

# 高收益债可作波段交易，短期商品价格投机性强

## 资产配置跟踪5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 《地产板块热度回落,指数表现不及大盘-克而瑞内房股领先指数4月监测》 2021-05-13
- 2 《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》 2021-04-23
- 3 《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

### 投资要点

- **全资产收益风险比：债券品种的夏普比率在历史高位。高收益类债券在基准利率上行、企业基本面修复存在修复预期的背景下具有投资机会；5年维度上美国高收益债、亚洲投资级债与权益类资产的夏普比率占优。**
- **中资美元债：谨防流动性冲击，攫取波段交易机会。B档，1-2年期的期限利差较高，投资者可以根据自己的资金期限择时配置，同时B档个券临近波段交易配置点位，值得可以投资该类个券的投资人关注；BBB档，万科的收益率曲线上行、到期年限在4年后的个券期限利差较高。地产债总体收益率则于2020年末至现金持续波动，具有波段交易机会。**
- **境内环境：贷款增速回归常态，社融增速持续走低。4月，社融非标融资占比下行至-20.0%；社融存量同比继续下行至11.7%，自2020年中以来持续走低。M2-M1同比于年初持续下行，4月在1.9%、2月在2.7%，但企业活期存款占比仍较低。**
- **境外流动性：短期流动性略减，资金对赌与套利明显。境外市场隔夜回购端资金压力有所回升。自去年7月后，FED历次谈话，一方面宣布“平均通胀制”的引入，另一方面在经济基本面阐述中多次强调就业的重要性。进入5月，美国10Y国债期货、期权总持仓量再度回升至426.0万张，5Y国债多头持仓占比明显高于空头，期限套利资金较多。**
- **美股：资金博弈基本面改善、科技股受挫后缓慢恢复。截至2021年5月初，美股涨幅最高的行业为能源、金融、机械、原材料、交运行业，整体涨幅为正。资金紧跟大宗商品趋势，博弈疫情下受挫公司的基本面反转；互联网概念于上月下跌后中位修复，部分受到基准利率上行的影响。基本上，需关注美国居民和非营利机构部门杠杆，如其金融资产（104.8万亿USD；10.6%）在绝对规模与增速上均远超非金融资产（4.2万亿USD；6.9%）。**
- **原油：远近端价格抬升明显，产能放缓、库存无剧变，短期投机性较强。作为决定性因素的库存中低位盘旋，同时炼油厂产能利用率保持在较高的80%水平，上游钻机数于中位保持上行，库存对于产能的敏感度提升，但供给明显未达到峰值。**
- **黄金：高收益率、高通胀助推其与美元指数一同反弹。强基建落实预期及上游原材料涨价助推整个产业链上的材料价格上涨，金铜比持续快速下行；商品价格比及长端国债利率可作为各类商品短期价格的定价锚，短期可根据单一商品价格增速判断走向。**
- **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：债券品种的夏普比率在历史高位 .....	4
中资美元债：谨防流动性冲击，攫取波段交易机会 .....	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：历史上整体波段交易机会明显，B 档当期可等待进入点 .....	5
境内环境：贷款增速回归常态，社融增速持续走低 .....	7
境外流动性：短期流动性略减，资金对赌与套利明显 .....	8
美股：资金博弈基本面改善、科技股受挫后缓慢恢复 .....	9
资产负债结构：居民部门金融资产增速在 10%，远高于非金融资产 .....	9
波动预期：VIX 指数均值附近震荡，当前为中位 supercontango 结构 .....	10
商品：原油投机性较强，黄金与美元短期修复 .....	10
商品 ETF：原油油轮相关 ETF 创 200%+ 收益，黄金 ETF 收益回复 .....	10
原油：远近端价格抬升明显，产能放缓、库存无剧变，短期投机性较强 .....	10
黄金：高收益率、高通胀助推其与美元指数一同反弹 .....	12
风险提示 .....	13
免责声明 .....	14

## 图表目录

图 1：BBB 档公司根据资金期限选择 .....	5
图 2：B 档公司 1-2 年期内收益率曲线形状明显 .....	5
图 3：地产金融外个券收益率 4 月后上行 .....	5
图 4：地产个券收益率持续波动 .....	5
图 5：投资级收益率（左轴）稳定，利差上行 .....	6
图 6：投机级收益率近期底部震荡 .....	6
图 7：B 档利差迅速上行，达 497.1BP，为年内高位 .....	6
图 8：评级间利差区间均区间内震荡 .....	7
图 9：企业非标占比位于绝对零下 .....	7
图 10：居民贷款异常值后回归均值，活期资金增速低 .....	7
图 11：美元流动性利差低位平稳 .....	8
图 12：短端利率底部盘旋，长端利率如预期高位整理 .....	8
图 13：实际 CPI 追平隐含 CPI，但政策更关注就业端 .....	8
图 14：中美 10Y 利差 3 月后区间震荡（140BP-165BP） .....	8
图 15：美股涨幅最高的行业为能源、金融、机械，互联网概念于上月下跌后中位修复，部分受到基准利率上行的影响 .....	9
图 16：金融资产在绝对规模与增速上均远超非金融资产 .....	9
图 17：美国季调 M1 环比始终在 1% 以上，且高于 M2 .....	9
图 18：VIX 指数在历史均值震荡 .....	10

图 19: VIX 期限结构中位 contango .....	10
图 20: 2018 年末至今的 WTI 原油期货期限结构.....	11
图 21: 作为决定性因素的库存中低位盘旋.....	11
图 22: 产能上升后稳定在 80%左右 .....	11
图 23: 钻机数保持平稳上涨.....	11
图 24: CPI 上升助推金价短期反转 .....	12
图 25: 美国基本面数据.....	12
图 26: 黄金投机多头头寸减少至牛市前水平 .....	12
图 27: 金铜比持续大幅下行, 金油比近月下行 .....	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：债券品种的夏普比率在历史高位

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、高收益债券夏普比率处于历史较高水平。各类资产中，当前夏普比率从高到低依次为加密货币、铜、全商品、美国高收益债、美股，高收益类债券在基准利率上行、企业基本面修复存在修复预期的背景下具有投资机会；5年维度上美国高收益债、亚洲投资级债与权益类资产的夏普比率占优。

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	2.28	0.64	0.78	3.79	1.89
美国高收益公司债	3.10	0.66	0.90	4.03	3.63
亚洲投资级债	1.80	1.20	0.88	2.06	1.69
美国投资级公司债	1.35	0.83	-	3.69	1.16
标准普尔 500 指数	2.79	1.04	1.17	12.90	2.49
纳斯达克综合指数	2.65	1.36	1.54	14.50	2.71
标普 500 股利贵族	2.66	0.95	0.97	14.36	2.51
彭博全商品	4.19	0.01	0.06	8.81	4.00
WTI 原油	3.55	0.00	0.12	26.54	3.68
黄金	0.31	0.63	0.39	11.81	0.29
白银	2.18	0.57	0.31	26.38	2.25
铜	5.26	0.64	0.68	13.12	4.98
彭博 Galaxy 加密货币	13.70	1.17	-	52.08	15.06

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

## 中资美元债：谨防流动性冲击，攫取波段交易机会

### 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

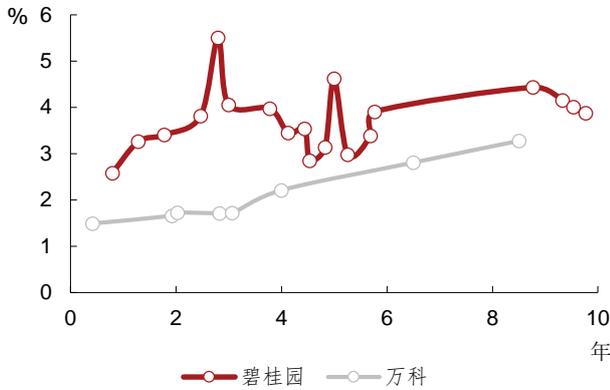
以到期时间-当期时间为期限计算收益率，可以作对投资资金久期有要求的投资人的收益率期限结构图，该数据获取时间在 2021 年 5 月 10 日。

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；同时，1-2 年期的期限利差较高，投资者可以根据自己的资金期限择时配置。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、

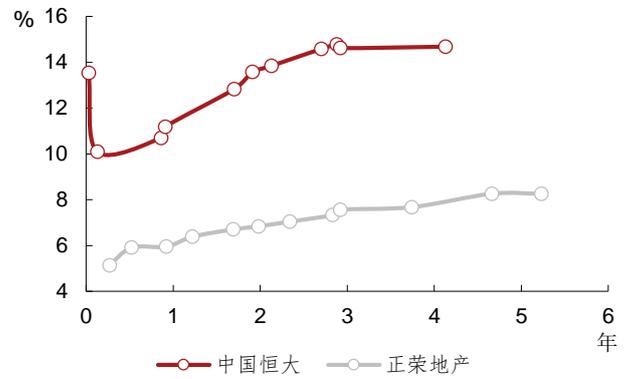
到期年限在 4 年后的个券期限利差较高，适合投资者根据自己的资金期限选择个券进行交易。

图 1: 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

图 2: B 档公司 1-2 年期内收益率曲线形状明显

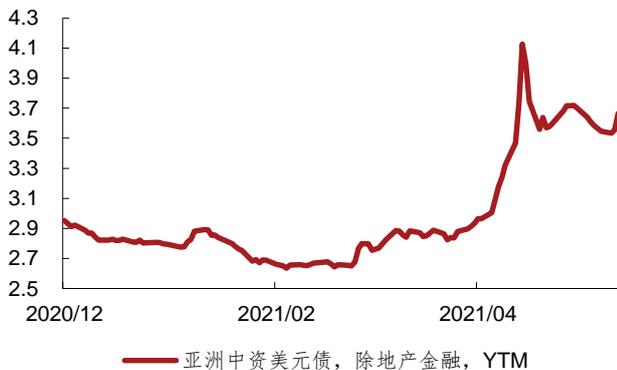


数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

**收益率与利差: 历史上整体波段交易机会明显, B 档当期可等待进入点**

就所有中资美元债品种而言, 金融地产除外的个券收益率于 2021 年 4 月后出现明显上行, 地产债总体收益率则于 2020 年末至今持续波动, 具有波段交易机会。

图 3: 地产金融外个券收益率 4 月后上行



数据来源: Markit Iboxx, 克而瑞证券研究院

图 4: 地产个券收益率持续波动



数据来源: Markit Iboxx, 克而瑞证券研究院

截至 2021 年 5 月 8 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 39.2BP, 处于历史平均水平; BBB 评级利差在-233.6BP, 处于绝对低位, 系全行业债券收益率从 3% 以下迅速上升至 4.5% 所致。

表 2: 中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差

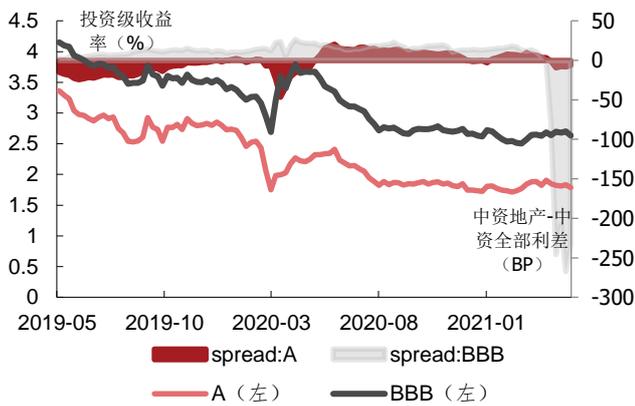
中资地产-中资全部	A	BBB	BB	B	C
当期	-6.8	-233.6	39.2	8.5	2911.7
1 年平均	6.9	-8.3	23.9	-26.7	424.2
2 年平均	-2.3	2.8	40.8	-23.5	264.4

数据来源: Bloomberg, 克而瑞证券研究院

全行业，除华融外，兆滨投资（天津滨海新区建设投资，下设子公司）、广西金融、兰州城市发展、长发国际、湖南湘江新区发展等公司收益率均有明显上行。

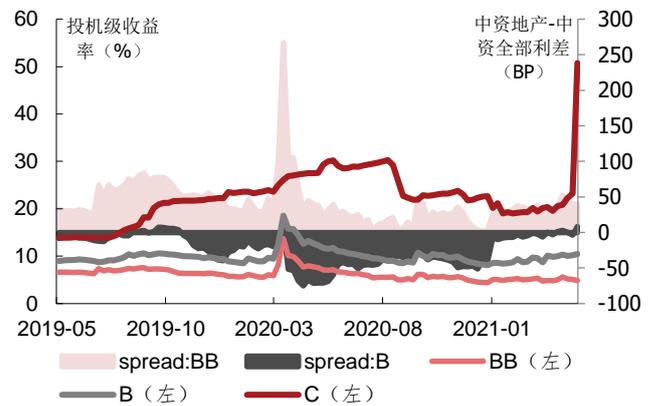
当前，中资地产债 BB 档收益率在 4.845%，B 档在 10.462%。B 档个券临近波段交易配置点位，值得可以投资该类个券的投资人关注。

图 5：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 6：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

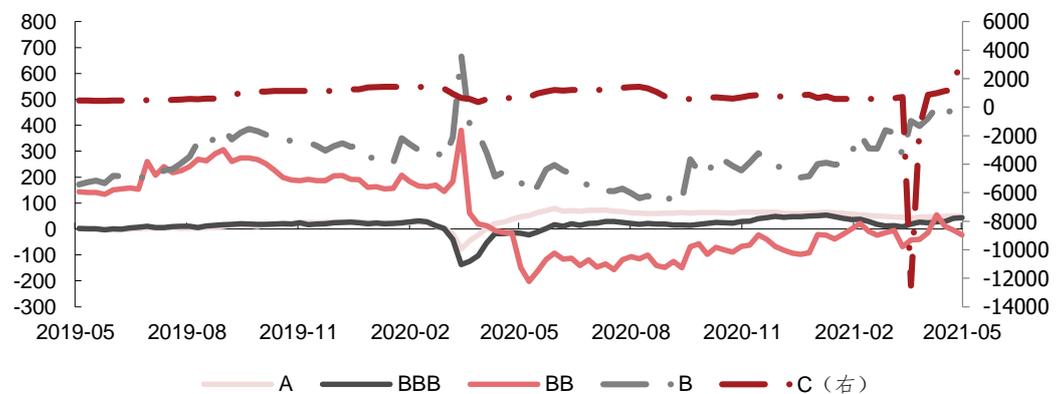
截至 2021 年 5 月 8 日，除 BB 档，中资地产美元债当期评级相较美元公司债总体利差均 >0，其中 B 评级利差当期达到 497.1BP，为年内高位；中资债券的收益率整体上行，BBB 档及以下的利差相较上月扩大。

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	49.3	43.5	-22.9	497.1	4011.3
1 年平均	60.2	26.1	-74.1	251.0	643.5
2 年平均	35.3	14.2	52.1	273.0	763.9

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 7：B 档利差迅速上行，达 497.1BP，为年内高位

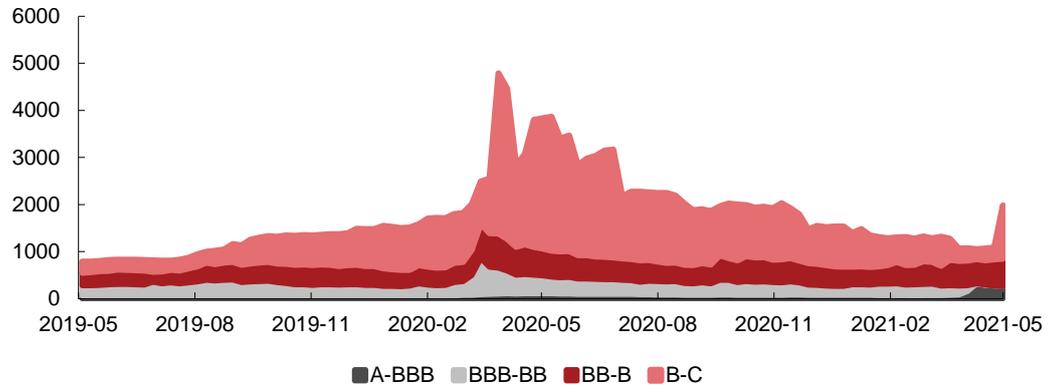


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

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 221.3BP，BB-

B 利差达 561.7BP。

图 8：评级间利差区间均区内震荡



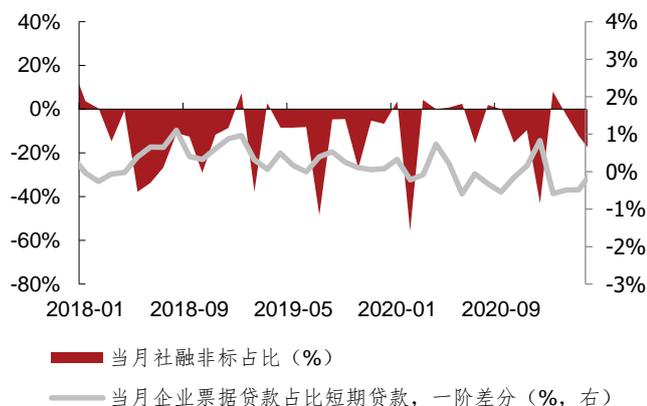
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

## 境内环境：贷款增速回归常态，社融增速持续走低

2021 年 4 月，社融非标融资占比下行至 -20.0%；当月，企业债券融资与政府债券融资占比分别继续上升至 19.0%与 20.2%，新增人民币贷款占比由 81.7%下行至 69.4%；社融存量同比继续下行至 11.7%，自 2020 年中以来持续走低，其中企业债券同比由 2020 年 6 月的 21.4%下行至 8.9%，非金融企业境内股票同比则持续上行、2020 年 6 月在 6.6%、2021 年 4 月在 14.2%。

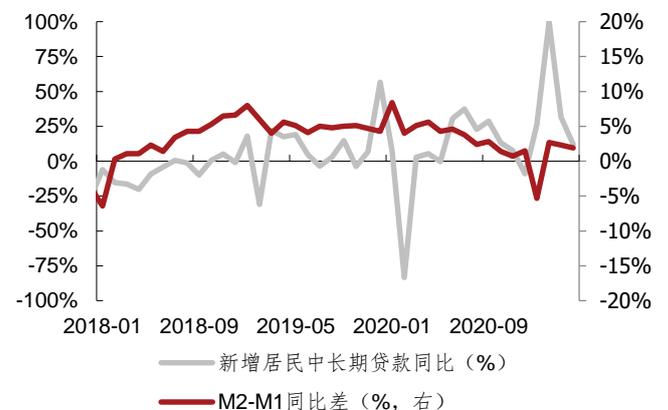
4 月，非金融企业及机关团体中长期贷款同比回落至 12.1%、3 月在 31.7%，2019 年同期值分别为去年同期在 17.6%、22.1%；M2-M1 同比于年初持续下行，4 月在 1.9%、2 月在 2.7%，但企业活期存款占比仍较低、3 月在 37.1%。

图 9：企业非标占比位于绝对零下



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 10：居民贷款异常值后回归均值，活期资金增速低

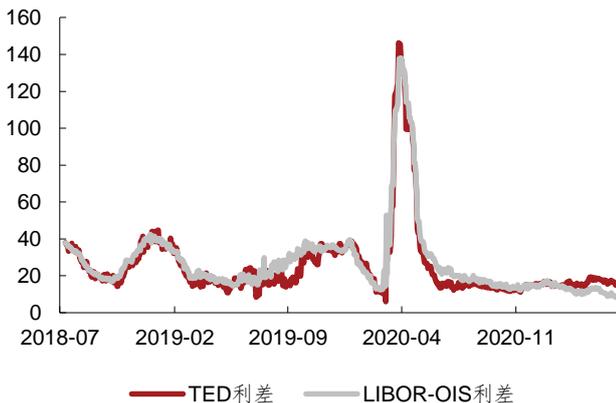


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

## 境外流动性：短期流动性略减，资金对赌与套利明显

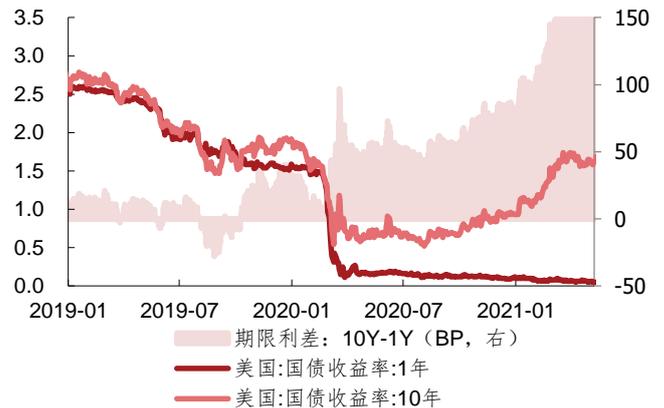
截至 2021 年 5 月 8 日，TED 利差（欧洲美元 3M 利率-3M 美国国债利率）在 14.8BP，LIBOR-OIS（USD,3M）利差在 8.6BP，两者均有下行、且差值拉大，境外市场隔夜回购端资金压力有所回升，不过仍在绝对低位。

图 11：美元流动性利差低位平稳



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 12：短端利率底部盘旋，长端利率如预期高位整理



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

自去年 7 月后，FED 历次谈话，一方面宣布“平均通胀制”的引入，另一方面在经济基本面阐述中多次强调就业的重要性。2021 年 4 月，美国核心 CPI 同比超预期达 3%（前值 1.6%）、整体 CPI 同比达 4.2%（前值 2.6%），但“平均通胀制”对于短期通胀改善的关注度降低、更注重长期通胀与就业是否稳定改善。进入 5 月，美国 10Y 国债期货、期权总持仓量再度回升至 426.0 万张，其中报告头寸多头持仓占比稳定在 90%以上，空头持仓占比在 80%-90%之间波动，但空头前 4 名持仓占比相比多头更为集中，目前两者均趋于 15%；5Y 国债方面，多头持仓占比明显高于空头，其中多头总持仓占比相对净持仓一直有较大差距（当前 10%），该期限套利资金较多。

图 13：实际 CPI 追平隐含 CPI，但政策更关注就业端

图 14：中美 10Y 利差 3 月后区间震荡（140BP-165BP）

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\\_19749](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19749)

