

2024年5月债券市场信用分析

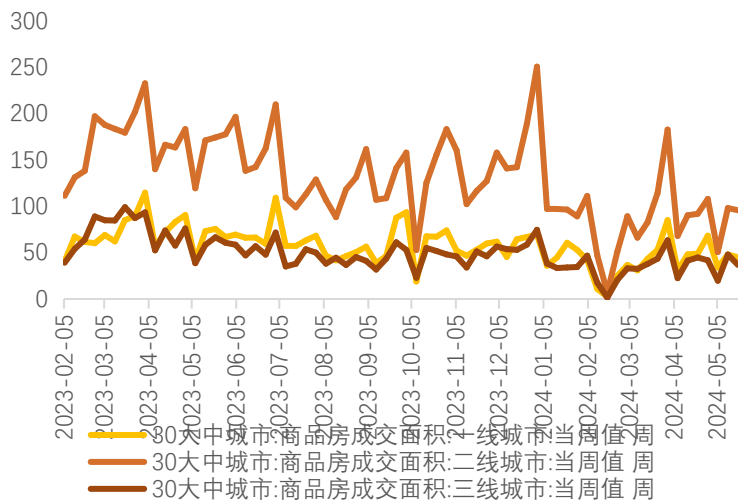
◆ 较上一期主要变化：

- ✓ 下游：房地产销售继续价量齐跌，地产开发各环节继续走弱，新开工降幅有所收窄，竣工延续大幅下降，地产政策放松力度加大，需关注居民购房意愿的变化。汽车产销同环比均保持增长，预计在以旧换新、外销及新能源持续发力背景下，今年汽车销量仍有望实现一定增长，但行业内卷加剧，或将加速洗牌，车企盈利承压。
- ✓ 中游：地产乏力，中游施工产业链同步指标仍偏弱，地产新开工、拿地仍然低迷，水泥行业需求继续磨底，量价齐跌，跌幅缩窄；4月挖机内销超预期正增，外销降幅边际好转，但利用效率仍处低位。**低基数效应消退的背景下，4月二产用电量同比边际回升，三产用电量维持高增，与四月工业企业增加值边际回升，尤其制造业门类回升速度较快的趋势相互印证。**
- ✓ 上游：供给偏刚性，需求及需求预期有改善，煤价反弹；有色金属价格指数（铜铝铅锌镍锡）在权重金属铜铝的带动下上升明显，铁矿石价格反弹带动黑色指数攀升。近三个月南华工业品指数录得8%以上的涨幅，铜铝的外盘价强于内盘价。
- ✓ 总结和预判：从高频数据看，发电、工业开工率、出口等领域展现出来的信号均比较稳定，低基数下4月工业增加值同比+6.7%（3月为+4.5%），环比+0.97%（3月为-0.08%），经济处于弱复苏中。关注政策组合拳下，地产销售和土地成交改善情况，近两年新开工下滑的背景下，预计24年竣工端增速仍为下滑态势。

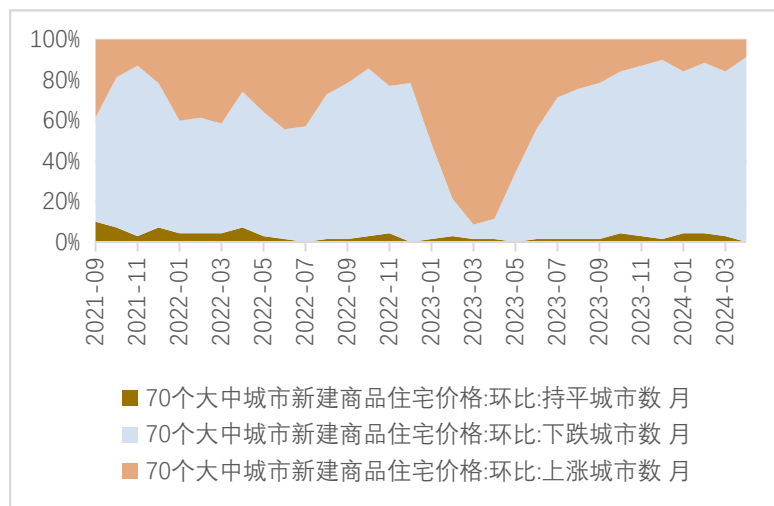
下游：房地产-销售端继续走弱和房价持续下行

- **销售：**根据统计局公布数据，4月商品房销售面积同比-22.8%、较前值-4.6pct，销售额同比为-30.4%，较前值-4.6pct。统计局数据对于23年基数进行了调减，经计算23年前4个月商品房销售面积数值下调了2.6%，如果剔除基数调整影响，那么目前销售端也将更弱。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158.84万平，“小阳春”表现平淡，和2023年周成交面积267.71万平相比下降42%，近三年平均周成交面积283.73万平。整体来看，受居民收入预期下降，购房意愿低迷，二手房价下跌对新房挤压作用，及2023年一季度疫情累计需求集中释放带来的高基数影响，2024年1-4月销售面积大幅下降。
- **价格：**4月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比-3.5%，环比-0.6%（环比降幅扩大）。70个大中城市二手住宅价格环比均下降。4月70个大中城市中二手房同比均下跌，下跌幅度较大的城市为广州、武汉、南京、厦门、徐州分别为-10.2%，-10.6%，-10.7%，-10.7%和-11.9%。
- **资金：**1-4月开发资金来源累计增长率为-24.9%，降幅小幅收窄，国内贷款累计同比为-10.1%，降幅小幅走扩。

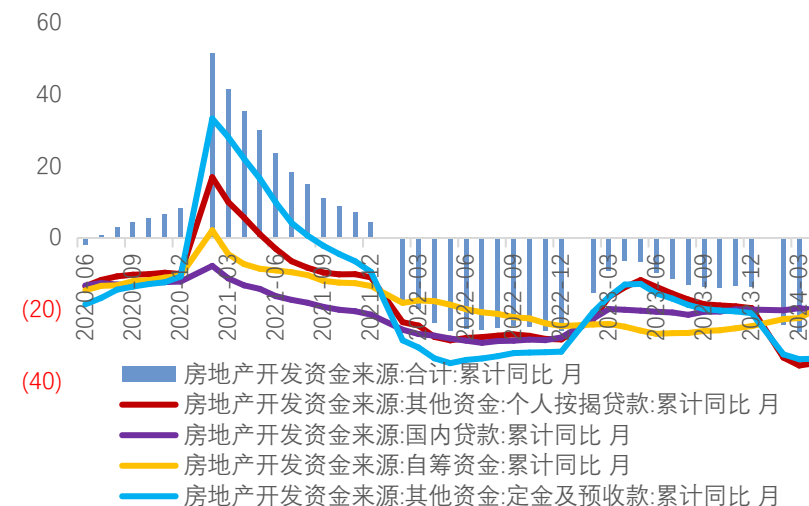
30大中城市商品房成交面积



70大中城市新建商品住宅价格



房地产开发资金来源

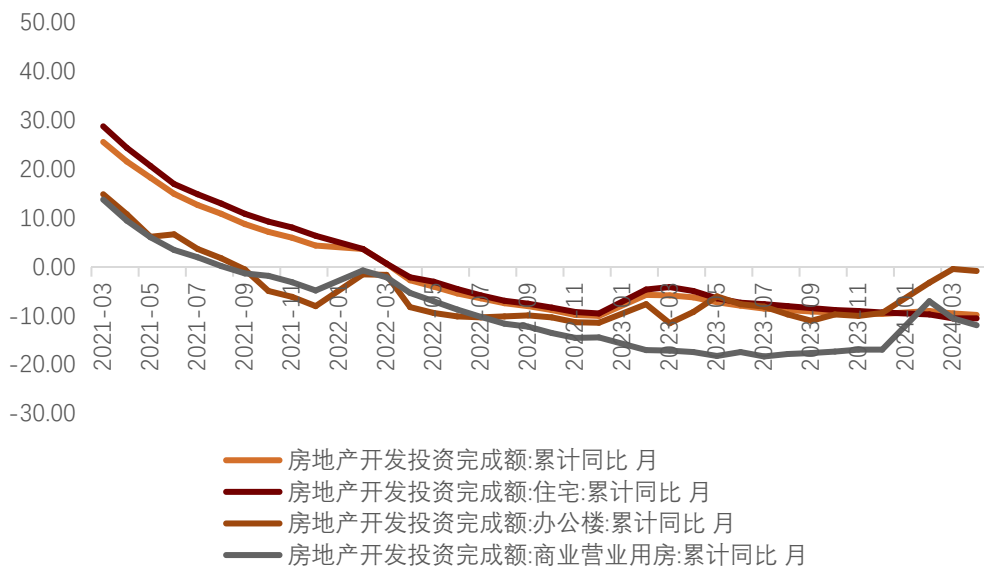


房地产—投资端继续走弱，新开工降幅有所收窄，竣工延续大幅下降

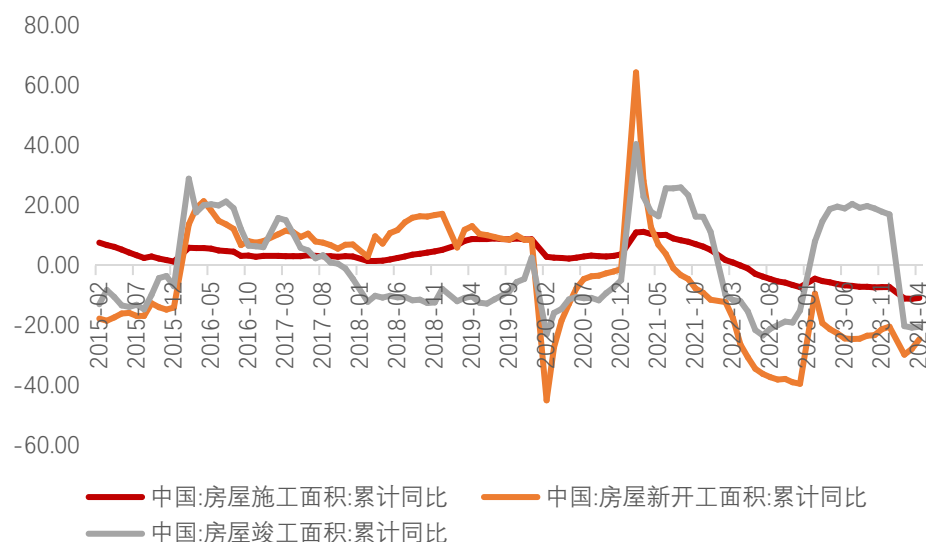


- **投资：**根据统计局披露，1-4月房地产开发投资累计同比-9.8%，较1-3月下降0.3个百分点。统计局数据对于23年基数进行了调减，经计算23年前4月房地产开发投资数值下调了3.5个百分点，如果剔除基数调整影响，那么目前投资端也将更弱。考虑到目前销售端疲弱，供给端出清补库存较困难，预计投资端仍将下行。
- **开发：**4月房屋新开工面积同比-14%，较前值降幅收窄11.4个百分点。4月全国竣工面积同比-19.1%，较前值降幅收窄2.6个百分点，去年受保交楼政策影响，竣工维持较高增速，今年以来竣工面积增速大幅下降。

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——四部委房地产会议，政策支持力度加强，但效果不确定性仍较大



- 1) 5月17日，全国切实做好保交房工作视频会议在京召开，住建部、自资部、央行和金管局就“切实做好保交房工作配套政策”情况作了详细说明，并在信贷政策放松（房贷首付比下降、房贷利率下限取消、公积金贷款利率下降）、支持政府收储、盘活存量土地、融资协调机制、保交楼等方面出台支持措施出台。
- 关于央行进一步优化住房信贷政策：**(1) 首套房贷首付比例下调至15%、二套下调至25%**（此前2023/8/31出台政策的首付比例下限分别为20%和30%，之后除北京、上海等8个城市外，其余城市已调整为政策下限）**(2) 取消首套、二套商贷利率下限**（2023/1/5出台房价环比和同比连续3个月均下降的城市首套住房贷款利率不设下限，此后2023/8/31出台的首套下限LPR-20BP、二套下限LPR+20BP），截至今年3月末，全国个人按揭贷款加权平均利率水平下降至3.69%。全国343个城市中，75个下调了首套房贷利率下限，64个取消了下限，预计后续更多城市将陆续取消下限；**(3) 公积金贷款利率下调25BP**。首套、二套公积金贷款利率分别降至2.85%、3.325%。**(4) 国务院副总理何立峰指出，库存较多城市，政府酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房**。同日，国务院政策例行吹风会中，住建部表态，推动消化存量商品住房，城市政府坚持以需定购，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房，用作保障性住房；央行表态，拟设立保障性住房再贷款3,000亿元，利率1.75%，通过21家全国性银行合计可发放贷款上限为5,000亿元，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。若按照地方政府或收储平台出资金25%比例，配套融资75%测算，可用于收购的资金约为6,700亿元，约占2023年销售9.5亿平的7%，整体来看，规模相对有限。
- 2) **热点一二线城市持续出台限购调整等政策**：4月以来热点二线城市持续出台限购放松政策。其中，杭州、成都、西安全面放开限购，海口放松企业限购。北京、广州等地调整公积金政策，郑州、南京等城市支持“以旧换新”，另有多地取消首套房贷利率下限。北京、厦门、长沙等少数地区优化限贷政策，多地取消首套商业房贷利率下限。

- 1) 政策端。预计房贷利率将继续下降，一线城市限购等政策仍将陆续放松，各地政府收储去库存的力度有所增加。
- 2) 销售端。今年小阳春表现平淡，受居民购房意愿低迷，二手房价下跌对新房挤压作用，及2023年一季度疫情累计需求集中释放带来的高基数影响，2024年1-4月销售面积大幅下降20.2%，预计未来，受2023年下半年基数降低，及政策力度加强，各地政府收储去库存影响，降幅将有所收窄，但2024年全年仍面临较大下行压力。（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，2024年1-4月土地出让成交总价同比下降14.5%，降幅较1-3月份继续走扩。预计未来房企拿地将更加集中于核心一二线的更加核心地段，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。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。中大型房企可能继续出险。2024年5月14日，雅居乐公告正式违约。

- 4月汽车产量240.57万辆，同比12.81%（上月3.99%），累计同比7.86%；批发销量235.88万辆，同比9.27%（上月9.93%），累计同比10.25%，其中乘用车销量200.15万辆，同比10.51%，上月10.87%。**产销均现同比增长**，其中内销同比4.06%，外销同比34.01%，上月分别为5.06%、37.9%。新能源汽车4月销量85万辆，同比33.55%（上月35.26%），渗透率36.03%。4月汽车经销商库存系数1.7，较上月上行0.14。
- 政策：美国拟对国产电车加征100%关税，据海关数据，2023年国内出口美国的新能源汽车约1.6万辆，占国内新能源车出口的1.3%，直接影响较小，但应关注对墨西哥关税政策，以及欧洲反补贴调查进展。
- 展望：20年以来外销占比持续提升，4月外销占比21.35%，外销同比累计增长45.65万辆，贡献同期汽车销量累计同比增长的63.57%，后续看，以旧换新、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。但随着年初以来以比亚迪、特斯拉等为代表的新能源厂商大力降价，行业内卷加剧，或将加速洗牌，传统燃油车厂商亦屡次传出裁员信息，关注年内车企盈利表现。

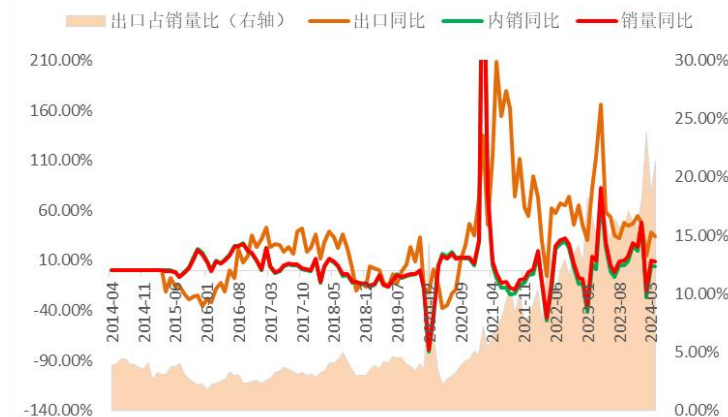
图：汽车产销量同比走势



图：新能源汽车销售情况

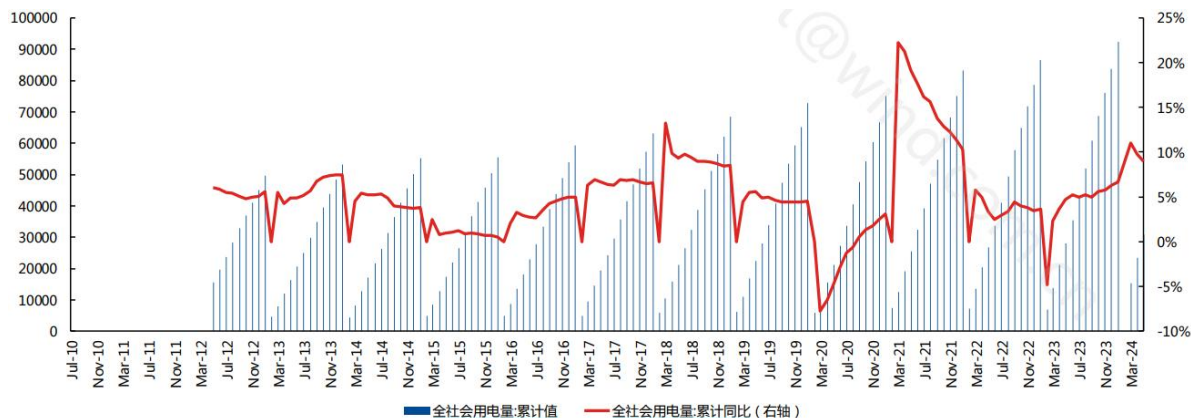


图：汽车销量内外销结构

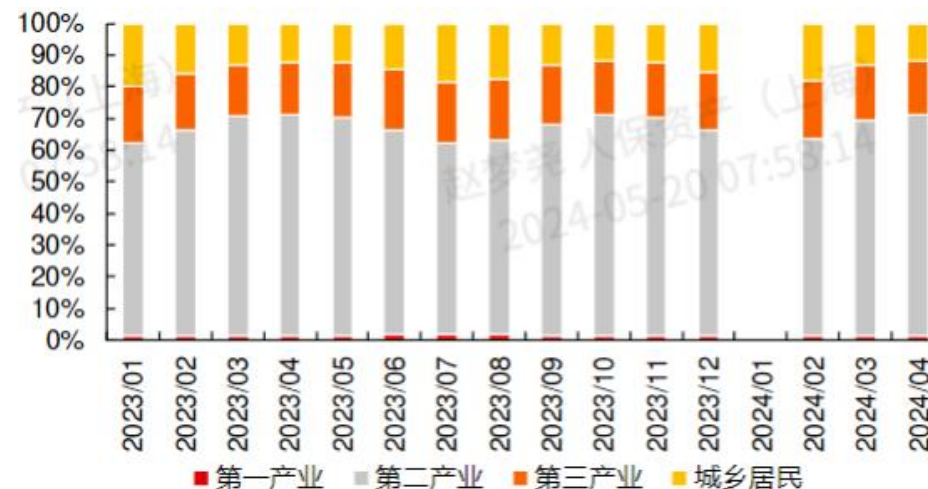


- 4月，全国规模以上机组发电量6901亿千瓦时，同比+3.1%（3月同比+2.8%），1-4月全国规模以上机组发电量29329亿千瓦时，同比+6.1%（1-3月同比+6.7%）；4月，全社会用电量7412亿千瓦时，同比+7.0%（3月同比+7.4%），1-4月，全社会用电量30772亿千瓦时，同比+9.0%（1-3月同比+9.8%）。本月发用电量增速均实现边际回升。
- 从发电结构看，本月水电增速加快挤压火电出力，核电由降转增，风电同比下降。其中，火电同比+1.3%（3月同比+ 0.5 %）；水电同比+21.0%（3月同比+ 3.1%）；风力发电同比-8.4%（3月同比+16.8%）；光伏发电同比+21.4%（4月同比+15.8%）；核电同比+5.9%（3月同比-4.8%）。
- 从用电结构看，4月第一产业用电量96亿千瓦时，同比+10.5%（3月同比+7.0%）；第二产业用电量5171亿千瓦时，同比+6.2%（3月同比+ 4.9 %）；第三产业用电量1270亿千瓦时，同比+10.8%（3月同比+ 11.6 %）；城乡居民用电量875亿千瓦时，同比+5.9%（3月同比+ 15.8 %）。4月二产用电量同比边际回升，三产用电量维持高增，与四月工业企业增加值边际回升，尤其制造业门类回升速度较快的趋势相互印证。
- 行业展望：社会用电量增速将继续围绕GDP增速中枢稳定增长，2024年前两月发用电量数据增速较好，虽存在一定低基数效应，3月以后低基数效应逐渐消失。今年4月全国范围来水增多，需关注新能源装机增加及厄尔尼诺对来水影响下对火电出力的挤出效应。

2024年1-4月全社会用电量同比增长9.0%



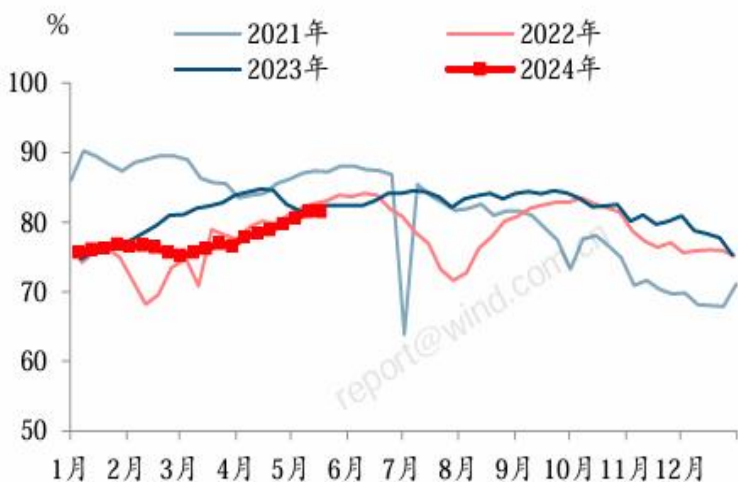
近一年来用电需求结构分布



钢铁-供给小幅恢复，政策面继续加码，钢价持续反弹，盈利恢复

- 供给和需求：**2024年4月粗钢产量8594万吨，同比降7.2%，日均产量286.5万吨，环比增0.6%；1-4月粗钢产量34367万吨，同比降3.0%；4月我国生铁产量7163万吨，同比降8.0%；1-4月我国生铁产量28499万吨，同比降4.3%；4月我国钢材产量11652万吨，同比降1.6%；1-4月我国钢材产量45103万吨，同比增2.9%。进入五月以来钢厂利润持续修复，钢厂盈利比例恢复至50%上方，下游需求恢复仍较为缓慢，五大品种钢材表观消费不及去年同期水平，钢厂生产强度有所恢复，截至5月17日，247家钢厂日均铁水产量为237万吨，环比+2.4%，同比-1.0%。**同期，Mysteel调研247家钢厂高炉开工率81.5%，环比上月上升2.64个百分点，同比去年减少0.86%；高炉炼铁产能利用率88.57%，月环比回升3.98%，同比减少0.55%；钢厂盈利率48.48%，环比增加10.38%。**需求方面，近期宏观、消费端政策持续加码推进，有利于下游需求的修复。根据证券时报，4月30日政治局会议指出要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策；5月17日人民银行、金融监管总局联合发文调整个人住房贷款最低首付款比例，人民银行还宣布下调个人住房公积金贷款利率，调整商业性个人住房贷款利率，同日国务院又举行政策例行吹风会，其中保交房工作配套政策包括央行将设立3000亿元保障性住房再贷款，利率1.75%，期限1年，住建部会同金融监管总局等部门将出台城市商品住房项目保交房攻坚战工作方案，自然资源部拟出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施等。
- 价格及盈利：**截至5月17日，上海螺纹钢价格(HRB400 20mm)3710元/吨，相比于上月同期末+70元/吨。而热轧卷板(Q235B, 4.75mm)价格3840元/吨，较上月同期-7元/吨，近两月持平。
- 展望：**展望2024年二季度，我们认为需求不足仍是制约钢铁行业景气度恢复的关键，在成本端价格大幅波动下，企业之间经营明显分化，钢铁市场供强需弱，钢材价格整体低位震荡，行业盈利能力普遍较弱。

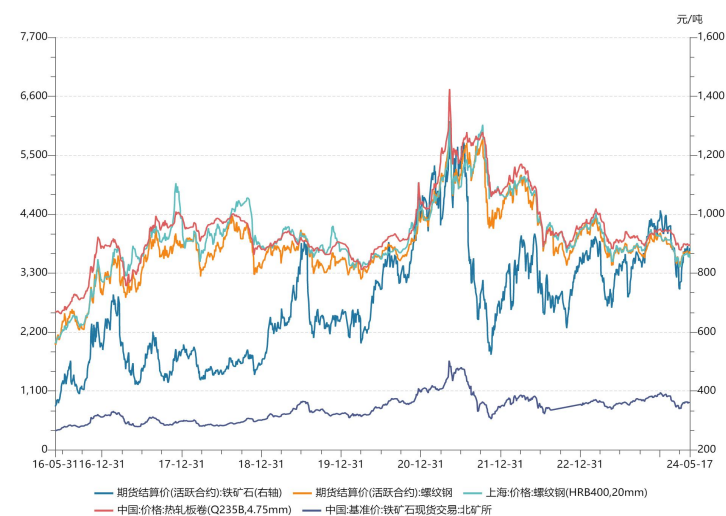
图：高炉开工率



图：螺纹钢吨钢盈利走势



图：钢价及铁矿石价格走势



数据来源：Wind

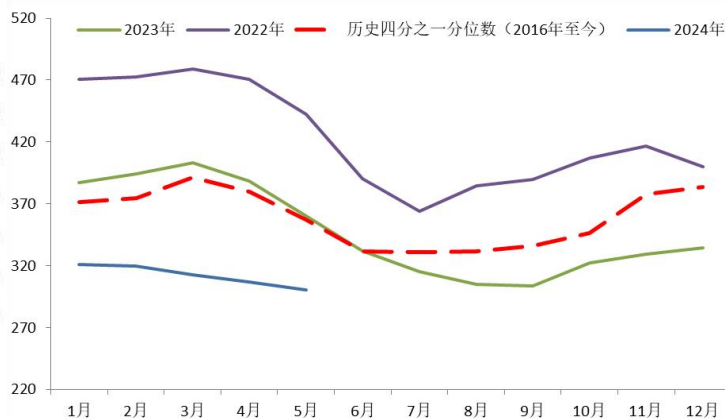
水泥-需求低迷，产量同比降幅缩窄，但仍为2010年后同期最低水平

- 供需：需求低迷，4月水泥产量1.74亿吨，同比-8.6%，累计同比-10.3%，上月-11.8%，跌幅仍大，目前的产量水平已为2010年后同期最低水平。
- 价格：水泥价格目前仍位于17年以来当月最低水平，5月10日P.0.42.5普通硅酸盐水泥报价300.3元/吨（3月底为312.8元/吨），价格继续下探，水泥煤炭价格差625.7元/吨，盈利较前期进一步压缩。
- 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。

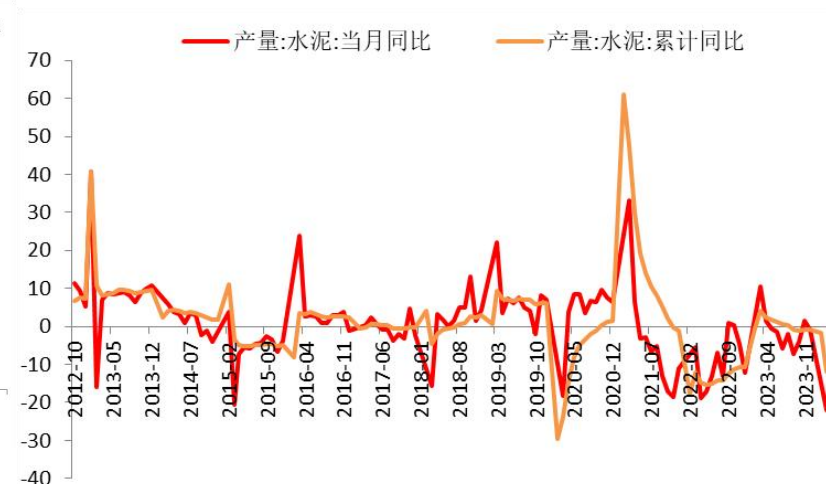
图：水泥、煤炭价格变动趋势



图：水泥价格同期对比



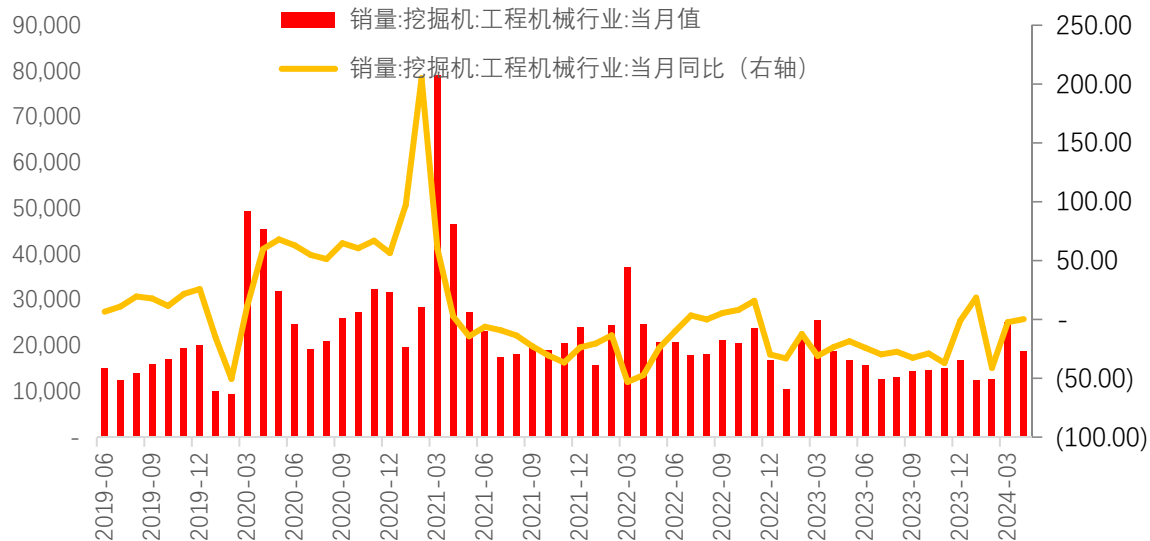
图：全国水泥同期产量对比



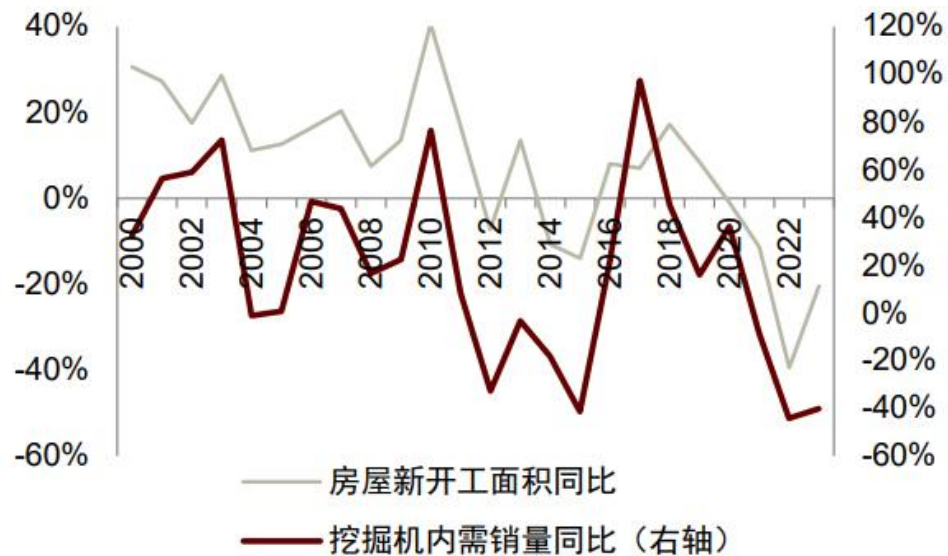
工程机械-4月挖机内销超预期正增，外销降幅边际好转，利用效率仍处低位 PICC

- **挖掘机**：2024年4月挖掘机销量18822台，同比+0.27%（3月同比-2.34%），其中内销10782台，同比+13.34%（3月同比+9.27%），本月内销数据大幅超出预期（预期持平）；出口8040台，同比-13.17%（3月同比-16.16%），降幅有所收窄，外销占比回升至42.72%（3月占比39.2%）。2024年1-4月挖掘机销量68786台，同比-9.78%（1-3月同比-13.1%），其中国内37228台，同比-2.90%（1-3月同比-8.3%）；出口31558台，同比-16.74%（1-3月同比-17.9%）。当月内销回升或为基建及乡村振兴等需求导致小挖销量回升，与地产强相关的大挖或仍待探底。
- 4月挖机开工小时数为97小时，同比减少3.2小时，仍处于2017年以来历史最低值，体现行业开工利用效率仍不高。
- **行业展望**：市场主流卖方普遍预测2024年挖机销量整体持平或微降，目前一季度销售及开工小时数据印证下游基本面仍不景气。短期可关注大规模设备更新政策影响（其中提出更新淘汰使用超过10年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备），中长期仍待基建发力及地产磨底。

挖掘机销量走势



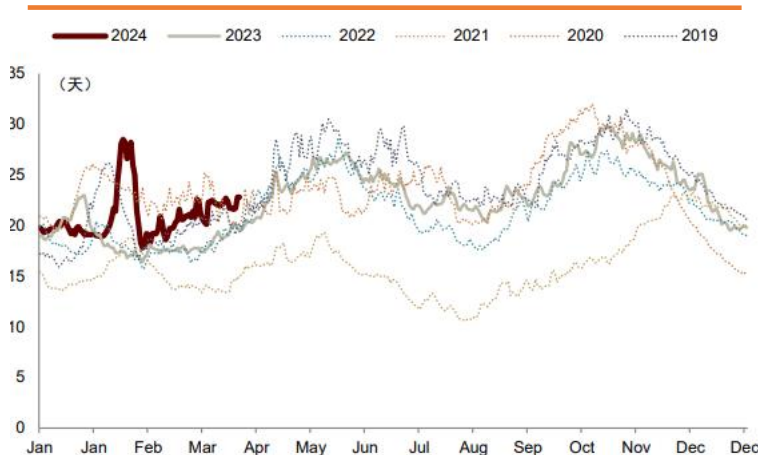
历史上挖机内需与房地产行业景气高度相关



煤炭-产能刚性已现，供给持续回调，下游需求环比改善，煤价反弹

- 供给和需求：**供给方面，2024年4月，国内实现原煤产量3.72亿吨，同比-2.9%/环比-6.9%，延续3月的负增长趋势；1-4月国内实现累计原煤产量14.76亿吨，同比-3.5%（1-3月为4.1%）。2024年4月，全国原煤日均产量为1239万吨/天，较3月减少49万吨/天。国内煤炭产量产能刚性已逐渐成为共识，后续产量增量多源自新建矿井投产，预计空间有限；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，2024年4月，我国进口煤炭4525万吨，较上年同期增加457万吨，同期增长11.3%；1-4月我国累计进口煤炭1.61亿吨，同比增长13.1%，但增速较去年同期显著回落。需求方面，**火电增速恢复，水泥，铁水产量环比提升。**4月份社会发电量同比增速为3.1%，规模以上工业火电同比增长1.3%，增速比3月份加快0.8个百分点；1-4月水泥产量同比-10.30%（1-3月-11.80%）；5月17日247家钢厂日均铁水产量为237万吨，环比+2.4%。
- 价格：**截至5月17日，5500大卡京唐港动力末煤山西产动力煤价格831元/吨，较4月同期+34元/吨。同期，焦煤方面，京唐港山西产主焦煤库提价（含税）2,060元/吨，较上月同期-80元/吨，跌幅较上月大幅缩减。5月焦煤价格波动较大，期间高点达到2240元/吨。
- 展望：**展望2024年二季度，我们认为动力煤价仍存在一定支撑：需求侧，电煤淡季下，动力煤日耗煤量处于下行轨道，不过25省终端用户存煤天数仍处于合理范围内，六大电厂存煤天数保持低位；供给侧，我们认为煤矿安全隐患对供给的扰动已经显现，并可能延续，而进口方面，过去一个月海内外煤价价差明显收窄并出现倒挂，也将影响进口节奏。焦煤方面，我们认为炼焦煤价格可能维持弱势运行，主要是地产基建需求较弱，焦钢企业亏损和开工下滑对原料需求形成负反馈。

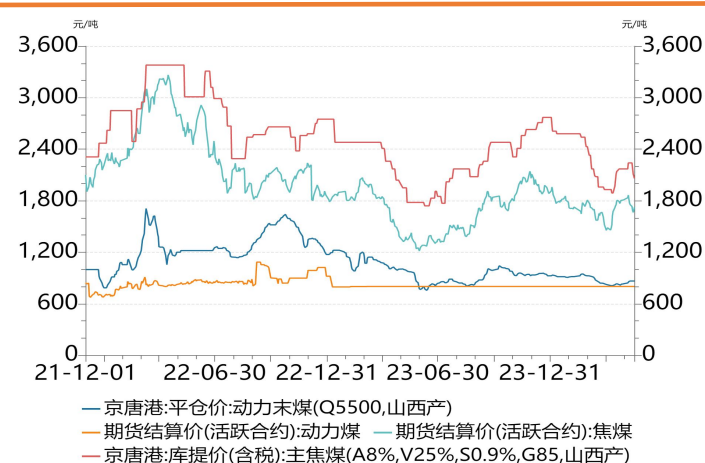
图：17省动力煤终端库存天数



图：铁水产量走势（万吨/天）



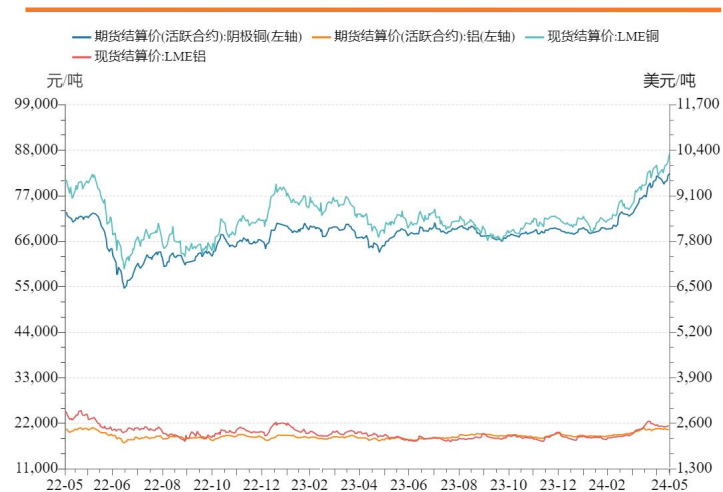
图：煤价走势



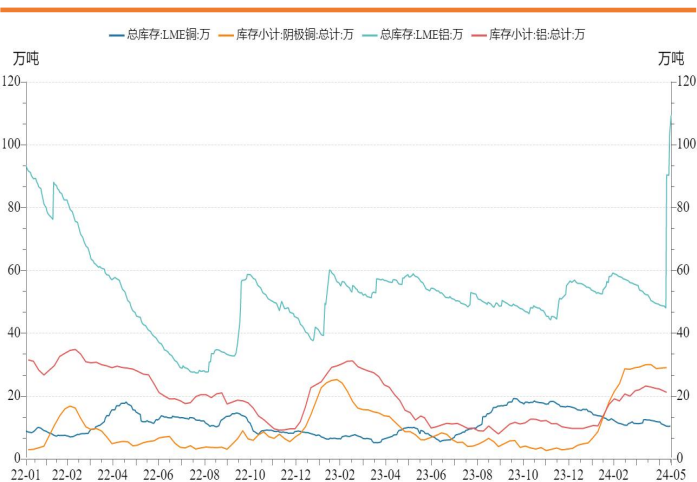
铜铝金属-铜价延续强势，铝价冲高回落

- **铜价延续强势：**4月至5月中旬，铜矿供给端扰动因素影响持续，同时二季度铜冶炼产能检修预期发酵，叠加4月中下旬LME宣布暂停为俄罗斯金属出具仓单、必和必拓拟收购英美资源引发全球铜矿资源集中度提升的担忧，既使美联储降息时点持续延后，铜价表现依旧强势。外盘铜价表现强于内盘，LME铜价自4月初8920元/吨增长逾15%至5月16日的10308元/吨。4月SMM中国电解铜产量为98.51万吨，环比减少1.44万吨，降幅为1.44%，同比增加1.56%。1-4月累计产量为390.47万吨，同比增加22.22万吨，增幅为6.03%。
- **铝价冲高回落：**4月铝价呈冲高回落态势，外盘表现强于内盘。4月上旬，受国际能源价格上涨和下游需求复苏预期推动，电解铝价格快速上行，4月8日上期所铝价突破2万元/吨。4月13日，美英出台对俄铝的出口限制措施，市场担忧受限俄铝将更多流入亚太，导致内外盘铝价走势分化，外盘铝价继续冲高至4月22日的2654美元/吨。后由于美国通胀超预期导致美联储降息时点再次延后，外盘铝价下跌，走势与内盘铝价趋同。5月，LME铝库存激增，或与俄铝流通受限后，贸易商选择在LME进行交仓所致。3月国内电解铝产能开工率89.87%，产量347万吨，环比-2.68%。
- **预测：**短期看，美联储延迟降息、国内铜铝库存上升及地产基建投资下滑给铜铝价格带来回调压力；而地缘政治冲突带来的国际能源价格高企、新能源及人工智能快速增长带来的新增电力投资需求均对铜铝的长期需求构成有力支撑，在供给端未有明显增量的情况下，铜铝价格中长期仍有上行动力。

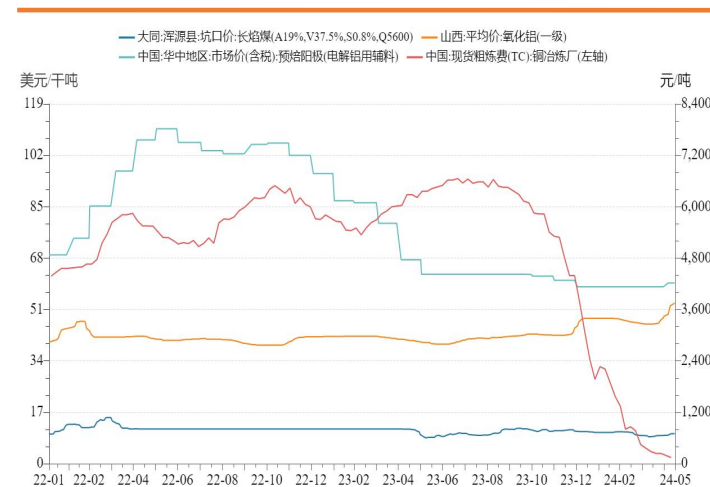
图：铜、铝期货价格走势



图：铜、铝库存走势



图：铜精矿、氧化铝、动力煤、预焙阳极价格走势



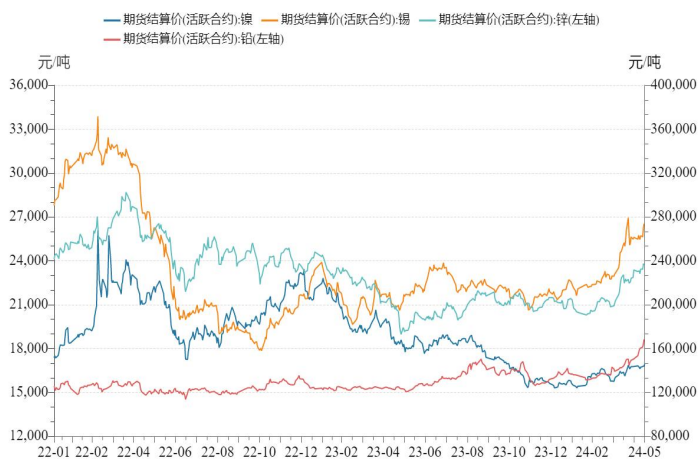
有色金属及贵金属价格指数走势

- 有色金属价格指数（铜铝铅锌镍锡）在权重金属铜铝的带动下总体延续上升态势，铜铝之外，铅锌镍锡价格整体跟随有色板块偏强运行，具体变动点评如下：**铅**：海外部分矿山因天气和采矿证问题暂停开采，铅精矿供应紧张持续，国内原生铅企业处于亏损，再生铅企业微利，铅价自4月初的16600元/吨持续涨至5月中旬的18700元/吨。**锌**：海外矿端扰动持续，国内矿山复工缓慢，锌矿供应持续紧张，锌冶炼环节处于亏损状态，锌价自4月初的20915元/吨持续涨至4月中旬的23705元/吨。**镍**：镍价受有色板块整体行情提振，4月呈上涨趋势，但受行业过剩影响，涨幅微弱。5月初至中旬，镍价窄幅震荡。**锡**：缅甸佤邦禁矿政策未见改善，锡价4月以来总体延续涨势，自4月初的22.59万元/吨震荡升至5月中旬27.42万元/吨，区间涨幅超20%。
- 贵金属价格指数高位震荡：4月上半月，金银在中东等地缘政治风险推动下，持续上涨，后美联储降息时点的预期一再延后，开始压制贵金属价格走势，金银价格回落明显。5月初至中旬，受美国经济数据显露疲态强化降息预期以及中东局势的升温等影响，金银价格经历短暂盘整后再次上涨至接近前期高点。

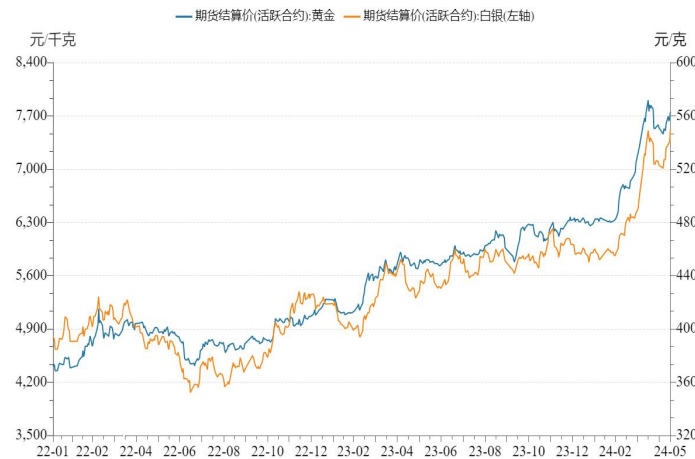
图：有色金属综合价格指数走势



图：铅锌镍锡期货价格走势



图：黄金白银期货价格走势



光伏制造-多晶硅与硅片价格大幅下跌，电池片跌势相对缓和，组件价格转跌

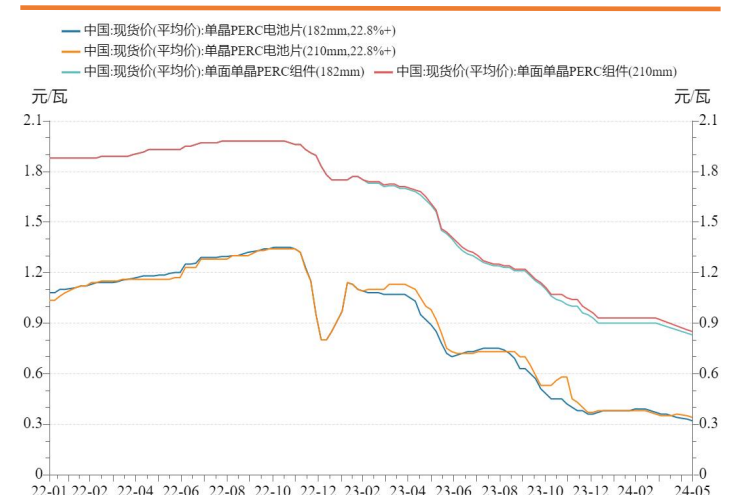
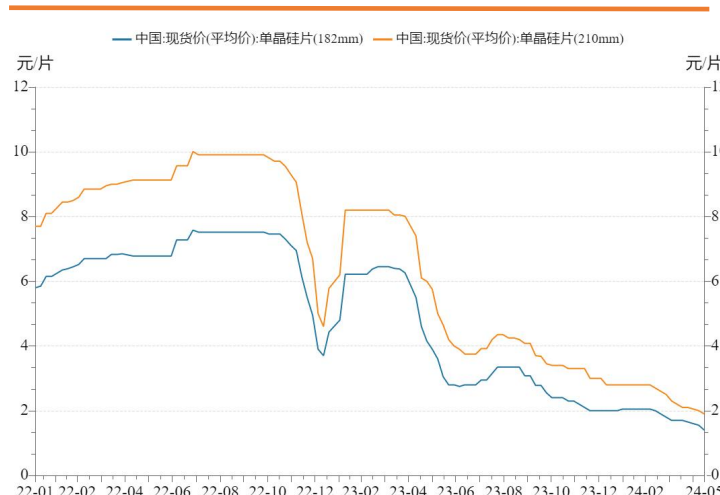


- 多晶硅价格快速下跌：随着多晶硅累库以及下游硅片企业减产，多晶硅价格持续下跌，致密料5月中旬均价已来到4.2万元/吨，较4月初跌幅超30%，已低于企业现金成本。2024年4月中国主流多晶硅企业多晶硅产量为18万吨左右，环比上月下降1.64%，同比2023年4月增长62.16%。
- 硅片价格快速下跌：4月以来，硅片排产开始下降，但产能过剩依旧，硅片价格延续跌势，P型182、210硅片5月中旬已跌至1.4元/片、1.9元/片，较4月初跌幅近20%。2024年4月份中国主流硅片企业硅片产量为62.35GW，环比上月产量下降7.63%；同比2024年4月产量增长34.96%。
- 电池价格延续跌势：在硅片跌价的传导下，电池片价格延续跌势，但跌幅小于硅片。截至5月中旬，P型182/210电池片的单W均价分别为0.32元、0.34元，N/P价差缩窄至0.02元。2024年4月份中国主流硅片企业硅片产量为61GW，环比上月增长1.67%；同比2024年4月产量增长39.27%。
- 组件价格转跌：随着上游产业链价格下降，同时贸易争端及消纳问题带来的需求不确定性，组件出货放缓，库存有所累积，组件价格开始转跌。组件价格已来到0.9元/W下方，截至5月中旬，P型单面G12、M10组件单W均价维持在0.85元、0.83元，N/P价差为0.05元。
- 预测：国内产业链总体已处于亏损状态，多晶硅价格已低于企业现金成本，预计随着下游企业自发减产和二三线企业的出清，产业链价格有望企稳。但考虑到下游需求在贸易摩擦和消纳瓶颈下的不确定性，产能过剩短期内难以缓解，产业链价格难以大幅回升，或将长期维持低迷。

图：多晶硅价格走势

图：硅片价格走势

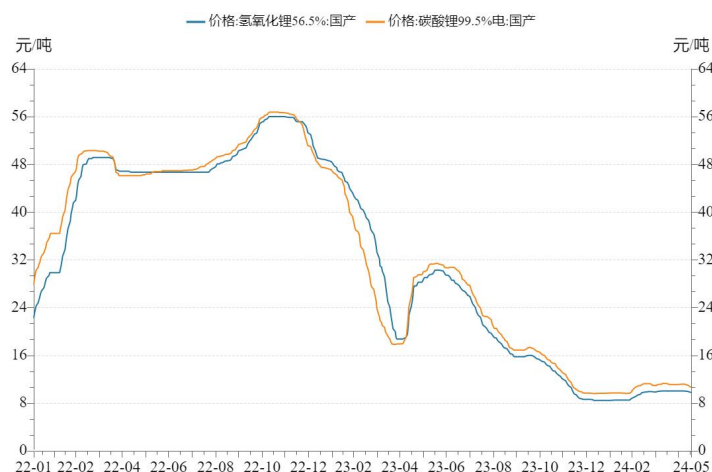
图：电池、组件价格走势



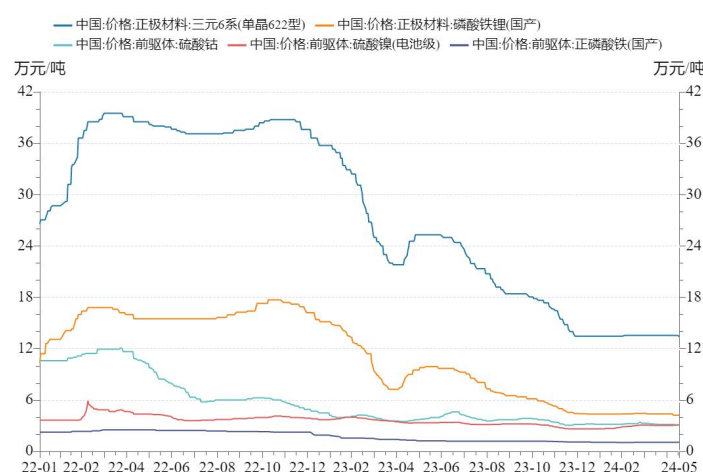
动力电池-锂价稳中趋弱，下游产业链价格总体平稳，关注需求增速变化

- 锂价稳中趋弱：4月碳酸锂价格稳中有升。4月初，下游需求排产上升，带动碳酸锂价格冲高到11.3万元/吨左右，随后回落至11.2万元/吨下方。5月，随着国内青海及江西地区碳酸锂产量逐步提升，叠加非洲锂矿供应充足，碳酸锂价格有所走弱，5月16日为10.70万元/吨。5月，国内碳酸锂产量5.00万吨，环比+13%，开工率48.95%，环比+11.25%。
- 前驱体与正极价格总体平稳：4月至今前驱体价格走势平稳，磷酸铁锂及三元材料价格亦变化不大。国内磷酸铁锂4月产量23.06万吨，环比+8.15%，开工率54.07%；国内三元材料4月产量6.6万吨，环比+7.4%，开工率52%。
- 电芯价格平稳：国产方形三元和磷酸铁锂电芯价格5月第3周略有下降，单Wh价格分别自0.47元、0.38元降至0.46元、0.37元。
- 预测：随着动力电池下游需求增速放缓，同时非洲锂矿、低成本的南美盐湖锂矿持续投产，碳酸锂稳价压力增加，存在下行可能；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，电芯价格面临下行压力。

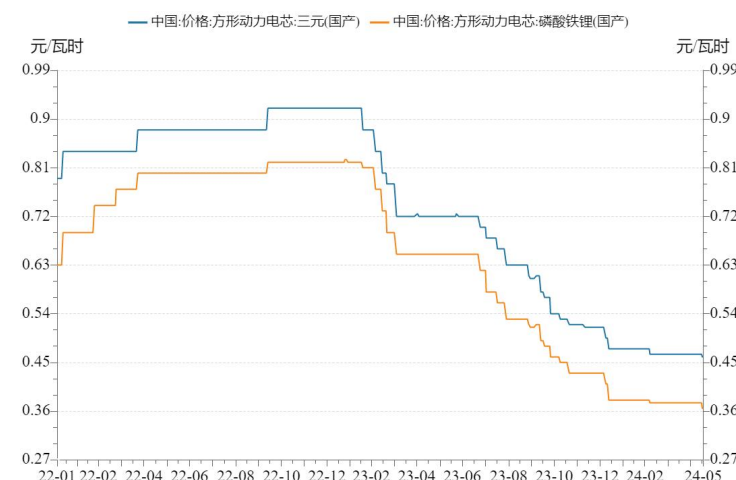
图：锂价格走势



图：正极材料与前驱体价格走势

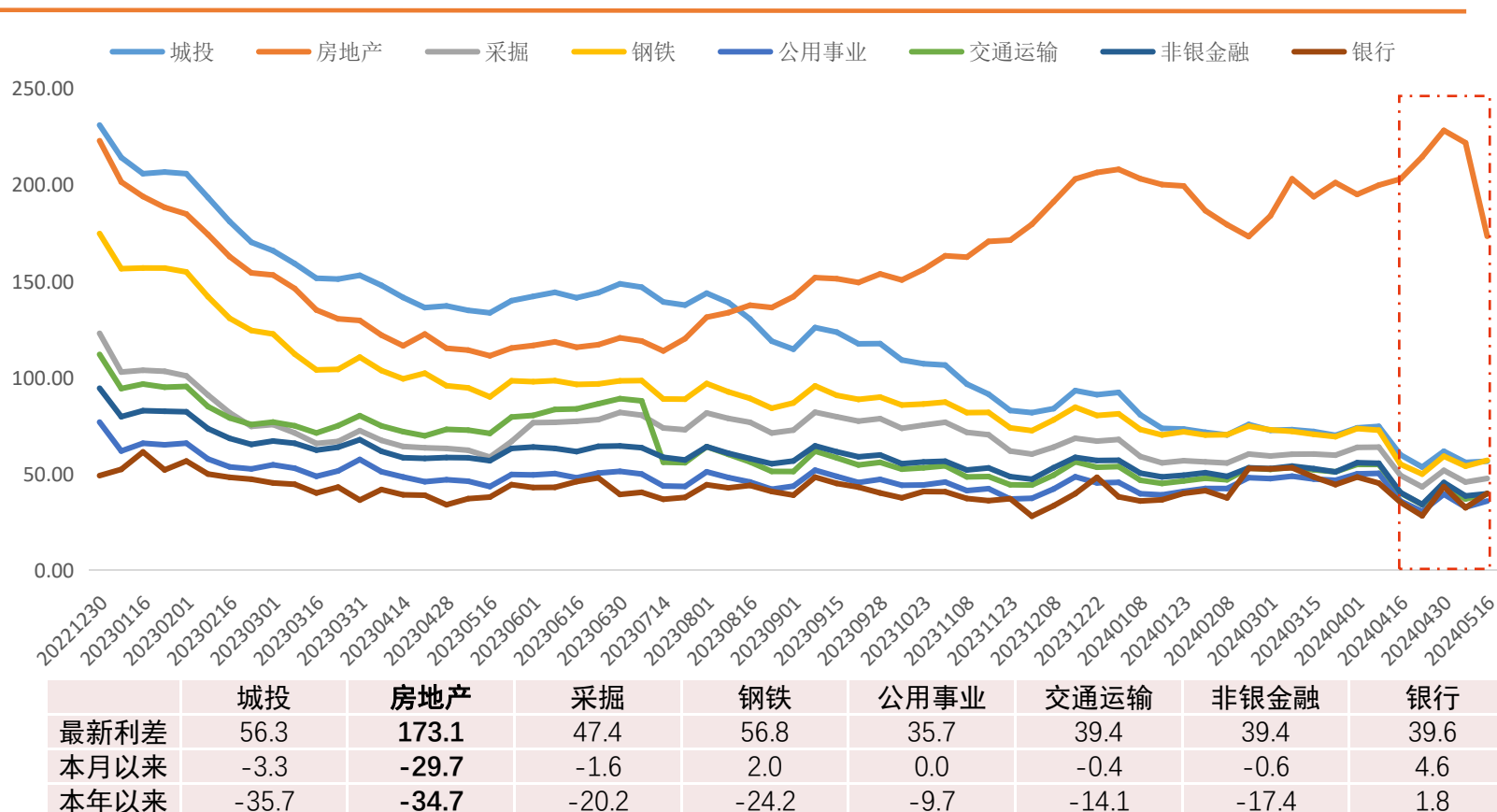


图：电芯价格走势



◆ 本月各行业信用债利差低位小幅波动，仅地产行业利差下行显著，5/17地产行业刺激政策发布当周，行业信用利差大幅收窄48BP，期限2年以内品种下行幅度最大。

图表：主要发债行业信用利差变动情况（BP）



注：1、行业信用利差取行业内隐含评级AA-及以上个券（不含永续、担保债）中债估值与同期限国开债利差的平均值；2、最新利差截至2024年5月16日，本月以来为滚动30个自然日利差变动

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