

■金融圆桌

新股申购导致货币市场利率“暴涨暴跌” 央行货币政策应如何抉择

主持人:本报记者 苗燕 但有为
嘉宾:国泰君安固定收益高级分析师林朝晖
农行债券研究员安伟
东方资产管理公司投资管理部王自强
国泰君安证券公司研究所所长李迅雷
长城证券研究所所长向威达

似乎每逢大盘股发行,巨额资金就会瞬时大规模集中。11月22日,中国中铁再次创下新股申购记录,冻结资金达3.383万亿元。而此前,由于大量机构与个人投资者积极参与中国石油新股申购,最终冻结该股的申购资金达到了创纪录的3.37万亿元。而在中石油发行前,货币市场7天回购的加权平均利率水平最高一度飙升到13%以上,创下银行间市场建立以来的最高纪录,但随后即暴跌回原有水平。

随之而来的,银行间市场出现了瞬时流动性短缺,中小机构因为借不到钱而叫苦连天。而在此期间发行的农发行以Shibor为基准的5年期浮动利率债券也以流标告终。

权威人士指出,货币市场利率的不正常波动,已经给央行的货币政策执行带来了很大难度,商业银行瞬时流动性短缺所导致的一系列问题,使得央行的货币调控政策措手不及。

虽然中国中铁再次创下新股申购记录,但市场的资金面并不紧张,货币市场利率在这一过程的前后也没有出现暴涨暴跌的情况。虽然通过前几次的事件,让我们似乎感觉到,资本市场对货币市场的影响在逐渐显现,但为什么中铁的申购没有重复中石油的覆辙呢?货币市场利率暴涨暴跌的根源又是什么?

为此,我们特别邀请了5位专家共同参与本期圆桌论坛,对该话题进行深入探讨。

“打新”导致货币市场利率形成两套定价体系

主持人:作为又一只大盘股,中国中铁上周开始申购,但正如王自强之前预计的那样,本次申购前后,并没有发生货币偏紧的问题,货币市场利率的波动相对来说也较为平稳。请问这是为什么原因?

王自强:之所以我一开始就认为这次申购不会对货币市场产生较大冲击,主要有三点理由:

第一,预期问题。上次中石油那次申购造成银行间市场资金紧张状况为近年来所罕见,限于近年来市场流动性过剩的常态,很多机构没有足够的心理准备,结果意料之外的市场冲击使很多没有准备的中小机构叫苦连天。经历过上次中石油的洗礼,相信很多机构的投资思路会成熟些,至少“吃一堑,长一智”的市场经验应该或多或少有了些。

第二,规模问题。此次中铁发行规模大约是100多亿,从单体规模上来说没有上次中石油500亿那么大。新股申购冻结大量资金而导致货币市场利率走高是一次典型的资本市场对货币市场的冲击。其中尤为值得注意的是,几大保险巨头的规模效应,从中石油事后披露的数据来看,几家大保险基本上都是打满的,这个规模效应就相当显著,比如仅中国人寿的几个账户加起来抽离的资金量,就相当于一次提高准备金政策。其实我个人比较担心,如果太平洋保险12月份发出来的话,如果规模在400~500亿,那么那一阶段的流动性可能会偏紧一些。

第三,间隔问题。9月份那次是大盘股扎堆发行,首尾相接,不给市场以任何喘息的机会,这就造成了不同期限的市场需求全部挤到了长端,使得期限结构不匹配的机构非常难受,而且近期新股发行的密集程度显著下降,长期资金供给能够得到保证。从目前情况来看,各个期限的结构失衡问题不显著。

此外,还有很重要的一点,主要这次申购前后,没有上调存款准备金这种大规模的资金抽离,所以负面作用大量减少。

主持人:尽管这次在充足的准备下,中国中铁没有引发货币市场利率的波动,但此前的大盘新股申购,货币市场利率被推高已是事实。而且刚才王自强也说了,这是一种非常典型的情况,那么这种货币市场利率的暴涨暴跌是正常的现象嘛?它对于货币市场利率定价机制到底有何影响?

林朝晖:我觉得新股发行前后货币市场利率大幅波动的原因有三个。一是从流动性的角度来看,打新资金确实造成了市场流动性紧张。大量资金在银行账面上划转,导致银行备付压力增加。二是比价效应。从近段时间来看,打新股几乎没有有什么风险,并且其收益往往高于资金成本,再加上交易所对银行间市场资金的套利,形成新股发行导致交易所市场利率波动,进而对银行间回购利率产生直接的拉动效应。三是银行间市场资金垄断格局,由于几个大机构把持了大部分资金,这

使得上述效应被进一步放大。

在上述三个因素中,我认为资金的比价效应是最主要的,其他的两个也起到助推作用。

王自强:我们目前整个金融体系处于流动性过剩,回购利率应该有一个均衡值。如果把打新股的事情抛到一边的话,央行不断地发央票、收央票,提高存款准备金率,回收流动性,那边外汇占款不断往市场投放流动性,再加上贷款波动因素(包括季节性波动),就会有一个动态的平衡,会决定银行体系流动性的平均状况。这会决定日常的利率水平。

但是打新股期间有另外一个逻辑,基于“价定律”的跨市场套利交易,导致货币市场回购利率与资本市场打新股的收益率日趋接近,而从套利定价机制来讲,在打新股期间,回购利率应该跟新股的收益率相同,要不然就会有源源不断的机构继续从货币市场借钱,到新股市场去打新股。没有套利空间了之后,打新股的机构才会撤退,要不然还会有源源不断的打新股机构进来。

这样一来,相当于货币市场利率执行两套定价体系。一个是银行的定价体系,一个是向新股收益率看齐的定价体系。我认为目前的情况下,货币市场利率执行的两种定价体系在不断地切换,互相切换。一打新股,就向资本市场打新股的收益率看齐,新股申购之后,利率迅速回落,重新回到银行的定价体制当中。它是两种定价机制的突然切换,是市场结构性的因素。

利率推高主要影响央行公开市场操作

主持人:我们发现了一个有趣的问题,央行其实一直在采取综合手段收缩流动性,但我们看到银行体系的流动性依然充足。但每次新股申购冻结的资金规模动辄达到上万亿,瞬时流动性全部都被吸收了,所以就出现了头寸不足。商业银行必须通过回购、拆借等交易方式筹集短期资金,甚至缩减债券投资等手段以应对。这种情况对于货币政策到底有何影响?

林朝晖:我觉得新股发行前后货币市场利率大幅波动产生的影响主要有两方面,第一,由于市场无风险收益的存在,短期利率的大幅波动,由于市场利率提前上行,滞后下行,易上难下的特点,从长期来看,长期回购利率逐渐走高,整个市场的资金成本基准也进一步上升。第二,在货币政策方面,货币市场利率的波动和上行导致央行对冲成本上升,一定程度上影响了央行公开市场操作这种常规工具的平稳使用,也使得非常规手段的运用频率有所提高。从最近来看,央行就几乎每月上调一次存款准备金率。

王自强:首先对央行的货币政策是有很大压力的。因为一打新股,大家都会预期货币市场利率将有很大的波动,所以手里就要备付多一点的钱。

实际上流动性之所以出现非常紧张的原因,就是在途资金把流动性全吸干了。资金全变成在途的,所有的金融机构,包括银行机构都是没钱的。这在国外的成熟传导市场国家,会引发一种金融危机。如果这边没钱了,他的金融产品比如债券、在一个市场化条件下价格会被打下去,资产价格会暴跌,只不过中国的情况是粘性比较大,做回购的这边以15%的利率借钱,但是做债券的人按兵不动,这种结构性的分离,使得银行体系特别封闭,所以危机就没有扩散。

应该说,中国央行对金融市场调控的方式与美联储是不一样的。国内的情况是,一年期固定利率存款只是一个行政性的管制价格,所以货币市场缺钱的时候,只能去透央行的账户,没法从央行手中实实在在拿到流动性。

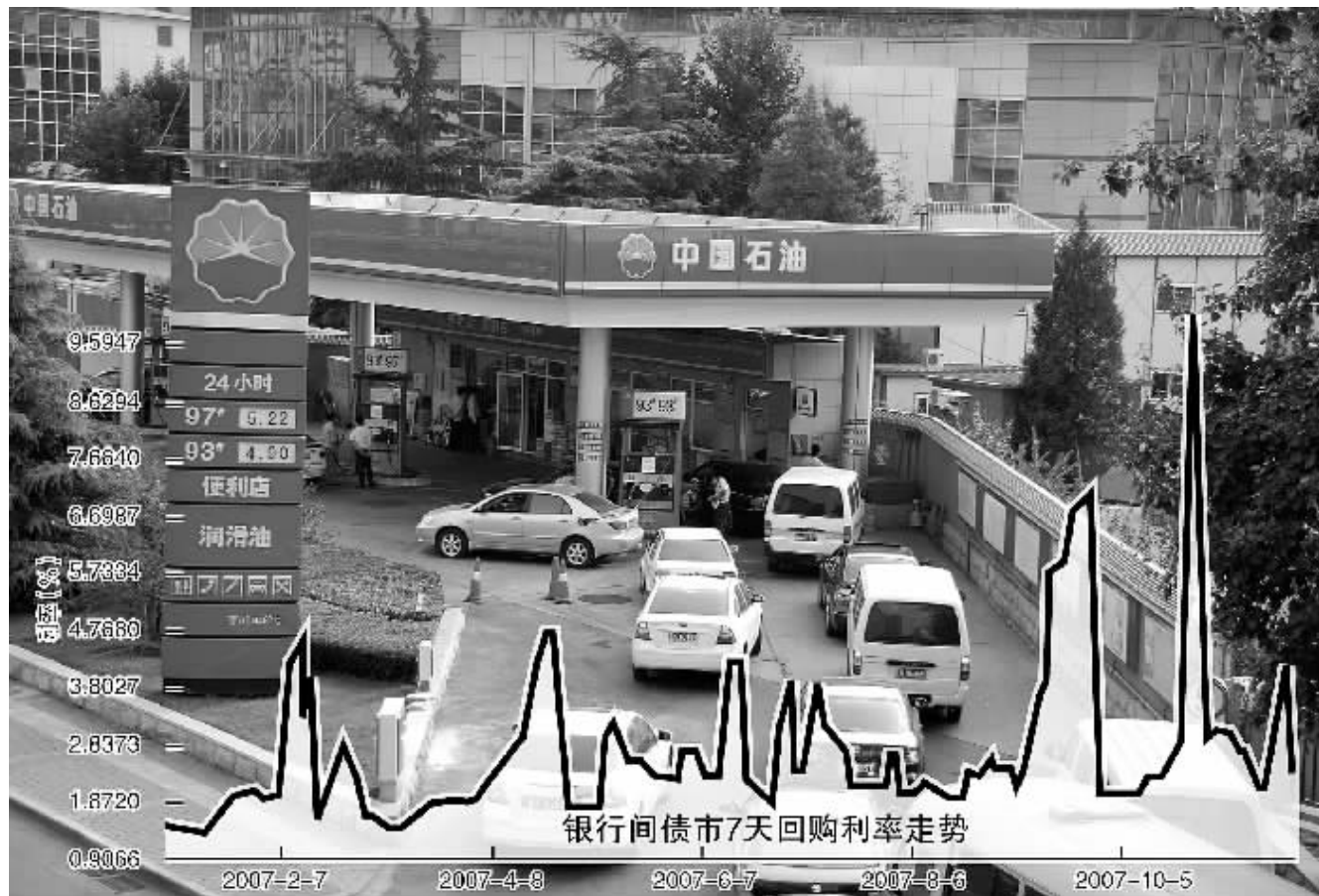
安伟:我觉得对于央行的货币政策而言,无外乎要从货币流通量和利率两个方面进行调节。其中,利率是货币的价格,其定价机理一般是:无风险收益率加风险报酬率。境外国债收益率通常可作为无风险收益率。但在我国,由于股票发行价格通常低于其上市时的二级市场价格,申购新股的收益也常常被认为是无风险的。因此,央行有关货币利率的政策必然会受到新

股申购获利水平的影响而出现偏差。

王自强:此外,还有很重要的一点。央行的货币政策操作周期是每周,打一个新股其实就是一、两周的事情,货币政策如果能做到每天,央行能够在货币市场利率最高的那天投放流动性,这样就能够把当天的流动性平衡了。大家可以想到,上周央行公开市场净投放资金475亿元,对缓解新股发行所造成的市场中的资金压力起到了一定的正面作用。

但是又出现一个问题,就是这样可能又会加剧股市过热。因为放开之后,资金就更便宜了,打新股就更多了。但是就着货币政策目标什么逻辑了,央行是稳定利率、保持银行间体系流动性是一个目标,还是要抑制资产泡沫?其实可以通过另外一种方式去抑制,就是你这边把利率抑制得很低,放到平常的利率,保持市场的稳定性,然后借钱的人去打新股,其实,打新股的人增加到足够多的时候,新股的中签率就会下降,这样一来打新股收益率就会下降,打新股收益下降到货币市场利率目标的时候,打新的行为就不会继续扩散,有一个平衡点。

现在的情况是,货币市场利率被拉上去了,打新的收益没下来,我觉得可能就是金融市场的广度还不够,没有更多的有实力的机构投资者。



向威达



李迅雷



王自强



林朝晖



安伟

新股申购溢价 是推高货币市场利率的“罪魁祸首”?

主持人:事实上,由于“打新”的中签率与“打新”的资金量有紧密的关系,为获取更高的“打新”收益,机构投资者和中小投资者对此总是乐此不疲。所以很多人都将矛盾的焦点指向了IPO,一、二级市场的确定性溢价,并认为新股定价偏低,这是推高货币市场利率的罪魁祸首吗?

安伟:很明显,申购资金的聚集是冲着股票一、二级市场价差来的,这种价差越大,申购资金的获利水平也就越高;而随着申购资金多到一定程度时,新股申购的获利也会降低到一个相对合理的水平——与投资于其他金融产品所获收益一致。如果股票市场容量较小或者是货币(债券)市场容量很大,则新股申购资金量不足以影响到货币市场的利率水平;但目前的情况是,截至10月末,沪深两市总市值达到26万亿,申购资金一次聚集3.3万亿元,银行体系中的超额储备金仅为1.1万亿元,且债券市场尚未发展到一定的规模,因此造成了其他金融产品的收益率必须提高与申购资金获利水平一致。

以中国中石油为例,一、二级市场价差达到31.9元,短短的4天时间的收益几乎与6个月债券的收益水平相当,由此大大推高了债券发行成本,就企业而言,如果债券的利率高于其资本获利能力,则选择放弃发债,从而其影响不仅仅是金融市场的秩序,也对实体经济的正常运转产生了影响。

王自强:我觉得确实跟传统一、二级的发行定价机制有关。中国的这种打新传统,是因为中国的新股申购几乎就从未失败过,所以机构对于他的收益是可以预期的,而在国外是有可能失败的,所以国外的打新就没有这么疯狂。

所以大家就容易推导出一个结论,为什么打新这么能赚钱呢?就是发行定

价定低了。如果发行定到一个合理的水平,二级市场没有这么大的溢价空间的话,就没有这么多打新股的机构。

我认为解决的办法,是传统一、二级的发行定价机制要改变,这是根源。打新股要让她变成一个有风险的东西,这样就会击退一大批的机构,要不然打新股就成了固定收益产品了。这也是我认为目前货币市场利率存在两套利率体系并行的根源。

安伟:境外股票发行询价时,会根据投资银行的要求提高或者降低发行价格。因此,股票上市后的一、二级市场价差普遍维持在10%~30%之间。而目前我们的股票发行价格却很少会根据市场情况而变化。主要原因是国内股票询价结果与最后的申购没有直接关系,询价结果不仅不影响到被询价机构获得新股的数量,反而会因一、二级市场的价差扩大从中获得巨大的利润。因此有必要改革现有的股票发行定价机制,使申购资金的回报率恢复到合理的水平上。其次,大力发展债券市场。债券市场的容量扩大后,新股发行带来的利率冲击就会降低,从而保证了金融市场的利率稳定。

向威达:我的观点是,如果新股市盈率定得很高,在牛市的情况下,新股申购的收益率还是很高,上市当天还是会涨很多。确实,确定性的溢价是大家都会去申购新股的一个原因。

但如果说定价低,我不是很赞同。如果新股发行价格定的很高,市盈率定的跟二级市场一样,甚至定的比二级市场还高的话,投资者干吗要买新股?还不如直接去二级市场申购。

现在新股定价都是市场化询价,也不是行政定价。而且新股发行定价、申购都探索了很多年了,应该说目前很难找到十全十美的方法。

可以探索新股申购资金冻结方式

主持人:按照我国现行新股上市的相关规定,在将初步询价结果报证监会以后,就可进行网下、网上申购,在资金申购一开始,申购方就必须提供与路演定价和申购数量相符的资金量,打入承销商指定的验资银行账户,并在申购到交割期间冻结这部分资金。这就意味着在此期间,大批的资金会从其他银行转移到验资行,造成短时间内资金分布的严重不均衡。这也是导致部分银行则需要筹集资金,以轧平头寸保证流动性充足。这就导致货币市场产生大量的资金需求,利率飙升。各位对于这种新股申购时的资金冻结制度有何好的建议?

目前跟香港接轨了。首先,资金还是要冻结的,如果资金不冻结的话肯定也会有相应的问题。但是我觉得可以考虑在原地冻结,但这里有一个问题就是各大银行之间要建立诚信体系。

向威达:我觉得是可以讨论资金冻结制度的。如果说允许发行人在各家银行申请一个临时账户,大家都存在他的账户里,这样,新股申购的资金都可以冻结在申购人本人的银行账户中,这样一来,就不会引起存款搬家,短期流动性短缺的问题。

但由于这样会牵扯到各家银行的利益,涉及到冻结资金的利息到底归谁所有,这需要证监会、银监会等几家部门去协调。

李迅雷:新股冻结资金制度,我觉得