

财联社3月17日讯（编辑毛乐彤）本篇节选观点将就近期市场资产荒再现进行讨论。

天风证券 孙彬彬：头尾部主体发行均缩减困境，结构性资产荒再度凸显

从信用债供给观察，市场面临头尾部主体发行均缩减的困境。一方面，弱资质主体有发债意愿但发行渠道不畅，AA 评级、区县城投、尾部城投融资规模均缩减；另一方面，优质主体在直融成本偏高时减缓债券发行、或转向银行信贷，与之相对，市场风险偏好持续收敛，投资机构追捧下，结构性资产荒再度凸显。

而且年初以来，在混合估值和摊余成本的推动下，结合总体利率走势横盘震荡，市场进一步强化的短久期票息这一策略，这在短久期低等级城投和二永方面体现的最为明显。

机构在高等级上倾向于二永债，毕竟相对高等级城投和央企中票以及普通商金债因为品种利差而具备票息优势；在下沉策略上则明显青睐一年期低等级城投，管控风险的同时，利用估值方法稳定净值获取绝对票息。

结构性资产荒的演绎，一方面需要进一步观察供给，但是更为重要的还是需求，需求的关键在于宏观总量带来的方向指引，毕竟过去两个月是在供需合力背景下才营造出债市，特别是信用偏强的走势。所以，首先要观察利率方向；其次需要关注负债和资金面的走势，第三在于混合估值和摊余成本使用产品规模的进一步变化。

国君固收

覃汉/王宇辰：信用债资产荒压力暂难缓解，但资产荒格局的剧本难以复制2022年二三季度

短期来看，信用债资产荒压力暂难缓解，但资产荒格局的剧本难以复制2022年二三季度。信用资产荒的本质是供给和需求的显著不匹配，2023年信用资产荒的剧本难以复制2022年：一是货币政策难以出现大幅宽松，银行间流动性仍将维持在合理充裕水平；二是中期维度经济复苏的逻辑较为确定，但节奏和复苏的强度仍存一定分歧。

从投资策略上，推荐哑铃型投资策略，可以重点关注短久期城投债适度下沉+3-4年二永债：城投债短久期下沉，建议重点关注两条主线：（1）区域财力回暖较快的区域（2）债务重组后平台公司债务负担减弱，关注基本面改善叠加债务压力缓解带来的利差压缩空间。

二永债方面，推荐中高等级3~4年期银行次级债，性价比较高。在等级方面，建议

AAA-等级为主。中小银行补充资本压力较大，遇到放弃行权的情况可能导致存量二级估值的波动，并不适合过度下沉评级。其次在期限方面，建议拉长到3~4年期。目前4年期银行二级债与同期限国开债利差约77bp，位于2018年以来分位数62.7%，位于近三年分位数74.8%。总体上，推荐AAA-等级，3~4年期银行次级债，性价比较高。

招商证券 尹睿哲/李豫泽：“卷”出来的资产荒

利率债行情踏空，用票息资产来弥补情有可原，但短期“卷得”太快，加之部分机构追涨行为，让二永、高票息城投短债利差一步压缩到位。从各期限银行二级资本债、银行永续债及一般商金债活跃样本估值收益率表现来看，3年至5年期表现明显偏强，仅用一周时间，该期限活跃银行永续债估值收益率下行幅度均超过20bp。

一方面，公募基金参与力度创年内新高，但从持债节奏来看，基金有被行情裹挟的嫌疑。另一方面，理财增持行为同样有点后知后觉。而负债端相对稳定的保险和证券自营，是这轮二永债行情的推手，两者在周初就有规模不低的买入行为。

此外，拉久期行情中的一些顾虑值得注意，第一，从各类机构持有期限来看，4年至5年二永债持有人多集中在券商自营和保险，而基金和理财配置多控制在4年期以内，并没有直接选择弹性较大的长端品种，可能介入的初衷就是避免做反的前提下，赚波快钱。第二，部分基金可能存在止盈二永，而后切换到非金融信用债。

票息资产防御能力减弱之外，3月下旬还面临理财持债延续性考验及资金面的潜在扰动。若二永持仓拥有较厚浮盈，建议部分“落袋为安”，转向1年国有行NCD或者供给相对稀缺的优质高票息城投短债，后者1.5年相对适宜。

国海证券 靳毅：“内卷”票息的行情，需保有一份谨慎

目前，市场对于降准的预期有所增加，是对短期内流动性较为乐观的原因之一。对于货币政策的判断是，短期内，可能降准，但较难降息，参考历史：1) 如果降准兑现：历史上降准后，机构倾向于降低杠杆，而非继续增加。背后主要有2大原因：① 流动性很难进一步宽松；② 套息空间已相对有限；2) 如果降准落空：市场往往会出现较强的主动“降杠杆”倾向，伴随流动性的收紧，短端品种的调整马上便会接踵而至。

对于目前市场“内卷”票息的行情，我们认为仍需保有一份谨慎。降准后机构博弈杠杆的空间或将持续收缩，一旦失去杠杆的支撑，短端品种对超预期的流动性反转的敏感度将有所加强。

华安证券 颜子琦：判断资产荒行情仍为时尚早

从实际表现来看，尽管当前信用债市场静态收益率持续走低，但整体仍要高于2022年初水平，同时资产荒现象的出现是多重因素共同叠加的作用，当下判断资产荒行情仍为时尚早，但其发展方向已是“似曾相识”。

“资产荒”的形成需要关注以下变量：1) 债券供给，核心在于供给是否会放量，目前来看城投批文端储备充足，而批文端的改善相较于2022年初即是最大的不同；2) 投资需求，从一级市场投标情况来看，尽管相较于去年未有环比改善，但较去年年初同期水平相比仍有差距，投标热情并未显著提升；3) 资金面，2022年资金面的超预期宽松是导致资产荒现象出现的重要因素之一，而从社融数据来看，前2个月信贷表现相对强势，资金面整体偏紧，当前仍不构成资产荒的主要推力，后续仍需关注货币宽松预期的落地情况，以及是否会引发新一轮超预期的宽松。

做好准备，迎战可能突然出现的“资产荒”行情。回过头来看，资产荒现象的出现尚难以预判，但通过2022年的经验我们也可以对可能存在的投资机会进行提前布局准备，一方面，短久期品种票息策略仍相对优质，在做好风控措施的前提下可以进一步挖掘收益；而另一方面，在区域择券方面，经验表明中等区域的尾部地市以及弱区域的中尾部地市仍难以完全受到资产荒行情影响，尤其是在当下风险偏好整体下降的市场环境下，对于尾部区域的估值风险仍当保持关注。

本文源自财联社 毛乐彤