BB档美元债凸显优势，通胀与油价在关键点位

资产配置跟踪3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《期限利差反转，美元融资开门红，Q1 末投资时点-中资地产债市 1 月回顾及展望》 2021-02-05

2《楼市调控收紧，指数年初仍处低位，表现不佳-克而瑞内房股领先指数 1 月监测》 2021-02-03

3《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》 2021-02-01

投资要点

- **境内环境：企业杠杆快速上行，居民杠杆触底反弹。**1 月，社融非标融资占比回升至 8.0%，社融存量同比下降至 13.0%，为 2020 年 8 月以来的低值。非金融企业及机关团体中长期贷款占比持续上行达 61.8%的高位，**关注企业在经营加杠杆与提高产能利用率之间的平衡，及新订单增速能否支持企业迅速盘活产能。**居民中长期贷款同比反弹至 26.1%，但中长期贷款占比在 74.2%、低于前值，**总体风险可控。**
- **境外流动性：期限利差持续上行，通胀预期出现倒挂。**TED 利差在 15.0BP，LIBOR-OIS 利差在 11.2BP。SOFR 利率于 2 月 26 日达 0.01%，较上月同期降低 2BP。2 月 26 日，10Y-1Y 期限利差达 136BP，**谨防市场利率与基准利率的过度偏离以及实际利率上行带来的融资成本上升所可能形成的趋势反转。**
- **全资产收益风险比：亚洲投资级债券夏普比率仍具优势，商品表现佳。**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元债；2021 年初夏普比率从高到低依次为加密货币、铜、美股、白银。**资产优势的变化系美国基础利率上行致投资级美元债收益率迅速变化所致，长期上债券类仍具优势。**
- **中资美元债：BB 档利差达高位，B 档优选高流动个券。**相较上月，BB 档以下评级的地产债券利差相较中资全部债券有明显回升；B 档中资地产债相对全部美元债的超额收益最为明显。**市场对 B 档公司即期债务的偿还能力更为关注，博取短期收益的投资者可以选择流动性较强的超短期个券交易；BBB 档 2 年期较为合适。**
- **美股：资金转向拥抱基本面反转个股，波动预期上升。**2021 年初，美股涨幅最高的行业为能源、半导体、金融拥挤的资金开始松动。**更多拥抱基本面反转的个股；中期上，成长性依旧为资金所偏好；VIX 当前中高位 contango 结构。**
- **原油：期货价格升至 2019 年高位，库存、供给、投机头寸三角影响。**WTI 原油期货价格上升至 59.2USD/桶，接近 2019 年的高位；**当前原油价格的大幅波动来自于其期限结构的延续，供给恢复的不定性、库存的持续减少是当前价格的决定因素，未来期货成交量的突变是走势变化的重要信号。**
- **黄金：短期受双因素压制，长期上最优环境已过，未来或可波段操作。**美元长端收益率的快速走高、美元指数持续修复，黄金受双重因素影响快速下跌；投机多头持仓微降，ETF 持仓量自 12 月初下行明显。
- **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：企业杠杆快速上行，居民杠杆触底反弹.....4
视角：流动性与收益率——从公募基金资金募集行为进行观察.....5
境外流动性：期限利差持续上行，通胀预期出现倒挂.....7
全资产收益风险比：亚洲投资级债券夏普比率仍具优势，商品表现佳.....9
中资美元债：BB 档利差达高位，B 档优选高流动个券.....10
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.....10
二级市场期限结构：B 档优选高流动性个券短期交易，BBB 档 2 年期合适 12
美股：资金转向拥抱基本面反转个股，波动预期上升.....13
波动预期：VIX 指数均值附近震荡，当前为中高位 contango 结构.....13
商品：库存成油价重要因子，黄金长期最优环境已过.....14
商品 ETF：原油相关 ETF 收益两极分化.....14
原油：期货价格升至 2019 年高位，库存、供给、投机头寸三角影响.....14
黄金：短期受双因素压制，长期上最优环境已过，未来或可波段操作.....16
风险提示.....17
评级指南及免责声明.....18

图表目录

图 1：非标融资占比回升至 8.0%，其中信托占比零下.....4
图 2：中长期贷款占比达 61.8%的高值，关注企业经营力.....4
图 3：大、中、小型企业 PMI 依次减弱的特征未变.....4
图 4：新订单与出口订单逐步回落，企业缓慢补库存.....4
图 5：同业存单利率 1 月末上行后缓降.....5
图 6：居民杠杆增速触底反弹，M2-M1 同比首次零下.....5
图 5：沪深 300 与创业板综 2018 年来的涨跌幅变化.....6
图 6：2018 年来股票型基金发行总额及平均发行额.....6
图 5：2018 年来股票与混合型基金单月最大发行金额.....7
图 6：2018 年来 ETF 发行总份额（亿份）.....7
图 7：美元流动性利差低位平稳.....7
图 8：联邦基金利率较上月同期下行 2BP.....7
图 9：SOFR 利率下行至 0.01%.....8
图 10：10Y 美债利率 1.44%，期限利差 136BP.....8
图 11：TIPS 隐含 CPI 10Y 在 2.15%，与 30Y 倒挂.....8
图 12：中美利差收窄，中期优势保持.....8
图 13：亚洲中资投资级美元债收益率快速上行，高收益维持低位.....9
图 13：投资级收益率（左轴）稳定，利差上行.....10

图 14：投机级收益率近期底部震荡 10
图 15：B 档利差迅速上行，达 292.3BP，A 至 BB 档利差均下行 11
图 16：评级间利差区间均区间内震荡 11
图 17：B 档公司收益率曲线各异 12
图 18：BBB 档公司根据资金期限选择 12
图 21：拥挤的资金开始松动，更多拥抱基本面反转的个股 13
图 22：VIX 指数在历史均值震荡 13
图 23：VIX 期限结构中高位 contango 13
图 24：WTI 原油期货价格接近 2019 年的高位 14
图 25：2019 年中至今的 WTI 原油期货期限结构 14
图 26：整体库存处于下行通道 15
图 27：上游钻机数量持续回温 15
图 28：库欣库存快速下行，炼厂利用率中位平稳 15
图 29：浮仓与管道成本见底 15
图 30：美债实际收益率上行，金价震荡回落 16
图 31：边际宽财政紧货币预期使美元上行 16
图 32：期货投机多头持仓震荡，ETF 持仓回落 16
图 33：金油比与金铜比持续下行 16

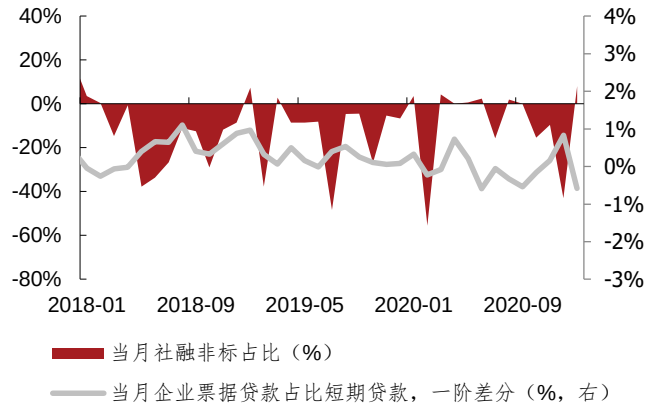
表 1：各品类资产的夏普比率与索提诺比率 9
表 2：全部美元债、中资美元债、地产美元债存量债券个数 10
表 3：全部美元债、中资美元债、地产美元债存量规模（单位：亿 USD） 10
表 4：中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差 10
表 5：中资地产美元债相较美元债总体的各评级利差 11
表 6：商品 ETF 收益表现 14

境内环境：企业杠杆快速上行，居民杠杆触底反弹

2021 年 1 月，社融非标融资占比回升至 8.0%，其中信托贷款占比-1.6%，较 12 月的-26.9%回升，未贴现银行承兑汇票及委贷的占比均在零上；年初，股权融资与政府债券融资占比下降，企业债券融资上升至 7.25%，为年末至今的高水平；社融存量同比下降至 13.0%，为 2020 年 8 月以来的低值。

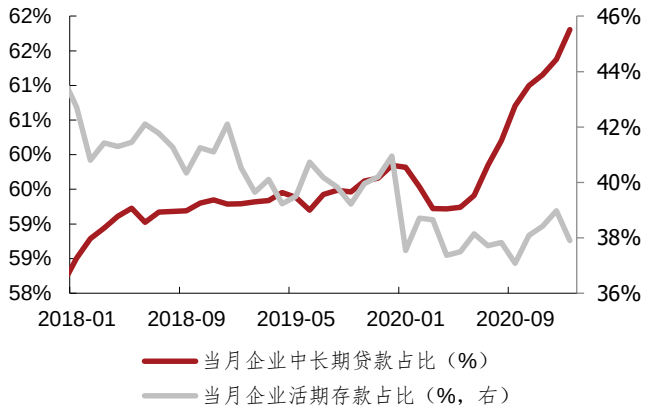
企业方面，非金融企业及机关团体中长期贷款占比持续上行，目前已达 61.8%的高位，企业长端杠杆迅速上行，中长期贷款同比亦持续上行，2020 年 1 月在 11.8%、2021 年 1 月在 15.8%，关注企业在经营加杠杆与提高产能利用率之间的平衡。

图 1：非标融资占比回升至 8.0%，其中信托占比零下



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

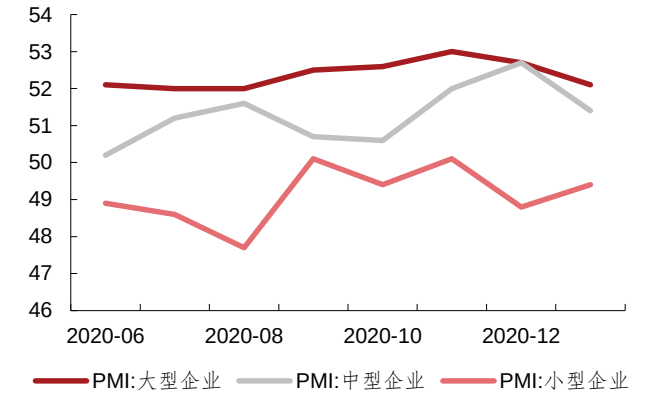
图 2：中长期贷款占比达 61.8%的高值，关注企业经营力



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

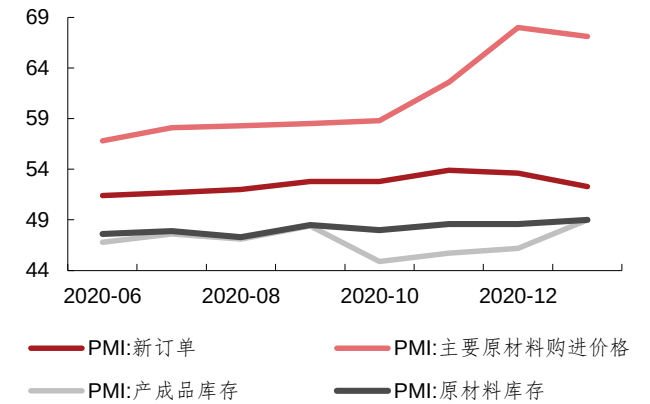
PMI 值于 1 月末在 51.3，自 2020 年 11 月的 52.1 以来持续下行，分项中主要原材料购进价格达 67.1、前值 68.0，新订单与出口订单逐步回落，分别在 52.3 和 50.2；成本上涨与需求预期令企业缓慢补库存，原材料与产成品库存在 1 月末均达 49.0。订单能否维持在荣枯线以上将是决定 PMI 未来走向的关键因素。结构上，PMI 依然延续 2020 年以来大、中、小型企业依次减弱的特征，未见明显差值收窄趋势。

图 3：大、中、小型企业 PMI 依次减弱的特征未变



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 4：新订单与出口订单逐步回落，企业缓慢补库存

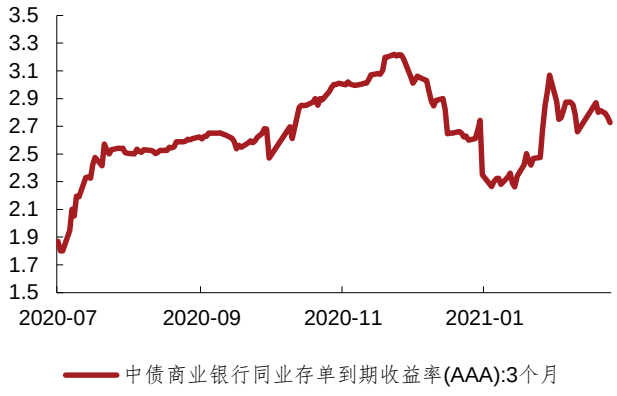


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

金融市场资金方面，3M 同业存单利率于 1 月末达 3%的峰值后，2 月在 2.75%的中枢附近震荡，整体处于高于 2020Q3 中枢的位置，流动性松紧居中。

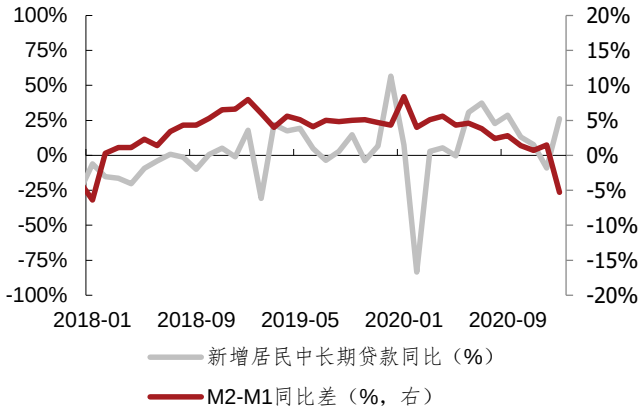
杠杆端，1 月，居民中长期贷款同比反弹至 26.1%，但中长期贷款占比在 74.2%、低于前值的 79.4%，系年末收紧、上年基数低所致；M2-M1 同比之差自 2018 年中以来首次下降至零下的-5.3%，系 M1 增速高启所致。

图 5：同业存单利率 1 月末上行后缓降



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 6：居民杠杆增速触底反弹，M2-M1 同比首次零下



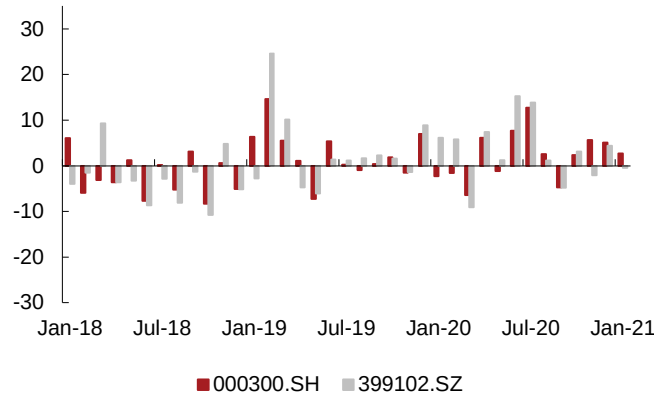
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

视角：流动性与收益率——从公募基金资金募集行为进行观察

通常，单个市场的收益率受政策方向、国际竞争局势、行业前景、企业财务、关联资产收益率、内外部流动性等多因素影响；其中，境内市场流动性受流动性总量及流动性结构两方面的变化所影响。由于 2017 年以来，大型机构对市场资产偏好的决定性越来越强，各机构对资产的选择趋于一致，机构的资金募集行为对市场的内部流动性与收益率分化形成部分作用力，因此观察以往的机构募资行为对市场后续变化或具有一定的历史借鉴性。

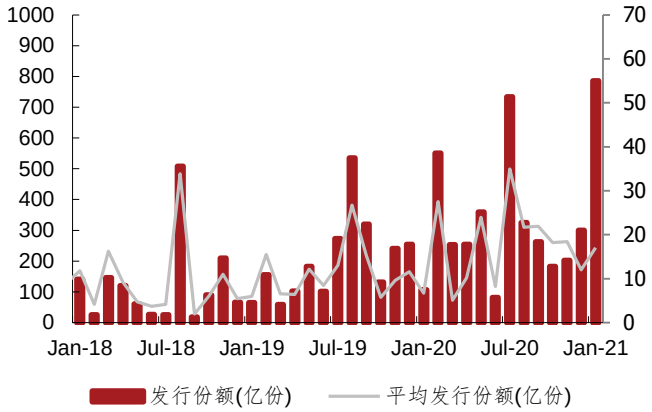
研究表明，基金的大量募集在在总体流动性较低的时间段多意味着短期趋势反转，在总体流动性较高的时间段多表现为中期趋势延续。2020 年末至 2021 年初，公募基金募资近 2015 年中的峰值，这一方面体现了市场的火热情绪，另一方面预示短期内市场流动性将维持。当前，其他权益类资产的估值优势尚不明显，市场总体流动性未出现急剧收缩，市场将跟随宏观环境所体现的预期收益进行波动，风险资产仍具备一定的比价优势。

图 7：沪深 300 与创业板综 2018 年来的涨跌幅变化



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 8：2018 年来股票型基金发行总额及平均发行额



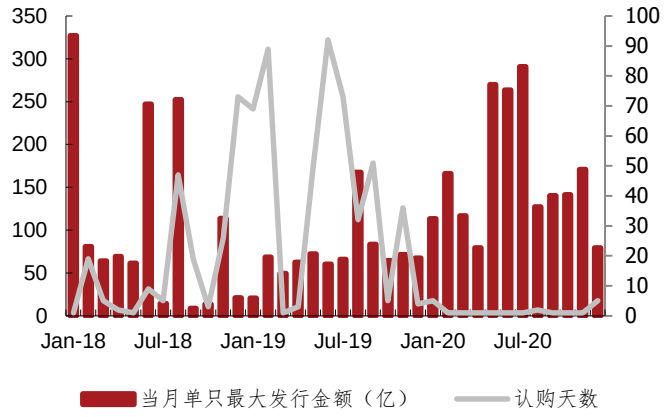
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

本文以公募基金的发行代指机构募资行为，计算股票型基金在 2018 年以来的每月总发行份额与单只基金的平均发行份额以代表市场整体募资火热程度（对当期场内流动性的吸取程度）；由于公募基金的总认购金额多无法得知，仅可查询到单个基金的有效认购金额，因此计算股票型基金与混合型基金在 2018 年以来每月的单只基金最大发行金额以判断机构的认购热度与募资一致性。不同投资者对主动型、被动型基金的选择倾向不同，在 2018 年以来的时间段中，剔除 ETF 超募的月份作为市场募资热度快速上升的月份。

2018 年以来，公募募资及对应的市场收益率共出现大涨大募短期反转（18.1）、大跌大募短期止跌（18.6，18.8，19.5），小幅波动大募延续中期趋势（19.8），小涨短期反转中期上行（18.11），连涨大募短期下行（20.2），连涨大募减速上行（19.2，19.5，19.8，20.11），连涨大募持续上行（20.5-6）几种对应情况；其中 2018 年境内资产收益率受美债收益率高启、人民币贬值、境内国债收益率持续下行等多因素影响，整体流动性偏低、当月的资金超募多带来短期的收益率反转；2019 年至 2020 年，风险投资体现出更多优势，资金超募往往表现为市场情绪火热、中期收益率平稳（除 20.2）。

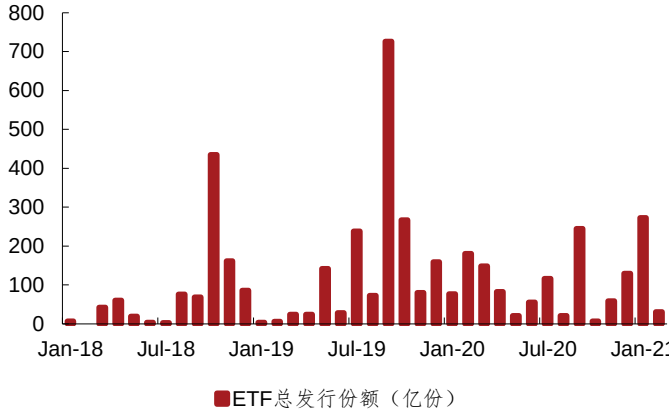
19Q4、20.9 的短期反转未从流动性变化中体现。平均发行金额较高的月份（18.1、18.8、18.11、19.2、19.8、20.2、20.5、20.7），单只基金最大发行金额通常较高，机构募资具有部分一致性。

图 9：2018 年来股票与混合型基金单月最大发行金额



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 10：2018 年来 ETF 发行总份额（亿份）

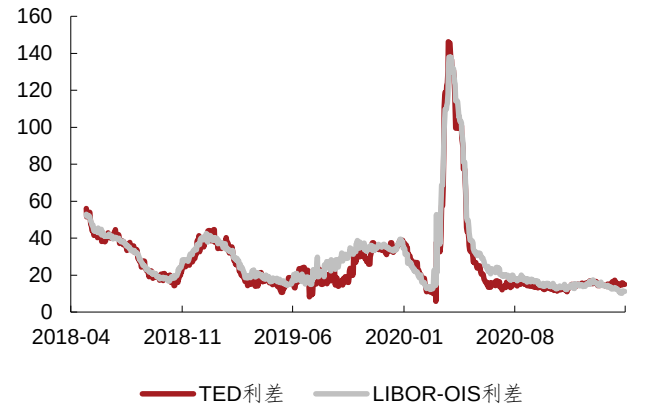


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

境外流动性：期限利差持续上行，通胀预期出现倒挂

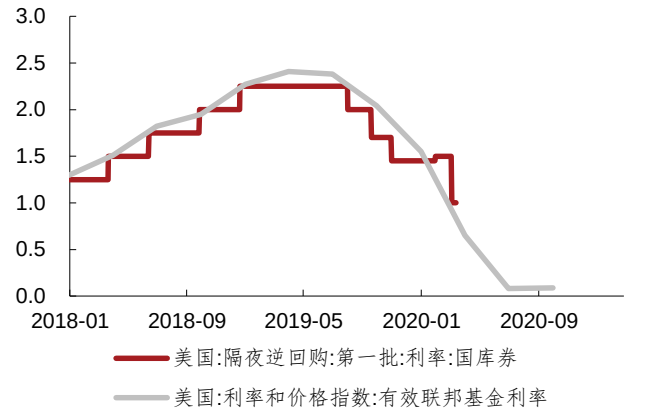
截至 2021 年 2 月 28 日，TED 利差（欧洲美元 3M 利率-3M 美国国债利率）在 15.0BP，LIBOR-OIS（USD,3M）利差在 11.2BP，均低位平稳。当日，联邦基金利率在 0.07%，较上月下行 2BP。美联储向市场持续传导短期内货币政策将维持宽松的信号。

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

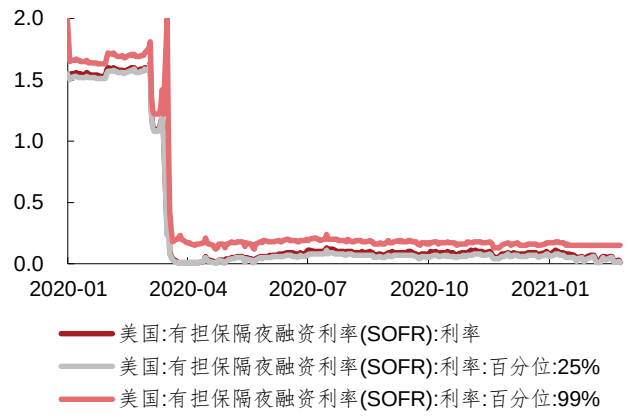
图 12：联邦基金利率较上月同期下行 2BP



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

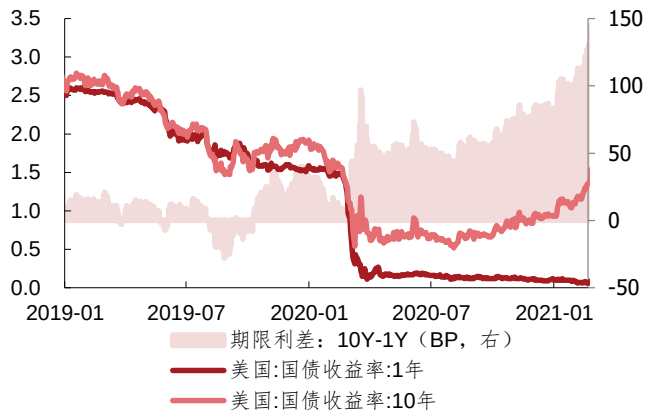
SOFR 利率于 2 月 26 日达 0.01%，较上月同期降低 2BP，其中 99%分位的 SOFR 利率仍在 0.15%。相对的，金融与非金商票利率维持稳定，AA 级非金隔夜票据利率 2 月 19 日在 0.05%。

图 13：SOFR 利率下行至 0.01%



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 14：10Y 美债利率 1.44%，期限利差 136BP

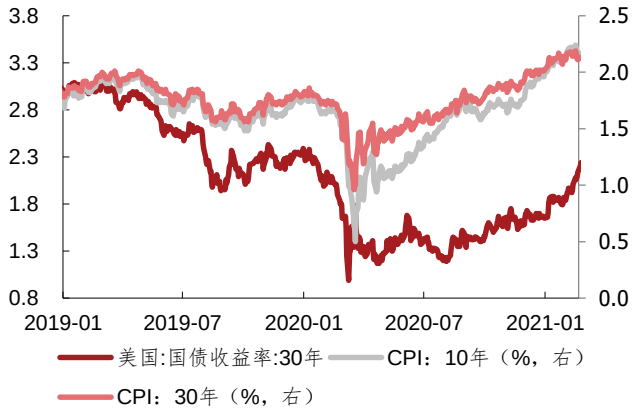


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

利率债方面，1Y 美债收益率于 2 月 26 日在 0.08%、10Y 在 1.44%，期限利差 136BP、1 月 29 日在 101BP，利差持续扩大；隐含 10Y CPI 在 2.15%、30Y CPI 在 2.11%，前值分别为 2.13%、2.14%。**长短期通胀预期出现倒挂，谨防市场利率与基准利率的过度偏离以及实际利率上行带来的融资成本上升所可能形成的趋势反转。**

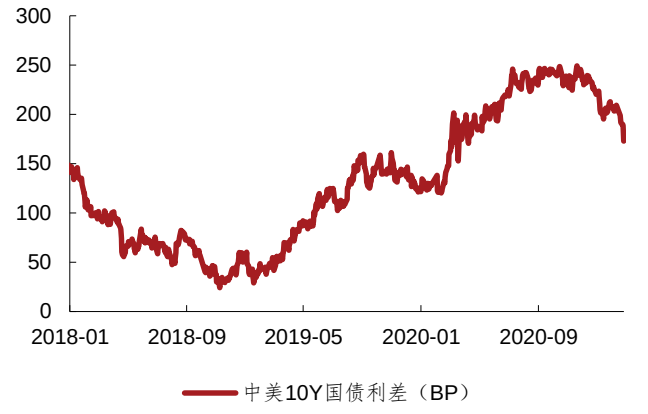
境外收益率的迅速上行使得中美利差出现反转。此前，境内上升的权益估值已使流动性部分外溢到港股市场。

图 15：TIPS 隐含 CPI 10Y 在 2.15%，与 30Y 倒挂



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 16：中美利差收窄，中期优势保持



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

全资产收益风险比：亚洲投资级债券夏普比率仍具优势，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元债，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下行。各类资产中，2021 年初夏普比率从高到低依次为加密货币、铜、美股、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 年维度上债券类与高分红权益的夏普比率占优。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。

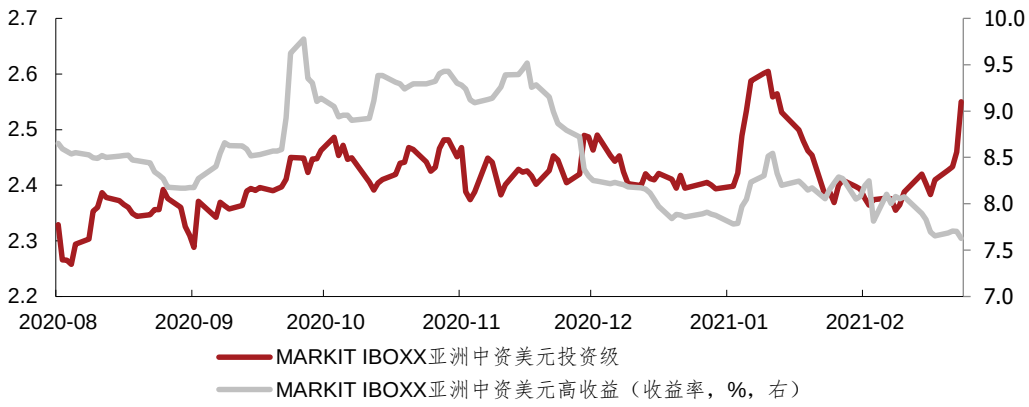
表 1：各品类资产的夏普比率与索提诺比率

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	0.48	0.49	0.90	10.66	0.35
美国高收益公司债	0.52	0.55	1.06	13.68	0.40
亚洲投资级债	0.68	1.22	1.13	5.38	0.49
美国投资级公司债	0.33	0.83	-	12.12	0.24
标准普尔 500 指数	0.79	0.65	1.09	24.62	0.67
纳斯达克综合指数	1.69	1.12	1.48	23.66	1.61
标普 500 股利贵族	0.50	0.49	0.90	25.71	0.46
彭博全商品	0.75	-0.29	0.03	14.88	0.56
WTI 原油	-0.10	-0.09	0.09	57.24	-0.08
黄金	0.32	0.74	0.69	16.39	0.32
白银	1.21	0.55	0.51	36.28	1.13
铜	2.49	0.17	0.57	17.90	2.17
彭博 Galaxy 加密货币	7.48	0.64	-	61.04	7.06

数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

投资级与高收益债券收益率的分化如图所示。

图 17：亚洲中资投资级美元债收益率快速上行，高收益维持低位



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

中资美元债：BB 档利差达高位，B 档优选高流动个券

截至 2021 年 3 月 1 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 4.6%、前值 5.3%，其中中资地产美元债占比中资美元债的 24.9%、前值 25.0%。美元债整体，BBB 与 B 评级存量略升，A 与 BB 评级存量略减。

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	68	39	127	4
中资全部	416	239	66	135	6
全部美元	20050	8427	2488	1620	578

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	345.2	162.3	672.3	8.9
中资全部	2755.4	1370.1	387.6	690.4	14.4
全部美元	47700.0	38500.0	15300.0	9607.4	2859.4

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 2 月 26 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 9.6BP，处于历史平均水平。相较上月，BB 档的地产债券利差相较中资全部债券有明显回升。

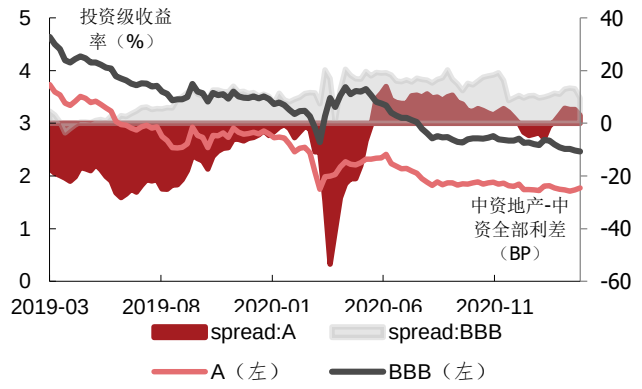
表 4：中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差

中资地产-中资全部	A	BBB	BB	B	C
当期	3.0	9.6	27.3	-50.8	-1245.7
1 年平均	-0.5	14.9	25.3	-45.5	-1167.1
2 年平均	-7.7	10.8	35.3	-28.6	-560.4

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

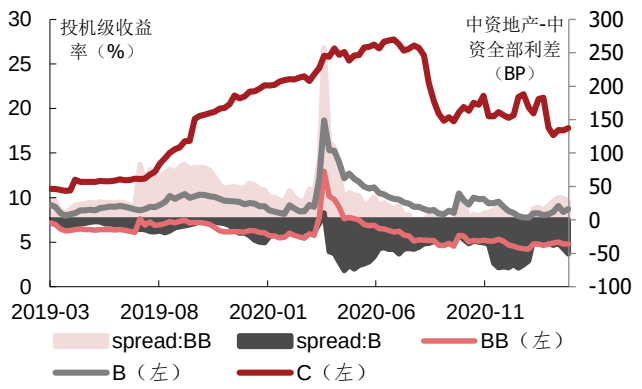
当前，中资地产债 BB 档收益率在 4.794%，B 档在 8.726%。

图 18：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 19：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

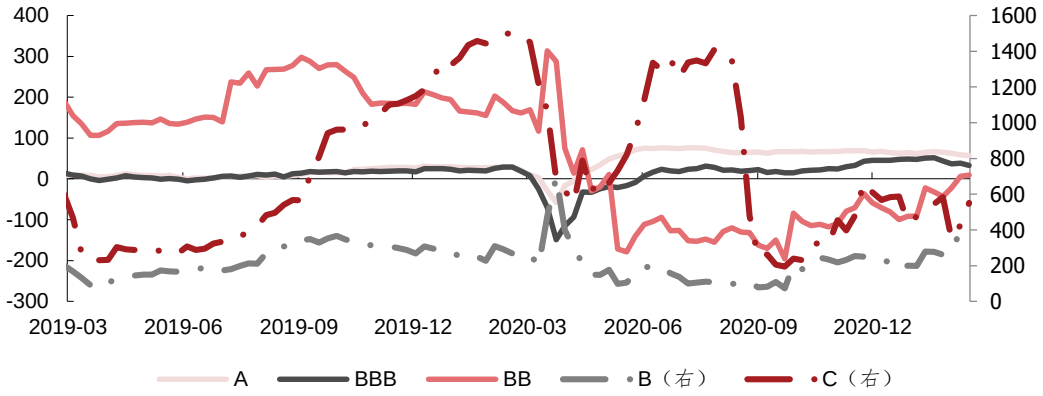
截至 2021 年 2 月 26 日，中资地产美元债当期评级相较美元公司债总体利差均>0，其中 B 评级利差当期达到 292.3BP，月中处于高位；A 至 BB 档利差均下行，B 档超额收益最为明显。

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	52.7	15.2	-26.0	292.3	202.1
1 年平均	53.5	8.9	-69.9	200.1	498.8
2 年平均	34.2	10.4	64.2	218.9	597.3

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

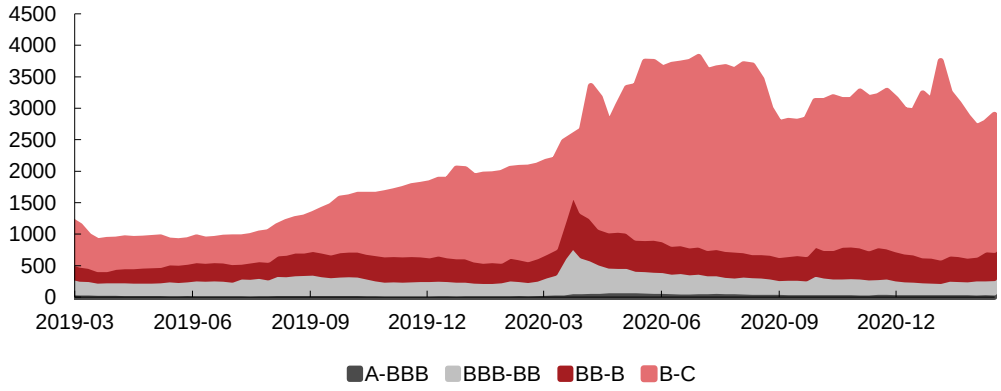
图 20：B 档利差迅速上行，达 292.3BP，A 至 BB 档利差均下行



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 利差于 2 月 26 日为 232.9BP，BB-B 为 393.2BP。

图 21：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

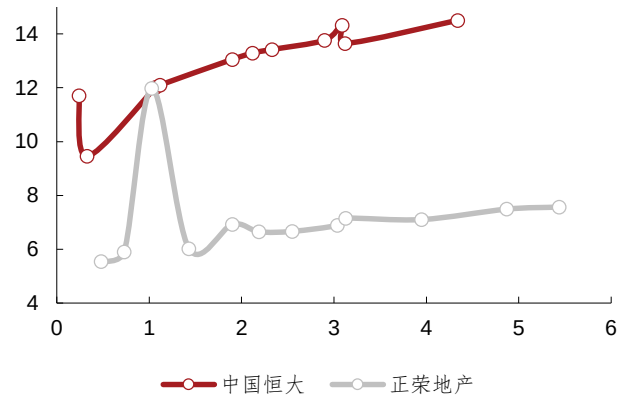
二级市场期限结构：B 档优选高流动性个券短期交易，BBB 档 2 年期合适

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 2 月 19 日。

可以看到，B 档公司收益率曲线陡峭且各异，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，1 年期收益率上升明显，为合适的配置期限。**上述交易策略基于公司的收益率曲线不明显上移的前提。**

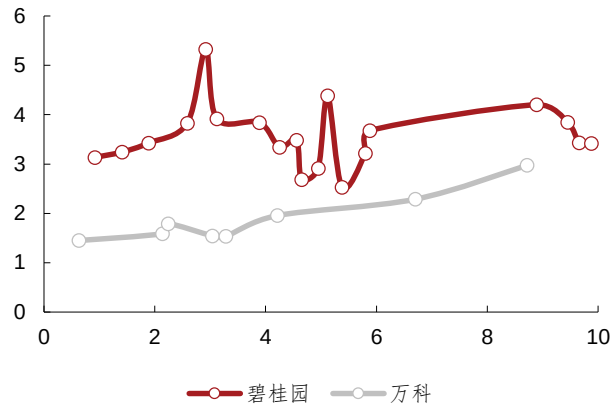
BBB 档公司个券中，碧桂园的收益率曲线形状特征不明显，万科的收益率曲线上行但幅度不大，适合投资者根据自己的资金期限选择个券进行交易，2 年期较为合适。

图 22：B 档公司收益率曲线各异



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 23：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

美股：资金转向拥抱基本面反转个股，波动预期上升

2021 年初，美股涨幅最高的行业为能源、半导体、金融，跌幅最大的行业为核心消费品、媒体、房地产。**拥挤的资金开始松动，更多拥抱基本面反转的个股；中期上，成长性依旧为资金所偏好。**

图 24：拥挤的资金开始松动，更多拥抱基本面反转的个股

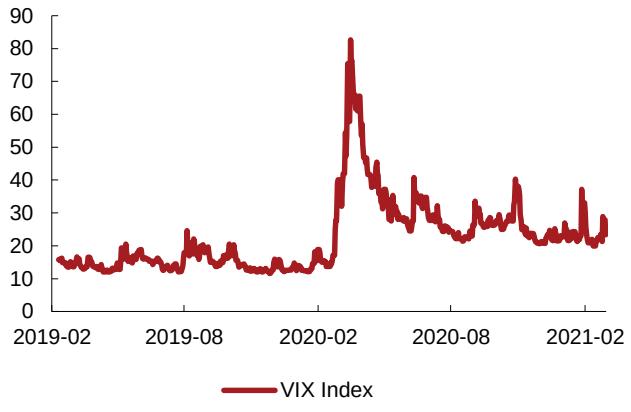
2021/3/1	BETA	PE	DIV		NET DEBT/F	CHG	
			2020/12/31	2021/3/1	2020/12/31	2020/12/31	2021/3/1
能源	1.2	13.2	5.91	4.48	33.3	-37.3%	15.1%
金融	1.1	20.4	2.11	1.87	-10.5	-4.1%	5.1%
非核心消费品	1.0	46.4	0.66	0.72	2.7	32.1%	2.5%
核心消费品	0.8	24.0	2.65	2.89	3.4	7.6%	-3.4%
信息技术	1.1	51.6	0.95	0.94	0.2	42.2%	-0.9%
半导体及其设备	1.2	47.3	1.39	1.25	0.8	42.4%	8.2%
原材料	1.0	26.1	1.81	1.96	3.9	18.1%	4.4%
机械行业	1.1	29.7	1.56	1.47	1.4	21.0%	4.0%
化工	1.0	27.2	1.85	1.93	4.0	15.4%	4.3%
医药行业	0.8	23.3	2.6	2.85	2.9	4.4%	4.2%
房地产	0.9	62.1	3.01	3.02	70.2	-5.2%	-1.3%
发达国家REIT	0.8	27.8	3.77	3.72	-30.3	-11.3%	-0.8%
公用事业	0.8	20.8	3.43	3.68	-17.7	-2.8%	0.0%
交运	1.0	28.2	1.49	1.45	393.9	18.7%	0.4%
媒体	1.0	53.5	0.27	0.24	1.1	31.2%	-2.1%
股利贵族	0.9	24.0	2.61	2.63	3.9	5.7%	1.5%
NASDAQ	1.0	49.1	0.69	1.05	2.1	43.6%	2.4%

数据来源：克而瑞证券研究院

波动预期：VIX 指数均值附近震荡，当前为中高位 contango 结构

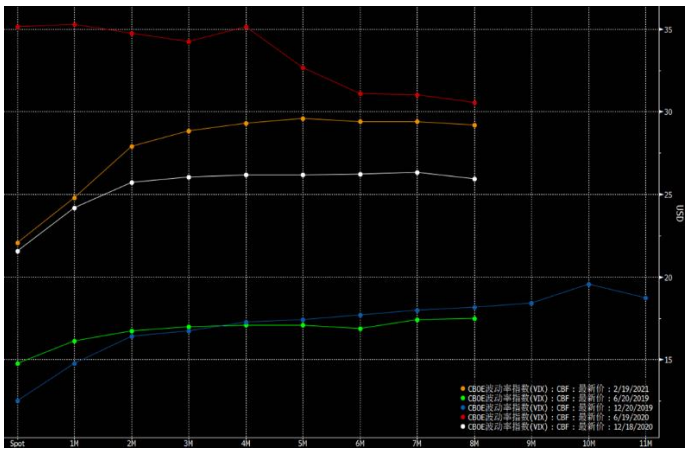
3 月 1 日，VIX 指数行至 23.3，在历史均值附近震荡，当前为中高位 contango 结构。

图 25：VIX 指数在历史均值震荡



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 26：VIX 期限结构中高位 contango



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

商品：库存成油价重要因子，黄金长期最优环境已过

商品 ETF：原油相关 ETF 收益两极分化

2021 年初至 2021 年 2 月 26 日，收益最高的 ETF 为看涨 OLJA X3 H，收益率 109.9%，跟踪资产为 ICE 布伦特原油期货，子分类为 ETN；收益最低的 ETF 为 WisdomTree 布伦特原油 3 倍每日做多空，收益率-53.1%。

表 6：商品 ETF 收益表现

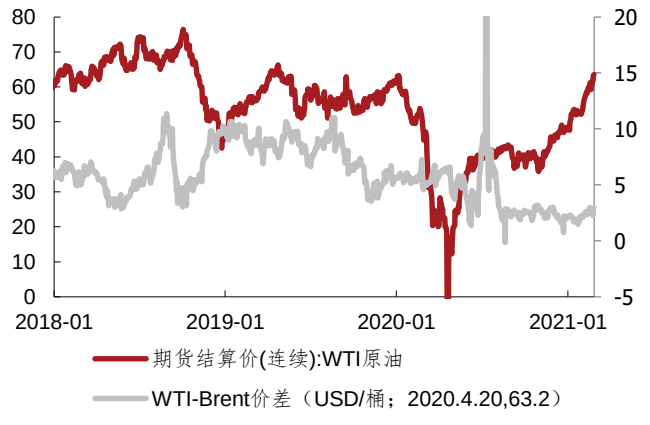
属性	ETF 名称	年初至今收益率	基金资产（百万 USD）
资产规模最大	SPDR 黄金信托	-8.9%	60444.9
年至今收益最高	看涨 OLJA X3 H	109.9%	-
年至今收益最低	WisdomTree 布伦特原油 3 倍每日做空	-53.1%	8.3

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

原油：期货价格升至 2019 年高位，库存、供给、投机头寸三角影响

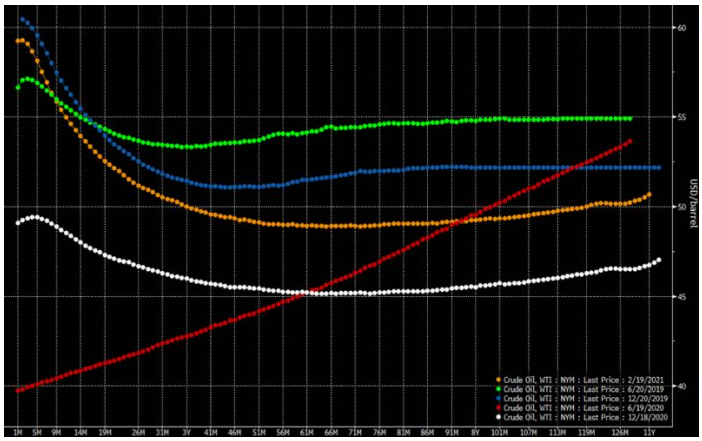
2021 年 2 月 19 日，WTI 原油期货价格上升至 59.2USD/桶，接近 2019 年的高位，WTI 与 Brent 原油价差微升在 3.0USD/桶，当前原油价格的大幅波动来自于其期限结构的延续，供给恢复的不确定性、库存的持续减少是当前价格的决定因素。同样的，非商业多头持仓数量的猛增、非商业空头持仓的小幅上升预示着交易结构的变化将成为原油价格的重要影响因素，期货成交量的突变将是一个重要信号。

图 27：WTI 原油期货价格接近 2019 年的高位



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

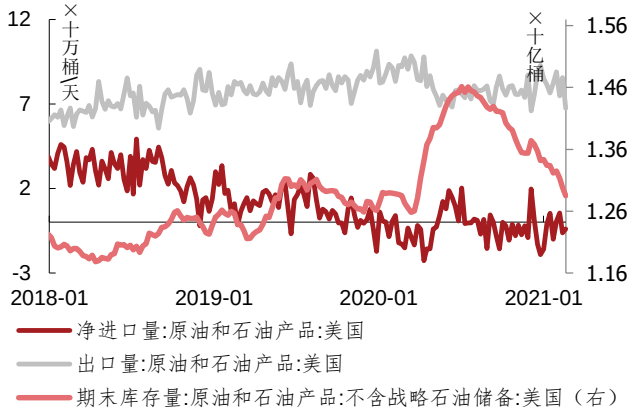
图 28：2019 年中至今的 WTI 原油期货期限结构



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

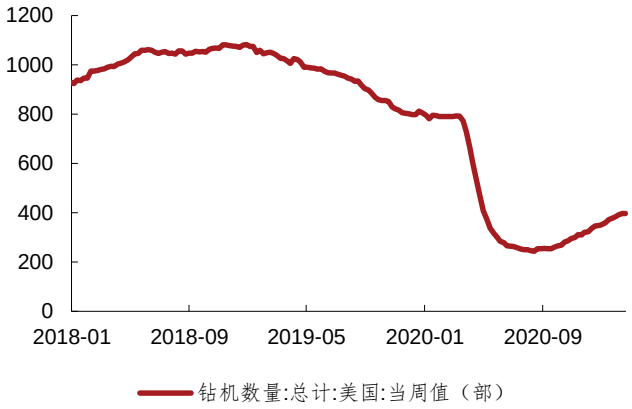
当前，美国钻机数量持续回温、仍在低位，全美原油和石油产品库存处于下行通道；贸易端，库欣库存高位下行，炼油厂产能利用率未见明显提升，大型油轮及管道库存见底，整体基本面无明显变化，**对于整体库存的高频跟踪尤为重要，关注库存走势是否会出现反转。**

图 29：整体库存处于下行通道



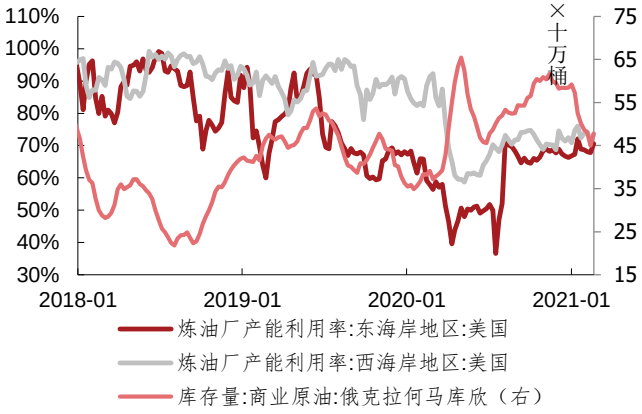
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 30：上游钻机数量持续回温



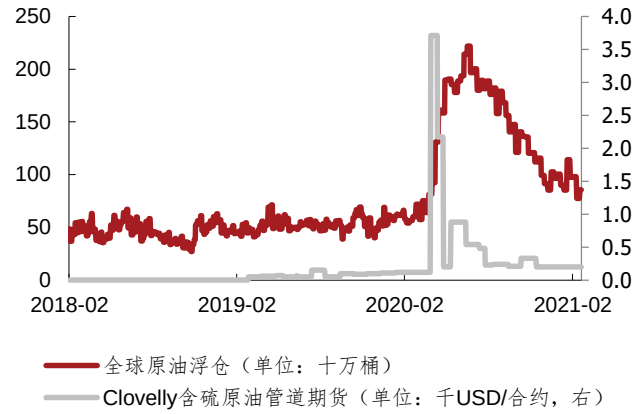
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 31：库欣库存快速下行，炼厂利用率中位平稳



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 32：浮仓与管道成本见底

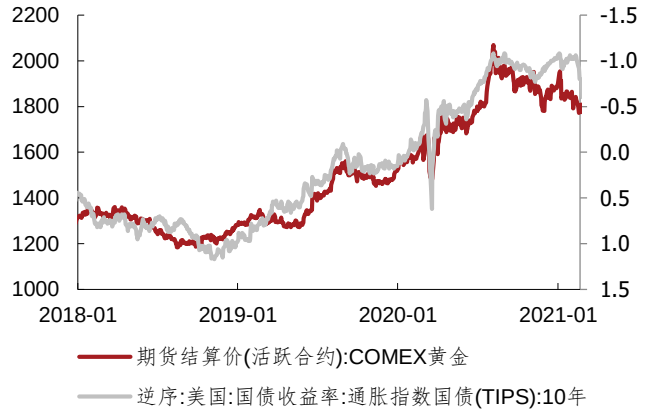


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

黄金：短期受双因素压制，长期上最优环境已过，未来或可波段操作

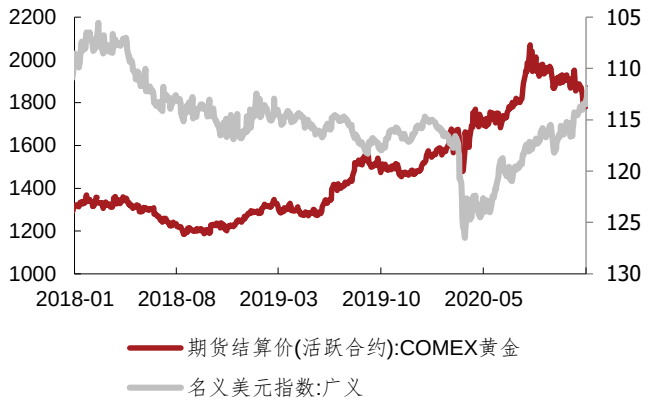
美元长端收益率的快速走高带动长端实际收益率快速上行，对拜登经济政策的信心使美元指数修复，黄金受双重因素影响处于下行通道，仍在高位。

图 33：美债实际收益率上行，金价震荡回落



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

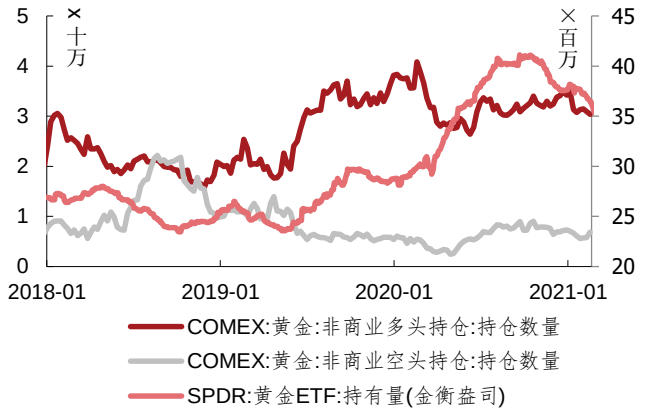
图 34：边际宽财政紧货币预期使美元上行



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

期货方面，投机多头持仓微降，ETF 持仓量自 12 月初下行明显，金油比与金铜比因金价下行、工业产品价格快速上行而持续下行。**短期内，美元利率交易对金价形成明显压制，同时长期上，金价最舒适的环境已过，未来或有波段操作机会。**

图 35：期货投机多头持仓震荡，ETF 持仓回落



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 36：金油比与金铜比持续下行



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

风险提示

政策风险

行业政策风险：如全国发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，行业的市场销售压力会增大。

棚改政策风险：棚改政策进一步明确，如果未来有大量降低的趋势，对行业三、四线城市的销售压力有一定的影响。融资风险

企业融资：如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，如银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企的融资压力加大。

居民加杠杆：如贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响销售速度。

信用风险

如房地产企业在处理债务上，出现违约等情况，有可能影响市场对行业发展风险的评判。

销售业绩未完成风险

房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

数据风险

本研究采用了第三方数据，存在数据公布不及时或数据公布不全面，影响分析结果的风险。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。
本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。
本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。
本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。
本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。
投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。