

存款再降息，银行股估值获强支撑

■ 阎岳

继6月份存款利率下调之后，9月1日起多家银行再度调降不同期限存款利率10到25个基点，一年期存款利率最低已降至1.55%。笔者认为，本轮存款利率调整可以在一定程度上对冲存量房贷降息，在稳定商业银行净息差的同时，也将对银行股估值修复起到支撑作用。

8月31日晚间，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布通知，就降低存量首套住房贷款利率有关事项做出安排；9月1日，各家商业银行宣布存款利率下调。从时间节点来看，这两个信息的先后发布耐人寻味，靶向之一应该是稳定商业银行净息差。

商业银行净息差低于1.8%的监管合意水平已有一段时间。商业银行净息差持续收窄的情况此前就受到各界广泛关注。国家金融监督管理总局发布的最新商业银行主要监管指标情况表显示，今年第一季度和第二季度净息差均为1.74%，其中第一季度同比下降0.23个百分点。

“引导和支持银行理财资金积极入市”“支持银行理财资金提升权益投资能力”是活跃资本市场、提振投资者信心抓紧研究推动的重要举措。这是利好银行理财市场和资本市场的好事，既扩大了银行理财客户的获利空间，也让银行股估值修复获得了一定支撑

净息差为什么会持续收窄？近年来，利率市场化改革深入推进，信贷市场竞争日益激烈。尤其是最近几年，贷款利率下降较多。到今年6月份，企业贷款加权平均利率3.95%，同比下降0.21个百分点，继续处于历史低位。今年上半年，商业银行新发放个人住房贷款加权平均利率为4.18%，比上年同期低107个基点。

在贷款利率不断走低的形势下，商业银行虽然可以扩大资产规模实现“以量补价”，但净

息差依旧是其利润构成的重要组成部分。

大家知道，商业银行要维持稳健经营、防范金融风险，就要保持一定的净息差水平和合理利润，这也是增强其可持续支持实体经济能力的重要保障。因此，为实现这一目标，就需要商业银行按照利率市场化原则适时适度调整存款利率。去年以来的存款降息即是如此。未来若有必要，存款利率仍有一定的下调空间。在净息差这个存量因素相对稳定的支持下，银行股

估值才不会被市场漠视。

此外，本轮存款利率调降还将激发有利于银行股估值恢复的一些增量因素。中国人民银行发布的数据显示，7月份人民币存款减少1.12万亿元，同比多减1.17万亿元，其中，住户存款减少8093亿元。对于住户减少的这部分存款，大家都在猜测它们去处，有说是提前还房贷的，也有认为是回流银行理财市场的。从各家机构反馈的信息看，7月份银行理财市场规

模回升超过1.5万亿元，其中应当有居民存款搬家贡献。

“引导和支持银行理财资金积极入市”“支持银行理财资金提升权益投资能力”是活跃资本市场、提振投资者信心抓紧研究推动的重要举措。这是利好银行理财市场和资本市场的好事，既扩大了银行理财客户的获利空间，也让银行股估值修复获得了一定支撑。

商业银行此次调整存款挂牌利率，是去年9月份以来的第三轮，是存款利率市场成果呈现，在促进企业融资和居民信贷成本稳中有降的同时，也有助于恢复和提升银行股估值，同时也打开了后续货币政策工具使用的空间。

言之有理

资本洞见

打造高质量的产业并购体系

■ 欧阳柳生

随着中国经济加快转型升级，资本市场机制日益完善，上市公司通过产业并购实现高质量发展的条件趋于成熟。上市公司应转变发展观念，主动将外延并购与内生发展统筹考虑，把产业并购作为企业增长的主要方式。

笔者认为，打造高质量的产业并购体系，上市公司需要在以下四方面下功夫：

其一，实控人在并购过程中必须躬身入局，其不仅仅是拍板人，更是建立并购流程、遵循并购流程的主要负责人。把并购当作第二次创业，是做好并购的第一原则。不论是用并购概念进行沙盘推演，还是到田间地头实地调查研究，都需要实控人放下身段，以小学生的姿态面对每一个拟进入的新领域和每一个拟并购的标的。并购交易是上市公司重要的战略性决策，实控人是最主要的利益攸关方，必须对此投入大量脑力、体力劳动，并主导整个过程。当然，这也对实控人的综合能力提出了高要求。

其二，上市公司要深刻理解并购的概念并付诸实践。并购是投资、交易、运营的全流程运动，高质量的产业并购体系是基于这一概念而展开的。我们应该以全面的、相互联系的、运动的眼光看待并购投资、做并购交易、进行并购整合，这样才能在并购过程中把握高质量要求。

其三，搭建以实控人为核心的、产业背景和财务背景兼具的投资并购人才团队。通常情况下，上市公司的并购团队成员多半以财务背景为主。而配备具备深厚产业背景的人员是做好产业并购的重要保障。制定并购战略和具体方案，比如确定拟进入的细分市场、勾画标的画像、寻源潜在标的等，都需要熟悉产业情况。在尽职调查环节，具有深厚产业背景的成员常常能提供切中要害的视角。在并购后的运营整合上，具有产业背景的骨干人员更能助力良多。

其四，从企业的资源禀赋实际出发，对应并购的投资、交易、运营三个阶段，相应地建立起并购的工具、流程和管理体系，并在并购过程中不断完善，形成从企业内部生长出来的可复制、可输出、可迭代的精益并购体系。比如，在投资阶段，要制定并购战略、设立并购标准、勾画标的画像、打造整合体系等；在交易阶段，要制定谈判策略、设计合理的交易方案、前置并购整合问题并做相应安排；在运营阶段，并购方团队须与被并购方团队形成融合统一的运营整合团队，根据被并购公司的实际情况，以柔性的方式将并购整合体系导入到被并购公司，进行深度运营融合。

要打造中国式的高质量产业并购体系，出发点很重要。上市公司首先要有产业高质量发展的信念，以通过产业并购增强企业的内在价值为根本目的，唯此，上市公司的市场价值才会被投资者所认可。（作者为兴业证券投行并购部资深经理欧阳柳生）

北交所将迎来结构性重塑

■ 安宁

近日，证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》（以下简称《意见》），提出五方面19条具体举措。笔者认为，这些针对性举措聚焦市场发展的重点和难点问题，坚持投融资两端综合施策，促进“两平衡”，将开启北交所高质量发展的新阶段。

从投资端来看，一揽子举措着眼于增强买方力量，扩大投资者队伍，提升市场流动性。目前北交所与上交所科创板投资者适当性要求一致，都有50万元证券资产要求，但是北交所目前有557万投资者开户，科创板有近1000

万投资者开户。

因此，《意见》明确提出，扩大投资者队伍。加强精准服务，提高对潜在投资者和已开户投资者的吸引力。研究论证结构性优化投资者适当性管理要求。进一步提高潜在投资者的开户率和已开户投资者的参与度。

同时，在扩大机构投资者方面也明确多项措施安排：引导公募基金扩大北交所市场投资，支持相关公募基金产品注册和创新。允许除创业投资基金之外的私募股权基金通过二级市场增持其上市前已投资的企业在北交所发行的股票。加大力度引入社保基金、保险资金、年金等中长期资金。

流动性是市场的血脉。北交所开市至今，日均成交10亿元左右，年化换手率200%左右。纵观国际市场，北交所流动性水平完全符合中

小市值股票流动性特征，一些关键指标还优于境外交易所的可比板块。

因此，通过大力推进投资端建设，提高存量投资者参与度，便利潜在增量投资者参与市场，将有效破解市场关注的流动性问题。

从融资端来看，通过增加优质上市公司供给，持续激发市场活力，夯实流动性基础。市场的活跃性受多种因素影响，但其中最主要的就是企业自身的质地。打铁还需自身硬，好企业自带流量。实现高质量的企业持续供给，是当前北交所高质量建设的重要内容之一。

因此，《意见》对提高北交所上市公司质量方面做出具体安排。一方面通过进一步畅通多元、便捷的上市路径，快速聚集一批能够支撑市场深度、体现市场优势、具有品牌效应的优质企

业；另一方面则继续深入推进提高上市公司质量专项行动、持续提升公司治理规范性和信息披露质量，进一步提高现有上市公司的质量，夯实市场发展基础。

数据显示，截至8月31日，北交所共有102家上市公司入选国家级专精特新“小巨人”企业名录，占北交所上市公司总数的47.22%，北交所“专精特新”板块呈现聚集效应，优质中小企业主阵地作用持续有效发挥。

北交所深化改革的号角已经吹响，市场将迎来结构性重塑。未来，随着更多投资者进场，做市商队伍壮大，更多成长性好的科技创新企业上市，北交所制度安排将更加完善，市场活力和韧性将大幅提升，形成比较优势，进一步夯实服务创新型中小企业主阵地的基础。

宁静致远

大模型不能“先入场再看路”

■ 谢若琳

8月31日，首批11家通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案的AI大模型名单亮相。这些大模型将陆续向用户开放，并不断接受反馈进行迭代，成为各行各业广泛使用的数据服务平台。

从规模上看，第二批备案的大模型也在加快上市步伐。9月1日，国家互联网信息办公室发布了《关于第二批深度合成服务算法备案的信息公告》，公告显示，第二批深度合成服务共计110个算法信息完成备案。

这是一个关键节点，也被业内看作历史性机遇。9月份以来，大模型论坛和闭门会议层出不穷。面对广阔的市场前景，相关企业和机构纷纷投入人力物力财力，试图抢占先机。

笔者认为，深耕大模型市场，首先要明确应用场景。新技术一旦进入商业化阶段，抓住需求扩大需求是第一位的。在激烈的大模型竞争中，部分机构选择“先入场再看路”，边做边改、边研发边挖掘客户需求，导致用超高成本的大模型解决低级问题。

在大模型准确度还不够高、构架还不够够的背景下，研发上先要明确应用场景，是做通用大模型还是行业大模型？是面向B端还是面向C端？

当前大模型的主要商业场景集中在B端，这是基于规模化、规范化、实现难度等因素做出的抉择。现阶段，深耕B端企业客户是务实之

举。当模型不断精调、算力成本大幅下降后，未来的AI明星应用必将诞生于C端。例如ChatGPT快速迭代，也是基于海量的C端用户基础，并经过一轮测试和完善才实现的。

其次要考虑算力投入的边界。毫无疑问，大模型之战的第一道坎是算力比拼。不同时期的算力标准是不一样的：去年10亿参数的模型就能称为大模型；随着入局者不断加码，目前大模型参数动辄上千亿。大模型有足够的参数才能呈现出“智能涌现”效应，进而各个场景下具备通用能力。甚至有观点认为，1万张顶级显卡才算是跨进了大模型的门槛。

公开资料显示，GPT-4的模型拥有近1.8万亿参数、13万亿训练数据，其训练一次的成本高达6300万美元。因此笔者认为，相对同质化竞争严重的通用大模型而言，成本投入相对较小的垂直大模型还有巨大的市场机遇。

尽管中国大模型发展如火如荼，但与以OpenAI（美国人工智能研究公司）为代表的一线机构相比，还存在不小的技术差距。中国需要抓紧时间，缩小与强者的差距。笔者建

议，在政策支持层面，一是要加强对高端算力的支持，降低应用开发门槛；二是要加码人才培养，促进高校与企业通力合作，产学研协同创新。正如百度集团副总裁侯震宇接受媒体采访时所言，大模型也不是投一笔钱、做一个模型那么简单，它需要有算力、有数据、有经验丰富的AI工程师在好的研发平台上长期积累。

今年是大模型向上突破的一年，ChatGPT让人们看到了大模型的巨大潜力，也推动了大模型的迭代进程。可以预见，基于我国庞大和多样化的用户基础，我国大模型和其他AI技术将走向成熟，推动全社会向智能化和数字化转型。

若有所思

