

# 2023年11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

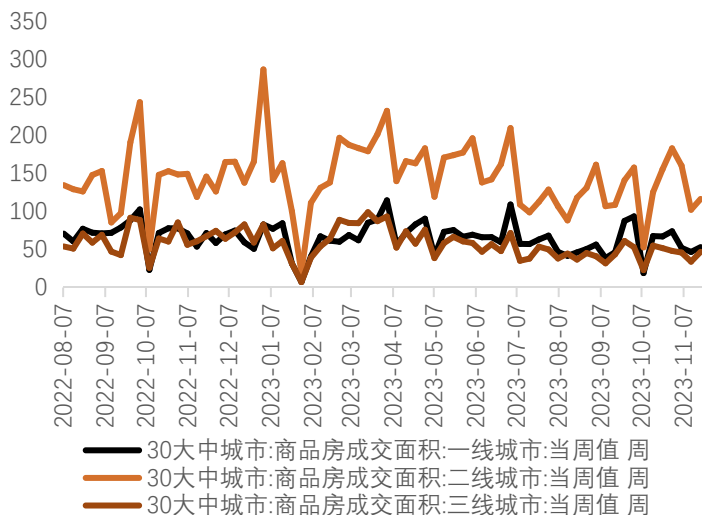
## ◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 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。

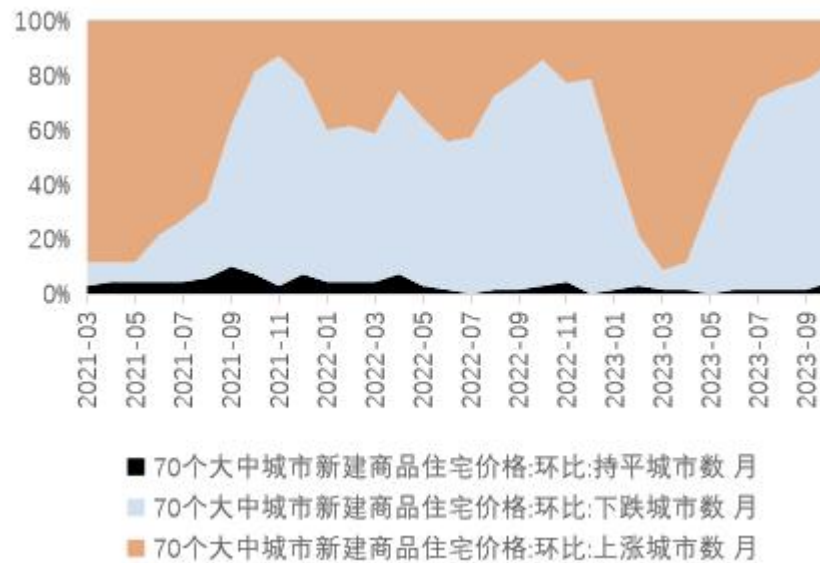
# 下游：房地产-销售端降幅继续扩大

- ◆ **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。

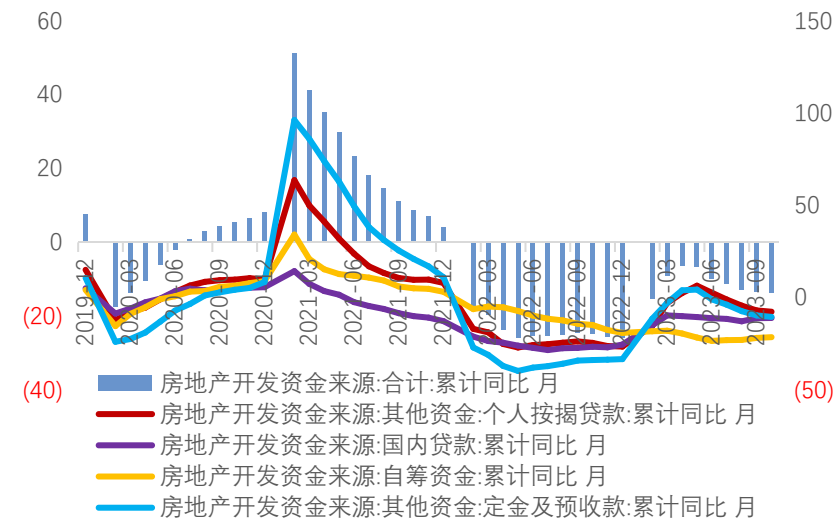
图表1：30大中城市商品房成交面积



图表2：70大中城市新建商品住宅价格



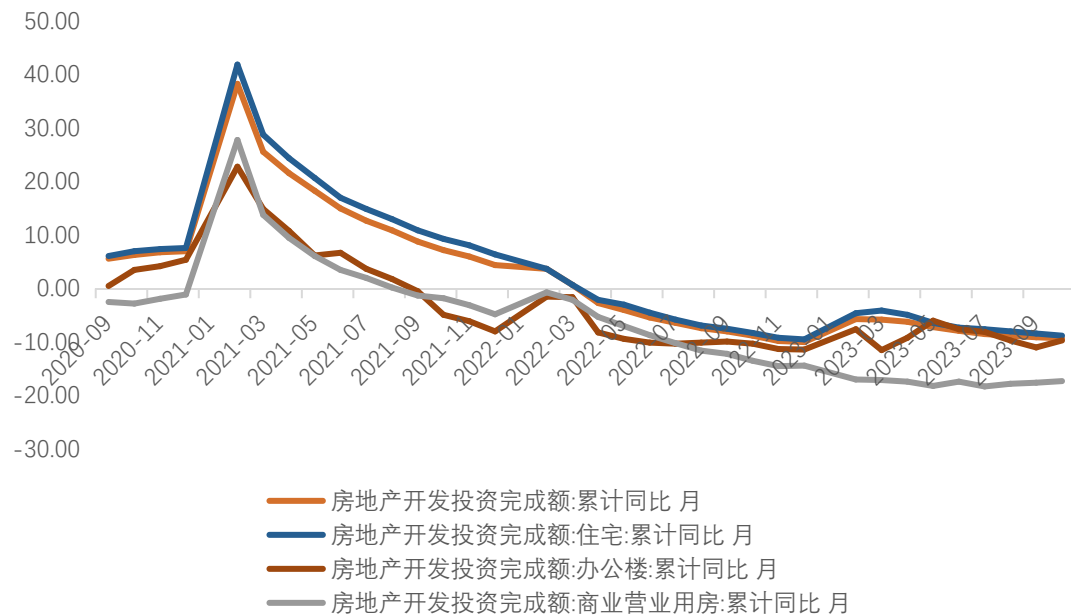
图表3：房地产开发资金来源



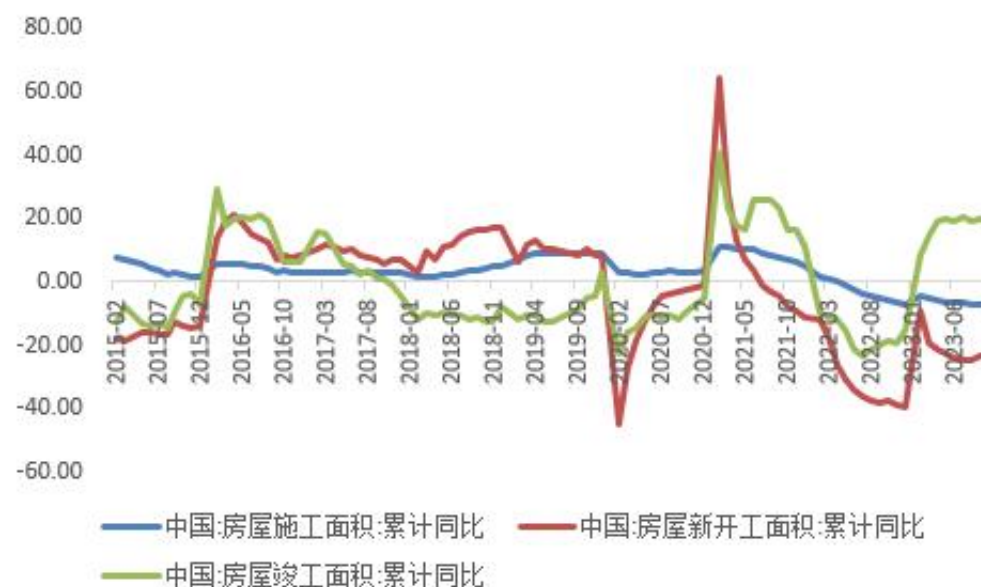
数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ **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。

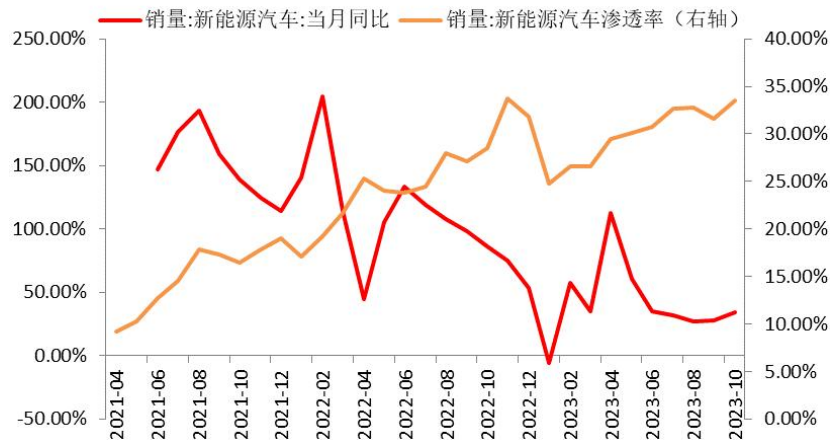
# 汽车-产销持续向好

- ◆ 10月汽车产量289.13万辆，环比1.49%，同比11.26%（上月6.65%），累计同比7.98%；批发销量285.26万辆，环比-0.2%，同比13.89%（上月9.5%），累计同比9.06%，其中乘用车销量248.79万辆，同比11.5%，上月6.97%，1-10月销量较21年同期增14.31%，上月13.16%，整体产销较好，内销改善，同比9.12%，外销维持较高增速，同比44.52%。
- ◆ **新能源汽车**10月销量95.6万辆，环比5.75%，**同比33.97%**（上月27.77%），渗透率提升至33.51%。
- ◆ 10月汽车经销商库存系数1.7，较上月上行0.19。
- ◆ **展望**：20年以来外销占比持续提升，10月外销占比17.1%，1-10月外销同比增长141.74万辆，贡献同期汽车销量同比增长的72.55%，**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**，23年三季报显示，A股上市车企前三季度实现净利润588.57亿元，同比增长18.24%，整体盈利情况良好，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。

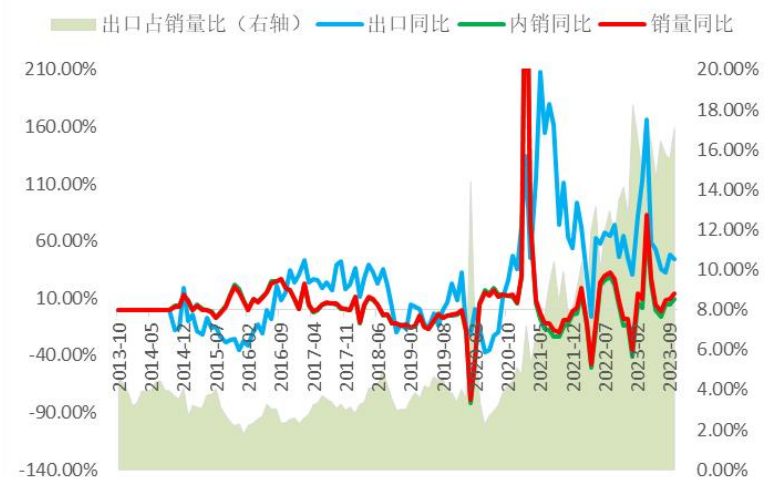
图表6：汽车产销量同比走势



图表7：新能源汽车销售情况



图表8：销量内、外销结构





# 电力-用电需求良好反映经济持续恢复，水电来水继续恢复

- ◆ 10月全社会发电量7044亿千瓦时，同比增长5.2%（9月同比增长7.7%），1-10月份，累计发电73330亿千瓦时，同比增长4.4%（前9月同比增长4.2%）；10月全社会用电量7419亿千瓦时，同比增长8.4%（9月同比增长9.9%）；1-10月，全社会累计用电量76059亿千瓦时，同比增长5.8%（前9月同比增长5.6%）。
- ◆ 从发电结构看，本月火电、光伏增速提升，风电降幅扩大。其中，火电同比增加4.0%（9月同比增长2.3%）；水电同比增加21.8%（9月同比增加39.2%）；风力发电同比-13.1%（9月同比-1.6%）；光伏发电同比增长15.3%（9月同比增长6.8%）；核电同比增长6.5%（9月同比增长6.7%）。
- ◆ 从用电结构看，10月第一产业用电量101亿千瓦时，同比增长12.2%（8月同比增长8.6%）；第二产业用电量5194亿千瓦时，同比增长8.6%（9月同比增长8.7%），；第三产业用电量1262亿千瓦时，同比增长14.4%（9月同比增长16.9%），二三产用电增速维持高位，体现需求恢复趋势；城乡居民用电量862亿千瓦时，同比-0.70%（9月同比增长6.6%），主要系当月气温较往年低，居民用电有所减少。
- ◆ 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：发电量及发电结构（%）

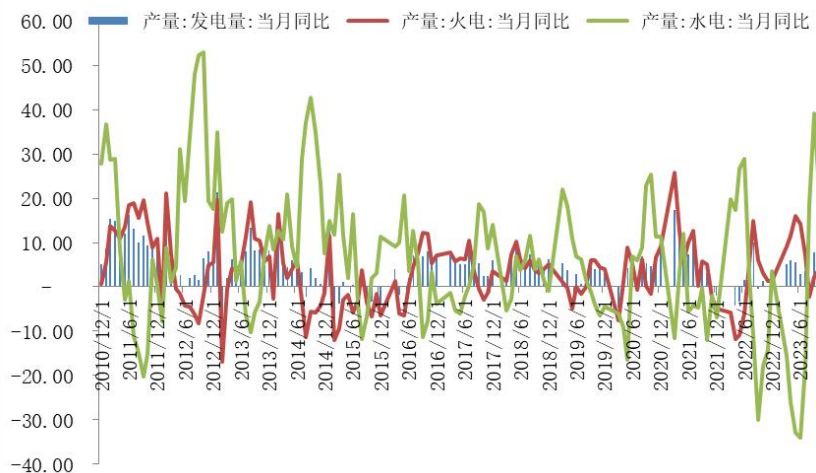


图10：2023年1-10月全社会用电量当月同比增长5.6%

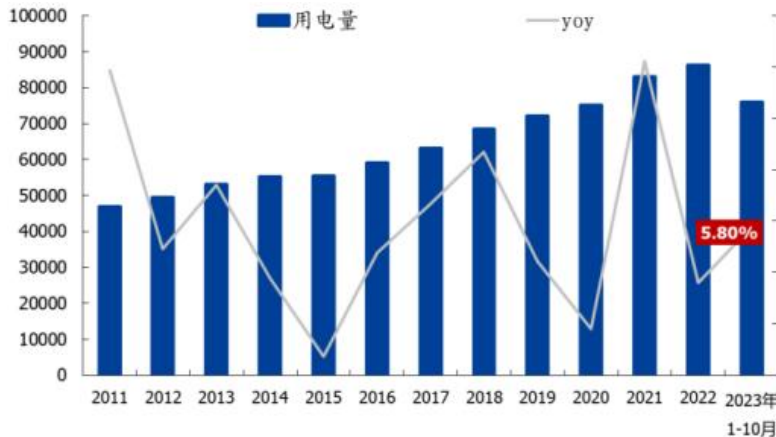
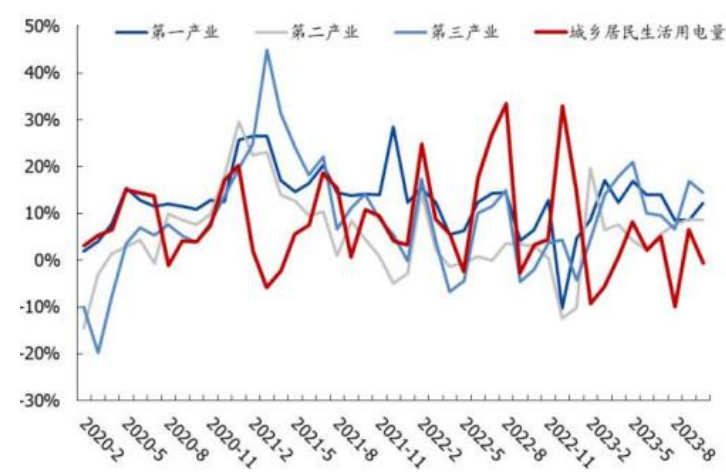


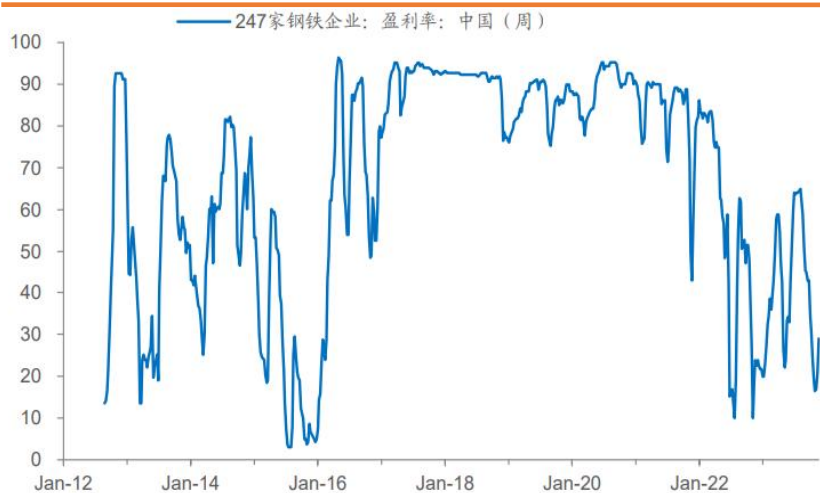
图11：分产业用电量月度增速情况



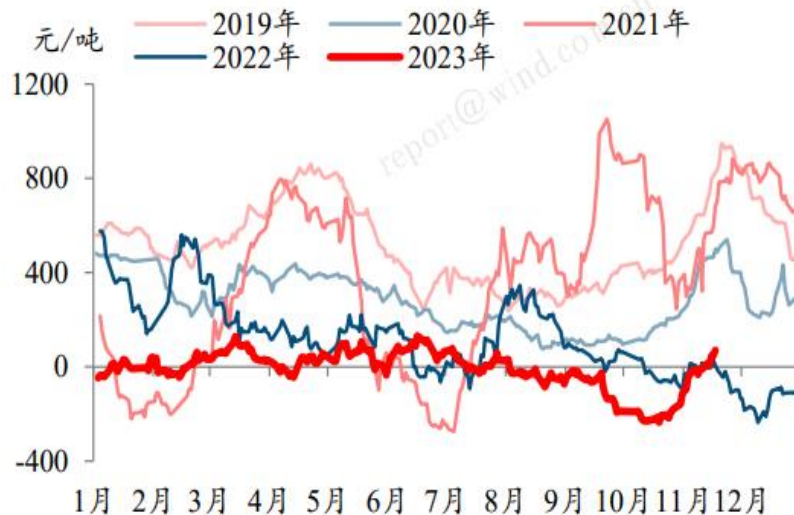
# 钢铁-供给小幅回落，需求未见起色，万亿国债改变市场悲观预期

- ◆ 供给和需求：10月我国生产粗钢7,909万吨，同比-1.8%，上月-5.6%（环比9月+3.8%），1-10月我国粗钢累计产量87,470万吨，同比+1.4%，上月2.6%；10月我国生铁产量6,919万吨，同比-2.8%（环比+0.5%），1-10月我国生铁累计产量74,475万吨，同比+2.3%；10月我国钢材产量11,371万吨，同比+3.0%（环比-2.5%），1-10月我国钢材累计产量114,418万吨，同比+5.7%。供给上看，随着钢厂盈利走弱，行业供给阶段性主动调整，粗钢日产量环比9月回落3.7%至263.6万吨，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调研247家钢厂高炉开工率79.67%，环比上月下降2.67个百分点。需求方面，本月在地产低迷，基建的兜底作用弱化，建筑用钢需求不佳。
- ◆ 价格及盈利：10月钢铁行业盈利仍处于震荡状态，247家钢厂盈利率先降后升，由年内最低的16.45%回升至11月第三周的29%，随着一万亿国债的推出，市场的悲观预期开始扭转，钢价持续上涨。截至11月19日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)4,080/吨，相比于上月同期+340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12：247家重点钢厂盈利情况



图表13：螺纹钢吨钢盈利趋势（即期）



图表14：全国高炉开工



数据来源：Wind, PICCAMC

- ◆ **供需：同比延续负增长，显示需求整体低迷**，10月水泥产量1.91亿吨，当月同比-4%，上月-7.2%，降幅收敛，累计同比-1.1%，上月-0.7%。
- ◆ **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**，11月10日P.0.42.5普通硅酸盐水泥报价326.3元/吨（9月底为303.7元/吨），煤价小幅震荡，水泥煤炭价格差回落至697.7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**，三季报显示，上市水泥企业亏损比例达41%，居于近年来较高水平，净利润合计130.88亿元，同比下降53.47%，若需求持续低迷，全年利润表现预计将进一步下台阶。

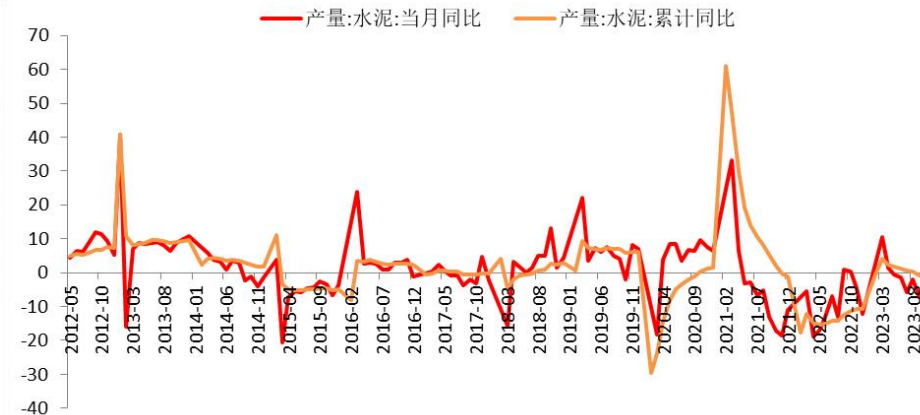
图表15：水泥及煤炭价格走势（元/吨）



图表16：上市水泥公司盈利情况（亿元，%）



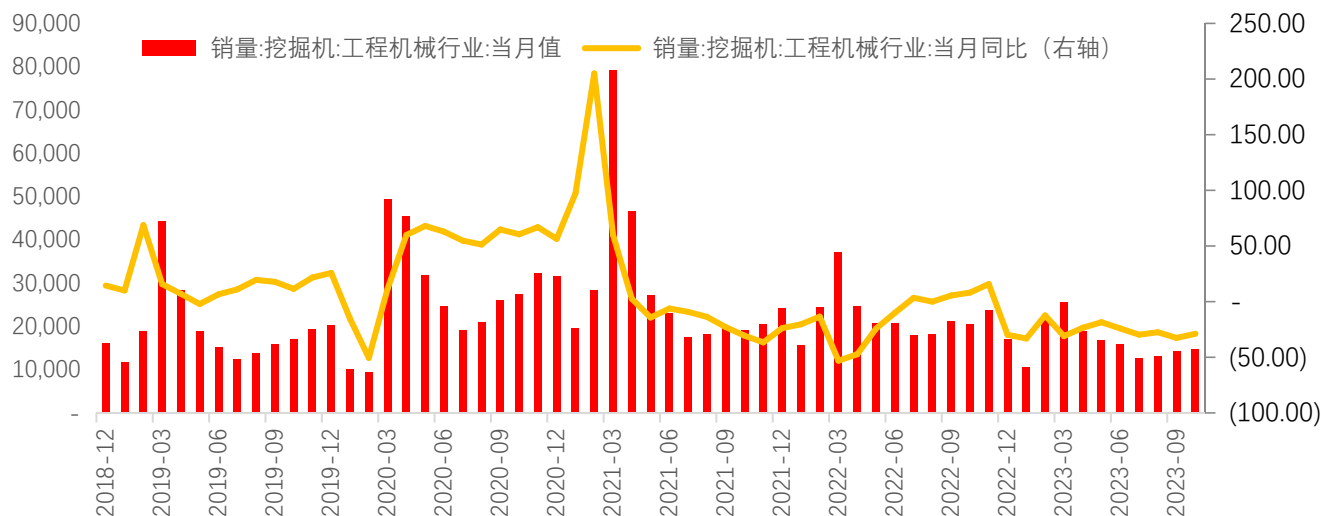
图表17：全国水泥产量同比（%）



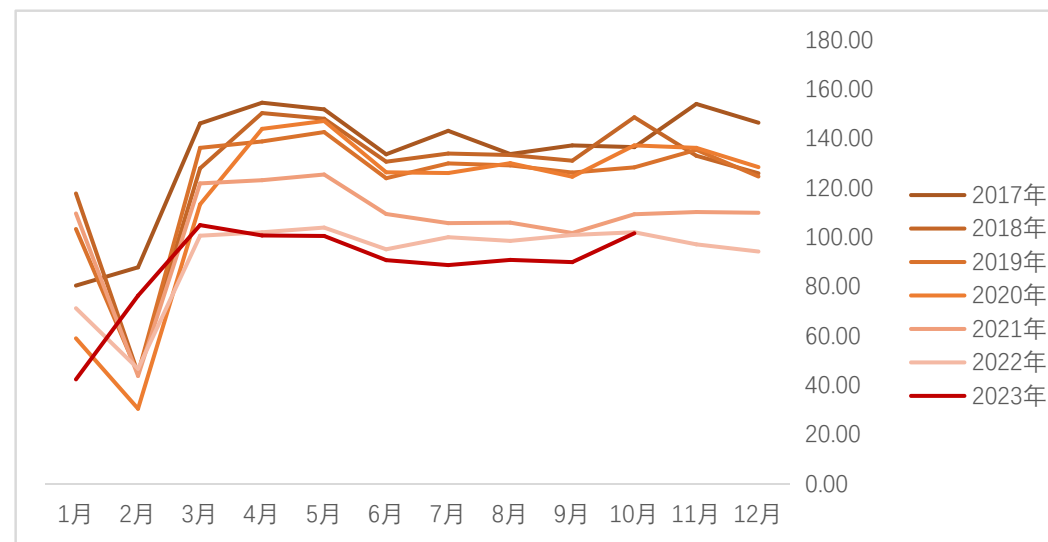
# 工程机械-挖机内销持续低迷仍显地产困境，外销全年累计同比下滑

- ◆ 挖掘机：2023年10月挖掘机销量14584台，同比-28.9%（9月同比-32.6%），其中国内6796台，同比-40.1%（9月-40.5%），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-14.9%（9月同比-24.8%）。2023年1-10月挖掘机销量163396台，同比-26.0%（1-9月-25.7%），其中国内74871台，同比-43.0%（1-9月-43.3%）；出口88525台，同比-1.04%（1-9月同比0.54%）。
- ◆ 10月挖机开工小时数为101.7小时，同比持平，环比增加11小时。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月迎来景气顶点，出口下滑逐月扩大，前十月外销增速已同比下滑。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，及年底特别国债落地情况。

图表18：挖掘机销量走势



图表19：挖机开工小时数走势



# 煤炭-矿难频发，供应边际收紧，煤炭价格维持高位

- ◆ 供给和需求：供给方面，10月份，生产原煤3.89亿吨，同比增长3.8%，日均产量较9月的1310万吨下滑至1,254万吨。1-10月累计生产原煤38.3亿吨，同比增长3.1%，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。11月16日，山西省吕梁市离石区永聚煤业发生火灾，遇难人数达到26人，目前离石区所有煤矿被责令停产，本次事件涉及的产能2190万吨约占山西省炼焦煤产量的3.1%，占全国炼焦煤产量1.7%，停产时长暂不确定；此外，能源生产安全仍是煤炭行业发展重点方向，长期化、高强度化的生产安全检查预期延续，预期会影响煤矿产能增量的进一步释放。进口方面，2023年10月我国进口煤炭3,599万吨，同比+23.3%，环比减少615万吨。2023年1-10月全国累计进口煤炭3.84亿吨，同比+66.8%。需求方面，动力煤日耗已开始爬升，随着电厂库存逐步去化，补库需求有望对煤价形成支撑；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11月17日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格941/吨，月环比-70元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,560元/吨，月环比+80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，1-9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20：内陆17省电厂日耗（动力煤）

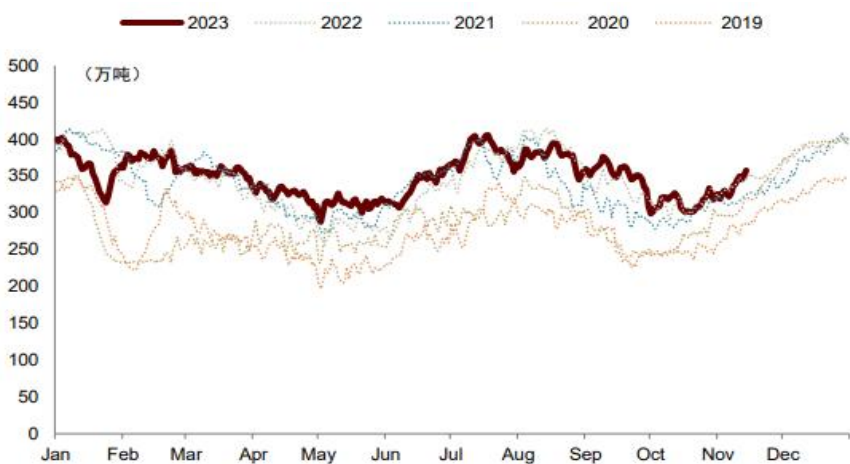
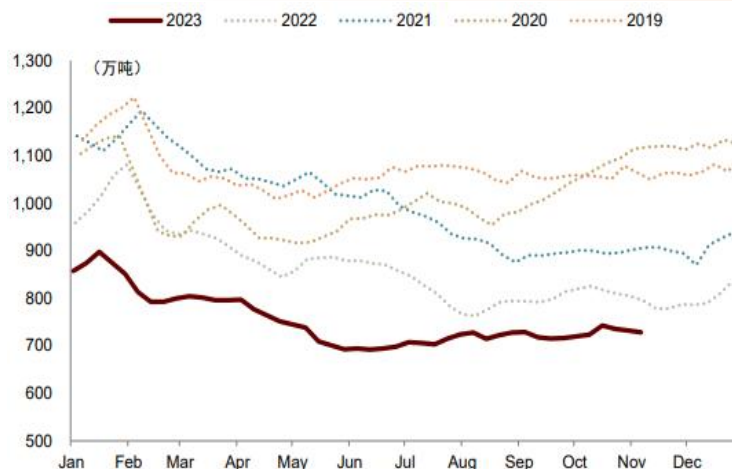
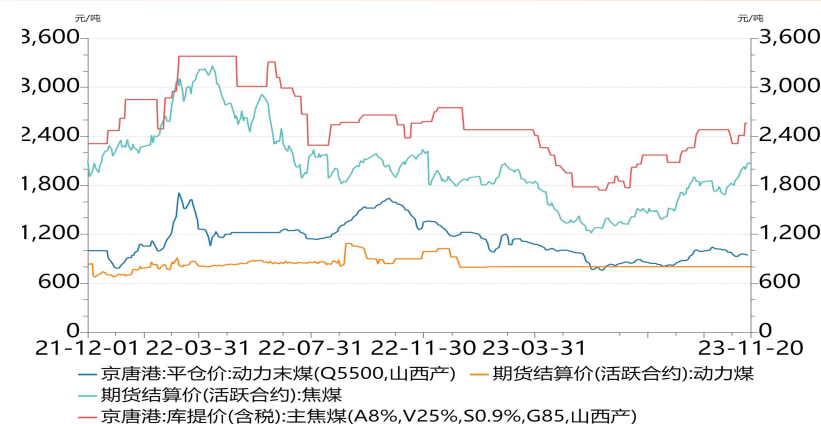


图21：下游焦钢企业炼焦煤库存（万吨）



图表22：动力煤、焦煤现货及期货价格



数据来源：Wind

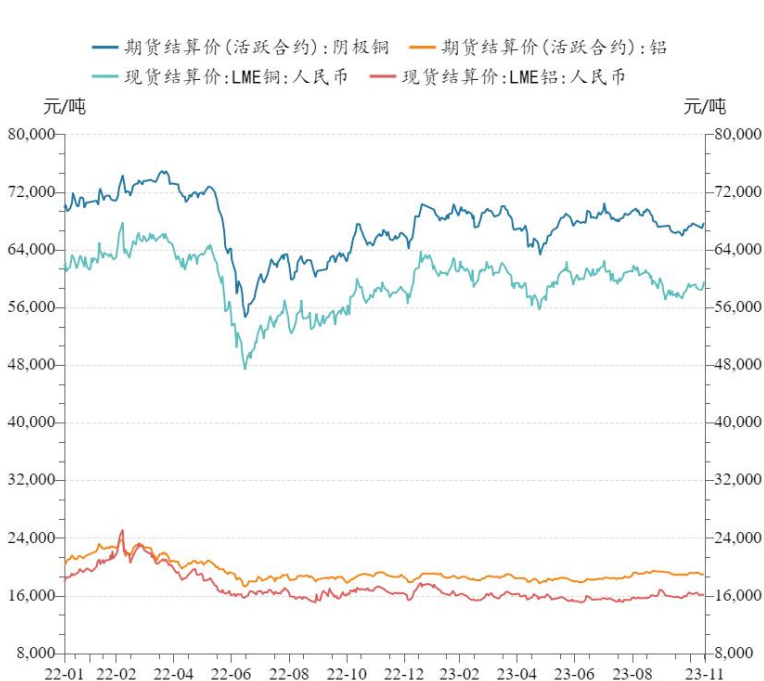
数据来源：wind, PICCAMC

# 铜铝金属-美联储加息预期降温，库存走势分化下：铜价反弹，铝价维持

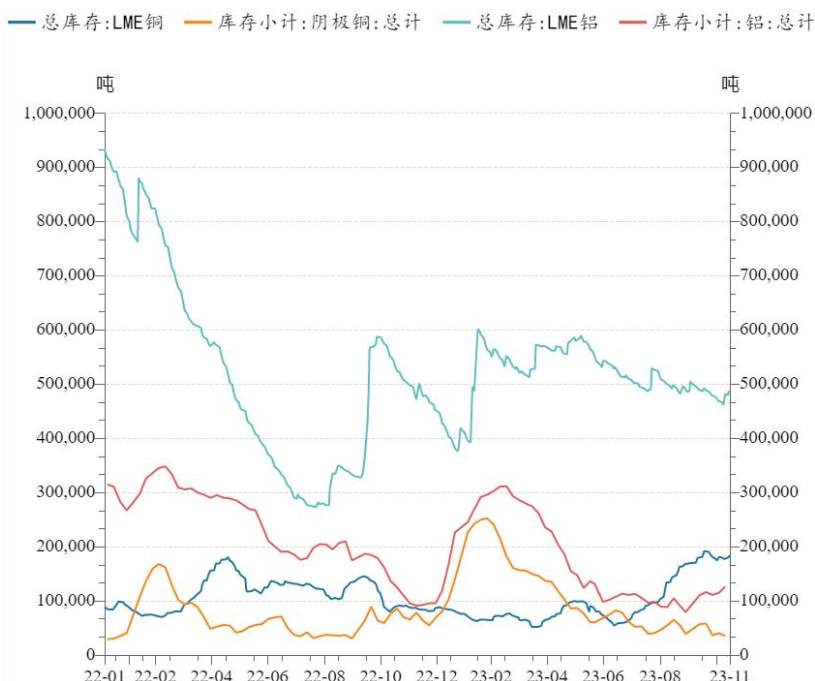


- ◆ **铜价反弹，铝价维持：**美国10月季调后非农就业人口及失业率不及预期，同时美国十月季调CPI3.5%，环比下降0.5个百分点，美联储加息预期降温；国际国内铜库存自10月下旬高点均持续回落，铜价近期出现反弹。铝库存延续上月累库态势，国内地产疲弱依旧，抑制铝价走势。截至2023年11月16日，上期所活跃合约的铜、铝期货结算价分别为67820元/吨、18955元/吨，环比上月中旬分别变化+2.27%、0.00%。
- ◆ **冶炼企业盈利情况：**本月氧化铝和预焙阳极价格变化不大，电解铝的理论成本变化不大；铜精矿价格有所走高，铜冶炼企业TC环比下降4.2美元/干吨至82.6美元/干吨。
- ◆ **预测：**国内经济复苏信心依旧不足，房地产行业整体依旧疲弱，加之库存增加，淡季来临，铝价短期难以有较好表现；铜价在美联储加息预期减弱和库存去化的支撑下有望延续反弹。

图表23：LME铜、铝价格走势



图表24：铜、铝库存走势



图表25：铜精矿、氧化铝和预焙阳极价格走势

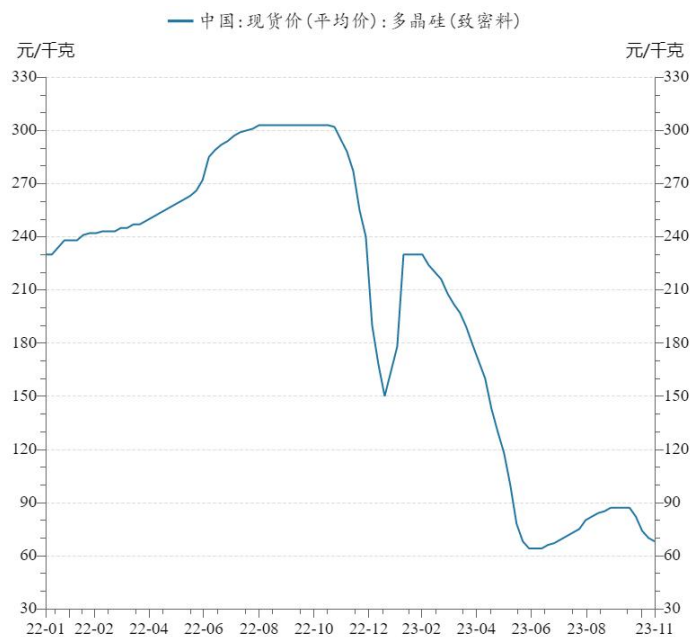


# 光伏制造-硅料价格转跌，硅片、电池片跌幅趋缓，组件激烈竞争依旧

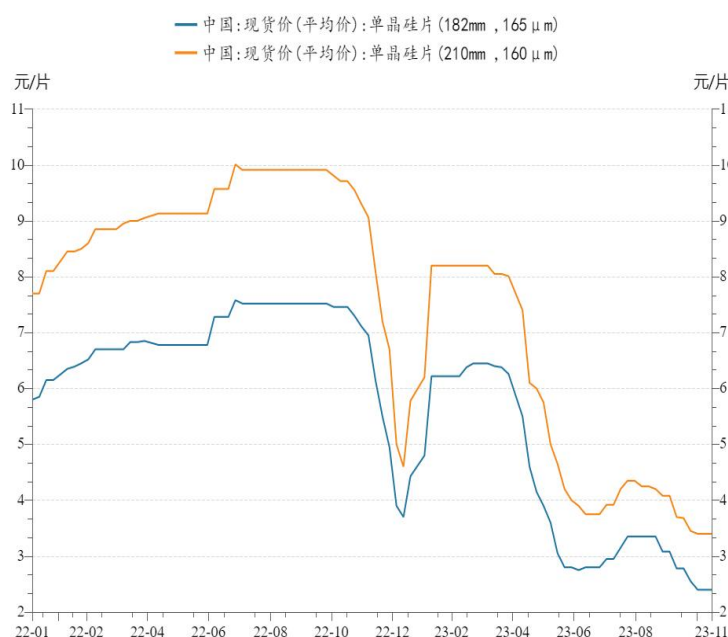


- ◆ **多晶硅价格转跌：**在下游环节降价的传导下，硅料环节10月中旬开始降价以缓解库存压力。截至2023年11月15日，多晶硅致密料自上月中旬的87元/千克急跌至68元/千克。
- ◆ **硅片现止跌迹象：**本月硅片价格连续两周总体价格持平，现止跌迹象，但背后价格博弈依然激烈。截至2023年11月15日，P型M10和G12单晶硅片价格分别为2.4元/片、3.4元/片（10月18日为2.78元/片、3.68元/片）。
- ◆ **电池片走势分化：**本月电池片不同尺寸间走势分化。210尺寸电池片先于182尺寸电池片一周企稳，并于最近一周出现反弹，背后反映不同尺寸电池片的供需形势差异。截至2023年11月15日，P型G12、M10电池片的均价分别为0.56元/W、0.45元/W（10月20日为0.59元/W、0.57元/W）。
- ◆ **组件激烈竞争依旧：**本月组件价格下行依旧，但趋势略有缓和，特别是G12尺寸组件近一周价格走平。截至2023年11月15日，G12、M10组件的均价分别为1.07元/W、1.04元/W（10月20日为1.16元/W、1.15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。

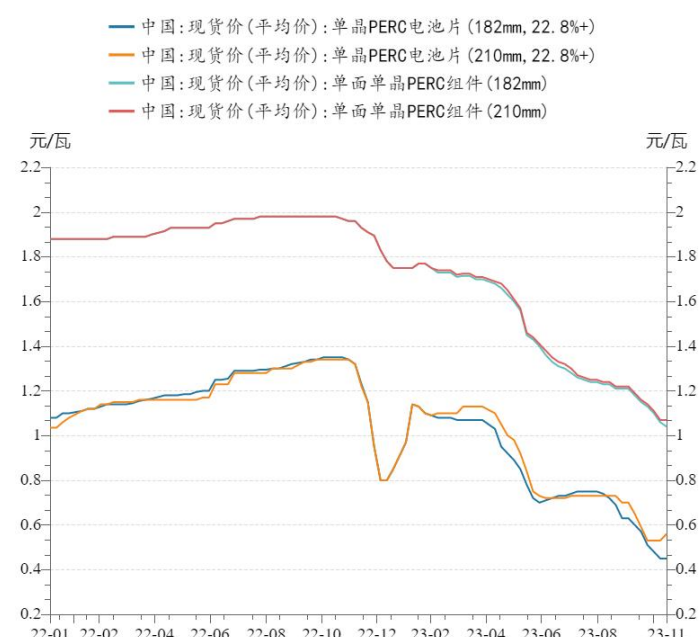
图表26：多晶硅价格走势



图表27：硅片价格走势



图表28：电池、组件价格走势

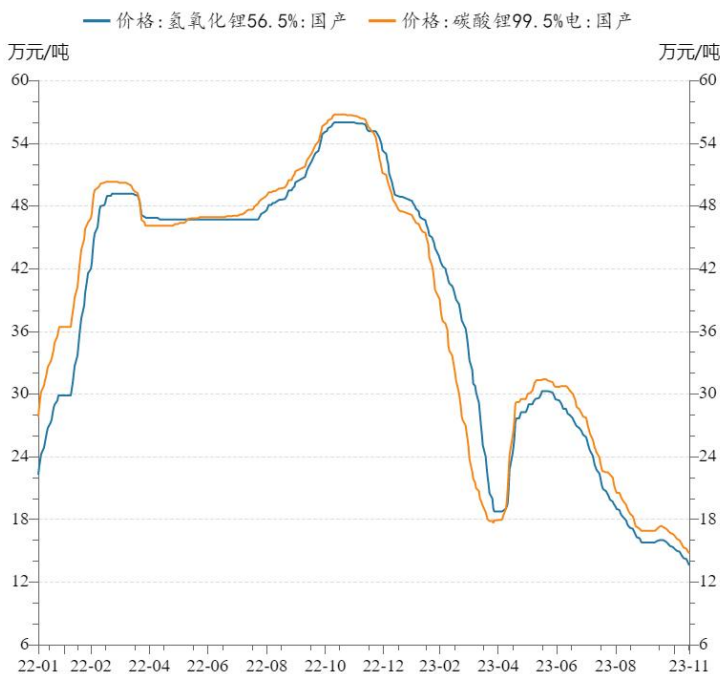


# 动力电池-锂价再次转跌；电动车降价诉求下，电芯价格持续下调

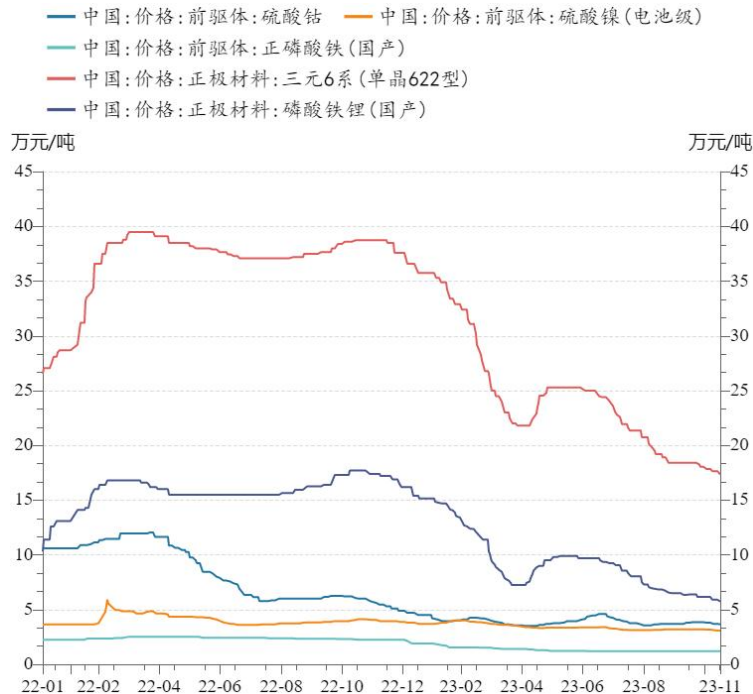


- ◆ **锂价再次转跌：**10月下旬以来，下游需求不及预期，叠加锂矿端价格下降，缓解锂盐厂商成本压力，锂盐厂生产恢复，供给增加，导致碳酸锂价格开始走跌。截至2023年11月23日，国产碳酸锂（99.5%）价格为14.75万元/吨（10月23日为17.09元/吨）。
- ◆ **前驱体与正极价格窄幅波动：**本月，正磷酸铁价格维稳运行，硫酸钴和硫酸镍随金属价格下降而有所下滑。磷酸铁锂和6系三元正极材料价格跟随锂价有所走低。
- ◆ **电芯价格持续下调：**本月电芯价格继续下调。截至2023年11月16日，国产三元和磷酸铁锂方形电芯价格分别为0.53元/瓦时、0.45元/瓦时（10月23日为0.57元/瓦时、0.48元/瓦时）
- ◆ **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，价格预计窄幅波动；动力电池头部企业（宁德时代）盈利情况保持良好，出于维护市场份额目的，电芯价格不排除进一步下降可能。

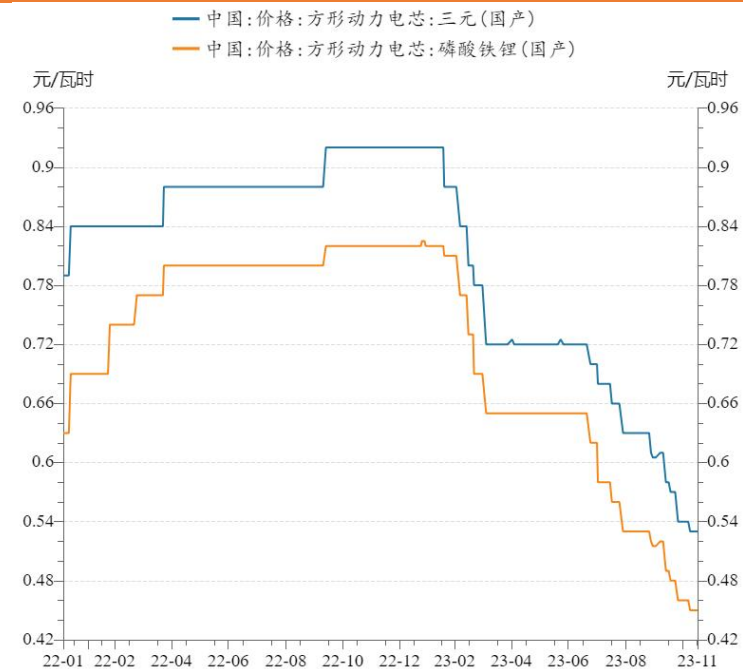
图表29：锂价格走势



图表30：正极材料与前驱体价格走势



图表31：电芯价格走势



数据来源: Wind, PICC AMC



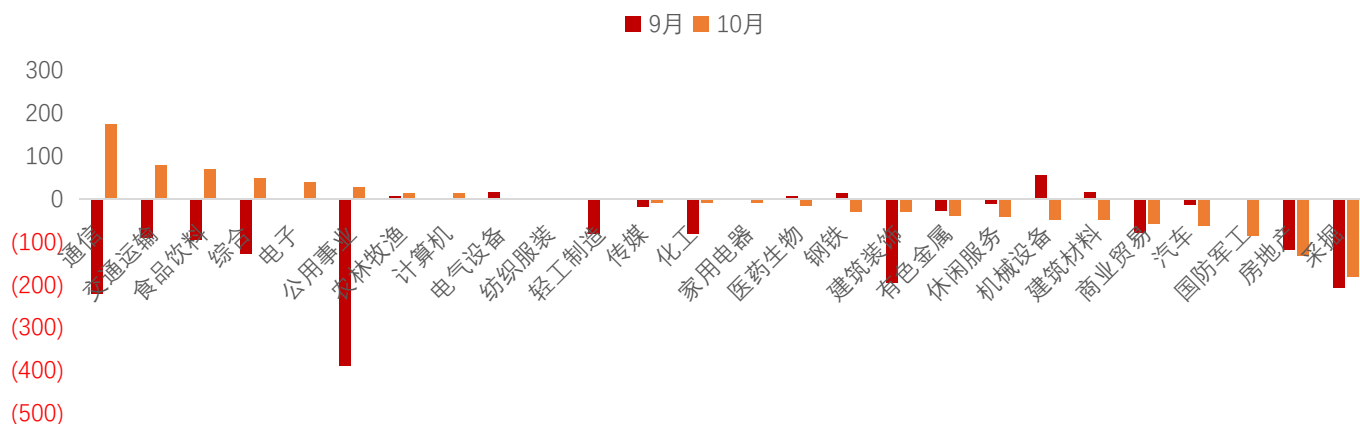
1. 从中观看宏观

2. 信用市场概况

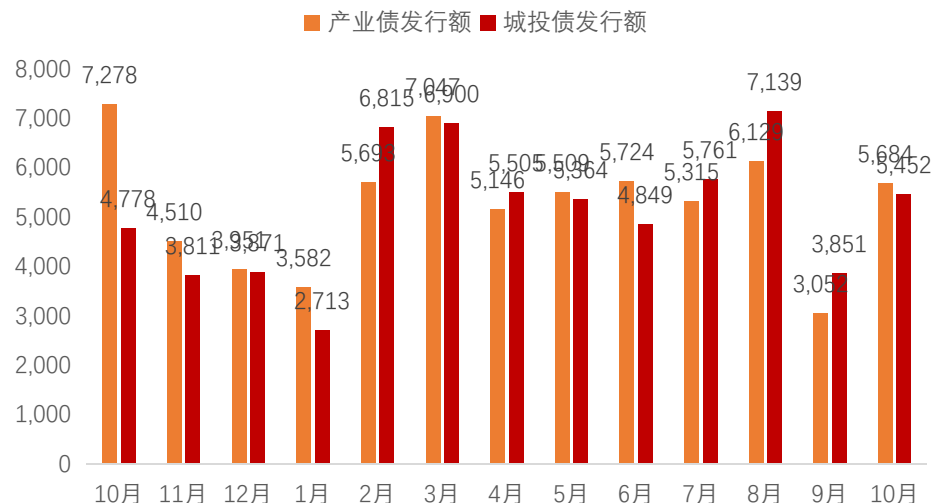
# 信用债发行融资修复，当期境内无新增违约主体

- ◆ 跟踪期内信用债发行环比显著修复，净融资小幅恢复。本月城投债发行额环比上升1602亿，产业债发行额环比上升2632亿；城投净融资额307亿元，较上月上升151亿；产业债净融出93亿，较上月收窄1325亿元。
- ◆ 分行业来看，大多数行业净融资情况均有所改善，其中净融资规模居前的行业为**通信、交通运输、食品饮料**，且净融资均由负转正；净融出规模居前的行业为**采掘、房地产、国防军工**；**机械设备、建筑材料、钢铁**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。

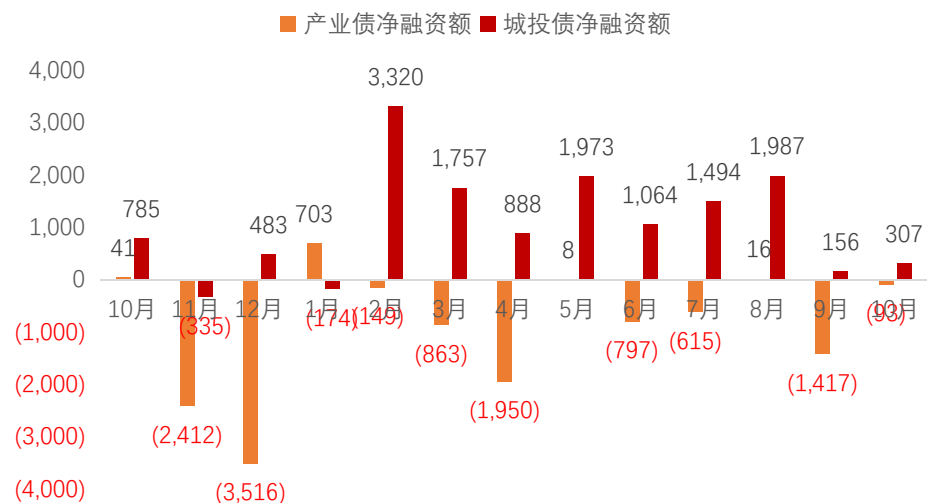
图表32：各行业产业债净融资额情况（亿元）



图表33：非金融产业债和城投债发行额情况（亿元）



图表34：非金融产业债和城投债净融资额情况（亿元）

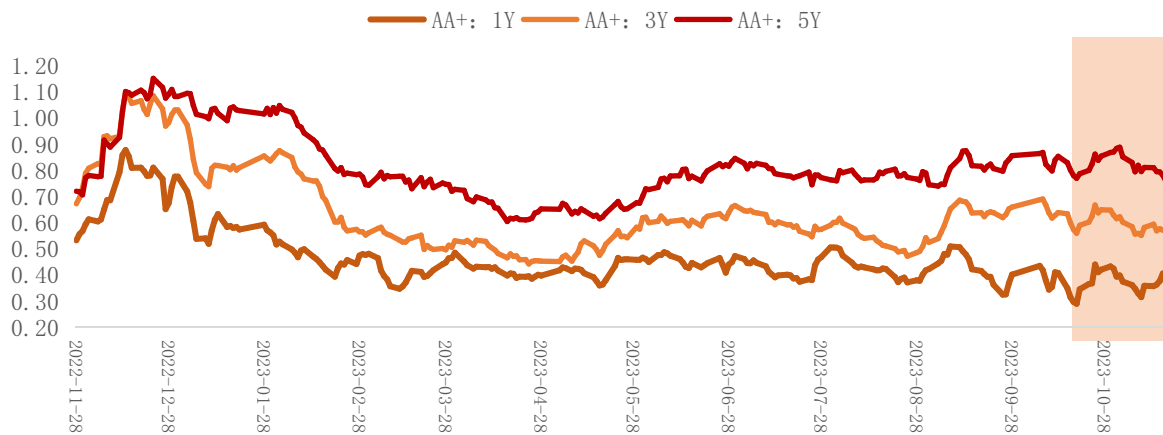


注：统计周期为10月16日至11月15日 数据来源：Wind, PICCAMC

# 跟踪期内信用债利差小幅下行，利差结构有所收窄

- ◆ 跟踪期内，信用债市场不同期限利差逐步靠近，期限结构略有收窄。
- ◆ 跟踪期内，高资质品种短端一年期信用利差低位震荡上行，中长端三年五年期信用利差小幅下行，期限利差小幅收窄。
- ◆ 跟踪期内，各等级信用债收益率均震荡上行。

图表35：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	2	-5	-6	5%	22%	30%	14	24	31
AA+	0	-7	-10	2%	18%	26%	8	21	39
AA	-2	-13	-5	1%	7%	14%	6	31	57
AA-	-3	-14	-6	60%	71%	75%	186	190	192

注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为10月16日-11月15日

图表36：同业存单和中短期票据收益率对比



图表37：不同等级信用利差较上月变化

	AAA	AA+	AA
交通运输	-0.54	-0.89	-1.65
休闲服务	1.51	0.75	-4.12
传媒	1.89	2.82	1.74
公用事业	2.61	-5.96	-18.28
农林牧渔	2.89	-7.56	-101.87
化工	-1.34	-0.53	2.15
医药生物	2.79	-19.63	-1.87
商业贸易	1.19	-4.19	-12.97
国防军工	6.09	--	--
城投	-2.10	-11.12	-25.74
家用电器	--	3.68	--
建筑材料	0.36	-2.04	-4.92
建筑装饰	-3.05	0.91	-18.35
房地产	19.85	12.54	-9.36
有色金属	2.27	10.05	--
机械设备	-1.92	8.02	--
汽车	1.63	2.49	--
电子	-1.32	-2.01	--
电气设备	3.81	3.31	--
纺织服装	2.85	1.44	-0.16
综合	-0.95	-21.75	0.90
计算机	-4.15	-2.02	--
轻工制造	2.44	-2.27	--
通信	8.51	-3.46	-1.53
采掘	1.57	-8.63	0.74
钢铁	-13.77	-11.66	--
非银金融	0.26	-8.59	1.16
食品饮料	4.03	-4.74	-33.75

- ◆ 跟踪期内，城投整体利差下行，其余多数行业利差小幅上升，等级间利差结构维持稳定。
- ◆ 城投行业利差普遍收窄，主要是特殊再融资债落地利好，弱资质城投信用修复明显，利差显著下行；交通运输行业亦被带动，利差普遍收窄；钢铁行业受钢铁价格上升利好影响，利差收窄；受金地、万科、龙湖等利差显著上行影响，房地产利差显著提升，AA利差收窄主因样本券较少以及部分国企小房企利差小幅下行等因素影响，农林牧渔、公用事业、商业贸易、食品饮料等行业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10月16日-11月15日

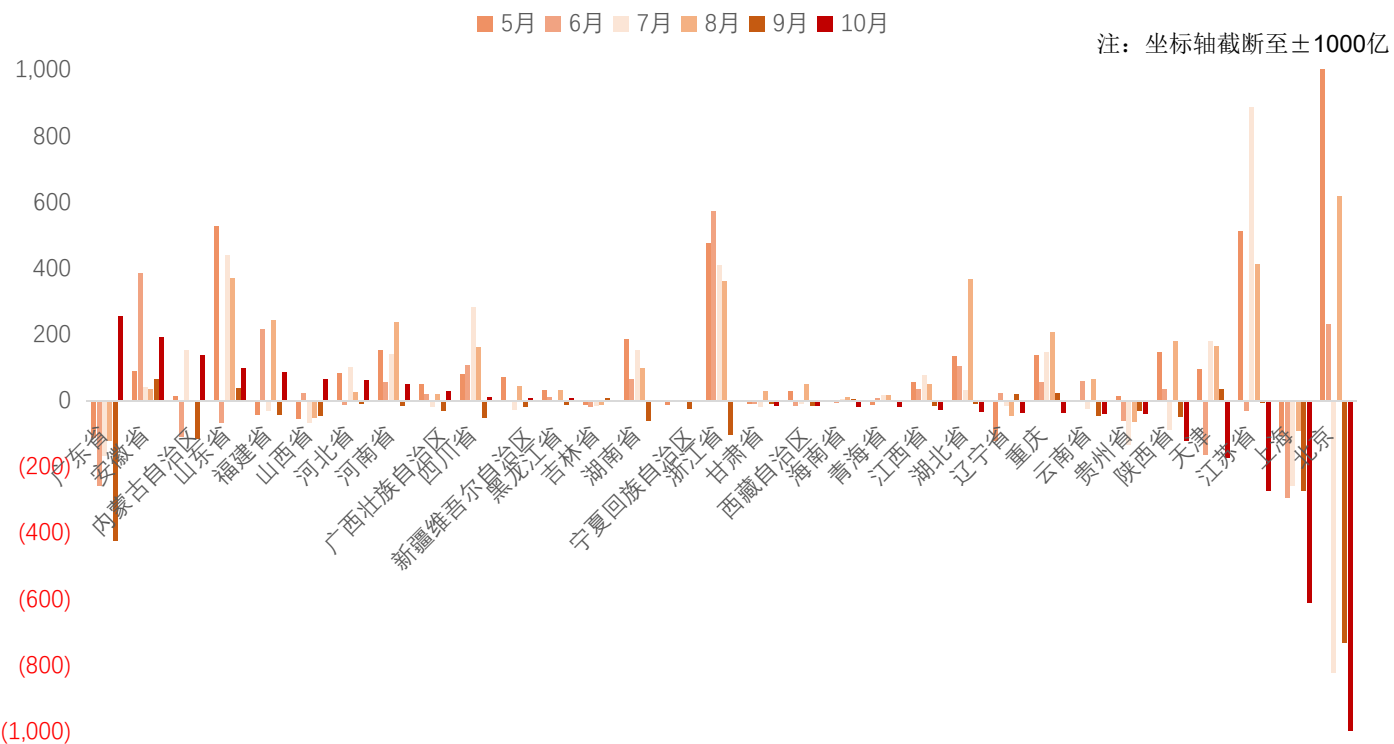
数据来源：Wind, PICCAMC

# 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



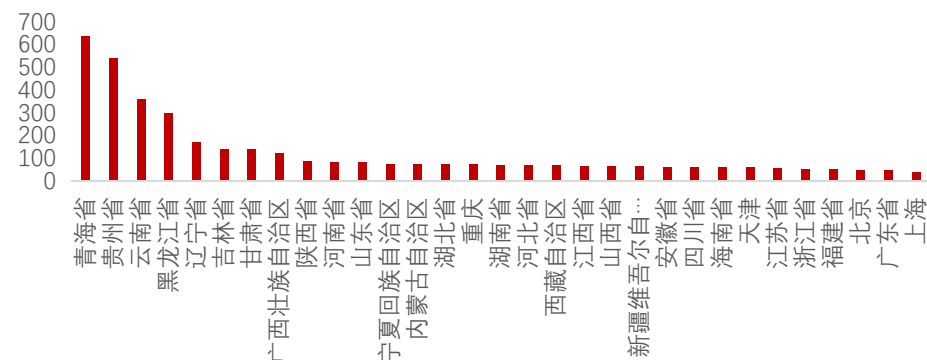
- ◆ 跟踪期内信用债净融资额主要分布在广东、安徽、内蒙、山东等省份；北京、上海、江苏等地净流出排名居前；贵州、宁夏等省份近半年净融资多数为负；四川、云南、陕西等省份净融资小幅转负；辽宁净融资小幅转正。
- ◆ 跟踪期内，隐性债务化解利好不断，城投信用利差大幅下降，所有省市跟踪期内利差均有所下降，其中云南、天津、吉林等地信用利差大幅下跌。

图表38：最近6个月分地区信用债净融资情况汇总（单位：亿）

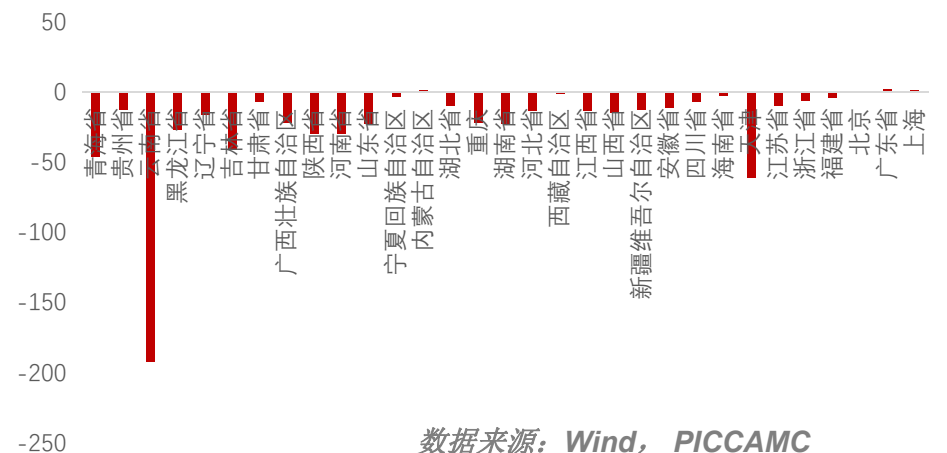


注：信用利差基准为国开债收益率，统计周期为10月16日-11月15日

图表39：各省份城投债利差



图表40：利差较上月变动



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