

证券股究竟是成长股还是周期股？

——证券行业深度报告



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

我们系统梳理了券商业务结构及驱动因素、2003年至2020年证券板块行情，对证券行业呈现成长和周期特点进行分析。

我们认为证券行业在不同时期存在成长股和周期股不同的价值逻辑：

- 证券股具有成长股的特点。当新政策或新制度出台，券商新业务空间足够大，预期业务结构因此发生质变，则券商获得成长性。
- 证券股多数时间是与股市共振的周期股。证券业务未有实质性变化的情况下，证券板块仅具有波段行情的投资机会，利好行业政策出台与流动性变化会对证券板块形成短期催化行情。

我们总结了证券板块呈现成长股属性的特点：

- 证券行业业务结构预期实质变化。受益于政策支持，某一业务的市场空间扩大，足以对证券板块收入结构带来质变，比如2014年的融资融券业务，头部券商两融收入占比从2010年的0.4%提升至2014年的18%。
- 驱动因素持续验证。业务市场空间扩大，同时要关注相应的驱动因素，只有驱动因素持续得到验证，行情才能得以持续。比如2014年的融资融券业务，从2010年的127亿持续增长至2014年的10256亿元。
- 成长股投资逻辑：驱动因素持续验证，持续超配证券板块；当驱动因素反转，则低配证券板块。

我们总结了证券板块呈现周期股属性的特点：

- 未能带来券商收入结构质变的利好政策仅产生短期影响。2008年降低印花税和印花税单边收取导致的上涨行情，两次政策均未能给券商收入结构带来质变，因此只是产生短期影响。
- 在周期中，宏观流动性是证券板块超额收益的主要锚定因素。宏观流动性在持平或上行的情况下，证券板块较小概率跑输大盘。宏观流动性在持平的背景下，跑赢行情通常叠加行业利好政策。
- 周期股投资逻辑：宏观流动性预期持平或上行，则配置证券板块；预期下行，则低配证券板块。

证券行业当下时点的判断：

当下证券板块属于周期属性，注册制改革尚未能够带来收入结构质变。

以在2010年前上市的中信证券、华泰证券、海通证券、招商证券和广发证券作为统计，投行收入2020年上半年同比提升34%，但业务占比仅从6.1%提升至6.3%。

政策不会“急转弯”，宏观流动性预期持平，建议配置证券板块。

- 中央经济工作会议定调“稳健”二字，而操作上则要求“不急转弯”。
- 证券板块预期跑输大盘概率较小。2003年至2020年得44段行情中，14次宏观流动性持平，其中仅2次证券板块跑输大盘。

投资策略：我们认为当下证券板块属于周期属性，注册制改革尚未能够带来收入结构质变。中央经济工作会议定调“稳健”二字，而操作上则要求“不急转弯”，预期2021年宏观流动性水平将维持稳定，证券板块预期跑输大盘概率较小，因此建议配置证券板块。

风险提示：金融监管加强；市场竞争加剧的风险；疫情反复。

评级

增持（首次）

2021年01月18日

曹旭特

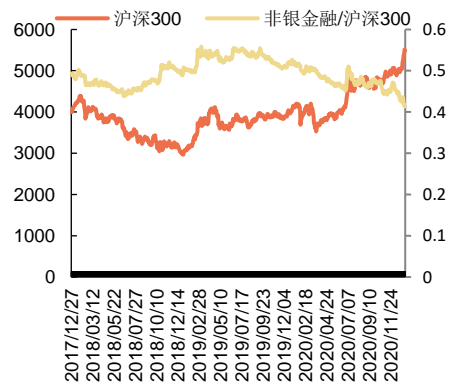
分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

行业基本资料

股票家数	85
行业平均市净率	2.00
市场平均市净率	1.95

行业表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 引言	5
1.1 证券板块呈现成长股属性的条件.....	5
1.2 证券板块呈现周期股属性的条件.....	5
1.3 证券行业当下时点的判断.....	6
2. 证券行业画像及配置策略	7
2.1 四层梯队 五大业务.....	7
2.2 证券板块业务结构变更里程碑.....	8
2.3 证券板块具备配置价值.....	9
3. 证券属性讨论 2003 年至 2020 年历史行情验证	12
3.1 业务结构重构赋予了成长股的属性.....	12
3.1.1 2005.10-2008.4 经纪业务快速发展 第一轮成长期开启.....	12
3.1.2 2014.7-2015.8 创新业务厚积薄发 第二次成长期启动.....	16
3.1.3 结论.....	19
3.2 周期股属性的年份里 宏观流动性是主要锚定因素.....	20
3.2.1 2003-2005.10 “五朵金花”周期行情.....	21
3.2.2 2008.5-2014.7 大周期包含 6 段跑赢行情.....	23
3.2.3 2015.10-2020.12 大周期再次包含 3 次跑赢行情.....	26
3.2.4 结论.....	31
4. 当下时点的判断	32
4.1.1 当下证券板块属于周期属性 注册制改革尚未能够带来收入结构质变.....	32
4.1.2 宏观流动性预期持平 跑输大盘概率较小.....	33

图表目录

图 1: 证券公司业务拆分及驱动因素	8
图 2: 证券公司收入结构变化	9
图 3: 证券公司重资产业务于 2014 年超过 50%	9
图 4: 2003-2020 年证券板块阶段汇总	11
图 5: 2005.10-2008.4 沪深 300 与证券板块超额收益	13
图 6: 第一次成长期有 4 次跑赢市场	13
图 7: 2005-10 至 2006-07 经济和流动性上行	14
图 8: 2005 至 2007 投行业务快速增长	14
图 9: 2005-10 至 2006-07 两市日均成交额大幅提升	14
图 10: 2005-2007 两市流通股快速增长	14

图 11: 2006-11 至 2007-1 两市日均成交额突破 1000 亿	15
图 12: 2006-2007 流动性持续上行	15
图 13: 2007-7 至 2007-11 两市日均成交突破 2000 亿	15
图 14: 2008.1-2008.4 期间 成交额跌破千亿	16
图 15: 2014.7-2015.6 沪深 300 与证券板块超额收益	16
图 16: 2014.7-2015.8 期间: 第二轮成长期	16
图 17: 融资融券业务在 2014 年快速发展	17
图 18: 收入结构在 2014 年发生质变	17
图 19: 头部券商两融收入占比从 2010 年的 1% 提升至 2014 年的 18%	18
图 20: 2015/5-2015/8 融资融券余额大幅下降	18
图 21: 2014-2015 宏观经济增速承压	19
图 22: 2014-2015 证券板块逆势盈利提升	19
图 23: 2014-2015 微观流动性上升	19
图 24: 2014-2015 宏观流动性呈负剪刀差	19
图 25: 超额收益与货币政策汇总	21
图 26: 2003-2005.10 沪深 300 与证券板块超额收益	21
图 27: 2003-2005.10 每日成交额	22
图 28: 2003-2004 基金规模呈高速扩张趋势	22
图 29: 2003-2005.10 大周期中有 4 段跑赢行情	22
图 30: 2003.4 至 2003.11 经济于 3 季度反弹	23
图 31: 2003.4 至 2003.11 成交额大幅降低	23
图 32: 2008.5-2014.7 沪深 300 与证券板块超额收益	23
图 33: 2008.5-2014.7 大周期包含 6 段跑赢行情	24
图 34: 2008.5-2008.9 宏观流动性下行	24
图 35: 2008.5-2008.9 解禁股数量于 8 月达到峰值	24
图 36: 2008.9-2009.9 宏观流动性上行	25
图 37: 2008.9-2009.9 日均成交额逐步增加	25
图 38: 2010.1-2011.2 宏观流动性下行	25
图 39: 2010-2011 佣金加速下降	25
图 40: 2012.1-2013.3 宏观流动性上行	26
图 41: 2012.1-2013.3 日均成交额于 2012 年底改善	26
图 42: 2015.10-2020.12 大周期再次包含波段行情	26
图 43: 2015.9-2015.11 宏观流动性上行	27
图 44: 2015.9-2015.11 两融余额增长	27
图 45: 2015.9-2015.11 日均交易额得到提升	27
图 46: 2015.12-2018.10 宏观流动性下行	28
图 47: 2015.12-2018.10 每周交易额	28
图 48: 2015.12-2018.10 受托管理规模持续下降	28
图 49: 2018.10-2019.4 宏观流动性持平	29
图 50: 每周交易额于 2019.2 增长	29
图 51: 融资融券规模于 2019.2 增长	29
图 52: 2020.1-2020.12 宏观流动性持续提升	30
图 53: 2020.1-2020.12 交易额	31
图 54: 2020.1-2020.12 两融规模	31

图 55: 2020 年 IPO 金额和家数同比均取得 90%左右增速	32
图 56: 头部券商投资银行收入占比从 2012 年的 14%降低至 2020 年的 6%.....	32
图 57: 新三板挂牌企业于 2017 年达到峰值.....	33
图 58: M1 和 M2 同比增速于 2020 年 12 月小幅回落.....	34
表 1: 我国上市券商根据净资产分类 (单位: 十亿)	7
表 2: 2003 至 2020 年证券行业超额收益排名统计	10
表 3: 2003 至 2020 年期间超额收益次数占比	10
表 4: 2003 至 2020 年期间超额收益持续天数占比	10
表 5: 历次行情与货币政策汇总.....	20
表 6: 2018 年以来资本市场相关政策及事件梳理.....	29
表 7: 科创板开板与创业板、新三板开板对比	33

1. 引言

中信证券于 2003 年 1 月 6 日在上交所上市，至今已经有 49 家上市证券公司。在 18 年中，证券板块曾两次实现大幅超额收益，但也有长期波动反转的周期行情：

- ◆ **证券板块具有成长股的特点。**(a) 证券板块由于新政策或新制度导致业务结构发生质变可获得成长机会。(b) 证券板块演绎过两次成长股属性的超额收益行情。第一次是在 2005 年至 2007 年间，股权分置改革后，在经纪业务为代表的业务结构下，证券股获得了超过 1400% 的超额收益；第二次是在 2014 年至 2015 年间，“券商创新大会”后，在融资融券业务为代表的业务结构下，证券股获得了超过 110% 的超额收益。
- ◆ **证券板块多数时间是与股市共振的周期股。**(a) 证券业务未有实质性变化的情况下，证券板块仅具有波段行情的投资机会，利好行业政策出台与流动性变化会对证券板块形成短期催化行情。(b) 过去行情中有两个大的时间周期。第一次大周期是在 2008 年至 2014 年间，证券板块累计下跌 51.38%，同期沪深 300 累计下跌 43.05%，超额收益为 8.33%；第二次大周期是在 2015 年至 2020 年间，证券板块累计上涨 34.77%，同期沪深 300 累计上涨 46.32%，超额收益为 11.55%。

本篇报告通过复盘 2003 年至 2020 年证券行情，得出证券板块呈现成长股和周期股的条件：

1.1 证券板块呈现成长股属性的条件

在复盘证券板块 2003 年至 2020 年历史行情中，将沪深 300 指数作为市场行情代表，计算证券板块超额收益。18 年的历史行情可以划分为 44 个波动周期。

通过分析，我们发现证券板块呈现成长股属性的两个条件特点：

- ◆ **证券行业业务结构预期实质变化。**受益于政策支持，某一业务的市场空间扩大，足以对证券板块收入结构带来质变，比如 2014 年的融资融券业务，头部券商两融收入占比从 2010 年的 0.4% 提升至 2014 年的 18%。
- ◆ **驱动因素持续验证。**业务市场空间扩大，同时要关注相应的驱动因素，只有驱动因素持续得到验证，行情才能得以持续。比如 2014 年的融资融券业务，从 2010 年的 127 亿持续增长至 2014 年的 10256 亿元。

总结成长股属性结束的时点，主要原因是驱动因素不再验证，驱动因素发生反转将导致该轮成长期结束。

1.2 证券板块呈现周期股属性的条件

未能带来券商收入结构质变的利好政策仅产生短期影响。2008 年降低印花税和印花税率单边收取导致的上涨行情，两次政策均未能给券商收入结构带来质变，因此只

是产生短期影响。

在周期中，宏观流动性是证券板块超额收益的主要锚定因素。宏观流动性在持平或上行的情况下，证券板块较小概率跑输大盘。宏观流动性在持平的背景下，跑赢行情通常叠加行业利好政策。

1.3 证券行业当下时点的判断

当下证券板块属于周期属性，注册制改革尚未能够带来收入结构质变。

头部券商投资银行收入占比从 2012 年的 14% 降低至 2020 年的 6%。以在 2010 年前上市的中信证券、华泰证券、海通证券、招商证券和广发证券作为统计，五家头部券商的投行收入从 2012 年上半年的 28.3 亿提升至 2020 年的 53.73 亿，同期业务占比从 14% 降低至 6%。

中央经济工作会议定调“稳健”二字，而操作上则要求“不急转弯”，预期 2021 年宏观流动性水平将维持稳定，证券板块预期跑输大盘概率较小，因此建议配置证券板块。

2. 证券行业画像及配置策略

2.1 四层梯队 五大业务

上市证券公司呈四层梯队。截至 2020 年底，目前共有 49 家上市证券公司，根据净资产规模我们将上市券商分为超大型券商、大型券商、中型券商和小型券商。超大型券商净资产规模在 1000 亿以上包括中信证券为首的 5 家券商，大型券商净资产规模在 500-1000 亿一共 9 家券商，中型券商净资产规模在 200-400 亿一共 14 家，小型券商净资产规模在 200 亿以下一共 19 家。

表1：我国上市券商根据净资产分类（单位：十亿）

超大型券商	净资产	总市值	大型券商	净资产	总市值	中型券商	净资产	总市值	小型券商	净资产	总市值
中信证券	184	380	广发证券	99	124	方正证券	40	85	国海证券	19	32
海通证券	169	168	申万宏源	89	132	兴业证券	40	58	浙商证券	19	55
国泰君安	144	156	国信证券	79	131	中泰证券	34	129	西部证券	18	36
华泰证券	130	163	中国银河	75	127	东方财富	32	267	长城证券	18	40
招商证券	107	203	中信建投	62	326	越秀金控	31	40	山西证券	17	32
			东方证券	60	81	长江证券	29	46	东北证券	17	23
			中金公司	57	363	东吴证券	28	38	华创阳安	15	23
			光大证券	54	85	国元证券	25	39	中银证券	15	77
			国投资本	50	58	西南证券	25	36	华安证券	15	29
						天风证券	23	41	中原证券	14	33
						财通证券	22	45	红塔证券	14	68
						国金证券	22	49	第一创业	14	42
						华西证券	21	33	哈投股份	13	18
						东兴证券	21	37	南京证券	12	45
									国盛金控	11	27
									湘财股份	11	39
									太平洋	11	28
									国联证券	10	51
									华鑫股份	7	24
									华林证券	6	41
									锦龙股份	6	14

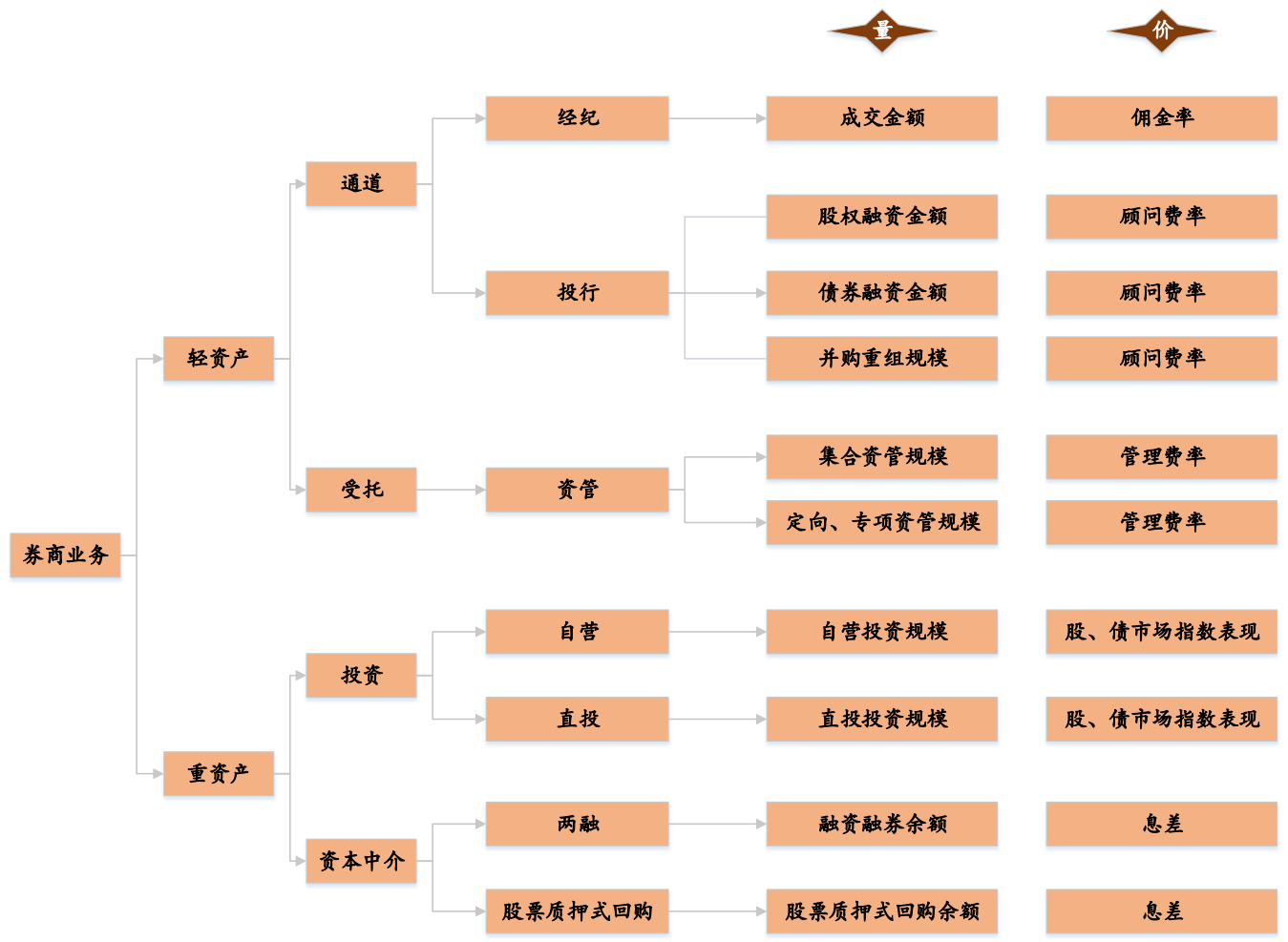
注：净资产为 2020 年三季度合并报表所有者权益数据；总市值为 2020/12/31 收盘价对应的总市值

资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **证券公司的核心业务可以分为经纪业务、投行业务、资管业务、投资业务和资本中介业务。**其中，经纪业务、投行业务和资管业务属于证券公司传统业务，这类业务是基于证券公司的牌照优势形成的通道或受托业务。由于证券公司不需要过多的资金投入，因此被称为“轻资产”业务。投资业务和资本中介属于创新业务，相对应“轻资产”业务，投资业务和资本中介业务称为“重资产业务”。
- ◆ **轻重资产业务驱动因素完全不同。**轻资产业务主要驱动因素为业务规模，由于不需要过多资本投入，因此业务弹性很大。同时，该业务存在一定的同质性，管理

费率由于竞争加剧呈现不断下降趋势。重资产业务更多地体现证券公司的主动管理能力和现有资源能力，往往能力强的券商业务规模也相对较大，实现规模和费率双优势。为了清楚展现券商的业务构成以及相应的驱动因素，我们采用“价”“量”分析的方法进行汇总。

图1：证券公司业务拆分及驱动因素



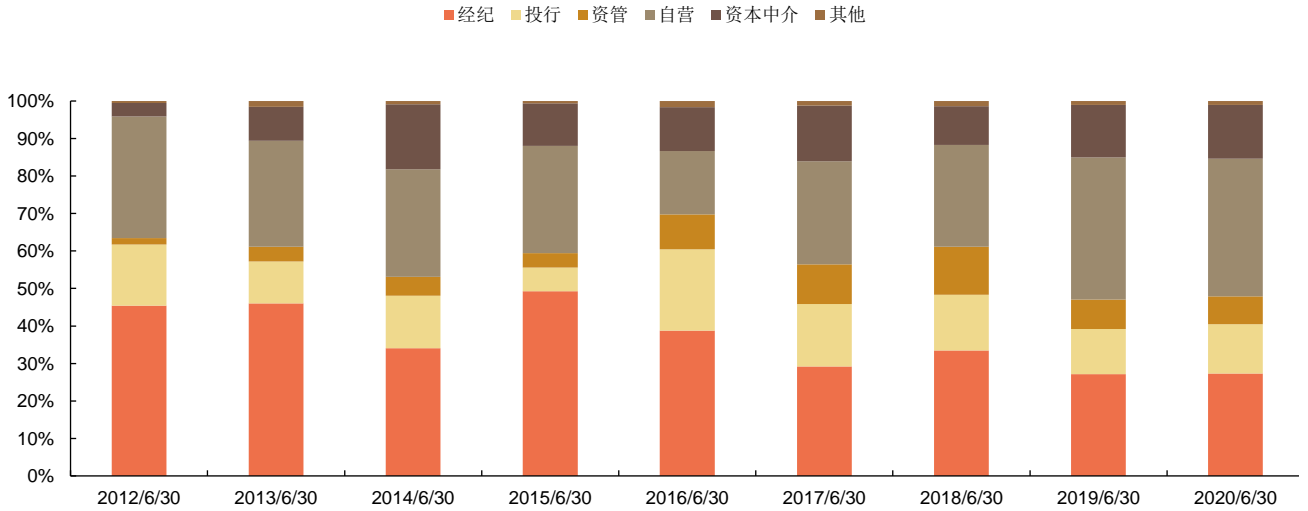
资料来源：申港证券研究所

2.2 证券板块业务结构变更里程碑

2012 年是券商业务变革的元年。在此之前，证券公司主要依赖经纪业务和投行业务。证券公司创新发展研讨会于 2012 年 5 月 7 日、8 日两日在京召开，本次会议推出了《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施(征求意见稿)》及一系列规则的征求意见稿，这项“创新纲领”包含了提高证券公司理财类产品创新能力、加快新业务新产品创新进程等十一个举措。

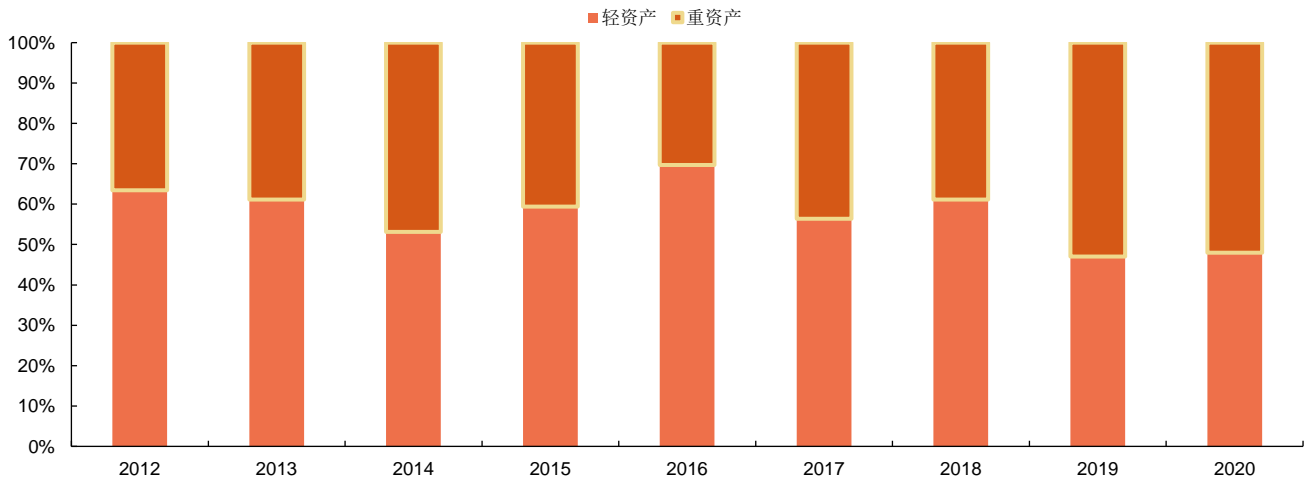
2014 年重资产业务首度持平轻资产业务。在创新大会后，经过 2 年的业务试点，整个券商结构在 2014 年实现突破，这一信号标志着券商行业进入了新的发展阶段。

图2：证券公司收入结构变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：证券公司重资产业务于 2014 年超过 50%



资料来源：Wind，申港证券研究所

注册制改革始于 2018 年，兴于 2020 年。2018 年 11 月 5 日，习近平主席在首届中国国际进口博览会上宣布，将在上交所设立科创板并试点注册制。2019 年 6 月 13 日，上海证券交易所科创板正式开板。2020 年注册制下共 209 家公司上市，累计 IPO 募资金额约 2886.55 亿元，分别占全年 IPO 数量与募集金额的 52.78%和 61.42%。

2.3 证券板块具备配置价值

“双刃剑”的特点表明其高贝塔属性。我们回溯 2003 至 2020 年的 44 个波段行情，超额收益在 15%与-15%之间的波段行情定义为持平，经统计跑赢大盘共计 18 次，其中位列行业第一共 8 次，行业前五共 15 次，前五名的比例高达 83%。体现

出极高的配置价值。同时，跑输大盘 12 次，其中 5 次倒数第一，8 次倒数前 5 名，倒数前五名的比例达 67%。

表2：2003 至 2020 年证券行业超额收益排名统计

跑赢次数	第一次数	前五次数	前五比例
18	8	15	83%
跑输次数	倒一次数	倒五次数	倒五比例
12	5	8	67%
持平次数	倒一次数	倒五次数	倒五比例
14	3	7	50%

资料来源：Wind, 申港证券研究所

证券板块超额收益体现出次数多，行情快的特点。我们回溯 2003 至 2020 年的 44 个波段行情，跑赢次数占比最高达 41%，但是持续时间不足三成。

表3：2003 至 2020 年期间超额收益次数占比

跑赢	(上涨跑赢)	跑输	(下跌跑输)	持平
18	15	12	6	14
41%		27%		32%

资料来源：Wind, 申港证券研究所

表4：2003 至 2020 年期间超额收益持续天数占比

跑赢	(上涨跑赢)	跑输	(下跌跑输)	持平
1118	961	1272	741	1985
26%		29%		45%

资料来源：Wind, 申港证券研究所













































证券板块曾两次表现出成长股属性。第一次是在 2005 年至 2007 年间，股权分置改革后，在经纪业务为代表的业务结构下，证券股获得了 1400% 的超额收益；第二次是在 2014 年至 2015 年间，“券商创新大会”后，在融资融券业务为代表的业务结构下，证券股获得了超过 110% 的超额收益。

成长股投资逻辑：驱动因素持续验证，持续超配证券板块；当驱动因素反转，则低配证券板块。

证券行业多数时间是与股市共振的周期股。第一次大周期是在 2008 年至 2014 年间，证券板块累计下跌 51.38%，同期沪深 300 累计下跌 43.05%，超额收益为 8.33%；第二次大周期是在 2015 年至 2020 年间，证券板块累计上涨 34.77%，同期沪深 300 累计上涨 46.32%，超额收益为 11.55%。

周期股投资逻辑：宏观流动性预期持平或上行，则配置证券板块；预期下行，则低配证券板块。

图4：2003-2020年证券板块阶段汇总

开始	结束	分类	沪深300涨幅	超额收益	超额收益趋势图	领涨板块	非银排名
2003-01-13	2003-04-09	跑赢	6%	19%		银行	2
2003-04-09	2003-11-18	跑输	-13%	-16%		钢铁	27
2003-11-18	2004-02-09	跑赢	27%	28%		传媒	5
2004-02-09	2004-08-09	跑输	-20%	-20%		采掘	28
2004-08-09	2004-11-26	跑赢	-2%	16%		采掘	2
2004-11-26	2005-03-29	跑输	-11%	-29%		钢铁	28
2005-03-29	2005-06-15	跑赢	-9%	41%		非银	1
2005-06-15	2005-10-27	持平	1%	-12%		电气	28
2005-10-27	2006-07-06	跑赢	62%	162%		非银	1
2006-07-06	2006-11-08	跑输	6%	-20%		银行	28
2006-11-08	2007-01-16	跑赢	57%	96%		非银	1
2007-01-16	2007-03-26	持平	17%	-6%		综合	28
2007-03-26	2007-05-25	跑赢	44%	18%		纺服	18
2007-05-25	2007-07-05	持平	-11%	-12%		有色	6
2007-07-05	2007-11-02	跑赢	55%	60%		非银	1
2007-11-02	2008-04-01	持平	-26%	-13%		农业	28
2008-04-01	2008-05-05	跑赢	13%	42%		非银	1
2008-05-05	2008-08-18	持平	-43%	-14%		医药	25
2008-08-18	2008-10-06	跑赢	-8%	52%		非银	1
2008-10-06	2008-12-31	跑输	-15%	-17%		电气	26
2008-12-31	2009-02-16	跑赢	35%	21%		有色	7
2009-02-16	2009-09-29	跑输	21%	-22%		汽车	21
2009-09-29	2010-01-11	跑赢	17%	22%		电子	17
2010-01-11	2010-05-14	跑输	-18%	-19%		医药	24
2010-05-14	2010-10-26	持平	21%	0%		有色	20
2010-10-26	2011-01-24	跑输	-15%	-15%		建筑	28
2011-01-24	2012-01-05	持平	-23%	-6%		银行	12
2012-01-05	2012-05-31	跑赢	16%	32%		有色	2
2012-05-31	2012-12-03	持平	-20%	-10%		医药	17
2012-12-03	2013-02-07	跑赢	31%	27%		军工	2
2013-02-07	2014-07-21	持平	-22%	-6%		传媒	25
2014-07-21	2014-12-08	跑赢	50%	116%		非银	1
2014-12-08	2015-08-25	跑输	-6%	-37%		轻工	28
2015-08-25	2015-11-17	跑赢	24%	30%		非银	1
2015-11-17	2016-11-18	持平	-9%	-9%		食品	20
2016-11-18	2017-05-19	跑输	0%	-18%		家用	12
2017-05-19	2017-09-06	持平	13%	3%		有色	3
2017-09-06	2018-01-15	跑输	10%	-24%		食品	6
2018-01-15	2018-10-16	持平	-27%	-10%		社服	7
2018-10-16	2019-03-07	跑赢	23%	62%		通信	5
2019-03-07	2019-07-01	跑输	3%	-15%		食品	4
2019-07-01	2020-06-18	持平	3%	-12%		电子	27
2020-06-18	2020-07-09	跑赢	20%	24%		社服	2
2020-07-09	2020-12-31	持平	12%	-7%		电气	21

资料来源：Wind, 申港证券研究所

3. 证券属性讨论 2003 年至 2020 年历史行情验证

3.1 业务结构重构赋予了成长股的属性

在复盘证券板块 2003 年至 2020 年历史行情中，将沪深 300 指数作为市场行情代表，计算证券板块超额收益。18 年的历史行情可以划分为 44 个波动周期。

44 个波动周期中演绎过两次成长股属性的超额收益行情。

- ◆ 第一次是在 2005 年至 2007 年间，股权分置改革后，在经纪业务为代表的业务结构下，证券股获得了超过 1400% 的超额收益；
- ◆ 第二次是在 2014 年至 2015 年间，“券商创新大会”后，在融资融券业务为代表的业务结构下，证券股获得了超过 110% 的超额收益。

通过分析，我们发现证券板块体现成长股属性的两个条件特点：

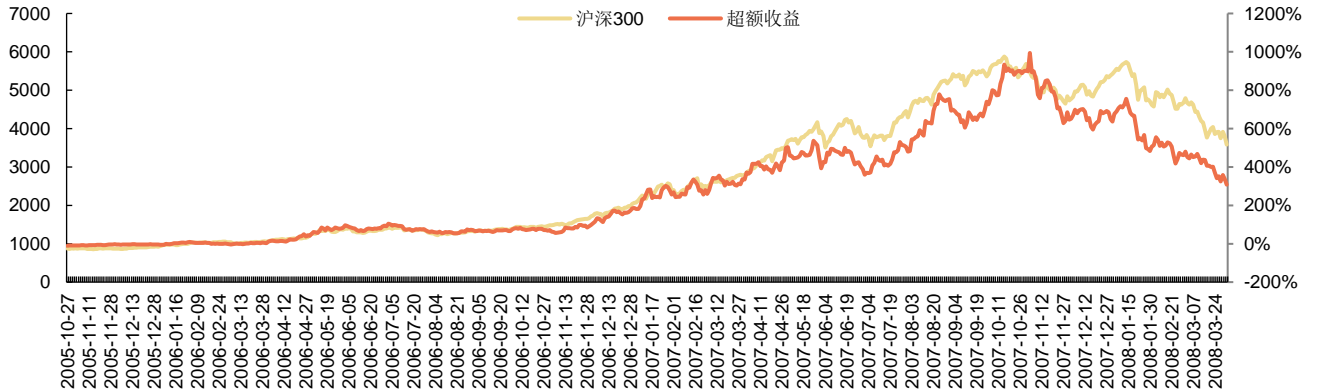
- ◆ 证券行业业务结构预期实质变化。受益于政策支持，某一业务的市场空间扩大，对证券板块收入结构带来质变，比如 2014 年的融资融券业务，头部券商两融收入占比从 2010 年的 0.4% 提升至 2014 年的 18%。
- ◆ 驱动因素持续验证。业务市场空间扩大，同时要关注相应的驱动因素，只有驱动因素持续得到验证，行情才能得以持续。比如 2014 年的融资融券业务，从 2010 年的 127 亿持续增长至 2014 年的 10256 亿元。

总结成长股属性结束的时点，主要原因是驱动因素不再验证。驱动因素发生反转将导致该轮成长期结束。

3.1.1 2005.10-2008.4 经纪业务快速发展 第一轮成长期开启

在 2005 年到 2007 年间，证券股获得的超额收益极为显著，四次大幅跑赢市场。其中，2005 年 10 月至 2006 年 7 月、2006 年 11 月至 2007 年 1 月和 2007 年 7 月至 2007 年 11 月是证券板块超越沪深 300 指数快速上涨的三个阶段。

图5：2005.10-2008.4 沪深300与证券板块超额收益



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：第一次成长期有4次跑赢市场

开始	结束	分类	沪深300涨幅	超额收益	超额收益趋势图	工业增加值	通胀	宏观流动性	剪刀差	核心因素
2005-10-27	2006-07-06	跑赢	62%	162%		先下后上	持平	上行	负	经济上行；股权分置改革完成；交易额突破800亿
2006-07-06	2006-11-08	跑输	6%	-20%		下行	持平	上行	负	加息；交易额降低至400亿
2006-11-08	2007-01-16	跑赢	57%	96%		上行	上行	上行	正	交易额突破1000亿；流动性上行
2007-01-16	2007-03-26	持平	17%	-6%		先下后上	上行	持平	正	交易额从1000亿提升50%
2007-03-26	2007-05-25	跑赢	44%	18%		持平	持平	持平	正	交易额从1600提升100%
2007-05-25	2007-07-05	持平	-11%	-12%		下行	上行	持平	正	经济下行；530股灾；成交额从3000亿跌至1000亿
2007-07-05	2007-11-02	跑赢	55%	60%		持平	上行	持平	正	交易额从1000提升至2000亿
2007-11-02	2008-04-01	持平	-26%	-13%		持平	上行	下行	正	金融危机宏观流动性收紧；交易额降至1000亿

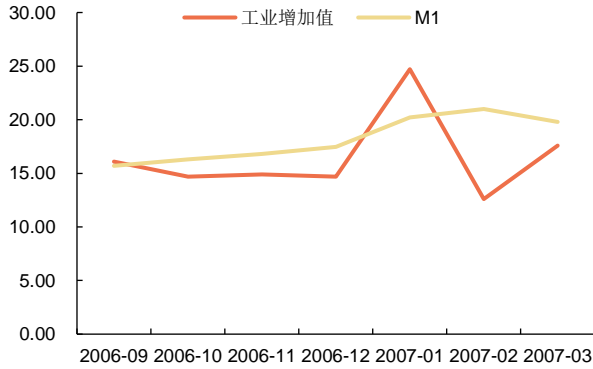
资料来源：Wind，申港证券研究所

1) 2005年10月至2006年7月期间 经济上行叠加股权分置改革

以经纪和投行业务为核心的业务结构进入成长期。期间，经纪业务的盈利成倍增长，同时，IPO规模及再融资规模均大幅高于历史水平。经纪和投行业务双突破，由于属于轻资产业务，证券板块获得超额收益162%。主要由三方面因素共同作用：

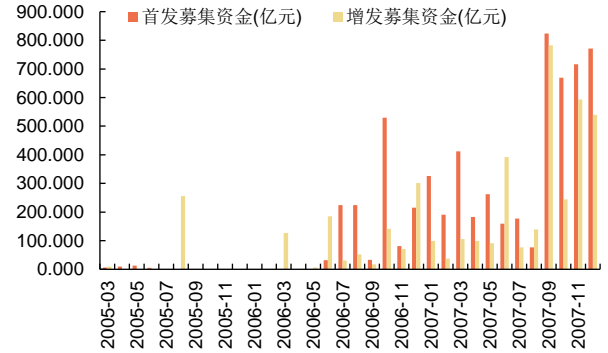
- ◆ **2001年中国加入WTO后，经济高速增长。**2005-2007年宏观经济持续向好，GDP增速持续增长，企业盈利能力提高，不断释放业绩。
- ◆ **人民币升值。**2005年开始实行汇改，中国人民银行宣布，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币升值预期增强，海外热钱流入。
- ◆ **股权分置改革。**2005年证监会启动股权分置改革试点，并于9月份出台正式管理办法全面铺开改革。股权分置改革带来沪深股市流通股快速增长，显著改善市场流动性。其中，上交所流通股自2005年的1375亿股达到2017年3399亿股，为经纪业务的突破打下基础。

图7: 2005-10 至 2006-07 经济和流动性上行



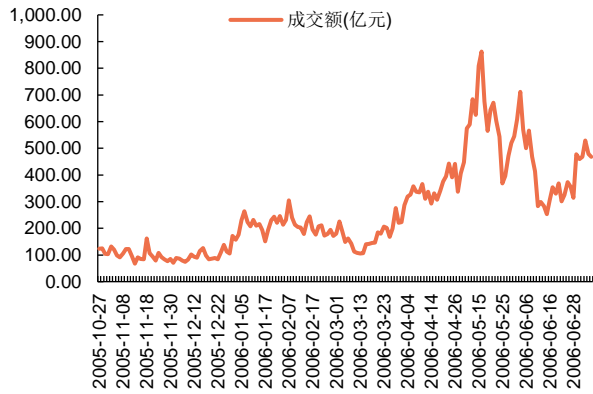
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 2005 至 2007 投行业务快速增长



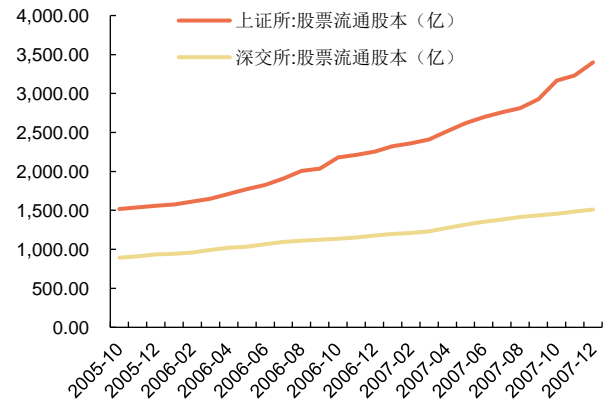
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: 2005-10 至 2006-07 两市日均成交额大幅提升



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 2005-2007 两市流通股快速增长

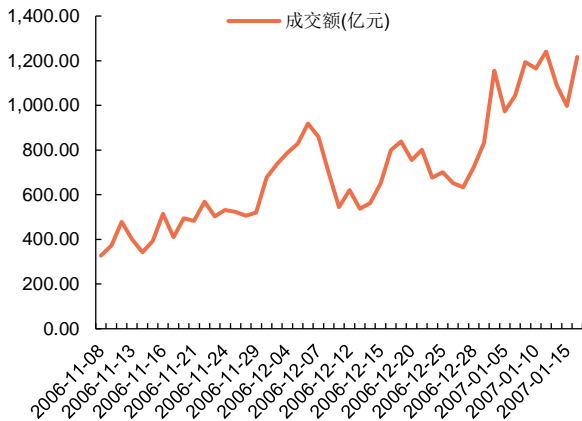


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2) 2006 年 11 月至 2007 年 1 月期间 成交额上行叠加流动性宽松

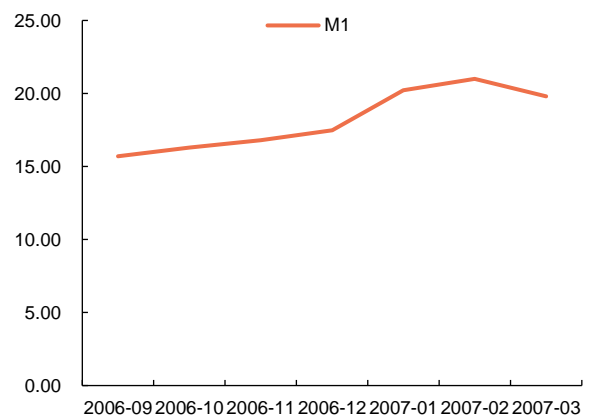
第一轮成长期以经纪业务为核心，每日成交额为核心驱动因素。2006 年 11 月至 2007 年 1 月期间，每日成交额首次突破 1000 亿，同期，市场流动性持续上行。

图11: 2006-11 至 2007-1 两市日均成交额突破 1000 亿



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 2006-2007 流动性持续上行

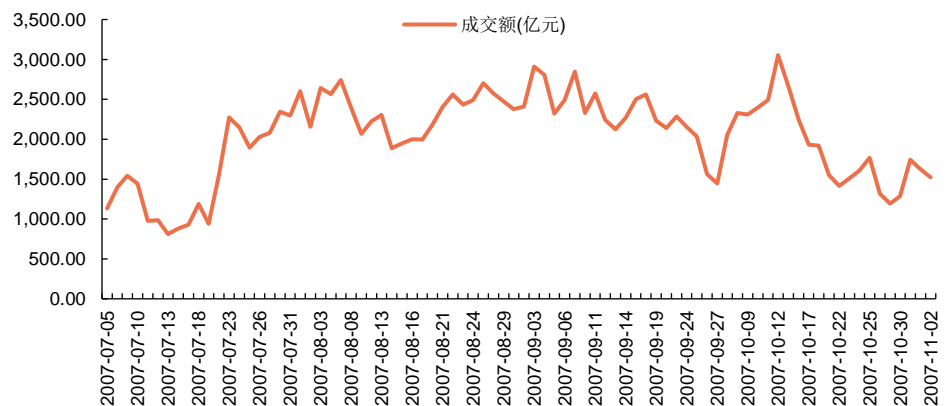


资料来源: Wind, 申港证券研究所

3) 2007 年 7 月至 2007 年 11 月期间 成交额再创新高

2007 年 7 月至 2007 年 11 月期间, 日均成交额突破 2000 亿。持续强化经纪业务对业绩的贡献。

图13: 2007-7 至 2007-11 两市日均成交突破 2000 亿

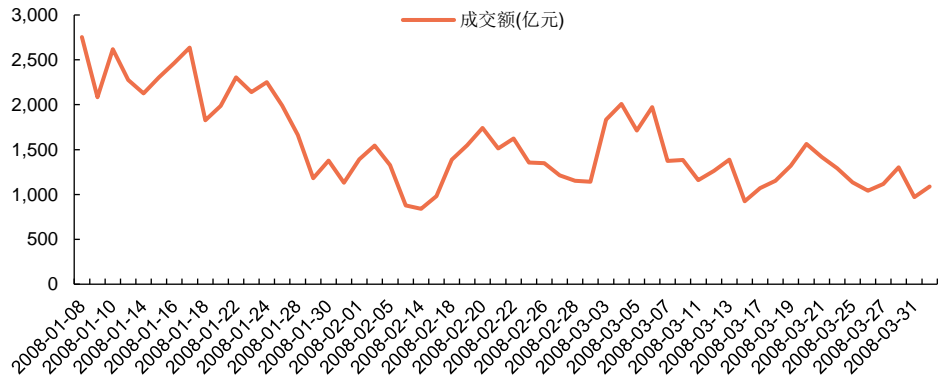


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2008.1-2008.4 金融危机打断第一次成长期

受到了美国次贷危机引致的国际金融危机的影响。经济下行压力, 同时, 经历了 2005 年到 2007 年的上涨行情后, A 股泡沫现象严重。多重因素导致成交量开始萎靡, 由于轻资产业务弹性大, 证券板块大幅下跌。

图14: 2008.1-2008.4 期间 成交额跌破千亿



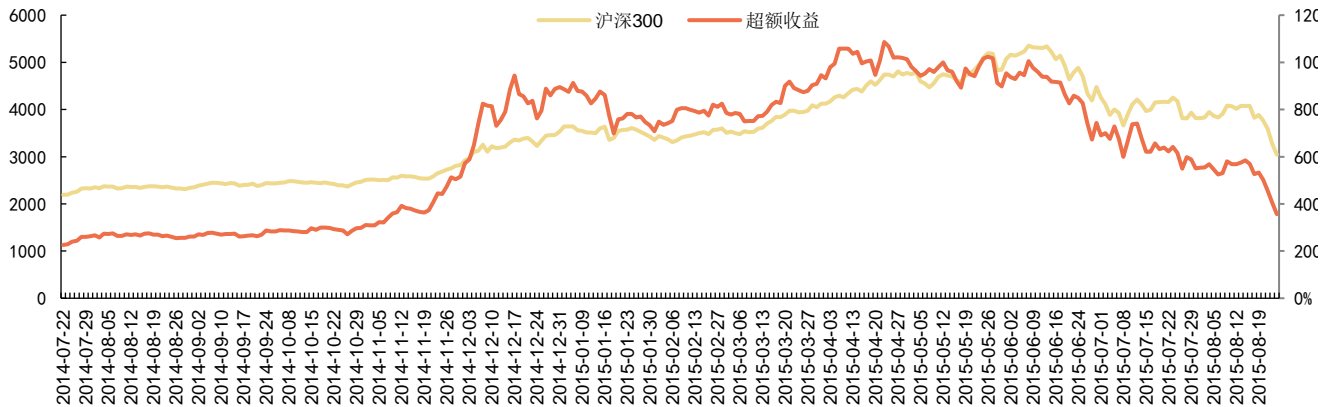
资料来源: Wind, 申港证券研究所

驱动因素不再验证，第一次成长期终止。股权分置改革等多重因素带来的经纪业务的快速增长，是当时业务结构的一大质变，驱动因素每日成交额不断放量，证券板块进入了成长期。但是 2008 年金融危机后，日均交易量受多重因素影响不断下降，证券板块失去驱动因素后结束了成长期，这是证券板块第一个成长期的开始和结束。

3.1.2 2014.7-2015.8 创新业务厚积薄发 第二次成长期启动

厚积薄发，10 月底证券板块正式启动。此次证券板块的行情可以用“涨幅大、耗时短”来形容，涨幅大是因为此次涨幅仅低于 2006-2007 年，而耗时短是证券板块仅用了 1 个多月的时间便走完了整个行情。

图15: 2014.7-2015.6 沪深 300 与证券板块超额收益



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图16: 2014.7-2015.8 期间: 第二轮成长期

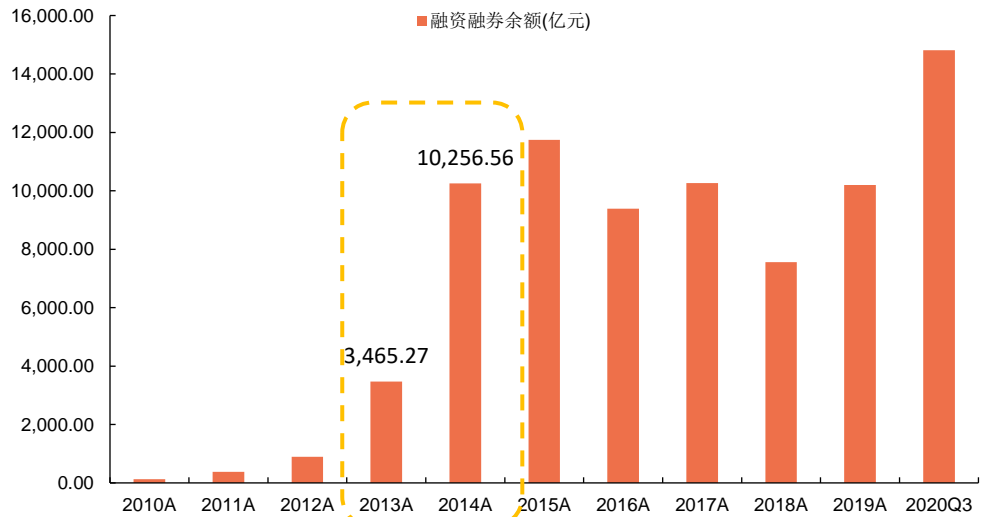
开始	结束	分类	沪深300 涨幅	超额收益	超额收益趋势图	工业增加值	通胀	宏观流动性	剪刀差	核心因素
2014-07-21	2014-12-08	跑赢	50%	116%		持平	持平	下行	负	两融业务同比增长196%破万亿，杠杆效应有正反馈
2014-12-08	2015-08-25	跑输	-6%	-37%		下行	持平	下行	负	4、6、7月严查场外配资

资料来源: Wind, 申港证券研究所

创新业务崛起，尤其是资本中介业务快速做大。2010 年融资融券开始业务试点，

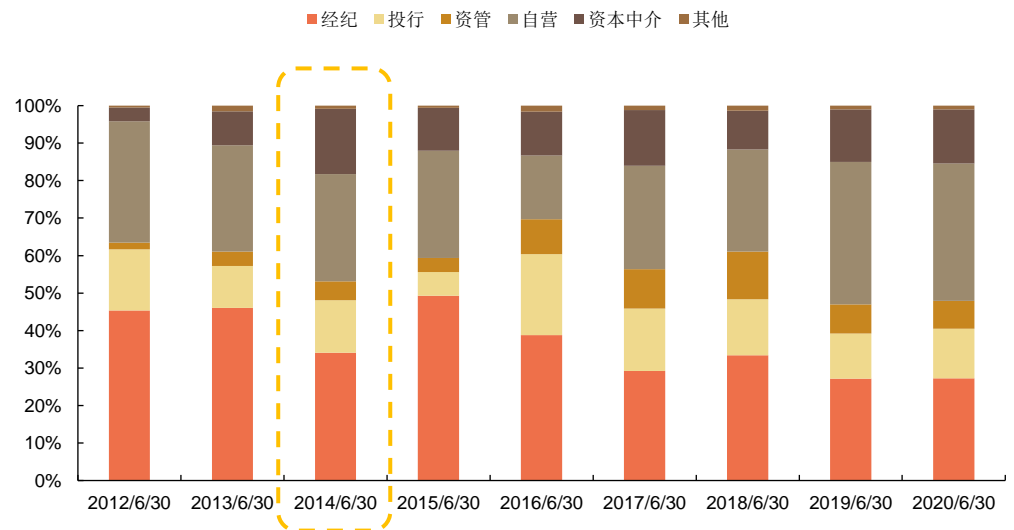
2011 年股票约定式购回业务试点，2013 股票质押式回购业务试点。自 2012 年创新大会以后，券商的收入结构“重资产”比重开始走高。在 2014 年融资融券余额由 2013 年的 3,465.27 亿元，大幅增长至 10,256.56 亿元，同比增长 196%。

图17：融资融券业务在 2014 年快速发展



资料来源：Wind，申港证券研究所

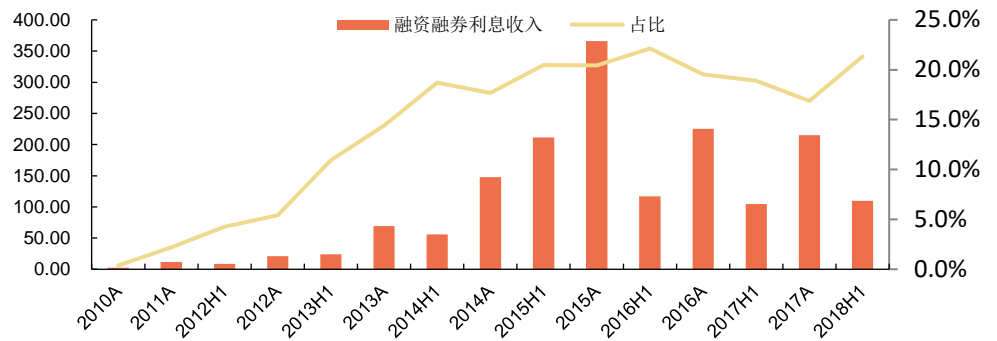
图18：收入结构在 2014 年发生质变



资料来源：Wind，申港证券研究所

头部券商两融收入占比从 2010 年的 0.4% 提升至 2014 年的 18%。以在 2010 年前上市的中信证券、华泰证券、海通证券、招商证券和广发证券作为统计，五家头部券商的融资融券收入从 2010 年的 2.37 亿提升至 2014 年的 147.87 亿，同期业务占比从 0.4% 提升至 18%。

图19：头部券商两融收入占比从2010年的1%提升至2014年的18%



资料来源：Wind，申港证券研究所

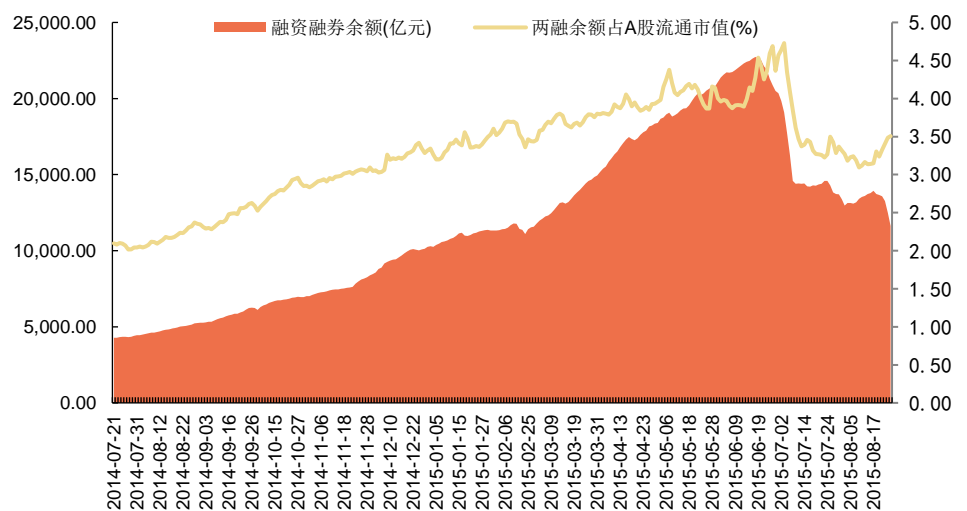
2015.5-2015.9 监管层严查场外配资结束第二次成长期

2015年5月至9月间，证券板块累计下跌58.83%。此轮下跌是主要由于监管层陆续发文清查整治场外配资所引发股市的巨幅波动。

- ◆ 4月证监会强调券商不得开展场外配资、伞形信托等活动。
- ◆ 6月证监会再次发布《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，严堵场外配资杠杆炒股。
- ◆ 7月，证监会发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，中登公司随后发布通知称将配合清查，监管层进一步加大力度整治场外配资，监管政策收紧。

融资融券余额由高点的2.2万亿骤减至1.1万亿，叠加A股泡沫严重，实体经济下行压力增大，前述因素共振致证券板块下跌显著。

图20：2015/5-2015/8 融资融券余额大幅下降



资料来源：Wind，申港证券研究所

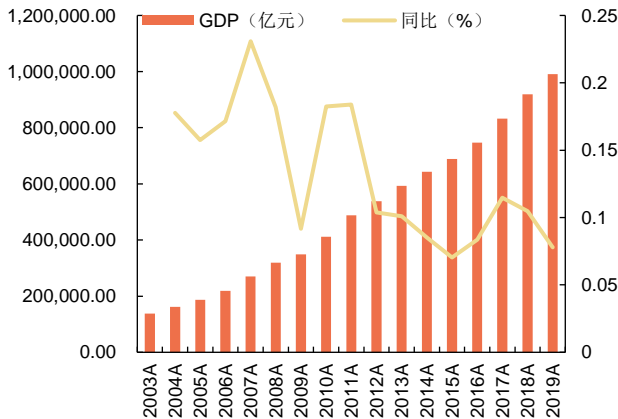
驱动因素不再验证，第二次成长期终止。券商创新大会给创新业务带来机遇，多年的积累在2014年实现突破，以融资融券为核心的资本中介业务的快速增长，是当时业务结构的一大质变，证券板块进入了成长期。但是监管层严查场外配资，融资融券余额不断下降，3个月内余额腰斩，受此影响两市成交额也持续萎靡。因此，

证券板块失去驱动因素后结束了成长期，这是证券板块第二个成长期的开始和结束。

两点原因导致行情与 2006-2007 年不同。

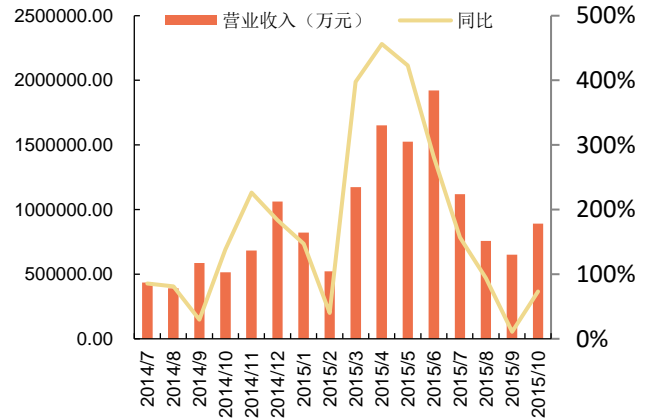
- ◆ 宏观经济增速承压，由于两融业务贡献突出，证券板块盈利能力具有比较优势。
- ◆ 宏观流动性呈负剪刀差，投资情绪浓重。微观证券交易结算资金攀升验证投资情绪。投资者通过融资融券加大杠杆，二者能够与券商上涨形成正循环，强化行情。

图21：2014-2015 宏观经济增速承压



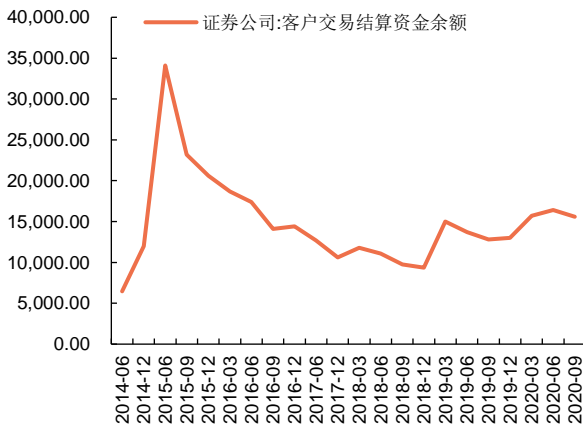
资料来源：Wind，申港证券研究所

图22：2014-2015 证券板块逆势盈利提升



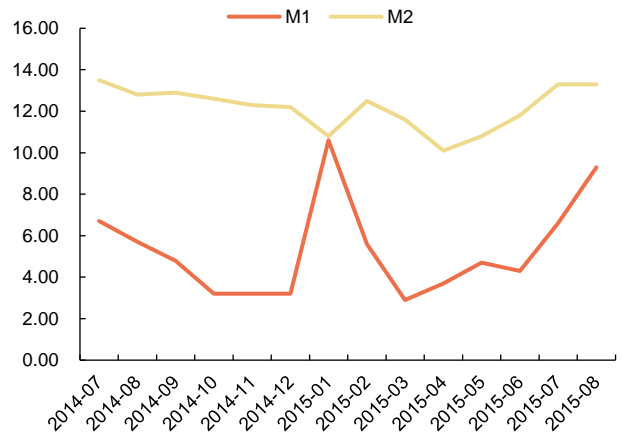
资料来源：Wind，申港证券研究所

图23：2014-2015 微观流动性上升



资料来源：Wind，申港证券研究所

图24：2014-2015 宏观流动性呈负剪刀差



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.1.3 结论

通过分析，我们发现证券板块体现成长股属性的两个条件：证券行业业务结构预期发生实质变化和驱动因素持续验证。超额收益的绝对值取决于驱动因素的持续时间和驱动力度，只有驱动因素持续得到验证，行情才能得以持续。驱动因素发生反转将导致该轮成长期结束。

3.2 周期股属性的年份里 宏观流动性是主要锚定因素

证券行业是服务实体经济的金融产业，基本面受宏观流动性较大影响，直接影响其超额收益。同时，宏观流动性还会通过影响进入股市的资金量进一步影响证券行业的超额收益。

我们在 44 个波段中，分别选取宏观经济、通胀和宏观流动性作为观测指标。

- ◆ 考虑跟踪指标的可获取性和时效性，选取工业增加值作为宏观经济指标、CPI 作为通胀指标、M1 和 M2 作为宏观流动性指标。
- ◆ 将宏观流动性以上行、持平和下行来分类，同时，观测 M1 与 M2 的剪刀差。正剪刀差，M1 增速>M2 增速，经济预期乐观，经济活力强。负剪刀差则表明投资情绪浓。

通过对除成长股期间以外的波段行情分析，我们认为**宏观流动性是券商板块超额收益的主要锚定因素**，宏观流动性在持平或上行的情况下，证券板块较小概率跑输大盘。宏观流动性在持平的背景下，跑赢行情通常叠加行业利好政策。

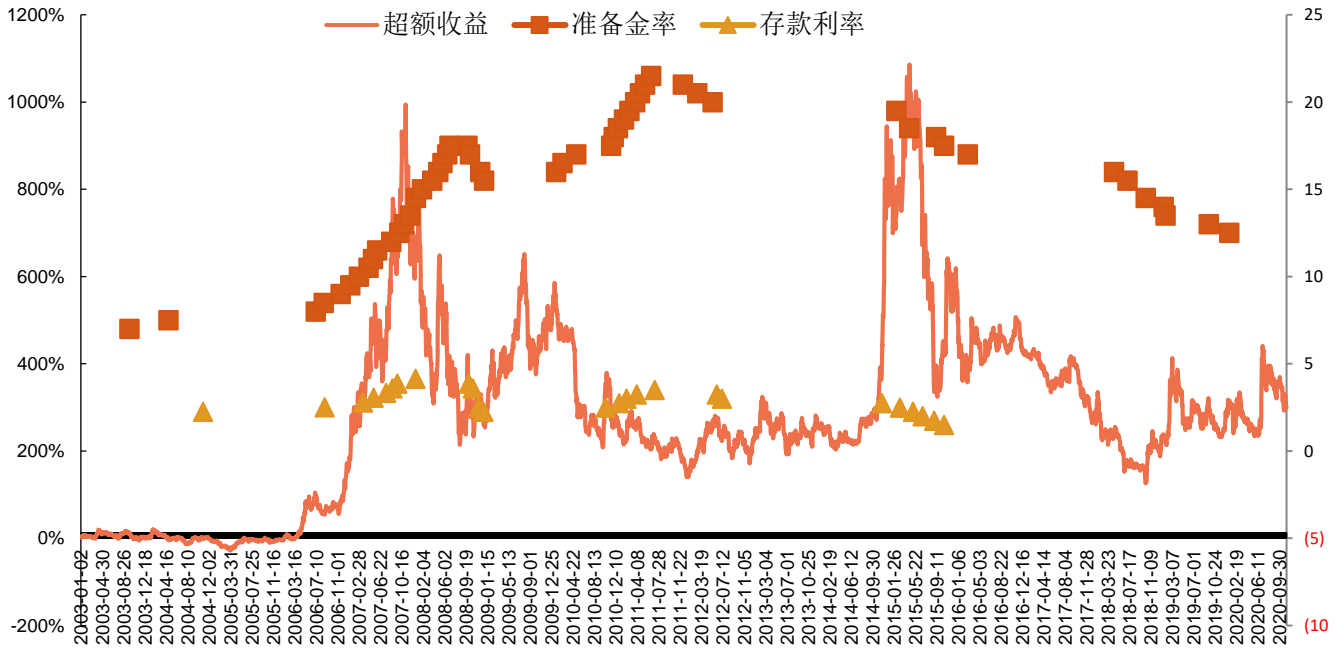
单一货币政策无法决定超额收益。复盘 2003 至 2020 年期间，宽松的“正确率”更高，降息背景跑赢行情为 50%，降准背景跑赢行情为 44%，因此单一货币政策无法决定超额收益。

表5：历次行情与货币政策汇总

	加息	降息	加准	降准
跑赢	3	3	5	4
跑输	2	2	3	2
持平	4	1	6	3
汇总	9	6	14	9
“正确率”	22%	50%	21%	44%

资料来源：Wind，申港证券研究所

图25：超额收益与货币政策汇总



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2.1 2003-2005.10 “五朵金花”周期行情

2003 年底宏观经济环境向好，周期行业景气度提升，同年 10 月底《中华人民共和国证券投资基金法》的颁布，公募基金逐渐壮大，2004 年同比增长 89%，为股市带来流动性的同时，引发对“价值投资”的关注，随后以周期股为代表的“五朵金花”（钢铁、汽车、石化、能源电力及金融）出现行情。

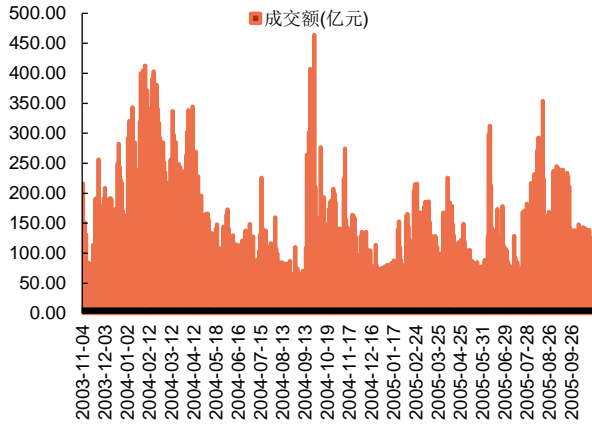
图26：2003-2005.10 沪深 300 与证券板块超额收益



资料来源：Wind，申港证券研究所

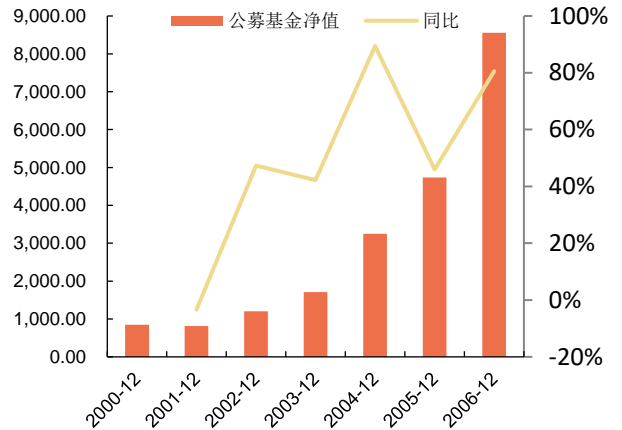
此次沪深 300 从 2003 年 11 月中旬开始上涨，成交金额在 11 月达到 200 亿，1 月达到 300 亿，2 月更是增长至 400 亿。成交额的大幅提升，利好证券股。

图27：2003-2005.10 每日成交额



资料来源：Wind，申港证券研究所

图28：2003-2004 基金规模呈高速扩张趋势



资料来源：Wind，申港证券研究所

在此周期，证券板块 4 次跑赢，宏观流动性均为持平。宏观流动性下行的两次行情，证券板块均为跑输行情。宏观流动性持平的 6 个波段里，仅一次跑输，该波段为 2003.4 至 2003.11。由于 SARS 病毒拖累宏观经济，交易额低迷，导致证券板块跑输大盘。

图29：2003-2005.10 大周期中有 4 段跑赢行情

开始	结束	分类	沪深300涨幅	超额收益	超额收益趋势图	工业增加值	通胀	宏观流动性	剪刀差	核心因素
2003-01-13	2003-04-09	跑赢	6%	19%		先上后下	上行	持平	正	春季行情，成交额从100亿突破300亿
2003-04-09	2003-11-18	跑输	-13%	-16%		上行	上行	持平	负	SARS病毒拖累经济
2003-11-18	2004-02-09	跑赢	27%	28%		先下后上	先下后上	持平	负	交易额自100亿于2月突破400亿
2004-02-09	2004-08-09	跑输	-20%	-20%		下行	上行	下行	正	交易额持续下跌，破100亿；叠加加准
2004-08-09	2004-11-26	跑赢	-2%	16%		下行	下行	持平	先正后负	交易额再次突破400亿，负剪刀差
2004-11-26	2005-03-29	跑输	-11%	-29%		下行	持平	下行	负	股权分置改革预期引起恐慌
2005-03-29	2005-06-15	跑赢	-9%	41%		上行	下行	持平	负	股权分置改善交易量，6月突破300亿
2005-06-15	2005-10-27	持平	1%	-12%		持平	持平	持平	负	交易额未有突破

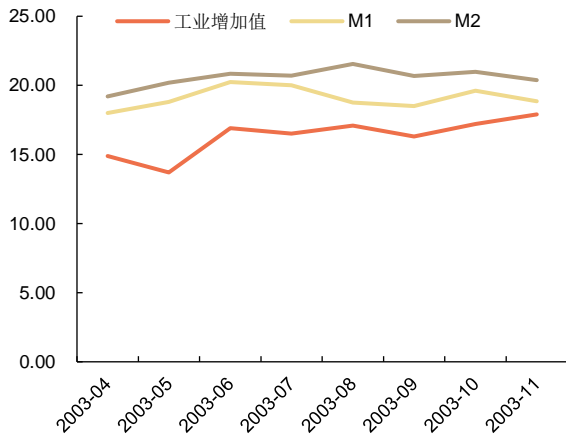
资料来源：Wind，申港证券研究所

2003.4 至 2003.11 SARS 病毒拖累经济

非典疫情始发于 2002 年 12 月，爆发于 2003 年 4 月。6 月 15 日中国内地确诊病例、疑似病例、既往疑似转确诊病例数“三无”纪录。

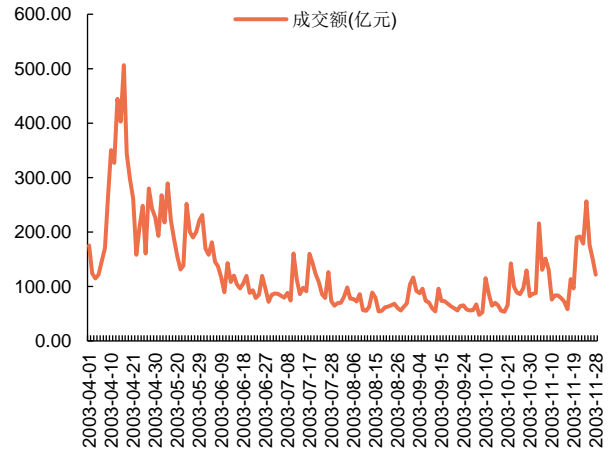
2003 年疫情对中国经济的冲击属于一次性、暂时性的影响，中国经济于 3 季度反弹。但是对于股市成交额影响较大，成交额从 400 亿降低至 100 亿，从而导致证券板块在宏观流动性持平的背景下跑输大盘。

图30：2003.4 至 2003.11 经济于 3 季度反弹



资料来源：Wind，申港证券研究所

图31：2003.4 至 2003.11 成交额大幅降低



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2.2 2008.5-2014.7 大周期包含 6 段跑赢行情

图32：2008.5-2014.7 沪深 300 与证券板块超额收益



资料来源：Wind，申港证券研究所

在此周期，证券板块 6 次跑赢行情，仅一次宏观流动性下行。该波段为 2008.8-2008.10，主要原因为 2008 年 9 月，交易印花税调整为单边征收，直接利好股市成交额，成交额以 9 月的 500 亿为底部开始攀升至 2009 年 7 月的 4000 亿元。行业利好政策对冲宏观流动性下行。

宏观流动性 9 次持平及上行行情中，仅一次跑输。该波段为 2008.10-2008.12，主要原因为金融危机影响，政府于 2008 年 11 月推出了四万亿计划。与上一次周期中 SARS 病毒行情类似，金融危机导致证券板块跑输大盘。

图33：2008.5-2014.7 大周期包含 6 段跑赢行情

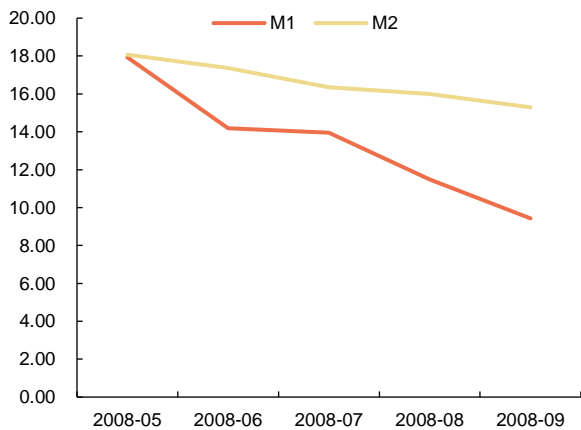
开始	结束	分类	沪深300涨幅	超额收益	超额收益趋势图	工业增加值	通胀	宏观流动性	剪刀差	核心因素
2008-04-01	2008-05-05	跑赢	13%	42%		持平	下行	持平	正	降印花税率；交易额提升至2000亿以上
2008-05-05	2008-08-18	持平	-43%	-14%		下行	下行	下行	负	大小非解禁与减持潮来袭，8月峰值221亿股
2008-08-18	2008-10-06	跑赢	-8%	52%		下行	下行	下行	负	印花税单边收取；交易额突破千亿
2008-10-06	2008-12-31	跑输	-15%	-17%		下行	下行	持平	负	金融危机爆发，经济下行，推出四万亿应对
2008-12-31	2009-02-16	跑赢	35%	21%		上行	下行	上行	负	经济复苏；交易额由千亿提升至2600亿
2009-02-16	2009-09-29	跑输	21%	-22%		上行	先下后上	上行	负	IPO重启
2009-09-29	2010-01-11	跑赢	17%	22%		上行	上行	上行	正	创业板开板2009.10.30
2010-01-11	2010-05-14	跑输	-18%	-19%		下行	上行	下行	正	经济下行；经纪业务竞争导致佣金率下降26%
2010-05-14	2010-10-26	持平	21%	0%		持平	上行	下行	正	农行上市；交易额从1000亿突破4000亿
2010-10-26	2011-01-24	跑输	-15%	-15%		持平	持平	下行	正	控制通胀，加息加准
2011-01-24	2012-01-05	持平	-23%	-6%		持平	持平	下行	负	全年单边下跌，交易额跌破千亿
2012-01-05	2012-05-31	跑赢	16%	32%		上行	持平	持平	负	创新大会；成交额从1000亿突破3000亿；降准
2012-05-31	2012-12-03	持平	-20%	-10%		持平	持平	持平	负	未有调控政策；成交额持续下跌破千亿
2012-12-03	2013-02-07	跑赢	31%	27%		先上后下	持平	先上后下	负	成交额从600亿突破2000亿
2013-02-07	2014-07-21	持平	-22%	-6%		持平	持平	先下后上	负	IPO暂停超过1年；成交额持续3000亿附近

资料来源：Wind，申港证券研究所

1) 2008.5-2008.9 解禁潮导致单边下跌 宏观流动性下行

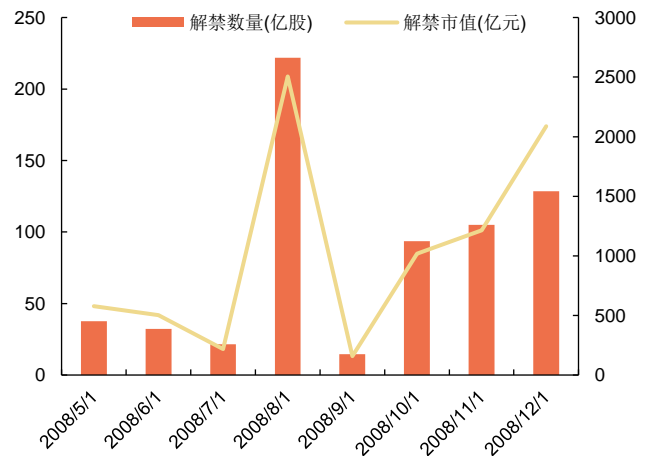
大小非解禁与减持潮来袭。2008年4月起将解禁股数约676亿股，平均每月75亿股，8月解禁221亿股。同时，2008年金融危机余震未平。金融危机导致交易量萎靡。

图34：2008.5-2008.9 宏观流动性下行



资料来源：Wind，申港证券研究所

图35：2008.5-2008.9 解禁股数量于8月达到峰值



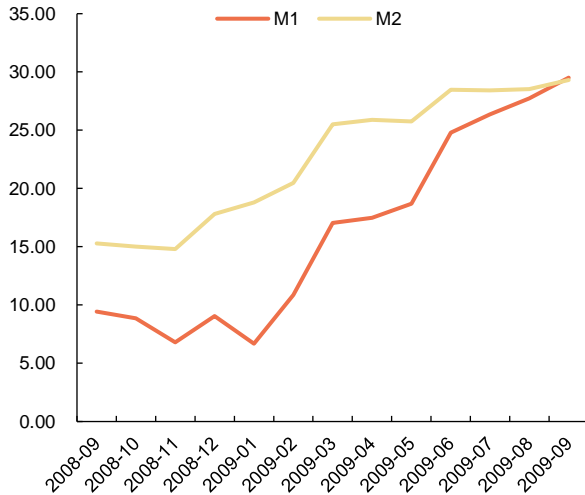
资料来源：Wind，申港证券研究所

2) 2008.9-2009.9 多政策支撑指数触底反弹 宏观流动性上行

多政策应对金融危机。2008年9月，交易印花税调整为单边征收，直接利好股市成交额，成交额以9月的500亿为底部开始攀升至2009年7月的4000亿元；中央汇金公司在二级市场自主购入工、中、建三行股票和政府鼓励国企大股东回购公

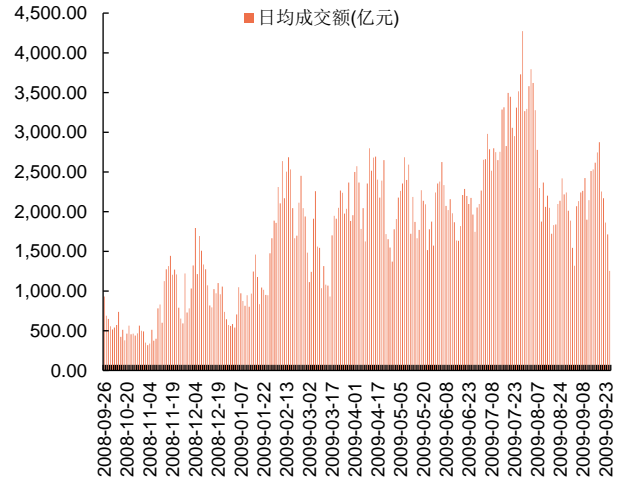
司股票，有利于股价支撑。政府于 2008 年 11 月推出了四万亿计划，支撑宏观经济发展。

图36：2008.9-2009.9 宏观流动性上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

图37：2008.9-2009.9 日均成交额逐步增加

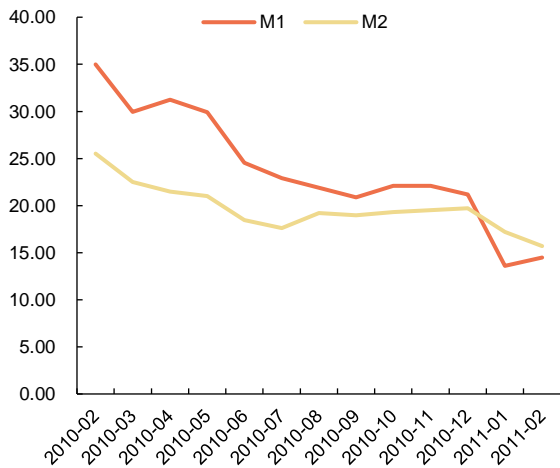


资料来源：Wind，申港证券研究所

3) 2010.1-2011.2 市场竞争加剧行情回落 宏观流动性下行

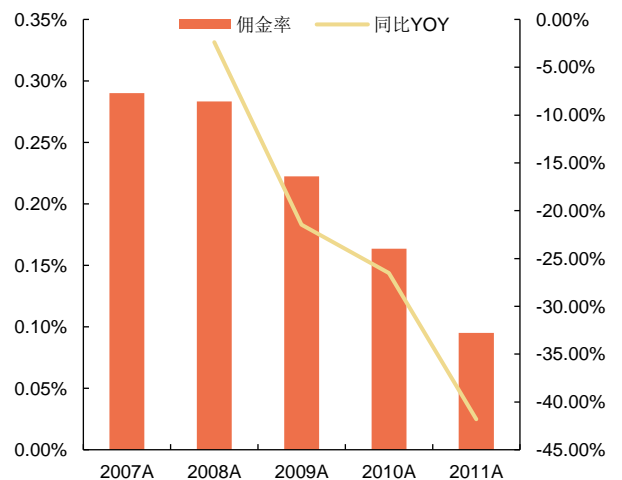
市场化竞争加剧佣金率下滑加速。券商的主要经纪业务由于竞争激烈，导致佣金率不断下降。在 2010 年加速下降，年下降率超 30%。同时，叠加 10 月央行加息，通货膨胀加剧等因素，证券板块行情回落。

图38：2010.1-2011.2 宏观流动性下行



资料来源：Wind，申港证券研究所

图39：2010-2011 佣金加速下降



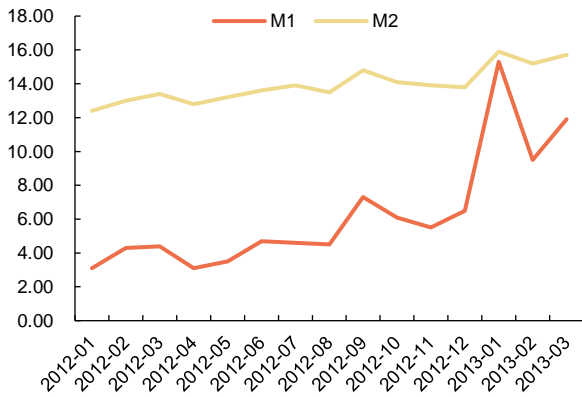
资料来源：Wind，申港证券研究所

4) 2012.1-2013.3 创新大会引领超额收益行情 宏观流动性上行

2012 年 5 月，证监会发布《关于推进券商改革开放、创新发展的思路与措施》的征求意见稿。创新大会带给证券板块新的机遇，自此券商的收入结构开始逐步变化，

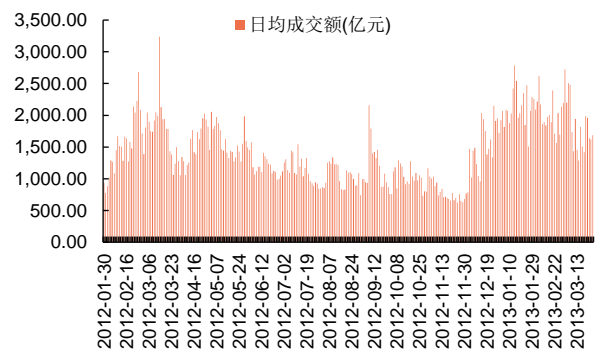
引发新一轮超额收益。

图40：2012.1-2013.3 宏观流动性上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

图41：2012.1-2013.3 日均成交额于2012年底改善



资料来源：Wind，申港证券研究所

未能带来券商收入结构质变的政策仅产生短期影响。比如以印花税单边收取导致的上涨行情、以解禁潮导致的下跌行情，两个政策均未能给券商收入结构带来质变，因此只是产生短期影响。

3.2.3 2015.10-2020.12 大周期再次包含3次跑赢行情

图42：2015.10-2020.12 大周期再次包含波段行情

开始	结束	分类	沪深300涨幅	超额收益	超额收益趋势图	工业增加值	通胀	宏观流动性	剪刀差	核心因素
2015-08-25	2015-11-17	跑赢	24%	30%		持平	上行	上行	先负后正	降息降准支撑两融业务改善提升20%
2015-11-17	2016-11-18	持平	-9%	-9%		持平	持平	先上后下	正	2016年初熔断机制；股灾过后，两融业务停滞
2016-11-18	2017-05-19	跑输	0%	-18%		先下后上	下行	下行	正	监管加严，罚单增幅60%；交易额跌破3000亿
2017-05-19	2017-09-06	持平	13%	3%		持平	持平	下行	正	纳入MSCI，交易额提升至7000亿
2017-09-06	2018-01-15	跑输	10%	-24%		上行	持平	下行	正	成交额持续降低至4000亿以下
2018-01-15	2018-10-16	持平	-27%	-10%		先下后上	上行	下行	先正后负	贸易战；宏观流动性收紧，剪刀差由正转负
2018-10-16	2019-03-07	跑赢	23%	62%		上行	持平	先下后上	负	降准，流动性充足；交易额突破万亿；设立科创板
2019-03-07	2019-07-01	跑输	3%	-15%		下行	上行	下行	负	宏观流动性下行；成交额由7000降至3000亿
2019-07-01	2020-06-18	持平	3%	-12%		持平后下	先上后下	上行	负	贸易摩擦、疫情导致经济下行；全球降息降准
2020-06-18	2020-07-09	跑赢	20%	24%		持平	持平	上行	负	成交额从7000达到17000亿；券商合并预期
2020-07-09	2020-12-31	持平	12%	-7%		上行	下行	上行	负	交易额低迷；股市资金流动性下滑

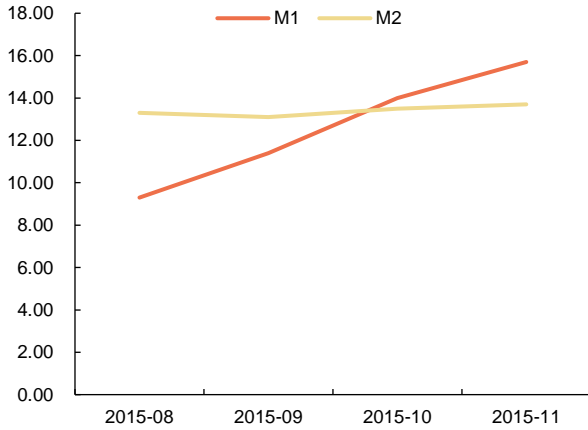
资料来源：Wind，申港证券研究所

在此周期，3次跑赢行情背景下宏观流动性均为上行。在第二个大周期中的11个波段行情中，5次宏观流动性上行，3次跑赢大盘，2次持平大盘，其中2次持平大盘，宏观环境为通货紧缩。

1) 2015.9-2015.11 央行降息降准带来短期行情 宏观流动性上行

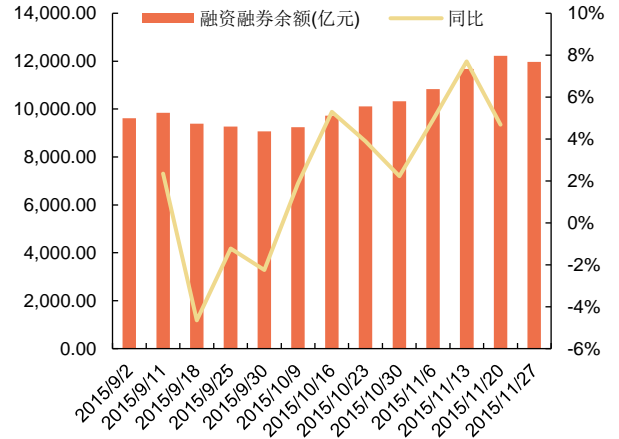
降息降准带来短期行情。2015年10月，央行再次降准降息。市场补充流动性，成交额不断改善。同时，证券板块在第二次成长期后，创新业务占比提升，降准降息利于融资融券业务的息差，促进融资融券规模和收入增长。

图43: 2015.9-2015.11 宏观流动性上行



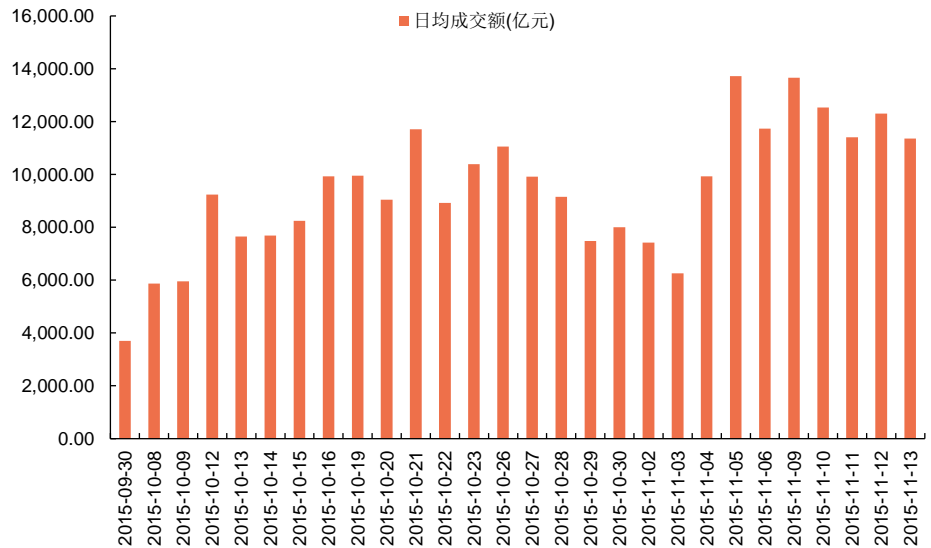
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图44: 2015.9-2015.11 两融余额增长



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图45: 2015.9-2015.11 日均交易额得到提升



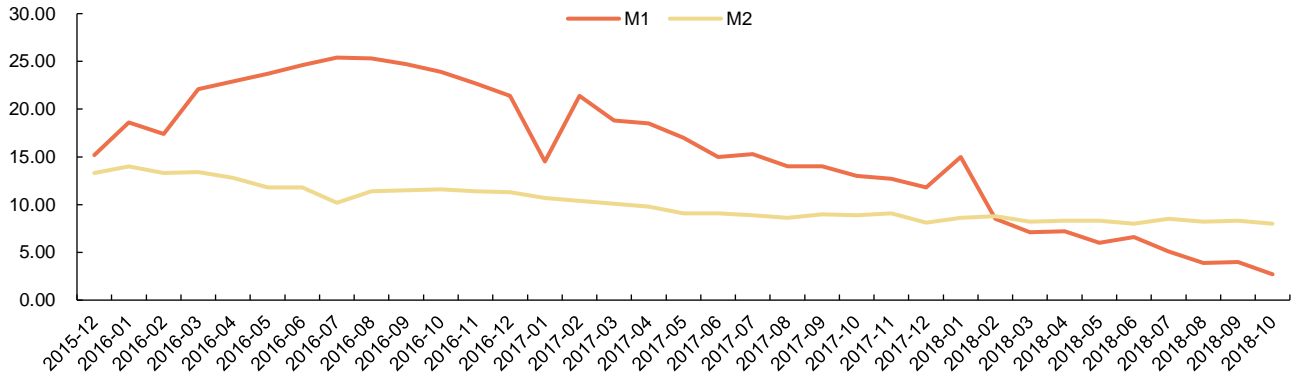
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2) 2015.12-2018.10 市场行情疲软 宏观流动性下行

在经历了一轮上涨周期后, 在没有持续驱动因素背景下, 融资融券余额及两市成交额迅速下降, 交易量缩水, 市场行情疲软。

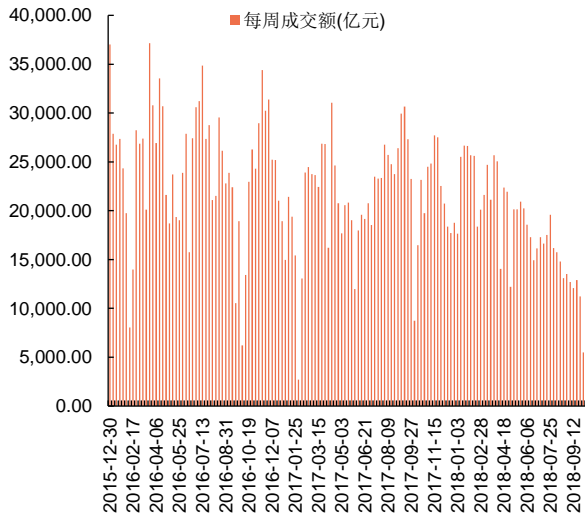
2018年4月资管新规的发布打破了刚性兑付。政策对于资管业务产生不利影响, 资管规模持续下降。

图46: 2015.12-2018.10 宏观流动性下行



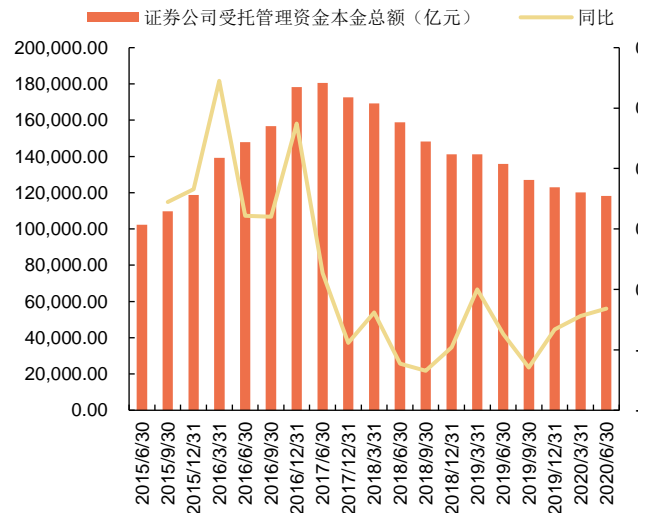
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图47: 2015.12-2018.10 每周交易额



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图48: 2015.12-2018.10 受托管理规模持续下降



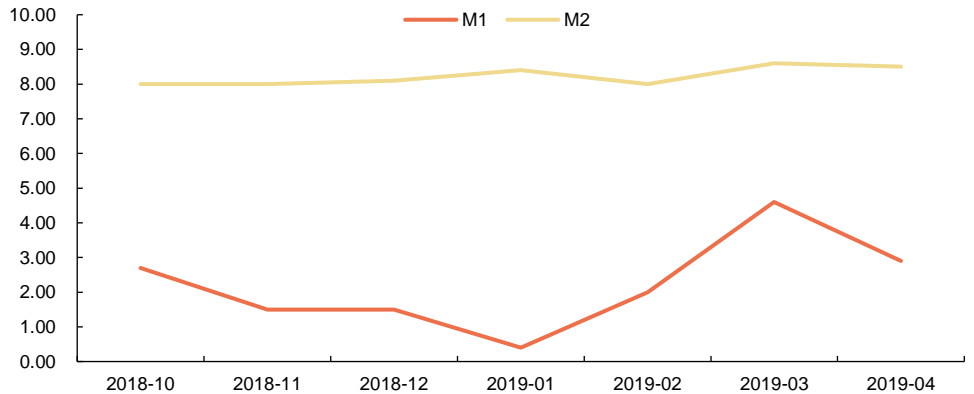
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3) 2018.10-2019.4 金融改革酝酿新行情 宏观流动性持平

金融改革政策频出。2018年以来资本市场出台一系列相关政策,2019年1月,证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》;并连日发布新规,鼓励券商买股票、取消融资融券“平仓线”不得低于130%的统一限制、扩大QFII和RQFII投资范围。

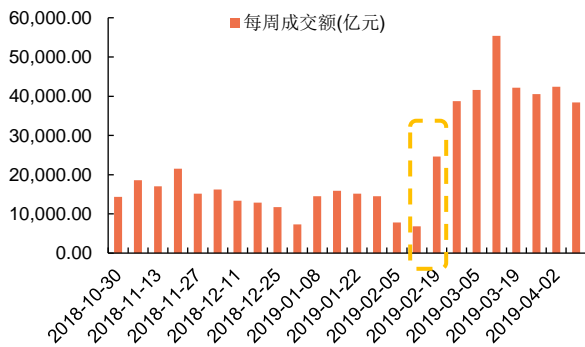
行业政策利好交易额和融资融券规模。交易额和两融规模均在2019年2月开始增长。

图49：2018.10-2019.4 宏观流动性持平



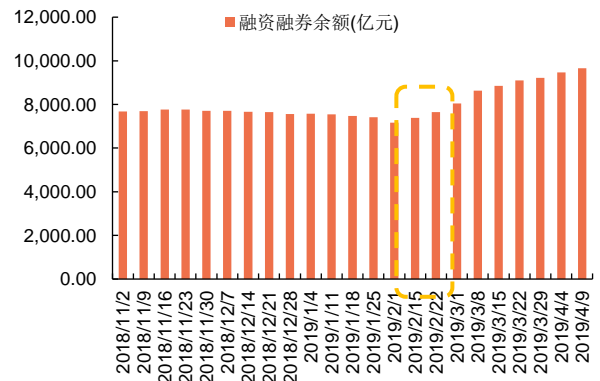
资料来源：Wind，申港证券研究所

图50：每周交易额于 2019.2 增长



资料来源：Wind，申港证券研究所

图51：融资融券规模于 2019.2 增长



资料来源：Wind，申港证券研究所

表6：2018 年以来资本市场相关政策及事件梳理

时间	政策及事件
2018 年 4 月	博鳌亚洲论坛习近平宣布中国扩大开放新的重大举措
2018 年 4 月	中国人民银行行长易纲宣布金融开放 12 大举措
2018 年 4 月	《关于废止和修改部分规章的决定》
2019 年 1 月	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》发布
2019 年 7 月	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》
2019 年 8 月	《科创板上市公司重大资产重组特别规定》发布
2019 年 9 月	全面深化资本市场改革工作座谈会召开，并提出 12 个方面重点任务
2019 年 9 月	国家外汇管理局决定全面取消合格境外投资者投资额度限制
2019 年 10 月	明确取消证券公司外资股比限制时点（2020 年 12 月 1 日）
2019 年 10 月	《上市公司重大资产重组管理办法》新修发布
2019 年 10 月	启动全面深化新三板改革
2019 年 11 月	《非上市公众公司监督管理办法》修订公开征求意见，《非上市公众公司信息披露管理办法》公开征求意见

时间	政策及事件
2019年11月	《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则修订公开征求意见
2019年11月	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见
2019年12月	《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》发布
2020年2月	发布主板和创业板再融资规则修订的正式稿

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

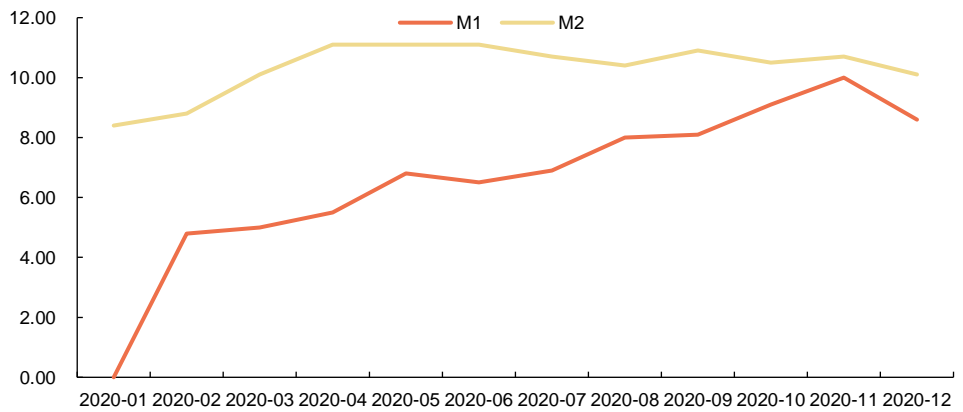
4) 2020.1-2020.12 疫情背景下的资本市场 宏观流动性上行

“新冠”疫情对证券板块没有重大直接影响。“新冠”疫情仅直接影响需要出差和现场办公的投行业务，其余各大板块业务只能通过间接因素影响。由于技术进步，大部分交易可以实现非现场交易，因此经纪业务是不受直接影响的。疫情背景下，宏观经济政策调控以及整个市场流动性，将间接影响经纪业务。

利好政策对冲“新冠”疫情。2020年2月再融资新规落地，3月新证券法施行；金融供给侧改革；科创板和创业板注册制改革成交量大幅上升；7月中证金取消证券公司转融通业务保证金提取比例限制，科创板再融资政策落地，成交量大幅提升。在打造“航母级券商”的背景下，券商合并预期进一步影响市场成交额。

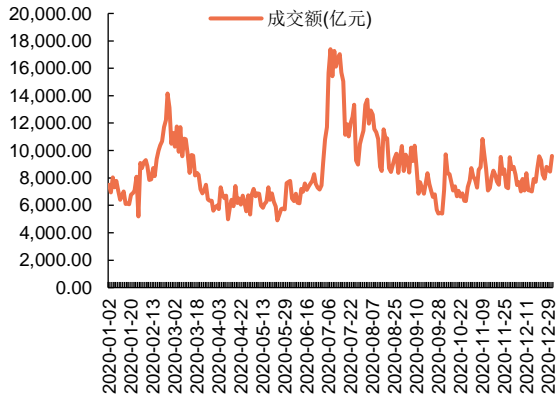
2020年1月10日公布“新冠”疫情能够人传人，到3月底，证券板块累计下跌12.72%，同期沪深300累计下跌12.32%，超额收益为-0.40%。

图52：2020.1-2020.12 宏观流动性持续提升



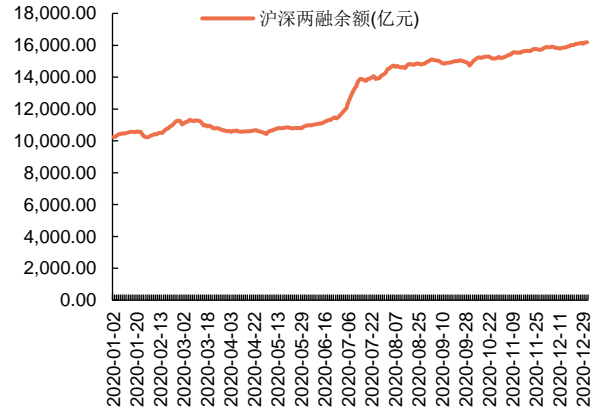
资料来源：Wind，申港证券研究所

图53：2020.1-2020.12 交易额



资料来源：Wind，申港证券研究所

图54：2020.1-2020.12 两融规模



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.2.4 结论

宏观流动性是券商板块超额收益的主要锚定因素，宏观流动性在持平或上行的情况下，证券板块较大概率跑输大盘。宏观流动性在持平的背景下，跑赢行情通常叠加行业利好政策。

未能带来券商收入结构质变的利好政策仅产生短期影响。比如 2008 年降低印花税和印花税单边收取导致的上涨行情，两次政策均未能给券商收入结构带来质变，因此只是产生短期影响。

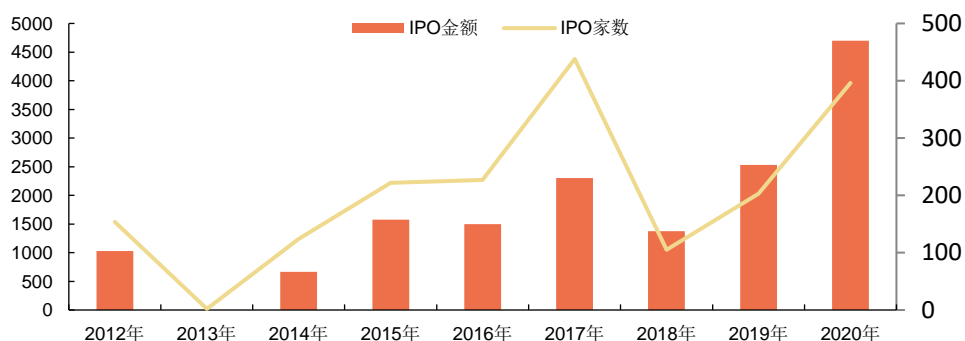
4. 当下时点的判断

根据前面的分析逻辑，我们首先判断证券板块目前属于成长属性还是周期属性，其次根据属性分析行情驱动因素，最后给出投资建议。

4.1.1 当下证券板块属于周期属性 注册制改革尚未能够带来收入结构质变

注册制改革始于2018年，兴于2020年。2019年6月13日，上海证券交易所科创板正式开板。2020年注册制下共209家公司上市，累计IPO募资金额约2886.55亿元，分别占全年IPO数量与募集金额的52.78%和61.42%。

图55：2020年IPO金额和家数同比均取得90%左右增速

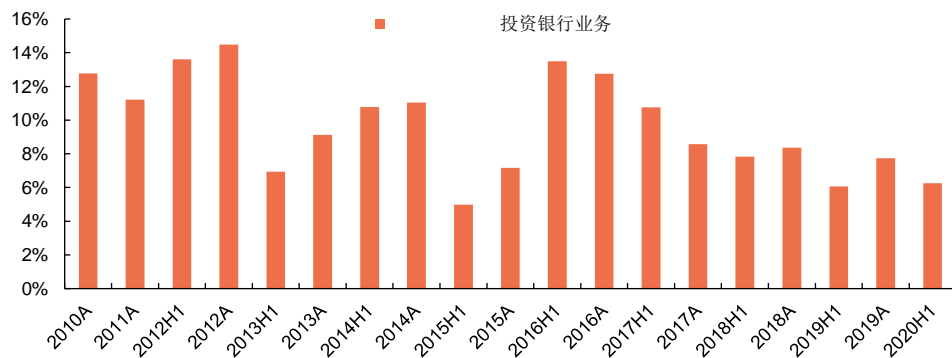


资料来源：Wind，申港证券研究所

头部券商投资银行收入占比从2012年的14%降低至2020年的6%。以在2010年前上市的中信证券、华泰证券、海通证券、招商证券和广发证券作为统计，五家头部券商的投行收入从2012年上半年的28.3亿提升至2020年的53.73亿，同期业务占比从14%降低至6%。

注册制改革虽利好券商投行业务，但尚未足以改变券商业务结构。随着全面注册制的推行，对证券公司的业务仅存在边际改善。以在2010年前上市的中信证券、华泰证券、海通证券、招商证券和广发证券作为统计，投行收入2020年上半年同比提升34%，但业务占比仅从6.1%提升至6.3%。

图56：头部券商投资银行收入占比从2012年的14%降低至2020年的6%



资料来源：Wind，申港证券研究所

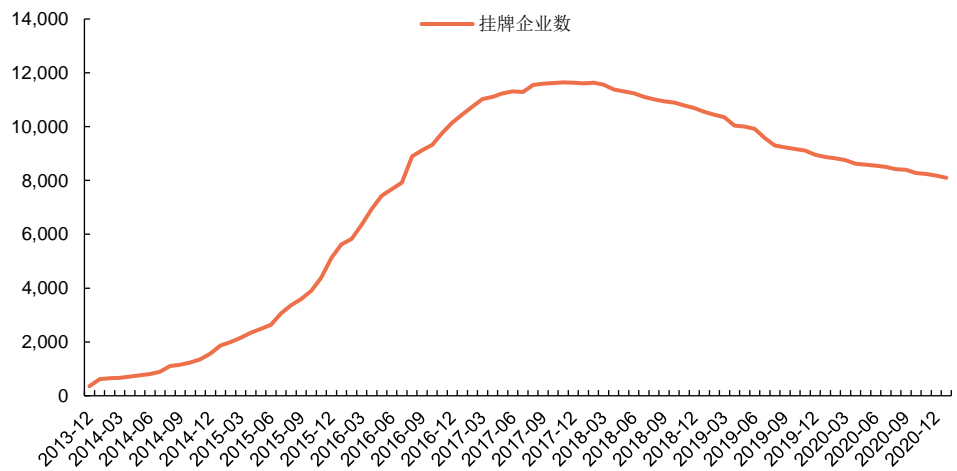
科创板开板与创业板、新三板开板类似，仅对投行收入产生边际改善。创业板于2009年10月30日开板，审核制度仍旧为核准制，即使审核标准相较主板有所降低，对市场空间的影响有限。新三板于2013年12月扩容至全国，挂牌企业数量快速增长，但是由于新三板流动性相比主板市场差距较大，辅导单家企业挂牌新三板收入较IPO低，整体市场空间提升有限。

表7：科创板开板与创业板、新三板开板对比

	创业板	新三板	科创板
开板时间	2009.10.30	2013.12.14 (扩容至全国)	2019.6.13
市场属性	深交所	三板市场	上交所
审核方式	核准制	挂牌	注册制
证券超额收益	22%	27%	64%

资料来源：Wind，申港证券研究所

图57：新三板挂牌企业于2017年达到峰值



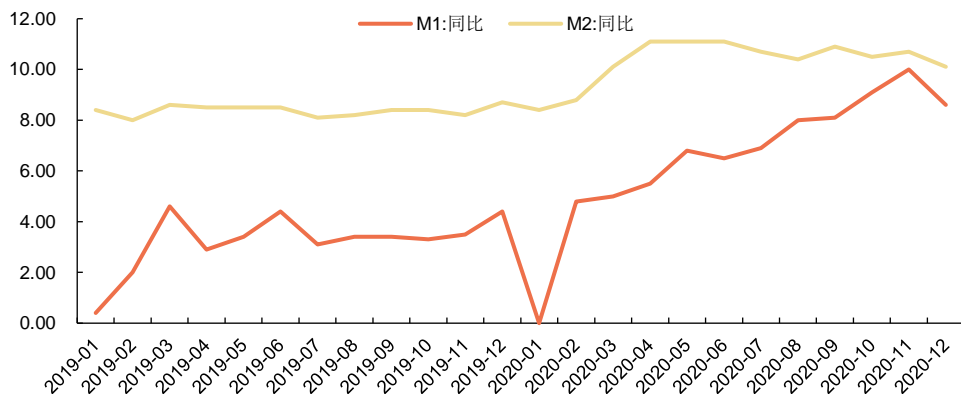
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.1.2 宏观流动性预期持平 跑输大盘概率较小

政策不会“急转弯”，宏观流动性预期持平。中央经济工作会议定调“稳健”二字，而操作上则要求“不急转弯”。M1和M2同比增速于2020年12月回落，预期2021年宏观流动性水平将维持稳定。

证券板块预期跑输大盘概率较小。2003年至2020年得44段行情中，14次宏观流动性持平，其中仅2次证券板块跑输大盘，一次是2003年SARS病毒，另一次是2008年金融危机，均为特殊宏观时间导致。

图58: M1 和 M2 同比增速于 2020 年 12 月小幅回落



资料来源: 申港证券研究所

投资建议: 当下证券板块属于周期属性, 注册制改革尚未能够带来收入结构质变。中央经济工作会议定调“稳健”二字, 而操作上则要求“不急转弯”, 预期 2021 年宏观流动性水平将维持稳定, 证券板块预期跑输大盘概率较小, 因此建议配置证券板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上