

2020年下半年度债券策略报告

高波动下寻找确定性机会

- 2020年全球经济经受严峻考验，新兴市场货币和经济风险加剧。新冠疫情全球爆发以来，由于多数国家经济遭遇停摆、全球美元流动性紧缺，带来新兴市场国家货币贬值与经济基本面严重恶化。但包括中国在内的部分国家抗风险能力相对更强，疫情缓解后经济逐步恢复增长。
- 国内经济弱复苏，通胀下行趋势确立。投资方面，“稳增长”对基建的依赖逻辑增强，专项债成为主要资金来源；房地产投资周期性减弱，表现出较强刚性；制造业投资与盈利相关度高，预计恢复速度较慢。由于疫情对于居民活动及收入的影响，消费恢复速度也较慢，且结构分化。出口方面，进入“后疫情”时代，海外复工或将减少中国替代生产需求，而预计全球总需求长期低迷，压力可能在未来逐步显现。全球衰退+国内弱复苏的基本面组合下，年内通胀下行趋势确立，或非主要矛盾。
- 货币政策精打细算，不松不紧。由于没有设定经济增长目标，货币政策反而更有定力，只需要维持资金量价平稳，不必对短期增长负责。因此未来货币政策可能仅维持中枢平稳，资金利率可能维持在当前水平。
- 高波动下寻找确定性机会。国债利率处于合理区间，但利率债供给冲击扰动不断。与贷款利率相比，债市收益率处于历史低位，且负债成本下降较慢，也对债券收益率下行构成较大限制。中长期经济基本面不确定性较大，对债券市场的指引性不强。经济逆全球化和格局分化，各国政策不同步和差异化，将导致市场环境极为复杂化。债券市场可能延续高波动性的走势。
- 信用债投资策略：城投债投资布局重点城市群；地产债政策基调未变，主体分化延续；周期类债券需警惕尾部风险。
- 转债市场经过二季度的估值压缩，目前的价格基本已回归到合理区间。尽管短期来看指数级上行趋势并未到来，但行业结构化程度可能加剧，部分前期低估值板块或有阶段性行情。
- 可转债投资策略：重点关注方向包括银行转债、消费板块的食品饮料、医药（药房）、医疗服务等细分龙头公司，以及高科技板块中的云计算、5G、新能源的行业龙头，并辅以券商板块作为弹性进攻标的。

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、利率策略：债市收益率历史低位，波动加大重配置

1、“后疫情”时代，基本面不确定性加大

(1) 2020年全球经济经受严峻考验

据世界银行最新发布的《全球经济展望》，受新冠肺炎疫情冲击，2020年全球经济预计将萎缩5.2%。对于发达经济体和新兴市场国家均有不同程度冲击。

海外主要经济体纷纷出台宽松货币政策及财政纾困计划对冲疫情冲击，国内逆周期政策相对克制，财政谨慎扩张，货币从宽松应急转向适中，意在配合财政精准滴灌。

新兴市场货币和经济风险加剧，但包括中国在内的部分国家抗风险能力相对更强。新冠疫情全球爆发以来，由于多数国家经济遭遇停摆、全球美元流动性紧缺，带来新兴市场国家货币贬值与经济基本面严重恶化。部分发展中国家货币贬值压力加大，主权债务危机概率上升。而包括中国在内的部分国家短期及中长期表现更为稳健，抗风险能力更强，疫情缓解后经济逐步恢复增长，货币有升值可能。

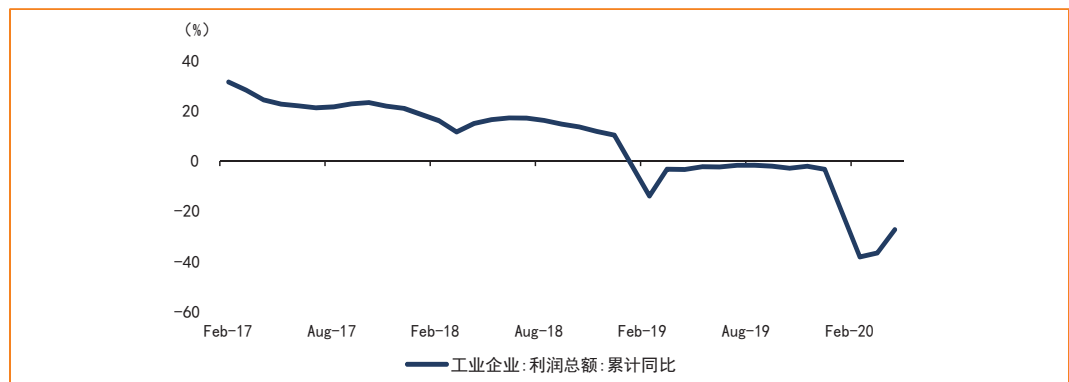
(2) 国内经济弱复苏，通胀下行趋势确立

基建是实现经济增长目标的重中之重。疫情冲击后，稳增长依靠基建逻辑增强，但财政同样考虑生存问题，基建资金主要仍需依靠3.75万亿专项债。专项债用于基建的比重有所提升，初步估算，专项债部分理论上将拉动我国基建投资近3万亿，这将带动我国基建投资增长10%以上；但考虑部分项目资金落地存在时滞，且专项债对其他融资手段有挤出效应，实际提升相对有限。

房地产或是投资中最具刚性的部分。疫情冲击后地产投资和销售快速回升，迅速转正。一、二线城市“地王”频现，地产企业融资放松，拿地热情不减。尽管限购政策保持收紧，但LPR仍有一定下调空间，能够降低购房成本，对需求端形成支撑。由于“房住不炒”与因城施策并行，地产周期性减弱，反而表现出极强的刚性。疫情进入常态化阶段，对刚需与改善性需求影响甚微。

制造业投资恢复速度较慢。制造业投资与盈利相关度高，具有顺周期性。虽然社融大幅提升，但多被用于还债与补充流动资金，制造业企业用于项目建设的资金相对较低。企业优先考虑生存问题，制造业投资增速全年较难回正。

企业利润修复缓慢

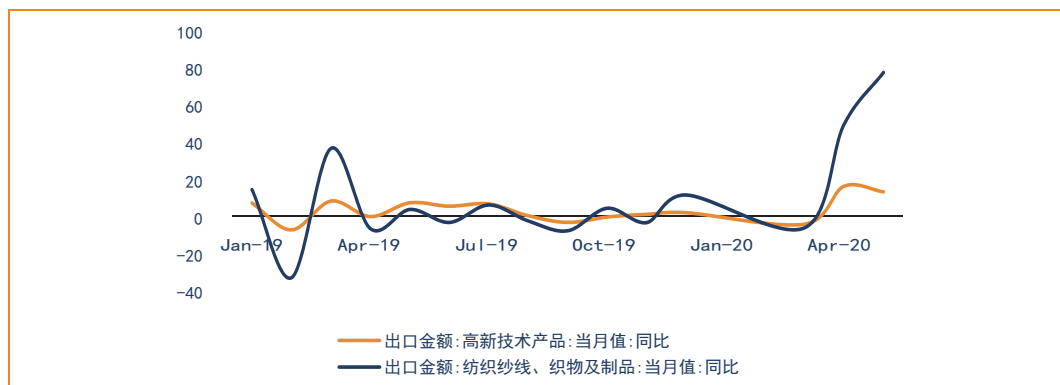


数据来源：Wind；数据时间：2017.2-2020.4

消费恢复速度也较慢，且结构分化。疫情常态化后，居民活动半径变小，社交距离加大，交易成本上升，部分消费需求或消费行业受到永久性冲击。中低收入群体受影响更大，收入减少，工作稳定性变差，进一步抑制消费。消费券等补贴手段虽然对消费有一次性刺激作用，但无法长期提高消费倾向。汽车等可选消费受政策刺激，可能有结构性亮点。线上消费，无接触消费迎来热潮。

抗疫物资支撑出口，但未来压力或逐步显现。预计全球疫情带来的医疗物资需求和海外生产能力萎缩今年将对出口增长形成支撑。但进入后疫情时代，海外复工或将减少中国替代生产需求，而预计全球总需求长期低迷，未来出口或有隐忧。

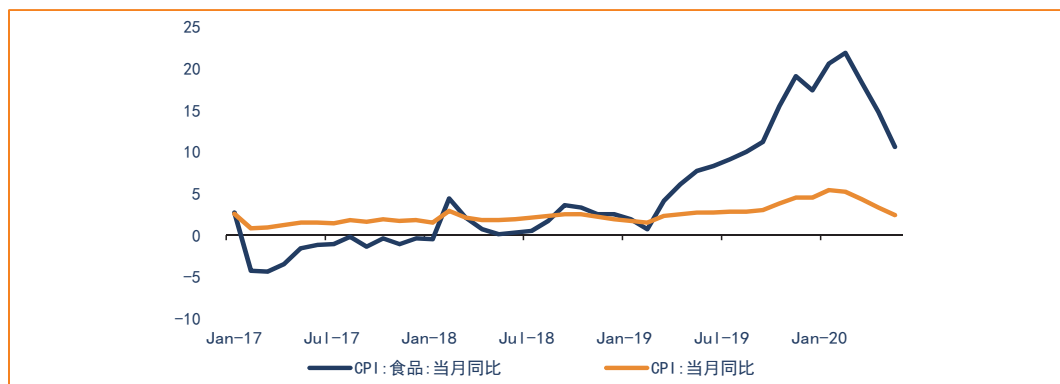
部分出口分项拉动明显



数据来源: Wind; 数据时间: 2019.1-2020.5

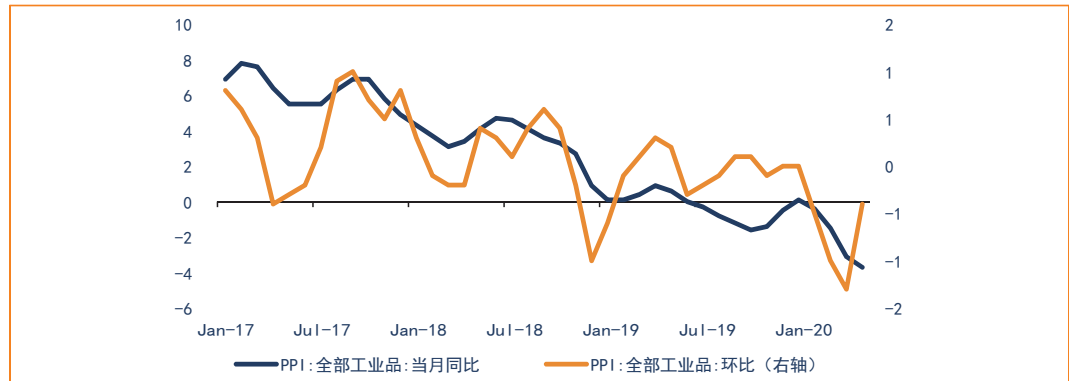
通胀下行趋势确立，非现阶段主要矛盾。全球衰退+国内弱复苏的基本面组合下，年内通胀或非主要矛盾。猪价中枢稳步下移，产能逐步释放和高基数效应下，CPI出现稳步回落态势基本确立，PPI受大宗商品回暖带动底部渐近。

CPI稳步回落



数据来源: Wind; 数据时间: 2017.1-2020.5

PPI环比回升，底部渐进



数据来源: Wind; 数据时间: 2017.1-2020.5

(3) 货币政策精打细算，不松不紧

由于没有设定经济增长目标，货币政策反而更有定力，央行只需要维持资金量价平稳，不必对短期增长负责。因此未来货币政策可能仅维持中枢平稳。未来有两种情况可能促进货币政策边际转松：（1）资金中枢长期高于合意水平，经济尾部风险发酵；（2）社融，债券融资等出现明显下降。

2、债券策略：高波动下寻找确定性机会

利率债供给冲击扰动不断。近期受1万亿特别国债7月底前市场化集中发行影响，供给冲击担忧再起，预计3季度供给仍然较多。从新发地方债期限来看，10年以上长债占比提升，因此长端冲击更为显著。

国债利率处于合理区间。如果美债收益率与欧日利差持续缩窄，利差交易平仓操作会增加，资金可能会从美国市场流出，因此美债出现负利率的可能性不高。从当前中国10年期国债收益率水平来看，已处于较为合理的区间。但如果疫情形势超出市场预期，中、美国债收益率都可能会再次下探。

外资流入趋势明显。外资正在成为中国债市的重要参与主体，近年来外资在中国债市的占比快速提升。根据Wind数据，截至2020年3月末，境外机构持有的人民币债券规模为2.26万亿元，占全市场总量的2.41%，在国债中占比更高，达到8.68%。在外资加大对中国债市投资力度的同时，外资行为也对中国债券市场走势，尤其是局部时段产生了重要影响。

经济基本面指引性不强，债市可能延续高波动走势。目前经济回升最快的阶段或已经过去，但不确定性仍然很大，经济常态化的中枢位置不容易确定。另外海外疫情还在上升阶段，疫苗的效果也难以预测。因此，中长期经济基本面尚不明朗，对债券市场的指引性不强。而经济逆全球化和格局分化，各国政策不同步和差异化，将导致市场环境极为复杂化。债券市场可能延续高波动性的走势。

国内政策较有定力，资金利率可能维持当前水平。今年的国内政策较有定力，主要聚焦于扶贫和民生，因此比较难看到V形反弹。央行政策回归常态，但没有转向紧缩的条件，资金利率可能维持在当前水平。

警惕可能的风险因素：

- (1) 疫情恢复进度快，疫苗效果好，最终带动经济持续复苏。
- (2) 通胀可能回升进而带来货币政策收紧压力。

- (3) 理财产品净值化和久期匹配的要求，可能制约市场配置方向。
- (4) 直达实体的政策或冲击原有市场体系。

二、信用债策略

信用债市场净融资额高位、收益率低位。2020年上半年的信用债市场总体呈现供需两旺的格局，根据Wind数据，前两个季度信用债发行人的净融资均超过1万亿，一季度净融资额超过1.5万亿，超越2016年一季度，为历史最好水平。2020年上半年，信用债收益率水平大幅下行，目前各期限收益率水平均处于历史20%分位以下。

疫情带来的强盈利冲击与强融资对冲。2020年以来，各行业发行人的盈利状况普遍受到疫情的较大冲击，其中休闲服务、交通运输、传媒等行业受疫情冲击明显，但整体而言，这些行业的发债企业中大中型国有企业占比较高，盈利的强冲击被融资额的上升及融资成本的下降对冲，2020年上半年并未发生行业层面的信用风险事件。

违约规模未减、新增主体下降。2020年以来，共有65只债券违约，合计金额815亿元，仍保持月均100余亿的规模，但新增违约主体数量同比有所下降。2020年1-5月，新增违约主体8家，全部为中融新大、新华联控股等高收益债主体（数据来源：Wind）。

1、城投债投资布局重点城市群

随着经济下行压力增大，财政政策“开正门”力度持续增加。在宽信用的环境下，2020年以来地方政府债和城投债发行情况明显好于近年水平，城投平台融资成本明显降低。

城投友好的融资环境是建立在金融机构较低的融资成本和城投债本身极低的违约率基础上的，两者中任何一个发生变动都会导致其融资环境的改变，“边缘”城投的信用状况仍值得关注。

国家发展改革委《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》中指出加快发展重点城市群，加快实施京津冀协同发展、长三角区域一体化发展、粤港澳大湾区建设、长江经济带发展、黄河流域生态保护和高质量发展战略；编制成渝地区双城经济圈建设规划纲要。

2、地产债政策基调未变，主体分化延续

从目前情况看，多数中大型房企有能力抵御本次疫情带来的负面冲击，但相关信用指标预计将有一定程度的恶化，2020年以来房企境外评级调整仍以负面行动为主。

信用资质筛选：多数民营房企海外级别在BB-及以下，需密切关注其信用资质的变动情况，在中大型民营房企中，可优先配置销售执行力强、财务政策稳健的企业，规避低销售转换率、土储倍数过高、高财务杠杆等风险民企。

3、周期类债券：行业波动中调整，警惕尾部风险

大宗商品下游需求与宏观经济关联度高，2020年上半年，周期性行业景气度整体呈现前低后高态势；较下游终端产品而言，上游大宗商品受疫情影响较弱。近期煤炭、钢铁、水泥、玻璃行业库存去化，产品价格保持高位或有所回升，行业景气度较高，呈现“淡季不淡”状态。

个别“僵尸”企业受疫情冲击，经营状况恶化较快，近期市场认可度下降，信用利差拉大，此类企业整体呈现多元化投资失败、资不抵债态势，年度内将继续精选个券，防范因持仓此类主体带来净值损失。

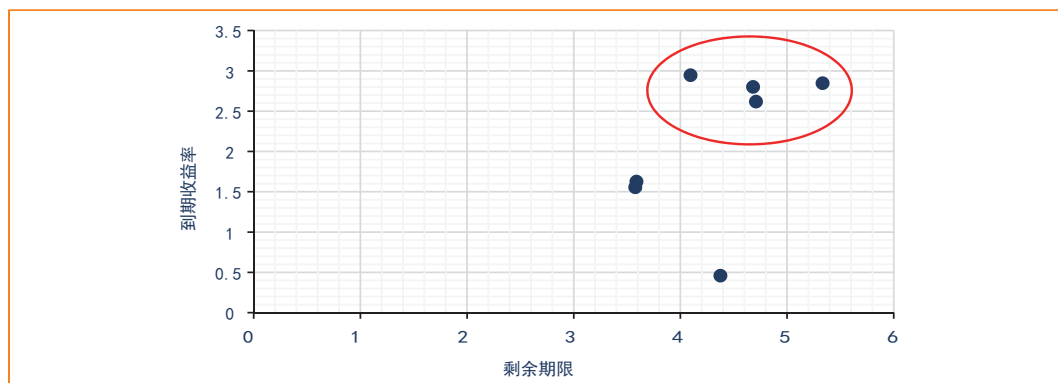
三、可转债策略

2020上半年转债估值走弱，结构分化。转股溢价率经过二季度压缩，回落至历史60-70%分位，基本与去年四季度持平。根据Wind数据统计，90-115股性估值为14.84%，95-115股性估值 12.89%。从估值和波动率角度来看，目前的价格基本已回归到合理区间。

转债下半年策略：强alpha，弱beta。短期来看，我们认为指数级上行趋势并未到来，行业结构化程度有望加剧，部分前期低估值板块不排除有阶段性行情。

(1) 银行转债伴随二季度溢价率压缩，部分大盘银行转债（剩余期限4-5y）的高YTM（2.5-3%）已经具有较好的配置价值。

部分银行转债具备配置价值



数据来源：Wind；数据时间：截至2020.6.30

(2) 右侧参与高景气确定性机会，包括食品饮料、医药（药房）、医疗服务等，以龙头公司配置为主。

(3) 左侧布局新科技板块，包括云计算、5G新能源等长期逻辑好的行业龙头公司。并辅以券商板块作为弹性进攻标的。