



早已是“白菜价”，银行股近两年来一直未走出“光有吆喝声，不见买卖者”的尴尬局面。确定性的盈利增长以及触底的估值水平为何吸引不了投资者？是担心银行业绩见顶，未来难免走下坡路，还是说银行股估值还未反映全部利空因素？在银行股极有可能复制钢铁股L型走势的背景下，是该果断放弃坚守银行股，还是另辟蹊径差异化投资银行股？

## 利率市场化宣告利差红利渐行渐远

# 择时择股 差异化投资银行股

□本报记者 魏静

### 利率市场化 将逐步缩小利差

**中国证券报:**此次意外降息，虽说是对称降息，但因对存贷款利率的浮动幅度不同，最终也达到了非对称降息的作用。市场人士普遍认为，这是利率市场化的一种尝试，请问利率市场化对银行和实体经济意味着什么？

**周俊:**利率市场化，意味着银行可以自主地对资金价格定价，包括资金成本和资金收益，根据风险收益比分配资金，能够提高资金使用效率和更好的管理风险，有助于形成自己的经营特色。

众所周知，银行需要保持一定的存贷利差以覆盖风险成本、管理成本以及带来一定的收益。

利率市场化，简单地说，就是银行可以根据自身的经营情况和经营目标，以不同的存款利率吸引资金，以不同的贷款利率发放贷款，也可以根据客户账户对利润的贡献度实行差别的存贷利率。比如美国众多小银行，他们提供的存款账户不像大银行的存款账户那样有众多便利的支付功能，因此只能提供较高的利率以吸引存款，并以较高的利率给小型企业和消费者提供贷款进而维持适当的利差来补偿风险成本、管理成本并维持一定的利润。当然，如果某家银行的经营目标是抢占市场份额，它就会提供较高的存款成本和较低的贷款利率，以牺牲当前利润来实现经营目标。

对中国的银行来讲，利率市

场化的推进，意味着银行的利差保护会消失，存款基础不好的银行会被迫高息揽存，其利差无疑会收窄，甚至会影响它们的生存。

对实体经济来讲，利率市场化意味着资金会得到更有效的分配，这和自由竞争会促进资源有效分配是一个道理。因此，利率市场化对实体经济的发展十分有益，是提高效率的过程。不过，前提得是在利率市场化的过程中，不会发生类似美国七八十年代的储贷危机，进而影响经济发展。

在当前的市场条件下，中国发生银行危机的可能性很小。目前来看，中国的金融市场尚不发达，能够有效替代银行存款的金融产品还没有出现。

对整体银行业来讲，利率市场化又和金融脱媒紧密联系在一起。在美国，上世纪70年代末，由于连续几年高达两位数的通胀，货币市场工具、国库券和商业票据等的利率超过了10%，远高于银行和储蓄机构所支付的5.5%的利率上线，金融脱媒严重，对美国银行业造成了较大的冲击。货币市场基金蓬勃发展，在1982年总规模超过了股票和债券基金，短短5年时间规模增长了60倍。

在当前的经济环境下，出口疲软造成外汇占款趋势性下行，基础货币增长有较大的压力，进而影响了中国整体流动性的释放，同时很多工业产品产能过剩造成工业品价格下行，因此并不存在明显的通胀压力。从这个角度来看，央行现在开始小步试行利率市场化，是明智之举，这给了商业银行一个适应的过程，不会

我始终认为在目前这个估值水平上，银行股具备投资价值，关键在于您何时投资，何时兑现价值。毕竟，只出废铜烂铁的钱，就想买到真金白银，这种要求本身就有些过分。”

——邱冠华：国泰君安银行业分析师，2011年金牛分析师银行业第一名

我认为市场对银行的估值，其实已经包含了对其盈利在未来2至3年下行30%-50%的预期，因此实际银行股价的下行空间十分有限，未来很有可能会上演L型走势，即不会大跌也不会上涨，大概率是被边缘化的板块。”

——周俊：华泰联合银行业分析师，2011年金牛分析师银行业第四名

一开始就对银行体系带来过大的冲击。

**邱冠华:**这是利率市场化进入攻坚阶段的一次重要突破。利率市场化对银行来说意味着利率管制红利的逐渐消失，银行很难继续以官方强制利率获取存款，存款利率更多由存款供求状况决定，而现阶段更多是利率上浮。对实体经济来说，中长期可能有助于社会融资成本下降，但短期就不一定，银行存在转嫁资金成本的冲动，要么增加贷款利率上浮，要么调整贷款客户结构。

**中国证券报:**未来利率市场化可能走的路径是什么？放开贷款利率下限和存款利率上限是否会成为必然？

**周俊:**由于中国银行的形成和发展路径和美国完全不同，因此利率市场化的路径也不同。未来中国利率市场化更可能走的路径，应该是进一步放宽存款上限和贷款下限，而取消贷款利率下限和存款利率上限近期很难成行，当然二十年以后会怎样还不好说。

央行上次调整利率的动作比较大，对银行利差的冲击比较明

显，这在一定程度上也存在着银行让利的意味。目前中国上市公司中，银行利润占比将近一半，属于比较畸形的状态，未来银行利差收窄在所难免。

**邱冠华:**未来利率市场化的推进路径很可能是逐步放开存贷款利率的浮动区间，直至完全放开。在此过程中，可能会选择一定规模的某些产品作为试点先行先试。考虑到中国的存款保险制度尚未建立，预计存贷款利率浮动区间还不会一下子完全放开，这一过程至少在3年以上。而利率市场化的国际经验表明，利率市场化推出之后的1-2年，银行息差收窄的概率较大，但是随后的几年，很多国家银行业息差又重新恢复了接近原来的水平。这是因为息差的贡献主要来自两方面：一是政府利率管制红利，二是银行风险定价能力贡献。在实施利率市场化之前，息差主要源自利率管制红利；利率市场化推出的1-2年期间，利率管制红利逐渐消失，银行风险定价能力的提升尚不足以弥补利率的损失；利率市场化两年之后，银行风险定价能力主要

是客户结构的调整)的贡献逐渐跟上，进而基本弥补了管制红利的丧失。

### 银行股或复制钢铁股

#### L型走势

**中国证券报:**在利率市场化的背景下，短期银行利润被挤压在所难免，请问银行股会否成为下一个钢铁股？接下来会不会继续上演L型的走势？

**周俊:**银行股和钢铁股的状况完全不同。银行的盈利能力很强，钢铁几乎是全行业大规模亏损。银行的高额利润是由垄断地位保护所造成的，钢铁的盈利能力弱是由于产业链的尴尬地位造成的。银行股疲软的主要原因是大家预期其盈利见顶，钢铁股疲软是因为产能过剩以及经济疲软所带来的盈利长期难以走出低谷的预期。

银行股未来很可能继续上演L型的走势，虽然在股价走势上比较类同钢铁股，但其背后的驱动因素完全不同，股价走势雷同主要是因为银行股和钢铁股都不能给投资者带来真正的投资机会。

**邱冠华:**很难说银行股就一定会成为下一个钢铁股。我倒认

为银行股的同质化选股时代正在过去，从此将进入差异化选股时代，这与中国的宏观经济发展趋势相一致。随着中国经济增速下降一个台阶，经济结构调整是大势所趋；随着利率市场化的推进，中国银行业转型也迫在眉睫。相应地，银行股同质化选股时代正在过去，差异化选股时代正悄悄到来。我们投资银行股要做的就是选择最可能转型成功的银行，即挖掘中国的香港恒生银行和美国富国银行。我个人认为，转型成功的必备条件包括但不限于：战略清晰、机制灵活以及执行力强。

### L型银行股值不值得买

**中国证券报:**现阶段，如何去把握银行股的投资机会？是等待跌出来的机会，还是继续坚持作为中长期的配置品种？

**周俊:**个人认为，利率市场化首先会带来行业的洗牌，虽然有些银行会在洗牌中胜出，但行业性的竞争不可避免，走出低谷后银行才会带来真正的投资机会。在中国，五大国有银行占据行业半壁江山，中国的银行业其实是寡头垄断格局，央行有较强的“窗口指导”功能。这种竞争格局下，洗牌的过程不会太过激进，是个缓慢的过程。

目前来看，银行股走势依然疲软，一方面是受制于试行利率市场化带来的息差压力，另一方面是资产质量拐点所带来的拨备计提压力，同时其成本较为刚性，这几点使得大家对银行股盈利见顶的预期比较强，同时使得银行盈利的确定性减弱。我认为市场

对银行的估值，其实已经包含了对其盈利在未来2至3年下行30%-50%的预期，因此实际银行股股价的下行空间十分有限，未来很有可能会上演L型走势，即不会大跌也不会上涨，大概率是被边缘化的板块。当然银行市值占比很大，不可能永远被边缘化，但这需要银行的利空大部分暴露出来，这可能要几年时间。毕竟一个板块如果没有波动，就很难有真正的投资机会。

**邱冠华:**我始终认为在目前这个估值水平上，银行股具备投资价值，关键在于何时投资，何时兑现价值。市场上关于银行股的利空因素我们都注意到，并经过深思熟虑；但我想说的是，如果不是这些利空质疑的存在，银行股绝对不止现在这个估值。在目前这个估值水平上，这些针对利空的质疑本身就显得不合情理，“只出废铜烂铁的钱，就想买到真金白银”，这种要求本身就有些过分。

根据本人这几年的心得体会，要把握银行股的投资机会，做到以下四点很重要：其一，始终坚守价值底线，只要认为未来一年银行业不良余额不会增加2.4万亿元，那么1倍PB就是价值底线；只要认为未来5-6年这家银行不会倒闭，那么5-6倍PE就是安全。其二，养成良好的思维习惯，学会自下而上判断板块机会，自下而上优选行业标的。其三，善于从不确定中寻找确定性，相比很多盈利负增长的行业，2012年银行业盈利具有至少13%的确定性正增长优势。其四，重视从银行转型中挖掘行业标的。

## 等待政策累积效应释放

□华泰证券 郝国梅

经过持续的下跌和上周指数的盘稳，A股系统性风险有所减弱。希腊短期大选结束，令其短期内退出欧元区的风险大为降低。国内国际环境转暖，政策累积效应等待释放，未来政策和经济下行的博弈还将持续，市场将在“希望”和“失望”之间不断摇摆，短期内指数的扬升空间不大，但是个股仍存在结构性机会。

### “外压”缓解 个股活跃

周一受到希腊继续留在欧元区这一正面消息刺激，加上上周末外围股市造好，沪深两市股指均高开震荡攀升，尽管全日指数涨幅空间不大，但是个股保持普涨态势，建筑装饰、环保水务、通信传媒板块强势上扬，医药股继续稳步上攻，而前期跌势不止的煤炭股也出现企稳反弹。美中不足的是，两市成交依旧维持缩量状态，沪市单边继续维持在600亿元的低量区域，无量上攻，暗示市场仍处于相对谨慎的状态。

### 政策宽松 继续博弈经济下行

央行在6月上旬突然启动降息这一货币工具，政策放松的预期得到进一步验证，但是因为涉及不对称降息，利率市场化的预期导致银行股遭到一定的沽压，上证综指顺势再度下破2300点。其实，与其说是市场担心银行股的业绩，不如说在降息的背后投资者更关注经济下滑的压力。如数据显示，5月份人民币贷款增加7932亿元，较4月份明显反弹，好于市场预期，但新增贷款中票据融资占较大比重，显示实体经济的有效信贷需求仍疲弱。但是，在不乐观的同时，我们也要看到部分数据也在向好的方向转变，如

进出口数据环比的上升，5月地产销售数据的向好等等。尽管我们还不能明确判断经济底何时到来，但是我们可以肯定的是，判断市场是否见底应该用领先指标即政策放松，而不应该用滞后指标经济见底和盈利改善等，这一点应该是明确的。

从境外市场看，希腊短期大选结束，支持紧缩政策的保守派政党获胜，短期内退出欧元区的风险大为降低。国内国际环境转暖，政策累积效应等待释放，我们对短期走势并不悲观。

### 大宗交易井喷 B股现积极信号

上周B股市场出现大宗交易井喷现象，据不完全统计，周三、周四两日共有45只B股在大宗交易平台发生46笔大宗交易，累计成交金额超过9000万港币。市场公认的优质B股如伊泰B、招商局

B、万科B、张裕B、中集B和长安B等均发生大宗交易，从本次增持的机构看，龙虎榜上不乏QFII的身影；与B股如出一辙的是，上周A股市场也出现QFII大举介入华泰柏瑞沪深300ETF的现象。从机构类型和交易风格看，QFII无论是介入选股还是A股，或以中长期持有为主，也许意味着QFII对当下市场投资价值的认可。

### 下跌空间有限 关注政策扶持板块

年内从2132点到2478点高点、从2242点到2453点以来的两波反弹，多空交织，2300点一线成为市场运行的中轴区域。短期来看，市场仍在2300点附近纠结，随着利空的逐步释放，银行和煤炭等权重指标股基本止跌回稳，目前看多方略占上风，市场再度大幅下跌的空间极为有限。

从成交量看，近期沪市单边

成交持续维持在700亿元以下水平，场外资金介入不明显，市场自身力量仍然很弱，市场整体气氛和资金态度依然维持谨慎态势。即便是政策大力扶持的行业，如此前的高铁，近期的环保，走势也并不是持续强势，导致市场不能形成持续明显的趋势，无趋势的市场使得无风险获利成为相对困难的事情。

在转型阶段，既能保证投资得到有效增长，又能顺应发展新型产业的政策需求，市场对环保行业的政策期待远远高于高铁、钢铁等过剩行业，近期环保水务板块的全面启动就是最好的例证。未来板块受政策推动的趋势并未改变，后续低位反复放量的环保股值得关注。另外，同样受到政策刺激的汽车、新能源个股也值得期待；而订单有保证的智能消费电子板块在市场反弹时也会有阶段性机会。

## 广州证券：“反攻”条件未成熟

□本报实习记者 常仙鹤

广州证券首席分析师袁季表示，负利率转正后很可能会迎来一个市场底部，意味着流动性趋势将逐步改善，但今年以来流动性的实际状况要弱于预期，整体流动性改观有限；不过，近期回购利率的变化显示资金紧张状况有了较大的缓解。

对于下半年的走势，广州证券认为，市场仍有较大机会继续在2150点-2900点的区间波动，但波动性要较上半年加大。广州证券建议，在市场波动中枢向低位靠近时可增持蓝筹成长股，而在靠近高位的过程中可择机降低仓位。行业配置方面，广州证券建议超配房地产、电子、食品饮料板块，另外建议关注家用电器、商业贸易、信息服务、交运设备、机械设备、金属、信息设备等行业在今年下半年的盈利增速有望得到改善。

常用技术分析指标数值表(2012年6月18日)

宏源证券北京金融大街(太平桥大街)营业部提供

技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)	
移动平均线	MA 5) MA 10) MA 20) MA 30) MA 60) MA 100) MA 120) MA 250)	↑2305.51 ↑2302.95 ↓2323.03 ↓2349.22 ↓2355.00 ↑2362.11 ↑2366.22 ↓2443.56	↑2566.10 ↑2557.15 ↑2585.81 ↑2598.65 ↑2588.41 ↑2579.24 ↑2541.78 ↓2670.57	↑9898.05 ↑9846.29 ↑9964.94 ↓10023.63 ↓10010.68 ↑9921.81 ↑9755.02 ↓10406.32
乖离率	BIAS 6) BIAS 12)	↑0.45 ↑0.22	↑0.64 ↑0.46	↑0.90 ↑1.07
M A C D 线	DIF 02,26) DEA 0)	↑-19.22 ↓-18.19	↓-13.28 ↓-12.76	↓-57.39 ↓-59.98
相对强弱指标	RSI 6) RSI 12)	↑51.34 ↑45.99	↑55.45 ↑49.64	↑58.95 ↑50.99
慢速随机指标	%K 0,3) %D 0)	↑34.41 ↑28.14	↑42.36 ↑34.67	↑42.70 ↑35.50
技术指标	上证(综指)	沪深300	深证(成指)	
心理线	PSY 02) MA 6)	↑50.00 ↑41.67	↑41.67 ↑33.33	↑41.67 ↑33.33
动向指标(D M I )	+DI 7) -DI 7) ADX ADXR	↑16.04 ↓19.99 ↓35.52 ↓36.61	↑18.04 ↓21.80 ↓28.17 ↓29.17	↑20.77 ↓22.63 ↓20.64 ↓23.70
人气意愿指标	BR 26) AR 26)	↑152.86 ↑171.38	↑183.69 ↑200.01	↑197.91 ↑217.61
威廉指数	%W 10) %W 20)	↓24.29 ↓66.25	↓16.49 ↓55.89	↓12.25 ↓49.88
随机指标	%K 0,3) %D 0)	↑48.98 ↑34.41	↑59.05 ↑42.36	↑59.12 ↑42.70
动量指标	MOM 02) MA 6)	↑-56.18 ↑-59.84	↓-50.83 ↓-53.24	↓-162.35 ↓-192.02
超买超卖指标	ROC 02)	↑-2.37	↑-1.93	↑-1.60

## 避险情绪让位基本面 港股短线面临阻力

□香港智信社

全球瞩目的希腊二次选举初步结果揭晓，新民主党或将与社会主义运动党联合组阁，至此，希腊退出欧元区的风险大大降低。受此消息提振，周一亚太区主要股指全线上涨，恒生指数上涨0.74%，跑输大市，其中，工商银行逆市收跌0.45%。尽管估值具备吸引力，但投资者对于中资银行股未来的盈利预期并不乐观，尤其是在利率市场化的背景之下，银行的利差收入或将受到挤压，这也是近期内地央行降息之后中资银行股遭受沽压的主要因素。

与中资银行股的弱势相对应的是中资地产股近期持续受到资金追捧，政策面的放松以及楼市成交的回暖激发了该板块的做多热情，周一蓝筹地产股中资股海外发展再度扬升2.7