

美元资金优配权益，关注债券个券套利机会

资产配置跟踪1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 《信用投资呈现性价比，关注美元债套利机会-中资地产债市 2020 年回顾与展望》 2021-01-15

2 《2020 年疫情下货币政策环境宽松，港股地产板块整体走势下行，指数 2021 年初有估值修复空间-克而瑞内房股领先指数 2020 年回顾》 2020-12-31

3 《经济基本面上行，美元债收益风险平衡佳-资产配置 11 月报》 2020-12-28

投资要点

- **境内环境：**居民杠杆增速回落、企业融资结构较优，但规模因素重于结构因素，关注多城新政对资金流向的控制，及 1 月数据是否扭转 12 月趋势。年末社融非标融资占比继续压降至-43.0%，社融整体同比由 11 月末的 13.6%下降至 13.3%；整体 PMI 较 11 月末下行 0.2%至 51.9%，12 月居民中长期贷款同比在-9.0%。
- **境外流动性：**境外利率迅速回升，资金市场尚未收紧，中美利差收窄在预期中，需关注资本外流规模，及美国 CPI 与就业数据是否成趋势。TED 利差在 14.3BP，LIBOR-OIS (USD,3M) 利差在 14.5BP，均低位平稳。1 月初美联储会议向市场传达货币政策边际收紧预期，1Y 美债收益率于 12 月末在 0.84%、10Y 在 0.93%。
- **全资产收益风险比：**亚洲投资级债券长期夏普比率最高，近期权益、商品表现佳。美元债中，发行人在亚洲区域的投资级券种的夏普比率与下行风险优于美国区域；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。对于不同评级公司，需各自考量其期限结构。
- **中资美元债：**存量占比上升，收益率波动明显，更高位可套利。自 2021 年 1 月 1 日起，地产债 BB 与 B 档收益率分别上升 58.6BP 及 90.4BP，历史高位在 12.9%及 18.7%，6%与 10%是其合适的套利位置。
- **美股：**年初半导体表现强劲，能源迅速反弹，资金对权益偏好明显。2020 全年，美股涨幅最高的行业为信息技术、半导体、传媒和非核心消费品，跌幅最大的行业为能源、房地产；2021 开年，能源迅速反弹，半导体及原材料、化工、机械行业涨幅居前。
- **商品 ETF：**原油表现最佳。2021 年初至 2021 年 1 月 20 日，收益最高的 ETF 为 DB Crude Oil Long，收益最低的 ETF 为德银农业双倍做多 ETN。
- **原油：**库存持续回落、油价快速上行，上游继续回温，生产端维持中位；期限结构如预期回到常态 back 结构，关注期限价差及库存的变动。IEA 下调全球原油需求预期。贸易端，库欣库存高位稳定，炼油厂产能利用率未见明显提升，大型油轮及管道库存见底。
- **黄金：**实际收益率与美元上行，金价大幅震荡，ETF 持仓下滑，优势环境已过。美元长端收益率的快速走高带动长端实际收益率快速上行，对拜登经济政策的信心使美元指数修复，黄金受双重因素影响于 2021 年初快速下跌；投机空头尚未开仓，投机多头持仓微降，金价波动率相对收益率波动倍数快速上行。
- **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

境内环境：居民杠杆增速回落、企业融资结构较优.....	4
境外流动性：境外利率迅速回升，资金市场尚未收紧.....	5
全资产收益风险比：亚洲投资级债券长期夏普比率最高，近期权益、商品表现佳.....	6
中资美元债：收益率波动明显，更高位可进行套利.....	7
收益率与利差：地产债相对中资总体的利差减小，低评级收益率快速上行...7	
二级市场期限结构：骑乘、跨主体套利策略可用，关注 1-3 年久期个券.....	9
美股：年初半导体表现强劲，能源迅速反弹.....	11
波动预期：VIX 指数回归均值附近.....	11
商品：OPEC+会议提升预期，YTM 与美元双击.....	12
商品 ETF：原油表现最佳.....	12
原油：库存持续回落、油价快速上行，上游继续回温，生产端维持中位....	12
黄金：实际收益率与美元上行，金价大幅震荡，ETF 持仓下滑.....	14
风险提示.....	15
评级指南及免责声明.....	16

图表目录

图 1：非标融资比例持续下行至-43.0%.....	4
图 2：资金面，企业生产活力持续上升.....	4
图 3：居民中长期贷款增速承压，12 月同比-9.0%.....	4
图 4：房企融资结构维持，销售与供应链占款在 59.9%.....	4
图 5：跨市场利差稳定，1 月中 LIBOR-OIS 在 14.5BP.....	5
图 6：联邦基金利率在 0.09%.....	5
图 7：SOFR 利率围绕 0.1%波动.....	5
图 8：10Y 美债利率 0.93%，期限利差 83BP.....	5
图 9：TIPS 隐含 CPI 10Y 在 1.77%、30Y 在 1.93%.....	6
图 10：OECD 领先指标，各国均回升，拉美抬头较快.....	6
图 11：投资级收益率（左轴）稳定，利差下行.....	8
图 12：除 C 档，投机级收益率于 4 月上行后回落.....	8
图 13：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.....	8
图 14：BBB-BB 与 BB-B 评级间利差于 11 月上升后，在年末下行.....	9
图 15：B 档公司收益率曲线陡峭，1-2 年为合适期限.....	9
图 16：BB 档公司跨主体融资个券可套利.....	9
图 17：BB 档公司收益率曲线分化，根据需要进行选择.....	10
图 18：BBB 档公司收益率曲线分化，2-3 年较优.....	10

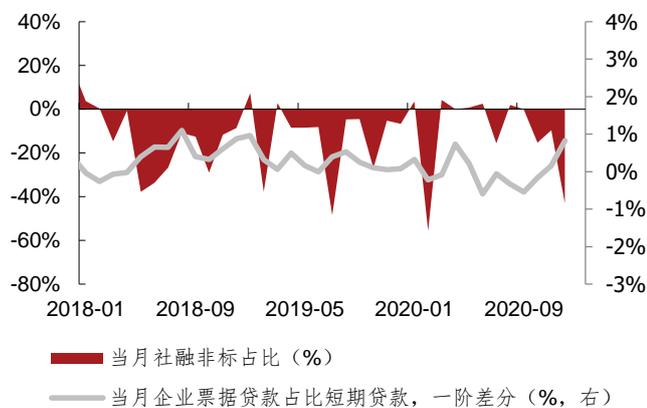
图 19: 三大股指持续上行, 能源类迅速反弹, 半导体持续占优.....	11
图 20: VIX 指数在历史均值震荡	11
图 21: VIX 期限结构中位 contango	11
图 22: WTI 与 Brent 原油价差 6 月后平稳, 近期略升	12
图 23: 2019 年中至今的 WTI 原油期货期限结构.....	12
图 24: 整体库存处于下行通道	13
图 25: 上游钻机数量持续回温	13
图 26: 库欣库存与炼厂产能利用率见顶	13
图 27: 浮仓与管道成本见底.....	13
图 28: 美债实际收益率上行, 金价震荡回落	14
图 29: 边际宽财政紧货币预期使美元上行.....	14
图 30: 期货投机多头持仓震荡, ETF 持仓回落	14
图 31: 金油比与金铜比持续下行.....	14
表 1: 各品类资产的夏普比率与索提诺比率	6
表 2: 全部美元债、中资美元债、地产美元债存量债券个数	7
表 3: 全部美元债、中资美元债、地产美元债存量规模 (单位: 亿 USD)	7
表 4: 中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差	7
表 5: 中资地产美元债相较美元债总体的各评级利差	8
表 6: 商品 ETF 收益表现.....	12

境内环境：居民杠杆增速回落、企业融资结构较优

2020年末，社融非标融资占比继续压降至-43.0%，其中信托贷款同比-14.8%、缩量明显，未贴现银行承兑汇票由11月末的同比15.2%下降至5.3%；社融分项中企业债券融资受信用市场事件冲击、占比社融总规模由10月的16.3%下行至12月末的2.5%，国债的持续供给使政府债券融资占比于12月在41.4%，社融整体同比由11月末的13.6%下降至13.3%。

整体PMI较11月末下行0.2%至51.9%，其中在手订单与产成品库存分别在47.1和46.2，均在荣枯线以下；主要原材料购进价格分项增速较高，12月末在68.0。企业中长期贷款占比与活期存款占比均持续回升，但规模因素重于结构因素。

图 1：非标融资比例持续下行至-43.0%



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

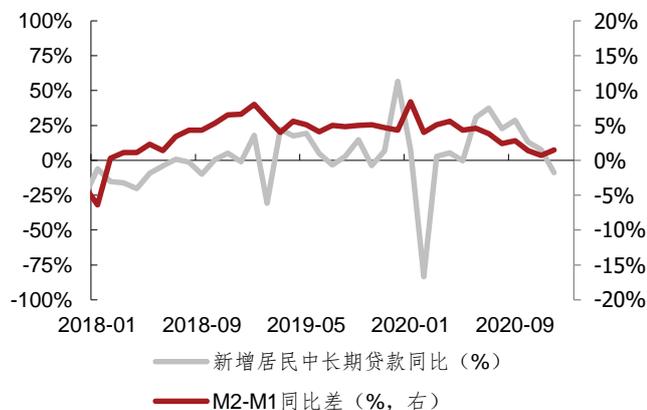
图 2：资金面，企业生产活力持续上升



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

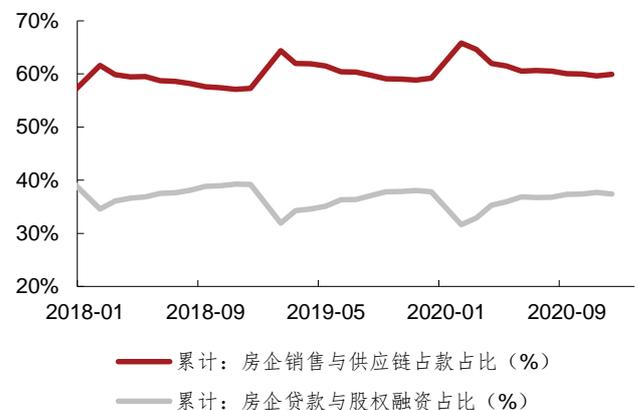
杠杆方面，12月居民中长期贷款同比在-9.0%，M2、M1增速均略微回落，M2-M1同比在1.5%。当月，房企销售回款与供应链占款占比在59.9%、贷款与股权融资占比在37.4%。

图 3：居民中长期贷款增速承压，12月同比-9.0%



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 4：房企融资结构维持，销售与供应链占款在 59.9%

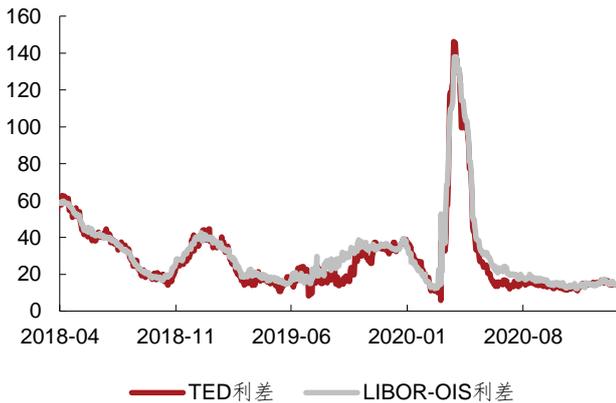


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

境外流动性：境外利率迅速回升，资金市场尚未收紧

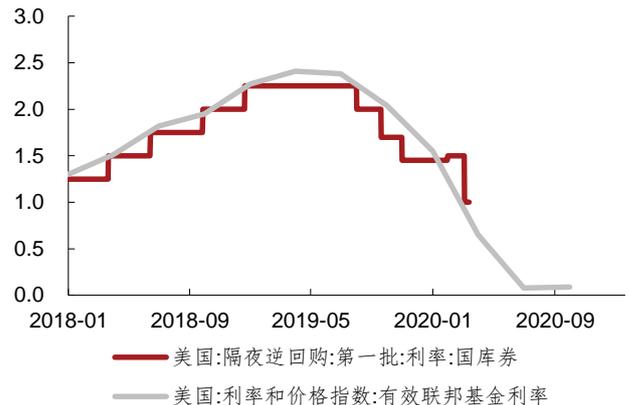
截至 2021 年 1 月 19 日，TED 利差（欧洲美元 3M 利率-3M 美国国债利率）在 14.3BP，LIBOR-OIS（USD,3M）利差在 14.5BP，均低位平稳。当日，联邦基金利率在 0.09%，自 2020 年 8 月中后未有变动。1 月初美联储会议向市场传达货币政策边际收紧预期，当前利率尚未上调。

图 5：跨市场利差稳定，1 月中 LIBOR-OIS 在 14.5BP



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

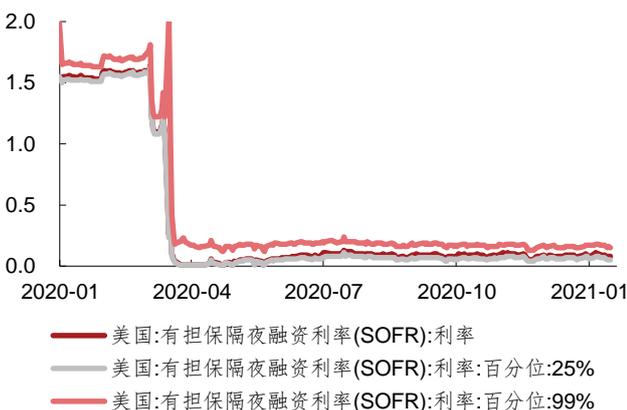
图 6：联邦基金利率在 0.09%



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

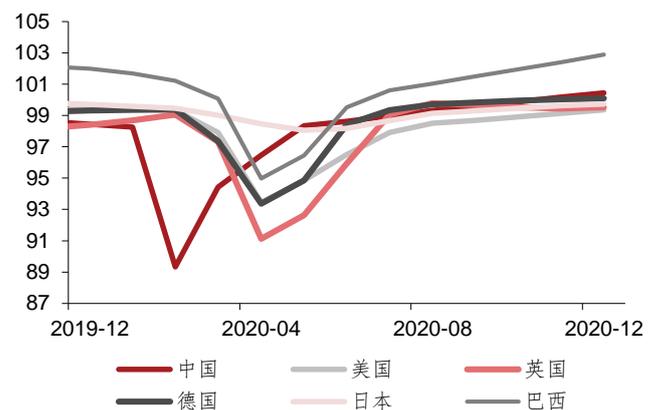
SOFR 利率于 12 月 23 日达 0.06% 的低值，当前在 0.1% 上下波动，99% 分位利率在 0.15%。

图 7：SOFR 利率围绕 0.1% 波动



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

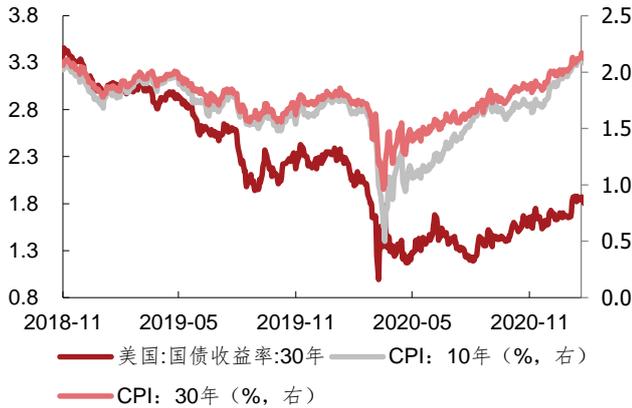
图 8：10Y 美债利率 0.93%，期限利差 83BP



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

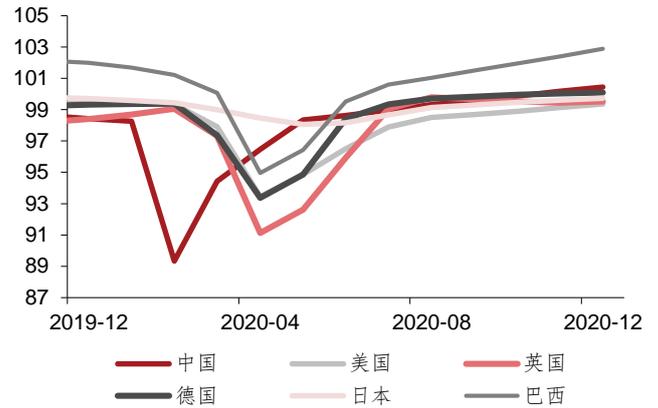
利率债方面，1Y 美债收益率于 12 月末在 0.84%、10Y 在 0.93%，期限利差 83BP、11 月末在 73BP，利率快速上行；隐含 10Y CPI 在 1.99%、30Y CPI 在 2.02%，前值分别为 1.77%、1.93%，宽财政紧货币的预期迅速传导。OECD 领先指标持续回升，拉美仍在首位。

图 9: 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 10: OECD 领先指标, 各国均回升, 拉美抬头较快



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

全资产收益风险比: 亚洲投资级债券长期夏普比率最高, 近期权益、商品表现佳

美元债中, 发行人在亚洲区域的投资级债券的夏普比率与下行风险优于美元债, 高收益债券上, 亚洲债的夏普比率略低、同时下行波动率也更低。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	0.50	0.51	0.89	10.69	0.37
美国高收益公司债	0.52	0.56	1.00	13.69	0.41
亚洲投资级债	0.91	1.13	1.21	5.43	0.65
美国投资级公司债	0.52	0.84	-	12.18	0.39
标准普尔 500 指数	0.77	0.78	1.01	24.46	0.66
纳斯达克综合指数	1.73	1.22	1.30	23.43	1.64
标普 500 股利贵族	0.47	0.61	0.89	25.64	0.43
彭博全商品	0.21	-0.32	-0.04	14.70	0.16
WTI 原油	-0.28	-0.09	0.01	56.48	-0.22
黄金	0.74	0.89	0.82	16.68	0.73
白银	1.08	0.53	0.52	36.10	1.02
铜	1.58	0.09	0.52	18.10	1.28
彭博 Galaxy 加密货币	5.74	0.35	-	61.50	5.52

数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

中资美元债：收益率波动明显，更高位可进行套利

截至 2020 年 1 月 19 日，除 D 级高收益及其他无评级债券，中资美元债总体存量占比全部美元债的 5.3%、前值 4.3%，其中中资地产美元债占比中资美元债的 25.0%、前值 24.8%。美元债整体，A 评级以上美元债总量扩大 1.3%、BBB 评级规模缩小 7.9%，BB 评级及 C 评级以下债券存量均减小，B 评级存量上升 15.2%；中资美元债市场，BBB 评级与 B 评级存量上升。

表 2：全部美元债、中资美元债、地产美元债存量债券个数

各评级债券个数	A	BBB	BB	B	C
中资地产	21	67	38	126	5
中资全部	406	237	67	135	8
全部美元	19811	8669	2507	1607	608

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

表 3：全部美元债、中资美元债、地产美元债存量规模（单位：亿 USD）

各评级债券存量	A	BBB	BB	B	C
中资地产	113.0	339.6	160.7	663.3	11.5
中资全部	2680.7	1360.5	392.9	688.8	20.0
全部美元	47900.0	38400.0	15400.0	9457.7	3290.3

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减小，低评级收益率快速上行

截至 2020 年 12 月 31 日，中资地产美元债相对中资美元债总体，除 BBB 评级利差为 10.6BP，其余均<0，其中 B 级利差为-62.1BP，因此，中资地产债的 BBB-BB 与 BB-B 评级利差相较中资美元债总体更低。BB 档与 B 档地产债的利差持续下行，与新地产融资主体减少、存续的主体融资成本下降、新发主体发行时收益率下行有关。

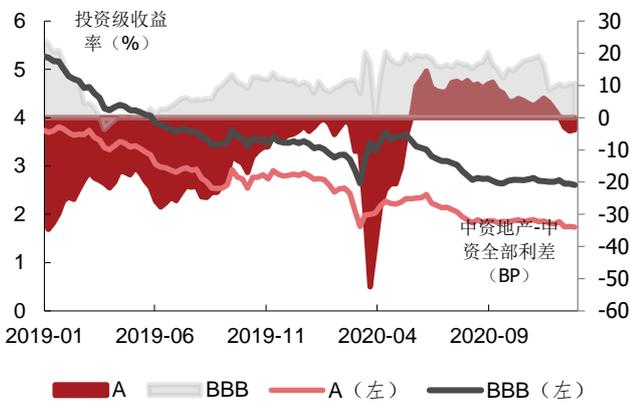
表 4：中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差

中资地产-中资全部	A	BBB	BB	B	C
当期	-3.7	10.6	-1.0	-62.1	-1068.3
1 年平均	-1.0	15.0	28.0	-37.3	-880.3
2 年平均	-9.8	11.3	38.5	-19.7	-337.8

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

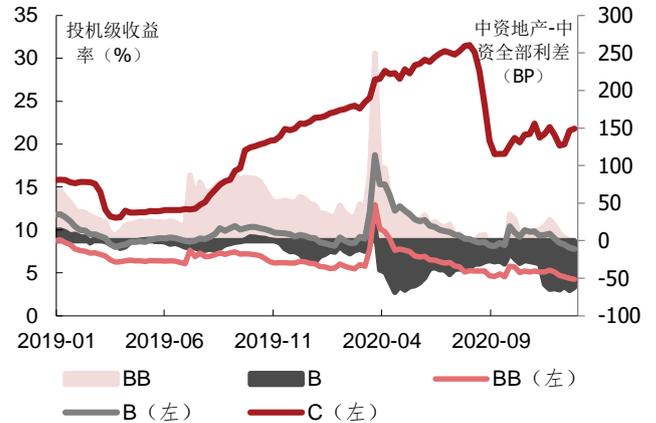
自 2021 年 1 月 1 日起，截至 2021 年 1 月 16 日，地产债 **BB** 与 **B** 档收益率分别上升 **58.6BP** 及 **90.4BP**，历史高位在 **12.9%** 及 **18.7%**，**6%** 与 **10%** 是其合适的套利位置。

图 11: 投资级收益率 (左轴) 稳定, 利差下行



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 12: 除 C 档, 投机级收益率于 4 月上行后回落



数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

截至 2020 年 12 月 31 日, 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 **185.7BP**, 较上期下降 **16.7BP**; 截至 2021 年 1 月 16 日该值迅速升至 **310.0BP**。

表 5: 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	65.8	80.6	20.1	185.7	1145.6
1 年平均	51.5	36.1	128.2	207.5	1499.7
2 年平均	32.7	41.8	141.7	226.4	1108.8

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

图 13: **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



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_18258



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>