

经济基本面上行，美元债收益风险平衡佳

资产配置11月报

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 《指数走势弱于大盘，居民长短期贷款敞口大幅扩大-克而瑞内房股领先指数 11 月监测》 2020-12-02
- 2 《美元端维持融资净流入，人民币债交易冷清-中资地产债市 10 月回顾》 2020-11-10
- 3 《指数走势下行，市场消费需求降温-克而瑞内房股领先指数 10 月监测》 2020-11-03

投资要点

- 全美元资产中，长期维度上债券资产的收益风险平衡性较优、下行风险控制佳。美元债中，亚洲区域个券总回报高于美洲区域，其中投资级券种的夏普比率与下行风险更低；5 年维度上债券类的夏普比率相对较高。
- 境内环境：企业生产积极性提高，地产相关杠杆稳定。10 月票据融资占比短期贷款在 19.1%，当月非标占比社融的-15.1%，M2-M1 收缩至 1.4%。居民端杠杆未见明显上升，房企销售回款与供应链占款占比在 60.0%。
- 境外流动性：货币政策面临边界，经济增长预期较弱。TED 3M 利差与 LIBOR-OIS 3M 利差回复至低位；11 月末，总体 SOFR 0.08%，99 分位 SOFR 0.16%。OECD 领先指标中，亚洲、欧洲、美国依次降低。
- 美股：线上、非核心消费属性受益。NASDAQ 整体涨幅最高，达 36.0%；标普细分行业中，半导体、IT、非核心消费品等行业涨幅居前近三年，美股标普行业中，PE 上，具备消费与先进技术属性的行业估值较低。2019 年末，仅 IT 与半导体的 Net Debt/FCF 在 1.0 以下。
- 商品 ETF：90%以上跟踪单一资产，稀有金属 2020 年高收益。截至 2020 年 11 月 30 日，全球商品 ETF 共 889 只；收益最高的 ETF 为 Invest Rhodium ETF，收益率 182.1%。
- 原油：短期库存修复、产量回暖、需求低位、近月抬升，待年初会议确认。WTI 原油期货期限结构回到 flat contango 与 back 的回摆。当前，全美原油和石油产品的出口于 6 月初见底平稳，库存自 8 月后迅速下行，上游开采钻井数于 7 月底见底，适合美元投资者进行底部月差投机交易。
- 黄金：ETF 持仓拥挤加剧波动率，实际 YTM 短端触底同金价震荡。假设美国财政政策加码、货币政策适度的情形下，短期黄金价格将维稳，长期仍处于观望状态。此时，对波动率的交易将更为保险。
- 中资美元债：规模占比提升，持有与套利收益可观。截至 2020 年 11 月 27 日，除 D 级及无评级债券，中资美元债总体存量占比全部美元债的 4.3%，其中地产占比中资的 24.8%。除 BB 评级外，其余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 202.4BP，适合攫取高稳定收益；除 C 档外，中资地产美元债的评级间利差基本维持稳定。
- 资产安全边际：融资的持续性与成本的下行。二级市场，高评级在 2-3 年、高收益在 1-2 年的个券较受欢迎。2020 年，新湖中宝、阳光城、新城发展、弘阳地产具有主体套利机会。
- 风险提示：政策风险，融资风险，信用风险（详见报告末页风险提示）

内容目录

从资产配置出发：缘何关注宏观环境？	4
全资产收益风险比：长期维度中债券平衡性较优、下行风险控制佳	5
境内环境：企业生产积极性提高，地产相关杠杆稳定	6
境外流动性：货币政策面临边界，经济增长预期较弱	7
美股：线上、非核心消费属性受益	8
历史估值：高分红支撑高估值，高增长对应高波动	9
波动预期：VIX 指数回归均值附近	10
商品：原油期限结构回摆，黄金价值有待利率确认	11
商品 ETF：90%以上跟踪单一资产，稀有金属 2020 年高收益	11
原油：短期库存修复、产量回暖、需求低位、近月抬升，待年初会议确认	11
黄金：ETF 持仓拥挤加剧波动率，实际 YTM 短端触底同金价震荡	13
中资美元债：规模占比提升，持有与套利收益可观	15
收益率与利差：投资档利差抬升，投机档收益稳定，评级间利差稳定	15
资产安全边际：融资的持续性与成本的下行	17
融资成本的引申思考：同融资主体不同 SPV 的息差套利	18
风险提示	20
评级指南及免责声明	21

图表目录

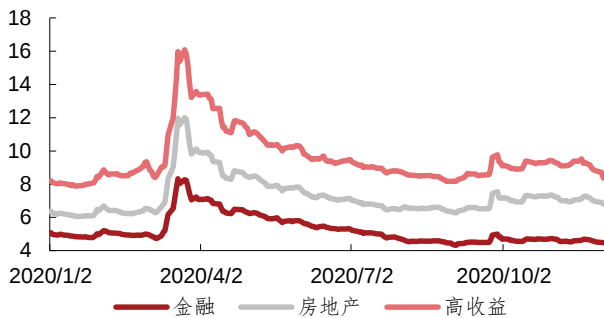
图 1：2020 年各品种中资美元债 YTM 走势具有一致性	4
图 2：2020 中资美元地产债代表性个券 YTM 走势	4
图 3：美元大类资产配置方向	4
图 4：非标融资持续收缩，票据融资抬头后回落	6
图 5：企业中长期贷款占比迅速回升	6
图 6：居民中长期贷款增速放缓，M2-M1 剪刀差收缩	6
图 7：房企 60%资金来源在销售回款与供应链占款	6
图 8：跨市场利差回稳	7
图 9：基础利率下行至零边界	7
图 10：SOFR 利率 3 月迅速下行，高分位利差走平	7
图 11：10Y 美债利率 0.84%，期限利差 73BP	7
图 12：TIPS 隐含 CPI 10Y 在 1.77%、30Y 在 1.93%	8
图 13：OECD 领先指标，亚洲、欧洲、美国依次降低	8
图 14：消费、线上、交通、高科技等相关属性行业具有较高收益	8
图 15：近三年，美股标普行业中，PE 上，具备消费与先进技术属性的行业估值较低	9

图 16: 美股房地产与能源类企业股票的 r-g 与 D/E 较高, IT、半导体与金融行业总体分红率较低	9
图 17: 美股标普上市企业中净债务压力整体偏大	10
图 18: VIX 指数回归至历史均值附近	10
图 19: 2019.6 起的 VIX 期货期限结构中位 flat contango	10
图 20: 美国炼厂与港口分布	12
图 21: WTI 与 Brent 原油价差 6 月后平稳, 近期略升	12
图 22: 2019 年中至今的 WTI 原油期货期限结构	12
图 23: 全美原油和石油产品的整体库存自 8 月后下行	13
图 24: 上游开采钻井数于 7 月底见底	13
图 25: 库欣库存于 6 月末触底上行	13
图 26: 海岸仓储成本逐步回落, 海上浮仓逐步减少	13
图 27: 黄金期货价格基本与美债实际收益率逆序同步	14
图 28: 美联储暂停加息后, 美元与黄金同向变动	14
图 29: 黄金 ETF 持仓拥挤	14
图 30: 黄金价格比中期回落	14
图 31: 投资级收益率 (左轴) 下行, 利差回升	16
图 32: 除 C 档, 投机级收益率于 4 月上行后回落	16
图 33: BBB 档利差下行后回升至均值, BB 档、B 档利差下行后底部震荡	16
图 34: 除 C 档外, 其他评级间利差年内保持稳定	17
图 35: 融资收益率期限结构较平的公司	18
图 36: 融资收益率期限结构稳定向上的公司	18
图 37: 当前, 高评级企业适合 2-3 年投资久期	18
图 38: 当前, 高收益个券适合 1-2 年投资久期	18
表 1: 各品类资产的夏普比率与索提诺比率	5
表 2: 商品 ETF 及其分类的个数、规模	11
表 3: 商品 ETF 收益表现	11
表 4: 全部美元债、中资美元债、地产美元债存量债券个数	15
表 5: 全部美元债、中资美元债、地产美元债存量规模 (单位: 亿 USD)	15
表 6: 中资地产美元债相较于中资美元债总体的各评级利差	15
表 7: 中资地产美元债相较于美元债总体的各评级利差	15
表 8: 美元融资主体的票息下行趋势	17
表 9: 最新个券发行时间间隔在一年内的融资主体票息差	19

从资产配置出发：缘何关注宏观环境？

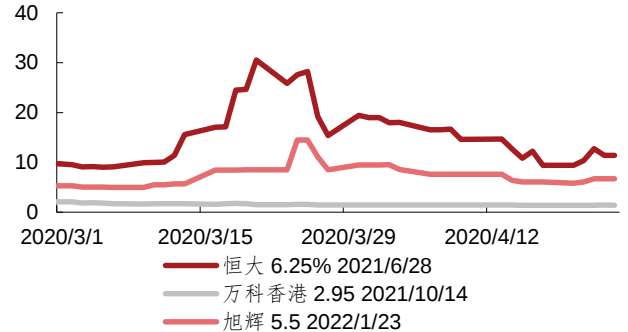
2020 年初美元流动性收紧导致的中资美元债收益率迅速上行，使这类资产受关注程度日益提升，境内投资机构对其研究力度亦持续加码。回顾今年各品类中资美元债 YTM 走势，可以看到品类整体的 YTM 走势具有一致性，经济、金融、政治环境的变化对资产收益率有显著的短期持续性影响，但该影响会在中期逐步消退；投资者眼中更安全的资产往往在危机期间表现出避险属性。

图 1：2020 年各品种中资美元债 YTM 走势具有一致性



数据来源：Markit Iboxx，克而瑞证券研究院

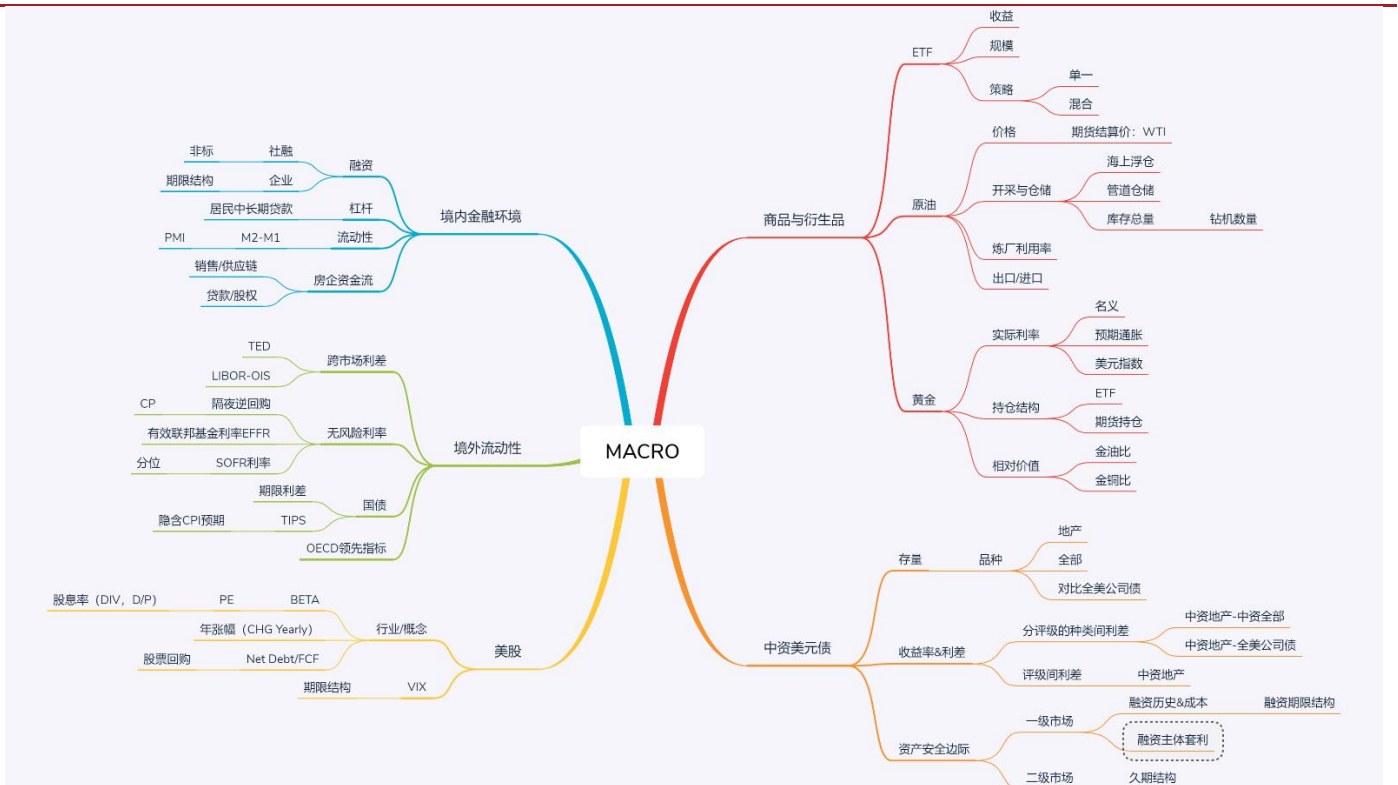
图 2：2020 中资美元地产债代表性个券 YTM 走势



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

在考虑多币种大类资产配置时，在美元资产方向上，除衍生品外，投资人通常关注股权、债权、商品、基金等品类的风险收益比；各类产品将获得系统性风险以及自身资产特性所形成的风险两方面所带来的因子收益。本文综合考虑地产行业基本面及各类资产在全年的收益表现，以比较中资地产美元债的投资性价比。

图 3：美元大类资产配置方向



数据来源：克而瑞证券研究院

本文选用日频数据计算每个期间末近两年的板块 BETA。

本文选用每个季末 20 号的期货数据计算其期限结构。

本文所述评级为债券评级而非主体评级；本文计算利差时选用周频数据。

全资产收益风险比：长期维度中债券平衡性较优、下行风险控制佳

美元债中，发行人在亚洲区域的个券总回报基本高于美洲区域，其中投资级券种的夏普比率与下行风险更低，但高收益券种的收益率更高。各类资产中，2020 年夏普比率从高到低依次为加密货币、纳斯达克综指、有色金属、美股与美元债，但 5 年维度上债券类的夏普比率相对较高。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

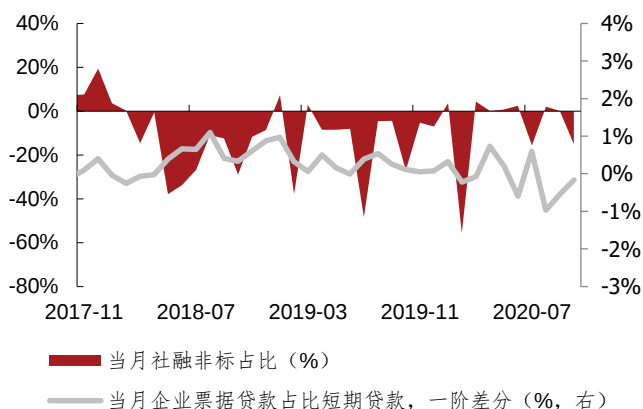
资产类别	SHARPE-1Y	SHARPE-3Y	SHARPE-5Y	下行波动率	SORTINO
亚洲区（除日本）高收益债	0.66	0.43	0.83	10.75	0.46
美国高收益公司债	0.49	0.50	0.86	13.69	0.36
亚洲投资级债	1.15	1.12	1.18	5.39	0.82
美国投资级公司债	0.68	0.86	-	12.17	0.49
标准普尔 500 指数	0.74	0.73	0.93	24.38	0.63
纳斯达克综合指数	1.61	1.12	1.20	23.19	1.47
标普 500 股利贵族	0.45	0.62	0.85	25.64	0.40
彭博全商品	-0.26	-0.37	-0.17	14.46	-0.20
WTI 原油	-0.48	-0.09	-0.08	55.81	-0.40
黄金	1.01	0.80	0.72	16.67	0.97
白银	1.10	0.40	0.39	35.30	1.06
铜	1.21	0.18	0.54	18.47	0.95
彭博 Galaxy 加密货币	3.48	0.86	-	58.05	2.94

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

境内环境：企业生产积极性提高，地产相关杠杆稳定

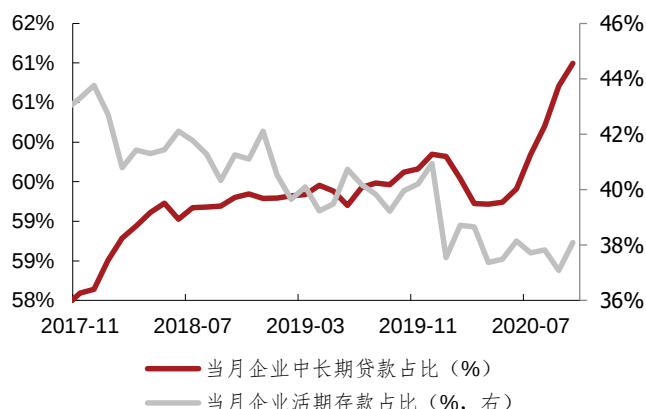
2020 年以来，机构对非标转标的诉求、监管对融资套利的打击与对制造业贷款的要求叠加，使年初抬头的票据融资迅速回落并转化为其他贷款，10 月票据融资占比短期贷款在 19.1%、一阶差分为-0.2%，当月非标占比社融的-15.1%、前值 0.1%，同时出口的强势刺激企业的融资需求由短期转为长期，企业生产力提升，M2-M1 剪刀差收缩至 1.4%、前值为 2.8%。11 月，统计局 PMI 提升至 52.1，其中生产分项达 54.7、新订单分项达 53.9、产成品库存分项降至 45.7，财新 PMI 亦达到 54.9。

图 4：非标融资持续收缩，票据融资抬头后回落



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 5：企业中长期贷款占比迅速回升

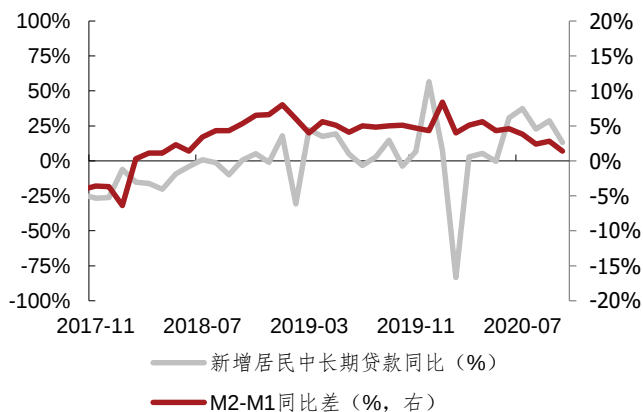


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

地产市场中，居民端杠杆未见明显上升，10 月新增居民中长期贷款同比 13.2%、前值 28.7%；三道红线政策未对房企的资金来源结构造成显著影响。

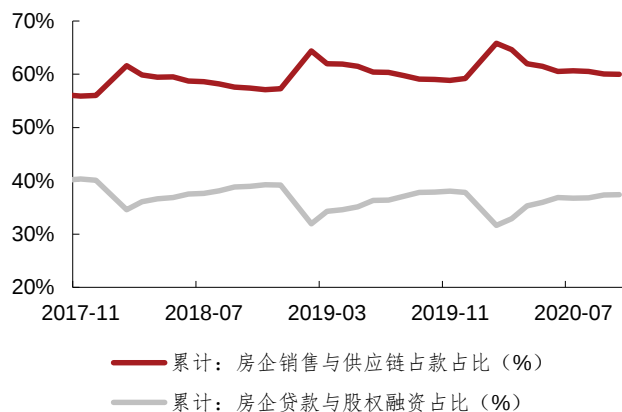
令房地产开发资金来源中的其他资金-定金及预收款/个人按揭贷款+各项应付款=销售回款与供应链占款，国内贷款+自筹资金=贷款与股权融资，则 10 月房企销售回款与供应链占款占比在 60.0%、贷款与股权融资占比在 37.4%。

图 6：居民中长期贷款增速放缓，M2-M1 剪刀差收缩



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 7：房企 60%资金来源在销售回款与供应链占款

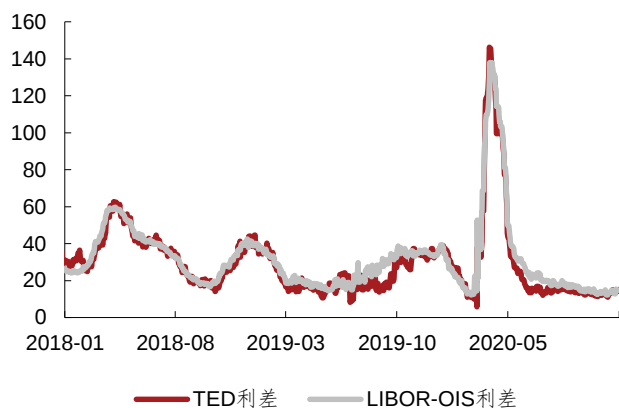


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

境外流动性：货币政策面临边界，经济增长预期较弱

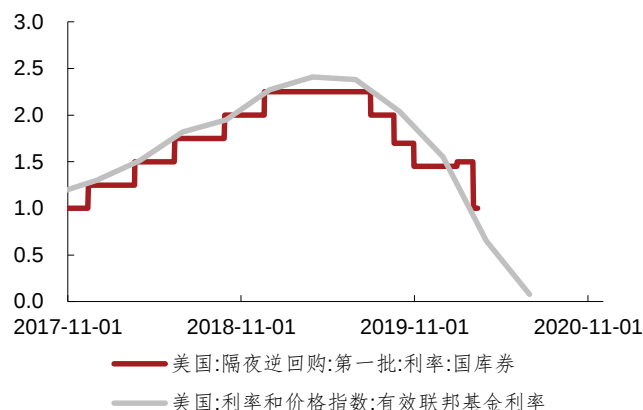
TED 利差（欧洲美元 3M 利率-3M 美国国债利率）与 LIBOR-OIS（USD,3M）利差自 3 月末跳升后回复至低位，2020 年 11 月 30 日两者分别为 15.2BP 和 14.9BP，此前曾达 145.5BP。此前两年，FED 积累的货币政策工具使用空间于 2019 年末起被逐步消磨殆尽，2020 年中的（2020 年 9 月公布）有效联邦基金利率行至 0.08%。

图 8：跨市场利差回稳



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

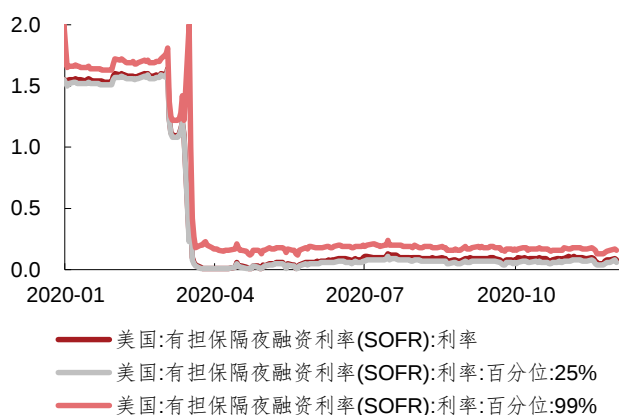
图 9：基础利率下行至零边界



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

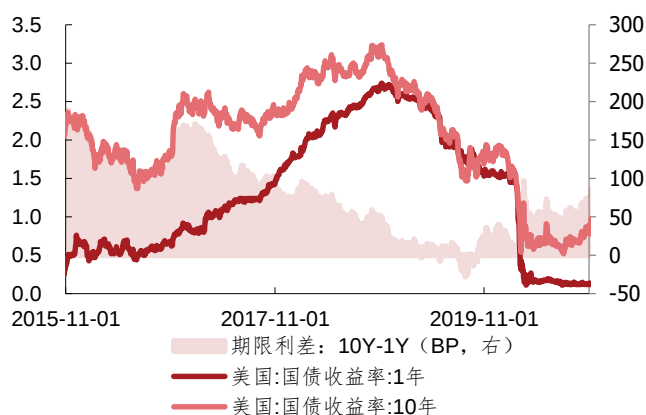
2 月末，象征全市场流动性的 SOFR（担保隔夜融资利率）迅速下行，于 3 月中因境外机构对美元的融资需求骤升而使 99 分位的 SOFR 利率快速上升，但随着联邦基金利率下行、美联储购买多类资产的政策实施，令该利率全线快速下行至零轴附近，于 11 月末，总体 SOFR 0.08%，99 分位 SOFR 0.16%。

图 10：SOFR 利率 3 月迅速下行，高分位利差走平



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 11：10Y 美债利率 0.84%，期限利差 73BP

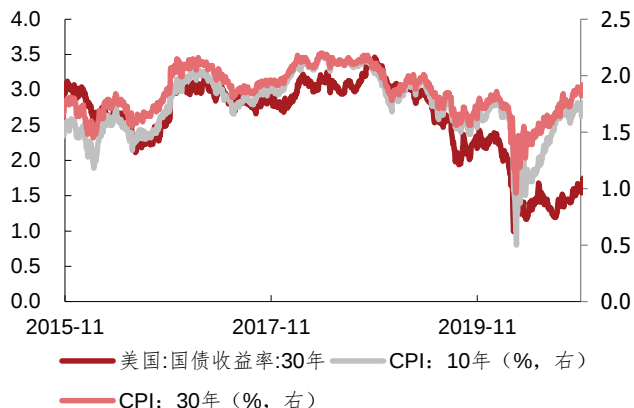


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

利率债方面，1Y 美债收益率于 11 月末在 0.11%、10Y 在 0.84%，期限利差 73BP、10 月末在 75BP。国债对投资者的吸引力不高。通胀挂钩债券（TIPS）隐含的美国 CPI，10Y 在 1.77%、30Y 在 1.93%，经济增长前景预期目前较弱。短期经济增长预期上，OECD 领先指标中，亚洲、欧洲、美国依次降低。短期内，美元指数难迅

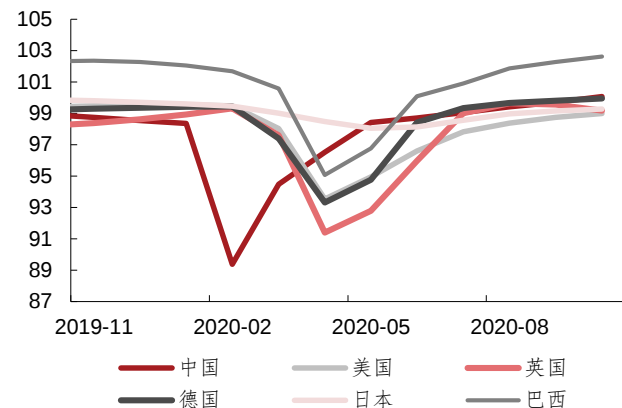
速走强，企业境外融资存在优势，美元资产中注册地在其他美国以外的发行人资产具备估值优势。

图 12: TIPS 隐含 CPI 10Y 在 1.77%、30Y 在 1.93%



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 13: OECD 领先指标, 亚洲、欧洲、美国依次降低



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

美股: 线上、非核心消费属性受益

美股方面, 同 A 股表现一致, 年初至今, 消费、线上、交通、高科技等相关属性行业具有较高收益。NASDAQ 整体涨幅最高, 达 36.0%; 标普细分行业中, 半导体、IT、非核心消费品等行业涨幅居前, 发达国家 REIT 与能源行业股票涨幅垫底。美国国内房价的上涨并未对相关概念股形成积极影响, 或与疫情冲击商业地产、美国地产开发商相较中国更偏制造业属性有关。

图 14: 消费、线上、交通、高科技等相关属性行业具有较高收益

2020/11/27	BETA	PE	DIV	NET DEBT/FCF CHG (Yearly)	
能源	1.2	9.2	5.83	26.1	-36.5%
金融	1.1	18.4	2.18	-1.4	-7.8%
非核心消费品	1.0	46.7	0.74	3.0	29.8%
核心消费品	0.8	26.0	2.66	3.4	6.2%

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_574

