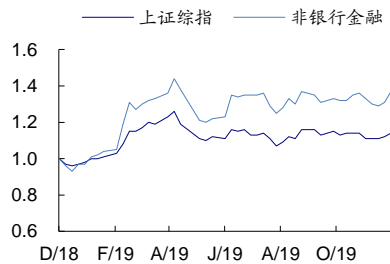


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《保险行业 2020 年投资策略: 只待长债东风》
——2019-12-02
《证券行业 2020 年投资策略: 改革驱动转型》
——2019-11-28
《证券行业 11 月投资策略: 市场交易量萎缩, 业绩分化明显》
——2019-11-12
《财险行业深度: 财险: 寿险与巴菲特的距离》
——2019-10-25
《证券行业 10 月投资策略: 改革与竞争驱动行业转型》
——2019-10-11

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
联系人: 王鼎
电话: 0755-81981000
E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn

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

行业专题

长期投资者何在

● 核心内容及观点

内容: 我们以长期投资者为话题, 主要涉及以下问题: 寿险、养老金等长期投资者的发展空间如何? 意义何在? 桎梏何处? **核心观点:** (1) 我国非银行业发展空间大, 长期投资者的扩张才刚刚开始, 但却因为当下我国缺乏长期限的债券资产而被限制; (2) 长期投资者的扩张有着重大意义, 是金融生态进一步进化的核心驱动力之一; (3) 论及长期资产供应, 券商行业为重点之一, 但我国缺乏大量的精品券商深耕于投资银行咨询业务, 为资本市场松散土壤, 助力资产的培育。

● 全球非银行金融系统: 专业化分工的产物

金融系统的市场主体主要由银行业及非银行金融业构成, 其中银行业是基础, 非银行金融则是金融服务专业化进一步分工的产物。全球的非银生态即分工明确, 由主要发达国家所承担, 而发展中国家的非银行业却普遍落后, 似游离于外。

● 资本市场突破口: 长期投资者的意义

我国寿险行业、养老金等长期储蓄的专业管理机构资产规模占比极低, 已经影响到我国整个金融生态的进一步发展。该类机构是资本市场重要的长期投资者, 衔接居民的长期储蓄与资本市场的长期资产, 是资本市场深化发展的重要引擎。

● 长期投资者的桎梏: 中小型精品券商缺位

我国在基础金融资产环节捉襟见肘, 长期储蓄获取的长期资产有限。证券公司需要为之补货。但我国证券行业严重依赖证券经纪业务, 未来需要众多深耕于投资银行咨询业务的精品券商为实体经济服务, 助力资本市场的资产培育。

● 投资建议:

我们长期看好寿险行业以及证券行业的成长, 这是未来资本市场的主角。短期而言, 寿险企业因为利率风险敞口犹在, 与证券公司一样变得具有周期性, 有待宏观经济以及长期债券供应的改善以显著提升投资价值。

● 风险提示:

(1) 宏观经济数据超预期下滑; (2) 通货膨胀风险; (3) 长端利率超预期下滑。

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)	EVPS/EPS		PEV/PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601318	中国平安	买入	86.8	15,631	64.2	75.0	1.35	1.16
601628	中国人寿	买入	35.7	8,876	32.4	37.2	1.10	0.96
601601	中国太保	买入	37.1	3,094	42.7	49.0	0.87	0.76
601336	新华保险	买入	47.4	1,301	63.2	71.5	0.75	0.66
2328.HK	中国财险	买入	9.6	2,152	1.4	9.3	6.86	1.03
600030	中信证券	增持	23.0	2,591	1.1	1.2	21.50	19.33
601688	华泰证券	增持	18.5	1,565	1.0	1.1	19.11	16.70
300059	东方财富	增持	15.2	1,019	0.3	0.4	50.60	39.95

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (寿险估值为 EV, 其余为 PE, 股价日期: 2019 年 12 月 13 日)

投资摘要

关键结论与投资建议

我国的金融行业即将进入对外开放的快车道。值此之际，开展对非银行业的研究具有特别的意义。以前，国家通过银行业集聚大量储蓄，可以高效地支持社会经济建设，而时至今日，随着居民的逐渐富裕，社会对非银行业的需求在快速膨胀。居民、个体户、企业家等都迫切渴望有更加具有专业性的金融服务渠道。非银行业的发展正当其时。

在本篇报告中，我们的核心观点如下：我国资本市场缺乏长期债券资产，这限制了我国金融生态进一步专业化分工，导致长期投资者无法正常扩张，抑制了资本市场的活力。凡是市场的自然需求，其背后必有深意。

核心假设或逻辑

第一，资产负债久期差的存在，即利率风险敞口，是当下影响我国寿险企业投资价值的核心问题；

第二，寿险企业天然对于规模扩张有着极高的诉求，否则很难为股东提供满意的权益回报率，因为寿险企业的资金成本较高，资产负债的利差薄；

第三，我国资本市场缺乏长期债券资产，长期债券的发行相对少，对长期资本的需求无法呈现，导致长端利率极低，既影响寿险企业扩张，亦影响企业的风险敞口；

第四，我国长期债券资产匮乏是限制我国寿险、养老金等长期投资者扩张的核心因素；

第五，若寿险、养老金等长期投资者的扩张受到限制，非银行业整体的专业化分工将受阻，如此金融生态的进一步进化即受到限制，资本市场亦将欠缺活力；

第二，论及基础金融资产的发起及维护，证券行业的成长是重要命题之一。美国的证券行业拥有数量众多的精品券商深耕于投资银行咨询业务，为资本市场培育优质资产，而我国的证券公司普遍依赖证券经纪业务，缺乏精品券商为实体经济服务。

与市场预期不同之处

我们认为当下资本市场的突破重点之一，在于培育并扶持寿险企业、养老金等长期储蓄管理机构，以纲举目张地促进整个金融生态的进化。该类机构是资本市场长期投资者的核心，产业链的上游，是链接居民长期储蓄以及资本市场长期资产的纽带，意义可谓重大。

我国居民对长期储蓄的专业化管理有着强烈的需求，例如养老金等需要专业的资产管理机构承接，但当下的问题是，我国严重缺乏长期资产与之对接，这限制了我国长期储蓄管理机构的扩张，间接限制了我国整个金融生态的发展。

我们认为存在这种可能，即随着我国债券市场逐渐提升对于长期债券的供应，长期债券的价格或逐渐下滑，从而使得长端利率逐渐上升。相比而言，我国的长期债券过少，而长期机构投资者却在迅速成长，这种供需层面的反差容易导致我国的长端利率过低，使其受到更多扰动因素的影响，无法有效反映国家经济增长对长端利率的真实推动。

股价变化的催化因素

第一，宏观经济数据改善，提振投资者对寿险行业以及证券行业的业绩预期；

第二，通货膨胀力度缓和，放大货币政策的释放空间。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，经济数据超预期下滑；

- 第二，通货膨胀风险；
- 第三，长端利率超预期下滑。

内容目录

全球非银：专业化分工	6
非银行金融业的逻辑及角色	6
全球金融资产：非银半壁江山.....	7
发达经济体：开放协作	9
发展中经济体：另一个世界	10
资本市场破局：长期投资者	11
长期投资者意义何在	11
长期投资者桎梏何处	12
美国资本市场：无短板	15
美国：股票与债券皆强	15
美国的债券：吸引全球资金	16
美国的股票：质量卓越	17
精品券商：意义凸显	18
美国券商的繁华：精品繁多	19
我国券商行业之痛：先做大再做强	26
投资建议	31
风险提示	31
国信证券投资评级	32
分析师承诺	32
风险提示	32
证券投资咨询业务的说明	32

图表目录

图 1: 金融服务的专业化趋势	6
图 2: 金融系统的资产负债视角	7
图 3: 寿险、养老金等长期储蓄管理机构的角色	11
图 4: 中国: 银行间债券: 债券余额按年度占比	13
图 4: 中国: 地方债: 债券余额按年度占比	13
图 5: 美国: 市政债券发行额: 平均到期期限	13
图 6: 美国: 企业债平均到期期限	13
图 7: 中国上市公司市值的行业分部	18
图 8: 中国香港上市公司市值的行业分部	18
图 9: 美国上市公司市值的行业分部	18
图 10: 英国上市公司市值的行业分部	18
图 11: 总注册分支机构数量占比	22
图 12: 总注册公司数量占比	22
图 13: 业务收入分布	23
图 14: 市场份额占比	23
表 1: 2017 年全球金融资产的行业分部	7
表 2: 其它金融机构	8
表 3: 发达经济体的各金融机构资产占其 GDP 比重	9
表 4: 各国其它金融机构与离岸世界的信贷关系, 占其他金融机构的资产比重	10
表 5: 各发展经济体金融行业金融资产占其 GDP 比重	10
表 6: 美国居民退休资产	12
表 7: 美国个人退休账户 (IRA) 所持资产机构	12
表 8: 债券托管量 (按投资者)	14
表 9: 2017 年各国债券总余额	15
表 10: 2017 年各国上市公司总市值	16
表 11: 美国持有的海外证券数据	16
表 12: 海外投资者持有美国证券的数据	17
表 13: 全球各国上市企业数量	17
表 16: 各国证券公司总净收入	19
表 17: 美国证券公司财务情况	19
表 18: 市场集中度-纽约证券交易所交易商占有所有注册证券经纪-自营商的比重	20
表 19: 纽约证券交易所 (NYSE) 交易商的市场集中度	20
表 20: 大型经纪自营商分类	21
表 21: 中型经纪自营商分类	21
表 22: 精品经纪自营商分类	21
表 23: 注册经纪自营商的财务情况	22
表 24: 注册经纪自营商行业的公司数量	22
表 25: Evercore 近年的财务结果	23
表 26: Lazard 近年的财务结果	24
表 27: 高盛近年的财务结果	25
表 28: 中国券商行业-手续费及佣金收入结构	27
表 29: 中国券商行业-手续费及佣金净收入/归属母公司股东权益	28
表 30: 中国券商行业-利息净收入/归属母公司股东权益	29
表 31: 中国券商-投资净收益/归属母公司股东权益	30

当下中国经济正处于转型的阶段，国家的发展对经济质量提出了更高的要求，即对各行各业的专业性提出了更高的要求。在这个背景之下，非银行金融业将承接金融行业发展的阶段性使命，凭借着自己的专业性获得蓬勃的生命力，与银行业形成协同互补的大势，丰富国家金融生态，为实体经济的发展夯实资本基础。着眼现在，我们研究非银行金融业正当其时。

本篇报告，我们主要围绕“长期投资者”这个话题。我们首先比较国内外的非银行业，比较中美两国资本市场的基础金融资产，之后以“长期投资者”为核心命题，来探讨当下我国非银行业的两类具有重大意义的子行业：一类是寿险、养老金等长期储蓄管理行业，以探讨当下制约长期投资者成长的关键因素，即基础金融资产；一类是证券行业，即基础金融资产的构建及维护者，以对比当下美国与中国的券商行业生态，简要探讨我国中小型精品券商的缺位。

全球非银：专业化分工

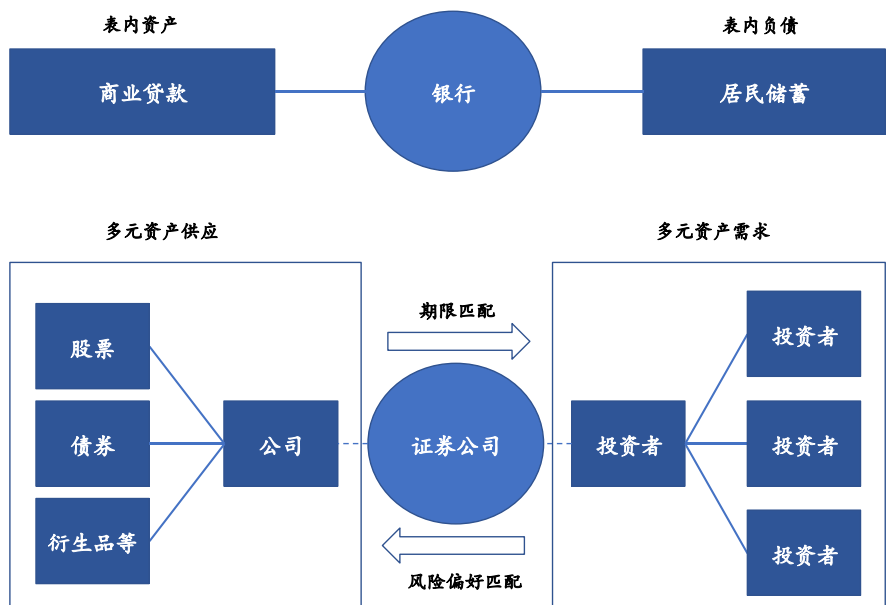
非银行金融业的逻辑及角色

一个国家的金融系统主要由银行业及非银金融行业构成，其中银行业是基础，风险偏好低，捍卫着国家经济以及金融系统的稳定，而非银行业可以被认为是上层建筑，整体风险偏好较高，专业方向更加细化，是金融服务分工进一步细化的产物。

银行是自成体系的金融整体，通过银行承接的资产和负债一般皆在银行表内，且基于风险、期限等因素通过表内资金池进行错配。

非银是多元体系的金融整体，通过以证券公司为核心的信用链条，承接的资产及负债皆在资本市场，且对风险、期限等成本因素进行更精确的计算，是金融服务进一步专业化分工的产物。

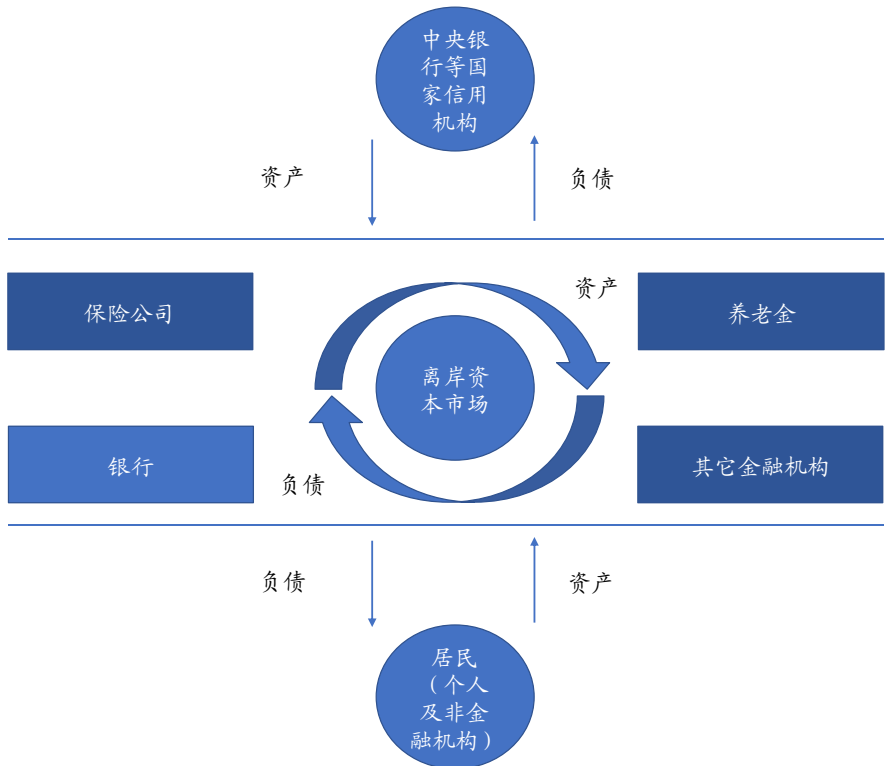
图 1：金融服务的专业化趋势



资料来源：国信证券经济研究所整理

我们将非银行业进一步分为两类：（1）保险公司及养老金（保险公司这里主要指代寿险公司）；（2）其他金融机构。

图 2：金融系统的资产负债视角



资料来源：国信证券经济研究所整理

如此划分的逻辑在于，前者可以直接或者间接地获取居民的长期储蓄，为居民承担着更加专业化的储蓄管理职责；而后者更多的是促进信用链条的通畅，帮助对接投资者和融资者，涉及到显著的信用、流动性及杠杆等方面的金融功能。

我们首先梳理一下全球金融系统及各国的金融生态。

全球金融资产：非银半壁江山

全球银行业和非银行业基本各占全球金融资产的半壁江山，即对于金融资源的支配，两者各占一半的话语权。（以下金融稳定理事会的数据覆盖欧元区主要国家以及欧元区之外的 21 个发达及发展中经济体，具有全球代表性。）

表 1：2017 年全球金融资产的行业分部

	全球金融资产	中央银行	银行	公共金融机构	非银行金融行业			
					保险公司	养老金	其它金融机构	金融附属活动机构
规模 (单位: 万亿美元)	382	30	151	17	33	34	117	1
各领域占比	100%	8%	39%	5%	9%	9%	31%	0%
2017 年涨幅	5%	9%	3%	5%	5%	7%	8%	23%
2011 年-2017 年年均涨幅	6%	9%	4%	4%	6%	6%	9%	7%

资料来源：金融稳定理事会 FSB，国信证券经济研究所整理（单位：万亿美元）

全球非银行业有着很强的专业化分工特征：

（一）投资基金集中

全球投资基金集中于美国以及欧元区，其中美国投资基金占全球份额的 43%，欧元区投资基金占全球份额的 29%。

投资基金是全球非银行业及个人投资者的主要投资资产，而美国和欧元区的投资基金共占全球份额的 72%，所以美国和欧元区的投资资产供给对全球非银行业及个人投资者的影响可谓甚大。

表 2：其它金融机构

	规模	占其它类金融机构份额	2017 年涨幅	备注
投资基金（除了货币市场基金和对冲基金）	45.5	38.40%	13.60%	投资基金集中于美国以及欧元区，且两者占全球的份额分别大约为 43%和 29%
财务公司（为母公司或者母公司客户提供借贷服务）和借贷公司	25.9	22.10%	-0.50%	该行业在加拿大、卢森堡、荷兰以及英国的资产规模共占据全球同类的 81%
证券经纪自营商（证券公司）	9.6	8.20%	-1.10%	美国证券经纪自营商的资产规模占比全球同类的 32%，美国占比 30%，日本占比同类 17%
货币市场基金	5.8	5.00%	10.20%	美国的货币市场基金占据全球的 49%，中国占据 18%，爱尔兰占据 10%，法国占据 7%，卢森堡占据 6%
对冲基金	4.4	3.80%	15.80%	注册在开曼群岛的对冲基金，其资产规模占据全球同业的 87%
结构化金融载体	4.9	4.20%	2.20%	
信托公司	4.6	3.90%	27.10%	中国信托公司的资产规模占据全球同业的 88%
金融公司	4.5	3.90%	4.10%	该行业在美国的资产最为庞大，占据全球同业的 33%，其次是日本，占据 12%
房地产投资信托及基金（REITs）	2.3	2.00%	11.40%	全球范围内，权益型 REITs 的资产规模是债券型的两倍，但在美国，债券型 REITs 更大
中央结算对手	0.8	0.70%	3.70%	该数据来源于 12 个司法辖区

资料来源：金融稳定理事会 FSB，国信证券经济研究所整理（单位：万亿美元）

（二）财务公司集中

全球财务公司主要集中在加拿大、卢森堡、荷兰以及英国等，以上国家的财务公司在资产规模方面占据全球同类的 81%。这从侧面或可说明，经济规模较小的国家更倾向于通过大型金融集团来提供专业化的金融服务，一方面保证在全球金融市场的话语权，一方面保证自身金融系统的稳定。

（三）证券公司集中

全球的证券公司主要集中于美国、日本、英国，三国分别占全球份额的 32%、30%、17%，共占全球的 79%。

正如前文所言，证券公司是资本市场的核心构建者及维护者，正如银行对于金融系统一般，意义重大。下文的数据进一步凸显，以上三国的资本市场或更为发达，其资本市场或更具有活力。

（四）货币市场集中

全球的货币市场基金主要集中在美国、中国、爱尔兰、法国以及卢森堡，分别占全球的 49%、18%、10%、7%、6%。这背后的原因或涉及到整个国家的金融系统生态以及相关行政监管政策，我们在之后的报告中再做分析。

（五）对冲基金集中

全球的对冲基金主要集中在开曼群岛，其全球份额占比达到 87%，体现出对冲基金对于私密性、灵活性、避税性等方面的诉求。

（六）中国信托行业不同

中国信托公司的资产规模占据全球同业的 88%。这一方面或体现出中国信托业在发展方向、行业定义及经济功能上与国际同业不同。中国居民对于资产的诉求或已远远超过传统资产管理渠道的供给，特别是长期储蓄无法有效对接长期资产，寿险及养老金等专业化的长期储蓄管理机构缺位。

在了解了全球金融生态之后，我们分别聚焦发达经济体以及发展中经济体，以分析当下我国非银行业所处的阶段，特别是寿险、养老金等长期投资者的成长空间。

发达经济体：开放协作

论及金融行业发达的经济体，最具有代表性莫过于美国、英国、瑞士、新加坡以及中国香港等。整体而言，发达经济体的金融生态较发展中经济体的金融生态更加多元和丰富，同时专业分工强，形成全球的金融服务分工体系。

特征一：非银行业资产占比规模高，典型的如美国，其非银行业资产显著超过银行业的资产，例如美国非银行业的规模占比远超银行业。

表 3：发达经济体的各金融机构资产占其 GDP 比重

	银行	中央银行	公共金融机构	保险公司	养老金	其它金融机构
开曼群岛	24,749.5	3.9	19.1	1,626.7	45.0	186,127.4
卢森堡	1,353.3	375.8		346.1	3.6	24,846.1
爱尔兰	186.5	30.7	29.2	95.8	41.3	1,353.2
荷兰	290.1	42.5		61.8	192.1	812.1
中国香港	852.9	150.9	1.9	107.3	43.5	88.5
英国	548.7	26.5		99.5	108.9	353.3
瑞士	376.7	126.1		92.2	124.9	306.9
新加坡	583.6	86.2		56.9	84.8	105.7
日本	358.9	99.8	56.9	89.5	28.6	98.5
欧元区	259.7	65.8		69.5	22.6	279.3
加拿大	201.5	10.2	22.3	43.9	91.8	310.0
法国	349.1	47.8		116.7	0.0	107.2
比利时	225.8	39.5	0.0	71.0	7.7	182.8
美国	121.3	23.2	46.1	47.7	102.5	158.9
澳大利亚	218.1	10.4		25.9	142.2	93.0
德国	244.7	52.9		62.0	19.0	83.9
韩国	192.4	23.3	1.1	69.0	10.9	115.4
西班牙	222.1	59.7	4.0	26.9	12.0	70.4
意大利	195.7	54.5	21.6	49.4	6.0	58.5

资料来源：金融稳定理事会 FSB，国信证券经济研究所整理（单位：%）

特征二：以保险公司和养老金为代表的非银行业资产规模占比高。富裕国家居民的长期储蓄多，例如养老金等，需要保险公司、养老金等专业化的长期储蓄管理机构承接，以链接居民的长期储蓄和资本市场的长期资产。这是典型的金融服务专业化的范例。

典型的如美国、中国香港、英国、瑞士等发达经济体，其中美国以养老金为主，保险公司占比略低；中国香港以保险公司为主，养老金占比略低；而英国及瑞士等发达经济体则同时倚重保险公司及养老金。各国金融生态的发展历史及监管制度的不同或是造成以上偏好不同的主要原因。

特征三：全球金融分工色彩强烈，离岸经济体发达。

中国香港、开曼群岛、卢森堡等经济体具有明显的离岸金融特征，承接了部分全球化的专业性分工，在全球的金融体统中扮演者重要的角色。

开曼群岛的离岸金融角色凸显：结合世界银行数据，开曼群岛在 2017 年的 GDP 为 36 亿美元，银行金融资产规模约 8892 亿美元，保险公司约为 576 亿美元，其它金融机构约为 6.7 万亿美元。

瑞士的离岸安全岛角色凸显：在 2017 年其它金融机构的相关资产有 65.3% 来自于离岸资本市场，即瑞士的其它金融机构在资产端有近 65% 的资产存在于海外经济体。瑞士向来以“安全岛”著称，其资产管理行业发达，承接全球投资者的资金以投资全球资产。

表 4: 各国其它金融机构与离岸世界的信贷关系, 占其他金融机构的资产比重

	其它金融机构的相关资产	其它金融机构的相关负债
瑞士	65.3	
开曼群岛	39.2	81.2
爱尔兰	39.0	65.4
卢森堡	38.4	68.9
爱尔兰	33.1	38.9
西班牙	29.7	25.9
欧元区	27.6	24.1
意大利	19.1	7.3
澳大利亚	16.9	13.3
比利时	13.8	0.6
美国	6.0	7.7
英国	5.9	9.5
智利	4.0	3.6
新加坡	2.1	1.5
韩国	1.8	1.2
巴西	1.6	5.0
阿根廷	0.9	0.0
墨西哥	0.3	0.0

资料来源: 金融稳定理事会 FSB, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

发展中经济体: 另一个世界

自二战之后, 西方主流国家构建了以 WTO (世界贸易组织)、世界银行、IMF (国际货币基金组织) 等国际组织为核心的全球贸易以及金融体系, 以互通互联, 合纵连横, 协作发展。但这么多年过去了, 发展经济体自身的金融系统并未取得显著的进步, 似乎是另一个世界。

发展中经济体并未拥有如发达经济体一般繁盛的金融生态, 虽有骨架, 但不具有活力。非银各行各业的规模占比并不突出, 并不繁荣, 即金融服务的专业化分工有待推进。实体经济融资难问题或是发展中经济体普遍面临的问题。

中国尤其倚重银行业, 而非银行业的发展空间大到不可忽视: 结合世界银行数据, 中国在 2017 年的 GDP 为 12 万亿美元, 银行的金融资产规模达到 31 万亿美元, 占 GDP 比重非常高, 而保险公司及养老金的规模很小, 总共约为 2.5 万亿美元, 占 GDP 比重分别为 20.2% 和 0.8%, 皆显著低于其它经济体。

我国历来依靠银行业以承接居民所有储蓄, 以集中力量办大事, 规模效率明显, 但时至今日, 随着我国经济转型的持续深入, 金融服务在一定程度上需要更加细化和专业。我国居民的长期储蓄即需要寿险、养老金等更加专业化的长期储蓄管理结构以对接长期资产。这些机构是资本市场长期投资者的核心, 是未来进一步推进非银行业以及资本市场发展的核心引擎之一。

表 5: 各发展经济体金融行业金融资产占其 GDP 比重

	银行	中央银行	公共金融机构	保险公司	养老金	其它金融机构
中国	258.1	43.9	30.9	20.2	0.8	92.5
南非	110.2	15.1	51.3	66.7	52.2	79.0
智利	106.1	13.9	2.7	23.3	76.0	61.6
巴西	108.0	48.4	13.8	3.0	26.9	74.1
俄罗斯	101.2	33.5	4.7	2.6	4.1	40.1
沙特阿拉伯	89.9	74.2	11.5	2.3		5.6
印度	81.3	19.7	3.7	18.4	1.0	28.8
土耳其	99.3	20.5	4.2	2.2	2.6	10.9
墨西哥	41.4	17.1	17.0	6.8	17.5	26.5
印度尼西亚	55.3	16.2	4.4	4.9	1.4	8.9
阿根廷	32.9	30.5		3.6	11.4	8.7

资料来源: 金融稳定理事会 FSB, 国信证券经济研究所整理 (单位: %)

在了解了当下我国非银行业的发展阶段以及长期储蓄管理机构的发展空间之后，我们重点围绕长期储蓄管理机构探讨两个问题：（1）长期储蓄管理机构的意义有多重大？（2）长期储蓄管理机构桎梏于何处？

资本市场破局：长期投资者

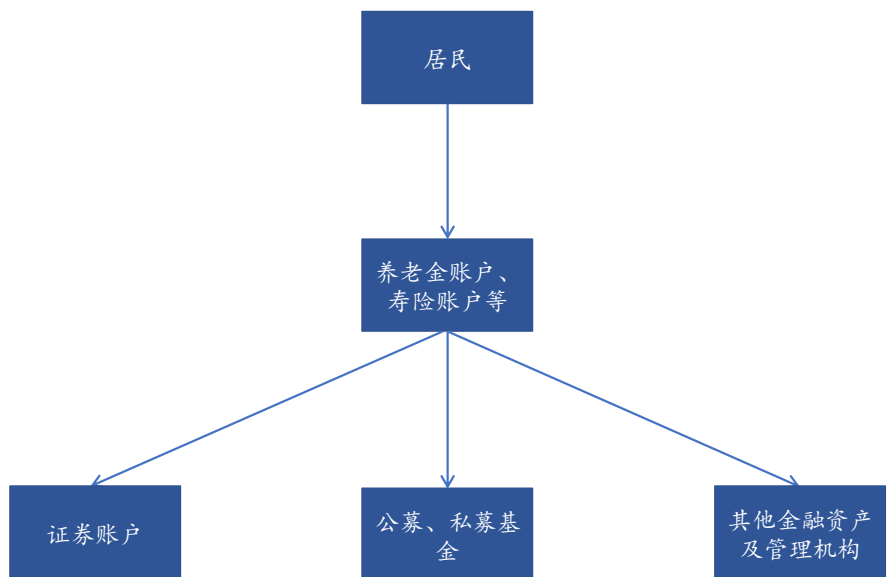
在银行的体系之内，长期储蓄与中短期储蓄混合在一起，未有得到专业化的管理，其回报率更低，而寿险、养老金等专业性的长期储蓄管理机构，衔接居民的长期储蓄以对接资本市场的长期资产，可以保障长期储蓄的高回报率。

寿险、养老金等资产管理机构是长期投资者的核心代表，对于宏观经济、资本市场、非银行业等意义重大。当下我国经济在转型，金融生态亦在经历转型。寿险、养老金等机构的成长仍然面临着问题，其中最为直接的问题之一就是资本市场上缺乏长期投资者可以投资者的长期资产。居民的长期储蓄流向何处？

长期投资者意义何在

我们认为长期储蓄管理机构对于资本市场而言具有重大的意义：其通过承接居民的长期储蓄以对接资本市场的长期资产，催化了资本市场的进一步专业化分工，使得众多资产管理机构以及特殊资产载体等得以稳定发展，充分激活了非银行业的活力。

图 3：寿险、养老金等长期储蓄管理机构的角色



资料来源：国信证券经济研究所整理

我们主要通过分析美国当下的寿险及养老金等机构的角色，以审视长期储蓄专业化管理机构的重要意义。

美国居民的长期储蓄主要由两个渠道承接：养老金及个人退休账户。其中，养老金具体可分类为私人养老金、寿险公司、政府养老金等三类，涉及三支柱模型中的第一支柱和第二支柱，而个人退休账户是自愿性个人养老金，指代第三支柱，可在符合要求的第三方金融机构开设，包括银行、资产管理公司、保险公司、证券经纪自营公司、共同基金等。

即在美国，居民的长期储蓄通过寿险公司、养老金、个人退休账户等渠道，可以丰富众多金融机构的发展，使得资本市场的生态进一步丰富，专业分工亦进一步加强。从另一个角度而言，这种趋势对于实体经济亦意义重大，长期储蓄的专业化承接可以推动企业的长期化发展。

表 6: 美国居民退休资产

	私人养老金	寿险公司	州级以下政府	联邦政府	养老金总资产	个人退休账户总资产 (IRA)	总退休资产
2004	5,024	1,747	4,477	2,396	13,644	3,299	16,943
2005	5,430	1,899	4,749	2,504	14,583	3,425	18,008
2006	5,839	2,079	5,061	2,621	15,600	4,207	19,807
2007	6,191	2,187	5,374	2,728	16,480	4,748	21,228
2008	5,332	1,946	5,507	2,769	15,555	3,681	19,236
2009	5,988	2,081	5,789	2,932	16,790	4,488	21,278
2010	6,641	2,291	6,275	3,165	18,372	5,029	23,401
2011	6,759	2,341	6,418	3,266	18,785	5,153	23,938
2012	7,280	2,533	6,626	3,391	19,829	5,785	25,614
2013	8,435	2,813	7,584	3,550	22,382	6,819	29,201
2014	8,711	2,933	7,932	3,641	23,217	7,292	30,509
2015	8,603	2,980	8,227	3,741	23,551	7,477	31,028
2016	9,040	3,088	8,474	3,830	24,433	8,080	32,513
2017	9,789	3,316	8,824	3,949	25,877	9,200	35,077
2018	9,418	3,256	9,107	4,017	25,798	8,806	34,604

资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

表 7: 美国个人退休账户 (IRA) 所持资产机构

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
总个人退休账户资产 (IRA)	4,488	5,029	5,153	5,785	6,835	7,266	7,477	8,080	9,200	8,806
储蓄机构存款	431	461	482	508	507	505	523	561	548	569
寿险公司	287	312	315	330	359	380	393	407	425	415
公募基金	2,121	2,420	2,418	2,763	3,334	3,533	3,495	3,710	4,282	3,976
证券账户	1,649	1,837	1,938	2,184	2,635	2,848	3,067	3,402	3,945	3,845

资料来源: 投资公司机构, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

综上所述, 多元的长期储蓄管理渠道对于资本市场而言可谓意义重大: 长期机构投资者补位, 以促进金融市场发展及转型。

当下, 我国证券行业的相关人士经常呼吁各界关注公募以及私募机构的成长问题, 例如公募基金机构的规模, 例如有限合伙 (LP) 的缺位等。这一系列有关于资产管理行业的问题都需要回到源头: 投资者在哪里, 长期投资者在哪里? 我国资本市场, 无论是二级市场还是一级市场, 无论是股票市场还是债券市场, 都需要长期资金的加持, 都需要长期投资者的加入, 以促进金融系统的优化升级。

长期投资者桎梏何处

我国长期投资者桎梏于长期债券的匮乏。

长期资金对接长期资产, 而长期储蓄对接的是低风险的长期资产。在低风险的长期资产中, 以长期债券最为重要。这是居民长期储蓄流向的最核心资产:

(1) 从投资理论出发, 债券与股票最不同的一点在于, 债券比股票, 在回报率及风险这两个概念之外, 多了一个概念: 期限。

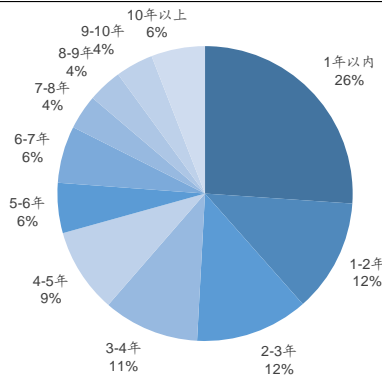
(2) 于是, 储蓄和资产的完美匹配在于三个维度: 回报率、波动率以及期限。在满足了回报率以及风险偏好之后, 短期资金配置短期债券, 长期资金配置长期债券, 如此居民将无需考虑利率风险以及再投资风险等, 可谓完美。

但我国缺乏长期债券, 限制了长期投资者的承接能力, 这是当下我国长期投资者难以成长的关键原因。我国债券市场的期限结构不正常, 短期债券占比极高, 长期债券占比低。根据近期的官方数据, 在银行间债券市场, 10 年期以上的债券占比在 6% 左右。这与美国形成了鲜明的对比。

比较之下, 美国的债券市场更加凸出长期占比的品种, 其市政债及企业债等主要债券品种的平均到期期限都高达 15 年以上, 而我国银行间债券中 10 年期

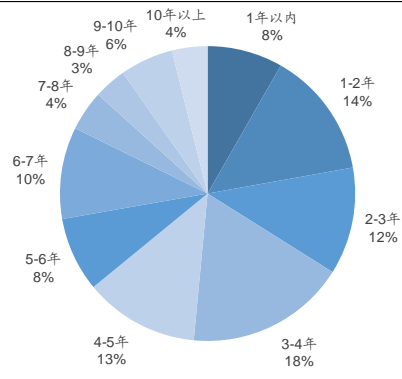
以上债券的余额占比仅仅为 6%。

图 4：中国：银行间债券：债券余额按年度占比



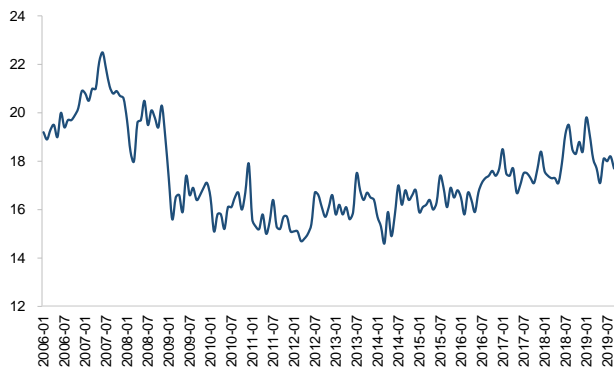
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（日期：2019年10月30日）

图 5：中国：地方债：债券余额按年度占比



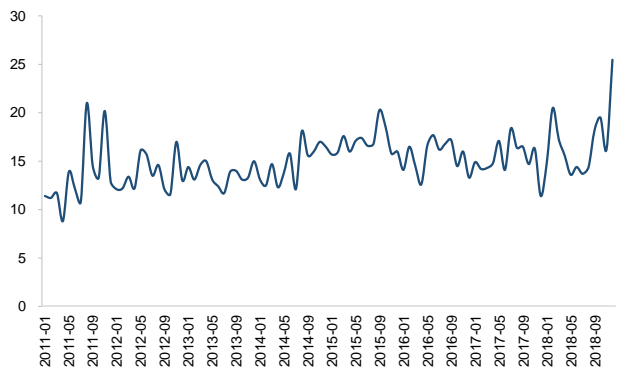
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（日期：2019年10月30日）

图 6：美国：市政债券发行额：平均到期期限



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：年）

图 7：美国：企业债平均到期期限



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：年）

这或许是因为我国的金融系统长期以来是以银行业为主体，而银行普遍偏好成本较低的活期储蓄，或者短期储蓄，因为储蓄期限越短则成本越低，并不在意居民储蓄的真实期限，未有如寿险以及养老金机构一样为长期储蓄实行专业化的资产管理。是故，银行业对于长期资产无刚性需求，并不传递居民对长期资产的需求。正如以下数据所显示的，商业银行是债券持有者的主流。

表 8: 债券托管量 (按投资者)

	本月末余额 (亿元)	占比	同比 (%)
一、银行间债券市场	611,883.91	100%	13.29%
1.政策性银行	19,451.18	3%	-2.49%
2.商业银行	412,795.80	67%	13.33%
2.1 全国性商业银行及其分支行	310,397.87	51%	12.09%
2.2 城市商业银行	55,835.67	9%	8.92%
2.3 农村商业银行	40,013.72	7%	30.29%
2.4 农村合作银行	132.83	0%	1.97%
2.5 村镇银行	140.14	0%	107.92%
2.6 外资银行	5,455.11	1%	14.18%
2.7 其它银行	820.46	0%	119.01%
3.信用社	8,075.75	1%	9.59%
4.保险机构	18,390.54	3%	12.39%
5.证券公司	6,914.21	1%	12.34%
6.基金公司及基金会	57.21	0%	64.59%
7.其他金融机构	1,528.26	0%	14.79%
8.非金融机构	13.93	0%	-26.16%
9.非法人产品	110,595.33	18%	18.46%
其中: 商业银行理财产品	20,183.29	3%	35.27%
10.境外机构	18,061.30	3%	19.82%
11.其他	16,000.40	3%	-1.35%
二、柜台市场	8,636.58		8.44%
三、交易所市场	17,534.91		2.10%
四、自贸区市场	30.00		0.00%

资料来源: 中债登, 国信证券经济研究所整理 (数据日期: 2019 年 10 月)

我国的债券期限结构急需改善:

(1) 这一方面限制了我国长期机构投资者的成长。如寿险企业及养老金等金融机构, 这些非银金融机构对长期险债券的需求是刚性的, 否则企业的利率风险敞口巨大。(我们在 2019 年 4 月 12 日发布的《黄金有价》中阐述过这个问题) 如果债券市场的期限结构不改善, 长期债券的占比得不到提升, 寿险企业及养老金的扩张将大大被限制, 则居民对于长期储蓄的管理需求将得不到专业机构的有效承接。

当下, 资产供给层面的问题是寿险行业成长的最大限制。长期限债券的资产荒问题十分凸显, 这尤其是对于寿险企业及养老金等金融机构而言。在监管层推进寿险企业资产负债久期匹配的大背景下, 如果该问题得不到有效地解决, 寿险企业的扩张将困难重重。(我们在 10 月 24 日发布的《财险: 寿险与巴菲特的距离》中阐述过规模扩张对于寿险企业的重要性)

(2) 这另一方面或体现出我国债券利率曲线的长端利率意义与美国或有不同。相比而言, 我国的长期限债券过少, 而长期机构投资者却在迅速成长, 这种供需层面的反差容易导致我国的长端利率过低, 使其受到更多扰动因素的影响, 无法有效反映国家经济增长对长端利率的真实推动。

我们认为存在这种可能, 即随着我国债券市场逐渐提升对于长期险债券的供应, 长期债券的价格或逐渐下滑, 从而使得长端利率逐渐上升。

在了解了寿险、养老金等长期投资者的重大意义及桎梏之后，我们聚焦美国的基础金融资产，进一步对比分析，试图探讨解决桎梏之法。

美国资本市场：无短板

美国：股票与债券皆强

资本市场的基础金融资产主要是股票及债券。债券是固定收益类资产，风险敞口种类有限，而股票是非固定收益类资产，涉及到更多的风险种类，专业性更强。相对应的，债券市场是资本市场的基础，而股票市场是资本市场的上层建筑，风险偏好更高。一个国家或能拥有丰富且多元的债券市场，但拥有丰富且多元的股票市场，并不容易，这涉及到众多层面的建设，例如企业质量及数量、企业家质量及数量、营商环境等。

放眼全球，唯独美国以及英国的资本市场在基础资产方面基本无短板，两市相对的规模差异并不大。其中，在 2017 年英国的债市余额约为 5.7 万亿美元，股市市值约为 3.6 万亿美元，而美国的债市余额约为 41 万亿美元，股市市值约为 30 万亿美元。

美国-资本市场无短板：截止于 2017 年，美国的债券总余额达到 41 万亿美元，占全球 60%；上市公司总市值达到 30 万亿美元，占全球近 50%。资本市场的基础资产十分庞大，体现出美国资本市场的发达程度。

其它发达经济体或债券市场规模相对小，或股票市场规模相对小。

欧盟 27 国-债强股弱：截止于 2017 年，欧盟 27 国的债券总余额达到 21 万亿美元，占全球近 20%；上市公司总市值达到 8 万亿美元，占全球 11%。

日本-债强股弱：截止于 2017 年，日本的债券总余额达到 12 万亿美元，占全球近 12%；上市公司总市值达到 5 万亿美元，占全球 7%。

中国-资本市场发展迅速，基础资产规模全面超过日本，但仍债强股弱：截止于 2017 年，中国的债券总余额接近 13 万亿美元，占全球 13%，同时上市公司总市值达到 6 万亿美元，占全球 8%。值得注意的是，中国资本市场的基础资产增速极为迅速，在 2002 年，债券总余额和上市公司总市值还未到 1 万亿美元。

随着中国的持续发展，中国资本市场必将日益发达，日益庞大。

表 9：2017 年各国债券总余额

	澳大利 亚	加拿大	中国	欧盟 27 国	中国香 港	日本	新加坡	英国	美国	其它发 达市场	发展中 市场	总共
2004	733	1,179	637	14,049	89	9,896	106	3,027	22,382	191	717	53,006
2005	770	1,253	912	13,190	95	9,162	114	3,156	24,093	194	971	53,911
2006	957	1,328	1,198	15,894	99	9,090	140	3,990	26,112	244	1,098	60,150
2007	1,250	1,543	1,705	19,312	104	9,852	166	4,706	28,707	309	1,336	68,991
2008	1,140	1,370	2,228	20,256	103	12,330	168	4,100	30,405	318	1,271	73,688
2009	1,521	1,669	2,578	24,098	151	12,269	185	5,281	31,273	434	1,463	80,921
2010	1,738	1,864	3,065	23,322	184	14,604	219	5,210	32,157	459	1,697	84,518
2011	1,869	1,960	3,528	23,464	212	15,809	241	5,587	32,790	466	1,718	87,646
2012	2,031	2,169	4,294	24,306	251	14,267	295	5,929	33,946	545	1,972	90,006
2013	1,873	2,238	4,961	25,006	304	11,931	331	5,851	34,884	529	2,031	89,939
2014	1,913	2,202	5,835	22,079	345	10,576	349	6,170	36,292	469	1,940	88,170
2015	1,816	2,709	7,753	19,880	374	10,648	322	5,891	37,237	419	1,987	89,035
2016	1,813	2,902	9,409	19,389	405	11,241	326	5,427	38,466	432	2,194	92,004
2017	1,982	3,238	11,757	22,139	475	11,949	412	6,027	39,612	456	2,555	100,602
2018	1,873	3,143	12,907	21,448	501	12,498	441	5,748	41,301	430	2,499	102,791

资料来源：国际证券交易所联合会，国信证券经济研究所整理（单位：十亿美元）

表 10: 2017 年各国上市公司总市值

	澳大利 亚	加拿大	中国	欧盟 27 国	中国香 港	日本	新加坡	英国	美国	其它发 达市场	发展中 市场	总共
2004	776	1,178	448	5,855	861	5,845	217	2,816	16,324	1,014	599	35,934
2005	804	1,482	402	7,063	1,055	7,537	257	3,058	17,001	1,170	1,057	40,887
2006	1,096	1,701	1,145	9,681	1,715	4,798	384	3,781	19,569	1,538	5,206	50,615
2007	1,298	2,187	4,479	11,564	2,654	4,543	539	3,846	19,922	1,677	7,988	60,698
2008	684	1,033	1,779	5,661	1,329	3,356	265	1,868	11,590	1,050	3,783	32,399
2009	1,262	1,677	3,573	7,014	2,305	3,534	481	3,454	15,077	1,327	7,345	47,050
2010	1,454	2,170	4,028	7,168	2,711	4,100	647	3,613	17,283	1,525	10,270	54,970
2011	1,198	1,912	3,412	5,969	2,258	3,541	598	3,266	15,641	1,310	9,289	48,396
2012	1,387	2,059	3,697	6,850	2,832	3,681	765	3,397	18,668	1,529	9,850	54,715
2013	1,366	2,114	3,949	8,588	3,101	4,543	744	4,429	24,035	1,872	10,324	65,065
2014	1,289	2,095	6,005	7,824	3,233	4,378	753	4,013	26,331	1,789	10,384	68,094
2015	1,187	1,593	8,188	7,577	3,185	4,895	640	3,879	25,068	1,788	9,106	67,106
2016	1,317	2,042	7,321	7,713	3,193	5,062	649	3,496	27,352	1,731	10,209	70,084
2017	1,509	2,367	8,711	9,764	4,351	6,223	787	4,455	32,121	2,068	12,958	85,314
2018	1,263	1,938	6,325	8,072	3,819	5,297	687	3,638	30,436	1,795	11,393	74,663

资料来源: 国际证券交易所联合会, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

美国的债券: 吸引全球资金

总体而言, 美国是资产净输出国家, 主要输出的是固收类资产, 例如国债及公司债。

持有外海资产情况: 在 2018 年, 美国投资者持有的海外股票市值约 8 万亿美元, 持有的海外债券总余额约 3 万亿美元, 共约 11 万亿美元。

海外持有美国资产情况: 同期, 海外投资者持有美国的股票市值约为 6 万亿美元, 持有美国债券资产约 11 万亿美元, 共约 17 万亿美元。债券资产中, 海外持有美国国债的数量在快速膨胀, 从 2004 年的 1.8 万亿增长至 2018 年的 6.2 万亿, 远超其它种类的资产。

综合而言, 美国是净输出资产的国家, 主要输出债券资产, 主要是国债。相对而言, 美国在资产方面可以自给自足, 优于欧洲国家。

表 11: 美国持有的海外证券数据

	股票	债券	总共
2004	2,560	1,066	3,626
2005	3,318	1,122	4,439
2006	4,329	1,401	5,730
2007	5,248	1,735	6,983
2008	2,748	1,342	4,090
2009	3,995	1,693	5,688
2010	4,900	1,903	6,803
2011	4,501	2,108	6,609
2012	5,322	2,367	7,689
2013	6,473	2,384	8,857
2014	6,771	2,592	9,363
2015	6,756	2,424	9,180
2016	7,146	2,531	9,677
2017	9,130	2,943	12,073
2018	7,898	3,007	10,905

资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

表 12: 海外投资者持有美国证券的数据

	股票	公司债	国债	代理债券及 MBS	总共
2004	1,952	1,611	1,814	862	6,238
2005	2,118	1,804	1,984	1,006	6,912
2006	2,558	2,353	2,126	1,258	8,296
2007	2,954	2,775	2,376	1,577	9,682
2008	1,930	2,384	3,253	1,402	8,969
2009	2,657	2,484	3,671	1,150	9,962
2010	3,214	2,523	4,459	1,096	11,291
2011	3,397	2,491	5,004	1,078	11,971
2012	3,953	2,618	5,572	1,001	13,143
2013	5,205	2,733	5,793	884	14,615
2014	5,921	2,928	6,158	900	15,906
2015	5,501	3,083	6,146	917	15,647
2016	5,781	3,432	6,003	992	16,207
2017	7,031	3,874	6,285	1,011	18,201
2018	6,335	3,591	6,222	1,082	17,230

资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

美国的股票: 质量卓越

比较而言, 美国的股票资产规模庞大, 其关键在于质量。

截止于 2017 年, 美国上市公司的市值达到 30 万亿美元, 其数量为 4336 家, 而中国、加拿大、西班牙、日本等国的上市公司数量都在 3000 家以上, 但各国全部上市公司的市值却明显低于美国, 其中中国的市值为 6 万亿美元, 日本的市值为 5 万亿美元, 加拿大的市值为 2 万亿美元。

表 13: 全球各国上市企业数量

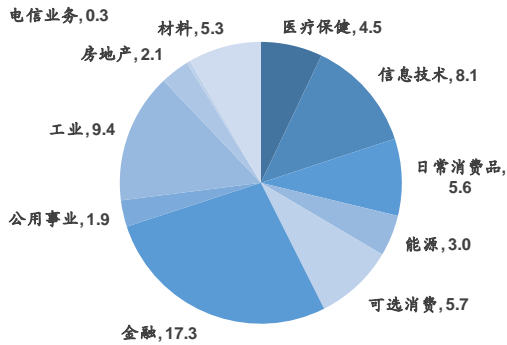
	1975	1985	1995	2005	2014	2015	2016	2017	2018
阿拉伯世界					1184	1188	1187	1172	1189
澳大利亚	1319	1028	1129	1643	1967	1989	1969	2013	2004
加拿大	1488	1383	1736	3719	3948	3799	3368	3278	3330
中国			323	1377	2613	2827	3052	3485	3584
美国		6260	7487	5145	4369	4381	4331	4336	4397
西班牙	941	687	1138		3419	3623	3480	3110	2979
法国	724	489	710	749	495	490	485	465	457
英国	2820	2116	1971	2757	1858			2008	
中国香港	136	260	518	1126	1661	1770	1872	1987	2161
印度		1529	5398	4763	5541	5835	5820	5615	5065
日本	1398	1476	1714	2323	3458	3504	3535	3598	3652
韩国		342	721	1616	1849	1948	2039	2114	2186
北美		7643	9251	8883	8331	8194	7712	7627	7740
OECD 成员国		16931	20971	22154	25502	23683	23025	22624	22636
东亚及环太平洋	2853	4013	6518	12095	16607	17201	17698	18529	19025
全球		20555	33919	39089	45347	43877	43522	43444	43342

资料来源: 世界银行, Wind, 国信证券经济研究所整理

比较而言, 中国上市公司的一级行业结构与美国类似, 金融和信息技术两个行业的占比较高。我国上市公司的行业分布结构较为合理, 只是在平均质量或规模上与美国同业有较大差距。

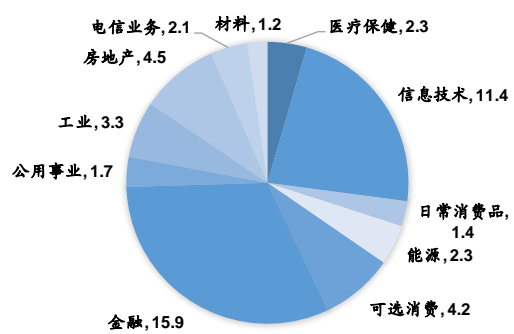
从非银金融行业的角度出发, 我们认为券商行业的发展对于股票市场的发展意义重大。美国拥有全球最发达的券商行业, 亦拥有全球最有影响力的上市公司。券商行业的发达对于股票市场意义重大, 这不局限于券商对于股票流动性的维护: 券商最核心最本质的业务是投资银行业务, 为上市及未上市公司提供专业的咨询服务, 协助公司优化组织结构、资本结构等方面, 助力公司成长, 实现最优资源的对接和利用。在优秀公司的背后, 总有优秀的投资银行。

图 8: 中国上市公司市值的行业分部



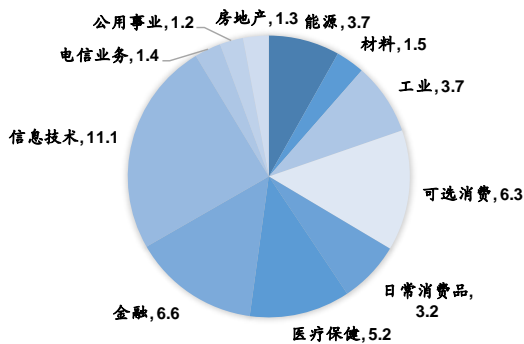
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2019 年)

图 9: 中国香港上市公司市值的行业分部



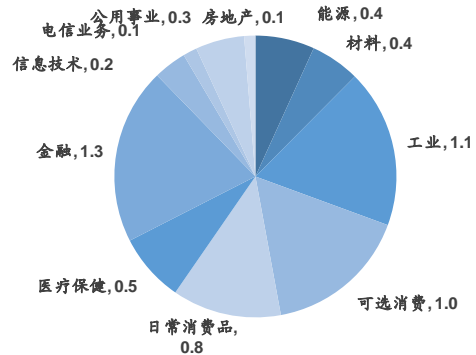
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2019 年)

图 10: 美国上市公司市值的行业分部



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2019 年)

图 11: 英国上市公司市值的行业分部



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2019 年)

精品券商: 意义凸显

我国在基础金融资产环节薄弱, 限制了我国寿险和养老金等长期资产管理机构的成长。虽然这个环节的改善会涉及到众多的层面, 但在市场化主体的层面, 证券经纪自营商是最核心的角色, 因为券商是资本市场的构建者以及维护者, 专业从事基础金融资产的培育、发起以及后期工作。

接下来我们分析中国在股票市场方面的短板, 然后对比中美两国的券商行业生态, 之后进一步的梳理中国当下的券商行业。

美国券商行业的生态完整且富有活力, 虽竞争激烈, 但分工协作性强, 其中大型券商主要承担重资本业务, 为资本市场提供大量的流动性, 其 ROE 虽然低, 但更稳定, 而中小型券商承风险偏好更高的工作, 其 ROE 更高, 但缺乏稳定性。综合而言, 美国平均每家券商皆能赚取合理的股东回报, 其中以中小型券商的盈利能力最为凸显。众多的中小型精品券商与大型券商一道和谐建设资本市场, 培育并贡献优质资产。

相对而言, 我国券商行业生态简单, 各券商公司普遍依赖证券经纪业务, 而深耕于投资银行咨询业务的中小型券商则明显缺位。我国券商行业缺乏深耕于投资银行顾问业务的中小型精品证券公司, 这是一种行业生态的不平衡, 阻碍证券行业对实体经济服务, 特别是中小企业。特别是在中国经济面临巨大转型压力的背景之下, 中小企业普遍融资困难, 于是, 大量非注册的专业及非专业人士自发地在民间充当资本掮客, 帮助中小企业, 填补角色空缺。

美国券商的繁华：精品繁多

美国的证券行业生态健康，层次分明，在充分竞争中实现均衡，平均每家券商皆能为股东赚取合理的权益回报率，尤其是轻资产型的中小型精品券商的盈利能力卓越。

(1) 行业规模大：在 2008 年，美国证券公司的营业净收入占据全球同业收入的近 50%，排名为绝对的第一，这与美国资本市场的基础资产规模在全球的排名是一致的。

表 14：各国证券公司总净收入

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
美国	20,134	27,940	30,581	32,161	38,196	38,037	36,627	36,261	40,976	39,746
英国	5,073	3,880	3,485	3,410	4,053	4,689	4,301	3,913	4,220	4,640
欧洲（除去英国）	15,149	13,769	14,931	12,610	14,700	17,452	14,219	12,490	14,059	14,388
日本	4,439	4,032	3,066	3,158	3,772	3,193	3,322	3,108	3,587	3,339
金融四国（巴西、俄罗斯、印度、中国）	5,183	8,532	7,077	6,501	6,214	7,880	8,307	10,272	10,297	8,297
加拿大和澳大利亚	5,058	5,849	6,428	6,433	5,968	6,186	6,057	5,429	5,421	6,108
亚太地区（除去日本、中国、澳大利亚、印度）	2,429	3,248	3,345	3,250	2,994	2,967	2,449	2,302	2,590	2,479
拉丁美洲（除去巴西）	568	664	907	925	1,222	1,054	714	839	1,083	778
其它	657	402	94	608	444	1,209	1,389	1,157	1,229	1,279
总共	58,689	68,316	69,913	69,056	77,564	82,667	77,386	75,772	83,462	81,052

资料来源：Dealogic，国信证券经济研究所整理（单位：百万美元；净收入涵盖合并与收购、债券资本市场、权益资本市场以及银团贷款等四个领域）

(2) 动态均衡中：美国证券行业的整体生态较为健康，平均每家券商的税前 ROE 皆在 10% 以上，即都能为股东赚取合理的回报，证明美国目前的证券行业生态比较健康，整体处于合理盈利的状态。其中，大型券商的 ROE 虽然低，但更稳定，而中小型券商的 ROE 更高，但缺乏稳定性。

表 15：美国证券公司财务情况

	2014	2015	2016	2017	2018
总收入	274,983	273,270	276,654	308,619	366,972
总成本	247,948	249,433	249,812	270,383	322,233
税前净收入	27,036	23,837	26,842	38,236	44,738
ROE（税前）	11%	10%	11%	15%	17%
总资产	4,382,895	3,994,451	3,855,913	3,967,551	4,322,703
总负债	4,141,082	3,753,555	3,617,288	3,715,060	4,059,525
总权益	241,814	240,897	238,625	252,492	263,178
权益乘数	18	17	16	16	16
公司数量	4,156	4,028	3,913	3,801	3,788

资料来源：资料来源：美国金融业监管局，国信证券经济研究所整理（单位：百万美元）

(3) 美国证券行业市场集中度高：（1）行业的市场份额向纽约证券交易所会员集中。在纽约证券交易所注册的证券经纪自营商的数量仅占所有同业的 4.4%，但净收入占 61%，资产占 83%，净资本占 70%，权益占 66%。（2）市场份额进一步向龙头集中，部分券商的重资产化符合行业整体需求。在纽约证券交易所注册的证券经纪自营商中，排名前 10 的券商占全部成员净收入近 60%，但大型券商的 ROE 普遍较低，证明部分券商的重资产化只是符合一定的行业诉求。

表 16: 市场集中度-纽约证券交易所交易商占有所有注册证券经纪-自营商的比重

	净收入	资产	净资本	权益	公司数量
2004	61.2%	83.1%	70.2%	65.8%	4.4%
2005	58.6%	83.6%	73.6%	67.9%	4.2%
2006	59.9%	85.4%	73.2%	67.1%	4.0%
2007	50.1%	85.8%	74.7%	64.9%	3.9%
2008	38.3%	86.4%	74.1%	61.6%	3.9%
2009	64.7%	84.3%	78.7%	71.7%	4.3%
2010	60.2%	87.4%	78.4%	74.6%	4.4%
2011	58.7%	87.2%	80.2%	73.9%	4.4%
2012	60.4%	87.5%	82.5%	75.9%	4.4%
2013	59.7%	89.0%	81.3%	75.3%	4.3%
2014	57.5%	87.3%	80.2%	73.6%	4.4%
2015	58.5%	85.5%	80.4%	72.9%	3.9%
2016	58.8%	83.9%	81.1%	73.0%	3.9%
2017	58.4%	82.4%	72.6%	80.8%	3.8%
2018	57.9%	79.1%	70.8%	80.4%	3.9%

资料来源: 美国金融业监管局, 国信证券经济研究所整理

表 17: 纽约证券交易所 (NYSE) 交易商的市场集中度

	前 10	前 11-25	其余 NYSE 交易商	NYSE 交易商净收入
2004	63%	19%	19%	16,020
2005	68%	17%	15%	22,980
2006	73%	14%	13%	33,130
2007	74%	13%	13%	35,200
2008	65%	18%	17%	17,810
2009	68%	21%	11%	18,530
2010	63%	22%	16%	15,980
2011	58%	21%	21%	14,730
2012	60%	23%	17%	16,190
2013	59%	23%	19%	16,280
2014	58%	25%	18%	16,500
2015	56%	26%	19%	16,400
2016	57%	26%	17%	16,910
2017	57%	27%	16%	19,220
2018	57%	26%	17%	23,220

资料来源: 证券业及金融市场协会, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万美元)

美国券商的竞争格局: 动态均衡

美国的证券经纪自营商 (券商) 层次分明, 其中大型券商的资本规模大, 规模优势凸出, 能高效率地提供大而全的专业服务; 而精品券商偏好负责资本占用小的项目, 通过聚焦细分行业或领域以提升竞争力, 且盈利能力可塑性强。

我们根据美国金融业监管局的分类方式, 以注册的从业人员数量为标准, 将证券经纪自营商分为大型、中型、精品。大型经纪自营商的注册从业人员数量在 500 以上, 中型在 151-499 人, 精品在 1-150 人。

美国拥有 3573 家在册的证券公司, 其中小型精品券商为 3208 家, 且大部分深耕于与投资银行的咨询业务以及分销业务。这符合一般的行业逻辑: 传统的投资银行咨询业务对专业性要求更高, 适合合伙人体制, 激励更加灵活, 而中大型券商公司规模大, 业务线条多, 不利于设置灵活的激励制度, 对专业性人才的激励有限。

表 18: 大型经纪自营商分类

分类	细分类	公司数量
资本市场及投行业务	产品发起及批发	22
资本市场及投行业务	兼并与收购、投资银行业务	6
清算及置存	清算	3
多元	大型多元	41
零售	独立分销商	40
零售	公共集合投资工具等	33
零售	大规模零售	17
零售	零售及清算业务	10
零售	私下募资	1
总共		173

资料来源: 美国金融业监管局, 国信证券经济研究所 (截止于 2019 年 5 月)

表 19: 中型经纪自营商分类

分类	细分类	公司数量
资本市场及投资银行服务	产品发起及批发	46
资本市场及投资银行服务	兼并与收购、投资银行业务	13
资本市场及投资银行服务	细分化的资本市场业务	6
清算及置存	清算和置存	3
多元	中型多元化	20
零售	独立零售分销商	46
零售	中型规模零售	20
零售	公共集合投资工具等	14
零售	其它零售	2
零售	私下募资	1
交易和执行	机构经纪业务	13
交易和执行	自营及做市	7
交易和执行	另类电子交易渠道 (ATS 和 ECN)	1
总共		192

资料来源: 美国金融业监管局, 国信证券经济研究所 (截止于 2019 年 5 月)

表 20: 精品经纪自营商分类

分类	细分类	公司数量
资本市场及投资银行服务	兼并与收购、投资银行业务	808
资本市场及投资银行服务	细分化的资本市场业务	359
资本市场及投资银行服务	产品发起及批发	210
资本市场及投资银行服务	公共机构金融服务	57
清算及置存	与海外相关	77
清算及置存	其它	37
多元	精品多元	64
零售	精品零售	452
零售	公共集合投资工具等	255
零售	精品独立零售商	238
零售	私下募资	191
零售	科技金融	31
零售	零售及清算置存业务	23
交易和执行	机构经纪业务	276
交易和执行	自营及做市	80
交易和执行	另类电子交易渠道 (ATS 和 ECN)	50
总共		3208

资料来源: 美国金融业监管局, 国信证券经济研究所 (截止于 2019 年 5 月)

竞争格局特征一: 健康的代谢状态。近几年, 行业的景气度在向上, 总收入的同比增速在持续提升, 但行业的公司数量在近几年却在持续下滑, 行业总体保持着健康的代谢状态。

表 21: 注册经纪自营商的财务情况

	2014	2015	2016	2017	2018
总收入	273,689	270,022	271,691	304,512	357,056
总收入增长		-1%	1%	12%	17%
总支出	250,008	247,391	246,363	267,558	314,426
税前利润	23,681	22,630	25,328	36,954	42,630
税前利润率	9%	8%	9%	12%	12%

资料来源: Financial and Operational Combined Uniform Single Reports, 国信证券经济研究所

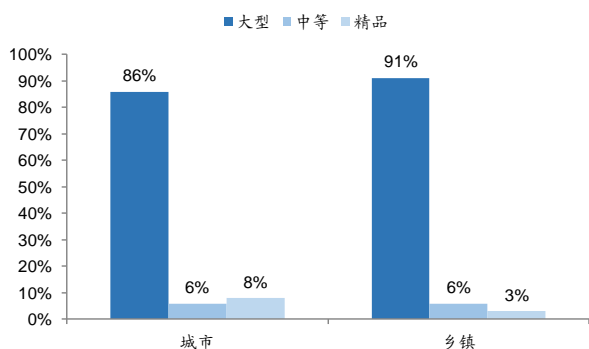
表 22: 注册经纪自营商行业的公司数量

年份	退出数量	占比	进入数量	占比	公司总数
2004	375	7	301	6	5,187
2005	380	7	295	6	5,102
2006	327	7	247	5	5,022
2007	312	6	289	6	4,999
2008	323	7	215	4	4,891
2009	339	7	166	4	4,718
2010	330	7	190	4	4,578
2011	294	7	172	4	4,456
2012	303	7	136	3	4,289
2013	249	6	105	3	4,145
2014	222	5	144	4	4,067
2015	245	6	120	3	3,942
2016	231	6	124	3	3,835
2017	205	6	96	3	3,726
2018	219	6	100	3	3,607

资料来源: Financial and Operational Combined Uniform Single Reports, 国信证券经济研究所

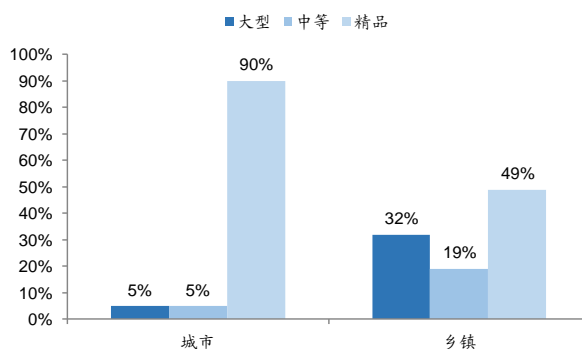
竞争格局特征二: 大型券商在线下渠道方面拥有绝对的话语权。大型券商在城市以及乡镇拥有绝对的线下服务优势, 分支机构数量众多, 占比分别达到 86% 和 91%。而精品券商的公司注册数量庞大, 更倾向于以合伙人的形式轻资产经营, 以便采取灵活的绩效方式维护合伙人利益, 维持高专业性。

图 12: 总注册分支机构数量占比



资料来源: 美国金融业监管局, 国信证券经济研究所

图 13: 总注册公司数量占比

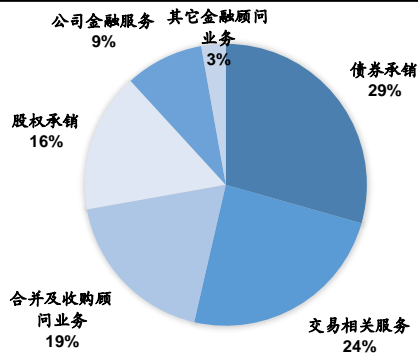


资料来源: 美国金融业监管局, 国信证券经济研究所

竞争格局特征三: 重资产化与轻资产化并存, 竞争与协作并存。

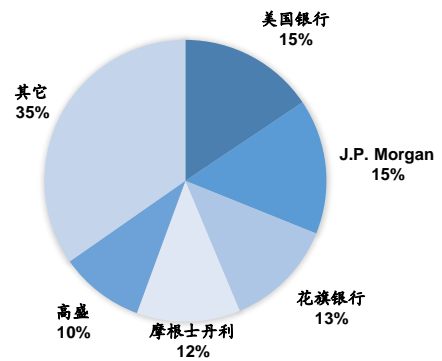
美国的轻资产化精品券商, 偏好于深耕投资银行顾问业务, 而重资产化的大型券商, 则业务线全面, 规模大, 权益乘数高, 在传统的投资银行顾问业务之外, 从事自营做市、融资融券、公司融资、包销等重资产业务。行业整体分工倾向明确, 协作氛围浓厚, 以实现行业整体的盈利。

图 14: 业务收入分布



资料来源: IBIS World, 国信证券经济研究所

图 15: 市场份额占比



资料来源: IBIS World, 国信证券经济研究所

美国券商的典范: 大型与精品

美国的券商行业丰富多元, 优秀的范例众多: (1) 以大型证券经纪自营商为代表的龙头, 如摩根大通 (JPMorgan Chase), 美国银行 (Bank of America)、花旗 (Citigroup)、摩根士丹利 (Morgan Stanley)、高盛 (Goldman Sachs)、瑞银 (Credit Suisse)、巴克莱 (Barclays)、德银 (Deutsche Bank) 等; (2) 中小型的独立投资银行顾问, 如瑞德 (Lazard)、艾弗考尔 (Evercore)、Centerview, 格林希尔 (Greenhill) 等。

我们以 Evercore、Lazard、高盛等三家美国券商为代表, 来进一步展示美国券商的风采。

(1) Evercore: 典型的独立投资银行顾问公司, 无商业银行业务, 无大体量的自营做市业务, 盈利能力较高。

Evercore 通过两个业务板块在全球范围内执业, 即投资银行业务和投资管理业务, 其中以投资银行业务单位为核心, 其收入占比达到 97%, 覆盖公司战略顾问业务、资本市场顾问以及机构业务部等三个业务单元。

Evercore 是典型的以轻资产运营的证券公司, 权益乘数保持在 2.0 附近, 在 2018 年末的归属母公司的股东权益达到 10 亿美元。其投资银行业务收入/母公司股东权益的比例达到 2.0, 业务相对于股东权益而言十分充实, 致使 ROE 在 2018 年可以达到 37%。

截止于 2019 年 11 月 12 日收盘后, 公司的 PB 高达 3.9。

表 23: Evercore 近年的财务结果

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
投资银行业务	2,015,179	1,575,869	1,364,006	1,134,465	821,411
顾问业务收入	1,743,473	1,324,412	1,096,829	865,494	727,678
承销业务收入	71,691	45,827	36,264	40,137	28,101
佣金及相关收入	200,015	205,630	230,913	228,834	65,632
占比	97%	91%	94%	91%	88%
投资银行业务收入/股东权益	2.00	1.98	1.74	1.60	1.15
资产管理业务收入	48,246	59,648	63,404	85,121	82,029
其它收入, 包括利息及投资	19,051	88,828	29,380	20,662	27,962
总收入	2,082,476	1,724,345	1,456,790	1,240,248	931,402
运营支出	1,492,241	1,227,573	1,077,706	946,532	719,474
税前运营净收入	590,235	496,772	379,084	293,716	211,928
税前运营净收入率	28%	29%	26%	24%	23%
权益乘数	2.11	1.99	2.12	2.09	2.03
ROE	37%	16%	14%	6%	12%
归属于母公司的股东权益	1,007,939	796,368	783,331	707,216	712,233

资料来源: 公司财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 千美元)

(2) Lazard: 典型的独立投资银行顾问公司, 比 Evercore 更擅长资产管理业务的中型证券公司, 盈利能力超群。

Lazard 是非常出色的中型精品证券公司, 与 Evercore 类似, 通过两个业务板块在全球执业, 亦是投资银行顾问业务板块和资产管理业务板块。

同样是轻资产运营, Lazard 在 2018 年末的权益乘数为 5.15, 且归属于母公司的股东权益为 9.7 亿美元, 投资银行顾问业务收入/母公司股东权益的比重为 1.6, 略低于 Evercore, 但与之不同的是 Lazard 的资产管理业务非常出色, 业务收入/母公司股东权益的比重为 1.37, 为公司贡献了不俗的利润。在两块业务共同的加持之下, Lazard 的 ROE 可以持续高于 20%, 甚至在 2018 年末高达 57%, 盈利能力超凡。

截止于 2019 年 11 月 12 日收盘后, 公司 PB 为 2.8。

表 24: Lazard 近年的财务结果

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
投资银行顾问业务收入	1,555,526	1,387,682	1,301,044	1,279,628	1,206,734
占比	55%	52%	56%	54%	52%
业务收入/股东权益	1.60	1.10	1.01	0.94	1.57
资产管理业务收入	1,331,801	1,255,820	1,051,316	1,111,105	1,134,595
占比	47%	47%	45%	47%	49%
业务收入/股东权益	1.37	1.00	0.81	0.81	1.47
公司, 利息及投资收入	-60,975	809	-18,989	-37,125	-40,882
总收入	2,826,352	2,644,311	2,333,371	2,353,608	2,300,447
总运营支出	2,145,586	1,818,865	1,815,910	2,370,228	1,780,982
运营净收入	680,766	825,446	517,461	-16,620	519,465
运营净收入率	24%	31%	22%		23%
ROE	57%	21%	31%		60%
权益乘数	5.15	3.92	3.52	3.27	4.32
归属于母公司的股东权益	970,093	1,258,905	1,293,813	1,367,306	770,057

资料来源: 公司财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 千美元)

(3) 大型券商典型: 高盛

高盛是全球证券行业的龙头企业, 规模庞大, 重资产经营, 业务覆盖全面, 在传统的投资银行业务和投资管理业务之外, 还从事着大规模的融资融券业务、企业融资业务、做市业务、自营业务等, 可以为政府、企业及个人提供一站式的金融服务, 其投资银行业务、投资管理业务、做市业务、机构业务、自营业务、融资业务等皆为主营业务。

在 2018 年末, 高盛的权益乘数达到 10.33, 母公司股东权益达到 901 亿美元, 总资产接近 1 万亿美元, 但总收入/母公司股东权益较低, 压低企业 ROE。高盛的盈利能力与部分中型投资银行相比, 较为逊色。

截止于 2019 年 11 月 12 日收盘后, 公司 PB 为 0.98。

表 25: 高盛近年的财务结果

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
投资银行业务收入	7,862	7,371	6,273	6,464	6,004
投资管理业务收入	6,514	5,803	5,407	5,748	5,194
佣金及相关收入	3,199	3,051	3,208	3,316	3,255
做市收入	9,451	7,660	9,933	8,365	9,368
其它本金交易	5,823	5,913	3,382	6,588	6,993
净利息收入	3,767	2,932	2,587	4,047	3,392
总收入	36,616	32,730	30,790	34,109	34,649
总收入/股东权益	0.41	0.40	0.35	0.39	0.42
总运营支出	23,461	20,941	20,304	25,042	22,171
运营净收入	13,155	11,789	10,486	9,067	12,478
运营净收入率	36%	36%	34%	27%	36%
ROE	13%	5%	9%	7%	11%
权益乘数	10.33	11.15	9.90	9.93	10.34
归属于母公司股东的权益	90,185	82,243	86,893	86,728	82,797

资料来源: 公司财务报表, 国信证券经济研究所整理 (单位: 百万美元)

美国的证券行业生态健康, 层次分明, 在充分竞争中实现均衡。

大型券商规模庞大, 凭借着自身的规模优势, 业务全面, 特别是其自营和做市业务能为资本市场输入了大量的流动性, 捍卫资本市场的基础设施; 众多的中小型券商则凭借着自身的灵活性, 能设置更有针对性的激励措施, 更加凸显专业性人才之间的合伙关系, 可以稳定深耕于投资银行及资产管理等业务, 为实体经济的成长出谋划策。

在下文中, 我们主要分析探讨我国证券行业当下的生态。对比之下, 我国证券行业的公司数量少, 生态简单。规模庞大的大型证券公司俯拾皆是, 但专业深耕于投资银行顾问业务的中小型证券公司却严重缺位。

我国券商行业之痛：先做大再做强

主要结论

(1) 我国券商行业的业务收入/股东权益比重严重小于海外平均水平，似乎家家券商的诉求都是先做大再做强。即使没有业务承接，股东权益规模亦不能落后。如此，我们上市证券公司的股东权益规模往往远远超过业务规模，压低 ROE，而过低的 ROE 则压低企业的股票投资价值。

当下，我国上市证券公司的市场经济导向不强，行政色彩更重。即使没有业务衔接，或者专业人才不够，证券公司仍有动力去股权融资。长期而言，这有一定的合理性，因为证券市场在发展，而谁拥有更多的资本，谁在未来就能拥有更多的话语权；但短期而言，庞大且无主营业务承接的股东权益会压低企业 ROE，促使自营业务占主角，令盈利波动大，导致股权估值低。

(2) 我国券商在业务收入的倚重程度方面，手续费及佣金收入 > 投资净收益 > 利息净收入；业务收入的波动程度，则是利息净收入 < 投资净收益 < 手续费及佣金收入。

股东对于企业利润的追求，无非两点，一是规模，二是稳定，所以相对而言，即使是利息净收入的占比小，其对于估值提升的意义不应被低估。

根据行业近年的数据，手续费及佣金收入的平均比重为 16%，平均波动为 7%；利息净收入的平均比重为 2%，平均波动为 2%；投资净收益的平均比重为 8%，平均波动为 3%。

研究方法

参考上文对美国券商企业的分析逻辑，我们梳理并分析中国当下上市证券公司的股权投资价值。

$$ROE = \frac{\text{净收入} * \text{净利润率}}{\text{归属母公司股东权益}} = \frac{\text{净收入}}{\text{归属母公司股东权益}} * \text{净利润率}$$

基本方法：(1) 我们分别梳理各家券商三项科目的相关数据，涉及到其“净收入/归属于母公司股东权益”的比重以及相关波动数据；(2) 根据“比重/波动”数据进行排名。

“比重/波动”在这里可以理解为，券商为每一单位的盈利波动对应给股东创造了多少的盈利比重。该指标越高，证明该券商在股东回报方面表现越好。(理论上，超出平均水平的比重数据更加具有排名意义，但这里我们采取简化方法。)

假设：(1) 券商行业在各业务板块的竞争都较为充分，净利润率差别不大；(2) 资本市场正处于发展期，投资者更为注重主要业务板块的比重，而非净利润率。

数据来源：我们的基础数据完全依赖于 Wind，并以此为依据，适当剔除数据不全的券商企业。

具体分析

中国券商行业的主营业务收入主要有三项科目，即手续费及佣金净收入、利息净收入、投资收益；其中第一个科目涵盖了三项最为传统且最为主要的券商业务，分别是证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务；第二个科目主要涵盖了融资融券业务、金融企业往来业务收入、金融资产回购业务。

我们首先分析各家上市券商的主要业务结构，之后聚焦各个收入科目。以下是我们梳理的关于各家上市证券公司的手续费及佣金收入结构。

行业特征一：中小型精品券商少。我国上市券商公司的收入普遍依赖证券经纪业务，深耕于投资银行顾问业务的公司少。

行业特征二：股东权益未得到业务的有效衔接。我国上市券商公司的传统投资银行业务占股东权益比重普遍较低，重资产化的色彩较重，股东权益并未有效对接传统业务。

表 26: 中国券商行业-手续费及佣金收入结构

排名	证券简称	合计	合计/股东权益	证券经纪业务	受托客户资产管理业务	证券承销业务	财务顾问业务	保荐业务	投资咨询业务	期货经纪业务
1	中信证券	203	13%	42%	9%	14%	5%	0%	1%	5%
2	华泰证券	108	10%	42%	30%	11%	6%	1%	0%	7%
3	海通证券	99	8%	39%	7%	24%	9%	0%	3%	4%
4	国泰君安	98	8%	53%	14%	18%	4%	1%	0%	5%
5	广发证券	89	10%	38%	13%	10%	3%	1%	1%	4%
6	招商证券	78	10%	50%	14%	16%	4%	1%	8%	5%
7	中信建投	72	15%	37%	10%	35%	9%	2%	0%	3%
8	申万宏源	64	9%	58%	15%	10%	4%	1%	3%	6%
9	光大证券	58	12%	47%	16%	15%	4%	1%	3%	5%
10	东方证券	54	10%	25%	44%	17%	4%	1%	2%	5%
11	兴业证券	52	16%	29%	6%	14%	3%	1%	1%	3%
12	中国银河	51	8%	66%	15%	9%	2%	1%	0%	6%
13	方正证券	35	9%	68%	11%	6%	3%	0%	0%	9%
14	长江证券	31	12%	58%	13%	11%	6%	1%	3%	5%
15	国金证券	24	13%	49%	6%	20%	9%	1%	5%	2%
16	东吴证券	21	11%	48%	8%	18%	10%	1%	2%	6%
17	天风证券	20	16%	32%	34%	15%	11%	1%	3%	3%
18	东兴证券	19	10%	39%	23%	20%	10%	3%	1%	4%
19	长城证券	16	10%	43%	12%	24%	10%	0%	3%	7%
20	财通证券	16	8%	46%	40%	8%	5%	0%	0%	0%
21	东北证券	15	10%	46%	11%	6%	9%	0%	1%	10%
22	浙商证券	15	11%	52%	16%	14%	5%	1%	1%	11%
23	西南证券	14	8%	46%	7%	12%	25%	1%	1%	3%
24	国元证券	14	6%	53%	7%	10%	10%	1%	1%	17%
25	第一创业	13	15%	26%	45%	15%	7%	0%	5%	1%
26	国海证券	13	10%	34%	14%	13%	7%	1%	1%	14%
27	华西证券	13	7%	68%	11%	7%	5%	1%	0%	7%
28	西部证券	11	6%	55%	5%	10%	10%	0%	1%	4%
29	华安证券	10	8%	60%	10%	4%	3%	0%	1%	18%
30	山西证券	9	8%	42%	9%	14%	17%	2%	0%	10%
31	中原证券	9	9%	53%	11%	4%	9%	1%	6%	12%
32	太平洋	7	6%	51%	25%	6%	16%	0%	0%	0%
33	南京证券	7	7%	64%	9%	7%	8%	3%	0%	8%
34	华林证券	6	6%	45%	16%	16%	20%	1%	2%	0%
35	红塔证券	5	15%	30%	18%	3%	6%	0%	34%	7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (2018 年, 合计单位: 亿元)

聚焦-手续费及佣金

中国的上市证券公司，与美国同业相比，其手续费及佣金净收入占归属母公司股东权益的比重较低，即传统业务贡献的收入占比不高。

按照比重/波动排名，在前 10 名券商中，平均比重最高为 19%，而波动最低为 2%，最高为 6%，其中表现较为优秀的券商如天风证券和第一创业。

天风证券：近年手续费及佣金净收入比重更为稳定，近 5 年的平均比重达到 19%，波动低至 2%。截止于 2019 年 11 月 12 日，天风证券的动态 PB 为 2.46，处于较高水平。

第一创业：近年手续费及佣金净收入比重较为稳定，近 5 年的平均比重达到 19%，波动为 5%。截止于 2019 年 11 月 12 日，第一创业的动态 PB 为 2.85，处于较高水平。

表 27：中国券商行业-手续费及佣金净收入/归属母公司股东权益

排名	证券简称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	平均比重	波动 (标准方差)	比重/波动
1	天风证券	22%	17%	19%	19%	15%	19%	3%	7.05
2	中信证券	17%	21%	16%	13%	11%	16%	4%	3.99
3	东方证券	12%	17%	10%	9%	10%	12%	3%	3.88
4	第一创业	20%	28%	16%	15%	13%	19%	6%	3.09
5	华泰证券	16%	18%	10%	10%	8%	12%	4%	2.90
6	广发证券	20%	25%	17%	13%	10%	17%	6%	2.89
7	海通证券	12%	17%	10%	8%	7%	11%	4%	2.86
8	国金证券	17%	29%	21%	17%	11%	19%	7%	2.84
9	光大证券	16%	25%	13%	12%	10%	15%	6%	2.53
10	长城证券	18%	22%	16%	10%	8%	15%	6%	2.52
11	东吴证券	12%	23%	14%	11%	9%	14%	6%	2.44
12	山西证券	16%	21%	12%	9%	7%	13%	6%	2.34
13	国海证券	25%	27%	19%	11%	9%	18%	8%	2.31
14	方正证券	9%	21%	13%	10%	8%	12%	5%	2.23
15	红塔证券	7%	8%	4%	4%	3%	5%	2%	2.19
16	中信建投	34%	42%	22%	17%	14%	26%	12%	2.18
17	太平洋	8%	16%	8%	6%	6%	9%	4%	2.06
18	东兴证券	20%	27%	12%	10%	9%	16%	8%	2.04
19	华林证券	33%	46%	23%	17%	13%	26%	13%	1.98
20	兴业证券	21%	39%	16%	14%	13%	21%	11%	1.90
21	长江证券	19%	33%	14%	12%	10%	18%	9%	1.89
22	国泰君安	22%	24%	13%	8%	7%	15%	8%	1.88
23	西南证券	11%	23%	13%	7%	6%	12%	7%	1.85
24	国元证券	9%	16%	8%	6%	4%	8%	4%	1.85
25	东北证券	18%	33%	16%	11%	9%	17%	9%	1.83
26	浙商证券	27%	46%	27%	15%	10%	25%	14%	1.79
27	南京证券	19%	21%	11%	7%	5%	13%	7%	1.78
28	中国银河	24%	30%	13%	9%	7%	17%	10%	1.73
29	申万宏源	26%	40%	19%	13%	8%	21%	12%	1.72
30	财通证券	20%	32%	16%	9%	8%	17%	10%	1.68
31	西部证券	22%	29%	16%	9%	5%	16%	10%	1.68
32	招商证券	15%	34%	14%	10%	8%	16%	10%	1.57
33	中原证券	19%	33%	12%	9%	7%	16%	11%	1.52
34	华西证券	27%	45%	16%	12%	6%	21%	16%	1.35
35	华安证券	21%	40%	10%	8%	6%	17%	14%	1.20

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚焦-利息净收入

一方面，券商企业的利息净收入/归属母公司股东权益的比重都较低，对于整体净收入贡献不大；另一方面，利息净收入的波动最小，所以该收入对于估值的贡献不低。

我国上市券商在这一板块表现较好的，如招商证券和天风证券。

招商证券：利息净收入的比重近 5 年来波动小，近于 0%，而历年的比重皆在 5%以上。

国泰君安：利息净收入的比重略低于招商证券，但整体波动不大。

表 28: 中国券商行业-利息净收入/归属母公司股东权益

排名	证券简称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	平均	波动 (标准方差)	平均/波动	
1	招商证券	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	0%	11.68
2	国泰君安	5%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	1%	6.23
3	中原证券	3%	4%	4%	5%	3%	4%	4%	1%	6.07
4	华林证券	3%	5%	4%	4%	3%	4%	4%	1%	4.99
5	哈投股份	5%	3%	3%	5%	4%	4%	4%	1%	4.65
6	太平洋	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	0%	4.62
7	越秀金控	6%	5%	4%	4%	3%	4%	4%	1%	4.55
8	国盛金控	5%	5%	3%	3%	4%	4%	4%	1%	3.77
9	第一创业	4%	6%	4%	3%	2%	4%	4%	1%	3.40
10	山西证券	5%	7%	4%	4%	3%	5%	5%	2%	3.21
11	华创阳安	10%	8%	4%	5%	5%	6%	6%	2%	2.97
12	南京证券	6%	8%	4%	3%	4%	5%	5%	2%	2.91
13	华西证券	5%	7%	3%	5%	3%	4%	4%	2%	2.88
14	方正证券	5%	7%	3%	3%	3%	4%	4%	2%	2.87
15	天风证券	8%	6%	4%	3%	5%	5%	5%	2%	2.72
16	海通证券	6%	7%	5%	4%	2%	5%	5%	2%	2.71
17	中信建投	9%	9%	7%	3%	4%	6%	6%	3%	2.69
18	国元证券	5%	7%	4%	5%	1%	4%	4%	2%	2.35
19	浙商证券	5%	5%	1%	2%	2%	3%	3%	2%	2.12
20	国投资本	8%	10%	8%	3%	2%	6%	6%	3%	2.07
21	红塔证券	3%	3%	3%	3%	0%	2%	2%	1%	1.92
22	广发证券	4%	4%	1%	1%	4%	3%	3%	2%	1.67
23	东吴证券	6%	6%	3%	2%	0%	3%	3%	3%	1.44
24	华鑫股份	3%	2%	0%	2%	0%	1%	1%	1%	1.39
25	华安证券	5%	7%	3%	1%	-1%	3%	3%	3%	1.10
26	申万宏源	7%	11%	2%	1%	1%	4%	4%	5%	1.08
27	中国银河	4%	3%	3%	2%	-2%	2%	2%	2%	1.01
28	光大证券	7%	3%	2%	0%	-2%	2%	2%	3%	0.77
29	国海证券	-2%	4%	3%	1%	0%	1%	1%	2%	0.53
30	中信证券	4%	3%	-1%	-1%	1%	1%	1%	2%	0.51
31	长城证券	0%	0%	0%	3%	0%	1%	1%	1%	0.50
32	东兴证券	0%	0%	0%	4%	0%	1%	1%	2%	0.50
33	长江证券	0%	0%	0%	5%	0%	1%	1%	2%	0.50
34	国金证券	0%	0%	0%	4%	0%	1%	1%	2%	0.42
35	西南证券	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	1%	0.38
36	华泰证券	5%	5%	3%	-3%	-4%	1%	1%	4%	0.36

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚焦-投资净收益

该科目与券商自营业务有着直接的关系，而自营业务对于我国上市券商而言又有着不一样的意义。我国上市券商在当下的市场环境下偏好于股权融资，以扩大规模，提升在资本市场的话语权，但过多的权益资本得不到投资银行传统业务的承接，进而导致我国券商普遍从事大规模的自营业务。

就该科目本身而言，其口径比较复杂，且不包含公允价值变动收益，其单一会计年度的分析价值有限，但连续 5 年的相关数据分析仍具有一定的价值。在自营业务方面，表现较好的范例众多。

表 29: 中国券商-投资净收益/归属母公司股东权益

排名	证券简称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	平均	波动	平均/波动
1	华林证券	9%	9%	8%	7%	7%	8%	1%	7.66
2	长城证券	10%	14%	14%	10%	10%	11%	2%	5.31
3	西南证券	7%	7%	5%	5%	5%	6%	1%	5.08
4	长江证券	8%	10%	8%	6%	6%	7%	2%	4.87
5	华创阳安	6%	9%	11%	6%	7%	8%	2%	4.64
6	中原证券	27%	37%	18%	27%	27%	27%	6%	4.47
7	方正证券	7%	6%	3%	6%	4%	5%	1%	4.42
8	东兴证券	16%	14%	10%	9%	11%	12%	3%	4.29
9	哈投股份	7%	4%	6%	9%	9%	7%	2%	3.93
10	天风证券	12%	11%	6%	7%	7%	9%	2%	3.63
11	东北证券	4%	7%	10%	6%	8%	7%	2%	3.51
12	兴业证券	3%	6%	3%	6%	6%	5%	1%	3.46
13	越秀金控	7%	10%	5%	4%	7%	6%	2%	3.35
14	华泰证券	11%	15%	6%	11%	9%	10%	3%	3.32
15	中信证券	4%	12%	11%	10%	8%	9%	3%	3.17
16	广发证券	1%	4%	2%	3%	2%	2%	1%	3.14
17	太平洋	9%	13%	9%	11%	4%	9%	3%	2.95
18	浙商证券	7%	6%	3%	3%	4%	5%	2%	2.94
19	中信建投	10%	14%	7%	8%	5%	9%	3%	2.91
20	华安证券	6%	12%	4%	5%	8%	7%	3%	2.64
21	国泰君安	10%	24%	14%	10%	9%	13%	5%	2.51
22	招商证券	5%	14%	7%	7%	6%	8%	3%	2.44
23	东吴证券	4%	13%	6%	10%	5%	7%	3%	2.28
24	华西证券	16%	19%	8%	7%	7%	12%	5%	2.22
25	国元证券	1%	8%	6%	6%	8%	6%	3%	2.22
26	光大证券	9%	13%	7%	6%	3%	8%	3%	2.20
27	红塔证券	7%	21%	7%	10%	9%	11%	5%	2.18
28	西部证券	6%	8%	3%	3%	3%	5%	2%	2.13
29	锦龙股份	4%	10%	6%	10%	2%	6%	3%	2.11
30	第一创业	4%	5%	3%	8%	12%	7%	3%	2.03
31	国盛金控	3%	4%	4%	7%	11%	6%	3%	1.96
32	南京证券	7%	14%	5%	4%	5%	7%	4%	1.87
33	中国银河	4%	13%	6%	3%	5%	6%	4%	1.77
34	申万宏源	21%	27%	9%	10%	5%	14%	8%	1.76
35	财通证券	3%	10%	3%	6%	2%	5%	3%	1.68
36	华鑫股份	7%	1%	2%	6%	9%	5%	3%	1.66
37	海通证券	0%	4%	10%	7%	8%	6%	4%	1.65
38	国海证券	7%	18%	5%	5%	4%	8%	5%	1.52
39	东方证券	3%	8%	7%	4%	-1%	4%	3%	1.35
40	国金证券	9%	6%	1%	2%	4%	4%	3%	1.34
41	山西证券	0%	0%	1%	5%	4%	2%	2%	1.01
42	国投资本	0%	98%	1%	4%	5%	22%	38%	0.57

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

鉴于此篇报告是以非银行业的长期投资者为主题，我们在此提供的投资建议更偏中长期。借着中国经济转型的东风，非银行业在未来必将乘风而起，而在这过程中，寿险行业和证券行业必将是当仁不让的主角，两者未来的成长空间将大到令人无法忽视。

寿险行业：持续看好

于寿险企业，我们主要关注两点：（1）利率风险敞口，（2）规模扩张速度。（可见我们于12月2日发布的《保险行业2020年投资策略：只待长债东风》）

（1）利率风险敞口将持续下降。中国银行保险监督管理委员会在2019年8月出台《保险资产负债管理监管暂行办法》，意在督促寿险企业降低自身利率风险敞口。在这一背景之下，我国寿险企业已然具备主动降低利率风险敞口的动机，只待资本市场提供更多长期险的债券资产，我国寿险企业的估值水平将持续回复至正常水平；

（2）长期规模扩张的市场空间大到不可忽视。中国居民的长期储蓄需要寿险企业承接，与此相关的市场增量空间将庞大到不可忽视。目前，限制寿险企业大规模扩张的直接因素是我国长期限债券资产过于匮乏。未来，待这一问题得到逐步解决，长期限债券资产的收益率将逐步回归正常，如此则寿险行业将继续回归到规模扩张的快车道。

结论：对于寿险企业的突围，规模优势是首要的竞争优势，而长期债券的供应既是风口。我们长期看好寿险行业的龙头，即中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险。

证券行业：持续关注

证券行业是资本市场的核心构建者，而在中国经济转型的当下，中国证券行业即处在风口浪尖。目前，我国证券行业的时代责任重，即需要推进资本市场的长足发展，亦要满足社会的当下期望。但正因如此，证券行业未来的改善空间充足，其中龙头券商和具有特色战略方向的中小型精品券商值得投资者长期关注。

结论：对于券商企业的突围，清晰的战略定位以及执行效果是我们选择相关投资标的的首要考虑因素。我们看好机构化布局全面且规模优势凸出的中信证券、财富管理转型先锋华泰证券、轻资产运营模式的互联网券商东方财富等。

风险提示

- （1）宏观经济数据超预期下滑；
- （2）通货膨胀风险；
- （3）长端利率超预期下滑。

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