

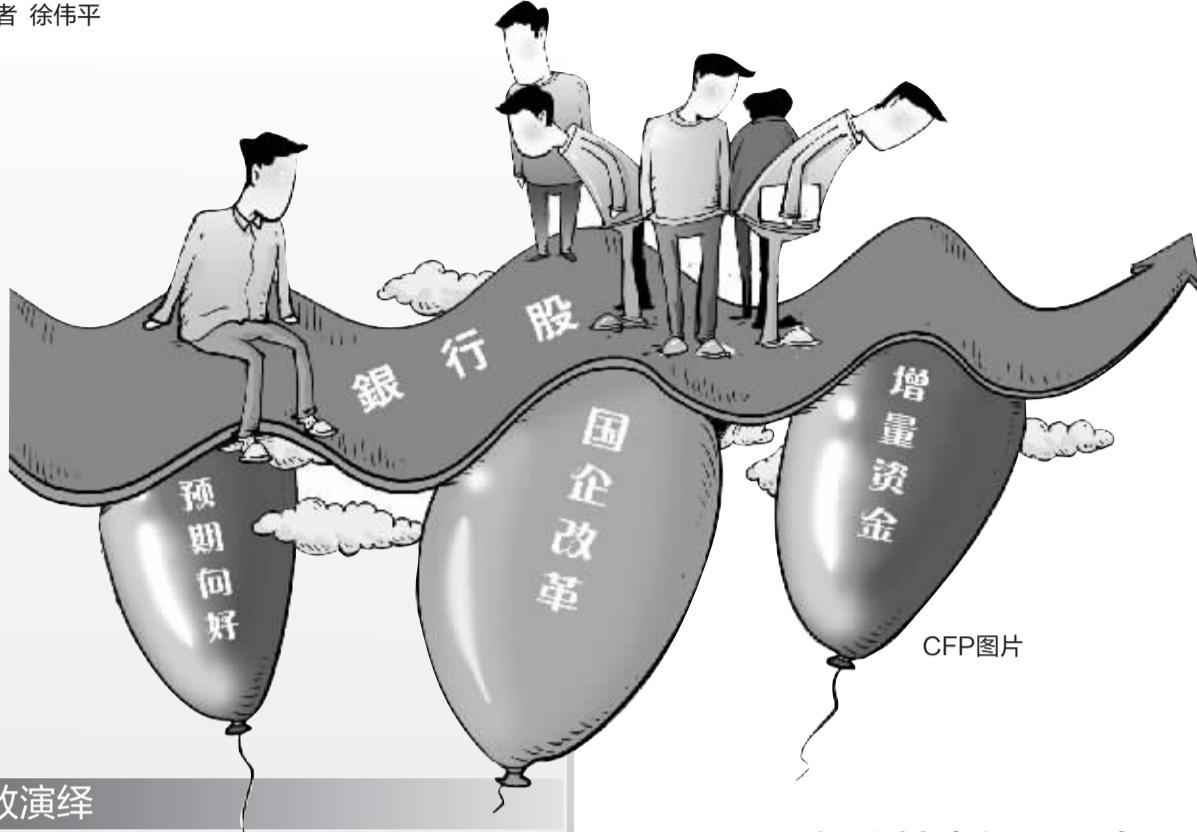
# 增量资金入场 利好对冲利空

## 银行股估值修复在路上

□本报记者 徐伟平

此前颇受冷遇的银行股12月以来开启一波强势上攻行情，赚足了市场的眼球。本周银行股掀起涨停潮，更是将“大象起舞”演绎到极致。不少投资者感叹，是什么样的力量撬起了大象？大象被撬起后还能在空中飞多久？

市场人士指出，银行股的这轮上涨仍可以定义为估值修复，但与以往的估值修复却有明显差别。首先，国企改革主题将重塑银行股的估值体系；其次，增量资金入场，具备高股息率属性的银行股颇受青睐；最后，降息周期开启，市场憧憬经济企稳回升，可能会带动银行股的估值修复。由此来看，银行股仍在估值修复的路上。



CFP图片

### 海外投行： 银行股估值将逐步提升

□本报记者 黄莹颖

12月以来公布的多项经济数据均低于市场预期，但是大部分海外大行对此并未因此对中国经济预期转悲。有外资行预计，鉴于中国面临的结构化挑战，需要进一步下调利率。而由于流动性持续放宽的可能性，也让外行调高了对内地银行股的评级，认为内银股股价已经见底，未来会逐步提升。

#### 明年有望降准

高盛集团表示，尽管汇丰采购经理人指数预览值从11月份的50.0降至49.5，整体指数走软看似意味着经济增长势头减弱，但近期的经济数据未必能够真实地反映经济走势，主要原因在于不同分项指数释放出的信号非常不一致，而且整体指数的下滑基本缘于新订单指数这一个分项指数出现特别明显的回落。高盛预计，“硬数据”将显示12月份实体经济有所反弹，因为11月初APEC会议期间限产措施的影响消退，而且近期政府推行了一系列放松举措。

巴克莱首席中国经济学家常健也指出，预计政府会把经济增长目标降至7%。明年初季调后环比增长将出现季度性下降，降至6.0%左右，但增长质量可能有所改善，主要体现在投资增长放缓和消费增长略微加快。

常健认为，鉴于中国面临的结构化挑战，需要进一步下调利率。央行宣布降息后的两周时间内，股市情绪强势上扬，同时A股市场回升20%，因此政府在短期内不太可能会发出强烈的货币宽松信号。预计央行降息周期将保持较为均衡的节奏，2015年上半年还会实施两次基准利率下调，每次下调0.25个百分点。此外，他还预计2015年上半年结束前还将实施三次存款准备金率(RRR)下调，每次下调0.50个百分点，但其结果不会导致流动性增加。

#### 银行股估值较低

与A股类似，近期港股相对应的内银股表现也强于大盘走势，但涨幅明显不如A股。瑞银集团称，中国继续放宽流动性，银行同业拆息及贷款利率将会下跌，而中央推动海外基建项目投资，相信内地银行的不良贷款于未来三至四季增长速度会放缓。过去一年银行不良贷款的压力似有缓和，目前内银股价已经见底，未来会逐步提升。预计银行明年纯利增长介于3%~11%，2016年增长3%~12%，2017年增长10%~18%。

不过，亦有外资行持保守态度。里昂证券报告指出，目前亚洲、欧洲和美国的投资者对内银股的兴趣大减，其中美国投资者主要关注宏观环境及货币风险问题，而内银A H股两者表现不一致，也反映内地与海外投资者看法有较大差距。

具体到标的，综合各大行的近期评级报告看，中国银行是目前大部分机构看好的内资银行之一。瑞银报告指出，中国银行为行业首选，受惠于离岸人民币业务增加，而整体来说看好国有银行多于股份制银行，认为前者贷款年期较长，而股份制银行仍要面对资产质量问题，以及息差下跌压力。该行将中国银行的评级由“中性”调高至“买入”。

对中国银行持同样乐观态度的还包括大和总研。该行指出，来自对存款保险制的贡献以及净息差收窄趋势，应该对中行盈利的负面影响最少。此外美联储开始“收水”，利于中行境外业务净息差的表现。

### “大象起舞”极致演绎

12月以来，银行板块步入加速上涨通道，12月初至12月8日，申万银行指数累计上涨17%，收出4根阳线，2根阴线，“大象起舞”赚足了市场的眼球。银行股短暂歇脚后，本周重拾升势，本周三银行股掀起涨停潮，申万银行指数大涨6.99%，16只银行股悉数上涨，宁波银行、民生银行和中信银行三只股票涨停，建设银行、工商银行、农业银行和中国银行四大行涨幅均超过4%，分别上涨5.32%、5.18%、4.51%和4.11%，考虑到银行股的市值较为庞大，这样的普涨格局实属少见，“大象起舞”被演绎到极致。

不过短期涨势过快，放量大涨耗费资金量巨大，银行股震荡整固的需求有所增强，昨日银行股高位回落，申万

银行指数下跌1.53%，除民生银行逆市上涨外，其余银行股均出现回调，不过个股的回调幅度相对较小，南京银行跌幅最大，下跌5.11%。建设银行、平安银行、光大银行、中信银行和宁波银行跌幅超过3%，分别下跌3.03%、3.06%、3.42%、3.49%和3.69%。其他银行股跌幅普遍较小。

分析人士指出，一方面，申万银行指数本周三的成交额达到1154.57亿元，刷新历史天量，银行股的大幅上行对资金的消耗巨大，短期有震荡整固的需要。另一方面，申万银行指数已经上突至3000点附近，这一关口附近套牢筹码较重，需要成交量有效配合方能快速突破。这可能意味着银行股短期可能会震荡回调，但这并不能阻碍银行股上涨趋势。

### 估值修复犹有新意

此前股指在2000点附近震荡盘整时，银行股并不受待见，虽偶有脉冲式上涨，但随后便震荡回落。而当前银行股却颇受资金宠爱，甚至一度开启逼空式上涨，这让投资者颇感意外。这样的行情是否还能用估值修复去解释？市场人士指出，银行股的这轮上涨仍可以定义为估值修复，但这次估值修复却有新意。

首先，国企改革主题将重塑银行股的估值体系。其实银行股的低估值是显而易见的，2014年银行板块的市盈率通常维持在4倍左右，属于典型的低估品种。即便经历了这波强势上涨，银行板块的市盈率仅为6.12倍，在28个申万一级行业中估值最低，和采掘板块14倍的市盈率相比，估值仍处在低位。不过，此前银行股的估值修复行情进行的并不顺利，究其原因是此前银行股缺乏估值重塑的契机。但从目前来看，国企改革主题有望重塑银行股的估值体系。一方面，银行员工持股和股权激励正式起航，预计上市银行将主要以两种方式实施，一是以自有资金等薪酬在二级市场购买，银行提供融资支持；二是以自有资金等薪酬参与定增计划。员工持股绑定三方利益后，市值管理日趋重要。另一方面，在国企改革推动下，兼并重组将开启银行二次扩张的窗口，银行将提供全方位综合金融服务，打开了银行的成长之路。

其次，增量资金入场，具备高股息率属性的银行股颇受青睐。2014年上半年大盘在2000点附近窄幅震荡时，成交额仅在千亿元左右，缺乏增量资金入场，而现有的存量资金又很难抬升银行股，银行股此前的估值修复自然很难持续。不过步入下半年，伴随着资金利率的下行，其他大类资金收益率的下挫，各类融资产品刚性兑付被打破，原本沉淀其中的资金纷纷流出，而伴随着A股赚钱效应的提升，配置股票的资金显著增多，这从沪深股市成交额不断刷新天量便可见一斑，增量资金纷纷入场，具备了抬升大市值银行股的能力，而从银行股成交额不断攀升的角度看，增量资金对于银行股颇为宠爱，这也助推了银行的“新”估值修复行情。

最后，降息周期开启，市场憧憬经济企稳回升，可能会带动银行股的估值修复。作为典型的周期类股票，银行股此前的估值修复往往“无疾而终”与投资者对经济的担忧密不可分。从此前公布的经济数据来看，经济下行压力仍大，这也使得部分投资者对周期类品种敬而远之，选择参与小盘成长股的炒作。不过伴随着降息周期的开启，明年经济可能会出现企稳的可能。如果明年经济数据低位企稳，银行股可能会迎来类似2012年底到2013年初的一轮基于基本面的估值修复行情。

### 制约因素影响有限

银行股的估值修复在路上，修复行情未完，但仍有两大因素制约着银行股，一是降息对于银行的负面影响，二是资产质量的压力较大。但这两方面的因素有改善的空间，所造成的影响或有限。

一方面，降息和利率市场化大幅缩窄息差。据民生证券测算，按照目前上市银行的存款上浮水平，以及贷款利率统一下降40个基点测算2014年的降息对上市银行2015年息差影响9基点，对2015年净利润增速负面影响5%，但考虑到贷款利率已经完全市场化

化，贷款加权平均利率的降幅可能会小于40基点，实际结果可能会好于预期。此外，近期降准预期显著升温，如果施行降准将对银行股构成显著利好，抵消负面影响。

另一方面，2014年银行资产质量压力较大。据申银万国证券测算，银行加大核销力度预计2014年银行不良贷款利率上升19基点至1.17%，2015年不良贷款率继续上升16基点至1.33%。不过如果明年央行继续降息降准，社会融资成本降低有利于企业的盈利改善。

### 部分基金经理认为 银行股后市有支撑

□本报记者 常仙鹤

经历了周二周三的急速反弹，银行股在周四集体回调，截至昨日收盘，南京银行跌逾5%，宁波银行、中信银行、光大银行、平安银行、建设银行跌逾3%。部分基金经理表示，银行股短期上攻太急速，有震荡调整的需求，但是总体上来看大行情仍然向好，银行等金融股拥有较高的安全边际，如果未来降息银行股上涨空间仍然可期。

#### 板块面临宽幅震荡

“周四我们减了一些金融股，短期急涨急跌使风险有所增加，今年最后一轮IPO还将冻结大量资金，市场的资金层面可能吃紧，银行股可能要高位震荡一段时间。”对于昨天金融股的调整，一位基金经理如此表示。

今年银行股的上涨可谓“神速”，16家银行从10月底开始逐渐被净到12月全面消灭被净股，历时不足两个月。上述基金经理认为，目前银行股的估值仍然较低，最高的平安银行也仅为11.52倍，未来仍有估值修复的空间。不过，经历前期的快速上涨，短期来看其相对收益已不再明显，未来可能进入宽幅震荡阶段。现在选择投资蓝筹，市场博弈的成分较重。

申银万国则认为，市盈率低、股息率高的大盘蓝筹股对主力资金具有很大吸引力，这也是银行股在外部条件并不有利情况下还被反复炒作的原因。投资者要对大盘强势格局保持清醒认识，保持相对较高的仓位，不能在震荡中失去筹码。

#### 看好低估值蓝筹

Wind数据统计显示，三季度末仍重仓银行股的基金一共有230只，其中，持有仓位比例最高的是国泰上证180金融ETF、华夏上证金融地产ETF、华宝兴业上证180成长，均持有7只银行股，仓位全在40%以上，持有仓位分别是46%、44%、42%。

易方达沪深300量化增强截至三季度末的十大重仓股中有浦发银行、农业银行、招商银行、华夏银行四只银行股，中信证券、山西证券两只券商股，近期金融板块暴涨，易方达沪深300量化增强的提前重仓布局，收获了四季度的金融股大象起舞的行情，截至12月18日，该基金今年以来的净值增长率达到48.75%。

该基金经理罗山认为，长期处于高位的中长期利率水平逐步进入下行通道，将对市场形成很强的支持。在此预期下，股票市场可能迎来较好的投资机会，尤其是大盘蓝筹股的估值远低于历史平均估值。与各大海外市场相比，A股估值同样处于非常低的水平，对大规模的海外机构资金有相当大的吸引力，而沪港通的开通为海外资金进入A股市场提供了新的渠道。

也有基金经理人士表示，本轮牛市中信息传递的通道较为开放，散户参与度较高，有些机构是被迫加仓的，因此行情走的很急，但真正的大户还没有进场，后续的空间仍然值得期待。

## 圣诞到了，我还能交易港股通股票吗？

00~16:00的持续交易时段）。如果该日为港股通交易日，那么该日的港股通交易也没有午市交易（即只有9:00~9:15的开市前时段及9:30~12:00的持续交易时段）。但是，该日港股通交易的额度控制规定，与完整交易日的规定相同。

#### 3、港股通股票的交易时间是怎么规定的？

投资者买卖港股通股票的交易时间具体按联交所规定执行。在联交所，交易日的9:00~9:30为开市前时段（集合竞价），但港股通投资者则仅可以在9:00~9:15通过竞价限价盘申报；交易日的9:30~12:00以及13:00~16:00为持续交易时段（连续竞价），港股通投资者仅能通过增强限价盘申报。港股通投资者撤单的时间为9:00~9:15；9:30~12:00；12:30~16:00。

#### 4、什么是联交所的开市前时段？

联交所开市前时段是在早上开市前增设的交易时间，用以确定开市价。

在开市前时段，买卖盘积累到一段时间后，会在预先设定的对盘时段中对盘（即报价撮合）。也就是买卖盘会以买卖盘

类别、价格及时间等优先次序按“最终参考平衡价格”顺序对盘。

在开市前时段，交易系统只接受输入“竞价盘”及“竞价限价盘”指令，其中，港股通投资者只可以输入“竞价限价盘”。在该时段，输入交易系统的买卖盘价格不可偏离上日收盘价或按盘价（最近参考平衡价）9倍或以上及少于九分之一或以下，每个买卖盘不得超过3,000手股份。

#### 5、联交所开市前时段又分为以下的交易时段：

日期	时间	交易规则
输入买卖盘时段	9:00至9:15	只接受竞价盘及竞价限价盘输入。 注：港股通投资者只可以输入竞价限价盘，并且其间仅能撤销订单而不可以修改订单。
对盘前时段	9:15至9:20	只接受竞价盘。 注：港股通投资者不能输入“竞价盘”，因此，不可以9:15~9:20之间输入订单。
对盘时段	9:20至9:28	投资者不得在交易系统内输入、更改及撤销买卖盘； 已经存在的买卖盘会以买卖类别的（以竞价盘为先）价格及时间等优先次序对盘； 在此时段确定每一只证券的最终参考平衡价（即开盘价）。
暂停时段	9:28至9:30	至9:30持续交易时段开始前，不能将买卖盘传递至联交所的交易系统。

投资者可以通过联交所网站“市场运作”项下的“证券交易运作”内“交易机制”栏目，了解更详细的交易规则与机制。

#### 6、每个交易日的9:30至12:00、12:00至13:00以及13:00至16:00是联交所的持续交易时段。其中，12:00至13:00为延续早市时段，只适用于指定证券，而港股通股票不包括在内，因此，对于港股通投资者而言，在这一时段是无法参与交易的。

在持续交易时段，一方面，交易系统会按照价格优先、时间优先的原则成交；另一方面，交易系统只接受“限价盘”、“增强限价盘”及“特别限价盘”。注意，港股通投资者仅可输入“增强限价盘”。在此时段，输入交易系统的买卖盘价格应当遵循联交所的报价规则（参见联交所《交易所规则》第503条，第505条至507条A）。同时，每个买卖盘的数量不得超过3000手股份。

#### 7、免责声明：

本栏目刊载的信息不构成任何投资建议，投资者不应以该等信息取代其独立判断或仅根据该等信息做出决策。上海证券交易所力求本栏目刊载的信息准确可靠，但对这些信息的准确性或完整性不作保证，亦不对因使用该等信息而引发或可能引发的损失承担责任。更多港股通投资知识，投资者可查阅上交所沪港通投资者教育专区（<http://edu.sse.com.cn/col/shhkconnect/home/>）。

### ■ 上交所沪港通投资者教育专栏（二十七）

#### 一、港股通交易日是怎样安排的？

港股通将仅在沪港两地均为交易日并且能够满足结算安排时开通。具体交易日安排，将由上交所证券交易服务公司在其指定网站对市场公布。沪港通开通当年的交易日安排将在开通之前向市场公布。

如果发生上交所证券交易服务公司认定的特殊情形，导致或者可能导致港股通交易无法正常进行的，那么上交所证券交易服务公司可以调整港股通交易日并向市场公布，您可以点击上交所官方网站的“沪港通”栏目查询港股通的交易时间（网址是：<http://www.sse.com.cn/market/services/hkexsc/home/holiday/>）。

具体来看，在2014年圣诞节，交易日安排如下：

日期	是否提供港股通服务	原因
2014/12/24	上午提供，下午不提供	下午不满足结算安排
2014/12/25	全天不提供	圣诞节
2014/12/26	全天不提供	圣诞节后第一个周末
2014/12/27	全天不提供	周末
2014/12/28	全天不提供	周末

#### 二、在香港市场的半日交易中，港股通交易如何安排？

内地投资者参与港股通交易，应关注，在联交所市场存在半日交易的情况。在香港市场，圣诞节、元旦和农历新年的前一日如果不是周末，那么该日没有午市交易（即13: