

2021下半年度债券投资策略报告

2021年中期债市展望：循序渐进，低波动中寻找机会。

疫情后海外复苏进程分化，欧美服务业进入加速修复期，而生产国供给压力仍然较大。大宗商品涨价趋势下，通胀压力高企且持续性强。但美联储面对劳动力市场恢复偏慢及财政压力，预计货币政策较难实质性转向。

国内经济处于快速修复后自然回落的过程中，整体下行压力有限，但面临外需强、内需分化，服务业、中小企业仍受冲击，农民工和年轻人口就业等结构性问题。通胀方面，预计输入性通胀压力仍然较大，在上游价格持续处于高位的情况下，向下游传导或许只是时间问题。货币政策受到多重目标约束，将更加相机抉择，目前资金面处于偏低水平，预计未来仍将波动，下半年需警惕波动放大的风险。

当前债市收益率已处于合理水平，看好长期的配置价值。展望下半年，在类滞胀环境下，预计利率将延续窄幅波动，需在低波动中寻找机会。但需警惕通胀加速传导引发货币政策调整等风险。

信用债策略：资质分化引发信用再定价

在“总体稳杠杆、结构性紧信用”的政策框架下，信用再定价的进程仍将延续。目前信用利差处在历史低位，将大概率走阔。能够穿越周期的主体成为配置的优先选项，应优选具有长期造血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

转债估值经过年初的调整回归合理区间，但供给放量叠加广义流动性边际收紧的环境下，贝塔行情难寻，需自下而上挖掘个券机会。

其中，基本面向好、估值合理的中大盘转债适合作为底仓配置：例如金融、交运等行业的优质品种。同时，长期看好半导体、新能源等成长性细分赛道公司，但需要规避在阶段性估值高点介入。此外，正股护城河宽、转债估值不高的个券也值得重视：例如医药、环保、轻工、建材等行业的品种。

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。

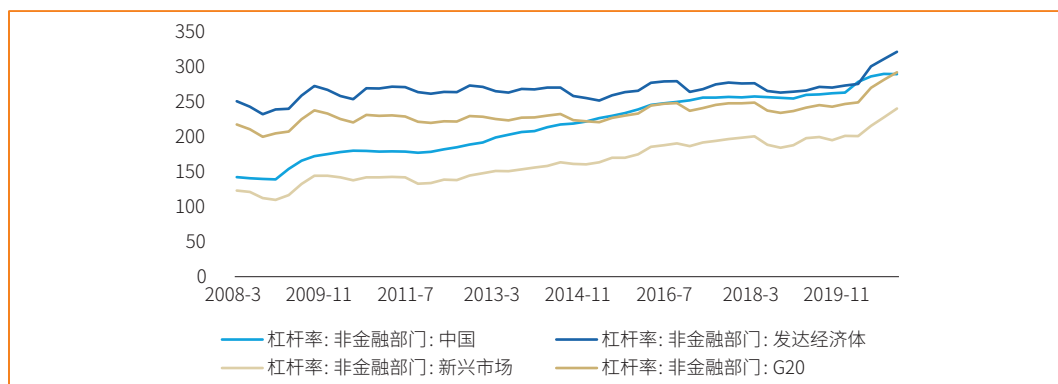
一、海外供需缺口恢复偏慢，联储不会过快转向

海外疫情复苏分化，欧美服务业进入加速修复期。美国财政刺激支撑消费需求，但面临逐步退坡，地产补库有望延续，成为投资的主要拉动力量，基建面临政治和债务约束。美国供需缺口修复缓慢，大宗商品涨价带动下，通胀压力高企，持续性强。美联储如何退出面临难题，劳动力市场的恢复偏慢，叠加财政压力，预计联储货币政策较难实质转向。

（一）全球债务规模快速增长，低利率陷阱覆水难收

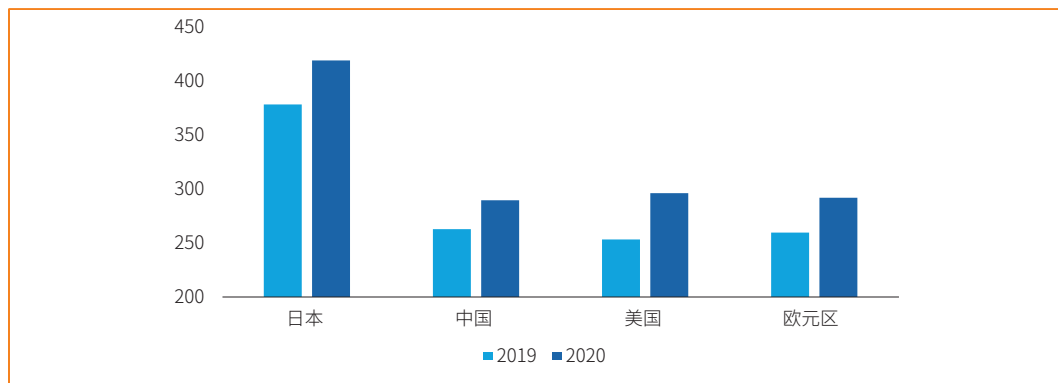
2020年全球债务增加24万亿美元至281万亿美元，相当于全球经济规模的3.5倍。比2019年提高35%。资本边际产出下降，劳动生产率下降，K型复苏加重消费困境，巨额债务难以退出。债务主权化和MMT似乎是必由之路，或者说低利率陷阱难以退出。

全球债务持续增长



数据来源：Wind；数据时间：2008.3-2020.9。

疫情以来主要经济体杠杆率快速攀升



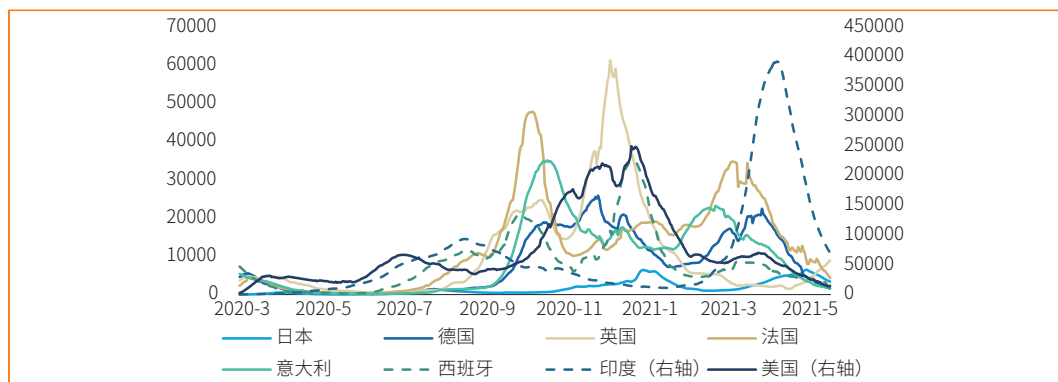
数据来源：Wind；数据时间：2019-2020。

（二）全球疫情分化，欧美进入接种高峰，生产国遥遥无期

欧美疫苗供应较为充足，接种有序推进下，三季度有望达到接种高峰，甚至年底群体免疫。部分亚洲及拉美国家处于疫情震中，疫苗产能不足，叠加变异病毒和医疗系统挤兑影响，预计摆脱疫情冲击过程较为漫长。

全球范围而言，消费国与原料生产国疫情分化下，供需缺口和复苏不均衡的问题将长期存在。

海外疫情走势有所分化，发达经济体新增确诊普遍回落，日本印度再扩张（例）

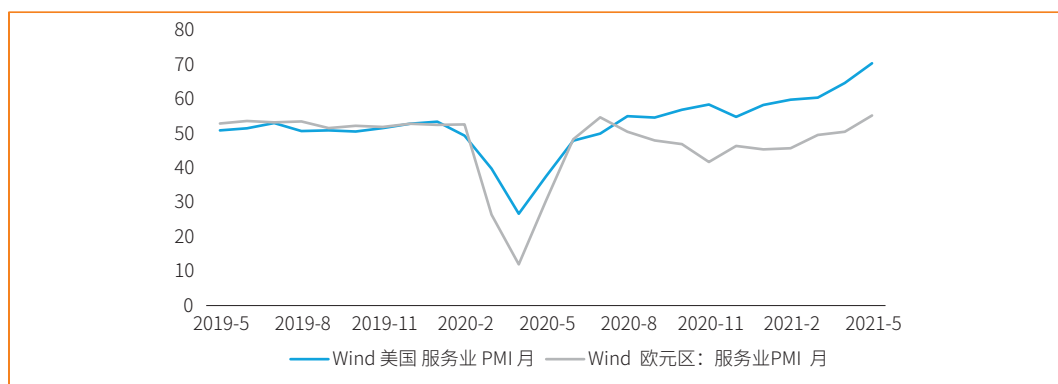


数据来源：Wind；数据时间：2020.1-2021.6。

（三）欧美服务业未来加速修复，接力制造业复苏

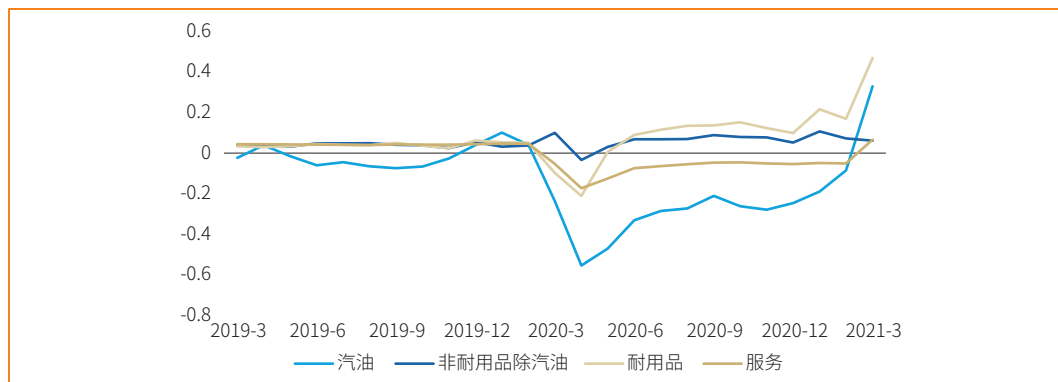
疫苗接种提速对于服务业的利好最为直接，社交隔离逐步取消，群聚社交活动加速修复，服务业加速修复可带动服务业就业回升。但服务业产业链条较短，对制造业等其它经济部门的拉动作用有限。

欧美服务业加速修复



数据来源：Wind；数据时间：2019.5-2021.5。

疫情影响下服务消费恢复最慢，耐用消费品创下30年新高



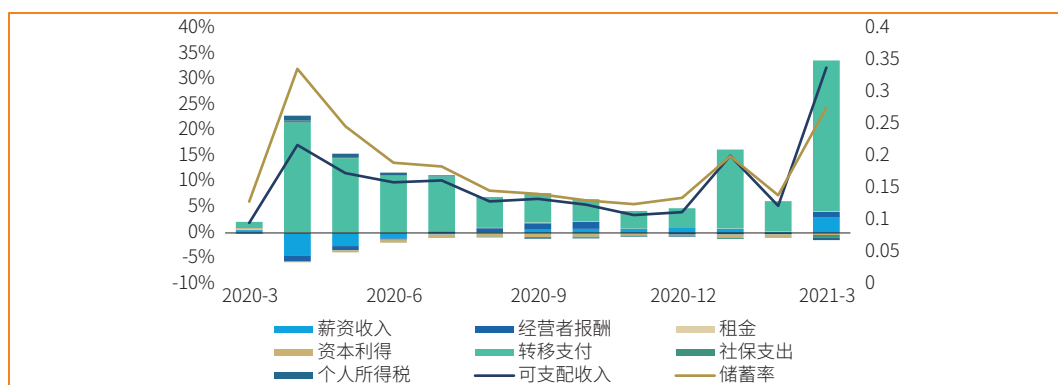
数据来源：Wind；数据时间：2019.3-2021.3。

（四）零售和耐用品消费过度依赖补贴，持续性不强

3-4月1400美元支票发放，及目前每周300美元的补充失业金，呵护居民收入，但就业意愿低迷，部分州已宣布从6月开始停发失业金。居民消费特别是耐用品消费处于历史高位，进一步上行空间有限。伴随财政补贴退坡有走弱的可能。

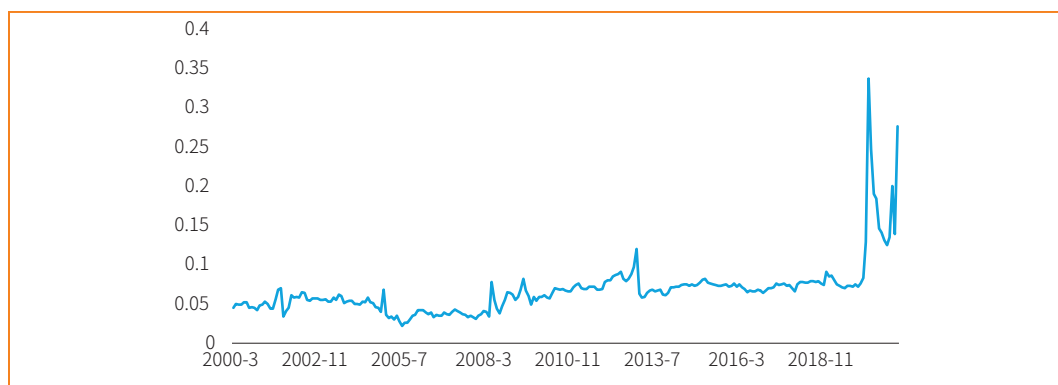
持续财政刺激推高居民储蓄，储蓄率高于疫情前水平，对消费构成支撑。

财政补贴作用下居民收入不降反升



数据来源：Wind；数据时间：2020.3-2021.3。

美国居民储蓄率远高于疫情前水平

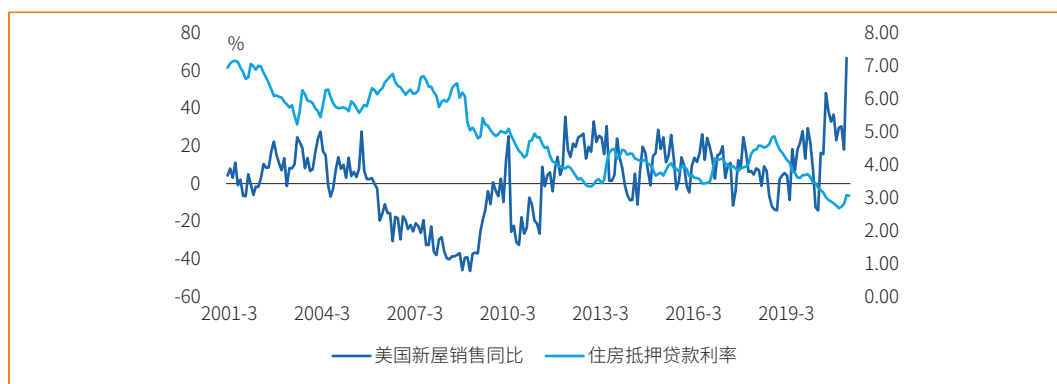


数据来源：Wind；数据时间：2020.3-2021.3。

（五）美国地产高景气，补库有望延续

疫情以来美国房地产行业景气度维持高位，居民房屋购置需求强劲，今年以来利率低位抬升，对销售的影响较为缓慢。新开工稳步回升，地产补库趋势延续，新屋去化周期处于历史低位。

美国利率水平与地产销售负相关

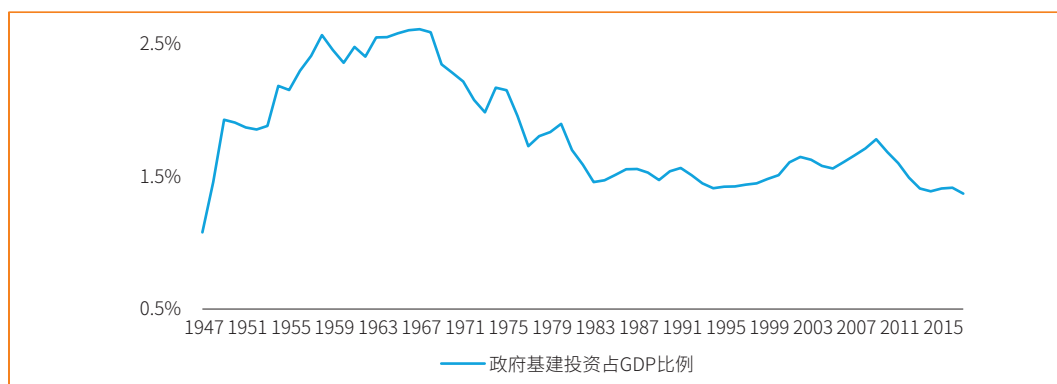


数据来源：Wind；数据时间：2001.3-2021.3。

（六）拜登基建计划面临政治约束和债务约束

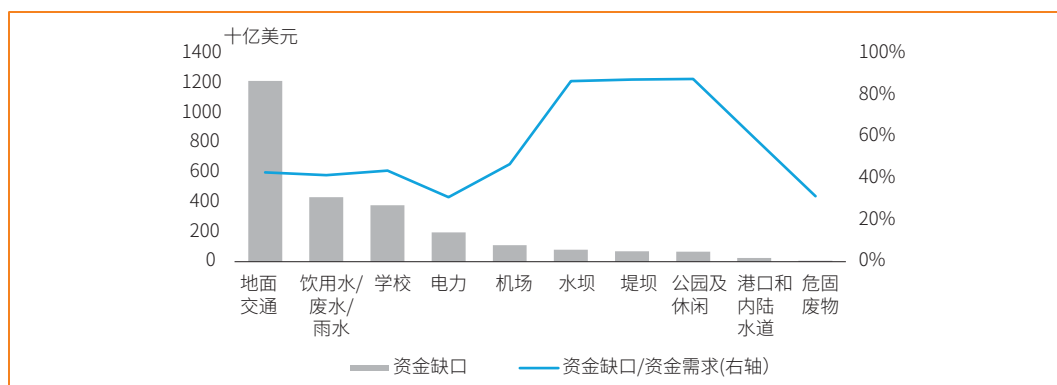
两党在基建计划金额上存在较大分歧，民主党两院优势微弱，基建计划不断缩水，资金缺口问题仍存，21财年出台面临一定政治约束。计划方案历时8年，兼顾传统基建和新能源领域，预计每年投资规模有限，对经济的拉动或偏长期。

美国政府基建投资在1968年后持续偏低



数据来源：Wind；数据时间：1947-2017。

地面交通领域仍然存在较大的资金缺口

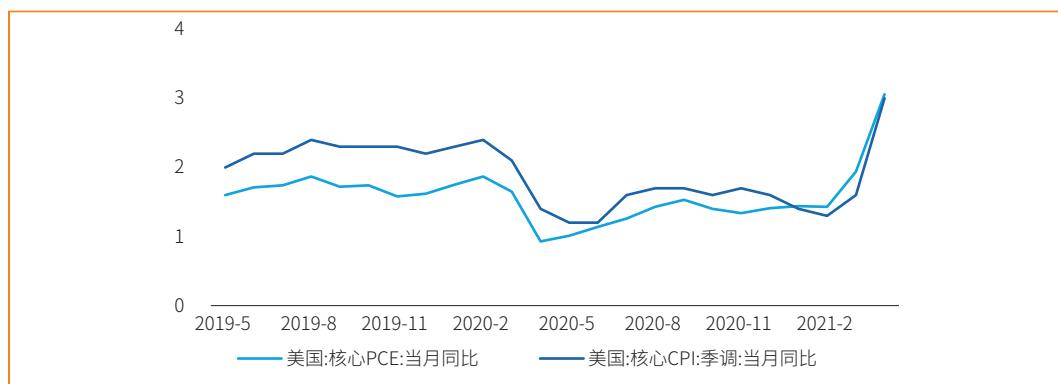


数据来源：Wind；数据时间：截至2021.6。

（七）供需缺口恢复缓慢，美国通胀压力显著上升

生产端的恢复进度偏慢，供需缺口短期高位，美国贸易逆差创新高，推升通胀水平。受低基数因素和环比价格上升推动，4月核心CPI上升至3.0%，核心PCE3.06%，通胀压力明显上升。通胀压力未来将持续提升，预计年末美国CPI将攀升至5%以上，核心CPI攀升至4.5%以上。

美国核心通胀高企



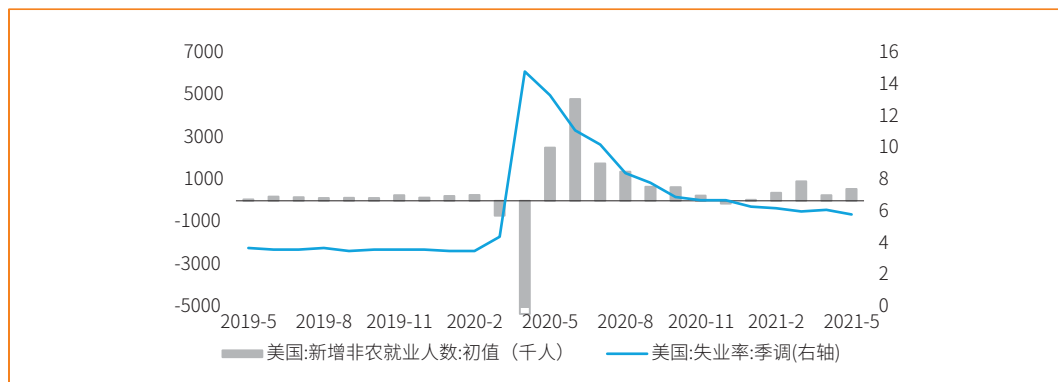
数据来源: Wind; 数据时间: 2019.5-2021.4。

（八）联储货币政策实质已被财政和债务捆绑

高企的通胀压力与逐步恢复的劳动力市场加大货币政策调整的担忧，但劳动力市场的恢复并非一帆风顺。参考历史经验，联储不会过快转向。

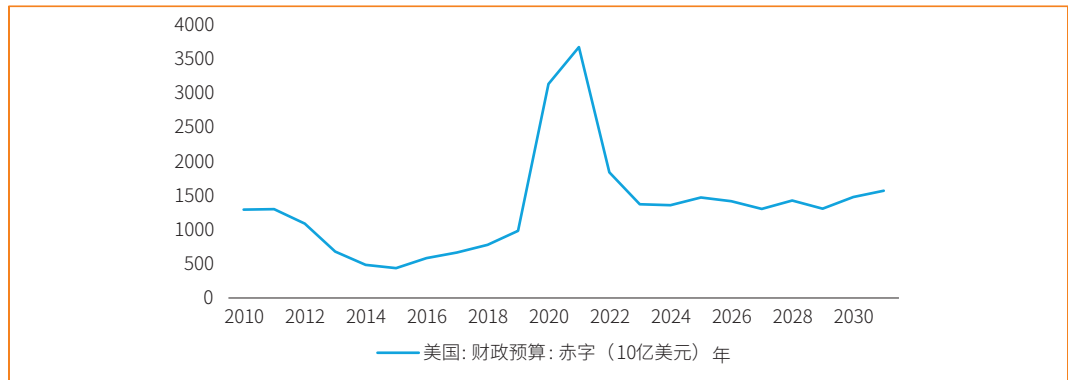
本轮刺激周期与2013的核心差别是，22年之前美国面临较大的财政赤字压力，联储的货币政策配合。市场对三季度缩减的预期较为充分，联储吸取13年教训，前瞻指引频率提升，预计对市场冲击缓和。

美国劳动力市场恢复并非一帆风顺



数据来源: Wind; 数据时间: 2019.5-2021.5。

美国财政预算面临较大压力



数据来源：Wind，数据时间：2010-2031。

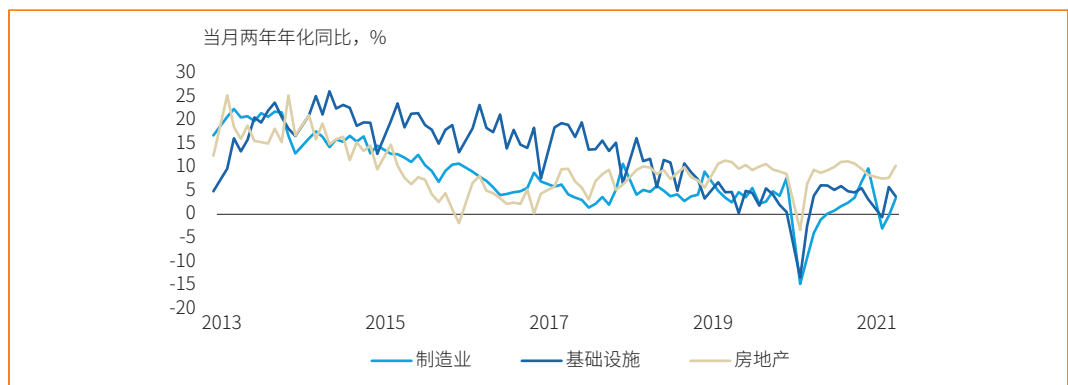
二、国内经济韧性强，信用回落对经济影响有限

（一）国内经济复苏自然放缓，结构问题尚不会导致经济失速

经济处于修复的通道中，但仍未达到潜在增长中枢，与疫情前也有差距。经济填坑效应结束后环比增速开始放缓也是正常现象。基数效应导致今年对经济数据的观测较为困难，因此市场存在分歧。

结构性问题表现在：外需强、内需分化，服务业、中小企业仍受冲击，农民工和年轻人口就业问题。

三大投资增速变化



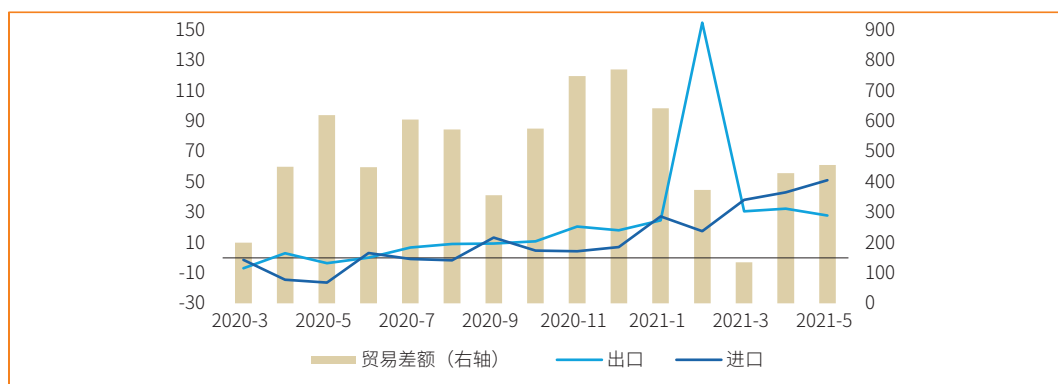
数据来源：Wind；数据时间：2013-2021。

（二）基数效应下二季度是出口顶峰，但全年韧性仍强

受益于美国一季度财政补贴，外需持续旺盛。东南亚疫情影响生产端供给恢复，上半年我国出口表现较为强势。

外需缓慢回落决定二季度我国出口顶点，但供需差修复进度慢、我国全产业链特征背景下，预计全年出口维持韧性。

进出口增速



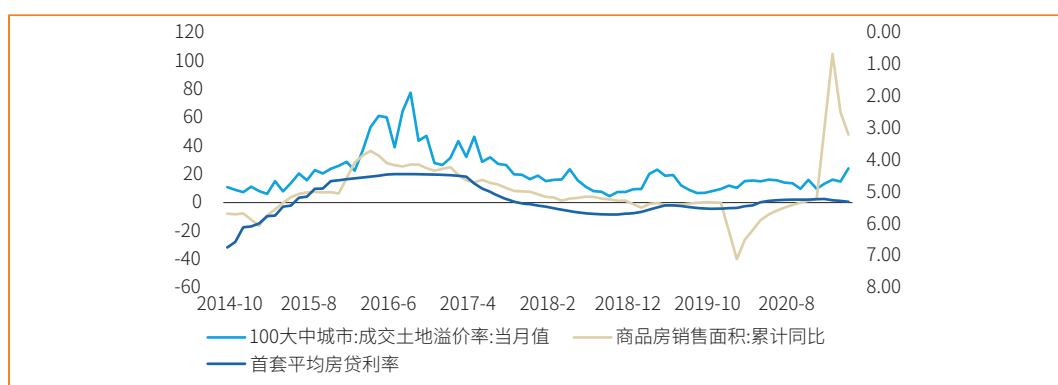
数据来源：Wind；数据时间：2020.3-2021.5。

（三）地产政策强干预下，投资下半年有放缓迹象

“三条红线”“信贷集中度考核”等政策对于房地融资的影响在持续，房贷利率上行与限购政策收紧限制购房需求，上海深圳等一线城市和强二线城市成交量下降。

房贷利率已经趋涨，但其对地产市场的影响尚未显现

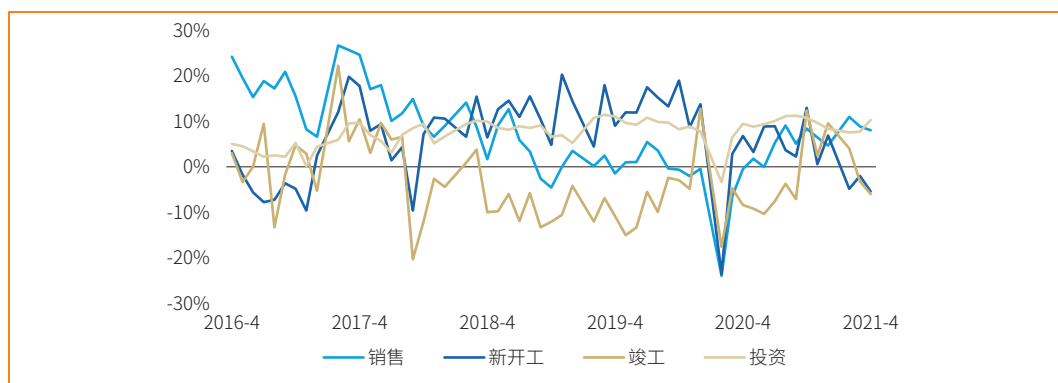
（左轴：成交土地溢价率当月值、商品房销售面积累计同比；右轴：首套平均房贷利率）



数据来源：Wind；数据时间：2014.10-2021.3。

地产销售增速维持高位，居民中长期贷款稳定，保障了房企的经营回款。新开工增速有所放缓，施工增速维持高位，地产投资预计稳步放缓。

地产销售和韧性投资



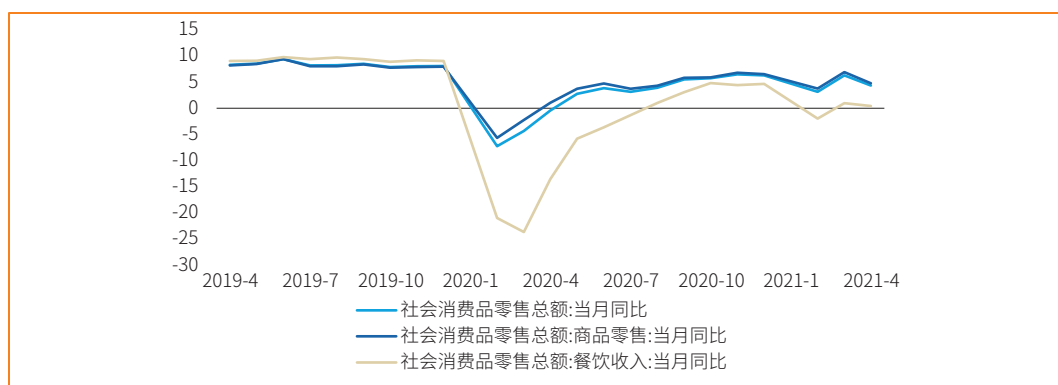
数据来源：Wind；数据时间：2016.4-2021.4。

（四）消费遇到结构性难题，难以回到疫情前水平

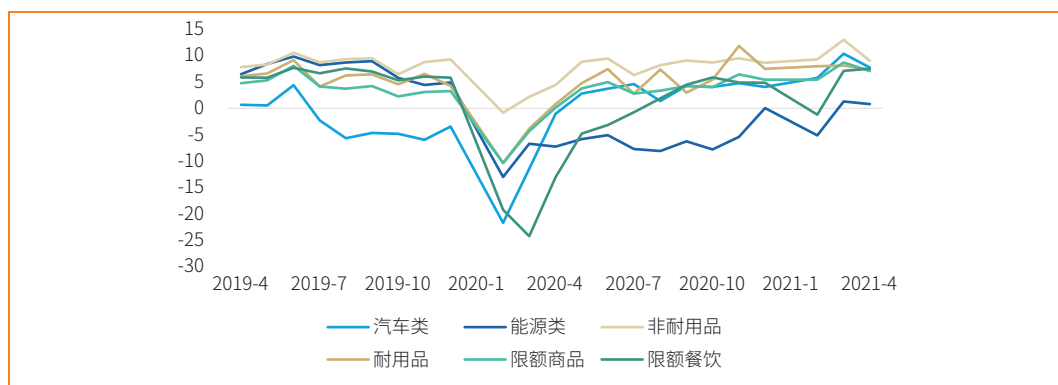
从两年复合增速来看，消费的恢复遇到波折，尚难恢复到过去9%左右的中枢水平，其中餐饮、交通、住宿消费恢复较为缓慢。疫情后预防性储蓄需求抬升，抑制边际消费倾向。

经济K型复苏，贫富差距分化也拖累整体消费水平的恢复，而且这一差距似乎开始造成长期的消费损害。

从两年复合增长率来看，2021年Q1社零餐饮收入增速持续修复，但仍相对较慢



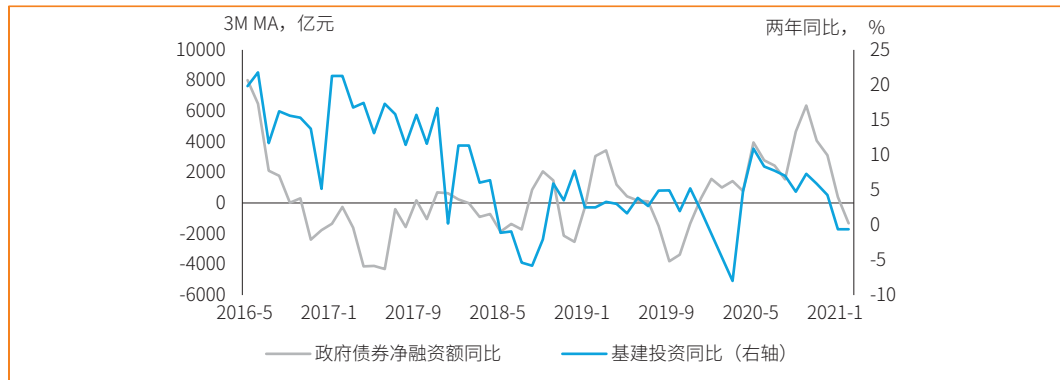
从社零分项走势来看，2021年3月限额以上餐饮收入复合增速环比有所回落



（五）地方政府投资遇到债务约束和项目管控

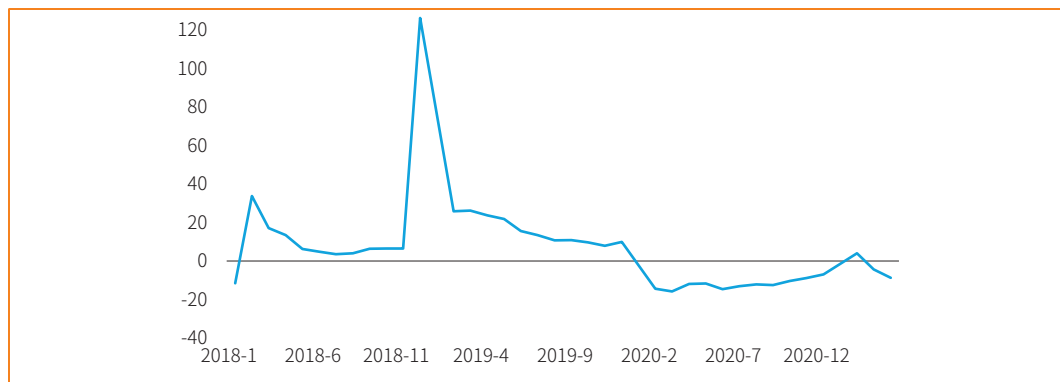
项目储备不足的问题未解决，地方专项债管控趋严，宏观上防风险的重要性大于托底经济。地方债发行滞后，资金跟着项目走的原则持续贯彻落实，地方债甚至开始担心用不完的问题。政府债务终身问责、抓实化解地方政府隐性债务的政策基调下，地方政府推动基建投资意愿不强。有利于长期提高地方项目质量。

政府债券发行节奏缓慢，基建增速回落



数据来源：Wind；数据时间：2016.5-2021.1。

一般预算支出中基建支出持续偏弱（同比，%）



数据来源：Wind；数据时间：2018.1-2021.3。

三、通胀高企有传导风险，警惕资金价格中枢抬升风险

货币政策受到多重目标约束，目前缺乏主线。货币政策更加相机抉择，反映在资金面上就是波动加大，未来资金还会波动。实质的基准利率调整或需等到美国政策明朗后再做动作，避免人民币和资本流动大幅波动。

（一）大宗商品再通胀的趋势难言终结

生产国的供给短缺尚难恢复，欧美复苏和财政刺激持续带来需求，如果再叠加美国宽松货币政策退出缓慢，工业品通胀还将持续。从美国对通胀表态的容忍度来看，这一风险不能小觑。

本轮国内双碳目标和安全生产限制了黑色商品的供给预期，而上半年国内实际需求也不差。内外共振导致PPI持续超预期，很多商品创出近十年新高，预计中枢回落缓慢，对下游成本端影响显著。

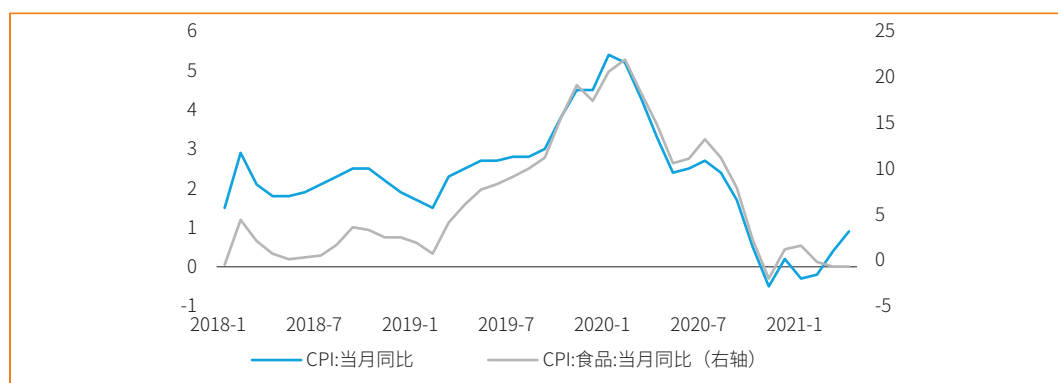
（二）警惕通胀向中下游传导，明年CPI通胀风险更大

受食品价格特别是猪肉价格持续回落拖累，CPI年内保持低位，但工业品价格向消费品和服务的传导只是时间问题，预计核心CPI不断抬升，随着猪价在三季度触底，明年CPI压力可能很大。

大宗商品价格上涨引发高层关注，但靠价格行政管制并不能解决供求矛盾的根本问题，

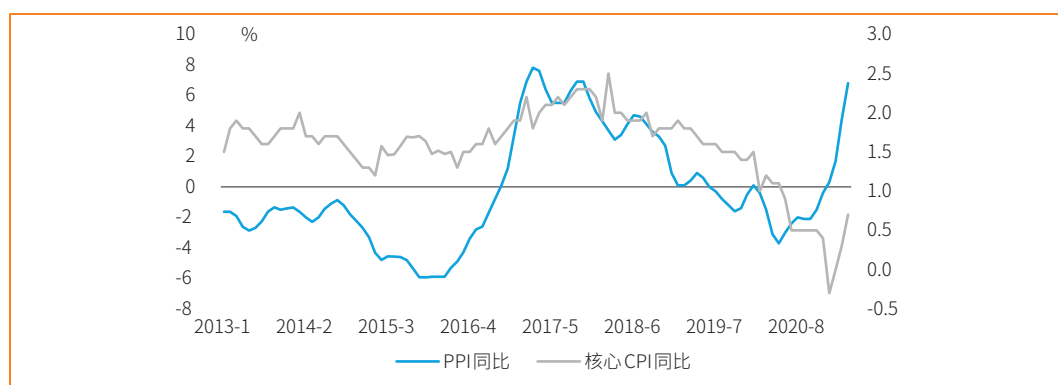
对输入型通胀也是无能为力。

受食品价格拖累，CPI大幅上行风险不高



数据来源: Wind; 数据时间: 2019.4-2021.4。

PPI仍将对核心CPI进行传导



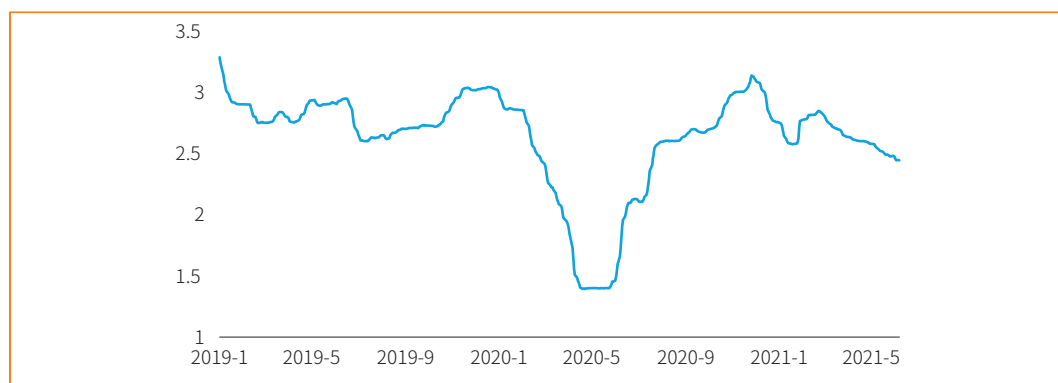
数据来源: Wind; 数据时间: 2019.4-2021.4。

(三) 下半年资金价格中枢可能抬升

资金价格持续宽松，SHIBOR 3M价格低于一月份，创本轮货币政策正常化后新低；存单价格显著低于MLF价格；二季度非银感到资金过剩，隔夜利率维持超低水平，一反常态。

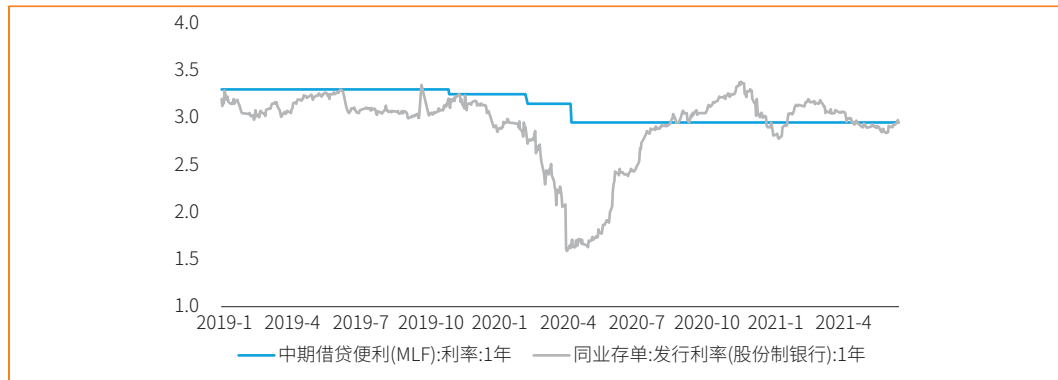
上半年债券供给短缺，三季度发行逐步放量，资金水位不可持续。不排除出现供给冲击或央行主动控制杠杆率的情况下资金加速回收的可能。

SHIBOR3M价格创2020年8月来新低



数据来源: Wind; 数据时间: 2019.1-2021.4。

存单价格与MLF价格倒挂



数据来源：Wind；数据时间：2019.1-2021.6。

（四）后疫情时期的多重约束下，货币政策缺乏主线的“反复无常”

虽然基准利率未动，但如果观测银行间资金利率如隔夜价格利率，可以发现去年到现在在资金面已经经历了几轮松紧，资金利率波动之大，在历史上是十分罕见的：1）去年2-4月隔夜低于1%的超宽松时期。2）去年5-8月的突然收紧。3）去年11月-今年1月的再次缓解。4）今年春节前最高20%资金利率，银行缺钱。5）今年3-6月风平浪静，每天100亿回购的“岁月静好”。

背后的根本原因是疫情后经济形势复杂，分化，不均衡，货币政策的目标就更为复杂。这两年从央行表态来看考虑过以下目标：防系统性风险；控制宏观杠杆率和地方债务风险；防止资产价格泡沫；防止银行间高杠杆，资金套利；保持人民币汇率基本稳定；支持中小企业等。未来还会加入防通胀。

货币政策更加相机抉择，反映在资金面上就是波动加大，未来资金还会波动，而对通胀的考虑因素将会越来越大，尤其是在明年CPI面临低基数。因此我们认为二季度就是资金的价格最低最平稳的阶段，未来资金波动性加大，易紧难松。

实质的基准利率调整要等到美国政策明朗后再做动作，避免人民币和资本流动大幅波动。

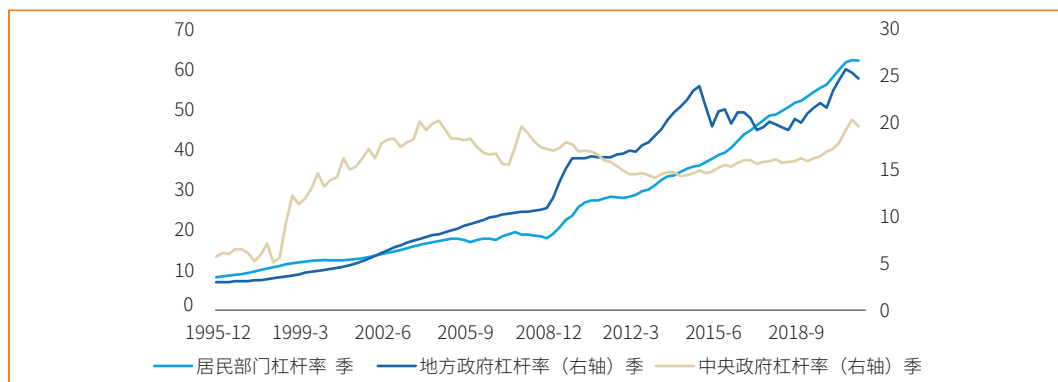
（五）紧信用相对温和，和18年有本质区别

上半年融资需求旺盛，新增贷款规模超预期，信贷结构良好，中长期贷款维持高位。和18年不同的是，目前对中小企业仍然是呵护的状态，不会做一刀切。

在稳杠杆和不急转弯的政策基调下，预计政策不会强压信贷，稳定市场预期也需要保持适宜的融资环境，可以适当淡化信用收缩对经济的负面影响。

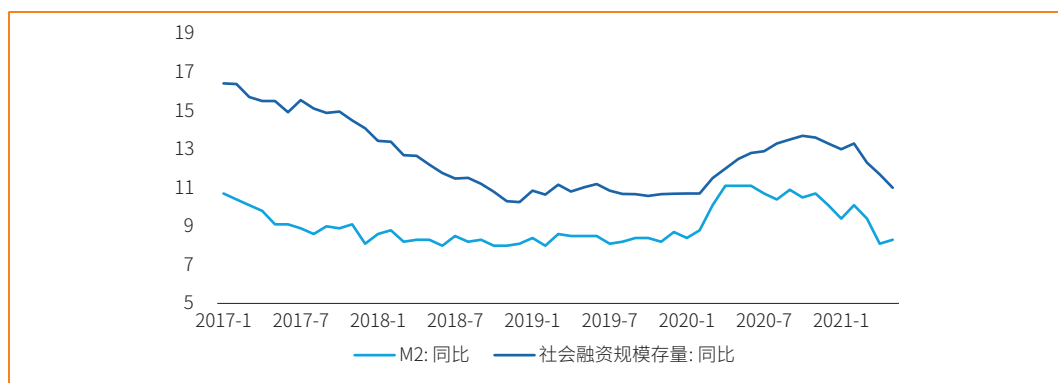
压降宏观杠杆率主要体现在压非标融资和政府融资上，以及靠时间换空间消化。

宏观杠杆率需要控制



数据来源: Wind; 数据时间: 1995.12-2021.3。

信用指标下行接近底部



数据来源: Wind; 数据时间: 2017.1-2021.1。

(六) 人民币汇率升值空间有限

近期人民币升值预期带动海外资金加速流入,提振国内股债市场。主要源于弱美元和强贸易顺差,在美国经济加速恢复,联储货币政策调整的预期下,叠加出口边际走弱的趋势,预计汇率短期强势表现难以延续。

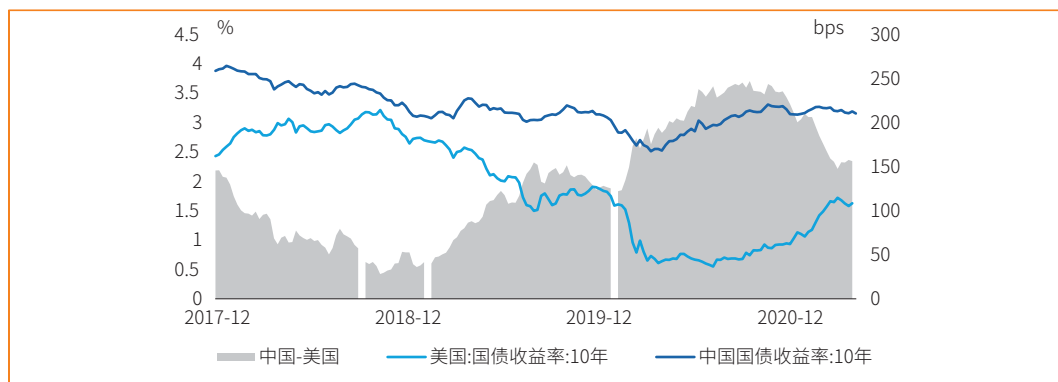
以升值应对通胀的效果有限,而对出口企业产生负面冲击会带来更大的压力。近期频繁出台的汇率措施表明央行意图削弱市场的升值预期,增强汇率弹性。

弱美元带动人民币升值



数据来源: Wind; 数据时间: 2018.1-2.2021.6。

利差高位决定外资持续流入

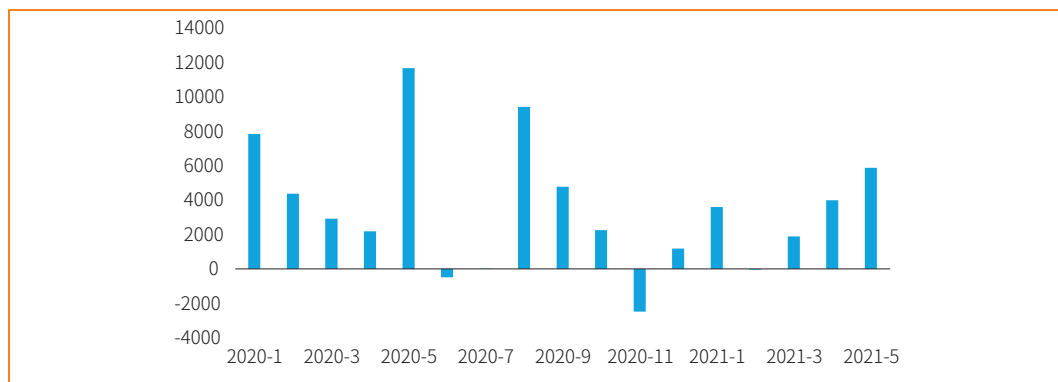


数据来源: Wind; 数据时间: 2018.1-2021.5。

(七) 地方债发行逐步放量，利率债供不应求蜜月期已过

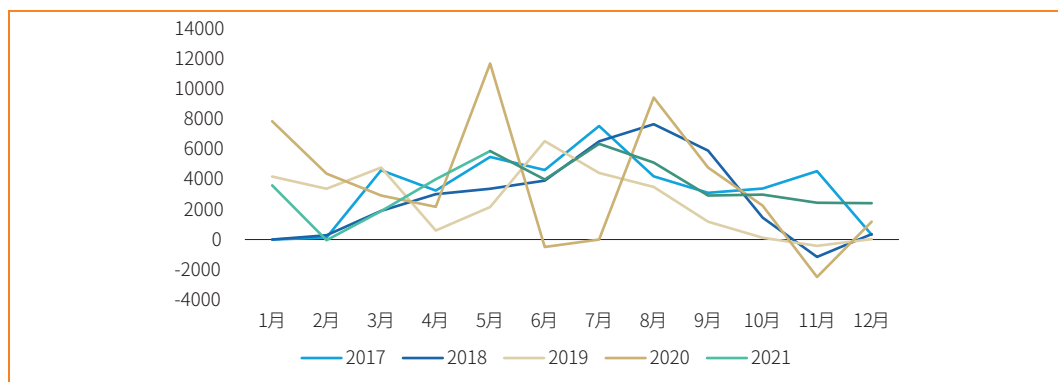
地方债发行节奏偏慢，1-5月新增专项债仅完成全年额度16%，专项债项目储备不足且审批趋严导致发债意愿下降。结合各省已经公布的发行计划测算，6月份发行进一步放量，三季度达到高峰，一定程度上缓和银行配置压力。但今年银行的配置压力很大，配置盘仍然给债市带来支撑。

前5月发行节奏偏慢



数据来源: Wind; 数据时间: 2020.1-2021.5。

地方债融资节奏预计



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理; 数据时间: 2017.1-2021.5。

（八）收益率水平处于2015年后中枢水平，与资金面的波动联系加强

目前收益率水平稳定在3-3.3%之间，处于2015年后的中枢水平。曲线也处于正常化的陡峭程度。在当前总量稳健，结构分化的经济环境以及十分稳定的资金水平中，国债难以突破3-3.3%的波动中枢。

二季度的资金大稳定是暂时的，未来资金波动加剧的风险大于基本面的波动。鉴于目前较低的资金水平，利率下半年有一定跟随资金面调整的风险。下半年货币政策也可能更多开始考虑通胀因素。



四、调整迎良机，低波动行情下重配置

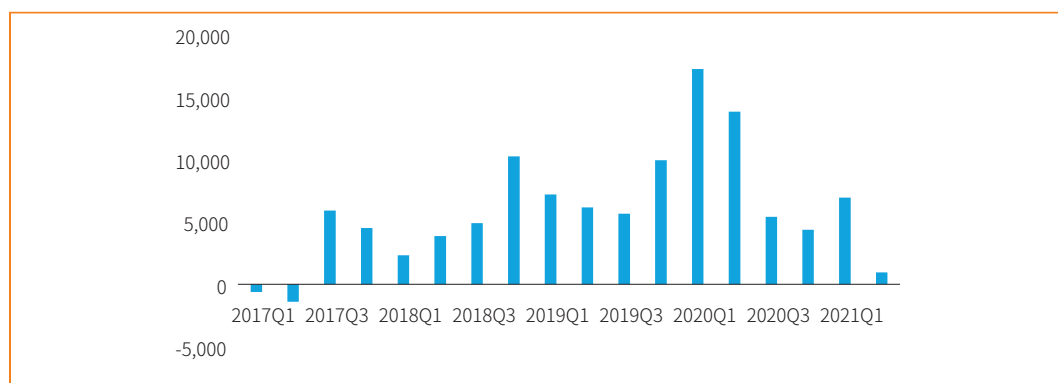
债市面临类滞胀环境，后续地方债发行加大供给，资金价格中枢有抬升的压力。目前阶段利率维持2015年后中枢水平，表现为窄幅波动，如果出现通胀加速传导的迹象，货币政策调整可能引发债市波动。

（一）信用债

1. 净融资同比回落、收益率下行、信用利差低位

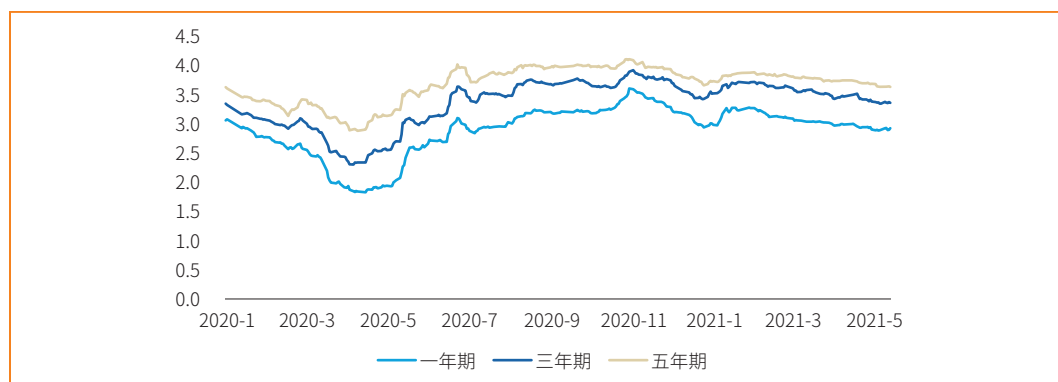
2021年1-5月信用债市场净融资额为7925亿元，同比下滑71.6%，融资下滑除基数因素外，亦与部分行业、部分地区融资条件恶化有关。

近年信用债净融资额（亿元）



上半年信用债市场走势与资金市场密切相关，2月下旬以来，随着资金价格渐趋平稳，收益率逐渐走低，但整体而言今年以来收益率波动幅度较小。信用债利差水平位于历史低位，除五年期AA外，普遍处于历史15%分位以下。

各期限AAA公司到期收益率变化



数据来源: Wind; 数据时间: 2020.1-2021.5。

各期限城投债利差水平

评级	期限	当前值	历史分位数
AAA	1Y	53.1	2.5%
	3Y	57.6	10.1%
	5Y	69.1	9.8%
AA+	1Y	62.8	3.4%
	3Y	69.6	6.9%
	5Y	87.1	12.1%
AA	1Y	73.8	3.9%
	3Y	94.1	12.5%
	5Y	132.6	26.6%

数据来源: Wind; 历史分位数取近十年数据。

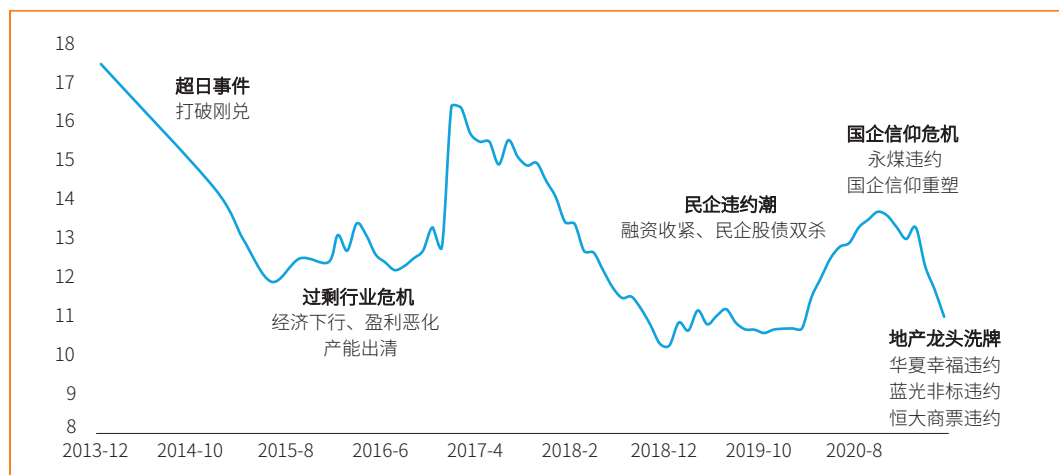
2. 高杠杆率下信用风险阶段性爆发成为常态

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。

社融增速与信用违约潮



数据来源: wind; 数据时间: 2014.1-2021.5。

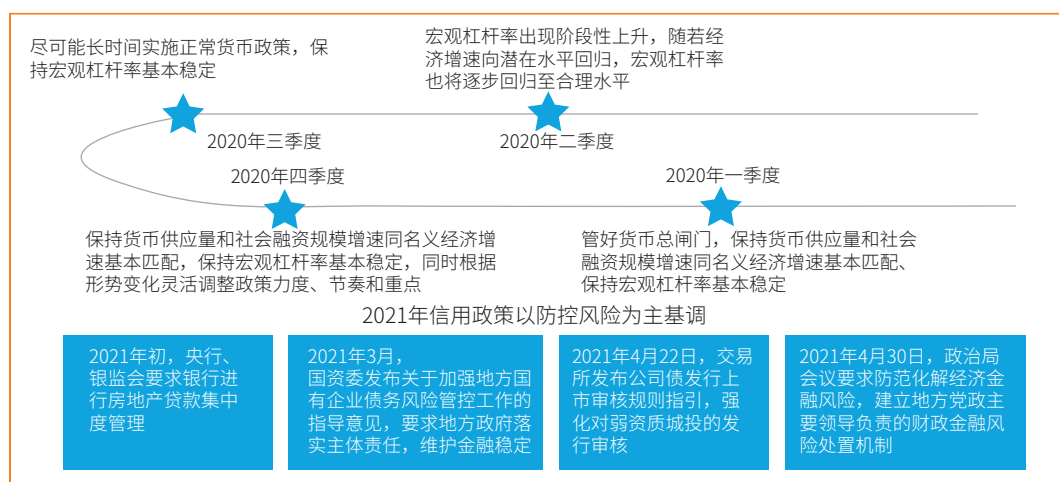
3. 总体稳杠杆、结构性紧信用下信用基本面继续分化

总体稳杠杆、结构性紧信用的政策框架逐步确立2021以来，中央实际采取了总体稳杠杆，结构性紧信用的政策框架，强调货币供应与经济增长的匹配。

防控风险成为政策着力点永煤事件及其后续影响实际突破了“稳杠杆”的政策底线，防控风险成为政策的着力点，高杠杆、弱资质主体的债务扩张成为重点防控对象。

部分边缘主体成为结构性紧信用的牺牲品。压降融资性信托、压降地产企业债务、查处结构化发行等结构性紧信用政策的实施使边缘主体的融资渠道进一步收窄，暴露风险的概率也大大增加。

疫情后，央行追求宏观杠杆率稳定



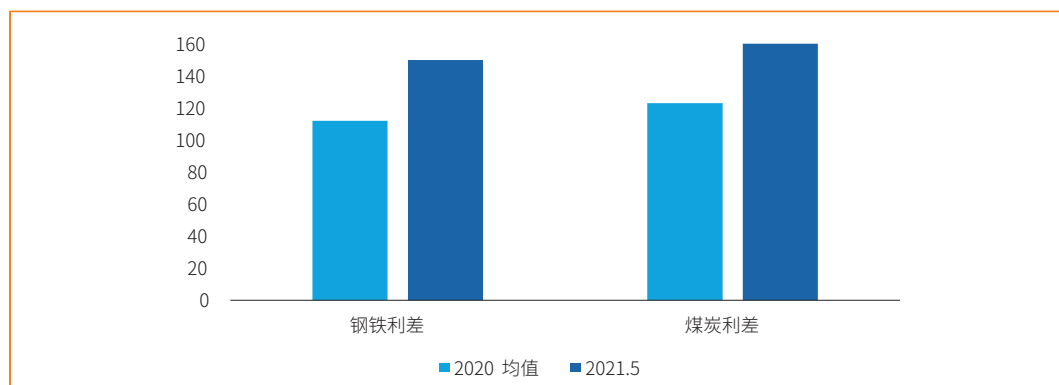
资料来源: 中国人民银行。

4. 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。目前信用利差处在历史低位，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。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。

周期行业利差仍未完全修复（BP）



数据来源：Wind；数据时间：2020-2021.5。

（二）可转债

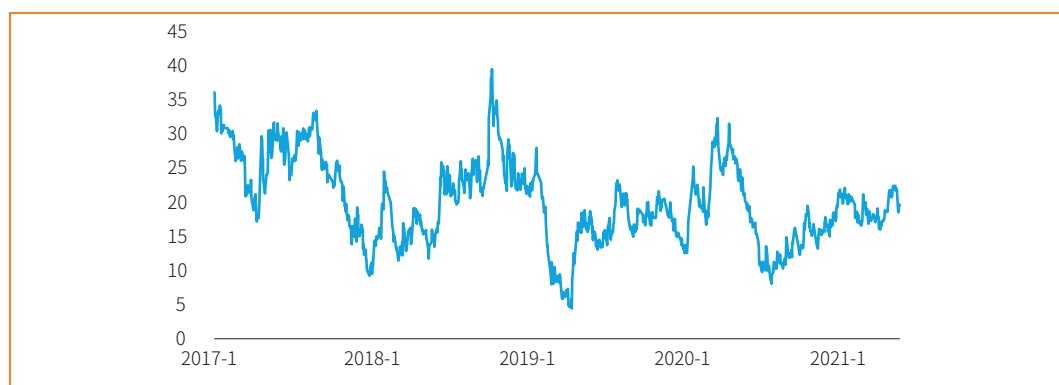
1. 当前转债市场估值处于合理区间

转债绝对价位仍处于较高水平：截至6月初，转债市场绝对价格中位数为112元左右，与17年以来相比，该指标处于71%分位。

估值处于合理区间：截至6月初，转股溢价率中位数为19.5%，处于2017年来的52%分位；转债隐含波动率为28%，处于2017年来的76%分位。

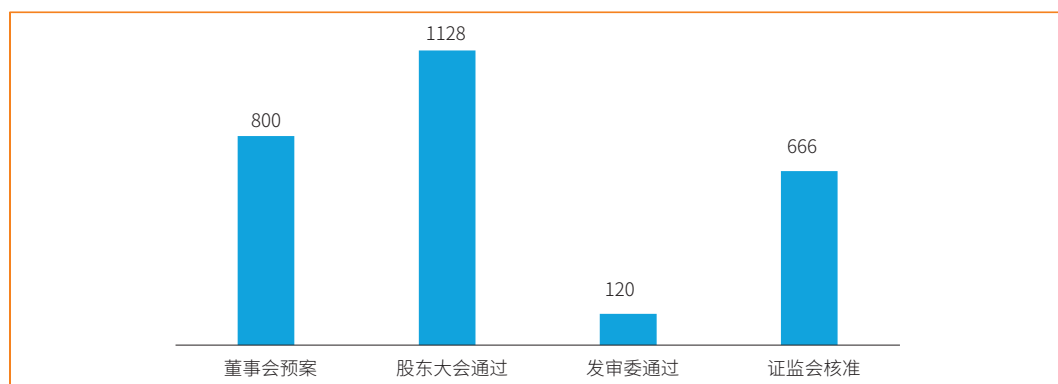
2021年新增供给规模相当，在不计入新增预案情况下，2021年转债融资规模或将达到2714亿。若考虑未来新增预案，最终或达2800-3000亿的供给规模。

转股溢价率（%）中位数



数据来源：Wind；数据时间：2017.1-2021.6。

转债预告规模（亿元）



数据来源：Wind；数据时间：截至2021.6。

2. 可转债策略：结构性行情下，精选行业个券

1) 转债市场整体观点

今年下半年可转债投资环境好于2020年11月和今年初，转债估值经过年初的调整回归合理区间，股市不乏结构性机会。

转债整体维持中性仓位，供给放量+广义流动性边际收紧， β 行情难寻，需自下而上挖掘个券机会，寻找 α 。

2) 如何择券

双低、纯债替代等被动投资策略越来越难以获得 α ，需要基于行业深度研究和个股价值挖掘的主动管理。基本面向好、估值合理的中大盘转债适合作为底仓配置：例如金融、交运等行业的优质品种。长期看好半导体、新能源等成长性细分赛道公司，需要规避阶段性估值高点。正股护城河宽、转债估值不高的个券值得重视：例如医药、环保、轻工、建材等行业的品种。还有不少正股机构持仓较多、市场关注度高的待发新券值得密切关注。

（三）警惕可能的风险

海外通胀持续超预期引发联储货币政策加速调整，美债利率再次上升等，引发资金回流，对新兴市场国家资本市场产生冲击。

年底资管新规过渡期结束，现金管理类理财新规落地，严格执行对机构债券投资行为的影响不可忽视，对永续债、二级资本债等品种及部分中低等级信用债或有冲击。

中小企业违约风险加大，由于原材料持续上行，不能向终端有效传导导致经营困难，疫情期间贷款优惠政策到期，落实碳中和目标影响部分企业经营等。

地方债务风险增加，政府隐性债务化解和城投债融资管控政策约束城投平台债务，部分区域和主体信用风险发酵对再融资的影响。

资金波动加大，下半年资金面再次出现调整和阶段性收紧的风险。

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.msfn.com.cn