

2024年1月债券市场信用分析

目 录

1、从中观看宏观

2、信用风险回顾和展望

结论：经济运行仍偏弱，经济修复仍需政策支持

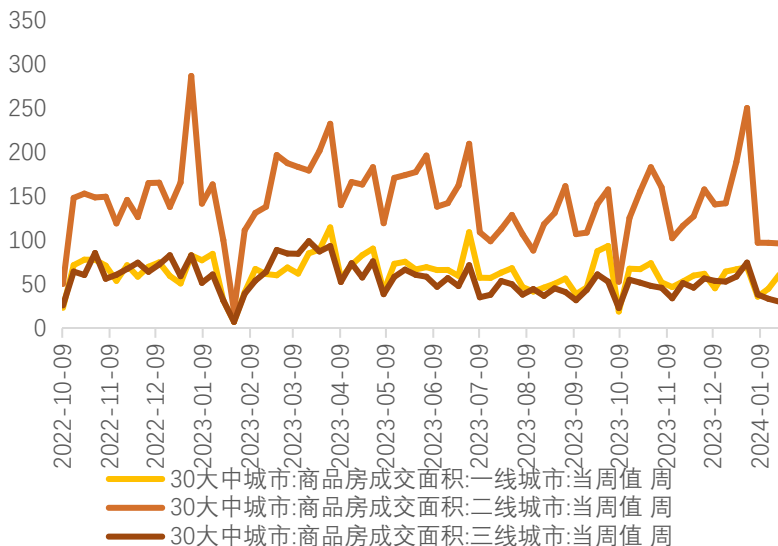
◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：房地产政策继续放松，但12月地产销售价、量均继续下滑，地产投资未见改善。汽车整体产销较好，内销改善，外销维持较高增速。社会消费品零售总额同比7.4%（11月10.1%）。
- ✓ 中游：地产乏力，中游施工产业链同步指标仍偏弱，水泥和螺纹钢的量价、挖机利用小时数均居于近年低位，未见改善。
- ✓ 上游：动力煤日耗和库存均处于高位，煤价12月有所回落，仍高于三季度价格水平。
- ✓ 整体看，经济运行仍疲弱，12月制造业PMI49（11月49.4），地产产业链仍然偏弱压制相关工业品需求，而12月工业增加值同比增速6.8%（11月4.6%），与中观数据有所背离。
- ✓ 预判：高频数据显示地产销售仍在走弱，开发投资降幅继续扩大，仅竣工维持高位，房地产市场目前仍处于下行趋势中，近两年新开工下滑的背景下，预计24年竣工端增速也有所下滑，考虑到“三大工程”对地产投资的拉动，或能一定程度上稳住地产基本面。后续持续关注地产销售和土地成交情况。

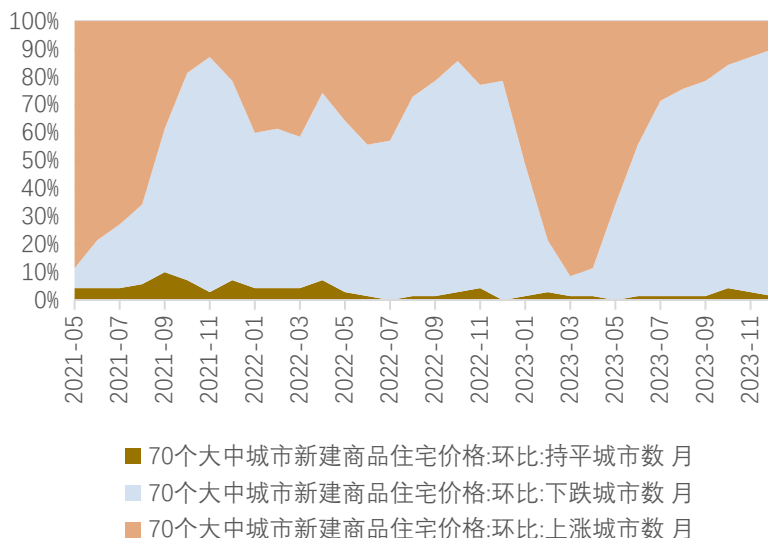
下游：房地产-销售端降幅继续扩大

- **销售：**根据统计局公布数据，2023年1-12月商品房销售面积累计同比-8.5%，降幅继续扩大（1-11月累计同比为-8%）、销售额累计同比为-6.5%（1-11月累计同比为-5.2%）。12月单月销售面积同比下降12.7%，降幅扩大2.5pct（计算值为-23%）。12月单月销售金额同比下降17.1%，降幅小幅扩大8.5pct（计算值为-22.9%）。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1-12月商品房销售面积数值下调了10.1%。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23年周均成交面积267.71万平，较22年的285.51万平小幅下降，24年1月前三周周均成交面积178.17万平，较23年1月前三周的344.37万平降幅明显，近三年平均周成交面积311.50万平。整体来看，23年1季度疫情累积需求集中释放，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：**2023年12月，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-0.9%（11月同比-0.7%），环比-0.4%（11月环比-0.4%）；70个大中城市二手住宅价格均环比下跌（11月1家持平，69家下跌）；同比仅1家上涨（11月为2家），为成都（0.5%），69家下跌，同比跌幅从大到小有徐州（-7.6%）、厦门（-7.1%）、吉林（-6.6%）、南京（-6.1%）价格走势区域分化有所收窄。
- **资金：**2023年1-12月开发资金来源累计增长率为-13.6%，国内贷款累计同比为-9.9%，降幅均小幅扩大。

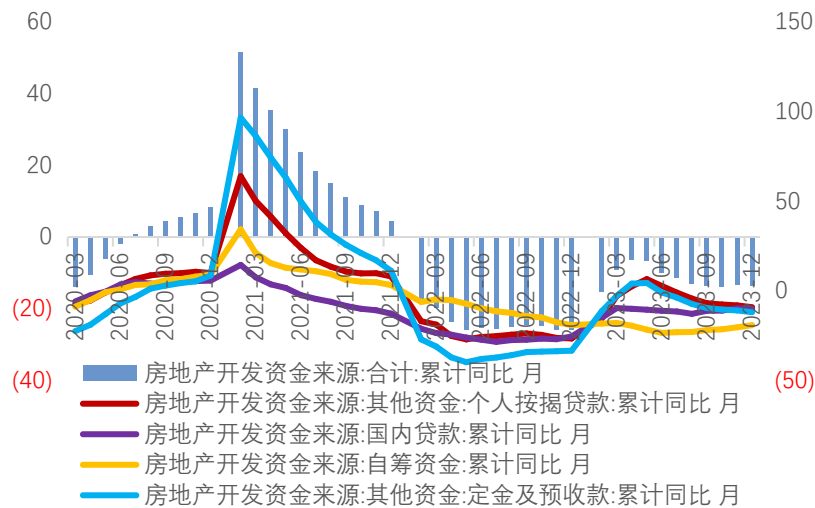
30大中城市商品房成交面积



70大中城市新建商品住宅价格



房地产开发资金来源

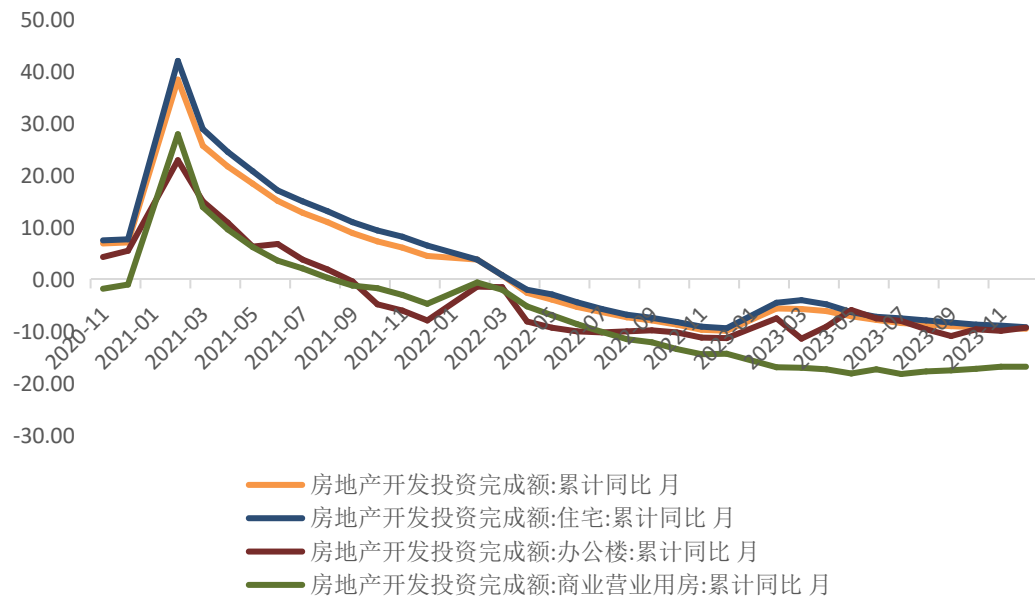


数据来源: Wind, PICCAMC

房地产—开发投资降幅继续扩大，竣工增速小幅下滑但仍维持高位

- **投资：**2023年1-12月房地产开发投资累计同比降幅继续扩大至-9.6%（1-11月为-9.4%）。2023年以来统计局土地购置费数据不再披露，根据Wind统计，2023年全年土地出让成交面积同比下降24.98%，土地出让成交总价同比下降22.56%。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：**2023年1-12月，房屋新开工面积累计同比-20.4%，较1-11月降幅小幅收窄0.8pct，受销售端疲弱影响，整体房企新开工动力不足，虽然降幅小幅收窄，但新开工仍非常疲弱；施工面积累计同比为-7.2%，与1-11月降幅持平；全国竣工面积累计同比小幅下降至17.0%，仍维持高位。预计“保交楼”政策将持续为竣工端形成支撑，但在近两年新开工下滑的背景下，预计24年竣工端增速也有所下滑。

房地产开发投资情况



房地产开发各环节情况



地产行业边际变化——监管部门密集召开座谈会，但实际效果可能不及预期



- 1) 中央经济工作会议继续再提化解房地产风险。会议继续强调“坚决守住不发生系统性风险的底线”“积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展”。当前，房地产风险主要体现在房企债务化解、项目保交付等方面，2024年“三个不低于”等政策若能实质性落地将有助于改善企业融资环境，“保交楼”资金和配套举措的进一步跟进有望推动化解项目交付风险，但需关注具体政策的细化落实及实际效果。
- 2) 全国住房城乡建设工作会议明确 2024 房地产政策发力方向。会议进一步强调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，明确了“稳定房地产市场”“构建房地产发展新模式”两大方向，需关注具体支持政策出台；“因城施策、一城一策、精准施策”指导各地优化楼市政策的思路没有改变，各地楼市政策有望进一步优化调整；“保交楼”仍是重点，预计将继续强化预售资金监管，现房销售试点或进一步扩围。
- 3) 2023年，全国各地政策出台频次超660次，年底北京、上海亦下调首付比例、降低房贷利率。目前仅部分核心城市仍有一定限制性政策，而低能级城市开始通过发放购房补贴等方式促进住房需求释放。内蒙古、温州、石家庄等地区多个城市出台提高公积金贷款额度、降低公积金首付比例、提取公积金用于支付首付款等政策；杭州临平区、温州、宁波高新区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；武汉、苏州相城区、沈阳等地推出“以旧换新”相关活动及政策。
- 4) 2023年房企非银融资延续下降趋势，且仍以央国企为主。2023年房地产企业非银融资总额为7222.7亿元，同比下降15.1%。其中，房地产行业信用债融资4233.1亿元，同比下降9.1%；海外债发行金额219.3亿元，同比增长24.6%；信托融资297.4亿元，同比下降71.0%；ABS融资2472.9亿元，同比下降6.8%。本年信用债、ABS是发行主力。

- **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。一线城市由于12月15日刚刚出台北京上海优化普通住房认定标准，同时调整首套房、二套房首付比例政策，目前进入政策观察期，未来一线仍有需求端进一步放松空间，但预计短期之内出台的概率较低。此外在政策指导下，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”优化普通住宅认定标准以及调整了首套房和二套房首付比例，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，受去年年初疫情刚放开需求集中释放销售短暂回暖的高基数影响，预计今年一季度销售同比将保持下降。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）去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Wind统计，2023年土地出让成交面积同比下降24.98%，土地出让成交总价同比下降22.56%。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。拿地房企仍然以国央企为主。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-全国汽车年产销首次突破3000万辆

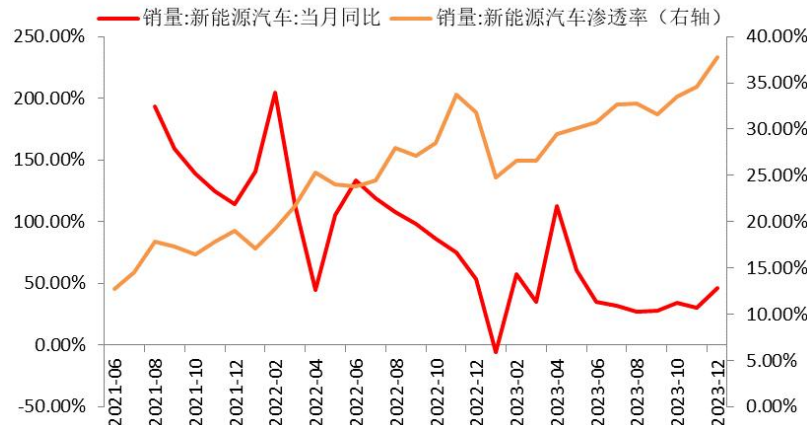


- 12月汽车产量307.93万辆，环比-0.45%，同比29.22%(上月29.65%)，连续两月产量超300万套，全年累计销量3016万辆，同比11.62%；批发销量315.64万辆，环比6.27%，同比23.48%(上月27.6%)，全年累计销量3009万辆，累计同比12.02%，其中乘用车销量279.2万辆，同比23.27%，上月25.52%。整体产销较好，内销改善，同比19.02%，外销维持较高增速，同比54%。
- 新能源汽车12月销量119.13万辆，环比16.12%，同比46.38%(上月30.47%)，连续两月突破100万辆，渗透率提升至37.74%，1月特斯拉Model3焕新版等车型再次降价助力份额提升。根据中汽协数据，2023年国内新能源车销量为949.5万辆，同比+38%；国内新能源车渗透率31.56%，同比+5.88pct。
- 12月汽车经销商库存系数1.2，较上月下行0.23，库存目前位于历史较低水平。
- 展望：20年以来外销占比持续提升，12月外销占比15.81%，全年外销同比增长174.62万辆，贡献同期汽车销量同比增长的54%，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，外销及新能源持续发力背景下，今年销量仍有望实现一定增长。

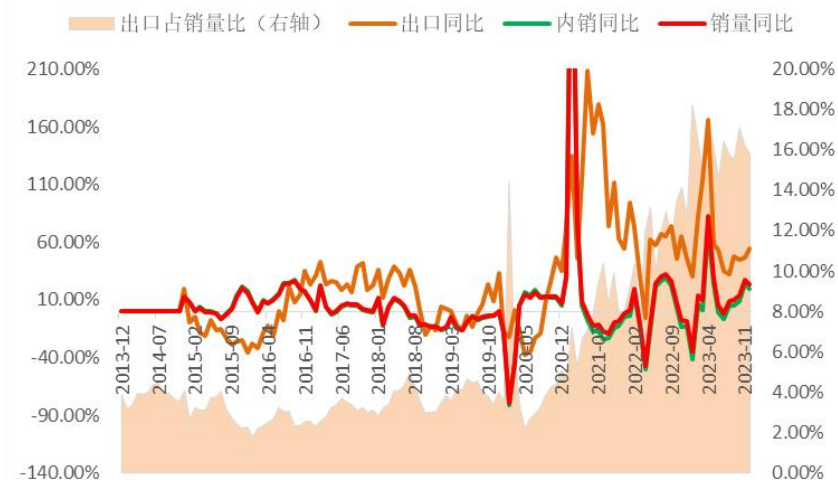
汽车产销量同比走势



新能源汽车销售情况



汽车销量内外销结构

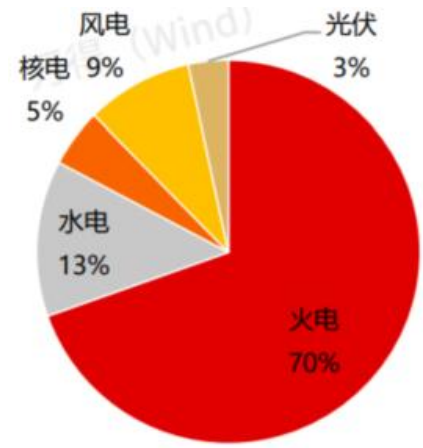


- 12月全国规模以上机组发电量8290亿千瓦时，同比增长8.0%（11月同比增长8.4%），1-12月份，累计发电89091亿千瓦时，同比增长5.2%（前11月同比增长4.8%）；11月全社会用电量8563亿千瓦时，同比增长10.8%（11月同比增长11.6%）；1-12月，全社会累计用电量92241亿千瓦时，同比增长6.7%（前11月同比增长6.3%）。
- 从发电结构看，本月火电继续提升，水电、核电增速继续回落。其中，火电同比增加9.3%（11月同比增长4.0%）；水电同比增加2.5%（11月同比增加5.4%）；风力发电同比增加7.4%（11月同比增长26.6%）；光伏发电同比增长17.2%（11月同比增长35.4%）；核电同比减少4.2%（11月同比减少2.4%），因机组大修节奏影响。
- 从用电结构看，12月第一产业用电量105亿千瓦时，同比增长10.3%（11月同比增长12.2%）；第二产业用电量5566亿千瓦时，同比增长8.3%（11月同比增长9.8%）；第三产业用电量1574亿千瓦时，同比增长22.6%（11月同比增长20.9%）；城乡居民用电量1318亿千瓦时，同比下降0.9%（11月同比增长10.0%）。去年低基数效应下，二产增速并不出众；居民用电量主因去年同月为冷冬，今年12月气温较高。
- 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，2023年全社会用电量与经济增速匹配度较好，无异常波动的季度，体现经济整体稳定复苏，二、三产用电量增速仍是2024年经济动能重要观察点，特别需要关注厄尔尼诺现象对2024年水电出力改善影响。

2023年12月全社会用电量同比增长10.8%



2023年1-12月各电源发电量占比

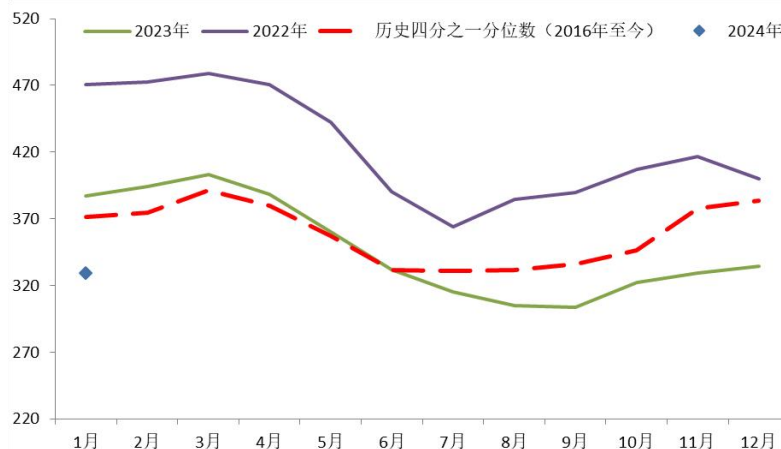


- 供需：需求整体低迷，12月水泥产量1.58亿吨，当月同比-0.9%，上月1.6%。全年水泥产量20.23亿吨，累计同比-0.7%，产量连续三年下滑，对应20-22年水泥产量分别为23.77亿吨、23.63亿吨和21.18亿吨，产量再下台阶，目前的产量水平已相当于2011年水平。
- 价格：水泥价格目前仍位于17年以来当月最低水平，1月10日P.O.42.5普通硅酸盐水泥报价329.2元/吨（11月底为329.6元/吨，去年同期390.3元/吨），煤价小幅震荡下行，水泥煤炭价格差回落至658.8元/吨，盈利边际小幅改善。
- 政策：1月19日，生态环境部、国家发改委、工业和信息化部、财政部、交通运输部联合印发《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》，要求重点区域（占比约27.6%）水泥熟料企业2025年前50%完成改造，全国2028年前80%完成改造，券商测算预计单线投资0.3亿元，对应单吨水泥成本16元，或加速产能去化。
- 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。

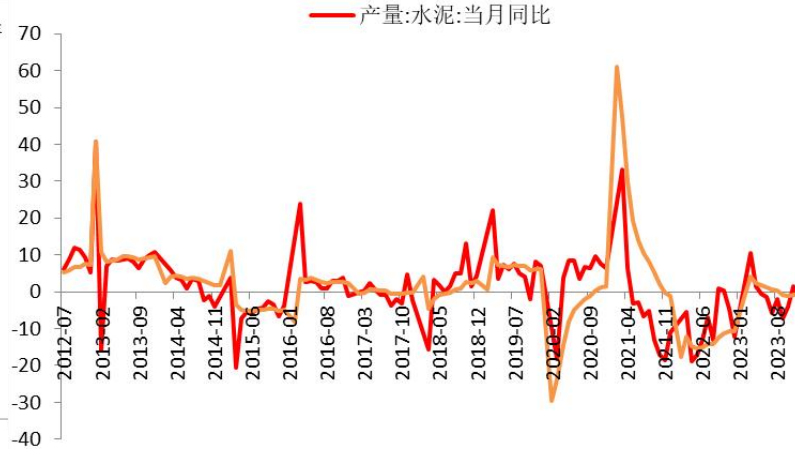
水泥及煤炭价格走势



水泥价格同期对比

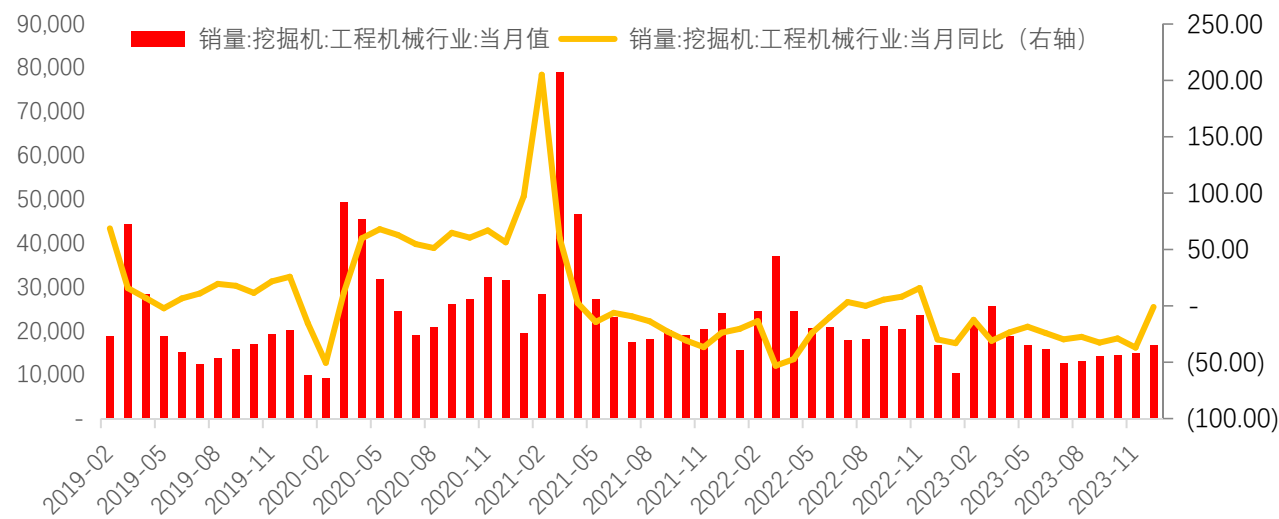


全国水泥同期产量对比

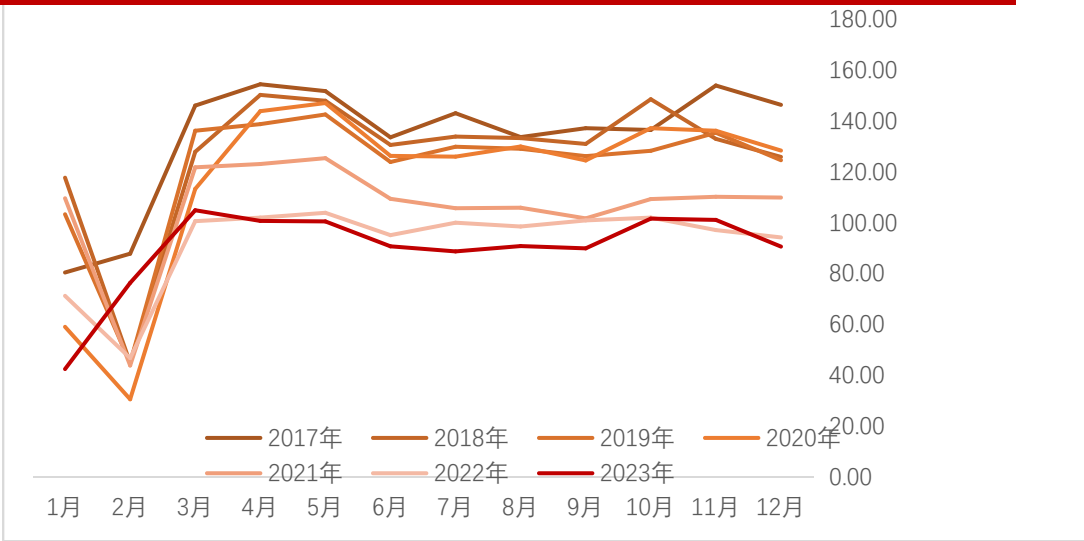


- 挖掘机：2023年12月挖掘机销量16698台，同比下降1.0%（11月同比下降37.0%），其中国内7625台，同比增长24.0%（11月下降48.0%），主要系受2022年12月1日起执行“国四”排放标准等因素导致基数较低，地产投资开工持续不振影响并未改善；出口9073台，同比下降15.3%（11月同比下降19.8%），外销占比达到54%。2023年全年挖掘机销量195018台，同比下降25.4%（1-11月下降27.1%），其中国内89980台，同比下降40.8%（1-11月下降43.5%）；出口105038台，同比下降4.0%（1-11月同比下降2.81%），全年外销累计占比53.9%，超过内销。
- 12月挖机开工小时数为90.7小时，同比减少3小时，2023年全年挖机开工小时数整体处于近5年最低水平。
- 行业展望：2023年全年地产投资及开工持续低迷，挖机内销及开工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后逐月回落，全年外销同比亦下滑。目前市场主流卖方大多预测2024年挖机销量整体持平或微降，其中内销尤其需要等待地产开工数据触底。

挖掘机销量走势



挖机开工小时数走势

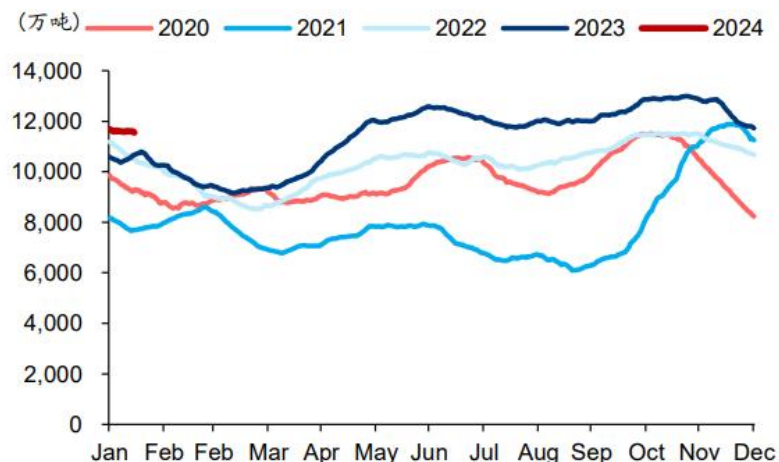


煤炭-动力煤供需双增，库存增加，煤价回调；焦煤需求企稳，价格反弹

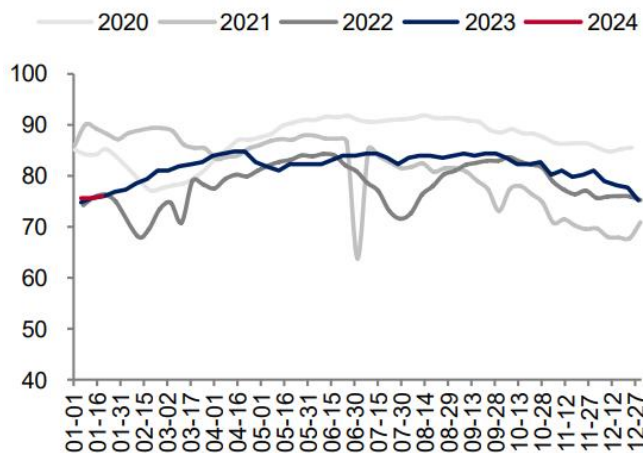


- 供给和需求：供给方面，12月份，生产原煤4.14亿吨，同比+1.87%，环比增长0.1%，日均产量1336万吨，环比下降44万吨。1-12月累计生产原煤46.58亿吨，同比+2.9%，1-12月累计生产原煤42.4亿吨，同比+2.9%，全年增速较2022年（同比+9%）明显放缓，一方面反映出过去两年产能快速释放后，供给弹性已然有限，另一方面也反映煤矿安全隐患对供给形成了阶段性扰动。进口方面，2023年12月进口煤量创单月新高，达到4,730万吨，1-12月煤炭累计进口4.74亿吨，同比+61.8%，增速较上期（1-11月）收窄1.0百分点。需求方面，12月全社会发电量增长强劲，在水电环比走弱下，火电发挥支柱作用，火电发电量达6109亿千瓦时，环比增长20%，带动电厂煤炭需求增长；焦煤方面，随着春节临近，焦煤需求季节性下滑，钢厂检修减产增多，钢企对原料采购及到货节奏的积极性下降，但1月下旬以来随着检修钢厂的复产铁水产量小幅回升，焦煤需求将企稳。
- 价格：截至1月23日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格915/吨，月环比-36元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,580元/吨，月环比-190元/吨。
- 展望：展望2024年一季度，动力煤方面，寒潮来袭气温下降，动力煤价格预计将企稳反弹。一方面，主产地放假开启，时长较去年有所延长，供给持续收窄。根据荣宝数据，陕蒙区域煤矿平均放假时长15.9天，较去年普遍延长4-5天。另一方面，寒潮来袭，日耗将抬升，支撑煤价上涨。焦煤方面，一方面，1季度铁水产量将继续回升，需求探底结束。自钢厂陆续开始大范围检修开始，铁水日产连续下滑，247家钢厂日均铁水产量从23年9月28日的249.06万吨/天，连续下滑至24年1月5日的218.12万吨/天，目前根据我的钢铁网调研情况，检修高炉将陆续开始返工，截至2024年1月19日，247家钢厂铁水日均产量升至221.97万吨。

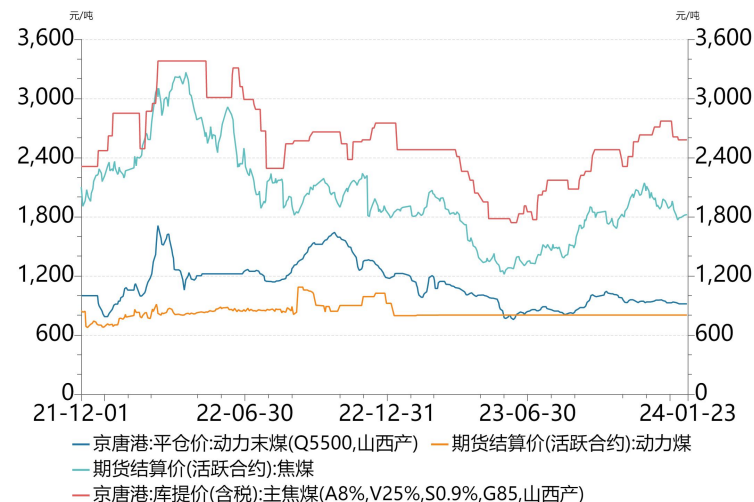
25省电厂库存



铁水产量走势



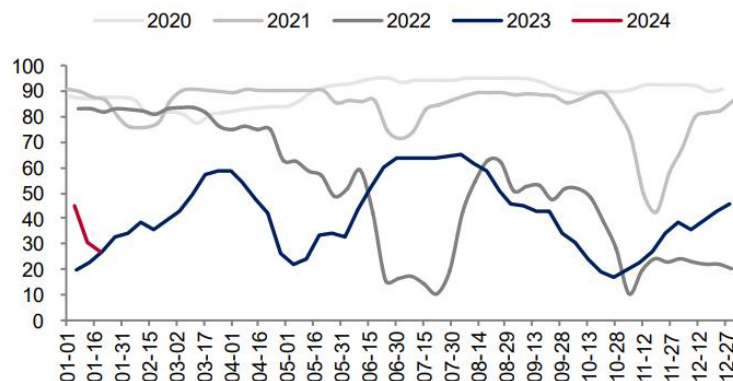
煤价回调



钢铁-淡季供给显著收缩，原材料价格冲高回落，钢企盈利震荡

- 供给和需求：12月我国生产粗钢6,744万吨，同比-14.9%（环比11月-11.38%），1-12月我国粗钢累计产量101,908万吨，同比+0.6%；12月我国生铁产量6,087万吨，同比-11.8%（环比-6.1%），1-12月我国生铁累计产量87,101万吨，同比+0.8%；12月我国钢材产量10,849万吨同比-3.1%（环比-1.8%），1-12月我国钢材累计产量136,268万吨，同比+1.7%。供给上看，随着春节临近，钢铁行业需求季节性下滑，钢厂盈利下滑，检修减产增多，钢企对原料采购及到货节奏的积极性下降，截至2024年1月19日，Mysteel调研247家钢厂高炉开工率76.23%，环比上月下降2个百分点。需求方面，相关下游数据显示中国宏观经济依然处于复苏的轨道，只不过中国已经进入工业化的成熟期，投资难再有高增长和高波动，对钢铁需求的拉动作用明显减弱。
- 价格及盈利：12月钢价冲高后小幅下跌，铁矿石价格振幅较大显著回调，钢企盈利状况仍在震荡，不同行业有所分化，且铁矿石价格波动考验钢企成本控制能力。根据钢联数据，12月，在247家调研样本中，盈利钢厂比例为26.4%较上月40%左右明显收缩。截至1月22日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3,910元/吨，相比于上月同期-80元/吨。而热轧卷板（Q235B,4.75mm）价格4,078元/吨，较上月同期-2元/吨。
- 展望：展望2024年一季度，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，但中国已经进入工业化的成熟期，投资难再有高增长和高波动，对需求的拉动作用有限，钢企盈利将继续保持震荡。

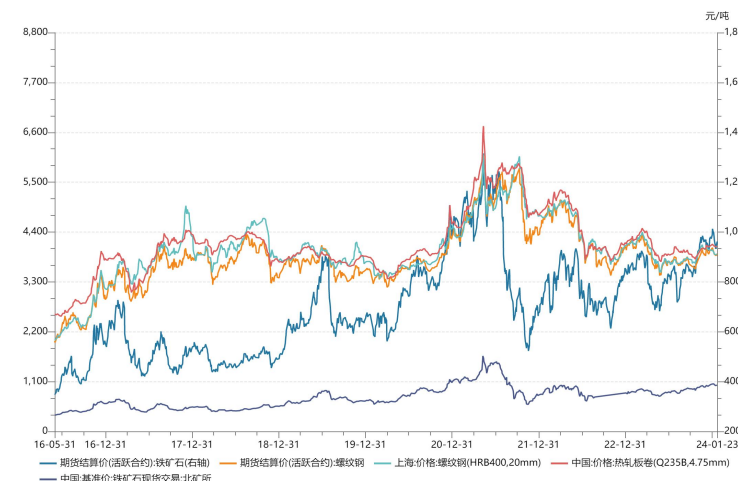
12月247家重点钢厂盈利情况



螺纹钢吨钢盈利走势



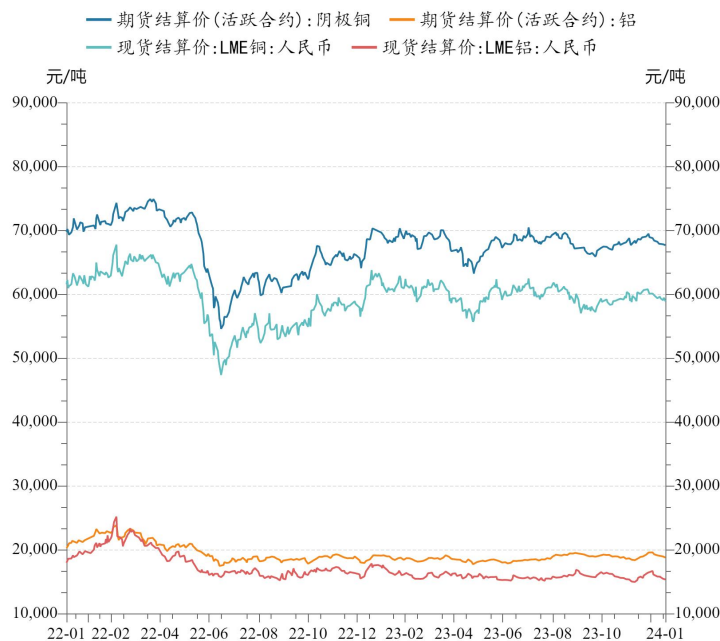
铁矿石价格显著回调



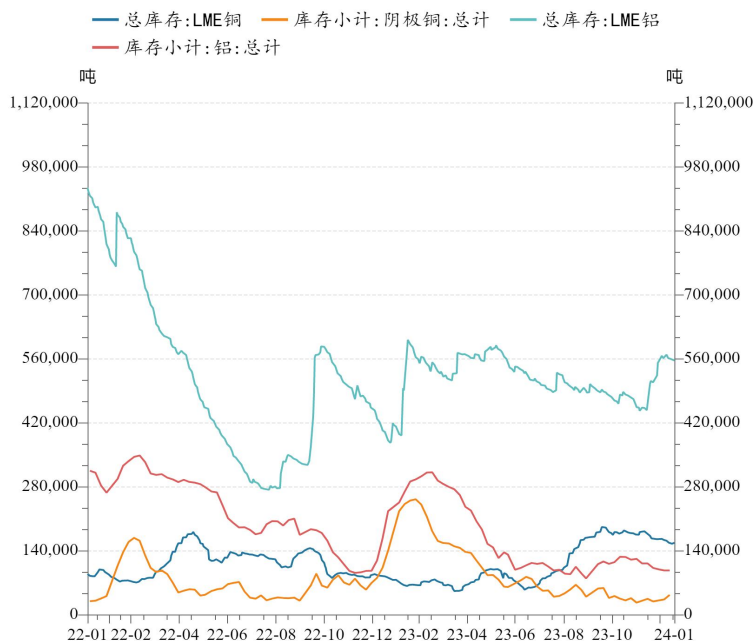
铜铝金属-美联储加息预期反复，铜铝价格走势由强转弱

- ◆ **铜价冲高回落：**2023年12月下旬，市场博弈美联储降息，年末铜价上行至69500元/吨（上期所结算价）；2024年初以来，随着美国经济数据超预期，美联储表态鹰派信号增多，美元走强，美债收益率上行，压制铜价走势，1月15日铜价回落至67850元/吨。从供需角度看，铜矿供应端仍偏紧。受环保和矿石品位降低影响，全球第一大产铜国智利2023年铜产量约为533万吨，同比下降0.5%，连续4年下降。铜精矿供给持续偏紧下，铜精矿现货TC已跌破50美元/干吨，低于大部分冶炼厂冶炼成本。
- ◆ **铝价回升受阻：**2023年12月下旬，随着云南枯水季减产的逐步落地，电解铝供给趋紧，铝价持续回升至2024年初的19575元/吨（上期所结算价），后受制于美元走强和淡季需求不足，铝价回升受阻，开始走弱，1月15日已回落至18935元/吨。受几内亚铝矿事故影响，本月氧化铝价格大幅走高，电解铝企业盈利环比下降。
- ◆ **预测：**2023年，全年铜价虽有起伏，但总体偏强运行，展望2024年，在铜精矿供应偏紧和冶炼厂成本的支撑下，铜价预计易上难下；铝价全年运行态势偏弱，虽有能耗双控下的产能天花板约束，但在需求端不明朗的情形下，铝价短期难以有较好表现。

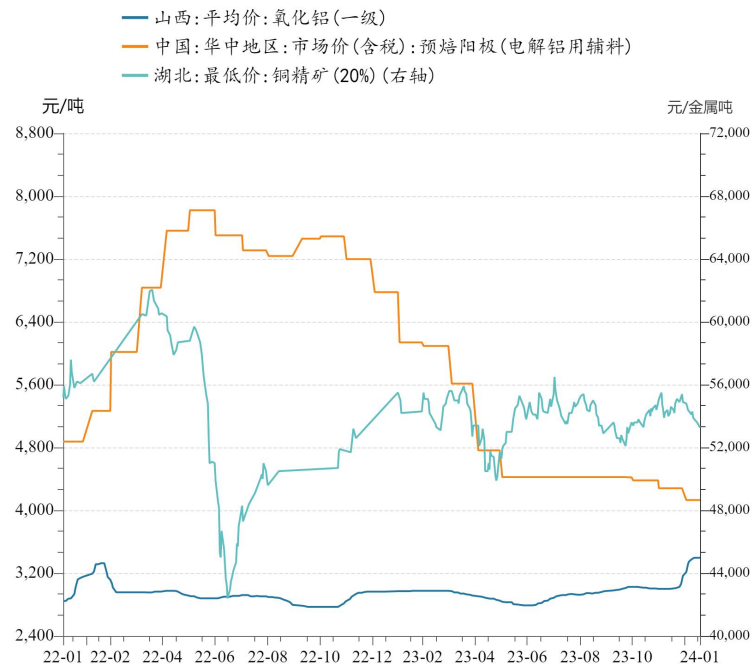
LME铜、铝价格走势



铜、铝库存走势



铜精矿、氧化铝和预焙阳极价格走势



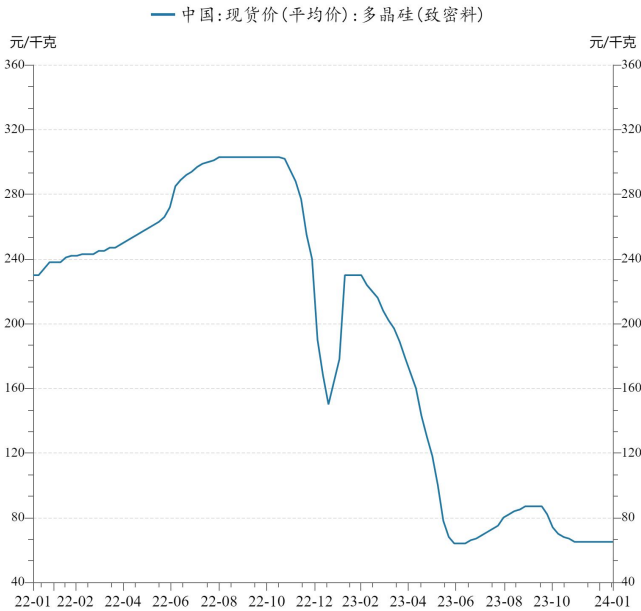
数据来源: Wind, PICC AMC

光伏制造-多晶硅、电池片价格短期企稳，硅片、组件价格依然偏弱

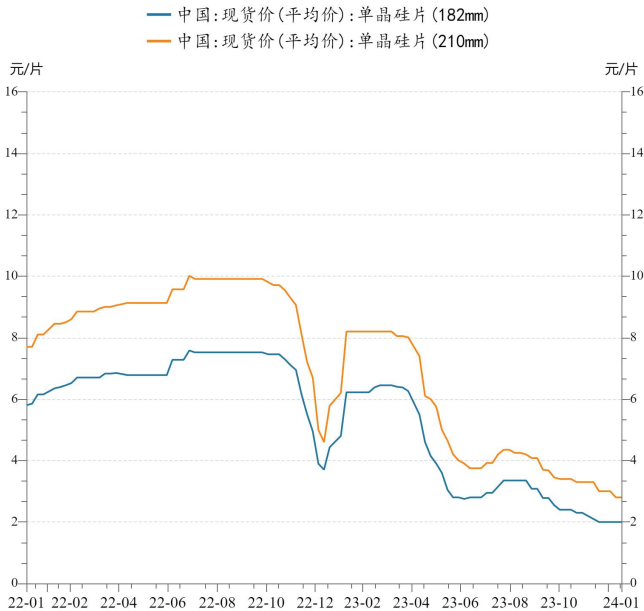


- ◆ **多晶硅价格维稳：**多晶硅新建产能释放节奏放缓，加之节前备货需求，多晶硅处于维稳状态，致密料均价维持在6.5万元/吨左右。
- ◆ **硅片运行仍偏弱：**随着P型M10产能加速转向N型产能，P型M10供应趋紧，近期价格稳定在2元/片；G12硅片短暂企稳后，再次开启下降趋势，已跌破3元/片，目前为2.8元/片（P型）左右。同期，N型M10、G12分别为2.05元/片、3.2元/片。
- ◆ **电池片价格维稳：**由于电池片加速向N型转型，加之TOPCon等新建产能爬坡缓慢，近期电池片价格现维稳迹象。1月17日，P型M10、G12电池片价格均为0.38元/W，较12月底分别回升1~2分/W；N型电池片价格维稳在0.47元/W左右。
- ◆ **组件价格持续下行：**组件环节竞争激烈依旧，截至2024年1月17日，P型G12、M10组件的均价分别为0.93元/W、0.90元/W（12月20日为1.00元/W、0.96元/W）。
- ◆ **预测：**2023年光伏产业链价格总体呈持续下行态势，展望2024年，在行业产能尚未有效出清的背景下，产业链价格依然难以回升：多晶硅新增产能虽短期投产放缓，但长期仍存在释放压力，先进产能的完全成本在5万元/吨以下，多晶硅价格存在继续下跌可能；产能大幅过剩压力下，硅片或继续下跌，电池片难言企稳；组件环节持续亏损，降价或趋缓。

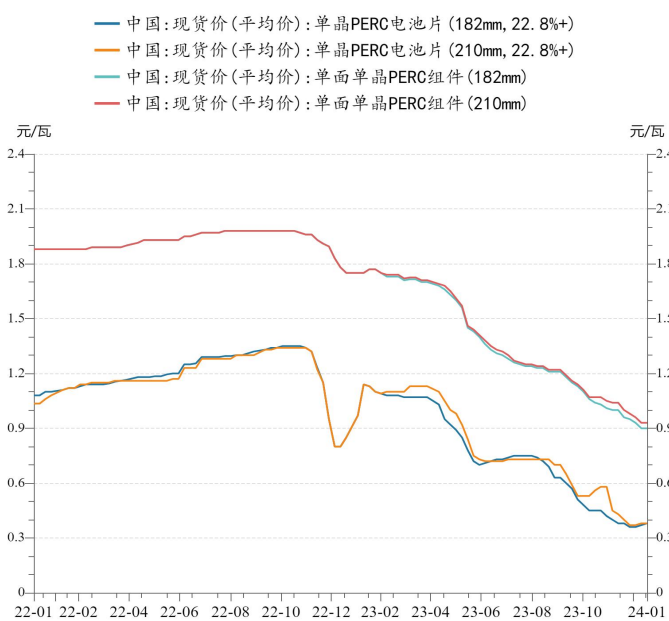
多晶硅价格走势



硅片价格走势



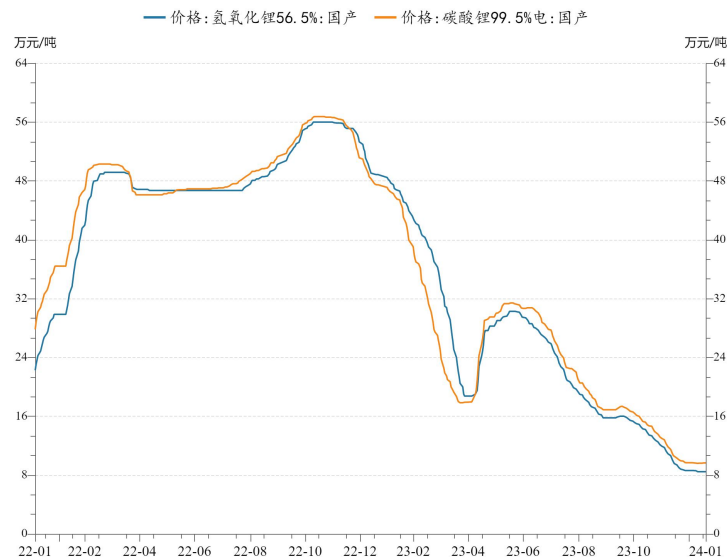
电池、组件价格走势



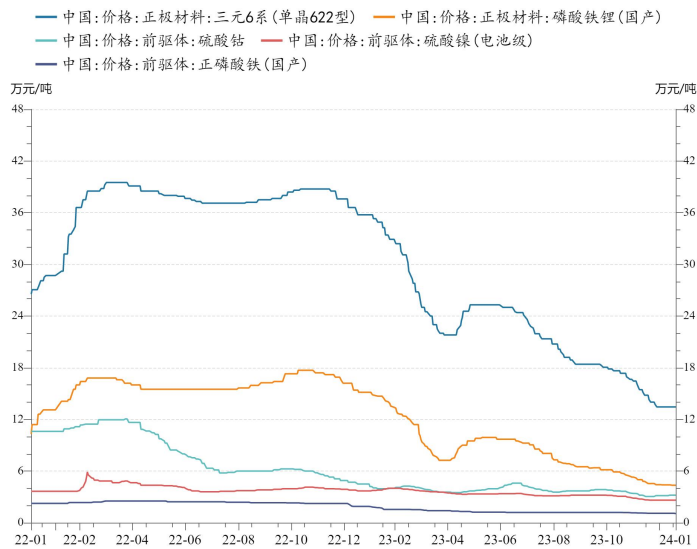
动力电池-锂价弱势维稳，电芯价格有所下跌

- ◆ **锂价弱势维稳**：1月5日，为应对持续下行的锂矿价格，澳大利亚锂矿生产商Core Lithium宣布暂停旗下Finniss锂项目中Grants露天矿的采矿作业；1月10日，智利阿塔卡玛（Atacama）盐湖发生原住民抗议事件。上述锂矿供给端的扰动缓解了锂矿下行压力，国产碳酸锂（99.5%）价格1月9日开始维稳运行，目前稳定在9.66万元/吨左右。
- ◆ **前驱体与正极价格依旧偏弱**：1月以来，下游需求不足下，磷酸铁供给依然严重过剩，价格缓步下跌，部分企业开工率降低至不足1成；正极材料磷酸铁锂亦小幅下跌。三元材料价格变化很小，硫酸钴价格略有上涨，硫酸镍价格保持稳定，三元正极材料价格跟随锂价维稳。
- ◆ **电芯价格有所下跌**：1月正处于淡季，下游备货意愿不强，电芯价格有所下跌。截至2024年1月15日，国产三元和磷酸铁锂方形电芯价格分别为0.48元/瓦时、0.38元/瓦时（2023年12月15日为0.52元/瓦时、0.43元/瓦时）。
- ◆ **预测**：与光伏产业链类似，行业产能过剩压力犹存，下行压力不减：随着下游需求增速放缓，同时非洲锂矿、南美盐湖锂矿持续投产，碳酸锂稳价压力增加；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，价格跟随下游需求窄幅波动；2024年，下游车企降价竞争压力增大，对电芯降价诉求增加，电芯价格持续面临下行压力。

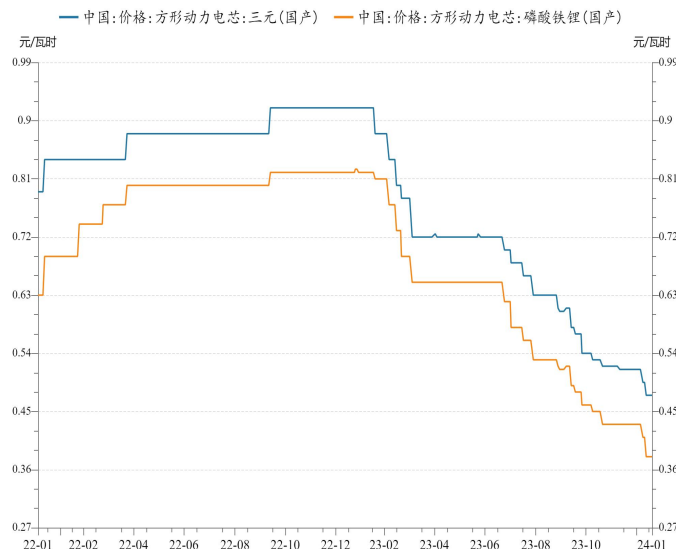
锂价格走势



正极材料与前驱体价格走势



电芯价格走势



目 录

1、从中观看宏观

2、信用风险回顾和展望

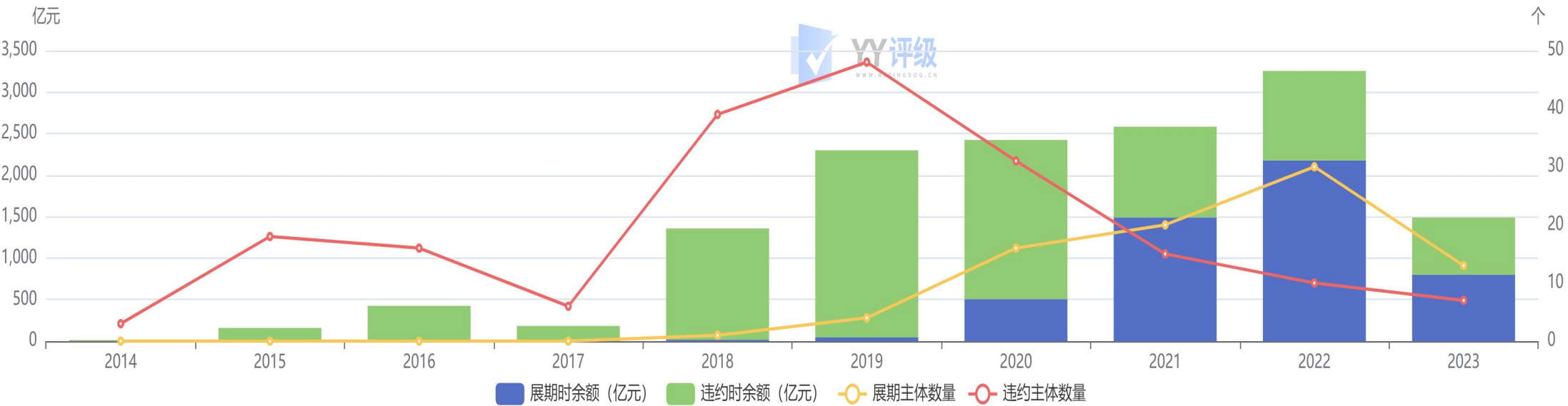
23年违约主体数量和金额显著下降，仍集中在地产行业



- ◆ 2023年，违约主体20个（含展期主体13个），较2022年的40个违约主体（30个展期）出现显著下降。
- ◆ 2023年，从违约主体的行业分布来看，以房地产行业为主，分别是上海世茂、佳源创盛、融创、金科、荣盛、绿地、广州方圆、中南建设、碧桂园地产和控股、远洋、景瑞、旭辉，其他行业包括建筑施工（腾越建筑）、商贸（国美电器）、通信服务（鹏博士）、化工（亿利资源）和金融（中天金融、国厚资产、湖北天乾资产）。从企业性质来看，除远洋和绿地外，违约主体均为民企。
- ◆ 22年展期主体在23年或违约或继续展期。

历年违约主体数量和金额

境内违约走势

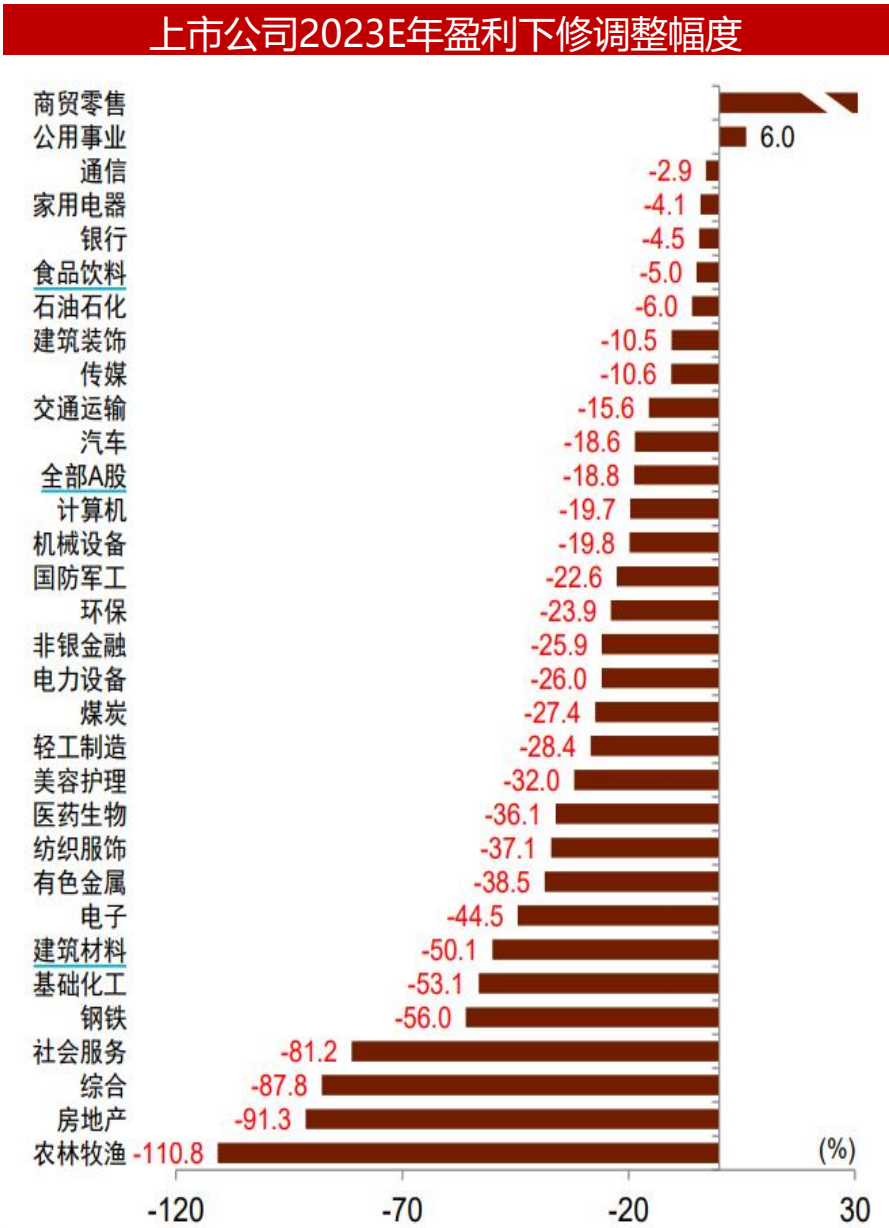


数据来源：YY

◆ 企业普遍的基本面弱化VS信用利差收窄

◆ 房地产

- 1、2023年虽然针对房地产供给端和需求端政策不断出台，但整体效果不佳。远洋、碧桂园等中大型房企继续出险。
- 2、销售端展望，2023年以来百强房企销售额继续大幅下降，同比下降17%。2023年土地出让金同比下降16%。随着2023年一季度疫情积累的需求集中释放完毕，4月份以来需求端明显转弱，后整体较为低迷。展望2024年，居民收入预期仍偏低，房子金融属性减弱回归居住属性，二手房空置率高，挂牌量高企背景下，对新房销售将产生较大压制，新房销售仍面临一定下行压力。
- 3、政策端展望，中央金融工作会议指出我国房地产市场供求关系已发生重大变化，要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。预计限购限贷及房贷利率等政策仍将持续优化，对三大工程在政策端以及资金端的支持力度也将增大。
- 4、信用风险展望，预计2024年仍有部分中大型房企继续出险的可能。



◆ 建筑行业

- 1、随着地产开工下行，建筑行业总产值增速趋于下降，行业增长空间受限。
- 2、23年末行业企业数15.8万家，竞争激烈，地产业主违约频繁、地方债务压力趋增城投业主回款变缓背景下，应收账款减值计提显著增长，2022年八大建筑央企累计计提减值1257.76亿元，较上年增长20.44%，占当年净利润的62%，减值计提比例提升至14.25%，展望2024年，涉险房企的扩散以及踩雷企业减值比例（当前普遍未提充分）进一步提升，行业减值压力仍存，压制利润表现。
- 3、PPP、城市综合开发等资本运营类项目持续消耗大量现金，行业杠杆持续处于高位，八大央企22年末剔除永续的资产负债率达76.65%。
- 4、行业分化，国有化程度持续提升，国企新签订单及产值占比分别为49.24%（其中八大建筑央企占比39.47%）和42.44%，份额持续上行，民企面临的经营环境更脆弱。

◆ 水泥

- 1、虽然绝对产能规模增长受到遏制，但产能置换使得有效产能增加，地产下行背景下需求显著走弱，23年水泥产量仅20.23亿吨，连续三年下行，产能过剩现状加剧，考虑到地产新开工、拿地仍然低迷，行业需求仍在磨底，关注需求走弱情况下的协同维持情况。
- 2、需求承压，水泥价格下跌至近五年来低点，但成本端煤炭价格位于高位，成本压力加剧，行业量、价、成本等方面皆存压力，盈利能力显著走弱。
- 3、展望2024年，行业当前价格已逼近成本线，业内企业大比例亏损，毛利率空间压缩有限，但随着地产下行，产量或将进一步下行，带动利润进一步下台阶。

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