

IPO 重启对货币市场的影响分析

分析师：

刘俊郁

0755-83076506

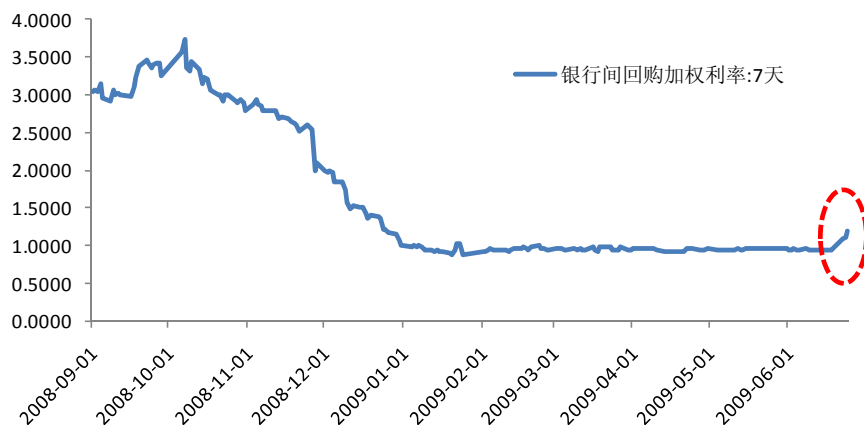
jerryjyliu@cmbchina.com

上周 IPO 重启导致短期资金市场有所波动，7 天质押式回购利率周末收于 1.1693%，出现一波较大的涨幅，最高涨幅较前一周末上扬了近 20BP。对于此次 IPO 对货币市场的影响，我们认为更主要表现在对短期资金的波动上面，特别是回购市场持续近半年的平静局面将被打破。

随着 IPO 的开闸，短期资金成本基准利率将会经历一段明显的波动，表现为波动率的增加，但由于 IPO 新政的限制，本次 IPO 重启难以重复 07 年新股发行前夕短期资金成本大起大落的局面。

至于资金面的影响，我们认为资金面更主要的还是受货币政策及宏观经济基本面的影响，从短期来看，IPO 重启影响的主要是短期资金的波动幅度，难以对资金面造成直接影响。

图1：回购市场持续近半年的平静局面有可能被打破



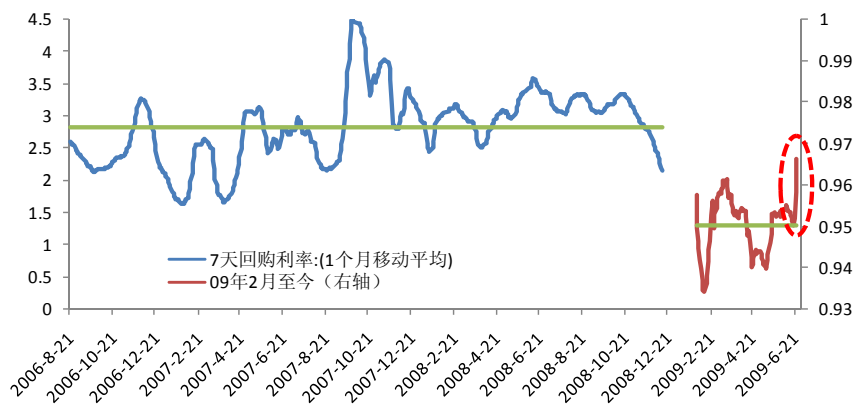
从 IPO 重启的新政来看，此次公布的《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》中，对回购市场及资金面的影响主要有以下几点：

一是由于网下申购冻结资金的时间较长，“将网下网上申购参与对象分开，对每一只股票发行，任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购”的规定，将加大机构打新股资金的机会成本，抑制机构融资进行打新股的热情，从而减少回购市场的波动幅

度。

二是“网上申购方式中，单个投资者只能使用一个合格账户进行申购”及“对网上单个申购账户设定上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一”及将导致投资机构在新股发行前夕大规模融资的意愿减弱，07年大盘股IPO期间回购利率大起大落的历史可能已经成为过去，这也减少了短期资本的波动幅度。

图 2: 随着 IPO 重启，回购市场波动幅度将有加大的趋势

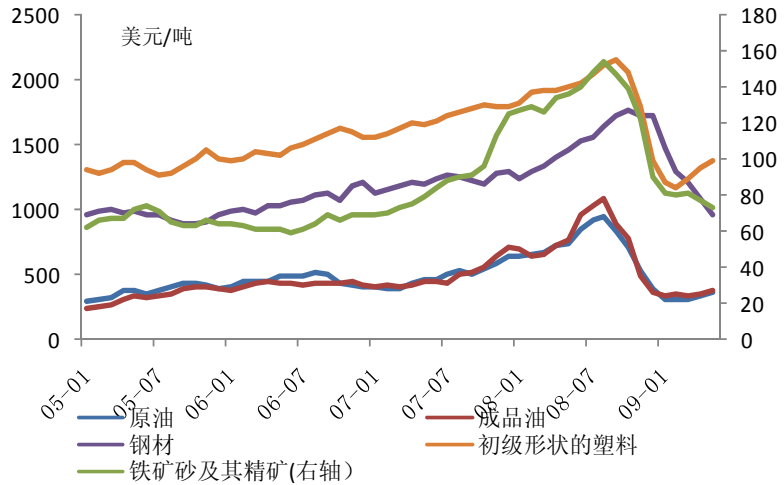


从资金面来看，短期内，IPO 难以对资金面造成直接影响，市场资金面还将维持相对宽裕的局面，但从长期来看，资金的确有趋紧的趋势。我们认为，在经济尚未完全企稳前，预计央行会将市场资金面保持在一个相对宽裕的局面，以避免利率的过度波动对市场预期造成误导。前两周发行的中长期国债中标利率均低于二级市场同期限利率也说明了目前银行等机构的资金配置的压力还是较大，资金较为宽裕的局面并没有有较大的改变。

从长期来看，资金的确有趋紧的趋势，这主要是受三方面影响：

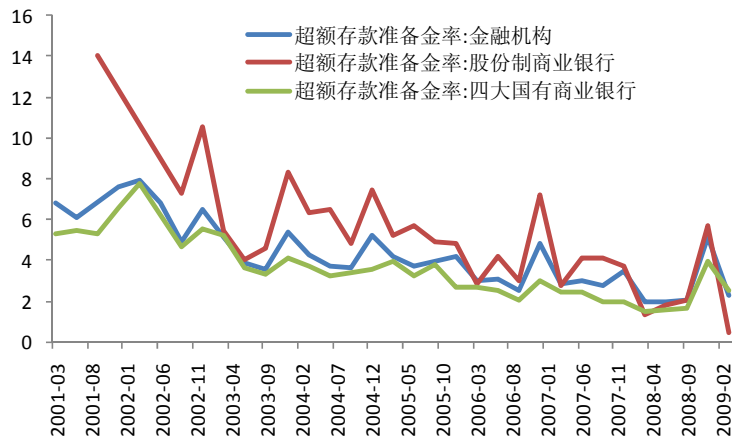
一个是通胀的预期逐步加强，随着去年翘尾因素逐步减弱，全球央行定量宽松的政策导致流动性泛滥的局面在未来将加剧国际大宗商品价格的上扬，输入型通胀对我国未来物价走势将起到决定性的作用，在这种情况下，货币政策在长期面临转型的风险；

图 3: 大宗商品进口价格已经有上升的苗头



二是银行资金面开始有趋紧迹象。一季度金融机构超额存款准备金率较 08 年四季度有了较大的降幅，而股份制银行更降到 0.49% 的水平，为 01 年以来的最低值。超额存款准备金率下降虽然有一部分原因是受近期信贷高增的影响，但也从另一方面表明银行资金面有趋紧迹象。

图 4: 超额存款准备金率持续下滑，银行资金面有趋紧迹象



三是资金面供需不平衡的趋势将进一步加强。随着资本市场及房地产市场的回暖，07 年存款搬家的现象在未来有望再次出现，从目前 M2-M1 的剪刀差来看，存款活期化的现象已经延续 4 个月，可用于投资债市的资金有可能出现较大幅度的减少。而债市供给也将持续上扬，特别是由于政府财政压力逐步增大，在未来尤其是明年有可能迎来新一轮的发债高峰。受大规模财政刺激政策的影响，中国财政赤字占 GDP 的比重已经从 08 年的 0.4% 持续跳升，09 年有望达到 4.5%

以上的水平。对于明年来说，新的财政刺激政策对财政的压力将进一步增大，未来国债及地方债的供给将进一步增强。资金供需的不平衡从长期来看将加剧债市及资金面的压力。

图 5: 随着资本市场的回暖, 07 年存款搬家的现象有望再次出现

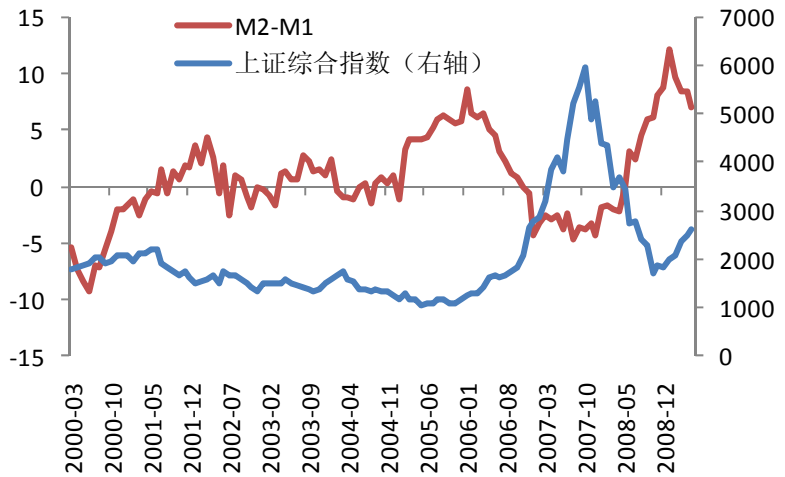
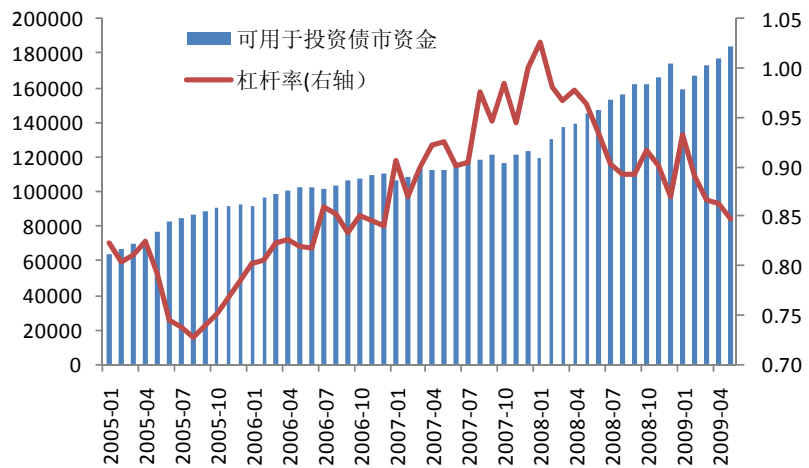


图 6: 目前可用于投资债市的资金依然保持充裕, IPO 重启对整体资金面的直接影响不大



报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行版权所有。保留一切权利。