



大到不能说

齐 平

《财富》新发布的2014世界500强排行榜上，排在第25位的中国工商银行是“中国最赚钱的公司”，其2013年净利润达到427.18亿美元，折合人民币约2640亿元。

这使人想起大约两个月之前的一个小插曲：中信证券董事长王东明在一次论坛上谈及金融机构整体服务能力不强而盈利过高时举例说，“有人说工商银行要报出来税后利润两三千亿时，全国人民都会骂”，结果被自己公司罚扣俩月工资，因为这言论影响了公司与银行“长期建立的良好合作关系”。

这个耐人寻味的小故事，成了银行霸气的又一例证：不光是大到不能倒，简直大到不能说。其实，在舆论场中，财大的银行并不总是气粗，甚至多数时候居于弱势，因为只要说起银行业盈利，“全国人民都会骂”。

连续几年，在沪深上市公司的全部税后利润中，16家上市银行占据了一半。此次财富500强榜单上，工、农、中、交、国开行等齐刷刷上榜“中国最赚钱的公司”前50名，更是印证了银行业“来钱容易”。

外界人士猛批：“把小狗放在行长的座椅上坐着，银行照样赚钱。”业内人士也坦言：“大家有一点为富不仁的感觉，有时候自己都不好意思公布。”

赚钱没有什么不好意思，问题是赚谁的钱、怎么赚钱。企业说，“银行赚的是实体经济的钱”；银行说，“银行赚的是服务实体经济的钱”。这两者所表达的情绪截然相反，但在实际中有什么区别吗？

本来，银行属于金融服务业，应该通过满足客户的多元化需求，来获得比利息和收费技术含量更高的收入。但如果所有客户的诉求都指向融资呢？在目前普遍存在资金饥渴的情况下，加杠杆、发贷款，几乎是最能体现银行服务实体经济诚意的途径了。

银行对实体经济的支持，换个角度看，就体现为企业债务依赖的加重。据统计，我国非金融上市公司的平均负债率已从2000年的40%左右，攀升至目前的60%。据清华大学一项研究，我国非金融上市公司的债务/EBITDA(税息折旧及摊销前利润)比率由2007年平均7.7倍多上升至13倍多。也就是说，即使按融资利率7%计算，企业要将几乎全部经营现金流用来支付利息。

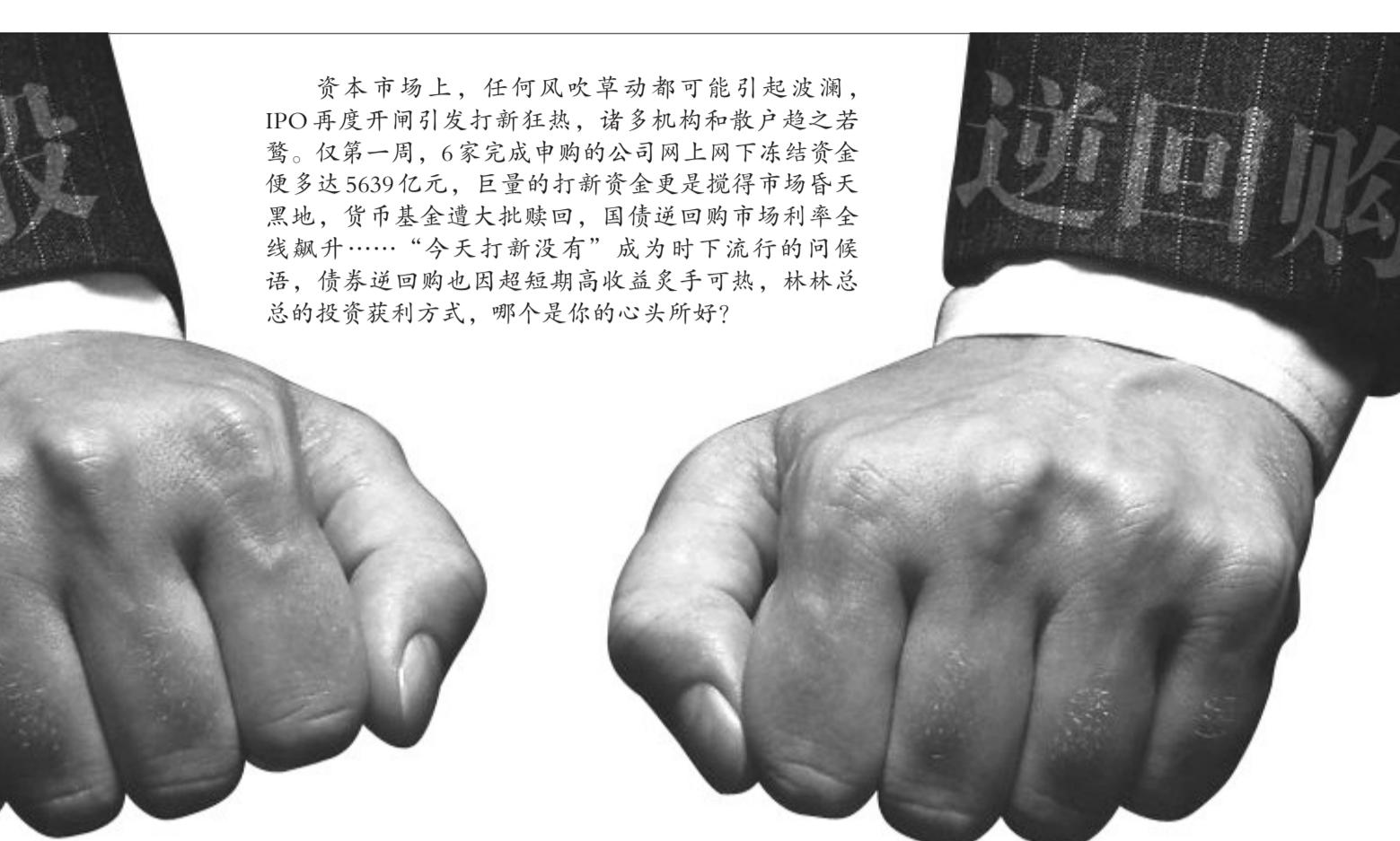
非金融企业利润的低，以及银行业金融机构利润的高，并非全无关联。但这未必是银行希望看到的局面。谁都知道，如果企业无法持续发展，银行的盈利又建立在什么基础上？

而且，逐渐抬升的社会融资成本，在加重企业负担的同时，也改变了银行的盈利模式。以银行理财产品为例，按预期收益计算的利率水平已经普遍达到4%至5%，如果再加上风险溢价，再加上在广场上热舞、到住户家送粽子之类的无形付出，目前能按10%左右利率给企业贷款的，真称得上是“业界良心”，暴利无从谈起。

经济发展对投资驱动的依赖，直接和间接融资发展的失衡，这些成就银行轻松“聚财”的风口，也有可能正在形成吸引风险累积的漩涡，使“大到不能倒”的基础变得脆弱，值得引起警惕。

所以，银行赚谁的钱、怎么赚钱，看似银行的问题，但答案多在银行之外。

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负



打新股还是逆回购

本报记者 谢 慧

回购利率躁动

新股申购如一根导火索，催生了融资利率的飙升，IPO重启“第二季”首批新股网上申购当日，交易所逆回购利率便脉动式走高。6月18日，上交所1天期国债逆回购GC001利率盘中最高触及30%，其他期限品种也出现不同程度的上涨。

“飙涨主要缘于打新股引发的抽水效应。”北京一位券商内部人士告诉记者，此前很多人通过交易所做质押式回购进行融资，如今为了打新股，资金供给下降，造成供需失衡，而多只新股集中发行时，机构往往通过质押债券借入资金打新，也使得逆回购利率出现飙升。

显然，相较银行活期存款，国债逆回购的优势不言而喻。

“现在参与新股网上申购的投资者太多，中签率很低，可以考虑换个投资方式。”有多年炒股经验的小张掂量

对于投资者来说，在新股发行当日放出资金锁定收益率，逆回购几乎没有风险。简单来说，国债逆回购是一种短期借款，即投资者把钱借出获得固定利息，而融资者用国债作抵押，到期还本付息。

在市场资金紧张时，逆回购尤具投资价值，去年GC001最高单日年化收益为57%，而历史上其单日利率曾高达100%。

如此看来，国债逆回购几乎稳健得没有风险。“但其实自然收益率水平也高不到哪儿去。”上述券商人士认为，入市就是为了获利，打新股无非是牺牲利息成本去搏一个高收益，目前低市盈率低价发行的情况下，新股是无风险套利，打中了很可能翻番。“股民是天然的赌徒，很少选择做逆回购，毕竟飙涨

再三，决定将打新的100多万元资金转道国债逆回购市场，以目前主流的回购交易来看，1天和7天两个回购品种最为活跃，如果按6月18日30%的回购利率算，小刘若卖出1000手GC001，这笔拆借将可以获得821.9元收益。

如此看来，国债逆回购几乎稳健得没有风险。“但其实自然收益率水平也高不到哪儿去。”上述券商人士认为，入市就是为了获利，打新股无非是牺牲利息成本去搏一个高收益，目前低市盈率低价发行的情况下，新股是无风险套利，打中了很可能翻番。“股民是天然的赌徒，很少选择做逆回购，毕竟飙涨

的高利率每年就那么几次。”

“新股申购吸引了众多机构参与，而入围后要全额缴纳申购款，机构便千方百计筹钱，国债逆回购，正是网下打新机构的主要筹资方式，这也是造成当日国债逆回购利率大幅飙升的主要原因。”在国都证券策略分析师肖世俊看来，此时，个人投资者可趁国债逆回购处于高利率水平时进行投资获利。

不过，投资国债逆回购也要看好时机，一般来说，国债逆回购的高收益往往出现在3月末、6月末、9月末以及12月末，当国债逆回购品种收益超过5%时，就具备了较高投资价值。

资金偏小，打新股就成了运气活儿。“从现在的情况看，打新股几乎稳赚不赔，但是新股申购并不是每天都有，在两次新股申购的间隙，投资者可以利用国债逆回购来提高资金利用率，匹配好时间就能使闲置资金获得相对较高的收益。”肖世俊说。

值得注意的是，大幅增加的冻结资金和极低的中签率使得二级市场上“僧多粥少”，对于机构投资者而言，网下申购需按有效申购数量缴纳资金，3至5天的锁定期无形中加大了打新资金的机会成本，而收益率也大打折扣。

既然上一轮IPO中炙手可热的新机构在“独木桥”上栽了跟头，至于散户们，还是继续拼人品吧。

“中签率这么低完全出乎意料，1亿元资金打新，到头来可能获配8万元市值不到的新股。”

“入围率高、中签率低，意味着动辄上亿的打新资金，实际收益却在缩水。”……

首批新股网下配售结果公布，万分之七到千分之三不等的网下中签率，让疯狂打新的机构遭遇当头棒喝。

目前网下报价入围率较高，均有上百个配售对象报价有效，不过，巨额资金裹挟之下，中签却成为异常困难的事情。

机构网下中签率集体低于网上中签率，这种情况在A股历史上还是首次，机构尚且如此，散户又当如何？

“打新股好多年了，就数这次最难打。”从2000年购买股票认购证开始，股民盛阿姨已有十多年“打新史”，“现在不一样了，要按市值自动配售，买过多少股，就按比例配售新股份额给你，要提前准备资金。”为方便打新，她一口气投了120万元参与申购，虽然新股网上发行比例增加了，但在盛阿姨眼里，这却是限制最多的一次，堪称史上最难游戏规则。

不过，眼下顶着低市盈率和低发行价光环的新股让“打新稳赚”的市场预期强烈，几条红线设定上限，压低新股发行价格，足以让任何机构和散户心动，盛阿姨打新的目的非常明确，在股市上涨阶段新股上市溢价明显时捞一票就走。“能中签算运气好，

不中也没啥损失！毕竟打新股没什么风险，不中我也继续打，这乐趣就像撞大运，期待一个惊喜。”

而打新股的收益率，则主要看中签率和股价涨幅多少，比如，首日4只新股网上顶格申购70万，按0.3%的中签率，若上市后涨幅为44%，则本次打新的预期收益率是0.13%。同时若按网上资金锁定三天，平均回购利率15%计算，相当于放弃0.12%的收益率，所不同的是，打新是预期收益率，逆回购则是看得见的回报，不过权衡利弊得失，还得投资者自个儿定夺。

一般来讲，资金量越大，中签的概率越大，多砸几百万元去打新股，自然可以提高中签率，但如果投资者

资金偏小，打新股就成了运气活儿。“从现在的情况看，打新股几乎稳赚不赔，但是新股申购并不是每天都有，在两次新股申购的间隙，投资者可以利用国债逆回购来提高资金利用率，匹配好时间就能使闲置资金获得相对较高的收益。”肖世俊说。

值得注意的是，大幅增加的冻结资金和极低的中签率使得二级市场上“僧多粥少”，对于机构投资者而言，网下申购需按有效申购数量缴纳资金，3至5天的锁定期无形中加大了打新资金的机会成本，而收益率也大打折扣。

既然上一轮IPO中炙手可热的新机构在“独木桥”上栽了跟头，至于散户们，还是继续拼人品吧。

老子说，洼则盈，敝则新。从字面上看似乎有些矛盾：低洼反能充盈，敝旧反能生新。其实，老子强调的是人要放开视野，不仅要看到眼下的状况，还要看到其中所蕴含的趋势，“洼”与“敝”的负面表象之下，往往蓄积着“盈”与“新”的能量。

洼则盈 敝则新

张 忱

西方经济学也用“边际效用递减”阐释类似的观点。

经济越是处于“低洼”之处，其向上的弹性和空间就越大，市场对于环境改善的预期就越强烈，新政策的效果就越好，容易产生“盈”与“新”的效果，而随着经济逐渐从底部走出，其政策的边际效果就会随之减弱。

凯恩斯主义经济学所主张的逆周期调节政策，一般是在宏观经济增长达不到潜在增速，微观企业投资意愿也低于正常水平时，容易起到“立竿见影”的刺激效果；而随着各种宏观刺激手段渐次展开，

经济逐渐回暖，市场对新政策的敏感度逐渐减弱，劳动力、资本等生产要素的潜力也日渐减少。

既然政策效果的边际回报递减是无法超越的规律，市场的参与者就只能顺势而为。在政策效果最好的时期积极投入，而在政策效果不断打折，对新增产出刺激作用弱化的阶段，则要谨慎缓行。

不过，即使是在前一个时期，也要分清“赢家”和“输家”，只有赢家才会在政策中受益。

比如说，在经济转型升级、改革不断推进的背景下，一般的观点认为，房地产

行业高速发展的黄金时代已经一去不复返，很可能在一系列变革之中，其拉动经济增长的作用会被逐渐弱化。

不过，这并不代表所有的房地产企业都是“输家”。在行业调整时期，实力不足者会最先退出，而实力雄厚者可能会觅得新的并购机会，从而扩大市场份额，拥有更多的话语权。

所以说，在整个行业面临洗牌的阶段，后者反而会有成为赢家的可能。

所以说，一时面临“洼”与“敝”的情况并不可怕，可怕的是没有找到其中蓄积的新生力量，可怕的是分不清赢家和输家。

本刊执行主编 刘 溥

编辑 常艳军 陈果静

联系邮箱 jjrblm@live.cn

