

韬光养晦

2022年度固定收益投资策略报告

· 2022年度债市展望：韬光养晦，做好底仓配置

当前债券收益率处于历史偏低水平，尽管流动性宽松预期仍在，但市场已反应较多，一月份央行再次打开宽松窗口，收益率创下新低，后续下行空间有限，在整体性价比偏低的状态下，应做好底仓配置，同时需关注再通胀引起的风险和个别行业的尾部信用风险。

· 信用债策略：信用分化仍将持续，配置优选穿越周期主体

信用分化仍将持续，面对经济增长中枢下行的环境，能够穿越周期的主体仍将是配置的优先选项，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：精选行业个券，警惕估值调整

当前转债估值仍处于历史偏高水平，而部分个券估值也已在透支正股未来涨幅，因此转债建议把握结构性机会；择券方面，需自下而上挖掘个券机会，基于行业深度研究和个股价值挖掘的主动管理寻找 α 。

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。

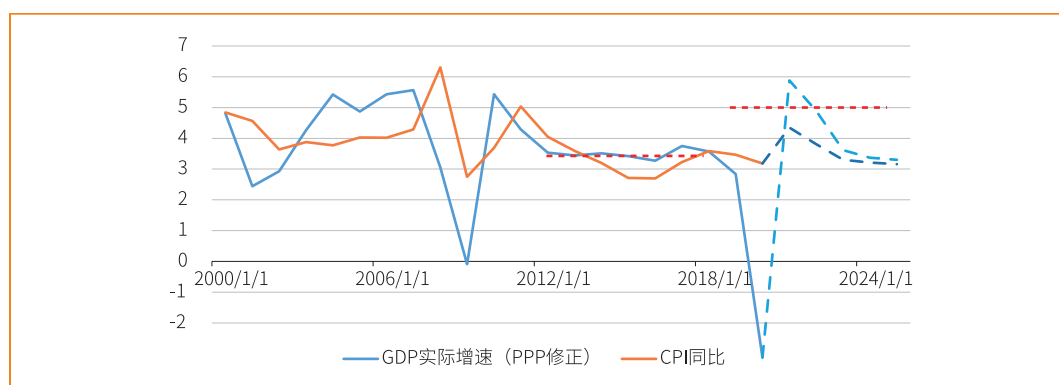
一、全球经济从复苏走向滞胀，美联储加息箭在弦上

(一) 疫情扰动下的全球经济

全球经济受疫情扰动出现断层，摆脱疫情影响的过程预期更为漫长。经济的填坑过程难以一蹴而就，IMF最新预测22年全球经济增速4.8%，高于疫情前3%左右的中枢水平，虚高主要由于基数效应，三年平均增速只有2.5%，低于疫情前水平。

经济修复期叠加供应链中断，高通胀异军突起，成为全球共同关注的问题。2022年依然难以回到疫情前“三低一高”的格局。

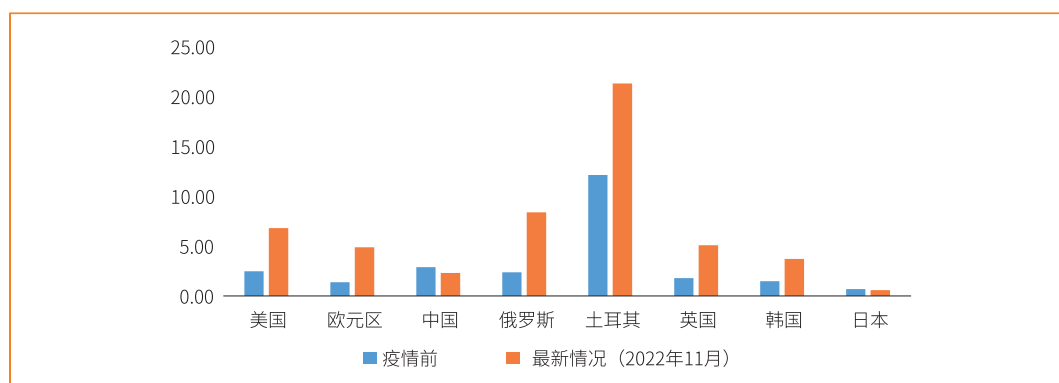
IMF预计明年全球经济维持高增长高通胀



数据来源：Bloomberg；数据时间：2000-2020,2021-2024年为预测值

全球范围内，疫情传播一波未平一波又起，并且南非新变种病毒也已出现，疫情持续时间带有较大不确定性，对全球经济的“断层”影响不断深化，经济复苏势头有所减弱。疫苗接种进度分化导致发达经济体与新兴经济体差距将持续，并加剧供应中断导致的供需矛盾，推升通胀风险。与此同时各国应对疫情的刺激政策已经开始转向，全球经济的增长动能面临考验。现阶段疫情主要影响接触密集型行业，多数国家劳动力市场复苏明显滞后于产出复苏。

各国疫情前后物价表现差异



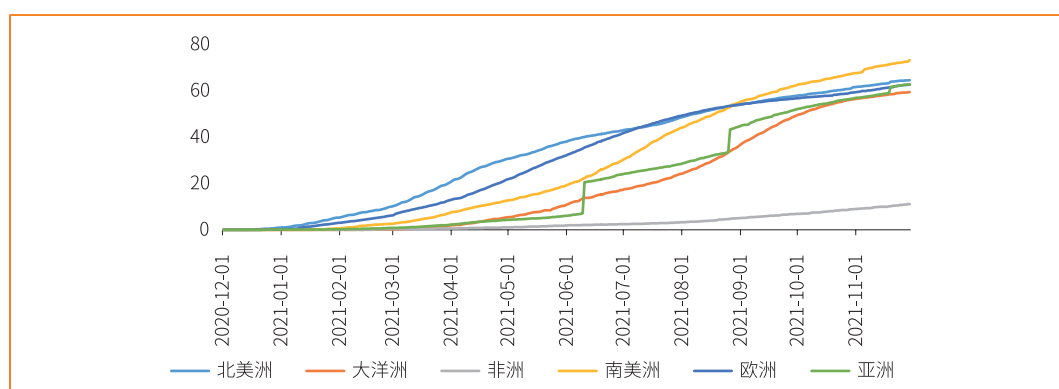
数据来源：Wind；数据时间：2021.1-2021.11。

疫情后全球格局将会出现包括政治博弈与金融风险在内的新变化。首先，全球政策将变得碎片化，经济预测的能见度变差，病毒的发展变化未知，传统的经济周期被打破，没有历史规律可循。由此带来各国政策摇摆不定。其次，大国政治博弈将加剧，由于在疫情迷雾

中，政治比经济更有确定性。地缘、人权、卡脖子技术都成为了谈判的筹码，如乌克兰问题，石油定价争夺，新疆棉问题，新材料与芯片禁运等问题凸显。第三，全球金融风险将进一步积累，实体经济与虚拟经济之间的分离进一步加剧。全球的股市与地产暴涨，资产价格泡沫带来潜在金融风险。此外，新兴市场货币风险也不容小觑，全球发展不平衡深化，发达国家践行MMT理论，货币外溢给土耳其等新兴市场带来更多的麻烦，一旦逆转将引发连锁反应。

新冠对全球供应链的扰动，预计2022年开始逐步消退。2021年各国疫苗接种分化，疫情走向差异，带来发达经济体与新兴经济体复苏差距，导致供应链中断的矛盾。现阶段疫情主要影响接触密集型行业，多数国家劳动力市场复苏明显滞后于产出复苏。而随着药物、疫苗、防控经验的进步，2022年供应链扰动应弱于2021年，并逐步消退。

多数区域至少接种一剂占比超60%，非洲仅11%

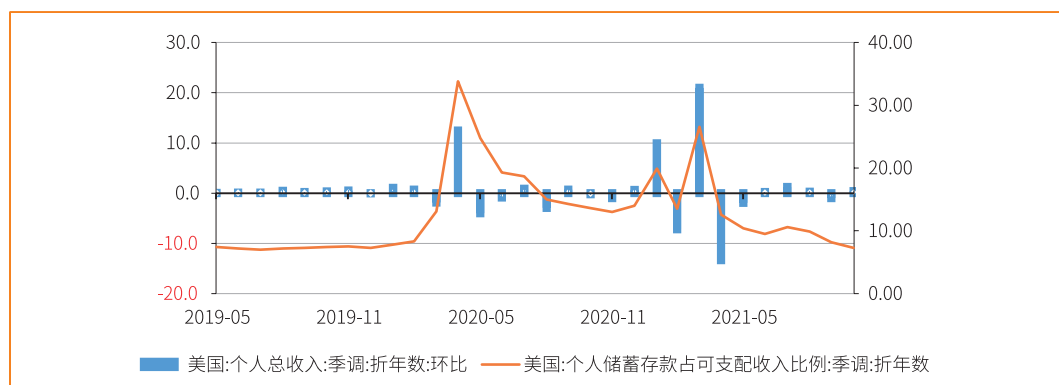


数据来源：Wind；数据时间：2021.1-2021.11

（二）美国通胀风险不容忽视，联储加息箭在弦上

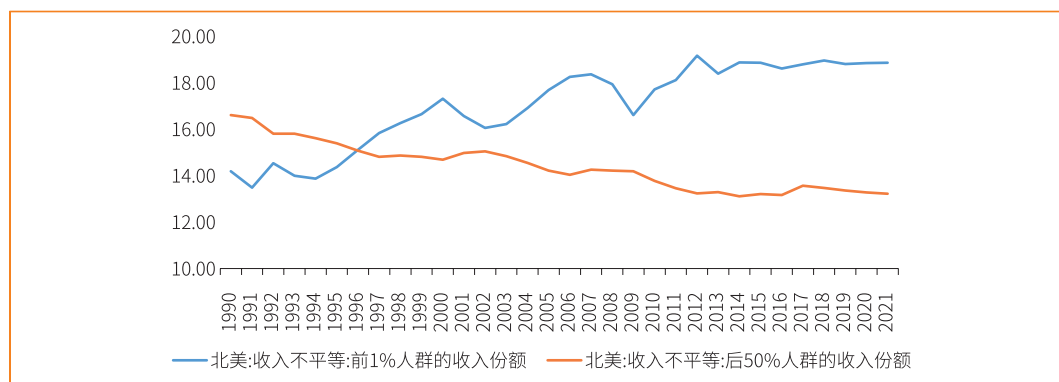
美国将面临刺激后遗症，经济结构失衡。一方面，就业率与失业率呈现双低局面，一边是依赖补贴躺平的人群，劳动就业意愿下降；一边是职位空缺率高位，供需紧张使薪资增速快速增长，薪资增速高涨又带来持续性通胀压力。另一方面，财政状况持续恶化，美国财政补贴所剩无几，疫情以来超高的个人储蓄率也已降至疫情前水平。财政补贴带动消费修复不可持续。财富和收入差距也进一步分化，虚拟经济繁荣带动财富分化不断加剧，社会问题凸显。

个人储蓄率已回落至疫情前水平



数据来源：wind；数据时间：2019.01-2021.10

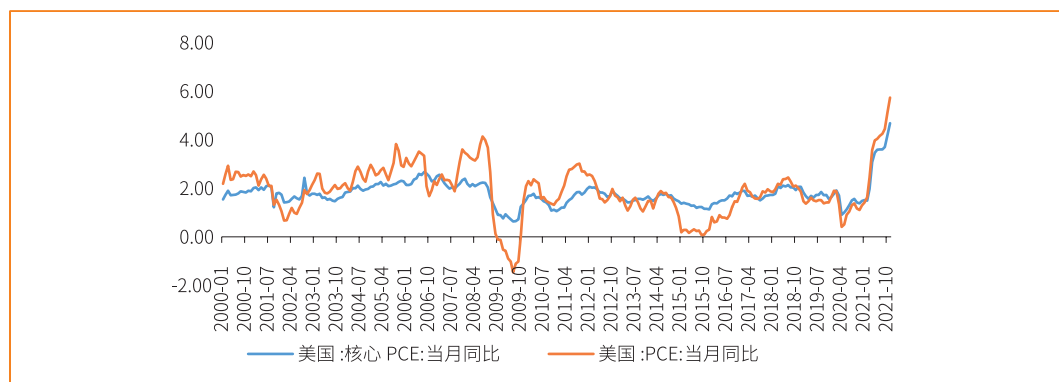
美国财富收入差距扩大



数据来源: wind; 数据时间: 1990-2021。

美国的通胀风险不容忽视，天量的财政货币刺激，疫情后需求爆发，供应链紧张和劳动力短缺，把美国通胀推向了高潮。三季度以来供给端的影响愈发明显：一是晶圆紧张导致汽车芯片供应难解；二是港口拥堵问题；三是劳动力供给不足，薪资增速快速提升；四是能源紧张，石油和天然气价格飙升。尽管美国联合多国战略性投储压低短期油价，并不能解决长期能源涨价问题。

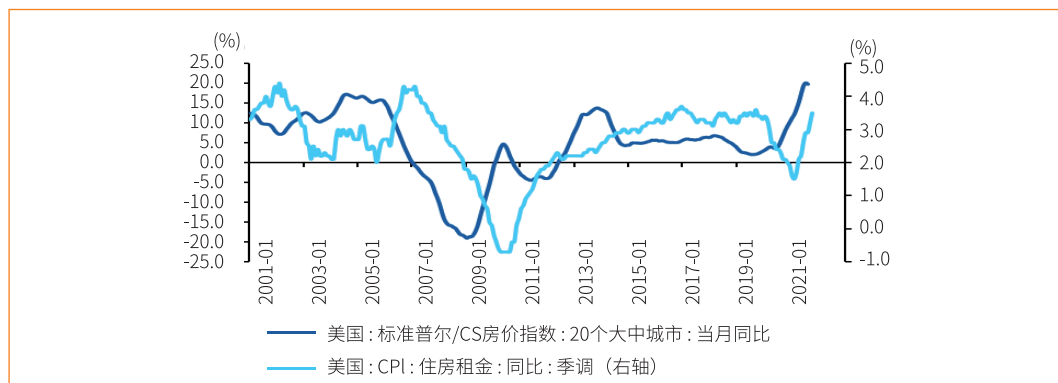
供应中断显著推升通胀



数据来源: wind; 数据时间: 2000.01-2021.11

我们认为支撑美国通胀上行的长期因素仍然较多。一方面，服务业CPI上行刚刚开始，未来服务通胀接替商品通胀可导致核心PCE压力更大。房租价格上行同样未来成为拉升通胀的重要力量。房租是房价的滞后变量，疫情后房价大幅上行会向房租传导，而房租价格随着失业率改善也会走高。另一方面，美国也开始面对人口老龄化问题。伴随老年劳动力永久退出市场，劳动参与率中枢下降，薪资上涨的持续性更强。

美国房租有涨价压力



数据来源：wind，数据时间：2001.01-2021.11。

2022年美联储加息态势已如箭在弦上，联储长期呵护市场已取得成效。按照传统的货币框架，美国通胀持续上升，失业率下降，完全符合加息条件。零利率并不符合当前经济形势，明年加息势不可挡，预期加息2-3次。对加息的制约因素是美股和债务压力。美国经济过度依赖货币刺激，疫情过后债务翻倍增长。但联储加息仍会和市场充分沟通。

美国利率期货反应的加息预期



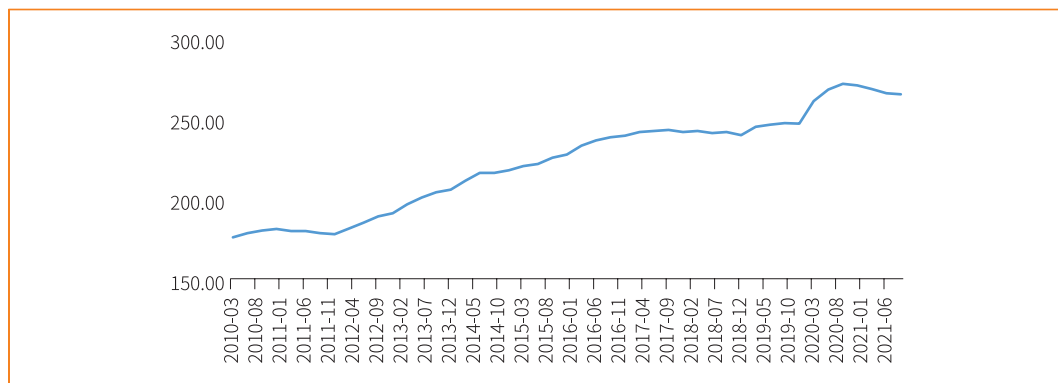
数据来源：bloomberg；数据时间：2021.1-2021.11

二、国内政策重心发生变化，稳增长和宽信用逐步发力

（一）国内政策以“稳增长”为主线

2021年下半年经济下行超出预期，主要还是受到多重政策影响的体现，第一，坚持地产商融资三条红线等，严控涉房信贷额度使得地产行业雪上加霜。第二，地方政府隐性债务管控趋严，15号文出台限制了城投再融资，发债难度较大。第三，地方专项债项目要求极高，首次出现有钱缺项目的情况。第四，能耗双控上升到新高度，出现很多行业停工限产，成本剧烈上升。我们认为政策偏紧的本质是趁2021年GDP较高阶段，控制宏观杠杆率并进行改革。但目前经济脆弱性已经到了底线。中央经济工作会议后开始重新重视增长。

2021年稳杠杆效果显著



数据来源: wind; 数据时间: 2010.3-2021.9

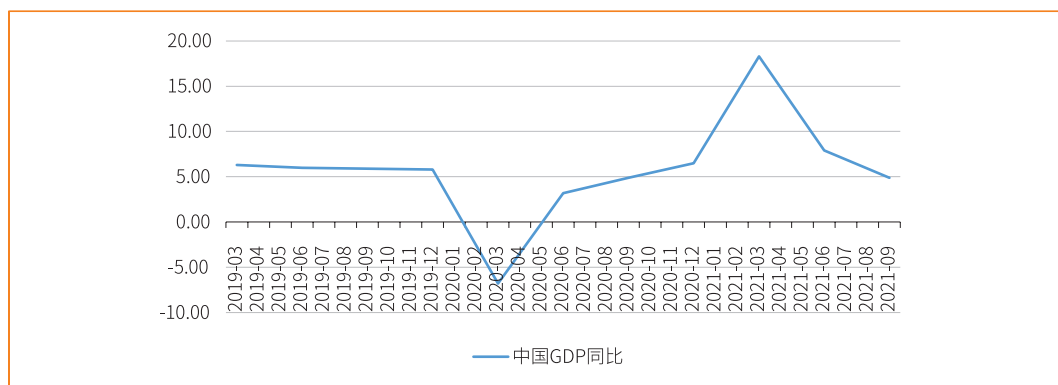
国内政策方面,我们预判将继续以“稳增长”为主线。根据中央经济工作会议的要求,当前面对需求收缩,供给冲击,预期转弱的三重压力,2022年党的二十大要保持平稳健康的经济环境。需要稳字当头。我们理解政策重心已经重回稳增长。

财政政策方面,发力空间较大,财政可通过加快公共预算支出,专项债发行提速,要求地方尽快形成实物工作量等方式发力。投向民生保障、基建类支出以及减税降费是财政投资的主要方向。新基建和老基建将融合发展,新基建是未来增长较快的方向,明年开始新项目会进展较多,如高铁轨交、新能源充电桩、特高压等项目。

货币政策方面也有一定放松的空间,明年货币政策需更加注重支持信用扩张,央行表态保障合理融资需求的增长。宽信用不会一蹴而就,宽货币对宽信用的支撑和传导必不可少。

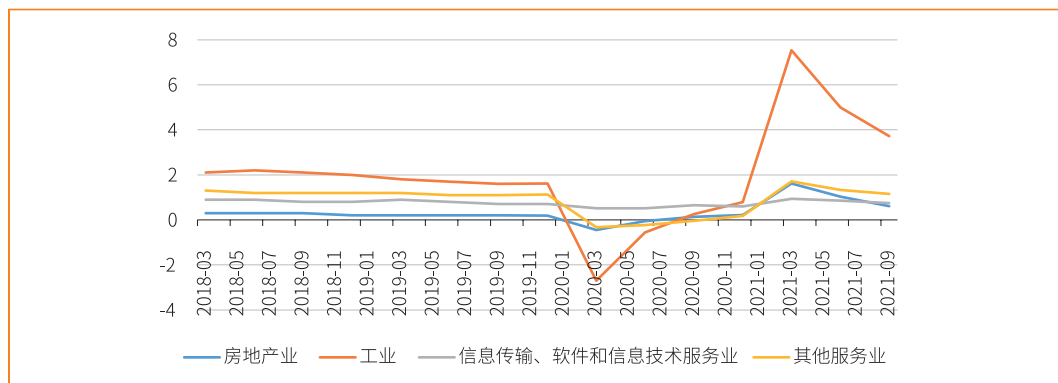
然而稳增长不是重回老路,不同于过去的强刺激,今年偏紧的一系列政策会适度放松,但是放松一定是渐进性的,以托底为主,而不是新一轮的刺激。房住不炒和地方隐性债务控制是当前经济环境的大前提,要注重经济高质量发展。近年来规范融资和行业乱象限制了GDP野蛮增长的可能性。中国经济已步入中年,要理性预期稳增长的效果。

中国经济增速贴近潜在增速下沿



数据来源: wind; 数据时间: 2019.3-2021.9

房地产对经济的拉动趋弱

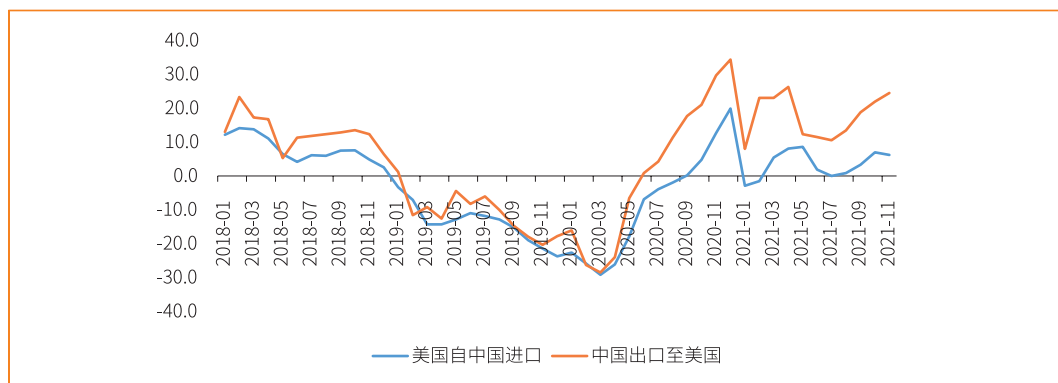


数据来源: wind; 数据时间: 2018.3-2021.9

(二) 出口受益于疫情, 2022 年有回落压力

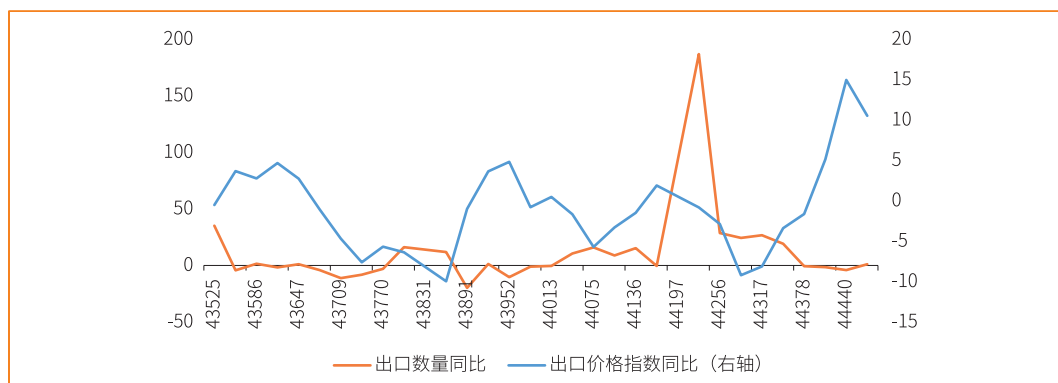
全球经济增速整体维持高位, 外需有支撑。疫情的反复加剧了海外供应链压力, 而国内采取的清零政策保证了生产能力从中获益。中国显然是全球疫情下出口最受益的国家, 在此期间也有利于中国企业培养出口渠道。2022年海外供应链压力趋于缓解, 伴随发达经济体服务消费开始替代商品消费, 出口可能面临回落压力。从数据上来看, 中国对美出口显著高于美对中国进口, 表明贸易“库存”高, 另外下半年出口高景气价格因素贡献大, 出口数量并未增长。

净出口对经济增长的贡献预计减弱



数据来源: wind; 数据时间: 2018.1-2021.11

下半年出口高景气是价格因素主导

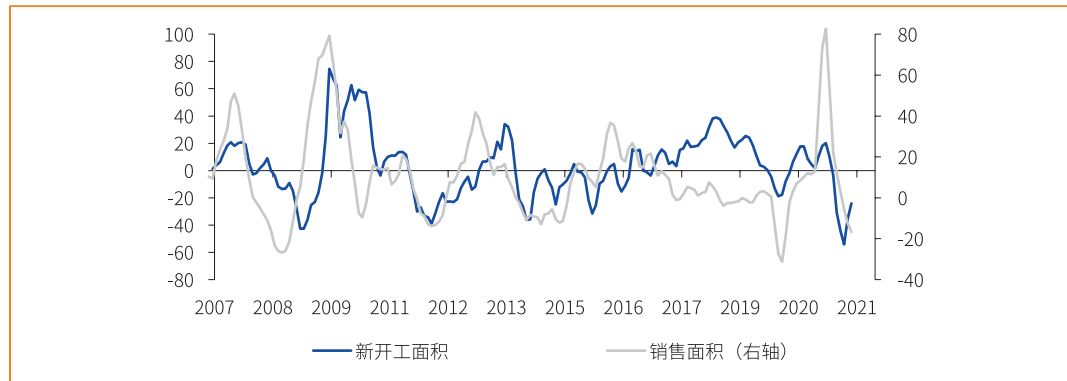


数据来源: wind; 数据时间: 2019.1-2021.10。

（三）地产和基建投资有望逐渐触底回升

地产严监管态度有所缓和，但“房住不炒”，“三稳”依然是政策坚持的长期方向。“因城施策”缓解地方财政压力并防止地产公司流动性风险的蔓延，“政策底”已经出现，地产失速下滑的风险不大。房地产周期性下降，野蛮生长的时代不再。我们认为基建投资中新基建值得期待，而地方债务监管限制了传统基建投资向上的空间。另一方面，政策定力加强，使得从政策底传导到经济底需要一个过程。

新开工面积同比增速位于历史地位



数据来源：wind；数据时间：2007.01-2021.10。

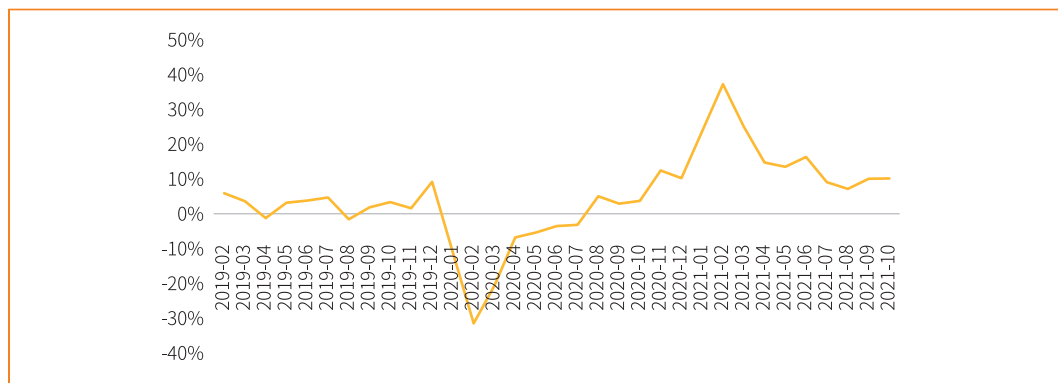
我们预估地产将进入总量平淡和结构转型期。总量层面人口结构变化注定商品房供给过剩，地产销售增速持续下台阶，目前仍处于转型和调整期，未来地产销售进入低弹性周期。人口流入差异导致地产区域分化在加剧，目前人口净流入的一二线和发达地区商品房需求仍在，但三四线城市需求较差，因城施策的政策基调下已有超过20城出台鼓励购房政策，高压政策逐步松绑。政策引导上，地产公司的运转模式由快周转重资产模式向承建管理的轻资产模式转变，这也符合鼓励共同富裕和长租房、保障房的政策方向。

基建方面，传统基建向新基建的升级值得关注。传统基建在向新基建转型和升级，传统基建中的市政交通、医疗教育、农林水利等细分类别出现了向数字化、智慧化和绿色化升级的动向。配套的专项债和社会融资更符合政策鼓励的方向。22年超前开展基建投资，传统基建向新基建的升级是解决项目制约，形成实物工作量的有效途径。新基建兼具政策鼓励和产业升级。按照各省公布的新基建规划，十四五期间涉及的7个领域总投资目标在15万亿附近，涉及的具体行业包括：能源、化工材料、建筑、农业、机械军工、信息通信、批发零售、医疗、交通运输、金融和公共事业。

（四）制造业投资结构不乏亮点

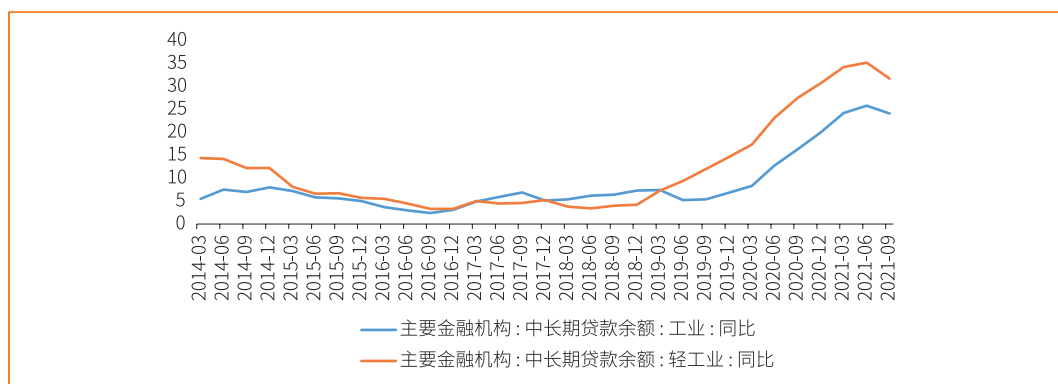
我们认为2022年制造业投资将是逆周期政策重要抓手。2021年以来制造业投资托底经济，受益于出口旺盛和国内产业、设备升级。政策不断引导制造业中长贷的大力度投放，工业企业的中长贷余额同比增速在2020年之后快速攀升至20%以上，以轻工业作为观测口径来看截至9月底的余额增速在30%以上。我们预计2022年制造业投资将持续改善，主要有三个方面的原因，第一，政策引导是核心，产业和信贷层面上大力扶持。第二，上下游价格分化预计收敛，提振中下游行业的盈利。第三，电子、计算机、新能源、汽车制造等行业高景气有望延续。

今年制造业投资托底经济



数据来源: wind; 数据时间: 2019.01-2021.10;

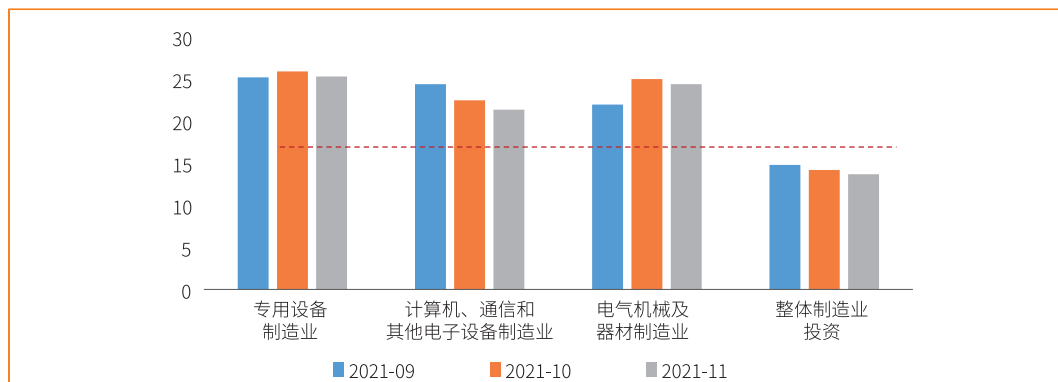
信贷向制造业显著倾斜



数据来源: wind; 数据时间: 2017.01-2021.10。

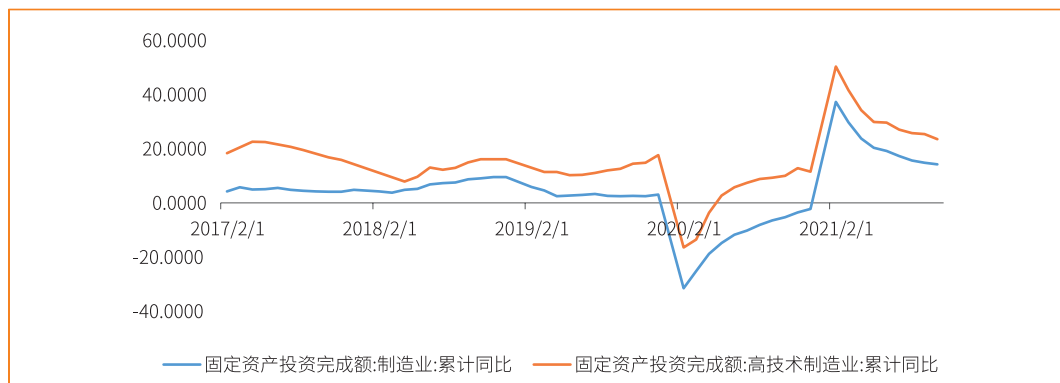
制造业的投资结构也不乏亮点, 具体来看, 新能源汽车、风光电等在经历补贴退坡后, 开始进入平价时代。专精特新致力于改善我国工业体系产业链不完整现状, 解决卡脖子难题。涉及硬科技、高端制造和新材料等领域迎来长足发展机会。双碳目标意味着对风光等新能源做加法、对传统能源做减法, 同时又不仅局限在能源领域, 遍及能源生产和能源消费全过程, 是对整个制造业乃至工业体系的再造, 制造业会从中获益。另外, 2022年高技术制造业投资的高增长会延续, 来自高端制造业、高景气行业、以及受益碳中和、新能源的部分子行业可持续受益。

高景气行业投资保持高增长



数据来源: wind; 数据时间: 2021.09-2021.11;

高技术制造业固定资产投资显著高于整体

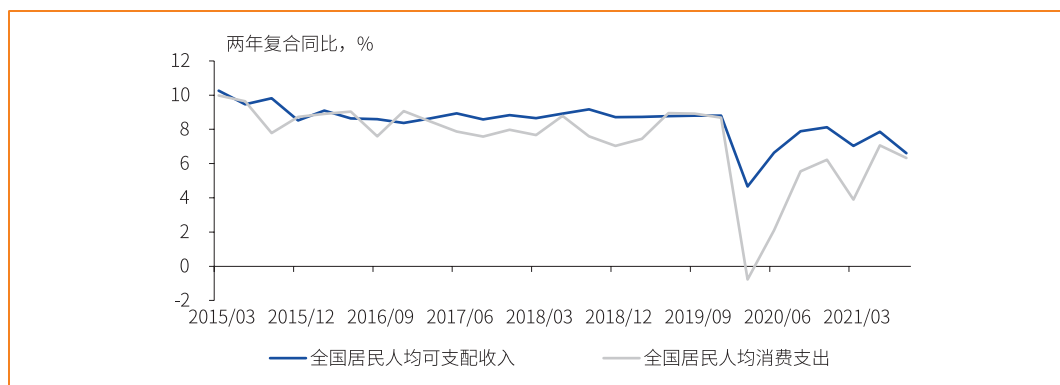


数据来源: wind; 数据时间: 2017.01-2021.10。

(五) 消费增速积重难返，有待政策发力

在疫情扰动下，居民可支配收入增速放缓、服务消费受限、就业压力显现。抗疫常态化带来的约束减少了消费场景，也抑制了边际消费倾向。目前距离疫情前8-10%的社零增速距离尚远。而经济K型复苏，贫富差距分化也拖累整体消费水平的恢复，并且这一差距似乎开始造成长期的消费损害。中央和地方配套的消费激励政策是未来值得关注的方向。

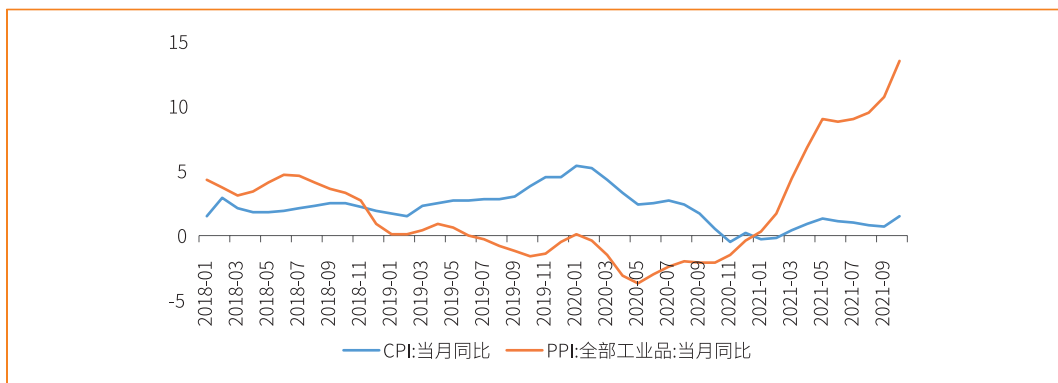
收入不足导致社零距离疫前差距



数据来源: wind; 数据时间: 2015.01-2021.10;

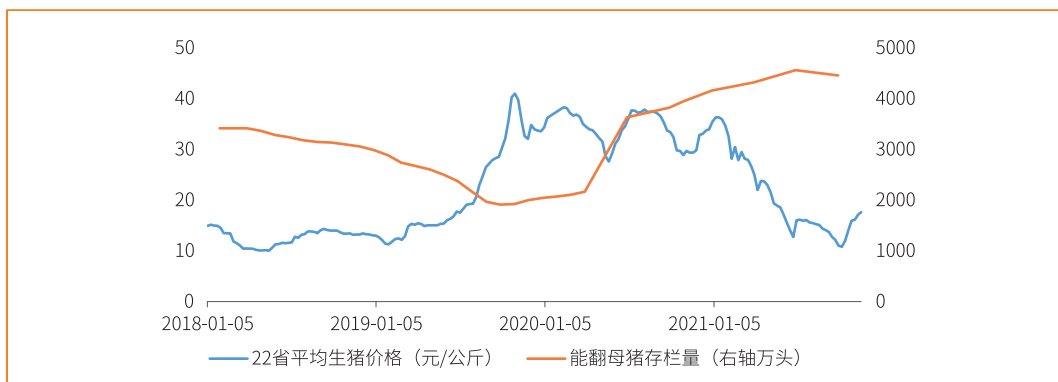
2021年受食品和服务价格特别是猪肉价格持续回落拖累，CPI年内保持低位，但工业品价格向消费品和服务的传导已经发生，消费品四季度提价明显，预计2022年CPI相比2021年显著提升。劳动力市场上，人均可支配收入中位数自疫情以来持续受压制，中位数更能代表低收入人群。随着疫情消退，失业减少和薪资增长也会推升通胀。双碳目标的约束可带来要素价格中枢的提高，虽然PPI在基数效应下趋于回落，但并不意味着涨价影响的消退。例如今年煤价保供推动市场电价上调，广泛推升企业生产成本。

食品价格助力CPI维持低位



数据来源: wind; 数据时间: 2018.01-2021.10;

警惕明年下半年猪价回升



数据来源: wind; 数据时间: 2018.01-2021.10。

三、上半年货币政策结构性宽松，下半年警惕再通胀压力

(一) 美元强势回归，人民币汇率相对稳定

外汇方面，我们预期美元将强势回归，而人民币汇率则保持相对稳定。我们认为美联储升息方向是确定的，美元升值也是确定的。但两者的路径同是坎坷的，毕竟美元流动性的收紧以及美元的全球撤退，意味着全球二次衰退的风险，从而再次影响到联储的操作。人民币方面，全球化趋势愈发显著，强劲的出口和国家竞争力支持人民币信用增强。俄罗斯、伊朗等越来越多的国家开始使用人民币作为交易货币以及推广人民币货币互换。

(二) 货币政策上半年或有宽松空间

2022年中国经济增速不悲观，IMF预期中国明年GDP增速为5.6%，高于美国5.2%和欧盟4.3%，并且在新兴国家中增速预期仅次于印度和东盟。对外开放的深入化使全球资金将把更多的目光转向中国市场。另外，中国在通胀控制方面相对有优势、有经验，尤其是在食品、能源供给保障上做的出色，这在汇率稳定方面是一个优势。

货币政策方面预期2022上半年或有宽松空间，2021年央行流动性投放维持量宽价平，市场利率围绕政策利率做窄幅波动，资金面温和宽松的特征愈发明显。央行持续引导市场利率围绕政策利率窄幅波动。展望明年，宽信用仍需要流动性环境配合，预期货币政策有宽松空间。准备金，甚至MLF和LPR利率调整都是可选项。结构性工具可持续发力。近期碳减排

支持工具等结构性货币政策工具相继出台，意在引导信贷资源向绿色经济倾斜。结构性货币工具会持续推出，但央行会注重控制货币精准投放。而美国即将进入加息周期，中美利差目前处于高位，货币政策有较大独立空间。

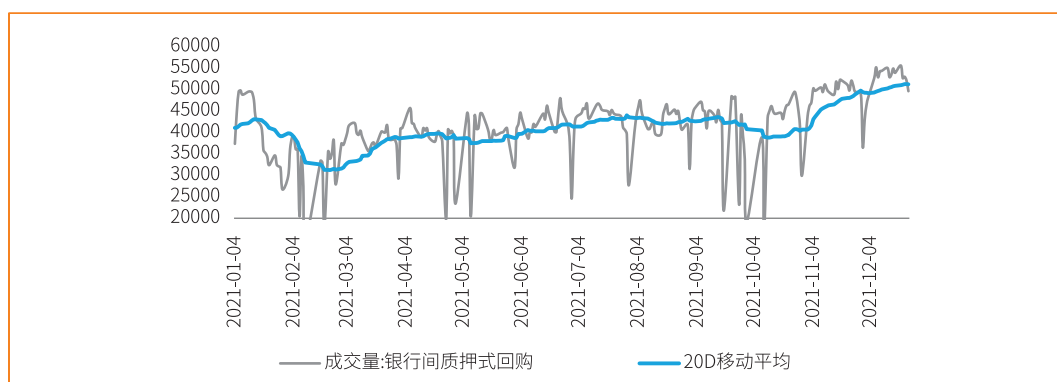
（三）债券收益率已处于历史偏低水平，下行空间有限

我们认为波动收敛将是利率债的长期趋势。目前收益率水平，处于2015年后的偏低水平，曲线也处于正常化的陡峭程度。总量层面经济有下行压力，但失速的风险不大，货币政策维持稳健中性。债券投资者对经济压力预期较为充分。未来国内宏观的趋势是宽信用和再通胀，从长期看对债券市场而言并不友好，债市当前享受流动性溢价的同时需警惕潜在的基本面拐点风险。

（四）债券回购余额高企，市场对经济下行和政策宽松预期较充分

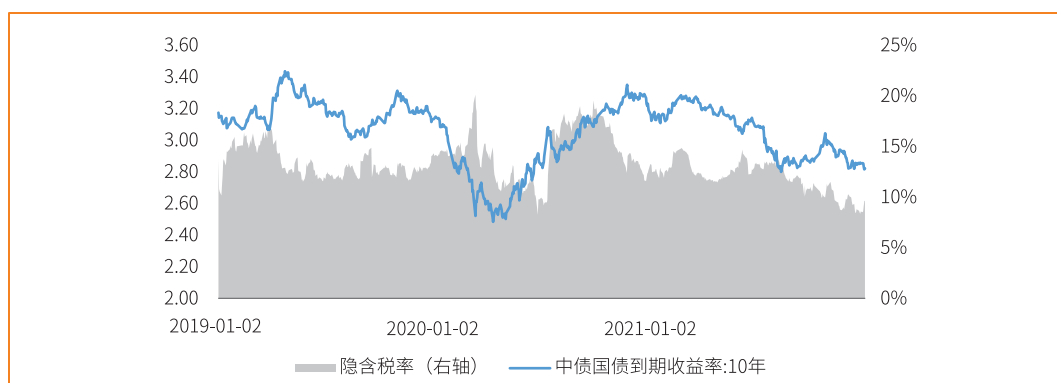
2021年四季度以来，伴随流动性持续宽松，债市的杠杆交易不断强化，12月以来日均回购成交量连续突破5万亿，超过1月水平创年内新高，债市受资金面波动的脆弱性将加剧。10年期国开-国债利差代表的隐含税率反应交易盘的活跃度，目前隐含税率在19年以来的低位水平，反映交易盘异常活跃，市场对经济下行的预期较为充分，交易相对拥挤。

隐含税率反应交易盘乐观情绪



数据来源：wind；数据时间：2021.01-2021.12

隔夜回购成交量突破5万亿



数据来源：wind；数据时间：2019.01-2021.12

四、债市仍受益流动性支撑，但性价比已经较低

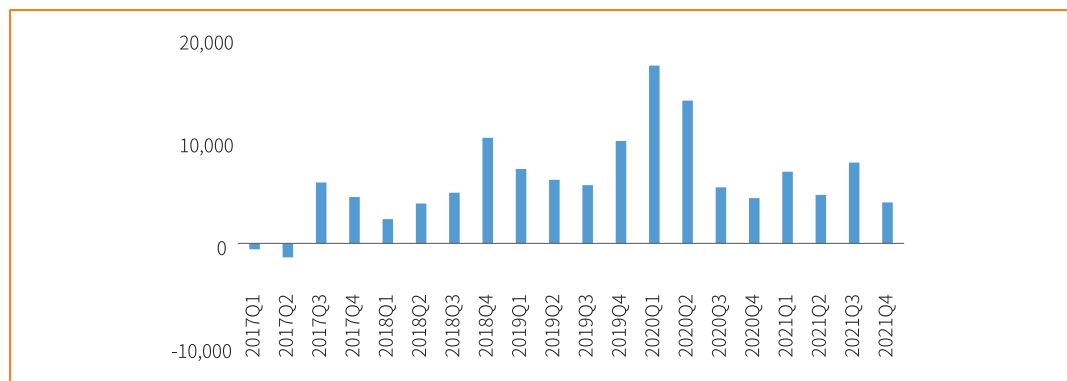
在债券策略方面，我们认为目前处于性价比偏低水平，做好底仓配置是主要思路。变种病毒的流行意味着全球经济复苏极易出现反复，疫情对经济的“断层”影响显著。长期的货币刺激已经使全球逐渐从复苏走向滞胀。而美国滞胀风险尤甚，就业市场供需失衡，薪资增速攀升，老龄人口退出就业市场，房价向房租传导涨价。零利率已经不符合当前经济环境。美联储加息箭在弦上，预计3次加息。

2021年四季度以来政策进入纠偏期，双控双限趋缓，保供稳价起效，宽信用逐步发力，地产严监管有所放松，房企流动性风险缓释，我们认为稳增长措施托底经济逐步起效，但信用环境的回升是缓慢和渐进的过程。我们认为波动收敛是利率债的新常态。类似于降准、地方债发行政策、地产调控政策、控杠杆讲话等事件带来的波动往往一步到位。以往依靠大波段的交易机会匮乏，债市轻交易重配置。因此债市整体而言性价比不高。目前阶段利率维持2015年后偏低水平，下行空间不足，预计以窄幅波动为主。目前可以继续享有流动性宽松和逆周期政策的支撑，但下半年需关注再通胀风险。

（一）信用债策略

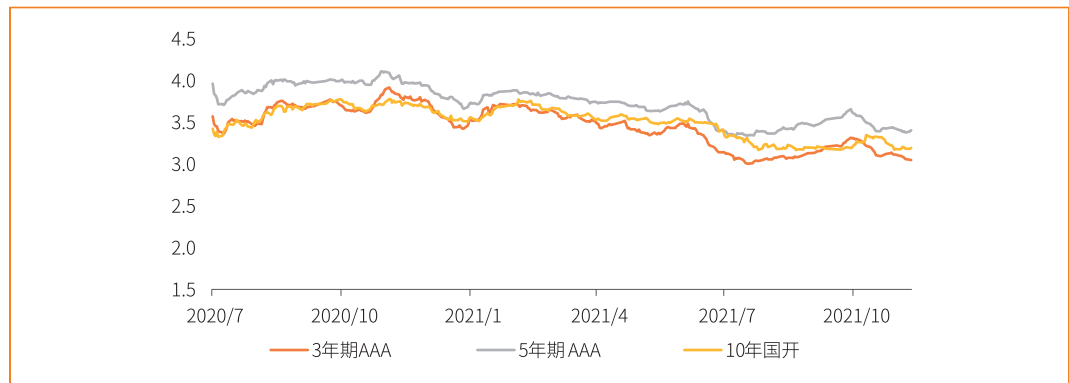
由于债市整体行情走高，2021年下半年信用债市场净融资额为11797亿元，同比增长26.3%。受益于配置需求的旺盛，信用债利差水平连续两年处于历史低位，中高信用等级信用债利差普遍处于历史20%分位以下。高等级信用债整体票息水平已进入低位，与长期利率债相比不再具有显著优势。

近年信用债净融资额（亿元）



数据来源：Wind，统计口径为企业债、公司债、中期票据、短期融资券、资产支持证券、定向工具；数据时间：2017Q1-2021Q2，其中2021年四季度数据截至11月。

AAA公司债与10年国开债到期收益率



数据来源：Wind；数据时间：2020.1-2021.11

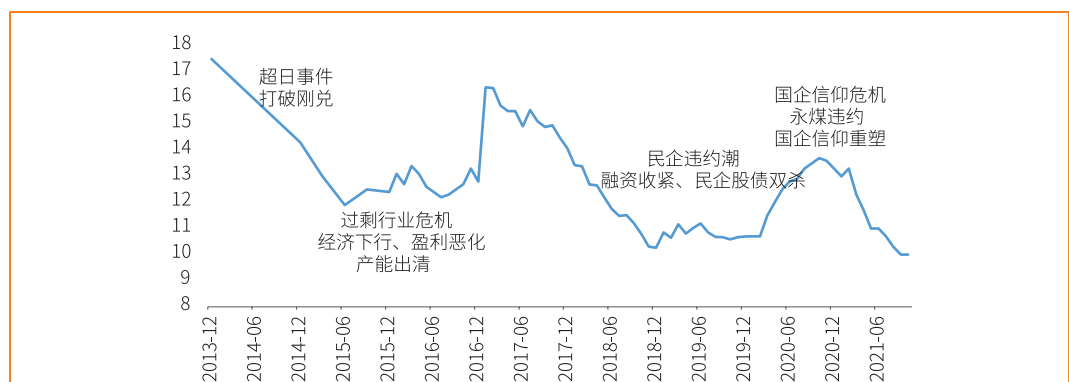
各期限城投债利差水平

评级	期限	当前值	历史分位数
AAA	1Y	52.5	2.1%
	3Y	52.3	6.4%
	5Y	70.8	11.3%
AA+	1Y	60.1	2.0%
	3Y	67.2	5.4%
	5Y	91.8	15.5%
AA	1Y	67.1	0.9%
	3Y	84.7	7.3%
	5Y	126.3	23.1%

数据来源：Wind；历史分位数取近五年数据。

我国宏观杠杆率已攀升至较高水平，社融融资总量/GDP已达到280%。高宏观杠杆率下，企业违约率更容易在经济过热之后的“紧信用”阶段呈快速上升态势。2021年以来，房地产行业供需两端均遭遇融资渠道收紧，恒大等房企相继出现债务违约事件，民营房企流动性普遍面临压力。2016年初~2021年11月末，我国信用债市场累计平均违约率2.65%²，低于全球4.31%³的平均水平，长期看呈上升态势。

社融增速与信用违约潮



1. 数据来源：wind；数据时间：2014.1-2021.10。

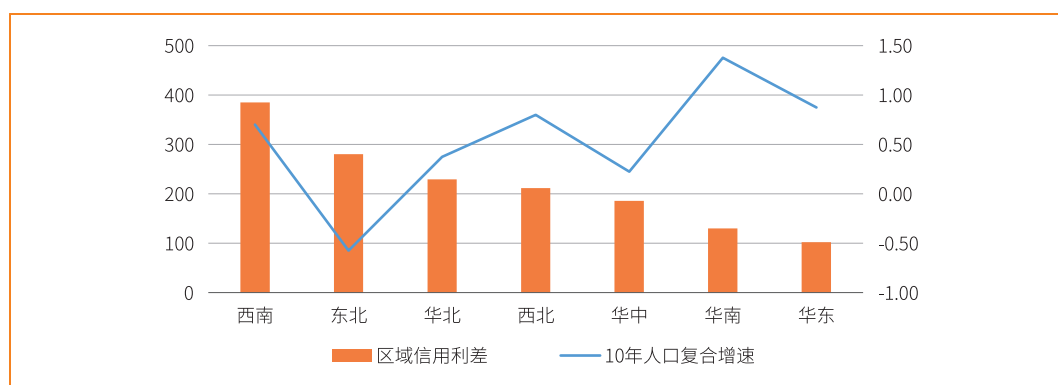
2. 统计口径：分子违约债券包括实质性违约、技术性违约和展期情况的累计值，分母为2021年11月末信用债余额（包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具）。

3. 为2021年半年度时点数据。

在信用债策略方面，我们认为信用分化仍将持续，配置将优选穿越周期主体。在宏观经济下行，政策回归稳增长背景下，信用资质的分化仍将持续：煤炭、钢铁等行业已修复前期的过度悲观预期，未来走势将取决于在下行周期中的各主体的抗风险能力；地产行业政策放松主要倾向于优质房企，整体而言房企的资金循环仍有待打通，部分中弱资质房企仍面临很大压力；城投的区域分化明显，弱区域或较好区域的尾部主体面临财政收入下滑、融资渠道收紧的压力。

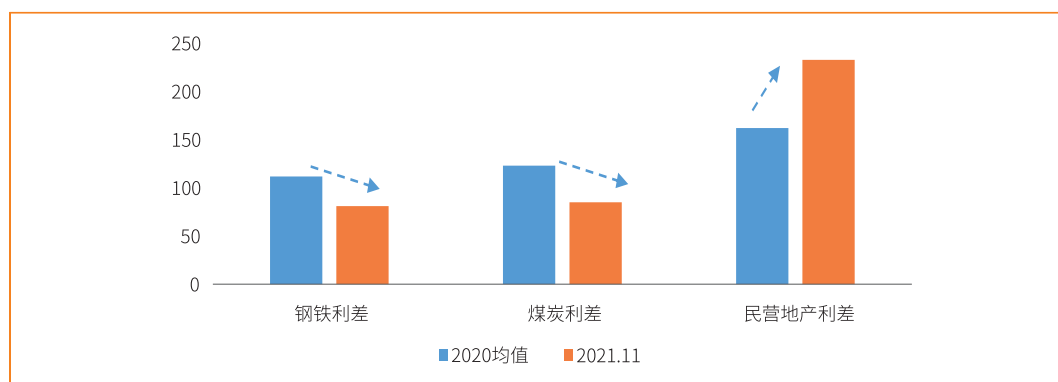
面对经济增长中枢下行的环境，能够穿越周期的主体仍将是配置的优先选项，应优选具有长期自生能力的产业类主体和具有长期人口导入、产业导入能力的区域融资平台。

区域利差分化明显 (BP、%)



数据来源：Wind；数据时间：区域信用利差截至2021.11.26，人口复合增速根据七普数据及六普数据计算。

主要行业利差 (BP)



数据来源：Wind；数据时间：2020-2021.11。民营地产仅选取样本主体YTM<10%。

(二) 可转债策略

1. 权益市场极致估值分化的结构面临再平衡

国内权益市场2022年在政策相对以“稳”为主的背景下，将继续有结构性行情。受益于稳定的政策环境，稳定的政府公信力，稳定的经济实力和出口竞争力。低利率环境以及房住不炒的大格局正在逐渐形成，权益市场长期投资价值提升。

经济转型的战略是明确的。生产要素资源分配逐渐从粗放型信贷企业转向技术主导型企业。这些部分“硬核”企业无论是业绩和估值都将有一定幅度的提升。而疫情反复，中美局势变化，大宗商品价格，通胀等因素均将影响权益市场的短期预期和情绪，将造成权益市场筹码的波动。这样的波动今后可能将成为常态。

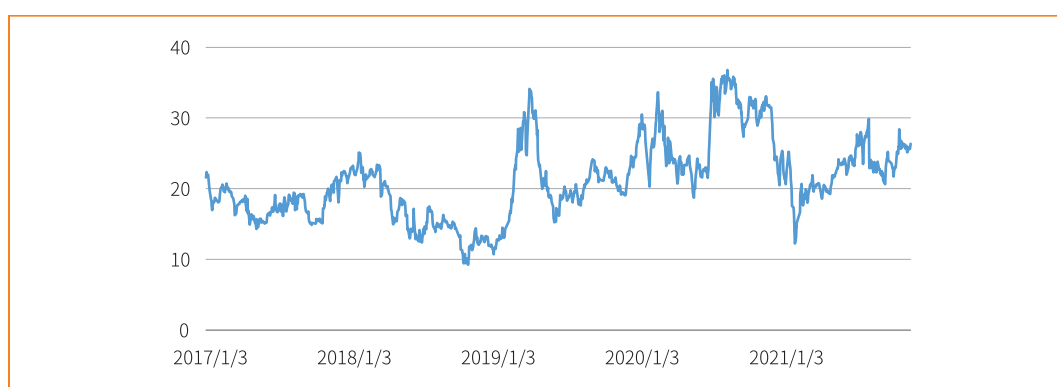
2021年极致估值分化的行情需要从基本面验证，每当资本市场个别板块对远期收益给予过高的估值，往往意味着一定的回调压力。板块之间的极致估值差异需要再平衡。

2. 当前转债市场估值处于历史较高区间

转债绝对价位仍处于较高水平，截至11月26日，转债市场绝对价格中位数为125.8元，与17年以来相比，该指标处于77%分位；转股溢价率中位数为26.4%，处于2017年来的83%分位；转债隐含波动率中位数为38%，处于2017年来的99.9%分位。

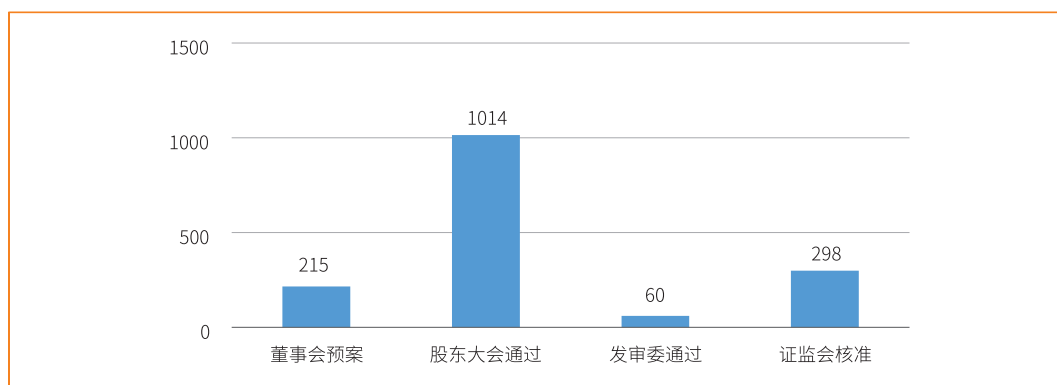
2022年新增供给规模相当，在不计入新增预案情况下，2022年转债融资规模或将达到2228亿。若考虑未来新增预案，最终或达2300-2500亿的供给规模。固收+资金井喷增长推高转债系统性估值水平。

转股溢价率（%）中位数



数据来源：Wind；数据时间：2017.1-2021.12

转债预告规模（亿）



数据来源：Wind；数据时间：截至2021.12。

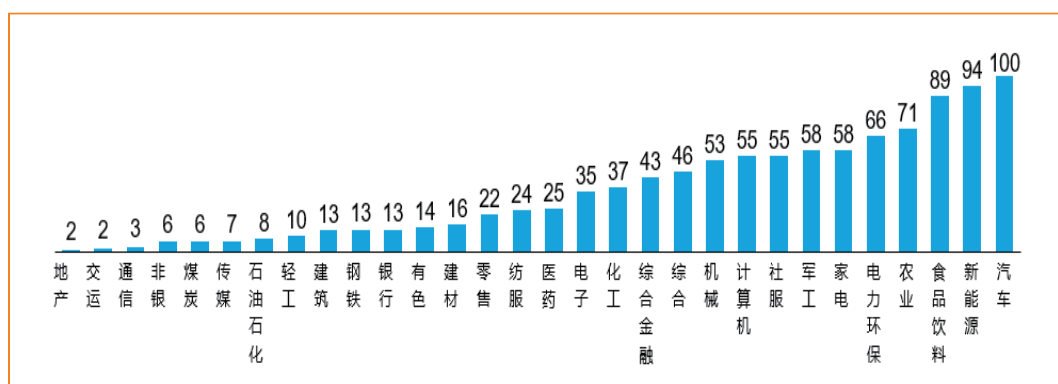
3. 可转债策略：精选行业个券，警惕估值调整

整体上，我们认为转债估值仍在历史高位，当前转债估值隐含的仍是偏牛市预期；而部分个券估值也已在透支正股未来涨幅。因此建议转债整体适配中性仓位，供给放量及广义流动性边际收紧，使得β行情难寻，需自下而上挖掘个券机会寻找α。

择券方面，我们认为双低、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。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。另外还有不少正股机构持仓较多、市场关注度高

的待发新券也值得密切关注。

估值历史分位（%，过去十年）



数据来源：Wind；数据时间：2011.12-2021.12。

（三）警惕可能的风险

海外通胀持续超预期或将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，对新兴市场国家市场资本市场产生冲击。

国内“稳增长”政策力度大，地产放松和基建投资或将带动经济超预期复苏。2022下半年通胀压力加大，能源价格和猪肉价格共振，货币政策或将提前退出。

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。专项债发行前置与银行向信贷倾斜造成的债券供需格局变差，并引起资金面波动。

理财产品估值方法整改尚未结束，理财产品投资结构调整，或将带来二级资本债、永续债等品种估值调整。

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