



## 当溺爱已成往事

齐 平

炒股炒成股东早不稀奇，现在又听说有存钱存成股东的。

塞浦路斯救助问题最新达成的方案是：在塞浦路斯银行（BoC）存款余额超过10万欧元以上的储户，最高达60%的存款可能被“转换”成该行的股票。可以想象大多数“被股东”对此方案极不情愿，因为那只股票早被市场讥为“一文不值”。

近来有专家给饱受负利率之苦的中国银行储户指了条明路：工、农、中、建、交这五大商业银行以税前派息除以股价得出的股息率，都超过了5年期定期存款的基准利率，与其把钱存银行，不如买成银行股坐收红利。有点耳熟，是吗？按照这个主动“存成股东”的逻辑，只要塞浦路斯银行记得每年分红，是不是储户就会忘记还有过一个叫“本金”的东西呢？

当然，此银行非彼银行。比起BoC，中国的上市银行业绩“杠杠的”。按照最近公布的2012年年报，五大商业银行净利润合计7746亿元，每家都实现了两位数增长。而且五大行平均不良贷款率仅为0.99%，拨备覆盖率接近300%。

令人不解的是，这样价格实惠量又足的“经济适用股”，多数时候市场表现不尽如人意。好不容易发动了一波中级行情，银监会出台个规范理财产品投资的“8号文”，就引发银行股集体跳水。银行板块当天6%实打实的跌幅，刚好覆盖了理论上一年股息率。

多数时候，我们不得不承认，市场的不讲道理也有一定道理。比起静态的估值，资本市场往往更看重未来价值的贴现。据统计，多数银行的理财产品业务收入占总收入的比例在5%左右，即便最严格地规范清理，对收入的影响也在一定限度。“8号文”对市场的影响更在于其象征意义：银行“躺着就能赚钱”的好时光怕是要过去了。

连续多年，在中国上市银行的利润构成中，净利息收入的比例一般在6成以上，吃息差、垒大户的盈利方式，简单到银行“连自己都不好意思”。对这样的超常规增长，各方都已习以为常。但这种支撑银行神话的模式还能持续多久？

2012年，利率市场化开启加上宏观调控强化，银行的短期盈利能力直接受到影响。公布年报的10家上市银行，当年平均利润增幅为19%，虽然仍足以笑傲其他任何一个行业，但与自身上年同期的37%相比，几乎打了对折。其中，中信银行归属本行股东的净利润同比增长0.69%，成为近年来首只年度业绩利润接近零增长的银行股。

几乎可以肯定，随着经济形势日益复杂多变、超规模信贷不再，银行的增长将回归理性的轨道。也几乎可以肯定，随着金融开放全面到来、利率市场化进一步推进，银行业将迎来一段艰难的转型。人们不得不关注：那些光鲜数字下是否藏有隐患？这些隐患将以何种方式暴露出来，又将如何化解？

无锡尚德宣告破产后留下71亿元银行贷款，牵出若干个在其盲目扩张过程中推波助澜的银行身影；多地钢贸行业风险渐次暴露，一些银行的行为也难辞其咎。这些看似偶然的事件，暴露出核心盈利模式和风险控制能力的缺乏，依然是银行业共同的软肋。

在优越的内外环境里长大的银行有点像动物园里喂大的狮子，一旦撤除了市场准入和利率管控的篱笆墙，面对阿里们、小贷们这样齿尖爪利的对手，能否构筑起新的护城河，将是理解银行股估值的关键。

本刊执行主编 刘 涇

编辑 谢 慧 姚 进

联系邮箱 jjrblm@live.cn

随着近期转融券业务正式试点，浑水式的做空在A股市场将成为可能。根据此前中国证券金融股份有限公司发布的公告，继去年推出转融资业务后，转融券业务试点于今年2月28日起正式推出。这意味着，股市投资的盈利模式将发生重要变化。在这种背景下，传统意义的散户投资者理性的选择可能是要么离开，要么把钱交给机构投资者。

# 散户走开？

本报记者 陈果静

## 两种可能的做空模式

业内人士认为，进入做空时代后，市场上可能出现两种做空模式，“黑天鹅”事件可能成为其中的一种。

所谓“黑天鹅”事件，即一般难以准确预测的重大事件，一旦出现就将产生很大影响。转融券推出后，投机者可寻找、放大上市公司潜在利空，建立空头头寸，最后在股价下跌后平仓获利。

此前，A股市场上“黑天鹅”事件并不少见，如酒鬼酒塑化剂风波、张裕A农药残留事件、重庆啤酒疫苗门等，都对相关个股股价造成重大影响。

在一些分析师看来，伴随着做空出现的“黑天鹅”改变了原有投资者的预期，往往导致市场抛压增大。

同时，“黑天鹅”的出现具有极大的传播性，很可能对同一板块以及上下游等关联板块的股票造成影响，如恰巧是机构重仓股，或将引发赎回等一连串反应。桂浩明认为，理论上说，有了券源，股票被卖空的机会将增加。浑水式的做空也可能在中国市场上演。

浑水研究公司（Muddy Waters Research）专门调查有潜在问题或财务陷阱并可能导致股价下跌的公司，然后做空。多家在美上市的中国概念股，如嘉汉林业、东方纸业、绿诺科技、多元环球水务等都曾是其做空的对象。

在浑水公司因“揭上市公司的短”而声名

## 机构投资者的利器

当A股市场形成双向操作的模式之后，无论是股指期货还是转融券，直接受益的大都是机构投资者。中国人民大学财政金融学院副院长赵锡军认为，转融券业务试点将会使机构投资者更加壮大。

通过转融通，机构投资者的投资方式更新并升级了。他们可以利用扩容后的融券平台以更低的机会成本融入股票，或做空、或套利，不同风格的投资策略均得到了施展本领的舞台。再加上股指期货，做空武器的增加，给机构投资者带来双倍获利机会。

“市场上的投机者会被逐渐边缘化。”赵锡军表示，即便是最简单的产品也是很难判断价格走势的，更不用说多空机制并存的升级版股市了。

从国外成熟市场来看，国际资本市场的机构化、基金化趋势明显。在欧美等成熟市场，机构投资者占有的市值一般达70%左右，其中主力是养老金和长期机构投资者，还有相当数量的公益基金和赠与基金。

而从中国股市目前的现状来看，据中国人民大学金融与证券研究所统计，截至2011年底，我国专业机构投资者持有A股市值占比15.6%，交易金额占比16.5%。随着资本市场发展，大盘股越来越多，需要大量资金，而市场资金供给主要依靠我国中小投资者，难以满足需求。

面临玩法更复杂的市场，赵锡军认为，市场投资的专业性要求越来越高。“投资是一门技术活。长期来看，中国股市也将走向专业化、机构化。而那些没有专业知识就想入场的投机分子将越来越难赚钱。”

近期，投资者参与融资融券市场的门槛大幅降低，管理层取消了开设信用账户资产规模下限的窗口指导，开设信用账户的投资者资产规模由50万元降至20万元左右。这是不是意味着“小散”也可以参与做空？

赵锡军表示，随着市场的不断发展，市场愈加复杂，对投资者的要求不断提高，投资成为越来越专业的工作。

在做空时代，对散户来说，信息不对称的劣势将更加明显。机构的消息渠道广，还有专业的研究人员、多样化的量化交易策略等，因此，机构投资者往往能抓住非常短暂的套利机会做空。相较之下，普通投资者由于信息来源少，资金量更是有限，利用做空套利的交易策

规则变了，你自以为熟悉的市场状况也就不一样了。

从2010年起，市场规则就在悄然发生变化。融资融券业务从两年多前就开始展开，截至今年1月底，融资融券标的从278只扩容至500只，扩容后的两市融资融券标的个股已占A股总数的20%。

转融通业务的陆续试点，为做空机制的形成完成了铺垫。转融通包括转融券业务和转融资业务两部分，是为证券公司开展融资融券业务而资金和证券不足时提供资金和证券来源的一种安排。所谓“转”，指证券公司借到资金和证券后再“转”借给客户。从证券金融公司角度看，向证券公司提供资金和证券供其开展融资融券业务，称为转融通业务。

“转融通的推出拓宽了资金和证券的流通渠道，放大了市场容量。”中央财经大学金融证券研究所所长韩复龄表示。“转融通”业务推出后，银行、基金、保险公司乃至大型上市公司等都可以成为证券的出借人，可融的证券数量将大幅增加，为融资融券业务打开更大空间。

转融通时代到来后，券商、集合资产管理计划、基金、保险、信托、社保基金、企业年金、其他机构等八大机构股东所持证券都可以作为融券来源。一些原本市场以为永远不流通的筹码——如汇金、中国石油集团等大块头所持股票也可能进入市场。

有的投资者可能会问，市场容量大了，股市的资金和证券数量放大了，流动性好了，那么股市是不是会一扫阴霾，走势持续向好？

“转融券业务并不会改变市场走势。”申银万国首席分析师桂浩明说，特别是初期进入试点标的的证券仅涵盖沪深90家大市值蓝筹股，估值和业绩一直较为稳定，投资者融券做空的需求和意愿不强，短期来看给市场的影响仅停留在心理层面。

对于市场上关于做空的增加会引发股市波动加剧的担忧，韩复龄认为，证券市场引入做空机制后，可以对市场的剧烈波动起到平抑作用。市场上有“多”、“空”两种力量，它们之间形成动态平衡，对于市场差价的追逐，会促使股票价格总体围绕价值中枢波动。

国都证券分析师也认为，长期而言，在证券市场中引入完整的融资融券机制并不会对证券市场产生负面影响，相反可以减少证券市场中大幅波动的情形，对证券市场的剧烈波动起到平抑作用，倒逼股价趋于合理。