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 1nvest 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

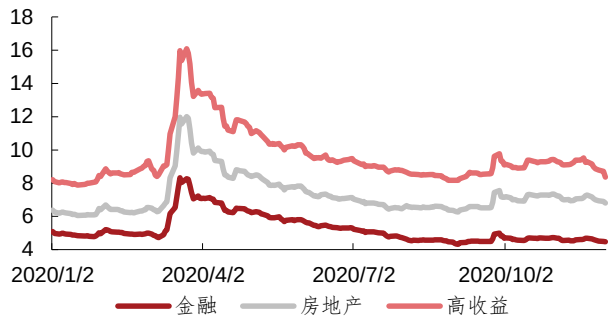
图 16：美股房地产与能源类企业股票的 r-g 与 D/E 较高，IT、半导体与金融行业总体分红率较低 9
图 17：美股标普上市企业中净债务压力整体偏大 10
图 18：VIX 指数回归至历史均值附近 10
图 19：2019.6 起的 VIX 期货期限结构中位 flat contango 10
图 20：美国炼厂与港口分布 12
图 21：WTI 与 Brent 原油价差 6 月后平稳，近期略升 12
图 22：2019 年中至今的 WTI 原油期货期限结构 12
图 23：全美原油和石油产品的整体库存自 8 月后下行 13
图 24：上游开采钻井数于 7 月底见底 13
图 25：库欣库存于 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？

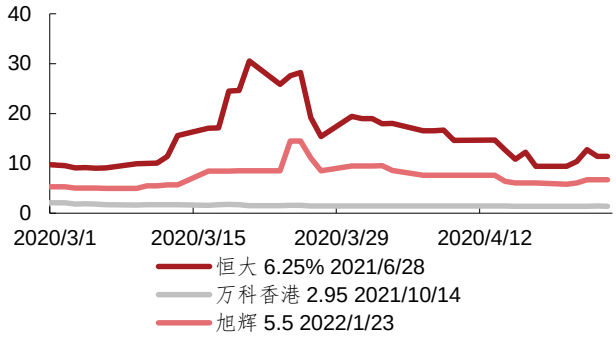
2020 年初美元流动性收紧导致的中资美元债收益率迅速上行，使这类资产受关注程度日益提升，境内投资机构对其研究力度亦持续加码。回顾今年各品类中资美元债 YTM 走势，可以看到品类整体的 YTM 走势具有一致性，经济、金融、政治环境的变化对资产收益率有显著的短期持续性影响，但该影响会在中期逐步消退；投资人眼中更安全的资产往往在危机期间表现出避险属性。

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

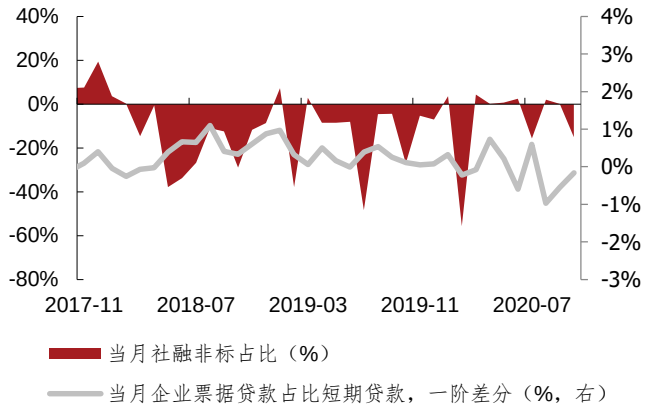
资产类别	SHARPE-1Y	SHARPE-3Y	SHARPE-5Y	下行波动率	SORTINO
亚洲区（除日本）高收益债	0.66	0.43	0.83	10.75	0.46
美国高收益公司债	0.49	0.50	0.86	13.69	0.36
亚洲投资级债	1.15	1.12	1.18	5.39	0.82
美国投资级公司债	0.68	0.86	-	12.17	0.49
标准普尔 500 指数	0.74	0.73	0.93	24.38	0.63
纳斯达克综合指数	1.61	1.12	1.20	23.19	1.47
标普 500 股利贵族	0.45	0.62	0.85	25.64	0.40
彭博全商品	-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

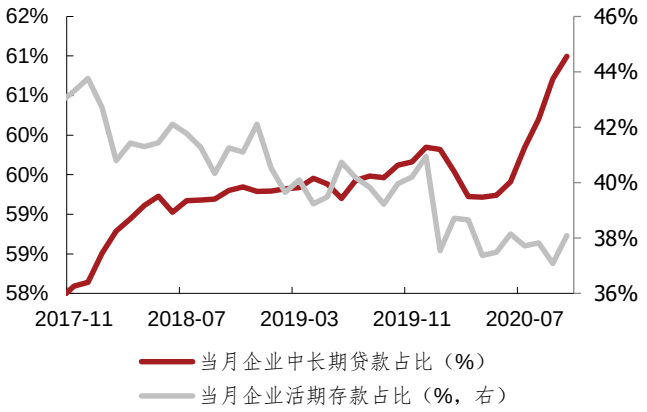
2020 年以来，机构对非标转标的诉求、监管对融资套利的打击与对制造业贷款的要求叠加，使年初抬头的票据融资迅速回落并转化为其他贷款，10 月票据融资占比短期贷款在 19.1%、一阶差分为-0.2%，当月非标占比社融的-15.1%、前值 0.1%，同时出口的强势刺激企业的融资需求由短期转为长期，企业生产力提升，M2-M1 剪刀差收缩至 1.4%、前值为 2.8%。11 月，统计局 PMI 提升至 52.1，其中生产分项达 54.7、新订单分项达 53.9、产成品库存分项降至 45.7，财新 PMI 亦达到 54.9。

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

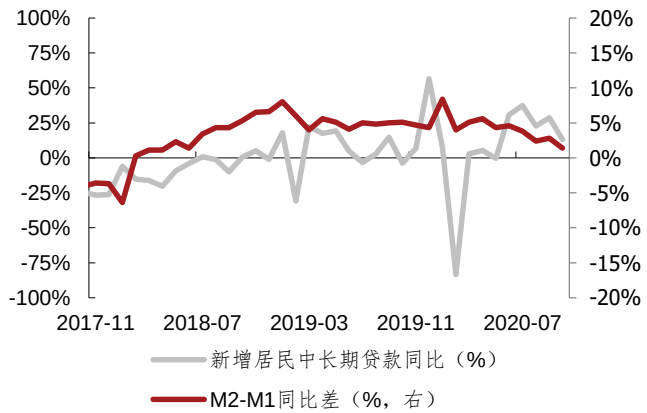


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

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。

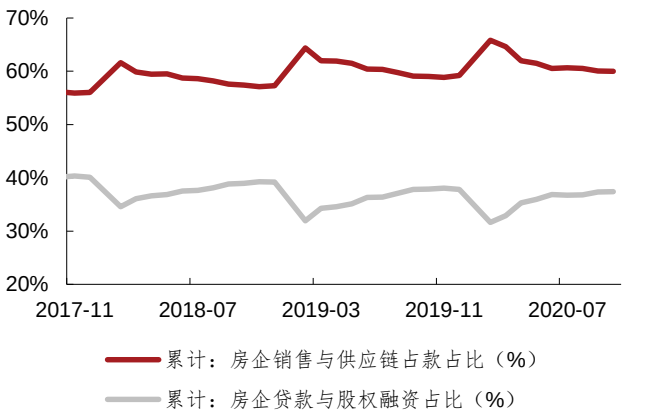
令房地产开发资金来源中的其他资金-定金及预收款/个人按揭贷款+各项应付款=销售回款与供应链占款，国内贷款+自筹资金=贷款与股权融资，则 10 月房企销售回款与供应链占款占比在 60.0%、贷款与股权融资占比在 37.4%。

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

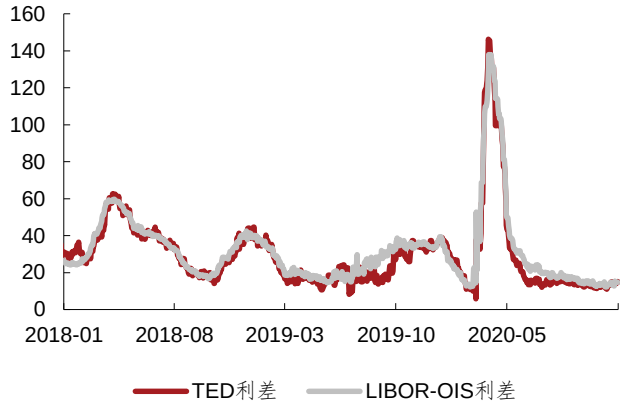


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

境外流动性：货币政策面临边界，经济增长预期较弱

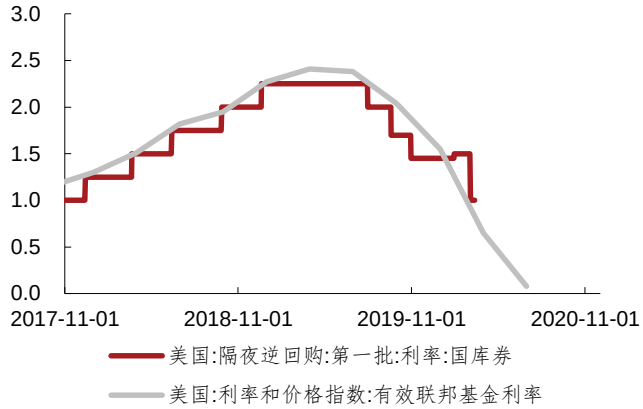
TED 利差（欧洲美元 3M 利率-3M 美国国债利率）与 LIBOR-OIS（USD,3M）利差自 3 月末跳升后回复至低位，2020 年 11 月 30 日两者分别为 15.2BP 和 14.9BP，此前曾达 145.5BP。此前两年，FED 积累的货币政策工具使用空间于 2019 年末起被逐步消磨殆尽，2020 年中的（2020 年 9 月公布）有效联邦基金利率行至 0.08%。

图 8：跨市场利差回稳



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

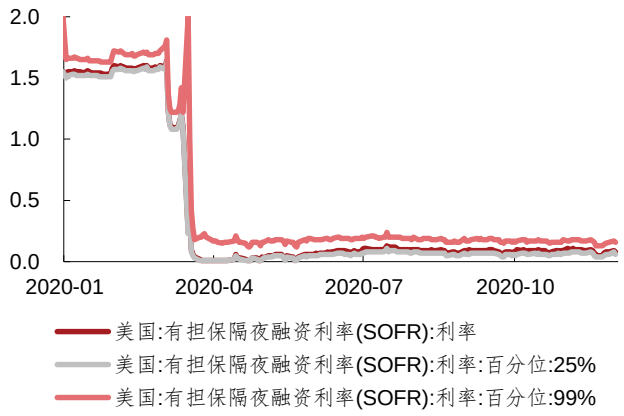
图 9：基础利率下行至零边界



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

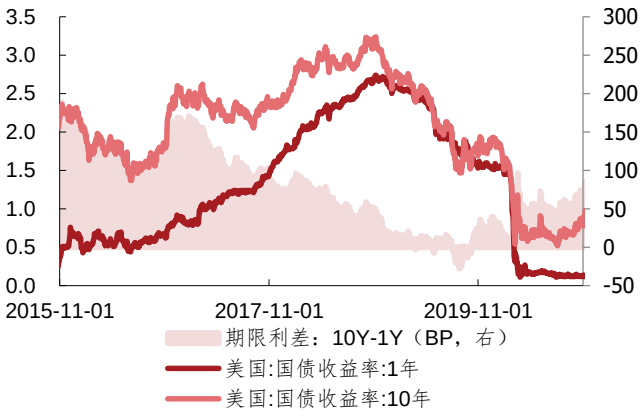
2 月末，象征全市场流动性的 SOFR（担保隔夜融资利率）迅速下行，于 3 月中因境外机构对美元的融资需求骤升而使 99 分位的 SOFR 利率快速上升，但随着联邦基金利率下行、美联储购买多类资产的政策实施，令该利率全线快速下行至零轴附近，于 11 月末，总体 SOFR 0.08%，99 分位 SOFR 0.16%。

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

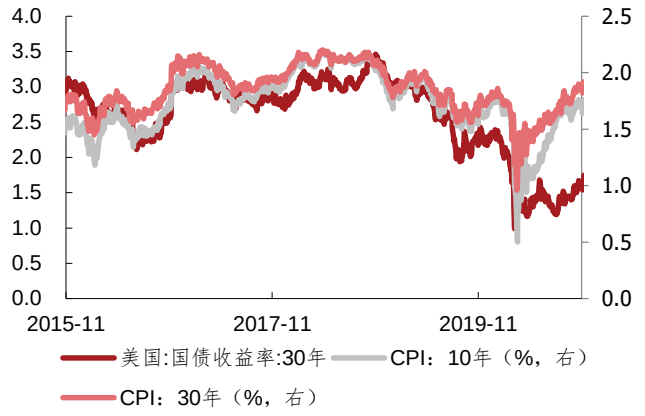


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

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

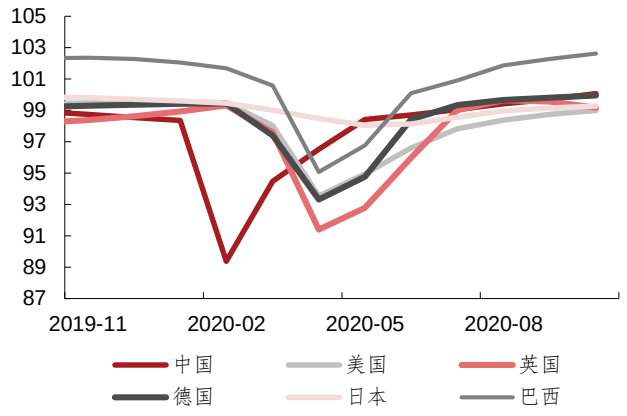
速走强，企业境外融资存在优势，美元资产中注册地在其他美国以外的发行人资产具备估值优势。

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

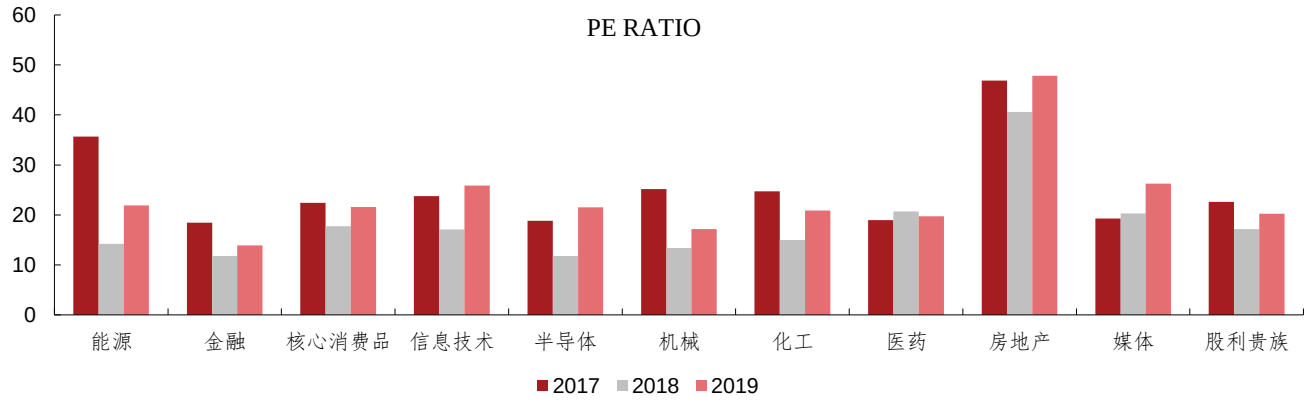
2020/11/27	BETA	PE	DIV	NET DEBT/FCF	CHG（Yearly）
能源	1.2	9.2	5.83	26.1	-36.5%
金融	1.1	18.4	2.18	-1.4	-7.8%
非核心消费品	1.0	46.7	0.74	3.0	29.8%
核心消费品	0.8	26.0	2.66	3.4	6.2%
信息技术	1.1	47.3	1.02	0.3	33.7%
半导体及其设备	1.2	41.4	1.47	1.0	35.9%
原材料	1.0	25.2	1.84	4.3	16.5%
机械行业	1.1	27.0	1.58	1.6	20.3%
化工	1.0	27.7	1.87	4.0	14.3%
医药行业	0.8	23.4	2.72	2.6	-0.4%
房地产	0.9	61.2	3.04	51.6	-5.3%
发达国家REIT	0.8	26.4	3.85	-25.1	-13.3%
公用事业	0.8	22.4	3.51	-21.0	-1.8%
交运	1.0	26.0	1.49	62.0	20.0%
媒体	1.0	54.5	0.29	1.3	27.3%
股利贵族	0.9	23.0	2.61	4.4	5.3%
NASDAQ	1.0	47.4	0.74	2.6	36.0%

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

历史估值：高分红支撑高估值，高增长对应高波动

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；此外，金融、媒体与高股利板块的估值亦较低，而能源与房地产的估值相对较高。

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

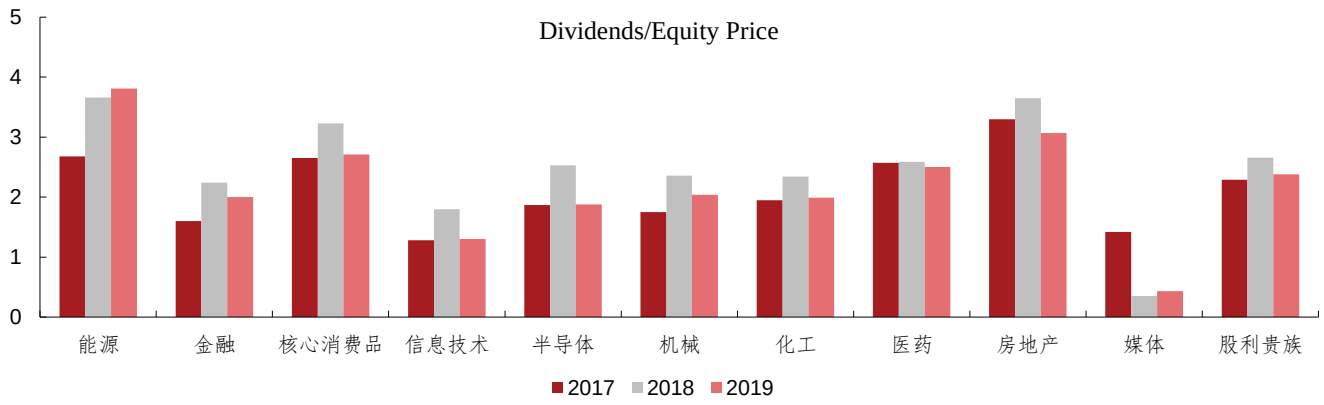


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

DDM 模型中，PE 由当期分红率（D/E）、预期分红增长率（g）、加权平均资本成本（r，WACC）三因素影响，其中 PE 与 D/E 正相关，与 r-g 负相关；股票投资者考虑当期分红可获得的收益，则 D/P 与 g 负相关，与 r-g 正相关；PE 与 D/P 相乘可得 D/E。

可以看到，高 PE 板块中，房地产与能源类企业股票的 r-g 与 D/E 较高，其高估值由高分红支撑（尽管能源类产业存在利润为负的情形）；媒体类企业的 r-g 与 D/E 均不高，由于其 BETA 不低，故其增长率预期最高；IT、半导体、机械与金融行业总体分红率较低，且被给予了较高的增长预期，相应的，这些板块的 BETA 也更高。

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

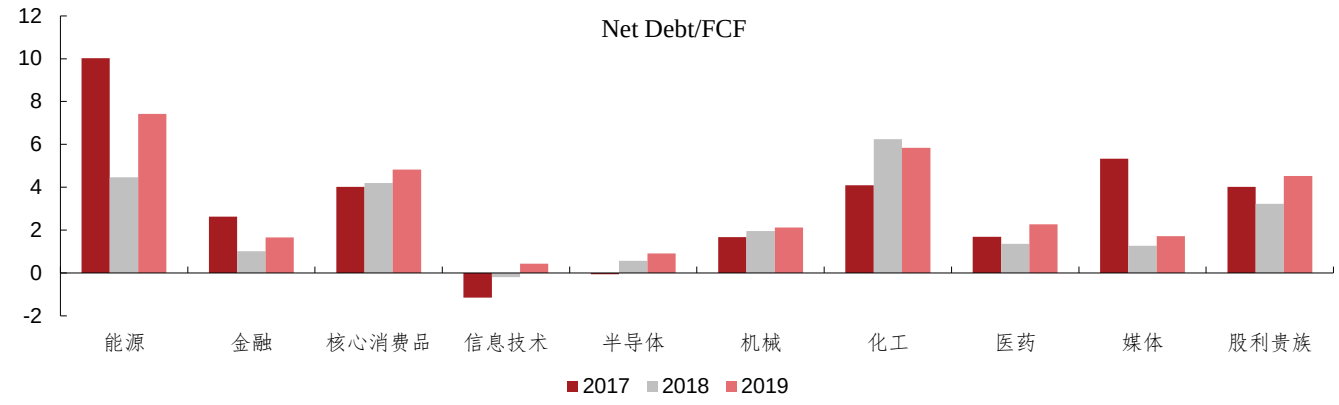


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

考虑美国低利率环境形成的高负债以及因此形成的回购动机对企业产生的现金流压力，可以看到，2019 年末，仅 IT 与半导体的 Net Debt/FCF 在 1.0 以下，其余

行业该值均在 1.0 以上、最低的两个行业为金融和媒体，该值均为 1.7，最高的则为能源行业、达 7.4。由于地产企业根据项目确认收入和现金流，故该值在近三年普遍偏高，2018 年在 49.3、2019 年在-161.4。

图 17：美股标普上市企业中净债务压力整体偏大

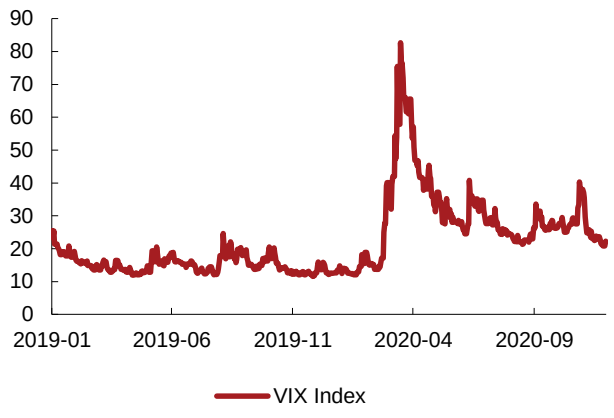


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

波动预期：VIX 指数回归均值附近

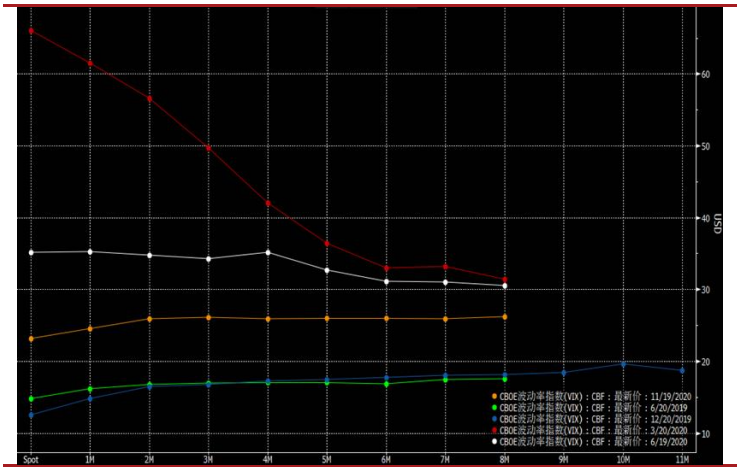
11 月末，VIX 指数行至 22.3，接近历史均值附近，此前于 3 月中、6 月末、9 月初与 11 月初存在较大幅度波动。受 VIX 指数计算规则影响，VIX 指数期货的期限结构大部分时间为 flat contango，近一年内，仅 2020 年 3 月与 6 月为 backward。

图 18：VIX 指数回归至历史均值附近



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 19：2019.6 起的 VIX 期货期限结构中位 flat contango



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

商品：原油期限结构回摆，黄金价值有待利率确认

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，ETF 所跟踪的指数共 514 个，其中积极管理型 ETF 共 19 个，单一资产型 ETF 共 404 个、资产规模 2390.4 亿美元，占比所有商品 ETF 资产的 92.1%。

表 2：商品 ETF 及其分类的个数、规模

属性	个数/规模（百万 USD）/占比
商品 ETF 个数	889
跟踪指数个数	514
单一资产 ETF 个数	404
单一资产 ETF 规模	239340.3
单一资产 ETF 规模占比	92.1%

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

2020 年初至 2020 年 11 月 30 日，收益最高的 ETF 为 1nvest Rhodium ETF，收益率 182.1%，跟踪资产为以南非镑计价的铑，发行方为 Standard Bank，11 月 30 日的资产规模 10.6 亿南非镑（合 0.69 亿美元）；收益最低的 ETF 为 BetaPro 原油杠杆每日看多，跟踪资产为 NYMEX 轻质低硫原油期货，发行方为 Horizons 基金管理公司，11 月 30 日的资产规模为 0.78 亿加拿大元（合 0.59 亿美元）。

表 3：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	14.3%	67681.2
年至今收益最高	1nvest Rhodium ETF	173.4%	69.0
年至今收益最低	BetaPro 原油杠杆每日看多 ETF	-98.8%	59.1

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

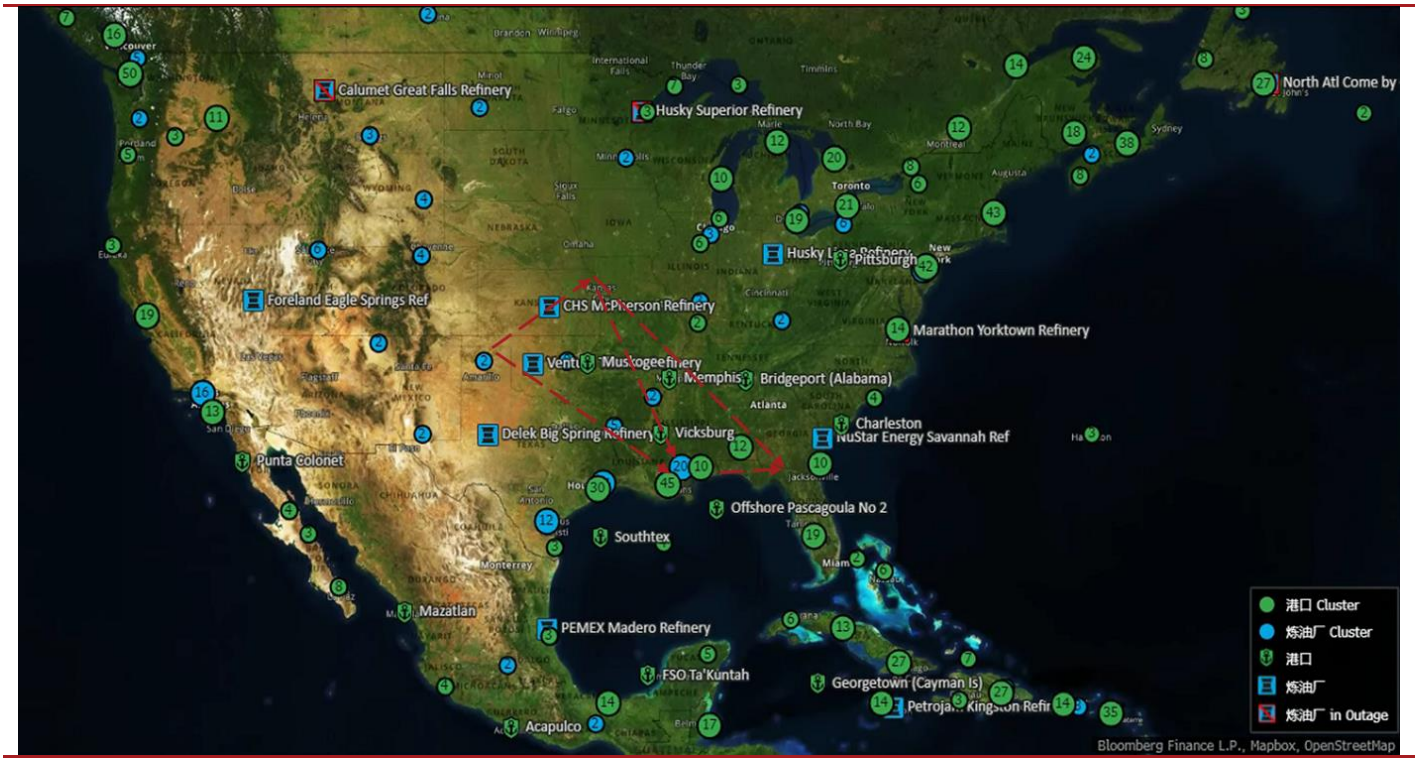
原油：短期库存修复、产量回暖、需求低位、近月抬升，待年初会议确认

2014 年后，美国页岩油单桶生产成本的下降与运输管道的顺利排布，使美国成为世界前三大产油国之一，其石油产品供给的变化对全球油价形成显著影响。美国主要产油区在西德克萨斯（Permain 盆地），通过中部的仓储节点库欣转运至墨西哥湾的炼厂聚集地，因此，从西部转运至湾区炼油厂的原油价格=西部本地生产成本+运输成本+节点仓储成本；而墨西哥湾附近亦有 Mars、Thunder Horse、路易斯安纳中质原油等品种生产。

2020 年 3 月，疫情在全球的传播使美国原油出口量见顶，全美范围内原油库存上升。4 月初，沙特与俄罗斯协商减产失败，双方加大对欧洲的供给，沙特则以墨西哥湾的 MARS 原油价格为定价基准，使湾区沿岸港口接收的原油价格大幅低于库欣价格，挤压西部生产商的生存空间。彼时，倒挂的成本与价格于 3 月底将库存倒逼至库欣，迫使生产端钻机数量速度下行，路易斯安那管道仓储费用飙升，WTI 原

油期货、东休斯顿酸性原油价受制于需求锐减与运营成本迅速上升，价格一度下行至零下。

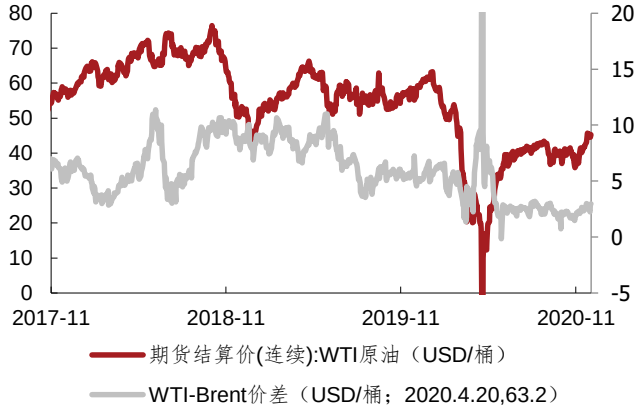
图 20：美国炼厂与港口分布



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

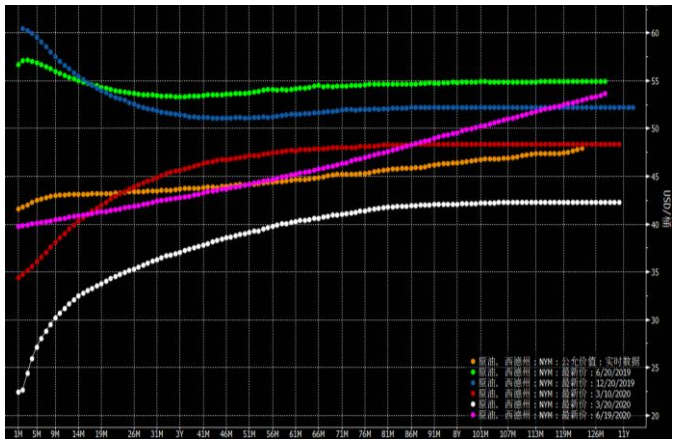
WTI 与 Brent 原油的价差亦于 4 月中下旬达到顶峰，而后迅速回落至 2 元/桶附近。WTI 原油期货期限结构自 2019 年的 backwardation 的转至 2020 年 3 月低位的 super contango，产能迅速下滑，后经历年中远期需求回暖、供应恢复形成的中位 super contango 后，回到 11 月低的 flat contango 结构，减小的套利利润将使现货交易上升、原有的近端交易移至远端，回归到与 back 结构的循环。

图 21：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 22：2019 年中至今的 WTI 原油期货期限结构

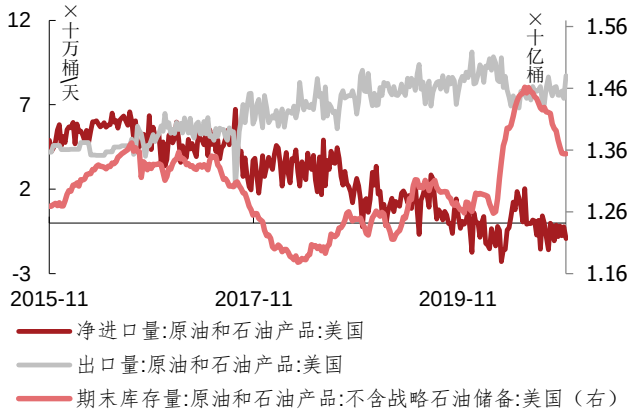


数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

当前，全美原油和石油产品的出口于 6 月初见底平稳，整体库存自 8 月后迅速下

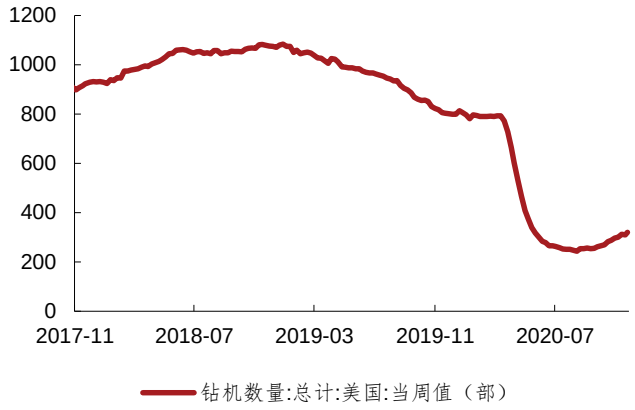
行，其中炼厂产能利用率于 6 月中见底回升、尚未达到通常水平，上游开采钻井数于 7 月底见底，贸易环节的库欣库存于 6 月末触底上行，海岸仓储成本自 4 月中逐步回落，海上浮仓逐步减少，短期内贸易环节压力仍存，需关注境外需求回暖、炼厂利用率是否保持上行、钻机数量是否稳定等因素。当前，原油适合美元投资者进行底部月差投机交易。

图 23：全美原油和石油产品的整体库存自 8 月后下行



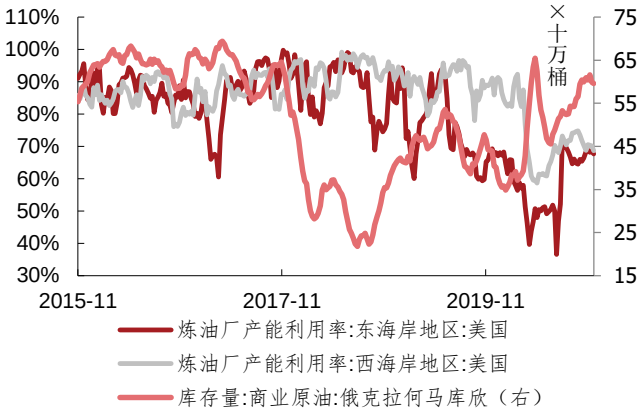
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 24：上游开采钻井数于 7 月底见底



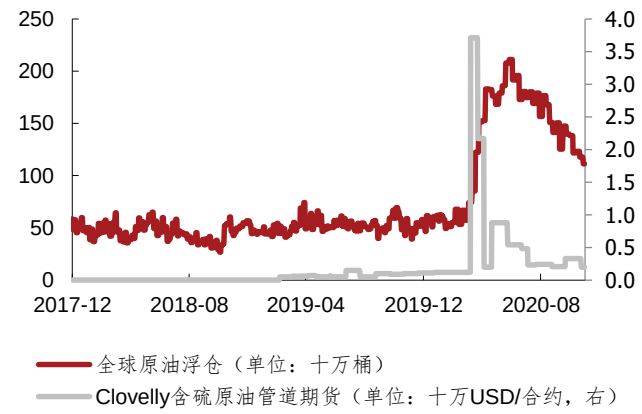
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 25：库欣库存于 6 月末触底上行



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 26：海岸仓储成本逐步回落，海上浮仓逐步减少

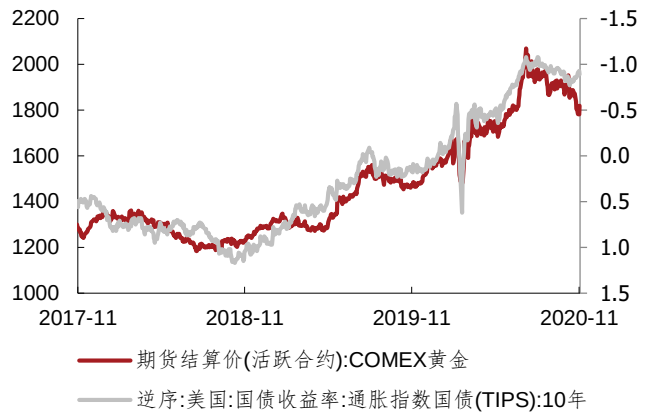


数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

黄金：ETF 持仓拥挤加剧波动率，实际 YTM 短端触底同金价震荡

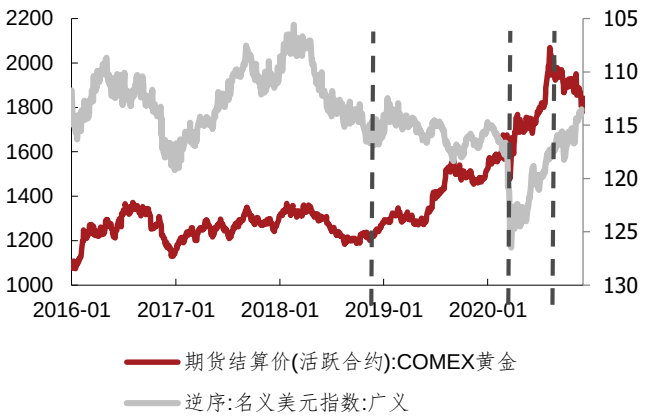
黄金作为美元计价的贵金属与避险商品，其价格走势与美国国债收益率与通货膨胀息息相关。实际上，黄金价格近三年基本跟随美国国债实际收益率的走势，只是波动率倍数会有所变化。相较美元指数，黄金价格于 2018Q3 前基本与美元指数走势相反；自 2019 年起全美经济增速下行，美联储暂停加息、市场利率迅速下降后，黄金的配置价值凸显，与美元指数呈相反走势；疫情爆发后，黄金作为避险资产的价格迅速上涨，受美国实际利率下行与美元指数下跌的双重影响。

图 27：黄金期货价格基本与美债实际收益率逆序同步



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

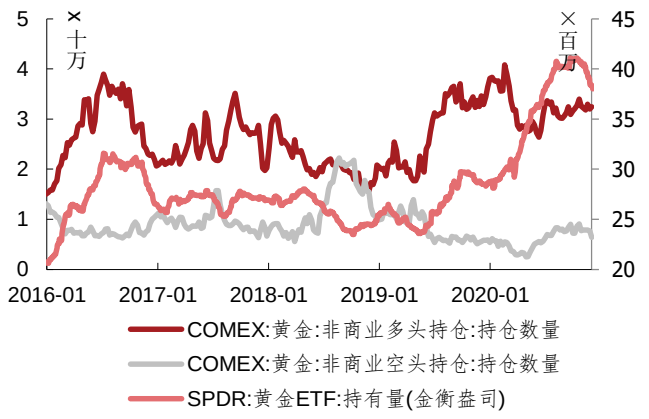
图 28：美联储暂停加息后，美元与黄金同向变动



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

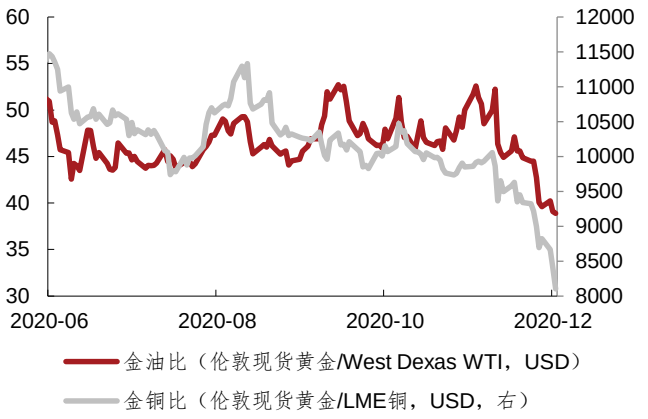
2020 年 3 月后，黄金期货的投机头寸数量下降，投机净多头头寸较稳定。仅考虑 wind 上可以拉取持仓量的黄金 ETF，设全球黄金 ETF 总持仓量=1.7×SPDR 黄金 ETF 持仓量，则全球黄金 ETF 总持仓量=2.5 倍的期货投机净多头头寸。ETF 的被动投资特性将放大其基础资产的波动率，因此，在假设美国财政政策加码、货币政策适度的情形下，短期黄金价格将维稳，长期仍处于观望状态。此时，对波动率的交易将更为保险。

图 29：黄金 ETF 持仓拥挤



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 30：黄金价格比中期回落



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

中资美元债：规模占比提升，持有与套利收益可观

中资美元债作为 2020 年大火的投资品种，其市场存量仍在不断上升。截至 2020 年 11 月 27 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 4.3%，其中中资地产美元债占比中资美元债的 24.8%。随着海外发行主体的增多与单主体发行历史的拉长，单票金额上升、融资成本下降。

表 4：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	64	36	126	5
中资全部	399	234	67	137	8
全部美元	13371	9040	2559	1521	590

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

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）

各评级债券存量	A	BBB	BB	B	C
中资地产	113.0	325.1	152.3	658.0	11.5
中资全部	2631.4	1334.3	415.9	685.5	20.0
全部美元	47300.0	41700.0	18500.0	8207.6	3434.6

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

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

中资美元债总体存量由 A 到 BB 依次递减，而中资地产美元债存量则集中在 BBB 与 B 评级。计算当期利差与近一年、近两年各评级的平均利差，可以看到，中资地产美元债相对中资美元债总体，A 评级当期利差为 4.3BP，BBB 与 BB 评级利差均>0，B 级利差<0，也就是说，地产债的三档评级间利差小于中资美元债总体，总体收益率较均衡。

表 6：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	4.3	19.1	18.6	-54.1	-1165.5
1 年平均	-1.2	17.4	39.0	-47.4	-627.7
2 年平均	-11.4	15.1	53.6	-21.4	-204.8

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

中资地产美元债当期除 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。高存量的 BBB 档浮息债亦适合与美国国债期货对冲配置。

表 7：中资地产美元债相较美元债总体的各评级利差

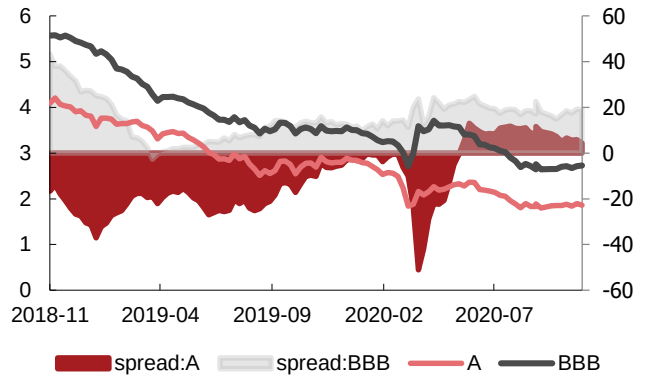
中资地产-全部美元	A	BBB	BB	B	C
当期	70.8	55.3	-98.2	202.4	517.0
1 年平均	48.3	33.6	17.9	197.1	953.0
2 年平均	30.1	43.2	124.6	232.6	727.6

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

近两年，投资级中资地产美元债收益率下行；相较中资美元债总体，中资地产美元

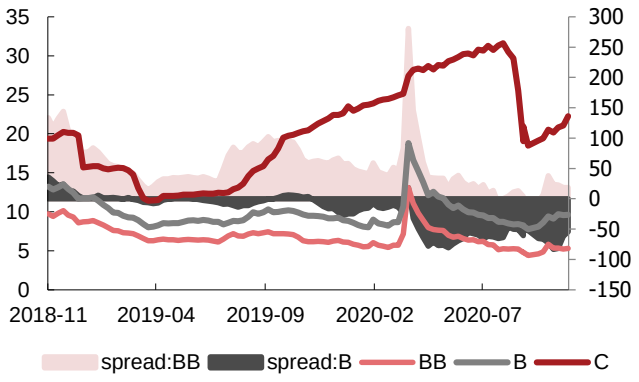
债利差于 2019 年中至 2020 年初处于上行通道，2020 年中后利差回落。投机级美元债中，BB 档与 B 档的收益率于 4 月上升后回落，其中 B 档的利差呈现年中后持续维持底部的情形。

图 31：投资级收益率（左轴）下行，利差回升



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

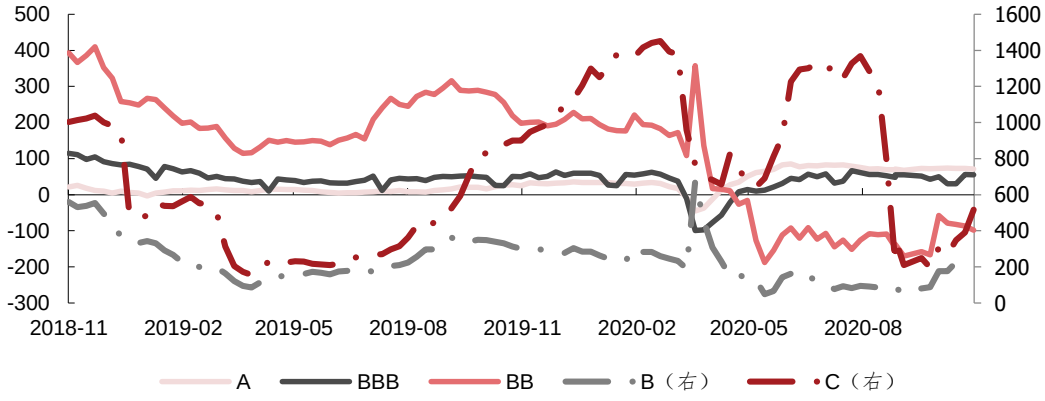
图 32：除 C 档，投机级收益率于 4 月上行后回落



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

近两年，中资地产美元债相较美元公司债总体的利差中，BBB 档于今年 3 月短暂下行后回升至均值，BB 档利差自今年 3 月下行后在底部震荡，B 档利差走势同 BB 档相近，C 档于年中上行后回落。

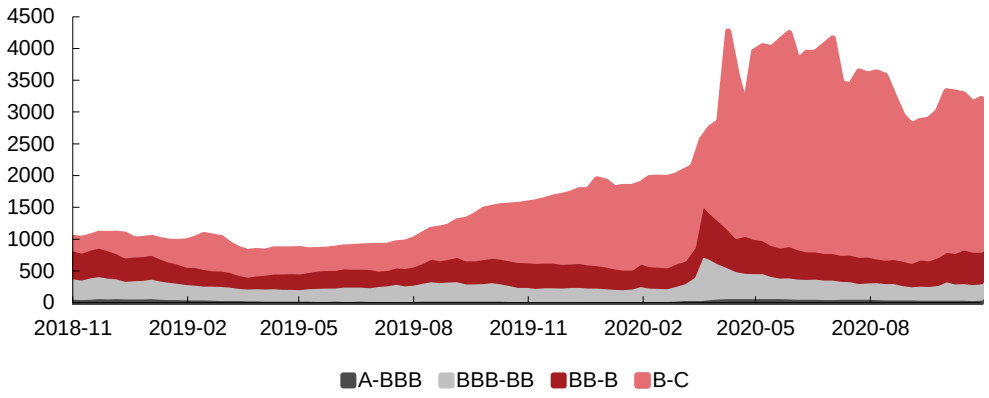
图 33：BBB 档利差下行后回升至均值，BB 档、B 档利差下行后底部震荡



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

近两年，除 C 档外，中资地产美元债的评级间利差基本维持稳定。

图 34：除 C 档外，其他评级间利差年内保持稳定



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

资产安全边际：融资的持续性与成本的下行

除二级市场收益率外，考虑企业在一级市场的融资成本与安全边际。多主体的融资历史表明，在境外积累的融资经验将转化为主体的融资成本优势，其中表现最明显的即碧桂园，10 年间融资成本下降 787.5BP。因此，投资人对于新融资主体的早期投资，将为其带来更高的收益。

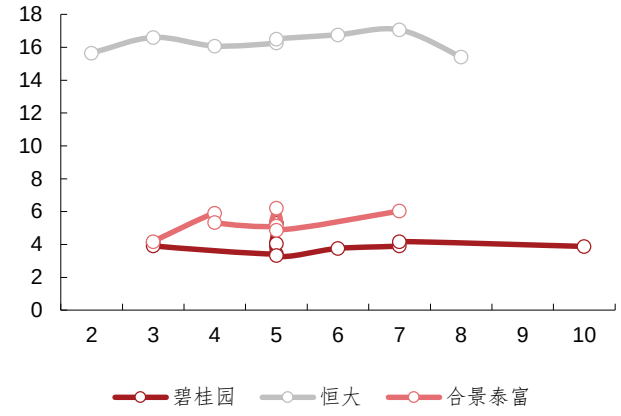
表 8：美元融资主体的票息下行趋势

发行人名称	最近发行日期	最近票息（%）	最早发行日	最早票息（%）	单主体下行（BP）
碧桂园	2020/10/22	3.875	2009/9/10	11.75	787.5
宝龙地产	2020/10/30	5.95	2010/9/16	13.75	780
中国奥园	2020/9/24	6.2	2012/11/23	13.875	767.5
绿地香港	2019/7/17	6	2011/4/8	13.5	750
合景泰富集团	2020/8/10	5.95	2012/3/22	13.25	730
ESR 开曼有限公司	2020/9/30	1.5	2017/6/7	8.25	675
时代中国控股	2020/9/22	6.2	2014/3/21	12.625	642.5
旭辉控股集团	2020/7/20	5.95	2013/4/15	12.25	630
龙光集团	2020/10/19	5.25	2014/6/4	11.25	600
融创中国	2020/8/3	6.65	2012/10/16	12.5	585
龙湖集团	2020/1/13	3.85	2011/4/7	9.5	565
绿城中国	2020/10/29	4.7	2006/1/10	10	530
力高集团	2020/8/20	8.5	2014/8/1	13.75	525
正荣地产	2020/9/11	7.35	2018/10/2	12.5	515
花样年控股	2020/10/19	9.875	2018/12/18	15	512.5
建业地产	2020/8/13	7.25	2010/10/20	12.25	500
融信中国	2020/8/5	6.75	2019/1/3	11.5	475
阳光城嘉世国际有限公司	2020/7/15	7.5	2019/1/2	12	450
合生创展集团	2019/6/27	7.5	2011/1/21	11.75	425
雅居乐集团	2020/10/13	6.05	2013/1/18	10.215	416.5

数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

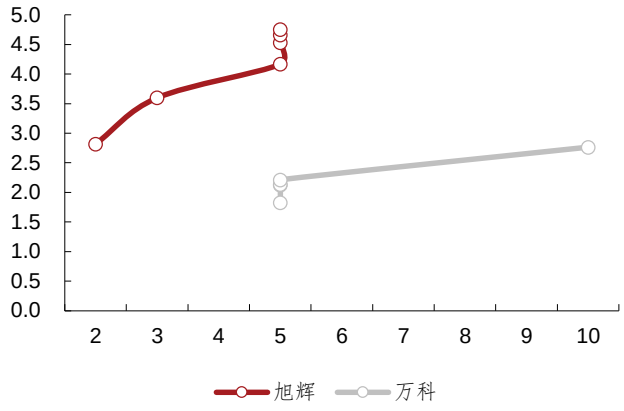
由于企业对融资窗口的把握能力、融资期限的长度需要等不尽相同，加之上述的长融资历史主体将获得期限上升、利率下降、单票金额上升的优势，不同企业呈现出不同的融资收益率期限结构。一级市场，旭辉与万科呈现明显向上的期限结构。

图 35：融资收益率期限结构较平的公司



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

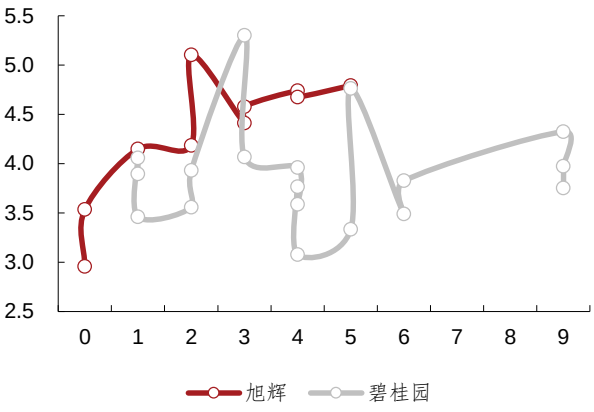
图 36：融资收益率期限结构稳定向上的公司



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

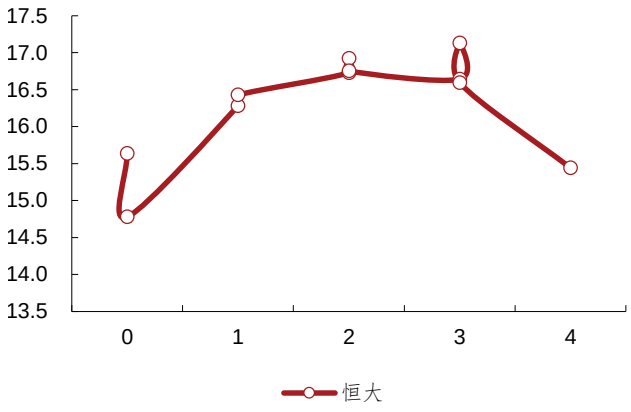
二级市场，以到期时间-当期时间为期限计算收益率，可以作对投资资金久期有要求的投资人的收益率期限结构图。可以看到，对旭辉、碧桂园等高评级企业来说，优选 2-3 年内最高收益率的个券将为投资人带来较高收益；对于恒大等高收益个券发行企业来说，1-2 年的个券久期将更受投资人偏爱。

图 37：当前，高评级企业适合 2-3 年投资久期



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

图 38：当前，高收益个券适合 1-2 年投资久期



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券研究院

融资成本的引申思考：同融资主体不同 SPV 的息差套利

为拓宽美元融资渠道、更好的调节自身资产负债表，各房企也会选择旗下不同的融资主体发债融资，不同的主体间可能存在票息差，可供投资者进行投资套利。该套利不考虑公司控制权、债券发行条款的不同。

梳理各房企下融资主体最新个券的发行时间及票息，比较上述个券的发行日期间隔在 1 年的票息差，可以看到，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。

表 9：最新个券发行时间间隔在一年内的融资主体票息差

所属母公司	最高主体	发行主体	发行日期	最低主体	发行主体	发行日期	票息差
新湖中宝	11	新湖(BVI) 2018 控股有限公司	2020/3/27	4.3	Xinhu Oversea 2017 Investment Co Ltd	2020/4/27	670
北京建设	9	速城有限公司	2018/8/16	4.375	Keen Idea 环球有限公司	2018/8/16	462.5
阳光城	12	阳光开曼投资有限公司	2020/9/15	7.5	阳光城嘉世国际有限公司	2020/7/15	450
中国金茂	7.125	方兴光耀有限公司	2019/12/6	3	中化离岸资本有限公司	2020/10/29	412.5
合生创展集团	7.5	合生创展集团	2019/6/27	6	Hopson Capital International Group Co Ltd	2020/2/19	150
合生创展集团	7.5	合生创展集团	2019/6/27	6	Hopson Capital International Group Co Ltd	2020/2/19	150
新城发展	6.8	新城环球有限公司	2020/2/5	6	新城发展	2020/8/12	80
新城发展	6.8	新城环球有限公司	2020/2/5	6	新城发展	2020/8/12	80
五矿地产	7	Excel 资本全球有限公司	2018/5/17	6.4	拓利有限公司	2018/9/18	60
弘阳地产	9.875	Hong Seng Ltd	2020/2/27	9.7	弘阳地产	2020/1/16	17.5

数据来源：Bloomberg，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。