

强于大市

证券行业政策点评

加快推进建设一流投资银行和投资机构

3月15日，证监会网站发布《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》（以下简称“本文件”），围绕中央金融工作会议“培育一流投资银行和投资机构”任务目标，首次确立了证券基金行业三阶段目标，并提出25项具体政策要求。本文件制定整体上体现了目标导向、问题导向，并突出了“固本源”和“严监管”基调，为证券基金经营机构发展定位以及具体业务经营方面均起到方向性指引作用。建议关注资本实力、综合业务能力较强的头部券商以及具备差异化发展特色的中小券商。

要点

- **对证券基金行业高质量发展及监管提出三阶段目标：**五年基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，推动形成10家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势；2035年机构监管体系完备有效，行业机构治理水平全面提高，形成2至3家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构；本世纪中叶形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。
- **行业机构定位：进一步要求证券基金经营机构强化“功能型”意识。**针对行业高质量发展提出“功能型、集约型、专业化、特色化”四大方向。1) **功能型放在首要位置**，始终践行金融报国、金融为民的发展理念，正确处理功能性和盈利性关系。2) **延续集约型发展要求**，督促行业机构审慎开展高资本消耗型业务，合理确定融资规模和时机。3) **专业化强调坚守业务本源**，要求业务创新需与合规风控水平及专业能力相匹配。4) **进一步推进差异化监管**。
- **促进行业功能发挥：五项政策引导证券公司开展各项业务。**1) **维护市场稳定健康运行：**强化长期投资理念、加强逆周期布局；2) **促进提高专业能力：**严格落实“申报即担责”要求，建立健全执业负面清单和诚信档案管理制度，进一步压实投行“看门人”责任；3) **提升服务中长期资金能力：**加快引入各类中长期资金，监管将推出相应鼓励及考核政策；4) **提升投资和长期回报：**健全基金投资管理与销售考核及评价机制，强化利益绑定机制，稳步降低行业综合费率水平；5) **助力推进高水平开放：**坚持“引进来”和“走出去”并重，稳步扩大制度型开放，有序推进跨境互联互通业务试点，研究探索推进跨境经纪业务试点。
- **行业监管：进一步加强机构与从业人员“严监管”基调，对业务和人员管理形成指引。**1) **加强合规风控监管：**完善利益冲突防范机制，加强行业机构合规风控建设；2) **加强从业人员监管：**坚决纠治不良风气，切实加强从业人员管理和廉洁从业监管，完善行业机构薪酬管理制度；3) **全面加强监管：**坚持机构罚和个人罚、经济罚和资格罚、监管问责和自律惩戒并重，完善高管人员任职条件与备案管理制度。

投资建议

- 证券行业政策进一步传递固本源、严监管、扶优限劣信号，支持头部券商通过并购等途径做优做强，或为行业结构性行情带来一定弹性。建议关注资本实力、综合业务能力较强的头部券商以及具备差异化发展特色的中小券商。

评级面临的主要风险

- 宏观经济、市场流动性表现不及预期；国际环境以及国内市场波动对行业的影响超预期；行业竞争对盈利影响超预期。

相关研究报告

《证券行业2024年度策略》20240113

《证券行业政策点评》20230828

《证券交易经手费降费点评》20230820

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融

证券分析师：张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521100002

1 政策解读

本文件对**证券基金行业高质量发展及监管提出三阶段目标**。一是力争通过五年左右时间，基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准，行业机构定位得到校正、功能发挥更加有效、经营理念更加稳健、发展模式更加集约、公司治理更加健全、合规风控更加自觉、行业生态持续优化，推动形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。二是到 2035 年，机构监管体系完备有效，行业机构治理水平全面提高，行业作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”的功能得到更为充分的发挥；形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构，力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列。三是到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业，为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。

在行业机构定位方面，进一步要求证券基金经营机构强化“功能型”意识。文件针对行业高质量发展，提出“功能型、集约型、专业化、特色化”四大方向。

第一，要求把功能型放在首要位置。始终践行金融报国、金融为民的发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系。从具体举措上，提出引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重。

第二，延续 2023 年 1 月提出的集约型发展要求。督促行业机构审慎开展高资本消耗型业务，合理确定融资规模和时机。根据 2023 年 11 月证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见时的说明，优化做市、资产管理、公募 REITs 等业务风控指标计算标准，发挥风控指标“指挥棒”作用。政策引导证券公司优化业务结构，鼓励开展投行、资管、做市等服务于实体经济与居民财富管理的业务。

第三，专业化方面强调坚守业务本源。要求业务创新需与合规风控水平及专业能力相匹配。

第四，进一步推进差异化监管。一是对于优质机构适度拓宽资本空间，二是支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强。我们认为，在集约化发展背景下，市场化并购对于券商快速提升市场地位和竞争力的重要性更加凸显，有望推动新一轮证券行业并购窗口开启，我们预计“大并小”寻求优势强化或补足、同地区“强强联合”、同控股股东合并三类并购情形概率更高。三是对于中小机构，鼓励差异化发展、特色化经营，需结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细。

在促进行业功能发挥方面，五项政策对证券公司各项业务开展起到具体引导作用。

第一，维护市场稳定健康运行。在监管引导下，证券基金经营机构投资交易业务需进一步强化长期投资理念、加强逆周期布局，证券公司财富管理业务、机构服务业务进一步服务于引导中长期资金入市。

第二，促进提高专业能力。严格落实“申报即担责”要求，建立健全执业负面清单和诚信档案管理制度，进一步压实投行“看门人”责任。此外，支持聚焦主业有序设立专业子公司，更好服务实体经济与居民财富管理。当前证券公司通过私募基金子公司、另类投资子公司进行直投、跟投业务服务于实体企业股权融资需求，预计随着证券公司服务实体经济职能的进一步强化，证券公司对私募子、另类子投入将增加，同时成立资管子公司、公募基金子公司以服务于居民财富管理需求也将成为证券公司发展的重要趋势。

第三，提升服务中长期资金能力。加快引入各类中长期资金，监管将对于投资机构推动健全有利于中长期投资行为的考核、投资账户等制度，支持证券基金机构推出更多匹配中长期资金需求的产品与服务，持续推动壮大社保基金、基本养老金、年金等各类养老金专业投资管理队伍，培育更多耐心资本。研究业务等机构服务型业务客户结构及需求将进一步向长期化演变，推动服务模式及服务方向变革。

第四，提升投资和长期回报。聚焦投资者长期回报，健全基金投资管理与销售考核及评价机制。强化管理人、高管及基金经理与投资者的利益绑定机制，做好投资者服务和陪伴。稳步降低行业综合费率水平。持续优化基金行业销售生态，督促基金管理人、销售机构加大逆周期布局力度。相关政策将推动证券公司代销业务、投资顾问业务进一步引导和服务投资者长期投资。

第五，助力推进高水平开放。坚持“引进来”和“走出去”并重，稳步扩大制度型开放，支持符合条件的外资机构在境内设立机构。有序推进“基金互认”“ETF 互挂”“跨境理财通”等跨境互联互通业务试点，研究探索推进跨境经纪业务试点。支持证券公司通过投融资、财务顾问、跨境并购等专业服务助力中资企业“走出去”，积极服务企业跨境投融资便利化。

在行业监管方面，文件以近期市场出现的问题为导向，进一步加强机构与从业人员“严监管”基调，对业务和人员管理形成指引。一是加强合规风控监管。完善利益冲突防范机制，严厉打击股东和实控人侵害机构及投资者利益的不法行为，推动行业完善良好的公司治理架构，引导上市证券公司在规范公司治理方面发挥标杆示范作用。加强行业机构合规风控建设，要求行业机构坚持“看不清管不住则不展业”，落实全面风险管理与全员合规管理要求，提高合规风控考核权重。二是加强从业人员监管。坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气。切实加强从业人员管理和廉洁从业监管，完善处罚信息公示通报、健全从业人员诚信档案应用、强化入职任职审查等机制，依法严格限制违法违规人员“带病流动”，坚决惩戒、出清违法违规和行为严重失范的从业人员。此外，配合相关主管部门持续完善行业机构薪酬管理制度。三是全面强化监管执法。坚持机构罚和个人罚、经济罚和资格罚、监管问责和自律惩戒并重，对无视、损害公众投资者利益的机构与个人依法坚决予以严厉打击。加强行业机构股东、业务准入管理，完善高管人员任职条件与备案管理制度。

2 投资建议

建议关注头部券商和差异化中小券商。

- 1) 当前监管鼓励集约型经营模式，券商再融资受限，头部券商资本实力与规模效应更加稳固，在资本密集型业务中占据优势。部分头部券商在同业并购、业务融合方面有一定经验，资本实力较强，或通过并购途径进一步夯实地位。
- 2) 中央金融工作会议在完善机构定位方面提出“严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营”，本次文件进一步引导中小券商差异化发展、特色化经营，预计将引导券商形成差异化竞争格局。中小券商可通过树立差异化、特色化标签实现弯道超车。

3 风险提示

- 1) 宏观经济和市场流动性复苏节奏不及预期，将导致增量资金和存量资金交易持续疲弱，不利于财富管理相关业务增长；
- 2) 证券市场大幅波动，或对券商自营投资业务造成冲击，自营业务收益占总营收比例较高，业务收益大幅缩水将拖累整体业绩表现；
- 3) 利率市场大幅波动，将影响券商资金成本和融资规模；
- 4) 随着资本市场双向开放加速，证券公司海外布局有望迎来加速，承担相应的海外市场周期和国际环境变化带来的风险，并且外资机构布局国内资本市场或将抢占部分创新业务市场份额；
- 5) 目前同质化竞争较为激烈，或引发价格战蚕食券商盈利。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371