

# 2024年2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

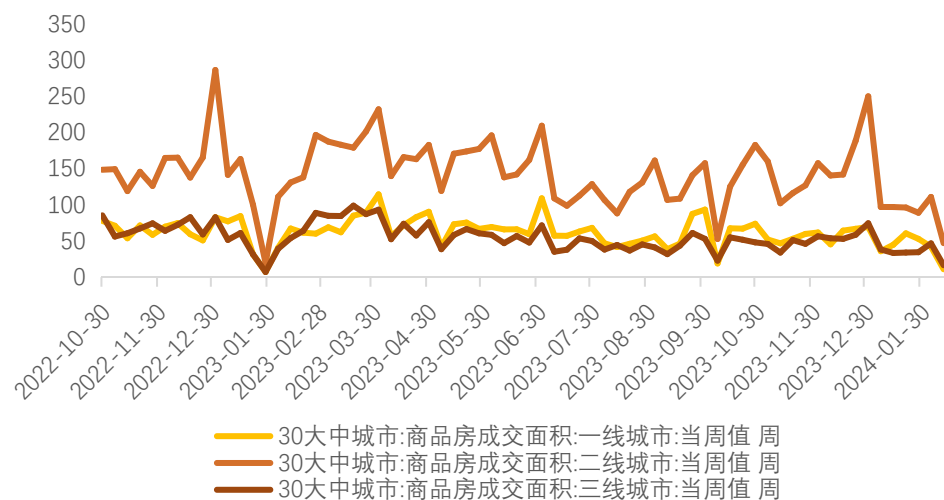
## ◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：房地产政策继续放松，但1月地产销售价、量均继续下滑，仍需关注政策组合拳下，居民购房意愿的修复情况。汽车1月销量同比保持增长，内销改善，外销维持较高增速。
- ✓ 中游：地产乏力，中游施工产业链同步指标仍偏弱，体现在水泥价格仍然疲软等方面，挖机销量、挖机开工小时数等部分指标受到春节错位因素扰动有所改善，需关注节后改善持续性。
- ✓ 上游：动力煤日耗和库存均处于高位，供给受春节因素有所压缩，叠加火电发力背景下，煤价小幅提升。
- ✓ 整体看，1月多数行业数据处于空窗期，高频数据显示，经济运行仍偏疲弱。
- ✓ 预判：高频数据显示地产销售仍在走弱，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。后续持续关注政策组合拳下，地产销售和土地成交改善情况。

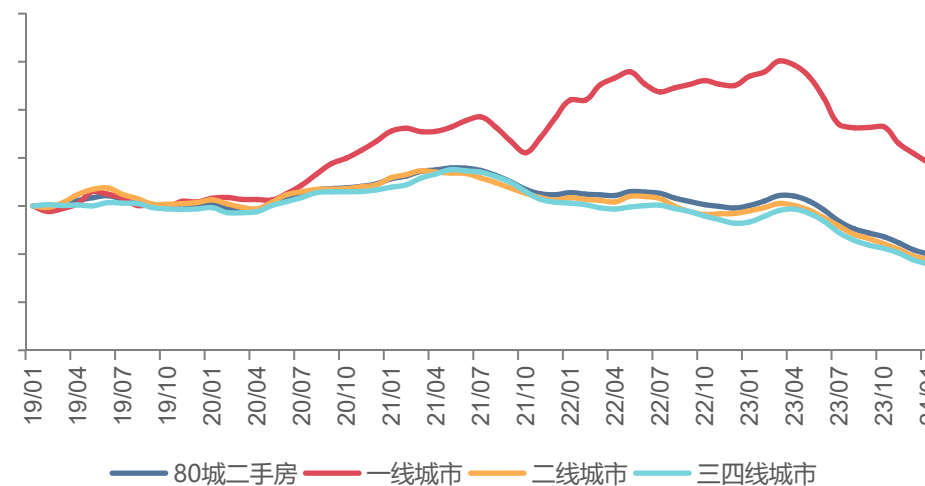
# 下游：房地产-销售端仍低迷，二手房价持续下行

- **销售：**1月份30大中城市商品房成交套数同比下降3.3%。其中，一线城市同比下降3.18%，二线城市同比下降2.27%，三线城市同比下降5.51%，**叠加考虑23年春节在1月，而24年春节在2月，整体销售端表现较为低迷。**2月春节期间，根据中指25城新房成交数据显示同比下降27%，今年春节期间成交较低，返乡置业热度较弱；贝壳二手房成交较好，同比增长70%，整体来看，受需求较弱，春节出游人数大增等影响，今年春节期间成交较为低迷，新房二手房分化较大。但考虑到历年春节新房二手房成交绝对量都很小，参考性偏弱。
- **价格：**1月80城二手房交易价格环比下跌1.0%，跌幅较12月略有扩大，但表现好于23年下半年。80城中，59城房价环比下跌，**下跌城市数量占比74%**，占比较上月下降6个百分点。
- **土地出让：**1月份土地出让金同比增长19%，日均出让金（月度出让金/工作日）同比下滑2%，房企拿地意愿仍较弱。

### 30大中城市商品房成交面积



### 80城二手房价格指数（19年1月=100）



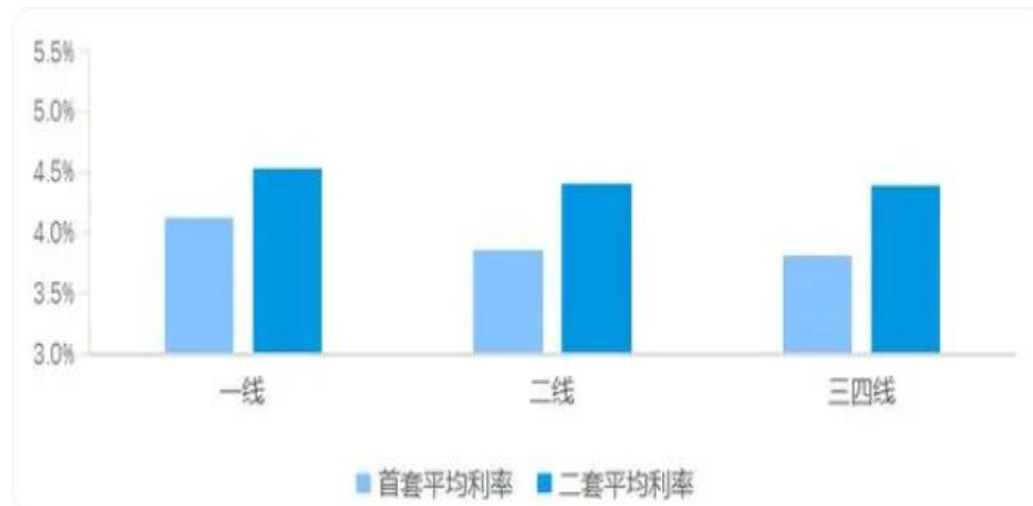
# 房地产—首套房贷利率小幅下行

➤ **房贷利率：**贝壳研究院监测显示，2024年1月百城首套主流房贷利率平均为3.84%，较上月降低2BP；二套主流房贷利率平均为4.41%，与上月持平。1月首、二套主流房贷利率较2023年同期分别回落26BP和50BP。本月银行平均放款周期为21天，较上月延长2天。2024年1月9个城市首套房贷利率下降，主要为二线和三四线城市，下降空间在5bp-30bp之间，其中嘉兴、廊坊、徐州首套利率下降30BP，东莞、佛山、呼和浩特下降20BP，南京下降10BP。本月新增8个城市首套利率首次降至4%以内。截至2024年1月中旬，百城中60城首套房贷利率已进入“3时代”。分城市能级来看，2024年1月一线城市首二套房贷利率分别为4.13%、4.54%，均与上月持平；二线城市首套利率降低2BP至3.86%，三四线城市首套利率降低2BP至3.82%；二线和三四线城市二套利率均维持上月水平。

百城主流房贷利率指数及平均放款周期（天）



当前各能级城市房贷利率



# 房地产行业边际变化——一线限购政策持续优化，城市房地产融资协调机制推进



- 1) 一线及热点二线城市房地产优化政策加码。1月26日，住建部召开房地产融资协调机制部署会。要求适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，加快构建房地产发展新模式。坚持因城施策、精准施策、一城一策，用好政策工具箱，充分赋予城市房地产调控自主权，各城市可以因地制宜调整房地产政策。1月27日，广州放开120平方米以上的住房限购。1月30日，上海放松单身限购政策，在上海市连续缴纳社会保险或个人所得税已满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房。1月30日，苏州全面取消限购。目前保留限购的城市仅为一线城市和少量热点二线城市，预计未来该部分限购政策也将陆续优化。
- 2) 住建部、金融监管总局联合印发了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》。1月份金融监管总局多次召开专题会议，进一步部署落实城市房地产融资协调机制相关工作，其中要求，各商业银行要主动对接协调机制，对推送的房地产项目名单要及时开展评审，加快授信审批，对合理融资需求做到“应满尽满”。整体来看，纳入白名单项目需满足（1）房地产开发处于在建施工状态，包含短期停工但资金到位后能马上复工，并能建成交付的项目（2）房地产开发项目具有与融资额度基本匹配的抵押物或者抵押担保（3）房地产开发项目已明确拟申请贷款的主办银行，并接受贷款资金封闭管理；（4）房地产开发项目预售资金未被抽挪，或被抽挪的资金已及时收回（5）房地产开发项目初步制定了贷款资金使用计划和完工计划。根据中信证券的统计，白名单主要聚焦存在融资困难的项目。其中，融创中国、碧桂园、金科股份、绿地集团、世茂集团分别有超过90个、超过30个、53个、34个、16个项目入围第一批白名单。这些项目大多数尚具备一定货值，但暂时融资困难，已经取得预售许可并有过先期预售，在保交付范围内的项目。除此自外，白名单项目中也包括尚未出险房企项目，如重庆华宇城二期、龙湖海成青云阙、万科智慧谷等。
- 3) 经营性物业贷款新规出台。1月24日晚间，中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，明确规定经营性物业贷款额度原则上不得超过承贷物业评估价值的70%。

- 1) 政策端。预计一线及部分热点二线城市限购政策仍将陆续放松。
- 2) 销售端。预计今年小阳春表现可能较为平淡，受去年一季度疫情放开后需求集中释放带来较高基数影响，预计一季度销售端同比降幅可能较大，后续降幅可能有所收窄，但全年销售端仍面临一定下行压力。（1）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。中长期来看，城镇化率放缓，人口下降，前期投资需求过度释放等影响下房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）二手房价格持续下行，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。2024年1月份土地出让金同比增长19%，主要受春节错位影响，日均出让金（月度出让金/工作日）同比仍下滑2%，房企拿地意愿仍较弱。
- 4) 融资端。商业银行主观上对于融资困难及出险项目意愿仍较弱，但在住建部、金融监管总局城市房地产融资协调白名单机制下，对部分相对资质尚可的在建项目边际有所利好，持续关注资金落地情况。但由于项目资金采取全封闭式，对房企主体融资方面影响较为有限。经营性物业贷款新规对持有较多尚未融资经营性物业且主体资质较优的主体边际有所利好，但考虑到经营性物业整体估值面临较大下行压力，以及此前资金压力大的房企已将大多数优质经营性物业进行融资，对整体的融资改善可能较为有限。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。仍有中大型房企出险可能。

# 汽车-产销相比去年同期仍维持较好水平

- 1月汽车产量240.97万辆，环比-21.74%，同比51.21%(上月29.22%)；批发销量243.93万辆，环比-22.72%，同比47.93%（上月23.48%），剥离掉春节因素，测算产、销量同比分别为23.72%、21.04%，其中乘用车销量211.54万辆，同比44.04%，上月23.27%。整体产销相比同期仍维持较好水平，内销同比48.05%，剥离掉春节因素，测算同比21.13%，外销维持较高增速，同比47.4%。
- 新能源汽车1月销量72.9万辆，环比-38.81%，同比78.74%（上月46.38%），剥离掉春节因素，测算同比46.24%，渗透率29.89%。
- 1月汽车经销商库存系数1.38，较上月上行0.18，库存目前位于历史同期较低水平。
- 展望：20年以来外销占比持续提升，1月外销占比18.17%，外销同比增长14.25万辆，贡献同期汽车销量同比增长的18.03%，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。

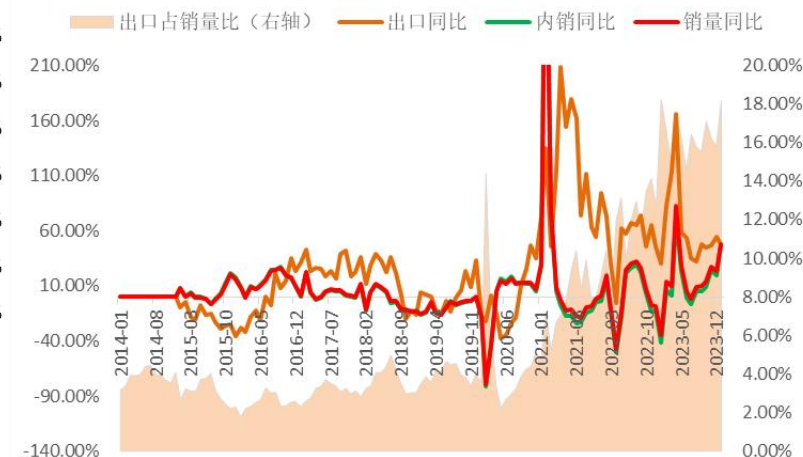
### 汽车产销量同比走势



### 新能源汽车销售情况



### 汽车销量内外销结构





# 电力-全年发用电量体现经济平稳复苏趋势，火电仍是电力稳定供应压舱石

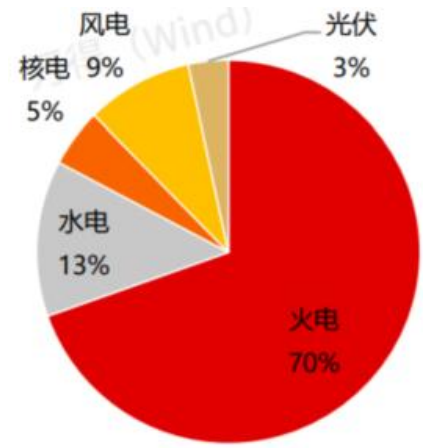


- 12月全国规模以上机组发电量8290亿千瓦时，同比增长8.0%（11月同比增长8.4%），1-12月份，累计发电89091亿千瓦时，同比增长5.2%（前11月同比增长4.8%）；11月全社会用电量8563亿千瓦时，同比增长10.8%（11月同比增长11.6%）；1-12月，全社会累计用电量92241亿千瓦时，同比增长6.7%（前11月同比增长6.3%）。
- 从发电结构看，本月火电继续提升，水电、核电增速继续回落。其中，火电同比增加9.3%（11月同比增长4.0%）；水电同比增加2.5%（11月同比增加5.4%）；风力发电同比增加7.4%（11月同比增长26.6%）；光伏发电同比增长17.2%（11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



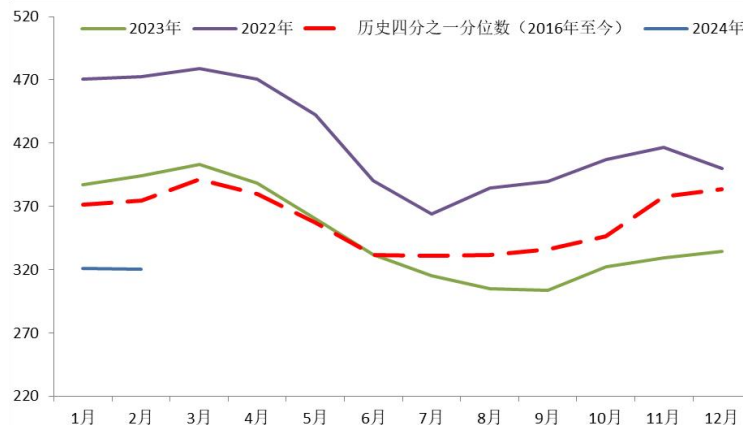
# 水泥-价格仍然疲软

- **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**，2月10日P.O.42.5普通硅酸盐水泥报价320.6元/吨（12月底为334.2元/吨，去年同期384.5元/吨），**煤价小幅震荡**，水泥煤炭价格差659.4元/吨，较前期变动不大，盈利维持低位。
- **展望：考虑到地产新开工、拿地仍然低迷**，行业需求仍在磨底，水泥需求仍在下行轨道，**价格预计随着煤价波动调整**，旺季弹性较弱，毛利维持低位，**预计全年利润表现将进一步下台阶**，同时关注节后需求启动情况。

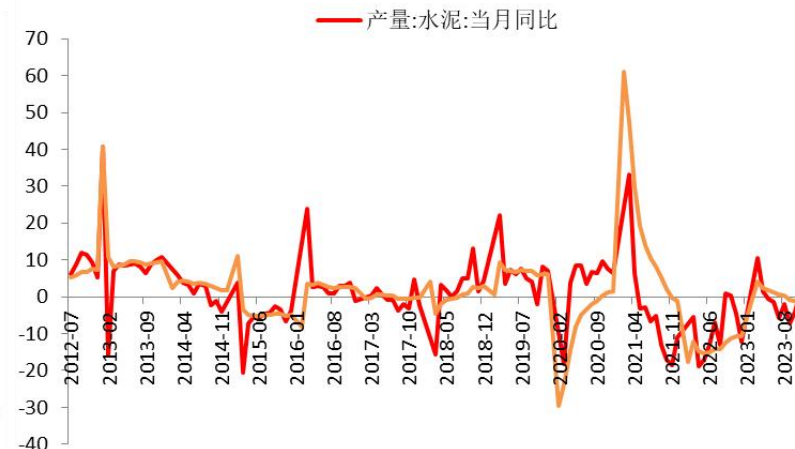
## 水泥及煤炭价格走势



## 水泥价格同期对比



## 全国水泥同期产量对比

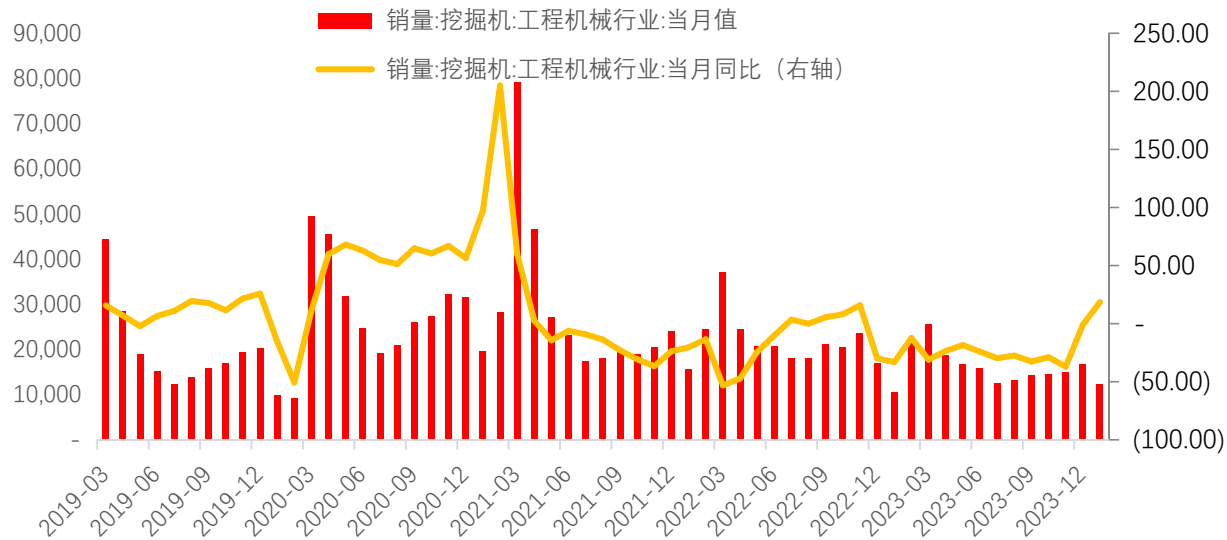


# 工程机械-年初内销及开工小时存在基数扰动，外销延续下行趋势

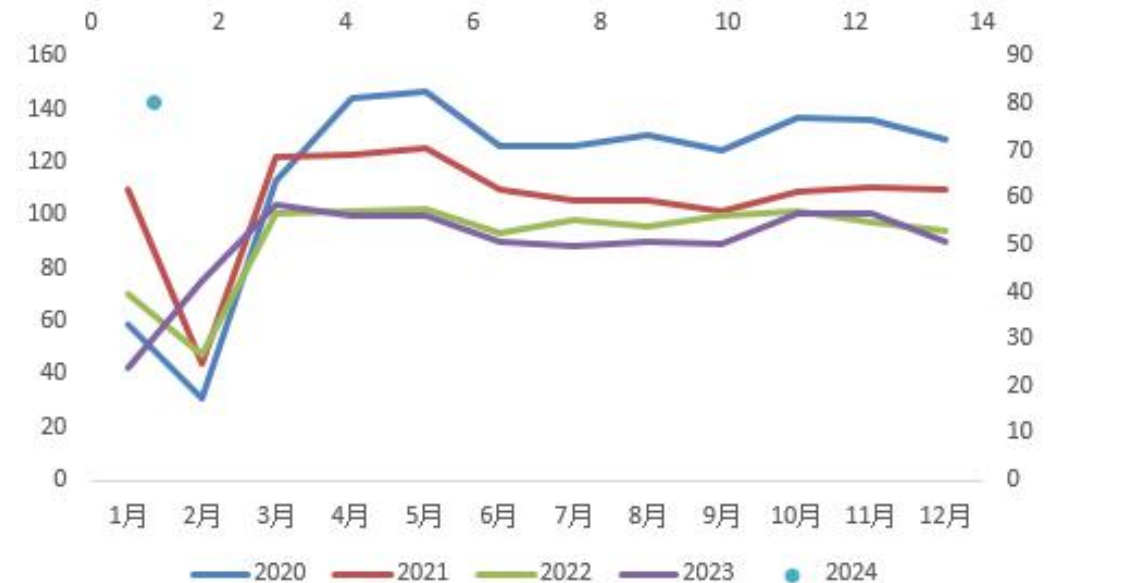


- 挖掘机：2024年1月挖掘机销量12376台，同比增长18.5%，其中国内5421台，同比增长57.7%，主要系2023春节位于1月；出口6955台，同比下降0.73%，创2021年11月以来新低，外销占比达到56%。
- 1月挖机开工小时数为80.4小时，同比增加40小时，仍为2023年同期节日效应扰动，需关注3月后开工小时数是否有持续稳定改善。
- 行业展望：2023年全年地产投资及开工持续低迷，挖机内销及开工小时数处于近五年最低水平；外销增速在2023年7月正式迎来景气顶点后逐月回落，全年外销同比亦下滑。目前市场主流卖方大多预测2024年挖机销量整体持平或微降，其中内销尤其需要等待地产开工数据触底。

### 挖掘机销量走势



### 挖机开工小时数走势

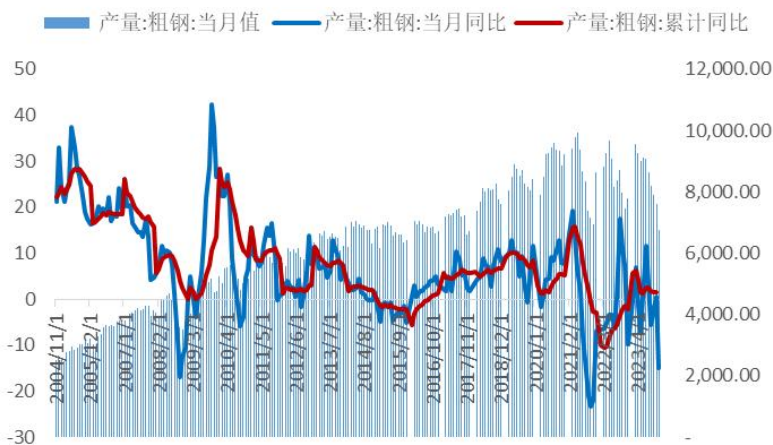


数据来源: wind, 人保资产信用评估部整理

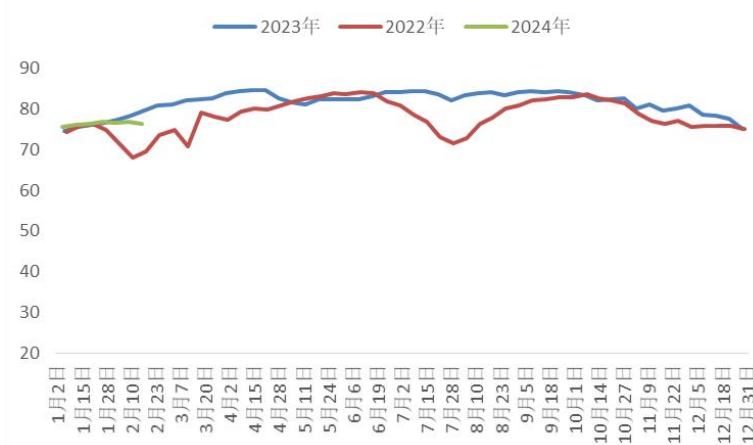
# 钢铁-淡季供给小幅收缩

- 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%。供给上看，随着春节临近，钢铁行业需求季节性下滑，检修减产增多，截至2024年2月16日，Mysteel调研247家钢厂高炉开工率76.35%，环比上月小幅下行，春节错位因素下，低于去年同期。需求方面，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：**1月至2月期间，各品种钢价小幅回升。截至2月18日，螺纹钢价格(HRB400 20mm)4042元/吨，相比于上月同期+18元/吨。而热轧卷板(Q235B, 4.75mm)价格4,108元/吨，较上月同期+35元/吨，铁矿石价格小幅波动向下，钢企盈利弱幅改善。
- 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。

### 粗钢产量及同比变动



### 高炉开工率走势



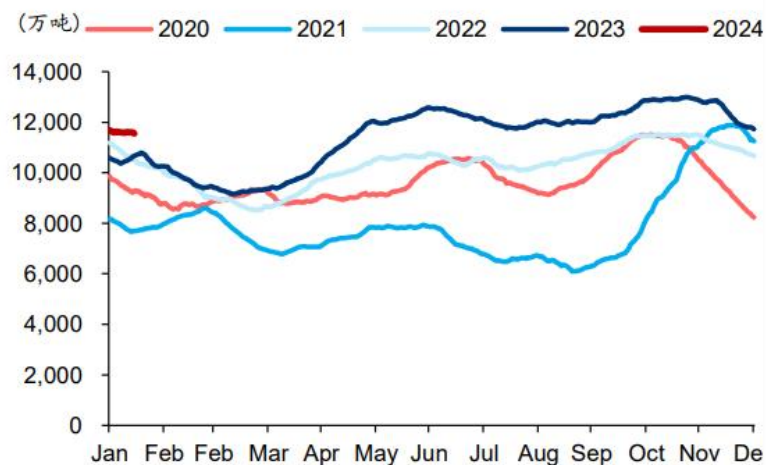
### 钢价及铁矿石价格走势



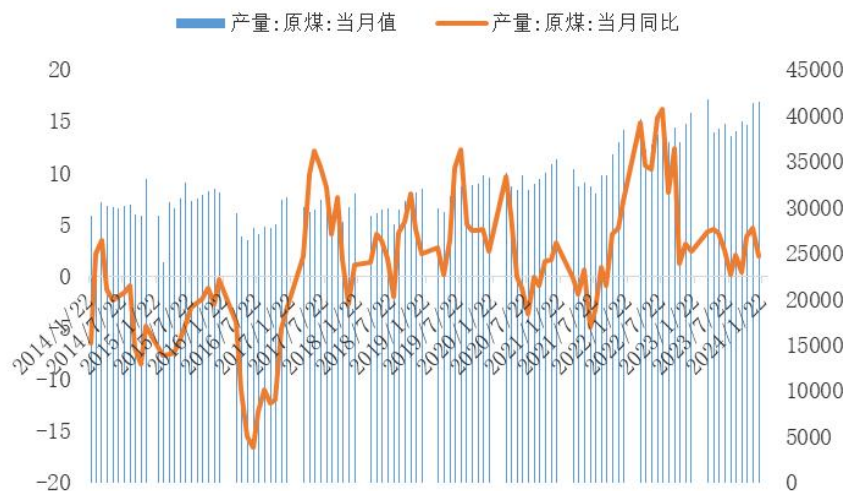
# 煤炭-火电发力，动力煤价格小幅回调

- 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%，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个百分点。需求方面，12月全社会发电量增长强劲，在水电环比走弱下，火电发挥支柱作用带动电厂煤炭需求增长，电厂库存位于相对高位；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。
- 价格：**截至2月18日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格990元/吨，较1月同期小幅回升11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，较上月末持平。
- 展望：**展望2024年一季度，动力煤方面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。根据荣煤宝数据，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，火电发力，叠加寒潮，支撑煤价继续上涨。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

### 25省电厂库存



### 原煤产量及同比走势



### 动力煤价格走势

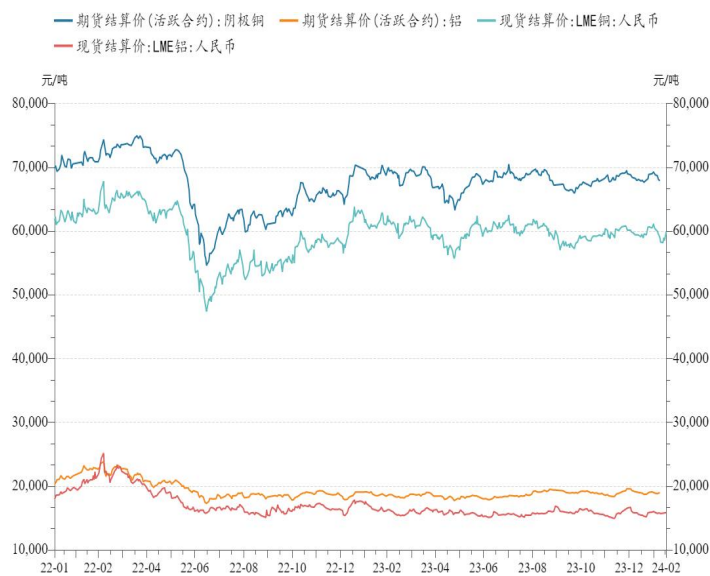


# 铜铝金属-供给趋紧预期发酵，铜价反弹；需求预期不足，铝价走势平淡

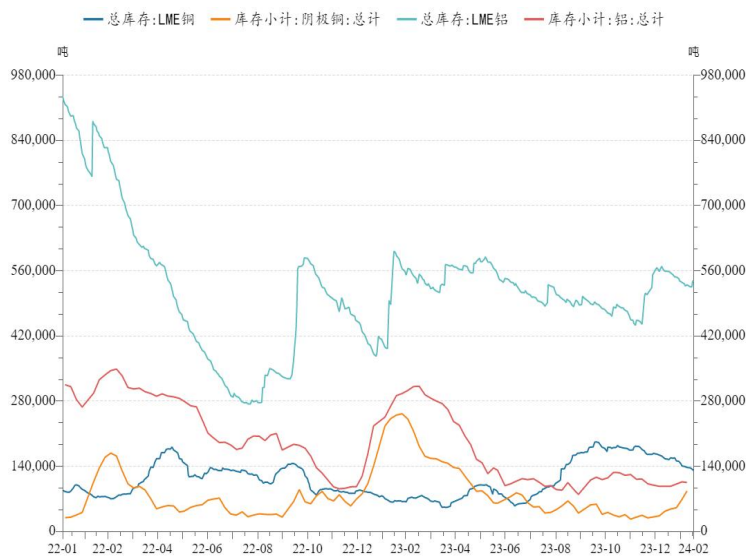


- ◆ **铜价反弹：**虽有美联储降息预期转弱的压制，但随着供给收缩预期的发酵，铜价1月中旬以来震荡回升，2月16日外盘铜价为59885.94元/吨（1月中旬为59087.35元/吨）；供给持续偏紧下，铜精矿现货TC大幅下跌至22美元/干吨左右，低于大部分冶炼厂冶炼成本。从库存端看，截至2月6日，LME铜库存为138800吨，降至逾四个月来最低水平，维持去库状态。
- ◆ **铝价震荡：**下游需求预期不足，叠加淡季开工率下降，总体走势平淡；氧化铝价格保持稳定，电解铝企业盈利变化不大。2024年1月国内电解铝开工产能4207.8万吨，开工率88.87%，产量362万吨，环比基本持平。
- ◆ **预测：**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；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，铝价难以有较好表现，将维持震荡走势。

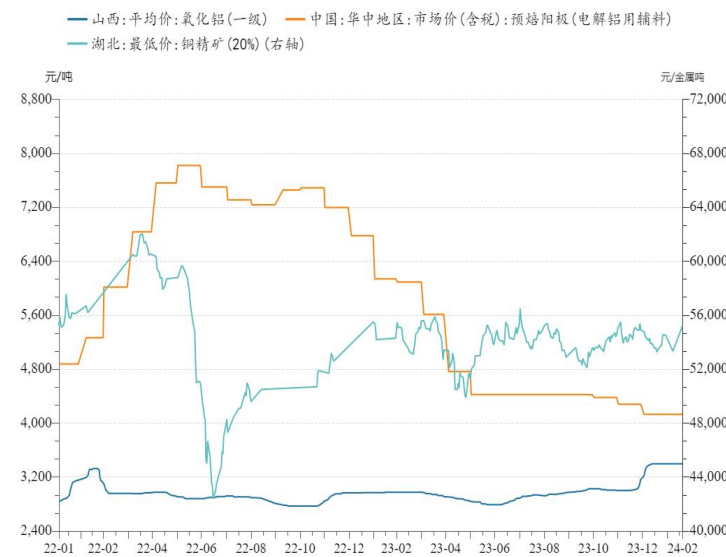
### LME铜、铝价格走势



### 铜、铝库存走势



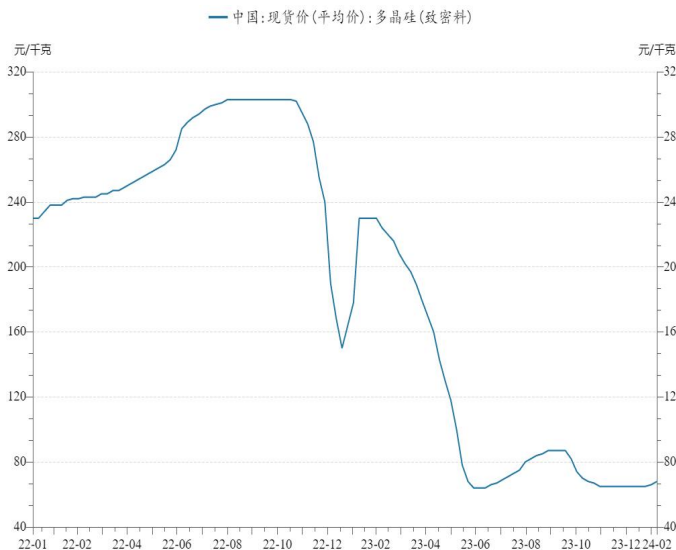
### 铜精矿、氧化铝和预焙阳极价格走势



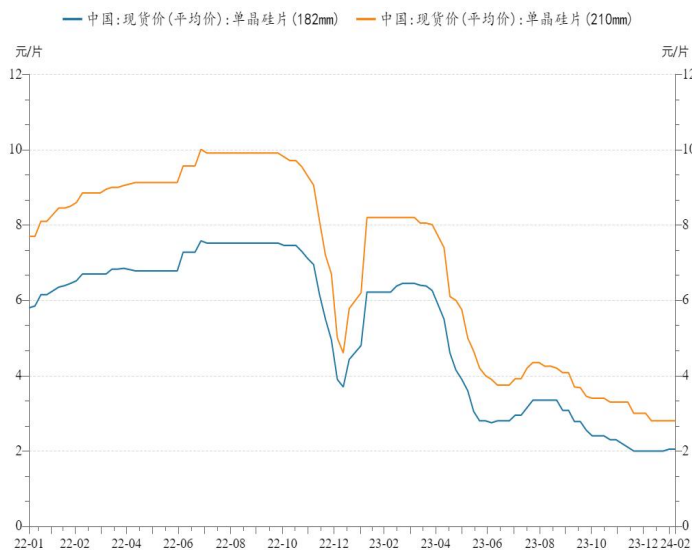
# 光伏制造-多晶硅价格小幅探升，电池、组件价格维稳，硅片仍偏弱

- ◆ **多晶硅价格小幅探升：**多晶硅新建产能释放节奏放缓，加之对高品质N型硅料需求的增加，多晶硅价格稳中有升，致密料均价小幅升至6.8万元/吨（1月中旬为6.5万元/吨）。2024年1月，中国硅料产量预计小幅增长至17万吨。
- ◆ **硅片价格仍偏弱：**随着产能加速转向N型，P型M10供应趋紧，1月最后一周均价小幅升至2.05元/片；P型G12硅片维稳在2.8元/片。在排产不减的情形下，N型M10、G12硅片价格有所下降，截至2月7日，分别为2元/片、3.1元/片（1月中旬为2.05元/片、3.2元/片）。2024年1月，中国硅片产量58.69GW，环比减少0.8%。
- ◆ **电池、组件价格维稳：**2月7日，P型M10、G12电池片均价同为0.38元/W；G12、M10组件均价分别为0.93元/W、0.90元/W。近1个月价格保持不变。
- ◆ **预测：**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，硅片总体或继续下跌；电池片新旧产能切换加速，短期存在的供需错配情形或对价格构成扰动，中长期走势仍将跟随产业链总体趋势；组件环节竞争激烈，难言企稳。

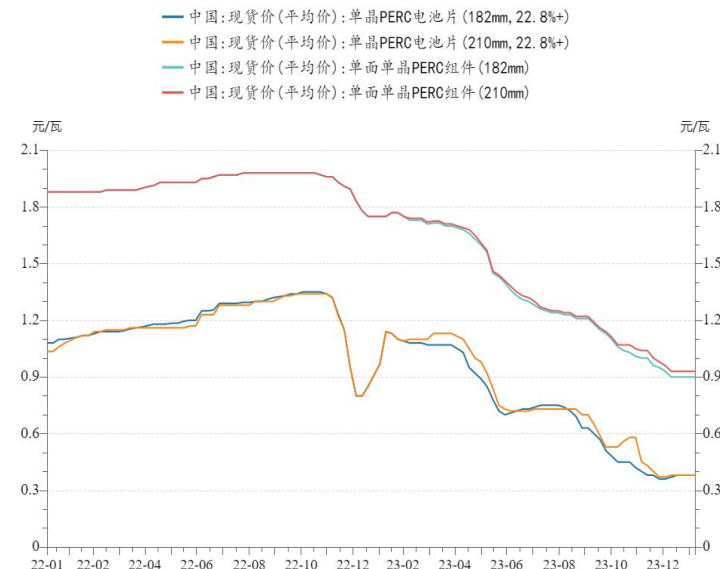
## 多晶硅价格走势



## 硅片价格走势



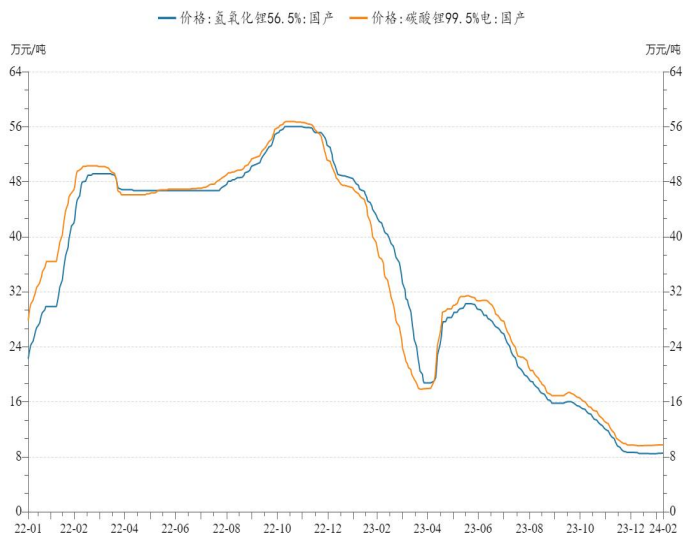
## 电池、组件价格走势



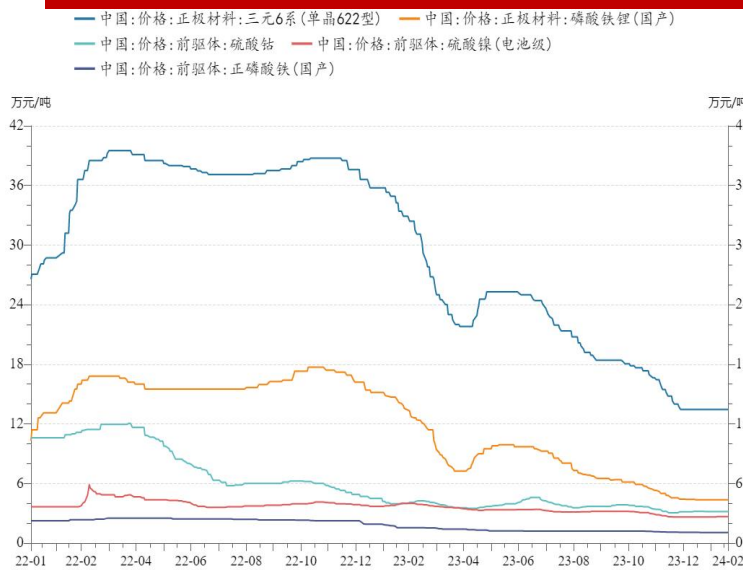
# 动力电池-产业链价格维稳，关注下游需求变化

- ◆ **锂价弱势维稳：**碳酸锂价格保持平稳，略有上升，截至2月8日，国产碳酸锂（99.5%）价格为9.71万元/吨（1月17日为9.66万元/吨）。2024年1月，国内碳酸锂产量3.6万吨，环比增长8.82%，开工率39.97%，环比下降20.64%。
- ◆ **前驱体与正极价格维稳：**节前市场交易平淡，正极材料与前驱体价格维稳。2024年1月，国内磷酸铁锂产量13.85万吨，环比增长1.27%，开工率32.48%，环比增长1.27%；三元材料产量5.5万吨，环比增长3.3%，开工率43%，环比增长3.33%。
- ◆ **电芯价格维稳：**在上游原材料价格走势平稳的情形下，电芯价格近期保持稳定，国产三元和磷酸铁锂方形电芯价格维持在0.48元/瓦时、0.38元/瓦时。
- ◆ **预测：**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；下游车企频繁降价促销，对电芯降价诉求增加，电芯价格持续面临下行压力。

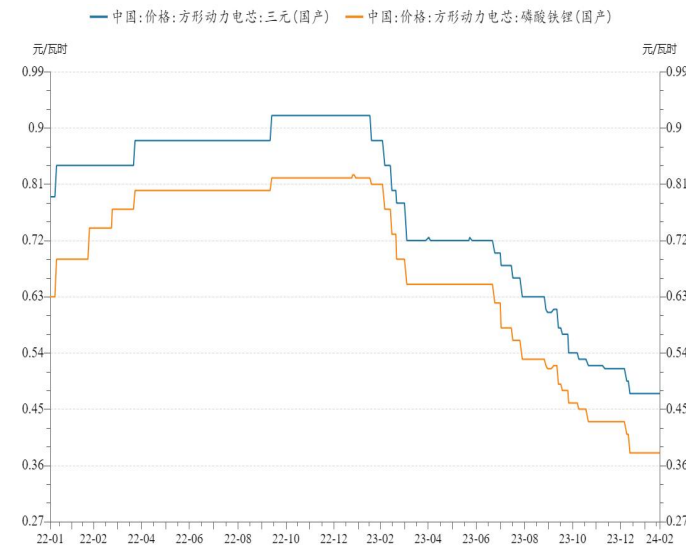
## 锂价格走势



## 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

- ◆ 24年至今无新增首次违约主体。

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