

Morgan Stanley

摩根士丹利

INVESTMENT MANAGEMENT

摩根士丹利基金

2023年中期固定收益投资策略报告

2023年7月

核心观点

展望下半年，民营企业、居民部门的收缩倾向仍需政策对冲，助推经济复苏，但在 5%的底线目标和高质量发展的政策导向下，今年强刺激的概率偏低。消费场景恢复能保证一定程度的复苏，但服务业-就业-收入-大宗消费的传导链条偏慢，预计经济好于 2022 年，弱于 2021 和 2019 年。价格因素可能年中触底，但向上弹性有限，企业利润回升滞后。

利率债策略：市场具有学习效应，机构开始提前储备流动性，引发类似去年赎回潮的概率较低。利率的低点仍需货币宽松触发，预期下半年还有一次降息。中长期来看居民部门债务扩张依然面临约束，经济内生动能依然相对较弱，大幅调整的风险可控，逢高配置仍是可行策略。

信用债策略：信用分化仍将继续，能够穿越周期的主体仍将是配置的优先选项，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：对转债资产整体判断是好于去年，基本面弱于预期但资产价格已基本反应，股债性价比偏向权益类资产。转债估值区间震荡判断不变，不必过于担心估值问题，建议通过多元化估值体系考虑问题。高估值环境增加交易难度，建议结合行业景气度精选个券均衡配置，把握次新券、超跌券等的交易机会，同时期待优质新券供给。

海外经济

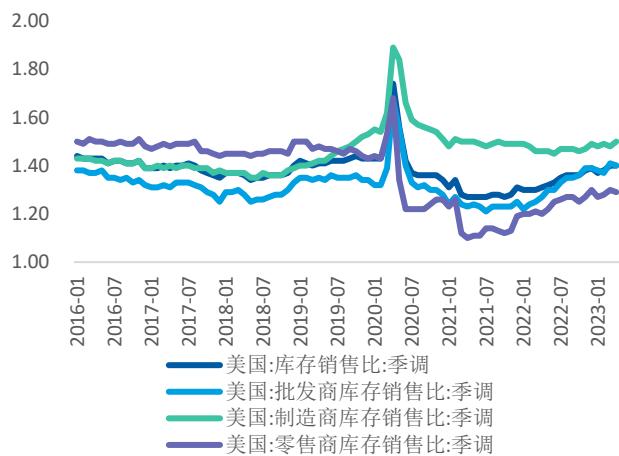
美欧服务业韧性对冲制造业疲弱

今年一季度，随着 1 月缴税门槛上调、加息放缓后金融条件好转，美国个人可支配收入回升，加上暖冬的影响，1、2 月零售、通胀、就业、服务业 PMI 均有明显反弹，3 月硅谷银行出险，美联储采取了金融稳定工具对冲，随着流动性冲击的平息，风险偏好好转，二季度就业、核心通胀、零售等数据依旧呈现韧性，但 PMI 等数据走弱。

美欧均表现出服务业强于制造业的特征：就业和个人可支配收入反弹，超额储蓄尚能形成对支出的支撑，疫后服务业修复的长尾特征持续，而制造业需求走弱，库销比高于疫情前的水平。

图表 1

美国库销比



数据来源：Wind，数据时间：2019.1-2023.6。

通胀持续，距离目标水平仍有差距

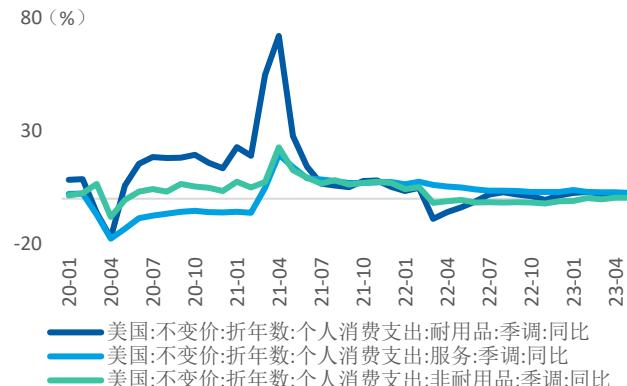
2021 年通胀主要来自于强劲的商品需求以及供应链受阻，2022 年供应链压力缓解，尽管 3、4 月俄乌冲突对食品和能源价格形成扰动，全年来看商品通胀依然明显回落。

2022 年疫情后服务消费重启，叠加劳动力市场供不应求、前期商品价格上涨传导等影响，服务通胀跟

进上行；2023 年薪资增速韧性仍在，服务通胀仍是通胀的主要拉动。

图表 2

2021 年商品需求强劲，2022、2023 年服务消费跟进



数据来源：Wind，数据时间：2020.1-2023.5。

图表 3

薪资韧性构成服务通胀支撑



数据来源：Wind；数据时间：2020.1-2023.5。

疫情前 2015-2019 年，美国 1-5 月 CPI 环比平均为 0.26%，疫情后 2020-2022 年平均为 0.51%，几乎翻倍，今年 1-5 月 CPI 环比均值为 0.5%，更接近疫情之后的水平，主要是核心项目韧性仍强（平均 0.54%）。

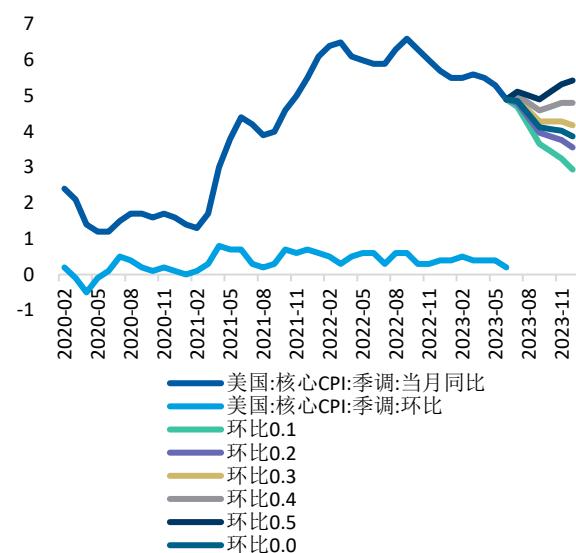
根据新租约领先 CPI 租金项 12 个月的领先滞后关系，以及房价和 CPI 住宅项约 14 个月的领先滞后关系，二季度住房项大概率迎来拐点，带动核心服务降温；商品通胀 2022 年至 2023 年 2 月持续降温，3 月以

来受二手车价格回升影响有所反弹，但二手车价格上涨不具有持续性；非住房服务通胀主要取决于劳动力成本，降温速度可能较慢；整体看，预计下半年美国核心通胀同比延续回落，但环比韧性较强。

考虑到长期供给收缩和需求回落两方面的因素，6月基数高点过去后，整体 CPI 可能呈现震荡走势，核心 CPI 在 9 月基数高点过去后降温可能也偏慢，年底距离 2%有较大差距。

图表 4

美国核心 CPI 预测



数据来源：Wind；数据时间：2017-2023。

美联储在核心通胀和金融稳定之间平衡

整体而言，下半年取决于核心通胀和金融稳定的相对演进。

通胀方面，考虑到长期供给收缩和需求回落两方面的因素，6月基数高点过去后，整体 CPI 可能呈现震荡走势，核心 CPI 在 9 月基数高点过去后降温可能也偏慢，年底距离 2%均有较大差距。

就业方面，美国就业市场当前依然强劲，薪资通胀缓慢降温，但部分指标已有松动，不过职位空缺数仍在高位，即便让不愿意工作的人群回归劳动力市场及退休人口重回劳动力市场，仍有一定的职位空

缺难以弥补，预计下半年失业率小幅抬升，突破 4% 难度较大，对非住房核心服务通胀形成支撑。

由于就业和服务业的韧性，住宅边际好转，软着陆的概率在上升，但银行负债压力的增大、信贷条件的收紧中长期来看仍会对实体经济产生一定的信用紧缩压力，基本面和估值受损的办公楼等商业地产与中小银行的绑定程度较深，下半年到期压力较大，可能面临危机的共振。此外，PMI 数据持续走弱，制造业库销比还在高位，就业也有降温的迹象，而高利率的滞后效应也还将对经济产生压力。

整体而言下半年预计经济增长动能趋弱，但在不出现系统性风险的前提下，衰退的概率较低，而鲍威尔捍卫通胀目标的决心较为坚定，年内大概率维持高利率，再次宽松较为困难。

国内经济

居民部门资产负债表中美差异对比

2022 年，内滞外胀，中国稳增长，美国抗通胀。在疫情和地产的冲击下，国内经济一直面临需求不足、预期转弱的压力，政策重心在于稳增长；美国超额储蓄释放，疫后服务消费重启，劳动力市场持续紧张，房价从 2020 年下半年冲高到 2022 年二季度，导致整体通胀反复超预期，政策重心在于抗通胀。

2023 年，内滞外胀的韧性延续，中国稳增长+调结构，美国抗通胀+金融稳定。中国疫情疤痕效应未消除，居民部门去杠杆，政策兼顾稳增长和调结构，保留空间；美国居民部门超额储蓄在 2021 年 8 月达到 2.1 万亿美元的高点，目前约剩余 0.7 万亿，仍能对消费构成一定支撑，但高利率下银行负债压力的增大、信贷条件的收紧、商业地产基本面的恶化中长期来看仍会对实体经济产生信用紧缩压力，美联储在抗通胀的同时平衡金融风险。

中美的根本差异在于居民资产负债表的差异：美国年初个人可支配收入回升，超额储蓄仍能提供一定

缓冲，加上住宅市场的好转，居民部门净资产虽进入下行通道，但明显高于趋势水平，核心通胀韧性较强；国内疫情三年居民资产负债表受损且收入差距进一步拉大，政策端缺乏对居民部门的直接刺激，收入预期转弱，消费和地产需求乏力。

国内经济：消费端-场景复苏，储蓄意愿上升

从海外经验看，疫情达峰后消费脉冲修复持续时间约一个季度，与出行相关度高的领域修复斜率快，此后的进一步改善需要收入或消费倾向的提升。

以美国为例，疫情期间面向居民的财政刺激力度较强，储蓄率在放开管控后回落较快，带动消费较长时期表现强劲；而香港、新加坡等部分亚洲国家储蓄率仍高于疫情前。

从国内情况看，这一规律同样适用，消费 1、2 月脉冲上行，3 月开始动能转弱，储蓄同样高于疫情前。

图表 5

美国财政刺激带动消费表现强劲



数据来源：Wind；数据时间：2019.10-2023.5。

国内疫情三年失业率的上升、可支配收入的下降使得居民资产负债表受损严重，而今年上半年就业和可支配收入修复并不明显。

2020-2022 年期间居民可支配收入增速由 2015-2019 年平均 8% 下降至 5.2%，今年一季度仍在 4% 的较低水平，城镇调查失业率由 5% 上升到 5.4%，今年前 4 个月平均也为 5.4%。

图表 6

中国城镇调查失业率



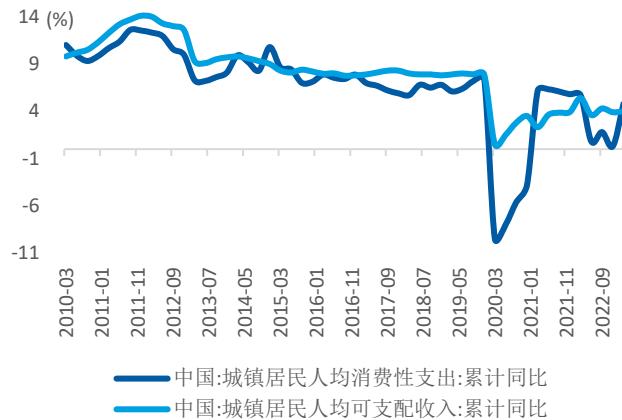
资料来源：Wind，数据时间：2018.1-2023.4。

疫情放开后，就业量有所增长，但增速缓慢，劳动力市场需求的恢复速度慢于供给恢复速度。民企和出口导向型企业需求偏弱，扩张意愿低，外出就业农民工人数一季度同比增长 2.3%，收入同比仅增长 1.5%；青年人就业多集中在住宿餐饮、教育、信息技术等产业，受监管政策和疫情影响程度深，期间企业注销或裁员量上升，积压未就业毕业生规模大，城镇调查失业率 4 月为 5.2%，16-24 岁人口失业率高达 20.4%。

在劳动力供给压力不减而企业需求不足的情况下，需要政策端引导供给扩张，加大对吸纳劳动力人数大的民营经济的支持力度；短期内劳动力需求的大幅扩张存在难度，就业和收入的压力仍然存在，也难以带动居民收入预期好转，政策端稳就业成为重要底线。

根据央行调查，2019 年更多消费占比 28%，疫情三年平均 23.46%，下滑明显，2023 年一季度为 23.2%，仍在偏低水平。

以全国人均消费性支出/可支配收入衡量的消费倾向看，2017-2019 年平均 65%，疫情 3 年平均 59%，2023 年一季度仅为 58%。

图表 7**中国城镇居民人均收支**

资料来源：Wind，数据时间：2010.3-2023.3。

储蓄意愿和住户存款 2018 年开始呈现上升趋势，2018 年股市大跌，居民投资意愿下降而储蓄意愿上升，疫情期间，地产和风险资产财富效应的下降、收入不确定性的增加使得居民储蓄意愿进一步上升，且更偏好定期存款，今年这一状况还在加剧，不仅居民端，企业端也有类似的存款定期化趋势。

与 2019 年相比，2020-2022 年居民存款分别多增 1.6、0.2、8.14 万亿，2023 年 1-4 月多增 3.25 万亿，疫情 3 年超额储蓄合计 9.94 万亿，与消费和投资性支出的下滑大致对应。

图表 8**居民储蓄意愿上升**

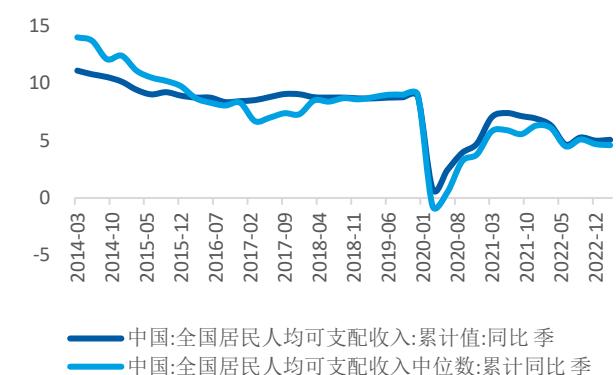
资料来源：Wind。

收入差距的扩大导致消费 K 型分化。2016 年以来收入差距呈扩大趋势，20% 低收入户 /20% 高收入户的收入占比不断下降，疫情期间人均可支配收入的中

位数增速低于平均值增速，反映出收入的差距在进一步拉大。

而消费端，“五一”出境游和国内游的人均消费支出分别为 2019 年的 139%、85%，2023 年春节、五一期间三亚酒店五星级和三星级以下涨幅较高，反映高端和低端消费改善较快。

由于低端的占比更高，整体消费依然呈现出降级的特征。

图表 9**平均值和中位数比较（2021 年为 2 年复合增速）**

资料来源：Wind，数据时间：2014.3-2023.3。

国内经济：投资端-地产尚未完全走出负循环

由于去年房企开发进度放缓，今年新增供给大幅减少，但是整体库存仍高，需求偏弱，尚未完全走出负循环（类似工业企业库存高、生产和需求弱）。

去年民营企业资金受困，主动延缓了开发进度，导致今年新增商品住宅供应面积同比大幅下降 65%；需求端，积压需求释放后，5、6 月逆季节性走弱，居民部门收入预期悲观；库存方面，城市之间分化较大，整体库存仍然偏高，由于销售的超预期走弱，库存销售比又被动走高。

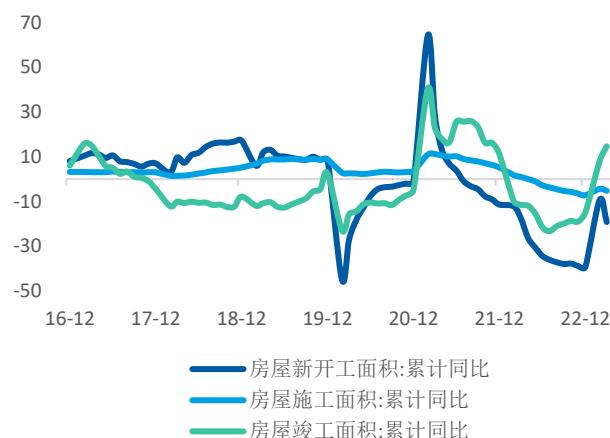
由于销售预期不足，融资仍有掣肘，今年房企拿地和开工在进一步放缓，前 5 个月 TOP100 房企拿地同比下降 8.4%，前 5 个月新开工累计同比-22.6%，

向后看，除非销售有快而稳的修复，带动企业现金流改善和信心回升，否则投资意愿仍然难以恢复。

从库存销售比的角度看，若无重大政策出台，今年地产可能仍处于底部波动期，随着供给的进一步下降，明年可能在更低的水平出清。

图表 10

30 城销售面积



数据来源：Wind，数据时间：2016.12-2023.3。

地产作为需求的代表，直接影响通胀、工业企业利润。核心通胀偏低，回升高度有限。结合季节性推演，今年核心 CPI 大概率呈现上行走势，关键是回升幅度，1 月脉冲后，2、3 月核心通胀整体偏低，表明回补需求已接近尾声，考虑到今年地产的情况，预计核心通胀回升幅度温和。

图表 11

从核心 CPI 构成与实际表现来看都与地产相关性较强



资料来源：Wind，数据时间：2013.1-2023.3。

1-4 月工业企业利润-20.6%，价格和利润率仍在低位，反映工业需求恢复缓慢。

上半年库存绝对位置仍高，将继续面临去库压力，生产和价格受到制约，随着 PPI 年中的探底，下半年利润增速有望好转，但幅度较为有限。

国内经济：出口端-增速受外需和基数影响加大

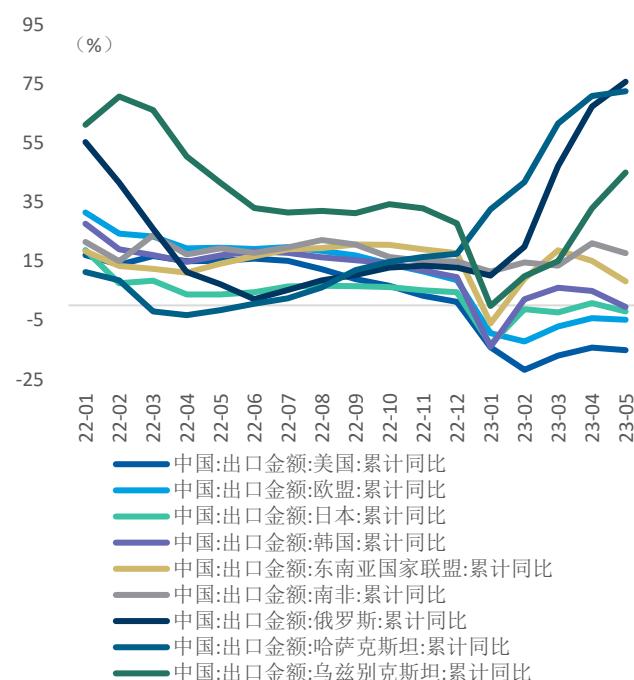
由于海外经济回暖、春节和疫情期间的积压订单释放，3 月出口增速高于预期，但 4 月、5 月出口环比趋弱，外需压力显现。

中高端制造业竞争力提升（一季度电动载人汽车、锂电池、太阳能电池 “新三样” 产品合计出口增长 66.9%），叠加对中亚等一带一路国家/俄罗斯/南非出口份额的上升对欧美需求回落起到一定的对冲。

向后看，供应链扰动解除后，出口增速受外需走势和基数效应影响更大，6-7 月仍受高基数影响，下半年整体同比增速可能略抬升。

图表 12

出口份额变化



资料来源：Wind，数据时间：2022.1-2023.5。

通货膨胀：内需疲弱，今明两年通胀压力小

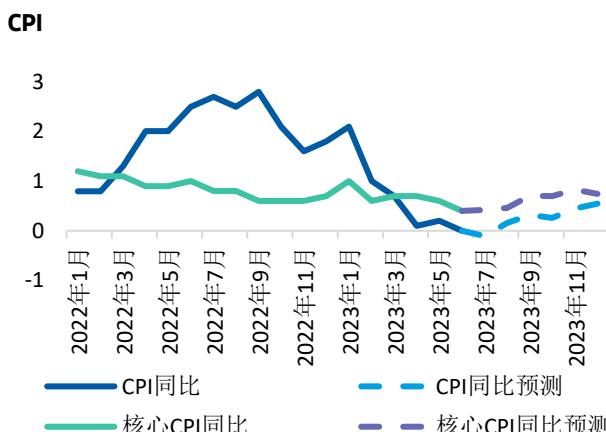
一季度通胀不及预期，农产品、能源价格走低，而核心通胀持续性不及预期，需求修复慢于供给。

CPI 同比上半年受能源拖累，下半年受猪价拖累，核心项受基数影响温和上行，但由于就业和收入偏弱、地产底部震荡，核心通胀回升高度有限，整体 CPI 二季度低位震荡，7 月以后温和抬升；

PPI 一方面受到基数拖累，另一方面海外衰退预期升温与国内弱复苏预期下，商品价格疲软，PPI 预计 5-6 月磨底，下半年低位回升但仍在较低水平，重点关注：

- 1) 地产和基建合力能否提升，进而带动中上游去库；
- 2) 海外需求和供给博弈对能源价格的影响。

图表 13



资料来源：Wind，数据时间：2022-2023。

今年通胀压力小，2024 年压力亦有限。到 2024 年，全年 CPI 中枢预计在 1.7%-1.8%，PPI 在 0.5%附近，依然偏低。

尽管今年二三季度通胀大概率触底，但后续回升势能并不强劲，到 2024 年离 2%仍有一定距离，难以成为政策掣肘。

政策方向：货币政策有空间，财政政策有边界

基本面角度，积压需求释放后，疫情疤痕效应浮现，二季度经济二次探底，地产负反馈效应下，政策有出台的必要性。

政策思路上，在去年积极财政后，今年可动用的空间相对不足，且目标上既要稳增长又要调结构，不会“大干快上”，也不会让经济滑落在合理区间以下，这意味着在地产和出口压力不大时，政策会侧重于调结构，而在地产和出口压力增大时，会出台逆周期政策为经济托底。

政策节奏上，今年二季度地产走弱、出口回落，央行降低 OMO 利率 10BP，宽货币先行，7 月预计可能有宽信用政策出台。

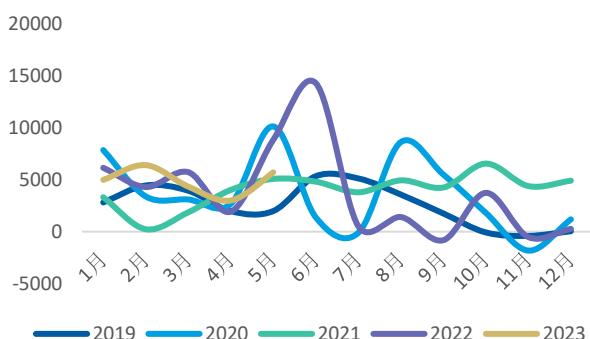
从尚未对新一批地方债发行使用时限提出要求看，财政对于质的重视程度提升，对于地方债务问题，财政部的表态侧重加快转移支付、督促地方压实主体责任，更倾向于利用转移支付和地方资源来平衡。上半年国债发行量较低，下半年预算内的空间仍可利用，地方债融资 5 月以来进度也有明显降温，加快发行进度仍是可选项，整体而言预算内安排可以进一步加快推进。

专项债匹配项目难度依然较大，基建面临地方财政压力和专项债收益要求的制约，考虑灵活性和配套融资杠杆，政策性开发性金融工具等准财政工具有出台的可能。

对于消费领域的支持政策，预计难以出台直接面向居民端的补助，以消费券、汽车家电补贴等结构性政策为主。

图表 14

地方政府债净融资



资料来源：Wind.。

今年 4 月进行了存款利率的补降，6 月开启了新一轮存款利率下调。2022 年为刺激需求，银行资产端收益率大幅下行，今年一季度银行以价换量创造信贷，部分优质对公客户中长期贷款利率降至 3% 以下，在首套房贷利率动态调整机制影响下，多地首套房贷利率降至 4% 以下，而存款利率相对刚性且自 2017 年开始就有定期化的趋势，银行净息差受损，吸收风险和创造信贷的能力受影响，因而部分去年 9 月末下调存款利率的银行今年 4 月进行了存款利率的补降，6 月开启了以定期存款为主的新一轮存款利率下调。负债端成本的下行一定程度上为资产端的下行打开了空间。

尽管央行在一季度货政报告提到“缩减原则”、“居中之道”，测算下来贷款利率处于略低于潜在经济增速的合理水平，进一步降息的必要性不高，但从实际表现看，货币政策依然在经济下行压力大的时期主动降息，相机抉择的意味明显；向后看，实体经济修复偏缓，货币政策也将继续保驾护航，为实体营造合理充裕的流动性环境，下半年不排除还有一次降息。

债市策略

利率债：短端确定性高，长端逢高配置

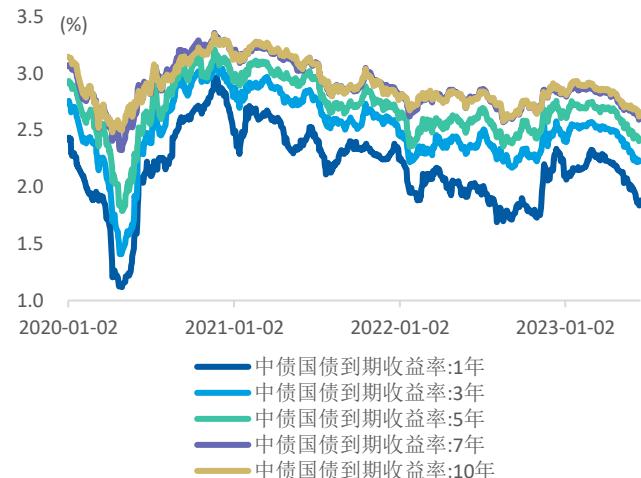
今年降息后，利率未突破去年低点 2.6% 随后开始反弹，短期宽松预期较充分。市场具有学习效应，机构开始提前储备流动性，引发类似去年赎回潮的概率较低。

利率的低点仍需货币宽松触发，本次降息力度相对偏弱，不排除下半年还有一次降息的可能性。

中长期来看居民部门债务扩张依然面临约束，经济内生动能依然不足，大幅调整的风险可控，逢高配置仍是可行策略。

图表 15

国债收益率



资料来源：Wind，数据时间：2020.1.2-2023.6.16。

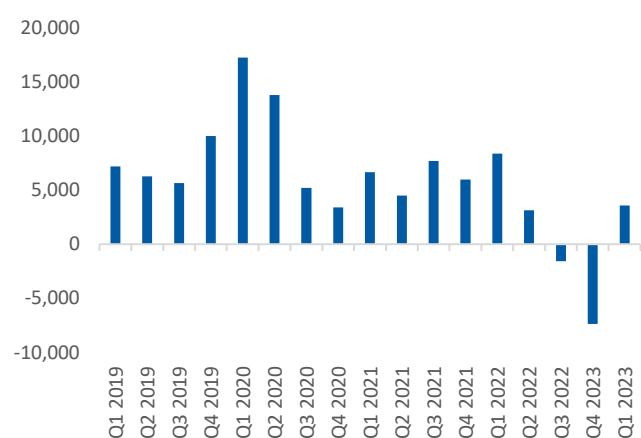
信用债：信用分化仍将持续，配置优选穿越周期主体

2023 年 1~5 月，信用债市场净融资额为 2097 亿元，同比大幅下降 78%，自 22 年下半年以来，信用市场净融资额持续下降。

2022 年底市场调整剧烈，利差回到 5 年中值水平，23 年以来，受益于配置需求的旺盛，利差水平持续修复，1~3 年期信用债利差处于历史中等偏低水平，存在一定配置价值。

图表 16

近年信用债净融资额（亿元）



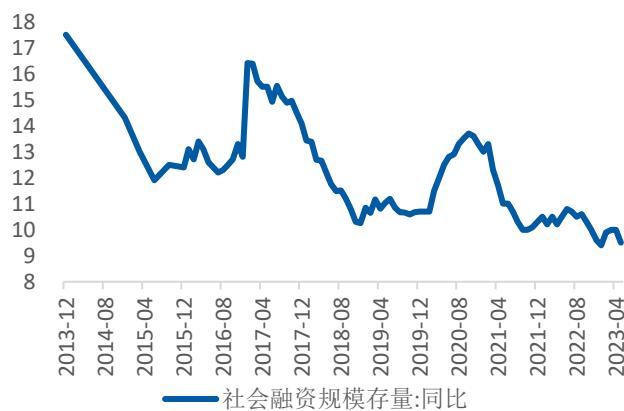
资料来源：Wind。

地方财政压力加大，部分债务负担较重的区域出现负面舆情，但在宏观经济下行大背景下，城投作为基建融资主体，“刚兑”信仰仍较强。产业债经过前期的调整，发债主体资质上移，短期内违约概率下降。前期地产利好政策频出，目前地产发债企业主要集中于头部，且随着民营地产陆续退出，风险有所缓解，但在行业持续筑底情形下，仍需提防个别企业的超预期事件。

今年 1~5 月，债市违约及展期金额 1348 亿元，违约主体主要为前期出险房企。

图表 17

社融增速与信用违约潮（%）



资料来源：Wind，数据时间：2013.12-2022.5。

信用分化仍将持续，配置优选穿越周期主体。主要行业配置策略如下。

城投：区域分化明显，受制于土地市场走弱、区域经济弱化、债务负担加重等压力，非标违约事件扩散，城投尾部风险增加，配置上继续优选核心城市群中具备较强人口、产业基础的区域。

产业：行业景气度分化程度高，煤炭行业景气度较高，利差持续下行；受地产新开工拖累，钢铁行业

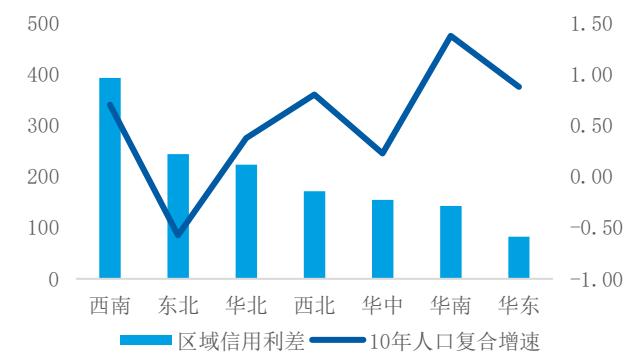
盈利水平趋弱，需关注其再融资环境变动情况，行业利差整体上行。

地产：前期利好政策更有利于头部优质房企，行业需求端仍然疲弱，后续信用进一步修复仍需等待需求端的复苏，配置上优选央企和国企。

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。

图表 18

区域利差分化明显 (BP、%)



资料来源：Wind；数据时间：区域信用利差截至 2023.5，人口复合增速根据七普数据及六普数据计算。

可转债：估值区间震荡，寻找交易机会

自去年底疫情放开后，转债指数跟随大盘先快速上涨后区间震荡，整体录得正收益，并跑赢沪深 300 等指数。

4 月下旬以来基本面复苏动能明显偏弱，而政策力度低于市场预期，市场尤其是顺周期品种明显走弱。市场增量资金有限但流动性相对充裕，指数区间震荡。目前股债性价比指标位于历史 87% 分位水平，触及今年以来新高。

图表 25

股债性价比（%，2015 年以来）



资料来源：wind，数据时间：2015.01-2023.06。

经济温和复苏背景下高景气成长赛道依然占优，充分回调后可关注顺周期和老赛道的机会：例如消费、地产链、“新半军”等。

我们对转债资产整体判断是好于去年，虽然基本面弱于预期但资产价格已基本反应，股债性价比偏向权益类资产。

转债估值区间震荡判断不变，不必过于担心估值问题，建议通过多元化估值体系考虑问题。高估值环境增加交易难度，建议结合行业景气度精选个券均衡配置，把握次新券、超跌券等的交易机会，同时期待优质新券供给。

在选择个券方面，我们认为双低、纯债替代等被动投资策略越来越难以获得阿尔法，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，可以结合估值和价格波动区间交易进行增厚。

免责声明及风险提示：本资料仅作为观点介绍材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本资料中的信息及数据均来源于已公开或获许可使用的资料，摩根士丹利基金管理（中国）有限公司对这些信息及数据的准确性、完整性及适用性不作任何保证。本资料中的观点、分析仅代表本公司投资、研究团队观点，不代表本公司立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何宣传推介或对投资人的投资建议、承诺和担保。本公司及其关联方、雇员、代理人不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。本资料版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本资料内容进行任何形式的发布、复制、引用或转载，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。