

摩根士丹利基金

2024年度固定收益投资策略报告

2024 年 1 月

核心观点

展望 2024 年，预期财政方向上顺应经济转型，但力度和效果存在不确定性；中美利差有望收窄，对利率压制将有所减轻；经济基本面仍有一定程度承压，但货币政策主要还需兼顾调结构。预计 2024 年的资金中枢介于 2023 年二三季度之间，当前短端性价比上升，长端在缺资产环境下，利差可能会进一步被压缩。2024 年上半年可能呈现倒 N 型走势，或可逢高加大仓位和拉长久期。

利率债策略：短端性价比上升，长端全年区间波动，中枢略下行，关注经济与政策博弈的交易机会。货币政策对价格目标的关注度可能提升，但高质量发展的前提下总量政策仍然相机抉择，降准降息等需要确认基本面走弱才会触发，引导存量结构调整的结构性政策仍是重点，预计资金中枢维持当前略高于政策利率的状态，短端处于历史分位数高位，性价比上升。整体看，降息或没有总量宽松的情景相对利于长端，而降准相对利于短端。节奏上依然围绕政策预期和现实博弈。

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：对转债资产相较 2023 年更加乐观，权益不乏结构性机会，较高的股债性价比和较低点位，对应着权益类资产的高赔率。转债供需格局优化，纯债环境支撑估值，预计维持中枢高位震荡，系统性风险无忧，但需要关注负债端稳定性和流动性冲击，通过仓位管理和对估值偏离度的跟踪，尽量规避价格偏离带来的阶段性冲击风险。

海外经济

美国经济当前整体处于过热后期到滞涨前期就业市场再平衡和通胀缓慢回落的阶段，一方面，服务业依然具有韧性，制造业库存也降至低位，随着通胀降温实际收入转正，居民净资产/可支配收入企稳，抗通胀依然需要推进；另一方面，商品通胀降温顺利，高利率已经压制了新房销售、地产开工、企业及居民信贷等领域，财富效应和超额储蓄的拉动可能较 2023 年走弱，整体上经济进入了更加依靠内生动能的时期，高利率和信贷收紧的影响还将继续体现，办公楼等商业地产和中小银行仍有风险隐患。

从截至目前的情况看，劳动力缺口的下降并不伴随失业率的显著上升，这一情形下预期美联储 2024 年下半年降息的概率更高，随着去通胀进程的延续，2.5% 以下的通胀预防性降息是有可能的；预计 2024 年上半年美债以震荡为主，收益率曲线陡峭化，下半年美联储有望降息带动利率的进一步下行。

超额储蓄消耗支撑服务业韧性

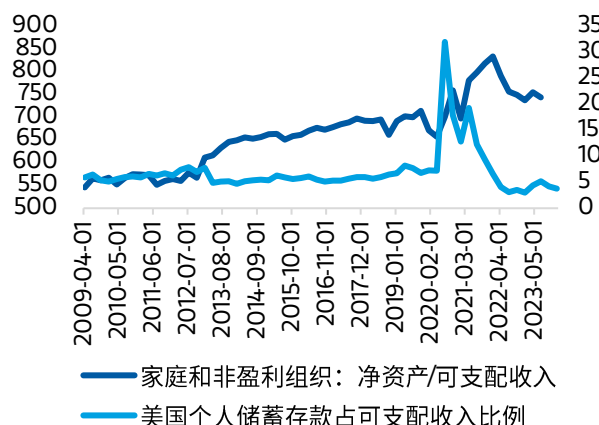
美国经济 2023 年的表现整体超出年初市场预期，去年到 2023 年薪资增速降幅慢于通胀，个人名义收入保持韧性，实际收入转正，支撑了在经济中占比七成的消费；从行业结构看，经历了 2021 年商品的高增长后，2022-2023 年保持增长的主要是服务业。

实际收入虽然有韧性，但整体增速放缓，三季度消费增长主要由储蓄率下行贡献，储蓄率的下行受到财富效应影响，资产增值幅度越大，消费倾向一般越高。

超额储蓄从高峰的 3.4 万亿美元下降到了当前的 1 万亿美元，经通胀调整看只有头部 20% 还有富余，储蓄率进一步降低的空间有限；如果维持当前的消耗斜率，2024 年年中就将耗尽。

图表 1

可支配收入



数据来源：Wind，数据时间：2019.4-2023.12。

高利率压制房地产市场，推升企业再融资压力

受硅谷事件美债走低、美股表现较好等因素影响，美国房价、新开工、销售等地产数据 2023 年二季度有一波上涨，之后这些数据又都略走弱。

整体看，2023 年居民资产增值有一定的配置需求，但因为成屋供给不足（高利率下成屋房主不想卖，加上金融危机后供给长期不足），需求转向新房，带动新房房价上涨，而成屋的成交量和库存都很低。

MBA 购买指数等领先指标下行，新房库存上行，需求持续性一般。若 2024 年美债利率下降，成屋供给应该会释放一部分，但需求端经济走弱有一定下拉，利率下行又有上拉，假设需求跟 2023 年相近，因为供给增加，可能房价有小幅调整，继续上涨难度较大。

另一方面，高利率和信贷紧缩使得企业债和商业地产贷款再融资压力上升。

美国企业融资以债券为主，企业 2020 年和 2021 年低息发行了大量债券，后随着利率抬升，新增借款减少，从到期规模看，2023 年是历史低点，2024 年开始企业债到期量逐渐上升。

高利率环境下，基本面和估值恶化的商业地产再融资难度高（尤其是供过于求的办公楼），且和中小银行绑定较深，存在一定的风险。

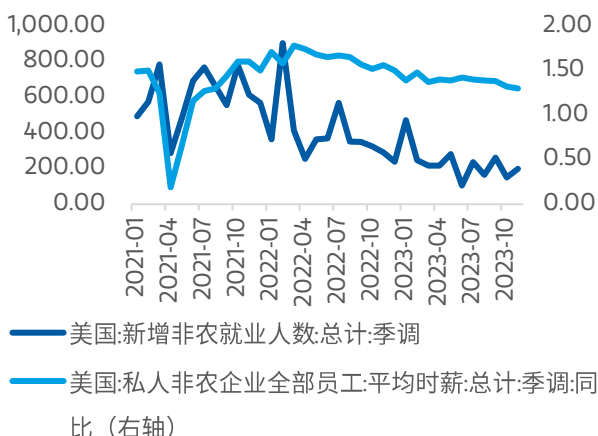
劳动力市场推进再平衡，核心通胀预计延续降温

劳动力市场再平衡在推进之中。一方面供给端有所改善：25-54 岁的劳动力参与率有所增加，移民增速回升至疫情前水平；另一方面需求端逐渐降温：非农就业人数整体趋势回落，平均周工作时长已下降至疫情前的区间下沿，工资增长逐渐放缓；衡量劳动力议价能力的离职数逐渐向疫情前的水平回归，劳动力议价能力也在正常化阶段。

失业率抬升可能较为缓慢。劳动参与率还未回到疫情前的中枢水平，职位空缺数和失业人数之差缓慢回落，绝对值仍然偏高，职位空缺可以消化失业人口，薪资具有粘性。在供给结构性短缺而需求有一定韧性的情况下，失业率可能逐渐正常化，但难以明显提升。

图表 2

就业降温，薪资有粘性



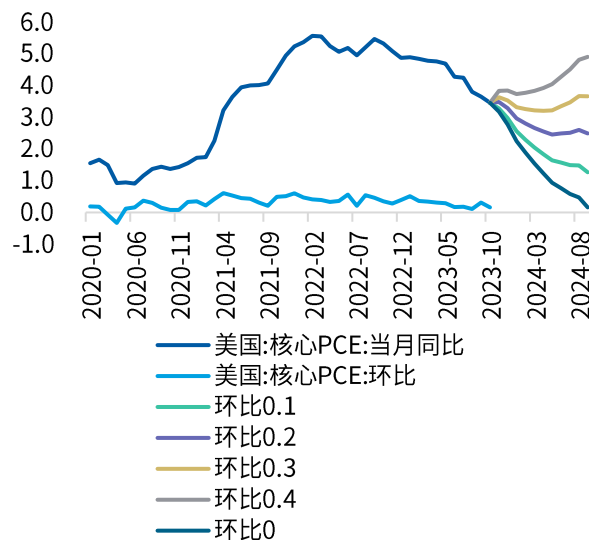
数据来源：Wind；数据时间：2021.1-2023.11。

展望来看，核心商品环比已经偏低，但以供应商交货代表的商品行业供需平衡仍在改善，核心商品难有明显反弹；核心服务在就业缓慢降温的前提下，预计边际走弱但整体仍然有韧性。

当前核心 PCE 还未稳定地运行在 0.2% 下方，中性假设后续核心通胀环比在 0.2%（2023 年 1-11 月平均 0.27%）附近，则到 2023 年底和 2024 年底同比分别为 3.3% 和 2.4%，接近美联储的预测，但平均 0.2% 的环比仍然高于疫情前的水平。

图表 3

美国核心 CPI 预测



数据来源：Wind；数据时间：2020.1-2024.9。

美联储“非官宣的终点”，联邦基金利率进入高台期

随着通胀和就业的降温，鲍威尔强调货币政策紧缩过头和紧缩不足的双面风险，但相比 2023 年 6 月之前的三次指引连续提升滞胀预期，6 月以来的三次指引明显在提升软着陆预期，对经济的前景更加乐观。

12 月议息会议关于二次通胀、中性利率的问题，鲍威尔的表态均偏鸽，强调当前的情形比较乐观，三大类通胀均下行，且就业市场有韧性，并表示希望在实现 2% 通胀目标之前降低政策利率的限制性（否则可能太晚）。相对于美联储对通胀的预测，点阵图三次降息的预期稍显激进。

国内经济

回顾 2023 年，年初市场普遍高估了 2023 年疫情节奏对经济的影响，低估了疫情产生的疤痕效应以及地产对经济的持续拖累。

贯穿 2023 年的线索主要有三条：第一，制造业和基建仍有财政和信贷倾斜，货币政策也较为宽松，但地产疲软导致流动性传导效率变差，经济的新动能难以完全对冲旧动能的减速；第二，受损最严重的居民部门相对缺少直接刺激，消费未回到疫情前的趋势水平，且阶段性以地方化债为重点，致二季度财政融资和支出缓慢，三四季度财政扰动下资金偏紧；第三，中美利差深度倒挂导致汇率压力较大，政策多目标下掣肘较多。本质上在于当前处于经济新旧动能的转换中，仍在摸索相对平稳的过渡。

展望 2024 年，第一条预计继续延续弱势，第二条财政方向上顺应经济转型，但力度和效果存在不确定性；第三条的压制将有所减轻；经济基本面仍有一定程度承压，但货币政策主要还需兼顾调结构，预计 2024 年的资金中枢介于 2023 年二三季度之间，当前短端性价比上升。长端在缺资产环境下，利差可能会进一步被压缩。2024 年上半年可能呈现倒 N 型走势，或可逢高加大仓位和拉长久期。

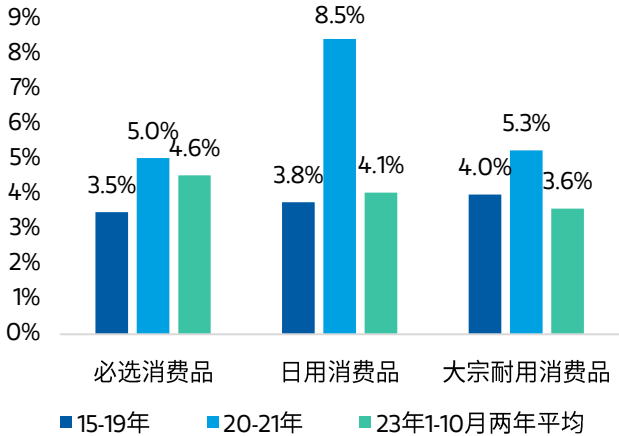
消费端：结构上必选中枢抬升，整体呈降级趋势

2023 年前 10 月社零累计同比 7.6%，较 2022 年-0.2% 的增速显著回升，也明显超过名义 GDP 增速（前三季度 4.4%），但用 2022-2023 两年复合增速衡量，社零增速仅为 3.7%，不及名义 GDP 两年复合 5% 以上的增长率。

结构上，必选中枢抬升，日用品以及耐用品都经历了更明显的疫情前期上升与后期回落，耐用品仍没有回到疫情前的增长中枢，体现了疫情的疤痕效应和消费降级，耐用品中，地产相关行业拖累较大，汽车、手机形成部分对冲。

图表 4

消费结构变化



数据来源：Wind。

2024 年预期社零收敛为区间波动，中枢预估为 5.3% 左右。

投资端：地产投资—内生动力较弱，三大工程或将部分对冲下滑趋势

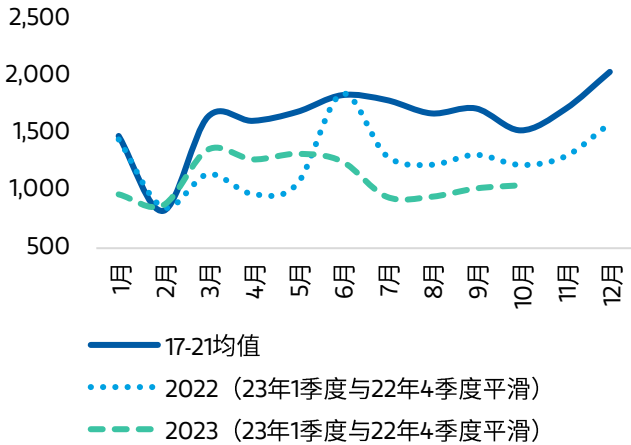
2022 年上海疫情后地产较历史均值的差距下台阶，此后直到 2023 年 4 月基本维持这一差距（平滑后），但 5 月开始差距又扩大，且此后 5-7 月斜率一路下行；销售下滑往往对应居民信心的缺失，而这种信心的缺失也较难恢复。

8 月底以来，首付比例下调、存量房贷利率下调、认房不认贷等地产政策集中出台，但效果尚不显著，前三季度商品房销售面积同比-7.5%，11 月高频数据还在继续下滑，需求端政策工具已经较为有限，城中村、保障房等政策主要针对投资端，资金来源尚需确认，对销售的影响不确定性较大。

本轮地产周期与 2014-2016 年存在差异：一是没有棚改直接补贴居民；二是没有供给侧结构性改革，进而涨价去库存，带动需求；三是 2016 年提出的房住不炒至今打破了房价上涨预期；四是开发商仍以去库为主要任务，拿地和新开工动力不足。

图表 5

30 大中城市销售数据

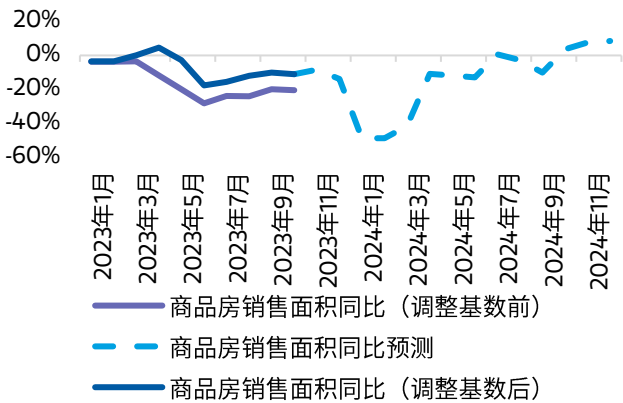


数据来源：Wind。

2024 年地产内生趋势弱，预期常规政策效果有限。新房销售与推盘节奏有关，季节性明显，即使是在销售低迷的 2023 年。根据近 3 个月销量占季节性均值的比例外推，2023 年销售面积约为 11.3 万亿平，2024 年销售面积大致为 9.6 亿平，同比降幅 15%；供给端，2024 年在建未售和已推未售等存量供应指标下降，2023 年 300 城宅地成交面积累计同比下降超 30%，拿地大幅下降也导致新增供应面临约束，去化率预计难有明显改善。从 2023 年的情况看，常规政策效果有限，销售仍有边际下行压力，2024 年不排除城中村 PSL 进行房票安置，对冲销售边际下滑趋势。

图表 6

商品房销售面积



资料来源：Wind，数据时间：2023.1-2024.12。

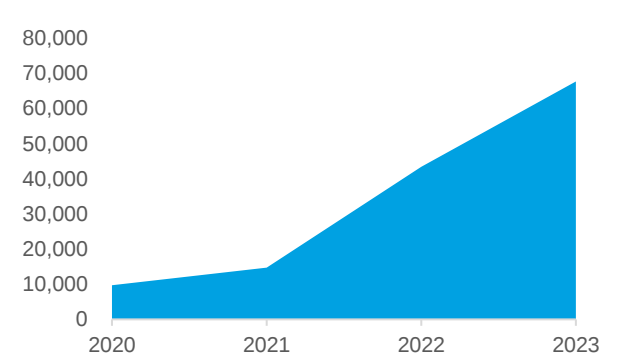
不考虑政策影响，2024 年预期地产投资端增速可能在-15%，竣工-10%左右。

2022 年新开工下降 39.4%，施工下降 7.2%，截至 2023 年 10 月新开工下降 23.2%，施工下降 7.3%，施工大致是新开工的移动三年平均，随着新开工的持续下滑，施工增速也将向新开工靠拢，据此粗略估计 2023 年增速-15%左右。

虽然 2023 年前三季度竣工增速高达 19.8%，但新开工领先竣工三年，新开工 2021 年开始走弱，对应竣工端在 2024 年也将面临压力；根据已售期房竣工面积/2 年前期房销售面积、已售期房竣工面积/总竣工面积的关系定量测算，2024 年竣工增速在-10%左右，2020 年以来实际竣工与理论竣工出现至少 7 亿平的缺口（由于 2020-2021 年上半年专注销售，2021 年下半年-2022 年资金链压力加大，2020-2023 年已售期房竣工面积/2 年前期房销售面积走低），在保交楼政策推动下，预计缺口将会收窄，测算填补 15% 的缺口，竣工同比才能到 0%，但 2024 年实际补缺口力度仍存在不确定性。

图表 7

竣工实际值相较理论值的累计缺口估算



房地产三大工程来看，首先城中村改造是 2024 年地产方面的主要政策之一，目的是盘活土地资源，拉动地产投资，增加基建项目。城中村改造现金流自平衡较为困难，需要资金支持，但鉴于上一轮周期三四线产生的泡沫和当前居民预期的低迷，货币化

程度预计低于棚改，资金平衡通过提高容积率、出让部分土地实现，PSL 可能有配合但规模和使用方向不确定，此外，城中村建设周期和形成实物工作量需要的时间较长，短期规模可能难以做大，根据我们此前的测算，乐观看平均每年能拉动地产投资约 2.2 个百分点左右。

其次，保障房方面，如果是划拨用地然后新建，项目能基本实现自平衡，土地供给方面会有一定约束，但也有腾挪空间，如果是收购房企烂尾楼，现金流平衡更为困难。保障房相较商品房，流通机制不同，难以获得涨价红利，但价格更低，针对不同人群各取所需，最终达到“双轨制”，不确定性在于保障房会有多大规模，这取决于政府推进双规制的决心和意愿。如果形成规模，预期或将对商品房市场有一定冲击。

整体看地产三大改造都较难盈利，尤其是城中村，预计短期内规模难以对冲地产的趋势性下滑，但能提供部分增量。

投资端：制造业投资 — 预计在政策支持与外需韧性下增速与 2023 年相近

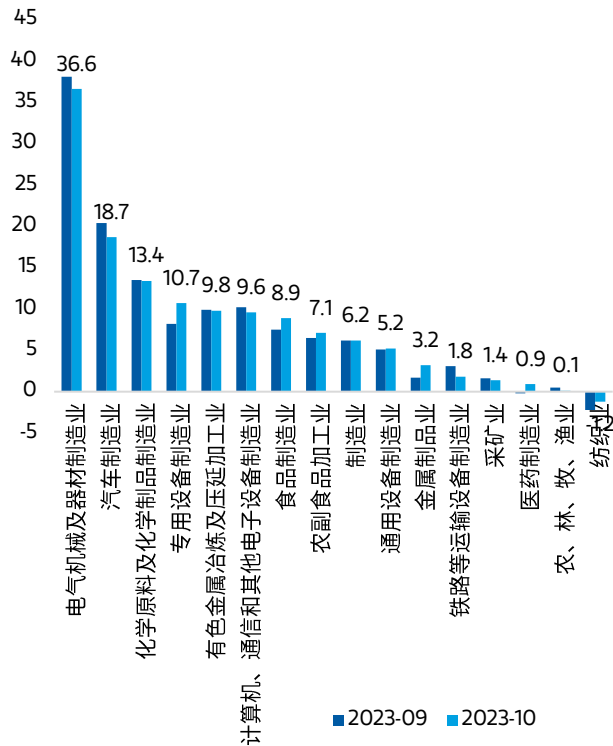
2023 年 1-10 月制造业同比 6.2%，两年平均增速高达 8%，在财政和信贷的支持下，2022-2023 年工业企业盈利虽然回落，制造业投资仍保持较高增长。

结构上延续了前期的分化特征，电气机械（36.6%）、汽车（18.7%，与新能源相关）、化学（高增的传统行业，13.4%）、计算机通信（半导体相关，9.6%）、有色（9.8%）等持续景气。

作为转型的方向，高端制造业得到了信贷的大力支持，但制造业整体产能利用率和投资前瞻指数还在低位，内生融资需求一般，需求可能被部分前置，预计 2024 年在政策支持与外需韧性下，整体增速与 2023 年相近。

图表 8

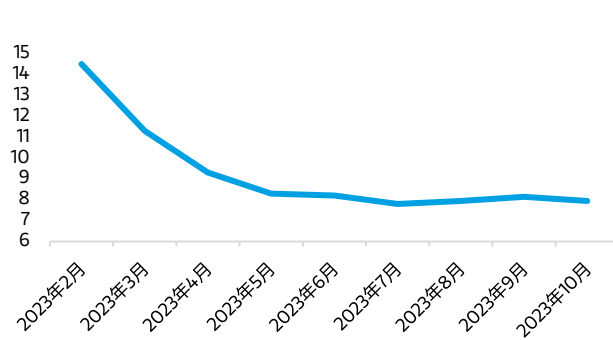
2023 年 1-10 月制造业投资同比高增



资料来源：Wind。

图表 9

制造业投资两年复合增速



资料来源：Wind，数据时间：2023.2-2023.10。

投资端：基建投资 — 或以加杠杆为主，政策诉求高

2023 年 1-10 月基建（不含电力）增速回落 0.3 个百分点至 5.9%，两年平均 7.3%，超出了预算内财政的支出力度（公共财政支出基建方向 2023 年 1-10 月平均 2.1%），主要靠专项债与信贷支持，节奏来看

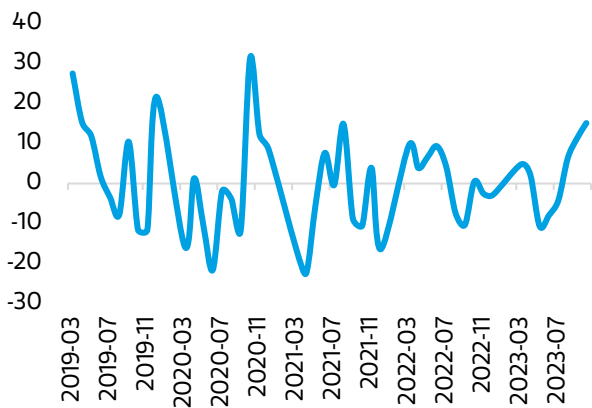
与财政+信贷的发力周期吻合，一季度强，二季度走弱，三季度慢回升。

财政软约束下，作为逆周期项取决于经济周期项的表现。根据前文的测算，地产投资增速进一步下滑，制造业内生增速或难以超过 2023 年，基建有加码的必要性，如果要打平 5% 的增速，基建增速预估在 7% 以上。

虽然基建诉求较高，但当前地方加杠杆受限，中央加杠杆方向更偏公益性，撬动乘数有限，不过地产三大改造预计能为基建提供一定增量。

图表 10

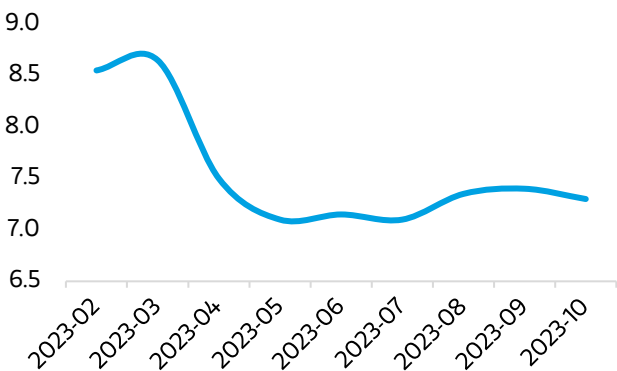
基建类支出增速



资料来源：Wind，数据时间：2019.3-2023.10。

图表 11

基建两年平均增速



资料来源：Wind，数据时间：2023.2-2023.10。

出口端：海外去库压力减小，价格因素下行空间有限

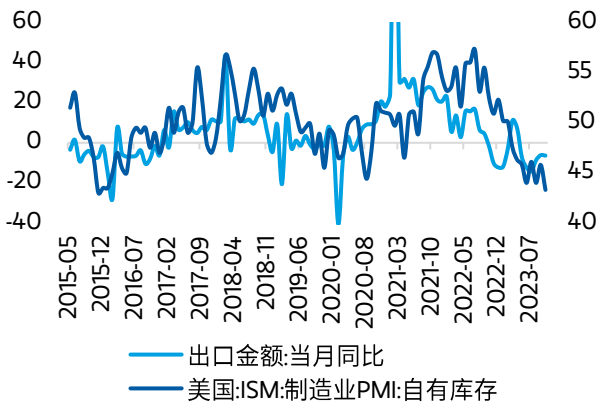
当前海外制造业周期有触底迹象，但何时启动补库仍待观察，2024 年美国财政可能受到大选等因素考验，企业、商业地产、居民部门再融资压力加大，外需可能继续边际走弱，库存回升斜率以及持续性有限，但中国 PPI 进一步下行的空间有限，价格因素拖累幅度预计减小。

结合基数效应推测（假设环比符合历史季节性，剔除了波动较大的 2021 年），2024 年全年增速预估在 2% 左右，考虑到外需边际走弱，预计出口可能增长 0%-1%。

节奏上，环比预计下半年更弱，同比上，2023 年基数逐渐走低，结合环比预计出口一季度同比弱，二季度偏强，三四季度一般。

图表 12

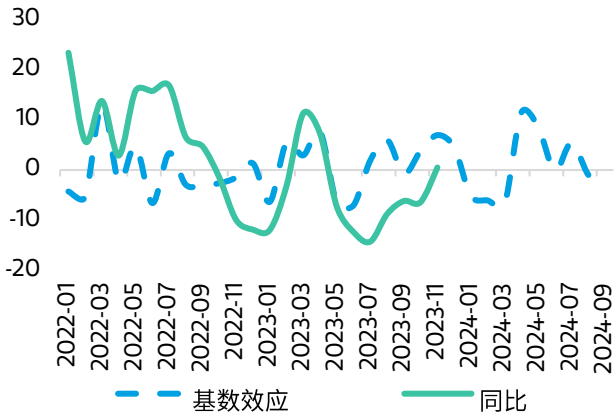
出口数据与海外库存



资料来源：Wind，数据时间：2015.5-2023.10。

图表 13

出口变化预测



资料来源：Wind，数据时间：2022.1-2024.9。

通货膨胀：受基数影响短暂修复，通缩压力未消除

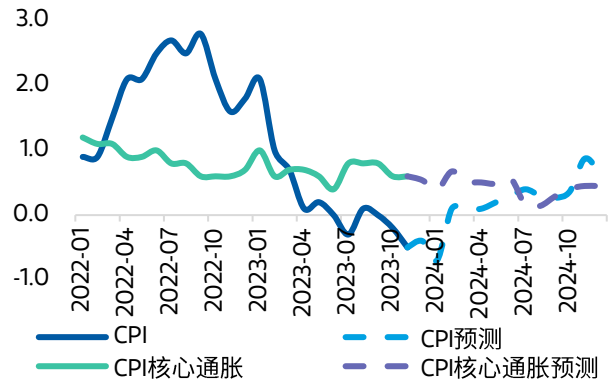
由于就业和收入偏弱、地产下行，2023 年核心 CPI 弱于季节性，表观 CPI 上半年受能源高基数拖累，下半年受猪价高基数拖累加上本身猪价低迷，整体弱于市场预期，呈现偏通缩的特征。

2023 年上半年 PPI 在高基数和弱需求的影响下持续下行，三季度随着基数拖累减弱、国内政策托底和外需回升，PPI 触底回升，但 PPI 基数下行最快的阶段过去，四季度需求也边际转弱，PPI 又有所回落。

CPI 受到基数影响，2024 年1月之前预计延续下行，之后预计转为抬升，但环比仍可能不及季节性，核心 CPI 预计同比弱震荡；PPI 环比从高位下行到触底反弹一般需要 3-4 年，但斜率有快有慢，当前已经经历了 2 年斜率绝对值偏高的下行，2024 年整体环比根据-0.1%、0%、0.1%的不同情景假设，2024 年 PPI 同比均值分别为-1.4%、-0.7%、0.08%。

图表 14

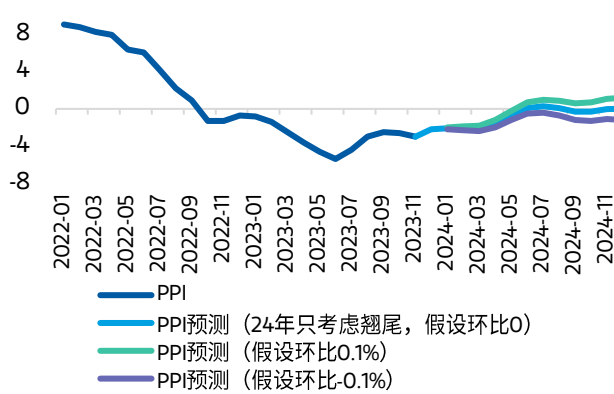
CPI



资料来源：Wind，数据时间：2022-2024。

图表 15

PPI



资料来源：Wind，数据时间：2022-2024。

偏通缩的环境下，收入减少而债务刚性，消费与投资预期均承压，居民的储蓄意愿将进一步增强，或需要更多逆周期政策出台。

政策方向：财政政策节奏或偏前置，货币政策预期维持宽松

展望2024年，在卖地收入依然承压的背景下，预算内的部分大概率依然减收，考虑到2023年1万亿新增国债在四季度发行，能对2024年预算内的工作量部分起到一定补充，2024年预算赤字率和实际赤字率预计略低于2023年（预计分别为3.4%和4.5%），化债要求下城投新增融资将进一步收缩，但PSL等政策性金融工具预计将重新启动，为地产三大工程

提供资金支持，预期广义赤字率口径略高于或接近 2023 年。

整体上财政的方向将更加以中央主导，偏向经济转型和高质量发展领域，乘数效应预计远小于上一轮棚改，同时财政偏向前置，以尽早形成实物工作量。

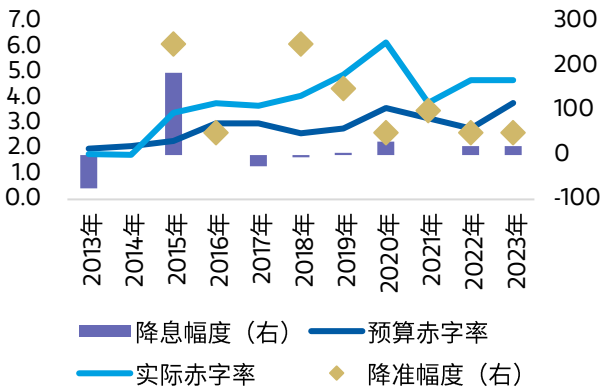
货币政策方面，相比 2022 年财政有利润上缴，PSL 释放宽信用信号，2023 年主要依靠商业银行适应结构转型去让利，缺少财政投放对流动性的利好，以及面临商业银行给实体让利对流动性的利空，体现在 9 月以来存单价格的持续上行。央行作为商业银行的上游支持者，更多提供公开市场操作的短期支持。

6 月和 8 月的降息多是基本面弱-资金宽松-降息（让政策利率符合资金利率反映的基本面状况）的被动式降息，有限的空间与多目标平衡下，央行倾向于调结构，引导商业银行盘活存量贷款资源，支持对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务，此外也受到汇率掣肘，8 月以后处于观察政策效果而不是继续总量宽松的阶段；但如果实体经济进一步走弱，可能重新开启宽松。

2024 年货币政策预期仍将维持偏宽松的环境支持经济转型与防风险，汇率压制预计边际缓解，总量宽松的掣肘减小，但大幅降息或货币大幅贬值刺激出口都不是央行的首要选项，结构性的政策仍是重点。

图表 16

货币政策



资料来源：Wind。

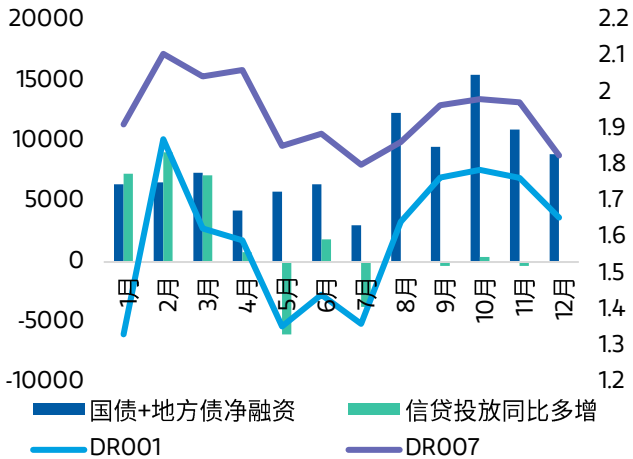
债市策略

利率债：短端性价比上升，长端全年区间波动，中枢略下行，关注经济与政策博弈的交易机会

2023 年对流动性影响最大的因素是政府债净融资和信贷投放同比变化，之后考虑到化债对信贷的拖累、新增 1 万亿国债的部分投放，2024 年一季度整体上资金压力可能低于 2023 年一季度。但是化债让利的任务和年初贷款利率重定价的压力仍在，而且在存款利率下行的背景下，存款搬家和银行资负拉长久期的行为可能还会持续，央行的操作就显得更为关键。

图表 17

流动性水平



资料来源：Wind，数据时间：2020.12-2023.6.16。

整体上，剔除财政因素干扰，预计 2024 年的资金中枢会低于 2023 年三季度，略高于 2023 年二季度。

2024 年地产投资依然是最大拖累项，不考虑三大工程和超预期的保交楼政策，预计增速-15%，在地产预期低迷的背景下，如果不进行 PSL 房票安置托底一二线房价，则销售也有进一步下行的压力，中性假设-15%，偏通缩的环境下消费意愿低迷，出口难以构成显著支撑，预计或将在基建、制造业领域加杠杆，对冲地产下滑和地方化债的影响，但政策力

度和效果存在不确定性，利率大幅反弹的概率较低，中枢依然偏低。

货币政策对价格目标的关注度可能提升，但高质量发展的前提下总量政策仍然相机抉择，降准降息等需要确认基本面走弱才会触发，引导存量结构调整的结构性政策仍是重点，预计资金中枢维持当前略高于政策利率的状态，短端处于历史分位数高位，性价比上升。整体看，降息或没有总量宽松的情景相对利于长端，而降准相对利于短端。

节奏上依然围绕政策预期和现实博弈，化债还在前期阶段，对地方基建和信贷开门红形成拖累，新增国债和提前批专项债形成对冲，地产三大工程等政策可能在年初进一步明确，但一季度基数较高数据承压，不排除有宽松政策出台；二季度，新增国债和提前批专项债影响减弱，环比可能有所回落，需要政策进一步对冲，从近几年的规律看，第二波政策出台的时间大概率在三季度，对应到利率上，整体还是区间波动，10 年国债核心波动区间在 2.55%-2.75%之间。12 月配置需求逐步进场博弈货币宽松，加上 1-2 月 CPI、地产销售同比等面临较大压力，利率可能开始在偏低的中枢，2024 年上半年可能倒 N 型走势，或可逢高加大仓位和拉长久期。

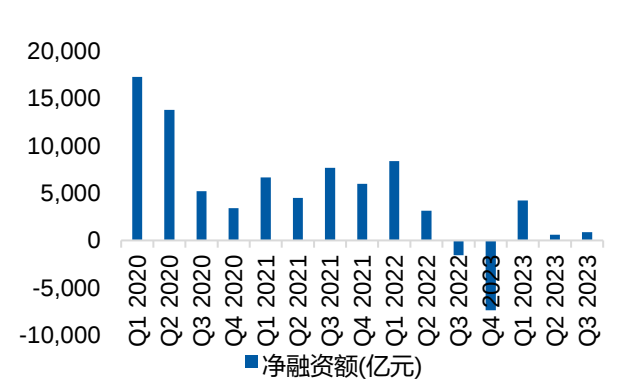
风险提示：上行风险在于三大工程、保交楼政策、PSL、赤字率超预期，下行风险在于政策不及预期。

信用债：信用利差已处于较低水平，中长久期信用债仍存配置价值

2023 年 1~11 月，信用债市场净融资额为 2713 亿元，在去年已经低基数情况下，同比下降 72%，自 2022 年下半年以来，信用市场净融资额持续下降。

图表 18

近年信用债净融资额（亿元）



资料来源：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：2020Q1-2023Q3。

2023 年上半年，受益于旺盛的需求及供给收缩，信用债利差持续下行；8 月，随着政策陆续出台，信用债跟随调整。目前短久期信用利差属于历史偏低水平，考虑到城投化债力度较大，边际违约风险缓释，1~3 年期信用债存在一定配置价值。

城投债方面，2023 年，城投化债政策频出，随着 1.3 万亿特殊再融资债发行，城投边际违约风险缓释。但考虑到城投总债务量较大，尚需等待更多化债举措实质性落地；目前市场对城投“刚兑”信仰超过实际落地力度，警惕个别负面事件发生导致弱区域城投估值回调。

产业债方面，经过前期的调整，发债主体资质上移，短期内违约概率下降。

地产债方面，2023 年来，地产政策频繁出台，但基本面持续趋弱，且预计将维持磨底，房企经营承压，偿债能力主要取决于再融资能力，行业仍处于下行期。

2023 年 1~11 月，债市违约及展期金额 2494 亿元，同比基本维持，违约主体主要为前期出险房企。

图表 19

社融增速与信用违约潮 (%)



资料来源：Wind。数据时间：2013.12-2023.12。

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：在化债政策下，各省级城投利差趋于同质化；但考虑到实际区域经济差异较大，弱资质区域仍面临土地市场走弱、人口持续流出及债务负担沉重等压力，未来可能面临一定回调，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，煤炭价格高位震荡，利差持续下行；受地产开工及施工拖累，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：目前剩余主体基本为国企及央企，再融资能力较强，但行业基本面仍然疲弱，后续仍需等待需求端的复苏。

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。

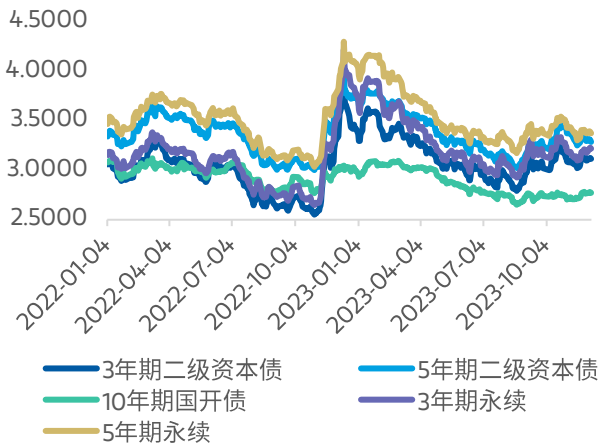
另外，在商业银行次级债方面，其交易活跃，长久期具有一定配置价值。

2023 年 1~11 月，银行二级资本债及永续债净融资额为 6515 亿元，同比增加 14%，受益于银行补充资本需求旺盛，近年来持续增加。

2023 年以来，银行次级债交易活跃度上升，叠加国有大行及股份行存量占比超 80%，面临信用风险较小，商业银行次级债成为利率债的放大器。目前，3~5 年期次级债利差处于历史中位数，且绝对信用利差高于同等级城投，具备一定配置价值。

图表 20

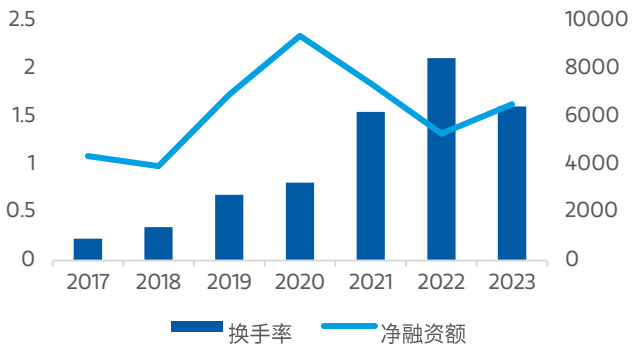
AAA-二级资本债、永续债及国开债到期收益率 (BP)



资料来源：Wind。数据时间：2020.1-2023.12。

图表 21

AAA-次级债换手率及净融资额



资料来源：Wind。数据时间：2017.1-2023.11，换手率仅统计二级资本债。

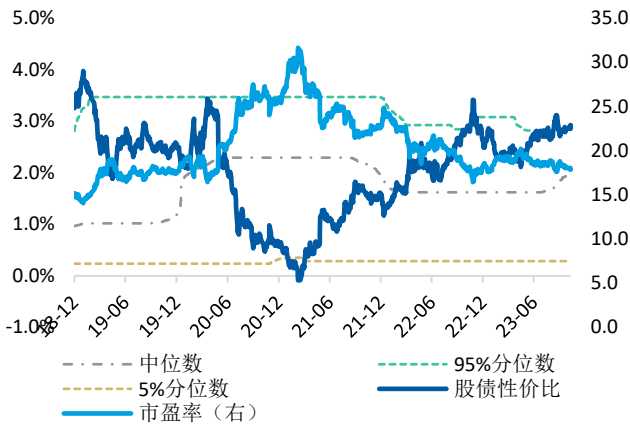
可转债：高赔率带来向上弹性，把握权益交易机会

股债性价比下转债资产赔率占优。2023 年市场演绎了预期和现实的交替波动，轮动速度很快。年底市场再次来到新低，沪深 300 的 PE 分位数达 6%，股债性价比指标来到 92%。随着美联储加息临近终点，分母端压制风险资产和外资流出的负面因素也有望缓解。尽管分子端仍存在不确定性，但当前点位下做多权益类资产赔率更高。

转债供需结构优化。转债供给端扩容速度自 2018 年以来首次放缓，9 月以来证监会优化 IPO 和再融资监管安排后，也明显放缓转债审核速度，对应 2024 上半年新券供给，2023 年以来光大、国君等大票陆续到期，2024 年上半年到期规模仍有近 300 亿元，潜在赎回规模亦不低。需求方面市场化参与者以公募、保险年金、券商自营为主，转债资产占其配置比例并不高，预计规模在平稳基础上考虑大类资产比价效应上下波动。我们认为在对基本面和政策的中性假设下，2024 年市场仍以结构性机会为主，但不乏看点。包括有产业趋势的大科技板块（AI 及其应用、智能驾驶、机器人等）；景气改善且筹码结构较佳的医药、传媒等；供需改善的周期，确定性佳的红利品种；国企改革、国产替代等主题机会。顺周期和大消费板块结合市场情绪和政策预期，关注超跌反弹的交易机会。

图表 22

股债性价比（%，2018 年以来）



资料来源：Wind。数据时间：2018.12-2023.12。

稀缺属性下溢价率高位震荡，速跌带来布局机会。2023 年在供需双弱背景下仍围绕高位中枢震荡，百元溢价率水平在 26±2% 区间波动，2017 年以来的历史分位数未有效跌破 65%。2023 年 10 月底权益市场下跌和资金面紧张叠加，转债成为流动性出口，估值一度触及下沿，但如同 2019 年以来的历次阶段性杀跌，之后均能看到快速修复。

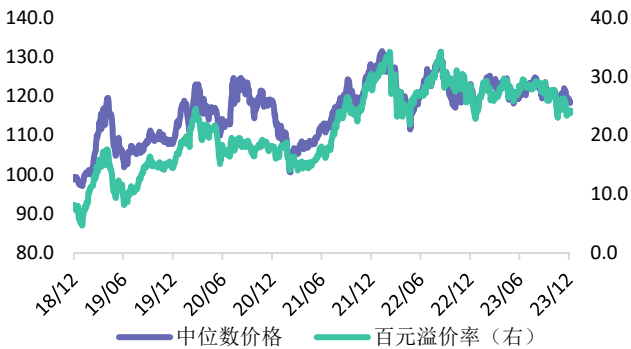
估值高位下择券、择时难度均有增加。2023 年以来中证转债指数收益率仍未转正，转债跟随权益市场轮动加快，市场被迫提高换手率获取超额收益。应对建议结合行业观点优选性价比个券，关注次新错误定价机会，以及超跌后的价值回归，结构性市场背景下仍需及时止盈。

债性标的 YTM 持续抬升，投资价值明显改善。2023 年小盘风格明显占优，纯配置型资金流入有限，绝对低价和大盘转债表现偏弱，债性标的纯债溢价率持续下行，全年估值几乎单边压缩，目前正 YTM 转债数量已近 45%。而与此同时多种纯债品种

利差被压缩到极致水平，在正 YTM 保护下附赠期权的转债品种，相对投资价值明显改善。

图表 23

转债历史估值（元，%）



资料来源：Wind。数据时间：2018.12-2023.12。

整体来看，我们对转债资产相较 2023 年更加乐观，权益不乏结构性机会，较高的股债性价比和较低点位，对应着权益类资产的高赔率。

转债供需格局优化，纯债环境支撑估值，预计维持中枢高位震荡，系统性风险无忧，但需要关注负债端稳定性和流动性冲击，通过仓位管理和对估值偏离度的跟踪，尽量规避价格偏离带来的阶段性冲击风险。

择券方面，双低、纯债替代等被动投资策略越来越难以获得A，需要基于行业深度研究和个股价值挖掘的主动管理。大盘债性品种 2023 年表现明显不及纯债资产，当前正 YTM 品种明显增多且有债底保护，关注有安全边际下的投资机会。

结合权益结构性行情把握交易机会，关注大科技板块产业趋势，景气度和筹码改善板块，以及主题性投资的相关机会等。

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（“本公司”或“基金管理人”）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。

摩根士丹利基金管理（中国）有限公司
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场二座 19 楼

邮编：518048
电话：(0755) 88318883