

2023年1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：

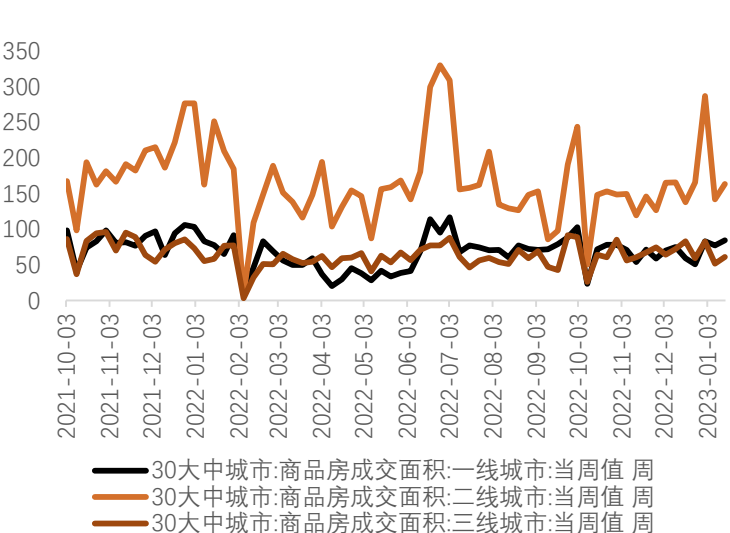
- ✓ 下游：房地产政策继续边际放松，销售降幅收敛但依然疲弱，随着保交付政策加速落地，竣工数据修复，但土地、新开工及投资数据仍弱，房企资金面改善程度有限，关注销售后续修复及对新开工的传导。疫情影响下，汽车产销回落，今年汽车需求预计受购置税减免政策退出透支效应的抑制，除医药、粮油制品等外，可选消费品下行为主，消费整体仍然偏弱。
- ✓ 中游：中游施工产业链同步指标整体偏弱，二产用电量，钢铁、水泥产量，挖机销量增速均有回落，水泥价格走势疲软，挖机开工小时数仍不及往年，但关注地产预期走强下钢铁价格有所上行。
- ✓ 上游：动力煤供给维持高日产，价格小幅下行。
- ✓ 整体看，12月GDP持平于3%，工业增加值回落至1.3%，疫情仍然压制需求端表现，地产拿地和新开工仍低迷，销售在政策刺激下降幅收敛但整体仍弱，保交楼下竣工数据修复，经济整体延续弱复苏格局，随着各地疫情逐步达峰，春节出行、消费同比去年均有提振，后续关注年后经济的复苏情况。

下游：房地产-销售额同比下滑幅度小幅收窄

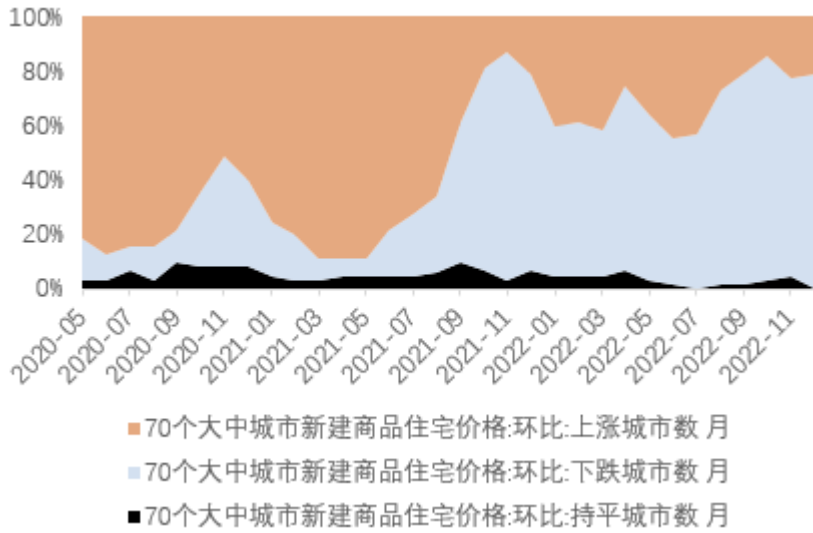


- ◆ **销售：**12月商品房销售面积、销售额，单月同比分别为-31.53%、-27.65%（11月为-33.26%、-32.22%）。30大中城市商品房周成交高频数据显示1月份前三周成交面积为344.37万平，较2022年周成交面积285.66万方上升，近三年平均周成交面积（352.17万平），整体来看，销售降幅边际收窄，政策有望持续推进。
- ◆ **价格：**12月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-2.3%（11月-2.3%），环比-0.2%（11月-0.2%）。70个大中城市二手住宅价格环比下跌家数较上月增加1家至63家，即绝大多数城市均在下跌，持平家数为0家，上涨家数较为7家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都、北京、上海、昆明，跌幅从大到小有牡丹江（-11.6%）、哈尔滨（-9.1%）、北海（-8.6%）、吉林（-8.6%）、洛阳（-7.6%），价格走势区域分化持续拉大。
- ◆ **资金：**1-12月开发资金来源累计增长率为-25.90%，下降幅度小幅扩大，上月-25.7%，受四季度银行房地产贷款投放力度增加影响，国内贷款累计同比为-25.4%，上月-26.9%，降幅有所收窄。

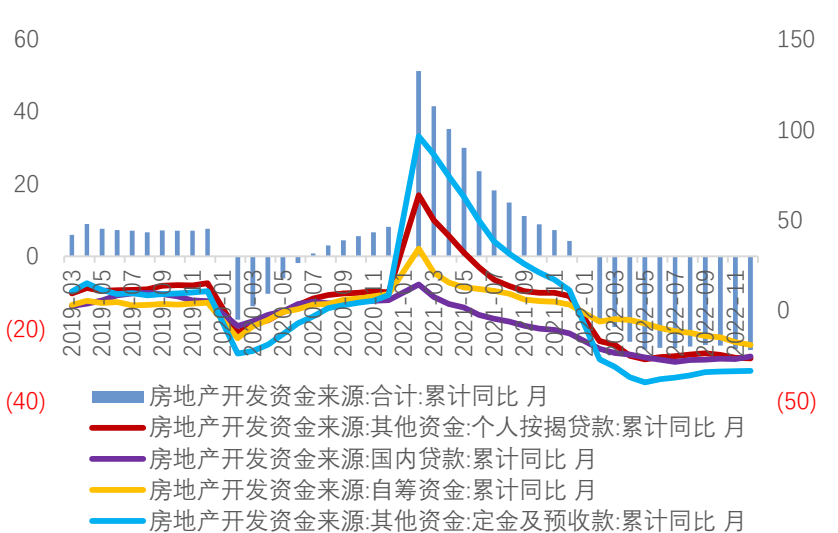
图表1：30大中城市商品房成交面积



图表2：70大中城市二手房住宅价格



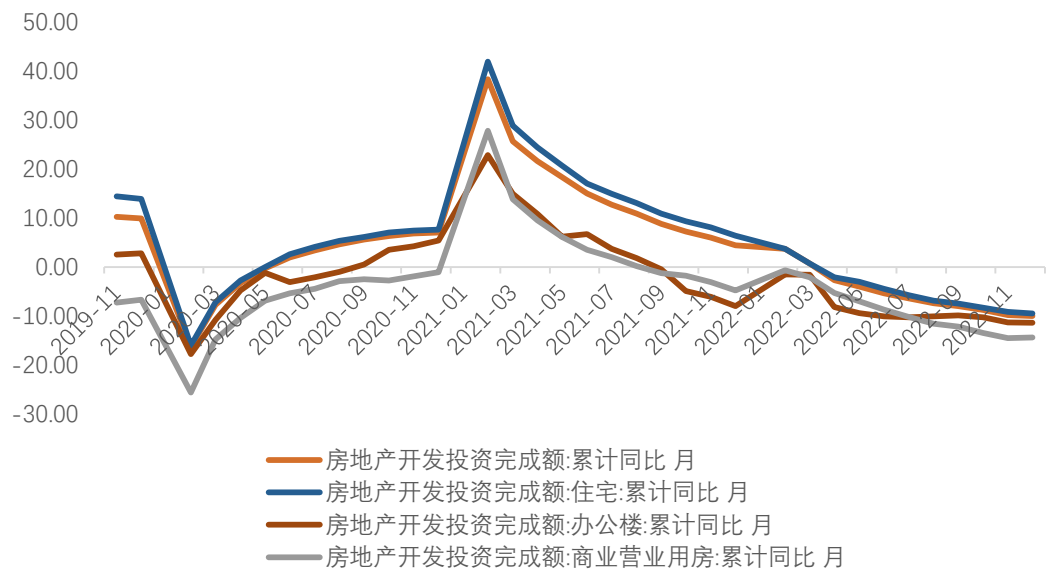
图表3：房地产开发资金来源



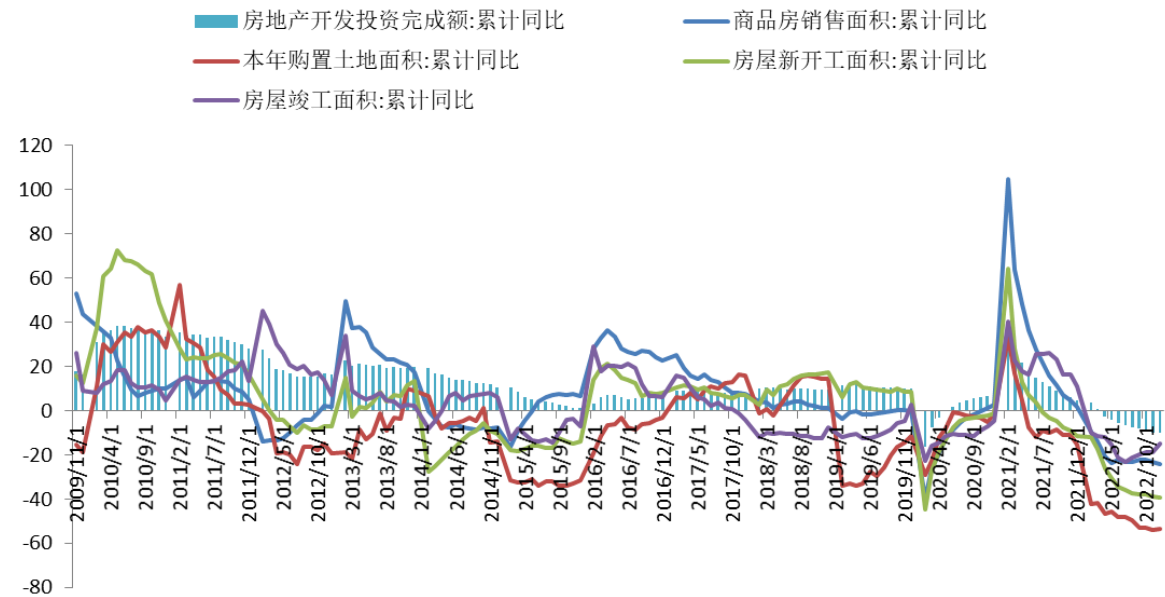
房地产—房地产开发投资单月降幅收窄，竣工改善，土地市场仍然低迷

- ◆ **投资：**1-12月房地产投资累计同比继续下滑至-10.0%（1-11月为-9.8%），单月同比降幅收窄至-12.2%（11月份为-19.9%）。1-12月全国土地购置面积累计同比-53.4%（1-11月为-53.80%），单月同比降幅有所收窄至-51.6%（11月为-58.5%）；1-12月全国土地成交价款累计同比-48.40%（1-11月为-47.7%），单月同比降幅小幅走扩至-51.3%（11月为-50.8%）。**市场销售短期难看到快速恢复，房企整体保持谨慎投资的态度，土地市场回暖仍需要较长时间。**
- ◆ **开发：**1-12月房屋新开工面积累计同比-39.4%（上月-38.9%），12月份单月同比-44.3%（11月单月为-50.8%），单月降幅有所收窄，12月施工面积累计同比由-6.5%继续下降至-7.2%，单月同比-48.2%，降幅有所收窄（11月为-52.6%）。全国竣工面积累计同比由11月份的-19.0%收窄至-15.0%，单月同比-6.6%，降幅收窄（11月为-20.2%），**预计随着保交楼支持政策力度提升，2023年施工端和竣工端将有所改善。**

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) 住房列为扩内需首位，强调房地产在中国是重要的支柱产业。** 住建部部长倪虹表示大力支持第一套住房的购买、合理支持购买第二套住房，“一城一策”下高能级城市后续在限购、限贷等核心调控政策的进一步放松可期，有望推动地产需求修复。国务院副总理刘鹤表示，房地产在中国是重要的支柱产业。

◆ **2) 热点城市需求端政策持续出台。** 12月，政策优化频次趋于平稳，年底核心一二线城市政策优化力度增加，厦门、南京、武汉等城市政策持续调整。全国已出台房地产政策 主要涉及优化限购政策、降低首付比例、提高公积金额度、发放购房补贴、优化预售资金监管等方面。随着中央高层会议强调扩大住房有效需求，各地房地产调控措施有望持续落地，房地产政策将保持放松趋势。**热点城市限购政策持续优化**，佛山、南京和东莞等城市放松限购政策。**限贷政策逐步放松**，南京、深圳和郑州等城市限贷政策逐步宽松。**多城优化公积金政策**，广州、杭州和天津等城市优化公积金政策。部分城市**继续发放购房补贴**，黟县、虞城县和莱州等多地对购房者发放补贴。此外尚有**部分城市从放松预售监管、调整交易税费**等方面满足居民合理购房需求。

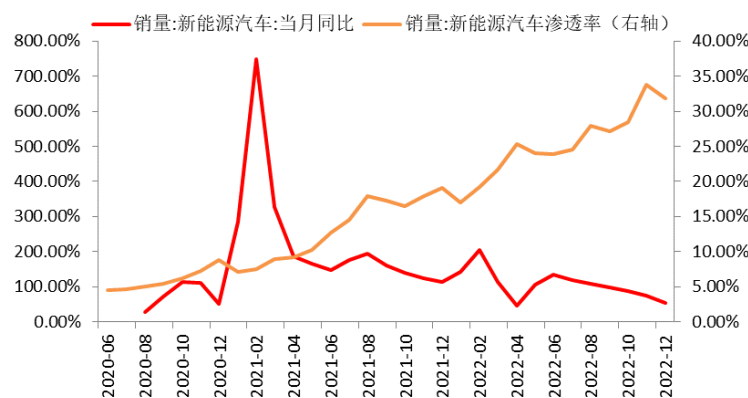
◆ **3) 12月份房企融资环比改善，仍以央国企为主。** 房地产行业非银融资总额 655.8 亿元，同比- 32.9%，环比 34.2%。信用债融资规模为 410.4 亿元，同比 33.3%，环比 81.3%。海外债没有新发行。信托发行规模为 44.8 亿元，同比- 85.1%，环比-30.9%。ABS 规模为 200.6 亿元，同比- 32.9%，环比 1.66%。11 月融资利好政策频繁释放，且快速落地，因此拉动 12 月融资小幅回升。

- ◆ 12月汽车产量238.3万辆，环比-0.12%，同比-18.03%(上月-7.69%)，全年累计产量2702万辆，同比3.6%；批发销量255.62万辆，环比9.82%，同比-8.24%，上月-7.69%，全年累计销量2686万辆，同比2.24%，其中乘用车销量226.5万辆，同比-6.46%，上月-5.34%。后续看，乘用车购置税减半政策或透支一定需求进而压制今年销量。
- ◆ 新能源汽车12月销量81.38万辆，环比3.5%，同比53.28%，上月74.79%，产销同比趋势下行，但仍维持较高水平，全年累计销量687.23万辆，同比95%，渗透率31.84%。今年以来，政策补贴退坡叠加疫情，销量同比回落，行业竞争加剧，近期特斯拉大幅降价，问界、小鹏已跟随降价。
- ◆ 12月汽车经销商库存系数1.07，较上月下降0.81。

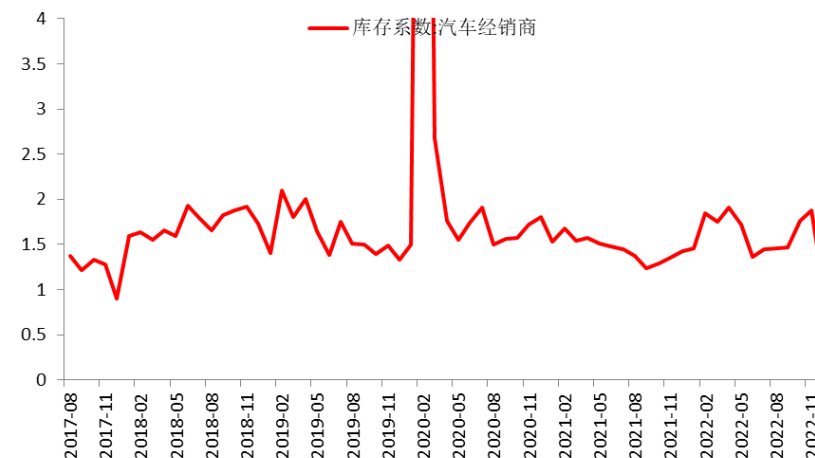
图表6：汽车产销量同比走势



图表7：新能源汽车销售情况

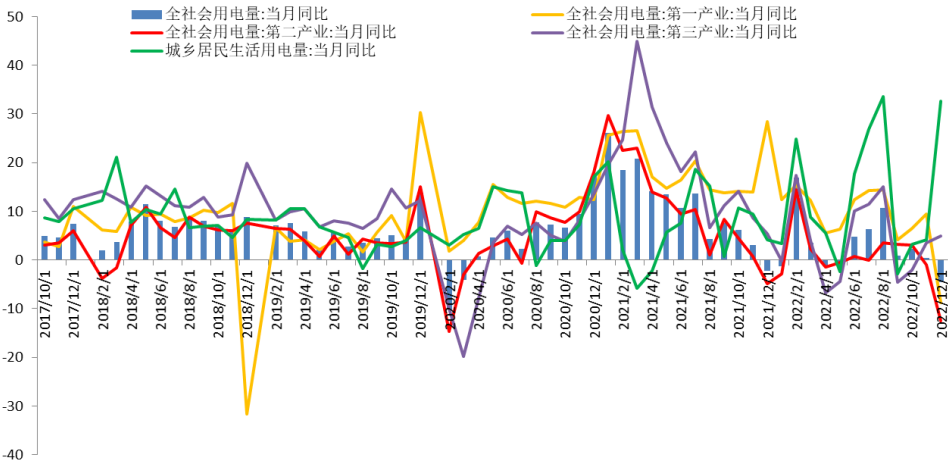


图表8：经销商库存系数走势



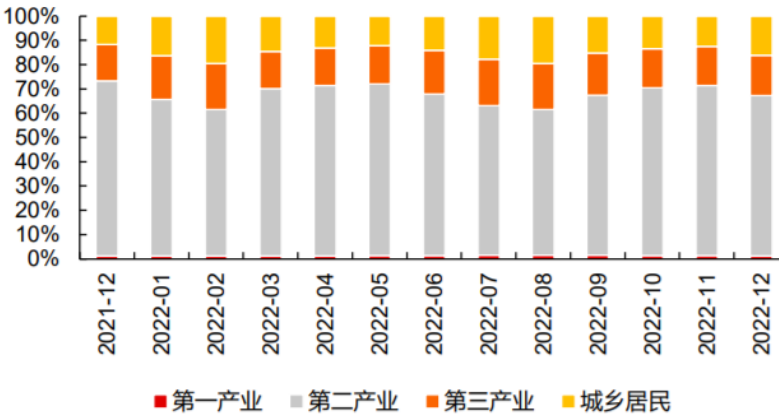
- ◆ 12月发电量7579亿千瓦时，同比增长3.0%（上月0.1%），2022年累计发电量83886亿千瓦时，同比增长2.2%（上月2.1%）；12月全社会用电量7784亿千瓦时，同比-4.6%（上月0.43%）；2022年全社会用电量累计86372亿千瓦时，同比3.6%（上月3.5%）。
- ◆ 从发电结构看，年尾水电来水恢复，12月当月风光增速回升，核电火电增速回落。其中，火电同比增长1.3%，增速比上月放缓0.1个百分点；风电同比增长15.4%，增速比上月提升9.7个百分点；光伏发电同比增长3.2%，增速比上月提升3.2个百分点；水电同比增长3.7%，增速比上月提升17.9个百分点；核电同比增长6.6%，增速比上月回落4.5个百分点。
- ◆ 从用电结构看，12月当月第一产业用电量95亿千瓦时，同比-8.7%，上月9.38%；第二产业用电量5141亿千瓦时，同比-12.5%，上月-1.02%，疫情影响仍显著；第三产业用电量1283亿千瓦时，同比增长4.9%，上月3.46%；城乡居民用电量1265亿千瓦时，同比增长32.7%，增速较上月大幅提升28.2个百分点，主要系冷空气来袭带动家庭取暖需求提升所致。

图9：全社会用电量当月同比



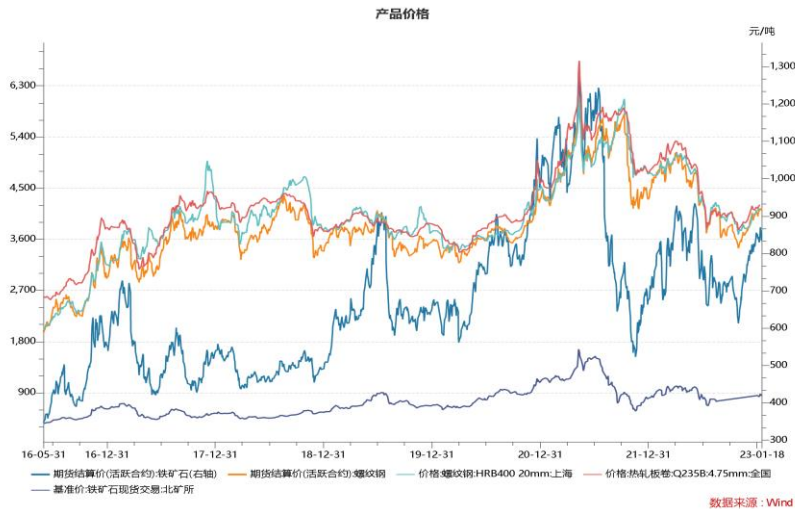
数据来源: wind

图10：近一年用电需求结构分布

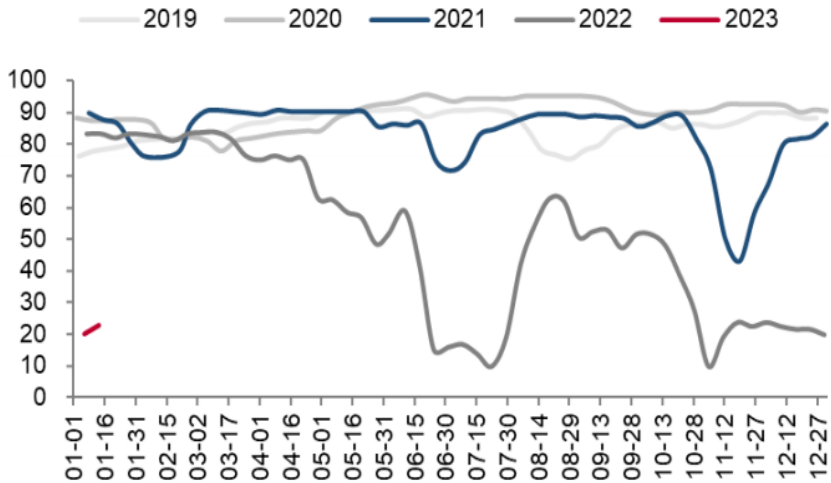


- ◆ **供给偏弱，需求回暖预期升温：**2022年12月我国粗钢产量7,789万吨，日均产量251.3万吨，环比+1.1%，同比-9.8%，上月7.3%；1-12月我国粗钢累计产量10.14亿吨，同比-2.1%；12月我国生铁产量6900万吨，同比-4.6%，上月9.7%；1-12月我国生铁累计产量8.64亿吨，同比-0.8%；12月我国钢材产量11,193万吨，同比-2.6%，上月7.1%，环比-9.7%；1-12月我国钢材累计产量13.4亿吨，同比-0.8%。12月钢厂盈利低迷，复苏预期升温。12月内铁矿、焦炭等原料走势偏强，钢厂吨钢利润仍处于低迷状态，当前247家钢厂盈利比例仅为22.9%。
- ◆ **价格及盈利：**近期地产支持政策持续加码，疫情管控措施优化后，节后钢材需求预期进一步改善，**钢材价格在弱需求背景下持续上涨，但原材料走势偏强，钢企毛利水平仍低位徘徊。**截至1月13日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)4,750元/吨，相比于上月同期+740元/吨。毛利方面，各主要品种毛利仍是在低位徘徊，其中，螺纹钢（上海）吨毛利-35元，热卷吨毛利-290元。

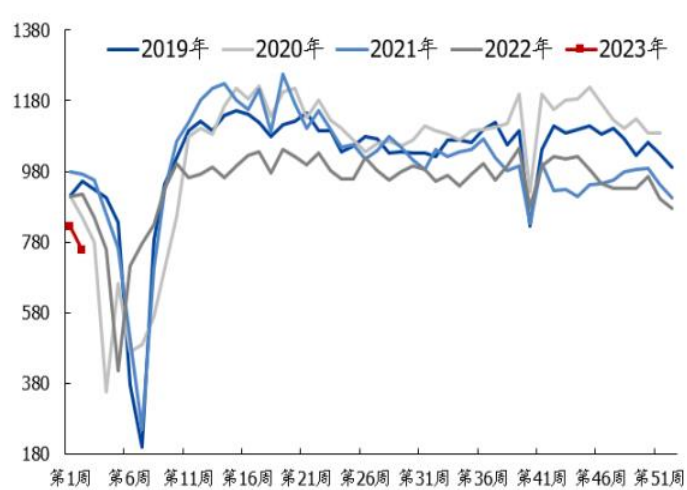
图表11： 原材料走势较钢价走势更加陡峭



图表12： 盈利钢厂占总钢厂比例



图表13： 5大品种表观消费

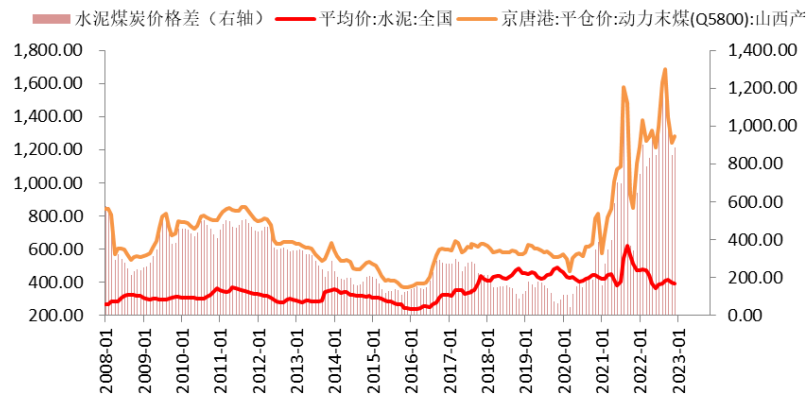


数据来源: Wind, PICCAMC

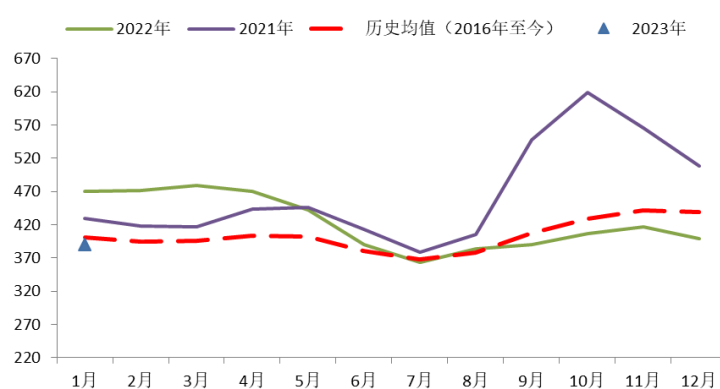
水泥-疫情冲击下，需求回落明显

- ◆ 供需：疫情冲击之下，水泥供需回落明显，12月水泥产量1.68亿吨，当月同比-12.3%，上月-4.7%。全年累计产量21.18亿吨，绝对水平已跌至十年前水平，累计同比-10.8%，持平于上月，年度下滑幅度为历史最大。关注疫后需求恢复落地情况。
- ◆ 价格：水泥价格已跌破16年以来当月均值，1月10日P.O. 42.5普通硅酸盐水泥报价390.3元/吨（11月末416.4元/吨），水泥煤炭价格差回落至888.7元/吨。

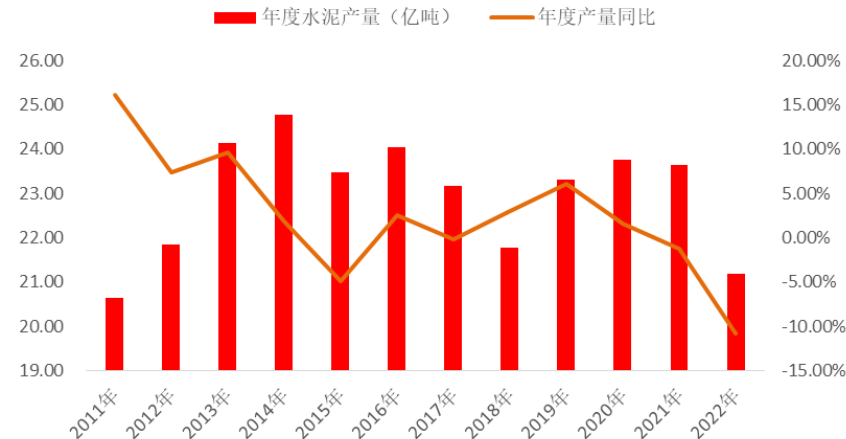
图表14：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表15：同期水泥价格走势（元/吨）

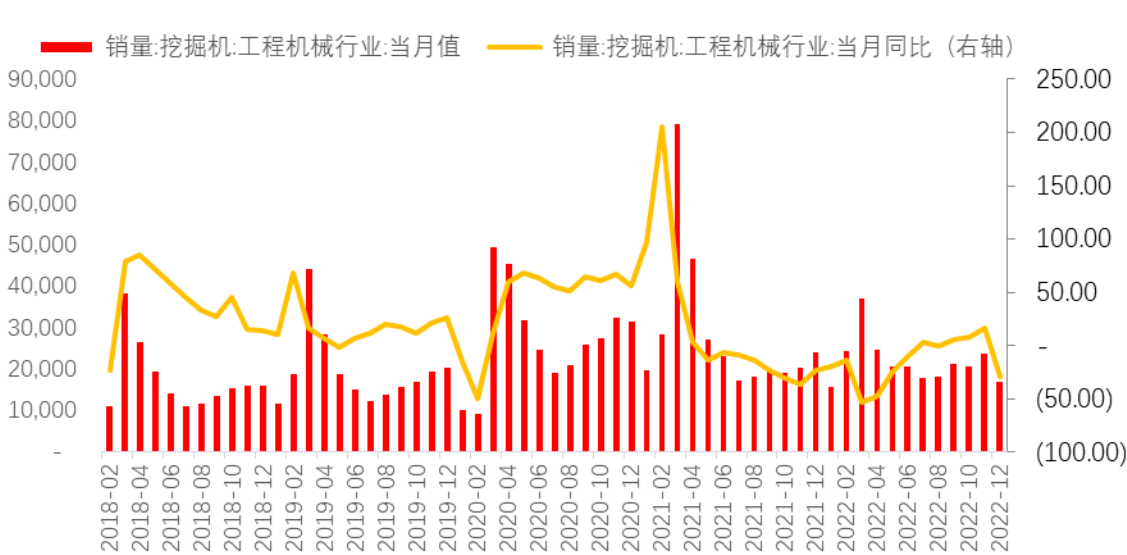


图表16：全国水泥产量同比（%）

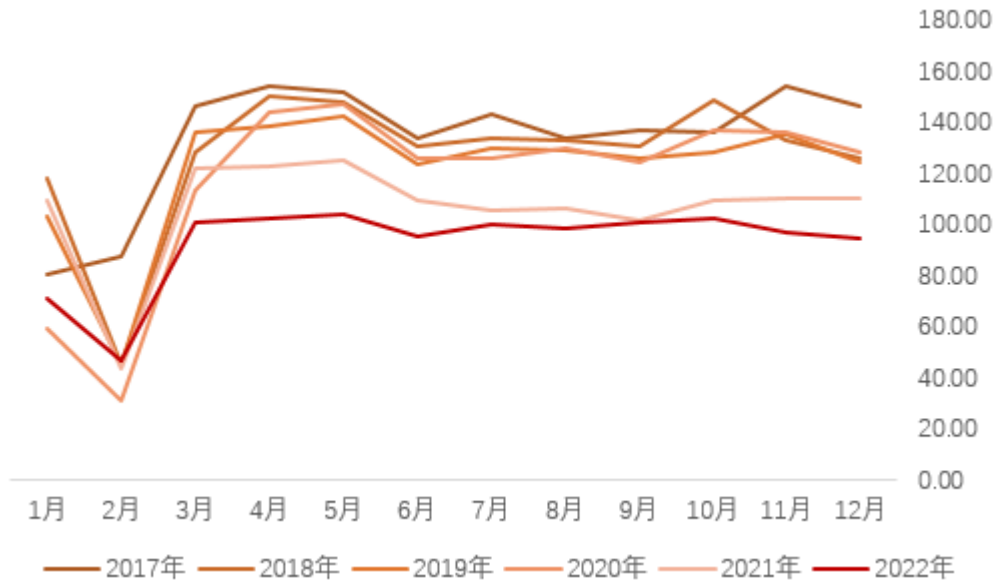


- ◆ 挖掘机：12月挖掘机销量1.69万台，销量同比-29.8%（上月同比增长15.8%），全年国内挖机市场受宏观经济和地产行业不利影响，需求低迷，下半年下跌趋势逐渐收敛；出口全年维持高增长对行业筑底起到关键作用。其中国内销售6151台，同比-60.1%（上月同比增长2.7%），或因国三机型11月冲量所致短期需求扰动；出口1.07万台，同比24.4%（上月同比增44%），出口量在总销量中占比64%（上月为39.2%）。2022年全年，全国共销售各类挖机26.13万台，同比下降23.8%（1-11月同比-23.3%）；其中国内销售15.19万台，同比-44.6%（上月-43.7%）；出口10.95万台，同比59.8%（上月64.9%）。
- ◆ 12月挖机开工小时数为94.3小时，同比仍处于近六年最低水平，工程机械内需景气度回升需待2023年基建与地产政策发力效果；出口面临高基数下外需景气回落风险。

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

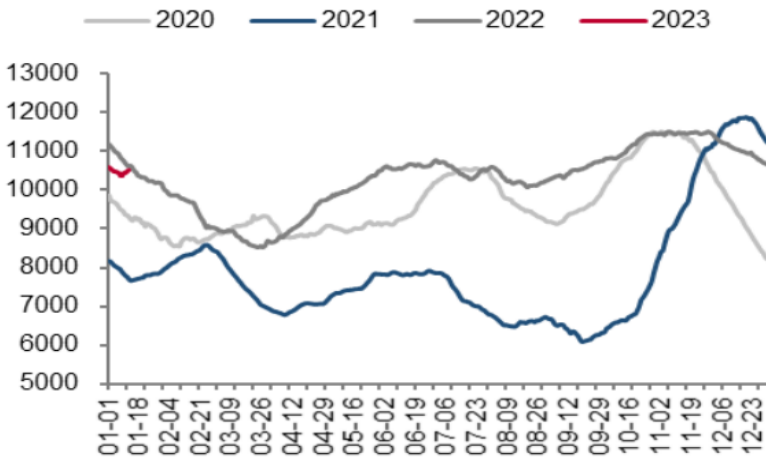
煤炭-12月基本维持高日产，动力煤价格小幅下行

- ◆ 供给和需求：供给方面，12月原煤产量4.03亿吨，同比+2.4%，上月3.1%，环比+2.91%，日均产量1299万吨与11月水平**基本持平**，2022年1-12月份累计生产原煤44.96亿吨，同比增长9%。同期，进口量同比环比双降，2022年1-12月，煤及褐煤累计进口量2.93亿吨，同比-9.20%；12月单月进口量3091万吨，同比-0.14%，环比-4.35%，春节临近，煤矿停产放假增多，供应日趋减少，整体价格小幅波动。需求端，下游开启放假模式，终端现货采购意愿降低，叠加进口澳洲煤放开讯息（据传华能、国能、宝武、大唐或试点点对点进口澳煤），市场活跃度下降，观望增多。
- ◆ 价格：截至1月13日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格1220元/吨，月环比-95元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2500元/吨，月环比-230元/吨。

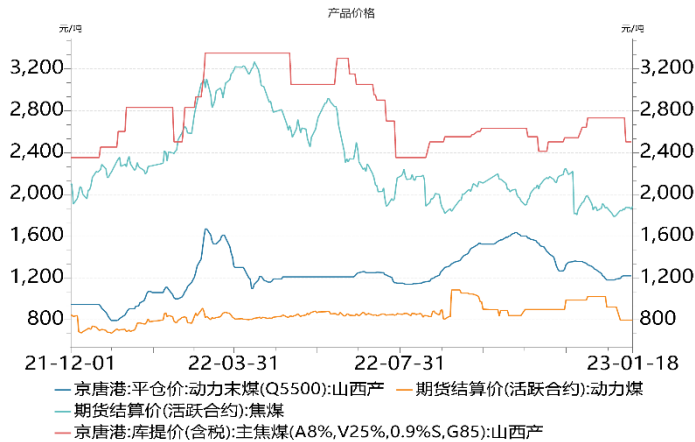
图表19：二十五省动力煤日耗



图表20：动力煤终端库存变化



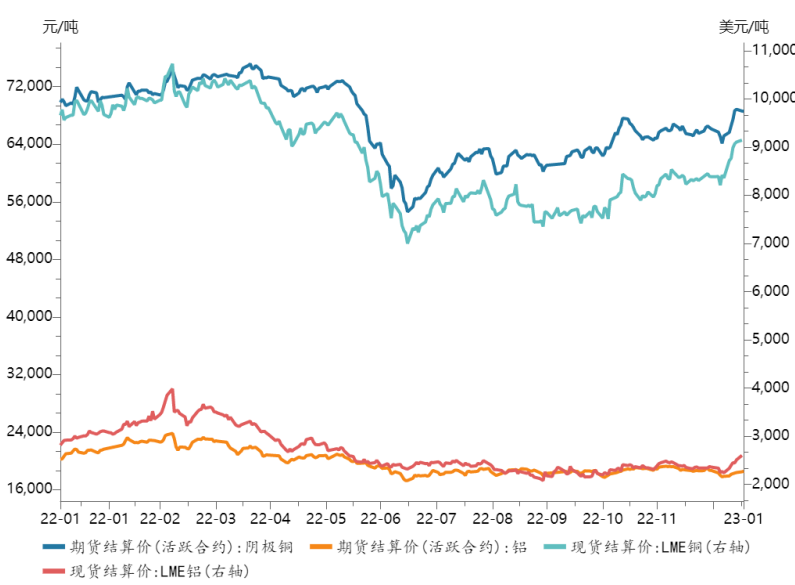
图表21：动力煤、焦煤现货及期货价格



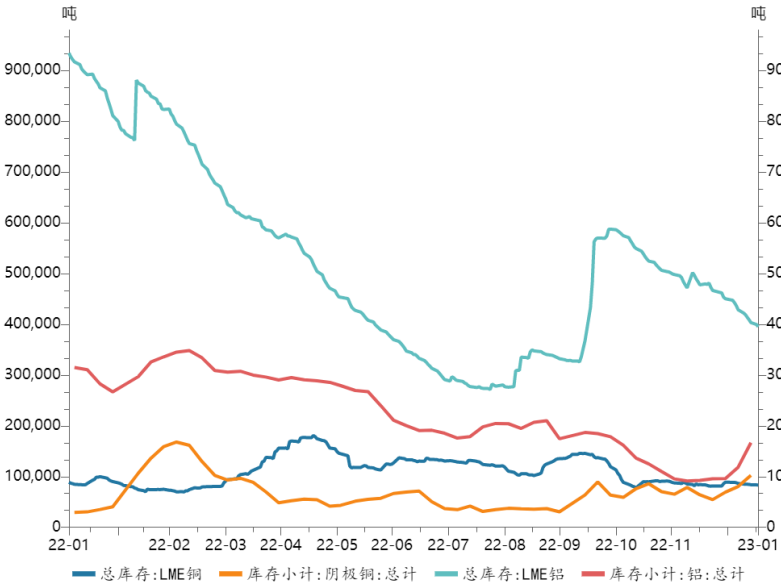
数据来源: wind, PICCAMC

- ◆ **铜价震荡向上：**在美联储加息预期趋缓和美元指数表现趋弱的背景下，加之库存总体仍处低位，本月铜价所获支撑明显。同时受新能源汽车年末冲量和telsa降价带来的需求提升预期影响，铜价近期有所反弹。截至2023年1月17日，LEM铜（现货结算价）为9114美元/吨，环比12月中旬上涨8.72%。
- ◆ **铝价震荡：**国内疫情防控政策调整对经济活动带来阶段性扰动，铝下游加工企业开工率有所波动，国内铝价呈先降后升走势。截至2023年1月17日，国内上期所铝（活跃合约）期货结算价为18580元/吨，环比12月中旬变化不大；同期，国外铝库存去化明显，对铝价支撑明显。截至2023年1月17日，LEM铝（现货结算价）为2562.5美元/吨，环比12月中旬上涨6.95%。
- ◆ **冶炼企业盈利情况：**受主产国秘鲁国内政局出现动荡影响，铜矿供给端短期出现一定扰动，铜冶炼现货加工费（TC）继续下降，截至2023年1月13日为80.80美元/干吨，环比12月中旬下降7.1美元/干吨。近期国内氧化铝价格走势平稳，电解铝企业成本端变化不大。

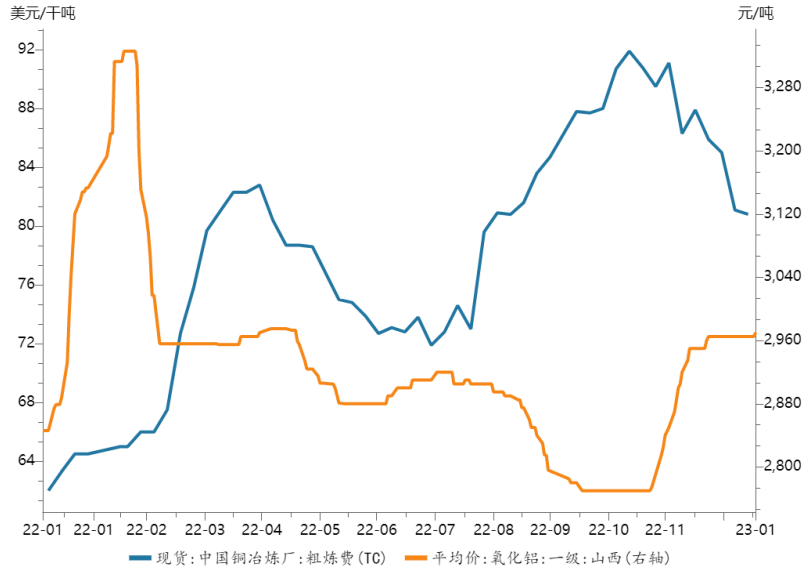
图表22：LME铜、铝价格走势



图表23：铜、铝库存走势

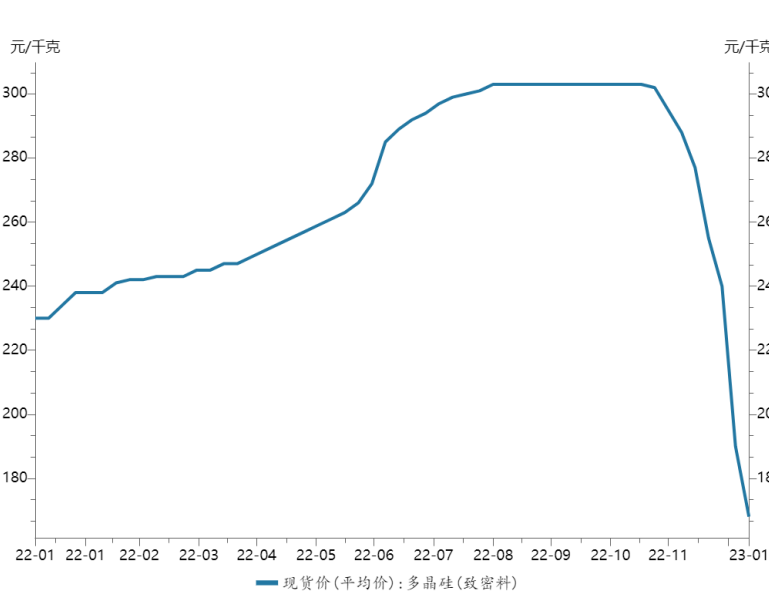


图表24：铜加工费TC和氧化铝价格走势

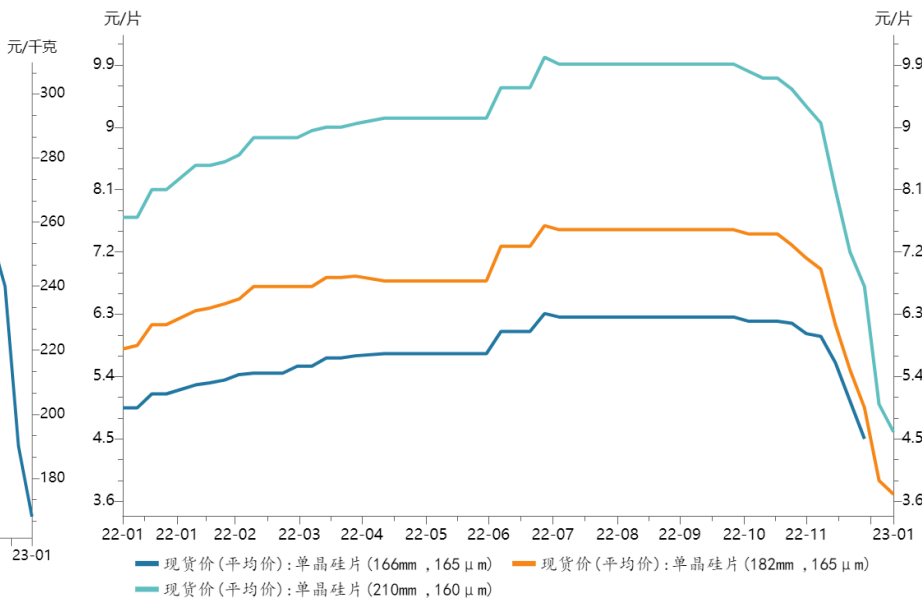


- ◆ **多晶硅价格断崖式下跌：**随着新增产能持续释放，叠加下游需求相对平淡，多晶硅厂商累库增加，多晶硅价格出现断崖式下跌。截至2023年1月11日，多晶硅（致密料）均价为168元/kg，环比12月中旬下降39.35%。
- ◆ **硅片/电池片价格持续快速下跌：**硅料降价叠加新增产能释放，硅片价格继续快速下跌，且跌幅超过硅料降幅。截至2023年1月11日，182mm和210mm规格的单晶硅片价格已跌至3.70元/片和4.60元/片，环比12月中旬分别下降39.84%和43.21%；电池片价格跟随硅片快速下跌。截至2023年1月11日，182mm和210mm尺寸单晶PERC电池的价格均降至0.80元/瓦，环比12月中旬下降34.43%。
- ◆ **组件签单价格逐步下降：**随着上游硅片/电池片价格下降，组件新签订单价格亦开始持续下降但降幅相对有限。节后2-3月组件订单价格已由一季度的1.85元/瓦下降至1.60-1.70元/瓦。

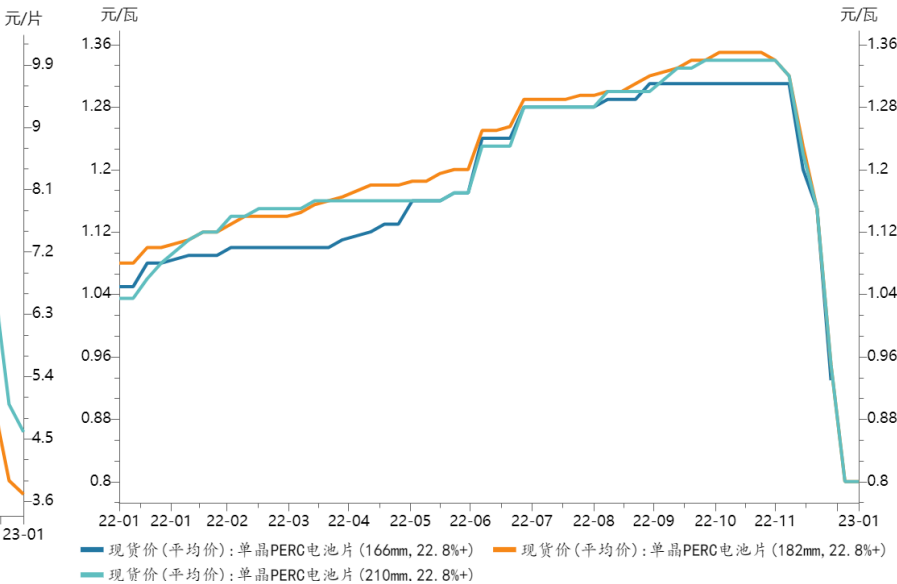
图表25：多晶硅价格走势



图表26：硅片价格走势

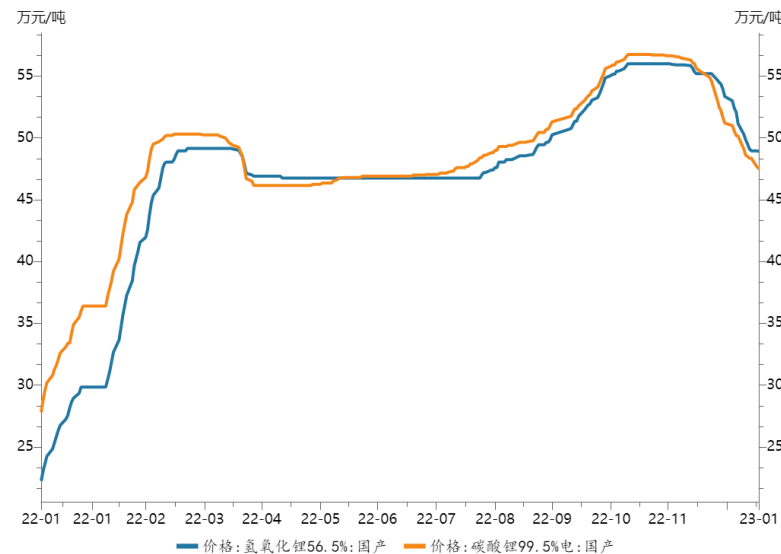


图表27：电池片价格走势

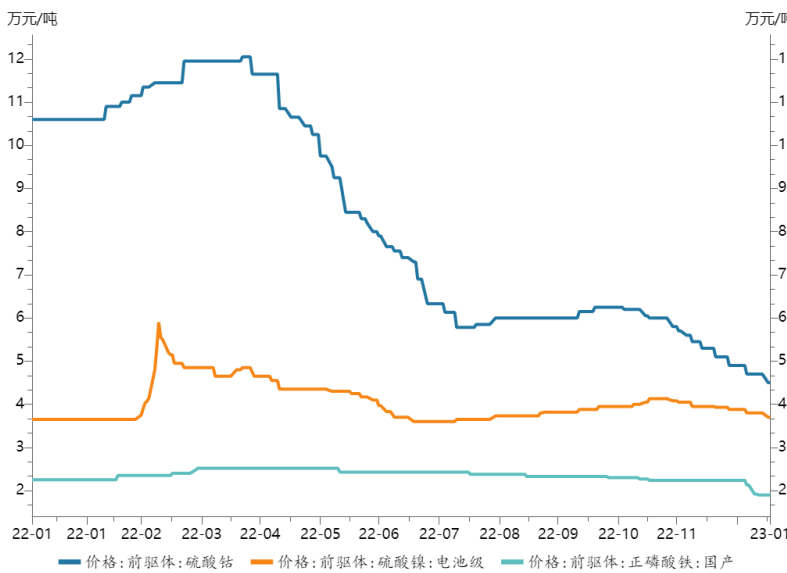


- ◆ **锂价高位持续回落：**淡季行情下，锂电中游排产下降，原材料采购谨慎，碳酸锂价格高位持续回落。截至2023年1月18日，碳酸锂（99.5%，国产）价格为47.50元/吨，环比12月中旬下降14.65%。
- ◆ **前驱体价格持续下降：**受电池厂商排产下降影响，正极材料前驱体价格持续回落。截至2023年1月18日，硫酸钴、硫酸镍和磷酸铁的价格分别为4.50万元/吨、3.70万元/吨和1.90万元/吨，较12月中旬分别下降15.09%、6.33%和15.18%。其中，硫酸钴在下游需求不足和钴金属价格下降的双重影响下，价格持续大幅下降；硫酸镍价格降幅相对较小，主要系镍金属价格上涨对成本端构成支撑所致；磷酸铁价格降幅较大，主要系新进厂商产能释放导致供给增加所致。
- ◆ **正极价格持续下降，电芯价格保持稳定：**在上游材料价格下降的情形下，三元正极材料和磷酸铁锂正极材料价格持续下降。截至2023年1月18日，三元正极（单晶622型）和磷酸铁锂正极均价分别为35.75万元/吨和15.15万元/吨，较12月中旬分别下降7.74%和11.92%。同期电芯价格尚未来到调价窗口，价格继续保持稳定。

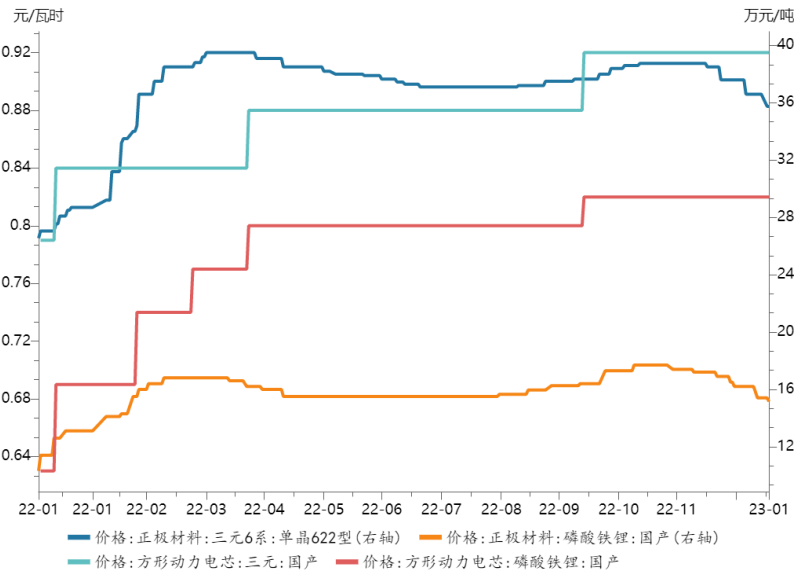
图表28：锂价格走势



图表29：正极材料前驱体价格走势



图表30：正极材料及电芯价格走势



目 录

1. 从中观看宏观

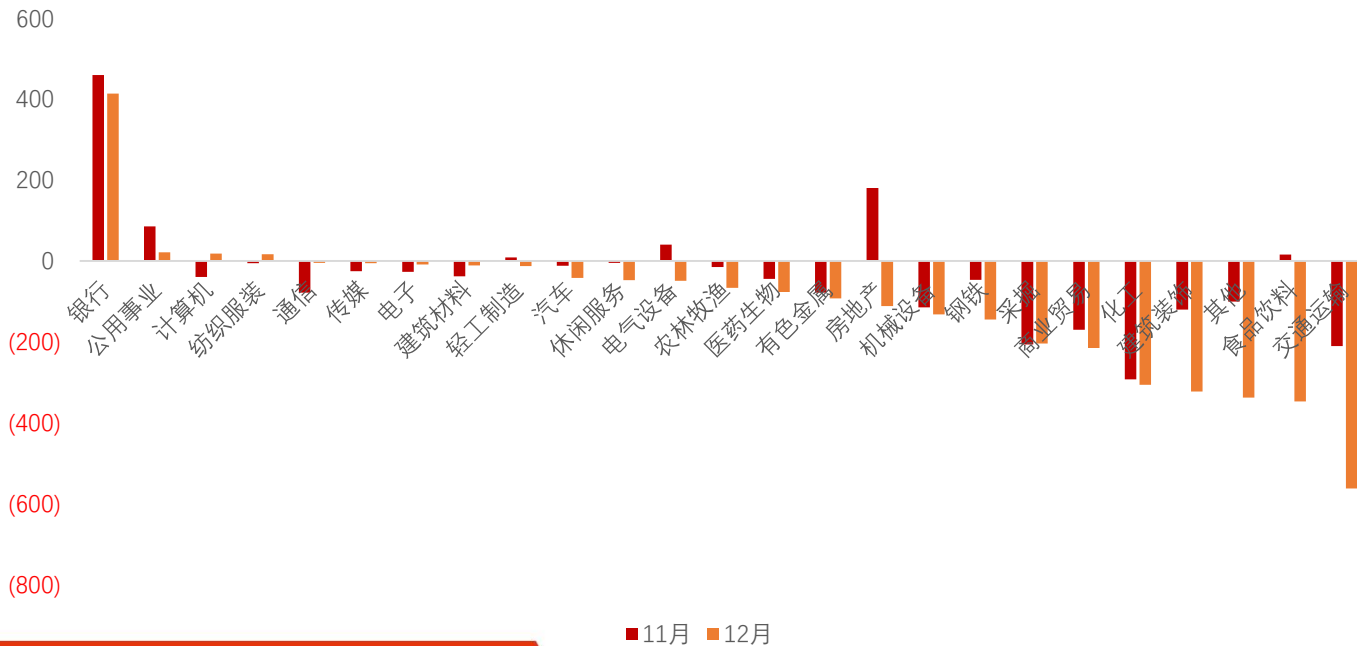
2. 信用市场概况

信用债发行及净融资环比下降，当期无新增境内首次违约主体

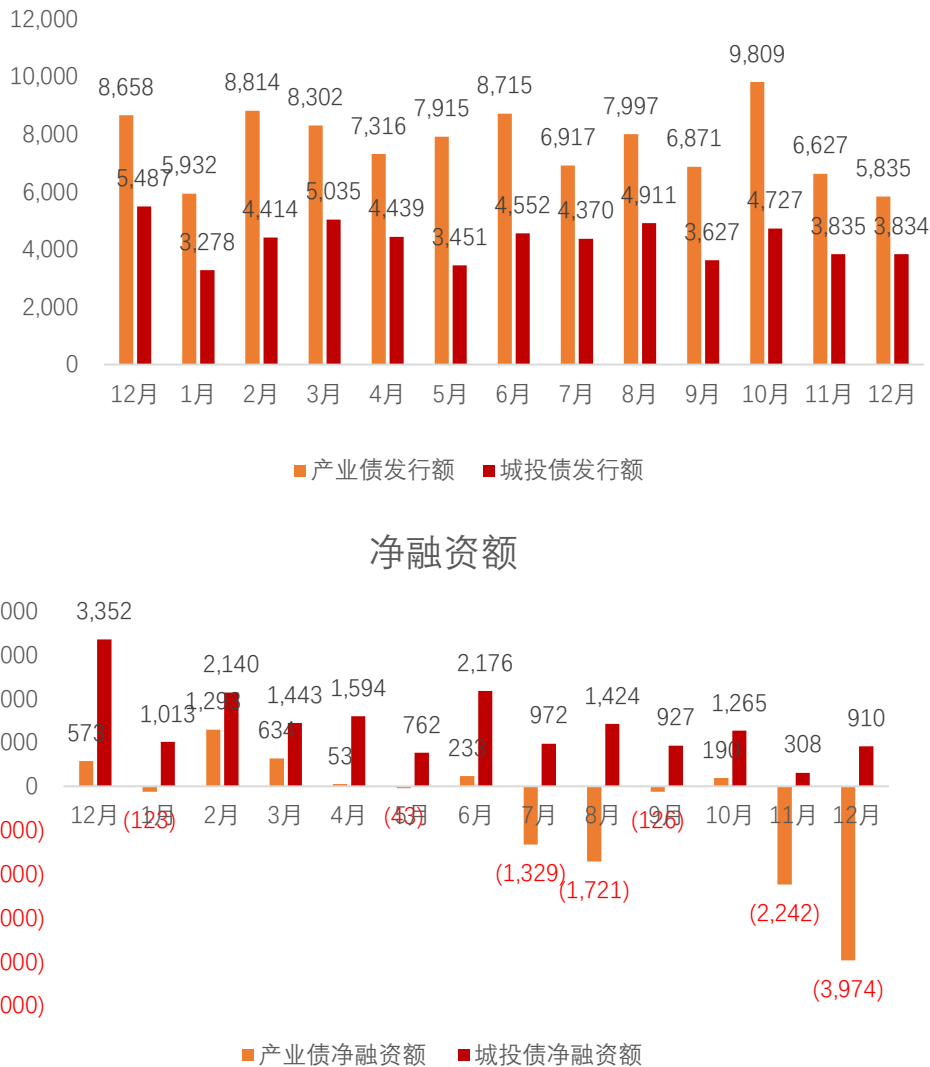


- ◆ 跟踪期内信用债发行环比显著下降。本月城投债发行额环比微降1亿，产业债发行额环比下降792亿；城投净融资额910亿元，较上月上升603亿，产业债净融资额-3974亿，较上月下降1732亿元。
- ◆ 分行业来看，净融资规模居前的行业为**银行、公用事业、计算机**；净流出居前的行业为**交通运输、食品饮料、建筑装饰**；**房地产**净融资由正转负。

图表31：各行业产业债净融资额情况（亿元）



图表32：非金融产业债和城投债发行和净融资额情况（亿元）

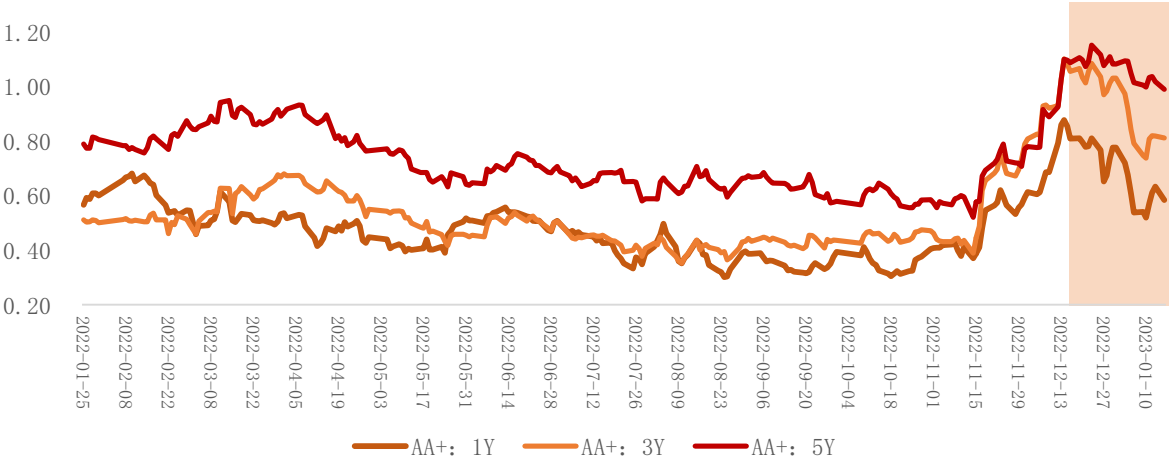


跟踪期内信用债利差压缩，期限和等级利差分化

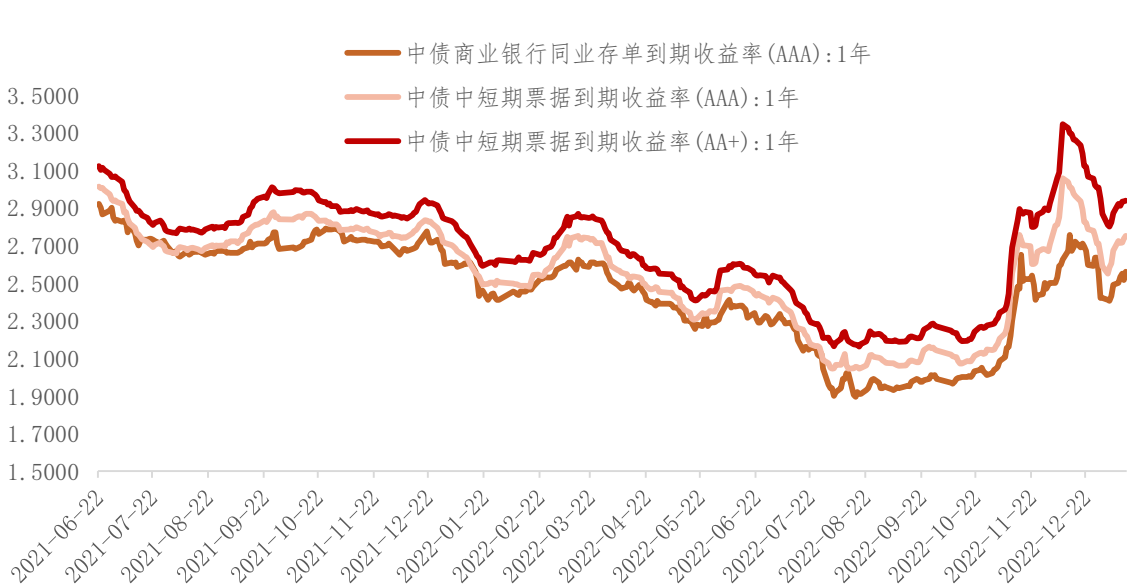


- 跟踪期内，信用债市场不同期限利差均有所压缩，短端收益率下降显著多于长端，期限结构分化。
- 跟踪期内短端一年期各等级利差普遍压缩，利差的等级分化同样明显，低等级利差仍逼近历史高位。

图表33：中债中短期票据信用利差变动情况（单位：%）



图表34：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	-18	-6	19%	47%	68%	26	36	53
AA+	-19	-21	-4	19%	52%	64%	29	46	70
AA	-14	-12	11	37%	54%	62%	57	79	100
AA-	-13	-11	12	94%	96%	98%	254	236	236

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为12月16日-1月15日

多数行业信用利差普遍小幅收窄



- ◆ 各行业利差普遍小幅收窄。
- ◆ 农林牧渔行业AA+、轻工制造行业AAA主体利差变动较多，其中宁夏农垦集团利差大幅上升、金光纸业利差大幅下降；房地产行业分化加剧，低等级信用利差持续走阔。

图表35：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	-17.57	-21.37	-9.11
休闲服务	-23.94	-18.30	-21.80
传媒	-6.95	-11.01	-3.87
公用事业	-17.67	-10.32	-14.96
农林牧渔	-29.91	32.05	-0.12
化工	-20.72	-12.59	4.19
医药生物	-13.77	-8.24	-15.41
商业贸易	-12.51	-9.68	-7.94
国防军工	-20.16	0.32	--
城投	-26.21	-21.79	-0.95
家用电器	--	-25.87	--
建筑材料	-20.45	-4.94	-1.99
建筑装饰	-16.71	-14.56	-0.64
房地产	-24.26	-20.80	22.32
有色金属	-21.60	-16.01	--
机械设备	-11.43	-34.11	--
汽车	-4.08	0.11	--
电子	-4.62	-16.07	-4.81
电气设备	-26.06	-16.01	4.59
纺织服装	-3.95	-7.14	-14.19
综合	-15.32	-10.35	-16.20
计算机	12.49	-18.69	--
轻工制造	-96.78	-20.80	--
通信	-22.33	6.77	-20.70
采掘	-22.24	-16.58	5.15
钢铁	-6.25	-0.21	-19.10
非银金融	-9.03	-18.45	-3.40
食品饮料	-12.26	-21.36	-10.79

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为12月16日-1月15日

数据来源：Wind，PICCAMC

城投走势分化，青海、贵州等弱省利差维持高位且继续抬升



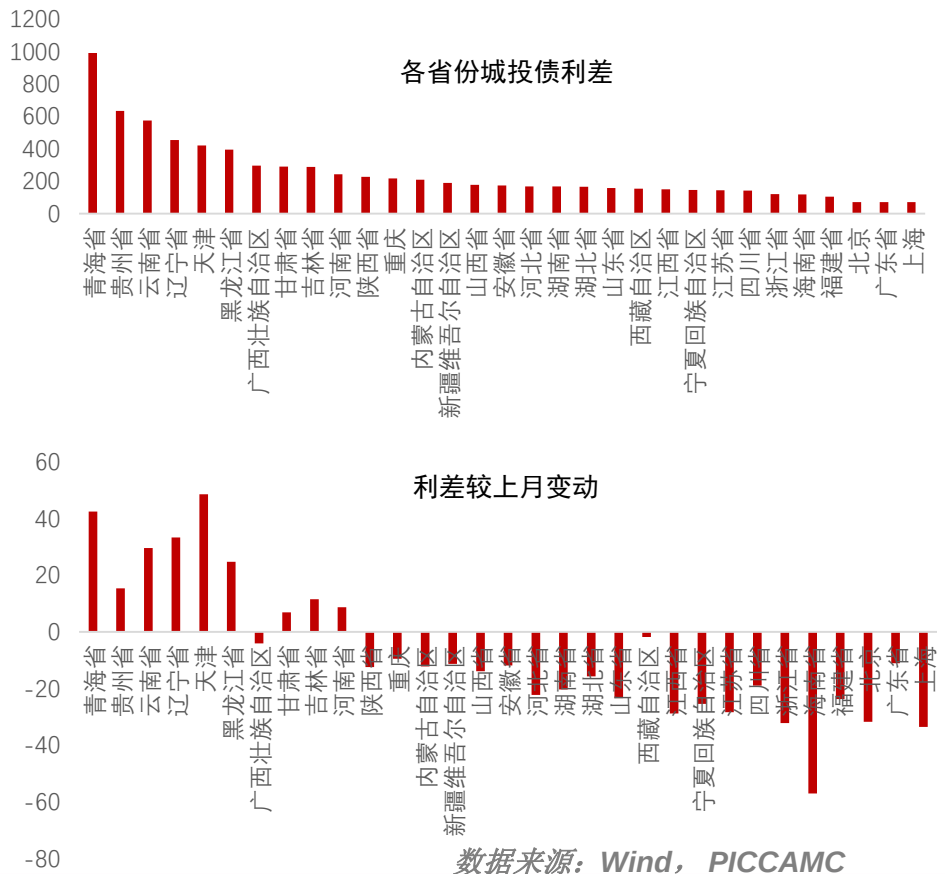
- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在江苏、重庆、山东等省市；北京、广东、内蒙等地净流出排名居前，且均为持续净流出；贵州、甘肃、山西、云南近半年净融资持续为负；辽宁在连续净融出后小幅转正。
- ◆ 跟踪期各省份城投债利差分化明显；青海、贵州、云南等弱资质地区城投利差有所拉升，其他地区利差普遍有所收敛。

图表36：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12月16日-1月15日

图表37：分地区城投信用利差及较上月变化情况（单位：BP）



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。本报告清晰准确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