

2021年度债券策略报告

• 2021年债市展望：蓄势待发，配置价值渐显。

内外复苏步伐分化，国内复苏即将见顶。随着2021年新冠疫苗普及，海外有望逐步摆脱疫情冲击。预计2021年主要经济体将实现全面复苏，但复苏进程不一。国内经济已度过快速修复期，环比增速放缓。基数效应下，2021年上半年经济同比或呈“过山车”走势。疫情对经济产生深远影响及“十四五”淡化经济增长目标的背景下，预计新的经济增长中枢将有所下移。货币政策回归常态，向紧信用环境过渡。通胀相对温和难以对货币政策施压，跨周期政策思路下，货币政策回归正常化。稳杠杆和金融监管决定紧信用大环境，把握好稳增长与防风险的长效平衡或是未来货币政策重点。债市调整较为充分，看好2021配置机会。基于对经济基本面在2021年上半年见顶的判断，2021年上半年债券收益率或出现见顶回落的机会。如果出现紧信用导致的经济和社融下降，可能出现趋势性的行情。

• 信用债策略：分化下的信用再定价。

目前信用利差仍处在历史中低位，信用资质继续分化的背景下，市场定价面临调整。随着国内外经济的逐步复苏，非标融资压降和债市融资规范化的继续进行，面对“紧信用”的市场环境，能够穿越周期的主体将成为配置的优先选项，应优选具有长期自生能力的产业类主体和具有长期人口导入、产业导入能力的区域融资平台。

• 可转债策略：结构性行情下，精选行业个券。

转债整体观点偏中性谨慎，高估值+供给放量+广义流动性边际收紧，转债高估值难以维系， β 行情难寻。在当前股市估值中偏高环境下，以低估值、高性价比为盾，以自上而下行业研究为主，选取低估值顺周期品种。基本面修复确定性较高、处于行业龙头地位的低估值顺周期标的相对更具性价比；景气度、高估值行业相关标的依然值得重视，行业白马市场关注度高且估值较贵，需要紧密结合个股研究结果分析。

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、利率策略

(一) 内外复苏步伐分化，国内复苏即将见顶。

2021年全球经济弱复苏。2020年对经济的预测波动非常剧烈，疫情的走向和对经济的伤害仍存在较大不确定性，对经济的预测产生较大干扰。根据OECD12月发布的全球经济展望，对于2021年全球经济增长的预测为4.2%，虽较9月预测小幅下调，但全球同步复苏的趋势较为确定。肯定了疫苗推出对全球经济复苏前景的提振，预计2021年主要经济体实现全面复苏，但复苏进程不一。此外，疫情的冲击仍需警惕，企业债务达到金融危机时期水平，破产和失业风险可能加剧。

新冠疫苗可能推出，2021年下半年疫情可能退潮。疫苗进展顺利，有效性提升且储存条件降低。随着2021年新冠疫苗普及，海外有望逐步摆脱疫情冲击。欧美经济体率先受益，新兴市场国家受产能和配套体系的制约进度或相对缓慢。然而仍有病毒变异、疫苗产能不足、注射后发生不良反应等不确定性。

美国2021年经济修复，但力度相对温和。拜登当选，主要施政纲领包括控制疫情和致力于经济修复，经济短期或受冲击，但长期复苏动能更强。与国内情况相似，全球经济有望向疫情前常态回归，但对经济造成的深层影响仍需要时间消化。失业群体中非暂时性失业的恢复预计较为缓慢，服务业消费修复空间最大，但行业受损程度不同，修复至疫情前水平仍较为困难。

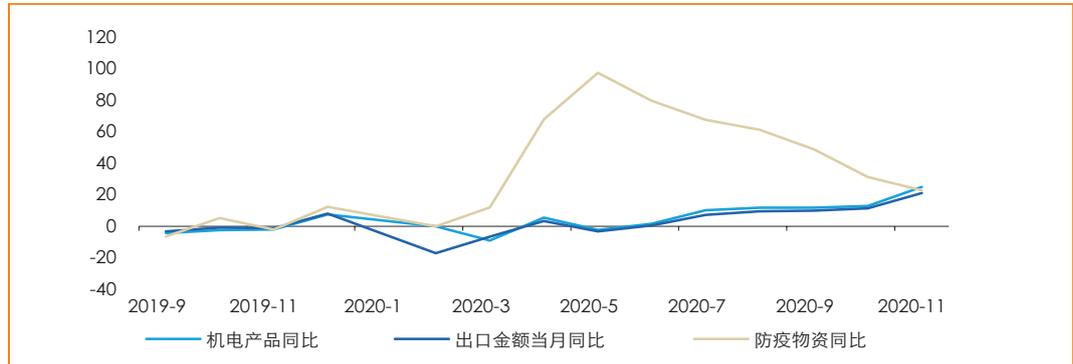
美国财政刺激方案搁置，宽财政受到制约。新财政救助方案迟迟未落地，分裂国会下两党达成一致困难重重，预计缩水版救助方案通过的可能性较大。长期而言，新政府的施政方案同样受政治分裂掣肘。以发放失业救济为主的刺激方案呵护居民部门资产负债表，对消费提振明显。但政府部门承担冲击成本，财政赤字不断恶化制约宽财政空间。民主党主张对公司和富人加税，但民主党未能统一两院情况下短期实施困难。

美债逐渐走向熊陡，美元年中阶段性企稳。经济复苏、紧财政及宽货币的组合下，预计美债利率2021年将呈熊陡走势，但联储YCC（Yield Curve Control, 收益率曲线管理）实践下预计收益率上涨相对温和，十年美债利率有望回升到1%-1.3%。美元长期处于贬值通道，但短期经济强劲和财政刺激搁置对美元构成支撑，熊陡的收益率也对全球资本的吸引力上升，欧美经济复苏进度差异预计加大美元短期波动。预计疫情得到控制时，将会阶段性企稳。

国内经济修复放缓，下半年或下台阶。国内经济已度过经济快速修复期，环比增速将放缓。基数效应下，2021年上半年经济同比或呈“过山车”走势，逐季回落。疫情冲击下部分企业退出市场，居民企业的行为习惯改变，疫情对经济有深远影响，潜在增速下移确定性强。“十四五”淡化经济增长目标，进入高质量发展的新阶段，预计新的经济增长中枢将下移至4%-5%。控制宏观杠杆率和供给侧改革或成为未来一段时间的主线。

出口韧性犹存，2021年或触顶回落。国内率先复工复产和产业链齐全是2020年出口持续超预期的主要原因，随着海外经济体生产修复，国内出口替代效应弱化，防疫物资贡献将显著下降。中国的贸易份额创历史新高，叠加2020年高基数，在逆全球化和去中国化的大背景下难以为继。人民币汇率升值负面影响逐渐体现，RCEP签署对我国战略意义大于对出口的实际促进。

2020年出口韧性强，替代效应贡献较大



数据来源：Wind；数据时间：2019.9-2020.11。

房地产强管控，年中地产投资有望回落。2020年地产市场回暖主要是货币条件放松，叠加一二线城市积压需求。预计地产调控精细化，政策以稳为主，开发商加速推盘回笼资金，地产销售持续回升动能不足。非标监管加强、“三道红线”收紧地产公司融资，开发商融资渠道受阻影响拿地意愿，近期土地购置面积同比走弱明显。新开工增速受土地增速下滑影响预计呈前高后低走势。

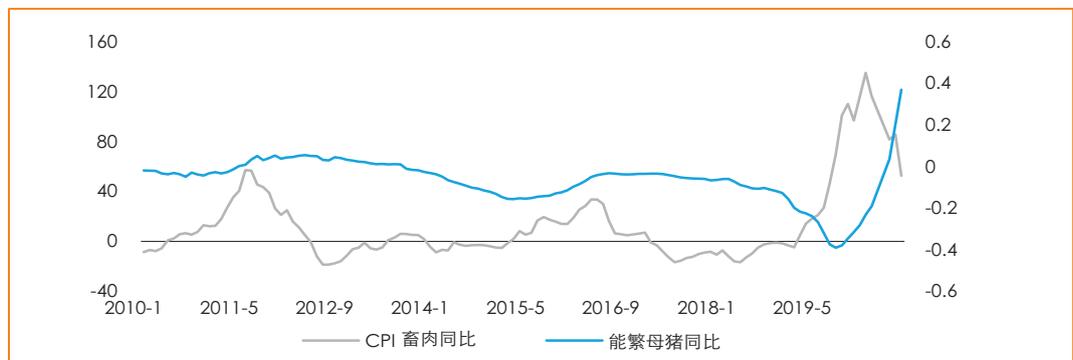
宽财政退出，基建投资转弱。2020年基建资金来源大幅增加，但基建投资持续低于预期，主要是项目储备不足，地方财政吃紧，以及地方政府考核目标发生变化，传统的基建投资动力不足。2021年宽财政退坡，政府财力不足，制约财政支出，紧信用下信贷增速下降，旧改和新基建拉动作用有限，基建投资2021年可能转弱。

消费渐进修复，空间有限。“内循环为主，双循环相互促进”的新发展规划下，扩内需特别是消费需求将是长期方向。居民可支配收入受疫情冲击严重，消费能力受损，“后疫情”时代收入和消费意愿逐步恢复，并向可选消费品传导。偏服务类的旅游、电影等行业还有较大提升空间，随着消费增速逐步向潜在水平逼近，消费进一步扩张也面临天花板。

(二) 货币政策回归常态，向紧信用环境过渡。

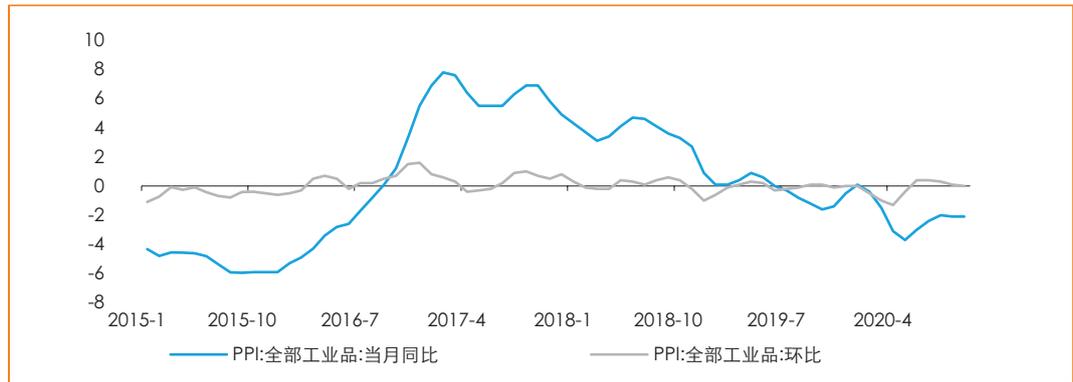
国内通胀整体温和。猪周期下行趋势确定，猪肉价格加速回落，猪通胀逐渐消退。疫情对服务品价格有拖累，核心CPI连续4月位于0.5%的历史低位，随着消费恢复，核心CPI有望回升，弱复苏走势下预计CPI较为温和。海外渐进复苏，而联储宽松政策不退出，美国通胀有望回升，大宗商品有涨价的空间，国内面临一定的输入性通胀压力。PPI修复进程缓慢，2021年中枢抬升，但在国内抑制地产的政策取向向下，黑色系上涨空间有限。

猪周期下行趋势确立



数据来源：Wind；数据时间：2020.1-2020.8。

PPI持续低位运行

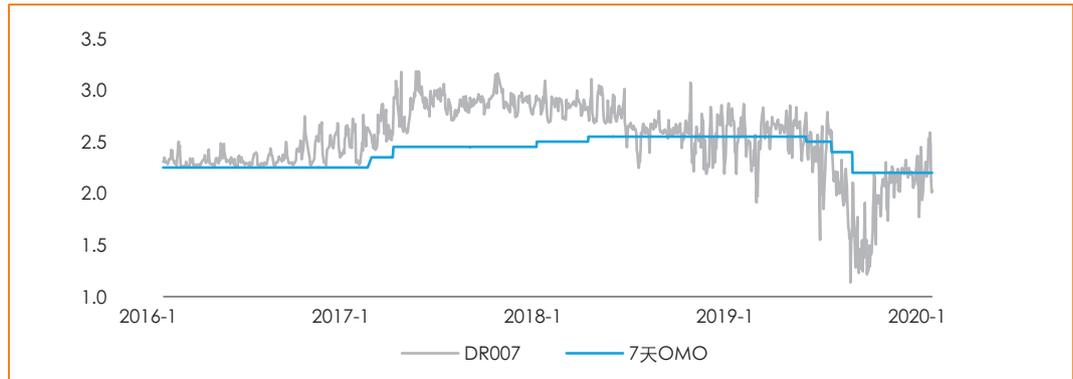


数据来源: Wind; 数据时间: 2015.1-2020.10。

紧信用环境下，谨防金融监管扰动。疫情冲击下，宽信用新政策推动宏观杠杆率飙升，四季度开始央行频繁提及杠杆率，国务院吹风会上表态特殊时期推出政策将适时适度调整，2021年稳杠杆政策下紧信用将是大环境。把握好稳增长与防风险的长效平衡或是未来货币政策重点，整治非标、压降结构性存款，金融监管动作不断。资管新规2021年面临落地，存量理财产品压降压力仍存。

跨周期政策思路下，货币政策回归正常化。货币政策从宽松回归常态的过程基本结束，跨周期的政策设计思路下，央行货币政策正常化先行，为应对内外不确定性预留充足空间。目前经济运行在央行的合意区间，人民币升值状态下，货币政策总量上松紧适度，更重视结构导向。央行公开市场滚动投放，维持资金面紧平衡，目前DR007中枢围绕政策利率波动，但存单价格高企，持续高于政策利率。

DR007回归政策利率附近波动



数据来源: Wind; 数据时间: 2016.1-2020.1。

存单价格突破政策利率持续上行



数据来源: Wind; 数据时间: 2016.2-2020.11。

(三) 债市调整较为充分，看好2021配置机会。

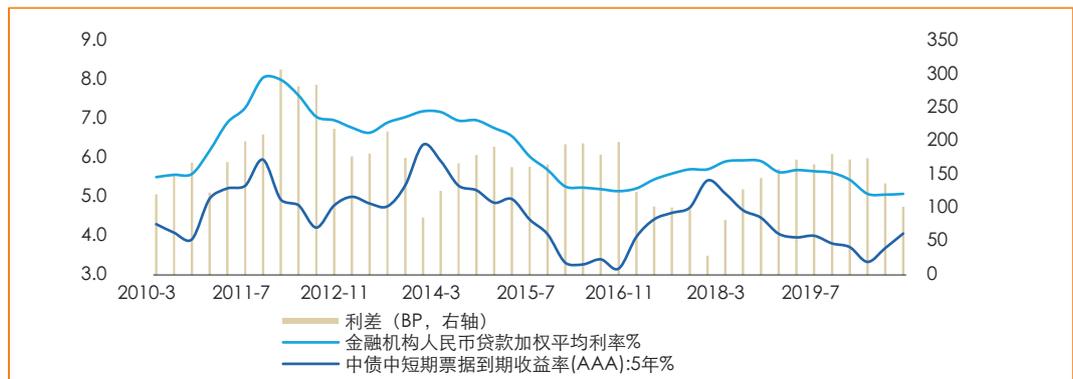
供给冲击减弱，供需关系改善。2021年赤字率和地方专项债回归正常水平，政府债券供给压力减轻，地方债新规要求加强监管、优化期限结构，缩短发行期限有利于减少对长债冲击。紧信用下银行发放贷款对债券配置力量的挤出减弱，银行配置力量有望回归。人民币升值趋势和高位中美利差下，外资流入趋势有望延续。



数据来源: Wind; 数据时间: 2020.1-2020.12。

债券估值中枢处于历史高位，负债约束明显修复。贷款利率与债券利率相比，利差100BP左右，处于历史较低水平，债券资产吸引力提升。理财产品收益率已经低于3Y AAA收益率，资产负债倒挂情况明显修复。未来银行表内资金和理财资金配债动力增强。

贷款利率与债券利率



数据来源: Wind; 数据时间: 2010.3-2020.9。

债券利率与理财利率



数据来源: Wind; 数据时间: 2015.1-2020.11。

债券策略：看好2021年债市配置机会。随着2021年新冠疫苗普及，海外有望逐步摆脱疫情冲击。主要经济体有望从修复逐步向常态化回归。美国分裂国会难以达成大规模财政刺激计划，美联储易松难紧，通胀预期向再通胀传导下，长端美债有走熊可能。

中美利率走势分化，国内独立性增强。逆周期政策退出，国内经济增速换挡潜在水平下移。稳杠杆和金融监管决定紧信用大环境，通胀相对温和难以对货币政策施压，债市有基本面支撑。

2020年债市负面扰动因素较多。货币政策中性偏紧，央行偏鹰表态容易引发资金面波动。银行负债端压力制约债市配置力量，叠加信用事件冲击扰动，年内债券市场负面扰动因素多。

年末债券收益率又创新高，带来建仓机会。由于2021年社融增速将放缓，经济增速也处于寻顶阶段，增长最快的阶段或许已经过去。目前债券也处于寻底阶段，在年底资金紧张和信用事件冲击的背景下，债券收益率又创新高，或是建仓机会。

2021上半年债市收益率或现见顶回落。未来收益率有望振荡中筑顶，不排除有收益率再小幅上行创新高的可能性，但对于2021年的债券市场并不悲观。基于对经济基本面在2021年上半年见顶的判断，2021年上半年债券收益率或出现见顶回落的机会。如果出现紧信用导致的经济和社融下降，可能出现趋势性的行情。

(四) 警惕一些可能的风险因素

1. 疫苗顺利推出后海外经济体如果强劲复苏，叠加海外通胀超预期，美联储年内货币政策提前正常化，将引发资本回流美国，造成新兴市场国家资产大幅调整。

2. 货币政策受宏观杠杆率攀升转鹰，资金面超预期紧张，引发收益率曲线在短端推升下走熊。资金中枢仍有抬升空间，警惕资金中枢水平和存单利率超调风险。

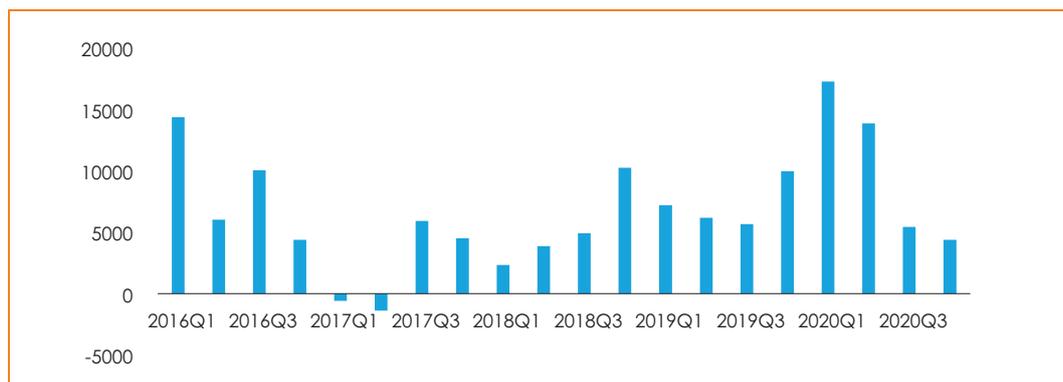
3. 信用事件持续冲击，估值调整和流动性分层下资管产品面临负债压力，信用体系面临重新定价，如果引发踩踏并向全部固收品种蔓延，调整可能非常剧烈。资管新规要求的时点2020年虽然做了延期，但最终未来面临落地的要求，理财产品净值化和久期匹配的要求，会制约市场配置力量。

4. 金融供给侧改革仍然长期制约债券市场的投资行为。

二、信用债策略

信用债市场:牛熊转换、融资回落。2020年信用债市场净融资有望超过2016年创下历史新高。从结构上看,上半年净融资额为3.11万亿元,创历史记录;下半年净融资额环比同比均大幅回落。年内信用债市场经历牛熊转换,二季度起收益率逐渐走高,年末信用债收益率接近五年来平均水平。信用债利差水平位于历史低位,普遍处于历史30%分位以下。

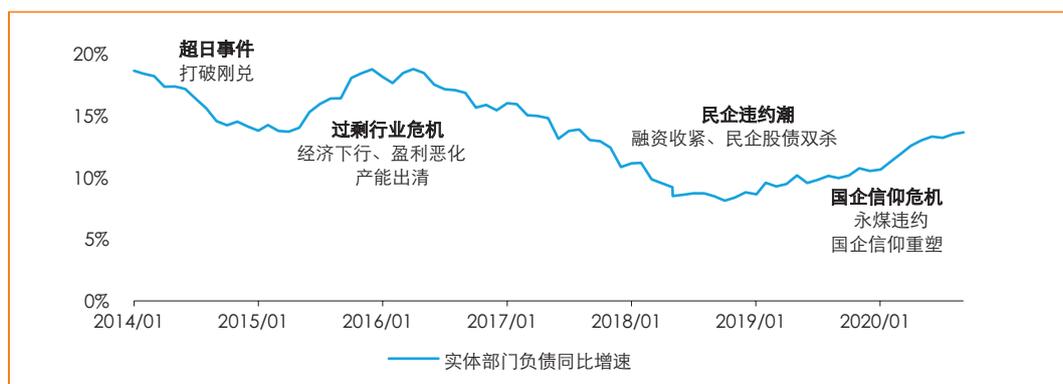
近年信用债净融资额(亿元)



注:信用债统计口径:企业债、公司债、中期票据、短期融资券、资产支持证券、定向工具;数据来源:Wind;数据时间:2016.3-2020.11。

高杠杆率下信用风险阶段性爆发或成为常态。历史经验表明,经济周期与债务周期叠加共振,企业违约率在经济过热期之后的“去杠杆”阶段呈上升态势。2015-2016,2018-2019两次违约高峰的背景均是宏观高杠杆率水平下实体部门负债增速的下行;2020年三季度以来,实体部门信用宽松见顶,伴生了产业国企的信仰危机。目前我国债市的5年累计平均违约率2.62%,低于全球4.31%的平均水平,长期看呈上升态势。

实体部门负债增速与信用违约潮



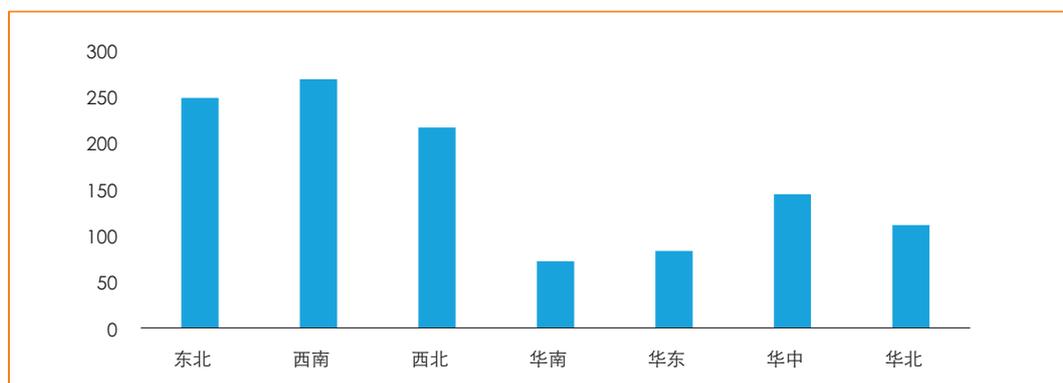
数据来源:Wind;数据时间:2014.1-2020.10。

结构性去杠杆下信用资质继续分化。结构性去杠杆政策框架逐步确立:2018年下半年以来,中央对宏观杠杆率的定调由去杠杆转向稳杠杆,提出“结构性去杠杆”的理念。区域债务统筹导致区域风险集中,中央“提高政治站位、履行主体责任”的要求将导致未来一段时期内同区域债务统筹程度增加,区域性风险更加集中。弱资质主体将成为结构性紧信用的牺牲品,2020年结构性去杠杆继续深入推进。弱资质主体的融资渠道进一步收窄,未来暴露风险的概率也大大增加。

信用债策略：资质分化引发信用再定价。利差中低位下市场定价面临调整，目前信用利差仍处在历史中低位，信用资质继续分化的背景下，部分弱资质主体利差补偿不足，利差水平仍将分化。债务统筹能力不强的区域“信仰弱化”、部分不具有债务统筹价值的主体面临融资收紧，信用利差均将进一步走阔。部分处于统筹能力较强区域，被“行业一刀切”错杀的主体的信用利差将最终修复。

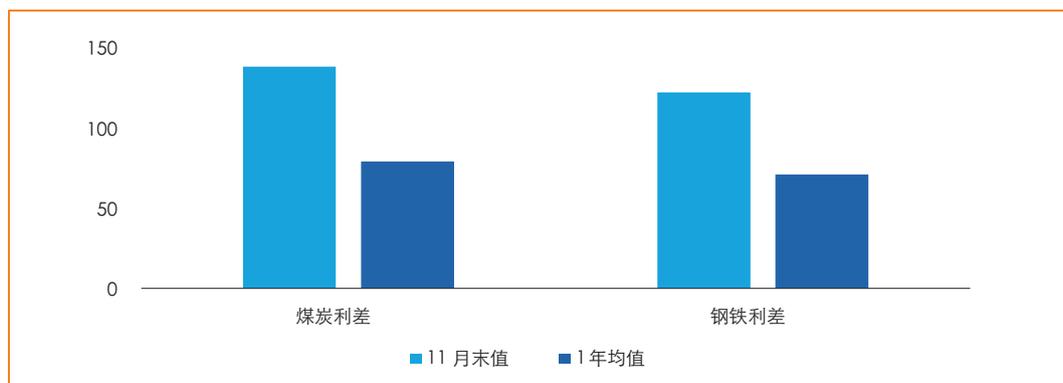
穿越周期的主体成为配置的优先选项。随着国内外经济的逐步复苏，非标融资压降和债市融资规范化的继续进行，面对“紧信用”的市场环境，能够穿越周期的主体将成为配置的优先选项，应优选具有长期自生能力的产业类主体和具有长期人口导入、产业导入能力的区域融资平台。

区域利差分化明显 (BP)



数据来源：Wind；数据时间：截至2020.11。

部分行业利差因违约事件冲击走阔 (BP)



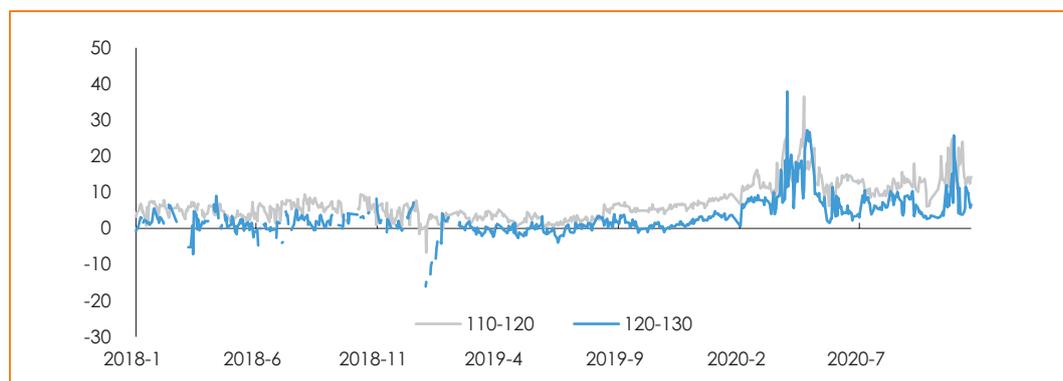
数据来源：Wind；数据时间：2019.12-2020.11。

三、可转债策略

当前转债市场估值整体偏贵。转债绝对价位仍处于较高水平：截至11月底，转债市场绝对价格中位数为118元左右。与2017年以来相比，该指标处于94%分位；转股溢价率基本已处于高位。转债平均隐含波动率也处于高位。20年5月后，转债隐含波动率持续在26-28%区间高位震荡，历史分位数基本在70%附近（2017年以来）。

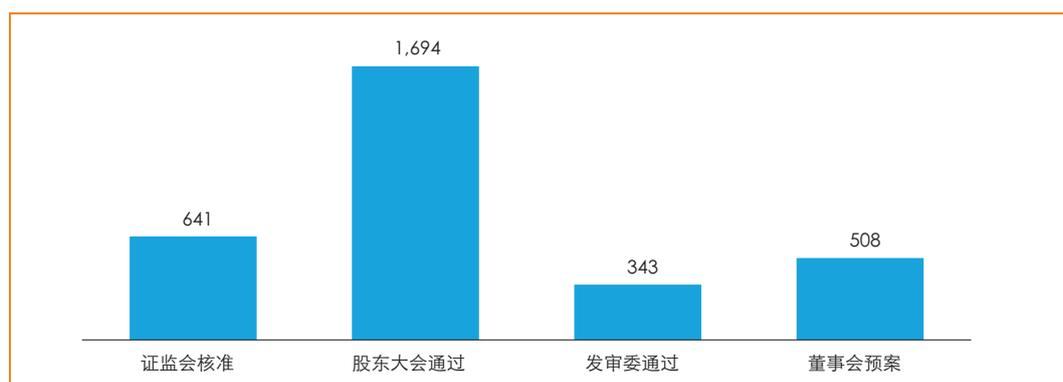
2021年新增供给规模相当，在不计入新增预案情况下，2021年转债融资规模或将达到1830亿。若考虑未来新增预案，保守估计也有1900-2200亿的供给规模。

转股溢价率 (%) 处于高位



数据来源: Wind; 数据时间: 2018.1-2020.11。

转债预告规模 (亿)



数据来源: Wind; 数据时间: 截至2020.11。

可转债策略：结构性行情下，精选行业个券。转债市场整体观点：虽然长期权益市场受到居民财富转移和人民币资产重估等因素值得期待，但短期看股债性价比回归中性，股市估值处于历史中偏高位置。从结构来看，经济修复的有利期，景气度延续的行业和低估值顺周期品种均有价值。转债整体偏中性谨慎，高估值+供给放量+广义流动性边际收紧，转债高估值难以维系，β行情难寻。

如何择券：对过去四年的历史回溯，高性价比、高平价、低估值因子胜出概率较大。在当前股市估值中偏高环境下，以低估值、高性价比为盾，以自上而下行业研究为主，选取低估值顺周期品种。基本面修复确定性较高、处于行业龙头地位的低估值顺周期标的最具性价比：金融优质品种、化工行业（估值分位60%）、机械设备行业（估值分位50%以下）

高景气度、高估值行业相关标的依然值得重视，行业大白马市场关注度高且估值较贵，需要紧密结合个股行研分析结果。

行业估值分位数（以过去10年）



数据来源：Wind；数据时间：截至2020.11.27。

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