

近日，中央经济工作会议提出2022年经济工作要“稳”字当头，要求货币政策灵活适度并保持流动性合理充裕，政策发力适当靠前，并提及依法加强对资本的有效监管。央行本周三实施了全面降准，债券市场发展形势面临新变化。对于信托公司而言，债券投资业务是重要的转型业务之一。考虑到信托公司债券投资业务存在组合管理、负债端成本较高、久期偏短等特征，当前宏观形势对未来一段时间信托公司债券投资策略产生一些特定影响，基于此我们对未来半年的债券投资策略进行了展望。

## 一、更加关注组合投资中的强化票息和适度拉长久期策略

适度宽松的货币政策和资金暂时的结构性欠配将引导利率中枢短期小幅震荡下行，预期2022年上半年债券市场资金面稳定宽松，需求温和。杠杆策略来看，宽松的环境将促使资金成本总体下行，但随着利差空间收缩和信用债违约常态化，杠杆套息空间亦逐渐被压缩，2022年上半年杠杆策略可在组合管理中继续配合使用。

偏宽松的债市环境将促使信用利差整体收缩，资金对高票息安全资产的诉求则将进一步加剧信用分化，高等级信用债收益率中枢或持续下行，利差波动收窄。中尾部主体融资环境边际好转，但信用利差波动则将放大，信用价值挖掘工作愈具挑战。对应到票息策略，建议中高等级配置为主的基础上可略微下调组合信用中枢，通过精准择券把握票息确定性。操作上可加强行业利差挖掘、城投区域信用利差挖掘、中游序列城投主体确定性挖掘、“事件驱动型”机会博弈等。

久期策略方面，信托公司标品负债端成本相对较高，组合以中短久期为主，建议总体匹配负债端前提下适当拉长久期，博得期限利差的同时增厚资本利得。

## 二、加强城投行业的信用利差和期限利差挖掘

地方政府隐债化解进度和效果目前仍存疑，借新还旧的再融资模式仍为不发生系统性风险的最有效方式，地方政府对信用维系意愿强烈。2022年地方政府以稳经济为首要目标，地方政府专项债投资项目加速启动。作为基建项目重要实施主体，城投作用仍凸显，风险底线思维下系统性出险概率不高。近期融资平台政策或有一定调节空间，但不排除受到预期外商票、非标违约事件等扰动，政策边际收紧。

作为非金信用债占比最大的部分，城投行业2022年上半年利差或总体下行，信用分化趋势延续，期限和等级利差将进一步走阔。从信托公司债券投资来看，配置中枢可适当下移，重点挖掘安全边际相对高的区域AA+主体、经济环境向好或有政策倾向区域（安徽、河南等）地级市主平台、弱区域高层级平台，把握确定性，博取信用利差。同时，流动性较好主体的期限配置可扩至3-5年，博取期限利差。

风险提示方面，仍需警惕尾部城投，规避弱区域的低层级、结构化发行呈扩张的主体，谨防信用风险和流动性风险。此外，信托公司可酌情联动政信类非标业务和相关债券投资业务，有效利用信息优势提升风险识别效果，优化风控效率。

### 三、把握地产行业的配置时点并关注超跌主体价值挖掘

地产行业政策近期总体边际放松，主体融资环境略有改善，但市场情绪受世茂非标展期和富力债务违约等事件影响有所反复。“稳增长”总基调下2022年预期内信用风险事件数量将同比下降，但一季度不排除延续民营地产主体暴雷和出清局面，或待二季度及下半年重启修复。

地产行业估值中枢目前处于偏低状态，故当下可根据公司情况择机布局配置。地产内部主体信用分化仍在加剧，短期可关注自身基本面健康、风险敞口小，因受行业影响而利差上升的超跌民营主体，如龙光控股、旭辉控股等；可同时关注本轮估值随大势下挫，基本面有一定改善空间的地方国企。

风险提示方面，信托公司传统非标业务中地产行业集中度或相对偏高，债券投资时需根据公司风控策略要求酌情进行行业配置，并注意控制主体集中度，谨防超预期风险事件对投资组合净值的冲击。

### 四、把握好强周期性行业的产品期限配置

2022年煤炭供应端约束或仍偏紧，供需大概率维持紧平衡，行业景气度继续保持较高水平。煤企基本面持续修复，且发债主体以国企为主，风险总体可控，利差空间也将收缩至较低水平。投资可持观望态度，择机配置基本面有改善空间的中流企业，谨慎择券，合理选择产品期限并把握止盈时点。

钢铁行业来看，减碳调控政策使得上游供给确定性收缩，2022年上半年地产和基建行业边际宽松，叠加汽车、家电为代表的下游制造业景气度抬升，钢铁产能或得到一定释放，但传导具有滞后性。预计钢铁行业2022年上半年将整体维持供需双弱局面，行业盈利中枢下行，兼并整合持续。下游产品端的需求升级对钢企的研发及产品迭代升级能力提出更高要求，配置建议挖掘杠杆适中、产品优化升级表现较好的主体。

### 五、可适度关注高安全边际和高流动性溢价的信用债品种

从品种挖掘来看，建议关注性价比相对较高的城投企业债。发改委对募投项目审核相对严格，募投项目质量及还款来源较有保障，但企业债期限普遍偏长，需把握好组合流动性。此外，可适当关注短期限私募债，赚取流动性溢价，但主体选择建议

以中高等级发行人为主。

金融去杠杆后信用创造回归银行，银行补充资本压力将持续，银行次级债，尤其是二级资本债安全边际高，仍具有品种溢价，可持有到期获票息，亦可在政策扰动估值回调的时候博弈超额收益，建议把握信用波段机会合理配置。

本文源自中诚信托