2012年以来，A股虽经过了一轮反弹，但作为A股中权重板块的银行股却始终按兵不动。银行股兼具了估值的安全边际与优秀的业绩增长，但却在市场整体的反弹中掉队，这其中的主要原因是什么？3、4月份是银行股公布年报与一季报的时间窗口，在反弹陷入僵局之时，银行股又能否重演去年的“春季行情”？在“十二五”经济结构转型的大背景下，银行业的高增速能否维持？本期金牛对话就此采访了银河证券首席策略分析师孙建波与华泰联合证券银行业首席分析师戴志锋。

维持高盈利制度性因素短期不会消失

银行业首季利润增速有望超过25%

□本报记者 曹阳

中期来看，经济环比改善的趋势暂未变，尽管政策预期差导致调整，但这也是上涨之后的蓄势。随着经济环比改善的趋势进一步明朗，曲折之后将继续回升。

——孙建波（现任银河证券首席策略分析师，2011年投资策略金牛分析师入围奖）

A股偏好“故事可讲”、能快速拉升的“趋势性投资机会”；银行股市值占比最高，同质性强，难快速拉升，难有“吸引人的故事”，所以趋势投资者不愿意碰。当市场的趋势投资和价值投资背离不断加大，更多资金寻找趋势投资机会，银行股负向反馈不断强化和自我实现，导致其估值不断创新低。

——戴志锋（现任华泰联合证券银行业首席分析师，2011年金融服务行业金牛分析师第四名）

银行股蛰伏存在客观原因

中国证券报：银行股目前估值水平非常低，但在主要权重股中银行股一直处于“蛰伏”状态，其中的主要原因是什么？

孙建波：银行股目前的估值水平确实很低，但其蛰伏也是基本面使然。自2011年8月初银行板块创出历史低位以来，银行板块在此后的两轮大盘下跌中并未创出新低。甚至，银行股目前仍然与2011年年初的水平相当，在过去的一年多来表现出了极强的抗跌性。因此，“蛰伏”更多的是因为“抗跌”在先。

从长期来看，中国经济“下台阶”是不争的趋势，尽管当前银行业盈利能力极强，但当经济下台阶真的来临，银行业盈利能力将受到影响，当前的盈利模式也将受到挑战。而投资者并未看到银行经营模式改革的动作，也未能看到未来盈利模式。因此，当前业绩虽好，但不能作为未来盈利的参考，也就很难给出基于用于经营假设的市盈率。

当中国经济转型的方向日趋明确，银行的经营和盈利模式也将日趋明确，银行股的机会也将能看得清晰。

戴志锋：其中有合理因素，也有不合理因素，目前估值下，不合理的因素更多些。合理因素在于这几年银行再融资压力大，供给增加较快；银行资产质量安全性在短期内是个难于证伪的命题，影响对未来盈利预测；同时，市场也认为目前是景气高点，利润更多来自保护等。不合理因素在于：一是趋势投资和价值投资的背离。A股偏好“故事可讲”、能快速拉升的“趋势性投资机会”；银行股市值占比最高，同质性强，难快速拉升，难有“吸引人的故事”，所以趋势投资者不愿意碰。当市场的趋势投资和价值投资背离不断加大，更多资金寻找趋势投资机会，银行股负向反馈不断强化和自我实现，导致其估值不断创新低。二是银行股中的“非对称性预期”。市场不断质疑银行资产质量，给的是悲观宏观假设，而对于其他一些“成长性”的股票给的是乐观的宏观假设。“非对称性预期”可能源于投资情绪造成的“选择性判断”，亦可能源于“局部+局部>整体”的认知偏差。

银行股“暴利”能否维持

中国证券报：根据已公布业绩的上市银行股年报业绩来看，银行股2011年整体业绩增速仍然较快，今年一季报中，这种高速的业绩增长水平能否维持？近期有两会代表提出银行业暴利的问题，尽管周小川行长对此予以否认，但多少令投资者对银行业整体的业绩高增长态势能否长期维持感到担忧，特别是在2012年，银行业整体高速增长的态势还能否在2012年继续维持？

孙建波：从已经公布业绩的上市银行年报来看，2011年整体业绩增速很快，这是由于自金融危机以来，在巨额信贷催化下，银行资产负债表迅速扩张，以息差为主要盈利来源的银行必然实现盈利的快速增长。这种高增长水平短期内仍将持续，但不可能长期维持。一方面，从宏观经济周期来看，货币扩张不可能持续太久，货币控制将抑制银行资产负债表的扩张，从而影响盈利增速；另一方面，在货币高速投放过程中，经营风险一般不会暴露，在增速放缓的时候往往同时伴随风险暴露，从而进一步影响银行业绩。对此，银行应该做好宏观风险管理，做好逆周期风险管理。

总的来说，2012年银行业仍能维持一定增长，但也需要警惕将来可能出现的增速放缓和风险暴露。

戴志锋：银行高盈利是有其背后深层次制度性因素的。一是直接融资环境的缺失，直接融资对交易主体信用要求、相关环境要求比较高，在国内，以政府信用隐形担保的银行间接融资仍会是主体，替代品对其威胁不大。二是银行的“外部性”，使政府严格监管同时不得不保护：我国银行业的稳定就是金融的稳定，乃至经济的稳定；同时储户利益也是政府隐形担保的。三是利率价格改革的审慎性。利率是货币的价格，不像某个商品价格，它涉及经济的方方面面。例如，利润和汇率关联度高，汇率又涉及进出口和外汇制度。

我们判断，维持银行高盈利的制度性因素短期不会消失，相关制度改革的推进需要的是“顶层制度设计”和全方位的改革推进，很难“一蹴而就”，预计是以渐进和审慎的方式推进。所以，只要宏观经济比较平稳，银行盈利能力能保持平稳，我们预计2012年上市银行利润增速在20%左右。

预计一季度银行利润增速仍会较快，同比增速在25%以上。1-2月贷款量下来了，但预计贷款价格还是在高位维持，资金成本上升平稳。

银行股“一季报行情”是否可期

中国证券报：随着中大型银行年报的陆续公布，银行股估值有望进一步降低，这会否刺激银行股股价上行？银行股有无可能重演2011年3、4月份的估值修复行情？这对未来A股市场走势将产生何种影响？

孙建波：随着中大型银行年报的公布，银行股估值有望进一步降低，高业绩增长和低静态市盈率背后的高分红收益将鼓励红利投资者选择银行股，也将推动价值投资者介入，这些都会对银行股股价形成刺激。但对于银行股的估值修复行情，或不再简单重演，必须配合经济基本面的同步改善及大盘带动的乐观情绪，方有可能启动。毕竟，银行是为国民经济服务的，如果经济继续向下，银行不会单独向上。因此，如果银行股出现估值修复的上升行情，也将是股市全面开花的普涨行情。而当前市场正在遭遇挫折，政策预期不明，银行股的估值修复也暂难启动。

戴志锋：年报行情不能过于期待，毕竟很多家都已出了业绩快报，市场预期较充分。但4月的一季报行情还是可期的，一季度利润同比增速在25%以上，会明显好于其他行业，也为全年的业绩预期定好基调；市场情绪又会回到银行股上面。当然，也不会像3、4月那样，因为那时季报是大幅超市场预期的。我们继续强调银行股投资的安全性和稳定投资收益，即使4月份没有明显表现，拿到四季度，一些银行股2013年市净率也就0.8-0.9倍，届时不涨都难。

指数大跌或许只是反弹插曲

中国证券报：周三市场突然变天，午后大盘现“惊天跳水”，这是否意味着本轮反弹就此终结？

孙建波：周三午后大盘变脸，主要是“政策预期差”在起作用。年初以来，随着经济环比触底的迹象越来越明显，市场对政策“适时适度、预调微调”也有了更多的憧憬。但总理的两个最新判断，一是房价远没有回到合理价位，二是7.5%的经济增长目标不算低，使得市场政策放松的预期落空。对此，我们要一分为二地看，一方面，经济增长下台阶的长期趋势是明确的，在这一趋势下，7.5%的经济增长目标确实不算低；另一方面，也要看到经济下台阶是一个历史过程，不是在2012年突然下滑的，对2012年不宜过度悲观。总理所描述的是“理想状态”，不是短期政策决策。这一讲话透露出的政策预期形成了负面的预期差，使得本轮反弹遭遇挫折。中期来看，经济环比改善的趋势暂未变，尽管政策预期差导致调整，但这也是上涨之后的蓄势。总理讲话透露出来的更多是“发展思路”，并非短期调控思路，随着经济环比改善的趋势进一步明朗，曲折之后将继续回升。

反弹或至休整时 2330-2350一线存支撑

□民族证券 徐一钉

2010年以来，前后产生3个重要的高点，即2010年4月15日的3181点、11月11日的3186点和2011年4月18日的3067点，分别对应阶段性天量是2010年4月13日的3445亿元、11月12日的5382亿元和2011年3月28日的3447亿元。可以看出，两市单日成交3400亿元，是反弹行情能否延续的一道坎。本周三，沪深两市共成交3276亿元，创出这轮反弹的天量。当成交量逼近3400亿元时，各大指数均拉出穿头破脚的中阴线，似乎意味着2132点以来的反弹业已结束。

2132点以来反弹的一大推动力是“松”，即货币政策、房地产政策放松。从管理层透露的信息看，随着中国经济增速的放缓，会“微调”货币政策、房地产政策。但“中国房价远未回到合理水平”，表明2012年是政策“微调年”，出现大的政策调整是小概率事件。

今年1-2月经济数据表明，一季度经济增速出现了明显的回落，而且经济增速下行很可能还在上半年延续。首先，受累于年初需求的疲软及企业去库存的影响，工业增加值增速仍处于弱势探底过程中，1-2月增速只有11.4%，比2011年12月份回落1.4个百分点，而这相当于当前GDP增速大约为8.4%左右，与去年四季度8.9%相比明显回落。

其次，1-2月房地产投资增速虽然有所下滑，增速同比增长27.8%，仅比去年回落0.1个百分点。但从未来一段时间来看，保障房投资对于房地产投资增量的贡献会逐渐减少，根据我们测算，今年一季度保障房累积的施工规模增速也将出现增速高点，同比增速接近130%，之后会呈现快速回落态势，上半年为39%，而前三季度只有7%。

再次，尽管年初以来房地产销量有所回暖，但巨大的房地产库存量导致的库存销售比持续上升，如今年2月库销比达到4.36，甚至高于2008年8月的最高水平3.13，这会抑制开发商的投资意愿，今年房地产投资增速企稳的时间也将延后，我们预计至少是今年三季度。

第四，去年下半年以来，增速有所企稳回升的消费增速也开始出现明显回落。今年1-2月份，社会消费品零售总额同比名义增长14.7%，实际增速10.8%，都明显小于去年12月的18.1%和13.8%，而其中大部分商品增速都出现了明显回落。这表明受累于经济景气度的下滑，居民消费热情也有所减弱。

第五，外需方面。出口增速也比较疲软，今年1-2月出口累计同比增速只有6.9%，比去年同期增速减少14.4个百分点。其中，我国对经济陷入轻度衰退状态的欧洲出口增速继续放缓，1-2月出口增速只有-1.1%。而由于进口相对于出口更快的增速，1-2月出现了42.5亿的贸易逆差，略大于去年同期的20亿，这很可能意味着今年一季度贸易逆差将比去年同期扩大，由此决定净出口对于经济增速贡献再次为负。

此外，今年1-2月全社会用电量累计7497亿千瓦时，同比增长6.7%，低于去年同期6个百分点。反映出，一季度中国经济增速继续放缓，预计一季度GDP同比增长回落到8%附近。而上市公司净利润与中国GDP增长有很强的相关性，由于季度GDP的持续回落，预计上市公司一季度净利润同比可能出现负增长。若此，必然“抬高”相关行业、个股的估值水平。

近期美元指数走势很强，重新进入到中期反弹之中，下一个目标指向85。历史经验表明，美元对全球主要货币升值，必然改变全球资金流向，即全球资金重新流向美国，也会收紧新兴市场的流动性。我们认为，最近在美元指数上涨时，国际大宗商品没有出现下跌只是暂时的。随着美元指数的继续上涨，国际大宗商品将面临越来越大的调整压力，以伦铜为代表的基本金属步入中期调整进入倒计时。

值得关注的是，3月以来人民币对美元汇率持续走低，3月14日盘中一度触及6.3472，创下了3个月以来的新低。3月份的前半个月，跌幅较2月和1月明显增大。此外，商务部数据显示，今年2月全国实际使用外资FDI同比降0.9%，连续四个月负增长。我们预计，“五一”前央行将再次下调存款准备金率，为的是对冲外汇占款的减少，而不是货币政策的转向。我们认为，央行未来下调存款准备金率频率越快，意味着外资抽离的速度越快，对中国的资产价格（房地产、股市）的压力就越大。由于这轮反弹一些资金介入很深，目前还没有顺利出局，他们恐怕不会轻易放弃，估计还会努力营造强势氛围。因此，大盘快速调整后会有技术性反弹。短期而言，大盘在2330点-2350点有弱支撑。3400亿元成交量的约束，决定了2132点的反弹该休整了。

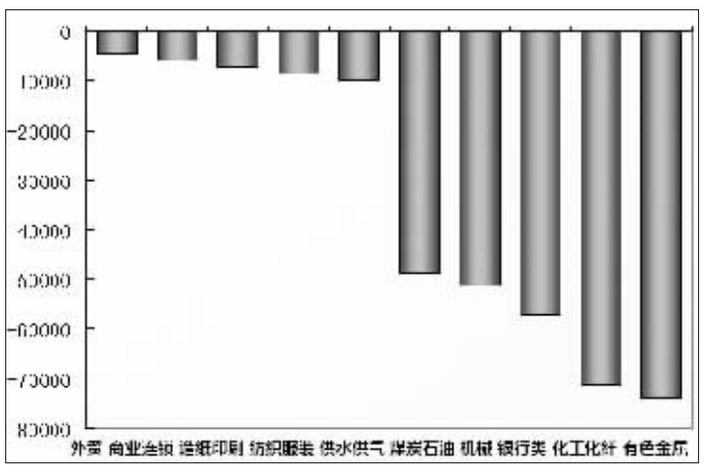
上证综指周K线图

■资金流向监测

沪深两市资金净流入前十

代码	名称	最新	涨幅	流入金额（万元）	流出金额（万元）	净额（万元）	净流入资金占总成交额比例
600466	迪康药业	8.11	10.04%	30615.24	22037.4	8577.846	12.3
600491	龙元建设	6.21	8.19%	18955.46	15102.72	3852.735	12.5
600503	华丽家族	7.44	3.19%	20379.46	16595.65	3783.807	11.4
000407	胜利股份	4.99	9.91%	16885.46	13203.66	3681.792	11.6
600383	金地集团	5.62	-4.42%	31785.24	28147.18	3638.066	7.6
000852	江钻股份	13.56	9.53%	21939.33	18678.08	3261.252	7.7
002288	超华科技	20.88	10.01%	17936.26	14922.74	3013.524	10.4
002150	江苏通润	7.48	10.00%	4948.313	2367.403	2580.909	41.1
600857	工大首创	14.41	10.00%	19015.85	16667.74	2348.109	6.1
600759	正和股份	7.49	1.22%	21948.01	19762.19	2185.818	7.3

行业资金净流入（出）金额 单位：万元



港股或受制于人民币贬值预期升温

□香港智信社

尽管美联储议息会议并未提及QE3及冲销版量化宽松，但乐观的经济数据依然给予市场做多动能，欧美主要股指在六连涨后创出新高；内地A股则相对疲弱，经济增长预期下降的同时，政策放松预期也开始降温，沪综指压力尽显，在连续两个交易日下挫后，将考验半年线支撑。内外市场冷热不均，港股近两日表现出了上下两难的尴尬，而近日海外NDF市场显示的人民币贬值预期骤增或将对港股形成负面指示作用。

恒生指数全日收报21353.53点，微涨0.21%；大市交投依然较为谨慎，共成交646亿港元。中资股逆市走低，国企指数与红筹指数分别下跌0.53%和0.45%。地产类个股领跌中资股，中国海外、华润置地两只蓝筹股跌幅均在1.5%之上。瑞士信贷发表报告表示，针对近期出现的房地产调控政策正处于放松边缘的憧憬，温总理周三的表态是管理层作出的最强烈和明确的否认信号；瑞信认为，内地房地产市场的调整可能需要数年才能告一段落。

港股今年初以来出现的一轮显著超出外围市场的升势，主要缘于三方面，即美联储推出QE3的预期、内地政策超预期放松的憧憬、以及全球风险偏好升温环境下国际资金的持续流入。从目前情况来看，前两个刺激因素已经基本上消失，美国经济及就业数据的持续乐观，预示着实体经济步入良性循环，而核心通胀水平也随着经济的回升而上涨，美联储近期已不再提及QE3；内地方面，从今年以来的政策动向来看，货币政策的放松进程依然较为缓和，而中央房地产调控则持续偏紧，虽然经济数据显示经济筑底仍将持续，但通胀未来的不确定性或将令政策超预期放松的憧憬落空。

下面我们来重点分析一下第三个也是最重要的一个刺激因素，即国际资金流向。近日，从美元对港币汇率上看，已自7.75低点回升至7.76之上水平，显示资金有流出香港市场的迹象。其中原因有两点：首先，人民币中间价近日持续贬值，而NDF市场显示的人民币贬值预期也持续扬升，如果我们将近几年来人民币贬值预期与恒生指数叠加，不难发现，这两个指标呈现出鲜明的反向运行关系。其中的逻辑很简单，即人民币的贬值预期显示了国际资金对于人民币资产的态度及预期，而由于近年来香港的经济周期与内地同步性提升，而且两地资本市场融合度也日趋提升，国际资金对于人民币的态度也在很大程度上影响着其对于港元资产的预期。所以，人民币贬值预期升温与资金流出香港市场这两个事件同步发生是符合逻辑的。

其次，美元的走势也对国际资金流向有着举足轻重的影响。无论是欧债危机缓和、QE3预期落空，还是美国经济良性复苏，再考虑到欧洲央行及日本央行的超预期宽松政策，均对美元构成支撑，美元指数近日也触碰81水平，即该指数近两年半运行上轨。而在美元套息交易盛行的今天，美元走强势必会压制全球风险资产价格。

展望后市，在内地进出口形势趋势性转变的背景下，人民币单边升值之路或已终结，人民币资产对于国际资金的吸引力也或将趋势性下降，这将对港股市场形成资金面的压力。

沪深股市资金净流出82亿元

□本报记者 龙跃

3月15日上证指数继续保持弱势格局，盘中向下触及2366.02点，全日小幅下跌0.73%，以2373.77点报收。当日深成指下跌0.08%，收于10086.56点。同时，中小板综指下跌0.56%，创业板指数则下跌1.32%，在主要指数中跌幅最大。在成交量方面，当天沪市成交1122.6亿元，深市成交1033.7亿元，两市合计成交额为2156.3亿元。

从资金流向来看，沪深主力资金呈现净流出状态。据大智慧统计，周四沪市A股资金净流出50.71亿元，沪市B股资金净流出26.44万元，深市A股资金净流出31.21亿元，深市B股资金净流出1727.66万元，两市资金合计净流出82.09亿元。

在行业板块方面，昨日所有行业均呈现资金净流出格局。有色金属、化工化纤和银行类行业资金流出情况最为明显。其中，有色金属行业资金净流出金额最多，达到7.38亿元；同时，化工化纤和银行资金净流出金额分别为7.11亿元和5.70亿元。相对而言，外贸、商业连锁和造纸印刷等行业资金净流出规模较小，净流出金额分别为4627.64万元、5770.07万元和7098.28万元。

股市有风险，请慎重入市。 本版股市分析文章，属个人观点，仅供参考，股民据此入市操作，风险自担。