

# 2023年8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

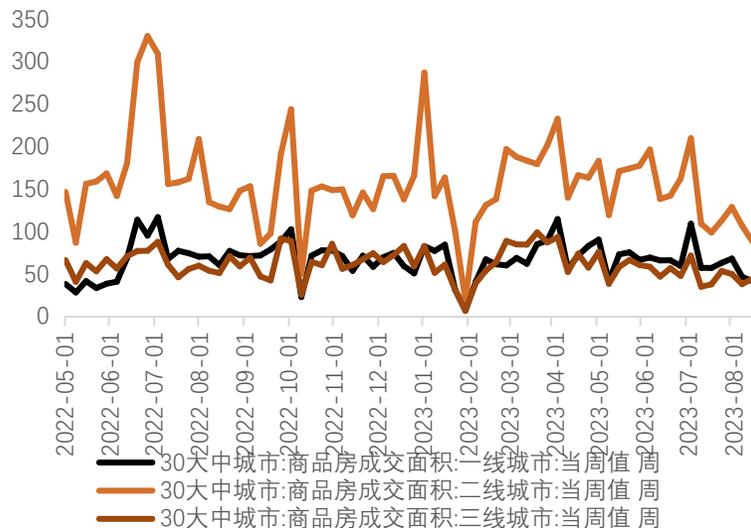
## ◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 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维持低位。汽车产销下行。由于基数反弹对同比增速形成拖累，社零增速2.5%，较上月亦有下行。
- ✓ 中游：地产乏力，基建亦高位回落，中游施工产业链同步指标仍较弱，水泥价格、挖机开工小时数居于近年低位；用电继续恢复，主要依赖高耗能企业及居民用电反弹，三产用电回落。
- ✓ 上游：动力煤供需均有弱化趋势，价格小幅回落，有色价格低位震荡。
- ✓ 整体看，经济整体偏弱，7月工业增加值3.7%，较6月（4.4%）边际走弱，制造业PMI连续处于收缩区间。居民对房地产市场信心仍然不足，收入增速放缓，居民购房能力相对不足，商品房销售明显改善面临掣肘，7月政治局会议出台后，一线地产政策出台效率偏慢，关注后续政策落地节奏。

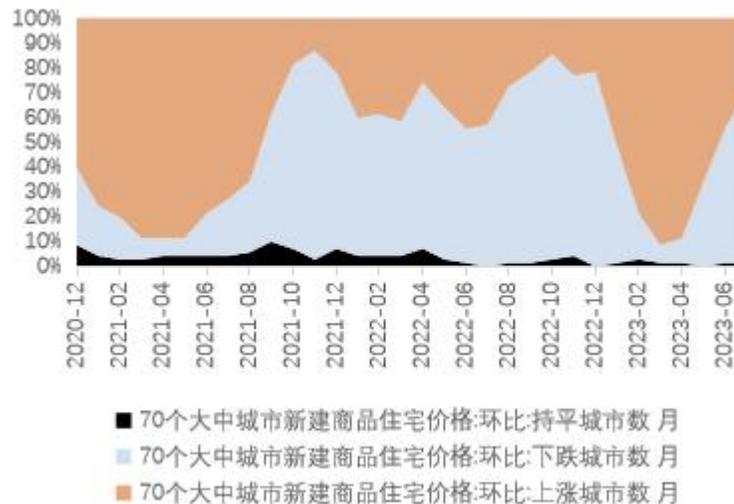
# 下游：房地产-销售端继续走弱，销售额累计同比转负

- ◆ **销售：**1-7月商品房销售面积累计同比-6.5%（1-6月为-5.3%）、销售额累计同比为-1.5%（1-6月为1.1%）。7月单月销售面积同比-15.5%（计算值为-23.8%），较6月降幅缩窄2.7个百分点。7月单月销售金额同比-19.3%（计算值为-24.1%），较6月降幅下降0.1个百分点。**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1-7月商品房销售面积数值下调了8.9%。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8月份前两周成交面积为183.3万平，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342.25万平。整体来看，1季度疫后累积需求集中释放，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：**7月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-0.6%（6月-0.4%），环比-0.2%（6月环比-0.1%）。70个大中城市二手住宅价格环比上涨家数较上月减少1家至6家，持平家数为1家，下降家数和上月持平63家。70个大中城市中二手房同比涨幅靠前的城市有成都（5.2%）、长沙（1.5%）、昆明（1.0%）、北京（0.6%）、三亚（0.1%），跌幅从大到小有吉林（-7.8%）、牡丹江（-7.5%）、宜昌（-6.1%）、丹东（-5.9%）、沈阳（-5.9%），价格走势区域分化继续拉大。
- ◆ **资金：**1-7月开发资金来源累计增长率为-11.2%，国内贷款累计同比为-11.5%，下降幅度均有所扩大。

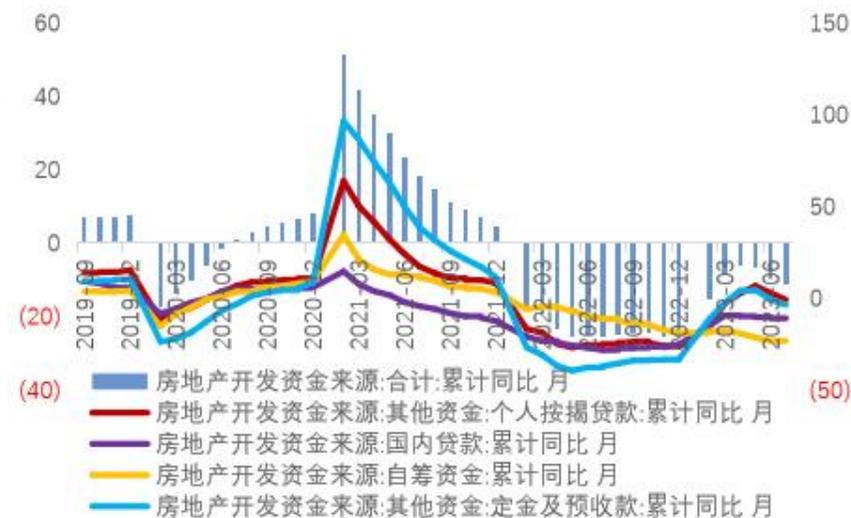
图表1：30大中城市商品房成交面积



图表2：70大中城市新建商品住宅价格

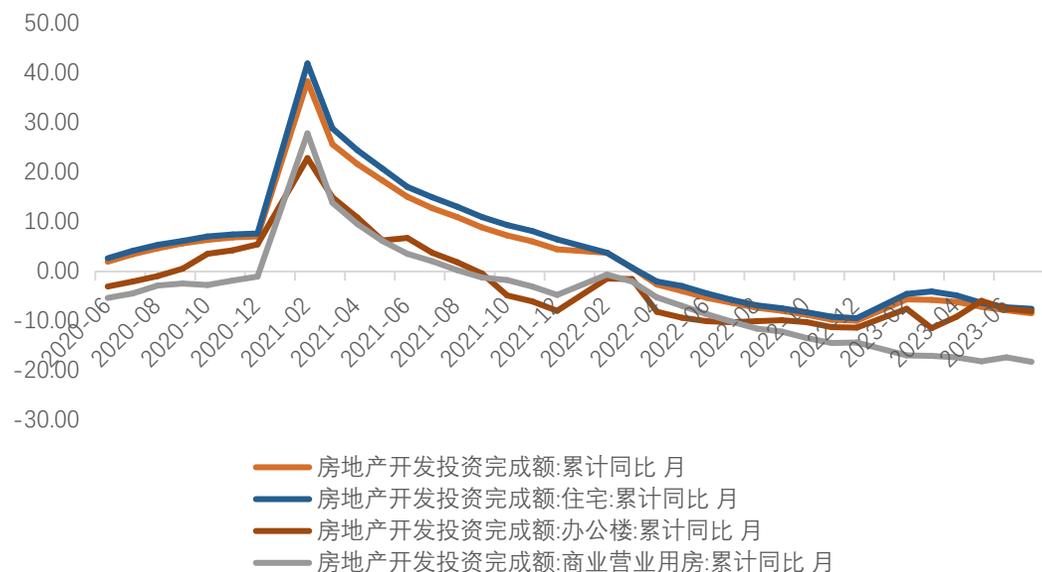


图表3：房地产开发资金来源



- ◆ **投资：**1-7月房地产开发投资累计同比降幅继续扩大至-8.5%（1-6月为-7.9%）。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1-7月土地出让-26%，较1-6月份降幅扩大5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城核心城市土拍热度持续，但全国土地继续缩量，土拍分化现象进一步加剧，房企拿地信心不足。
- ◆ **开发：**1-7月房屋新开工面积累计同比-24.5%，较1-6月降幅继续扩大，受销售端疲弱影响，整体房企新开工动力不足，新开工继续转弱。1-7月施工面积累计同比为-6.8%，较1-6月-6.6%降幅扩大。全国竣工面积累计同比小幅上升至20.5%，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。8月初远洋集团境内债未按期兑付，展期方案尚未获得通过。8月份，碧桂园地产针对境内债券债权人拟寻求展期。
- ◆ 2) 7月中央政治局会议，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。未提“房住不炒”，强调适时调整优化房地产政策，核心一二线城市政策可能有一定放松空间。今年二季度以来，房地产市场调整压力不断加大，多地新房、二手房价格均处于下跌通道，投资需求已明显减少。会议明确指出“当前我国房地产市场的供求关系发生了重大变化”，与近日央行提法一致。从当前市场阶段特征来看，2022年我国总人口首次下降，城镇化进程放缓。本次会议明确指出“加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产”。
- ◆ 优化公积金政策仍是各城市支持住房消费的重要手段之一。7月，全国各地出台房地产政策42条，主要涉及优化提高公积金贷款及提取额度、支持公积金支付首付、发放购房补贴等方面。多城持续优化公积金政策。北京、天津、湖南、内蒙古等地区优化公积金政策，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以及支持多孩家庭公积金租房购房等相关举措。部分城市继续发放购房补助。徐州、温州、湘潭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) 7月份房企融资仍以央国企为主。2023年7月房地产行业非银融资总额771.2亿元，同比下降2.5%，环比增长7.7%，其中信用债融资515.5亿元，同比微增0.4%，环比增长54.9%，无海外债发行；信托融资29.7亿元，同比下降54.9%，环比上升133.0%，ABS融资226.1亿元，同比上升10.3%，环比微降39.0%。

# 汽车-高基数下同环比均现下行

- ◆ 7月汽车产量240.13万辆，环比-6.24%，同比-2.17%（上月2.48%），累计同比7.41%；批发销量238.69万辆，环比-8.98%，同比-1.37%（上月4.8%），累计同比7.94%，其中乘用车销量209.99万辆，同比-3.43%，上月2.08%，1-7月销量较21年同期增5.89%，上月2.72%，去年同期高基数下产销增速回落，但整体销量尚可，后续看，去年下半年的相对较高基数，乘用车购置税减半政策带来的需求透支效应或仍压制销量增长。
- ◆ 新能源汽车7月销量78万辆，环比-3.26%，同比31.56%（上月35.14%），渗透率提升至32.68%。
- ◆ 7月汽车经销商库存系数1.7，较上月上升0.35。淡季之下，部分车企开启限时降价促销。

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-居民及二产用电反弹，火电补缺增速仍维持相对高位



- ◆ 7月全社会发电量8461.7亿千瓦时，同比增长3.6%（上月2.8%），1-7月累计发电51130.4亿千瓦时，同比增长3.8%（上月3.8%）；从发电结构看，当年来水继续偏枯，但降幅收敛，火电继续补位，维持相对高位，其中，火电同比7.2%（上月14.2%），水电同比-17.5%（上月-33.9%）。
- ◆ 7月全社会用电量8888亿千瓦时，同比增长6.5%（上月3.87%）；1-7月全社会累计用电量51965亿千瓦时，同比增长5.2%（上月5%）。二产及居民用电反弹，成为增长主力，从用电结构看，7月第一产业用电量139亿千瓦时，同比增长14.0%（上月14%）；第二产业用电量5383亿千瓦时，同比增长5.7%（上月2.3%），结合工业增加值同比下行，二产用电反弹或主因钢铁、化工等高耗能行业增速提升；第三产业用电量1175亿千瓦时，同比增长9.6%（上月10.1%）；城乡居民用电量1631亿千瓦时，同比增长5.1%（上月2.2%）。

图9：发电量走势

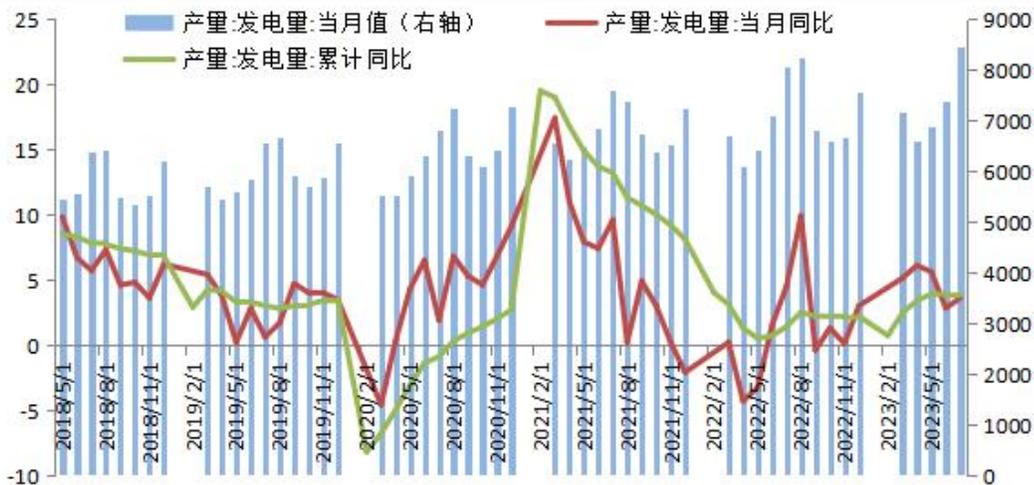
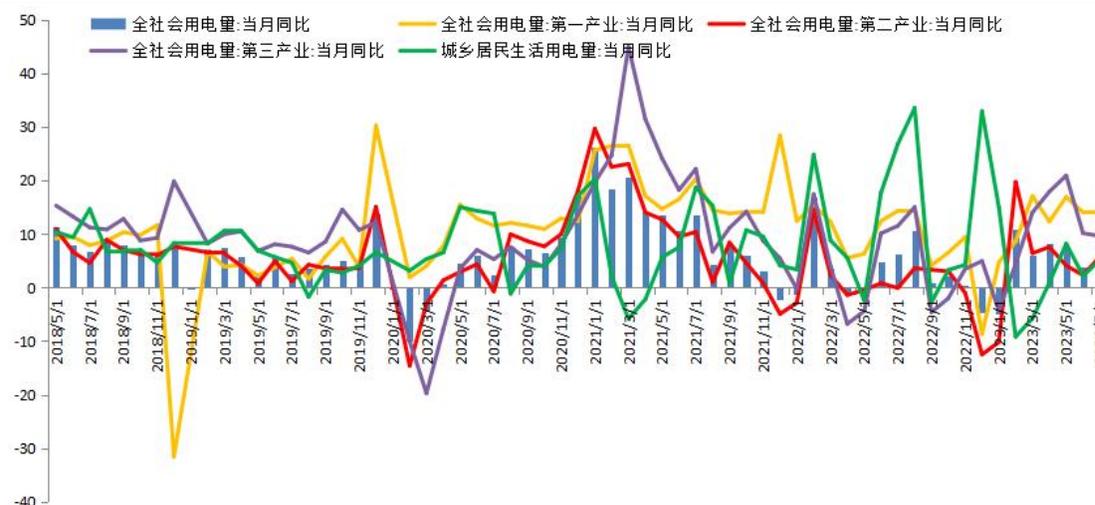


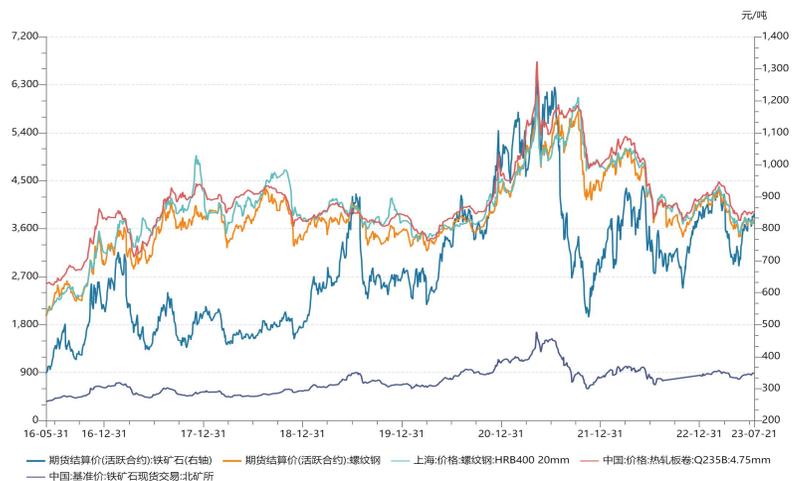
图10：全社会用电量走势



# 钢铁-强预期带动供给大增，库存小幅上升，钢企盈利持续震荡

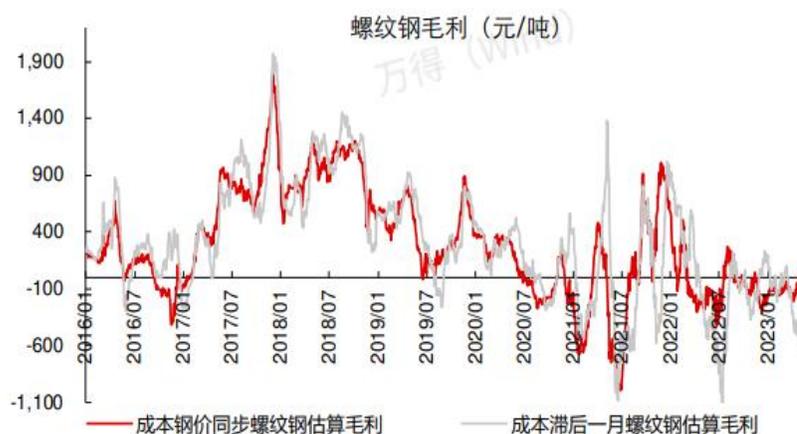
- ◆ 供给和需求：7月我国生产粗钢9,080万吨，同比+11.5%（上月0.4%，环比6月+11.1pct），1-7月我国粗钢累计产量62,651万吨，同比+2.5%，上月1.3%；7月我国生铁产量7,660万吨，同比+10.2%（环比+10.2pct），1-7月我国生铁累计产量52,892万吨，同比+3.5%；7月我国钢材产量11,653万吨同比+14.5%（环比+9.1pct），1-7月我国钢材累计产量78,900万吨，同比+5.4%。供应端，7月粗钢产量同比大增，后续若实施粗钢平控，8-12月均粗钢产量均值预计为7,829万吨，较前七个月月均粗钢产量回落12.5%，行业供给有望显著收缩；下游主要耗钢行业中地产投资依旧低迷，基建投资增速环比下行，钢铁相关制造行业增加值同比增速多数回落，高开工率下库存回升。8月以来，铁矿石价格快速修复，双焦小幅提价，使得247家钢厂盈利比例小幅回落至60%附近。
- ◆ 价格及盈利：供给端显著增加，在新的政策预期下，钢企生产意愿较强，铁矿石价格由于汇率波动及部分市场参与者认为平控力度或不及预期，价格显著回升，钢企盈利持续震荡。截至8月21日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3,700/吨，相比于上月同期-50元/吨。

图表11： 钢材价格仍在震荡, 铁矿石价格同向波动但振幅更大

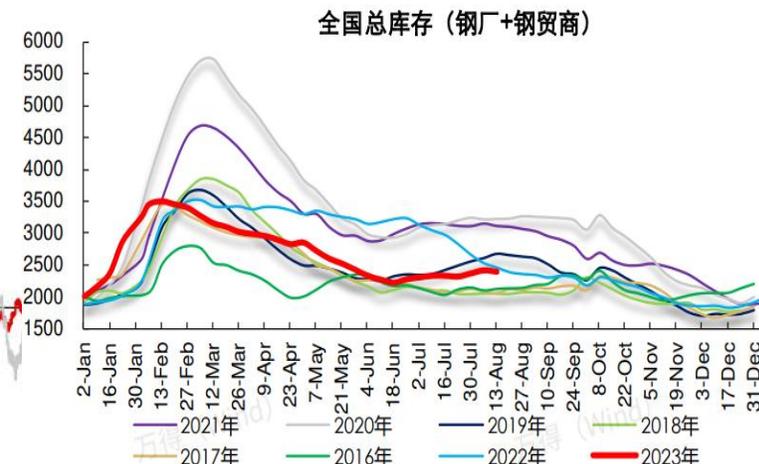


数据来源：Wind

图表12： 螺纹钢吨钢盈利趋势



图表13： 总库存水平提升与2022年同期持平



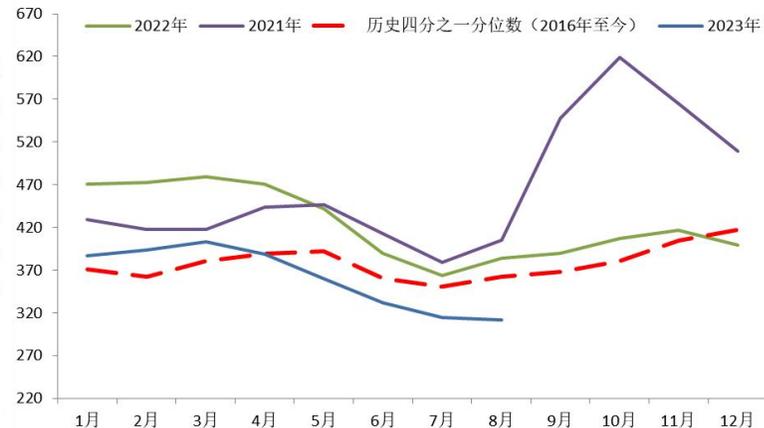
数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ 供需：同比延续负增长，显示需求整体低迷，7月水泥产量1.76亿吨，当月同比-5.7%，上月-1.5%，累计同比0.6%。
- ◆ 价格：需求低迷，叠加淡季，水泥价格目前仍位于17年以来当月最低水平，8月10日P.0.42.5普通硅酸盐水泥报价311.7/吨（6月底为332.1元/吨），水电出力拖累趋缓背景下，煤价小幅下行，水泥煤炭价格差小幅回落至585.3元/吨。

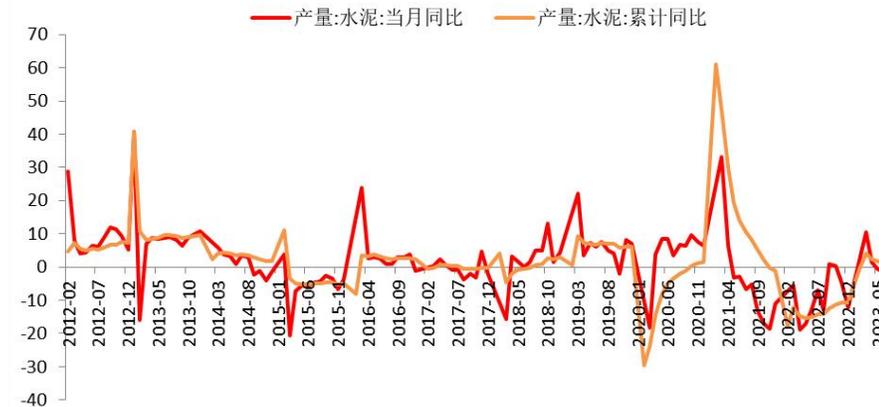
图表14：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表15：同期水泥价格走势（元/吨）



图表16：全国水泥产量同比（%）



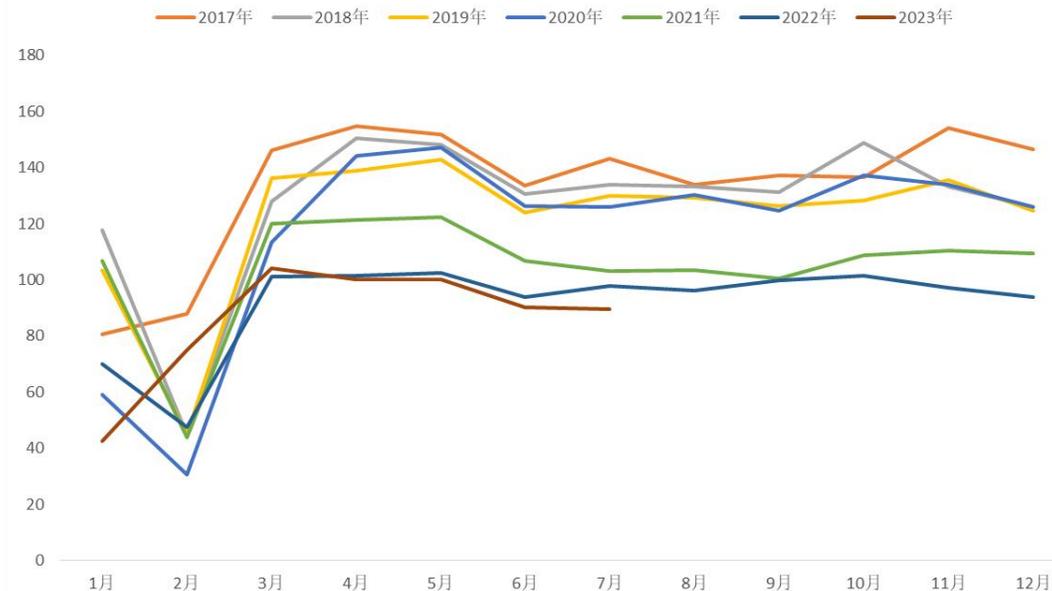
# 工程机械-地产拖累挖机内销仍疲软，出口同比转负

- ◆ 挖掘机：2023年7月挖掘机销量12606台，同比-29.7%（上月-24.1%），其中国内5112台，同比-44.70%，持平于上月，地产不振导致内销延续疲软趋势；出口7494台，同比-13.8%（上月-0.68%），高基数下出口转负，外需增速已迎来景气顶点。
- ◆ 7月挖机开工小时数为89.4小时，同比-8.5小时，环比-0.8小时。开工小时数持续位于近6年最低水平，行业复苏关键仍看地产周期。

图表17：挖掘机销量走势



图表18：挖机开工小时数走势



# 煤炭-供给环比收缩，进口维持高位，价格小幅回落

- ◆ 供给和需求：供给方面，7月生产原煤3.8亿吨，同比增长0.1%，上月2.48%，环比下滑3.2%，日均产量1,218万吨较6月1,300万吨下滑82万吨。1-7月累计原煤产量26.7亿吨，同比3.6%，上月4.38%，产量收窄的主要原因是近期受安全事故与强降雨因素影响，部分煤矿出现小规模停产，产地供应略有收缩。进口方面，7月份，我国进口煤炭3,926万吨，同比增长66.9%，环比上月下降1.5%，但仍维持在近4,000万吨的高位，1-7月全国共进口2.6亿吨煤炭，较去年同期增加88.6%。进口煤单月同比高增主要归因为7月国际煤价保持低位运行，相对国内煤价仍保持优势。需求端，动力煤方面，季节性刚需步入尾声，水电降幅逐步收敛，目前高温天气仍将持续一段时间，但已进入逐步下降趋势，电厂日耗也从高位开始回落，且目前弱于去年同期。焦煤方面，由于铁水产量维持韧性叠加焦煤库存继续低位运行，本月焦煤价格小幅上涨，但考虑到下游需求恢复预期仍是偏弱，焦煤价格进一步上行空间相对有限。
- ◆ 价格：截至8月18日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格807/吨，月环比-73元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,150元/吨，月环比+130元/吨。

图表19：沿海八省电厂日耗（动力煤）

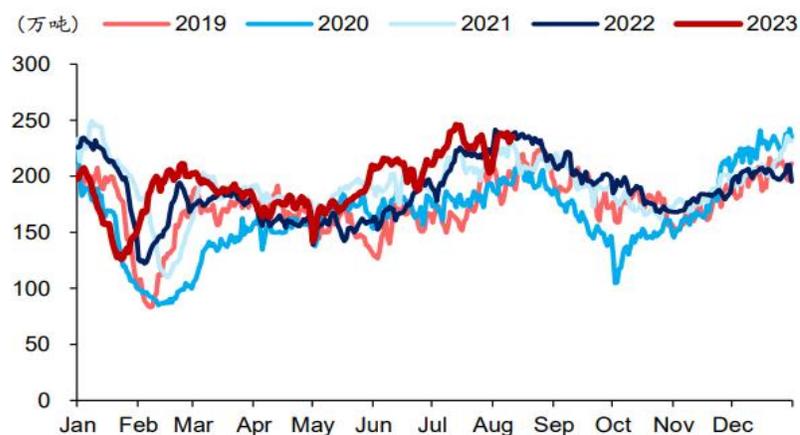
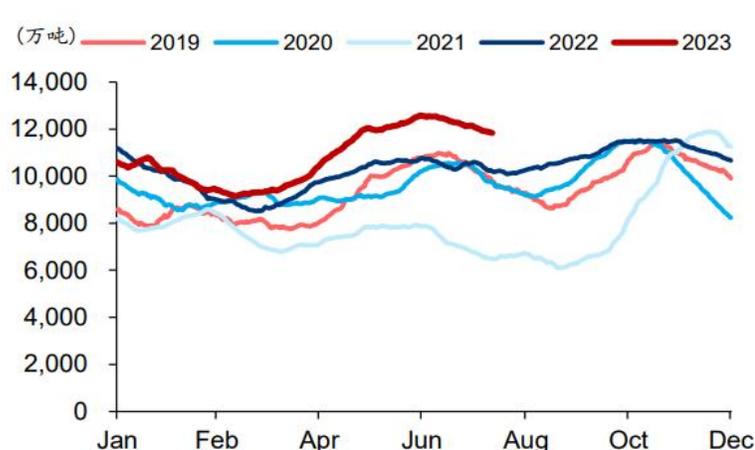
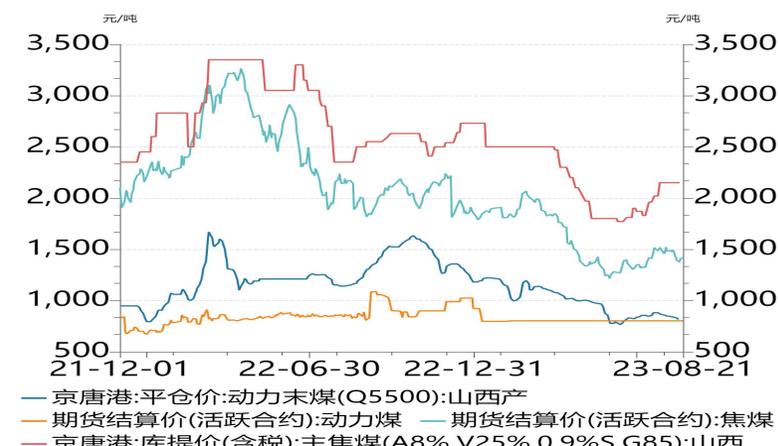


图20：动力煤25省电厂库存变化（万吨）



图表21：动力煤、焦煤现货及期货价格



数据来源：wind, PICCAMC

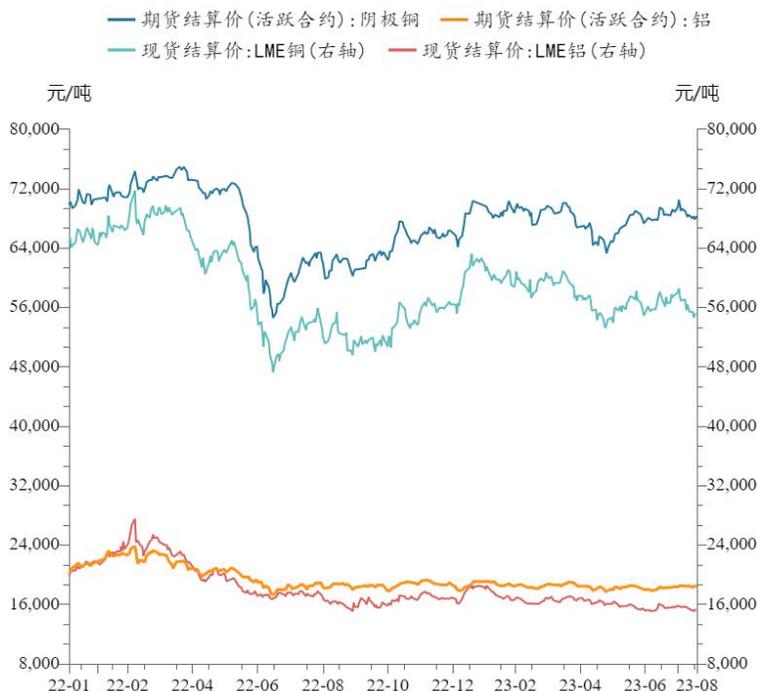
数据来源：Wind

# 铜铝金属-美联储鹰派信号增强与国内宏观数据走弱压制金属价格走势

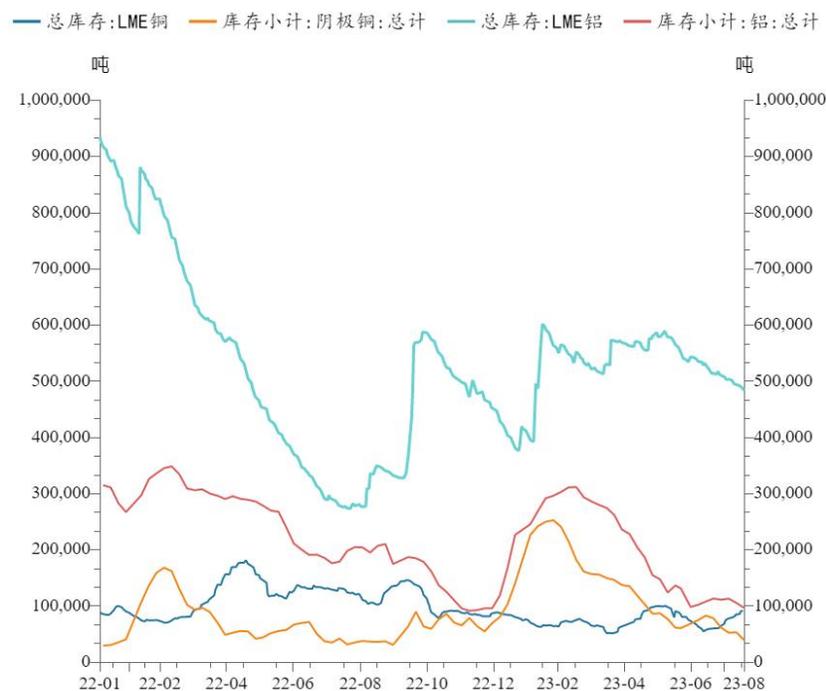


- ◆ **铜铝价格震荡走弱：**美联储7月FOMC会议强调通胀2%仍是首要政策目标，叠加美国经济与就业数据韧性较强，预计短期美联储货币政策仍以紧缩为主，降息时点预期进一步延后。国内7月经济数据不及预期，经济复苏信心不足。上述双重因素影响下，本月铜铝价格总体均呈震荡走弱态势。截至2023年8月18日，国内阴极铜期货结算价（活跃合约）为68300元/吨，较月初下降3.11%；国内电解铝期货结算价（活跃合约）为18435元/吨，较月初下降0.81%。考虑到后续货币政策预期消化、国内政策刺激出台和工业旺季到来，叠加库存低位，铜铝金属短期或将震荡回升。
- ◆ **冶炼企业盈利情况：**本月铜矿供给充裕，铜冶炼现货加工费（TC）维持高位，截至2023年7月14日为93.20美元/干吨，环比上月持平。本月氧化铝价格有所上涨，预焙阳极走平，电解铝生产成本有所上升，电解铝企业冶炼环节盈利有所收窄。

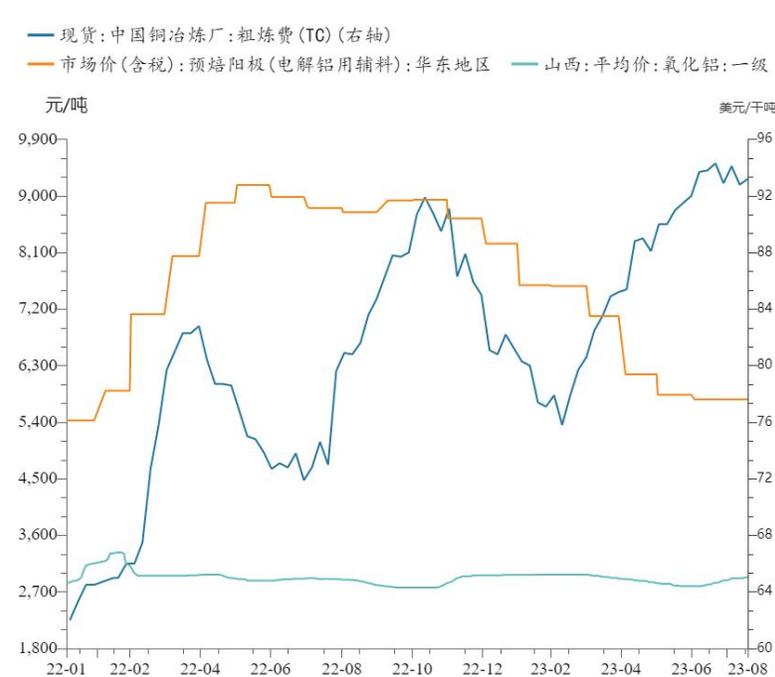
图表22：LME铜、铝价格走势



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



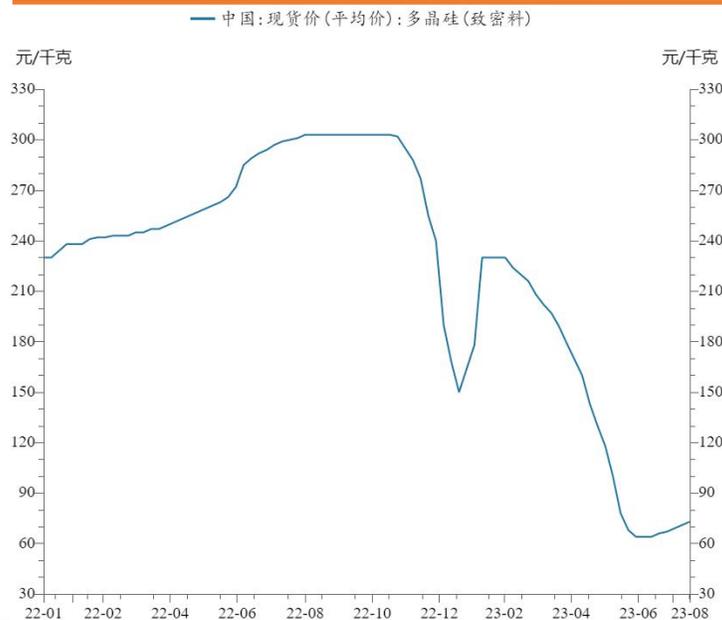
数据来源：Wind, PICCAMC

# 光伏制造-硅料、硅片及电池片价格现企稳态势，组件报价持续下行

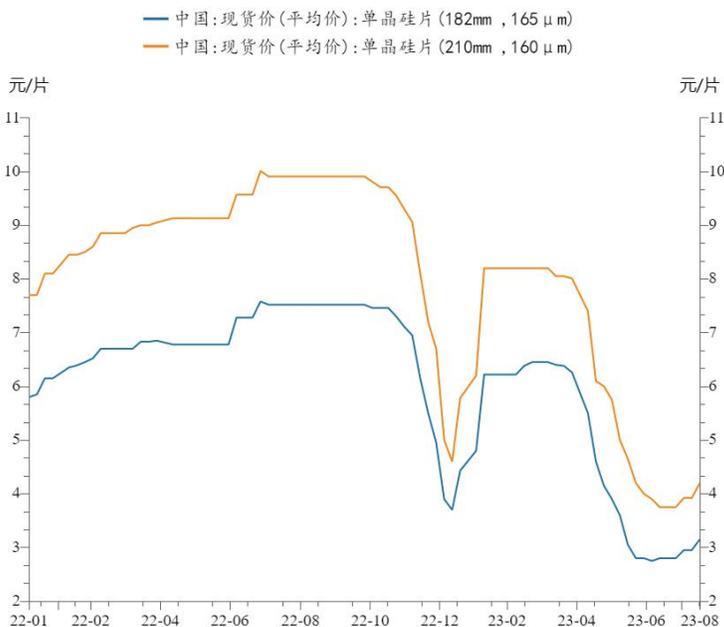


- ◆ **多晶硅价格触底回升：**随着多晶硅盈利水平的下降致使部分新产能推迟投产、扩产项目暂停建设，叠加N型硅料爬坡进度较长，硅料短期供给过剩局面得到缓解，本月至今价格继续呈触底回升态势。截至2023年8月16日，多晶硅致密料均价为73元/千克（上月12日为64元/千克）。
- ◆ **硅片价格企稳回升：**随着硅料价格企稳回升，叠加P/N性硅片切换及不同尺寸硅片间切换影响硅片实际产出，本月硅片价格亦开始企稳回升。截至2023年8月16日，P型182mm和210mm规格的单晶硅片价格分别为3.15元/片、4.20元/片（上月12日分别为2.80元/片、3.75元/片）。
- ◆ **电池片价格小幅回升：**本月电池片价格继续回升，但受下游组件价格下行制约，回升幅度有限。截至2023年8月16日，P型G12、M10电池片的均价分别为0.73元/W、0.75元/W（上月12日均为0.72元/W）。
- ◆ **组件报价竞争依然激烈：**由于下游电站开发商观望情绪浓厚以及新进入者的加入导致竞争格局恶化，本月组件价格依然维持下行趋势。截至2023年8月16日，G12、M10组件的均价分别为1.26元/W、1.25元/W（上月12日分别为1.35元/W、1.33元/W）。

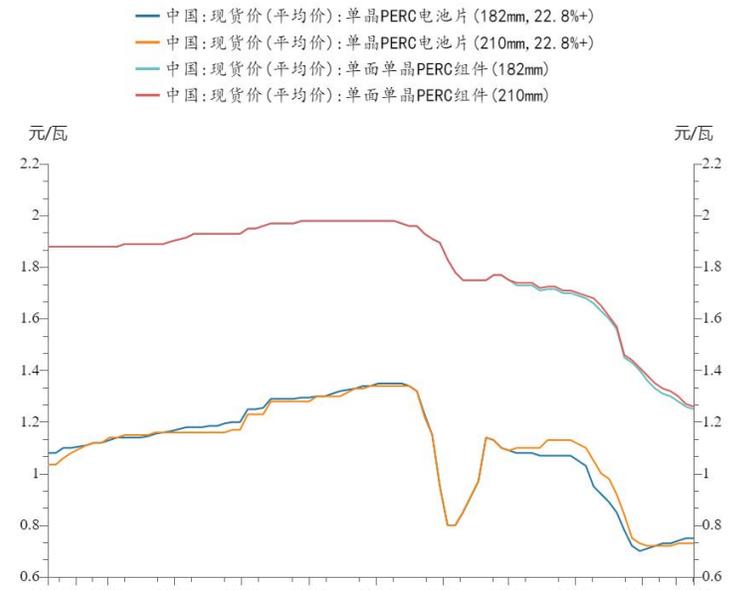
图表25：多晶硅价格走势



图表26：硅片价格走势



图表27：电池、组件价格走势

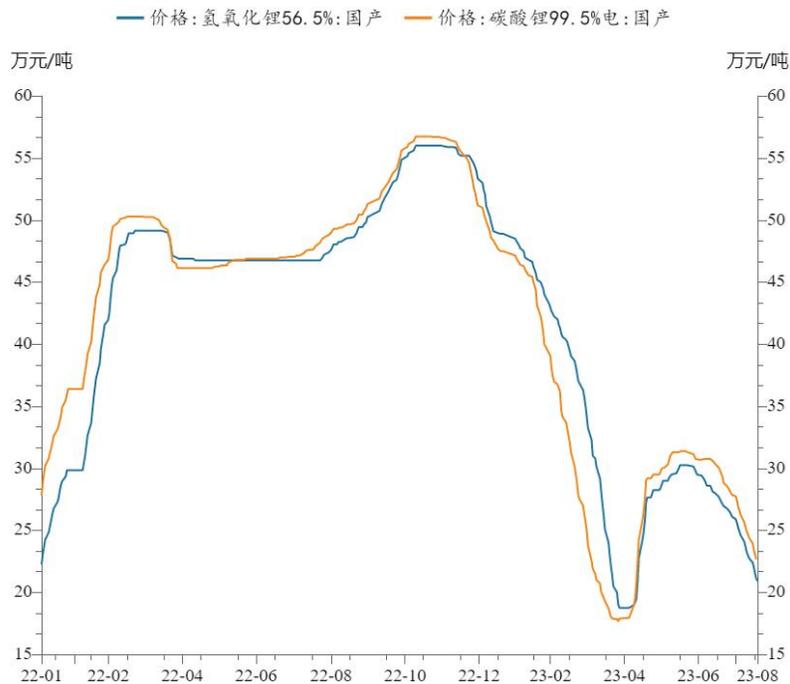


数据来源: Wind, PICCAMC

# 动力电池-锂价持续下行带动产业链价格整体回落

- ◆ **锂价持续下行：**本月碳酸锂继续供大于求，价格持续下行，接近20万元/吨关口。截至2023年8月21日，国产碳酸锂（99.5%）价格为22.50万元/吨（上月21日为28.80元/吨），采用进口锂矿生产的碳酸锂已面临亏损风险。
- ◆ **前驱体价格走势分化：**受金属价格下降影响，本月硫酸钴和硫酸镍价格有所下行。截至2023年8月21日，硫酸钴、硫酸镍价格分别为3.75万元/吨、3.13万元/吨（上月21日为4.60万元/吨、3.40万元/吨）；同期，磷酸铁价格维稳。
- ◆ **正极与电芯价格下调：**本月，正极材料及电芯价格跟随碳酸锂价格进行了下调。截至2023年8月21日，国产三元和磷酸铁锂方形电芯价格分别为0.66元/瓦时、0.56元/瓦时（上月21日分别为0.72元/瓦时、0.65元/瓦时）

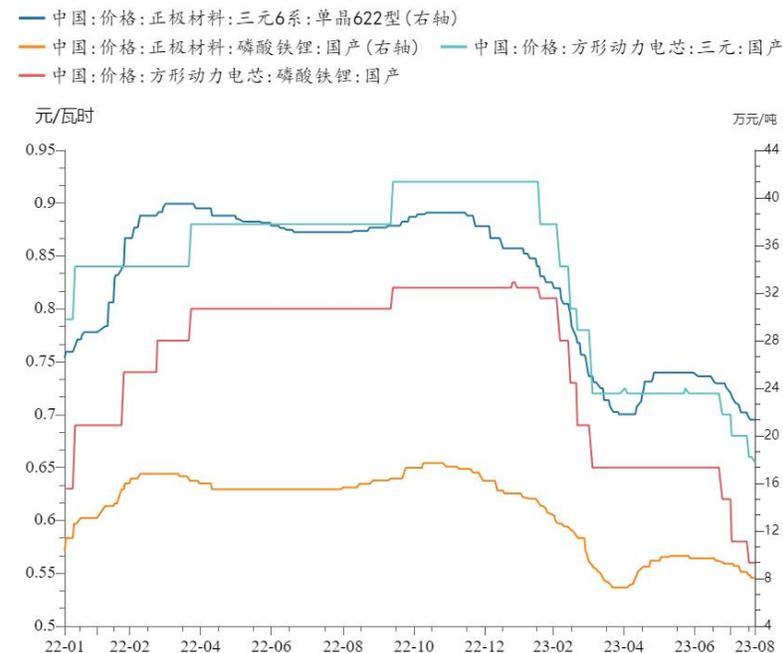
图表28：锂价格走势



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



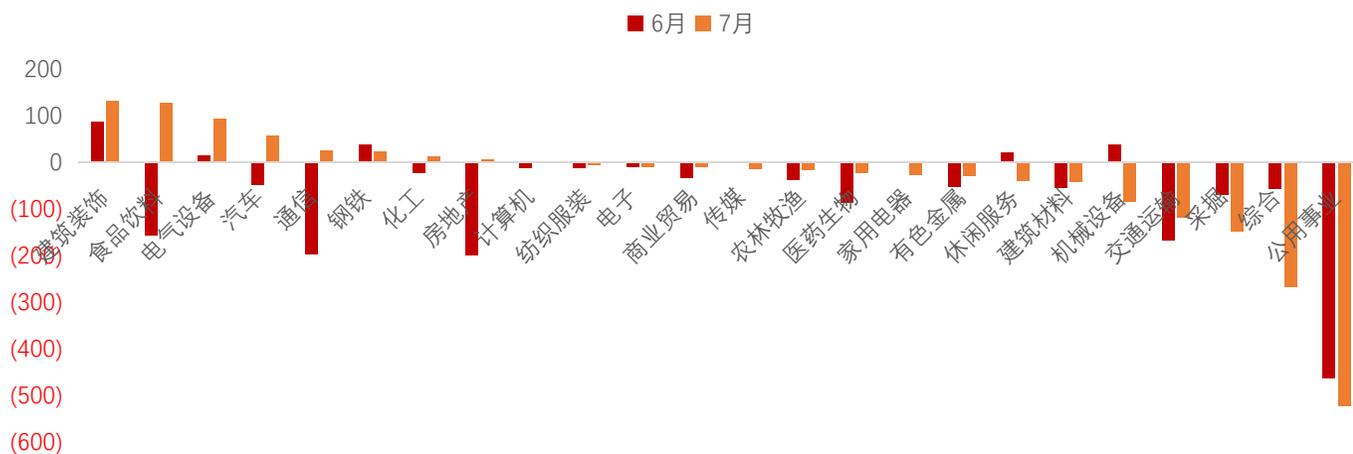
1. 从中观看宏观

2. 信用市场概况

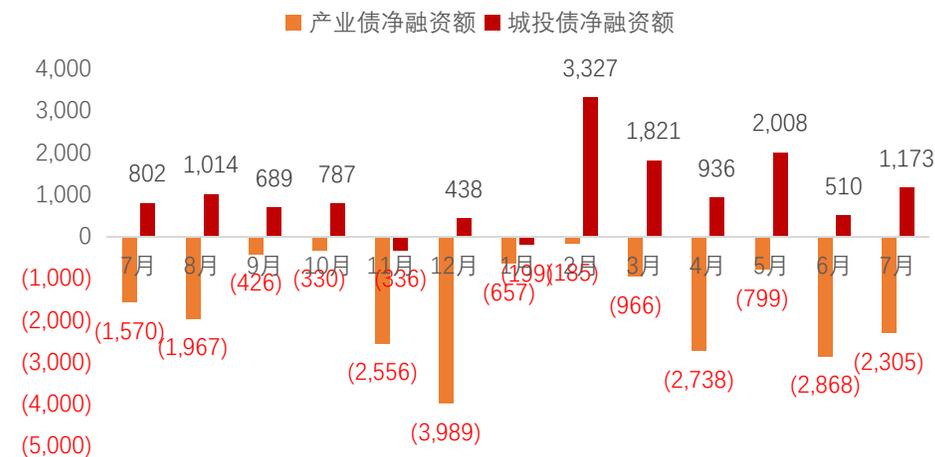
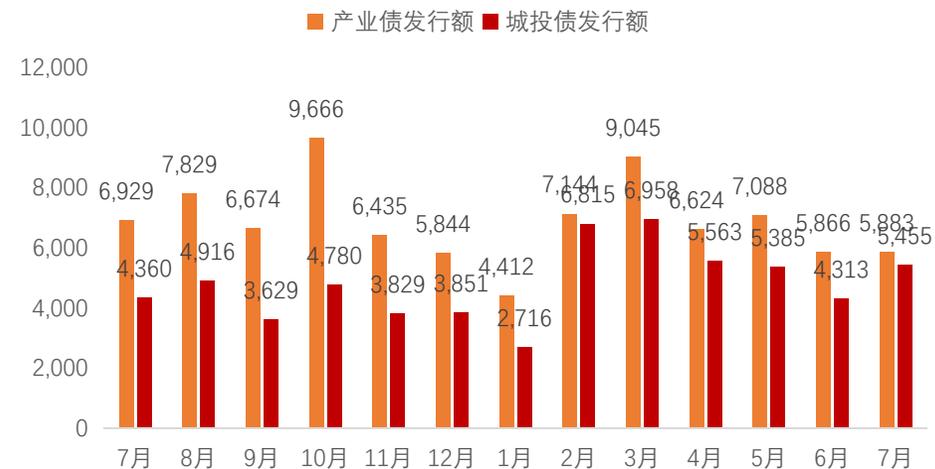
# 城投债净融资回暖，民营房企再现展期

- ◆ 跟踪期内信用债发行环比上行，主因城投发行回暖。本月城投债发行额环比上升1142亿至5455亿，产业债发行额环比上升18亿至5883亿；信用债整体净融资-1132亿，环比上月上升1227亿，其中，城投净融资额1173亿元，较上月上升663亿；产业债净融资额-2305亿，较上月上升563亿元。
- ◆ 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**建筑装饰、食品饮料、电气设备**；净融出规模居前的行业为**公用事业、综合、采掘、交通运输**；食品饮料、房地产、通信行业净融资由负转正。
- ◆ 民企地产展期再现，8月初远洋集团境内债未按期兑付，展期方案尚未获得通过，近期碧桂园地产亦曝出针对境内债券债权人拟寻求展期消息。

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额、净融资额情况（亿元）



注：统计周期为7月16日至8月15日

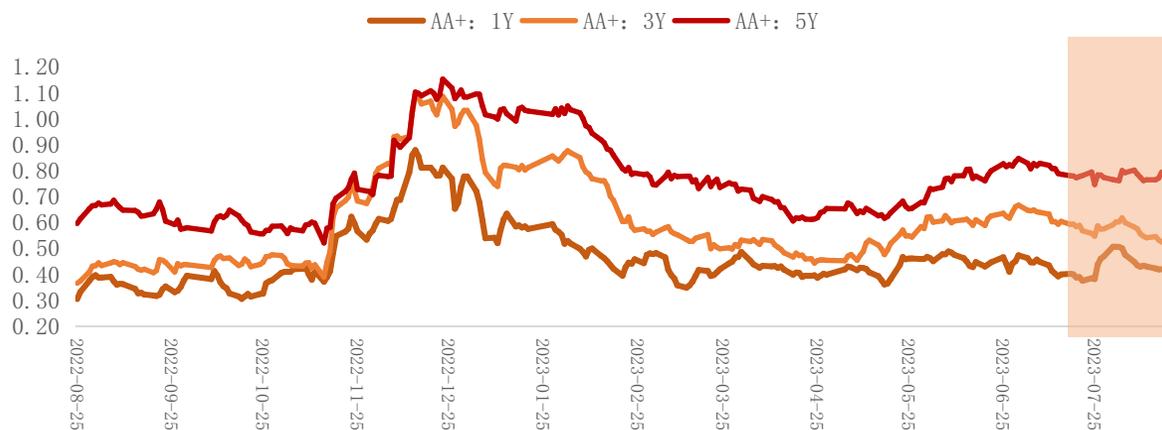
数据来源：Wind, PICCAMC

# 跟踪期内信用债收益率下行，利差多处于历史较低分位数水平



- ◆ 跟踪期内，宏观经济数据整体走弱，经济复苏信心偏弱，货币政策仍宽松，政策利率下行，信用债市场收益率整体下行。
- ◆ 不同期限利差低位震荡，由于无风险利率下降幅度更快，利差多呈现小幅增长，整体处于较低历史分位数水平，目前看，五年期相对具有一定性价比。

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	3	1	0	9%	14%	40%	18	21	35
AA+	5	-5	1	5%	12%	38%	13	17	45
AA	1	-7	2	2%	19%	28%	9	47	69
AA-	1	-7	2	66%	83%	88%	207	206	207

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为7月16日-8月15日

图表35：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	3.62	-0.99	-10.36
休闲服务	1.46	-3.89	-6.01
传媒	2.62	10.11	-155.88
公用事业	3.10	-3.45	-8.03
农林牧渔	-2.71	1.34	-1.72
化工	4.67	2.71	-3.27
医药生物	4.80	1.15	--
商业贸易	4.36	-5.18	-102.88
国防军工	5.71	7.76	--
城投	-0.98	-8.19	-12.94
家用电器	5.10	4.65	--
建筑材料	2.49	9.24	5.07
建筑装饰	4.12	10.98	0.51
房地产	5.59	32.10	7.99
有色金属	1.81	22.11	--
机械设备	6.39	-11.79	--
汽车	1.39	7.73	--
电子	-0.15	3.31	5.49
电气设备	3.91	7.32	--
纺织服装	-0.25	3.39	-9.80
综合	1.30	-1.27	5.15
计算机	11.05	0.21	--
轻工制造	3.64	4.93	--
通信	2.80	6.76	5.09
采掘	1.65	26.70	-3.51
钢铁	7.34	9.61	--
非银金融	2.10	-3.91	6.32
食品饮料	5.01	4.19	7.29

- ◆ 跟踪期内，伴随各品种信用利差小幅提升，行业利差整体小幅上升为主，但城投行业利差显著收窄，主因天津、贵州等弱资质地区受“一揽子化债”利好影响，利差大幅收窄，近期发行的津城建超短一级认购火热，短期限品种收益率下行近300bp，后续关注“一揽子化债”政策落地及相应的结构性机会。
- ◆ 传媒、商贸、机械、纺织服装等行业AA+、AA主体利差大幅变化，主要受样本较少，波动较大等因素影响。

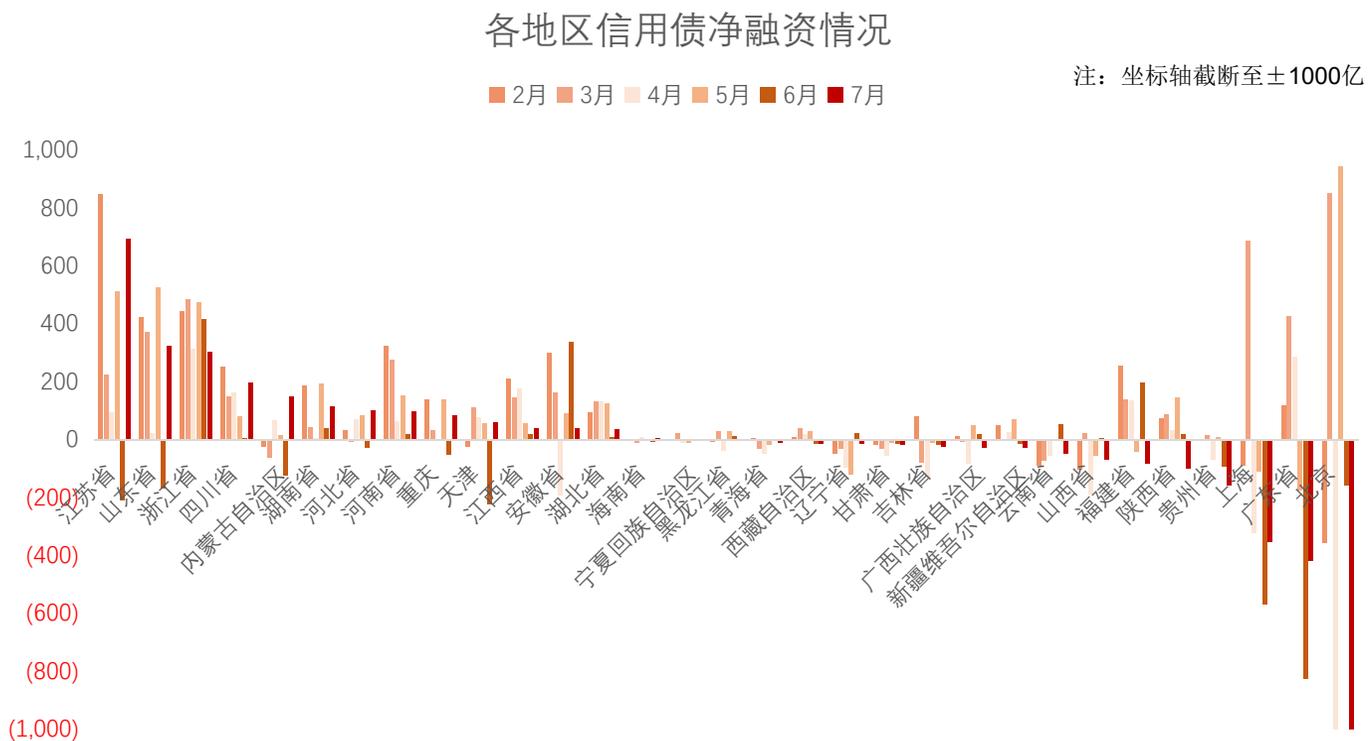
注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为7月16日-8月15日

数据来源：Wind, PICCAMC

# 弱区域地区整体融资净流出，但政策利好驱动下利差收窄

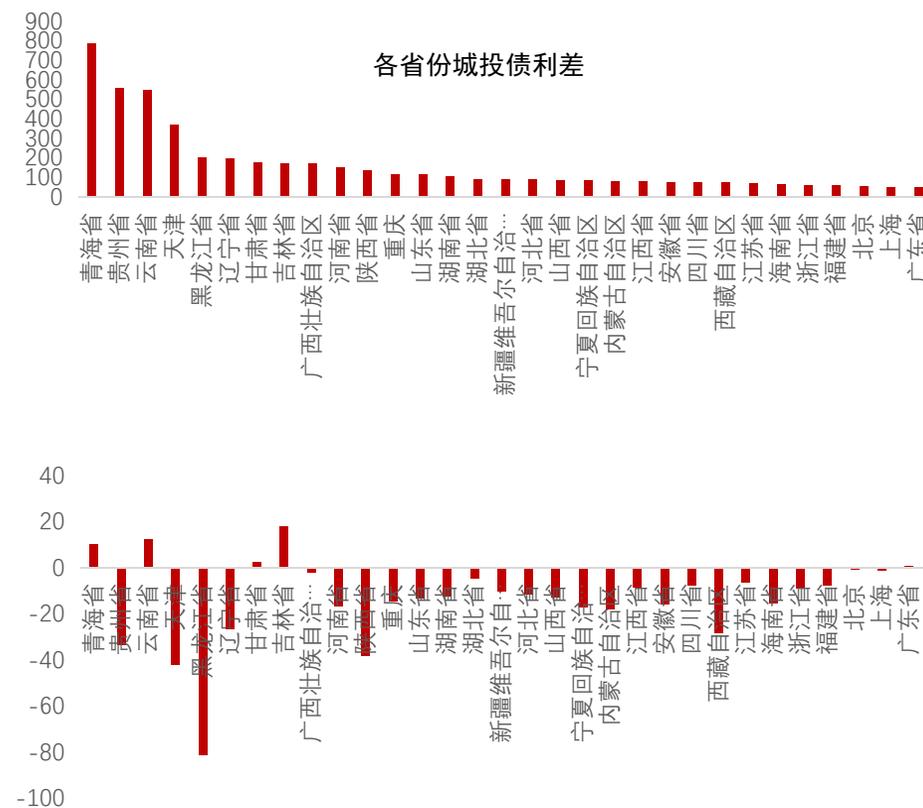
- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在江苏、山东、浙江、四川等省份；北京、广东、上海等地净流出排名居前；甘肃、青海、贵州、辽宁、吉林、云南等省份近半年净融资多数为负。
- ◆ 跟踪期内受“一揽子化债”利好刺激，城投信用利差中枢下移，其中贵州、天津、黑龙江等弱区域地区信用利差收窄较多。

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7月16日-8月15日

图表37：各省份城投债利差及利差较上月变动



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