

2019年度债券策略报告

宏观经济 —— 经济下行压力显著

- 由于2018上半年GDP及固定资产投资的高基数效应，2019年上半年相关经济数据承压。预计房地产销售向投资下滑的传导还将持续，上半年地产投资难言改观。而贸易战的实质影响在2018年尚未显现，2019年出口或有压力。经济下行、实体去杠杆和贸易摩擦影响下，失业可能成为一个严峻问题，又加剧了消费下行压力。综合投资、出口、消费三方面因素，预计2019年GDP实际增速6.3—6.4%，名义GDP增速8.5%。
- 2019年，减税和改革，是市场最强烈的呼声。2018下半年政策频出，但仍需标本兼治。政策更需要着眼长远，涉及本质，才能改变市场信心，形成正反馈。

政策方向 —— 结构性放松为主

- 预计2019年货币政策放松主要依靠降准以及降低公开市场操作利率，并引导资金流向实体。但目前资金成本已经在历史低位，而美国加息也一定程度上限制了宽松的空间。
- 2019年财政政策或将适度发力，但在财政收入增长乏力的背景下，减税可能构成对财政支出的约束，因此对财政发力期待不宜过高。

债券投资 —— 波动中寻找机会

- 2019年基本面对债市仍有支撑，但在2018年涨幅较大的基础上，利率债继续大幅上涨的空间已经被透支较多。在无风险利率过快下行以后，2019年利率债的波动会整体加大，未来要注重流动性的管理以及风险的防范。
- 信用债方面，预计优质信用债会有超额收益，信用利差有压缩的空间。城投债整体上安全性更高，但在规范地方隐性债务背景下，分化程度将会加重。
- 我们将进一步加深风险与收益的细化研究，在防风险的底线上寻找高性价比的个券或行业。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

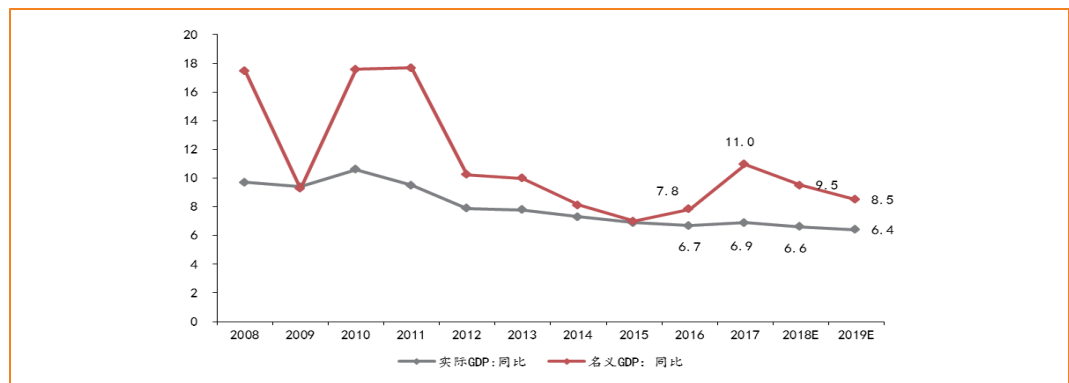
本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、宏观经济——经济下行压力显著，期待改革制度红利

(一) 2019上半年经济下行压力较大

由于2018上半年GDP和固定资产投资基数较高，将影响2019年上半年经济数据表现。预计房地产销售向投资下滑的传导还将持续，上半年地产投资难言改观。而贸易战的实质影响在2018年未现，一是美国经济强劲，二是有一定抢出口的效应，2019年出口压力或将显现。经济下行、实体去杠杆和贸易摩擦影响下，失业可能成为一个严峻问题，又加剧了消费下行压力。综合投资、出口、消费三方面因素，预计2019年GDP实际增速6.3–6.4%，名义GDP增速8.5%。

预计2019年名义和实际GDP都将回落

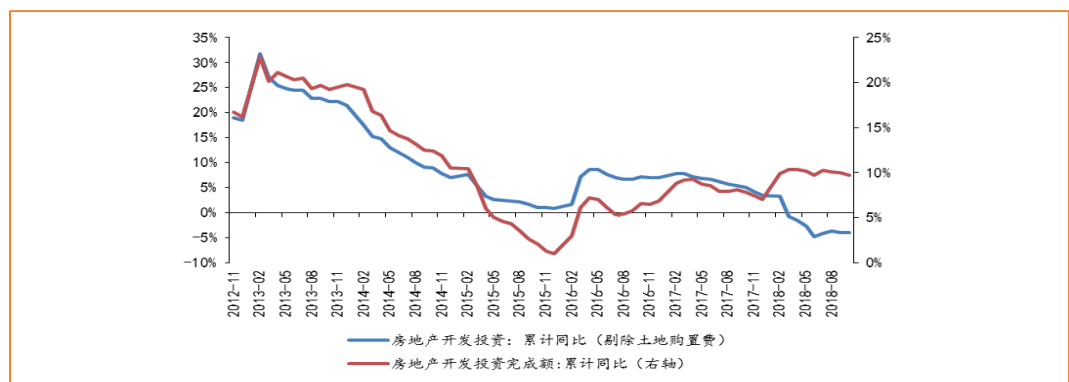


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2008年至2019年（含预测值）

(二) 地产：2018年主要靠土地出让收入，2019年房住不炒和因城施策并重

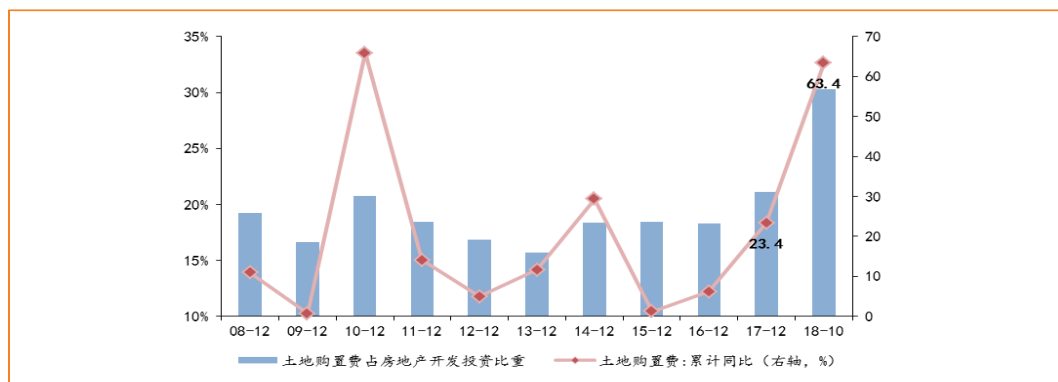
2018年地产投资超预期，主要是土地购置费大幅增长和赶工回笼资金。扣除土地购置费后，地产投资同比下降。

扣除土地购置费，2018年地产投资负增长



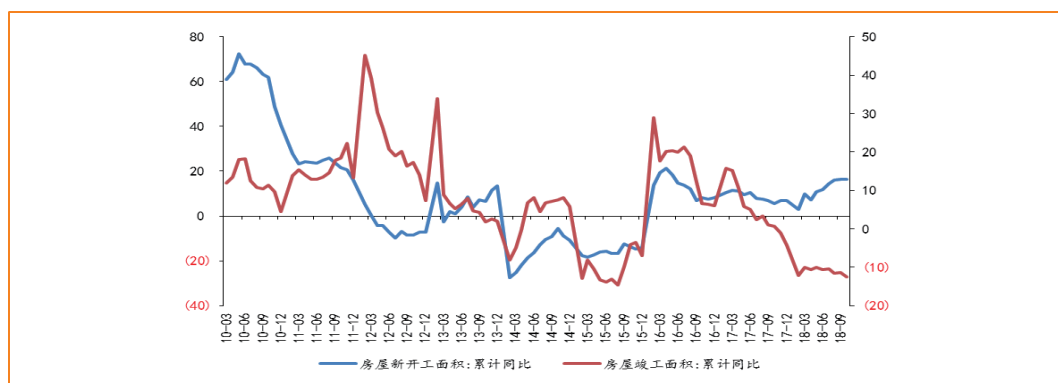
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2012年11月至2018年12月

2018年土地购置费同比增长60%以上



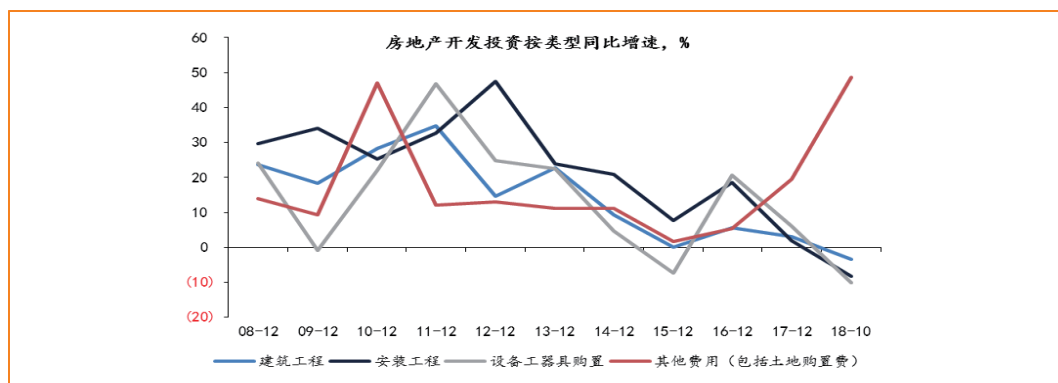
数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2008年12月至2018年10月;

2018年新开工与竣工面积明显背离



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2010年3月至2018年10月;

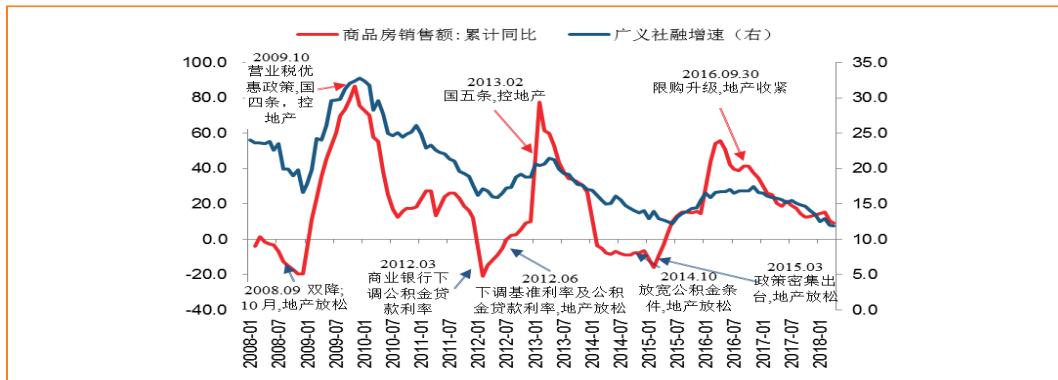
2018年建安工程投资负增长



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2008年12月至2018年10月;

十九大定调房住不炒, 将成为未来长期的主基调, 预计难以看到全面的地产放松政策。因城施策是必然趋势, 体现了在货币政策、地产政策总量控制的前提下, 财政压力, 人口结构, 地方收入来源在城市之间的分化。从财政的视角看, 三四线城市限价、限贷等放松空间很大, 但棚改潮过后, 限购松绑也难弥补需求不足的问题。除非出现超预期因素, 一二线城市出现较大的松动概率较低, 比如取消限购。否则在当前低库存背景下, 可能出现房价大幅上涨。

房地产调控与金融周期



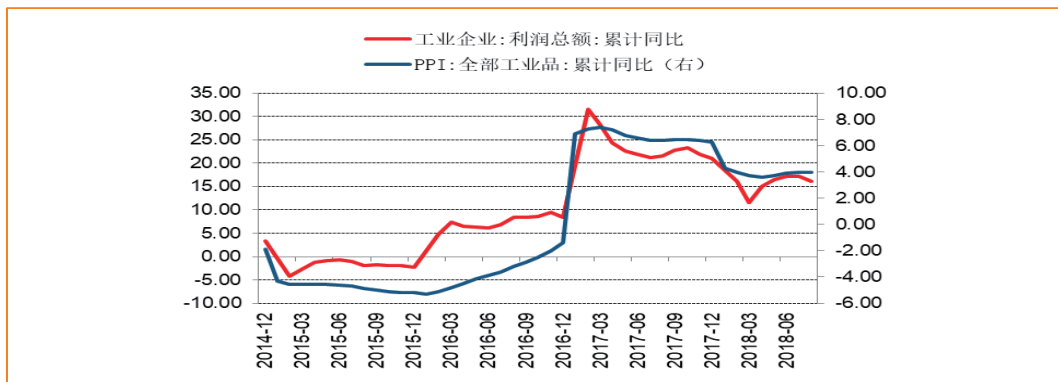
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2008年1月至2018年10月；

(三) 企业利润回落：既影响制造业投资，又影响消费

2018年制造业投资表现强劲，源于2016–2017年利润回升和产能利用率上升。而工业企业利润与PPI高度相关，2019年大概率回落；产能利用率2016年以来的回升趋势结束，已见顶回落。制造业投资已处于短期高位，峰值或将临近，预计2019年制造业投资持续回升空间有限。

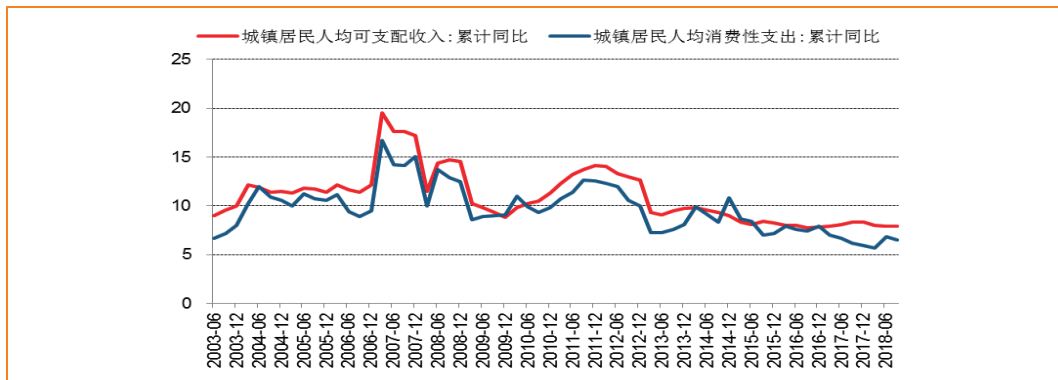
2018年消费领先于投资下行，值得关注。同时，企业利润回落引起居民收入回落，也对消费形成制约。但居民减个税对消费有拉动作用，有望形成一定支撑。

PPI与工业企业利润增速比较



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2014年12月至2018年11月；

居民可支配收入与消费支出增速比较



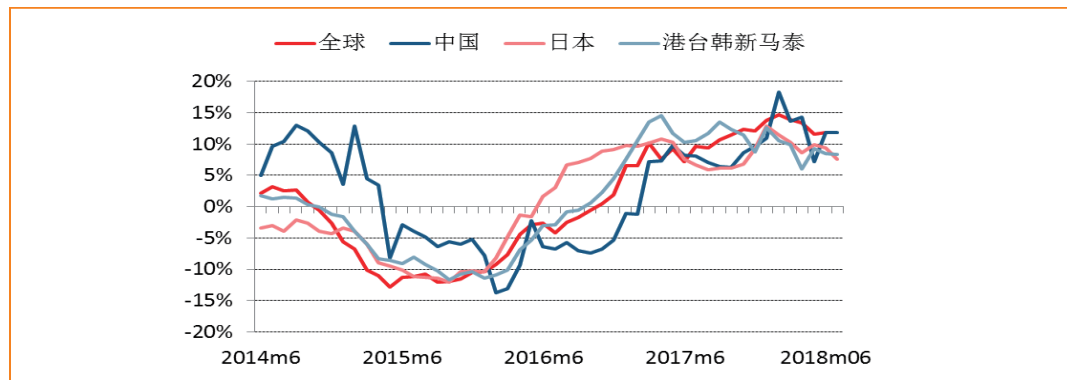
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2003年6月至2018年11月；

(四) 贸易战：趋势是中美关系长期脱钩，但形成市场扰动

贸易战是中国加入WTO，乃至中美建交以来，双方的首次关系脱钩，是对过去几十年中美关系的清算。中美将在技术、军事、经济领域全面脱钩和竞争。从消极方面看，中美谈判以时间换空间，从美国诉求上看，中美较难完全达成一致。从积极方面看，贸易战抬升美国通胀压力，压制美国经济增长，对2020年美国大选构成压力。

2019年贸易战或会出现阶段性的缓和和升温，将对资本市场促成较大波动。

全球贸易动能出现见顶回落迹象



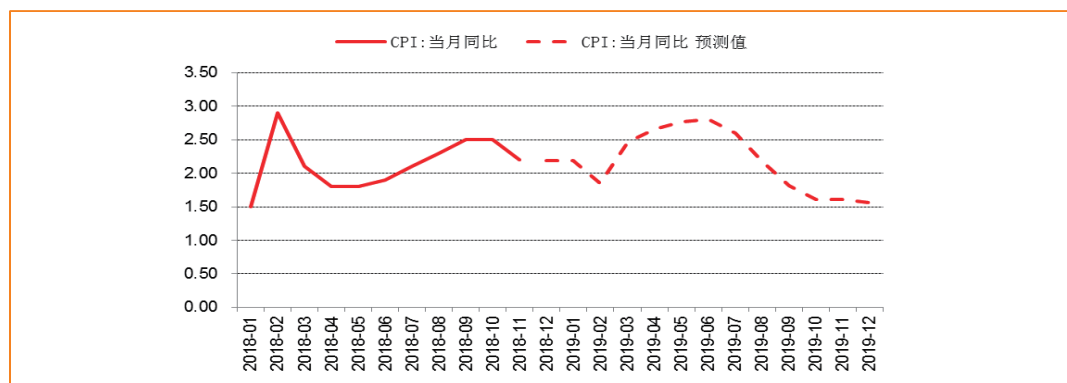
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2014年6月至2018年6月；

(五) 通胀：通胀压力不大，PPI有望回落

非洲猪瘟范围扩大、生猪存栏继续下行，2019年猪肉价格面临一定上行压力。但油价下跌和全球需求回落影响将体现，通胀压力不大，预计2019年CPI均值与2018年基本持平。

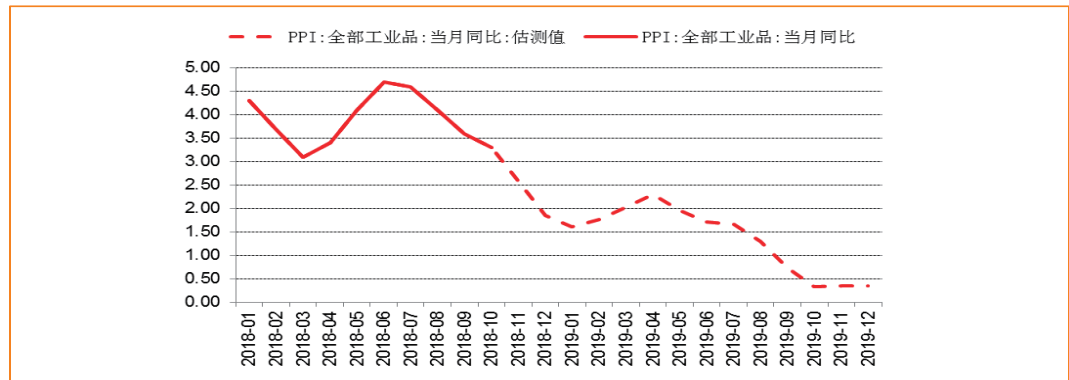
随着投资需求的逐步回落，以及基数效应下，预期PPI同比增速仍将会回落。

CPI同比增速走势预测



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2018年1月至2019年12月（含预测值）

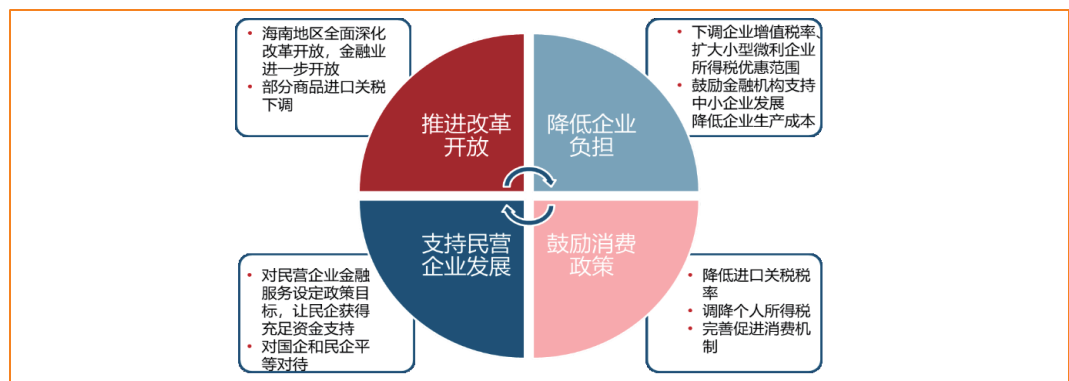
PPI同比增速走势预测



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2018年1月至2019年12月（含预测值）；

（六）政策：改革期待高，多管齐下更要看效果

2019年，减税和改革，是市场最强烈的呼声。2018下半年政策频出。但需要的政策不只是头疼医头，脚疼医脚。政策更需要着眼长远，涉及本质，才能改变市场信心，形成正反馈。



二、政策方向——结构性放松为主，更要打通传导机制

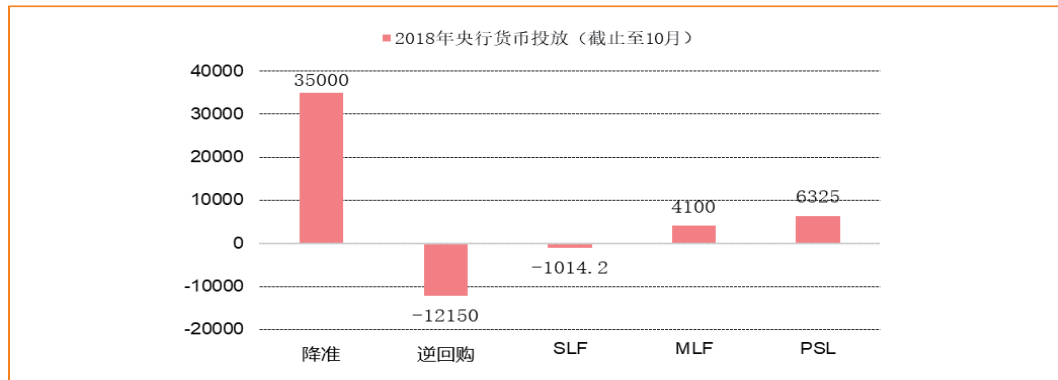
（一）货币政策：降准和定向下调利率

稳健的货币政策要松紧适度。政策的操作是从数量型工具向价格型工具转变。MLF3.3%的成本较高，有一定下降空间，可能通过降准备金置换，以及TMLF的方式置换。

随着利率市场化深化，影响银行负债成本的边际力量不再以传统的存款为主。同业存款、结构性存款、公开市场几项的成本贡献提升。如果采用传统的降息方式将增加存款流失压力，也对银行成本降低有限。

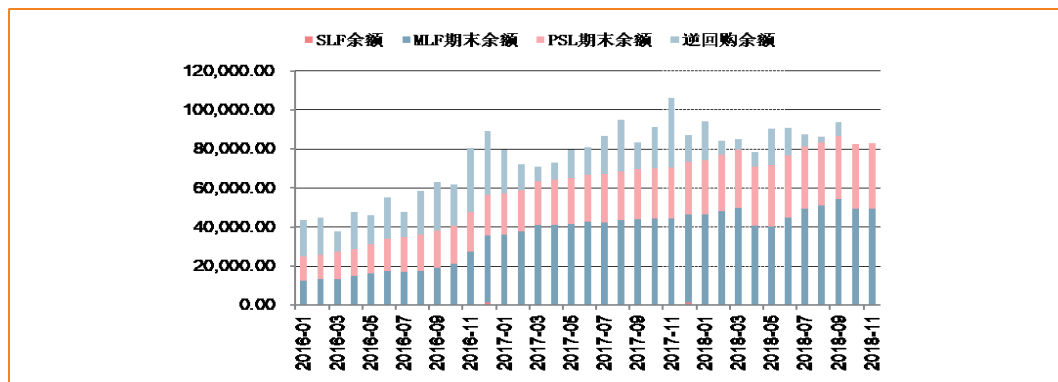
2019年货币政策放松主要靠降准，以及降低公开市场操作利率，并引导资金流向实体。但目前资金成本已经在历史低位，美国加息也进一步限制了宽松空间。

降准成为流动性投放主要方式



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2018年1月至2018年10月；

新型货币政策工具存量规模



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2018年1月至2018年11月；

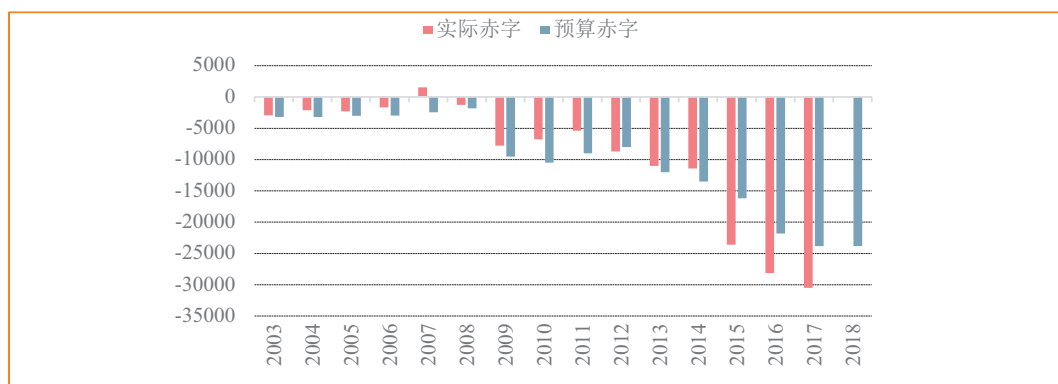
（二）财政政策：适度发力，地方融资渠道也需畅通

2018年地方专项债增加1.78万亿，主要集中于8—9月份。2019年广义赤字有提高的空间，专项债或适当增加发行，适当提高赤字率。预计赤字率在3%以内，专项债2—3万亿。

在财政收入增长乏力的背景下，减税可能构成对财政支出的约束。财政发力不能做过高的期待。

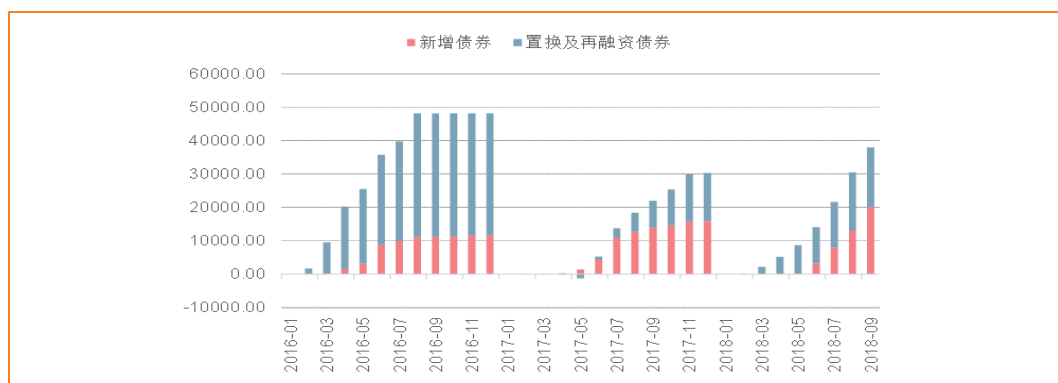
地方政府融资需要开正门堵偏门。在隐性债务厘清界限后，基建投资还要依靠正当渠道的地方政府融资。

2015年以来实际赤字高于预算赤字



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2003年至2018年;

2018年置换债提速, 新增债节奏延迟

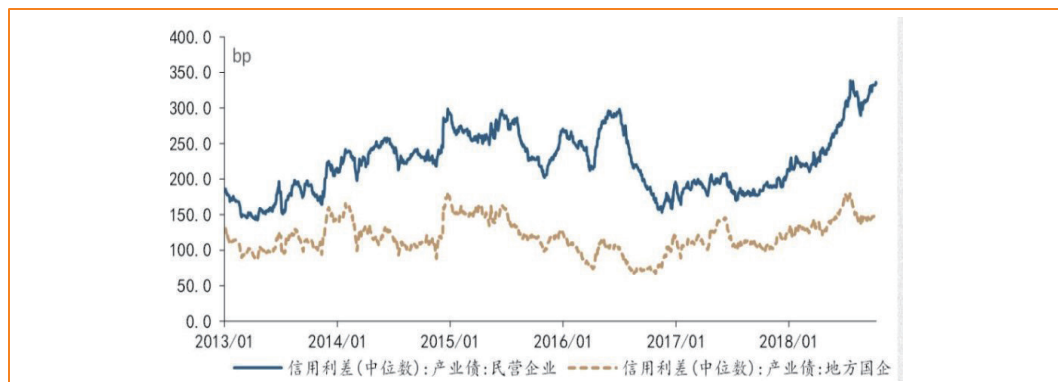


数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2016年1月至2018年9月;

(三) 金融市场宽松与实体产业融资难并存

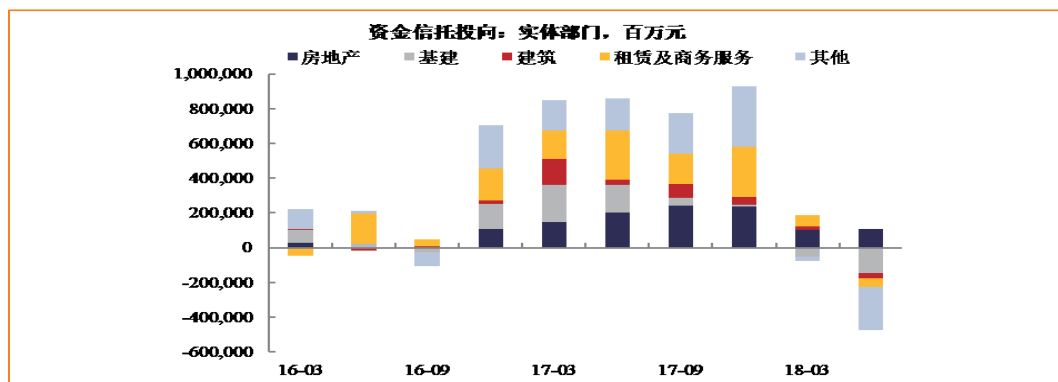
实体去杠杆导致企业融资现金流萎缩, 并逐渐向资产负债表中的存量债务蔓延。实体部门前期持续累积的高杠杆风险, 导致企业过度依赖债务融资, 也很大程度上削弱了企业应对外部冲击能力。

民企融资贵



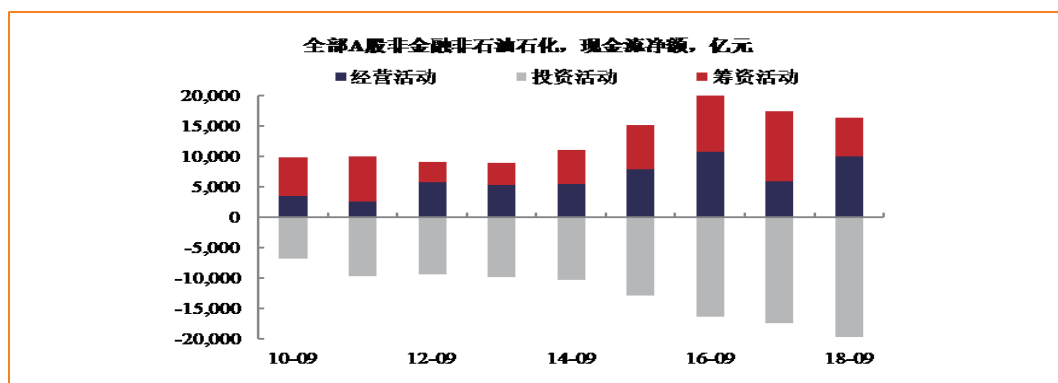
数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2013年1月至2018年11月;

非标债务大幅压缩，传统部门外部融资“断崖”



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2016年3月至2018年6月；

企业融资现金流状况明显恶化



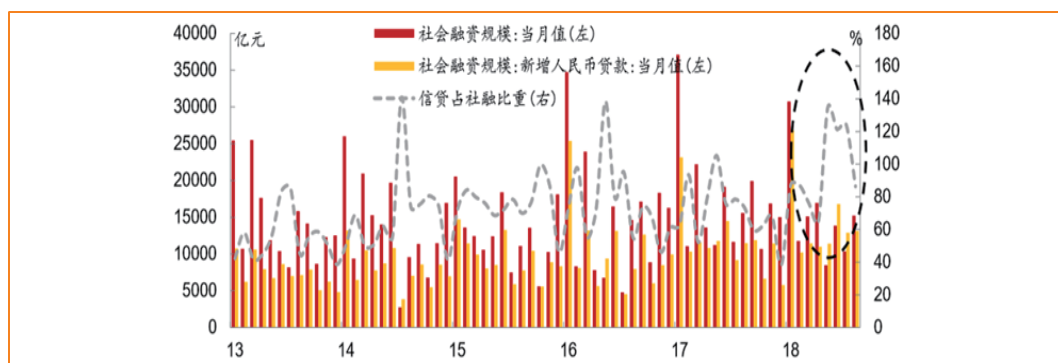
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2010年9月至2018年9月；

（四）宽信用障碍——供给端风险偏好不匹配

信贷在社融占比持续攀升，反映出在金融严监管的背景下，融资更依赖表内。表内融资难以完全替代非标、信托、P2P等融资渠道。由于非标融资与表内融资无法实现对接，这导致实体等出现了被动的融资渠道收缩和信用坍塌。

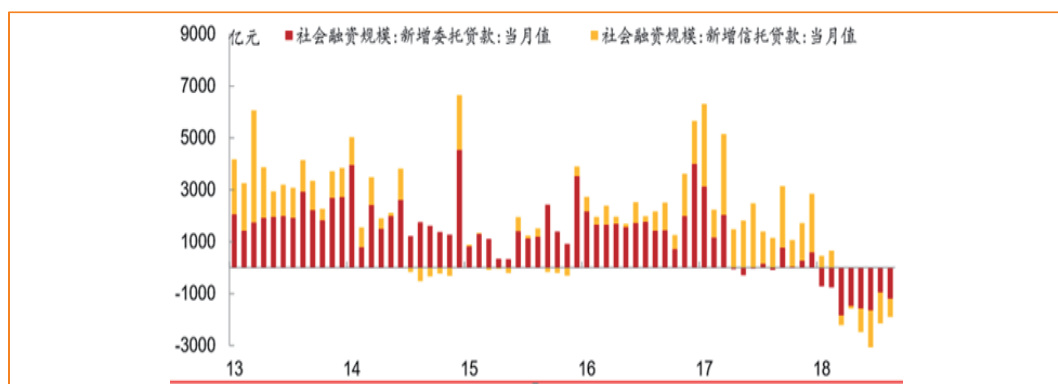
表外表内考核方式不同，银行表内有资本金约束，风险权重考核，坏账率考核等多重因素。表外相对不透明，只考核规模和非标占比。信托、P2P等高风险资金由于前期野蛮生长，风险集中暴露，导致高风险融资渠道大幅削减。

信贷占社融比重不断提升



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2013年1月至2018年8月；

委托+信托贷款绝对量萎缩



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2013年1月至2018年8月;

(五) 宽信用需要健全的金融市场

机构缺乏足够的处理风险的经验和机制。对信用事件处理相对不透明不市场化, 非银特别缺乏历史经验。银行机构缺乏相应的激励机制, 大型银行普遍重视规模, 而对经营风险激励程度不高。基金更是谈风险色变, 出现风险就会被挤兑。民营和小微银行规模较小, 难以有效支撑。纾困基金等响应政策号召成立, 但缺乏识别和处理风险能力。响应速度可能也不够市场化。

违约处理的法制化不足, 破产法的执行需超出地方行政层面。高收益债违约后出现五花八门的乱象。

(六) 受到行政引导的信贷能否解决实体经济中的多层次的融资问题

分层次的金融市场的缺乏是信用传导不畅的一个重要原因。

资管新规着力穿透管理、打破刚兑。金融市场需要更加专业、细分、有序的金融分层管理; 重新回归以主动管理能力、风险控制能力、客户服务能力为代表的核心能力竞争; 行业重塑关注投资者偏好、产品设计趋势、监管动态调整。

资管新规主要纲领性内容

打破刚兑	规范资金池	限制通道业务	非标监管趋严
- 通过净值化估值的方式完成 - 对资管机构主动管理能力的要求提升 - 投资者教育面临较大困难和挑战, 适应性的产品体系和销售体系改革	- 改变“影子银行”的运作模式, 严控期限错配 - 对资产久期、信用的要求更加保守, 期限利差和信用利差中枢走扩	- 资产管理回归业务本源, 以牌照优势为主的规模扩张阶段一去不复返 - 银行违规操作行为减少, 资产回表消耗资本金	- 同样是对“影子银行”的监管, 尽管过渡期略有放缓, 但是伴随着2020年底的到来, 非标仍将迎接严格监管 - 目前市场关注非标的监管细则出台

三、债市收益率低位——波动中寻找机会

(一) 2018年利率超预期，部分透支2019年空间

超预期的紧信用，超预期的贸易战，部分城投和民企的信用风波，对债券是意外的贡献。

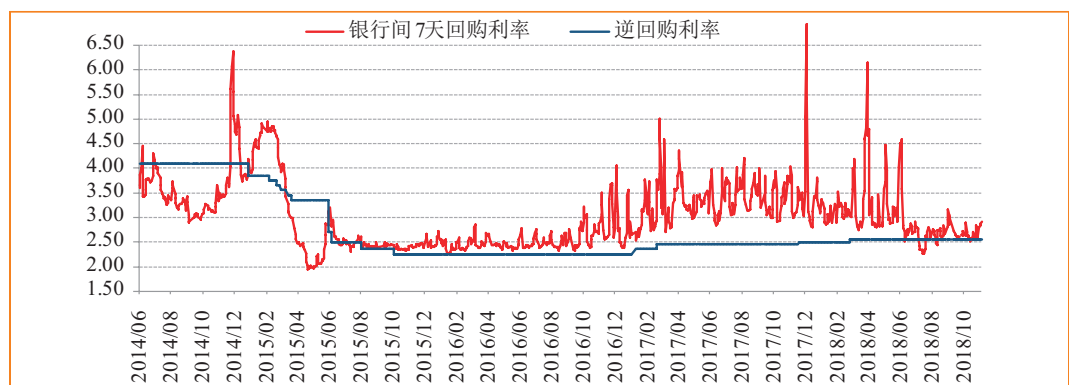
2018年上半年对经济看法还有分歧，四季度开始市场对2019年的经济下行形成了一致性预期，这种预期已经在市场价格中得到了充分的体现；债券收益率快速下行，同时大类资产也出现了联动，放大了趋势。

2019年，基本面仍然支撑着债市。经济确定性走弱，货币政策维持适度宽松是债市的有利因素。但在2018年涨幅较大的基础上，利率债继续大幅上涨的空间已经被透支较多。如果未来宽信用能逐渐生效，利率债市场存在不小的调整压力。

(二) 最大的机会或来自期限利差下降

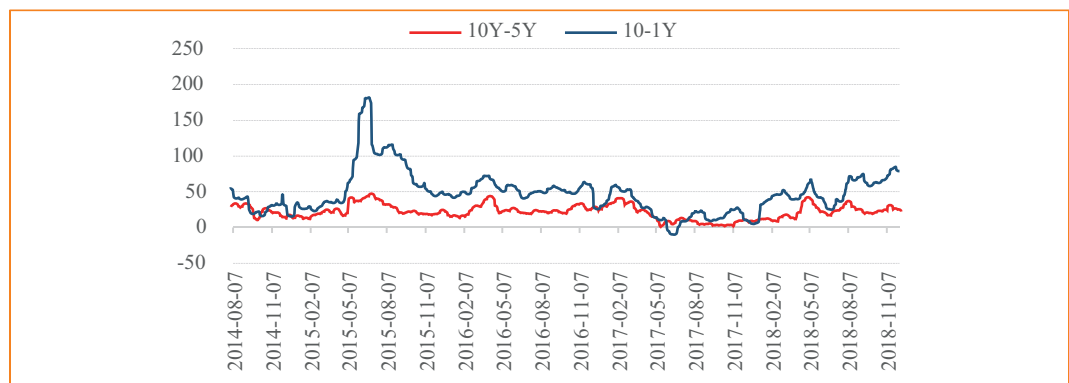
短端利率在历史底部附近，向下空间较小。从历史来看，除非回购利率高企，如2010年—2014年，短端国债利率不会大幅的负向偏离7天回购利率。2002年至今，10年国债均值为3.5875%，当前10年国债仍有3.23%，已经不高。曲线牛市变平是最大的预期，空间也比较有限，可能是牛尾行情。

银行间7天回购利率&逆回购利率



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2014年6月至2018年10月；

国债期限利差走势



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2014年8月至2018年11月；

（三）资管规模增长缓慢，短期产品较多

资管新规、理财新规等严监管政策影响持续性强。公募基金增长主要在短债基金，作为对货币基金的替代。信托、银行理财规模全面收缩。2019仍是一个缺负债的阶段，债券配置需求增长缓慢。久期匹配要求下，短期债券更受欢迎。

（四）潜在扰动因素

一、市场一致预期经济、社融数据差，多数因素已经在价内体现。如果没有进一步超预期的消息刺激，市场透支了上涨空间。

二、社融有反弹压力。目前社融降到了冰点，委外全面收缩，融资全部依靠表内信贷。随着理财子公司成立，非标业务可能卷土重来。一系列对民企支持计划，也可能逐渐让融资回归正轨。随着隐性债务管理规范明确化，合规的地方政府融资也会恢复常态。

三、减税和财政刺激，可能提高利率。可能出现赤字率提高，财政刺激加大，中央政府债发行提高，这种情况下，对利率有上行压力。

四、二三季度可能会看到经济触底。从库存周期的视角看，目前已经经历了四个季度的经济下行，而下行期一般不会超过两年，年内应该经历一次经济触底和经济数据反弹。

五、资管新规影响，配置资金有限。保险资金保费增长缓慢，可能负债不稳。券商资管、银行理财都受到很多约束，也有转型的要求，随着监管落地窗口临近，还会对配置造成影响。

六、贸易战的影响，是战是和，也将走向不一样的路径。

七、债券交易杠杆上升的风险积累。由于2018年非标大幅缩水，金融机构集中投资债券，非银杠杆率几乎达到了法规上限。

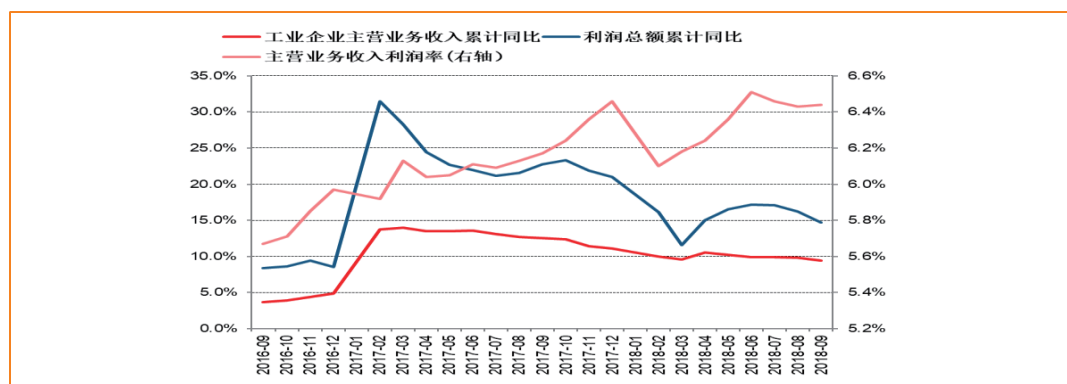
八、海外资产波动影响。预计海外因素波动性会继续上升，也将引起国内资产反复。

（五）信用债：盈利转弱，偿债压力升，关注融资现金流

盈利边际转弱：1、主营收入增速延续2017年下降趋势；2、利润率2018下半年冲高回落；3、亏损企业占比显著上升。

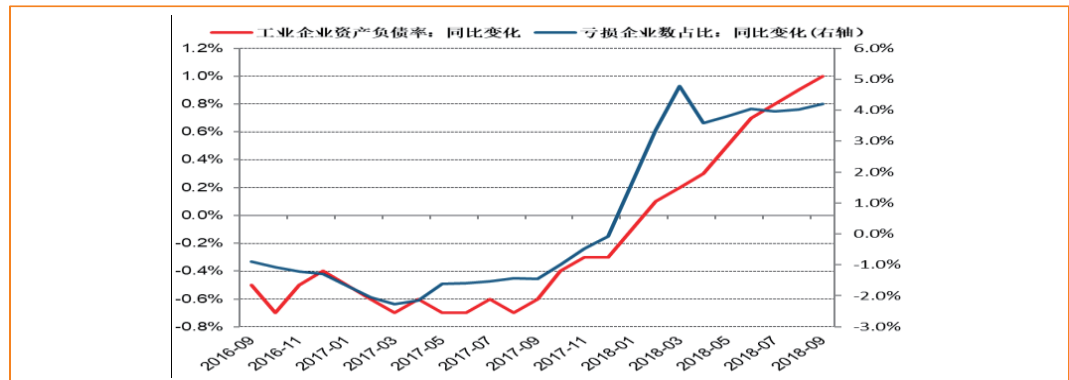
偿债压力上升：1、工业企业资产负债率同比变化值，由负转正。2、企业破产风险增高。

工业企业主营收入利润率冲高回落



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金；数据时间：2016年9月至2018年9月；

资产负债率和亏损企业占比同比加速上升



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金; 数据时间: 2016年9月至2018年9月;

资本结构分化: 1、国企在行政和利润改善的双重作用下, 实现降杠杆2%。2、而私企杠杆率今年以来上升4%。

融资现金流更重要: 民企违约增多的最重要原因是融资收缩, 但不可忽视民企经营压力显著加大。

2019城投债整体上安全性更高, 但在规范地方隐性债务背景下分化会加深。

(六) 加强风险收益的细化研究

2019年我们将进一步加深风险收益的细化研究, 包括宏观环境、行业政策、风险防范、企业融资萎缩、资金供给等方面。而在银行和资本市场风险偏好比较低的情况下, 还需长期持续跟踪信用扩张不顺畅导致的信用风险防范。市场的违约事件可能还会继续爆发, 在防风险底线, 将跟踪板块边际变量, 寻求高性价比的个券和行业, 从宏观到行业, 跟踪利差的变化, 调整行业配置。



摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号
嘉里建设广场一期二座17楼
邮编: 518048

电话: (0755) 88318883

传真: (0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn