

2020年度债券策略报告

- **2020年债市展望：机遇与风险并存。**
- **经济底部徘徊，逆周期政策再发力。**期待逆周期政策加码：“六稳”工作放在更突出位置，提前下达专项债额度，运用降准工具，引导融资利率下行。地产处于下行周期，但韧性较强，政策存在微调可能性；部分行业处于低库存阶段，有内生性企稳的基础。
- **货币谨慎放松，操作空间狭小。**当前我国经济乃至全球经济更多是呈现结构性问题，全面通胀的可能性很小，对央行来说，通胀预期的管理重于短期CPI数值。货币政策顶住压力明确“降息”方向，同时仍然强调：避免“大水漫灌”，坚持房住不炒。降息面临通胀限制、地产调控限制、债务限制，预计2020年货币政策慢节奏放松。
- **债市收益率低位，波幅减小重配置。**债市影响因素中通胀、经济下行、贸易战、财政刺激等经过长期反复博弈，市场定价比较均衡。利率进入低波动时代。在长期低波动时期，更要重视信用债的票息价值和配置价值。
- **可转债空前繁荣，多点开花。**虽然短期估值略高，但2020年供需两旺。底仓品种关注正股优质，价格不高的核心标的，如银行、交运、电力等。科技和成长是2020年重要的弹性来源，关注5G，新能源，光伏，传媒、券商。关注板块有底部回升迹象的可选消费板块，如汽车，地产后周期等。
- **信用债配置策略：精细化择券。**高收益主体仍是违约高发区：避免参与“网红”主体的博弈；城投“下沉”空间收窄：关注市级及区县级的个券机会（平台整合等）；地产发行主体分化仍在继续：择券空间收窄；关注ABS等利差机会；周期性行业品类分化：选择较高景气行业的龙头企业。

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。

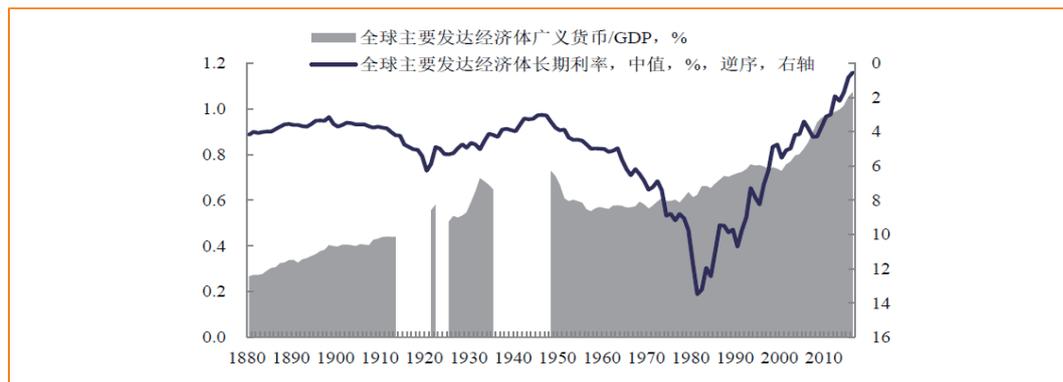
本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、经济底部徘徊，逆周期政策再发力

全球进入负利率环境，海外央行更鸽派。全球经济现状：低增长，宽货币，利率下行。1/3市值的债券成为负利率债，各类资产的回报率也在下降。在此影响下，0利率的黄金吸引力上升。

负利率浪潮引发全球利率下行环境，但银行体系盈利和货币金融稳定承受压力。海外央行更鸽派，中国央行更有定力。

全球进入低增长和宽货币的组合



数据来源：Wind；数据时间：1880—2019

2020年经济下行斜率放缓。期待逆周期政策加码：“六稳”工作放在更突出位置，提前下达专项债额度，运用降准工具，引导融资利率下行。地产处于下行周期，但韧性较强，政策存在微调可能性；部分行业处于低库存阶段，有内生性企稳的基础。贸易战摩擦引发的全球需求不确定性使得出口持续下滑。中美分阶段取消部分关税概率大，但谈判过程仍会出现反复，预计贸易战将是一场持久战。

工业库存处于低位，但上升动力较弱。工业企业库存处于低位，按照库存周期的历史经验，新一轮的库存周期正在酝酿中。制造业目前对货币政策不敏感，更加关注盈利性和可靠的项目，因此2018年投资高企。央行公布贷款利率仍在高位，从LPR改革到企业融资成本下降，仍有很长的路要走。

基建投资低位企稳，财政收支缺口加大。财政收支矛盾日益显现，随着大规模减税降费，增值税率下调等，2020年财政赤字有扩大可能性。在控制政府隐性债务规模、宏观杠杆率前提下，基建投资最大的问题是资金来源。依赖地方债融资，不如过去见效快。通过扩大降低资本金比例，政策性银行PSL规模加大等手段，可适当提高基建投资规模。预计财政赤字维持在2.8%—3%，地方专项债新增1万亿。预计基建投资将企稳或小幅回升。

地产投资缓慢下行：竣工周期和城市分化。地产投资在2018—2019年表现超乎所有人预期。建安投资增速转正，而以土地购置费用为主的其他费用增速逐步回落，地产投资刚性较强。各地城市分化严重，产生了独立的周期。一线城市深圳率先上涨，部分三四线城市销售韧性。预计2020年地产销售继续下滑，在竣工周期支撑下，地产投资前高后低。随着投资和销售下行压力加大，年中有政策边际放松可能性。预计地产投资增速5—7%。

二、货币谨慎放松，操作空间狭小

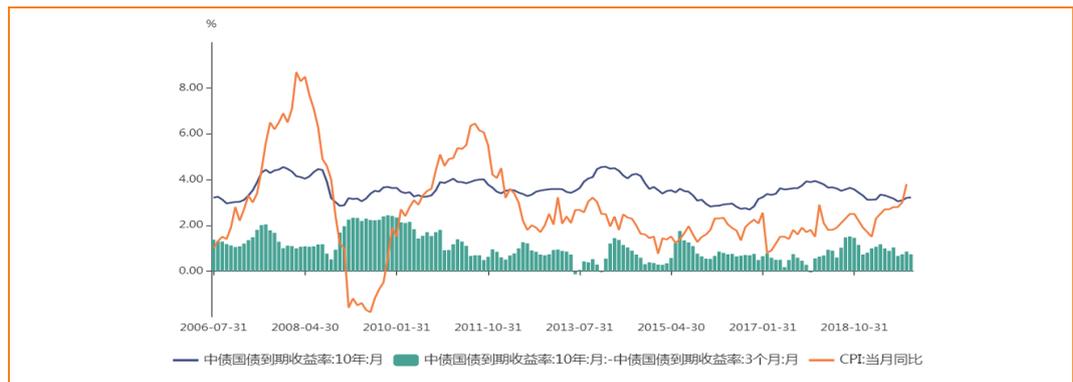
通胀：高通胀脉冲式冲击，市场预期骤变。2019年通胀压力抬升。本次通胀抬升主要是由供给侧推动，而非需求端，猪肉受到猪瘟影响，出栏率大幅下降，猪肉价格逐步抬升。货币政策预期一度混乱，甚至引发加息顾虑。关注猪肉对牛羊肉、非食品等价格传导。2020年一季度高点大概率破4，甚至可能破5。

与历史不同，通胀不必然带来货币紧缩。从微观调研来看，猪肉消费开始表现出替代性。过高的猪肉价格可能在零售端不被认可，甚至出现零售价低于批发价的情况。

与2011年高通胀不同。当时是跨过刘易斯拐点阶段，农民工入城，拉动要素价格上涨，不仅是猪肉和食品，服务业价格，房租价格都在全面上涨。当前我国经济乃至全球经济更多是呈现结构性问题，全面通胀的可能性很小，对央行来说，通胀预期的管理重于短期CPI数值。

通胀期间债券表现。通胀初期债券收益率上升，伴随央行加息等紧缩政策。通胀后期长债收益走平，由于货币政策紧缩后经济压力显然，加息周期见顶的预期增强。期限利差压缩较为确定。历史上都是全面通胀多，本轮结构性通胀，CPI、PPI分化较少。

通胀和长债的关联



数据来源：Wind；数据时间：2006.7.31—2019.6.30

货币政策：缓慢放松，空间不大。货币政策删掉“把好流动性总闸门”，在猪价上涨最疯狂阶段，顶住压力明确“降息”方向，同时仍然强调：避免“大水漫灌”，坚持房住不炒。新式降息银行承压：传导不如以前顺畅，MLF在银行负债占比小，MLF不同于传统意义上的降息，对银行降低负债成本影响有限，LPR贷款占比亦不高。降息面临通胀限制，地产调控限制，债务限制，预计2020年慢节奏放松。

金融供给侧改革：同业刚兑打破，影响负债稳定性。个别风险事件打破了同业刚兑，这预示着市场机构需要对同业业务信用风险进行重估。对于银行间市场而言，一方面银行尤其是中小行的负债稳定性受到影响，可能造成流动性和情绪冲击。另一方面，资产端可能影响宽信用的进一步实施。

资管新规落地后的新趋势

资管产品实行净值化管理：资管产品应当实行净值化管理，对于净值型产品基金公司拥有丰富的投资管理经验。

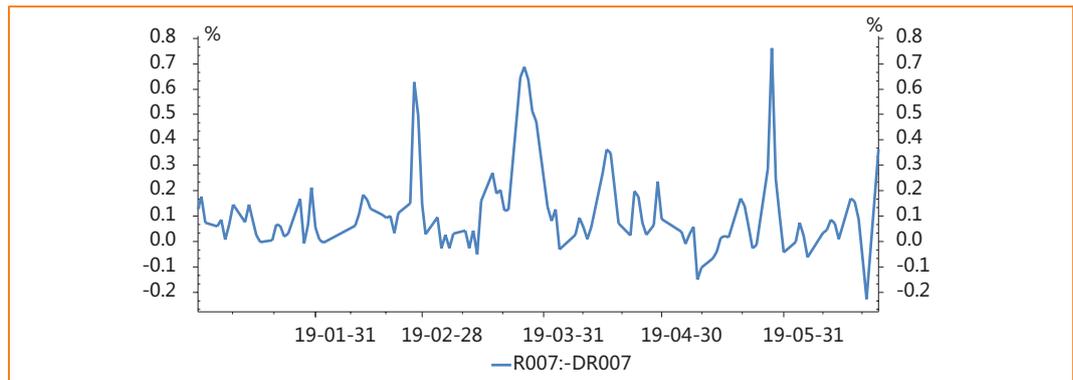
固定收益类合格投资者门槛降低：虽然现阶段50万为最低初始认购金额，但新规细则规定，合格投资者投资于单只固定收益类资产管理计划的金额不低于30万元，未来趋势会很大程度拓宽投资者来源。

理财投资合作机构进一步明确：理财细则进一步明确理财投资合作机构范围，基金公司作为具有专业资质并长期受金融监督管理部门依法监管的金融机构，其专业性和合规风控方面有着先天的优势。

监管报备更严格：得益于长期以来的审慎管理和合规运作，基金公司监管报备体系最为完备，更能满足监管需求；能更高效配合银行出具监管相关报表。

金融供给侧改革和全面信用分层展开。银行打破刚兑带来流动性分层，资金拆借结构性分化严重。从流动性分层到信用分层。目前企业信用风险向金融风险蔓延，银行资产质量和坏账率存在低估，历史包袱急需解决。金融供给侧改革任重而道远，包含了金融去杠杆，淘汰无效产能，经营风险过大的小机构被市场化出清。未来信用环境全面分层，涉及到金融领域各个环节风险定价。低等级信用债利差很难收回。通道、私募业务受限。

R007和DR007分化

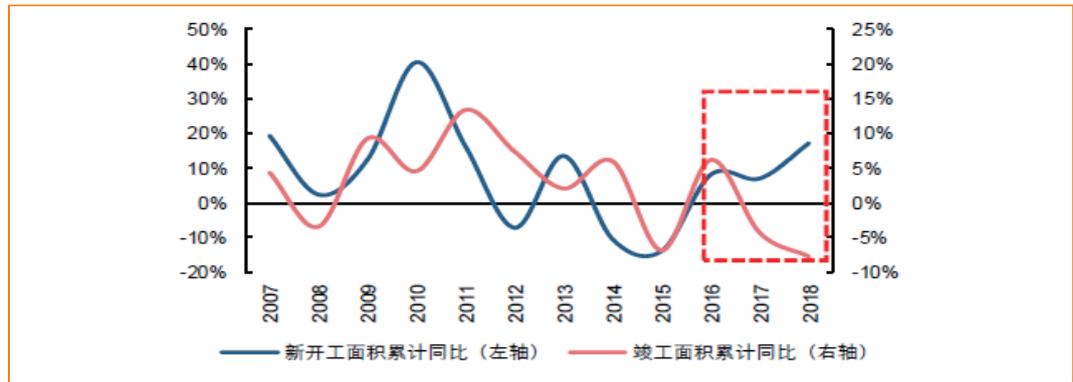


数据来源：Wind；数据时间：2019.1—2019.6

三、债市收益率低位，波幅减小重配置

迎接利率低波动，周期性弱化的新时代。传统的房地产周期呈现销售、投资、开工、竣工三年周期，2016年以后周期减弱，城市分化现象显现。地产的韧性也延缓了经济下行速度。货币周期减弱，货币增速维持在相当稳定的水平上，供给波动很小。政策对经济下行容忍度提高，重视债务管理，结构调整和就业稳定。今年利率波动更加受事件因素影响，上下空间有限。

地产周期性波动减弱

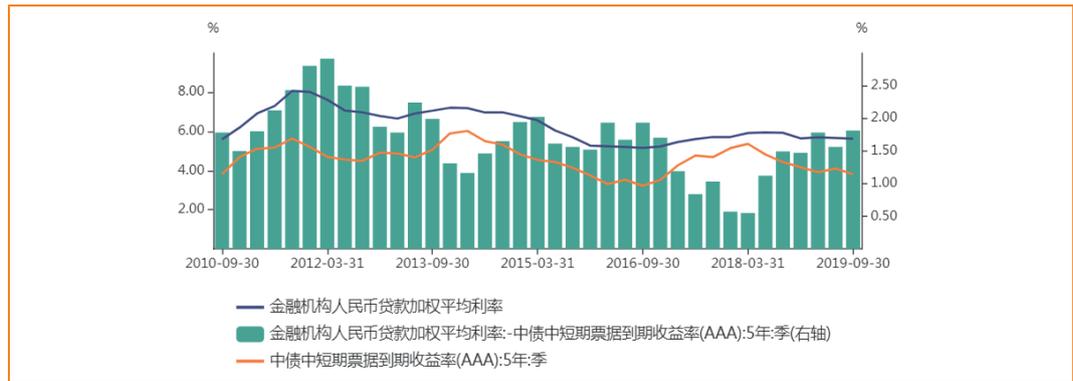


数据来源: Wind; 数据时间: 2007-2018

外资成为配置中国债券的新主力。中美利差回到了130BP附近，处于历史高位。外资配置中国债券比例升高，特别是利率债和高等级债。外资连续9个月增持中国债券，持仓已突破2万亿。未来外资行为值得关注，是2020年债市配置的重要力量。

债券估值中枢处于历史低位，性价比不高。贷款利率与债券利率相比，低180BP左右，利差处于较高水平。而两者利差极值就处于150-200BP之间，未来依赖贷款利率下行打开空间。理财产品收益率与3Y AAA收益率倒挂，情况类似2015与2016年。负债成本对1-3Y债券收益率下行构成较大限制。未来收益率下行依赖广谱利率同步下行。

贷款利率与债券利率



数据来源: Wind; 数据时间: 2010.9-2019.9

债券利率与理财收益率



数据来源: Wind; 数据时间: 2010.9-2019.9

（一）债券投资：低波动时代，注重配置价值。

短端利率在历史底部附近，1-3Y收益率曲线平坦，空间比较有限，或者已经透支。2002年至今，10年国债均值为3.59%，当前十年国债处于历史25%分位，向下空间或有限。行情上涨下跌空间都不大，债市影响因素中通胀、经济下行、贸易战、财政刺激等经过长期反复博弈，市场定价比较均衡。利率进入低波动时代，多空意义都不大。在长期低波动时期，更要重视信用债的票息价值和配置价值。

债券投资：一些可能的风险点

1. 地方债发行山雨欲来风满楼。地方债发行时点一度成为四季度市场讨论的焦点。是否会重现2019年一季度的高社融。
2. 资管新规时限临近影响，配置资金有限。随着2020年监管落地窗口临近，会对长久期配置造成影响。
3. 市场一致预期经济较差，存在库存周期超预期回升，带动经济阶段性反弹的风险。
4. 交易色彩浓重。债券交易杠杆上升的风险积累。宽松资金下，非银杠杆相当高，都几乎达到了法规上限。配置盘由于成本刚性，参与意愿不强。
5. 国内通胀压力高于海外，国内货币空间小于国外。农业部表示生猪产能要2020年下半年释放。仍存在猪价拉动通胀持续超预期的风险。

（二）可转债

空前繁荣，多点开花。转债虽然短期估值略高，但2020年供需两旺。“固收+”的配置需求不断上升。底仓品种关注正股优质、价格不高的核心标的，如银行、交运、电力等。科技和成长是2020年重要的弹性来源，关注5G，新能源，光伏，传媒、券商。关注板块有底部回升迹象的可选消费板块，如汽车，地产后周期等。

估值略高于历史中值。对2013年至今转债市场的转股溢价率进行测算。当前转债市场的算术平均转股溢价率为28.06%，加权平均转股溢价率是28.75%，现均处于历史（2013年至今）50至75分位数中间水平。从不同平价水平转债来看，当前转债转股溢价率也是略高于历史中位数水平。

（三）违约风险仍将产生在高收益主体之中

截至2019年12月5日，Wind统计的2019年债券违约数量为160只，违约金额为1267亿元，违约只数和金额已经超过去年全年的水平。新增违约主体38个，接近去年水平。

整体来看，经过2018年新增违约主体大幅增加的“洗礼”，2019年的新增违约主体多产生于高收益债券发行人之中，其违约前的估值和交易价格已经反映了该主体具有较高的违约风险。

剔除城投债发行人后，2019年底存续债券净价低于95元的尚未违约的高风险发行人数量为110余家，占整个发行人总量的5.9%，低于2018年的10.8%，预计2020年的大部分违约案例仍将从这些主体中产生。

（四）城投“下沉”的空间被压缩

2019年6月下旬，《关于防范化解融资平台到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办40号文）通过非公开的方式下发各级地方政府，金融机构参与地方隐形债务置换获得中央首肯，城投债的绝对收益水平和利差大幅压缩。目前，期限5Y以下，评级AA以上的城投债的绝对利率水平基本处于历史30%分位以下，利差处于历史10%分位以下。

目前存在利差的区域主要集中于西南地区及东三省，以及中部省份的低等级区域，这些地区从总量型的政策上受益相对有限，且部分地区的非标融资偿还仍有较大压力，容易受到负面信用事件的影响，需要上级财政的注资、债务置换等特殊政策的支持才能有利于其进一步的再融资。

（五）房地产企业融资继续分化

2019年三季度开始，对于购房资格及新房价格的限制趋于宽松。展望2020年，“房住不炒”大基调仍将保持，后续行业政策一定程度上仍取决于2020年国内商品房市场销售和土地市场的表现，房价和土拍价格是重要观测指标。开发商“拿地”资金来源依然受限，信托融资受到明显抑制；龙头开发商“借新还旧”通道依然存在；房企海外债发行放量，1-11月发行规模同比增长45%至611亿美元。

房地产企业融资继续分化。低负债的龙头地产商融资成本保持平稳，但高负债的龙头开发商融资成本抬升明显，贷款额度总量控制等融资调控政策使得信贷资源向优质开发商转移。

地产融资调控导致开发商积极销售、谨慎拿地；表现在数据上，即房地产市场新开工数据同比增长较快，但百城土地溢价率同比稳定，同时土地成交面积小幅下降。

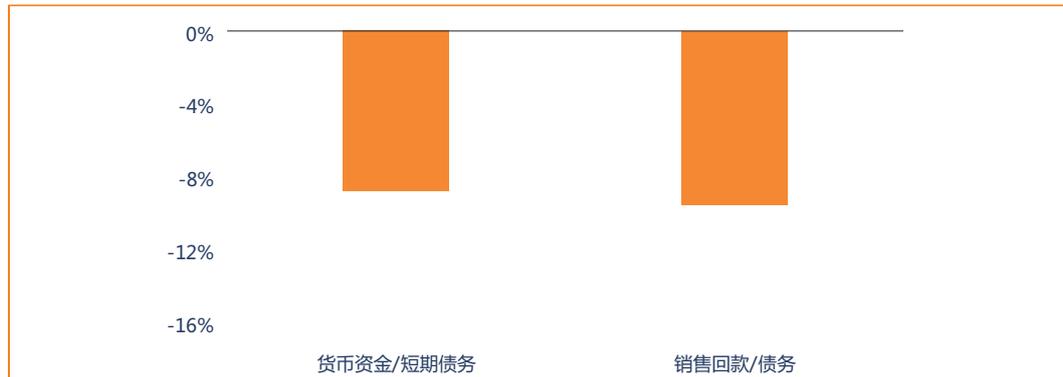
发债房企偿债指标整体弱化，高危主体数量料将继续增加。2019年前三季度，样本房地产企业主要偿债指标同比有所弱化，同时企业间偿债指标表现分化明显，部分中小开发商出现债务问题并退出市场，预计2020年行业仍将保持这一趋势。

样本发债房企主要偿债指标统计

分位数	净负债率	货币资金/短债	销售回款/债务
20%分位	37%	0.47	0.38
40%分位	78%	0.91	0.55
60%分位	134%	1.22	0.75
80%分位	195%	1.95	1.11

数据来源：Wind；数据时间：2019.1-2019.9

样本发债房企偿债指标变动情况



数据来源：Wind；数据时间：2019.1-2019.9

（六）周期性行业债券内部分化

2019年周期性行业各大品类价格走势有所分化。大宗商品下游需求与宏观经济关联度高，2019年以来，下游需求走势出现分化。制造业固定资产投资增速维持低位，房地产韧性较强；房地产新开工明显好于竣工，2019Q3竣工有所拉升。大宗商品价格表现差异化大，黑色系表现优于有色系，水泥等与竣工直接相关产品价格上升，且具有一定持续性。

周期性行业基本面弱化。前期由于供给侧改革及环保趋严，周期性产品价格整体上升，带动行业内企业盈利能力改善。随着周期性行业产能释放，去产能红利逐步消退，加之2018年以来新产能项目的开工建设，行业内企业资产负债率上升，预计2020年周期性行业整体进入下行周期，且盈利能力出现分化。

周期性行业债券内部分化。各行业头部企业前期亏损基本弥补，市场认可度上升，带来信用利差压缩明显，且各行业信用利差趋同，目前保持在50-100BP。尾部企业逐步被淘汰且保持较高信用利差，由于周期性行业内部分化，部分细分行业仍具价值。

（七）2020年信用债配置策略：精细化择券

- 1、高收益主体仍是违约高发区——避免参与“网红”主体的博弈。
- 2、城投“下沉”空间收窄——关注市级及区县级的个券机会（平台整合等）。
- 3、地产发行主体分化仍在继续——择券空间收窄；关注ABS等利差机会。
- 4、周期性行业品类分化——选择较高景气行业的龙头企业。

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