

加息:加剧流动性过剩 助涨资本品价格

□华林证券研究所副所长 刘勤



刘勤,华林证券研究所副所长。从事证券研究十多年,先后在20多种报刊杂志上发表研究报告文章字数达百万字以上。并获诺贝尔奖得主欧元之父蒙代尔颁发的2004年度“中国最具声望的证券分析师”证书。

加息:可能带来结构性矛盾

事实上,央行此次同时上调存款利率27个基点,有可能会带来一种结构性矛盾。因为,金融机构一年期存款基准利率由2.25%提高到2.52%,一年期贷款基准利率由5.85%提高到6.12%,五年期存款利率由3.60%提高调整为4.14%,五年期贷款基准利率由6.39%调整为6.84%,以此来抑制固定资产投资过快增长。同时,为了进一步推进商业性个人住房贷款利率的市场化,商业性个人住房贷款利率下限由贷款基准利率的0.9倍扩大为0.85倍,也就是说,房贷按揭利率从过去基准利率9折调低至8.5折,房贷利率实际上调幅度仅为0.06%,其它商业性贷款利率下限保持0.9倍不变,个人房贷优惠利率从10%扩大到15%,反映出加息并不是限制个人购房的信息。

在目前银行流动性过剩的状况下,各商业银行为谋求发展,从8月21日起纷纷“降价”,即银行竞相在央行允许的贷款利率浮动范围内调低按揭利率。由此显示,加息对购房者的压力较小,因为实际按揭利率在往下走。但是,却导致了房地产开发商融资成本有所上升,房地产开发商最终又可能会把上升的成本转嫁到购房者头上。如果加息无法从根本上

改变目前流动性过剩的现状,那么人民币资产(包括房地产)就会不断被重估,资本品(如房地产)价格也会依然保持上胀格局,投资者自然会追捧房地产股票。

另外,此次加息的短期上调幅度要小于长期基准利率,势必会引导短期或活期储蓄资金转变为中、长期储蓄资金,这种转存现象近日在市场上已经出现,而定期存款的增加无疑会加剧流动性过剩。如果中、长期贷款成本上升幅度超过短期贷款,如5年期贷款比短期贷款利率高出45个基点,必然会大幅度提高资金的使用成本。这样,利用利率杠杆作用,可以抑制投资周期相对较长及大型项目再投资和信贷需求的扩张。但是,简单运用加息手段并不能解决给国内经济降温的问题。与美国不同,我国经济缺乏美国连续加息的市场条件。因为,人民币利率尚未完全市场化,故市场对利率的敏感性非常低且又相当滞后。尤其是在目前固定资产投资中,企业自筹资金占56%,银行信贷资金占20%,外国资金占4%,其它资金占20%,显示企业自筹资金占比甚大。所以,加息即使有影响,但我们预期影响的程度也只能达到20%。还有,今年1至7月份,商业银行已完成贷款2.35万亿元,占全年控制目标2.5万亿元的94%,加之

美元存在贬值与人民币升值截然相反的预期,因而加息的影响面和力度将非常有限。所以,通过加息来遏制投资过快增长,其效果不但会大打折扣,而且还可能会加大经济结构性矛盾,并为此付出沉重的代价。

一般而言,加息是反通货膨胀的主要手段之一。在资源能源价格上涨环境中,世界各主要国家普遍用加息来预防通货膨胀。但是,由此认为人民币也应该跟随加息,这种看法是欠妥的。除了同样面临资源能源价格上涨外,我国还面临了人民币流动性过剩,产能相对过剩、消费疲软和结构性失衡等矛盾。例如,今年上半年CPI为1.3%,比去年同期下降1.0个百分点,今年7月份CPI又降到了1%,由此反映出目前国内通货膨胀压力并不明显,且呈现逐步回落的态势,这也说明了我国的产能过剩与有效需求之间的矛盾会更加突出。因此,此次央行同比上调存款利率,仍然不

能有效地化解这些矛盾。为此,我们只有通过差别手段抑制产能过剩,刺激有效需求和消费能力的提高,才可能是解决矛盾的有效方法之一。

加息:加剧流动性过剩和催涨资本品价格

此轮我国经济虽然有些过热苗头,但导致经济过热苗头的根本原因之一是国际收支严重失衡,这又是导致流动性过剩并造成投资过热的主要原因之一。显然,这些经济现象并不是由货币利率的高低所造成的。也就是说,在国际收支双顺差下,经常项目下贸易顺差持续放大、资本项目下热钱不断涌入,导致外汇占款不断增加,并形成了人民币流动性过剩,这是由国际收支不平衡内通货膨胀压力并不明显,且呈现逐步回落的态势,这也说明了我国的产能过剩与有效需求之间的矛盾会更加突出。因此,此次央行同比上调存款利率,仍然不

能减少流动性过剩。随着流动性过剩继续增长,预计市场平均利率水平最终还会再度下行,由此可能会导致加息失去其应有的作用和意义。

与此同时,由于人民币加息提高了市场利率,受此影响,人民币汇率兑美元中间价近日大幅度上升,近日央行票据利率也大幅上升,市场担心货币市场利率引发一波涨升浪潮。为此,财政部给债市减压,也推迟了今年13期国债的发行时间。

从美元走势看,虽然美元暂停加息,仍不排除有继续加息的可能,不管今后美元是否会再加息,美元已进入“强弩之末”阶段,由此也缩小了人民币的加息空间。由于人民币与美元之间的利差收窄,也打开了热钱炒作人民币的套利空间。从这个角度分析,加息无疑是鼓励了本应汇出的资本,再度滞留国内继续发挥其“余热”,尤其是进入我国的短期套利资本,包括过去流出的

灰色资本,正通过种种合法渠道如贸易信贷、投资收益、侨汇、经常转移、股东借款、捐赠等方式流入国内。与此同时,外来资本蜂拥而入,将进一步刺激热钱流入速度加快和流入量加大,继续押注人民币和人民币资产。近日多家国际金融机构发表研究报告表示:人民币加息将有助于加快人民币的升值步伐,势必会导致人民币的升值压力有增无减。由此可见,外汇占款还将持续增长,流动性过剩的局面还将难以改变,由此股市、债市、期货等虚拟经济市场所需的资金将不减反增。为什么加息的“利空”消息出台后,反而催涨了资本品(股市、债市、房地产市场)价格,其根本原因就在于资金的过剩助推了资产价格上涨。

据光大证券首席经济学家高善文估算:加息0.27个百分点相当于人民币升值3%,减少投资约五个百分点。与其如此,还不如直接让人民币升值3%,既可降低市场流动性,又可以降低人民币的升值压力,可谓是一举两得。

加息:导致行业板块和个股估值发生变化

我们认为,此次加息将提高企业的融资成本。其中,受加息的影响较大的行业是与一些资金密集型相关的房地产开发商、建筑

建材工业类、工程机械设备制造类、航空运输业、进出口贸易、有色金属业、造纸、水泥、造船、信息技术、汽车、钢铁、高速公路。另外,一些自有资金能力较差行业的上市公司,尤其是一些非优质公司,特别是负债率较高的上市公司,加息对它们的影响也比较突出。所以,在资产配置过程中,应当适度并择机回避这部分公司股票。

对那些现金流相对较为充足、资产负债率比较低、净资产收益率和利润率都较高及属于智力密集型产业的上市公司,以及通过IPO或增发等再融资方式可获得自由支配资金的上市公司,加息的负面影响较弱,如酒和食品饮料类、百货及连锁超市类、机场和港口等运输类、酒店旅游业、铁路运输业、银行证券业、原油开采、煤炭、医药、化肥农药等行业上市公司。因为,它们可以有效解决企业发展中所需的资金问题,可以避免因加息增加的财务成本及因资金短缺所带来的冲击,显示出它们具有抵御人民币利率上调给其带来经营压力或风险的能力。

总之,加息将带来上市公司风险溢价的变化,改变行业板块和个股的估值水平。因而,在配置资产过程中,市场投资者需要认真思考并相应地调整其股票投资组合。

调整新股发行制度的八点看法

□海通证券研究所 谢益



谢益,交通大学管理学博士,现任海通证券研究所宏观分析师。研究方向:政策逻辑与预测。

6月19日,全流通“第一单”中工国际在深交所挂牌上市,上市首日其股价出现高达500%以上的爆炒,随后股价呈逐日下滑态势。不久,国航出现了网下申购不足而被迫调整发行方案,引发市场各方的关注。

应当说,以保荐制和询价制为核心的新股发行制度,总体上符合市场化发行的潮流。但当前新股发行制度的诸多环节,例如资金申购新股、两步询价机制、参与询价机构受限(即机构类别不同,允许参与的机构数量不同)、机构投资者配售比例等,仍然沿袭旧制。至此,市场再一次将新股发行制度推向了改革的风口浪尖。本文就当前市场上有关新股发行制度的一些争议热点进行探讨,并对可能的新股询价制度细节修订进行预测。当前既要增加发行的供给以改变市场供需失衡,又要考虑市场的承受能力。为此,管理层将把握未来市场化发行的节奏和力度,并通过询价制度的合理修订,以降低目前非流通股尚未完全解禁下的新股定价过高和上市后的炒作可能性。

一、新股发行定价偏高,将注意发行节奏,定价作适当折让

目前,新股询价过程采取两步询价,即初步询价确定价格区间,累计投标询价确定最终申购价格。然而,当前市场对于新股定价存在争议:一方面,初步询价中某些机构故意报低价格,将扰乱初步询价信息向累计投标询价的传递,最终使得询价结果失真;另一方面,参与询价的机构为了提高网下申购成功的概率,往往会在累计投标询价时大幅提高报价,从而导致新股定价最终偏高。笔者坚持认为:首先,由于非流通股尚未完全解禁,这就导致采用目前二级市场定价法无法避免新股估值上的偏高(按照A股市场平均10送3的股改对价比例,理论上的新股全流通发行市盈率应在目前二级市场的基准上降低30%),加之新股发行上市后发起人股与战略持股尚需锁定3年,这就造成在此基础上股市大扩容,将加剧日后“新”、“旧”非流通股一起解禁时对市场的冲击;其次,由于现实中的拟上市公司普遍存在着申请上市前美化公司业绩和发展前景的现象,这就使得即便是合理的市盈率,也会导致发行定价出现事实上的偏高;再次,在我国新股申购可获得无风险收益的情况下,必然诱使短线资金快速进出,无视发行公司的长期价值及上市后的业绩可能随之变脸的风险。这就使得询价机构并不真正关心发行公司的合理估值,而是转向关心能否立即获取新股发行的无风险收益;最后,由于在初步询价中,询价机构无需作出任何

实质性的承诺,在发行人和保荐人的鼓动下,部分日后不参与累计投标询价的机构就有可能抬高报价。

因此,笔者大胆预计,在全流通市场合理定价机制尚未建立之时,管理层有可能适当减缓新股发行上市的速度,并在二级市场相应板块市盈率的基准上,对新股定价作一定程度的折让(例如根据A股市场平均10送3的股改对价比例,选择30%左右的折让;考虑到新股上市后的市场炒作与新股定价高低的相关性不大,例如因东电力提高发行定价后,上市首日仍遭市场的爆炒,因此,对新股定价作适当折让,反而有利于对冲其上市以后,对二级市场的冲击)。此外,有可能规定机构累计投标询价时的出价不能超过初步询价的一定幅度,以及询价机构在初步询价的报价区间上限超越最终确定的累计投标询价区间上限时,询价机构必须申购最低数量的新股。

二、配售比例不宜过高或过低,将允许调整,给予券商配售权

目前,我国新股询价制度规定,对于中小盘股,机构投资者的网下配售比例是20%;对于大盘股,机构投资者的网下配售比例是50%。

尽管如此,当前市场对网下配售的比例存在一定的争议:一方面,如果网下配售比例进一步提高,则网下配售比例将降低。为了保证3个月锁定期以后的持股收益,机构投资者将尽力护盘拉升股价,加之市场的炒新热情导致较高的新股换手率,容易诱发机构借此机会大幅拉升股价,以实现高价出货的目的;另一方面,

如果网下配售比例进一步降低,则网下配售比例将提高。考虑到市场上大量专事申购新股的资金在获取低风险收益以后,将选择退出二级市场。因此,网下配售比例高的新股也更容易出现上市首日跌破发行价或股价低开低走的现象。

据此,笔者预计,网下配售比例将不会过高或过低,既要充分考虑发行人的利益,即保证新股顺利发行和发行上市后股价的基本稳定,又要允许发行人和保荐人根据自身情况和市场申购意向,在所限范围内能够自行确定和调整这一比例,以显示市场化发行机制的优势。为此,网下配售比例将有可能划定一个合适的范围,同时适当增加网下申购的机构投资者数量和种类,允许券商及其管理的资产管理账户参与申购,并给予券商一定的新股配售权。此外,为了稳定新股上市后的股价,有可能尽快实施超额配售权制度作为主要的后市支持手段,并要求发行人在招股说明书中对其具体实施方案和超额募集资金的使用进行信息披露。

三、不宜无目的扩大询价,将选择熟悉公司业务的机构参与

目前,我国新股询价制度规定,询价对象只能在监管部门圈定的160余家,六类机构中选择。其中,发行新股数量在4亿股以下的,应向不少于20家机构进行询价;发行新股数量在4亿股以上的,应向不少于50家机构进行询价。

那么,是不是询价范围越广越好呢?这反映了当前市场的争议:一方面,如果询价机构范围扩大,将有利于新股询价更充分,定

价过程更市场化;另一方面,由于目前市场上有较强定价能力的机构投资者较少,无限制和无目的的扩大询价机构范围,必将导致更多无定价实力的机构投资者的从众行为和不负责任行为的发生(例如串谋压价或哄抬定价),从而干扰市场化定价机制的形成。

笔者通过分析认为,管理层将会过于拘泥于限定询价机构范围,而有可能充分考虑拟上市公司的实际情况(例如主营业务类型、融资项目特点等)。从对本次申购新股感兴趣的机构当中,选择熟悉公司业务、定价、议价能力强,且既往询价无不良记录的机构参与新股发行询价。在上述基础上,再适当地扩大询价机构的类型和范围,以充分反映市场各方的定价意见,实现定价博弈的充分和合理。

四、锁定期不宜过短,将适当延长,促使机构注重长期价值

持股锁定期是否应当取消,是当前市场另一个争议的焦点问题:一方面,机构投资者网下申购后的3个月持股锁定期,将有利于减缓新股上市后面临的短期抛压,从而稳定其股价;另一方面,3个月的持股锁定期将加大机构投资者的市场风险,导致其为了保证持股锁定期结束后,仍能获得较高的市场收益,而在询价时尽量压低报价,并在上市后尽量拉抬股价,从而出现新股上市后股价高开低走的市场走势。

笔者则持不同的观点:考虑到机构投资者往往通过短期融资的方式申购新股,而持股锁定期的取消将促使其为获取当期无风险收益,而在新股上市首日即刻抛售所持股份。因此,管理层将有可能适

当延长机构的持股锁定期(例如6个月),以促使机构投资者转向注重新股的长期持有价值,减少其过度压低询价时的报价和上市首日狂拉股价的短期行为。

五、“一人一手”不宜,将散户、机构分别配置,降低保证金

有关测算表明,以往我国市场采取的市值配售,散户的平均中签率仅为万分之七点五;而目前市场采取的网上资金申购,其平均中签率也仅为千分之七点八。如果再考虑到中小散户有限的资金,其在资金申购新股时往往更处于劣势。

那么,“一人一手”配置新股的香港模式,能否解决问题呢?一方面,“一人一手”配置新股的模式,可以保证散户的申购权益,提高其中中签率;另一方面,我国有7000多万证券账户,采取“一人一手”的配置方式,即使是中行这样的超级大盘股也难以满足,加之我国市场多账户和拖拉机账户现象还时有发生。因此,“一人一手”配置新股是表面上的公平,却有可能加剧事实上的不公平。

为此,笔者设计了一种可能的网上申购模式:即可将中小散户与机构投资者的申购过程相分离,即为中小散户和机构投资者分别配置一定比例的股份,同时进行网上申购,以有效地保护散户的申购权益。同时,考虑到中小散户与机构投资者的申购资金相差悬殊,为避免机构以散户名义分一杯羹,可能设置较低的中小散户申购股份上限。此外,在融资融券业务正式推出以后,还有可能为中小散户申购新股引入融资业务,并适当降低新股申购的融资保证金要求。

六、新股销售难,角色倾向投资者,将加强《报告》客观性

目前,我国拟上市公司的《研究报告》由其保荐人撰写并提供。对此,当前市场的争议在于:一方面,由于发行公司是保荐人的重要客户,保荐人是否能客观公正地描述发行公司的基本情况,并提出一个合理的上市定位区间,似乎令人难以信服,而独立第三方提供的《研究报告》则可防止保荐人的上述代

理角色冲突;

另一方面,由于保荐人长期从事发行公司的上市保荐工作,使其能够透彻地了解发行公司的情况,这是任何一个其他研究机构所无法替代的优势。此外,保荐人作为发行方和投资方的中介机构,也有责任将拟上市公司的情况悉数展示给潜在的投资者。

然而,笔者则坚持认为,尽管由第三方提供的《研究报告》可避免保荐人的上述代理角色冲突,但是,保荐人基于客观基础上的《研究报告》仍然是展示拟上市公司的最佳窗口。

事实上,随着管理层批准上市的企业数量越来越多,增多粥少的现象将大为减少,而市场销售难度则不断加大。此时,尽管撰写夸大事实的《研究报告》确实可以获得市场的一时热捧,但是新股上市以后股价的最终大幅下挫,将严重损害保荐人的诚信记录和品牌价值,从而加大其日后保荐、承销的难度。因此,在保荐人的代理角色逐渐倾向于投资者一方时,其《研究报告》的客观性也将逐步得到加强。

七、两步询价各有其利,中小板将合并两步询价,主板强化

当前市场对于询价程序尚存在较大的争议:一方面,初步询价过程有利于投资者了解拟上市公司的基本情况,并对其市场价值形成初步判断;累计投标询价过程则使得投资者在初步询价的基础上对拟上市公司的市场价值形成进一步的统一;另一方面,由于中小市值公司往往不被大机构所关注,其网下申购数量有限,如果硬性规定其按照询价方式定价,则容易造成机构报价的随意性,反而不利于公司真实价值的发现。同样,对于大市值公司,“一步到位”的询价方式将有利于提高新股定价的效率,减少定价过程和结果被人为扭曲的可能性。

笔者通过理性的分析后预计:从扩大中小板市场容量,简化其上市程序的角度出发,有可能对拟于中小板上市的小市值公司合并其两步询价过程。同时,加快其退市制度的建设和完善,以促进市场高效地完成优质股票的选择和合理定价的功能。

对于拟于主板市场上市的大

市值公司而言,当前仍将强化两步询价制度,并促使初步询价时机构投资者承担相应的报价责任。最后,考虑到整个发行周期过长,因此,有可能使网下申购和网上申购同时进行,其中,网下申购可能会按照区间累计投标询价,而网上则可能会按价格区间上限优先申购,发行后一至两天即可挂牌上市,以缩短发行周期,提高发行效率。

八、上市筹码集中,多账户操控,拉抬掩护出货,将打击炒作

新股上市以来炒作最为严重的要算中工国际。上市当天,中工国际大部分时间的股价保持在17元左右,直至其换手率达到82%时,由于受T+1交易机制的限制,空方筹码有限而失去了抵抗能力,多方则利用其资金优势开始肆意操纵股价。

那么,上市新股屡屡出现上述股价爆炒现象,其内在原因何在?首先,由于广大的散户投资者与机构一同在网上参与资金申购,这就使得新股筹码向着资金实力雄厚的大机构集中,从而加大了新股上市后被爆炒的可能性。其次,由于以往我国上市资源非常稀缺,加之近年新股发行所导致的“饥渴效应”,以及新股发行上市的热度极高,导致我国市场参与各方申购和炒作新股的热情极高。第三,投机资金利用市场信息不对称和炒新热情,通过隐秘地操控多账户和拖拉机账户,以及机构间的合谋运作,最终达到爆炒新股和拉高出货的目的。最后,由于这些炒作的投机资金背后可能有国资背景,在明知新股定价偏高时,仍敢于在二级市场上拉抬股价,并可能在大资金的掩护下,其自有资金将提前获利了结。

在借鉴国外成熟市场的经验基础上,笔者大胆预计,管理层有可能采取措施加大打击新股上市后的炒作(如深交所新近出台的盘中风险警示、临时停牌等措施);近期则可能出台超额配售权制度作为平抑后市股价的主要手段;未来二级市场在引入做市商制度以后,则有可能要求保荐人为其所保荐的股票进行一段时间的做市,以使该股票的股价在上市后保持相对的稳定。