地方债为何遭遇上市“零交易”

主持人：本报记者 马全胜
嘉　宾：兴业证券上海天钥桥路营业部 盛海 陈君

主持人：地方债是一种什么样的新型债券？为什么会在今年集中发行？

盛海：通俗地说，地方债就是以各地方政府作为发债主体而发行的债券。相对于国债而言，地方债是地方政府筹措资金以促进道路交通、医疗卫生等公共设施建设的一种形式。

今年以来，为应对国际金融危机的冲击、积极扩大内需、保持GDP 8%的增长率，国务院“同意地方发行2000亿元债券”，因此，地方债从今年年初以来，就成为资本市场的一个热门话题。

由于经济增长减速，加上实施结构性减税，今年地方财政收入增幅将较大幅度下降，因此发行地方政府债券就成为地方政府筹措资金比较规范可行的途径。由于本次地方债由财政部代办发行和代办偿还，信用度堪比国债。

陈君：发行地方债还可以规范地方政府的负债行为，将隐形债务变成显形债务，以便于中央制定出更加符合各地实际情况的政策和决策。另外，发行地方债可为市场资金开辟新的投资通道，活跃证券市场，引导投资者规范投资方向，减少不规范投资行为的发生。

主持人：地方债发行及上市交易情况如何？

盛海：截至5月25日，我国24个省市（自治区）共发行了1118亿元地方债，票面年利率在1.6%-1.82%之间，一级市场认购倍率在1.39-2.10倍间。然而，被寄予厚望的地方债在上市后却遭遇了冷遇，“破发”和“零交易”成了地方债二级市场最常出现的字眼。截至上月，共有20个省市发行的22只地方债在交易所上市交易。除了首发的新疆政府债券外，其余21只债券在交易所市场迄今都没有一笔成交。

主持人：作为一种新的债券品种，地方债与国债、企业债相比又有什么特点？

盛海：首先，从目前上市交易的国债和企业债来看，剩余期限在三年左右的国债到期年收益率在2.5%左右，企业债年收益率在3.5%左右，都比地方债高，但国债和地方债具有免税优势。从目前二级市场流动性方面看，国债和企业债的交投相对活跃，地方债几乎没有成交，流动性方面略显不足。国债和地方债的信誉度较高，比较适合机构投资者，特别是商业银行进行配置，对于风险偏好低的投资者也是一种比较安全的投资品种。而企业债更适合追求相对高收益、风险承受力稍强的投资者参与。

主持人：从受市场热议，到上市遭遇“零交易”，地方债可谓走过了“冰火两重天”，你们认为当前地方债遭遇冷遇的原因主要有哪些？

陈君：收益率低是地方债交易上市遇冷的主要原因之一。当前我国发行的地方债，主要是为解决地方财政“保增长”配套资金不足，虽以地方债命名，但却仍是国家财政保障下的类国债产品。由于我国利率尚未市场化，在这一前提下，地方债定价机制被扭曲。国家财政部门全面代发地方债，国家财政保障其还本付息，市场将其信用等级等同于国债，令市场只能按照国债利率水平来给地方债定价，大大压低了地方债利率水平。

以新疆债为例，若以10万元投资新疆债，以1.61%的利率计算，三年后可获得收益4830元，而这笔钱三年定存之后，以目前3.33%利率计算，可获利9990元，是新疆债收益的两倍多。购买地方债还不如将钱存入银行划算，所以个人投资者对此兴趣不大，购买者多是商业银行等配置型机构。这些机构资金量大，多偏好在一级市场直接配置，以避免在二级市场直接购买会压低收益率，因此，二级市场地方债需求就出现不足。与企业债和公司债相比，收益率相对较低成为地方债的“硬伤”。

另外，发行规模小是地方债受到冷落的另一原因。根据由财政部代理发行的2000亿元地方债券分配方案，除四川、广东两省发行超过100亿元外，其他省市分别获得30亿元到84亿元不等的发行额度。相比国债动辄上百亿的发行规模，地方债的发行规模小得多。而且，地方债和国债相比，其收益性、风险性和流动性也并无优势可言。

盛海：流动性差也是当前地方债受冷落的一大原因。地方债与国债不同，国债可以滚动发行，而地方债到期后是否继续发行还有待国家的政策，所以相对国债而言地方债流动性不足。与此同时，由于地方债的发行数量相对于国债较少，加上商业银行的配置需求多是持有到期，这就更加剧了二级市场的流动性不足。

从参与机构来看，由于地方债多是3年期债券，这种较短的期限设计，使保险机构的配置动力不足。与此同时，以基金和券商为代表的机构，在债券的配置上更加追求价差收益，属于交易型需求，在目前债市收益率普遍偏低的情况下，他们对地方债的配置自然积极性不高。这样一来，使得地方债多以商业银行配置为主，由于银行获得资金的成本较低，所以银行一般会持有到期。如果中小投资者想做利差交易的话，可能机会不多，因此地方债频频出现“零成交”的情况。

主持人：作为一种新型的债券品种，你们认为，未来地方债的发展作哪方面的改进才可以得到市场的认同？

陈君：我认为地方债首先应在利率上有所提升，让利率更加市场化，让收益与风险相挂钩，做到“高风险高收益，低风险低收益”，未来地方债的利率水平，可以以同期国债利率为基础，并由相关专业性信用评级机构评级后，参考综合因素给予的风险溢价来最终确定，这样能增强地方债的吸引力。另外，可以考虑进一步加大地方债的发行规模。在利率和发行规模有所改变后，势必将提高地方债的流动性，那么参与的机构也会越来越多，使地方债市场参与者不像现在这样基本局限于商业银行。通过这几方面的相互带动形成一个正循环，使地方债在二级市场走出严冬。

主持人：投资者如何参与地方债买卖？

盛海：个人投资者可以像买卖股票一样投资地方债。同时，个人投资者也可以通过参与银行或券商的理财计划间接投资地方债。目前部分银行正着手把一级市场上购入的地方债，经打包后组成理财产品，在票面利率的基础上扣除一定点差后向个人高端客户发售。这类理财产品的最大特点是可以随时支取，且风险相对较低，收益率预计在1.5%左右。

上证理财学校·上证股民学校　每周一刊出

要投资 先求知
有疑问 找小张老师

◎电话提问：021-38967718　96999999
◎邮箱提问：xzls@ssnews.com.cn
◎来信提问：上海浦东杨高南路1100号（200127）
◎在线提问：http://school.cnstock.com/

活动预告　上海证券报

股民学校
理财大讲堂

上海证券报股民学校

国泰君安期货投资学习基地
主题：期货投资实务——日内短线交易策略
时间：6月6日13:30
地址：上海市静安区延平路121号三和大厦26楼
热线电话：021-52138112，15000687018

兴业证券上海天钥桥路营业部授课点
授课内容：警惕创业板退市风险
时间：6月1日15:10
地址：上海市天钥桥路93号8楼
主讲人：陈君
热线电话：021-64270288

国都证券上海长阳路营业部授课点
时间：6月6日13:30
主题：三季度行情展望及热点评述
主讲人：杨仲宁
地址：上海市杨浦区长阳路1510号（近眉州路）
热线电话：021-65705256

■看盘中级班

运用MACD判断中长线机会

⊙东航金融 姜山 CFA/CPA

对于投资者而言，除了研究基本面之外，技术指标也是决定买入卖出时机的重要因素，在通常使用的技术指标中，KDJ和MACD的运用相对广泛，对于大多数投资者而言，KDJ指标发出的买入卖出信号过于频繁，容易出现误判，非专业投资者并不太适用这一指标进行判断，而MACD指标的运用相对要容易且不易发生错误。而在研判长期趋势中，长周期K线的MACD指标往往更具有指导性意义，笔者发现，近十年来，在A股市场的运行中，周K线MACD指标在判断中长线转折时的准确性十分明显，可以成为投资者决定进出时机的最佳参考。而运用周K线MACD指标对指数基金做滚动操作，长期看，这种方法取得的效果要优于持有指数基金不做操作的做法，更有利于资产长期的保值增值。

笔者选取分析软件普遍采用的(12,26,9)参数进行分析，当MACD指标出现红柱并且MACD数值超过5后的第二周开盘选择买入，在出现绿柱并超过-5后的第二周开盘选择卖出。按照这种操作，自1999年5.19行情爆发以来，MACD的周K线指标一共发出13次买入信号和12次卖出信号，在12次完整的买卖信号中，其中8次成功，4次失败。如果假定在第一次买入信号发出时买入1份模拟上证指数基金，在采取根据MACD周K线指标决定买卖时机和采取持续持有的策略的情况下，可以发现，就长期看，前者的主动性操作在目前的结果要显著好于后者，差额甚至达到1倍以上，而在整个周期中，前者有8次的期末净值高于后者，显示出较强的盈利能力。

从统计数据看，这一主动操作方式的亏损被限定在一定的幅度之内，最大的单次操作亏损幅度为12.83%，更有效回避了2007年以来最大一波的下跌，而在盈利方面的能力则相当不错，单次最大盈利达到110.61%。仔细分析这一方式和持续持有方式所体现出的差别，我们可以看出，这种操作方式在牛市中的盈利能力要小于持续持有方式，因为MACD指标自身的因素决定了其在牛市时再度发出买入信号的点位往往要高于前一次的卖出点位。但在熊市中，由于这一指标能够很好地发挥及时的止损作用，资金的波动性因此大为降低，减少了亏损的概率。根据计算，在采取这一主动策略后的10年里，采取主动操作策略的最小盈利达到了6%，最大的资金回撤幅度为26.3%，相比之下，持续持有策略在10年里曾出现过超过20%的亏损，最大的资金回撤幅度更超过50%，显然，对于一个期望保持良好心态的投资者而言，前者的操作策略能够更有帮助。

对于大多数的投资者而言，这一指标会是一个非常简便而又有效的操作指南。

■热门话题

从过去看现在——IPO重启影响分析

⊙东吴证券研究所
江帆 朱浩珉 周恺锴

2009年5月22日中国证监会就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》公开征求社会意见，其新闻发言人宣布IPO重启将在新股发行制度改革指导意见正式公布后开闸。我们对历史上五次IPO重启后股市的表现、股市的现状以及新股发行制度进行了深入剖析，发现了一些规律。

我们将再次发布新股招股公告的日期作为IPO重启的时间点，并对1994-2008年之间出现的五次IPO重启（第一次：1994.7.30-1995.1.5，第二次：1995.6.30-1995.9.27，第三次：2001.7.31-2001.11.2，第四次：2004.8.20-2005.1.17，第五次：2005.4.29-2006.5.25）作为样本进行研究，得出以下几点规律：

短线（当天）：在过去五次IPO重启的当天，有四次出现不同程度的下跌。经过分析发现，前四次沪指有两次处于震荡市或者熊市之中。而最后一次IPO重启，发生在超级大牛市初期2006年5月25日，上综指出现了0.03%的上涨。最终得出结论：IPO重启的当天市场表现往往较差，大盘出现下跌并且日k线收阴的概率较大，即使在大牛市初期，指数当天也只能小幅上涨。

中线（2-3月）：如果我们将IPO重启的当天作为临界点，在过去的五次中有四次出现，在IPO重启之后的2-3个月之内出现了比重启之前的2-3个月之内更低的低点。即使在超级大牛市初期2006年5月25日，IPO重启后1个月内也出现了一个相对低点。我们得出结论：无论当时市场如何，IPO重启后大盘都会出现一个回落的过程，并且在震荡或熊市时，重启之后的2-3个月之内将会探出比重启之前2-3个月之内更低的低点，而在大牛市中，回落的幅度会有所减少。

长线（1年）：同样我们将IPO重启前后1年进行比较，我们发现IPO重启并不会改变大盘原先的运行趋势，宏观经济环境以及市场状况仍将是决定股指长期趋势的决定性因素。

综上所述，我们认为IPO的重启在短期和中期内会对指数的走势形成一定的负面影响，但并不会改变大盘原先的运行趋势。

对于目前由充裕流动性所推动的行情来说，IPO重启将从新股套利分流资金、大量存量IPO亟待上市、创造新的大小非等方面对资金面形成较大冲击。

然后与前五次IPO所处的背景不同，目前我国正处在一个关键时期，作为经济晴雨表的股市成为国家保持经济平稳增长的重要一环，因此，国家并不希望IPO破坏股市上涨趋势，为了实现这一目标，IPO推出一是要建立在基本面趋势转好，市场信心恢复的基础之上，二是要做好充足的政策准备（主要指新股发行制度改革），以减少对市场的冲击。

最新公布的《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》提出了包括完善申购的报价约束机制。可以看出，证监会已经充分意识到了新股发行制度弊端对A股融资功能所造成的不利影响，并且将矛头直接指向了核心问题。如果事实证明新股发行制度改革能够被证明为行之有效，那么将在很大程度上抵消IPO重启所导致的不利影响。

■小张老师信箱一周精选

IPO重启将带来哪些变化？

上海陈先生：IPO申购规则有无变化，针对机构投资者和中小投资者是否有区别？

山西证券太原营业部答：从《指导意见》中能够看出此次改革带来的一些变化。如完善询价和申购的报价约束机制，形成进一步市场化的价格形成机制。优化网上发行机制，将网下网上申购参与对象分开。对网上单个申购账户设定上限，强化新股认购风险提示等制度安排。这些措施较之前还是有很大的改变，更注重培育市场的约束机制，推动发行人、投资人、承销商等市场主体归位尽责，重视了中小投资人的参与意愿。

云南张女士：IPO推出后，对现阶段的市场走势会产生什么影响？

山西证券太原营业部答：统计数据显示，以重启新股IPO后的第30个交易日收盘点位相对重启新股IPO前一个交易日收盘点位计算，历史上A股市场先后共10次重启新股IPO后，上证综合指数先后共7次下跌，另有3次上涨。笔者认为IPO重启在即，短期市场震荡将加剧，不会改变股市长期的运行趋势，新股发行定价必须尊重市场化原则，只要把握好发行节奏，即使IPO重启也不会对市场造成太大冲击。

流动性考验美欧货币新政

⊙广东金融学院 管同伟

2009年以来，主要经济体央行大幅降息，“量化宽松”等非常规手段开始成为主要发达经济体货币政策的新取向。5月7日，欧洲央行宣布再度降息，并决定实施量化宽松货币政策。至此，以“量化宽松”为特征的新一轮货币新政遂在包含美国、英国、日本在内的发达国家央行全面启动。

所谓量化宽松，是指中央银行在实行零利率或近似零利率政策后，通过购买国债或与商业银行资产置换方式，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性的干预方式。其政策意图旨在通过增加货币供给刺激景气，提升信贷供求，防止通货紧缩，然而，相对于万亿美元的资本亏空与实体经济有效信贷需求的疲软不振，央行货币流入仍难填银行的现金欲壑。

首先，信贷市场主导机构——大型银行资产负债表整固远未到位。到2008年底，美欧大型银行通过公共部门的大规模注资暂时缓解了减记的压力。但由于信贷条件更广泛恶化的影响，资产减记还将大幅度上升。据IMF最新估计，全球银行资产损失减记成本将高达4.025亿美元，为2008年10月损失估计的4倍。2009-2010年欧美大型银行抵消同期预期收入后的资产减记，将导致净资本短缺数量至少达5000亿美元。显然，全球主导银行的去杠杆化，与资本补充并非单纯的流动性期限错配，与央行的资产互换解决不了资本亏空。美欧大行需要新的注资才能恢复资产负债表信心。然而，在当前全球金融资本收缩环境下，增资扩股并非易事，数千亿美元的资本空洞将严重制约银行体系放贷能力，无法将央行注入的流动性转换为信贷发放。

其次，证券化融资流程短期内难以重启。次贷危机前，“发起并配售”已成为美欧大行包括“两房”、美国三大汽车公司等大型非银行机构的典型信贷模式。而现在，这一模式所赖以运行的资产证券市场陷入停滞。到目前为止，无论是分量最重的住房抵押贷款为基础的MBS市场，还是较传统的以消费者贷款如汽车贷款，助学贷款为基础的ABS市场，亦或金融机构、大型公司短期融资的资产票据（ABCP）市场都已大部失去融资功能。美欧主导金融机构贷款功能的正常化有赖于证券化融资流程的恢复，但这在短期内也不太可能。

再次，经济活动收缩。更深层次上，次贷危机是一场资本循环断裂的危机。目前，危机的广度和深度均已超出战后以来的历次危机。至今年3月，美国经济衰退进入第17个月。国内生产总值下跌1.7%，工业减产86%，家庭资产净值下降逾18%。失业率3月达8.5%，创近32年来新高。欧元区国家、日本衰退失业情况同样严重。衰退的加深必然驱动信用风险估值水平上升使银行信贷活动更加保守。

此外，由于房价下跌、失业攀升、收入预期下降，许多人更多地转向储蓄而不是消费；公司股价大跌导致资产负债率上升，投资预期收益率下降也减少了对新贷款的有效需求。另一方面，经过危机的打击，银行纷纷追求自保。现在银行机构更多地强调贷款的安全性相继上调了放贷标准，贷款对象仅限于具充分偿还能力的客户。这也使得贷款可得性下降，家庭个人和公司企业都难于获得急需消费、生产经营贷款。

目前，全球金融体系信心仍严重不足。相对于实体经济下滑与企业、家庭和个人资产负债表收缩，银行惜贷更加普遍；而另一方面，经济萧条还会对银行资产负债表形成进一步压力，这使得银行对于央行廉价的流动性有着无尽的欲求。值此背景，大量的流动性注入在更大程度上只会变成商业银行的现金窖藏。因此，尽管量化宽松的政策本意旨在压低市场利率，刺激信贷活动，但因银行资本空洞、融资流程远非单纯流动性可以愈合，以致最终可能无法带来信贷市场的真正恢复，而无限度货币信用的滥用无疑加重当今已经极为脆弱的国际货币体系所不能最后承载的风险。

■投资三人谈

关注电子行业细分领域高增长

主持人：小张老师
嘉　宾：招商证券电子行业首席分析师 张良勇
大成积极成长基金经理 王维钢

小张老师：如何看待近期电子行业产能利用率的提高？

张良勇：在经历2008年4季度的谷底之后，由于不同的细分领域有不同的周期，早者从1月份起，迟者从3月份起，电子行业开工率出现显著回升。从存货周期的角度看，2008年4季度因在欧美需求疲弱、需求能见度极差的情况下，IT渠道开始大规模消化库存，生产商开工率急剧下降。而由于需求并没有完全消失，2009年1季度下半段开始出现库存回补，已经削减部分产能的生产商迎来了大量的订单，开工率得以迅速提升。

王维钢：我国内需拉动政策确实成为电子公司开工回升的重要推动力，这方面的三个典型代表是通信设备、山寨手机和山寨本以及家电下乡。传统电子重镇如中国台湾的电子公司收获不小，典型代表就是台湾的联发科。而不少内地的电子公司凭借本土配套优势，更早尝到了内需拉动的甜头，典型公司包括为内地通信设备行业配套的生益科技、超声电子等。

小张老师：你们如何看待电子行业未来的走势？

张良勇：对于电子行业是不是底部已过似乎没有太多分歧，对于未来行业的走势存在两个主要的分歧：一是是否会持续回暖？二是何时能回到2007年或者2008年上半年的正常水平？我们认为库存回补的持续时间不会太长，终端市场的真正增长动力来自欧美等发达经济体，在它们的需求没有大幅度好转之前，估计接下来几个月开工率快速回升的势头将大幅度减弱，如果正常年份的开工率为100%的话，今年2、3季度的行业产能利用率可能难以超过70%。

王维钢：寻找机会的一个角度是周期，尤其是子行业的运行周期。IT产业本身所具备的强周期特点，在经济回暖阶段，周期性行业会表现出更大的弹性。目前而言可能出现的弹性就在于欧美等发达经济体。更重要的是，以半导体为代表的电子产业又具有子周期运行的特点。由于供应商（生产商）的专业化程度大幅度提高，每个大类产品领域面临自己特有的竞争环境，不一定与其他产品同步。例如，目前预测全球半导体产业2009年大约会负增长20%，而LED、触控面板的细分产品仍将维持较高增长。又比如TFT面板产业也有自己相对独立的周期，其中的中小尺寸面板可能率先迎来增长。

小张老师：如何寻找电子行业下个阶段的投资机会？

张良勇：整体而言，内地的电子信息产业外向型比例很高，平均约60%以上的产品出口，外需为主还是内需为主是需要关注的第一个需求结构。内需主要关注两类，军工安防类具抗周期类特点的公司是第一类，为通信行业以及山寨本配套的电子企业是第二类，我们相对更看好前一类企业。目前电子行业相对全市场市盈率的倍数约为2.2倍，过往5年的这一数据是1.3倍，整体的估值水平已经不具吸引力，投资标的将更多的产生于细分子行业。

王维钢：主题性投资是电子行业长盛不衰的话题。近期出台的《电子信息产业振兴规划》、《国家重大科技专项》等政策，虽然也孕育了不少投资题材，但上市公司短期不易见到基本面的改善。而央企或者地方国资整合背景下，电子行业并购重组的机会可能更值得关注。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系