

一级市场热情衰退 二级市场交易清淡

# 地方债发行利率将持续走高

本报记者 朱宇 北京报道

15日，财政部代理山东省发行的30亿元地方债将进行招标，市场预期票面利率将在1.80%左右。这与票面利率最低的安徽地方债相比，上升了20个基点。分析人士认为，受宏观经济回暖，债券市场供求关系，以及流动性溢价扩大等因素的影响，地方债的发行利率将持续走高。与此同时，二级市场地方债成交低迷的状况短期内将难以改观。

## 投标规则扼紧利率

从3月27日首只地方债招标迄今20天的时间里，地方债的利率几乎以每天一个基点的速度攀升，而一级市场的认购倍数也由最初的2.1倍回落到1.5倍左右。从二级市场也不时传来地方债“破发”或“零成交”的消息。面世不久的地方债面临着一级市场热情衰退、二级市场交易清淡的尴尬局面。

分析人士认为，地方债作为向市场发行的政策债存在着一些先天不足的缺点。安信证券固定收益分析师王昌俊告诉中国证券报记者，“管理层要求国债承销团成员投标的利率范围只能在同期限国债利率的上下15%之内浮动。但由于地方债发行规模较小，15%的溢价远不能体现地方债流动性的匮乏。”

过低的利率导致地方债的吸引力不仅不如同期银行定期存款，也不抵政策性金融债，只比活期存款略强。而随着目前市场利率水平不断攀升，投资者预期后发的地方债利率水平将水涨船



名称	发行总额(亿元)	期限(年)	票面利率(发行参考利率)(%)	票面利率说明	附息利率类型	发行日期	起息日期
09天津01	26	3	1.78	1.7%	固定利率	20090414	
09山东01	30	3	-	-	固定利率	20090416	20090416
09重庆01	58	3	1.7	1.7%	固定利率	20090413	20090413
辽宁0901	30	3	1.75	1.75%	固定利率	20090414	20090414

制图/王春燕

高，因此投资热情愈发冷却。

业内人士认为，之所以限定15%的利率浮动区间，主要是中央政府为了缓解地方政府的还本付息压力。地方债既然由财政部代发，如果到期地方政府还本付息有困难，最后兜底的还是中央财政。

安信证券王昌俊表示，在二级市场，“破发”并不是什么新鲜事，国债也屡有“破发”的情况。至于“零成交”，大家关注到的只是交易市场的成交量将会更小，成交低迷的状态将不可避免。

在银行间市场，地方债处在分销阶段，仍有成交，但不会很活跃。地方债毕竟规模太小，最大的四川债也仅为90亿元，与同期发行的国债二、三百亿元的规模相比，流动性不可同日而语。而且随着主力投资者商业银行的配置完成，大部分地方债将被商业银行持有到期，因此二级市场的流通量将会更小，成交低迷的状态将不可避免。

从投资者角度考虑，由于地方

债利率太低，作为主要的机构投资者，基金会倾向于选择享受税收优惠的政策性金融债；保险公司出于资金成本的考虑，会对长期协议存款和长期国债更加青睐；个人投资者相比之下，也会考虑同期定期存款，而放弃地方债。因此，只有资金充裕的商业银行会成为地方债的主要购买者。但商业银行通常会将地方债持有到期，因此在发行结束后，地方债二级市场的参与者将寥寥无几，成交清淡已可预见。

## 利率攀升态势不改

针对目前地方债利率节节攀升的情况，分析人士认为，主要是受债券市场收益率上行，以及流动性溢价的逐步体现所影响。

海通证券的报告认为，尽管实体经济的复苏还有待时日，但一季度的宏观数据回暖，已给债市造成一定的压力。从资金面分析来看，前三月信贷大规模投放，使得商业银行用于投资债券的资金增长量开始下降，尽管商业银行资金面仍然保持充裕，但央行货币政策的微调，开始使用短期工具回笼资金，预示着银行资金的宽裕度将有所收缩。与此同时，国债和地方债进入密集发行期，4月上半月地方债的发行量将达到284亿元，4月国债的发行也都集中在上半月，造成了债券供求关系发生变化。此外，由于股市回暖，基金等机构投资者近期都在大幅减持债券。以上原因都成为托高债券收益率以及地方债发行利率的动力。在上述基本面因素不变的情况下，地方债发行利率将有望保持不断攀升的势头，接近15%的上限为时不远。

专家称

## 地方债收益应略高于国债

针对地方债发行的积极影响及问题，中国证券报记者采访了银河证券首席经济学家左小蕾，以及国家信息中心经济预测部发展战略处处长高辉清。

专家认为，地方债对拉动地方经济和缓解财力紧张起到一定作用，地方债发行重在对实体经济增长产生实效，其收益应略高于国债。

中国证券报：发行地方债对于缓解地方财力紧张，促进地方经济发展有什么样的意义？

左小蕾：地方债尽管纳入地方预算管理，但由于是中央代发，在债务风险上和国债是相同的。由于今年地方债的发行规模不是很大，因此对地方资金和经济发展虽然会起到一定积极作用，但肯定解决不了所有问题。当前出台的种种扩张性政策更重要的是要拉动民间投资，仅凭政府投资不能解决所有问题。

高辉清：由于2000亿元的发行规模并不很大，今年发行的地方债更多体现为一种试点作用。未来几年地方投资计划甚至达到18万亿元，这个规模是很大的。即使按照4万亿投资来看，中央政府投资为11800亿元，地方政府资金配套应在1:1至1:3左右，2000亿元地方债肯定不能完全解决地方政府投资资金问题，但地方债体现了一种制度上的突破意义。

中国证券报：如何进一步完善地方债制度？地方债会一直发行下去吗？

高辉清：当前地方债发行出现“破发”，交易量低等现象，一方面是由当前国债发行规模同样较大，很多人更愿意买国债。另一方面是目前不少人疑虑市场是否持续扩大，兑付交易是否便捷，这需要一个宣传和了解的过程。我认为尽管地方债的风险很低，但收益率比国债还是应该略高一些。

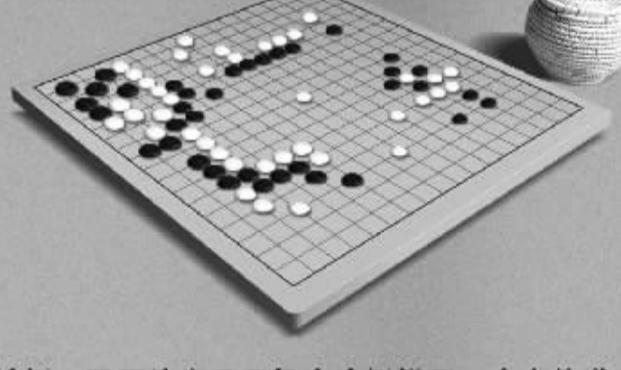
左小蕾：目前地方债的收益率偏低事实上并不影响地方债的发行，重要的是发出去的地方债可以对实体经济增长起到作用，并产生效果，改变公众对宏观经济预期的看法，这样地方债的收益率自然将逐步回升。未来地方债应该会一直发下去的，没有停下来的理由，同时地方债的相应制度也将不断完善。

中国证券报：如何进一步落实积极财政政策？

高辉清：这需要把地方和中央纳入全国一盘棋来考虑。在经济下行周期，财政上不应考虑怎么增收，而是应考虑如何优化支出结构。力求国家信用透支达到最好效果，使宏观经济能尽快、可持续地保持增长。比如继续推进减税，出台更多惠及“三农”的措施等等。

左小蕾：继续落实积极的财政政策，首先应把先前出台的财政措施完善到位。比如结构性减税还没结束，落实占GDP3%的财政赤字也将继续发行国债。4万亿元投资的刺激规模已经不小，当前不应一味扩大财政赤字，而应完善先前政策的配套措施，检查落实情况并努力扩大乘数效应。如果未来继续出台新的刺激措施的话，最重要的是拉动民间投资，或更多地制造就业岗位。(韩晓东)

## 因势而变 阳光资产配置计划 四种配置方案 每月动态转化 全方位投资组合 全明星管理团队



## 产品优势：

- 1.4款资产配置计划，股票债券不同投资比例搭配，全方位满足收益安全不同需求。
- 2.每月提供零费率自由转换机会，充分顺应市场环境变化。
- 3.全明星管理团队：其中债券投资组合由光大银行“稳健一号”管理团队管理（稳健一号成立一年，累计收益超过8%）；股票投资组合由业内知名的华夏基金管理公司、嘉实基金管理公司管理。
- 4.管理费与业绩表现挂钩。

名称	投资范围及比例		风险评级	风险属性	购买起点	递增金额
	股票	债券				
稳健组合	0%	100%	二星	稳健型	10万	1千
增利组合	最高20%	80%	三星	平衡型	10万	1千
平衡组合	最高50%	50%	三星半	进取型	10万	1千
进取组合	最高80%	20%	四星半	激进型	10万	1千

募集期：2009年4月15日—5月14日

存续期：3年

★理财是投资 投资有风险 选择需谨慎★

要理财，到光大，详情咨询：24小时投诉及咨询电话：95595或登录 www.cebbank.com



## 银行“冷脸”地方债交易

利率银行的利差空间已经很小。

建设银行研究部总经理郭世坤指出，相比持有地方债，银行显然有更好的投资渠道。创天量的贷款投放、国债、中期票据、企业债都是银行很好的资产配置选择。

此外，在政府后续政策的支撑下，市场预期经济在下半年复苏可能性很高。而且，美、日、英均已实施定量宽松的货币政策，通缩将短期化，中长期通胀风险加大。“面对潜在的通胀风险，现在大家都预期降息周期基本结束，以较低利率发行的地方债，目前价格较高，而预期价格将会下降，大家都在观望。”江南证券研究所副所长魏凤春表示。

“地方债二级市场交易受到冷遇也受到了近期国债的连累”，交通银行金融市场部高级分析师王同树认为，近期国债和政策性银行债的收益率都出现较大幅度的上升，导致了地方政府债收益率的上升。市场中三年和五年期的国

虽然连日来地方债发行利率屡创新高，但是认购倍数的下降和二级市场的缩窄无力却也是不争的事实，银行业内部人士表示，利率太低、规模小、流动性差以及主体信用风险都成为制约地方债二级市场交易活跃的瓶颈，银行在多样化的投资选择中根本无暇顾及地方债。

## 利差小银行热情低

此前市场纷纷认为，鉴于3年期较长的期限以及偏低的收益率，资金充裕且配置压力较大的银行将是地方债的主要需求方。不过地方债在上市后即遭遇零成交的尴尬，就是被市场普遍看好的商业银行，在地方债的二级市场交易也是鲜有作为。

随着一季度央行公开数据的出台，有机构认为，相对于2008年12月份和2009年1月份，当前市场资金面最宽裕阶段或已过去。当前银行资金成本约在1.1%-1.2%左右，相比1.6%左右的地方债

## 保险公司：暂不考虑投资地方债

利率高于定期存款水平或可考虑

方债利率不够给投保人付利息，将出现利差损，“持有到期，当期亏损”。

太平洋保险公司相关人士则认为，与其配置地方债，不如投资定期存款，对于保险公司投资收益的考核目标而言，地方债利率水平没有价值。此外，保险公司目前没有赎回压力，本身也不缺钱，现在需要的是低风险，稳定收益的长期投资品种，地方债期限只有3年，与保险资金运用的期限不匹配，“我们希望投资的

是10年、20年期的投资品种”。该人士表示，保险公司拓宽投资渠道，将更加青睐基础设施项目投资或股权投资，比如高速公路、银行、电力公司股权等。

中国人寿相关人士也向中国证券报记者表示，地方债利率至少应该高于定期存款利率，这样才可能使保险公司产生吸引力。有保险公司人士认为，如果地方债收益率稍高于国债，可以将其作为保险公司短期配置品种。(谢闻麒)

## 基金经理认为定位尴尬导致交易清淡

金公司的债券基金经理表示。

不过，正是地方债较低的收益率使其在二级市场上不受认可。“从基金的角度看，地方债的收益率没有吸引力，盘子又远远小于国债，基本上没有什么卖点。那我还不如去买国债，要地方债干嘛？”

北京这位基金经理认为，虽然地方债可以看作由中央政府“兜底”，但毕竟由地方政府作为发行人和偿债人，在流动性弱于国债的情况下，投资者在收益率方面应该享受一定的流动性溢价。“地方债在一级市场的发行利率偏低是受到各方面因素的影响，但在二级市场上还需要市场的认可。现在地方债在交易所受到冷遇，就说明交易主体对它的不认可。”

在基金经理眼中，目前发行体制下的地方债并不存在太大信用风险。“地方债由财政部代理发行并代办还本付息，这就决定了地方债和其他信用产品相比信用等级很高，基本上可以视同于国债。这也体现了国家对处于试点阶段的地方债的保护，希望它不要出太大问题，让投资者放心。”一家银行系基

因。“地方债有点生不逢时，如果放到去年四季度发，肯定不会像现在这样成交惨淡。”深圳一家基金公司的固定收益投资总监表示。“其实不光是地方债，现在不少企业债也没有流动性，交易所市场上长期没有成交。”

经过去年四季度的持续上涨，进入2009年以后债市逐渐步入调整阶段。在信贷数据连续“井喷”，市场流动性充裕的情况下，处于高位的债市整体收益率水平已降至历史低点。同时，受制于股市行情持续，上周交易所市场无论是国债还是信用债都持续下跌。对此，天治天得利货币市场基金经理贺云表示，从市场反应看，上周的抛售多来自于基金等交易型机构，对宏观经济面趋于乐观的判断和对产品配置的调整可能是引发抛售的主因。(余)