2021 年 01 月 26 日

房地产

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

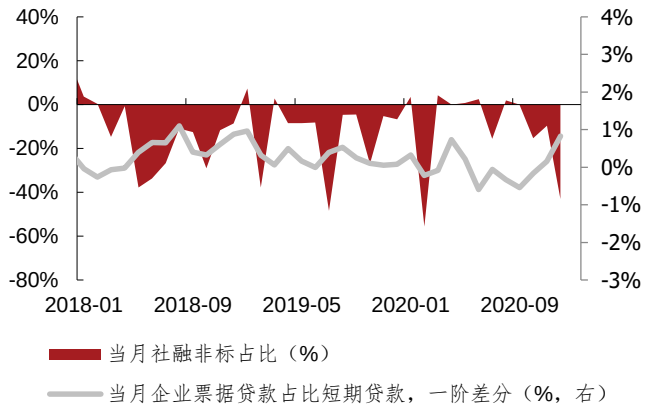
表 1：各品类资产的夏普比率与索提诺比率.....6
表 2：全部美元债、中资美元债、地产美元债存量债券个数.....7
表 3：全部美元债、中资美元债、地产美元债存量规模（单位：亿 USD）.....7
表 4：中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差.....7
表 5：中资地产美元债相较美元债总体的各评级利差.....8
表 6：商品 ETF 收益表现.....12

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%。

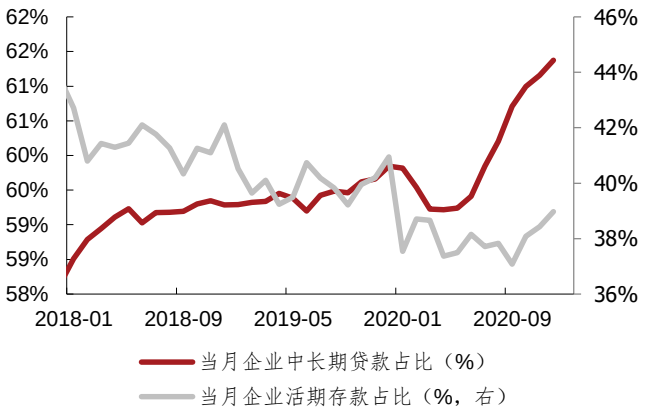
整体 PMI 较 11 月末下行 0.2%至 51.9%，其中在手订单与产成品库存分别在 47.1 和 46.2，均在荣枯线以下；主要原材料购进价格分项增速较高，12 月末在 68.0。企业中长期贷款占比与活期存款占比均持续回升，但规模因素重于结构因素。

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

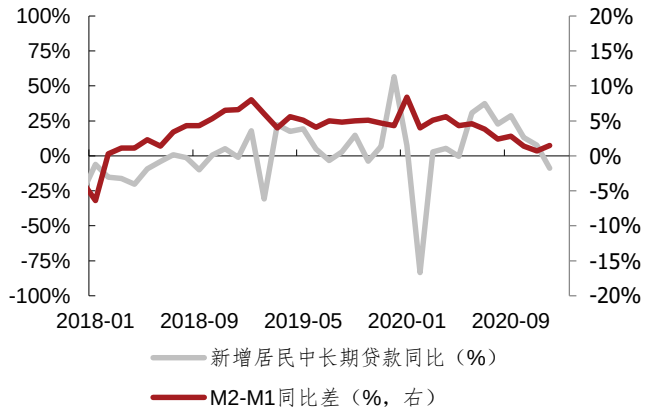
图 2：资金面，企业生产活力持续上升



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

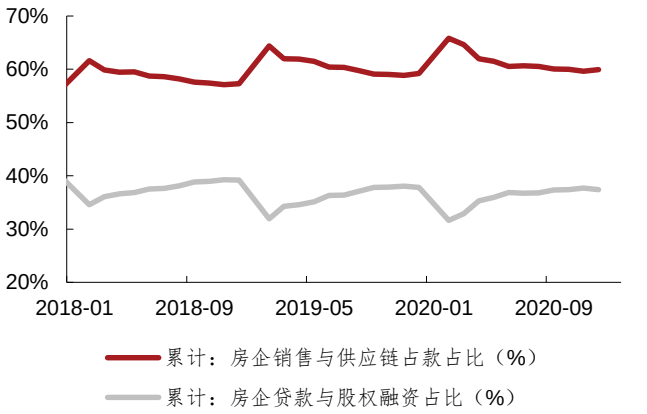
杠杆方面，12 月居民中长期贷款同比在-9.0%，M2、M1 增速均略微回落，M2-M1 同比在 1.5%。当月，房企销售回款与供应链占款占比在 59.9%、贷款与股权融资占比在 37.4%。

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%

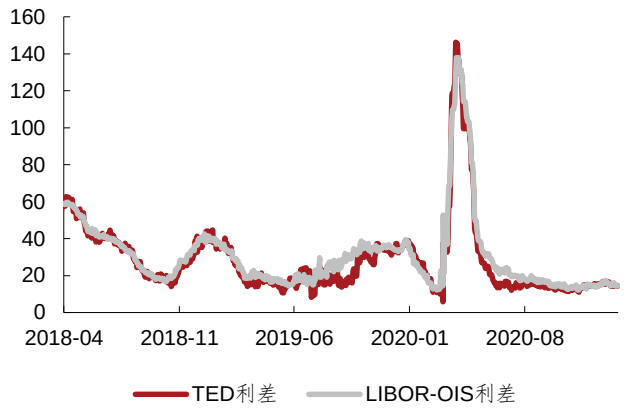


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

境外流动性：境外利率迅速回升，资金市场尚未收紧

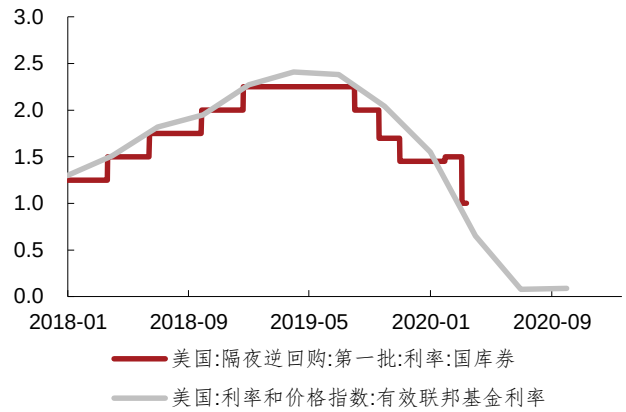
截至 2021 年 1 月 19 日，TED 利差（欧洲美元 3M 利率-3M 美国国债利率）在 14.3BP，LIBOR-OIS（USD,3M）利差在 14.5BP，均低位平稳。当日，联邦基金利率在 0.09%，自 2020 年 8 月中后未有变动。1 月初美联储会议向市场传达货币政策边际收紧预期，当前利率尚未上调。

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

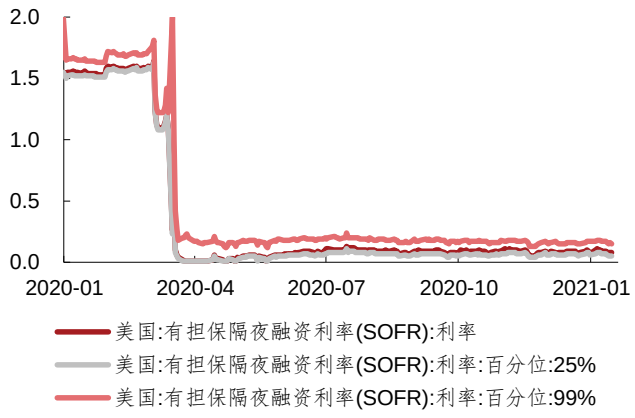
图 6：联邦基金利率在 0.09%



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

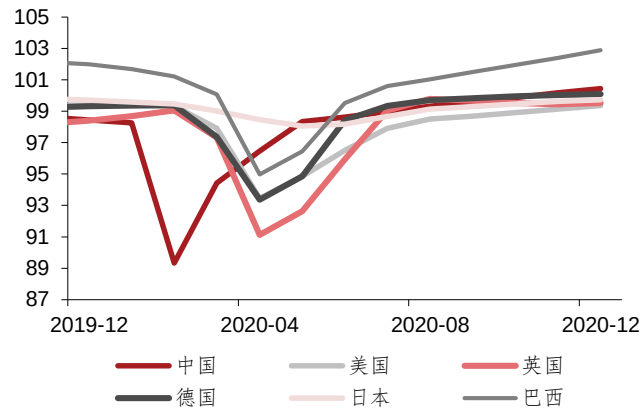
SOFR 利率于 12 月 23 日达 0.06%的低值，当前在 0.1%上下波动，99%分位利率在 0.15%。

图 7：SOFR 利率围绕 0.1%波动



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

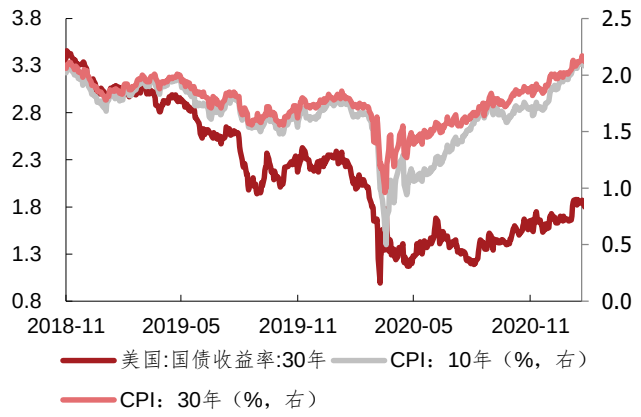
图 8：10Y 美债利率 0.93%，期限利差 83BP



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

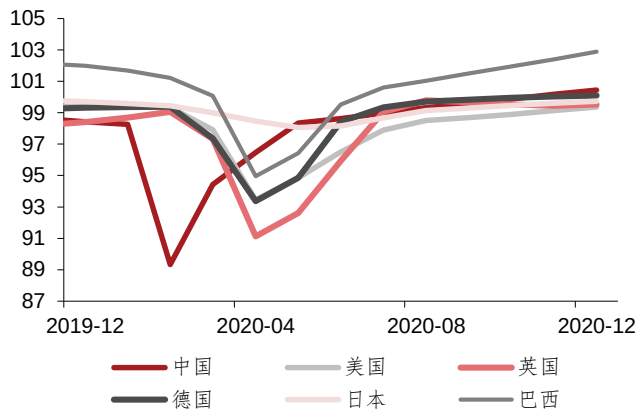
利率债方面，1Y 美债收益率于 12 月末在 0.84%、10Y 在 0.93%，期限利差 83BP、11 月末在 73BP，利率快速上行；隐含 10Y CPI 在 1.99%、30Y CPI 在 2.02%，前值分别为 1.77%、1.93%，宽财政紧货币的预期迅速传导。OECD 领先指标持续回升，拉美仍在首位。

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。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。

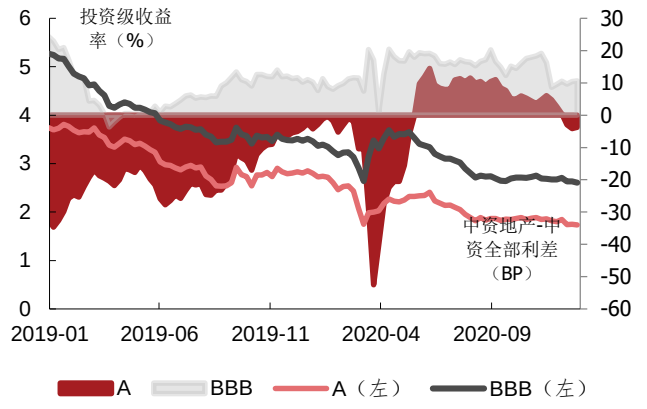
表 4：中资地产美元债相较中资美元债总体的各评级利差

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

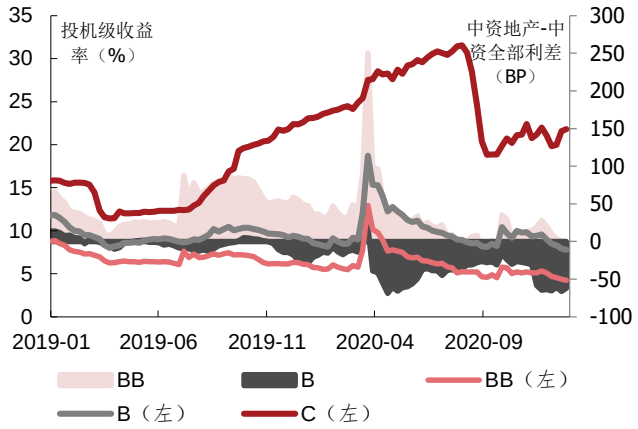
自 2021 年 1 月 1 日起，截至 2021 年 1 月 16 日，地产债 BB 与 B 档收益率分别上升 58.6BP 及 90.4BP，历史高位在 12.9%及 18.7%，6%与 10%是其合适的套利位置。

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

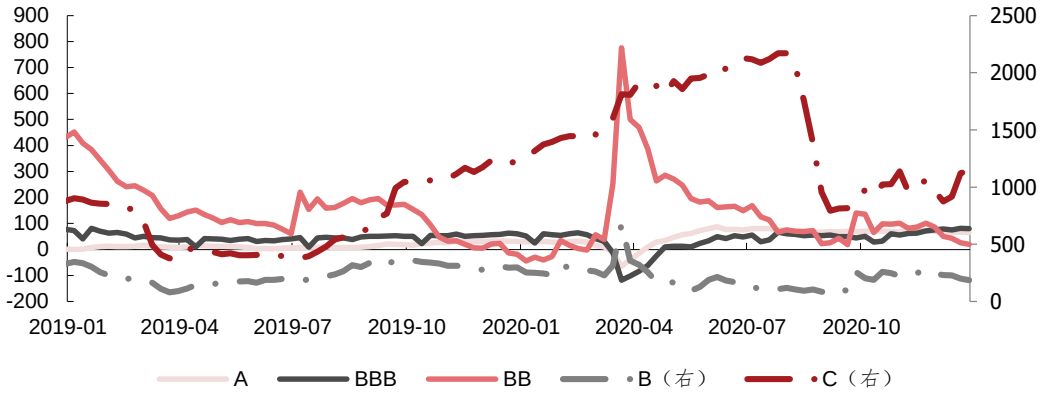
截至 2020 年 12 月 31 日，中资地产美元债当期评级相较美元公司债总体利差均>0，其中 B 评级利差当期达到 185.7BP，较上期下降 16.7BP；截至 2021 年 1 月 16 日该值迅速升至 310.0BP。

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

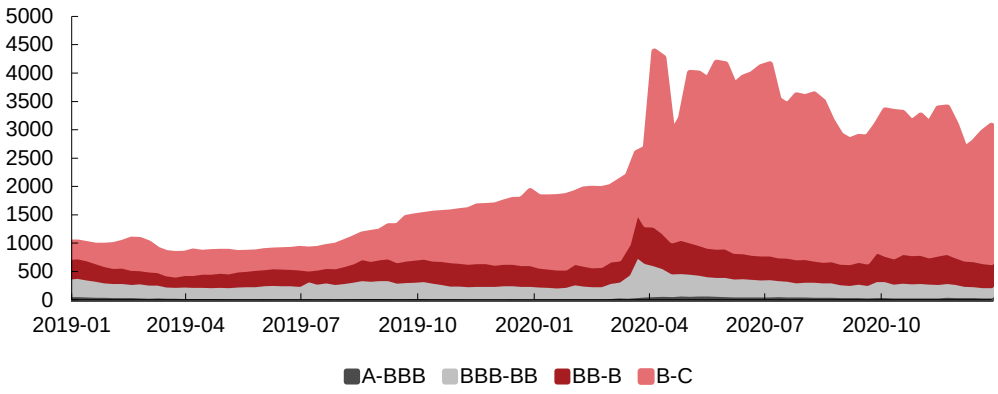
图 13：BBB 档利差下行后回升至均值，BB 档、B 档利差下行后底部震荡



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区间内稳定，其中 BBB-BB 与 BB-B 评级间利差于 11 月上升后，在年末下行。

图 14：BBB-BB 与 BB-B 评级间利差于 11 月上升后，在年末下行



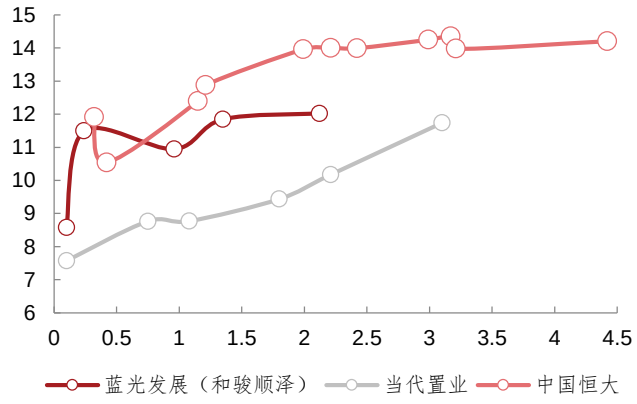
数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

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

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 1 月 26 日。

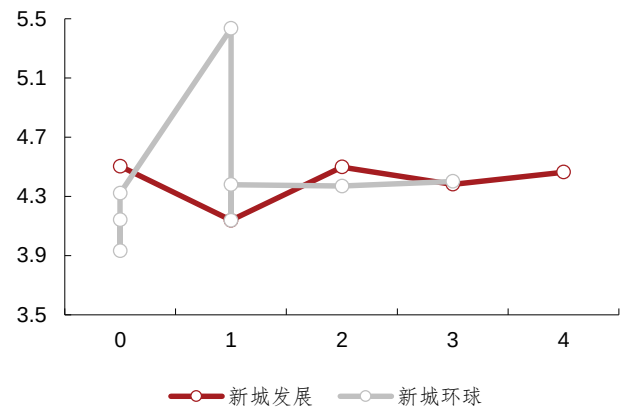
可以看到，B 档公司收益率曲线陡峭，剩余期限在 0.5 年至 1 年的收益率变化明显。**由于期限越短，同等价格波动带来的收益率变动越大，因此注重头寸变动的公司选择 1 年以上的个券较优**，其中蓝光发展、中国恒大等公司的个券可以在 **1-2 年的久期获得较高收益**；对于当代置业等公司的个券，可以考虑自有资金久期进行配置，同时**陡峭的收益率曲线能使投资者获得骑乘收益**。

图 15：B 档公司收益率曲线陡峭，1-2 年为合适期限



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 16：BB 档公司跨主体融资个券可套利

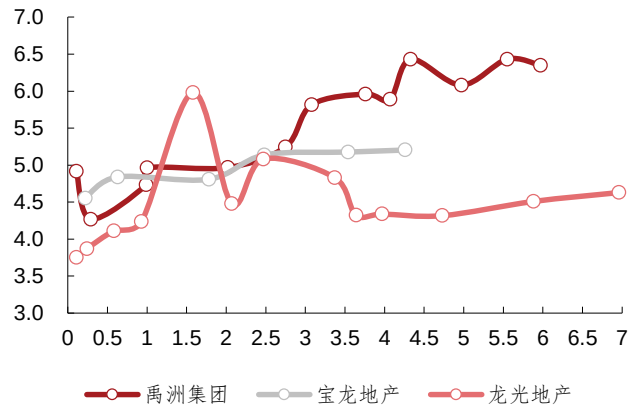


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

对于 BB 档公司，如果同个集团存在多融资主体，可以进行**跨主体套利**，如对于新城而言，可以选择新城环球 1 年期的个券攫取收益；BB 档公司收益率取现分化，**1 年以内的个券收益率变动较大，适合进行波段交易**；久期在 3 年以上则收益率变动不明显、甚至下降，总体而言 **1-2 年为较合适的个券投资期限**。

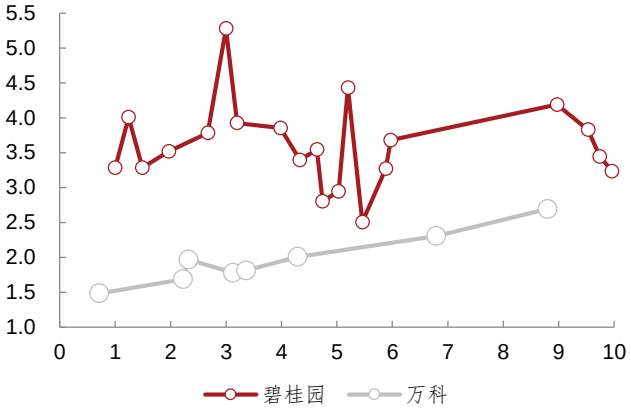
对于 BBB 档公司，由于公司升评级、融资成本下降等原因，部分公司的收益率期限结构不明显，优选可以获得高收益的 2-3 年久期个券。

图 17：BB 档公司收益率曲线分化，根据需要选择



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 18：BBB 档公司收益率曲线分化，2-3 年较优



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

美股：年初半导体表现强劲，能源迅速反弹

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。**资金对权益和特定板块的偏好明显，趋势交易仍是主流，关注美股年报业绩波动。**

图 19：三大股指持续上行，能源类迅速反弹，半导体持续占优

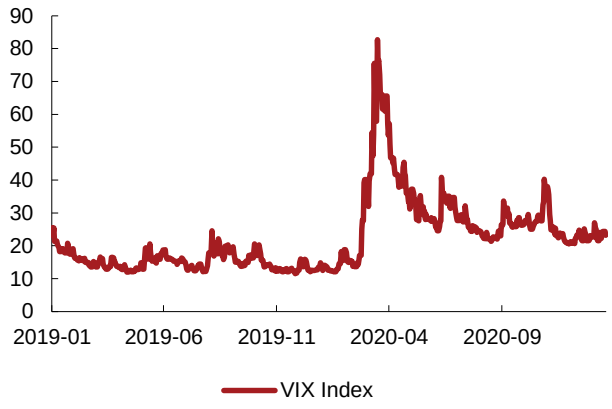
	BETA	PE	DIV		NET DEBT/FCF	CHG	
			2020/12/31	2021/1/19	2020/12/31	2020/12/31	2021/1/19
能源	1.2	10.2	5.94	4.92	26.8	-37.3%	15.1%
金融	1.1	19.6	2.11	1.99	-1.7	-4.1%	5.1%
非核心消费品	1.0	46.6	0.66	0.69	3.0	32.1%	2.5%
核心消费品	0.8	25.4	2.7	2.86	3.4	7.6%	-3.4%
信息技术	1.1	49.5	0.95	0.98	0.3	42.2%	-0.9%
半导体及其设备	1.2	46.5	1.38	1.3	1.0	42.4%	8.2%
原材料	1.0	26.1	1.81	1.88	4.3	18.1%	4.4%
机械行业	1.1	28.5	1.56	1.63	1.6	21.0%	4.0%
化工	1.0	28.7	1.85	1.86	4.0	15.4%	4.3%
医药行业	0.8	25.5	2.6	2.71	2.6	4.4%	4.2%
房地产	0.9	60.5	3.01	3.12	51.1	-5.2%	-1.3%
发达国家REIT	0.8	26.4	3.77	3.85	-25.3	-11.3%	-0.8%
公用事业	0.8	22.1	3.43	3.49	-21.0	-2.8%	0.0%
交运	1.0	26.5	1.49	1.53	113.2	18.7%	0.4%
媒体	1.0	53.8	0.27	0.29	1.3	31.2%	-2.1%
股利贵族	0.9	23.3	2.61	2.65	4.4	5.7%	1.5%
NASDAQ	1.0	49.2	0.7	1.08	2.5	43.6%	2.4%

数据来源：克而瑞证券研究院

波动预期：VIX 指数回归均值附近

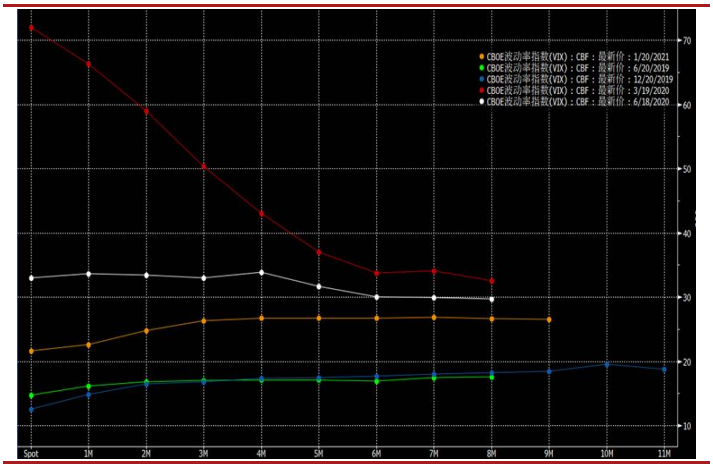
12 月末，VIX 指数行至 23.2，稳定在历史均值附近震荡。

图 20：VIX 指数在历史均值震荡



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 21：VIX 期限结构中位 contango



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

商品：OPEC+会议提升预期，YTM 与美元双击

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，收益率 71.9%，跟踪资产为德意志银行液态商品油超额回报，发行方为德意志银行，发行地为美国，收益分配方式为定期收益+月度短期国债回报；收益最低的 ETF 为德银农业双倍做多 ETN，跟踪资产为德意志银行最优农业超额回报，分配方式与发行方同 DB Crude Oil Long。

表 6：商品 ETF 收益表现

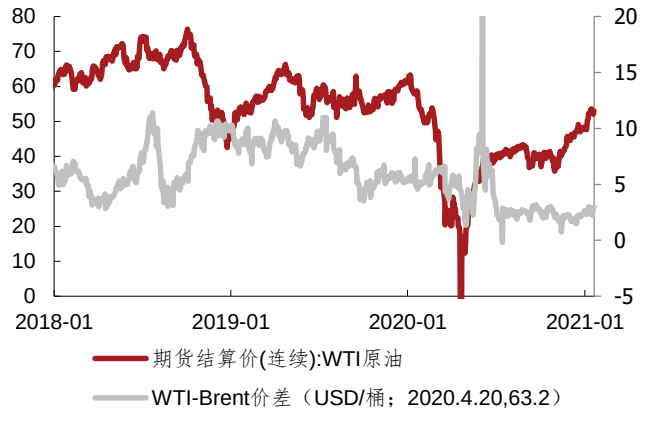
属性	ETF 名称	年初至今收益率	基金资产（百万 USD）
资产规模最大	SPDR 黄金信托	-3.8%	70069.9
年至今收益最高	DB Crude Oil Long Exchange Tra	71.9%	-
年至今收益最低	德银农业双倍做多 ETN	-37.2%	-

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

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

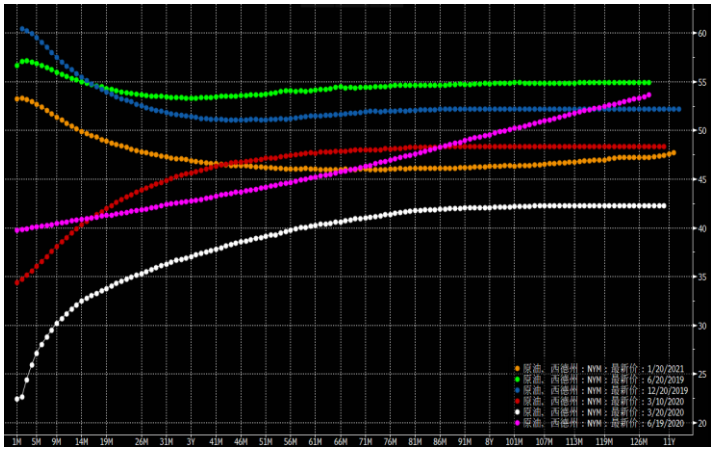
2020 年 12 月至 2021 年 1 月，原油价格迅速上行，WTI 与 Brent 原油价差稳定在 2.8USD/桶附近，当前原油价格的大幅波动来自于其期限结构的反复调整。1 月 19 日，IEA 下调全球原油需求预期，疫情的反复与多国的封锁是其重大考虑因素。期货方面，期限结构如预期回到常态 back 结构，近端与远端价格尚未触及 2019 年 55USD/桶的位置。

图 22：WTI 与 Brent 原油价差 6 月后平稳，近期略升



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 23：2019 年中至今的 WTI 原油期货期限结构

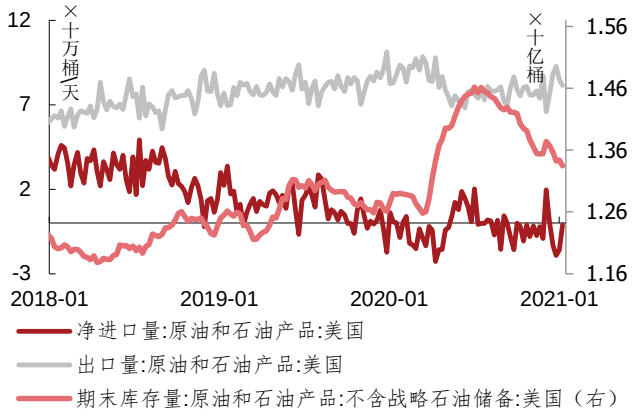


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

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，库欣库存高位稳定，炼油厂产能利用率未见明显提升、但墨西哥湾沿岸地区及中西部地区利用率已达 80%以上，大型油轮及管道库存见底，在需求端不会受到预期外的大幅冲击的假设下，若炼油厂产能恢复快于上游原油提取，库存不会迅

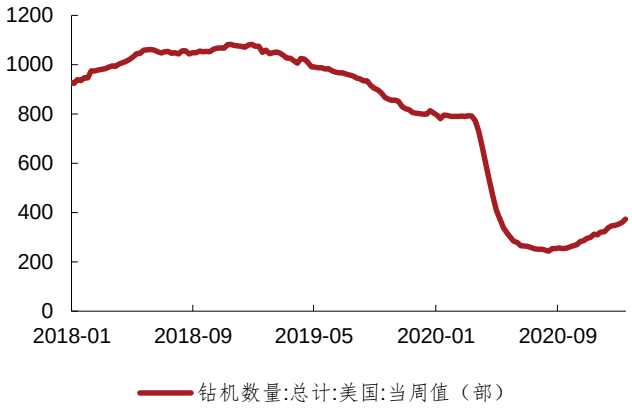
速恢复，原油在当前价格回摆的可能性将存在。

图 24：整体库存处于下行通道



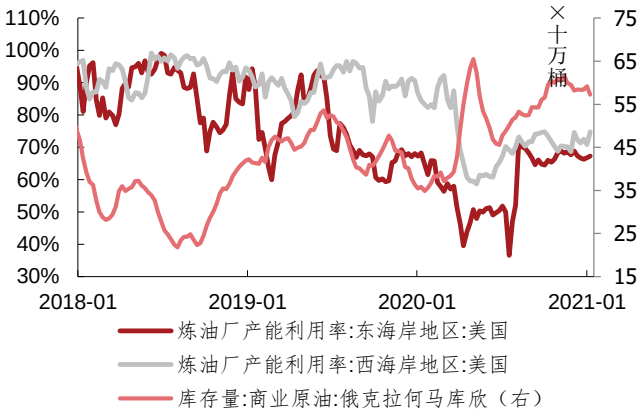
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 25：上游钻机数量持续回温



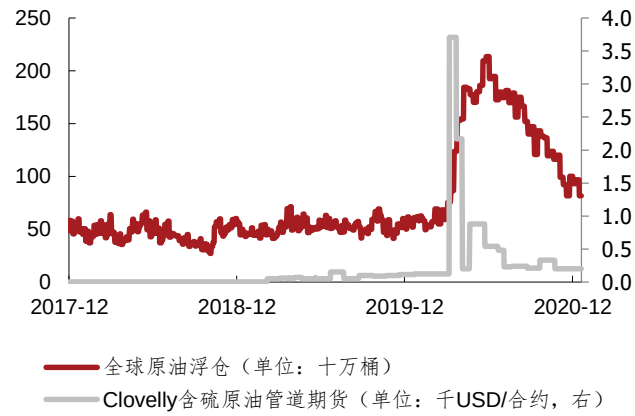
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 26：库欣库存与炼厂产能利用率见顶



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 27：浮仓与管道成本见底

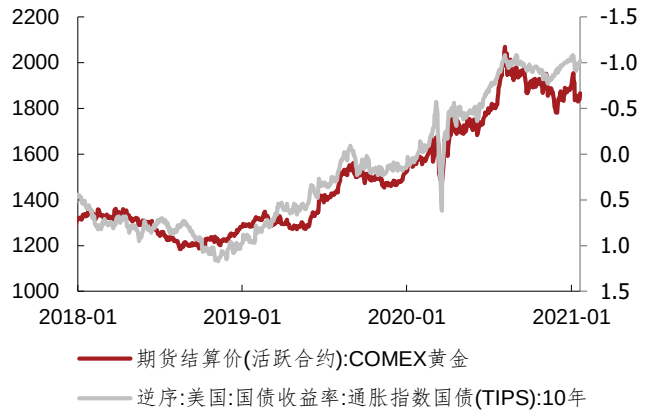


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

黄金：实际收益率与美元上行，金价大幅震荡，ETF 持仓下滑

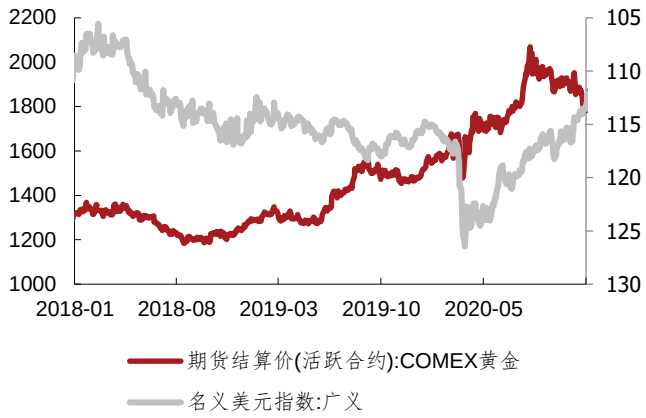
近期，美元长端收益率的快速走高带动长端实际收益率快速上行，对拜登经济政策的信心使美元指数修复，黄金受双重因素影响于 2021 年初快速下跌，但仍处于高位。

图 28：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

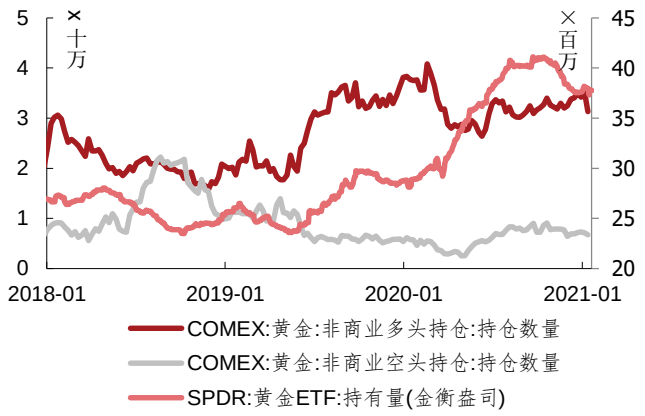
图 29：边际宽财政紧货币预期使美元上行



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

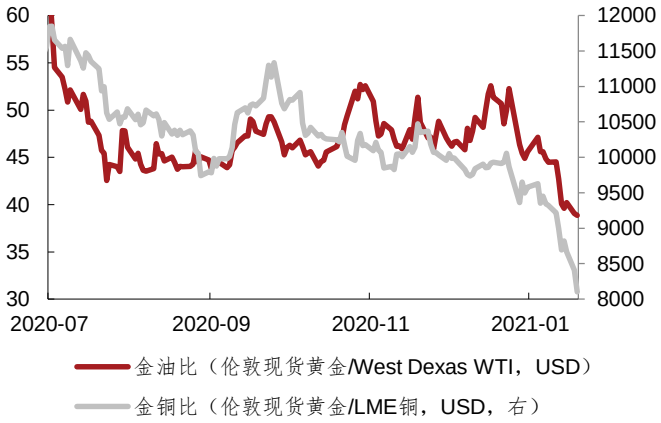
期货方面，投机空头尚未开仓，投机多头持仓微降，ETF 持仓量自 12 月初下行明显，金油比与金铜比因金价下行、工业产品价格快速上行而持续下行。**金价波动率相对收益率波动倍数快速上行，我们建议的波动率交易策略将收效明显。**

图 30：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 31：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。