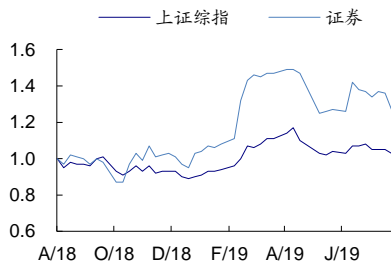


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《2019年券商分类评级结果点评:龙头优势继续演绎》——2019-07-29
- 《证券行业7月投资策略:业绩回暖,政策红利逐步释放》——2019-07-10
- 《《证券公司股权管理规定》点评:分类监管引导差异化发展》——2019-07-08
- 《公募基金参与转融通新规点评:完善融券机制,利好券商长期业务发展》——2019-06-25
- 《并购重组松绑点评:优化并购重组制度,券商迎业务新机遇》——2019-06-24

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师:李锦儿

电话: 021-60933164
E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

行业专题

券商杠杆提升之路

● 主要逻辑与结论

证券行业 ROE 趋势性下行, 而杠杆率偏低是拉低 ROE 的重要原因。参照美国经验, 即使金融危机以后被动降杠杆, 但杠杆仍超过 15 倍。国内券商杠杆水平整体较低, 除了政策约束, 也包括负债渠道、资金需求业务方面的原因。未来提升杠杆的途径包括: 丰富融资渠道、降低融资成本、增强使用资产负债表为客户提供综合服务的能力。

● 海外投行的经验

1975 年佣金自由化后, 美国投行杠杆水平大幅提升, 驱动了 ROE 提升。以高盛为例, 金融危机前权益乘数维持在 15 倍以上, 金融危机以后被动降杠杆, 但杠杆仍在 10 倍左右。其高杠杆主要来源于两方面: 一方面, 融资结构多元化、融资成本低, 且可使用客户的证券抵押物进行再抵押, 以创造流动性; 另一方面, 利用自身资产负债表开展机构交易业务。前者创造杠杆资金, 后者使用杠杆资金。

● 国内券商杠杆水平较低

国内券商杠杆周期: 第一轮加杠杆 (2012 年 6 月至 2014 年末), 主要受创新驱动影响; 第二轮加杠杆 (2014 年末至 2015 年 6 月), 主要受市场需求影响; 第三轮去杠杆 (2015 年 6 月后), 资本市场震荡行情、监管趋严, 市场需求下滑。国内券商杠杆水平整体较低, 除了政策约束, 也包括负债渠道、资金需求业务方面的原因: (1) 政策约束方面, 国内券商不可使用客户的证券抵押物进行再抵押; (2) 负债渠道方面, 长期借款主要为公司债, 制约了国内券商杠杆倍数的提升, 同时回购市场限制多; 此外, 融资成本较高, 制约了杠杆提升; (3) 资金需求业务方面, 国内资本中介业务 (两融、股票质押) 和自营业务是杠杆提升的驱动力, 但自营业务相对而言并不具备吸引力。做市和产品创设类业务方面, 国内处于初步发展期, 业务需求尚未推动杠杆的提升。

● 龙头券商有望实现差异化加杠杆

加杠杆是券商长期 ROE 提升的隐含逻辑, 杠杆能力的提升包括: 丰富融资渠道、降低融资成本; 增强使用资产负债表为客户提供综合服务的能力, 特别是机构投资者在交易、对冲风险等方面的需求。虽然提升杠杆与目前的监管环境相悖, 但是在分类监管的框架下, 龙头券商可以享受政策红利, 有望实现差异化加杠杆。

● 投资建议

多层次资本市场建设持续推进, 围绕实体经济的服务创新和产品创新也将不断增多, 将推动龙头券商提升杠杆与 ROE 水平。维持行业“中性”评级, 建议关注战略转型清晰的大型券商, 包括中信证券、华泰证券、招商证券。

● 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性; 金融监管预期外趋严。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2018E	2019E	2018E	2019E
600030	中信证券	增持	20.94	2337	1.07	1.19	19.6	17.6
601688	华泰证券	增持	19.32	1602	0.97	1.11	19.9	17.4
600999	招商证券	增持	15.62	967	0.96	1.09	16.3	14.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

国内券商的杠杆周期.....	4
海外投行的经验.....	6
ROE 主要由杠杆驱动.....	6
高杠杆来源：融资结构与融资成本.....	7
高杠杆来源：业务需求.....	9
国内券商杠杆水平较低.....	11
杠杆水平远低于监管上限.....	11
原因一：融资结构与融资成本.....	12
原因二：业务需求制约.....	15
龙头券商有望实现差异化加杠杆.....	17
提升杠杆的途径.....	18
投资建议.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图 1: 轻资产业务价格竞争的困扰: 佣金率下滑	4
图 2: 重资产化在利润表上的表现: 业务收入多元化	4
图 3: 证券行业历年 ROE 及其决定因素	5
图 4: 美国证券行业杠杆水平与税前 ROE	6
图 5: 高盛历年 ROE 与经营杠杆	7
图 6: 2018 年高盛各渠道融资成本	8
图 7: 高盛业务条线	9
图 8: 高盛 2018 年收入结构占比	10
图 9: 上市券商杠杆水平较低	12
图 10: 高盛负债融资结构 (2018 年)	15
图 11: 中信证券负债融资结构 (2018 年)	15
图 12: 国内外融资成本对比	15
图 13: 上市券商自营资产规模占净资产的比重	16
图 14: 国内衍生品名义本金规模	17
表 1: 近年来证券行业推出的试点业务	
表 1: 近年来证券行业推出的试点业务	4
表 2: 高盛融资渠道分析	8
表 3: 高盛重资产业务多元化发展	9
表 4: 高盛 2018 年机构客户服务收入结构	10
表 5: 《证券公司风险控制指标管理办法》监管指标	11
表 6: 中大型券商卖出回购金融资产及利息支出	13
表 7: 转融资费率	13
表 8: 证券公司债券发行情况	13
表 9: 券商债权融资方式	14
表 10: 高盛场外衍生品业务名义本金规模	17
表 11: 头部券商调整短融最高待偿还余额上限情况	18
表 12: 重点个股估值表	19

国内券商由轻资产的盈利模式逐渐转向增加杠杆赚取利差的重资产盈利模式。由于重资产业务 ROE 水平及业绩弹性低于轻资产业务，因此，维持高 ROE 需要提高杠杆水平。国际投行的经验来看，当进入一个成熟、良性发展的阶段时，杠杆将成为 ROE 提升的主要驱动力。

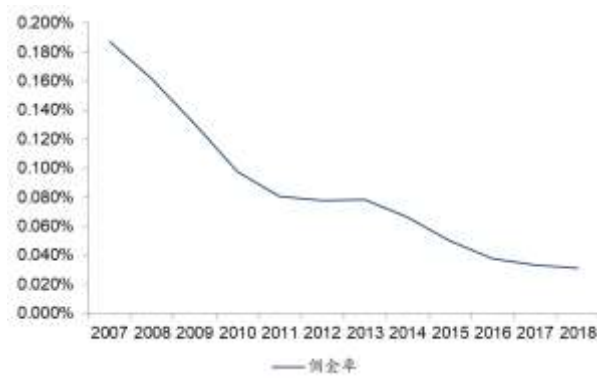
近年来，证券行业 ROE 趋势性下行，而杠杆率偏低是拉低 ROE 的重要原因。我们认为，下一阶段券商的发展重心在于如何通过提升资本使用效率、合理加杠杆带动 ROE 提升。本篇旨在解决：（1）券商杠杆水平长期难以提升的原因；（2）海外投行的经验；（3）券商杠杆提升的途径。

国内券商的杠杆周期

近几年来，国内券商在经营模式上发生了较为深刻的变化，我们称之为“重资产化”。2012 年创新大会前，国内券商主要业务为轻资产业务。随着轻资产业务盈利能力持续下滑，券商具有突破固有业务边界的内在动力。创新大会后，重资产业务快速发展。从实践经验来看，2010 年 3 月和 2013 年 5 月开始试点的融资融券和股票质押式回购业务对行业产生了深远影响，券商的资产负债表得以快速扩张，同时盈利模式也开始经历显著的重资产化过程。

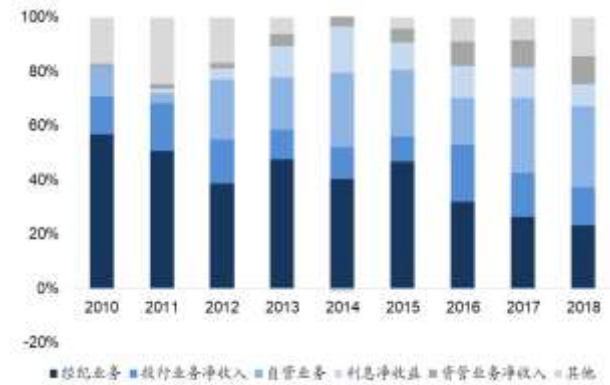
2012 年以来，业务结构逐渐转变，经纪与投行业务占比显著下滑，从 2008 年的 77% 下滑至 2018 年 37%。此外，融资融券、股票质押回购等资本中介业务快速发展，各项业务占比逐渐均衡。2018 年，经纪、投行、自营、利息净收益、资管业务收入占比分别为 23%、14%、30%、8%、10%。

图 1：轻资产业务价格竞争的困扰：佣金率下滑



资料来源：Wind、证券业协会，国信证券经济研究所整理

图 2：重资产化在利润表上的表现：业务收入多元化



资料来源：证券业协会，国信证券经济研究所整理

表 1：近年来证券行业推出的试点业务

试点时间	业务名称	首批试点券商
2010 年 3 月	融资融券业务	中信证券、国泰君安、广发证券、海通证券、光大证券等
2012 年 6 月	中小企业私募债承销业务	招商证券、中信建投、国泰君安、平安证券、兴业证券、中银国际、广发证券、国开证券、宏源证券、财通证券、东吴证券、国海证券、光大证券、中银万国证券、大通证券、南京证券、浙商证券、华西证券、首创证券
2013 年 5 月	股票质押式回购	中信证券、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券、光大证券、齐鲁证券、广发证券
2014 年 9 月	互联网券商	中信证券、国泰君安、长城证券、平安证券、华创证券、中国银河
2014 年 10 月	柜台市场业务	国泰君安、海通证券、中银万国、兴业证券、广发证券、中信建投

2015年7月 场外股权质押式回购业务

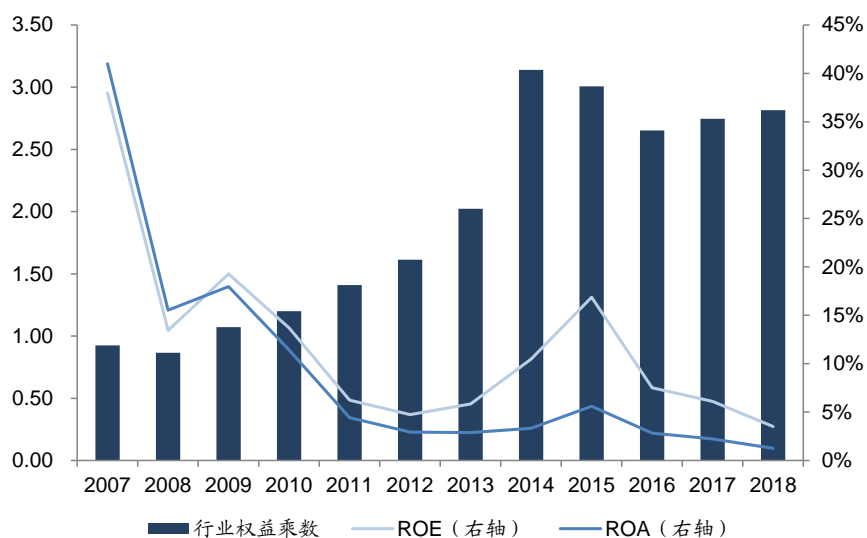
2016年6月 绿色债券

资料来源：证券业协会，国信证券经济研究所整理

重资产化提升了券商经营杠杆，但降低了 ROA 水平。从历年行业 ROE 水平，以及 ROA 和权益乘数（剔除客户保证金后的杠杆）情况来看，随着重资产化的推进，券商杠杆获得较大幅度提升，但 ROA 水平却出现一定下滑。具体而言，行业杠杆由 2008 年的 0.87 倍，上升至 2018 年的 2.82 倍；另一方面，券商的 ROA 水平也从 2008 年的 15.53% 下滑至 2018 年的 1.25%。

国内券商 2012 年后的杠杆周期可以划分为三个阶段：第一轮加杠杆（2012 年 6 月至 2014 年末）：创新大会后，融资融券与股票质押业务快速发展，券商杠杆水平提升，这一阶段杠杆水平主要受创新驱动影响，与市场行情关系不大；第二轮加杠杆（2014 年末至 2015 年 6 月），受市场需求影响，券商杠杆水平提升，这一阶段杠杆水平主要受市场行情影响；第三轮去杠杆（2015 年 6 月后），资本市场震荡行情、行业监管趋严，市场需求下滑，杠杆水平下降。

图 3：证券行业历年 ROE 及其决定因素



资料来源：证券业协会，国信证券经济研究所整理

杠杆提升是长期 ROE 提升的隐含条件。2012-2015 年，券商盈利能力的提升主要依靠杠杆水平的提升，ROA 基本处于趋势性下行状态。2015 年后，行业面临严监管，重资产业务需求下滑，行业杠杆水平整体处于偏低状态，压制 ROE 的提升。从长期来看，盈利能力的提升主要依靠重资产业务规模扩张带动杠杆提升，通道类业务越来越难以支撑行业的扩张，聚焦轻资产业务（例如精品投行、资产管理、低佣金经纪商等）是个别公司差异化的路径，而非行业性趋势。

海外投行的经验

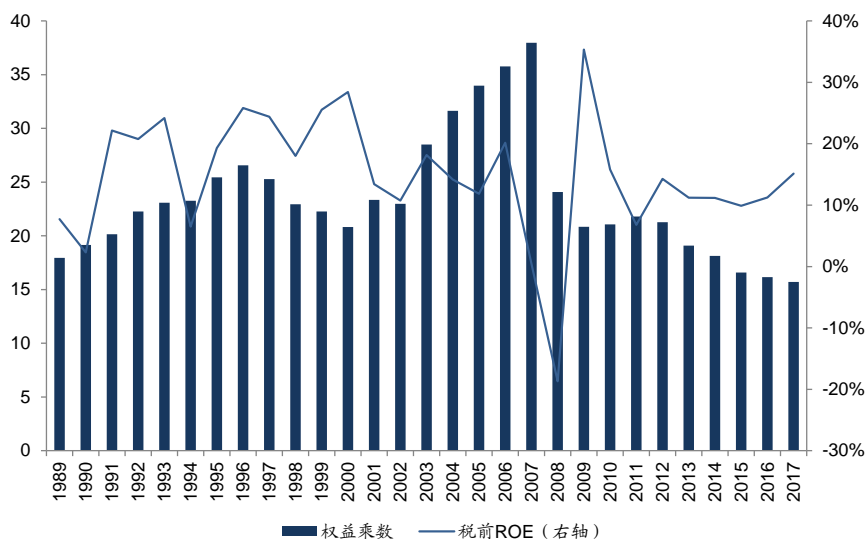
参照海外成熟市场国家，1975 年佣金自由化后，美国投行杠杆水平得到了大幅提升，使得美国证券行业维持了较高的 ROE 水平。以高盛为例，金融危机前权益乘数维持在 15 倍以上，金融危机以后被动降杠杆，但杠杆仍在 10 倍左右。其高杠杆主要来源于两方面：一方面，融资结构多元化、融资成本低，且可使用客户的证券抵押物进行再抵押，以创造流动性；另一方面，利用自身资产负债表开展机构交易业务。前者创造杠杆资金，后者使用杠杆资金。

ROE 主要由杠杆驱动

佣金率下滑倒逼行业转向重资产模式。1975 年美国开始实施佣金自由化，在自由化之前，美国券商的模式也以轻资产模式为主，例如 1975 年美国证券行业收入结构中经纪业务占比 46%，与目前国内水平较为相当。在重资产化的转型逻辑上，佣金自由化相当于存量业务利润变薄，而之后美国金融市场开启的创新浪潮则为重资产化提供了行业环境。自 1975 年之后，美国券商经纪业务收入逐年下滑，以高盛为例，2018 年其佣金和手续费收入占比仅为 8%。

重资产模式之下，ROE 主要由杠杆驱动。重资产业务是推升杠杆的核心，美国证券行业自 1975 年佣金自由化之后，业务模式由轻资产模式转向重资产模式，权益乘数从 1975 年的 7 倍上升到 2017 年的 16 倍，使得美国证券行业维持了较高的 ROE 水平。其中 2008 年可作为一个分水岭，1975-2007 年，行业平均 ROE 达到 20%，权益乘数最高为 2007 年的 38 倍；2008 年金融危机之后，美国政府出台《多德-弗兰克法案》(Dodd-Frank Act) 限制衍生品市场并禁止商业银行开展自营业务，推动美国投行被动降杠杆，ROE 出现显著下滑趋势，2017 年行业平均杠杆为 16 倍，ROE 为 15%。

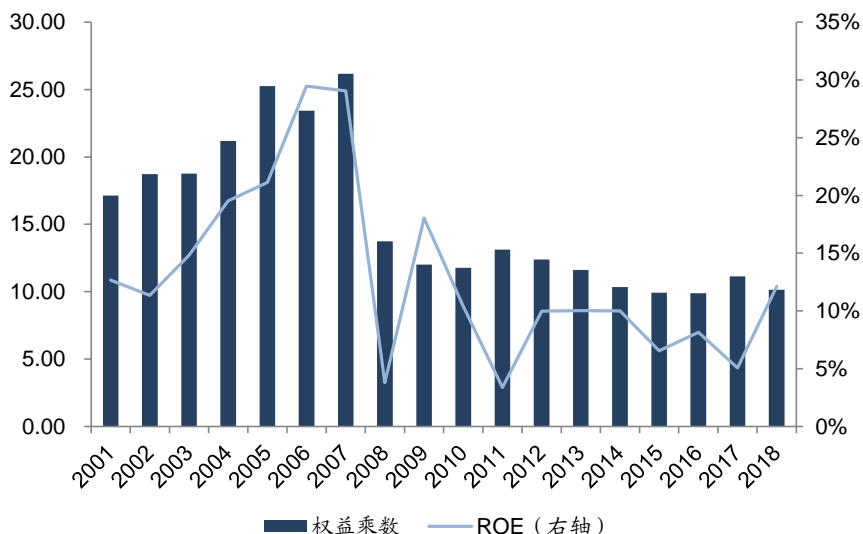
图 4：美国证券行业杠杆水平与税前 ROE



资料来源：SIFMA、国信证券经济研究所整理

高盛目前杠杆水平在 10 倍左右。2008 年以前，高盛的权益乘数维持在 15 倍以上，推动其加权平均 ROE 中值达到 20% (2001-2007)，金融危机以后被动降杠杆，杠杆下降到 10 倍左右，ROE 出现显著下滑趋势。

图 5: 高盛历年 ROE 与经营杠杆



资料来源：高盛历年年报、国信证券经济研究所整理

高杠杆来源：融资结构与融资成本

我们从高盛融资渠道来分析其负债融资情况，挑选 1999 年、2007 年、2008 年、2009 年、2018 年来进行分析，其负债融资主要来自于以下几个方面：

- 应付资金，主要包括从经纪商、交易商、清算机构融入的资金和证券，以及客户存入保证金，占比约 20%-30%。这类融资主要为机构业务（主经纪商业务）产生的负债；
- 担保融资，2018 年占比为 13%。这类融资主要包括卖出回购证券(Financial instruments sold under agreements to repurchase)、借入证券(Securities loaned)。其中，卖出回购证券主要是回购协议形成的负债，回购协议占比在金融危机前较高，但金融危机后由于高风险证券化产品不易被市场接受，其占比大幅降低，目前占比为 13%。借入证券类似于国内券商转融通获得的证券，目前占比 1%；
- 信用融资，该类融资占比达到 20%-30%。美国投资银行可以以较优惠的利率获得银行的长期和短期借款，或者以优惠利率从交易对手融资；
- 交易性金融负债（Financial instruments sold, but not yet purchased），即投资银行通过证券卖空获得的短期资金。由于金融危机后衍生品市场的限制，此类负债占比显著下滑，目前占比为 13%。

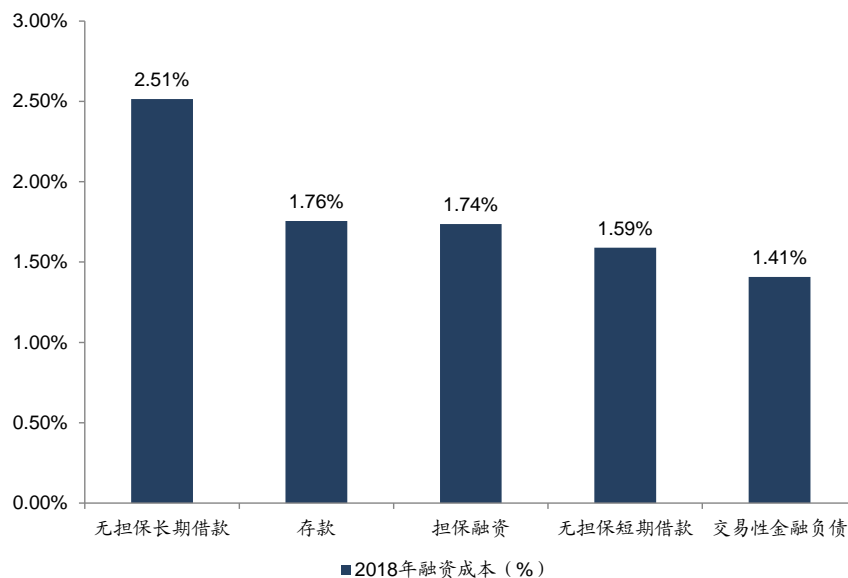
表 2: 高盛融资渠道分析

科目	科目	1999	2007	2008	2009	2018
存款	Bank deposits	0%	1%	3%	5%	19%
担保融资项目:	Collateralized financings	21%	24%	14%	22%	13%
卖出回购证券	Financial instruments sold under agreements to repurchase	17%	15%	8%	16%	9%
借入证券交易应付款	Securities loaned	4%	3%	2%	2%	1%
其他担保融资项目	other secured financings	0%	6%	5%	3%	3%
应付客户及其他方款项	customer and other payables	25%	30%	31%	24%	21%
交易性金融负债	Financial instruments sold, but not yet purchased	27%	20%	21%	17%	13%
无担保短期借款	Unsecured short-term borrowings	16%	7%	6%	5%	5%
无担保长期借款	Unsecured long-term borrowings	9%	15%	21%	24%	27%
其他负债及预提费用	other liabilities and accrued expense	3%	4%	3%	4%	2%
合计	Total	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 高盛历年年报、国信证券经济研究所整理

综合来看, 美国投行负债融资的特点包括: (1) 融资渠道多元化, 从而保证了融资来源和规模, 也更好地分散融资风险; (2) 回购协议是主要融资工具之一, 行业的回购协议融资占比接近 25%, 主要得益于美国高度发达的债券市场, 美国债券回购融资成本低, 可以多次使用放大经营杠杆; (3) 融资成本较低。我们测算高盛 2018 年无担保长期借款、存款、担保融资、无担保短期融资、交易性金融负债成本分别为 2.51%、1.76%、1.74%、1.59%、1.41%。

图 6: 2018 年高盛各渠道融资成本

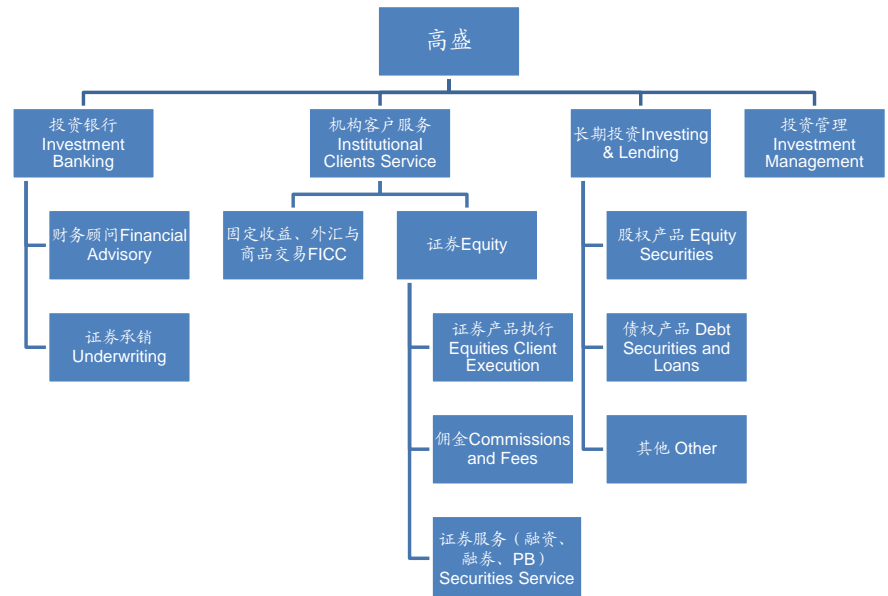


资料来源: 高盛 2018 年年报、国信证券经济研究所测算

高杠杆来源：业务需求

我们以高盛为例，分析其高杠杆背后的资金投向。高盛以机构和高端客户为主要定位，主要服务对冲基金、养老金、保险公司等机构，集中精力做大做市、资本中介、投行和财富管理业务。我们从高盛的业务线条设置中也可以看出，机构客户服务（Institutional Clients Service）作为一个独立部门单列，专门针对机构客户开展的信用、主经纪商、做市与产品创设业务。

图 7：高盛业务条线



资料来源：高盛 2018 年年报、国信证券经济研究所测算

机构化导向下业务需求更为稳定，且衍生业务较多。高盛的重资产业务已从初期的证券借贷和证券做市业务扩展到多个领域，包括融资借贷、项目融资、大宗经纪、证券做市、证券化衍生产品等。此外，资本收益型的本金投资业务形态也日渐多元化。

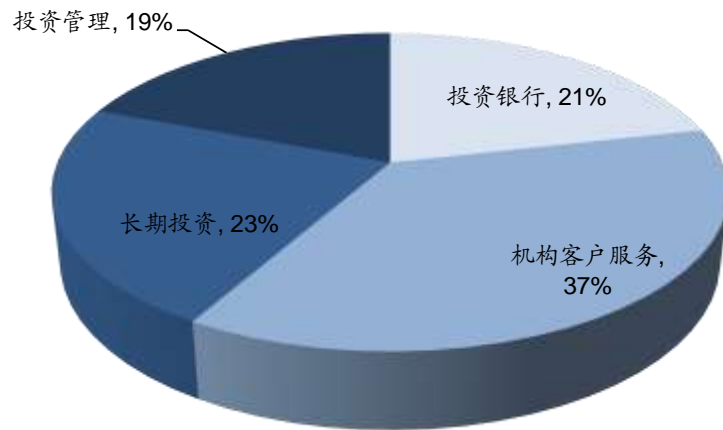
表 3：高盛重资产业务多元化发展

业务	主要内容
融资借贷	提供商业按揭资本等借贷
项目融资	将自有资本用于特定项目提供融资服务
大宗经纪	证券借贷、头寸融资、资产托管与保管
证券借贷	向难以借到证券的机构提供证券借贷渠道
证券产品做市	FICC、股票做市服务
证券化衍生产品	针对相应衍生品的做市和信用交易服务
资产证券化	投资于相应的证券化产品，提供拆借服务
设立股权投资资金	提供相应领域的股权投资产品
设立债权投资资金	借助夹层基金和基金管理方式进行本金投资

资料来源：国信证券经济研究所整理

高盛在收入上体现了多元化的特征，重资产业务收入占比超过 50%。以 2018 年为例，投资银行、机构客户服务、长期投资、投资管理业务收入占比分别为 21%、37%、23%、19%。其中，其机构客户服务业务主要在固收、利率、外汇和大宗商品市场以及权益市场为机构及高净值个人客户提供做市、衍生品开发、交易策略输出和融资服务。机构业务条线主要赚取做市收入、佣金收入和利息收入，占总收入比例分别为 26%、8%、3%。我们统计其重资产业务收入占比，包括其长期投资、做市、利息净收入，合计占比为 51%。

图 8: 高盛 2018 年收入结构占比



资料来源：高盛 2018 年年报，国信证券经济研究所整理

表 4: 高盛 2018 年机构客户服务收入结构

	FICC 市场	权益市场	合计	占总收入比例 (%)
做市	5,211	4,240	9,451	26%
佣金		3,055	3,055	8%
利息净收入	671	305	976	3%
合计	5,882	7,600	13,482	37%

资料来源：高盛 2018 年年报，国信证券经济研究所整理（单位：百万美元）

从重资产业务的内部结构分析，国外投行重资产业务多数为中介型业务。高盛资产项目中占比最大的两项为：以公允价值计量的金融资产（Financial instruments owned, at fair value）和信用资产（包括融出资金 securities borrowed 和买入返售金融资产 Securities purchased under agreements to resell）。

其中信用资产对应资本中介业务，与国内券商并无二致；但公允价值计量的金融资产则主要由于做市业务形成，与国内以自营为主的特征存在较大差异。尤其是金融危机后，随着国外投行“去杠杆”以及自营交易的剥离，其重资产业务的中介型特征进一步凸显。由于做市业务可以在较大程度上杜绝资产价格波动带来的不利影响，而通过为市场提供流动性赚取稳定的价差收入，显著优于自营类业务。美国投行中介型买方业务的发展成为杠杆提升的驱动力

总结而言，重资产业务的发展是国外投行高杠杆经营的基础，尤其是其中介型

的业务特征。其机构交易业务主要为投行利用自身资产负债表为客户交易提供流动性，场外市场的发展提升了投行主动负债的意愿，资本消耗规模提升，推动了杠杆的提升。

国内券商杠杆水平较低

券商杠杆水平受到三个方面的影响：第一，负债渠道，负债渠道制约了券商资金来源；第二，资金类业务空间，融资融券、股票质押式回购、直投、二级市场投资、做市商等均属于资金消耗型的业务；第三，监管指标体系，监管体系决定了券商杠杆上限。

国内券商杠杆水平整体较低，除了政策约束，也包括负债渠道、资金需求业务方面的原因：（1）政策约束方面，国内券商不可使用客户的证券抵押物进行再抵押，以创造流动性；（2）负债渠道方面，长期借款主要为公司债，由于监管规定公司债余额不超过净资产的 40%，因此制约了国内券商杠杆倍数的提升，同时回购市场限制多；此外，融资成本较高，制约了杠杆提升；（3）资金需求业务方面，国内资本中介业务（两融、股票质押）和自营业务是杠杆提升的驱动力，但自营业务相对而言并不具备吸引力。一方面，资本中介业务单一，两融业务和股票质押业务市场需求尚未爆发，反而承担了信用风险；另一方面，自营业务由于目前投资渠道和方式单一，盈利受市场波动性影响大，不适合高杠杆经营。做市和产品创设类业务方面，国内处于初步发展期，业务需求尚未推动杠杆的提升。

杠杆水平远低于监管上限

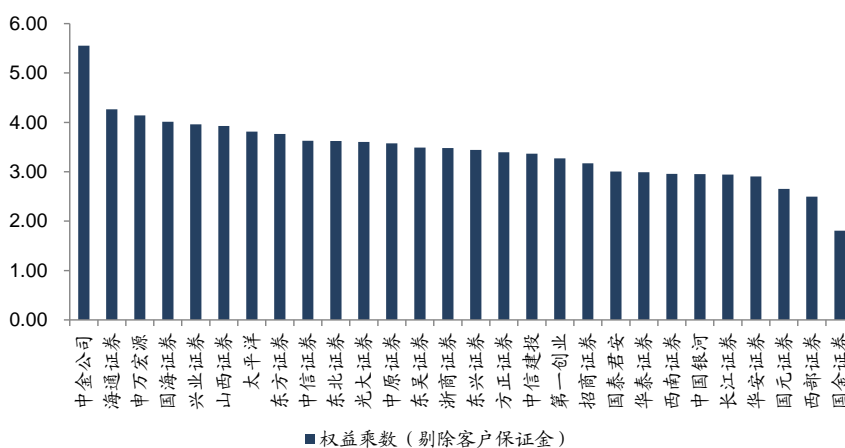
从目前上市券商杠杆水平来看，杠杆水平大概在 3 倍左右，远低于监管上限。证监会 2016 年 6 月出台《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》，取消了在 2008 年版本中“净资产/负债总额 $\geq 20\%$ 、净资本/净资产 $\geq 40\%$ ”的限制（按照这个规定，券商杠杆率的上限为 6 倍），统一执行“核心净资本/表内外资产总额 $\geq 8\%$ ”的规定，主要通过资本杠杆率而非净资产的杠杆率来对券商进行监管约束，具体杠杆上限被一定程度上模糊化。但结合监管层在文件发布时的表述“综合考虑流动性风险监管指标要求，财务杠杆率大体为 6 倍左右，与修订前办法的要求基本相当”，目前券商经营杠杆的上限大概为 6 倍。

表 5：《证券公司风险控制指标管理办法》监管指标

指标	具体内容	监管要求
核心净资本	核心净资本=净资产-资产项目的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目	
附属净资本	附属净资本=长期次级债*规定比例-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目	
风险覆盖率	风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和*100%	$\geq 100\%$
资本杠杆率	资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额*100%	$\geq 8\%$
流动性覆盖率	流动性覆盖率=优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量*100%	$\geq 100\%$
净稳定资金率	净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金*100%	$\geq 100\%$

资料来源：证监会、国信证券经济研究所整理

图 9：上市券商杠杆水平较低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分类监管框架有利于综合型券商打开杠杆空间。2019年7月5日，证监会发布《证券公司股权管理规定》（以下简称《股权规定》），根据证券公司从事业务的复杂程度，分为专业类和综合类券商两大类。专业类指从事常规传统证券业务（如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等）的证券公司；综合类指从事的业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的（如股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等）证券公司。

《股权规定》将综合类证券公司控股股东的资产规模要求调整为“总资产不低于500亿元人民币，净资产不低于200亿元人民币”，综合类证券公司控股股东暂时达不到《股权规定》明确的资产规模等条件的，给予5年过渡期；5年后仍未达到要求的，不影响该证券公司开展证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐等常规证券业务，但不得继续开展股票期权做市、场外衍生品等高风险业务。

我们预计此次新规将推动行业集中度继续提升，一些中小型券商的业务资格或受到限制，行业会出现一批只能做传统业务的专业类券商，而龙头券商在杠杆性质业务上更具优势。分类监管框架下，龙头券商或差异化地提升杠杆空间。

原因一：融资结构与融资成本

目前国内券商负债渠道包括同业拆借、卖出回购、转融资、短期融资券、公司债、次级债等。

- (1) 同业拆借与卖出回购二者期限偏短，主要用于公司流动性资金的补充。卖出回购期限一般小于一年，其平均融资成本约为3%。

表 6: 中大型券商卖出回购金融资产及利息支出

	2018 年卖出回购金融资产 (亿元)	利息支出 (亿元)	利率 (%)
中信证券	1216.69	30.49	2.5%
申万宏源	793.62	27.39	3.5%
国泰君安	705.59	15.94	2.3%
招商证券	612.68	12.03	2.0%
海通证券	563.73	15.44	2.7%
东方证券	494.16	18.02	3.6%
华泰证券	400.95	12.77	3.2%
中信建投	325.32	11.06	3.4%
中国银河	280.60	10.30	3.7%

资料来源:各上市券商 2018 年年报、国信证券经济研究所整理

(2)转融资:融资期限包括 7 天、14 天、28 天、91 天、182 天,费率在 4.3%-4.8% 之间。

表 7: 转融资费率

期限	转融资费率 (%)	期限	转融资费率 (%)
7 天	4.80	91 天	4.60
14 天	4.80	182 天	4.30
28 天	4.70		

资料来源:沪深交易所、国信证券经济研究所整理(备注:生效日期为 2018 年 12 月 7 日)

(3)短期融资券:根据 2018 年 4 月央行发布的《关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》,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产的 60%计算。其他短期融资工具指发行期限在一年以内的融资工具,包括同业拆借、短期公司债等。央行每半年调整一次证券公司短期融资券余额上限。短期融资券具备发行门槛低、周期短、能够快速补充公司运营资金流动性等特点,越来越受证券公司青睐。短期融资券最长期限不得超过 91 天。我们统计 2018 年、2019 年上半年券商短融发行情况,平均利率分别为 3.70%、2.96%,期限一般为 3 个月。

(4)公司债:根据《证券公司债券管理暂行办法》,证券公司发行公司债最低期限为 1 年,可以公开发售,也可以向合格投资者定向发行。证券公司发行后累计公司债余额不得超过最近一期末净资产额的百分之四十。我们统计 2018 年、2019 年上半年 AAA 级证券公司债发行情况,平均利率分别为 4.87%、3.96%,期限主要有 3 年、5 年、10 年三种,一般为 3 年。

表 8: 证券公司债券发行情况

品种	时间	发行只数	发行额 (亿元)	平均发行规模 (亿元/只)	发行利率 (%)
短期融资券	2018	57	1425	25	3.70%
短期融资券	2019H	57	1389	24	2.96%
证券公司债 (AAA 级)	2018	66	1669	25	4.87%
证券公司债 (AAA 级)	2019H	41	1259	31	3.96%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

(5)短期公司债:2014 年 10 月,沪深交易所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》,进一步拓宽证券公司融资渠道。期限为一年(含)以内,投资者

不得超过 200 人。证券公司短期债实行余额管理，不得超过净资本的 60%。

(6) 次级债：根据《证券公司次级债管理规定》，证券公司发行的次级债分为两种：长期次级债和短期次级债。期限在 1 年以上（不含 1 年）的次级债为长期次级债，期限在 3 个月以上（含 3 个月）、1 年以下（含 1 年）的次级债为短期次级债。

长期次级债可按一定比例计入净资本，到期期限在 3、2、1 年以上的，原则上分别按 100%、70%、50% 的比例计入净资本，但计入净资本的数额不得超过净资本（不含长期次级债累计计入净资本的数额）的 50%；短期次级债不计入净资本。目前，上市券商发行的次级债主要以长期次级债为主，利率基本在 5%-5.5% 之间。

2012 年以来，负债经营渠道有所放宽。2012 年，证券公司重启发行短期融资券，打开了负债渠道；同年 12 月 27 日，证监会正式发布《证券公司次级债管理规定》，扩大证券公司次级债的机构投资范围，长期次级债可按一定比例计入净资本，允许证券公司简化发行次级债的内部程序；2013 年 3 月 3 日，证监会发布《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的同时，允许证券公司按照规定发行收益凭证这一新的融资工具，进一步拓宽负债经营渠道，提升杠杆空间。

表 9：券商债权融资方式

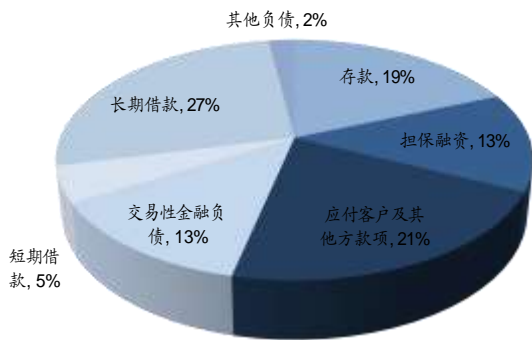
债务融资工具	额度限制	期限限制
同业拆借	最高拆入限额和最高拆出限额均不超过该机构净资本的 80%	7 天
卖出回购	银行间质押式回购：不超过实收资本的 80%	银行间质押式回购最长 1 年；交易所质押式回购最长 6 个月
收益凭证	发行余额不超过净资本的 60%	6 个月以内
短期融资券	与其他短期融资工具余额之和不超过净资本的 60%	3 个月
转融通	最大单笔申报金额不超过 3 亿元，单一证券公司当日各期限档次转融通申报总额不超过 5 亿元	最长 182 天
公司债	余额不超过净资产的 40%	1 年以上
短期公司债	余额不超过净资本的 60%	1 年以下
次级债	长期次级债可按一定比例计入净资本，但计入净资本的数额不得超过净资本的 50%	短期 1 年以下；长期 1 年以上

资料来源：央行、证监会、沪深交易所、国信证券经济研究所整理

我们将高盛、中信证券 2018 年的负债融资渠道结构进行对比，主要不同之处在于：

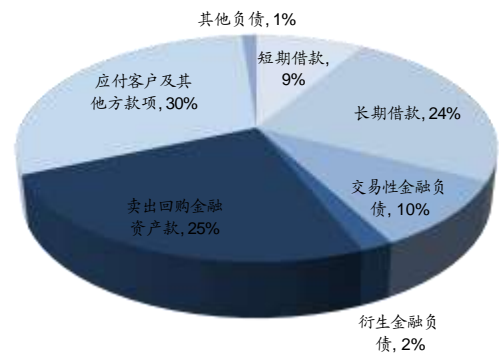
- 存款：国内由于分业经营，券商无法获得低息存款，而高盛 2018 年的存款占比为 19%；
- 客户保证金：中信证券应付客户及其他方款项占比为 30%，高盛占比为 21%，由于国内券商客户交易结算资金采取第三方存管模式，券商并不能随意支配客户保证金，只能获得存放银行的微薄利息收入；而海外投行可以利用客户的证券抵押物进行再抵押，进而创造流动性；
- 长期借款：海外投行长期借款来源丰富，可以以优惠的利率获得银行的长期借款，或以优惠的利率从交易对手融资。以高盛为例，高盛在全球四大评级结构中评级均为最高的信用质量，这为高盛信用融资提供了支撑。而国内券商长期借款主要为公司债，由于监管规定公司债余额不超过净资产的 40%，因此制约了国内券商杠杆倍数的提升。

图 10: 高盛负债融资结构 (2018 年)



资料来源: 高盛 2018 年年报, 国信证券经济研究所整理

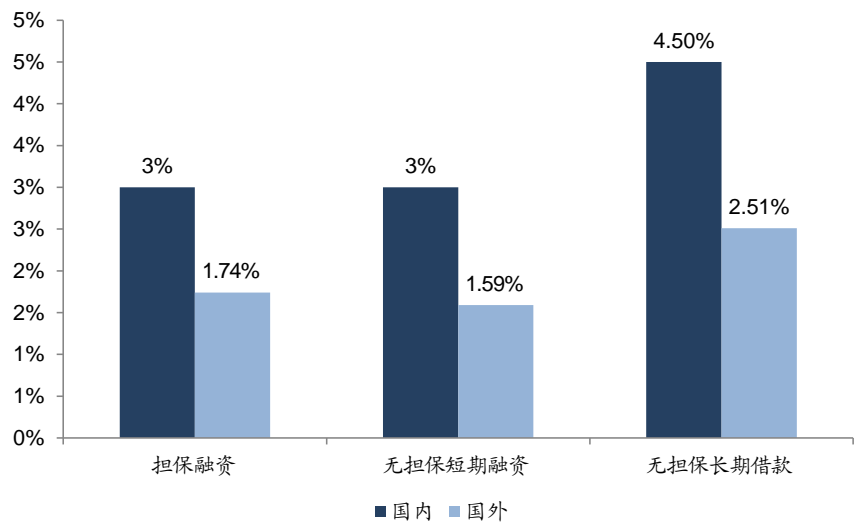
图 11: 中信证券负债融资结构 (2018 年)



资料来源: 中信证券 2018 年年报, 国信证券经济研究所整理

国内券商融资成本较高, 制约了杠杆的提升。国内券商而言, 回购利率在 3% 左右, 转融资利率在 4.3%-4.8% 之间, 短融利率在 3% 左右, 公司债在 4%-5% 之间, 长期次级债利率在 5%-5.5% 之间, 整体成本较高。高盛而言, 整体融资成本较低, 我们测算 2018 年高盛无担保长期借款、存款、担保融资、无担保短期融资、交易性金融负债成本分别为 2.51%、1.76%、1.74%、1.59%、1.41%。

图 12: 国内外融资成本对比



资料来源: Wind、高盛 2018 年年报、国信证券经济研究所整理

原因二: 业务需求制约

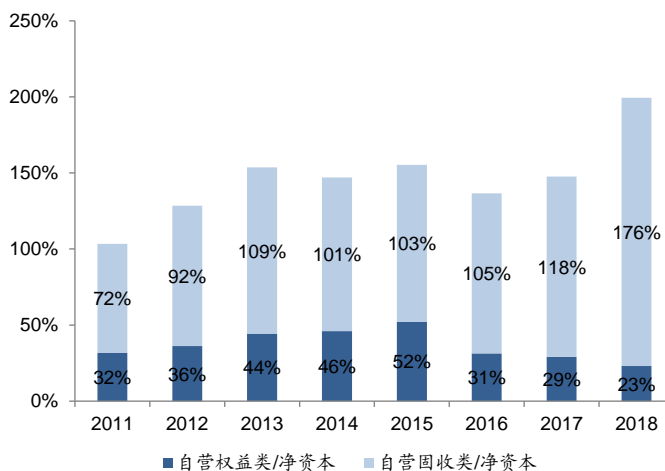
国内券商资金需求类业务主要为资本中介业务和自营业务。

- 融资融券业务规模对市场依赖性高, 市场反弹, 业务需求快速增长, 市场调整, 业务需求下降。在市场需求尚未爆发的环境下, 券商加杠杆动力不足。
- 股票质押业务需求受市场影响较小, 但 2018 年个股风险事件频频发生, 监管机构进一步加强了股票质押业务的规范管理, 2018 年 3 月实施的股票质押新

规从融资门槛、资金用途、质押集中度、质押率四方面规范场内股票质押市场，券商主动压缩股票质押规模。

- 自营业务方面，受市场环境影响较大。一个需要注意的现象是：券商正逐年将更大比例的资源投入到自营业务中。我们同样统计了 2011-2018 年 31 家上市券商自营业务规模的数据，数据显示，券商投入到自营业务中的资源占比正逐年抬升，我们用“自营固定收益类证券/净资本”、“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”来衡量券商自营业务占用资源的多少。两者合计占比由 2011 年的 103%，提升至 2018 年的 199%；若从近几年结构变化来看，自营资产占比的提升主要由固定收益类债券占比的提升贡献。

图 13: 上市券商自营资产规模占净资产的比重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

自营业务占比提升在反应其他业务板块的“需求不足”。券商区别于投资公司的关键在于其所持有的牌照类业务，以及据此衍生出的资本中介业务、做市以及衍生品设计等业务，而不在于利用资本金进行投资上。自营业务具有更高的波动性，且方向性投资存在亏损的可能性，难以吸引券商加杠杆。券商将更多的资源投入到自营中，我们认为在反应其他业务板块的“需求不足”。

衍生品业务方面，国内券商做市与产品创设类业务提升空间大。国外投行的高杠杆的来源创新金融产品和衍生品。以高盛为例，高盛的做市和产品创设业务基本在场外市场开展。2018 年高盛 OTC 市场多空产品名义本金达到 42.37 万亿美元，即人民币 292 万亿元。基础资产类别方面，利率、信用、汇率、大宗商品、股权衍生品占比分别为 76%、3%、16%、1%、4%。

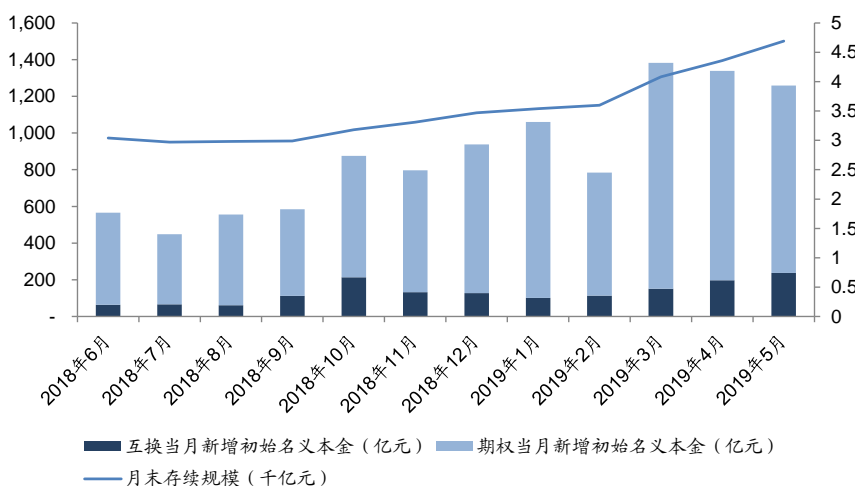
对比国内场外金融衍生品业务（主要包括收益互换与期权业务），国内股权类产品的做市和创设业务发展空间大。截至 2019 年 5 月末，全市场场外衍生品存续规模为 4360 亿元。与高盛 1.7 万亿美元股权类名义本金规模（即人民币 11.74 万亿元）对比，国内股权类衍生品名义本金规模仅是其 4%，未来发展空间广阔。

表 10: 高盛场外衍生品业务名义本金规模

	2017	2018
利率衍生品	37,814,394	32,287,734
信用衍生品	1,254,389	1,157,147
汇率衍生品	7,440,515	6,715,700
大宗商品衍生品	494,221	505,761
股权衍生品	1,783,297	1,706,199
合计	48,786,816	42,372,541

资料来源: 高盛 2018 年年报, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万美元)

图 14: 国内衍生品名义本金规模



资料来源: 中证场外衍生品市场, 国信证券经济研究所整理

将中信证券与高盛的业务结构进行对比, 我们认为不同点在于: 国外投行的高杠杆的来源创新金融产品和衍生品。一方面, 国外投行将客户抵押物进行再抵押, 创造大量流动性; 另一方面, 产品创设与做市业务承载了杠杆资金, 海外投行通过自身资产负债表服务客户。国内而言, 一方面, 券商不能挪用客户抵押物; 另一方面, 产品创设与做市业务仍处于初步发展期, 对杠杆资金需求有限。国内主要杠杆资金投向仍是自营业务和资本中介业务。对比国内外券商以公允价值度量的资产, 国内主要为自营类业务所持有, 而海外更多的是因为做市业务而持有。

龙头券商有望实现差异化加杠杆

加杠杆是券商长期 ROE 提升的隐含逻辑, 杠杆能力的提升包括: 丰富融资渠道、降低融资成本; 增强使用资产负债表为客户提供综合服务的能力, 特别是机构投资者在交易、对冲风险等方面的需求。虽然提升杠杆与目前的监管环境相悖, 但是在分类监管的框架下, 龙头券商可以享受政策红利, 有望实现差异化加杠杆。

提升杠杆的途径

加杠杆是券商长期 ROE 提升的隐含逻辑，我们认为，券商杠杆能力的提升包括两大方面：

第一，负债端：丰富融资渠道、降低融资成本。目前，国内券商主要融资方式为短融和公司债，短融利率在 3%-4% 之间，公司债在 4%-4.5% 之间，由于监管规定公司债余额不超过净资产的 40%，因此制约了国内券商杠杆倍数的提升。近期监管层针对头部券商融资松绑，包括提升短期融资券余额上限、鼓励证券公司金融债。

自 2019 年 6 月 22 日，共有 9 家头部券商核准调整的短融最高待偿还余额，合计金额已达 3041 亿元。

表 11：头部券商调整短融最高待偿还余额上限情况

	调整日期	调整前短期融资券余额上限（亿元）	调整后短期融资券余额上限（亿元）
中信证券	2019-6-22	159	469
国泰君安	2019-6-22	139	508
华泰证券	2019-6-22	216	300
海通证券	2019-6-22	200	397
申万宏源	2019-6-25	191	298
招商证券	2019-6-25	70	316
中信建投	2019-6-25	163	209
中国银河	2019-6-25	-	368

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

自 6 月 25 日起，中信证券、国泰君安、华泰证券、中信建投、申万宏源、招商证券、海通证券、中国银河等多家头部券商收到证监会监管意见书，批准其发行金融债。此前发行金融债的主体主要为政策性银行和商业银行。对比商业银行 AAA 级金融债券，2018 年共发行 56 只，发行面额为 5234 亿元，平均每只发行额为 93 亿元，平均发行利率为 3.87%，发行期限为 3 年。与证券公司债相比，金融债具有发行成本低、融资规模大的特点。

整体而言，我们认为提升短融余额上限、核准发行金融债有助于丰富融资渠道、降低融资成本，有助于龙头券商适度加杠杆。参照美国经验，中长期品种的丰富、资金成本降低有利于为券商扩大业务规模提供有效的资金支持。

第二，资产端：增强使用资产负债表为客户提供综合服务的能力，特别是机构投资者在交易、对冲风险等方面的需求。国外衍生品市场已经相对成熟，而国内衍生品市场尚处于初级发展阶段，国内做市、产品创设、股权投资等资本业务空间尚未打开。参照美国经验，围绕机构投资者的产品创新是杠杆得以大幅提升的来源。

但在金融加大对外开放背景下，以交易为中心的机构服务业务发展模式会更为丰富。这类业务的发展需要大量资本金，龙头券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上竞争优势突出。龙头券商有望参与到衍生品交易、跨境业务以及私募股权投资等业务中，杠杆在合理范围内或得到提升。虽然目前提升杠杆与当前宏观环境监管思路的相悖的，但是在分类监管的框架下，龙头券商可以享受政策红利，有望实现差异化加杠杆。

投资建议

我们认为，2019年资本市场改革及业绩大幅增长确定性较高。短期而言，券商轻资产业务转好概率加大，行业经营呈现边际改善；中长期而言，随着资本市场直接融资制度改革的持续深化，多层次资本市场建设将被置于更加突出的位置。券商机构服务业务类型将更加丰富，围绕实体经济的服务创新和产品创新也将不断增多，例如场内衍生品等创新业务等，这将促进券商做市、产品创设等业务发展。龙头券商在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势，这将推动龙头券商提升杠杆与ROE水平。我们维持行业“中性”评级。在个股方面，建议关注战略转型清晰的大型券商包括中信证券、华泰证券、招商证券。

风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性，包括经纪、自营承压、股票质押业务计提资产减值损失增加等；金融监管预期外趋严，创新推进不达预期；市场低迷、牌照放开等因素导致行业竞争加剧，外资抢占部分创新业务的市场份额；流动性紧张导致融资成本快速上升，导致融资融券、股票质押等资本中介业务利差下降，从而导致业绩贡献不及预期。

表 12: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2018E	2019E
600030	中信证券	增持	20.94	2337	1.07	1.19	19.6	17.6
601688	华泰证券	增持	19.32	1602	0.97	1.11	19.9	17.4
600999	招商证券	增持	15.62	967	0.96	1.09	16.3	14.3

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测;

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032