

2010 年 10 月 29 日

策略如何看银行？

——打造银行的“驱动力”和“信号验证”机制

相关研究

《宏观缩影，择时为上一中游投资逻辑》—2010 年 9 月 16 日

《策略如何看化工—打造化工的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 8 月 27 日

《策略如何看钢铁—打造钢铁的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 7 月 30 日

《可选为剑、必需做盾—下游投资逻辑》—2010 年 6 月 28 日

分析师

凌鹏（策略）(A0230209090482)
lingpeng@swsresearch.com

励雅敏（银行）(A0230200010070)
liymin@swsresearch.com

冯宇（策略）(A0230210080006)
fengyu@swsresearch.com

李鹏（金融工程）(A0230210070005)
lipeng@swsresearch.com

黄鑫冬（策略）
huangxd@swsresearch.com

左俊义（策略）
zuojy@swsresearch.com

苏畅（宏观）
suchang@swsresearch.com

联系人

张潇潇
(8621)23297818x7294
zhangxx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

主要内容：

- 银行研究关注量、净息差和拨备。量需要关注存、贷款的数量和结构，净息差受经济景气、货币政策、债券收益率和股市表现等因素共同影响。信贷成本非常重要，每年拨备的计提和释放均会干扰最终的净利润，但拨备的研究恰恰是银行研究的难点。
- 净息差变动的来源主要有三个：基准利率和债券收益率的变动、贷款利率上下浮动比率的变化、资产负债结构的调整。银行的净息差变动受经济景气、货币政策、债券收益率和股市表现共同影响。经济景气上升，银行贷款议价能力提升、企业存款活期化均会提升净息差；经济景气下滑，企业贷款需求下降，银行被动投放信贷，票据融资比率上升，拖累净息差。经济过热时，货币政策收紧，进入加息周期，若对称加息（活期存款不调整），净息差会迅速扩大，债券到期收益率也会提升。经济复苏过程中股市上涨，通胀预期增强导致居民存款活期化，净息差扩大。这些因素并不独立，而是相互影响，使得对银行净息差变动的分析尤为复杂。
- 2000 年以来，除 08 年在市场下跌过程中跑赢指数外，银行共有八次跑赢大盘，但 06 年 6 月前后的投资逻辑截然不同。06 年 6 月之前，银行股权重大，可作为单独板块投资。06 年 6 月之后大量银行上市，市值占比接近 20%，对银行股的投资不再仅关注净息差、信贷量和不良贷款形成预期，还要考虑股市流动性和风格转换等因素。
- 我们对银行股的投资策略总结如下：第一，经济向好、净息差上升是根本；第二，紧盯有色、煤炭把握股市流动性，做好资金准备；第三，小盘股、概念股被充分炒作，银行估值优势体现，特定事件促发风格转化；第四，行情可能自我强化，关注后续资金流入和钢铁股表现；第五，若看好银行股，小资金或可增配保险和证券股，当然也要结合考虑该行业基本面情况。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

目 录

1. 银行的“驱动力” + “信号验证” 机制	4
1.1 银行研究关注量、净息差和拨备	4
1.2 银行的“驱动力”和“信号验证” 机制	6
1.3 银行“驱动力”和“信号验证” 机制的历史验证	8
2. 银行股投资：把握净息差、流动性和风格	11
2.1 净息差扩大、流动性充裕、概念小盘已被暴炒	11
2.2 策略如何看银行：银行分析师是半个策略研究员	15

图表目录

图 1：招行核销前不良贷款余额增速和制造业利息保障倍数呈反向变化	6
图 2：浦发关注类贷款增速变化先于不良贷款余额	6
图 3：中小银行贷款高收益意味着更高信用风险	6
图 4：经济景气上行促使企业存款活期化	8
图 5：企业家信心增强与企业存款活期化同步	8
图 6：09 上半年票据利率低于一年存款利率	8
图 7：09 上半年票据融资大增基于经济尚未复苏	8
图 8：未来物价预期与居民存款活期化程度同步	9
图 9：股市涨跌与居民存款活期化程度同步	9
图 10：05 年以来，贷款利率上、下浮动比率变化经历了四个阶段	9
图 11：2003 年来经济波动经历三个周期	10
图 12：2003 年至今经历一个货币周期	10
图 13：2003 年来银行净息差变动分七个阶段	10
图 14：2000 年来，银行板块共九次跑赢大盘	11
图 15：工行上市后银行股加速上涨	12
图 16：工行上市直接促成风格转化	12
图 17：07 年居民“存款搬家”	12
图 18：上调印花税促成市场风格转化	12
图 19：新增信贷超预期，企业活力回升	12
图 20：09 年 5 月新增信贷超预期促成风格转化	12
图 21：06、07 年有色煤炭早于银行上涨	13
图 22：09 年上半年有色煤炭早于银行上涨	13
图 23：小盘股估值大幅快速提升为后续风格转化埋下伏笔	14
图 24：保险股弹性高于银行股	14
图 25：银行股与券商股之间存在一定联动关系	14

表 1: 银行分为大型商业银行、股份制银行和城市商业银行	4
表 2: 银行研究关注量、净息差和拨备	4
表 3: 净息差受经济景气、货币政策、债券收益率和股市表现共同影响	7
表 4: 2003 年来, 银行净息差变动分为七个阶段	11
表 5: 银行股跑赢指数需要综合基本面、流动性和风格转换三因素	13
表 6: 策略跟踪的银行中观数据库	15

银行的研究对于观察经济景气、体会资本市场活跃程度意义非凡，经济景气、货币政策、债券收益率和股市表现均会影响银行净息差，从而影响银行利润。投资方面，把握银行股启动时点尤为关键。一来银行市值巨大，连续上涨必然带动大盘上扬、触发风格转换，公募基金只能加仓跟随。二来投资银行股占用极大资金，若短期无法上涨，持有者必然倍受煎熬、错过其他投资机会。

1. 银行的“驱动力”+“信号验证”机制

上市银行主要分大型商业银行、股份制银行、城商行三类，业务差异很小。但银行板块市值占比在整个市场中排名第一，对指数影响举足轻重。

表 1：银行分为大型商业银行、股份制银行和城市商业银行

	家数	A 股总市值占比	A 股流通市值占比
大型商业银行	5	13.34%	11.84%
股份制商业银行	8	4.52%	5.83%
城市商业银行	3	0.55%	0.88%
合计	16	18.41%	18.55%

注：数据截止 2010 年 10 月 22 日

资料来源：申万研究

1.1 银行研究关注量、净息差和拨备

银行利润表和制造业不同，但可相互比照。由于中间业务收入占比较小，故利息净收入相当于制造业的主营业务收入，拨备类似资产减值损失。为了格式统一，我们在这里依然沿用制造业的 IS 表来构造银行业的 IS 表。银行研究关注量、净息差和拨备。

表 2：银行研究关注量、净息差和拨备

利润表项目	核心指标	明细指标	下游驱动因素
一、营业收入			
其中：利息净收入	量	M1、M2 新增人民币贷款 票据融资/贷款	工业企业 ROE 工业增加值、企业家信心指数 上证指数、未来物价预期指数
	价	加权贷款利率、 贷款利率上下浮区间比 一年期存贷款利率 10 年期国债收益率	存款增速-贷款增速、CPI
二、营业总成本			
其中：营业成本			
营业税金及附加			
销售费用			
管理费用			
财务费用			

资产减值损失	拨备	不良贷款比例及余额、 拨备覆盖率
加：公允价值变动收益		
投资收益		
<hr/>		
三、营业利润		
加：营业外收入		
减：营业外支出		
<hr/>		
四、利润总额		
减：所得税		
<hr/>		
五、净利润		
少数股东损益		
归属于母公司所有者 的净利润		

注：为保证损益表的完整性，我们保留空白部分，其他行业在这些部分可能有指标

资料来源：申万研究

负债业务和资产业务是银行最核心的两大主营业务。负债业务包括存款、发行金融债券和同业拆借，资产业务包括贷款、债券投资、同业拆借和央行准备金。

量需要关注存、贷款的数量和结构。数量受经济状况和央行货币政策影响，结构影响净息差。惯常的认识是存款决定贷款，即银行先吸收存款再发放贷款。但在预测未来存贷款数量时，分析员的做法是先根据央行公布的年度货币增长目标推算新增贷款量，再在此基础上调节几个点确定存款量。贷款和存款的关系还会受到存贷比等政策的约束。

净息差相当于制造业毛利率，是反映银行景气的关键指标，受经济景气、货币政策、债券收益率和股市表现等因素共同影响。央行货币政策执行报告中的加权贷款利率和各银行披露的净息差全面反映了银行业净息差变化，平常需要跟踪贷款上下浮动比率、十年期国债收益率、基准利率和存贷结构等变化。

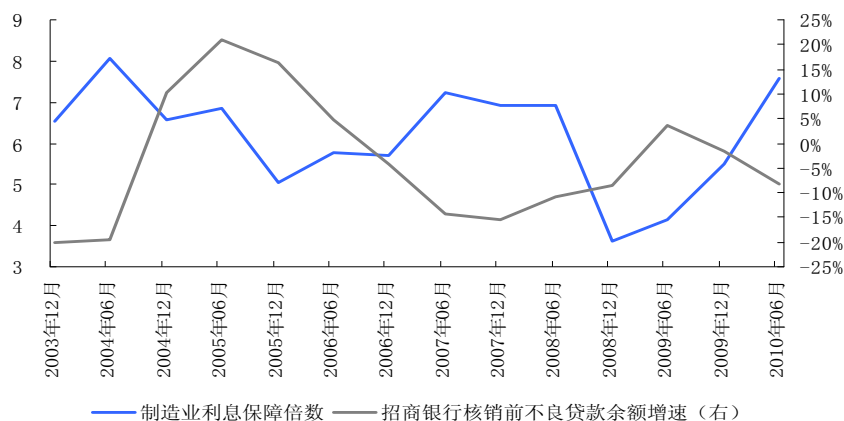
银行信贷成本非常重要，每年拨备的计提和释放均会干扰最终净利润，但拨备的研究恰恰是银行研究的难点。首先，虽然国家对银行业的不良贷款计提有五级分类标准，但各家银行具体执行方案有差异，因此不能简单横向比较各家银行的不良贷款比率和拨备覆盖率。其次，不良贷款比率、拨备覆盖率仅能反映已有的情况，无法体现正在形成的不良贷款状况。经济下滑是否一定形成不良贷款？程度有多大？现在的拨备是否充足？这些问题均很难回答。

策略也无法解决这一问题，在此我们仅提示几种惯用的方法：

首先，必须持续跟踪每季度公布的不良贷款比例、余额和拨备覆盖率的变化。虽然数据在公布时点上有所滞后，但也反映部分信息。

其次，关注制造业利息保障倍数的变化。制造业是银行首要的贷款流向方，其利息保障倍数的下降可能引发银行不良贷款比率上升。

图 1：招行核销前不良贷款余额增速和制造业利息保障倍数呈反向变化



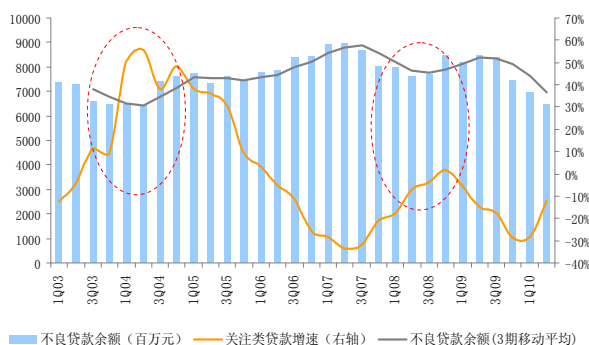
注：利息保障倍数=（税前利润+财务费用）/财务费用

资料来源：Wind，申万研究

第三，观察银行“关注类贷款”增速的变化。银行贷款的恶化总是先从“关注类贷款”开始，然后扩散到后三类的不良贷款。

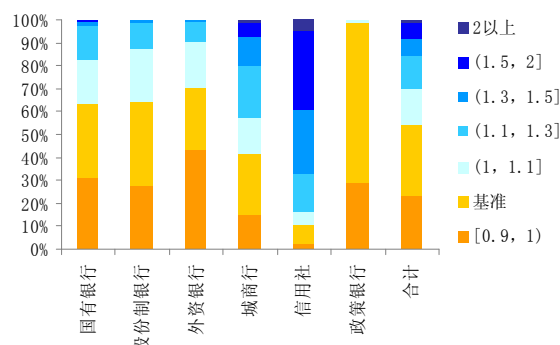
第四，关注中小银行的资产质量变化。以城商行、信用社为代表的中小银行中，贷款利率上浮比例和幅度远高于大型国有银行，更高的收益率也意味着更大的信用风险。

图 2：浦发关注类贷款增速变化先于不良贷款余额



资料来源：浦发银行定期报告、申万研究

图 3：中小银行贷款高收益意味着更高信用风险



资料来源：央行货币政策执行报告、申万研究

1.2 银行的“驱动力”和“信号验证”机制

净息差变动的来源主要有三个：基准利率和债券收益率的变动、贷款利率上下浮动比率的变化、资产负债结构的调整。

基准利率和债券收益率的变动是货币政策的结果。利率变动对银行净息差的影响最甚，且有滞后效应¹。除关注一年期存、贷款利率之外，利率结构同样重要，不同期限的加息幅度不同必然引起资产负债结构调整，最终影响净息差变化。债券收益率受存贷增速差、基准利率和通胀预期等因素影响。货币紧缩之初，基准利率不动而信贷受压缩，存贷增速差扩大，债券收益率下降，对银行净息差影响负面；随着紧缩深化，央行上调基准利率，债券收益率也会上升，

¹ 一般而言，贷款调整比存款快，贷款一般要一年时间。

对净息差贡献正面。一般而言，银行持有债券到期，所以期间的收益率变动影响有限，所以我们应重点关注利率调整对净息差的影响。

中国的利率并未完全市场化，但企业贷款利率可以下浮10%、上浮无限制，上下浮贷款数量占比的变动能体现银行议价能力。通常来看，经济景气上行时，企业贷款需求增加，银行议价能力提升，上浮贷款数量占比增加。但该比率和市场竞争、资产负债结构²也有关，比较复杂，需要具体甄别。

贷款、债券和存款是银行的主要业务。在银行的资产种类中，贷款利率一般比债券收益率高，当其他条件不变时，债券占比上升会导致净息差下降。在贷款和存款的结构中，贷款中的票据占比、存款中的企业活期定期比和居民储蓄活期定期比是核心。票据占比大幅上升通常和银行被动信贷投放有关，此时实体经济缺乏投资机会，真实贷款需求并不强烈。企业存款活期定期比体现经济活力，景气上升时企业家信心增强，将定期存款转成流动性更强的活期存款从事生产经营活动。居民存款活期定期比与股票市场上涨和通胀预期有关。

整体而言，银行净息差变动非常复杂，受经济景气、货币政策、债券收益率和股市表现共同影响。经济景气上升，银行贷款议价能力提升、企业存款活期化均会提升净息差；经济景气下滑，企业贷款需求下降，银行被动投放信贷，票据融资比率上升，拖累净息差。经济过热时，货币政策收紧，进入加息周期，若对称加息（活期存款不调整），净息差会迅速扩大，债券到期收益率也提升。经济复苏过程中股市上涨，通胀预期增强导致居民存款活期化，净息差扩大。

困难的是，上述核心驱动力并不独立，而是相互影响。股市受经济和货币政策影响，货币政策又与经济走势反向。比较现实的做法是先单独分析各变量的影响，然后再综合考虑，哪些因素影响更大不得不取决于经验和主观判断。

表 3：净息差受经济景气、货币政策、债券收益率和股市表现共同影响

驱动力	驱动力指标	净息差影响指标	对净息差影响
经济景气 ↑	工业增加值 ↑	贷款议价能力 ↑	+
	企业家信心 ↑	企业存款活期化 ↑	+
		票据融资比 ↓	+
	通胀预期 ↑	居民存款活期化 ↑	+
货币政策 ↓	基准利率 ↑	加权利率、债券收益率 ↑	+
	信贷 ↓	配置债券 ↑	-
		贷款上浮比率 ↑	+
股票市场 ↑	上证指数 ↑	居民存款活期化 ↑	+

注：灰色底纹表示下面做单独实证检验

资料来源：申万研究

² 在中国，固定资产投资带动景气上升，中长期贷款比重上升，但很多大客户的利率未必上浮，所以整体上浮比率反而下降，如 05-07 年。

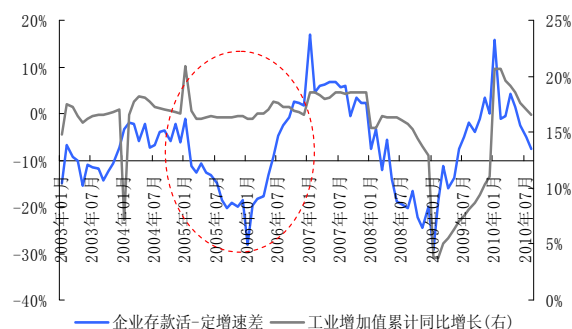
1.3 银行“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证

按照上述逻辑，我们先验证单变量之间的关系，再进行综合，分七个阶段分析 2003 年以来的净息差变动。

(1) 经济景气上行促使企业存款活期化、票据融资比率下降，提升净息差。

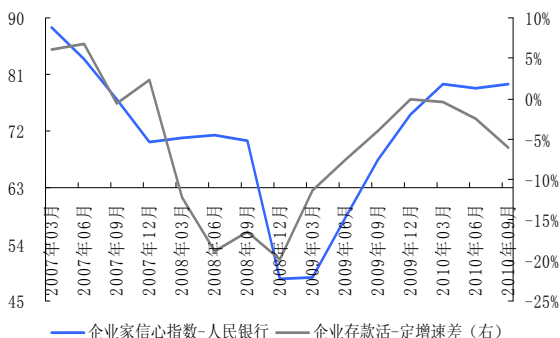
工业增加值累计同比增速可作为经济景气度的表征，03 年以来，工业增加值累计同比增速和企业存款活期定期增速差趋势相同³。07 年以来这一关系更加明显，央行公布的企业家信心指数和企业存款活期定期增速差也关系密切。

图 4：经济景气上行促使企业存款活期化



资料来源：CEIC，申万研究

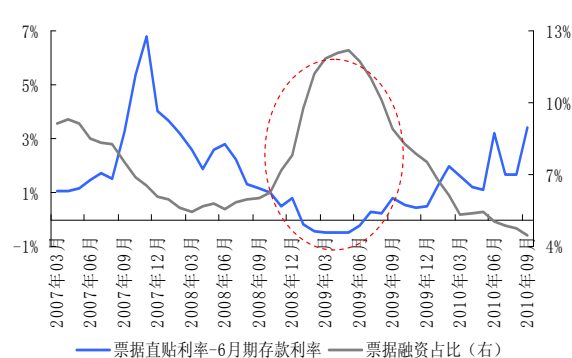
图 5：企业家信心增强与企业存款活期化同步



资料来源：CEIC，申万研究

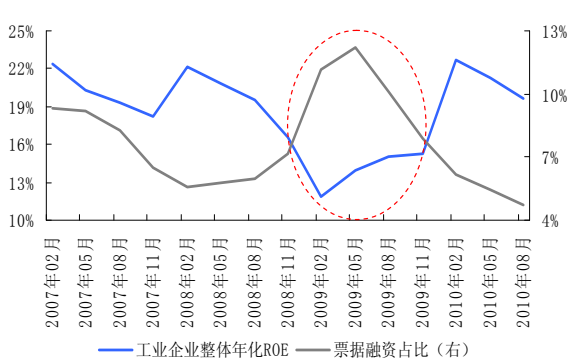
票据融资收益率低，故在银行贷款中所占比重不大。但 09 年上半年，银行被动投放巨额信贷，在微观企业缺乏投资意愿和动力的背景下，票据融资比率大幅上升，致使票据融资利率甚至低于一年期存款利率，出现罕见的套利机会，拖累银行净息差。由于此时经济尚未真正复苏，实体收益率低下，相当部分资金流入股市，造成股市流动性泛滥。票据融资比率是区别银行主动或被动信贷投放、观察股市流动性的重要指标。

图 6：09 上半年票据利率低于一年存款利率



资料来源：CEIC，申万研究

图 7：09 上半年票据融资大增基于经济尚未复苏



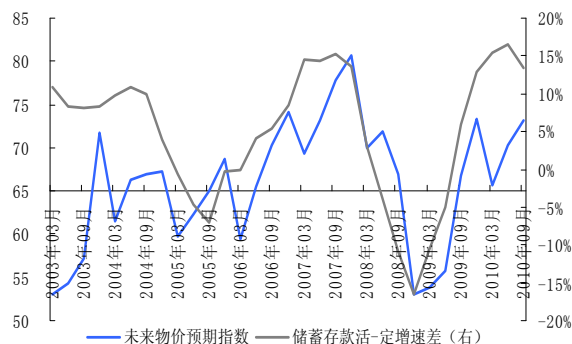
资料来源：CEIC，申万研究

³ 这一关系在 05-06 年出现严重背离，主要与当年宏观调控有关。05 年国家针对投资过热的宏观调控十分严厉，严控信贷、禁止与钢铁、水泥、电解铝等新项目上马，企业只能将存款转为定期。06 年情况改善、通胀缓解，调控放松，企业投资活动增强，存款转回活期。

(2) 股市上涨、通胀预期促使居民存款活期化，提升净息差。

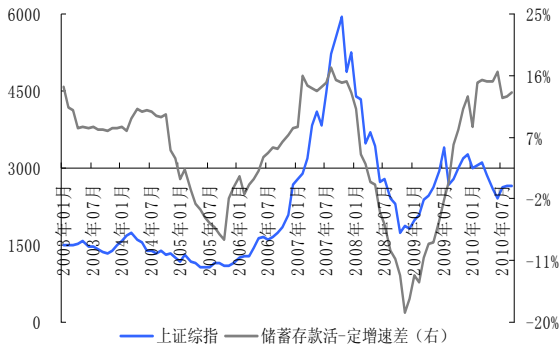
当股市上涨、通胀预期上行时，居民倾向于将定期存款转换成活期存款，随时备用。这一状况在 07 年 5-10 月最明显。

图 8：未来物价预期与居民存款活期化程度同步



资料来源：CEIC，申万研究

图 9：股市涨跌与居民存款活期化程度同步

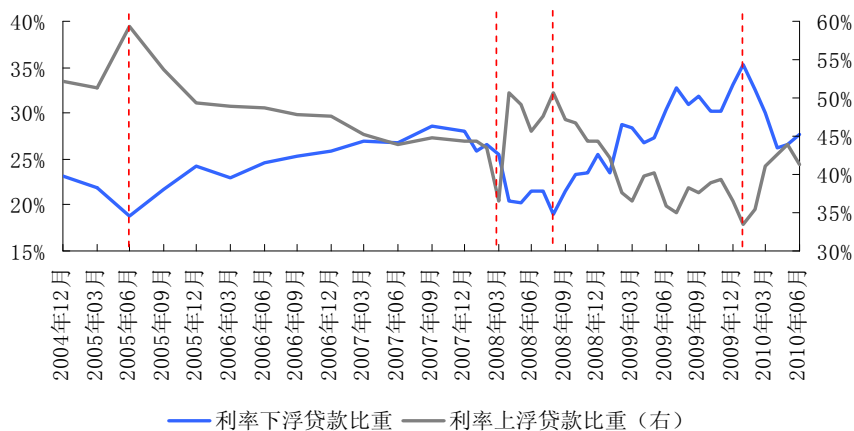


资料来源：CEIC，申万研究

(3) 贷款利率上、下浮比率大体反映银行议价能力变化，尤其是在 08 年后。

05 年以来，贷款利率上、下浮比率出现过四次变化⁴。05 年 2 季度至 08 年 1 季度，上浮比率系统性下降。08 年 2 季度至 3 季度，上浮比率有所上升。08 年 4 季度至 09 年 4 季度，上浮比率再次下滑。今年以来，上浮比率回升。

图 10：05 年以来，贷款利率上、下浮动比率变化经历了四个阶段



资料来源：央行货币政策执行报告，申万研究

第一阶段是中国经济持续向好的阶段，银行议价能力反而下降，看似令人费解。其中很重要的原因是国家加大基础设施投资，导致银行缺乏议价能力的中长期贷款比重上升。此外，这一时期中国商业银行开始大力推进市场化改革，竞争加剧使得各家银行争相下调利率以吸引客户、抢占市场份额；另一方面经济向好使得企业经营状况良好，破产风险下降，从而风险溢价消失。第二阶段银行议价能力的短暂上升是由于银行紧缩信贷投放，世界经济下滑端倪显现，对经济基本面担忧加剧，从而要求更高风险溢价。第三阶段，经济缓步复苏，在央行指导下商业银行被动投放大量信贷，导致议价能力下滑；另一方面，银

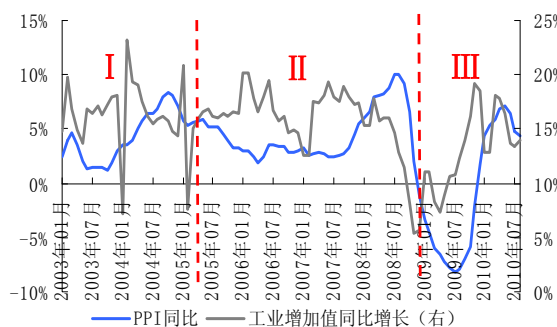
⁴ 由于上浮比率和下浮比率一般反向变动，我们只用上浮比率变化划分阶段。

行主动回避高收益、高风险的贷款。第四阶段，经济回升势头稳固，企业贷款需求旺盛，央行再次紧缩信贷，议价能力重归上升。

(4) 2003 年来，净息差变化分七个阶段，受经济、货币政策和股市影响。

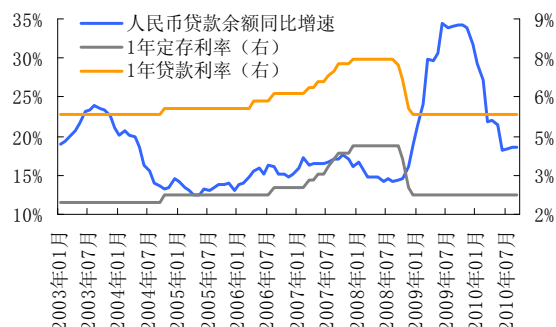
以 2003 年为起点，按工业增加值和 PPI 两个维度，经济共经历三个周期；从加息到降息共一个周期，期间伴随着信贷宽松和收紧；股市则经历两轮牛熊。

图 11：2003 年来经济波动经历三个周期



资料来源：华通人，申万研究

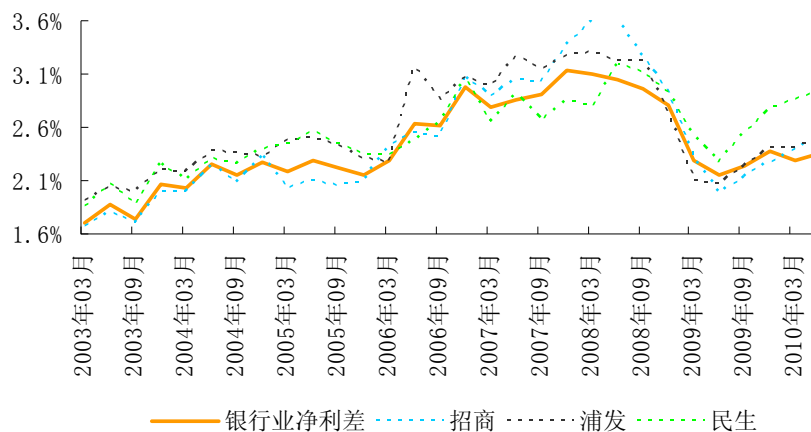
图 12：2003 年至今经历一个货币周期



资料来源：Wind，申万研究

我们无法获得银行业整体的净息差，只能汇总上市银行公布的数据。但银行直到 06 年后才大量上市，之前数据代表性不足，且缺乏连续性。鉴于此，申万金融工程小组根据所有可得数据合成了上市银行整体季度净息差，具体方法见脚注⁵。

图 13：2003 年来银行净息差变动分七个阶段



资料来源：各银行季报，申万研究

⁵ 上市银行净利息收入总和除以生息资产总和得出净息差时间序列。由于上市银行不断扩充，净息差数据进行调整后才可比。净息差时间序列分为 3 段：2003Q1-2006Q4、2007Q1-2007Q3、2007Q4-2010Q2；分别对应银行的 3 个组合：2003 年之前上市（A 组）、2007 年之前上市（B 组）、2007 年 Q3 之前上市（C 组、样本全体）。分别计算 3 组银行 2007Q4-2010Q2 的 NIM 均值，将 A、B 组均值与 C 组相减，得出 A、B 组与样本全体的系统性差异。2007Q4-2010Q2 的 NIM 数据不作调整，2003Q1-2006Q4，2007Q1-2007Q3 的 NIM 数据分别扣除 A、B 组银行相对 C 组的系统性差异，得出可比的时间序列。

03年以来，净息差变化可分为7个阶段，每阶段主导因素不同，总结如下：

表 4：2003 年来，银行净息差变动分为七个阶段

时间	NIM 变动	经济景气	货币政策	股市表现	综合评价
03Q1-04Q2	+56BP	复苏到过热	信贷收紧	结构性行情	信贷需求旺盛；但信贷供给受限制，银行贷款议价能力提高
04Q3-05Q4	-10BP	投资过热	加息一次	创低点后反弹	加息有利净息差；国家严控信贷和项目投资，企业存款定期化增加，不利净息差
06Q1-07Q1	+63BP	过热势头出现	加息三次	持续上升	加息促使 NIM 扩大，经济过热使银行贷款议价能力提高
07Q2-07Q4	+35BP	经济过热	加息五次	持续高涨后回落	加息和存款活期化扩大 NIM，过热提高银行贷款议价能力
08Q1-08Q3	-17BP	由过热到滞胀	信贷紧缩	持续下跌	经济堪忧，存款定期化出现
08Q4-09Q2	-82BP	衰退后复苏	降息、信贷宽松	反弹	大幅降息，银行被动信贷创造，议价能力大幅降低
09Q3-10Q2	+22BP	过热后滞胀	信贷正常化	震荡	被动信贷结束，经济回升使贷款议价能力恢复；存款重定价

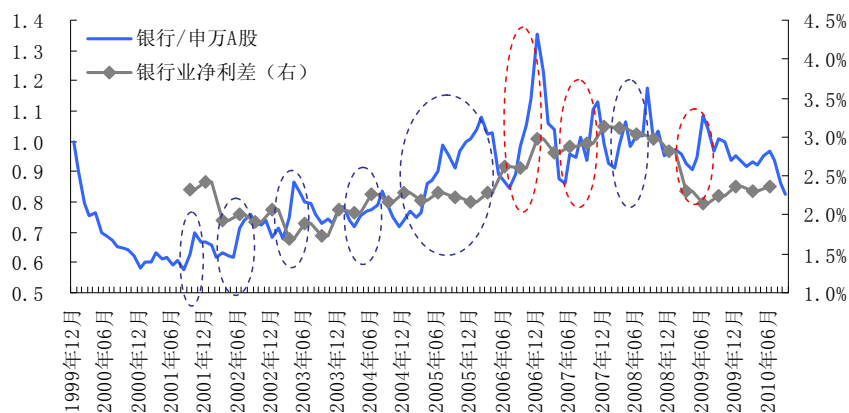
资料来源：申万研究

2. 银行股投资：把握净息差、流动性和风格

2.1 净息差扩大、流动性充裕、概念小盘已被暴炒

2000 年以来，除 08 年在市场下跌过程中跑赢指数外，银行共有八次跑赢大盘，但 06 年 6 月前后的投资逻辑截然不同。06 年 6 月之前，银行股权重大，可作为单独板块来投资。06 年 6 月之后大量银行上市，市值占比接近 20%，银行股投资不再仅关注净息差、信贷量和不良贷款形成预期，还要考虑股市流动性和风格转换等因素。我们着重分析 06 年 6 月后跑赢指数的三个阶段。

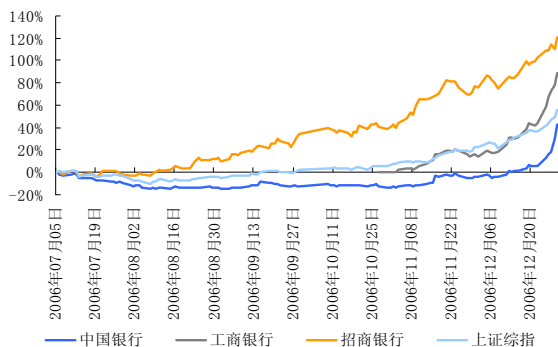
图 14：2000 年来，银行板块共九次跑赢大盘



资料来源：Wind，申万研究

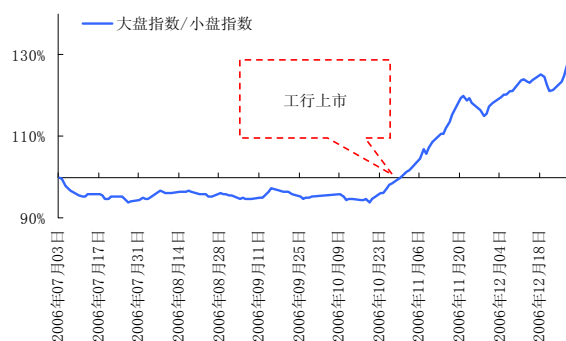
06 年 7-12 月，经济从复苏到过热，央行加息、企业存款活期化使净息差迅速扩大，中行和工行上市带动银行股集体上扬，促使风格由小盘向大盘转换。

图 15: 工行上市后银行股加速上涨



资料来源: Wind, 申万研究

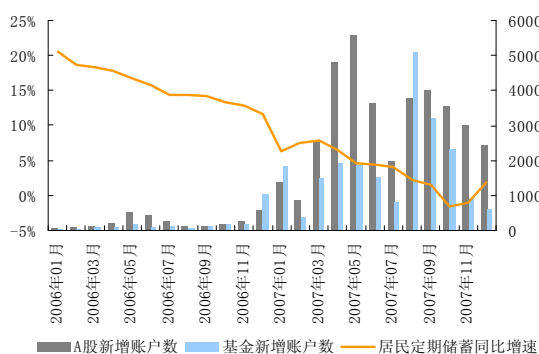
图 16: 工行上市直接促成风格转化



资料来源: Wind, 申万研究

07 年 6-10 月，经济过热、央行持续加息，净息差继续上升。股市大涨的财富效应导致居民“存款搬家”，定期存款甚至出现负增长，流动性环境极其宽松。上调印花税促使风格转化，大量资金从前期暴炒的小盘中流出，回到估值相对安全的大盘股上。

图 17: 07 年居民“存款搬家”



资料来源: 华通人, Wind, 申万研究

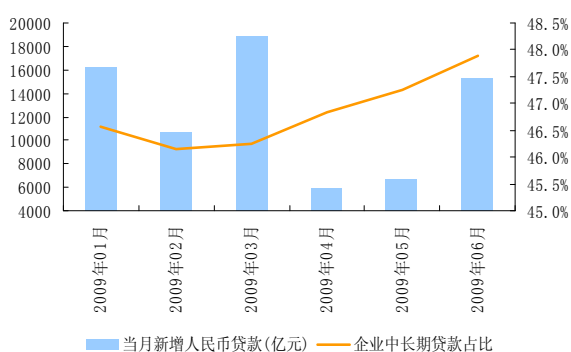
图 18: 上调印花税促成市场风格转化



资料来源: Wind, 申万研究

09 年 5-6 月，宏观经济企稳回升，票据融资比率开始下降、市场预期净息差见底。同时，以新能源为代表的中小股票涨幅巨大、估值高企，银行估值优势明显。5、6 月新增信贷持续超预期，流动性环境保持宽松，银行上涨再次引领大盘风格从小盘到大盘。

图 19: 新增信贷超预期，企业活力回升



资料来源: 华通人, Wind, 申万研究

图 20: 09 年 5 月新增信贷超预期促成风格转化



资料来源: Wind, 申万研究

结合基本面、流动性和风格，将 06 年 6 月后银行跑赢大盘的时间、涨幅、原因总结如下：

表 5：银行股跑赢指数需要综合基本面、流动性和风格转换三因素

时间	银行涨幅	申万 A 指涨幅	原因		
			基本面	流动性	风格
06.7-12	125.80%	41.70%	经济高涨、持续加息、企业存款活期化致使净息差持续上升	信贷增速维持高位	中行、工行陆续上市促成风格转化
07.6-10	67.20%	30.40%	经济过热、持续加息、居民定期储蓄存款流出、国债收益率攀升继续推高净息差	居民存款搬家、股票和基金开户数大幅上升	小盘股估值高企、“530”事件刺破小盘股泡沫
09.5-6	40.80%	17.70%	经济复苏、存款活期化预示净息差见底	09 年上半年银行巨量信贷投放	以新能源为代表的小盘股积累巨大涨幅、5 月信贷超预期改变投资者情绪

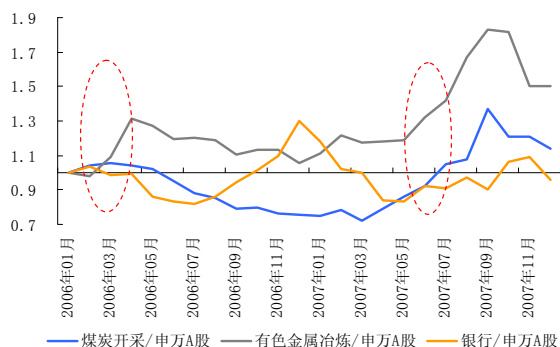
资料来源：申万研究

我们对银行股的投资策略总结如下：

第一，经济向好、净息差上升是根本。银行业务涉及经济活动各个层面，银行基本面等同于宏观经济基本面，买银行等同于买经济。无论是 06 年 7-12 月和 07 年 5-10 月的经济复苏、过热，还是 09 年 5-6 月的经济见底，景气上升的预期均非常明确。2010 年来，银行持续下跌虽有再融资、地方融资平台、利率市场化等因素干扰，但经济增速回落是根本问题。

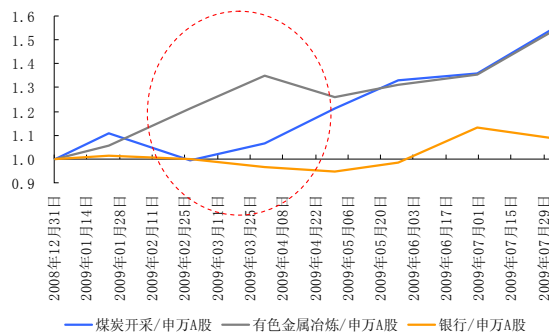
第二，紧盯有色、煤炭把握股市流动性，做好资金准备。配置银行需消耗大量资金，股市流动性充裕必不可少。有色和煤炭股票对股市流动性最敏感，06、07 和 09 年，有色和煤炭股均领先银行股上涨。在实体经济中有色期货价格也是最敏感的，能够更早确认经济复苏，提前于银行净息差的改善。

图 21：06、07 年有色煤炭早于银行上涨



资料来源：Wind，申万研究

图 22：09 年上半年有色煤炭早于银行上涨

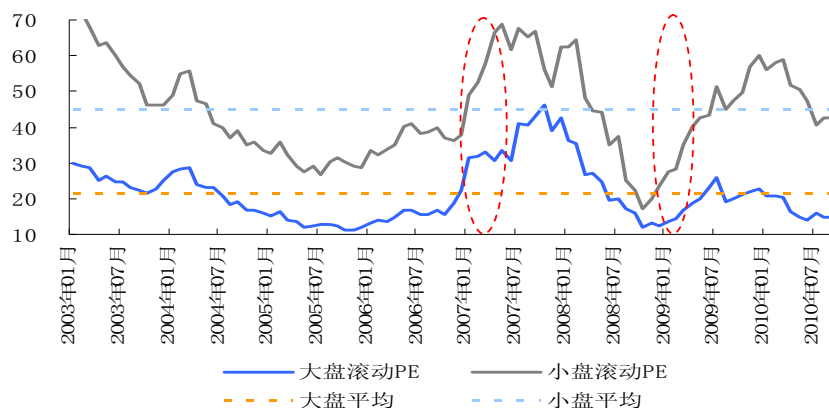


资料来源：Wind，申万研究

第三，小盘、概念股被充分炒作，银行具备估值优势，特定事件促发风格转化。风格转换是结果，而非原因，银行股上涨必然带动风格转换。期间需要

特定事件触发风格转换，但是事先永远无法预测。唯一确定的是，风格转换之前，小盘和概念股被暴炒，估值远高于正常水平，银行股相对估值优势凸显。

图 23：小盘股估值大幅快速提升为后续风格转化埋下伏笔

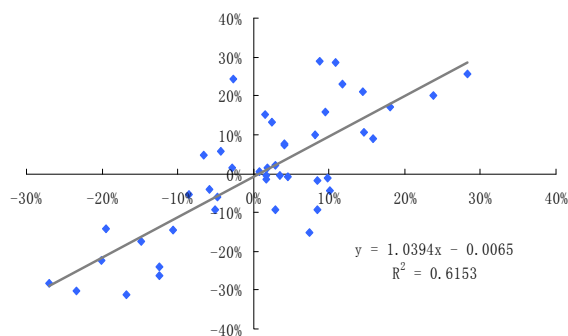


资料来源：Wind，申万研究

第四，行情可能自我强化，关注后续资金流入和钢铁股表现。银行股持续上涨，指数定然飙升，公募基金必须跟随，牛市氛围吸引场外资金，行情可能自我强化。此时，银行股投资演变成资金的博弈游戏，需要关注后续资金能否持续流入，比如客户保证金、基金发行（特别是指数型基金）等。同时，投资者应观察钢铁股⁶的表现，一旦钢铁股随银行股狂涨，表明市场情绪亢奋到顶点，整个市场再也找不到绝对的“估值洼地”，回落风险加大。

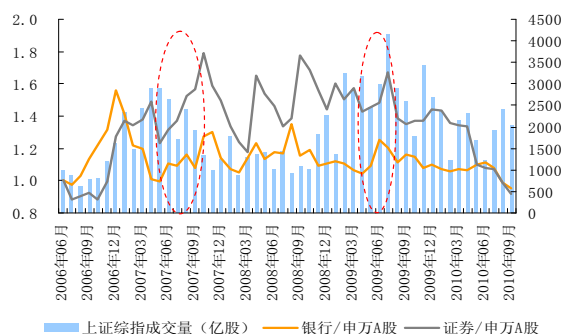
第五，若看好银行股，小资金或可增配保险和证券股，当然也要结合考虑该行业基本面情况。如同看好钢铁的投资环境更应该投资煤炭股一样，看好银行的投资环境更应投资保险和证券股，因为它们弹性更大、更适合小资金。银行股上涨需要明确经济景气上升，这时往往已有过热倾向，会伴随货币紧缩预期。这种紧缩对银行既有利（净息差扩大），又有弊（不良贷款风险），所以在投资银行股时会有犹豫。但这对保险而言几乎是有百利而无一害，故买银行不如买保险。同时，银行股上涨意味股市流动性充裕、交易活跃、指数加速上涨，牛市的氛围使券商股受到青睐。

图 24：保险股弹性高于银行股



资料来源：Wind，申万研究

图 25：银行股与券商股之间存在一定联动关系



资料来源：Wind，申万研究

6 关于钢铁股的投资策略详见策略思考第九篇报告《策略如何看钢铁》

2.2 策略如何看银行：银行分析师是半个策略研究员

一个优秀的银行分析师，不但要了解宏观经济、货币政策、债券收益率、资金充裕程度，还需要把握流动性、知道风格转换，所以一个优秀的银行分析师就是半个策略研究员。

自此，我们完成了上游（策略思考第 3-5 篇）、下游（策略思考第 6-8 篇）、中游（策略思考第 9-11 篇）和银行的分析报告，形成了 12 篇报告。我们越来越发现：流动性是研究 A 股市场回避不了的问题。过去几年，市场也积累了很多关于流动性的研究方法，我们会在下篇策略思考中进行系统阐述，提出我们分析的框架和逻辑，并在申万三亚年会上发布。

策略跟踪的银行中观数据库结构如下：

表 6：策略跟踪的银行中观数据库

大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
金融	银行	M1 同比增速，M2 同比增速	中国人民银行	月	每月 11 日
		月度新增人民币贷款	中国人民银行	月	每月 11 日
		票据融资余额、人民币贷款余额	中国人民银行	月	每月中下旬
		活期存款同比增速、定期存款同比增速	中国人民银行	月	每月 11 日
		居民活期储蓄余额、居民定期储蓄余额	中国人民银行	月	每月中下旬
		人民币贷款加权平均利率，人民币贷款利率上下浮区间占比	中国人民银行	月	2、5、8、11 月
		1 年期贷款基准利率、1 年期存款基准利率	中国人民银行	不定期	不定期
		10 年期国债到期收益率	中国债券信息网	周	每周五
		商业银行不良贷款余额、比例，拨备覆盖率	银监会	季	1、4、7、10 月
		外生关键指标	数据来源	频度	更新日期
		工业增加值同比增长	国家统计局	月	每月 11 日
		CPI 同比	国家统计局	月	每月 11 日
		工业企业 ROE	国家统计局	季	3、6、9、11 月
		企业家信心指数	中国人民银行	季	3、6、9、12 月
		城镇居民未来物价预期指数	中国人民银行	季	3、6、9、12 月
		上证综合指数	上海证券交易所	月	每月末
		人民币存款同比增速，人民币贷款同比增速	中国人民银行	月	每月 11 日

资料来源：申万研究

信息披露

分析师承诺

凌鹏、励雅敏、冯宇、李鹏：策略、银行、策略、金融工程

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。