

Morgan Stanley

摩根士丹利

INVESTMENT MANAGEMENT

## 摩根士丹利基金

# 2024年中期固定收益投资策略报告

2024年7月

### 核心观点

我们认为，当前由于主要风险已基本暴露，在政策托底的模式下，发生系统性风险的概率较低。近期央行对债市的多次喊话，主要出于防风险考虑，不过考虑到经济环境和政策取向的合理性，类似硅谷和英国国债的风险事件出现的概率并不高。

**利率债策略：**央行鉴于偏高的货币供给和空转对系统稳定性的影响对量的投放较为克制，价格方面则侧重于房贷利率而非政策利率，短期总量宽松概率不高，经济转型的大背景下，中央大规模收储以及其他货币化政策出台概率不高，总量大概率趋于下行，在弱现实和资产荒背景下，利率可能也相应倾向于下行，不过考虑央行对于收益率曲线形态的诉求，赔率也相对有限。在利率债的策略上，我们认为利率长期下行的方向较为确定，因此在节奏的把握上更为重要。

**信用债策略：**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。在信用债的布局中，我们仍将关注能够穿越周期的主体，并谨慎利差过低。

**可转债策略：**整体来看，需警惕市场尾部风险，把握结构性交易机会。当前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。策略上灵活应对，反弹行情中双低策略占优；防守时由于类高股息标的陆续退市，更多通过仓位进行调节。

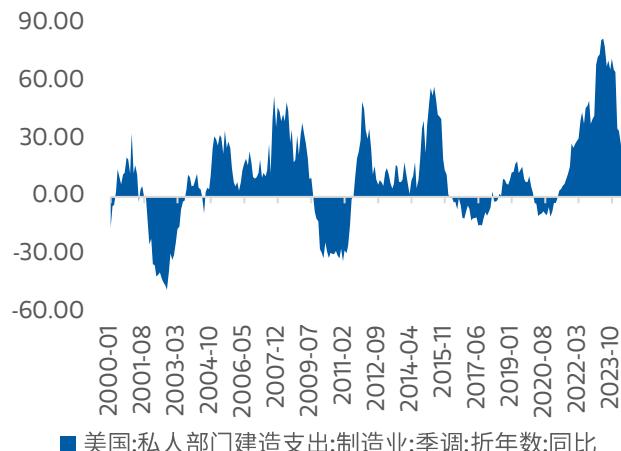
## 海外经济

### 全球制造业周期弱复苏

2023 年三大法案对美国芯片和新能源制造业、基建投资等形成拉动，在 2023 年下半年同比增速达到高峰，但由于缺少中国和欧洲的共振，全球制造业周期很可能是弱复苏。

图表 1

#### 美国私人部门制造业支出



数据来源：Wind，数据时间：2020.1-2024.4。

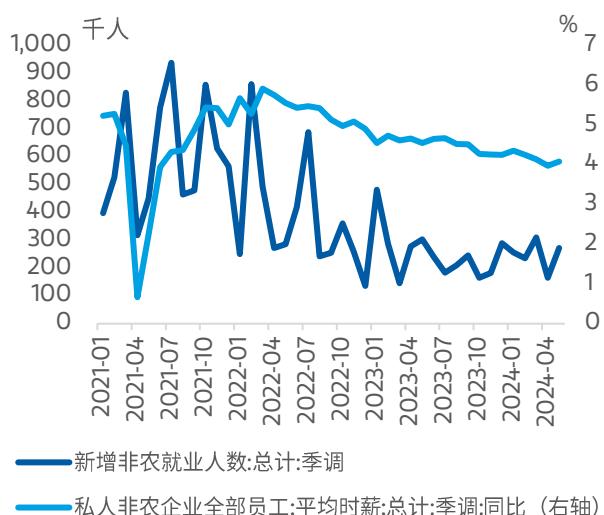
### 美国通胀艰难回落，联储有望预防性降息

美国整体上处于经济后周期，高利率对于中小企业的影响更大，随着减税的正常化、通胀和就业的降温，预计下半年消费趋于降温。

就业方面仍然延续降温趋势，政府部门和酒店休闲业增量明显减少，移民人数依然偏高，供需缺口进一步弥合，薪资通胀降温。

图表 2

#### 薪资增速回落



数据来源：Wind，数据时间：2021.01-2024.5.。

2023 年商品通胀降温明显，且已至低位，服务通胀韧性较强，今年以来受汽车等大宗商品降价影响商品通胀仍呈现下行趋势，服务通胀除房租外也有不同程度降温；仅就房租而言，从供给投放和收入表现来看，下半年增速有望边际回落。

美国经济整体图景偏向软着陆，数据仍具韧性，预计美联储将继续观察通胀降温的持续性，在基本确认后通过预防性降息避免紧缩过度产生的风险，但在大选前为显示独立性，降息的概率不高。

## 国内经济

我国是典型的追赶型经济体，城镇化早期拥有劳动力数量及成本优势及技术复制的后发优势，八九十年代开始了工业化的第一阶段，这一时期 GDP 中投资占比不断提升，一直持续到 2008 年前后。

2008-2012 年这一阶段处于拐点时期，随着城镇化速度的放缓，劳动报酬根据边际成本定价，投资占比不再进一步上升，消费占比小幅抬升，但是资本回报仍然高于工资成本，跨过拐点后进入了工业化的第二阶段，这一阶段劳动报酬和资本回报同步上升，往往被称为黄金时期，在我国大概是 2012-2018 年。

当前，尽管工资通胀并不高，但是因为城镇化和老龄化拐点的出现、东南亚经济体追赶下我国劳动力成本优势下降、美国的技术封锁和逆全球化等因素，国内经济增长面临挑战。

我国经济发展侧重于投资，逆周期调控也是地产和基建主导，这有助于追赶期的经济发展，也使得结构转型的压力始终存在。

我们认为，当前由于主要风险已基本暴露，在政策托底的模式下，发生系统性风险的概率较低。2023 年的贵州出现困难后开始集中发行特殊再融资债化解债务风险、房企有序违约、银行合并等，甚至在资产价格上也有政策托底。近期央行对债市的多次喊话，主要出于防风险考虑，不过考虑到经济环境和政策取向的合理性，类似硅谷和英国国债的风险事件出现的概率并不高。

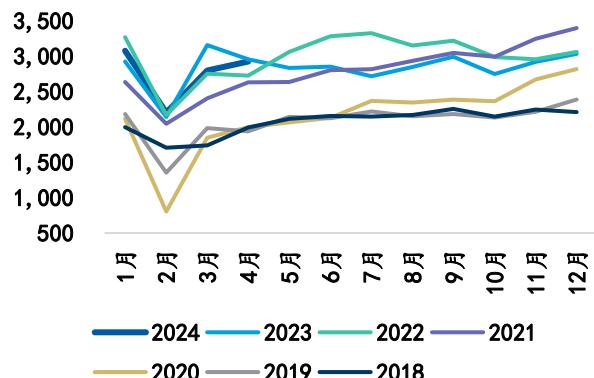
## 制造业和出口是经济亮点

今年制造业与出口相对平稳，尤其是制造业仍然维持了高增速，其中食品制造、船舶、航空航天和其他运输业、采矿业、有色金属冶炼及压延加工业等增速较高。

低产能利用率下制造业增速的回升，一方面是政策的大力支持，另一方面海外从去库后期向补库切换，制造业积极寻求出海。

图表 3

### 出口金额



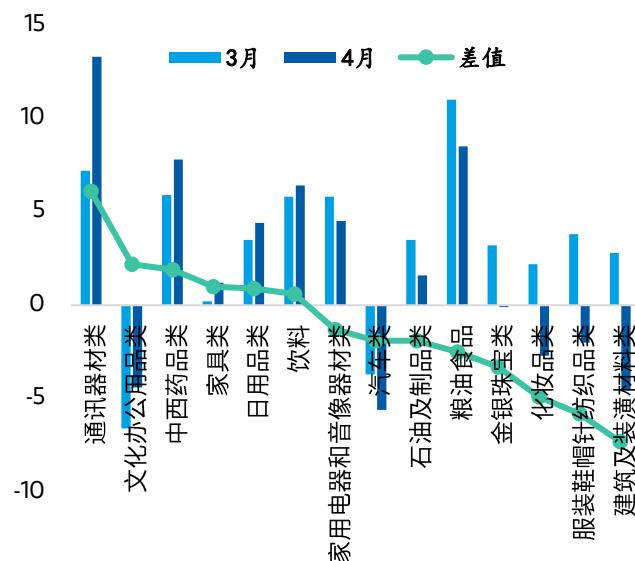
数据来源：Wind。

## 消费降级，结构分化

消费方面，同比增速较高的行业有食品、药品、饮料、手机、家电等，以刚需和部分降价驱动的耐用品为主；建筑装潢、服装纺织、化妆品、金银珠宝等走弱，整体呈现消费降级，结构分化的趋势。

图表 4

### 消费品同比增速 (%)



数据来源：Wind。

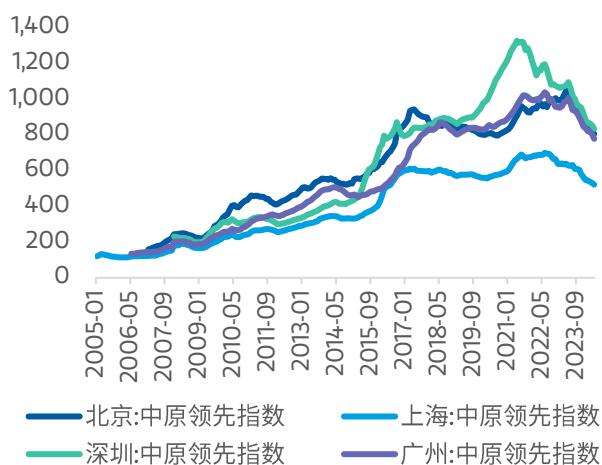
## 地产仍是影响经济的重要因素

我国消费具有投资的附属特征，制造业取决于其他分项的需求，化债背景下基建托底作用下降，关键的变量在于地产和出口。

从历史上各个国家地产泡沫破灭后的情况来看，房价会向合理估值水平回归，一般会回到泡沫破灭前3~4 年的水平，从我国一线城市的表现来看基本回到了 2018 年的水平，二三四线更甚，可以认为泡沫已经大部分被消化。

**图表 5**

### 一线城市房价表现



数据来源：Wind，数据时间：2005.1-2024.5。

一般经济体随着房价的估值回归，会迎来企稳反弹，但也有例外（如日本等），若收入没有明显增长，房价仍然下跌，可见估值回归后价格不一定都会上升，还需看收入情况，在收入不显著改善的情况下，很可能会出现房价的超调。

## 政策端：关注变革

改革开放以来我国经历过三轮低通胀，最终都顺利实现再通胀。低通胀的原因一般都来自投资过剩和库存高企（1998 年、2008 年、2014 年），往往伴随外部冲击（1998 年、2008 年），2008 年后地产在危机和复苏中扮演的角色越来越重要。

因此相应的政策应对就需要刺激需求以去库存，实行地产、财政以及货币政策的宽松，最后随着供给出清、地产反弹，制造业、出口等跟随反弹，经济触底回升，开启再通胀。

改革开放到 2017 年前后阶段，由于经济中借款人充足，货币政策的效果较好，同时由于我国投资占比偏高，经济面临内需不足的问题，财政政策也一直扮演逆周期调节的重要角色。

但随着城镇化拐点的到来，劳动力成本优势和技术后发优势均下降，传统刺激政策的效果减弱，经济转型相比于刺激更加重要。

**图表 6**

### 过往三轮低通胀时期最终都顺利实现再通胀



数据来源：Wind，数据时间：1990.12-2024.5。

我们认为，当前由于主要风险已基本暴露，在政策托底的模式下，发生系统性风险的概率较低。目前的政策思路是，一方面改善供需关系，降低系统性风险的可能；另一方面发展科技制造业，意在以供给创造需求，提升实际增长率。7 月政治局会议可能是一个观察窗口。

## 债市策略

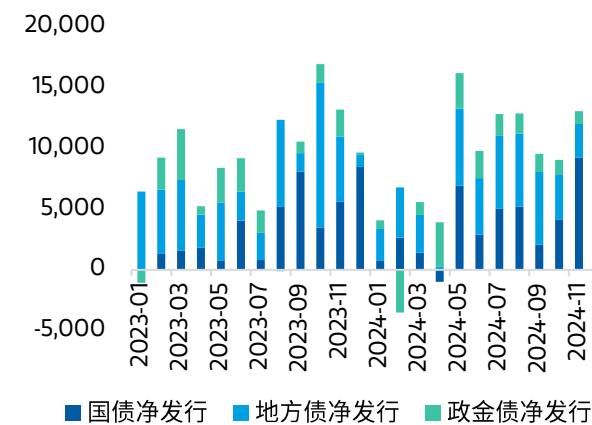
### 利率债：节奏比方向更重要

中央加杠杆、地方去杠杆的模式下，中央和地方的进退节奏对市场影响较大，今年以来因为地方更倾向准备特别国债项目等原因，地方债发行进度不及预期，基建增速也趋向回落，但 5 月地方债有明显加速，实物工作量能否回升成为关注焦点。

从政府债发行进度看，1-4 月债券供给的慢节奏客观上增加了二三季度的发行压力，我们预测 5 月开始利率债供给明显上量，除 12 月外月度净融资均在 1 万亿以上，但单月难以明显超过 5 月的水平，且今年国债和地方债月间配合较好（月末国债少，地方债多），特别国债也进行了充分平滑，央行对流动性环境整体是呵护的态度，预计发行冲击小于去年 10-11 月。

图表 7

#### 政府债供给（2024 年 5 月以后是预测值）



资料来源：Wind，摩根士丹利基金整理。数据时间：2023-2024。

短端来看，存款搬家和央行管控促进了短端行情。手工补息被取消后，尽管银行通过结构性存款和大额存单留存客户，但在存款和理财收益率之差拉大的客观背景下，存款出现了从银行向非银的转移，这也一定程度上带来了 4 月以来 R007 和 DR007 利

差的缩小以及信用利差的收窄；存款搬家脉冲或已过去但我们认为长尾影响仍在。

今年以来债市行情最大的波动还是由政策带来，3 月 8 日监管担忧农商过于热衷债券投机交易、4 月 23 日央行提示长端风险、4 月 30 日政治局会议提出去库存、5 月 17 日地产政策落地、5 月 30 日央行提示长端风险是重要节点，调整幅度最高不超过 15BP。

央行鉴于偏高的货币供给和空转对系统稳定性的影响对量的投放较为克制，价格方面则侧重于房贷利率而非政策利率，短期总量宽松概率不高，但在收储以及其他货币化政策出台之前，总量大概率趋于下行，在弱现实和资产荒背景下，利率可能也相应倾向于下行，虽然胜率高，但考虑到央行对于收益率曲线形态的诉求，赔率相对有限。

在利率债的策略上，我们认为利率长期下行的方向较为确定，因此在节奏的把握上更为重要。

### 信用债：关注穿越周期主体，谨慎利差过低

信用债市场来看，当前信用利差已处于极低水平。2024 年 1~5 月，信用债市场净融资额为 6665 亿元，同比增幅较大，但仍处于历史底部，由于城投发行债券审批趋严，信用债整体供给受限。

2024 年以来，受益于旺盛的需求及供给收缩，信用债利差持续下行。“资产荒”下，信用利差属于历史极低水平，考虑到城投化债力度较大，边际违约风险缓释，叠加利率下行趋势明显，中长期信用债存在一定配置价值。

图表 8

## AAA 信用债与 10 年国开债到期收益率



资料来源：Wind；数据时间：2021.1-2024.5。

城投债方面，“刚兑”预期仍强。2024年，城投化债政策延续，随着特殊再融资债发行，银行展期降息力度较大，城投边际违约风险缓释，融资利率大幅下降。考虑到城投总债务规模仍较大，地方财政实力弱化，需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，发债主体多为行业龙头，抗风险能力尚可，短期内违约概率较低；但钢铁等行业由于宏观经济下行，需关注其基本面持续恶化情况。

地产债方面，仍需持续观察后续政策。2024年以来，地产基本面持续下行，对经济拖累加深，为改善地产困境，近期呵护市场政策频出，房企融资环境小幅改善；目前房企经营能力仍较弱，偿债能力主要取决于再融资能力，国企背景房企融资成本下行。

2024年1~5月，债市违约及展期金额约400亿元，同比大幅下降70%，违约主体主要为前期出险房企。

图表 9

## 社融增速与信用违约潮 (%)



资料来源：Wind。数据时间：2013.12-2024.4。

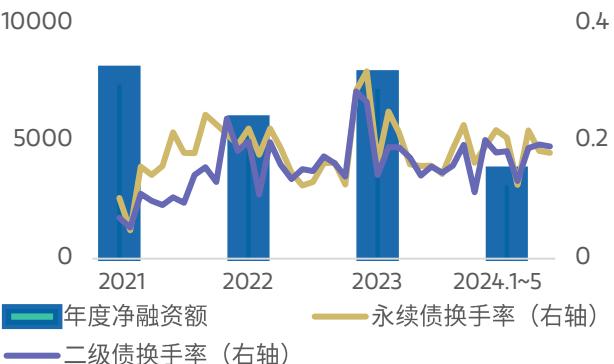
商业银行次级债方面，交易度持续活跃，目前已成为主流品种。

2024年1~5月，银行二级资本债及永续债净融资额为3107亿元，同比增加34%，受益于银行补充资本需求旺盛，供给量持续增加。2024年1~5月，总损失吸收能力(TLAC)非资本债券发行800亿元，提供了新的投资品种。

2024年以来，银行次级债交易活跃度维持，叠加国有大行和股份行存量占比近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极低水平，但考虑到利率下行趋势及信用资质较好，仍具备配置价值。

图表 10

## AAA-次级债换手率及净融资额



资料来源：Wind；数据时间：2021.1-2024.5。

在信用债的布局中，我们仍将关注能够穿越周期的主体，并谨慎利差过低。

**城投：**在化债政策下，各省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，钢铁行业亏损面扩大，但再融资压力不大，行业利差整体下行。

**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，后续仍需等待政策出台后需求端的复苏。

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。

## 可转债：警惕市场尾部风险，把握结构性交易机会

2024 年 1-5 月，中证转债指数上涨 2.68%，万得可转债等权指数下跌 1.06%，等权指数表现弱于中债总财富指数，以及以沪深 300 为代表的权益大盘，等权指数表现更弱主要受到小微盘的拖累。上半年小微盘股受到多次冲击，包括春节前的场外衍生品，以及“新国九条”后退市新规的担忧。

供给方面，如期回落，但需求也明显放缓。今年新发转债仅 11 只合计 101 亿元，远低于往年平均发行额 974 亿元，年内到期和已退市规模合计约 700

亿元，优质标的退市反而导致配置资金流出，从交易所投资者持仓数据看，1-4 月以公募基金为代表的专业投资者持续流出，5 月则重回流入。

图表 11

转债指数及股债表现比较（2022 年以来）



资料来源：Wind。数据时间：2022.1-2024.5。

截至 5 月末转债百元溢价率 26.1，较年初上行 2 元，但期间表现一波三折，在小微盘流动性和退市担忧的尾部风险下，估值震荡中枢整体下移动，所在分位数水平从去年的 75% 下降到 62% 左右。优质转债的退市缩窄了资金投资的选择范围，与此同时债券收益率趋势下行，纯债资产成为固收资金的配置首选。

估值方面，5 月以来随着资金回流转债估值出现修复，在两周的普反之后结构化特征依然明显，机构谨慎看待有信用瑕疵或退市风险的纯低价策略，预计未来表现将维持分化，有瑕疵的个券债底保护失效。目前 IPO 和再融资已恢复审理，转债有少量新预案发出，预计随着发行的逐步恢复，供给担忧缓解，估值震荡走平或跟随权益市场略微走高，整体仍为交易性结构行情，交易难度明显增加。

图表 12

转债历史估值（元，%）



资料来源：Wind。数据时间：2018.1-2024.5。

整体来看，我们认为转债资产整体提估值需要看到权益市场指数行情，或是银行理财及保险等配置资金大额流入，当前仍以震荡为主。

另一方面，尾部风险是关注重点，需关注负债端稳定性，警惕退市风险和流动性冲击，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。若出现大幅回调也并不悲观，预计估值难以跌破前期低点。

在可转债策略方面，我们认为仍需警惕市场尾部风险，把握结构性交易机会。

当前，被动投资策略越来越难以获得阿尔法，更需要基于行业深度研究和个股价值挖掘的主动管理。策略上灵活应对，反弹行情中双低策略占优；防守时由于类高股息标的陆续退市，更多通过仓位进行调节。

增量视角下，需要配置型资金流入，这类资金风险偏好不高，单纯的高 YTM 策略风险收益比明显下降，信用瑕疵和退市风险下部分标的丧失债底保护，需要结合行业观点综合判断。或可优先关注商业模式和现金流稳定的大市值标的，如银行、公用事业等。

权益市场角度，在基本面弱复苏假设下仍以轮动行情为主。我们将重点关注如下几个方向：有涨价预期的公用事业、上游资源品和大宗等板块；有产业趋势的机器人、半导体自主可控等板块；有政策预期的新质生产力方向等；关注海外补库逻辑下出口链的持续性，以及地产链数据或有改善对市场风格的影响。

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