

摩根士丹利基金

2025年度固定收益投资策略报告

2025 年 2 月

核心观点

经济层面，地方财政的压力根本在于收入的下滑和人口结构变化导致的刚性支出增加，叠加地产过快进入下行周期，对 2025 年经济最直接的拉动在于化债之外的财政刺激；在一定的假设下，预计消费刺激能够对冲出口下降对 GDP 的影响，但是持续性相对有限，预计政策会倾向股市等有财富效应的领域，以增加消费的持续性，内生压力还是增加的。

政策层面，预计政策仍以稳为导向：中央政府或将进一步加杠杆，且或更侧重财富效应和消费刺激，货币政策在底线基础上维持宽松，同时货币在总体稳住的情形下进行适度贬值，另外仍将谨慎防范利率快速下行产生金融风险等，总体而言政策思路实质上仍延续以稳为主。

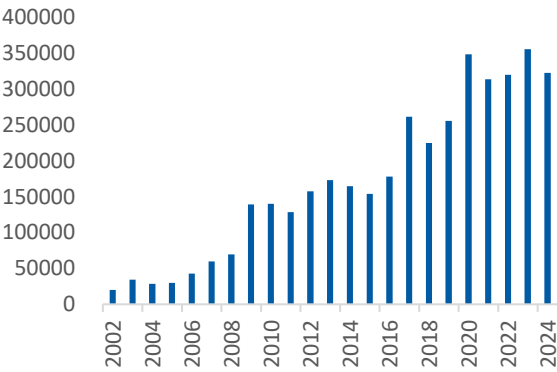
策略上，债券投资需综合关注基本面，机构行为，市场仓位，风险偏好，负债端波动等多方面因素，形成新的投资框架。预计 2025 年债市趋势仍在，但波动的权重明显上升，尽管胜率尚可，但赔率不高，应更好地把握节奏。

宏观经济

经济层面，地方财政的压力根本在于收入的下滑和人口结构变化导致的刚性支出增加，叠加地产过快进入下行周期，对2025年经济最直接的拉动在于化债之外的财政刺激；在一定的假设下，预计消费刺激能够对冲出口下降对GDP的影响，但是持续性相对有限，预计政策会倾向股市等有财富效应的领域，以增加消费的持续性。展望2025，基本上需重点关注价格指数及社融和信贷的修复情况。

图表 1

社会融资规模（亿元）



数据来源：Wind。

政策层面，预计政策仍以稳为导向：中央政府或将进一步加杠杆，且或更侧重财富效应和消费刺激，货币政策在底线基础上维持宽松，同时货币在总体稳住的情形下进行适度贬值，另外仍将谨慎防范利率快速下行产生金融风险等，总体而言政策思路实质上仍延续以稳为主。

债市策略

利率债：趋势仍在，迎接波动率提高

策略上，债券投资需综合关注基本面，机构行为，市场仓位，风险偏好，负债端波动等多方面因素，

形成新的投资框架。预计2025年债市趋势仍在，但波动的权重明显上升，尽管胜率尚可，但赔率不高，应更好地把握节奏。

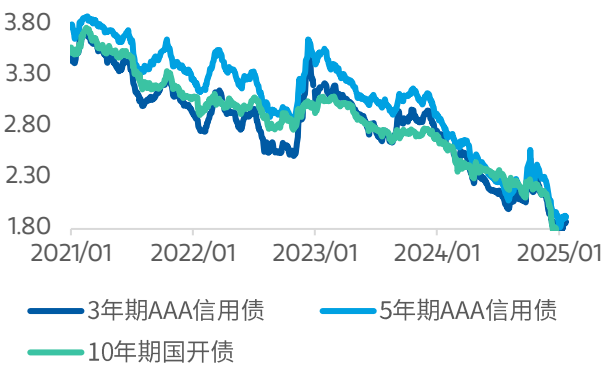
信用债：关注穿越周期主体，谨慎利差过低

信用债市场来看，当前信用利差已处于较低水平。2024年，信用债市场净融资额达1.7万亿，为近三年高峰；其央企及城投为主要的融资方，考虑到发行人整体债务体量已较大，融资用途以偿付利息为主，供给整体仍较紧。

2024年以来，信用债收益率先下后上，全年信用利差基本维持；考虑到城投化债力度加大，边际违约风险缓释，叠加利率下行趋势明显，中长久期信用债存在一定配置价值。

图表 2

AAA 信用债与 10 年国开债到期收益率（%）



资料来源：Wind；数据时间：2021.1-2025.1。

城投债方面，“刚兑”预期仍强。2024年，城投化债政策延续，随着年底六万亿化债专项债的发行，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。

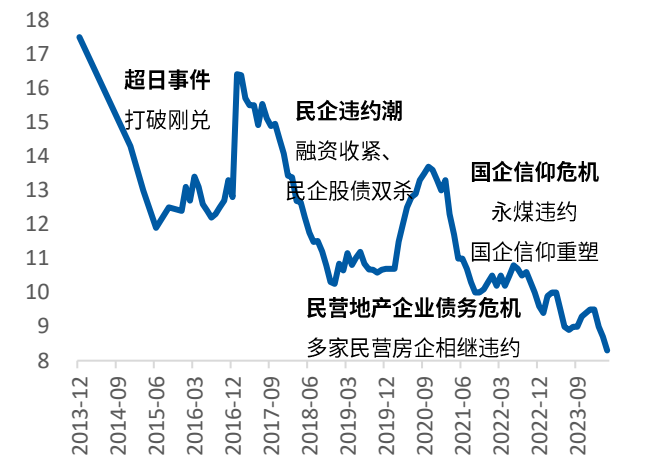
产业债方面，发债主体多为行业龙头，抗风险能力尚可，短期内违约概率较低；但钢铁等行业由于宏观经济下行，需关注其基本面持续恶化情况。

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，且政策出台相对滞后，效果仍待验证；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，但仍维持一定信用利差。

2024 年，债市违约及展期金额约 990 亿元，同比下降 45%，违约主体主要为前期出险房企。

图表 3

社融增速与信用违约潮 (%)



资料来源：Wind。数据时间：2013.12-2025.1。

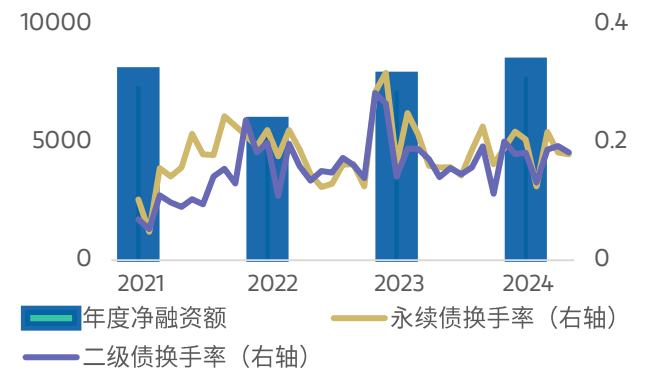
商业银行次级债方面，交易度持续活跃，目前已成为主流品种。

2024 年，银行二级资本债及永续债净融资额为 7790 亿元，同比增加 8%，且发行节奏前置，四季度由于财政部公告将发行特别国债补充银行资本，银行次级债净融资规模下行。此外，2024 年，总损失吸收能力 (TLAC) 非资本债券发行 2300 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偏低水平，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 4

AAA-次级债换手率及净融资额 (亿元)



资料来源：Wind；数据时间：2021.1-2024.12。

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：基本面略有走弱，但在低利率环境中，难寻利差。煤炭价格持续回调，但利差亦处于历史较低水平；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，行业利差仍整体下行。

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企稳。

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。

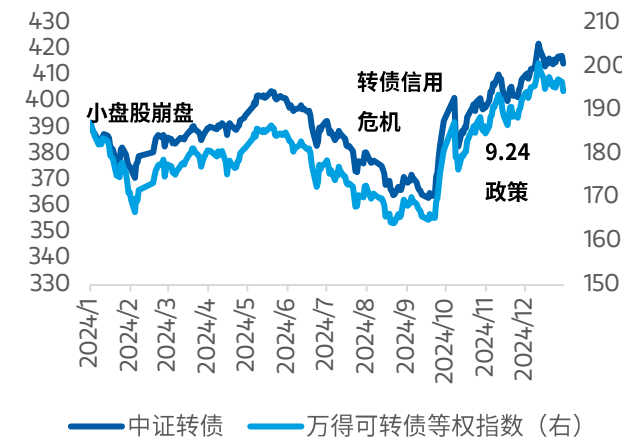
可转债：回归进可攻退可守，以估值做波段，把握结构性交易机会

2024 年，中证转债指数上涨 6.08%，万得可转债等权指数录得 4.01%，但是过程曲折；在上半年 2 月

受到小微盘股冲击，包括春节前的场外衍生品等因素扰动，等权指数最大回撤 10.8%；7-9 月，受权益市场拖累，大量转债正股市值萎缩，转债余额比市值过大，同时权重板块光伏转债出现了单季度现金流大幅走负，引发转债市场的信用危机，转债出现大面积破债底，带来转债等权指数相较 5 月高点回撤近 12%；在 9.24 政策刺激后，转债跟随权益市场大幅反弹，伴随公司积极下修，转债平价快速修复，问题转债赎回转股，转债信用担忧化解，后持续走高。

图表 5

转债指数表现比较（2024 年）

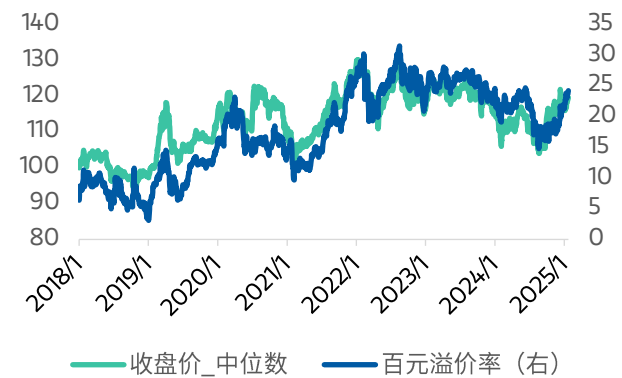


资金供需方面，展望 2025 年，需求大于供给。2025 年受监管控制和预案储备有限影响，预计发行 400~700 亿，而到期有 850 亿，潜在赎回约 800 亿，预计 25 年净供给约-1000 亿；当前债券市场利率低，配置压力大，需求上年金当前相对历史欠配，保险规模增加带来配置需求，其他资金预计中性，预计 25 年需求约有 600 亿增量资金；整体需求大于供给，在低利率资产荒的情况下，转债市场估值有抬升支撑。

估值方面，25 年初百元溢价率约 21%，随着上述资金层面分析，资金有望回流转债估值有望修复，但是权益市场偏震荡难以支撑转债估值的持续修复和高估状态，预计估值小幅上行后将呈现区间震荡状态。

图表 6

转债历史估值（元、%）



尾部风险方面，通过 2024 年 9-10 月份，转债正股的行情和公司积极主动的下修配合，证明转债不是纯信用债，赎回仍然是主流退出方式，市场对转债的信用担忧下降，对于大部分转债而言同时跌破债底的情况在 25 年较难出现。

策略应对上，注重以波段及结构选择作为增强核心。外部关税和国内宏观环境不确定性大，预计权益偏震荡市，25 年侧重以估值为锚重视赔率和预期收益，辅以宏观基本面判断来提高胜率，以仓位波段增厚收益。

结构上，当前转债市场平价中位数在 90 附近，整体偏平衡型，策略选择上，高 YTM 策略的选择空间下降；震荡视角下更适合以期权或者双低角度选择低

估值转债打底，加上基本面和弹性的深入研究的择券策略，既可以享受市场估值抬升的贝塔，也能最大化转债进可攻退可守的不对称性收益的阿尔法。

行业角度，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：有产业趋势且目前渗透率较低的机器人、AI 应用端等板块；有产业政策支持的新质生产力方向如低空经济等；关注

宏观及政策方向对冲，宏观低于预期时逆周期政策潜在发力补贴方向如家电、电子、自主可控设备等；有稳定增量空间的出海方向，主要是面向东南亚、南美等不受美国贸易战影响的出口行业。

综合而言，25 年转债回归进可攻退可守状态，同时估值有抬升空间，是偏向积极可为的，但大牛市概率不大。

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