

投资级美元债近期存在优势，基础利率预计盘整

资产配置跟踪4月

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 陈雨桦

852-25105555

chenyuhua@cric.com

相关报告

1 《境外利差高位震荡，评级多变引致估值上行-中资地产债市4月跟踪》 2021-04-20

2 《地产板块热度回升，指数较大盘表现亮眼-克而瑞内房股领先指数3月监测》 2021-04-12

3 《境内利率稳定，美元融资高于预期，融资成本急升-中资地产债市3月跟踪》 2021-03-11

投资要点

- **全资产收益风险比：投资级债券夏普比率明显上升。**美元债中，投资级券种中，发行人在亚洲区域的夏普比率与下行风险优于发行人在美国区域的券类，高收益券种上，亚洲债的夏普比率略低、同时下行波动率也更低；5年维度上债券类与（高分红）权益的夏普比率占优。
- **中资美元债：高收益呈现利差优势，谨防流动性冲击。**对于正荣等更低收益率的B档公司，由于公司的收益率曲线呈明显正向，故投资人在二级市场选择配置期限时，可根据自己的资金久期进行择券；同时，可关注这类企业对境内发行品种的选择。对于BBB档公司，适合投资者根据自己的资金期限选择个券进行交易。行业总体，品种间的不同评级间相对利差优势缩减，BB-B利差出现较明显抬升。
- **境内环境：企业续增经营杠杆，居民中长期贷款高增长。**3月，企业债券融资与政府债券融资占比分别回升至10.5%与9.34%，财政吸收融资力度仍较低；社融存量同比由前值的13.0%下行至12.3%，自2020年中以来持续走低。受春节效应影响，非金融企业及机关团体中长期贷款占比持续攀升，达62.4%的高位；居民端，中长期贷款同比远超100%，处于历史较高水平；房企端，贷款与股权融资规模占比较同期上升明显，2月前下滑。
- **境外流动性：短端仍在低位、长端进入震荡区间。**鉴于美联储降息前美债长端利率盘旋在1.90%以下，美债10Y-1Y期限利差在168BP以下，在美联储尚未实质性缩表、引导短端利率向上的中期环境中，对美债长端利率判定短期在1.60%至1.85%震荡，等待美国债期货交易放量以确定走势。
- **美股：资金偏好未受实际利率上升影响。**截至2021年4月初，美股涨幅最高的行业为能源、半导体、金融。VIX指数行至17.1，在历史均值附近震荡，当前为中位contango结构。
- **原油：长端价格抬升，短端价格震荡，关注需求改善是否跟上预期。**期货近端价格略降、远端价格抬升，在总体需求预期向好的前提下，月内油价预计持续震荡。供给端受需求带动明显回温，当前价格的最大影响因素仍在库存，关注美中欧消费、就业数据向好趋势是否稳定。
- **黄金：利率长短端形成共同压制，可作为其他商品的价格判断指标。**美元长端收益率高位盘整，美元指数与黄金于年后一并进入下行通道、当前短期震荡，利率短期内高位的作用未反映到股市与美元的定价中。以金油比判断其他商品的走势短期内是否可以继续或可作为一种交易思路。
- **风险提示：政策风险，信用风险，销售业绩未完成风险，数据风险（详见报告末页风险提示）**

内容目录

全资产收益风险比：投资级债券夏普比率明显上升	4
中资美元债：高收益呈现利差优势，谨防流动性冲击	4
二级市场期限结构：B 档考量基本面、谨防流动性冲击，BBB 档根据资金期限挑选	4
收益率与利差：地产债相对中资总体的利差回升，投机级收益率略升	5
境内环境：企业续增经营杠杆，居民中长期贷款高增长	7
境外流动性：短端仍在低位、长端进入震荡区间	8
美股：资金偏好未受实际利率上升影响	9
波动预期：VIX 指数均值附近震荡，当前为中位 contango 结构	9
商品：原油库存更多看需求，黄金长短端均受压制	10
商品 ETF：黄金年初至今收益近-10%，原油相关 ETF 收益两极分化	10
原油：长端价格抬升，短端价格震荡，关注需求改善是否跟上预期	10
黄金：利率长短端形成共同压制，可作为其他商品的价格判断指标	12
风险提示	13
免责声明	14

图表目录

图 1：B 档公司收益率曲线在 1-3 年期稳定向上	5
图 2：BBB 档公司根据资金期限选择	5
图 3：投资级收益率（左轴）稳定，利差上行	5
图 4：投机级收益率近期底部震荡	5
图 5：B 档利差迅速上行，达 398.5BP，为年内高位	6
图 6：评级间利差区间均区间内震荡	6
图 7：企业非标占比与短贷中的票据贷款占比居于中位	7
图 8：经营杠杆上升，企业贷款期限拉长、存款期限压缩	7
图 9：居民端中长期贷款同比急升，M2-M1 剪刀差回升	7
图 10：贷款与股权融资规模占比较同期下滑	7
图 11：美元流动性利差低位平稳	8
图 12：联邦基金利率处于低位	8
图 13：SOFR 利率下行至 0.01%	8
图 14：月末，10Y 美债利率 1.74%，期限利差 167BP	8
图 15：涨幅最高的行业为能源、半导体、金融，资金偏好并未明显受实际利率上升影响	9
图 16：VIX 指数在历史均值震荡	9
图 17：VIX 期限结构中位 contango	9
图 18：WTI 原油期货价格月初震荡	10
图 19：2018 年末至今的 WTI 原油期货期限结构	10

图 20: 原油库存当月无明显变化, 美国出口微升	11
图 21: 上游钻机数量持续回温, 恢复至疫情前一半水平	11
图 22: 库欣库存中位平稳, 炼厂利用率迅速抬升	11
图 23: 浮仓与管道成本见底	11
图 24: 美债实际收益率高位盘整, 金价下行通道	12
图 25: 美元指数与黄金一并下行, 与美股对比鲜明	12
图 26: 期货投机多头持仓下行, ETF 持仓继续回落	12
图 27: 金油比与金铜比快速下行	12
表 1: 各品类资产的夏普比率与索提诺比率	4
表 2: 中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差	5
表 3: 中资地产美元债相较美元债总体的各评级利差	6
表 4: 商品 ETF 收益表现	10

全资产收益风险比：投资级债券夏普比率明显上升

美元债中，投资级券种中，发行人在亚洲区域的夏普比率与下行风险优于发行人在美国区域的券类，高收益券种上，亚洲债的夏普比率略低、同时下行波动率也更低；当期，亚洲与美洲区域发行人的投资级债券夏普比率均有明显上行。各类资产中，现下夏普比率从高到低依次为加密货币、铜、美股、高收益债、白银，工业金属的价格上行与加密货币价格的剧烈活动使其资产的收益风险优势发生变化，5年维度上债券类与权益（高分红）的夏普比率占优。下行风险方面，债券类亦更有优势，尽管同样下行风险所带来的收益没有商品类高。

表 1：各品类资产的夏普比率与索提诺比率

资产类别	SHARPE-1Y	SHARPE-3Y	SHARPE-5Y	下行波动率	SORTINO
亚洲区（除日本）高收益债	2.66	0.52	0.77	4.16	2.45
美国高收益公司债	3.10	0.64	0.96	5.17	3.86
亚洲投资级债	1.98	1.11	0.90	2.11	1.95
美国投资级公司债	1.56	0.72	-	4.08	1.60
标准普尔 500 指数	3.19	0.94	1.10	13.97	3.25
纳斯达克综合指数	3.76	1.26	1.43	15.96	3.99
标普 500 股利贵族	2.75	0.84	0.91	15.28	3.06
彭博全商品	2.84	-0.12	0.07	9.18	2.56
WTI 原油	1.06	-0.01	0.16	42.99	0.96
黄金	0.20	0.54	0.41	12.28	0.19
白银	2.02	0.51	0.38	27.28	2.11
铜	4.47	0.48	0.62	12.79	4.35
彭博 Galaxy 加密货币	12.76	1.34	-	48.61	13.94

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

中资美元债：高收益呈现利差优势，谨防流动性冲击

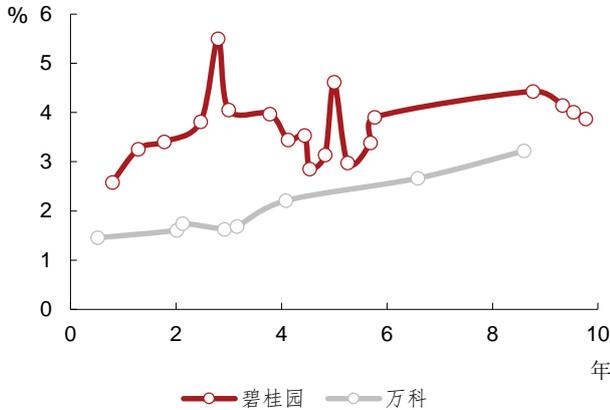
二级市场期限结构：B 档考量基本面、谨防流动性冲击，BBB 档根据资金期限挑选

以到期时间-当期时间为期限计算收益率，可以作对投资资金久期有要求的投资人的收益率期限结构图，该数据获取时间在 2021 年 4 月 8 日。

可以看到，B 档公司收益率曲线陡峭，例如中国恒大在 1 年内的收益率曲线下行，1 年后上行；市场对即期债务的偿还能力更为关注，当投资者希望博取超额收益时，宜选择流动性较强的超短期个券交易；当投资者对公司长期看好时，宜选择 2 年期以上的个券持有较为合适。对于正荣等更低收益率的 B 档公司，由于公司的收益率曲线呈明显正向，故投资人在二级市场选择配置期限时，可根据自己的资金久期进行择券；同时，境外投资人可关注这类企业对境内发行品种的选择，结合流动性与境内外利差来综合考量。上述交易策略基于公司的收益率曲线不明显上移的前提。

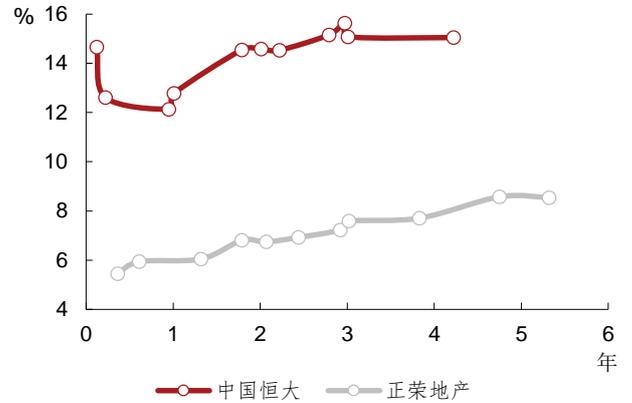
BBB 档公司个券中，碧桂园的收益率曲线形状特征不明显，万科的收益率曲线上行但幅度不大，适合投资者根据自己的资金期限选择个券进行交易。

图 1: B 档公司收益率曲线在 1-3 年期稳定向上



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 2: BBB 档公司根据资金期限选择



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

收益率与利差: 地产债相对中资总体的利差回升, 投机级收益率略升

截至 2021 年 4 月 1 日, 中资地产美元债相对中资美元债总体, BB 评级利差优势明显, 在 27.3BP, BBB 评级利差在 1.4BP, 处于相对低位。相较上月, BBB 档利差收窄明显。

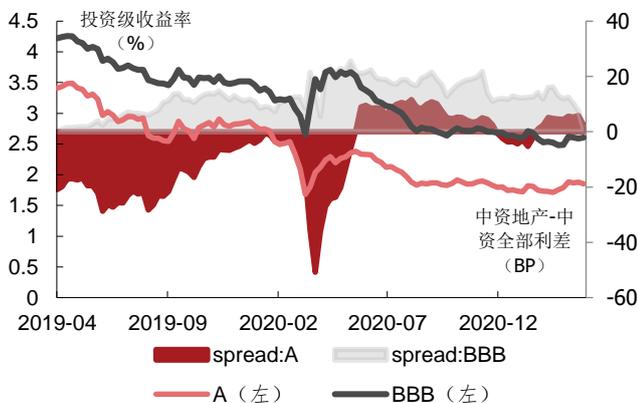
表 2: 中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差

中资地产-中资全部	A	BBB	BB	B	C
当期	2.4	1.4	27.3	0.5	298.8
1 年平均	2.6	16.5	22.2	-32.9	6.8
2 年平均	-7.0	12.6	38.6	-22.7	50.8

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

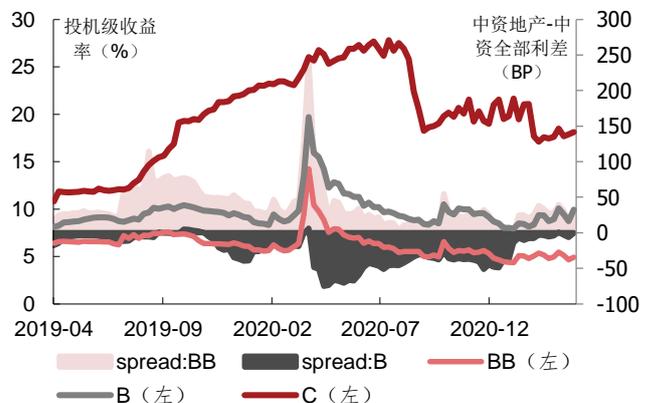
当前, 中资地产债 BB 档收益率在 4.911%, B 档在 9.942%。

图 3: 投资级收益率 (左轴) 稳定, 利差上行



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 4: 投机级收益率近期底部震荡



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

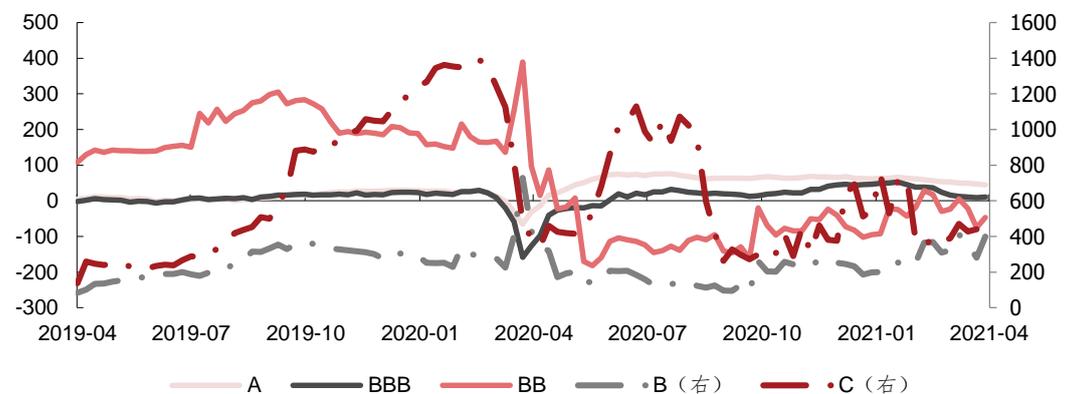
截至 2021 年 4 月 1 日，除 BB 档，中资地产美元债当期评级相较美元公司债总体利差均>0，其中 B 评级利差当期达到 398.5BP，为年内高位；各档利差相较上月趋于收敛，品种间的不同评级间相对利差优势缩减。

表 3：中资地产美元债相较美元债总体的各评级利差

中资地产-全部美元	A	BBB	BB	B	C
当期	44.5	10.9	-46.7	398.5	0.0
1 年平均	59.6	17.9	-74.0	218.5	565.4
2 年平均	35.3	10.9	63.0	243.8	645.2

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

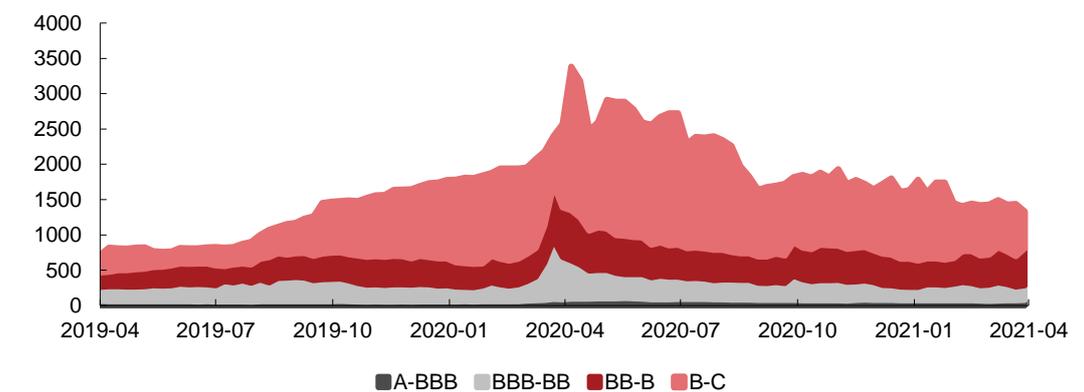
图 5：B 档利差迅速上行，达 398.5BP，为年内高位



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

中资地产美元债的评级间利差均区间内震荡，其中 BBB-BB 利差达 204.4BP，BB-B 利差出现较明显抬升、为 531.0BP。

图 6：评级间利差区间均区间内震荡



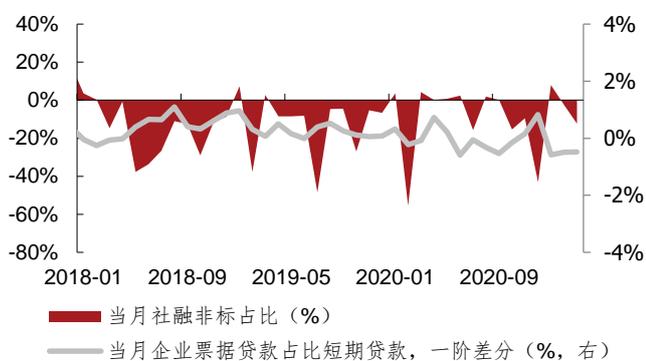
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

境内环境：企业续增经营杠杆，居民中长期贷款高增长

2021年3月，社融非标融资占比回落至-12.3%，未贴现银行承兑汇票与委托贷款、信托贷款均在零下；当月，企业债券融资与政府债券融资占比分别回升至10.5%与9.4%，财政吸收融资力度仍较低，企业融资力度逐步恢复至去年年中水平；社融存量同比由前值的13.0%下行至12.3%，自2020年中以来持续走低。

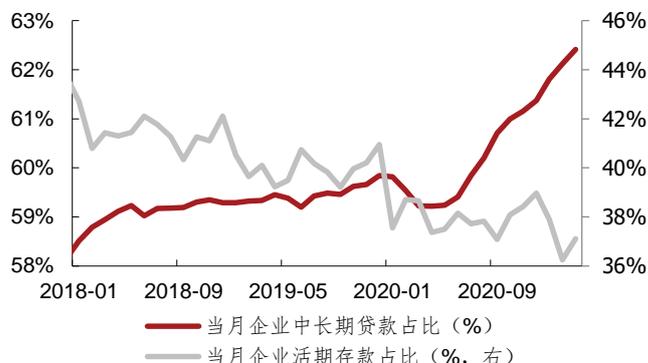
3月，企业方面，受2月的春节效应影响，非金融企业及机关团体中长期贷款占比持续攀升，达62.1%的高位，3月且同比维持16.8%的高增速；当月企业活期存款占比36.2%，达历史低位。

图7：企业非标占比与短贷中的票据贷款占比居于中位



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

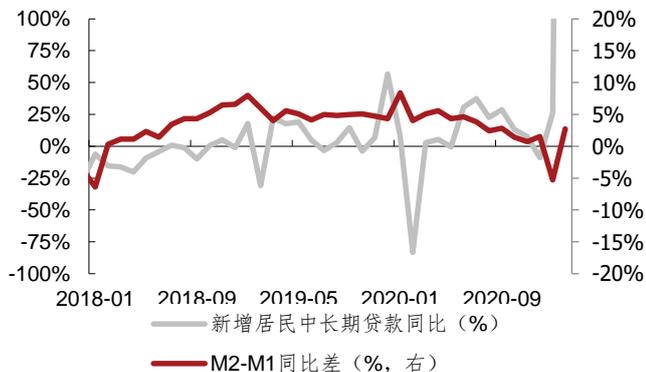
图8：经营杠杆上升，企业贷款期限拉长、存款期限压缩



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

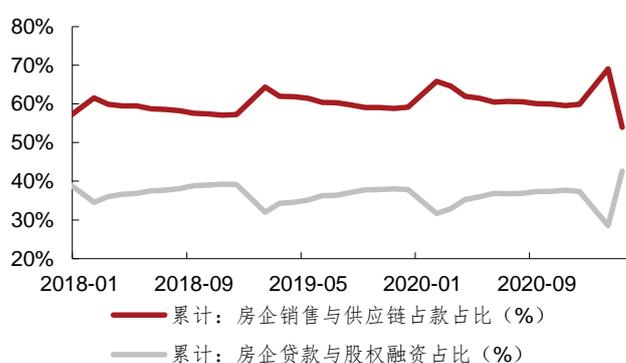
居民端，2月中长期贷款同比远超100%（为在图中明显看出趋势，将其视作100%绘图），系去年同期疫情影响致使地产销售与备案滞后、基数压低所致，但仍处于历史较高水平，3月该值回落至31.7%，新增中长期贷款6239亿元、2月4113亿元，2019年同期该值分别为4605亿元和2226亿元。房企端，3月贷款与股权融资规模占比升至42.6%的高位（其中，各项应付款当月值为0），2月则较同期下滑，其中销售回款中定金及预收款/个人按揭贷款的比例维持在220%以上，侧面说明销售低增速下，开发商对首付款的要求提升，银行贷款回款较紧。

图9：居民端中长期贷款同比急升，M2-M1剪刀差回升



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图10：贷款与股权融资规模占比较同期下滑



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

境外流动性：短端仍在低位、长端进入震荡区间

截至 2021 年 4 月 10 日，TED 利差（欧洲美元 3M 利率-3M 美国国债利率）在 18.4BP，LIBOR-OIS（USD,3M）利差在 12.4BP，较前期略升，但仍处于低位。

图 11：美元流动性利差低位平稳

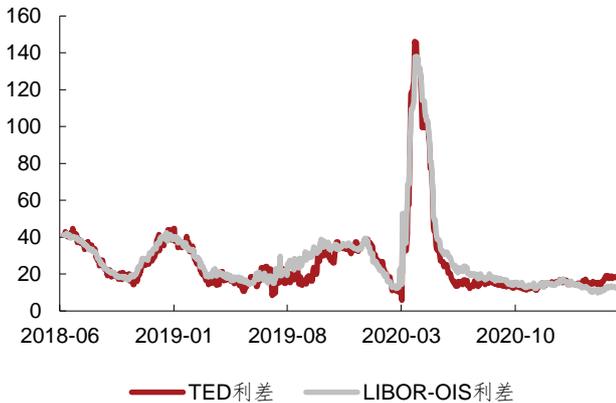
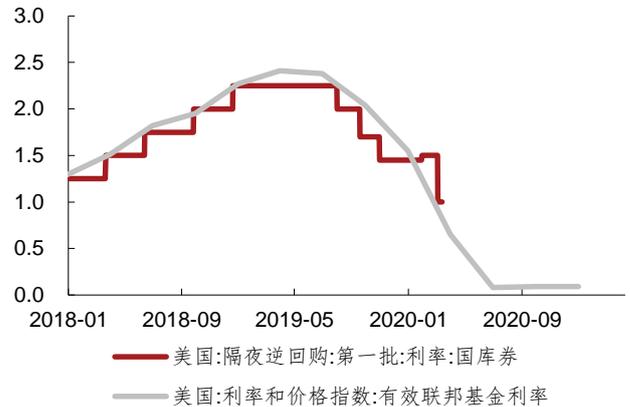


图 12：联邦基金利率处于低位



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

SOFR 利率于 3 月 31 日达 0.01%，同 SOFR 各分位利率、维持在上月同期水平。美债期限利差持续拉长，月末在 167BP，4 月 12 日在 163BP。当前，美债长端利率由美联储制定的经济增长目标引导，鉴于美联储降息前美债长端利率盘旋在 1.90% 以下，美债 10Y-1Y 期限利差在 168BP 以下，在美联储尚未实质性缩表、引导短端利率向上的中期环境中，对美债长端利率判定短期在 1.60% 至 1.85% 震荡，等待美国国债期货交易放量以确定走势。

图 13：SOFR 利率下行至 0.01%

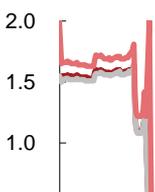


图 14：月末，10Y 美债利率 1.74%，期限利差 167BP



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18901

