

看法

# 什么因素抑制了央行货币政策有效性

□易宪容

目前宏观调控面临的诸多问题,很关键的一点就在于央行不能有效地运用利率政策这一工具来改变金融市场的预期。对此,央行应该有一个清醒的认识,并通过设置新的规则来改进管理,提高货币政策的有效性。

最近这次央行加息,表明中国的宏观调控已步入“利率时代”,只要央行采取小步、连续的加息措施,加息效果就会慢慢地显示出来。但从市场与世界的反衬看,对央行加息效果的质疑声不断。有人称,中国的金融体系与成熟的市场体系不同,人民币市场化程度又较低,因此仅是希望通过简单的加息手段来遏制投资过快增长,不仅效果有限,而且还可能会加剧经济的结构性矛盾。也有人强调中国经济的过热特点,认为要遏制潜在的经济过热势头,还需要有行政手段的配合。也就是说,强调经济体制的差异性和宏观调控工具的有效性应该是一样的。市场经济的核心就是市场的当事人如何利用有效的价格机制进行分散化决策。价格机制是整个市场经济的核心。对于金融市场来说,

利率是资金的价格,也是整个金融市场的核心,利用利率的变化、影响和预期可以调控经济运行。可以说,中国的金融市场为什么落后?最根本的问题就在于计划经济的影响还迟迟无法退出,就在于有效的价格机制还无法确立。试想一下,实体经济可以十分繁荣,各行各业的投资回报率也可以很高,但偏偏银行的利率因政府的管制而处于极低水平,使得低利率带来了国内金融市场的低效率。

不过,让市场无法理解的是,为什么这种低利率政策能够找到各种“冠冕堂皇”而得以持续的理由?这既有市场环境的因素,也有人们对市场认识之原因、利益关系之纠缠及央行职能的独立性过低等因素。

我们知道,在成熟市场中,利率对金融市场中主体的作用是无可非议的。各国央行普遍都会通过加息的方式来预期通货膨胀,改变个人与企业的预期,从而来调控整个经济运行。同时,利率的有效性还在于利率市场化程度的完善,在于市场主体对利

率变化比较敏感,这样才能建立相适应的货币政策传导机制。但是,对于目前中国的金融市场来说,无论是利率市场化的程度,还是利率形成机制及市场对利率的敏感性,都是与成熟市场经济的要求差距较大。有人据此认为目前中国仍具有转轨经济特点。

但是,从20多年来改革开放的经验看,在什么样的市场条件下,利率形成机制才能生成呢?是先有一定的市场条件还是先有利率的形成机制呢?其实,市场永远是一个自然扩张的过程。并不是说先有什么市场条件然后才有市场利率形成机制,也并不是说先有利率的形成机制然后才有市场条件,而是市场的条件与利率形成机制在相互的作用下得以同时演进与发展的。

不必看1980年代中国的农产品及小商品市场是如何形成的,就看一下这几年才发展起来的汽车市场,就是一个最好的说明。在WTO之前,人们一直认为中国的汽车工业是一个幼稚工业,它只有来自政府多方面的保

护才能够得以发展与壮大,如果汽车业过早开放,那么汽车业一定会被强大的外来企业打得落花流水。也正是这种观念,中国的汽车工业发展了几十年,但结果是永远在温室中成长。在中国加入WTO前,中国汽车业在政府保护下什么时候成长过?但是,当WTO后中国汽车业的大门一打开,汽车市场便出现了,汽车产业也产生了,中国的汽车市场出现了前所未有的繁荣。

再看国有银行的改革。在2003年底以前,国有商业银行改革去花了十年时间,但收效甚微。不仅如此,四大国有银行的巨额不良贷款还是把它们推到了崩溃的边缘。也正是在这种环境与条件下,在2003年底,四大国有商业银行进行了大刀阔斧的改革,如剥离不良贷款、债务重组、引进外国投资者、股份制改造和公司上市等,这一系列的银行改革都是在短短的时间内完成。但效果十分显著,新的银行市场也开始形成了。

对如何确立银行利率市场化及利率形成机制,情况也是如此。从来就没有等到什么市场条件成熟了之后,中国的利率市场化才得以开始。因为,中国的利率市场化已经进展很大了。可以说,尽管目前国内的市场经济环境与条件不及成熟的市场经济,但要让中国金融市场化,要遏制增长过快的投资,就得通过利率变化的方式来进行,就得从扭曲了的

金融市场价格机制入手。一旦央行调控宏观经济以利率变化为常态,那么中国利率的市场化也就会更深入了,利率形成机制也在这个过程中得以确立了。

还有,央行的宏观调控为什么不从金融市场的价格机制入手,灵活地使用利率工具呢?一方面与护航四大国有商业银行改革有关。大家都知道,任何管制下的价格调整,都是一次利益关系的再分配。在这种前提条件下,货币政策当局在利率调整中最为关注的问题可能不是市场资金供求关系的变化,而是更关注调整国有企业和国有商业银行的利益关系。早在几年前,为了护航国有企业改革,用人的方式把银行利率压在十分低下的水平上,以便让国有企业能够获得低于金融市场价格的资金。近几年,国内经济的繁荣并没有带来银行利率的上升,而货币政策当局还是以管制的方式压低银行利率,为困境中的国有企业改革创造政策性的获利空间。近几年国内银行业的业绩创下历史水平,既与经济的繁荣有关,也与央行的政策有关。

可以说,国有银行的利润快速增长基本上是货币当局刻意拉开存贷款利率、对国内居民财富转移的一种结果而已。不过,目前国有商业银行改革基本上已完成(只剩下农行),央行应该放弃其呵护的政策了,否则国有商业银行将无法成为真正意义

的商业银行。同时,在央行对利率政策的独立性影响有限的情况下,一些政府职能部门往往会从自己部门或行业,而不是社会整体利益的角度出发,反对央行加息,以便争取本部门职能更多的审批权、经济活动中更多的话语权。因此,在目前经济利益如此盘根错节、经济问题如此复杂的情况下,要保证经济真正健康和持续发展,增强央行的独立性已是亟待解决的问题了。

央行缺乏独立性这是人所共知的。中国央行不像美联储那样有较大的独立性,能够形成较为独立的货币政策决策机制,如每半个月召开货币政策例会,利率的变化就根据这些货币政策例会自由决定的。央行货币政策委员会只有咨询性质,对政策的制定也没有决定权,而且央行每一个决策同样要得到国务院的批准。这样可能使得审批出台的政策会滞后于实体经济,从而也增加了决策过程中的成本,并削弱货币政策的独立性。

总之,目前宏观调控面临的许多问题,就在于央行不能有效运用利率政策这一工具来改变金融市场的预期。对此,央行应该有一个清醒的认识,并通过设置新的规则来改进管理,提高货币政策的有效性。

(本文作者为中国社会科学院金融研究所金融发展与金融制度研究室主任,研究员)

日期	年利率(%)
1993/07/11	10.98
1996/05/01	9.18
1996/08/23	7.47
1997/10/23	5.67
1998/03/25	5.22
1998/07/01	4.77
1998/12/07	3.78
1999/06/10	2.25
2002/02/21	1.98
2004/10/29	2.25
2006/08/19	2.52

日期	年利率(%)
1995/07/01	12.06
1996/05/01	10.98
1996/08/23	10.08
1997/10/23	8.64
1998/03/25	7.92
1998/07/01	6.93
1998/12/07	6.39
1999/06/10	5.85
2002/02/21	5.31
2004/10/29	5.58
2006/04/28	5.85
2006/08/19	6.12

## 新股申购年收益率大大低于市场预期

□申银万国 黄培松

表 1:14 只新股申购方案及收益率

方案	中工	同洲	中银	德美	得润	威尔泰	世博	收益率%
方案一	中工	同洲	中银	德美	得润	威尔泰	世博	1.2279
方案二	中工	同洲	中银	德美	得润	威尔泰	粤水电	1.2071
方案三	中工	同洲	中银	德美	得润	大泰	世博	1.5528
方案四	中工	同洲	中银	德美	得润	大泰	粤水电	1.5319
方案五	中工	大同	中银	德美	得润	威尔泰	世博	1.4581
方案六	中工	大同	中银	德美	得润	威尔泰	粤水电	1.4372
方案七	中工	大同	中银	德美	得润	大泰	世博	1.783
方案八	中工	大同	中银	德美	得润	大泰	粤水电	1.7621
方案九	中工	盐化	中银	德美	得润	威尔泰	世博	1.4070
方案十	中工	盐化	中银	德美	得润	威尔泰	粤水电	1.3861
方案十一	中工	盐化	中银	德美	得润	大泰	世博	1.7319
方案十二	中工	盐化	中银	德美	得润	大泰	粤水电	1.711
方案十三	中工	同洲	中银	德美	保利	世博		1.5796
方案十四	中工	同洲	中银	德美	保利	粤水电		1.5578
方案十五	中工	大同	中银	德美	保利	世博		1.809
方案十六	中工	大同	中银	德美	保利	粤水电		1.788
方案十七	中工	盐化	中银	德美	保利	世博		1.758
方案十八	中工	盐化	中银	德美	保利	粤水电		1.737

表 2:20 只新股申购方案及收益率

方案	原方案一(表三) +	原方案二(表三) +	原方案十五(表三) +	原方案十六(表三) +	收益率%
方案一	江山化工	瑞太科技	1.3207		
方案二	江山化工	东华合创	1.3296		
方案三	宏润建设	东华合创	1.3176		
方案四	远光软件		1.3644		
方案五	华峰氨纶		1.3314		
方案六	宏润建设	东华合创	1.2967		
方案七	远光软件		1.345		
方案八	华峰氨纶		1.3105		
方案九	瑞太科技		1.2396		
方案十	江山化工	瑞太科技	2.0143		
方案十一	江山化工	东华合创	2.0232		
方案十二	宏润建设	东华合创	2.0113		
方案十三	远光软件		2.0596		
方案十四	华峰氨纶		2.0251		
方案十五	宏润建设	东华合创	1.8777		
方案十六	远光软件		1.926		
方案十七	华峰氨纶		1.8915		
方案十八	瑞太科技		1.8206		

表 3:新股中签率及溢价一览表

发行名称	网上申购中签率(%)	中签率排名	上市首日开盘溢价率(%)	溢价率排名
中工国际	0.1736	11	131.22	2
同洲电子	0.3115	9	161.81	1
大同煤业	1.077	5	47.34	14
云南盐化	0.442	6	100	7
中国银行	1.938	2	29.55	19
德美化工	0.0486	21	88.87	8
得润电子	0.0564	20	117.01	4
横店东磁	0.369	7	43.49	15
保利地产	1.208	4	42.58	16
天源科技	0.2726	10	77.35	9
威尔泰	0.1516	12	51.48	13
大秦铁路	1.4097	3	29.09	20
世博股份	0.0711	18	108.61	5
粤水电	0.1327	14	29.67	18
江山化工	0.0979	17	66.83	10
宏润建设	0.1265	15	52.51	12
远光软件	0.1358	13	118.97	3
华峰氨纶	0.3264	8	34.33	17
瑞太科技	0.0568	19	108.13	6
中国国航	5.3275	1	0	21
东华合创	0.1171	16	57.24	11

注:数据来源于沪、深证券交易所网站

申购新股,待其上市后溢价卖出,这种独特的盈利模式因此前特殊的发行机制而产生,并因此“无风险收益”的特征而一直备受各路资金青睐。今年6月初IPO大门重开,市场被压抑许久的激情瞬间被引爆。6月5日,首只“螃蟹”中工国际以区4800万网上发行数量在一级市场冻结了2046亿元申购资金,创下了576倍的超额认购纪录。二级市场亦不甘落后,新股上市首日普遍大幅高开,令其估值远高于同类股票。但与二级市场高溢价相对的是,一级市场极低的网上中签率,多只新股的中签率仅为万分之几,“万金难求一”的结果令很多携巨资乘兴而来的机构甚为尴尬。

在这种情形之下,申购新股的年化收益率果真能达到此前某些机构宣传的15%吗?在回答这个问题之前,我们有必要弄清楚,这一阶段活跃在一级市场的“打新”资金到底有多少。

### 目前打新股资金估计至少超过8000亿元

与此前的市值配售方式相比,今年新股发行有两个特点:(1)发行全部采用资金申购,冻结期为四个工作日。即投资者在T日参与申购,所有有效申购的资金从T日起冻结四个工作日,第T+4日未中签资金解冻。在此规则之下,资金的周转期为4个工作日,以一个月为周期20个工作日计算,同笔资金在一个月内最多可以参加5次申购。

(2)到目前为止,新股发行节奏明显不均衡。从6月5日首只新股“中工国际”发行开始,到8月10日止,共发行21只新股,平均每周2.1只,但第二周和第九周分别发行了3只,第七周和第十周分别发行了5只,而且四次出现两只新股在同一天发行。无论体现了管理层的何种意图,这种和风骤雨式的发行节奏客观上都影响了申购新股的资金利用率。

通过仔细观察,我们可以发现,在假设的前提下,撇除“得润电子”所对应的部分,7月7日至19日期间共冻结网上申购资金

8010.45亿,这也是截至目前最大的同时冻结金额。而“充分利用”这一前提假设的存在,使得8000亿成为了一个相对保守的数字。事实上,被近期央行一系列报告重点提及的“流动性泛滥”似乎已经在一级市场得到有力佐证,我们也很难准确预测未来究竟还有多少增量资金会介入。

我们还可以发现,在申购冻结资金爆出“天量”之后,虽然中签率继续低位徘徊,但活跃于一级市场的资金并未出现明显的外流迹象,平均每只新股网上申购资金仍在千亿之上,目前保守估计有8000亿申购资金。另外,从理论上来说,今年6月至8月新股申购的年化收益率区间为4.9%~8.2%。要获取更高的稳定收益,有两种途径可以尝试:一是中签新股的卖出要“相机抉择”,并在一定的风险水平下构建投资组合。

收益为TR,则

$$TR = \sum_{i=1}^n C_i \cdot R_i \cdot \left( \frac{P_i}{P_0} \right) \cdot \left( \frac{P_i}{P_0} \right)$$

我们假设投入申购的初始资金为1000万元,采用“集中申购策略”即在同时有多种选择情况下将所有资金投入其中之一,并且使用“滚动申购”方式即将包含前次申购收益在内的全部可余额投入当次申购(新股上市和申购在同一日则假定先以开盘价卖出中签股份后再行申购),这样的前提用以保证最大的资金利用率。

为了简化计算过程,我们先选取6、7两月发行的14只新股作为对象,在前述约束条件下导出十八组申购方案并分别计算收益率(见表1)。从表1可见,方案十五、十六虽然分别包含了6次申购,却取得了最好的收益水平。与之相对,方案一、二虽然分别包含了七次申购,但因为总体中签率极低,收益率仍与前两组方案相差甚远。

在此基础上,我们选取位于收益率区间两端的四组方案(方案一、二、十五、十六),纳入8月发行的六只新股(“中国国航”因上市首日零溢价被剔除),另外导出十三组对应着收益率区间的两端,而后者比前者高出66.15%。

这里,有三个问题值得进一步思考:一是是什么因素导致了收益率的差异?二是坚持这种申购策略,可以期待的年化收益率大

率,还要考虑上市后的溢价空间。

### 获取稳定收益策略

要获取更高的稳定收益,有两种途径可以尝试:一是中签新股的卖出要“相机抉择”。通常,在上升行情的中期,新股在上市后至一两周内会出现连续的高点,相对于发行价而言,在这些高点卖出收益会非常可观。例如“江山化工”(002061),该股在8月16日上市开盘价为10.01元,9月1日的收盘价已经攀升至14.53元。当然,这种操作方式对技术要求较高,风险具有一定的不可控性,有造成较大损失的可能。

二是在一定的风险水平下构建投资组合。申购新股,在可以预见的未来仍然近似“低风险收益”,而且与国债、存款和货币市场基金这些常见的投资方式相比,收益水平颇为可观。同时,市场上也还埋藏着其他不为人注目的“金矿”,风险极低但有着更高的收益水平。例如,G长电由于其权证1.8元回售的存在,在明年5月18日权证CW1开始行权时,长电股价在7.15元之上的概率极大,以9月4日收盘价6.29元计算,年收益超过13.67%。

对于1000万元规模的资金,如果用70%的资金申购新股,收益率6%,剩余资金以9月4日收盘价买入G长电,到期收益12%,则忽略利息收入,总的预期年收益可以达到7.8%。

“申新+长电”在严格意义上,并非利用衍生工具构建的组合,而是建立在股东承诺基础上的“保底组合”。下半年,按照公司计划,G云天化(600096)可能发行“可分离交易转债”,相比传统的可转换债券,这种新型转债的债性和股性完全分离,更适合置换部分申购资金来构建“保底组合”。

如果能够承受更高的风险,并继续看好后市,则买入一定数量的正股质地较好的认购权证,如五粮YGC1,或者在大盘快速回调时买入优质的股票型开放式基金,都有可能获得高回报。