

2023年5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

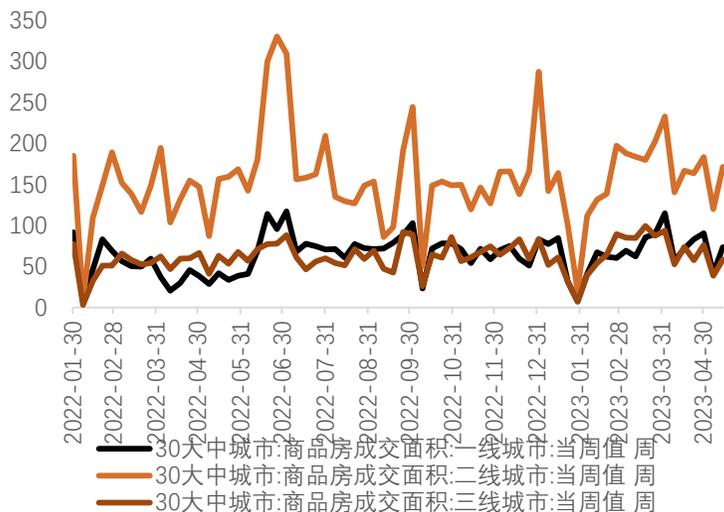
◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：积压需求释放后，房地产销售热度下降，新开工及土地市场持续低迷。汽车产销低基数下同比显著反弹，但整体需求仍弱，不及2021年同期水平。社零整体复苏情况良好，实现18.4%的增速。
- ✓ 中游：地产乏力之下，基建对冲作用偏弱，中游施工产业链同步指标均现下行，水泥价格、挖机开工小时数居于近年低位，低基数下，二产用电反弹。
- ✓ 上游：动力煤需求进入淡季，安监加强日产小幅回落，预计后续煤价或有回调空间；美联储加息预期及经济复苏趋缓，铜价震荡走弱。
- ✓ 整体看，在去年低基数及疫后消费反弹带动下，经济延续疫后弱复苏格局，4月工业增加值同比5.6%，但整体复苏力度偏弱，新订单PMI重回收缩区间，关注地产土地市场筑底情况。

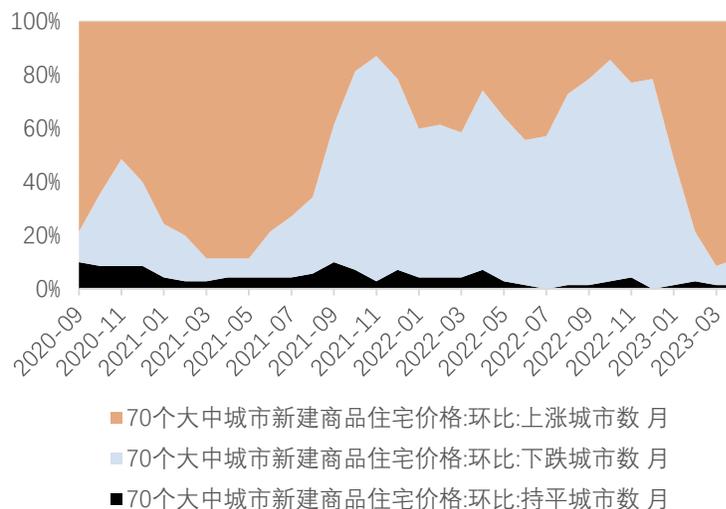
下游：房地产-4月份以来多数城市热度下降

- ◆ **销售：**4月商品房销售面积、销售额单月同比统计局公布值为5.5%、28.0%，上月分别为-3.5%、6.3%。统计局对2022年销售数据进行了**基数调整**，若按基数未调整下，4月销售面积和销售额单月同比分别为-11.8%和13.2%。**30大中城市商品房周成交高频数据显示5月份前三周成交面积为284.27万平，和2022年周成交面积285万方基本持平，近三年平均周成交面积358.50万平。整体来看，4月份以来，多数城市市场热度，来访和认购均较2-3月份出现明显下行。**
- ◆ **价格：**4月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-0.7%（3月-1.4%），环比0.3%（3月环比0.4%）。70个大中城市二手住宅价格环比下跌家数较上月增加21家至34家，持平家数为0家，上涨家数减少21家至36家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都（9.4%）、北京（3.3%）、上海（2.5%）、南充（1.9%），跌幅从大到小有北海（-6.3%）、宜昌（-6.5%）、长春（-7.0%）、牡丹江（-8.2%）、吉林（-9.3%），价格走势区域分化仍很大。
- ◆ **资金：**1-4月开发资金来源累计增长率为-6.4%，国内贷款累计同比为-10.0%，变化有所背离，开发资金来源降幅有所收窄，主因销售贡献，贷款累计同比有所扩大。

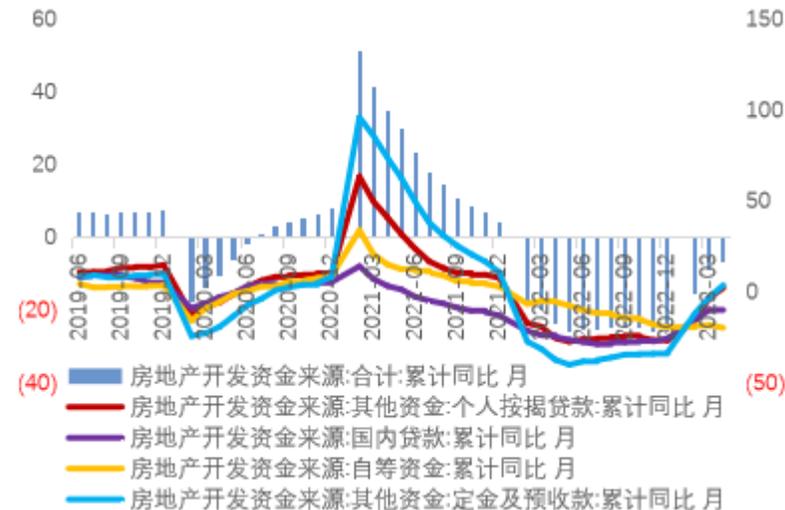
图表1：30大中城市商品房成交面积



图表2：70大中城市新建商品住宅价格

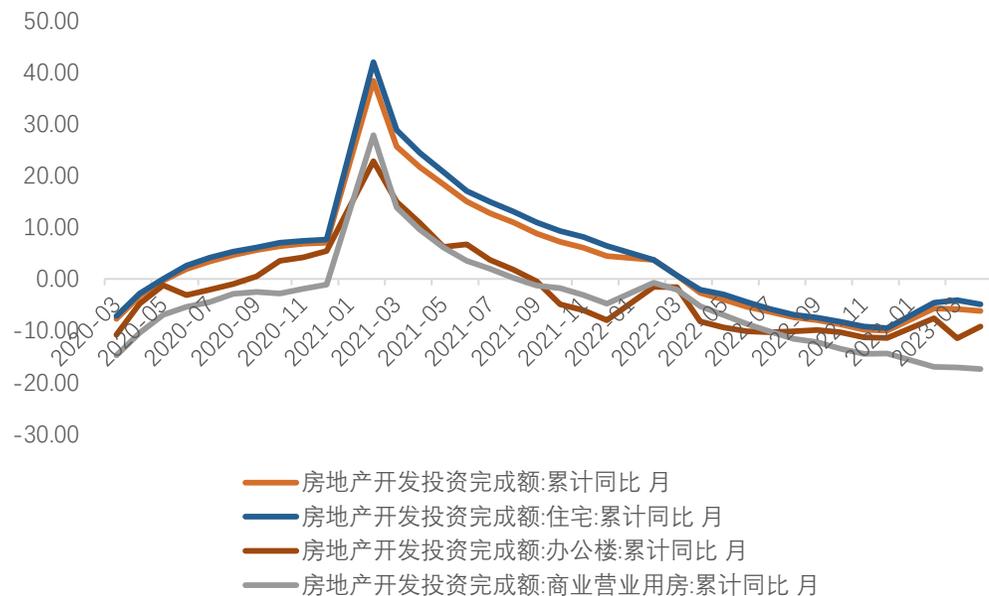


图表3：房地产开发资金来源



- ◆ **投资：**1-4月房地产开发投资累计同比降幅小幅扩大至-6.2%（1-3月为-5.8%）。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1-4月土地成交额累计同比-17.4%，上月-17.3%，溢价率方面，2023年4月土地成交平均溢价率为6.07%，2023年月度溢价率呈逐月上升趋势，上月5.45%。
- ◆ **开发：**1-4月房屋新开工面积累计同比-21.2%，较1-3月-19.2%降幅小幅扩大，新房开工面积进一步下滑，反应房企对未来销售仍较为悲观，房企新开工积极性较弱。1-4月施工面积累计同比为-5.6%，较1-3月-5.2%降幅有所扩大。全国竣工面积累计同比继续上升至18.8%，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



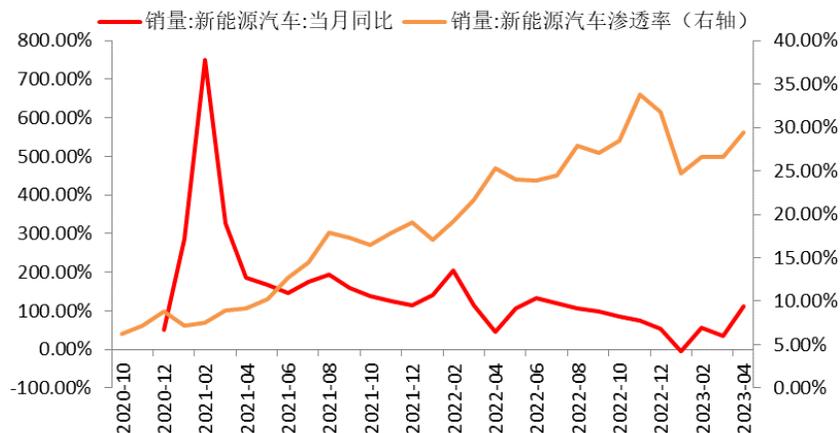
- ◆ 1) 4月份政治局会议定调延续，未来政策仍有放松空间。强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式”。针对房地产的关键词“要有效防范化解重点领域风险”依然在“房住不炒”“因城施策”“支持刚性和改善性住房需求”“保交楼”“房地产业发展新模式”之前。
- ◆ 2) 民营房企仍在持续出险中。4月24日，旭辉公告境内公开债展期方案。5月14日，合景泰富集团公告公司尚未支付本金1.19亿美元，构成违约事件。
- ◆ 3) 4月各地政策继续优化，一二线核心城市“一区一策”。热点二线城市限购措施继续放松。郑州、合肥、杭州等城市放松限购政策，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条件等政策。多城公积金政策持续优化。4月公积金政策频次及占比保持高位，郑州、宁波、合肥等城市优化公积金政策，主要涵盖提高公积金贷款及租房提取额度，支持公积金支付首付等相关举措。杭州、福州、合肥等多地提高多孩家庭公积金贷款或租房提取额度。部分城市出台房票安置措施。南昌、南京等部分城市鼓励房票安置，对持房票购房的安置人给予一定比例的购房奖励。此外，尚有部分城市从放松限售政策、调整限价、降低落户门槛等方面满足居民合理购房需求，部分一线城市二手房参考价或核验价放松。
- ◆ 4) 4月份房企融资仍以央国企为主，融资总额下降。2023年4月，房地产企业非银融资总额为728.2亿元，同比下降5.4%，环比下降20.7%。其中房地产行业信用债融资408.5亿元，同比下降5.1%，环比下降38.8%；海外债发行0亿元；信托融资40.0亿元，同比下降59.1%，环比下降11.5%；ABS融资283.8亿元，同比下降27.4%，环比上升35.4%。

- ◆ 4月汽车产量213.25万辆，环比-17.47%，同比76.9%(上月15.28%)，累计同比8.65%；批发销量215.87万辆，环比-11.93%，同比82.8%（上月9.72%），累计同比7.07%，其中乘用车销量181.11万辆，同比87.65%，上月-8.18%，4月产量、销量分别较21年同期下降4.55%、4.13%，整体产销偏弱，本月高同比增长系疫情低基数原因所致（去年上海、吉利封城），后续看，非RDE车型新增半年销售过渡期，特斯拉小幅涨价，价格战缓解和新车型发布预计销量环比下跌之势或将扭转，但乘用车购置税减半政策带来的需求透支效应或仍压制今年销量，竞争加剧加速行业重塑，价格战冲击产业链利润。
- ◆ 新能源汽车4月销量63.65万辆，环比-2.49%，同比112.96%（上月34.77%），渗透率提升至29.48%，后续关注新能源下乡政策的落地。
- ◆ 4月汽车经销商库存系数1.51，较上月下降0.27。

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



电力-低基数效应带动4月用电修复，水电持续偏枯火电补位



- ◆ 4月发电量6583.5亿千瓦时，同比增长6.1%（3月同比增长5.1%），1-4月份，累计发电27309亿千瓦时，同比增长3.4%（3月同比增长2.4%）；1-4月，全社会累计用电量28103亿千瓦时，同比增长4.7%（1-3月同比增长3.6%），4月全社会用电量6901亿千瓦时，同比增长8.3%（3月同比增长5.9%）。去年同期受疫情影响基数低，今年4月用电继续恢复。
- ◆ 从发电结构看，当月来水继续偏枯，火电补位高增。其中，火电同比增长11.5%（3月同比增长9.1%）；水电同比下降25.9%（3月同比下降15.5%）；风力发电同比增长20.9%（3月同比增长0.2%）；光伏发电同比下降3.3%（3月同比增长13.9%）；核电同比增长5.7%（3月同比增长4.6%）。
- ◆ 从用电结构看，4月第一产业用电量88亿千瓦时，同比增长12.3%（3月同比增长17.1%）；第二产业用电量4814亿千瓦时，同比增长7.6%（3月同比增长6.4%），体现工业生产持续扩张；第三产业用电量1155亿千瓦时，同比增长17.9%（3月同比增长14.0%）；城乡居民生活用电量844亿千瓦时，同比增长0.9%（3月同比下降5.7%）。

图9：用电量同比走势

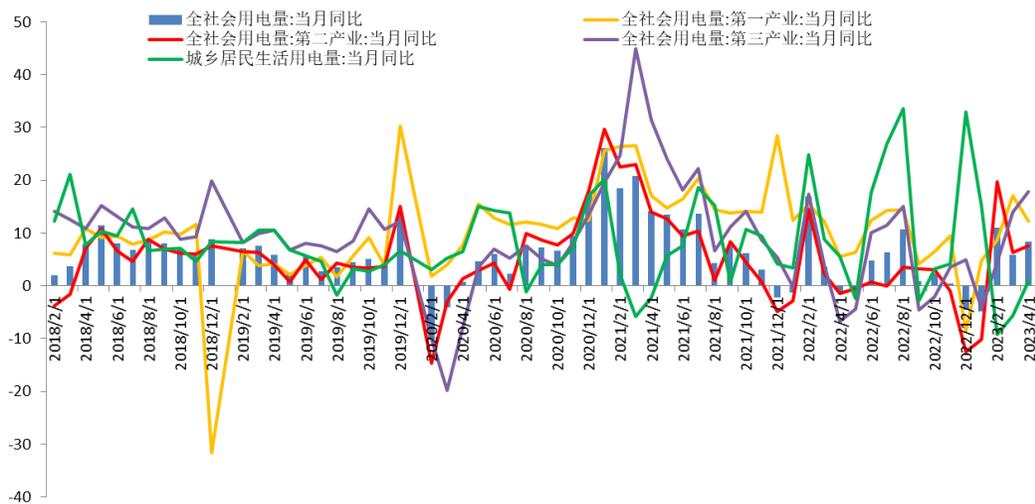
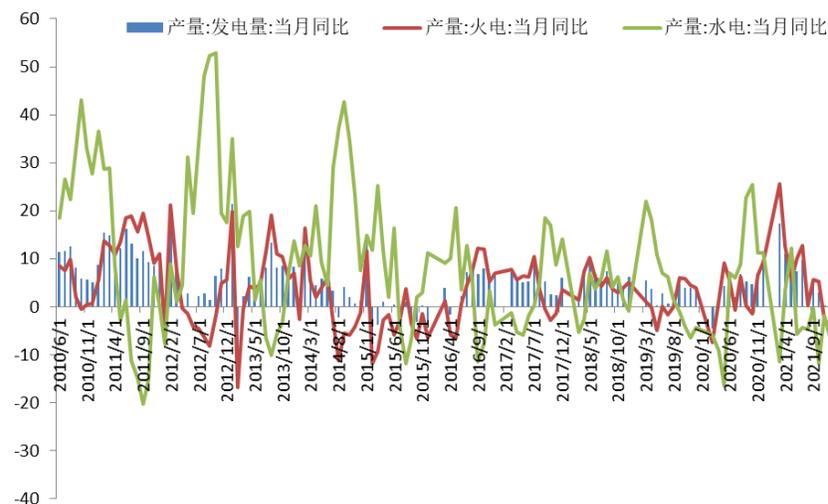


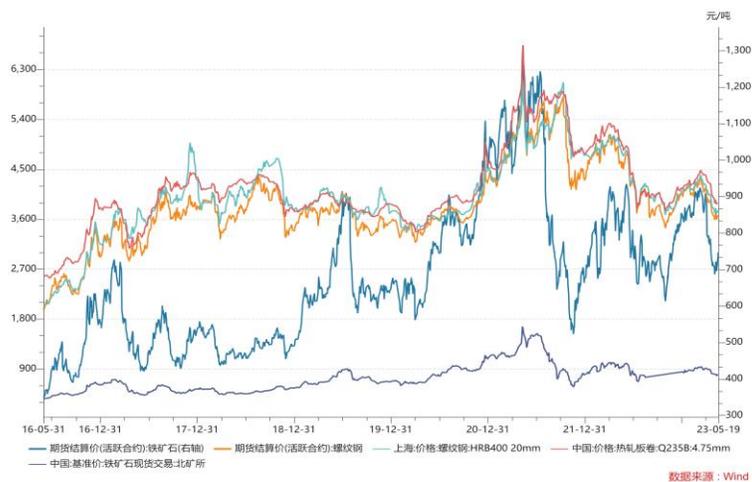
图10：发电量同比走势



钢铁-钢厂开始控产，原材料价格显著回调，钢企盈利超去年同期

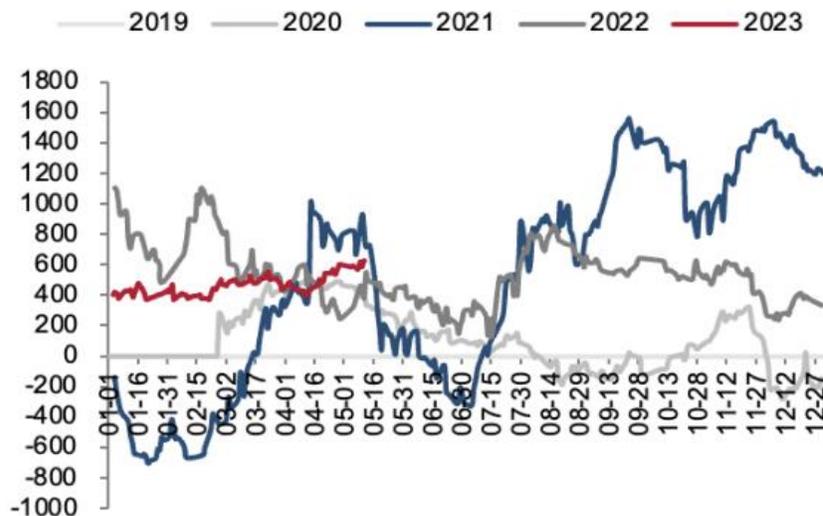
- ◆ 供给和需求：4月我国生产粗钢9,264万吨，同比-1.5%（上月6.9%，环比3月-8.4pct），1-4月我国粗钢累计产量35,439万吨，同比+4.1%，上月6.1%；4月我国生铁产量7,784万吨，同比+1.0%（上月7.3%，环比-6.3pct），1-4月我国生铁累计产量29,763万吨，同比+5.8%；4月我国钢材产量11,995万吨同比+5.0%（环比-3.1pct），1-4月我国钢材累计产量44,636万吨，同比+5.2%。供应端，4月粗钢产量月环比小幅回落，日均产钢月环比持平，若维持粗钢平控政策，下半年产量调控力度或加大。需求方面，下游主要耗钢行业中地产投资增速低迷，除竣工外均环比持续走弱，基建保持较高增速，钢铁相关制造业增加值普遍回升。5月以来，随着原材料价格持续走弱，主流钢材吨钢毛利已有一定恢复，盈利水平超过去年同期，247家钢厂盈利比例为23.8%。
- ◆ 价格及盈利：需求偏弱，钢材价格下跌，但原材料价格回调更多，钢企盈利继续改善。截至5月19日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3,655元/吨，相比于上月同期-395元/吨。

图表11：钢材价格回调,铁矿石价格快速回落

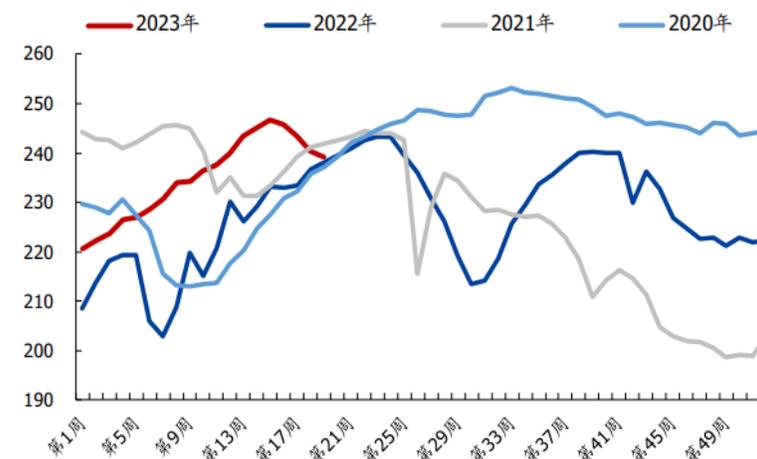


数据来源: Wind

图表12：吨钢利润趋势



图表13：247家样本钢厂铁水产量



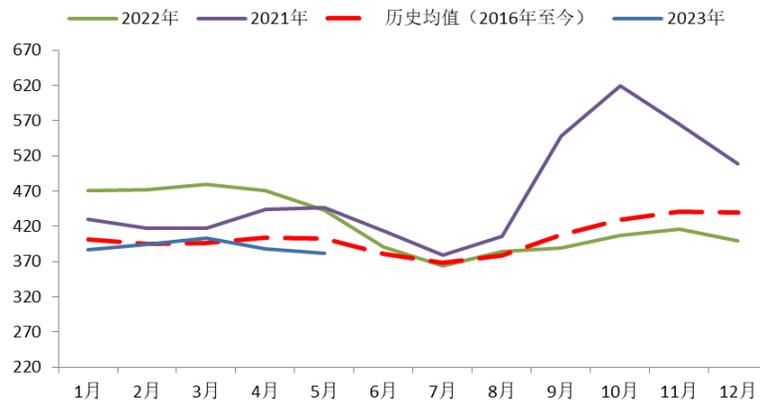
数据来源: Wind, PICCAMC

- ◆ 供需：低基数下，需求整体仍偏疲弱，4月水泥产量1.94亿吨，当月同比1.4%，上月10.4%，累计同比2.5%。
- ◆ 价格：水泥价格前期季节性提升幅度低，目前仍位于17年以来当月最低水平，旺季不旺，5月10日P. O. 42.5普通硅酸盐水泥报价381.9元/吨（3月31日403.2元/吨），伴随煤炭价格下跌，水泥煤炭价格差回落至662.1元/吨。

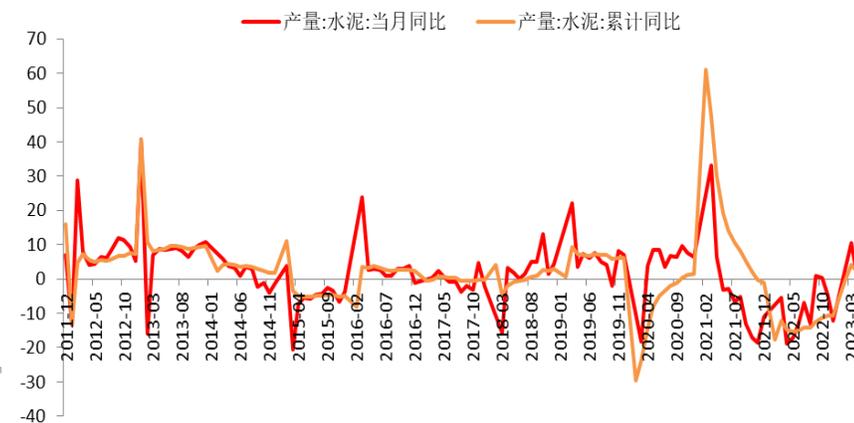
图表14：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表15：同期水泥价格走势（元/吨）

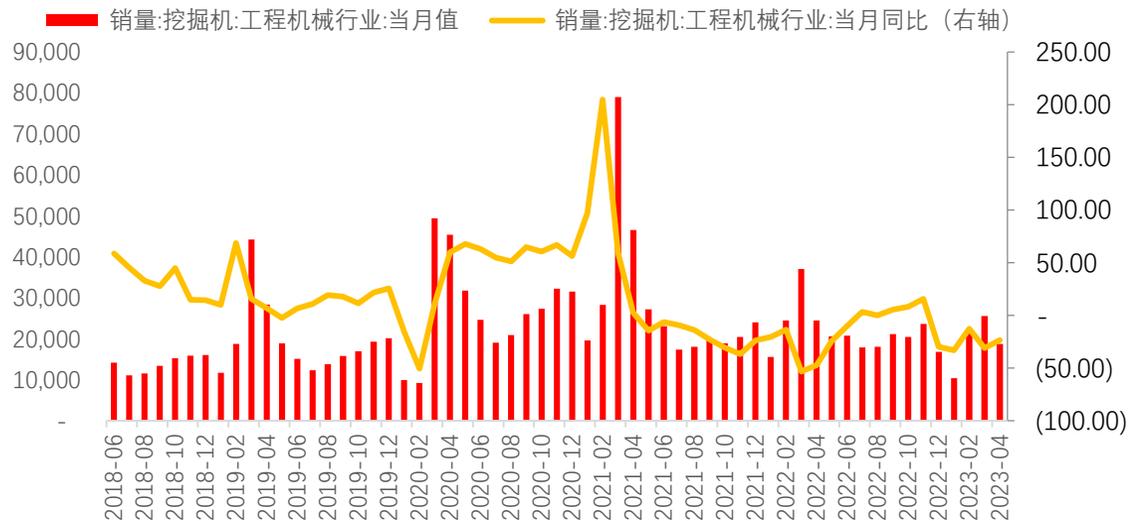


图表16：全国水泥产量同比（%）

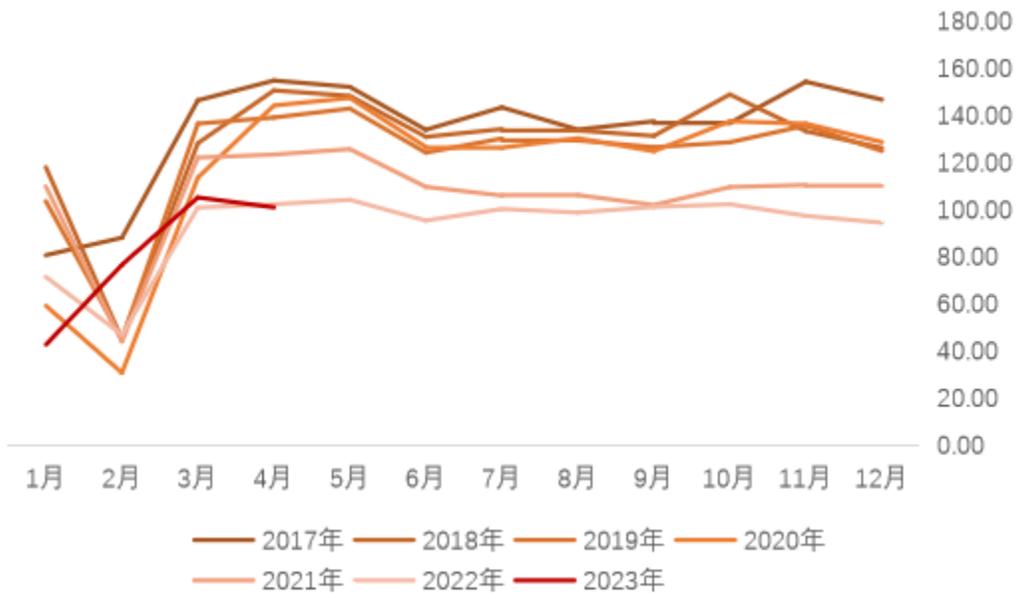


- ◆ 挖掘机：2023年4月挖掘机销量18772台，同比-23.5%（3月同比-31.0%），其中国内9513台，同比-40.7%（3月-47.7%），去年低基数下跌幅仍大；出口9259台，同比增长8.9%（3月同比增10.9%），出口数量增幅继续放缓。虽年初以来基建新项目开工明显增加，但弱复苏下地产投资低迷，下游客户换新需求仍不乐观；外需增速亦或将迎来景气顶点。
- ◆ 4月挖机开工小时数为100.8小时，同比-0.7%，环比-4%。低基数下，挖机行业拐点最快或下半年到来，行业复苏关键仍看地产回暖周期。

图表17：挖掘机销量走势



图表18：挖机开工小时数走势



煤炭—安监加强，日产下降，需求韧性仍存，煤炭价格有望回升

- ◆ **供给和需求：**供给方面，4月份生产原煤3.8亿吨，同比增长4.5%，增速比3月份放缓0.2个百分点，环比下降3,577万吨，环比-9%，日均产量1,272万吨，日均产量环比下降74万吨/日，环比-5.5%。产量下降主要原因之一，主产区安监力度持续常态化、高强度化。部分安全问题严重的煤矿受到问责，停工停产或终止核增。进口方面，4月份，我国进口煤炭4,068万吨，同比增长72.7%，增速比3月份回落78.0个百分点。随着四月以来，我国港口煤价坍塌式下跌，目前进口利润又成阶段性倒挂状态。故预计后市原煤进口或将明显放缓，全年进口增量预期有限。需求端，动力煤方面，随着4月火电出力增加改善，需求韧性仍存。4月份，发电6,584亿千瓦时，同比增长6.1%，增速比3月份加快1.0个百分点，火电同比增长11.5%，火力发电出力增加。焦煤方面，4月粗钢产量同比下降1.5%，钢价在限产消息放出之后开始反弹，焦煤价格有望触底反弹。
- ◆ **价格：**截至5月18日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格971/吨，月环比-47元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）1,800元/吨，月环比-400元/吨。

图表19：沿海八省电厂日耗（动力煤）

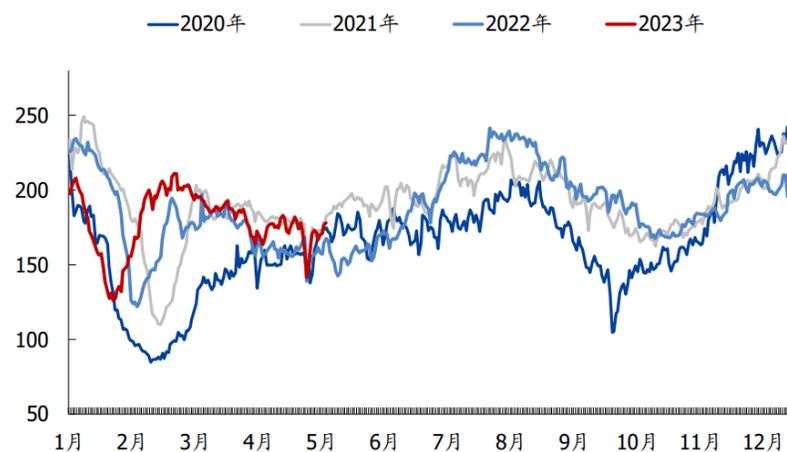
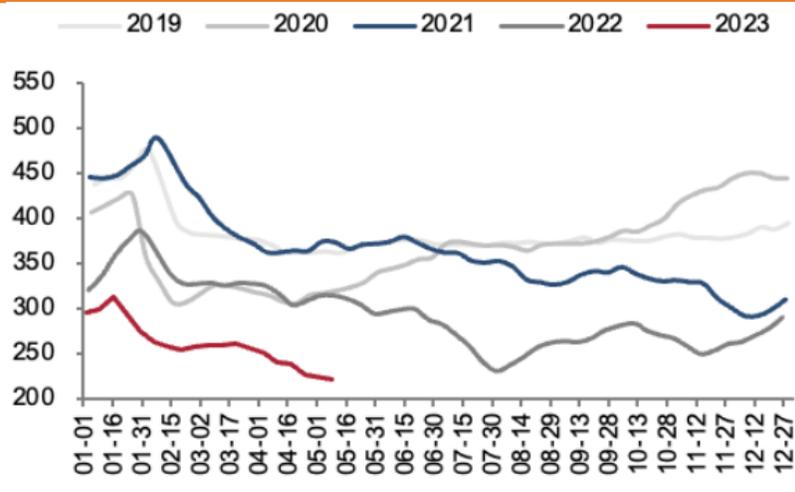


图20：焦炭库存变化（万吨）



图表21：动力煤、焦煤现货及期货价格



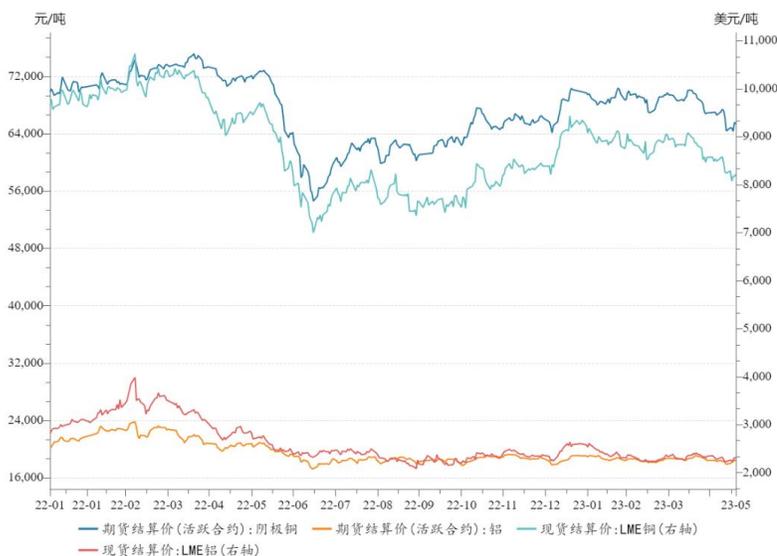
数据来源：wind, PICCAMC

铜铝金属—经济复苏缓慢，铜价震荡下行；限电预期下，铝价维持平稳



- ◆ **铜价震荡下行：**美联储加息预期接近尾声，市场交易重心由降息转至经济基本面。在全球经济衰退的背景下，中国4月经济数据不及预期，显示经济复苏进程缓慢，加之再生铜对比精铜成本优势明显，下游铜杆加工企业开工率持续维持低位，对铜价支撑力度不足。截至2023年5月19日，国内阴极铜期货结算价（活跃合约）为65360元/吨，较上月中旬下降6.71%。
- ◆ **铝价走势平稳：**受降水不足影响，云南水电供应仍偏紧，当地电解铝复产进程存在不确定性，铝价新增供给受限，叠加库存低位，电解铝价格走势总体平稳。截至2023年5月19日，国内电解铝期货结算价（活跃合约）为18390元/吨，较上月中旬下降1.63%。
- ◆ **冶炼企业盈利情况：**随着铜矿供给端扰动因素减少和电解铜企业检修期渐至，铜冶炼现货加工费（TC）持续回升，截至2023年5月19日为89.00美元/干吨，环比上月中旬上升5.5美元/干吨。随着氧化铝新增产能投放，氧化铝价格维持下降走势，叠加动力煤和预焙阳极价格走弱，电解铝生产成本有所下降，电解铝企业冶炼环节盈利有所增加。

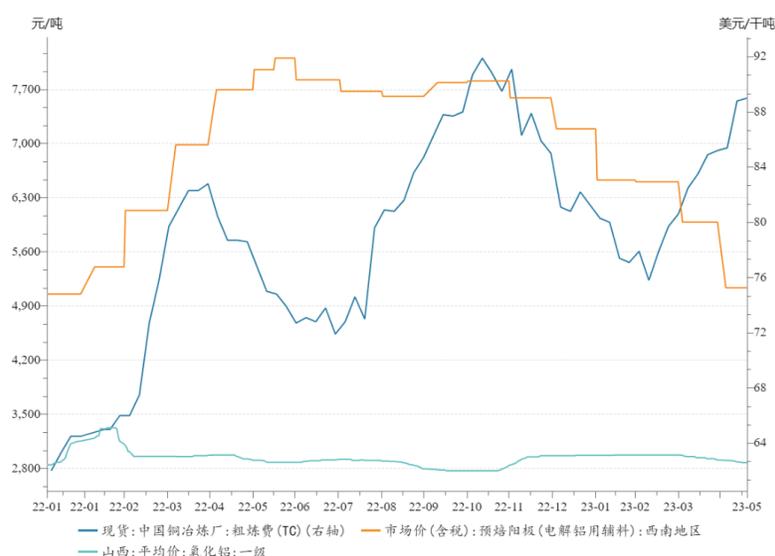
图表22：LME铜、铝价格走势



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



光伏制造—多晶硅和硅片价格加速下行，电池与组件价格跌幅有限

- ◆ **多晶硅价格加速下行：**随着新产能逐步释放，硅料价格加速下行。截至2023年5月17日，国内多晶硅致密料均价为143元/吨，较上月中旬下降27.41%。
- ◆ **硅片价格跌幅扩大：**随着石英坩埚内层砂用量优化和国产替代推进，石英坩埚供应紧张趋势缓解，硅片环节稼动率提升，新增产能加速释放，带动硅片价格跌幅扩大。截至2023年5月17日，182mm和210mm规格的单晶硅片价格分别为4.60元/片、6.10元/片，环比上月中旬的跌幅分别为28.13%和24.22%。
- ◆ **电池片价格跌幅有限：**由于大尺寸电池片供应仍偏紧，电池片价格虽跟随硅片价格下降，但跌幅相对有限，电池片环节盈利有所增厚。截至2023年5月17日，G12、M10电池片的均价分别为1.05元/W、0.95元/W，环比上月中旬分别下降7.08%、下降11.21%。
- ◆ **组件价格跌幅有限：**在电池片价格降幅不足的情形下，组件厂家价格调整幅度尚未充分反映硅料降幅，下游电站开发商观望情绪浓厚，组件价格后续面临进一步调价压力。截至2023年5月17日，G12、M10组件的均价分别为1.68元/W、1.66元/W，环比上月中旬分别下降2.89%、下降3.49%。

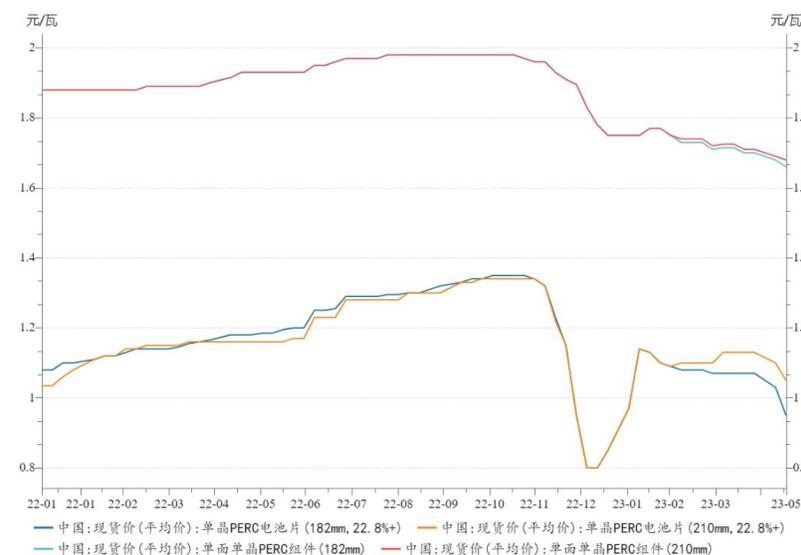
图表25：多晶硅价格走势



图表26：硅片价格走势



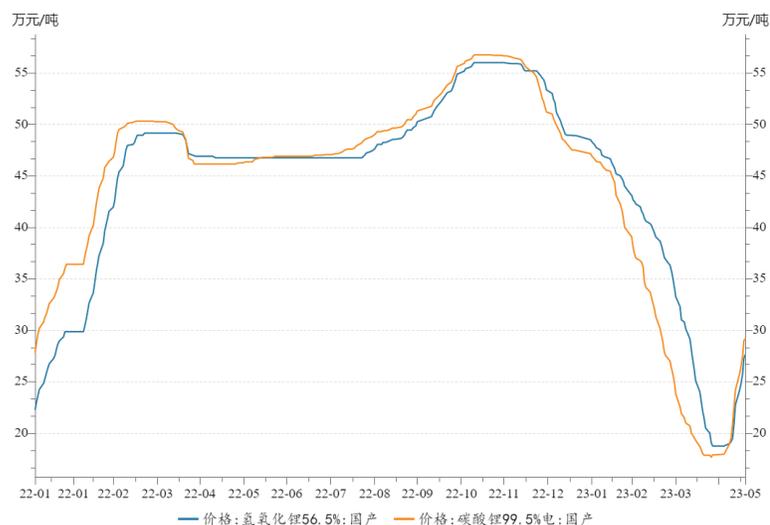
图表27：电池、组件价格走势



动力电池—库存去化趋于结束，产业链价格止跌企稳

- ◆ **锂价止跌反弹**：5月以来，随着下游库存去化接近尾声，叠加锂盐成本支撑，碳酸锂价格触底回升。截至2023年5月22日，国产碳酸锂（99.5%）价格已回升至29.20万元/吨，环比上月中旬增长56.15%。在碳酸锂价格快速回升的情形下，下游厂商随着补库结束已出现观望情绪，后续碳酸锂价格涨幅预计趋缓。
- ◆ **前驱体价格持续低迷**：锂盐市场回暖更多受益于材料端的补库需求，从市场层面来看，下游需求未见明显好转，实际订单修复力度仍偏弱，导致前驱体价格依旧处于低迷状态。
- ◆ **正极价格跟随锂价上调**：碳酸锂报价的上行对正极材料价格形成了一定的支撑。截至2023年5月22日，三元正极（单晶622型）和磷酸铁锂正极均价分别为24.55/吨和9.00/吨，较上月中旬分别上涨6.44%和17.65%。同期，电芯价格暂时维稳。

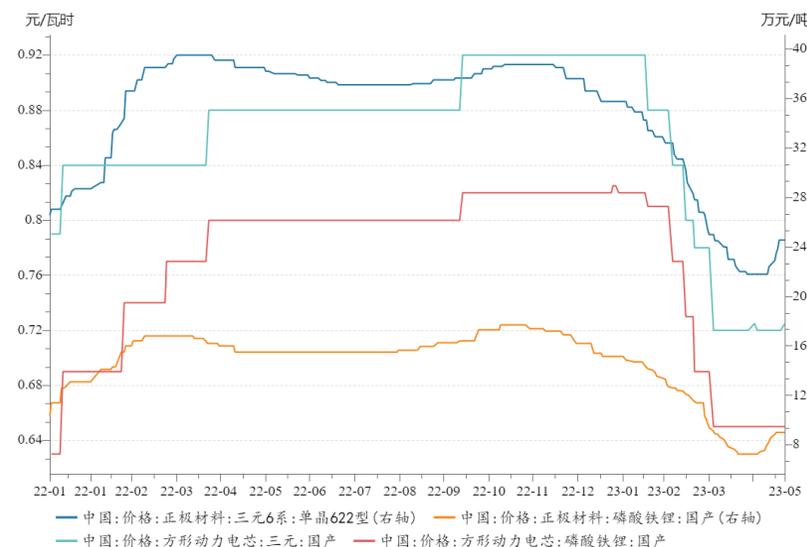
图表28：锂价格走势



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



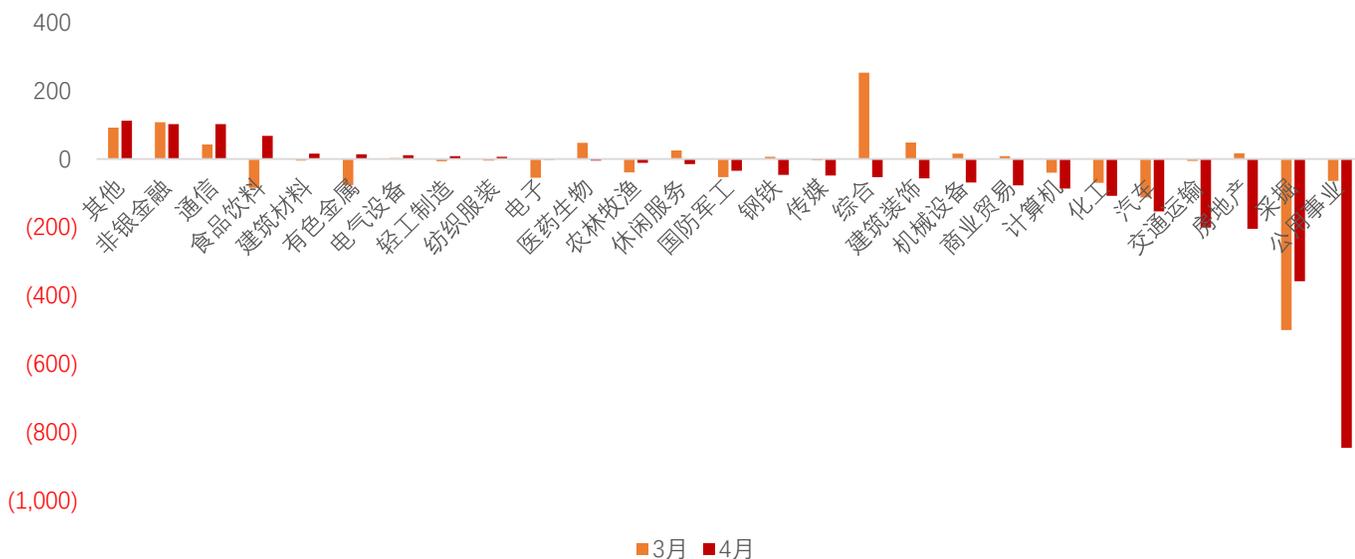
1.从中观看宏观

2.信用市场概况

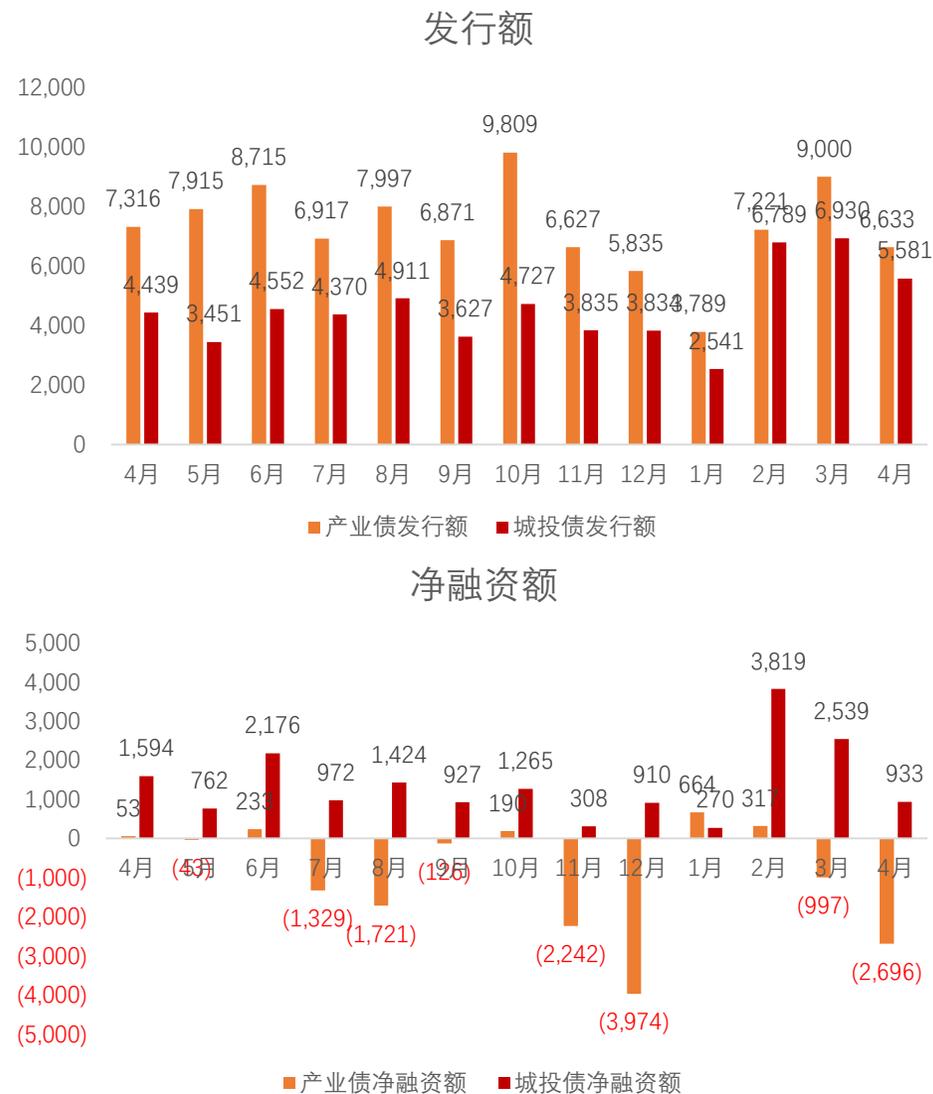
信用债净融资环比下降，关注云南城投事件

- ◆ 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下降1349亿，产业债发行额环比下降2367亿；城投净融资额933亿元，较上月下降1606亿；产业债净融资额-2696亿，较上月下降1699亿元。
- ◆ 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**非银金融、通信、食品饮料**；净融出规模居前的行业为**公用事业、采掘、房地产**。
- ◆ 跟踪期内，无新增首次违约主体，关注云南城投事件后续演进。

图表31：各行业产业债净融资情况（亿元）



图表32：金融产业债和城投债发行和净融资情况（亿元）



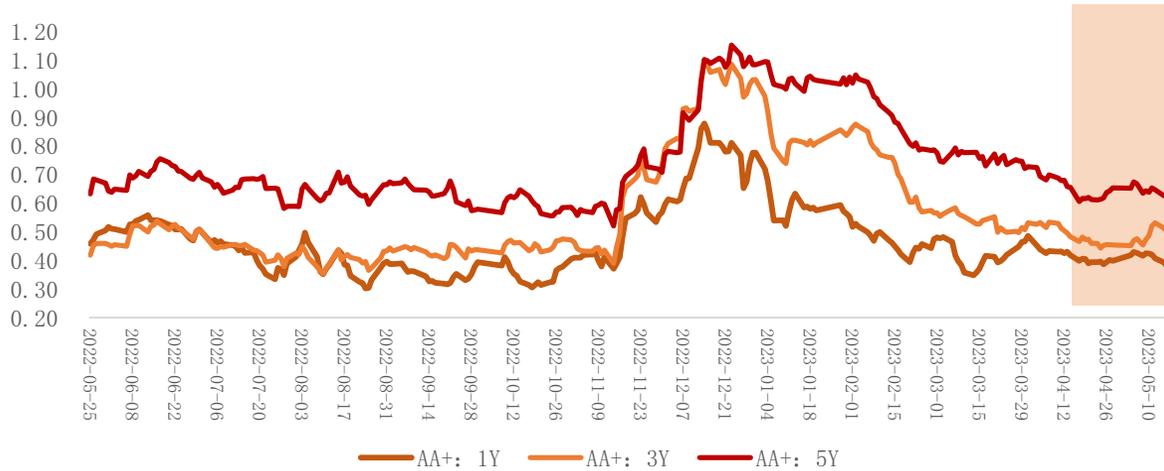
注：统计周期为1月16日至2月15日

数据来源：Wind, PICCAMC

跟踪期内信用债利差仍位于低位

- ◆ 跟踪期内，信用债市场不同期限利差低位震荡，中短期利差先上后下。
- ◆ 跟踪期内，高资质短端一年期信用利差下降并接近历史最低位，中长期信用利差基本维持稳定。

图表33：中债中短期票据信用利差变动情况（单位：%）



	利差变动			历史分位数			当前值-min()		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
AAA	-3	1	2	3%	16%	22%	12	22	29
AA+	-4	0	0	1%	7%	9%	6	13	28
AA	-5	2	2	0%	23%	16%	4	50	59
AA-	-5	2	2	64%	87%	80%	201	209	196

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为4月16日-5月15日

图表34：同业存单和中短期票据收益率对比



跟踪期内多数行业各等级信用利差普遍小幅收窄

图表35：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	-2.88	-11.09	-5.53
休闲服务	-6.41	0.52	-2.49
传媒	-1.75	1.62	-7.20
公用事业	-2.42	-3.99	-26.81
农林牧渔	-4.76	-7.75	-108.10
化工	-3.68	-39.00	-3.61
医药生物	-4.48	-2.94	-4.54
商业贸易	-2.16	-0.34	83.42
国防军工	-3.09	-5.08	--
城投	-3.92	-3.18	-20.38
家用电器	--	-0.93	--
建筑材料	-6.38	-3.43	-2.68
建筑装饰	-5.72	-5.45	-18.80
房地产	-7.50	-3.49	5.47
有色金属	4.09	-4.87	--
机械设备	-4.15	-6.29	--
汽车	-9.11	-4.95	--
电子	-6.36	8.03	-5.54
电气设备	-1.47	-3.51	--
纺织服装	-8.47	-12.04	-25.81
综合	-2.57	-8.47	-6.66
计算机	-14.35	9.87	--
轻工制造	-1.69	-69.62	--
通信	-9.87	-72.59	-4.60
采掘	-3.71	6.48	-0.76
钢铁	-11.51	-14.94	-51.78
非银金融	-2.13	3.35	73.30
食品饮料	-4.14	-2.80	48.16

- ◆ 跟踪期内，多数行业利差收窄为主。
- ◆ 计算机行业AAA主体利差减小幅度相对较大，主要是**联想控股**利差持续下行；**钢铁**行业利差整体显著减小，主要是河北钢企减产消息提振（AA主要为永钢集团）；**化工、轻工制造、通信**行业AA+主体利差显著收窄，来自**恒逸石化、金桂纸业、富通集团**等企业利差下降；**农林牧渔、商业贸易、非银**等行业AA主体利差大幅变化，主要受样本较少情形下新发、到期对行业利差影响放大、弱资质主体利差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4月16日-5月15日

数据来源：Wind, PICCAMC

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