



□本报记者 陈莹莹

新华社图片

政策红包“入袋” 零售型银行投资价值凸显

“我们的估值水平正处于历史低位。”多位上市银行高管近期频频在公开场合发出如是感慨。

在多数券商分析人士看来，随着LPR新机制加快应用，央行降准释放9000亿元资金活水，一系列政策红包对金融机构、实体经济增长同时带来正面贡献。与此同时，A股市场银行板块目前0.76倍PB（市净率）的估值，与历史最低点相差无几，身陷“估值泥潭”的银行股估值有望借政策东风迎来修复。

降准力度超越市场预期

上周五央行的全面降准预计释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。中泰证券银行业首席分析师戴志锋认为，全面降准托底经济，政策层通过提前放松货币，以避免经济的快速下滑，也对银行业利润带来提升。基于当前银行存款、资金成本不是银行资产配置的主要约束指标，银行低风险偏好持续及经济下行、企业融资需求走弱背景下，银行释放的低成本资金将投向同业资产、债券投资，假设这部分资产收益率大行在3.07%、中小银行在3.33%（同业资产与债券投资收益率基于2019年上半年财报计算的加权时点数），从而计算出降准对银行资产端的贡献在0.54个百分点左右，对利润的影响在0.46%。

此前市场忧心LPR新机制冲击银行净息差，多位上市银行高管回应称“短期冲击有限，长期影响可控”。更有不少券商分析人士认为，LPR新机制对上市银行的盈利冲击小，估值贡献大。

这一系列政策同时“呵护”实体经济和商业银行，后续银行股行情值得期待。中信建投银行业首席分析师杨荣认为，随着LPR的推进，银行在逐步让利实体，净利息收益率必然会下

降。而监管层通过全面和定向降准释放接近9000亿元流动性给银行，降低银行资金成本每年150亿元，是长期利益，让利银行，减少对银行业带来的负面冲击。本次降准力度超越市场预期，城商行享受额外的100个基点的降准。

杨荣预计，此次降准将提高银行业净利润约1%，不仅抵消LPR负面冲击，同时继续修复经济，改善资产质量，提升银行业估值。据中信建投测算，此番降准，预计上市银行总计释放流动性近6000亿元，增厚净利息收益率1%左右，增厚净利润0.86%—1.46%，总计额外提高净利润77亿元到130亿元。

银行估值逼近历史底部

从历史数据看，上市银行高管的“估值底”所言非虚。截至中国证券报记者发稿时，Wind数据显示，A股34家上市银行股中，已经有23家“破净”，PB（按最近季报计）低于0.74倍有的8家，其中还包括农行、中行、交行等国有大行，最低的华夏银行仅为0.59倍左右。

一些券商分析人士认为，银行业市净率已跌回历史底部区域，甚至低于2017年年初水平，足够低的估值水平已没有进一步下探空间。

今年以来，不少上市银行相继推出了稳定

股价的措施。如江阴银行、上海银行、贵阳银行等发布稳定股价的提示性公告。中信银行行长方合英在该行半年报业绩说明会上称：“我认为中信银行的估值水平处于历史低位。”他表示，资本市场以及中信银行基本面的稳定发展，也将会促进该股价的回升。

与此同时，此前困扰上市银行估值的资产质量“魔咒”也有望解除。华泰证券大金融首席分析师沈娟认为，上市银行资产质量向好趋势明朗，半年报显示不良贷款率较一季度末下降3个基点至1.48%，其中农商行、大行、股份行的不良率降幅明显，农行、招行及3家农商行不良率降幅超过10个基点。逾期率、关注类贷款占比均较2018年末下降。上市银行风险出清较早，客户相对优质，预计资产质量可保持稳健。

国信证券称，即使经济进一步下行，银行不良的暴露也会是温和的，不会出现过去几年那种大规模暴露。况且目前全行业拨备覆盖率又已回升至200%附近，安全垫已较厚，新的拨备计提压力已较小了。

“零售银行”估值被看好

对于哪些银行估值修复最为明显，野村中国金融机构研究部主管唐圣波称，虽然全球经

济增速放缓，经营挑战增大，但国内银行业和保险业估值极低，零售型银行更受市场重视。

在此背景下，零售业务转型以及金融科技布局成为各上市银行尤其是中小银行，战略转型的重中之重。整体而言，“渠道+产品+金融科技”是当前银行零售业务发展的三支柱。2018年，大部分银行把50%以上的信贷投向零售，其中信用卡、消费贷款持续成为除房贷外的重要增长引擎。而半年报数据也显示，2019年上半年零售业务仍然是各家银行发力的重点。

在本轮金融板块上涨行情中，招商银行备受机构资金青睐，接连获北向资金净流入。其底气在2019年半年报中可窥一斑：该行上半年零售金融业务实现营业收入742.13亿元，同比增长20.38%，占该行营业收入的57.38%。零售非利息净收入达258.20亿元，同比增长7.17%，占该行非利息净收入的57.67%。

在零售业务增速上，平安银行以“黑马”姿态实现零售业务的大幅增长，半年报显示，2019年上半年，平安银行零售业务营业收入达385.96亿元，同比增长31.7%，在全行营业收入中占比为56.9%；零售业务净利润108.10亿元，同比增长19.1%，在全行净利润中占比为70.2%。

上证50ETF期权持仓量再破400万张

多重利好助攻“牛市信仰”重燃

□本报记者 薛瑾

9月以来，A股“金秋行情”开启，给“红九月”开了个好头：自9月2日起，上证综指实现“六连阳”，不仅成功收复3000点，还让部分市场参与者重燃“牛市信仰”。有分析称，在逆周期调节政策发力和外资加速流入等利好发酵下，A股再次获得向上动能，并有望冲击年内新高。

随着市场情绪的回暖，上证50ETF期权交易热情再次走高。9月9日，其总持仓量达404.5万张，为史上第十大日持仓量，距离413.1万张的历史最高点仅一步之遥。一位机构人士对中国证券报记者表示，有私募成功押注上周五央行降准，提前“埋伏”认购期权；还有的机构资金8月初就开始抢筹认购期权，赚了200%—300%，对投资组合总收益率提升贡献了10个百分点。

多重利好提振A股“牛气”

近日，多重利好“组团”来袭，上证综指重上3000点，9月9日，上证综指继上周五个交易日全线上涨后再次收涨，涨幅为0.84%，收报3024.74点，创两个多月以来的收盘新高，并实现久违的六连阳。

上周五收盘到周一开盘的时间里，两大消息得以确认，平添了A股的“牛气”。一是市场预期的降准落地：上周五，央行宣布了四年来首次“普降+定向”降准的消息；二是A股开放性提高，标普道琼斯指数公司贡献了一波“助攻”，宣布1099只中国A股正式纳入标普新兴

市场全球基准指数，9月23日开盘正式生效。

混沌天成资管衍生品投资部余力对中国证券报记者表示，第一大利好是以降准为代表的逆周期调节。本次降准可能只是一系列政策组合拳的一环，后续还有降息预期。稳健的货币政策和积极的财政政策是逆周期调节的两大主要手段，有望成为下半年稳经济的发力点。第二大利好是外资的净流入。三大指数巨头纳入A股的进程刚刚起步，随着被动资金持续增配A股，外资日益成为A股越来越不可忽视的影响力量，这将逐渐改变A股的投资生态。据招商证券的测算，9月23日，标普道琼斯纳入A股将为A股带来11亿美元的被动增量资金。同日富时罗素提升A股纳入因子生效，也将为A股带来40亿美元的被动增量资金，两者合计共带来51亿美元（约合362亿元人民币）的被动增量资金。

衍生品热度增加

市场回暖，交易情绪回归，相关衍生品的热度也明显增加。Wind数据显示，9月以来，上证50ETF期权日持仓量呈现出一路走高之势，从9月2日的329万张飙升至9月9日的404.5万张，创下史上第十大日持仓量，距离413.1万张的历史最高点仅一步之遥。分析人士称，这既是对A股市场走强的反应，同时也大大提高了A股的交投活跃度和流动性。

方正中期金融衍生品研究员彭博对中国证券报记者表示，有私募成功押注上周五晚上降准消息，提前“埋伏”认购期权；还有机构资金8月初就开始买入认购期权，目前获得不错收

益。他称，一些机构8月初建仓，期权的收益上涨200%—300%；不过，从机构基金整体配置情况来看，期权一般只能小仓位配置，期权对于其总收益的增长大概贡献10%。

“大资金都是在极端时建仓，利好发布时兑现。”彭博说：“今天还有一些机构基本上都把认购期权全部平掉，因为50ETF这一个月涨了不少，甚至创阶段新高，但是波动率还没动，50ETF继续大涨概率不高，对应波动率大涨概率也不高。50ETF短期可能会有回调。”

余力表示，目前A股上市公司半年报披露完毕，9月处于业绩真空期，短期内企业盈利对A股影响权重相对弱化。市场情绪和风险偏好会成为主导市场的主要变量。在A股韧性逐步增强、利好逐步浮出水面的过程中，上证50指数走出“多头排列”信号，伴随着量能提升，这次多头排列的延续性值得期待。

余力认为，当5日线高于10日线、后者高于20日线时，可以认为短期趋势进入多头排列，当前A股就处于多头排列，应在控制好仓位的前提下，以买认购作为底仓。

乐观预期升温

彭博认为，从期权角度看，如果波动率不涨的话，临近到期时间价值开始加速衰减，继续持有的意义就不大，因此利好出来后，大资金会先做平仓处理再选择观望。流出的资金很可能会流向股市。这部分资金对于“买股”兴趣盎然，因为很多股票都处于估值低位。

彭博称，科技股目前正在赢得越来越多机

构的青睐，并被他们收入囊中。“我了解的很多机构都在大规模建仓软件信息、芯片等股票，这些机构包括私募和外资机构等，5G将是大热点。虽然近日相关板块和题材涨了不少，但这是个中长期的发展过程，很多股票目前还在低位，上涨应该说还是刚起步。”彭博表示。

对比机构现在的建仓和之前对科技股的建仓，彭博称，之前“做龙头”趋势显著，如今龙头都已经涨完第一波；现在很多“二线”股票也飞起来了。9月9日的行情印证了科技股受追捧，当日A股行业板块涨幅榜前三被科技股包揽：通信板块上涨5.09%，计算机板块上涨4.40%，电子元器件板块上涨4.15%。

不少机构预期科技股强势将继续。银河证券表示，今年9月底起，国内运营商将陆续开启5G商用，同时5G将进入大规模建设期，运营商无线设备需求有望驱动公司业绩持续增长。5G时代通信设备行业壁垒继续提高，相关产品有望持续维持较高的毛利率。

随着政策面和资金面等利好继续发酵，以及在科技股热门题材先行走强下，众多券商机构对A股大市的乐观情绪也进一步升温。中信建投证券称，未来信用宽松和利率下降将逐步实现，盈利触底可期，上证综指有望再创新高，实现3500点的目标。

中信证券表示，A股仍有向上动能，本轮上涨有望冲击年内前高。国内政策宽松预期已明确，未来几周预计欧央行、美联储等顺次降息，全球宽松更加明确；外部事件和企业盈利拐点虽仍需确认，但边际有好转。

分红险等险种成投诉高发区 互联网保险投诉 与保费收入“双升”

□本报记者 程竹 潘昶安

银保监会办公厅日前发布的《关于2019年上半年保险消费投诉情况的通报》显示，2019年上半年，银保监会及其派出机构共接收涉及保险公司的保险消费投诉48194件，同比增长0.61%。根据中国保险行业协会日前披露的相关数据，2019年上半年，互联网财产保险保费收入达381.53亿元，同比增长16.89%，高出全渠道财产保险市场5.57个百分点。值得关注的是，在互联网保险快速发展的同时，相关消费投诉亦逐渐增多。此外，投诉反映的问题主要集中在销售纠纷和理赔纠纷上。

互联网保险投诉激增

银保监会披露的数据显示，2019年上半年，银保监会及其派出机构共接收涉及保险公司的保险消费投诉48194件，同比增长0.61%。其中，保险合同纠纷投诉46911件，同比增长0.03%，占投诉总量的97.34%；涉嫌违法违规投诉1283件，同比增长27.79%，占投诉总量的2.66%。

2019年上半年，银保监会及其派出机构接收并转保险公司处理的保险合同纠纷投诉46911件。其中，涉及财产保险公司25824件，较上年同期增长0.29%。涉嫌违法违规投诉1283件。其中，涉及财产保险公司2711件。

值得注意的是，在互联网保险快速发展的同时，近年来，相关消费投诉亦逐渐增多。根据中国保险行业协会日前披露的相关数据，2019年上半年，互联网财产保险保费收入达381.53亿元，同比增长16.89%，高出全渠道财产保险市场5.57个百分点。

与此同时，2019年上半年，互联网保险公司也收到了较多投诉。四家互联网保险公司在涉嫌违法违规投诉量方面，均进入投诉量前10位，安心财险71件，去年同期0件；易安财险37件，去年同期0件；众安在线9件，同比增长800.00%；泰康在线7件，去年同期0件。

具体来看，财产保险公司涉嫌违法违规投诉量居前10位的公司为：安心财险71件，去年同期0件；易安财险37件，去年同期0件；人保财险31件，同比下降42.59%；平安财险24件，同比下降40.00%；阳光财险16件，同比增长77.78%；太平洋财险15件，同比下降28.57%；大地财险14件，同比增长55.56%；众安在线9件，同比增长800.00%；泰康在线7件，去年同期0件；安盛天平5件，同比增长400.00%；华安财险5件，同比增长66.67%；天安财险5件，同比下降28.57%。

分红险等险种投诉量较高

中国证券报记者梳理发现，消费者投诉反映的问题主要集中在销售纠纷和理赔纠纷上。

据了解，在涉及人身保险公司投诉中，销售纠纷达9426件，占人身保险公司投诉总量的42.65%，涉及的险种以分红保险、普通人寿保险为主，主要反映夸大保险责任或收益、未充分告知解约损失和满期给付年限、未明确告知保险期限和不按期交费的后果、承诺不确定利益的收益保证等问题。

在涉及人身保险公司的投诉中，理赔纠纷有5205件，占人身保险公司投诉总量的23.55%，涉及的险种以健康保险、意外伤害保险和普通人寿保险为主，主要反映责任认定纠纷、理赔时效慢、理赔金额争议、理赔资料繁琐等问题。

在涉及财产保险公司的投诉中，销售纠纷有2092件，占财产保险公司投诉总量的8.02%，涉及的险种以机动车辆保险、意外伤害保险保证保险和健康保险为主，主要反映未经消费者同意擅自投保、强制搭售、夸大保险责任等问题。

在涉及财产保险公司投诉中，理赔纠纷达20028件，占财产保险公司投诉总量的76.75%，涉及的险种以机动车辆保险为主，主要反映核定核损和核赔环节的金额争议、责任认定纠纷和理赔时效慢等问题。

监管积极出手整治

业内人士指出，关注保险公司保费收入的同时，消费者满意度不可忽视。“销售诱导和擅自承诺给保险公司带来了理赔困难和更深层次的保险消费者信任危机问题。虽然监管部门几经整治，但这已困扰保险业多年。”一位接近监管层的人士对中国证券报记者表示。

“保险消费者提出投诉，说明保险公司在经营理念、内控管理和保险服务中存在管理漏洞和薄弱环节，保险公司应当落实保险消费投诉处理工作的主体责任，加强内控管理并改进和提升服务质量。”一位保险业相关人士指出，对于如何依法依规妥善化解客户争议纠纷，各保险公司真正树立并贯彻以客户为中心的经营理念，转变发展方式，规范经营行为，强化内控管理，从源头上减少投诉的发生。

不过相比往年，今年保险市场的乱象在很大程度上得到了纠正，有力震慑了不法主体。银保监会的数据显示，今年1—5月，监管部门处罚了保险机构277家次，对机构罚款4400多万元，责令停止接受新业务15家次，吊销业务许可证2家次。处罚责任人员416人次，对个人罚款将近1600万元，撤销任职资格18人次。

业内人士指出，保险产品在投保时并不能体现出根本属性，要在整个完整的服务周期中才能体现，但一些保险公司习惯于将服务和产品剥离，视服务为附加值，这种逻辑险资已经行不通了。从长远看，保险业需要培养长期、理性和笃定的文化，推动行业成熟并持续健康发展。

ETF专栏《指数股(ETF)讲堂》第五十期：

指数基金是实现价值投资的有效工具

□银河基金

近几年，A股市场出现了一种流派——价值投资派，不少人声称自己是价值投资者，价值投资或多或少成为一种深入人心的理念。其实最早将价值投资这个名词带入公众视野的是沃伦·巴菲特。

巴菲特的价值投资理念源于其老师格雷厄姆，他喜欢股价远低于净资产的股票，即所谓的“烟蒂股”。巴菲特在继承老师格雷厄姆理念的同时，做了巨大的创新。他认为不一定要买入价格在净资产之下的股票，只要公司足够优秀且价格合理就值得投资。巴菲特投资的成功，吸引了一批又一批追随者效仿。

然而对于普通投资人来说，“好公司+价格合理”是一个比较空洞的概念，公司的优良质地和合理估值一般都很难兼得，那么两者之间该如何平衡？通常高ROE（净资产收益率）的股票一般会伴随着高PB（市净率），那投资这些股票是否是价值投资？这些问题其实一直都没

有标准答案。

解读历史回测数据可以发现，表现较好的股票，其ROE普遍较高，可持续性强。但是历史静态ROE充其量只是这些股票的不充分但必要条件，未来的ROE同样是重要条件之一。高ROE往往同时伴随着高PB，如果未来股票的ROE能维持高位，那么股价将持续上涨，如果企业盈利不能维持，就可能面临盈利和估值的“双杀”。对于主动投资者而言，想要真正找出下一个谷歌、下一个茅台这样的公司极具挑战，光看静态ROE远远不够，更需要深度调研，熟悉产业链变化、领先市场的销售数据等信息综合判断，这一点对投资者来说既是机遇，也是风险。

但是对于指数投资者来说，价值投资不再是一个空洞的概念，而是成为一个可以量化的模型。当前市场上一些热门的主打价值投资的Smart Beta ETF会在其指数编制时考虑多个价值因子，如股息收益率（D/P）、每股净现金流与价格比率（CF/P）、每股净资产与价格比率（B/P）、每

股收益与价格比率（E/P）等。四个因子各有分工，股息收益率（D/P）和每股现金流与价格比率（CF/P）更多的是反映企业的经营质量，好的公司往往具有稳定的净现金流和股票分红，参考这些指标可以在一定程度上将近期“暴雷”的股票排除在外；每股净资产与价格比率（B/P）和每股收益与价格比率（E/P）则是企业估值的指标，是寻找买卖时点的利器。通过这四个变量能提升找到“好公司+价格合理”股票的概率。根据回测数据，使用价值因子的Smart Beta ETF近几年表现出色，大幅跑赢了对标指数。

那么价值因子是否会长期有效呢？当前在美国等成熟市场中，价值类指数基金在策略类指数基金中的规模占比较高。截至2019年6月，美国Smart Beta基金总规模已达8.7万亿元（数据来自Bloomberg，由方正证券统计）。价值、成长、红利这三类产品规模最大，三者合计占到68%的市场份额，其中成长和价值类的产品都超过2万亿美元。这表明价值类指数基金业绩在美

国的可持续性强，在市场中拥有强大的生命力。

反观国内市场，一方面，从过去3年和5年A股的回测数据来看，Smart Beta基金中三个主流因子价值、成长和红利中，表现最好的是价值，其次是红利，最后是成长。另一方面，随着近年来白马风格的崛起，价值投资理念越来越深入人心。展望A股后市走势，从宏观经济角度出发，中国经济仍然处于寻底阶段，导致市场偏向价值投资。从当下的市场监管导向出发，资本市场去杠杆在持续引导市场向价值投资回归，或更加有利于大盘价值股的表现。从市场交易结构的角度出发，近几年机构成交占比不断上升，机构中长期资金往往对价值投资有更大偏好；从市场增量的角度出发，养老金、公募FOF以及MSCI扩容所带来的增量资金，普遍青睐基本面较为稳定的价值股。

“好公司+价格合理”的价值投资理念，遇上“纪律严格、透明低费”的指数投资，这都将助力指数基金成为实现价值投资的有效工具。