

市政债投资攻略

——风险与收益的平衡

[美] Philip Fischer 著

梁冠群 黄欣 译

Investing in Municipal Bonds

How to Balance Risk and Reward for
Success in Today's Bond Market

这是一本彻底的、发人深省的书。任何曾经和作者菲利普相处过的人都知道他的才智和缜密，对书中的细节和深刻见解都不会感到惊讶。

——Michael McDonald, 彭博新闻记者



电子工业出版社

PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY

<http://www.phei.com.cn>

Investing in Municipal Bonds

How to Balance Risk and Reward for
Success in Today's Bond Market

市政债投资攻略

——风险与收益的平衡

[美] Philip Fischer 著

梁冠群 黄欣 译

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

内 容 简 介

这是一本很好的讲解债券交易的参考书。内容涵盖广泛,从市政债券市场的创建历史,到市政债券发行和交易的信息披露;从一般责任债券到收益债券;从再融资债券到市政债券的税收问题;从地方经济发展到市政债券交易市场的微观结构都有所涉及。本书不失为很好的“他山之石”,国内投资者可通过本书汲取到发达市政债券市场的多项精髓对于中国未来地方债的发展,本书也可以起到很好的借鉴作用。

本书适合个人与机构投资者,以及对债券投资感兴趣的所有人员阅读。

Philip Fischer

Investing in Municipal Bonds: How to Balance Risk and Reward for Success in Today's Bond Market

ISBN: 978-0-07-180975-7

Copyright © 2013 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education and Publishing House of Electronics Industry. This edition is authorized for sale in China Mainland.

Copyright © 2014 by McGraw-Hill Education and Publishing House of Electronics Industry.

版权所有。未经出版人事先书面许可,对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播,包括但不限于复印、录制、录音,或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字翻译版由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司和电子工业出版社合作出版。此版本经授权仅限在中国大陆销售。

版权©2014 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与电子工业出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签,无标签者不得销售。

版权贸易合同登记号 图字: 01-2014-1980

图书在版编目(CIP)数据

市政债投资攻略: 风险与收益的平衡 / (美) 菲舍尔 (Fischer, P.) 著; 梁冠群, 黄欣译. —北京: 电子工业出版社, 2015.1

书名原文: Investing in Municipal Bonds: How to Balance Risk and Reward for Success in Today's Bond Market
ISBN 978-7-121-24560-2

I. ①市… II. ①菲… ②梁… ③黄… III. ①债券投资—基本知识 IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 243573 号

责任编辑: 高洪霞

印 刷: 三河市双峰印刷装订有限公司

装 订: 三河市双峰印刷装订有限公司

出版发行: 电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编: 100036

开 本: 720×1000 1/16 印张: 12 字数: 182 千字

版 次: 2015 年 1 月第 1 版

印 次: 2015 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 59.00 元



凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题, 请向购买书店调换。若书店售缺, 请与本社发行部联系, 联系及邮购电话: (010) 88254888。

质量投诉请发邮件至 zlt@phei.com.cn, 盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

服务热线: (010) 88258888。

美国市政债券，地方债的他山之石

推 荐 序

本书特点

梁冠群博士等人翻译的《市政债投资攻略——风险与收益的平衡》一书阐述了美国市政债券的基础性知识，包括如何发行、如何评级、如何投资、如何计算收益、如何缴税，以及市政债券的微观结构、地方经济发展等一系列问题。其实市政债券和国内的地方政府债属于同一性质的东西，过去几年中国的地方政府债发展迅速，但是对于地方债的发行、运作、风险控制等一些问题，缺乏系统性的解读，本书阐述的美国市政债券，不失为一个很好的他山之石，具有很好的借鉴价值。

内容介绍

本书前3章介绍了市政债券的历史、基本概念及相关的法律文书的内容，阐述了市政债券的由来、还款保证，以及信用评级问题。其中信用评级是债券类产品的关键，它对一个市政债券的募资、成本有着重大的影响。

第3~6章介绍了一些常见的市政债实例，包括：电力债；普通债务债券和收益债券；管道融资；偿债债券等。通过这4章，读者可以了解到市政债与一般的企业债的不同之处，一般企业债比较简单，纯粹是市场商业行为，市政债更多地与基础设施等公用事业有关。

第7章、第8章阐述了有关市政债的税收情况，由于市政债与一般企业债不同，很多市政债的投资方向是公用事业，所以存在免税特例。根据不同的投资内容也会有相应的免税政策。

第9章和第10章讨论了市政债的市场微观结构和地方经济的关系，包括：市政债一级市场的发行和二级市场的交易，以及由投资银行代表发行人进行定价和配售管理的可变利率即期债务等。为了更好地理解市政债信用本性，还阐述了美国州政府的经济发展情况、收入来源、如何偿还债券，以及州政府可以发行何种类型的债券。

第11章和第12章是本书的重点，阐述了收益率曲线和收益率计算的问题。由于市政债券收益率不受联邦税影响，在一个理想的环境中，市政债券的收益率就等于经过税收调整的国债收益率，或者： $\text{市政债券收益率} = (1 - \text{边际税率}) \times \text{国债收益率}$ 。由于隐含边际税率不等于实际税率，则投资者存在长期和短期之间的期限套利行为，虽然实际上的操作比较复杂，其中软件选择

权债券是市政债市场的长期和短期套利的投资工具。

具体到某个市政债的利息的计算公式：收益率=实际利率+预期通货膨胀，债券的价格则与收益率息息相关。债券的实际收益率计算中需要采用可变的应收利息的再投资率，如果应收利息再投资在债券收益率上，那么实际收益率等于到期收益率。如果再投资利率高于债券的收益率，实际收益率高于债券的到期收益率。税后收益率 = 税前收益率 $\times$ (1 - 边际税率)。当收益率变化的时候，债券价格也会相应变化，这就是价格敏感度的概念，其中久期是收益率变化导致价格变动的近似估计。通过这些指标，投资者就可以计算出具体的市政债的收益情况。

第 13 章研究了投资组合的问题，单个市政债毫无疑问是有风险的，因此需要进行投资组合来降低风险系数。资本市场常用的风险衡量标准是 CAPM 模型中的标准差，该标准差是成分债券回报率的方差和协方差的函数，但是 CAPM 在市政债中的应用有限，因为它本质上是一个单周期模型。另外一种衡量风险的方法是预期水平值与实现值之间的差异，减少水平线风险的方法之一就是对未来利率的变化免疫投资。管理多期负债风险的另一种方法是免疫概念上的变化：现金匹配。如果未来的责任债券会获取一系列的现金流量，投资组合产生的现金流量完全匹配提供责任债券免疫。具体构建投资组合的方式则是各种债券的 ETF，这种被动型管理工具主要是跟踪债券指数，关键在于确保跟踪误差尽可能小。

第 14 章则介绍了与市政债有关的更多的衍生工具，这些衍生工具在美国市场已经相当复杂，并且成为对冲市场风险的重要方式，包括：利率合约、远期利率协议、互换、期权等。除此之外还讨论了信用违约掉期、伦敦同业拆息等话题。在第 15 章，作者提供了一个市政债券核对表，帮助投资者来避

免一些最常见的投资陷阱。

本书对中国未来地方债的发展，起了很好的借鉴作用，值得对地方债感兴趣的投资者和研究员参考。

丁鹏博士

中国量化投资学会理事长

《量化投资——策略与技术》作者

《量化投资与对冲基金丛书》、《交易大师系列》主编

CCTV/第一财经特邀嘉宾

2014/11 上海

译者序

最近，财政部、中国人民银行等部委启动市政债的研究工作，期望由原来的地方债转向市政债。发展真正意义上的市政债旨在化解地方债风险和为城镇化融资。市政债的发行将以地方政府或者授权机构为发行主体，以税收等财政收入或项目收益为偿债的资金来源。

审计署公布截止到 2013 年 6 月末，全口径地方政府性债务合计 17.89 万亿元。从政府举债来源看，银行贷款、BT、发行债券、信托融资是地方政府举债的主要来源，分别为 101 187.39 亿元、14 763.51 亿元、18 456.91 亿元和 14 252.33 亿元，分别占债务总额的 56.56%、8.25%、10.32%和 7.97%。从债务投向来看，地方政府债务仍主要投向了公益性基础设施建设项目，教科文卫、保障性住房和市政建设等领域。整体来看，除交通运输行业可通过自身

经营性现金流对债务偿还提供保障外，其余行业债务增长加大了地方政府的偿债压力，且当前地方政府财政收入对土地出让金依赖性非常大。有高负债的地方政府一旦某个薄弱环节出现问题，地方融资平台出现违约可能使得对于整个地方债的风险溢价都会大幅上升，再融资也将出现困境、利率上升，借新还旧的模式将难以维系。

目前，由于地方政府不能自主发债，地方政府的正规融资渠道受到很大限制，地方政府债券还本付息由财政部代办，而当地方政府逾期向财政部缴付应付本息资金时，相关规定也仅有缴纳罚息的惩罚措施，使得地方举债隐含了风险转嫁的可能。地方政府为还通过融资平台公司、国企借债等形式形成政府性债务。此外，信托、理财产品等缺乏监管的“金融创新”措施也层出不穷，这样一来，地方政府性债务的结构变得非常复杂、举债程序不透明、融资成本过高。中国只有进一步推进地方债务改革，地方政府实现真正意义上的自主发行市政债券才是未来发展方向。我国发展市政债券，应借鉴成熟市政债券市场经验，严格遵循市场化原则，明晰权责、公开机制，买者自负，依靠市场机制约束发债主体行为，在出现风险时，按照市场化机制进行清算。地方政府要成为一个负责任的市场参与主体，并且从发债到债务融资的使用及其效果能被市场有效监督。发债之后需要以地方政府信用做百分之百担保，使得利益相关方变得清晰，市场约束力增强。在地方政府资不抵债的情况下，应当允许其破产，进行资产重组和政府重组。

美国拥有比较成熟的市政债券市场。经过长期的发展，美国市政债券的发行、赎回、再融资发行、信息披露、税收政策等都形成完善的构架。美国的市政债券市场积累的经验和教训值得中国新兴市场学习、借鉴。

本书对美国市政债券做了全方位的介绍。内容涵盖广泛，从市政债券市场的创建历史到如今市政债券发行和交易的信息披露；从一般责任债券到收益债券；从再融资债券到市政债券的税收问题；从地方经济发展到市政债券交易市场的微观结构都有涉及。读者通过此书可以汲取到发达市政债券市场的多项精髓要素，转而可以本土化为适合自身环境的各项措施。

前言

本书旨在帮助投资者、发行人、监管机构更好地认识正在发生变化的市政债券市场。我与债券市场中的各类参与者合作了几十年，知道广大读者需要了解市政债券的职能和运作的哪些方面的内容。市政债券市场的投融资功能使其成为州和地方政府公共项目建设中必不可少的工具，因为在这些公共建设中“纳税人买单，纳税人使用”。然而，市政债券市场在引入新的市政债券征税方式、众多债券保险商参与进来以及拍卖利率市场的消亡后，其运作方式在过去几年中已经发生了巨大的变化。

本书的目的是为对市政债券市场感兴趣的读者提供一些实用的方法，这些方法介于金融理论和烦琐的债券计算之间，但又都有些许涉及。

市政债券行业近几年的变化可谓翻天覆地，如今的市政债券市场已经远不同于 20 世纪 70 年代我开始研究的市政债券了。那时市政债券市场很小、很简单，而且不被重视。现在的情况大不相同，这个市场被视为金融业的支柱。

市政市场，特别是美国市政债券市场，极大地促进了国家经济的增长，但市场本身又不断地成为政治体制中被反复干涉和批评的话题。市场是不完美的，对市场进行相关调整是必要的，也就是说，政客们总是批评这个市场，却没有对市场进行改善。

以实现社会再分配为功能的微观市场管理可以显著防止市场运作中的各种有害影响。传统上，市政债券市场通过公共基础设施和教育投资加强市场私有化的发展。未来即使基础设施变得虚拟化，我们预计这个市场将保持同样重要的地位。在支撑未来数字化和实体建设发展的道路上，市政债券市场将继续发挥关键的作用。

致 谢

这本书真实地记录我多年的理论研究和公共金融实践所得。我在俄勒冈大学学习时的教授鼓励我写这本书。那时的我第一次对市政债券市场的结构进行学术研究。后来花旗、所罗门兄弟，尤其是美林的同事帮助我了解实际运作情况。非常感谢 John Sprung 和其他人对本书提出的建议。

此外，要感谢英国银行家协会（BBA）、国际清算银行（BIS）、彭博社、布兰迪斯大学谢尔曼国际商学院金融学教授 Daniel Bergstresser、金融业监管局（FINRA）、惠誉评级机构、穆迪投资者服务公司、市政债立法委员会（MSRB）、《债券买家》杂志、路透社、证券业和金融市场协会（SIFMA），允许我使用相关资料。

本季最新最热图书



《财富故事——价值百万的理财经》

[美]John David Joyce, Matt Joyce著

陈思 译

ISBN 978-7-121-24377-6

定价: 39.80元

2015年1月出版

《巴伦周刊》推荐的“美国顶级投资顾问”教你轻松搞定投资规划，在跌宕起伏的大股市中拥有自己的财富小时代！

▲ 小钱袋赚起来丛书



《人人都要会理财——互联网金融时代理财知识必读》

ISBN 978-7-121-24068-3

定价: 39.80元



《从零开始玩转信用卡》

ISBN 978-7-121-23399-9

定价: 35.00元



《日常生活中的经济学》

ISBN 978-7-121-24064-5

定价: 35.00元

交易大师系列



《股票魔法师——纵横天下股市的奥秘》

[美] Mark Minervini 著

ISBN 978-7-121-24561-9

张洞 译

估价：59.00元

2015年1月出版

内容简介

作者 Mark Minervini, 美国最成功的股票交易商, 他从 30 年的职业生涯中总结出来的方法 CANSLIM 写出来就是这本书! 书中阐述了著名的、可以大大提高股票市场收益率的传奇 SEPA 系统!

本书包含股票交易经验、真理和具体的策略, 是一本完美结合股票的基本面分析和技术面分析的实战型书籍, 用技术分析找到趋势, 用基本面分析验证自己的判断, 这种客观的方法能最大限度减少个人情感对投资决策的干扰。



《股市法则 (第4版)——熊市赚钱、牛市暴富的50条准则》

[美] Michael D. Sheimo 著
刘枫 刘忆南 译

ISBN 978-7-121-24418-6

定价：59.8 元

2015年1月出版



《做自己的投资经理——基于价格、业绩与价值构建最好的投资组合》

[美] Brian Nichols 著
杨卫东 麻旭东 元涛 译

ISBN 978-7-121-24484-1

定价：55.00元

2015年1月出版



《数字揭秘——构建股票多空投资策略》

[美] John Del Vecchio,
Tom Jacobs 著

ISBN 978-7-121-24562-6

高翔 伍茗 译

估价：59.00元

2015年1月出版

目 录

第 1 章 简史	1
1.1 钱，钱	1
1.2 债务违约不是破产	3
1.3 州和地方政府借贷	4
1.4 信用评级是对信用很好的指引	5
1.5 市政破产	7
1.5.1 市政破产——投资者的角度	8
1.5.2 《市政破产法》	9

1.6	2007—2008 年危机对市政债券市场的影响	10
1.7	发行债券的政府部门类型	15
第 2 章	市政债券初识	17
2.1	市政证券规则制定委员会的简单规则	19
2.1.1	保存记录	19
2.1.2	交易的发生	19
2.1.3	现货与远期市场	19
2.1.4	承销规范	20
2.1.5	收费服务	20
2.1.6	信息披露	20
2.1.7	精通市政市场的专业人士	21
2.2	电子市政市场	22
2.2.1	研究电子市政市场交易	26
2.2.2	了解债息	27
2.2.3	债息历史	28
2.2.4	再议电子市政市场的例子	28
2.3	应付利息	30
2.4	销售商报价	31
第 3 章	阅读官方声明	34
3.1	预先官方声明	35
3.2	债券支付之源	38

3.3	最终官方声明	40
3.4	债券赎回期权	41
3.5	债券强制性赎回	42
3.6	法律意见	43
3.7	债券保险	44
3.8	计算长期债券平均期限	44
第4章	收益债券实例	46
4.1	电力债券举例	48
4.2	构建一般责任债券和收益债券	52
4.3	评级和跟踪	54
4.3.1	债券类型	55
4.3.2	市场重构	56
4.3.3	发行人的抱怨	56
4.3.4	多德-弗兰克改革	58
4.3.5	增信	59
4.3.6	评级违约	59
4.3.7	评级的稳定性	61
4.3.8	意外评级	62
第5章	管道融资	63
第6章	偿债债券	68
6.1	现期偿债	69
6.2	偿债的原因	71