

8月

银行理财市场

发行占比

股份制商业银行
28.10%
城市商业银行
34.17%
国有银行
29.71%
农村商业银行
5.53%
农村信用社
0.09%
外资银行
2.39%

投资币种

人民币理财产品市场
97.14%
美元理财产品市场
1.51%
澳元理财产品市场
0.72%
港币理财产品市场
0.47%

期限类型

期限类型产品
平均预期收益率

1个月以下
3.72%
1个月至3个月（含）
4.61%
3个月至6个月（含）
4.79%
6个月至1年（含）
5.03%
1年以上
6.31%

风险收益特征

平均预期收益率

非保本浮动收益型产品
4.91%
保本浮动收益型产品
4.25%
保证收益型产品
4.06%

平均预期收益

股份制商业银行产品
4.61%
国有银行产品
4.48%
城市商业银行产品
4.87%
农村商业银行产品
4.69%
农村信用社产品
4.30%
外资银行产品
6.111%

前一个季末的流动性紧张让人记忆犹新。超过13%的银行间隔夜同业拆放利率和回购利率、一度飙升至30%的质押式回购利率，刷新近几年的新高。

又一季末来临，有人紧张的是：季末“饥渴症”会不会再次来袭？



季末“饥渴症”不会重来

本报记者 陈果静

流动性之困

流动性被业内认为是成因最复杂的问题之一。美国人曾经给它下了一个这样的定义——流动性是“利用资产融资以清偿到期债务的能力；持有的现金和能够无显著损耗地迅速转化为现金的其他资产总量；以合理或可接受的成本满足负债偿还或承诺兑现所需资金的能力”。无论是哪种解释，都可以简单概括为“手头不缺钱”。

银行的经营要满足许多规矩，比如存款与贷款之间要保持一定的比例并且定期会检查等，为了避免银行把所有的钱都花完，央行还要求所有的银行上缴一定比例的“份

子钱”来应急。对银行来说，想方设法赚钱是他的天性，钱留在自己手里肯定不能生钱，只有去买其他可能升值的产品，或者借给别人才能够赚取一定的收益。但如果留在手里的钱太少，又无法满足监管要求。手头钱太多赚不了钱，钱太少又会挨批，这时就产生了“只借一天的钱”——隔夜拆放把银行体系内的资金盘活——有钱的银行借钱给别的银行赚取收益，缺钱的银行找别的银行借钱保证不挨批。

一般来说，这个游戏能够顺畅地持续玩下去。但当所有银行都缺钱缺得“叮当

响”，怎么也借不到钱的时候，“钱荒”就开始萌发了。

对于影响流动性的因素，中国社科院金融所银行研究室主任曾刚认为，主要是由银行内部因素、外部环境决定。简单来说，一个是银行自己的原因，就是银行管控流动性的水平问题，也是银行自身经营能力的高低；另一个是货币政策，是央行如何对银行进行管控；还有一个就是金融市场的成熟程度，一般来说，发展水平较高的金融市场有助于提高各个成员对流动性的管理能力。

魅影再现？

让市场担心的是，导致6月“钱荒”出现的因素是否会在9月重现？

与6月的半年末节点一样，9月同样也面临三季度末的时间节点，叠加“两节”——中秋与国庆的来临，人们需要的现金增多，资金将从银行中流出，再加上季末银行面临贷存比等考核的压力，紧张的情绪也在市场上弥漫。

但“钱荒”的形成并非仅仅是时间节点的问题，从6月的情况来看，危机早已埋下伏笔。

“期限错配”成为银行缺钱的原因所在。期限错配就是指银行的“资金来源短期化、资金运用长期化”，银行通过同业拆借和发行理财产品等短期融资的方式获得的资金却以长期借出，造成了资金表面上的短缺状况。银监会披露的数据显示，截至2013年1季度末，银行理财产品规模达8.2万亿元，而2012年底，这一数字仅为7.1万亿元。

不断膨胀的理财产品背后，风险也在积累，很快引发了监管层的重视。银监会

于3月下发了一份被称为“8号文”的文件，即《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，其中对理财业务投资运作进行了规范，并明确要求商业银行应坚持资金来源运用对应原则，每个理财产品与标的物之间要对应，每个理财产品要单独管理、建账和核算。值得注意的是，投资于非标债权资产的理财产品成为了监管的重点。

“非标准化债权资产”是指不在银行间市场及交易所交易的债权性资产，包括信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、带回购条款的股权性融资等。银监会要求，商业银行要对理财产品投资非标债权资产采取限额管理，并划出了35%的红线——理财资金投资非标债权资产的余额在任何时点都不能超过理财产品余额的35%，或者商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%。

“8号文”出台后，由于随后银监会将针对8号文的落实情况展开检查，银行开始匆忙将表外的非标资产转移至表内，

这就使得银行没有大把的闲钱去做同业拆借。而此时更面临银行理财产品的集中到期，在新出台的金融机构理财账户与自营账户之间不能交易的规定下，半年末的理财产品续接难度加大，也需要银行提前准备比往年更多的资金加以应对。更“祸”不单行的是，外管局“20号文”要求银行加强结售汇综合头寸管理，据此前机构测算，6月底之前，银行需补充外汇头寸约2000亿元。6月份全国上市公司集中分红派息，数额将超过6000亿元；此外，5月末银行的存款增加较多，使得6月份第一周存款准备金的缴纳也大幅上升……

在多重因素叠加的环境下，拆借市场上违约的传言使得人心惶惶，金融机构拆放资金格外小心翼翼，而这就成为了“钱荒”的“导火索”。更为少见的是，在资金极度紧张的情况下，央行并没有及时伸出援手，而是选择了“旁观”，坚持“不放水”。在市场意识到这一点之后，极度的恐慌也带来了资金利率的大幅飙涨。

行非标产品占比略高，为32%；工商银行理财产品中非标资产占比为33.98%。从整体来看，平均水平并没有触及“8号文”中35%的监管红线。

银监会创新监管协作部主任王岩岫9月14日表示，根据商业银行自查上报的数据显示，“8号文”公布以后，非标资产占理财产品余额的比例持续下降，目前已经降至29%。

除了应对监管新规的压力，民生证券分析师认为，央行的态度是引发“钱荒”的重要原因，央行在6月18日和6月20日连续发行20亿央票回笼流动性，使得银行资金面雪上加霜。

目前，央行态度已经在逐步转变。虽然仍然坚持偏紧的货币政策，但已经在“呵护”流动性。近日，国务院总理李克强在达沃斯论坛上明确表示将坚持稳健的货币政策，即使货币市场出现短期波动，也会沉着应对，既不放松也不收紧银根。

央行的公开市场操作也显示出稳中偏紧的特点，央行在公开市场持续开展逆回购操作，并多次续做3年期央票，虽然央行对流动性的态度并未放松，资金面紧张也将成为常态，但在维稳的思路下，出现任由资金利率暴涨的情况几率极低。

近两月的资金利率更显示出了比较稳定的趋势。8月份，银行间市场同业拆借月加权平均利率为3.44%，比上月回落0.1个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为3.45%，比上月回落0.15个百分点，比此前市场预计的水平要宽松得多。进入9月，最能代表季末资金紧张程度的一月期Shibor持续爬升，从9月6日的4.48%升至16日的5.67%。但业内分析师普遍认为，虽然月末流动性仍然偏紧，但“考虑到6月份流动性紧张的警示效应，以及资金流出趋势缓和，9月份作为季度的最后一个月出现的季末资金紧张效应可能不会像预期的那么紧张”。申银万国分析师表示。

“神不似”的陷阱

交银趋势 曹文俊

主题投资和成长股投资有的时候可能仅是一步之遥，形似而神不似。这类主题投资往往容易使投资人踩到“成长陷阱”，造成严重的损失。形似之处，在于两者的市场空间均足够大，或者行业处于导入期，离天花板还有很远的距离。而所谓“神不似”，是指尽管广阔的市场空间很诱人，但企业最终难以将其转化为营收和盈利，投资者因而无法通过企业盈利的增长来获得股票的长期回报，而仅仅在初期通过其他投资者的认知偏差赚取估值提升的钱。

半年前，结构性因素上升为市场主导因素，孕育着中期的投资主线和巨大机会。时至今日，我们需要重新审视一下热情似火的成长股中的风险因素，因为伴随着结构性因素的掘金浪潮，这些成长股的估值水平已经较半年前系统性地大幅提升，而对于“神不似”的认知非常重要。

“神不似”大体可以分为几种类型。其一是存量业务提供业绩，增量业务提升估值类股票。在特定阶段，其股价表现相当出色，增量业务契合当前市场主题或者市场空间特别巨大，而存量业务成长性偏弱或者带有一定周期属性时，由于市场的追捧，原先20倍的PE短期内可能就被提升至30倍甚至更高。当年的“涉矿概念股”和今年的“手游概念股”大体属于这种类型。

一般来说，增量业务的市场空间越大，标的稀缺性越高，那么估值水平提升的速度越快。这类公司可能出现的陷阱在于增量业务进度慢于预期或者增收不增利，而传统业务增速过慢或者周期性下行拖累业绩。投资这类公司时，存量业务的安全边际需要仔细考量。

其二是规模做大的同时，很难快速建立起护城河的行业。很多行业处于导入期时，市场热衷于其快速的行业成长性，而忽视了进入壁垒的重要性。许多行业的兴起，是因为其抓住了市场的需求，分裂出了一个新的细分市场，开创了新的盈利模式。行业处于导入期的时候，玩家相对有限，因为市场容量还不够大；而当行业从导入期过渡到成长长期阶段的时候，真正考验的是那些初始玩家有没有建立起拦截竞争对手的护城河。如果进入壁垒没能有效建立，行业中的大玩家一旦发起攻击，那将是致命的！最近的案例就是百度地图和高德地图相继宣布免费，对于最先进入导航领域的四维图新而言，几乎是致命打击。

对于“傍大款”式的增长，客户黏性和转换成本问题非常重要。最经典的案例就是生产触摸屏传感器的莱宝高科的大起大落的故事。2010年，莱宝高科因其是TPK的主力供应商（TPK为苹果触摸屏的主力供应商），从而傍上“苹果”这个大款。莱宝高科2010年前三季度业绩不断超市场预期，也使其成为2010年的明星股。然而，潜在隐患并未消除，触摸屏传感器的生产相对低端，技术壁垒并不太高，由此决定了其客户黏性不够强，转化成本不够高。2011年5月，TPK收购了达宏公司，自此之后，TPK所需的产品之一Sensor自给率不断提高，结果使莱宝高科产能利用率不断下降。

此外，还需警惕资本消耗型增长企业。这类公司非常依赖于融资，其财务报表的特征就是每年投资活动现金流（流出）远大于经营活动现金流（流入），企业多以BT项目为主，初期也能保持快速增长，但随着公司业务体量变大，融资需求量日益增加，最终其成长模式难以为继。

值班基金经理

信札



本刊执行主编 刘 溟

编辑 谢慧 姚进

联系邮箱 jjrbim@live.cn