

银行板块择时与大小盘轮动

✍ : 王佳琦 执业证书编号: S1230514120001
☎ : 13621821167
✉ : wangjiaqi@stocke.com.cn

报告导读

本报告目标旨在捕捉银行板块显著绝对收益以及超额收益的阶段。本报告通过比较银行走势以及银行板块基本面、经济基本面、市场面,提出2个可行的策略并对策略做了回测取得不错的收益

投资要点

□ 银行板块投资机会

从10年周期来看,A股等权指数上升了20倍之多,银行等权指数上升幅度在7倍左右,银行等权相对与A股等权呈长期的下跌趋势。在过去的10年间,银行板块共有6次有显著的绝对收益以及相对收益。在2005-2007牛市间,银行板块共有3次投资机会,相对比较紧凑。2005/9-2006/2,银行相对指数上涨27%。2006/7-2006/12 5个月的时间,银行的超额收益达到100%之多,也是银行板块过去10年最大的1次投资机会。在2007年牛市的尾部,银行板块超越A股等权36%。在2009年的小牛市中,银行板块仅有1次投资机会,发生在2009/6-2009/7 2个月时间,银行相对与等权A股有18%左右的超额收益。在2014年牛市中,银行板块有2次投资机会,发生在2013年年初以及2014年年底,其中,第2次机会收益较大,达到54%左右。

□ 银行板块与板块基本面、经济基本面、市场面关系

银行板块投资机会往往发生在银行板块收入同比呈向上趋势的时间段。另外,在银行不良贷款呈上升周期时间段中,银行仍然可能有不俗的表现。银行板块投资机会与经济基本面息息相关。银行板块投资机会发生时伴随大小盘轮动,银行板块相对等权指数动量能较好地捕捉银行板块的投资机会

□ 银行板块投资策略

资金面策略: 当市场处于10年周期第1个牛市时,每1个中期开始:买银行板块。当市场处于10年周期非第1个牛市时,买银行股等权指数条件:

1 上证指数自估值底部突破10月线 2 小盘等权指数上涨40% 3 当月月线实体<5%

基本面策略: 基本面向好+板块动量

基本面向好条件=净利息收入单季同比处于下跌周期中的反弹或者工业增加值同比处于上升周期或者下跌周期中的反弹

银行板块动量=

动量买入信号: 当月超额收益由负转正

动量卖出信号: 当月累计超额收益达到 18%或者负超额收益>最近的正超额收益*1/2

相关报告

报告撰写人:
数据支持人:

正文目录

1. 银行板块概况	4
1.1. 银行板块成分分析	4
1.2. 银行收入结构/成长分析	5
1.3. 银行板块杜邦分析	7
2. 银行板块相对走势 VS 银行板块基本面	9
2.1. 银行等权板块走势	9
2.2. 银行等权板块 VS 利息净收入	10
2.3. 银行等权板块 VS 资产质量不良贷款比例	11
3. 银行板块相对走势 VS 经济走势	12
3.1. 银行板块相对走势 VS 工业增加值同比	12
3.2. 银行板块走势 VSM1/M2 同比	13
4. 银行板块相对走势 VS 市场面	14
4.1. 银行板块走势 VS 中小盘等权走势	14
4.2. 银行板块走势 VS 银行板块动量	16
4.3. 银行板块相对走势 VS 银行板块估值	17
5. 银行板块投资策略	18
5.1. 银行板块资金面策略	18
5.2. 银行板块基本面策略	19
6. 银行板块与大盘股投资机会	20

图表目录

图 1: 银行收入结构	5
图 2: 银行手续费以及佣金占比	5
图 3: 利息净收入同比增幅	6
图 4: 各银行资产周转率(收入资产标准化)示意图	8
图 5: 各银行资产周转率(收入资产标准化)-资产减值损失/资产示意图	8
图 6: 银行等权走势 VSA 股等权走势	9
图 7: 银行等权走势 VS 利息净收入同比	10
图 8: 利息净收入同比 VS 平均净息差同比/生息资产同比	10
图 9: 银行等权走势 VS 不良贷款比例同比	11
图 10: 银行板块走势 VS 工业增加值同比	12
图 11: 银行板块走势 VSM1/M2 同比	13
图 12: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势	14
图 13: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势(2005-2007)	14
图 14: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势(2009)	15

图 15: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势(2014)	15
图 16: 银行板块走势 VS 银行板块相对 A 股等权指数 1M 动量	16
图 17: 银行板块走势 VS 银行板块相对 A 股上证综合指数 1M 动量	16
图 18: 银行板块相对走势 VS 行业平均 PE	17
图 19: 大盘股相对走势 VS 银行板块相对走势	20
表 1: 银行板块构成	4
表 2: 银行板块分类市值占比	4
表 3: 银行板块整体收入结构分析	5
表 4: 银行板块整体杜邦分析	7
表 5: 各银行杜邦分析	7
表 6: 银行等权板块超额收益	9
表 7: 银行择时策略 1 回测	18
表 8: 银行择时策略 2 回测	19

1. 银行板块概况

1.1. 银行板块成分分析

银行板块主要由 25 家上市银行构成。上市银行主要有 3 个类别，大型商业银行，股份制商业银行，城市商业银行。较为典型的大型商业银行为工商银行、建设银行等四大行，股份制商业银行较为典型的有平安银行、浦发银行等，城市商业银行较为典型的如南京银行、杭州银行等。

银行板块市值占 A 股总市值为 15.4%，占 A 股流通市值 13.9%。25 家上市银行中有 4 家大型银行，9 家股份制银行以及 12 家城市银行。其中大型银行占 A 股总市值 9.53%，股份制银行占 A 股总市值 4.55%，城市银行占 A 股总市值 1.31%

表 1：银行板块构成

银行id	银行名称	银行类别	总市值占比	流通市值占比	ROE	EPS	PE(TTM)	PB
'000001.SZ'	'平安银行'	股份制商业银行	0.26%	0.37%	3.03	0.31	6.47	0.78
'002142.SZ'	'宁波银行'	城市商业银行	0.11%	0.15%	4.63	0.60	7.94	1.38
'002807.SZ'	'江阴银行'	城市商业银行	0.05%	0.01%	1.99	0.10	36.70	3.22
'002839.SZ'	'张家港行'	城市商业银行	0.05%	0.01%	2.63	0.12	42.40	3.64
'600000.SH'	'浦发银行'	股份制商业银行	0.57%	0.82%	3.87	0.63	5.99	0.92
'600015.SH'	'华夏银行'	股份制商业银行	0.19%	0.28%	2.92	0.34	5.49	0.80
'600016.SH'	'民生银行'	股份制商业银行	0.50%	0.58%	4.06	0.39	5.85	0.81
'600036.SH'	'招商银行'	股份制商业银行	0.84%	0.99%	4.85	0.79	7.44	1.13
'600908.SH'	'无锡银行'	城市商业银行	0.08%	0.01%	2.69	0.13	48.05	4.93
'600919.SH'	'江苏银行'	城市商业银行	0.18%	0.03%	3.57	0.26	9.54	1.23
'600926.SH'	'杭州银行'	城市商业银行	0.10%	0.01%	3.35	0.50	13.73	1.42
'601009.SH'	'南京银行'	城市商业银行	0.11%	0.15%	3.90	0.40	7.06	1.12
'601128.SH'	'常熟银行'	城市商业银行	0.05%	0.01%	3.17	0.14	27.09	2.88
'601166.SH'	'兴业银行'	股份制商业银行	0.57%	0.75%	4.54	0.88	5.82	0.88
'601169.SH'	'北京银行'	城市商业银行	0.23%	0.33%	3.77	0.36	7.27	0.89
'601229.SH'	'上海银行'	城市商业银行	0.24%	0.03%	3.29	0.65	9.14	1.11
'601288.SH'	'农业银行'	大型商业银行	1.94%	2.53%	4.16	0.16	5.92	0.85
'601328.SH'	'交通银行'	股份制商业银行	0.79%	0.60%	3.02	0.26	6.59	0.76
'601398.SH'	'工商银行'	大型商业银行	3.10%	3.37%	3.79	0.21	6.25	0.89
'601818.SH'	'光大银行'	股份制商业银行	0.32%	0.39%	3.34	0.18	5.91	0.79
'601939.SH'	'建设银行'	大型商业银行	2.63%	0.15%	4.36	0.28	6.35	0.92
'601988.SH'	'中国银行'	大型商业银行	1.86%	1.92%	3.26	0.15	6.38	0.78
'601997.SH'	'贵阳银行'	城市商业银行	0.06%	0.02%	4.48	0.42	8.94	1.55
'601998.SH'	'中信银行'	股份制商业银行	0.51%	0.48%	2.97	0.23	6.87	0.81
'603323.SH'	'吴江银行'	城市商业银行	0.04%	0.01%	2.17	0.15	32.49	2.73

注：总市值占比，流通市值占比根据 2017/5/8 收盘总市值计算而成，ROE, EPS, PE(TTM), PB 均根据 2017Q1 财报以及 2017/5/8 收盘价计算而成

资料来源：浙商证券研究所

表 2：银行板块分类市值占比

	个数	总市值占比	流通市值占比
大型商业银行	4	9.53%	7.96%
股份制商业银行	9	4.55%	5.26%
城市商业银行	12	1.31%	0.76%
合计	25	15.39%	13.98%

注：总市值占比，流通市值占比根据 2017/5/8 收盘总市值计算而成

资料来源：浙商证券研究所

1.2. 银行收入结构/成长分析

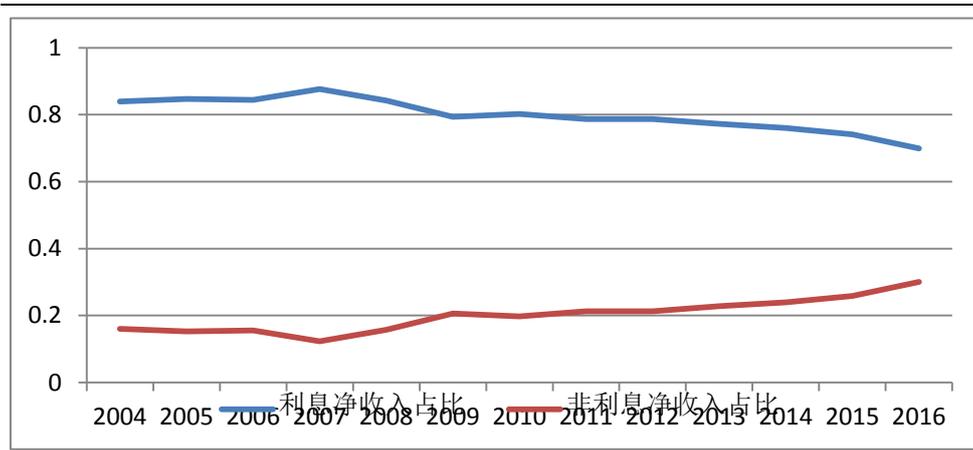
银行收入主要来源与净利息收入。从图 1 可知，虽然从长期来看，净利息收入占总收入占比呈下降趋势，但是净利息收入占比仍维持在 80% 以上。对于银行非净利息收入，主要有手续费以及佣金收入构成。由图 2 来看，手续费以及佣金收入呈逐年上升趋势，但仍低于总收入的 20% 临界线

表 3：银行板块整体收入结构分析

年份	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
利息净收入占比	83.98%	84.69%	84.46%	87.68%	84.21%	79.35%	80.20%	78.67%	78.74%	77.22%	76.02%	74.16%	69.95%
非利息净收入占比	16.02%	15.31%	15.54%	12.32%	15.79%	20.65%	19.80%	21.33%	21.26%	22.78%	23.98%	25.84%	30.05%
手续费及佣金净收入占比	6.37%	6.92%	8.65%	12.58%	13.00%	15.98%	16.73%	18.24%	17.63%	19.33%	19.34%	20.29%	21.74%
非利息手续费收入占比	9.65%	8.40%	6.90%	0.26%	2.79%	4.67%	3.06%	3.09%	3.63%	3.44%	4.63%	5.55%	8.31%

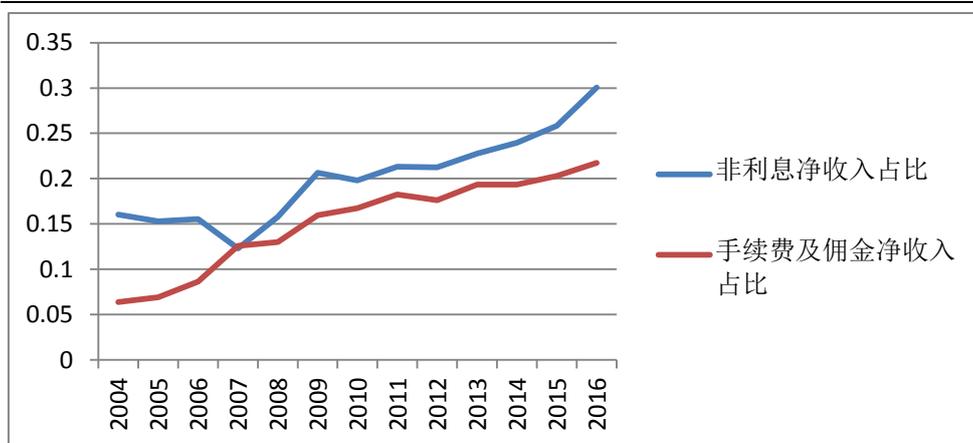
资料来源：浙商证券研究所

图 1：银行收入结构



资料来源：浙商证券研究所

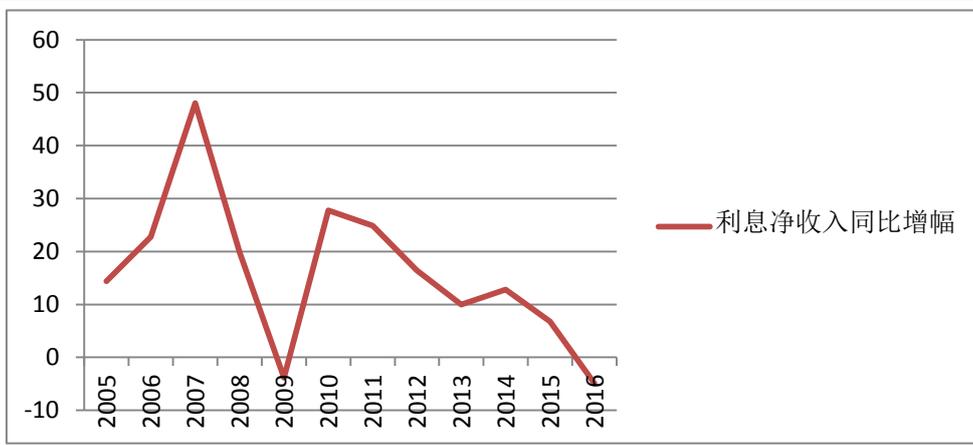
图 2：银行手续费以及佣金占比



资料来源：浙商证券研究所

通过计算银行主要营收利息净收入逐年的同比增幅走势图，银行板块并没有长期成长性。整个板块主要收入走势与经济走势较为一致，所以，银行板块的主要收入较大程度上取决与经济成长性。当经济处于扩张期时，企业借贷意愿充分，银行净利息收入增加；当经济处于衰退期时，企业借贷意愿不足，银行净利息收入减少。

图 3：利息净收入同比增幅



资料来源：浙商证券研究所

1.3. 银行板块杜邦分析

从表 4 中，我们利用整体分析法对银行板块净利润权益比做了拆分。我们发现，在过去 10 年中，银行 ROE 维持在 16% 左右，销售净利率维持在 32% 左右，权益乘数则在 16 左右。

表 4：银行板块整体杜邦分析

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	13.59%	12.15%	28.33%	17.86%	17.97%	18.16%	19.56%	19.30%	18.95%	16.99%	14.74%
销售净利率	23.15%	24.39%	30.18%	31.74%	36.49%	38.60%	39.17%	39.56%	39.81%	37.40%	34.86%
资产周转率	0.024	0.025	0.030	0.032	0.026	0.027	0.030	0.030	0.030	0.031	0.030
权益乘数	25	20	31	18	19	17	17	16	16	14	14

注：以上财务数据计算均采用整体法

资料来源：浙商证券研究所

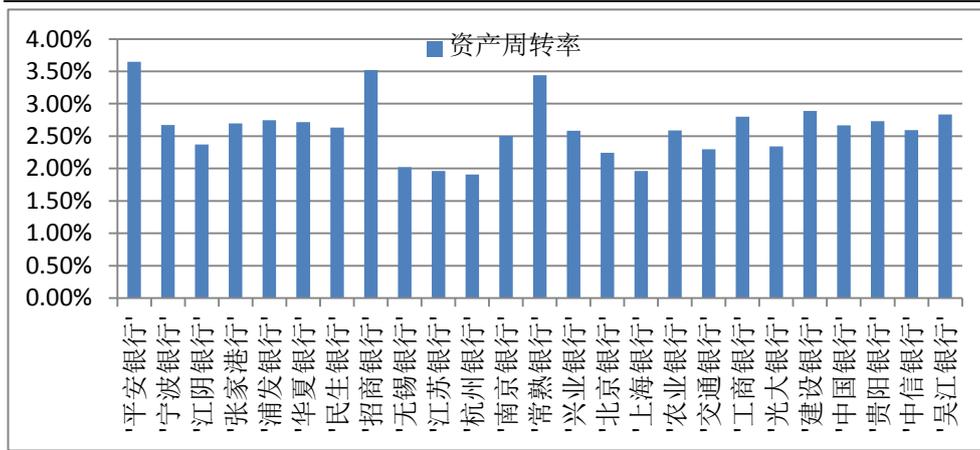
通过各银行 ROE 拆分分析，销售净利率较高的有工商银行(41%)、北京银行(41%)和上海银行(37%)。资产周转率较高的有平安银行(3.65%)、招商银行(3.52%)以及常熟银行(3.44%)。资产周转率另 1 种理解为收入根据资产标准化，从这一方面来看，较高的资产周转率表明这些银行采用了较为激进的放贷政策。从资产减值/平均资产-收入/平均资产图，我们发现，资产减值与收入呈较为明显的正相关关系，即银行采取了较为激进的放贷政策，收入高，其承担的风险亦高。

表 5：各银行杜邦分析

银行id	银行名称	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
'000001.SZ'	平安银行	11.18%	20.98%	3.65%	15
'002142.SZ'	宁波银行	15.53%	33.03%	2.67%	18
'002807.SZ'	江阴银行	8.89%	31.50%	2.37%	12
'002839.SZ'	张家港行	9.41%	28.38%	2.69%	12
'600000.SH'	浦发银行	14.43%	33.02%	2.75%	16
'600015.SH'	华夏银行	12.93%	30.73%	2.72%	15
'600016.SH'	民生银行	13.97%	30.82%	2.63%	17
'600036.SH'	招商银行	15.43%	29.70%	3.52%	15
'600908.SH'	无锡银行	10.18%	35.40%	2.02%	14
'600919.SH'	江苏银行	12.84%	33.84%	1.96%	19
'600926.SH'	杭州银行	10.43%	29.28%	1.91%	19
'601009.SH'	南京银行	13.34%	31.03%	2.50%	17
'601128.SH'	常熟银行	10.56%	23.25%	3.44%	13
'601166.SH'	兴业银行	15.38%	34.29%	2.58%	17
'601169.SH'	北京银行	12.53%	37.51%	2.24%	15
'601229.SH'	上海银行	12.36%	41.58%	1.96%	15
'601288.SH'	农业银行	13.95%	36.35%	2.59%	15
'601328.SH'	交通银行	10.68%	34.80%	2.30%	13
'601398.SH'	工商银行	14.13%	41.17%	2.80%	12
'601818.SH'	光大银行	12.11%	32.25%	2.34%	16
'601939.SH'	建设银行	14.68%	38.25%	2.89%	13
'601988.SH'	中国银行	11.66%	34.03%	2.66%	13
'601997.SH'	贵阳银行	17.29%	35.97%	2.73%	18
'601998.SH'	中信银行	10.98%	27.07%	2.59%	16
'603323.SH'	吴江银行	8.36%	28.20%	2.83%	10

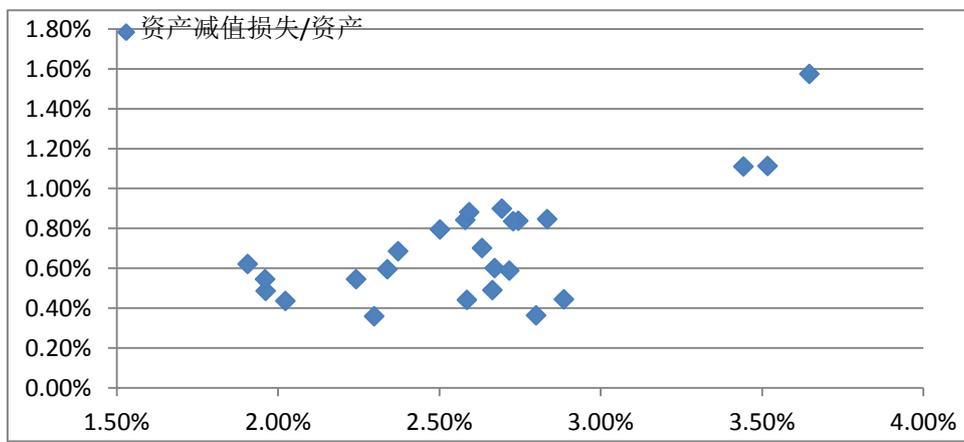
资料来源：浙商证券研究所

图 4: 各银行资产周转率(收入资产标准化)示意图



资料来源: 浙商证券研究所

图 5: 各银行资产周转率(收入资产标准化)-资产减值损失/资产示意图



资料来源: 浙商证券研究所

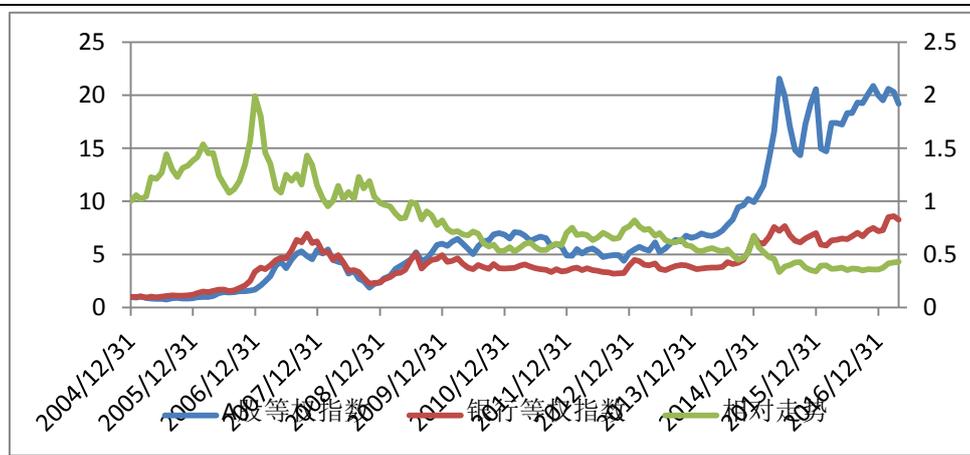
2. 银行板块相对走势 VS 银行板块基本面

2.1. 银行等权板块走势

为了更好地捕捉银行板块的投资机会，我们编制了银行等权指数，A股等权指数，以消除大市值股票对投资收益的影响。

从10年周期来看，A股等权指数上升了20倍之多，银行等权指数上升幅度在7倍左右，银行等权相对与A股等权呈长期的下跌趋势。在过去的10年间，银行板块共有6次有显著的绝对收益以及相对收益。在2005-2007牛市中，银行板块共有3次投资机会，相对比较紧凑。2005/9-2006/2，银行相对指数上涨27%。2006/7-2006/12 5个月的时间，银行的超额收益达到100%之多，也是银行板块过去10年最大的1次投资机会。在2007年牛市的尾部，银行板块超越A股等权36%。在2009年的小牛市中，银行板块仅有1次投资机会，发生在2009/6-2009/7 2个月时间，银行相对与等权A股有18%左右的超额收益。在2014年牛市中，银行板块有2次投资机会，发生在2013年年初以及2014年年底，其中，第2次机会收益较大，达到54%左右。

图 6: 银行等权走势 VSA 股等权走势



资料来源：浙商证券研究所

表 6: 银行等权板块超额收益

起始日期	结束日期	银行等权指数收益	A股等权指数收益	超额收益
2005/9/30	2006/2/28	36.83%	9.67%	27.17%
2006/7/31	2006/12/29	120.43%	19.53%	100.91%
2007/5/31	2007/10/31	48.16%	12.14%	36.02%
2009/5/27	2009/7/31	43.21%	24.41%	18.80%
2012/9/28	2013/1/31	40.24%	10.75%	29.49%
2014/9/30	2014/12/31	59.25%	5.16%	54.09%

资料来源：浙商证券研究所

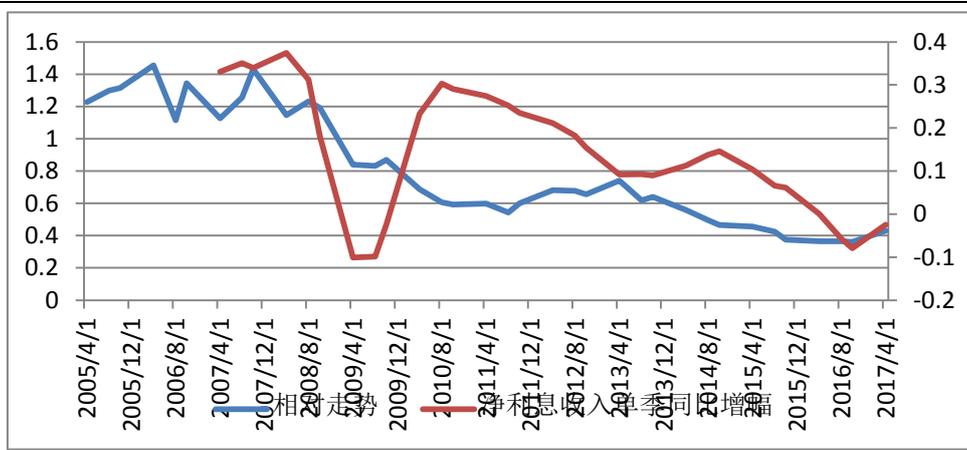
2.2. 银行等权板块 VS 利息净收入

由于银行财报披露的频率大致为季度披露，银行相对走势也相应调整为季报披露日(4/8/10月)的走势，我们发现，部分银行超额收益(相对收益向上)会消失(如 2009/5, 2014/10)，这时银行走势较快的缘故。

我们采用利息净收入单季同比，是因为单季变换更快，能更快地反应板块收入变换的趋势。为剔除新上市银行带来的影响，计算利息净收入单季同比时，我们均采用基期的银行。我们发现，利息净收入单季同比呈明显的周期性变换，共经历了 2 个上升周期 2007，2009，上升周期时间在 1~2 年之间。

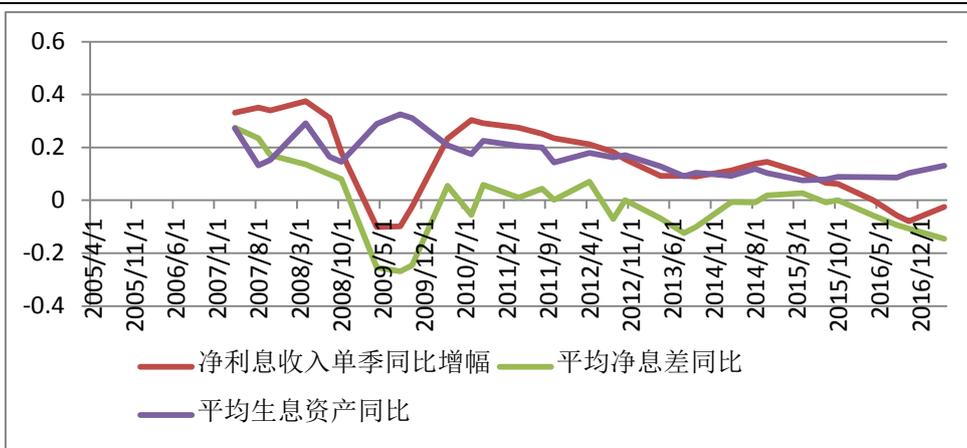
从图 7，我们发现，银行利息净收入与银行绝对收益超额收益有一定的相关性，银行利息净收入能解释部分银行超额收益。如 2005-2007 年，银行连续出现投资机会，这是发生在银行利息净收入上升阶段，基本面向好的时间。又如 2014/10 银行有超额收益，银行利息净收入在下跌周期出现明显反弹，基本面出现改善。但银行有 2 次投资机会是发生在基本面向下行时期，为 2009/5, 2012/11。

图 7: 银行等权走势 VS 利息净收入同比



注：为剔除新上市银行带来的影响，计算利息净收入单季同比时，我们均采用基期的银行
资料来源：浙商证券研究所

图 8: 利息净收入同比 VS 平均净息差同比/生息资产同比



资料来源：浙商证券研究所

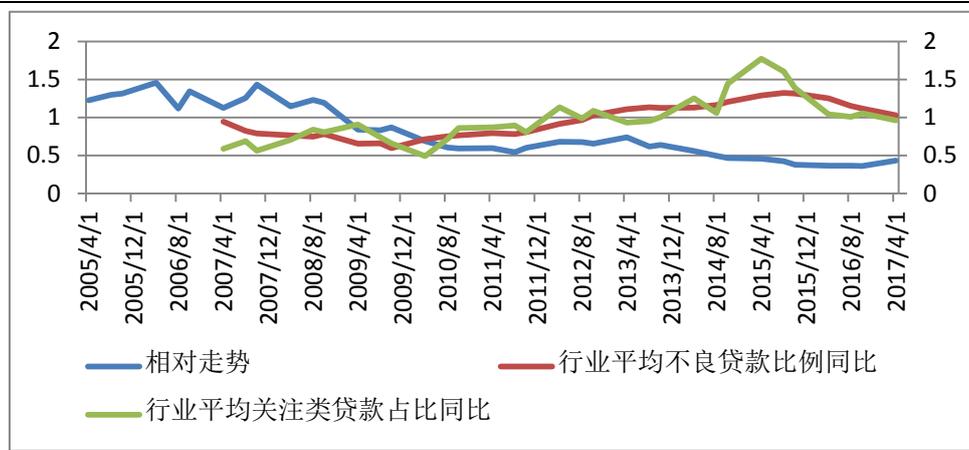
2.3. 银行等权板块 VS 资产质量不良贷款比

在过去 10 年内，经济(由工业增加值同比反应)经历了 2 轮周期，在 2012 年出现了比较大的反弹。经济基本面与银行基本面相关性大，银行的盈利与经济增速高度相关，有人说，买银行等于买经济并不为过。

从图 9 看，不良贷款比例呈显著的周期性变换，当经济向好时，企业盈利增加，不良贷款减少，当经济变差时，企业出现亏损甚至破产，不良贷款增加。不良贷款的周期少于利息净收入的周期。平均关注类贷款占比同比略领先与行业不良贷款比例同比。

不良贷款比例同比对投资有一定陷阱，如果我们要加入不良贷款比例呈下跌趋势条件，我们会错过 2012/2014 年 2 次投资机会，而这 2 次行业基本面已呈现出一定改善或者出现改善预期。

图 9: 银行等权走势 VS 不良贷款比例同比



资料来源：浙商证券研究所

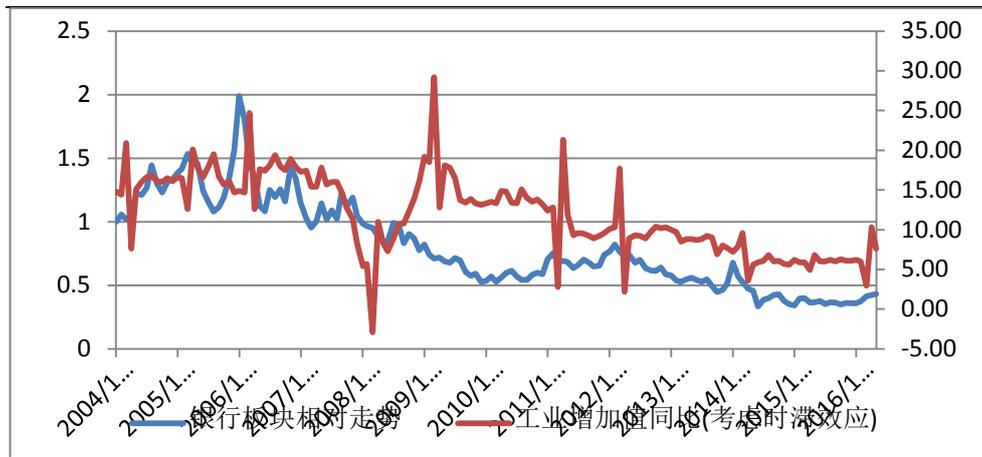
3. 银行板块相对走势 VS 经济走势

3.1. 银行板块相对走势 VS 工业增加值同比

在过去 10 年内，经济(由工业增加值同比反应)经历了 2 轮周期，在 2012 年出现了比较大的反弹。经济基本面与银行基本面相关性大，银行的盈利与经济增速高度相关，有人说，买银行等于买经济并不为过。

银行板块走势与工业增加值同比走势高度相关。经济走势能较好地解释 2009 年银行板块的上涨，2012 年银行板块的大象起舞。在这两个时期，银行的基本面并不乐观，但银行能有 1 波凌厉的走势，正是因为经济向好带来银行基本面改善的预期。

图 10: 银行板块走势 VS 工业增加值同比

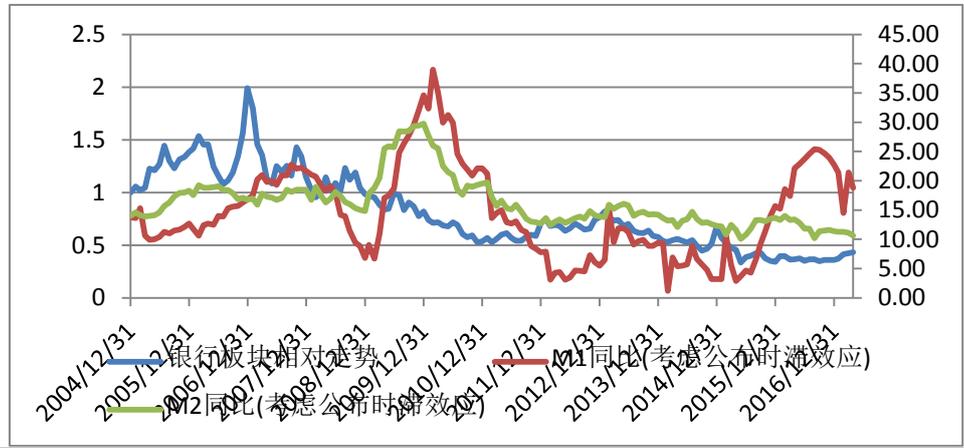


资料来源：浙商证券研究所

3.2. 银行板块走势 VSM1/M2 同比

M1 同比经历了 3 个周期，流动性好可能作为银行上涨的 1 个条件，但过于严格也可能错过一些投资机会。

图 11: 银行板块走势 VSM1/M2 同比



资料来源：浙商证券研究所

4. 银行板块相对走势 VS 市场面

4.1. 银行板块走势 VS 中小盘等权走势

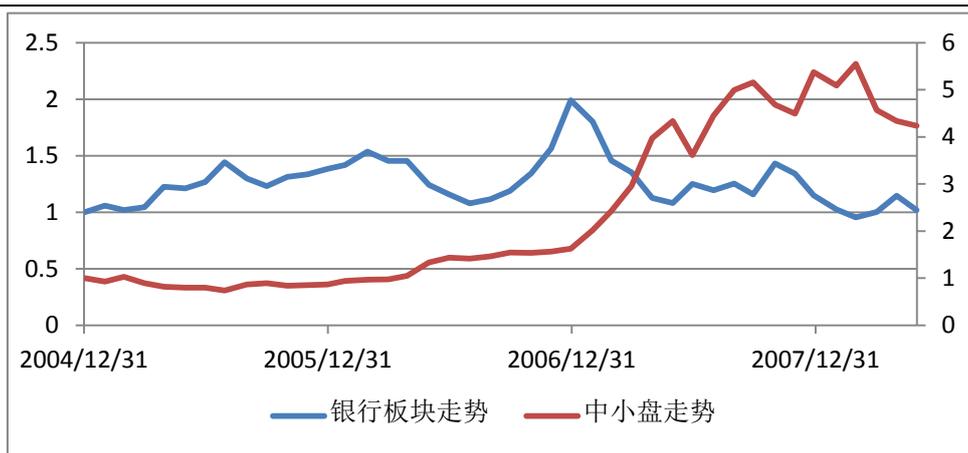
中小盘等权指数走势与 A 股等权指数走势高度一致，涨幅也较为一致。中小盘等权走势与银行走势有非常大的相关性，有一定的轮动性。在 2005-2007 之间，中小盘的涨幅落后与银行的涨幅，我们可以从图中清晰地看出，每 1 次银行出现较大的超额收益之后，中小盘会有 1 个较强的涨幅，共有 3 次轮动。而在 2009 年，银行落后中小盘启动。当银行发生超额收益时，中小盘已经上涨了 134% 之多。2014 年的情况与 2009 年相似，银行落后中小盘启动。当银行发生超额收益时，中小盘等权上涨 43%，此时上涨指数仅上涨 15%，掩盖了中小盘大幅上涨的现象。

图 12: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势



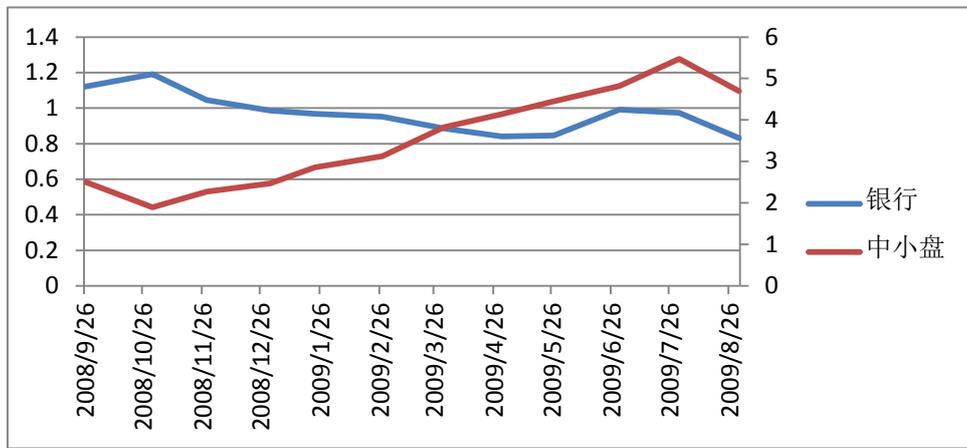
资料来源：浙商证券研究所

图 13: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势(2005-2007)



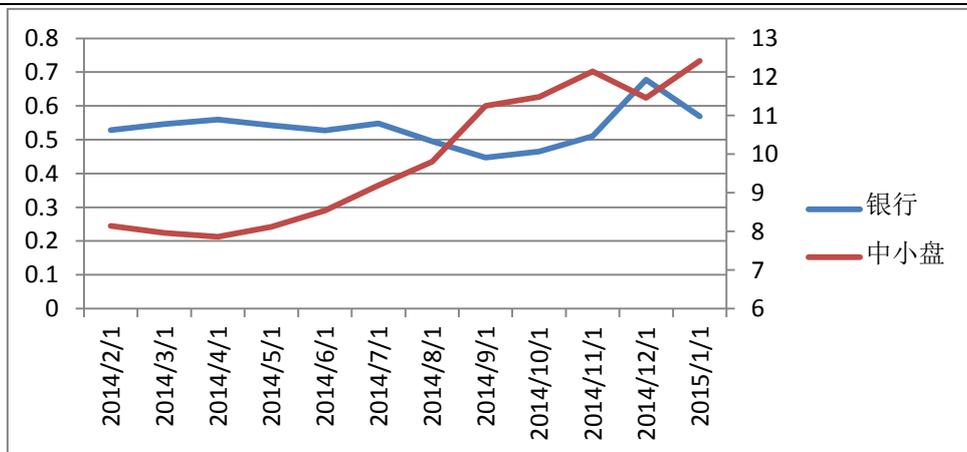
资料来源：浙商证券研究所

图 14: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势(2009)



资料来源: 浙商证券研究所

图 15: 银行板块走势 VS 中小盘等权走势(2014)



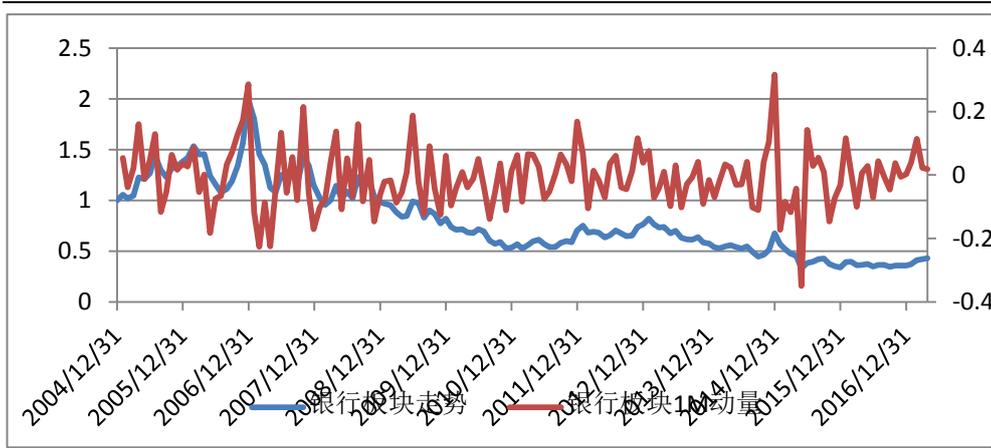
资料来源: 浙商证券研究所

4.2. 银行板块走势 VS 银行板块动量

通过比较银行板块走势 VS 银行板块相对 A 股等权指数 1M 动量, 银行板块走势 VS 银行板块相对上证综指 1M 动量, 我们发现, 相对 A 股等权 1M 动量更为科学。因为相对 A 股等权 1M 动量波动更剧烈, 更能反应银行板块的综合走势, 如 2016/12 银行月度超额收益率已经达到骇人听闻的 28%, 而相对上证综指的超额收益才有 6% 幅度。

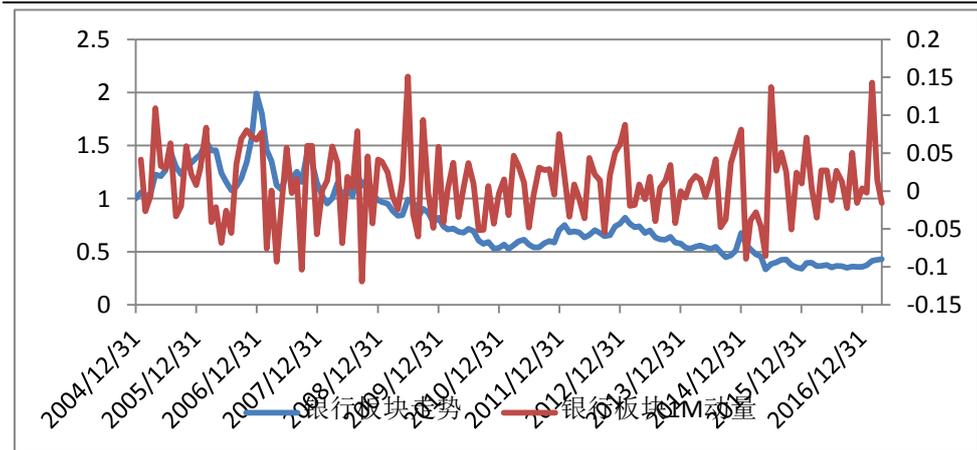
从银行板块走势 VS 银行板块相对 A 股等权指数来看, 单月超额收益=16% 往往预示最后疯狂, 但有 1 次例外, 即 2006/12, 在 2006/11 超额收益=17%, 而 2006/12 超额收益更是达到了 28%。另 1 方面, 单月超额收益由负转正往往预示着超额收益开始。

图 16: 银行板块走势 VS 银行板块相对 A 股等权指数 1M 动量



资料来源: 浙商证券研究所

图 17: 银行板块走势 VS 银行板块相对 A 股上证综合指数 1M 动量

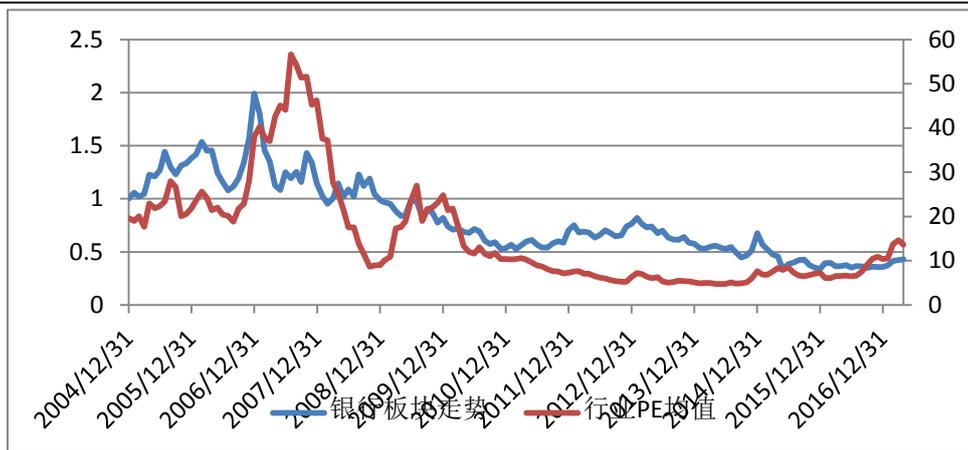


资料来源: 浙商证券研究所

4.3. 银行板块相对走势 VS 银行板块估值

市场往往会出现这样的说法，银行板块估值被严重低估有望引发估值提示，然而事实是，银行板块的估值与银行板块的超额收益相关性较小。值得注意的是，我们这里使用的估值为行业平均估值，这样可以避免银行板块严重的大盘股效应。在过去的10年间，银行板块平均PE在10~50倍之间震荡，中枢大约在15~20倍左右。在2005-2006期间，银行估值均在22倍以上，高于银行股估值中枢。2009年产生超额收益的1个月银行板块的平均PE为19倍，亦非低估区域。

图 18: 银行板块相对走势 VS 行业平均 PE



资料来源：浙商证券研究所

5. 银行板块投资策略

我们为银行板块设计了 2 个投资策略，分别从资金面和基本面入手考虑。

5.1. 银行板块资金面策略

银行板块作为市场的指标板块，与资金拉升指数，做大小盘轮动密不可分。

银行板块资金面策略具体策略如下：

当市场处于 10 年周期第 1 个牛市时，

每 1 个中期开始：买银行板块

当指数累计涨幅>10%且当月阳线实体<6%：卖银行板块买市场等权指数

当中期结束：清仓

当市场处于 10 年周期非第 1 个牛市时，

买银行股等权指数条件：

1 上证指数自估值底部突破 10 月线 2 小盘等权指数上涨 40% 3 当月月线实体<5%

卖银行股等权指数条件：

当中期结束

该策略基于众多假设

1 2005-2007 为市场 10 年周期第 1 个牛市

2 2005-2007 牛市可分为 3 个中期

中期 1: 2005/9-2006/7

中期 2: 2006/8-2007/4

中期 3: 2007/5-2007/10

3 2009 年中期结束 2009/7 2014 年中期结束 2014/12

表 7：银行择时策略 1 回测

买入日期	卖出日期	银行等权指数收益	A 股等权指数收益	超额收益
2005/8/31	2006/2/28	33.28%	12.73%	20.55%
2006/7/31	2007/1/31	146.57%	47.74%	98.83%
2007/4/30	2007/11/30	37.22%	15.14%	22.08%
2009/4/30	2009/7/31	54.30%	33.11%	21.19%
2014/10/31	2014/12/31	50.13%	3.12%	47.01%

资料来源：浙商证券研究所

5.2. 银行板块基本面策略

我们第 2 个择时策略，本着基本面向好+动量的原则制订策略。值得注意的是，如果要更精确投资，板块资金流入是一个比较必要的条件，但是实现较为复杂，在本篇报告不做赘述。

基本面向好条件=净利息收入单季同比处于下跌周期中的反弹或者工业增加值同比处于上升周期或者下跌周期中的反弹

净利息收入单季同比处于下跌周期的反弹:

低位-8%上升 2 个季度，上升周期开始

高位 24%下跌 2 个季度，下跌周期开始

净利息收入单季同比处于下跌周期中的反弹:

净利息收入单季同比处于下跌周期且连续下跌后上升 1 个报告期，反弹开始

反弹开始后下跌 1 个报告期，反弹结束。

工业增加值同比处于上升周期:

低位 8%急升(当月值相对上 1 月值上升 8%)或者上升低位最低值的 50%，上升周期开始

高位 24%急跌(当月值相对上 1 月值下跌 8%)或者下跌高位最高值的 50%，下跌周期开始

工业增加值同比处于下跌周期的反弹:

工业增加值同比处于下跌周期且当月相对于上月急升(当月值相对上 1 月值上升 8%)，反弹开始

工业增加值同比下跌至反弹最高位下跌 3/4 处，反弹结束

银行板块动量

动量买入信号: 当月超额收益由负转正

动量卖出信号: 当月累计超额收益达到 18%或者负超额收益>最近的正超额收益*1/2

表 8: 银行择时策略 2 回测

买入日期	卖出日期	银行等权指数收益	A股等权指数收益	超额收益
2005/6/30	2005/8/31	10.81%	8.21%	2.60%
2005/10/31	2006/3/31	30.50%	18.03%	12.48%
2006/4/28	2006/5/31	7.14%	25.44%	-18.30%
2006/8/31	2006/12/29	107.05%	15.99%	91.06%
2007/6/29	2007/9/28	32.63%	43.23%	-10.60%
2009/5/27	2009/6/30	27.48%	8.69%	18.79%
2009/9/30	2009/10/30	7.62%	11.83%	-4.21%
2009/12/31	2010/1/29	-12.97%	-3.39%	-9.58%
2012/3/30	2012/4/27	4.96%	6.57%	-1.61%
2012/6/29	2012/8/31	-4.53%	-7.08%	2.55%
2012/10/31	2013/2/28	34.62%	15.60%	19.03%
2014/10/31	2014/12/31	50.13%	3.12%	47.01%

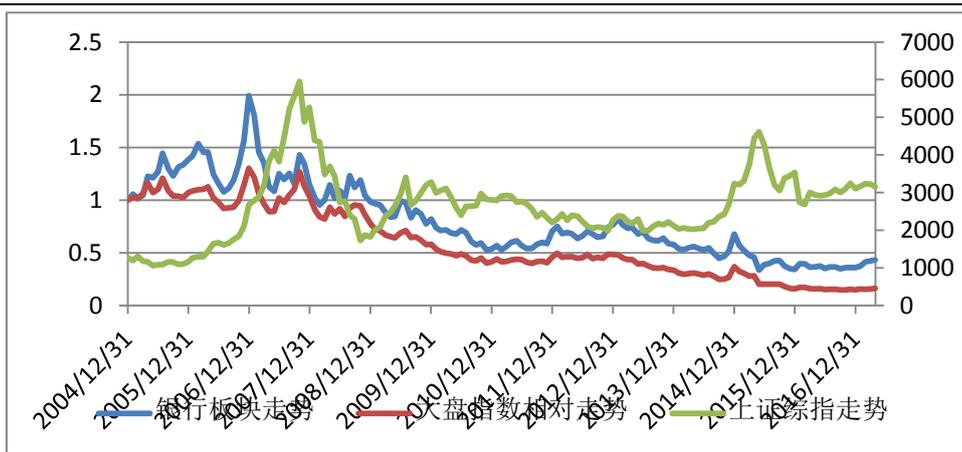
资料来源: 浙商证券研究所

6. 银行板块与大盘股投资机会

我们选取市场排名前 50 的股票等权配置做出大盘股指数。选出市场前 50 而非前 300 的股票是为了突出大盘股效应，因为根据我们的研究，相对沪深 300 指数内，前 50 只股票仍具有大盘股效应。

从大盘股的相对走势来看，无论从长期还是中期，大盘股的弹性弱于银行股的弹性。另一方面，当大盘股出现绝对收益以及超额收益的机会时，银行板块也具备绝对收益以及超额收益。所以，我们可以得出这样的结论，投资大盘股与投资银行板块几乎一致。

图 19: 大盘股相对走势 VS 银行板块相对走势



资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>