

证券 II 行业

行业杠杆提升可期，开启新一轮成长空间

核心观点：

● 国内证券行业经营杠杆的演变

以资本中介业务萌芽——2012 年作为起点，回顾我国证券行业杠杆倍数的变化历程。总体来看，券商杠杆倍数变动情况与市场行情波动相当，主要受监管政策、业务杠杆需求等因素影响，大致可分为两个阶段：2012-2015.6，政策鼓励创新，牛市环境下两融等业务杠杆需求量大增，券商杠杆迅速提升，剔除客户保证金后的权益乘数由 1.4 倍提升至 3.8 倍；2015 年中至 2018 年，资本市场震荡行情，监管趋严环境下重资产业务规模收缩，行业杠杆倍数处于回落至平稳状态，行业均值处于 2.6-3 倍。

● 杠杆为什么长期难以提升？

2016 年，证监会将证券公司净资产比负债指标由不得低于 20% 调整至 10%，表明理论杠杆上限由 6 倍提升至 11 倍，但在实践过程中，尽管证券行业杠杆有周期性波动，但从绝对数值上看，仍处于较低水平，主要归于：1) 供给端方面，公司债主导模式下，券商杠杆倍数实际受限；2) 需求端方面，自营业务和资本中介业务是当前杠杆资金主要投向，但从两者发展态势来看，绝对规模再扩大存在障碍，而缺乏其他更高效益的资金用途。

● 美国投行高杠杆经营的启示

1975 年以来，美国投行的杠杆水平经历了较长时间的持续提升，虽于金融危机后回落，但目前仍有 15-20 倍，主要归于：供给端方面，美国投行可使用客户的证券抵押物进行再抵押，创造资金头寸；需求端方面，衍生品、FICC 等业务消耗大量资金，推动杠杆增加。

● 探讨国内证券行业提升杠杆之路

1) 供给端方面，**短融规模扩大、金融债松绑，丰富券商融资渠道。**近期头部券商短期融资券发行上限规模获得提升、证券公司金融债再次开闸，不仅能降低融资成本，也拓宽杠杆资金来源，可能带来杠杆提升的效应。2) **需求端方面，衍生品发展带来杠杆增量业务。**我国金融供给侧改革持续推进下，衍生品等创新业务发展有望拉动券商资金需求，推动杠杆提升。

● 投资建议：积极配置头部券商

当下，新的融资工具将赋予证券行业尤其是头部券商加杠杆的机会，行业杠杆水平有望得到提升。未来一旦衍生品市场得到更多发展，则长期困扰证券行业的 ROE 下行趋势将有望改善或终结，行业成长空间也随之开启。我们长期看好监管放宽、创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过衍生品、财富管理等高 ROA 业务促进券商杠杆提升、实现战略发展。个股方面建议重点关注龙头企业：中信证券 (600030.SH) / (06030.HK)、华泰证券 (601688.SH) / HTSC (06886.HK)、中金公司 (03908.HK)，及低估值龙头海通证券 (600837.SH) / (06837.HK) 等。

● 风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

行业评级

买入

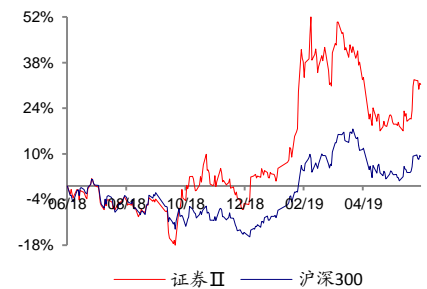
前次评级

买入

报告日期

2019-07-01

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 证券 II 行业：拟松绑重组上市，利好证券板块 2019-06-21
- 证券 II 行业：开放与科创并举，行业迎来发展新机遇 2019-06-17
- 证券 II 行业：单月业绩受累于市场不振，估值回落龙头价值体现——证券行业 5 月经营数据点评 2019-06-09

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	人民币	14.48	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	19.31	14.78	1.32	1.21	7%	9%
华泰证券	601688.SH	人民币	22.76	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	23.79	19.52	1.71	1.61	7%	9%
中信证券	600030.SH	人民币	24.38	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	18.61	15.14	1.77	1.62	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.76	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	10.23	7.83	0.70	0.64	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	13.44	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	12.31	10.10	0.89	0.83	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	16.28	20190429	买入	20.90	1.31	1.61	10.89	8.86	1.04	0.95	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.76	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	11.65	10.12	1.29	1.19	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：A 股收盘价及表中估值指标按照 7 月 1 日收盘价计算，H 股收盘价即表中估值指标按照 6 月 28 日收盘价及 7 月 1 日汇率计算

目录索引

国内证券行业经营杠杆的演变	5
2012-2015.6: 创新业务发展, 券商杠杆迅速回升	5
2015.7-2018 年: 严监管下行业去杠杆	8
杠杆为什么长期难以提升?	10
杠杆倍数整体仍然偏低	10
供给端: 公司债主导模式下, 杠杆倍数实际受限	11
需求端: 缺乏高效益的资金用途	12
美国投行高杠杆经营的启示	14
供给端: 客户抵押物再抵押创造资金头寸	15
需求端: FICC 等业务消耗大量资金	16
探讨国内证券行业提升杠杆之路	18
供给端: 短融和金融债打开杠杆提升空间	18
需求端: 衍生品业务发展提升资金需求	20
投资建议: 积极配置头部券商	22
风险提示	22

图表索引

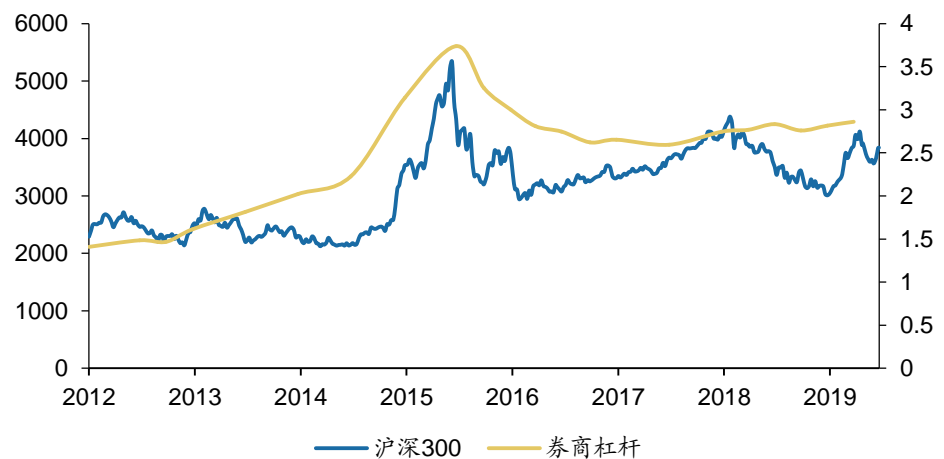
图 1: 2012 年以来沪深 300 指数行情 (左轴, 点), 券商杠杆 (左轴, 倍)	5
图 2: 2012-2015.6 沪深 300 指数行情 (左轴, 点), 券商杠杆 (左轴, 倍)	6
图 3: 券商融资融券余额 (亿元)	8
图 4: 2012-2015.6 沪深 300 指数行情 (左轴, 点), 券商杠杆 (右轴, 倍)	9
图 5: 2015-2017 年沪深两融余额 (亿元)	9
图 6: 2019Q1 部分 35 家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数 (倍)	11
图 7: 上市券商债务融资结构 (亿元)	11
图 8: 2018 年上市券商债务融资结构分布	11
图 9: 2014 年以来 35 家上市券商资产类配置情况	12
图 10: 2018 年以来沪深两融余额 (亿元)	13
图 11: 市场质押股数 (左轴, 亿股), 占总股本比 (右轴)	13
图 12: 历年证券行业收入结构及其变化	14
图 13: 35 家上市券商自营资产规模 (左轴, 亿元), 同比变动情况 (右轴) ...	14
图 14: 美国投行经营杠杆水平变动情况	15
图 15: 投行抵押率高于客户抵押率	15
图 16: 主经纪商业结构	16
图 17: 回购协议业务结构	16
图 18: 2018 年净资产排名前五大上市券商自营资产配置	20
图 19: 50ETF 月成交量 (张)	21
图 20: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况 (亿元)	21
图 21: 证券公司新增衍生品交易集中度情况	21
表 1: 2012 年相关监管政策一览	6
表 2: 2012-2015 年证券公司融资渠道相关监管政策	7
表 3: 证券行业主要监管指标	10
表 4: 巴塞尔协议 III 资本充足率要求	17
表 5: 证券公司发行短期融资券相关规定	18
表 6: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况	19
表 7: 2018 年证券公司债券发行情况统计	19

国内证券行业经营杠杆的演变

按照对资本金需求程度，证券行业主营业务类型可分为通道业务和资本中介业务。通道业务主要指的是依托牌照红利实现的轻资产业务，包括经纪（交易通道）、投行（发行通道）和资管（管理通道），主要获取业务佣金、手续费和管理费收入，对资本金依赖较小；资本中介业务主要指利用资产负债表实现利润的业务，包括广义自营（自营投资、另类投资）、融资融券、股票质押及私募股权基金等。券商以自有资金或负债放大业务规模，获取利差收益。因而资本中介业务获取高ROE的关键在于业务规模放大程度，即杠杆倍数。

我们以资本中介业务萌芽期——2012年作为起点，回顾我国证券行业杠杆倍数的变化历程。总体来看，券商杠杆倍数变动情况与市场行情波动相当，主要受监管政策、业务杠杆需求等因素影响，大致可分为两个阶段：2012-2015.6，政策鼓励创新，牛市环境下两融等业务杠杆需求量大增，券商杠杆迅速提升；2015年中至2018年，资本市场震荡行情，监管趋严环境下重资产业务规模收缩，行业杠杆倍数处于回落至平稳状态。

图1：2012年以来沪深300指数行情（左轴，点），券商杠杆（左轴，倍）



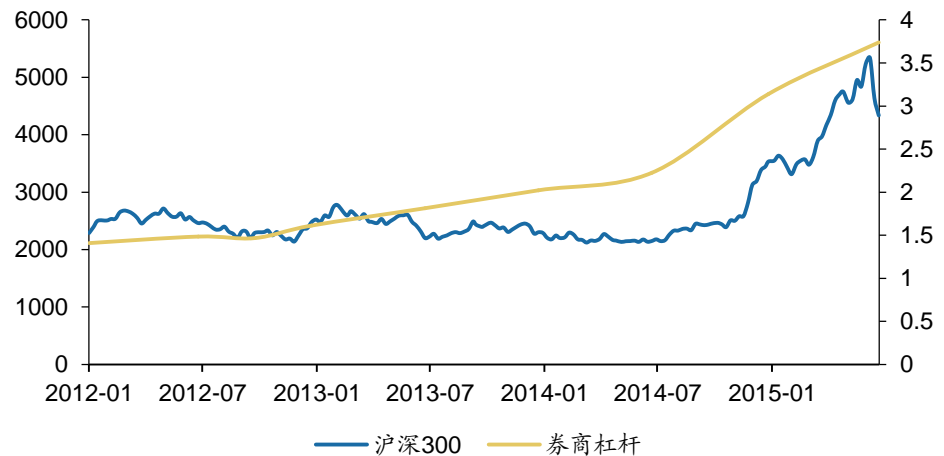
数据来源：wind、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

券商杠杆=剔除客户保证金后的权益乘数

2012-2015.6：创新业务发展，券商杠杆迅速回升

2012-2015年6月证券行业进入加杠杆时期。2012年后，鼓励业务创新政策不断出台，大量利好政策促进券商创新业务发展。在牛市环境下，融资类业务杠杆需求大幅增长，行业杠杆率迅速抬升，由2011年末的1.41倍上升至2015年6月的3.74倍，加杠杆主要由两融、股票质押业务快速发展驱动。

图2: 2012-2015.6沪深300指数行情 (左轴, 点), 券商杠杆 (左轴, 倍)



数据来源: wind、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

负债端: 监管放宽, 融资渠道多元化, 提供加杠杆基础

行业监管逐步放宽。2012年证监会陆续发布《完善证券公司风控指标体系总体思路(征求意见稿)》、《关于修改<关于证券公司风险资本准备计算标准的规定>的决定》、《关于调整证券公司净资本计算标准的规定》, 取消净资本率监管指标、下调券商多项业务风险资本准备计算比例, 并调低多项净资本计算扣减比例。证券行业监管逐步放宽, 券商杠杆上限获得释放。

表1: 2012年相关监管政策一览

日期	政策	内容
2012年1月17日	《完善证券公司风控指标体系总体思路(征求意见稿)》	提出了将证券公司净资本区分为核心净资本和附属净资本两个层次, 并且建议取消证券公司净资本率不得低于40%的监管指标, 采用核心净资本与资产总额比例不得低于5%的新监管指标。
2012年4月11日	《关于修改<关于证券公司风险资本准备计算标准的规定>的决定》	适当降低了证券公司自营业务、资产管理业务、经纪业务相关风险资本准备计算比例要求, 并下调连续三年为A类的公司风险资本准备计算比例。
2012年11月16日	《关于调整证券公司净资本计算标准的规定》	调低了多项证券公司净资本计算扣减比例, 包括金融资产风险调整合计、一般上市股票扣减比例、证券投资基金等。

数据来源: 证监会、广发证券发展研究中心

融资渠道放宽，资金来源多元化。2012年以前证券公司主要融资渠道包括发行次级债或权益融资，融资成本较高，且无法满足业务经营发展需求。2012年监管层批准证券公司重启短期融资券融资工具。同年12月，证监会发布《证券公司次级债管理规定》，降低发行次级债监管要求。2013年3月证监会发布了《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》，允许证券公司发行收益凭证，进一步拓宽券商融资渠道，降低融资成本。

表2：2012-2015年证券公司融资渠道相关监管政策

日期	政策	内容
2012年12月	《证券公司次级债管理规定》	扩大了次级债机构投资者范围，简化了证券公司发行或计入次级债的内部决策程序，允许次级债在交易所、全国银行间市场和其他证监会认可的场所发行和转让，缩短了长期次级债期限，放宽计入净资本的限制
2013年3月	《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》	对现有证券公司债券、次级债有关规定进行细化，并允许证券公司按照规定发行收益凭证这一新融资工具。
2015年1月	《关于证券公司发行短期融资券相关问题的通知》	对证券公司发行短期融资券资格认可的相关问题进行规范。

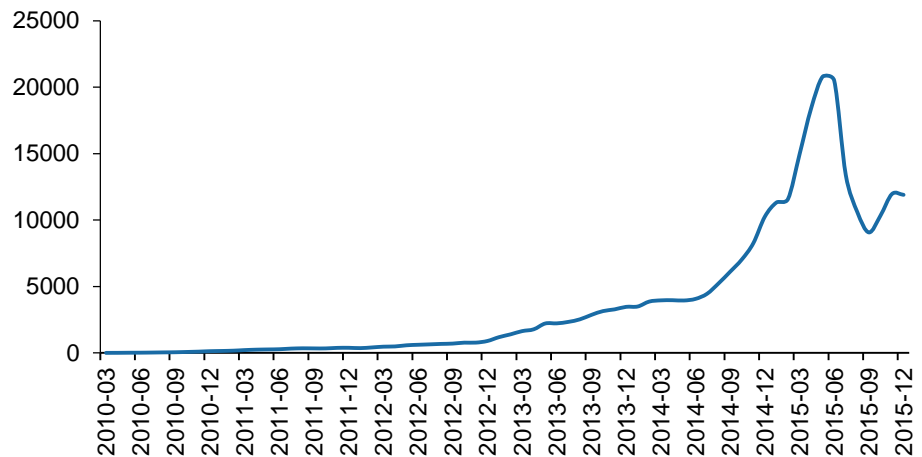
数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

需求端：业务创新，需求驱动加杠杆

业务创新，打开券商加杠杆空间。2012年召开的券商创新大会提出大力推动券商业务创新发展，会后出台的《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》，提出了支持券商创新发展的十一大方针政策，拉开了券商业务创新的帷幕。以两融、股票质押、资管等为代表的创新业务重塑了券商盈利的模式，

两融业务高速发展。2010年1月证监会发布《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》，标志着证券公司两融业务正式开闸。融资融券业务，是指证券公司向客户出借资金供其买入上市证券或者出借上市证券供其卖出，并收取担保物的经营活动，具有明显的杠杆交易特点。2011年10月证监会发布《转融通业务监督管理试行办法》，规定由证券金融公司将自有或者依法筹集的资金和证券出借给证券公司，用以办理融资融券业务的经营活动，进一步拓宽了券商两融业务资金来源。2010-2015年两融余额高速增长，2015年5月达到2.3万亿元，牛市环境下高度的市场融资需求为券商带来发展机遇，成为推动券商杠杆倍数提升的重要驱动力。

图3: 券商融资融券余额(亿元)



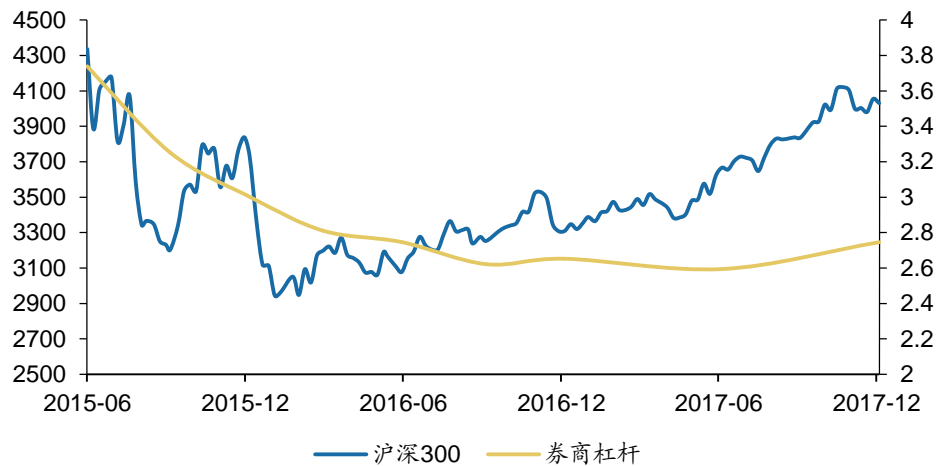
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

股票质押业务受融资需求驱动加杠杆。2013年5月,上交所发布了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)》,正式推出股票质押式回购交易业务。为拓宽企业融资渠道,2013年8月,国务院办公厅发布《国务院办公厅关于金融支持小微企业发展的实施意见》,要求大力发展产业链融资、商业圈融资和企业群融资,积极开展知识产权质押、应收账款质押、动产质押、股权质押、订单质押、仓单质押、保单质押等抵质押贷款业务。在融资需求下,券商股票质押业务快速发展,驱动券商加杠杆。

2015.7-2018 年: 严监管下行业去杠杆

2015.7-2017年严监管下券商杠杆回落。2015年中,股市巨幅波动,在场外配资清理、场内融资去杠杆化等监管操作下,券商加杠杆业务规模收缩,杠杆倍数有所下滑,由2015H1的3.74倍下滑至2017年末的2.75倍。

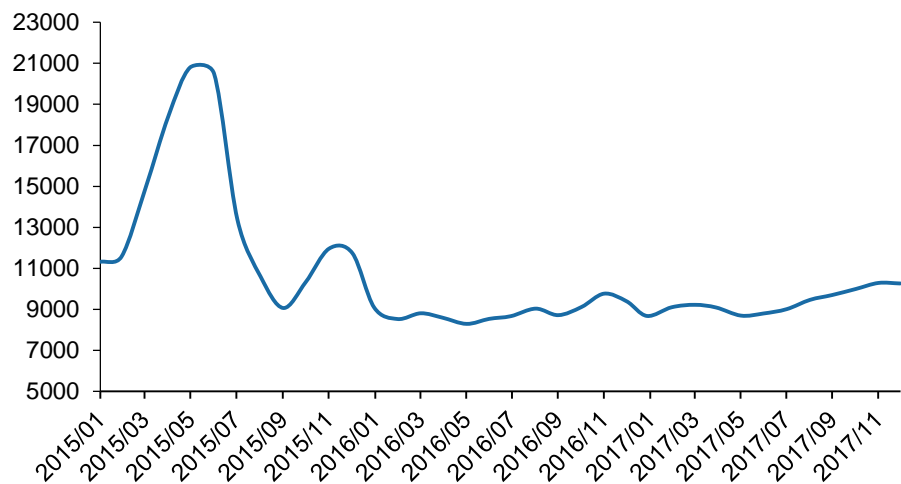
图4: 2012-2015.6沪深300指数行情(左轴, 点), 券商杠杆(右轴, 倍)



数据来源: wind、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

权益市场行情危机, 杠杆业务规模收缩。在融资融券和场外高杠杆配资助推下, 2015上半年股市大幅上涨。为了缓解杠杆资金涌入带来的市场风险, 证监会于2015年6月份下发《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》, 要求规范信息系统外部接入行为。在场外配资清理、场内融资去杠杆化等操作下, 权益市场不断调整, 杠杆业务需求量减少, 两融规模迅速下滑。2016年2月沪深两融余额8530亿元, 较2015年6月下es滑58.4%, 带来券商两融业务规模收缩, 券商杠杆倍数随权益市场行情下滑而回落。

图5: 2015-2017年沪深两融余额(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

监管趋严，风险管理全覆盖。2015年7月证监会发布《证券公司融资融券业务管理办法》（2015年修订），要求证券公司融资融券的金额不得超过其净资本的4倍，券商两融业务发展受限。2016年8月证监会发布《关于修改《证券公司风险控制指标管理办法》的决定》，调整四项核心指标监管要求，即风险覆盖率、流动性覆盖率、净稳定资金率不低于100%，资本杠杆率不低于8%。建立以资本杠杆率为核心的风控指标体系，更真实的反映证券公司经营活动风险状况。总体来看，2015年后监管趋严，要求证券公司加强风险管理，券商加杠杆受限。

杠杆为什么长期难以提升？

杠杆倍数整体仍然偏低

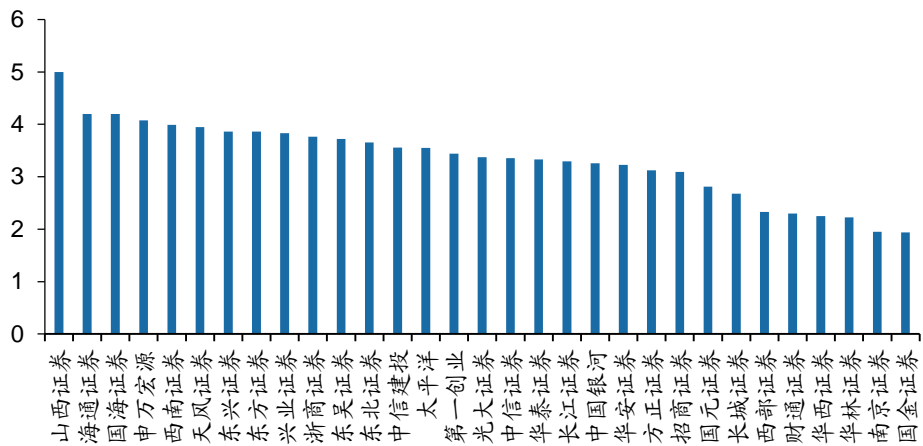
尽管国内证券行业杠杆有周期性波动，但从绝对数值上看，倍数仍处于较低水平。而按照相关监管要求，国内证券杠杆水平理论上最高可达11倍，是什么导致了实际杠杆水平偏低呢？

表3：证券行业主要监管指标

指标	预警标准	监管标准
风险覆盖率（净资本/各项风险资本准备之和）	≥120%	≥100%
资本杠杆率（核心净资本/表内外资产总额）	≥9.6%	≥8%
流动性覆盖率（优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量）	≥120%	≥100%。
净稳定资金率（可用稳定资金/所需稳定资金）	≥120%	≥100%
净资本/净资产	≥24%	≥20%
净资本/负债	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	≥12%	≥10%
自营权益类证券及其衍生品/净资本	≤80%	≤100%
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤400%	≤500%
融资（含融券）的金额/净资本	≤320%	≤400%

数据来源：《证券公司风险控制指标计算标准规定》、广发证券发展研究中心

图6: 2019Q1部分35家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数(倍)

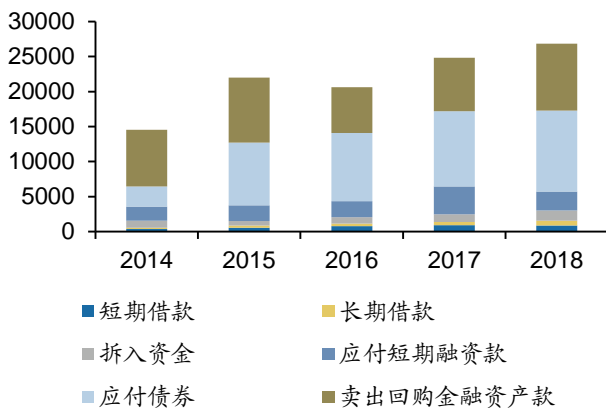


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

供给端: 公司债主导模式下, 杠杆倍数实际受限

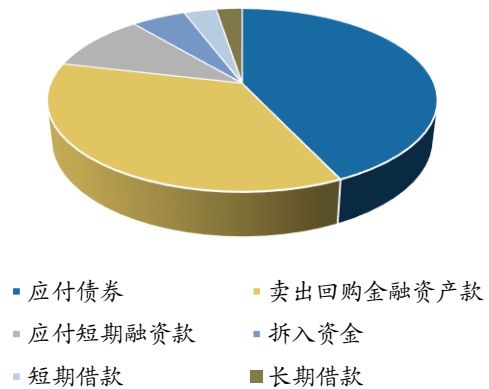
证券公司主要融资渠道包括权益融资、债务融资等, 其中债务融资方式包括商业银行借款、同业拆借、短期融资工具、发行债券、证券回购等。从35家上市券商债务融资结构来看, 我国证券公司主要融资渠道为发行公司债, 2018年应付债券规模达1.15万亿元, 占债务融资总规模的43%。其他融资方式占比分别为: 证券回购(36%)、短期融资工具(10%)、拆入资金(5%)、商业银行借款(6%)。

图7: 上市券商债务融资结构(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 2018年上市券商债务融资结构分布



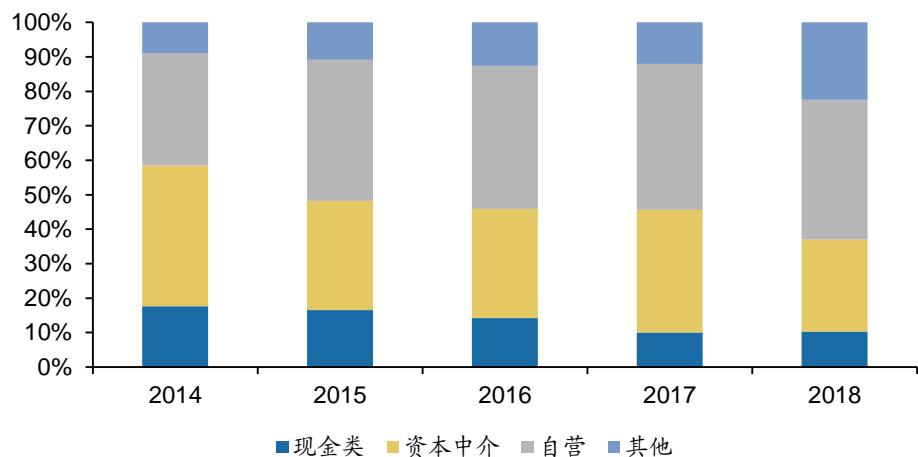
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

但是, 通过公司债等负债形式, 券商杠杆倍数难以实质性提升, 主要归于: 根据《证券法》规定, 公司累计债券余额不得超过净资产的40%。

需求端：缺乏高效益的资金用途

自营业务和资本中介业务是杠杆资金主要投向。从券商资产负债表来看，自营资产、资本中介业务资产占比较高，是杠杆资金主要配置方向。2014-2018年35家上市券商自营资产和资本中介资产合计占比在70%左右，其中资本中介资产占比在25%-35%，自营资产占比在35-45%。2018年资本中介业务资产占比达26.8%，较2017年下滑8.8个百分点；自营资产占比达40.4%，较2017年下滑1.9%，主要归于监管政策变动、市场业务需求等影响。

图9：2014年以来35家上市券商资产类配置情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：总资产规模为剔除客户保证金后的资产规模，其中：

现金类资产=货币资金-客户资金存款+结算备付金；

资本中介业务资产=融出资金+买入返售金融资产；

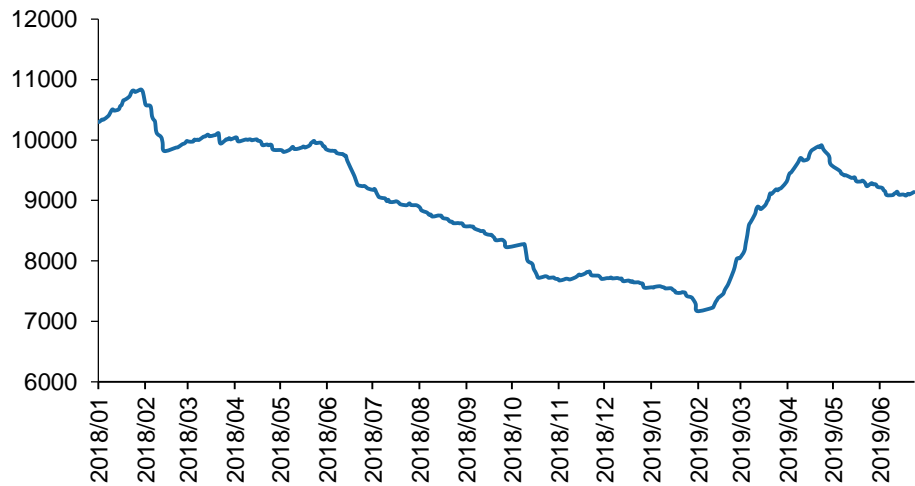
自营资产=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

从资本中介和自营业务发展态势来看，杠杆资金用途再扩大存在一定障碍。

一是融资融券业务总体需求回落后长期保持平稳。

2018年受监管趋严、金融去杠杆等因素影响，沪深两市融资融券余额呈下滑态势，截至2018年末市场两融余额7557亿元，同比下滑26.4%，场内融资加杠杆需求下滑。2019年以来，随着股市逐步回暖以及证监会对于场外配资监管趋严，两融作为目前场内唯一的合规、标准化、低门槛杠杆工具，市场需求有所回升。截至2019年6月24日，市场两融余额9099亿元，较2018年末提升20.4%。但总体而言，两融规模增长较为缓慢。

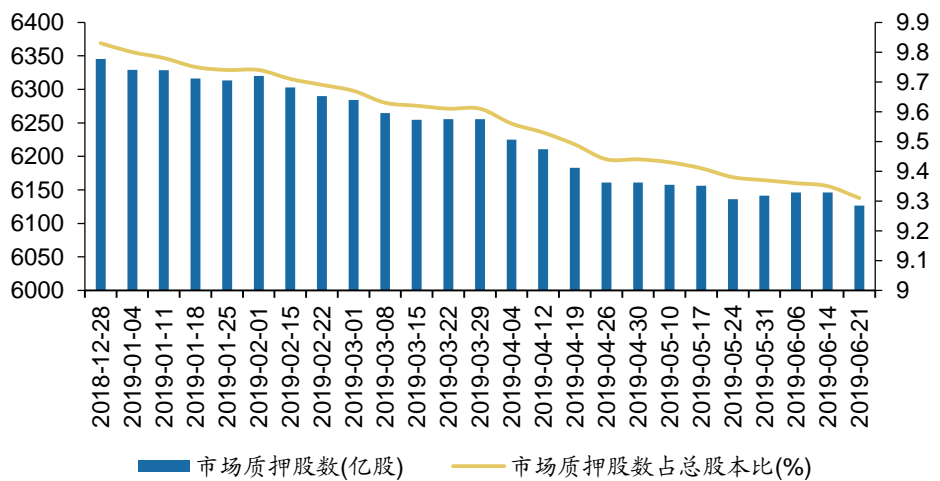
图10: 2018年以来沪深两融余额 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

二是股票质押规模持续收缩, 券商风险偏好下降。2018年中以来, 中小企业融资环境紧张, 叠加股指持续调整触发股票质押补仓压力, 市场股票质押风险加大, 股票质押规模持续回落。根据中登数据统计, 截至2019年6月21日, 市场质押股数6126亿股, 较2018年末的6345亿股下滑3.5%, 期间质押股数占总股本比重减少0.52个百分点。“吃一堑、长一智”, 预计券商在股票质押业务上整体风险偏好回落。

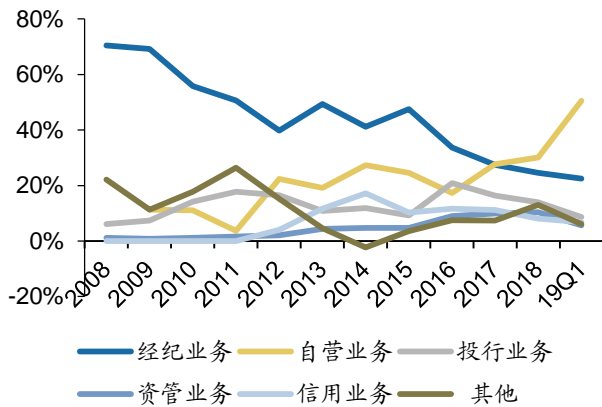
图11: 市场质押股数 (左轴, 亿股), 占总股本比 (右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

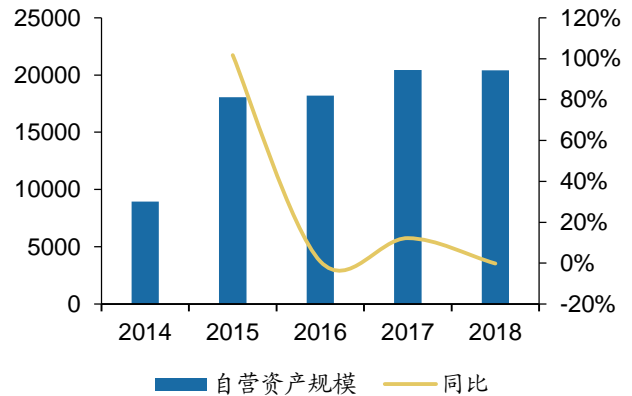
三是自营业务承担市场风险，规模难以持续性提升。2012年以来，券商自营业务收入贡献呈现不断增长趋势。根据中国证券业协会披露数据，2019年一季度行业自营业务收入占总营收比重达到50%，超过经纪业务成为收入贡献最高的业务。但是，各家券商都清醒地意识到，自营业务需要承担较大的市场风险，导致经营业务波动加剧。从统计数据上看，2015年以来，上市券商自营资产规模增速显著放缓。

图 12: 历年证券行业收入结构及其变化



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图 13: 35 家上市券商自营资产规模(左轴, 亿元), 同比变动情况(右轴)



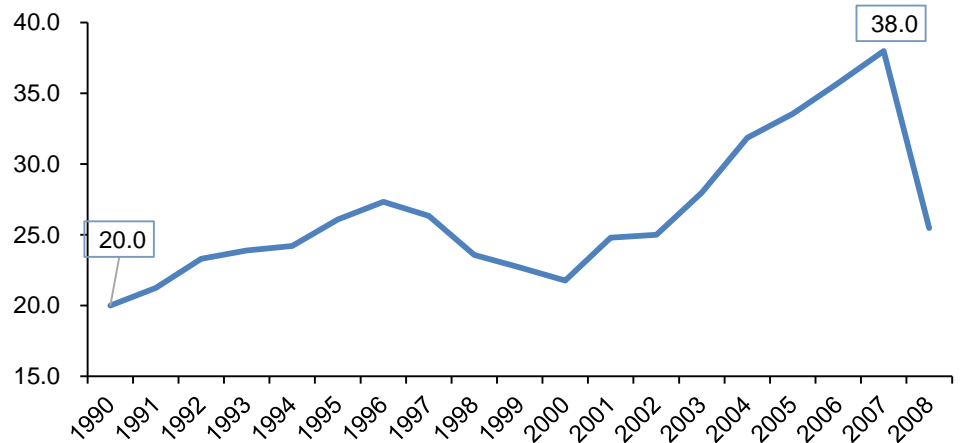
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 自营资产=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

美国投行高杠杆经营的启示

1975年以来，美国投行的杠杆水平经历了较长时间的持续提升，虽于金融危机后回落，但目前仍有15-20倍。

图14: 美国投行经营杠杆水平变动情况



数据来源: SEC、广发证券发展研究中心

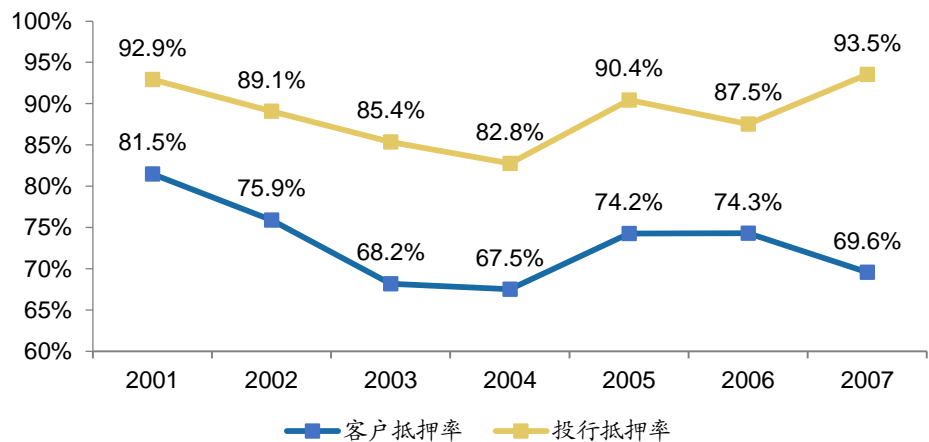
注: 经营杠杆=权益乘数

供给端: 客户抵押物再抵押创造资金头寸

美国投行杠杆率能够飞速增长的原因在于: 美国投行可在T规则 (Regulation T) 和美国证券交易委员会的15c3规则 (Rule 15c3) 的监管下, 使用客户的证券抵押物进行再抵押, 为投行融入资金。

在业务操作中, 投行一般利用回购业务、逆回购业务来进行杠杆的增加。投行主要是以较低的抵押率向客户融出资金, 再利用自身信用优势以较高的抵押率融入资金, 2001-2007六年间客户抵押率和投行抵押率之间的差值持续走阔, 由11.4%增至23.9%, 资本中介业务为投行带来的净资金融入规模由2368亿美元增至5569亿美元。

图15: 投行抵押率高于客户抵押率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据合并计算

需求端：FICC 等业务消耗大量资金

2008年以前，衍生品、FICC业务推动杠杆增加

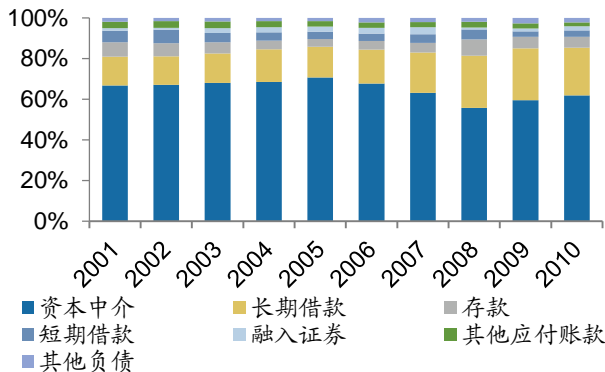
经纪商业务迅猛增长源自需求的增长。美国投行的主要服务对象是机构客户，即对冲基金、养老金、保险公司、中央银行等机构，95年以后对冲基金的管理规模开始爆发，由1997年0.1万亿美元增至2007年2.1万亿美元，十年复合增长率62.0%。受益于对冲基金管理规模的高速增长，投行主经纪商业务增速迅猛。

机构业务增长带来资产的增长。1998年-2008年，场外市场规模增加，买方机构继续壮大，为了向机构客户提供必要的流动性，投行作为交易对手方，积极增加自身持仓。1998年开始，衍生品市场规模暴增，名义规模由71.5万亿美元增至586万亿美元，其实际市场价值由2.6万亿美元增至34.9万亿美元，十年复合增长率分别为42.0%、54.6%，给机构业务带来新的增长点。

同时场外市场的繁荣也推动FICC业务的增长，大型投行在场外处于主导地位，在场外市场获取绝大部分收益。

机构业务的增长推动了投行资产负债表的增加。负债端，占比最大的为资本中介负债，约占总负债规模的65%；资产端，占比最大的为资本中介资产，约占总资产规模的47%，

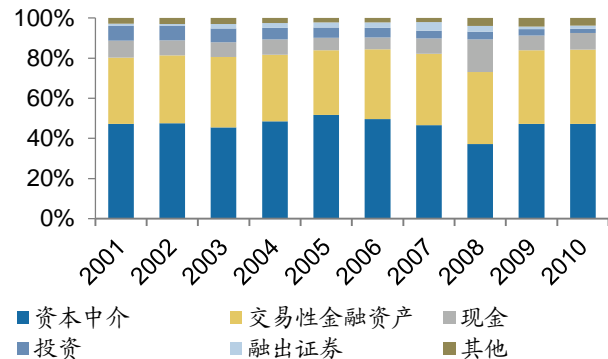
图16: 主经纪商业务结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据计算

图17: 回购协议业务结构



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据计算

金融危机后降杠杆对投行、券商影响相异

金融危机后，美国政府颁布了《多德-弗兰克法案》，限制投行自营交易规模、规范衍生品市场，机构业务受到较大影响，资产负债表快速收缩，行业杠杆由 30 多倍下降至 15 倍左右。美国投行的经营出现分化，大型投行杠杆率逐渐下降，大型投行的主经纪商业务和回购协议业务首当其冲；中小型投行则因为业务偏向轻资产，而受杠杆监管的约束影响不大；折扣券商则由于经营模式的不同而有不同的杠杆率，相差较大。以轻资产的经纪业务为主导的杠杆率较低。发展财富管理业务的重资产折扣券商则利用自有的财富管理业务，使用客户资金开展市场融资融券业务、持有高利率债券等获取息差收入，因此也有相对高的杠杆率。目前折扣券商的杠杆率普遍尚未达到大型投行的杠杆率，行业的杠杆率仍在提升中。

对资本充足率的要求不断提高。《多德-弗兰克法案》中的《沃克规则》限制了大型投行（独立大型投行在金融危机中被银行收购或自主转为银行控股公司）自营业务规模，对现券和衍生品市场做市业务产生负面影响，投行做市持仓持续收缩，根据公司年报数据统计，公司债一级交易商持仓规模由 2007 年日均 2555 亿美元降至 2012 年日均 674 亿美元，全球衍生品交易商持仓名义规模占比由 2006 年末 44.2% 降至 2007 年末 15.4%。

2010 年《巴塞尔协议 III》将核心资本充足率从 4% 上调到 6%，同时计提 2.5% 的防护缓冲资本和不高于 2.5% 的反周期准备资本。资本充足率要求的提高迫使大型投行降低杠杆，退出自营和部分做市交易。

表4: 巴塞尔协议 III 资本充足率要求

资本类型	2013	2019
最低资本充足率（普通股）	3.5% 的风险加权资产	4.5% 的风险加权资产
一级资本充足率（普通股+其他资本工具）	4.5% 的风险加权资产	6.0% 的风险加权资产
最低资本要求+留存超额资本	8.0% 的风险加权资产	10.5% 的风险加权资产

数据来源：《巴塞尔协议 III》，广发证券发展研究中心

监管规则的变化对于不同规模的投行影响不同。大型投行在 07 年之后杠杆骤降并维持在 10 倍左右。中小投行以轻资产的经纪业务为主导，杠杆率相对较低，受监管影响较小。折扣券商中，券商的杠杆则相差较多，以经纪业务为主导的券商轻资产占比多，杠杆率较小。而以财富管理为主导的折扣券商则依靠自有的财富管理业务引入客户资金，进行做市商等重资产业务，这样的模式下，杠杆率较高。目前折扣券商的杠杆普遍没有达到投行的水平，因此即便在降杠杆的背景下，杠杆率仍在增加。

探讨国内证券行业提升杠杆之路

供给端：短融和金融债打开杠杆提升空间

短期融资券发行上限规模提升。根据2004年央行发布的《证券公司短期融资券管理办法》，证券公司短期融资券指证券公司以短期融资为目的，在银行间债券市场发行的，约定在一定期限内还本付息的金融债券。券商允许发行期限不超过91天的短期融资券，且待偿还余额不超过净资本的60%。2018年4月央行发布《关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》，进一步规范证券公司短期融资券发行管理，并将待偿还短期融资券余额上限计算标准调整为所有短期融资工具余额之和不超过净资本的60%，由中国人民银行根据证券公司各项指标及流动性情况每半年调整一次，进一步控制了券商杠杆。

根据wind数据统计，2018年券商共计发行短期融资券57只，发行规模1425亿元，平均发行利率为3.70%。对比同期AAA级证券公司债4.87%的平均发行利率，短期融资券融资成本更低。但由于短融规模限制，无法满足券商融资需求。

表5: 证券公司发行短期融资券相关规定

日期	政策	内容
2004年10月	《证券公司短期融资券管理办法》	在满足同业拆借市场成员资格、信息披露要求等多项条件的情况下，经人民银行审批后，允许券商 发行期限不超过91天 的短期融资券。证券公司发行短期融资券实行余额管理， 待偿还短期融资券余额不超过净资本的60% 。
2015年1月	《关于证券公司发行短期融资券相关问题的通知》	对证券公司发行短期融资券资格认可的相关问题进行规范。
2018年4月	《关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》	要求证券公司发行短融券时在流动性管理能力、风险控制指标、流动性覆盖率及资管业务规范程度等领域符合相关规定。 待偿还余额上限按照短期融资券与证券公司其他短期融资工具余额之和不超过净资本的60%计算，由央行每半年调整一次。

数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

头部券商短融规模提升。2019年6月22日以来，中信证券、华泰证券、海通证券等多家头部券商接到央行通知提高短期融资券余额上限，合计约3000亿元。我们认为，提高短融规模，意味着头部券商扩大短融发行额度，不仅能降低融资成本，也拓宽杠杆资金来源，可能带来杠杆提升的效应。

表6: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况

券商	调整时间	待偿还短期融资券余额上限 (亿元)	
		调整前	调整后
中信证券	2019/6/22	159	469
海通证券	2019/6/22	200	397
华泰证券	2019/6/22	216	300
中信建投	2019/6/25	163	209
中国银河	2019/6/25		368
招商证券	2019/6/25	70	316
申万宏源	2019/6/25	191	298

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

二是**证券公司金融债松绑**。根据2005年4月中国人民银行发布的《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》，金融债券是指我国境内金融机构法人在全国银行间债券市场发行的、按约定还本付息的有价证券。长期以来，政策性银行和商业银行是金融债券的主要发行主体，由于缺乏具体规范文件，证券公司鲜少在银行间市场发行金融债。唯一案例是2006年5月中信证券发行的15亿金融债，发行期限15年，发行利率4.25%。以商业银行AAA级金融债来对比，根据wind数据统计，2018年商业银行发行AAA级金融债54只金融债，发行规模4403亿元，平均每只发行额达81.5亿元，平均发行费率为4.35%。与证券公司债相比，金融债具有融资成本较低、发行期限长，且融资规模大的优势。相对于当前交易所发行的证券公司债，金融债能够更好的满足券商融资需求。

2019年6月25日，中信证券、中信建投等多家头部券商收到证监会监管意见书，同意其申请发行金融债，意味着证券公司金融债发行再次开闸。值得注意的是，金融债除了有利于降低券商融资成本外，还有助于扩大杠杆资金来源，提升券商杠杆倍数，按监管要求，金融债发行余额不受须低于净资产40%的限制。

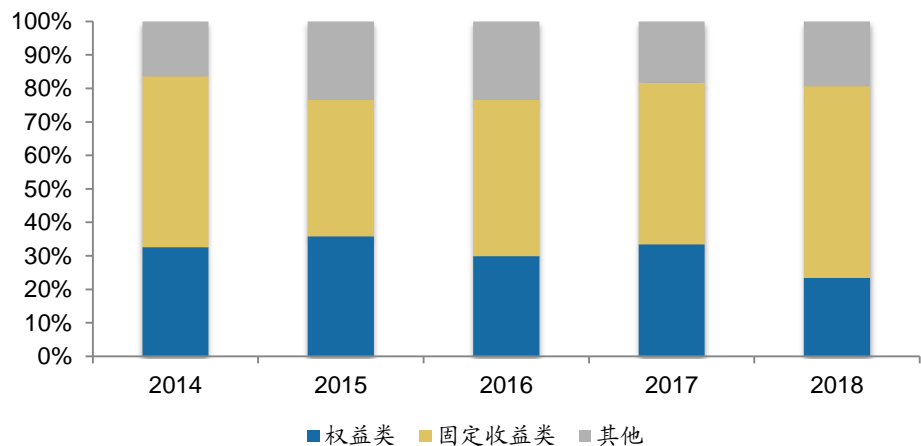
表7: 2018年证券公司债券发行情况统计

债券融资类型	发行量 (只)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元/只)	平均发行利率
证券公司债 (AAA 级)	68	1726.8	25.4	4.84%
次级债 (AAA 级)	5	45.1	9.0	5.25%
短期融资券	57	1425	25	3.70%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

政策放宽，加大权益投资。2019年1月证监会发布公告，表示正在研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，进一步支持证券公司遵循价值投资理念，加大对权益类资产的长期配置力度。长期以来，我国证券公司以固定资产投资为主。从2018年净资产排名前五大上市券商自营资产配置情况来看，2015年以来，券商自营资产主要投向固定收益类，呈现不断加大趋势，权益类资产配置占比较低。政策放宽对证券公司权益类证券风险资本准备计算比例，有利于加大券商对权益类资产的配置力度，提升权益资金杠杆。

图18：2018年净资产排名前五大上市券商自营资产配置



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

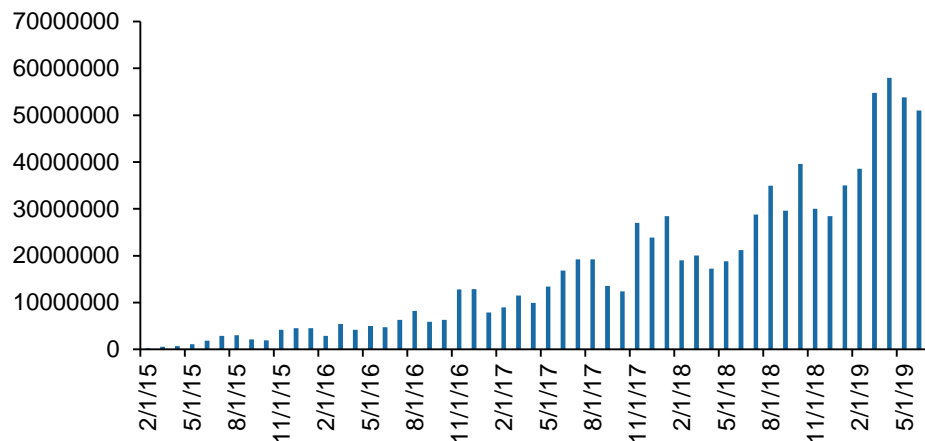
需求端：衍生品业务发展提升资金需求

当下，我国金融供给侧改革正有序推进，衍生品等创新业务发展有望拉动券商资金需求，提升杠杆空间。

我国目前处在新一轮对外开放进程中，证券公司各业务类型已基本完善，但衍生品业务从发展的深度和广度上，和国际大行相比仍有明显短板，具体来看：内地券商衍生品业务体量较小，主要投向限于固收投资、场外期权，利率产品和大宗商品体量很小。对比而言，外资大行相关FICC业务包括大宗商品、利率产品、货币产品、信用产品和抵押贷款五大类，利率产品、信用产品以及外汇大宗商品等均具有显著收入贡献。根据摩根士丹利奥纬咨询统计数据，从1993年至2016年，美国头部证券公司FICC收入中，信用产品、利率产品以及外汇/新兴市场/大宗商品三者的平均贡献占比约为32%、34%和34%。由于信用债做市受市场环境影响较大，信用产品在FICC中的收入贡献占比波动也最大，在1993年至2016年间，波动幅度从-29%至45%，是唯一出现过负收入贡献的FICC品种。

场内金融衍生品流动性有望逐步恢复。目前场内产品类型以50ETF为主。据wind数据，2019年6月50ETF月成交量5104万张，同比增长140.5%。

图19: 50ETF月成交量(张)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

场外业务规范新规落地, 进入规范发展阶段, 头部券商杠杆加速提升。场外衍生品业务快速增长, 2019年以来, 证券公司场外衍生品累计月度新增初始名义本金达4566亿元, 同比增长36%。场外衍生品需求的增长拉动券商资金投入, 提升杠杆空间。

场外衍生品业务由于市场壁垒以及先发优势, 市场维持高集中度格局。2018年6月至今, 场外互换CR5占比维持在90%左右, 期权CR5占比维持在80%左右; 2018年5月, 证监会发布《关于进一步加强证券公司场外业务监管的通知》, 首次提出场外交易商分类监管体系。《通知》对交易商资质分级管理、业务准入门槛、业务规模均作出明确规定。受新规提升投资者准入门槛影响, 新规落地后交易规模略有下降, 7月以来开始回升, 其对交易商准入及规模管理的分层要求, 体现出对龙头券商先行先试、做大做强的支持态度, 由于场外竞争优势主要取决于规模经济和信息优势, 大型交易商市场地位将持续巩固, 预计头部券商衍生品业务投入资金规模更大, 杠杆倍数进一步提升。

图20: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况(亿元)

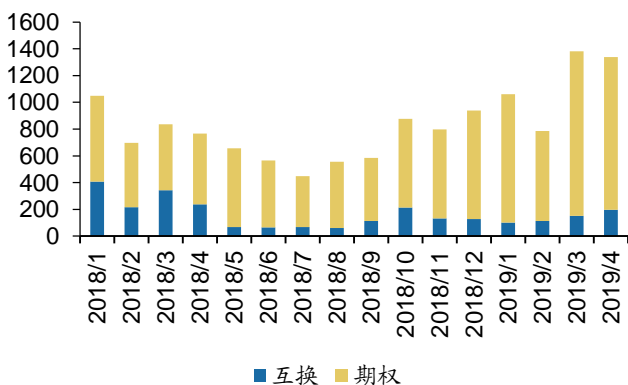
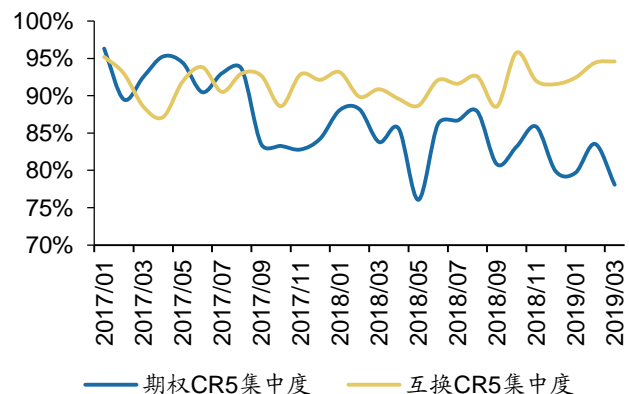


图21: 证券公司新增衍生品交易集中度情况



数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

投资建议：积极配置头部券商

估值方法上，证券行业常用PB法，而PB水平的高低很大程度上取决于ROE的高低。我们知道， $ROE=ROA \times \text{经营杠杆}$ 。在过往10余年中，由于同质化经营较为普遍，在竞争加剧背景下，ROA水平呈现趋势性下行态势；同时，杠杆水平虽有起伏，但整体处于偏低状态。因此，国内证券行业ROE水平也呈现出趋势性下行状态，以致行业较难呈现长期投资价值。当下，新的融资工具将赋予证券行业尤其是头部券商加杠杆的机会，行业杠杆水平有望得到提升。未来一旦衍生品市场得到更多发展，则长期困扰证券行业的ROE下行趋势将有望改善或终结，行业成长空间也随之重启。因此，我们长期看好新融资工具、创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过衍生品、财富管理等高ROA业务促进券商杠杆提升、实现战略发展。个股方面建议重点关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、中金公司（03908.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

风险提示

1、风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。2、公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。