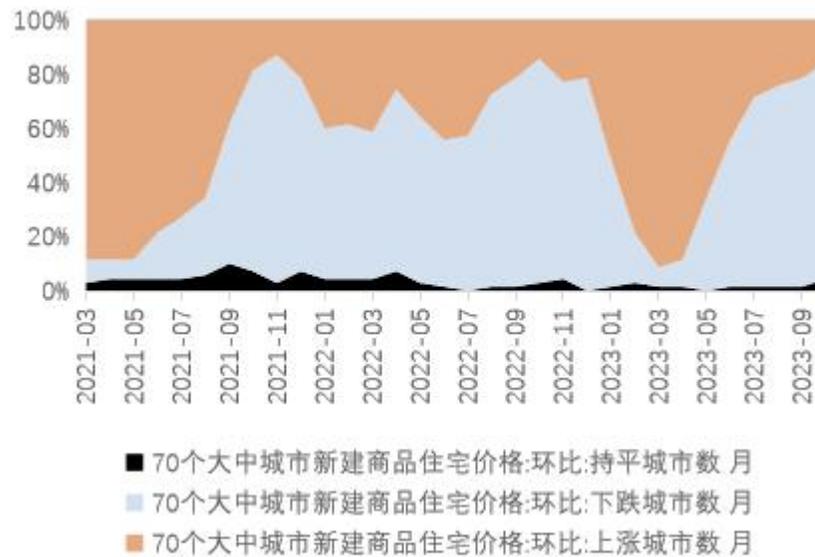
# 下游：房地产-销售端降幅继续扩大

- ◆ **销售：**根据统计局公布数据，1-10月商品房销售面积累计同比-7.8%（1-9月为-7.5%）、销售额累计同比为-4.9%（1-9月为-4.6%）。10月单月销售面积同比下降11%，降幅小幅扩大0.9bp（计算值为-20.3%）。10月单月销售金额同比下降8.1%，降幅小幅收窄5.5bp（计算值为-14.4%）。**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1-10月商品房销售面积数值下调了9.7%。实际销售端表现比统计局公布数据更为疲弱。**30大中城市商品房周成交高频数据显示11月份前三周成交面积为219.48万平，和2022年周成交面积285.51万平相比大幅下降，近三年平均周成交面积324.06万平。整体来看，1季度疫情累计需求集中释放，销售有所改善，但随后明显走弱，整体需求不足，居民购房意愿低。而供给端的出清和补货困难也一定程度约束销售端恢复。
- ◆ **价格：**10月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-0.6%（9月-0.6%），环比-0.4%（9月环比-0.3%）。70个大中城市二手住宅价格环比上涨家数较上月减少2家至2家，持平家数为1家，下降家数比上月增加2家至67家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都（3.1%）、三亚（0.5%）、长沙（0.1%），跌幅从大到小有吉林（-6.9%）、牡丹江（-6.3%）、长春（-6%）、泉州（-5.9%）、丹东（-5.8%），价格走势区域分化有所收窄。
- ◆ **资金：**1-10月开发资金来源累计增长率为-13.8%，降幅有所扩大，国内贷款累计同比为-11.0%，降幅小幅收窄。

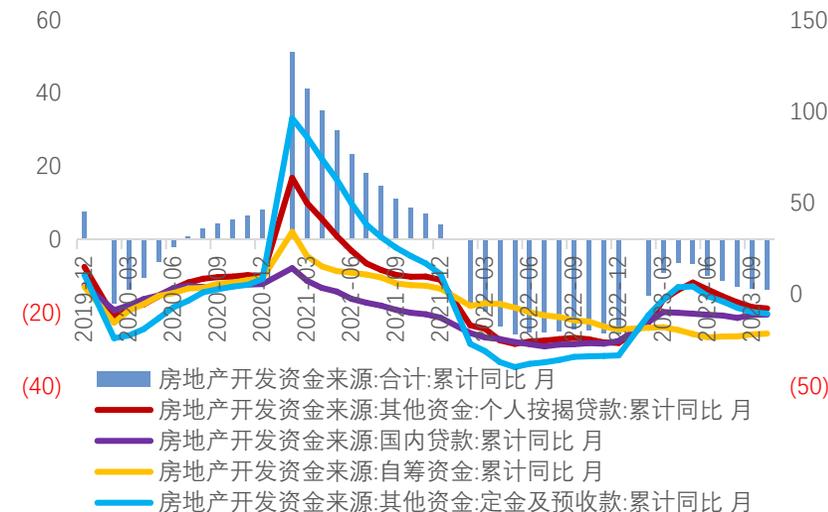
图表1：30大中城市商品房成交面积



图表2：70大中城市新建商品住宅价格



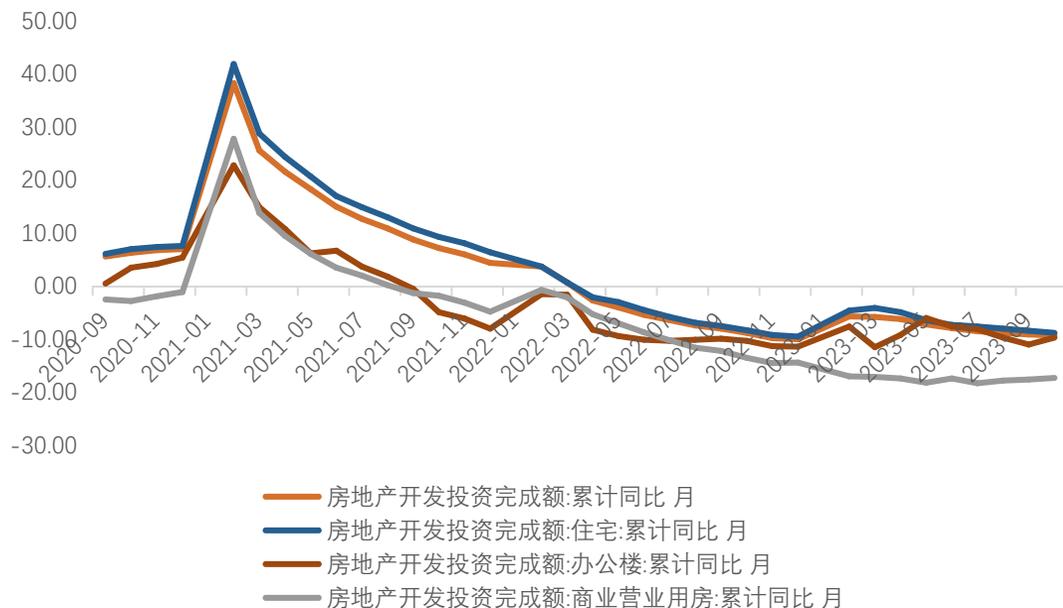
图表3：房地产开发资金来源



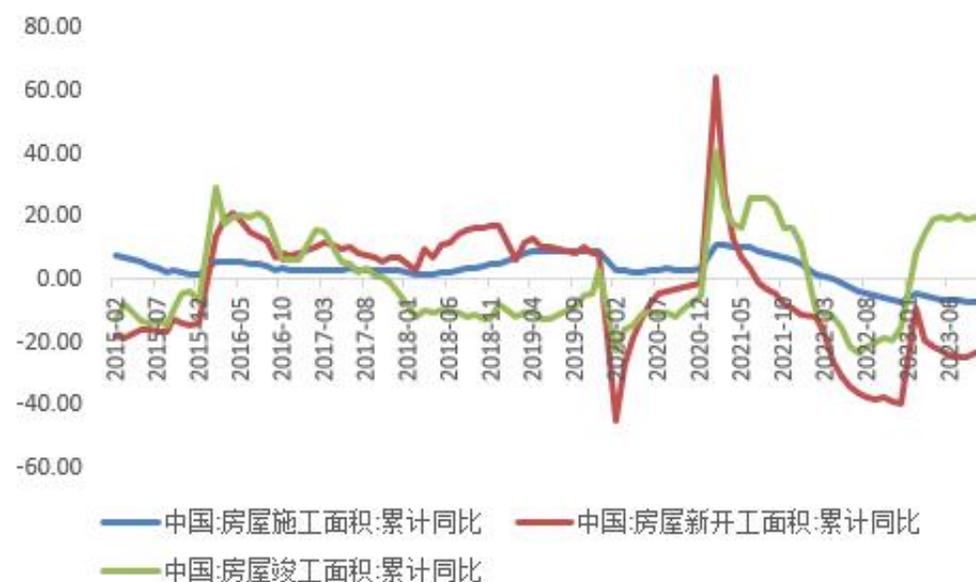
数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ **投资：**1-10月房地产开发投资累计同比降幅继续扩大至-9.3%（1-9月为-9.1%）。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1-10月土地出让下降25%，较1-9月份降幅收窄2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。虽有部分核心城市土拍尚可，但全国土地缩量，随着一线城市销售转冷，预计房企拿地信心更加疲弱。受销售疲弱影响，房企拿地信心整体不足。9月底，自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件，其中包含建议取消土地拍卖中的地价限制等内容，取消地价上限，让地价回归市场。
- ◆ **开发：**1-10月房屋新开工面积累计同比-23.2%，较1-9月降幅小幅收窄0.2%，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。1-10月施工面积累计同比为-7.3%，较1-9月降幅下降0.2%。全国竣工面积累计同比小幅下降至19.0%，仍维持高位。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) 中央金融工作会议指出“健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等‘三大工程’建设，构建房地产发展新模式”。
- ◆ 部分区域继续优化限购政策。上海、杭州、中山放松限购政策。主要涵盖放松限购区域范围，对本地户籍和非本地户籍放宽购房限制，对人才购房予以支持等政策。10月24日，上海金山区出台人才安居新政，经区人才管理部门认定，同时符合单位条件、个人条件以及工作年限条件的非本市户籍人才，按规定在沪缴纳职工社会保险或个人所得税3年及以上、且在本市无住房的，可购买1套住房，同时购房资格由居民家庭调整为个人。10月16日，杭州住房限购范围调整为上城区、拱墅区、西湖区、滨江区。各地信贷支持力度加大，多地支持首套房“认房不认贷”。多省市公积金政策持续优化。部分地区出台购房补贴政策。
- ◆ 2) 据媒体报道，9月底，自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件，其中包含：①建议取消土地拍卖中的地价限制；②建议取消远郊区容积率1.0限制等内容。根据中指监测，近期已有成都、济南、合肥、厦门等13城实际落实“取消土地限价”。
- ◆ 3) 10月份房企融资仍以央国企为主。2023年10月房地产企业非银融资总额为282.8亿元，同比大幅下降49.6%，环比下降19%。其中，10月，房地产行业信用债融资149.7亿元，同比大幅下降51.6%，环比下降16.4%；海外债发行金额34.2亿元，环比增长278.3%；信托融资6.5亿元，同比下降86.4%，环比增长4.1%；ABS融资92.4亿元，同比下降54.8%，环比下降40.4%。

- ◆ 1) **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。在政策指导下，金融机构对房地产行业支持力度可能有所提升。
- ◆ 2) **销售端**。（1）虽然一线城市“认房不认贷”政策，部分二线城市全面取消限购等政策力度较大，但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**，受去年4季度低基数影响，今年4季度降幅可能有所收窄，但预计全年商品房销售面积仍维持负增长。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较大下行压力。（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，除此之外，优质地段的二手房供给也多于新房。除极少数有倒挂的核心一二线城市购房者偏向新房外，二手房整体对购房者吸引力较新房有所增加。（3）今年以来二手房价格持续快速下行，**预计未来对新房价格及销售将产生较大压制**，尤其对新房的刚需产生较大冲击。
- ◆ 3) **拿地端**。根据中指数据统计，2023年1-10月土地出让下降25%。预计未来房企拿地仍集中于核心一二线的核心地段，房企拿地偏好的一致性较高。拿地房企仍以国央企为主。预计在销售仍较为疲弱的情况下，房企拿地积极性仍不足。
- ◆ 4) **融资端**。债券市场融资方面，仍以国央企融资为主。预计除个别民企可以通过纯信用或者中债增担保增信的方式进行发债外，绝大多数民营房企无法进行公开市场发债。国企和央企仍是债券市场融资的主要部分。
- ◆ 5) **信用端**。可能仍有大型房企继续出险可能。

# 汽车-产销持续向好

- ◆ 11月汽车产量309.32万辆，环比6.98%，同比29.65%（上月11.26%），累计同比10.08%；批发销量297.01万辆，环比4.12%，同比27.6%（上月13.89%），累计同比10.85%，其中乘用车销量260.44万辆，同比25.52%，上月11.5%，1-11月销量较21年同期增14.69%，上月14.31%，整体产销较好，内销改善，同比24.47%，外销维持较高增速，同比46.57%。
- ◆ 新能源汽车11月销量102.59万辆，环比7.32%，同比30.47%（上月33.97%），渗透率提升至34.54%。
- ◆ 11月汽车经销商库存系数1.71，较上月上行0.01。
- ◆ 展望：20年以来外销占比持续提升，11月外销占比16.24%，1-11月外销同比增长157.06万辆，贡献同期汽车销量同比增长的60.5%，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，全年销量仍有望实现较好增长。

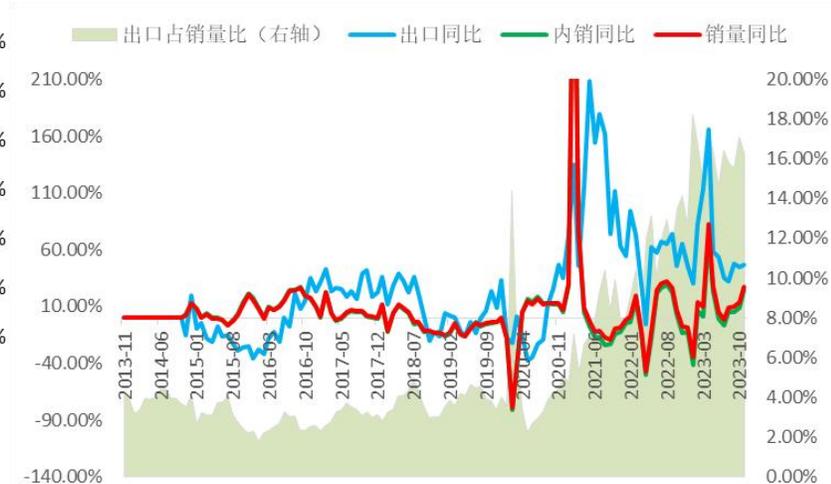
图表6：汽车产销量同比走势



图表7：新能源汽车销售情况



图表8：销量内、外销结构



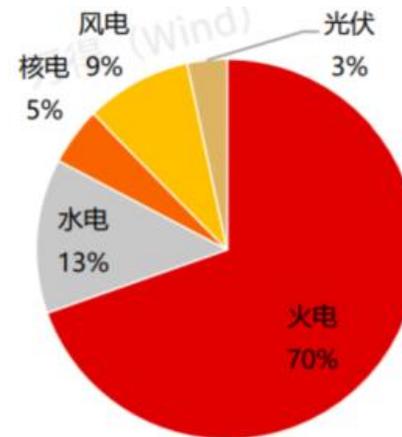
# 电力-低基数效应叠加需求向好，发用电增速较好，火风光出力均有改善

- ◆ 11月全国规模以上机组发电量**7310**亿千瓦时，同比增长**8.4%**（10月同比增长**5.2%**），1-11月份，累计发电**80732**亿千瓦时，同比增长**4.8%**（前10月同比增长**4.4%**）；11月全社会用电量**7630**亿千瓦时，同比增长**11.6%**（10月同比增长**8.4%**）；1-11月，全社会累计用电量**83678**亿千瓦时，同比增长**6.3%**（前10月同比增长**5.8%**）。
- ◆ 从发电结构看，本月火电、风光增速提升，水电增速回落。其中，火电同比增加**4.0%**（9月同比增长**2.3%**）；水电同比增加**5.4%**（10月同比增加**21.8%**）；风力发电同比增加**26.6%**（10月同比减少**13.1%**）；光伏发电同比增长**35.4%**（10月同比增长**15.3%**）；核电同比增长减少**2.4%**（10月同比下降**0.2%**），或因机组大修影响。
- ◆ 从用电结构看，11月第一产业用电量**96**亿千瓦时，同比增长**12.2%**（10月同比增长**12.2%**）；第二产业用电量**5277**亿千瓦时，同比增长**9.8%**（10月同比增长**8.6%**）；第三产业用电量**1321**亿千瓦时，同比增长**20.9%**（10月同比增长**14.4%**）；城乡居民用电量**936**亿千瓦时，同比增长**10.0%**（10月同比下降**0.7%**）。二三产居民用电提速体现需求恢复趋势叠加去年低基数效应及今年经复苏趋势延续。
- ◆ 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，厄尔尼诺现象带动水电自连续两年的极度偏枯状态中持续恢复，目前主要电站蓄水情况较乐观。

图9：2023年1-11月全社会用电量累计同比增长6.3%



图10：2023年1-11月各电源发电量占比



# 钢铁-供给继续小幅收缩，钢价涨势不如原材料，钢企盈利分化

- ◆ 供给和需求：11月我国生产粗钢7,610万吨，同比+0.4%（环比10月+2.2%），1-10月我国粗钢累计产量95,214万吨，同比+1.5%；11月我国生铁产量6,484万吨，同比-4.8%（环比-2.0%），1-11月我国生铁累计产量81,031万吨，同比+1.8%；11月我国钢材产量11,044万吨同比+4.2%（环比+1.2%），1-11月我国钢材累计产量125,282万吨，同比+5.7%。供给上看，11月粗钢日产量环比10月回落0.6%，1-11月粗钢累计产量增幅为1.5%。钢铁日产量环比回落有季节性因素。但从行业盈利来看，10月底触底后开始逐步修复，产量恢复较慢可能是利润对产量调节之间的时差。相关下游数据显示中国宏观经济依然处于复苏的轨道，投资对经济的拉动作用有限。从高炉开工率和产能利用率来看，部分钢厂继续减产，截至2023年12月15日，Mysteel调研247家钢厂高炉开工率78.31%，环比上月下降1.36个百分点。需求方面，11月在宏观预期增强以及年末部分地区赶工期对钢材需求存在短时间的释放，钢材市场整体出现阶段性回暖，但不同行业表现存在差异。
- ◆ 价格及盈利：11月钢价震荡走强，钢企盈利状况有所改善，但不同行业有所分化，且铁矿石涨势较强考验钢企成本控制能力。根据钢联数据，11月，在247家调研样本中，盈利钢厂比例回升至40%左右。截至12月21日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3,990元/吨，相比于上月同期-90元/吨。而热轧卷板(Q235B, 4.75mm)价格4,080元/吨，较上月同期+38元/吨。
- ◆ 展望：展望2023年四季度，我们认为需求不足仍是制约钢铁行业景气度恢复的关键，虽然万亿国债发行对市场预期有拉动作用，但行业供给仍然保持了较高的水平，产量平控预计将很难达标，钢企盈利将继续保持震荡。

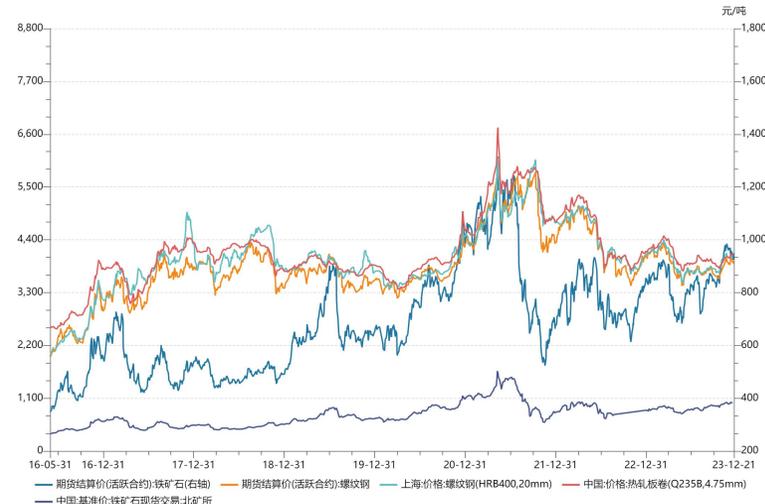
图表11： 11月247家重点钢厂盈利情况



图表12： 螺纹钢吨钢盈利趋势（即期）



图表13： 铁矿石价格涨势比钢价更强

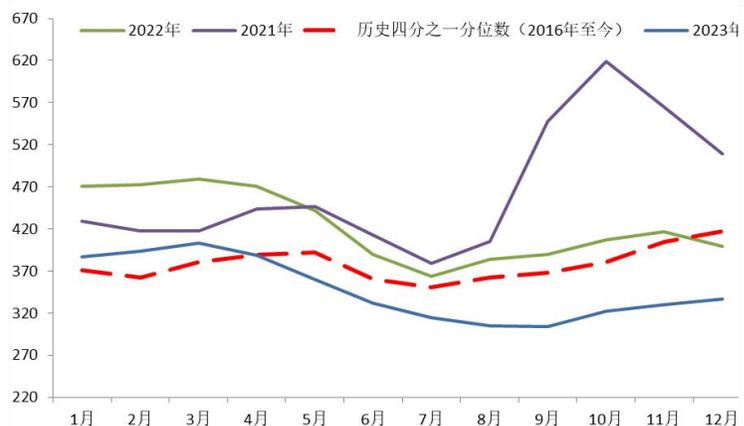


- ◆ **供需：需求整体低迷**，11月水泥产量1.9亿吨，当月同比1.6%，上月-4%，小幅转正，累计同比-0.9%，上月-1.1%。
- ◆ **价格：需求偏弱**，旺季价格虽小幅提升，但水泥价格目前仍位于17年以来当月最低水平，12月10日P. 0. 42. 5普通硅酸盐水泥报价336. 4元/吨（10月底为322. 1元/吨），煤价小幅震荡，水泥煤炭价格差回落至667. 6元/吨，盈利边际小幅改善。
- ◆ **展望：考虑到地产新开工、拿地仍然低迷**，行业需求仍在磨底，预计旺季价格反弹弹性偏弱，全年利润表现预计将进一步下台阶。

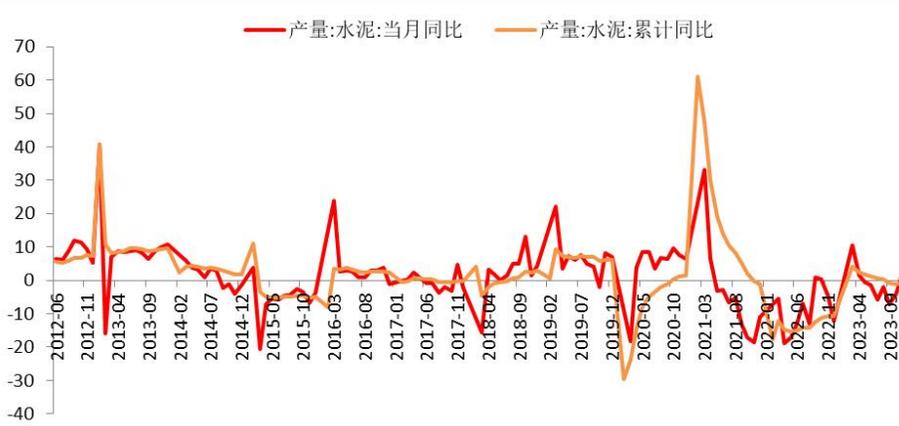
图表15：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表16：水泥价格同期对比



图表17：全国水泥产量同比（%）

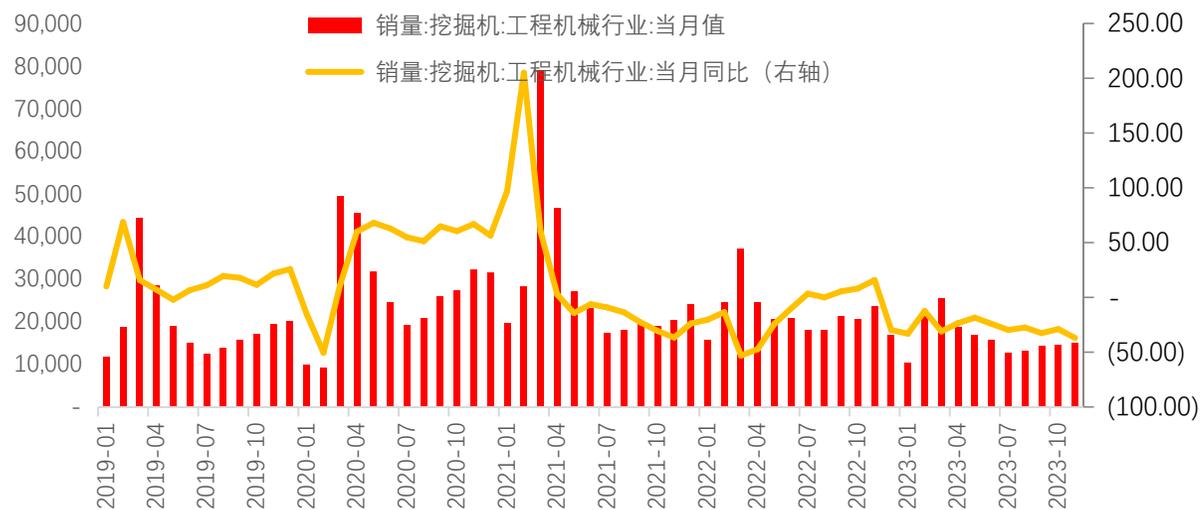


# 工程机械-挖机内销持续低迷仍显地产困境，外销同比降幅继续扩大

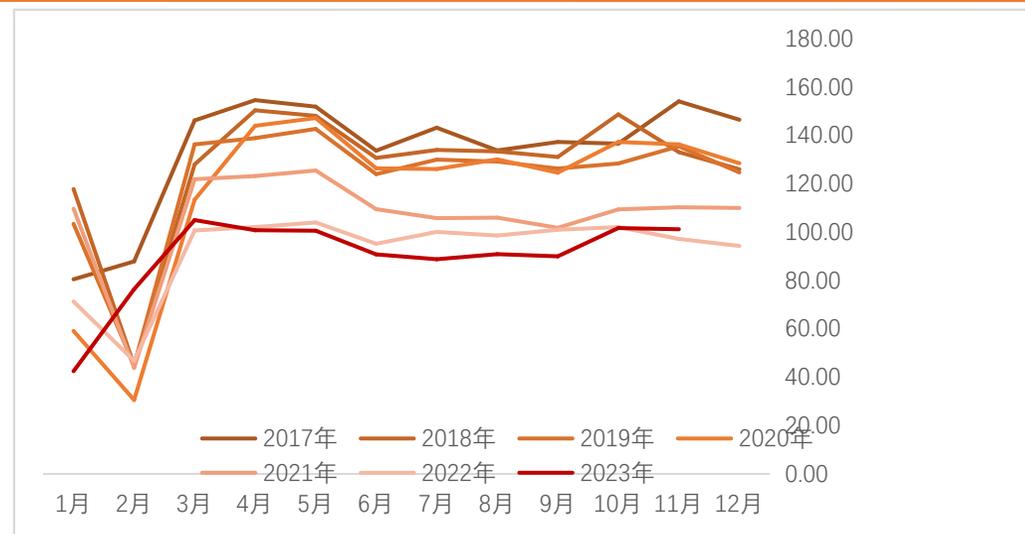


- ◆ 挖掘机：2023年11月挖掘机销量14924台，同比下降37.0%（10月同比下降28.9%），其中国内7484台，同比下降48.0%（10月下降40.1%），地产投资开工持续不振导致内销延续疲软趋势；出口7788台，同比下降19.8%（10月同比下降14.9%），同比降幅扩大显现外销压力增加。2023年1-11月挖掘机销量178320台，同比下降27.1%（1-10月下降26.0%），其中国内82355台，同比下降43.5%（1-10月下降43.0%）；出口95965台，同比下降2.81%（1-10月同比下降1.04%）。
- ◆ 11月挖机开工小时数为101.2小时，同比增长4小时，环比基本持平。开工小时数维持近5年最低水平。
- ◆ 行业展望：三季度地产投资及开工持续低迷，下游客户新购机和换新需求仍不乐观，利用小时数处于近五年最低水平；外销增速在2023年7月正式迎来景气顶点，出口下滑逐月扩大。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效果，及经济工作会议政策落地情况。

图表11：挖掘机销量走势



图表12：挖机开工小时数走势



# 煤炭-动力煤旺季来临，供需双增，焦煤价涨库存增，煤炭价格维持高位

- ◆ 供给和需求：供给方面，11月份，生产原煤4.14亿吨，同比+4.6%，日均产量创历史新高，较10月的1,254万吨升至1,380万吨。1-11月累计生产原煤42.4亿吨，同比+2.9%，10月同比增速较9月加快是由于去年同期基数较低，日均产量供给还是显著下滑。反映近期供给侧扰动事件可能更多影响炼焦煤等部分品种，总供给影响相对有限。进口方面，煤炭进口增速继续收窄，1-11月煤炭累计进口4.27亿吨，同比+62.8%，增速较上期（1-10月）收窄4.0ppt，11月进口重回4,000万吨以上，达到4,351万吨，同比/环比+34.7%/+20.9%。需求方面，随着全国部分地区迎来雨雪和寒潮天气，动力煤日耗持续爬升，下游库存现去化迹；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12月21日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格951/吨，月环比+10元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,770元/吨，月环比+210元/吨，但期货价格和现货价格出现剪刀差。
- ◆ 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，1-9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：内陆17省电厂日耗（动力煤）

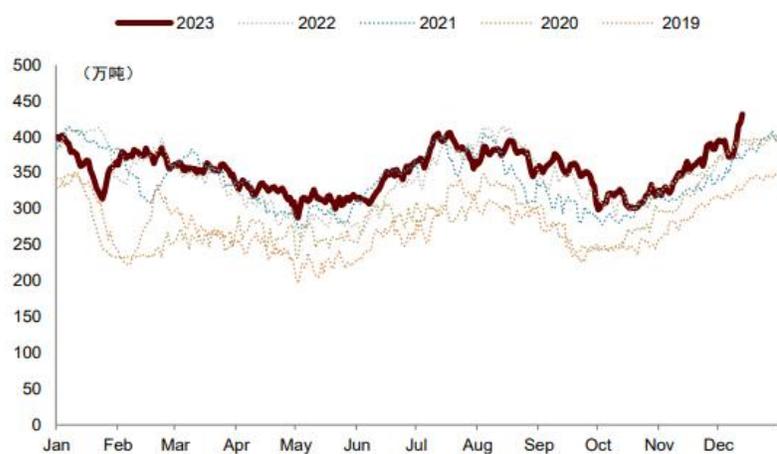
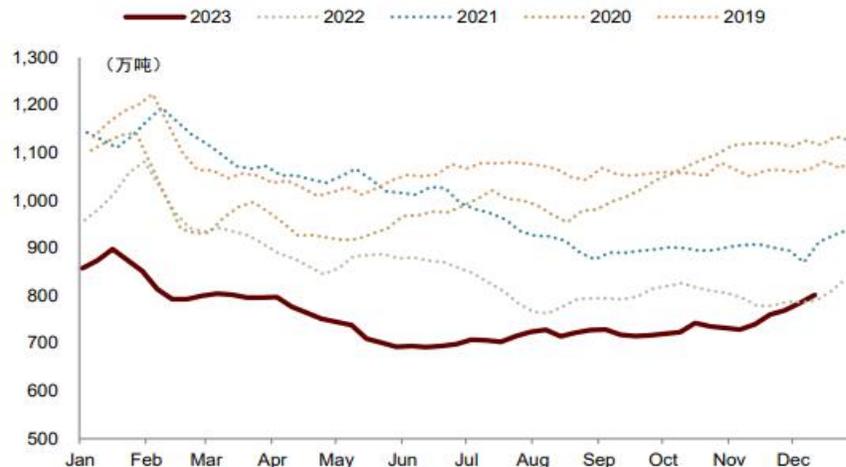
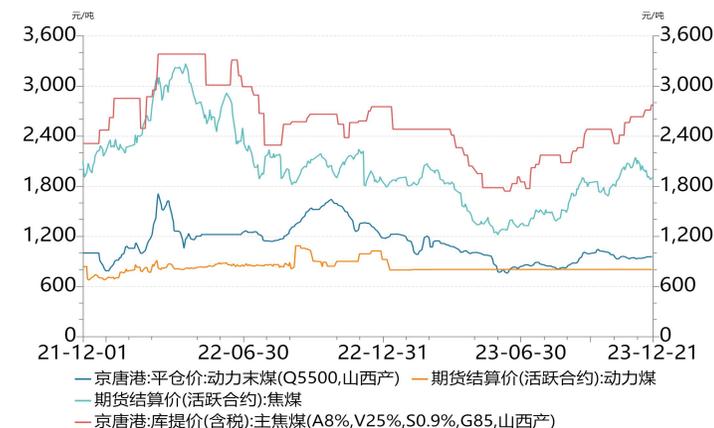


图20：下游焦钢企业炼焦煤库存（万吨）



图表21：动力煤、焦煤现货及期货价格



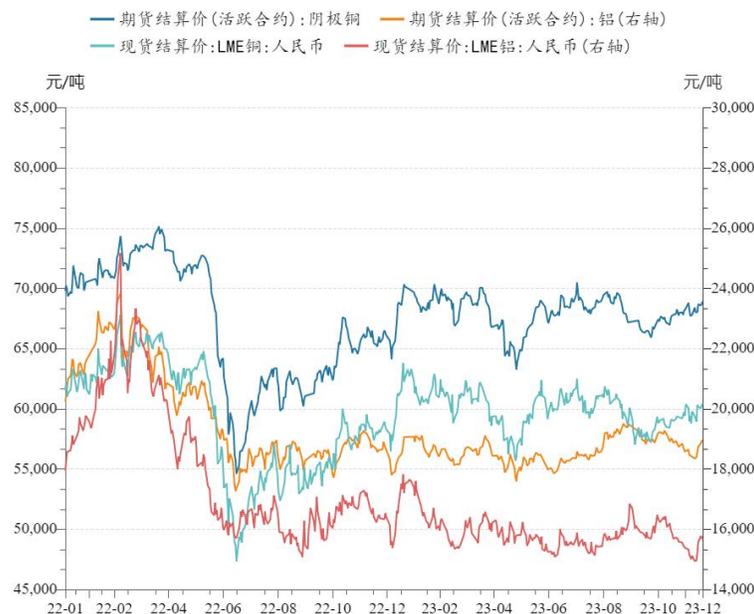
数据来源：wind, PICCAMC

数据来源：Wind

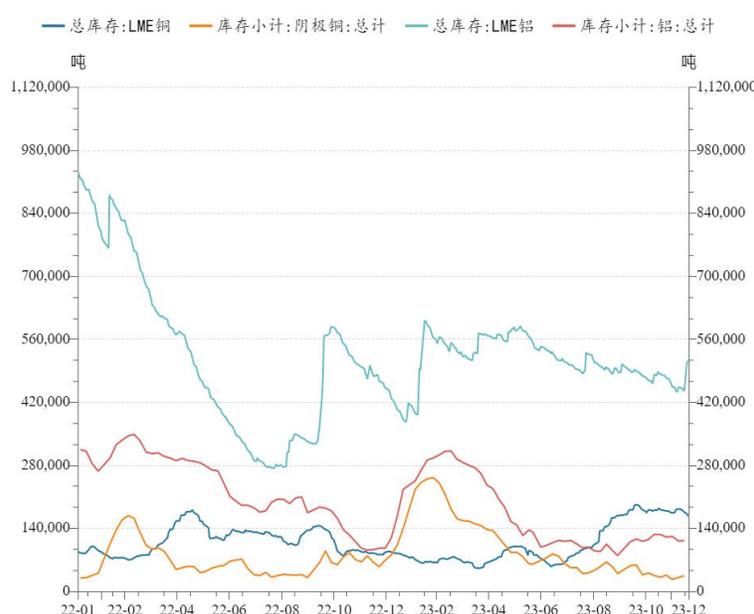
# 铜铝金属-美联储加息预期降温，铜价延续回升，铝价弱势反弹

- ◆ **铜价延续回升：**美国 10 月消费信贷数据以及美国 11 月 NFIB 中小企业乐观程度指数低于前值，美联储 12 月议息会议宣布维持利率不变，市场加息态度转鸽派，美元指数走弱，利好外盘金属价格。铜价本月继续反弹趋势，同时铜精矿供给偏紧下，铜冶炼企业TC由上月的82.6美元/干吨继续环比下滑至78.97美元/干吨。
- ◆ **铝价弱势反弹：**11月下旬至12月中旬铝价延续弱势下跌，后随美元指数走弱，加之云南枯水季减产的逐步落地，内外盘铝价开始回升，截至2023年11月20日，上期所期货活跃合约铝结算价为18945元/吨，环比上月同期仍略有下滑。本月氧化铝价格持平，预焙阳极价格略有下降，电价总体环比或上涨，电解铝的理论成本变化不大。
- ◆ **预测：**国内经济复苏信心不稳，房地产行业依旧疲弱，需求支撑不足背景下，铝价短期难以有较好表现；铜价在美联储加息预期减弱和供应偏紧的支撑下或继续回升。

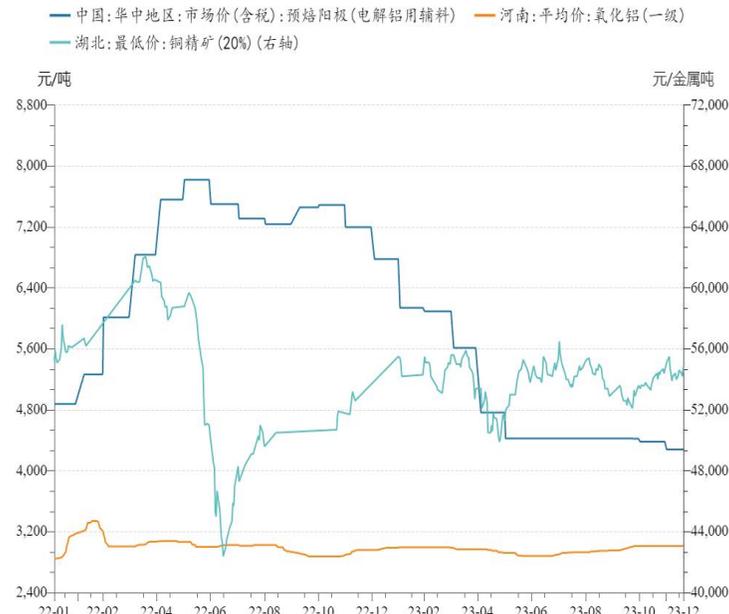
图表：LME铜、铝价格走势



图表：铜、铝库存走势



图表：铜精矿、氧化铝和预焙阳极价格走势



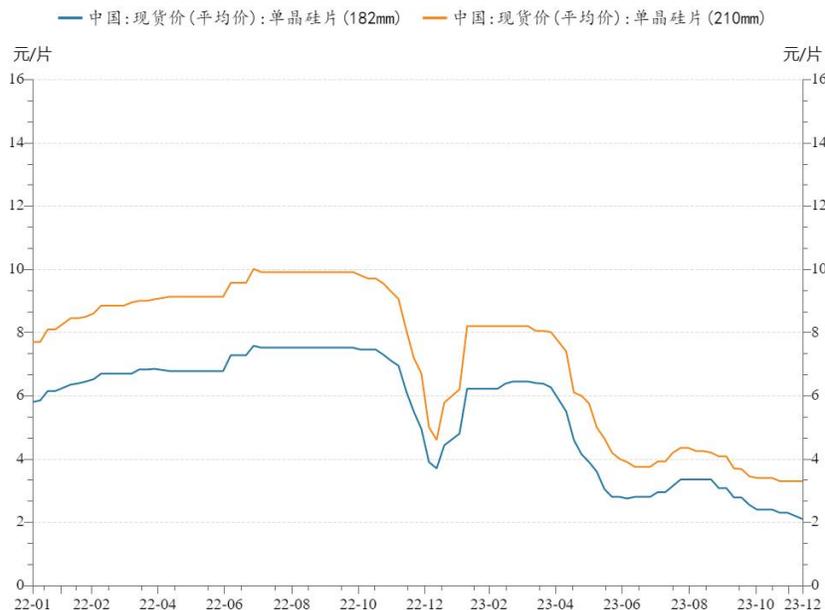
# 光伏制造-供需失衡下，产业链价格持续下行，产业出清压力增大

- ◆ **多晶硅价格跌势趋缓**：本月硅料跌势趋缓，多晶硅致密料均价来到6.5万元/吨左右，其中N型硅料本月成交均价约6.8万元/吨，价格走势相对更为平稳。
- ◆ **硅片尺寸间走势分化**：行业盈利承压下，性价比占优的210尺寸硅片需求更具韧性，本月价格持稳；M10硅片价格继续下滑，截至12月13日已跌至2.1元/片，而G12稳在3.3元/片。
- ◆ **电池片组件持续下行**：截至2023年12月20日，P型G12、M10电池片的均价分别为0.40元/W、0.38元/W（11月15日为0.56元/W、0.45元/W），环比继续下行，N、P价差为8分钱/W；组件环节竞争激烈依旧，组件价格已跌破1元/W关口，截至2023年12月20日，P型G12、M10组件的均价分别为1.00元/W、0.96元/W（11月15日为1.07元/W、1.04元/W）。
- ◆ **预测**：新增产能陆续释放下，多晶硅价格存在继续下跌空间；需求增速有限下，硅片、电池片后续难言反弹；组件环节当前已处于亏损，进入品牌出清阶段，降价或趋缓。

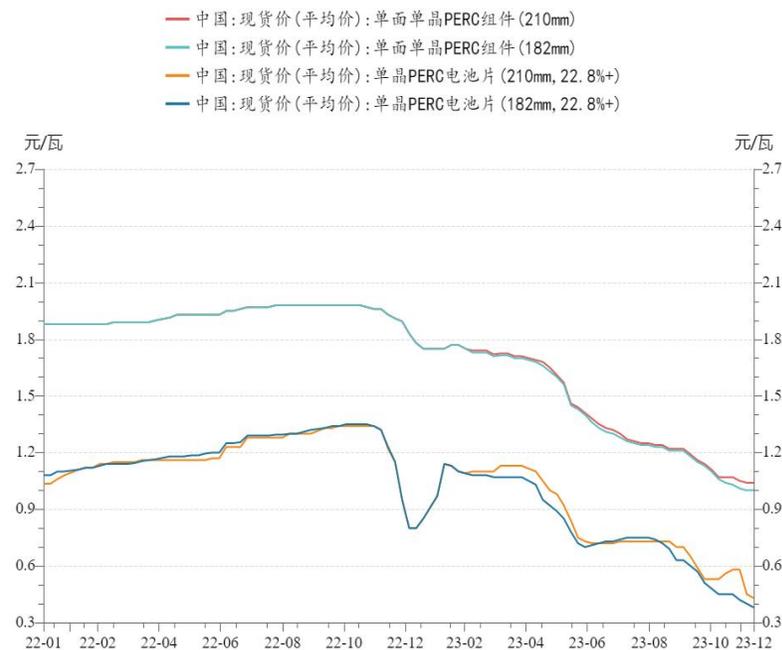
图表：多晶硅价格走势



图表：硅片价格走势



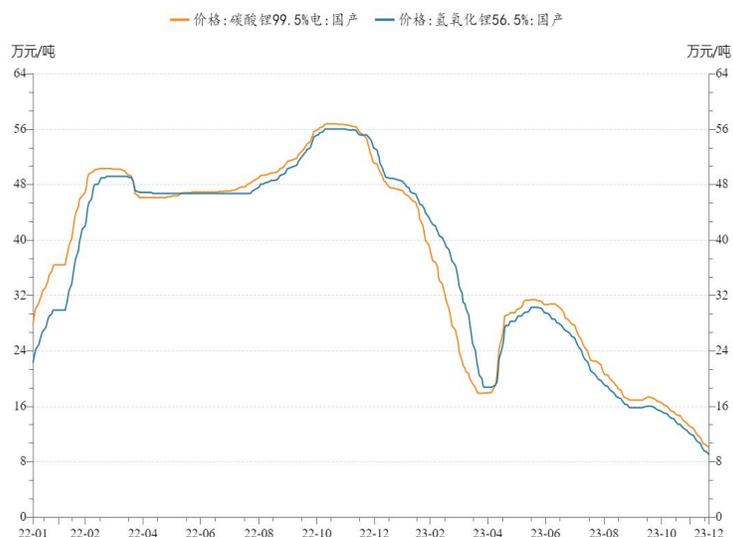
图表：电池、组件价格走势



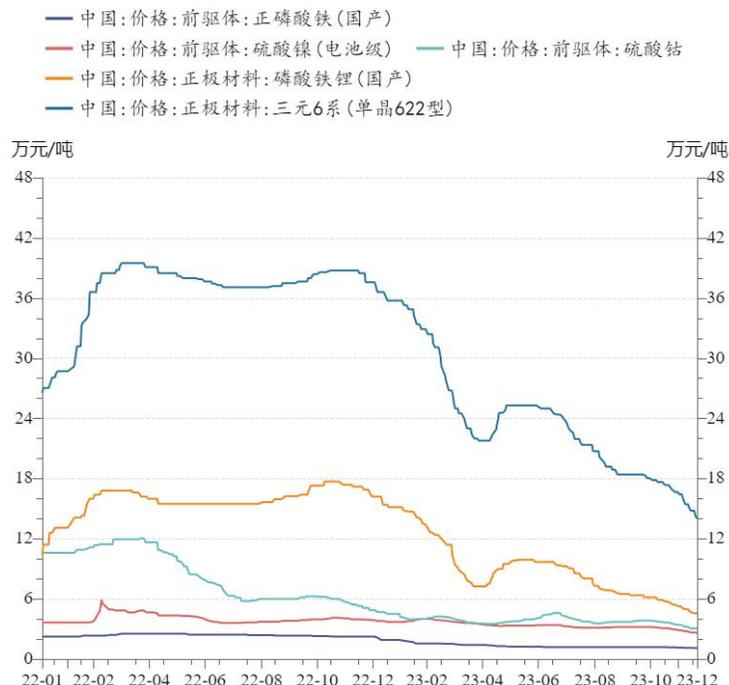
# 动力电池-锂价持续走跌，电芯价格弱勢维稳

- ◆ **锂价持续下跌：**下游需求一般，持续去库，叠加原料端降价，碳酸锂价格持续下行。截至2023年12月21日，国产碳酸锂（99.5%）价格为10万元/吨（11月23日为14.75元/吨）。
- ◆ **前驱体维持跌势、正极价格持续下行：**需求低迷下，正磷酸铁价格缓步下跌；硫酸钴和硫酸镍随金属价格下降而维持跌势；磷酸铁锂和6系三元正极材料价格跟随锂价持续下行。
- ◆ **电芯价格弱勢维稳：**在碳酸锂持续跌价和需求形势不明朗的驱使下，电芯企业普遍以去库存为主，电芯价格呈弱勢维稳走势。截至2023年12月21日，国产三元和磷酸铁锂方形电芯价格分别为0.52元/瓦时、0.43元/瓦时，环比基本持平。
- ◆ **预测：**在下游需求难有超预期表现，同时非洲锂矿到港量增加的情形下，预计碳酸锂价格将维持低位运行；正极材料价格和碳酸锂联动紧密；前驱体材料已处盈利低位，价格预计跟随下游需求窄幅波动；动力电池头部企业（宁德时代）盈利情况尚好，随着竞争加剧，出于维护市场份额目的，电芯价格不排除进一步下降可能。

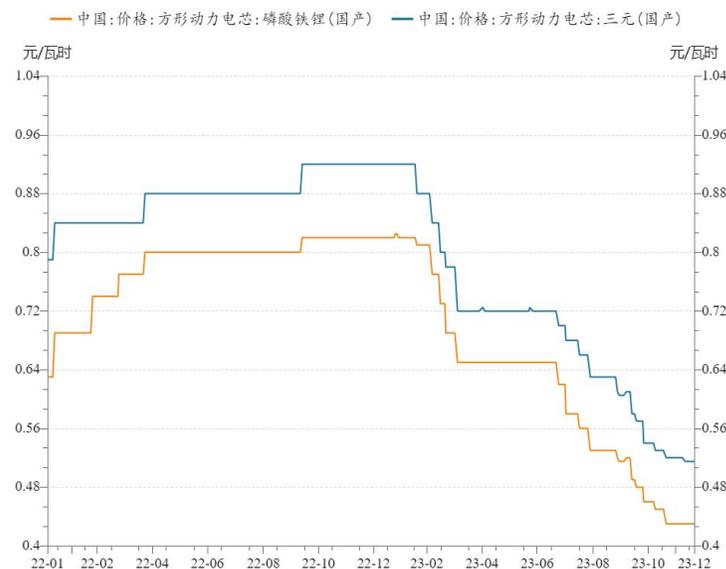
图表：锂价格走势



图表：正极材料与前驱体价格走势



图表：电芯价格走势



1. 从中观看宏观

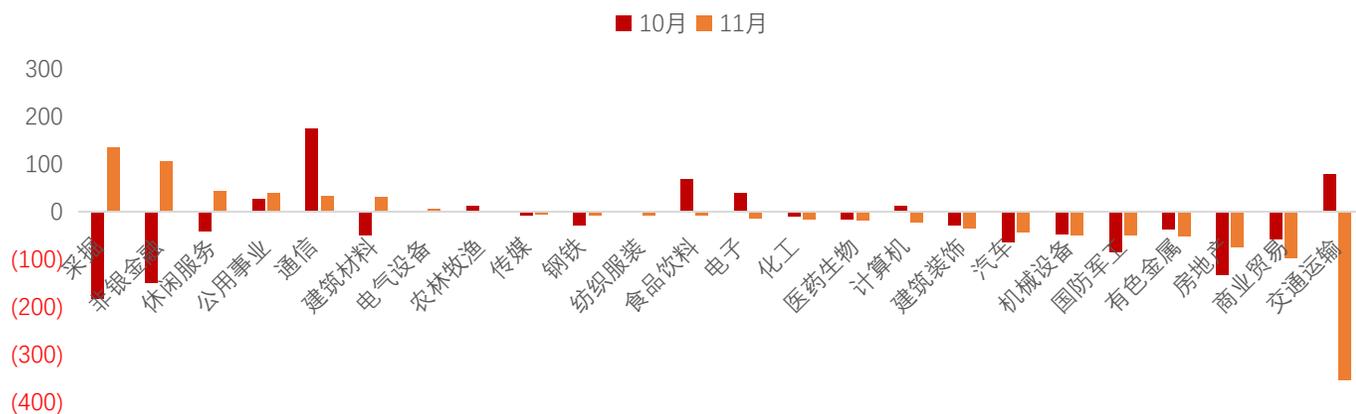
2. 信用市场概况

# 信用债发行融资小幅下跌，当期境内无新增违约主体

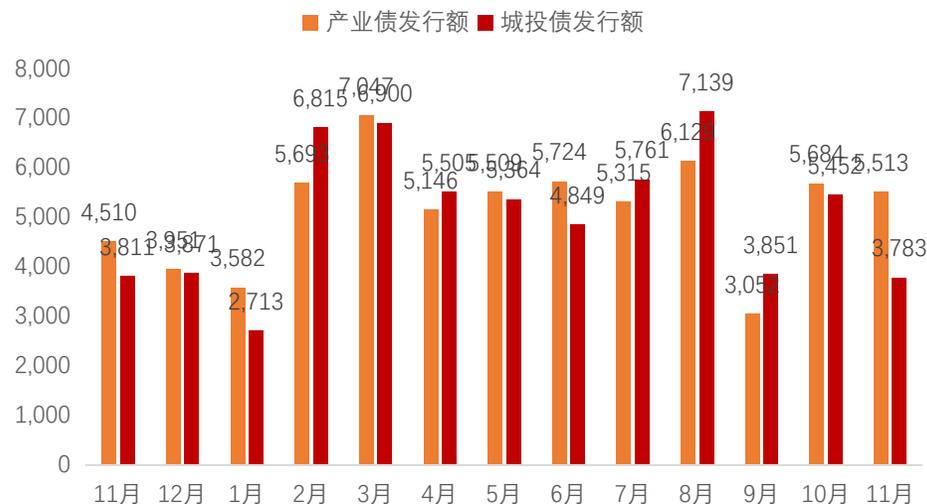


- ◆ 跟踪期内受年末影响，信用债发行与净融资环比均小幅下跌。本月城投债发行额环比下跌1669亿，产业债发行额环比下跌171亿；城投净偿还1008亿元；产业债净融资额227亿，较上月增加320亿元。
- ◆ 分行业来看，产业债净融资情况有所改善，其中净融资规模居前的行业为**采掘、非银金融、休闲服务等**，且净融资均由负转正；净流出规模居前的行业为**交通运输、商业贸易、房地产**；**交通运输、纺织服装、食品饮料**等行业净融资由正转负。
- ◆ 跟踪期内，无新增境内首次违约主体。

图：各行业产业债净融资额情况（亿元）



图：非金融产业债和城投债发行额情况（亿元）



图：非金融产业债和城投债净融资额情况（亿元）



注：统计周期为11月16日至12月15日 数据来源：Wind, PICCAMC

# 跟踪期内信用债短端利差上行，利差结构显著收窄



- ◆ 跟踪期内，无风险收益率下降，一年和三年的信用利差走廊，五年多收窄。
- ◆ 跟踪期内，短端一年期信用利差扩大，中长端三年五年期信用利差变动幅度小于短端，期限利差收窄。
- ◆ 跟踪期内，高等级信用利差仍处于历史较低水平。

图：中债中短期票据信用利差变动情况（单位：%）



图：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	8	4	6	12%	27%	37%	19	26	33
AA+	8	1	-3	7%	15%	16%	14	19	33
AA	12	4	-4	6%	7%	9%	16	30	50
AA-	12	4	-4	69%	71%	68%	173	171	171

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为11月16日-12月15日

# 跟踪期内多数行业各等级信用利差小幅收窄



- ◆ 跟踪期内，多数行业利差小幅上升。房地产行业AA+和AA主体的信用利差继续扩大；有色金属、纺织服装、采掘行业AA+主体利差下降，主要受山东宏桥、盛虹科技、冀中能源等主体影响较大；通信行业AA+主体利差大幅上升，主要受亨通光电发债量较大影响；农林牧渔、商业贸易、食品饮料、轻工制造等行业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。

表：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	6.59	3.95	3.88
休闲服务	7.45	5.61	4.85
传媒	6.99	-12.65	1.30
公用事业	5.55	4.20	16.14
农林牧渔	5.16	-48.93	-26.68
化工	3.04	2.01	6.35
医药生物	5.49	-15.59	0.86
商业贸易	4.31	-3.69	10.39
国防军工	7.64	--	--
城投	6.57	6.12	1.78
家用电器	--	9.19	--
建筑材料	7.85	7.92	8.41
建筑装饰	5.84	-2.43	7.66
房地产	-6.01	47.18	51.43
有色金属	5.49	-14.49	--
机械设备	8.82	-1.99	--
汽车	3.86	2.03	--
电子	6.19	1.95	--
电气设备	5.56	1.54	--
纺织服装	5.06	-50.84	1.02
综合	7.01	-0.63	0.06
计算机	5.36	7.97	--
轻工制造	38.60	10.38	--
通信	0.86	238.77	--
采掘	4.75	-16.36	1.30
钢铁	5.27	-41.17	--
非银金融	3.77	3.89	6.34
食品饮料	5.76	3.63	-47.27

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为11月16日-12月15日

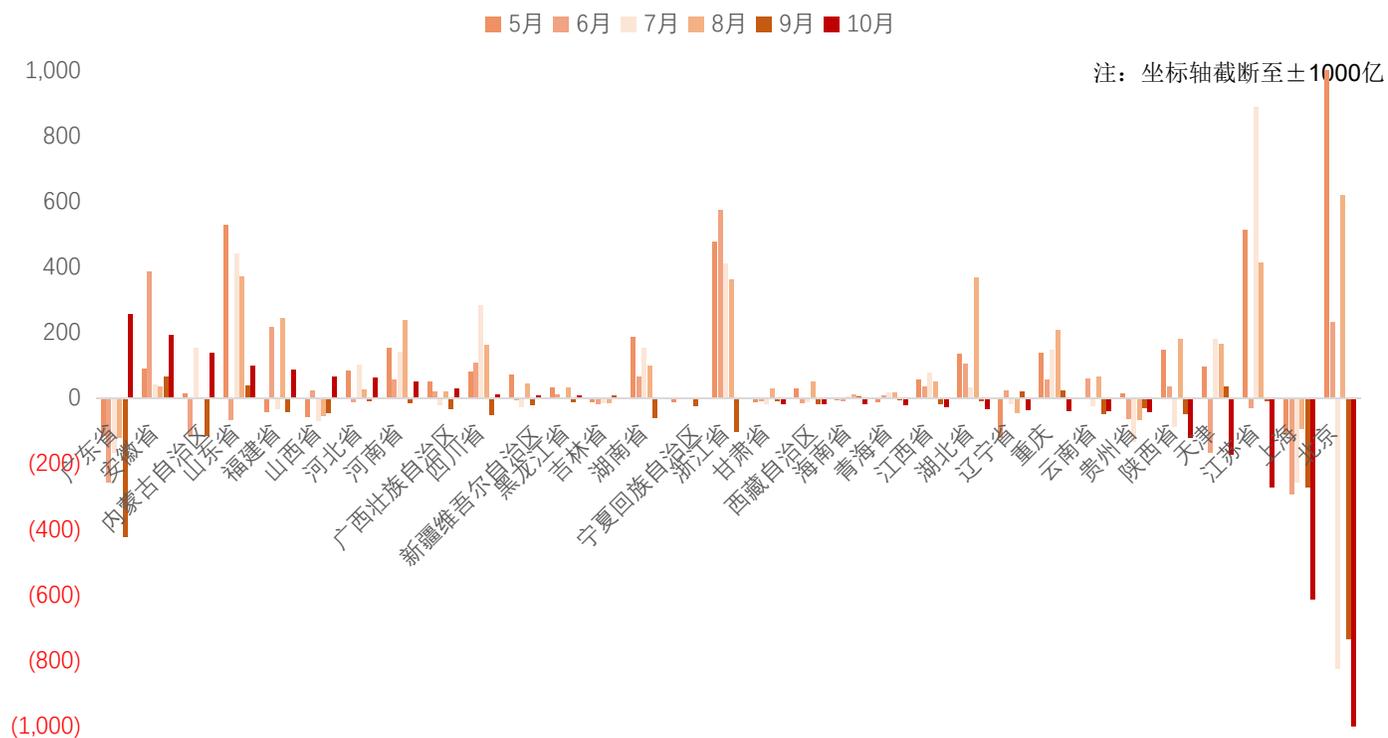
数据来源：Wind, PICCAMC

# 特殊再融资债落地，利差中枢大幅下行，弱资质省份利差普遍收窄



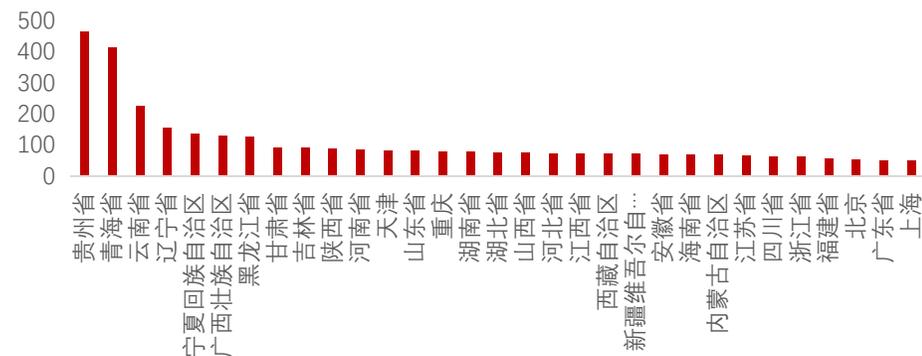
- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在广东、安徽、内蒙、山东等省份；北京、上海、江苏等地净流出排名居前；贵州、宁夏等省份近半年净融资多数为负；四川、云南、陕西等省份净融资小幅转负；辽宁净融资小幅转正。
- ◆ 跟踪期内，隐性债务化解利好不断，城投信用利差大幅下降，所有省市跟踪器内利差均有所下降，其中云南、天津、吉林等地信用利差大幅下跌。

图：最近6个月分地区信用债净融资情况汇总（单位：亿）

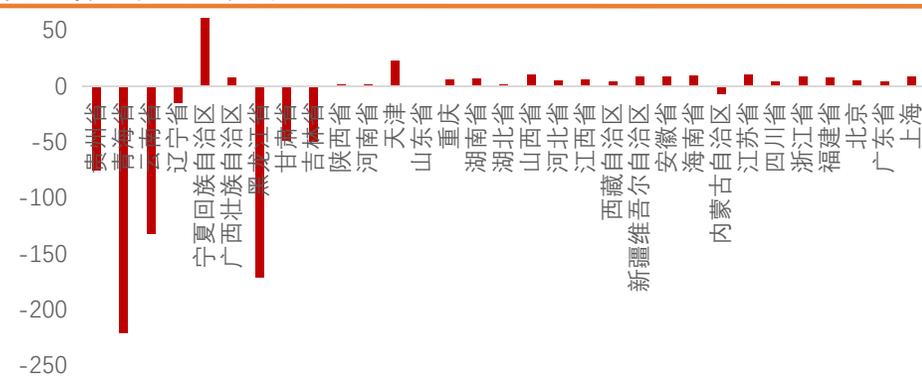


注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为11月16日-12月15日

图：各省份城投债利差



图：利差较上月变动



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