



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# 从海内外对比看券商杠杆率提升

非银金融

2023 年 09 月 13 日

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

## 证券研究报告

## 行业研究

## 行业专题研究（深度）

## 非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：010-83326877

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号：S1500523040001

联系电话：18966729660

邮箱：ranzhaobang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 从海内外对比看券商杠杆率提升

2023 年 09 月 13 日

## 本期内容提要：

- 投资端改革背景下，政策或将适当放开对券商杠杆率的限制，我们预计头部券商将有望受益。8 月 18 日，证监会明确表示将“优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率”。此次表态一方面与 2020 年修订《证券公司风险指标计算标准规定》时具有相似背景和驱动逻辑，另一方面，头部券商如中金、中信、华泰等近年来用表能力改善明显，我们认为，头部券商有望在此轮政策机遇中受益。
- 为什么当前提出券商提杠杆？我们认为主要由于当前时点行业业务、融资、估值或陷入“负螺旋”，ROE 成长受限。一是券商当前处于场外衍生品业务驱动的扩表加杠杆周期，业务机遇催生融资需求，尤其是头部券商扩表意愿较强；二是当前行业的杠杆率监管标准适用 2016 年证监会出台的《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉》，在此框架下，券商杠杆率被限制在 6 倍左右。杠杆率限制下，部分头部券商不得不使用股权融资缓解指标压力，过去三年券商大幅再融资导致 ROE 承压；三是 2022 年以来市场下行，当前券商估值水平位于历史低位，考虑国内券商多具有国企背景，一定程度上限制了股权融资。此外，叠加 2023 年初以来，券商再融资监管趋严，截至 2023 年 7 月末，券商再融资基本停滞。
- 美国投行杠杆提升对国内证券行业有何启示？我们认为通常而言，券商加杠杆水平从业务角度主要考虑一是融资渠道及资金成本，二是产品需求，三是风险资本监管指标对杠杆率的约束。美国投行在 1975 年佣金自由化后，亦经历了长期的杠杆提升和业务转型发展之路。伴随个人养老金崛起、共同基金发展等，美国居民财富投资者机构化程度加速提升，在机构化业务需求激增、较低债务成本、杠杆监管宽松的背景下，美国投行 20 世纪 70 年代以来的杠杆提升对业务发展和股东回报提供明显支撑。
- 对标来看，当前国内券商提杠杆的适用性如何？我们认为，美国大型投行能够驾驭较高杠杆率一方面是由于其业务经营的稳健性，重资产业务收益率波动较小，ROA 波动小；另一方面，美国投行重资本业务收益率水平较低，“低收益率、低 ROA”背景下，提升杠杆或为支持资本市场业务发展、服务股东回报的必经之路。
- 若杠杆率放开对券商 ROE 的影响如何？投资端改革背景下，政策或将适当放开对券商杠杆率的限制，我们预计头部券商将有望受益。若头部券商杠杆指标松绑，杠杆率提升，我们预计有望带动头部券商 ROA 提升 0.1-0.5pct，带动 ROE 提升 1.2-5.0pct。
- 投资评级：投资端改革已经开启，权益化机构化浪潮或提升资本市场对券商机构业务的需求，为券商提供扩表发展机遇。当前头部券商用

表能力持续改善，或具备杠杆松绑的潜力，未来或可见券商杠杆放开政策下的 ROE 水平提升。建议关注用表能力较强的头部券商中信证券、中金公司。

- **风险因素：**政策落地不及预期、机构化趋势不及预期、行业竞争加剧、测算具有主观性。

## 目 录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 一、为什么当前提出券商提杠杆？ .....                     | 6  |
| 1.1 业务：券商行业处于新一轮扩表周期，头部券商用表诉求明显 .....     | 6  |
| 1.2 融资：业务机遇催生融资需求，杠杆率限制下券商再融资受追捧 .....    | 11 |
| 1.3 估值：大幅再融资叠加业绩下行压力，行业估值承压 .....         | 14 |
| 1.4 行业业务、融资、估值或陷入“负螺旋”，ROE 成长受限 .....     | 15 |
| 二、美国投行杠杆提升对国内证券行业有何启示？ .....              | 16 |
| 2.1 业务端：重资产机构业务需求推动券商扩表 .....             | 16 |
| 2.2 成本端：混业经营优势和低利率环境为券商加杠杆带来廉价的资金成本 ..... | 18 |
| 2.3 监管端：长期友好宽松的净资本监管为券商加杠杆扫除障碍 .....      | 19 |
| 三、对标来看，当前国内券商提杠杆的适用性如何？ .....             | 20 |
| 3.1 高杠杆同时美国投行具备较低且较稳定的 ROA .....          | 20 |
| 3.2 重资产业务收益率稳定性是海内外券商用表能力的核心差异 .....      | 21 |
| 四、杠杆率放开对券商 ROE 的影响？ .....                 | 23 |
| 五、风险因素 .....                              | 23 |

## 表 目 录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1：上市券商资产结构（2012-2015） .....                | 7  |
| 表 2：上市券商资产结构（2019-2022） .....                | 7  |
| 表 3：场外衍生品投资者准入标准 .....                       | 8  |
| 表 4：证券公司风险监管指标体系政策演变 .....                   | 11 |
| 表 5：风险监管指标计算及表内项目折算影响 .....                  | 12 |
| 表 6：券商行业 2019 年至今再融资情况 .....                 | 13 |
| 表 7：上市券商 2023 年以来再融资计划 .....                 | 16 |
| 表 8：高盛 2022 年抵押融资-回购协议、借出证券抵押物结构（百万美元） ..... | 19 |
| 表 9：债券投资扣减比例表 .....                          | 20 |
| 表 10：美国投行及国内券商重资产业务收益率统计 .....               | 22 |
| 表 11：中信证券提升杠杆对 ROE 的影响测算 .....               | 23 |

## 图 目 录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1：券商经纪业务净佣金率水平 .....                  | 6  |
| 图 2：券商行业收入结构 .....                      | 6  |
| 图 3：上市券商资产结构及杠杆 .....                   | 6  |
| 图 4：上市券商资产端结构 .....                     | 6  |
| 图 5：沪深两融余额及全 A 收盘价 .....                | 7  |
| 图 6：两融余额规模及两融标的数量 .....                 | 7  |
| 图 7：场外期权、互换新增名义本金规模(亿元) .....           | 8  |
| 图 8：场外衍生品月末存续规模 .....                   | 8  |
| 图 9：收益互换新增名义本金交易对手方占比 .....             | 9  |
| 图 10：场外期权新增名义本金交易对手方占比 .....            | 9  |
| 图 11：招商银行结构性理财产品示意图 .....               | 9  |
| 图 12：场外期权一级交易商金融投资资产规模及增幅 .....         | 10 |
| 图 13：场外一级交易商及行业金融投资资产规模占比 .....         | 10 |
| 图 14：2022 年场外期权一级交易商自营业绩增速与上市券商对比 ..... | 10 |
| 图 15：“场外+”业务提升券商服务水平 .....              | 10 |
| 图 16：头部券商资本杠杆率 .....                    | 13 |
| 图 17：头部券商净稳定资金率 .....                   | 13 |
| 图 18：券商指数滚动 EPS 及 PB .....              | 14 |

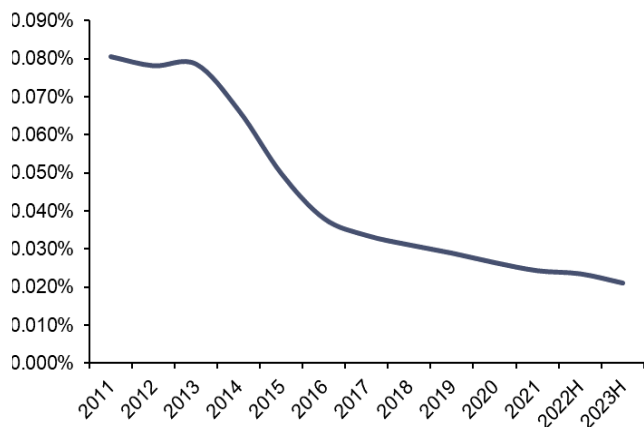
|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 19: 上市券商再融资情况 (亿元) .....                | 14 |
| 图 20: 沪深 300 指数表现及市场股基日均成交额 .....         | 14 |
| 图 21: 工业企业利润总额累计同比增速及制造业 PMI .....        | 14 |
| 图 22: “股+混”新发公募基金规模 .....                 | 15 |
| 图 23: 上市券商平均两融费率 .....                    | 15 |
| 图 24: 券商业务、融资、估值或陷入负螺旋 .....              | 15 |
| 图 25: 国内券商 ROE 及杠杆率 .....                 | 16 |
| 图 26: 美国券商 ROE 及杠杆率 .....                 | 16 |
| 图 27: 美国住户和非盈利组织金融资产结构 .....              | 17 |
| 图 28: 美国投行收入结构 (1975-2000) .....          | 17 |
| 图 29: 摩根士丹利负债结构 .....                     | 18 |
| 图 30: 高盛负债结构 .....                        | 18 |
| 图 31: 摩根士丹利客户存款构成 (亿美元) .....             | 18 |
| 图 32: 摩根士丹利存贷款利率及息差 .....                 | 18 |
| 图 33: 高盛抵押融资在负债中占比 .....                  | 19 |
| 图 34: 高盛整体负债成本 .....                      | 19 |
| 图 35: 美国投行与国内券商 ROE 对比 .....              | 20 |
| 图 36: 美国投行与国内券商杠杆 (权益乘数) 对比 .....         | 20 |
| 图 37: 美国投行与国内券商 ROA 对比 .....              | 21 |
| 图 38: 2013-2022 年美国投行与国内券商 ROA 标准差 .....  | 21 |
| 图 39: 2013-2022 年美国投行与国内券商 ROA 离散系数 ..... | 21 |
| 图 40: 美国投行及国内券商重资产业务收益率 .....             | 21 |
| 图 41: 重资产业务收益率 .....                      | 22 |
| 图 42: 中金公司场外衍生品对冲持仓及占比 .....              | 22 |

## 一、为什么当前提出券商提杠杆？

### 1.1 业务：券商行业处于新一轮扩表周期，头部券商用表诉求明显

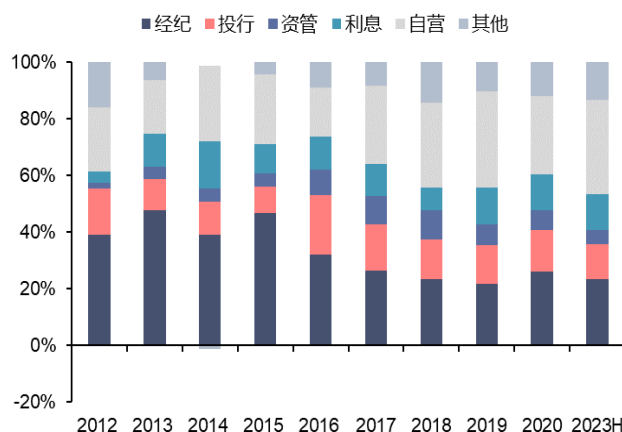
**收入端：2012 年以来，券商重资产业务收入占比提升，业绩动能明显转换。**创新大会后，行业收入结构发生明显调整，佣金率下滑情况下，资本中介类业务规模扩张为券商重要的业务发展方向。从收入结构上看，2016 年前，轻资产业务（经纪、投行、资管）业务收入占比为 55% 以上，重资产业务（信用、自营）收入 2012 年占比 26.5%，至 2023H1 重资产业务收入平均占比大幅提升至 45.8%。

图 1：券商经纪业务净佣金率水平



资料来源：证券业协会，信达证券研发中心

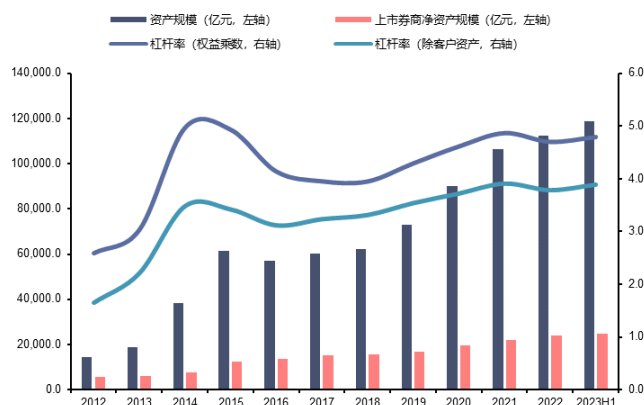
图 2：券商行业收入结构



资料来源：证券业协会，信达证券研发中心

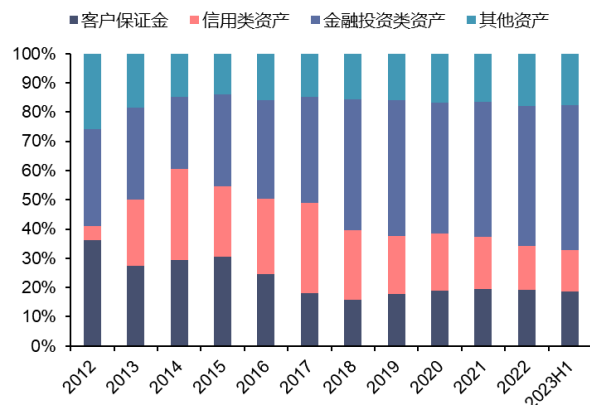
**资产负债表端：业务转型为行业带来两次明显的扩表需求，场外衍生品业务扩容或为当前新一轮券商扩表的核心诉求之一。**从资产负债表规模来看，2012 年后券商行业经历了两次明显主动扩表。上市券商总资产从 2012 年末的 0.55 万亿增长至 2022 年末的 2.31 万亿，十年 CAGR 为 15.3%。其大致可分为两个阶段，一是 2012-2015 年的信用类资产扩容阶段，二是 2019 年-2022 年的金融投资资产扩容阶段。

图 3：上市券商资产结构及杠杆



资料来源：信达证券研发中心

图 4：上市券商资产端结构



资料来源：信达证券研发中心

**1) 2012-2015 年，信用类资产扩容带来上市券商信用类资产规模高增。**信用业务资产从 695 亿元增至 1.48 万亿，CAGR 为 176.9%。两融规模扩容及股票质押业务发展为信用业务的主要催化因素，2012-2014 年，信用业务规模在融资融券业务、股权质押业务快速发展中扩容，信用类资产（包括买入返售金融资产及融出资金）占比由 4.8% 快速提升至 31.3%；随着后续杠杆投资规范和股票质押规模收缩，信用业务资产占比逐渐回落，2022 年在券商资产中占比 15.2%。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

**表 1：上市券商资产结构（2012-2015）**

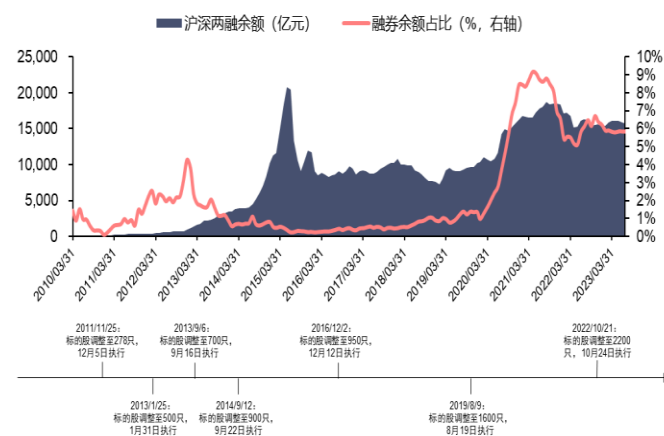
| 资产      | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 三年 CAGR (%) | 增量 (亿元) |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------|
| 客户保证金   | 5,202  | 5,094  | 11,131 | 18,554 | 53%         | 13,352  |
| 信用类资产   | 695    | 4,171  | 11,860 | 14,753 | 177%        | 14,058  |
| 金融投资类资产 | 4,755  | 5,782  | 9,213  | 18,832 | 58%         | 14,077  |
| 其他资产    | 3,745  | 3,393  | 5,655  | 8,571  | 32%         | 4,826   |
| 合计      | 14,396 | 18,439 | 37,859 | 60,709 | 62%         | 46,314  |

资料来源: wind、信达证券研发中心

两融业务兼具贝塔和阿尔法属性，本质上反映的是市场的风险偏好和加杠杆需求。2015 年“杠杆牛市”后，伞形信托、场外配资等绕过监管且风险较高的加杠杆模式被禁，融资类互换亦被叫停，在此监管导向下，两融成为证券市场加杠杆的主流工具。当前两融规模稳定在 1.6 万亿水平，随着一方面 2022 年两融标的扩容至 2200 只，另一方面近期融资保证金最低比例由 100%降低至 80%，可实现最大杠杆比例提升，可服务客户杠杆需求水平提升，业务成长空间有望进一步打开。

**图 5：沪深两融余额及全 A 收盘价**


资料来源: ，信达证券研发中心

**图 6：两融余额规模及两融标的数量**


资料来源: ，信达证券研发中心

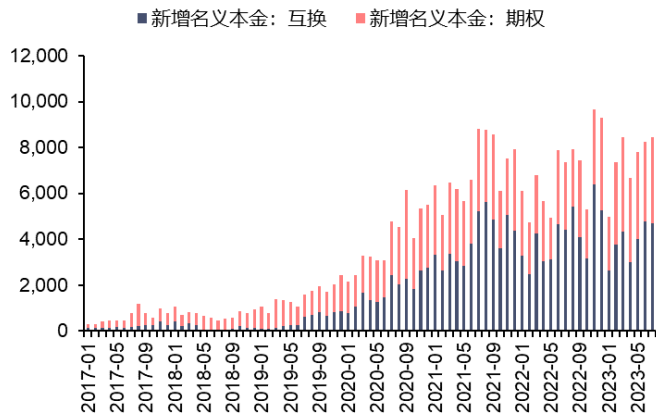
2018 年股票质押风险暴露，股票质押规模明显收缩。股票质押新规出台，沪深交易所相继发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法》，规定了质押率上限。伴随后续券商主动压降规模、上市券商从 2019-2021 年连续三年对股票质押业务计提了大额减值，当前业务处于稳步收缩态势。

2) 2019-2022 年，场外衍生品业务驱动金融投资资产规模增长。上市券商金融投资类资产规模贡献了本轮扩表的主要增量，规模从 3.34 万亿增至 5.25 万亿，CAGR 为 16.3%。机构资产管理规模提升带来的场外衍生品、做市等投资交易类业务需求为主要驱动因素。同期，场外衍生品名义本金规模持续高增，2018-2022 年，其规模从 3467 亿元持续增长至 2.09 万亿元，CAGR 56.6%。

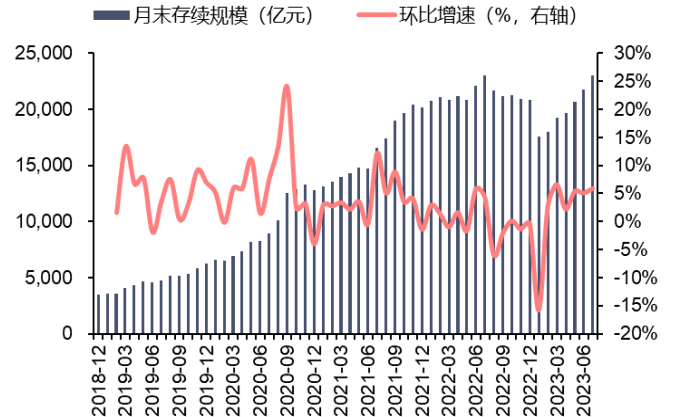
**表 2：上市券商资产结构（2019-2022）**

| 资产      | 2019   | 2020   | 2021    | 2022    | CAGR | 增量 (亿元) |
|---------|--------|--------|---------|---------|------|---------|
| 客户保证金   | 12,857 | 16,854 | 20,601  | 21,595  | 19%  | 8,738   |
| 信用类资产   | 14,284 | 17,598 | 18,897  | 16,953  | 6%   | 2,669   |
| 金融投资类资产 | 33,415 | 39,730 | 48,243  | 52,543  | 16%  | 19,128  |
| 其他资产    | 11,611 | 15,078 | 17,543  | 20,210  | 20%  | 8,599   |
| 合计      | 72,167 | 89,260 | 105,284 | 111,301 | 16%  | 39,134  |

资料来源: wind、信达证券研发中心

**图 7：场外期权、互换新增名义本金规模(亿元)**


资料来源：，信达证券研发中心

**图 8：场外衍生品月末存续规模**


资料来源：，信达证券研发中心

**场外衍生品业务是机构业务，主要服务于合格专业机构投资者。**从场外衍生品业务合格投资者范围来看，证券业协会出台的《证券公司场外期权业务管理办法》、《证券公司收益互换业务管理办法》对投资者适当性要求管理基本一致，场外衍生品业务主要为**合格的专业机构投资者**。

**表 3：场外衍生品投资者准入标准**

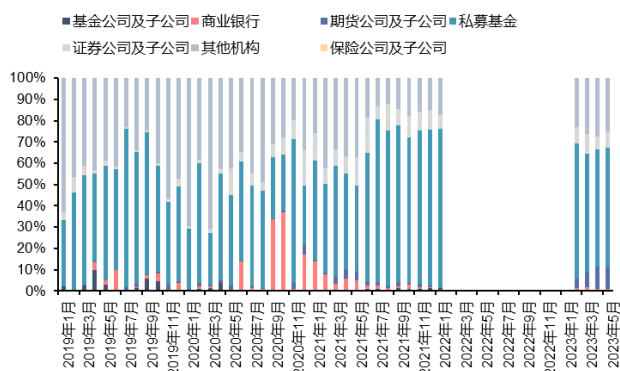
| 场外衍生品                     | 法人、合伙企业                                                                                                                                                           | 资管机构/资管机构产品                                                                                                                                                                                                                                                              | 复核机制                                                       |
|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 股票股指类等其它场外期权              | 1) 法人、合伙企业或者其他组织参与的，最近 1 年末净资产不低于 5000 万元人民币、金融资产不低于 2000 万元人民币；2) 且具有 3 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验                                                                 | 资产管理机构代表产品参与的，最近一年末管理的金融资产规模不低于 5 亿元人民币，且具备 2 年以上金融产品管理经验。<br>产品参与的，应当为合规设立的非结构化产品，规模不低于 5000 万元人民币，并符合以下条件：1.穿透后的委托人中，单一投资者在产品中权益超过 20% 的，应当符合《证券期货投资者适当性管理办法》专业投资者的基本标准，且最近一年末金融资产不低于 2000 万元人民币，具有 3 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等相关投资经验；2.购买场外期权支付的期权费以及缴纳的初始保证金合计不超过产品规模的 30%。 | 证券公司应当至少每年对交易对手方的资质复核一次，并通过定期回访、监测评估等方式确保交易对手方持续符合适当性管理要求。 |
| 商品类场外期权                   | 符合《证券期货投资者适当性管理办法》的专业机构投资者                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                            |
| 收益互换                      | 具有资产配置、风险管理的真实需求，符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业机构投资者标准                                                                                                                   | 产品参与收益互换的，应当为合规设立的非结构化产品；穿透后的委托人中，单一投资者在产品中权益超过 20% 的，应当符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者标准。                                                                                                                                                                                    |                                                            |
| 《证券期货投资者适当性管理办法》专业投资者认定标准 |                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                            |
| 经有关金融监管部门批准设立的金融机构        | 包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、 保险公司、信托公司、财务公司等；经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人。                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                            |
| 上述机构面向投资者发行的理财产品          | 包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                            |
| 其他机构投资者                   | 社会保障基金、企业年金等养老金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                            |
| 法人或者其他组织                  | 1.最近 1 年末净资产不低于 2000 万元；<br>2.最近 1 年末金融资产不低于 1000 万元；<br>3.具有 2 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历。                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                            |
| 自然人                       | 1.金融资产不低于 500 万元，或者最近 3 年个人年均收入不低于 50 万元；<br>2.具有 2 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历，或者具有 2 年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历，或者属于本条第（一）项规定的专业投资者的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。 |                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                            |

资料来源：证监会、证券业协会、信达证券研发中心

**商业银行、私募基金为场外衍生品的主要需求方。**从实际的场外衍生品交易对手方来看，商

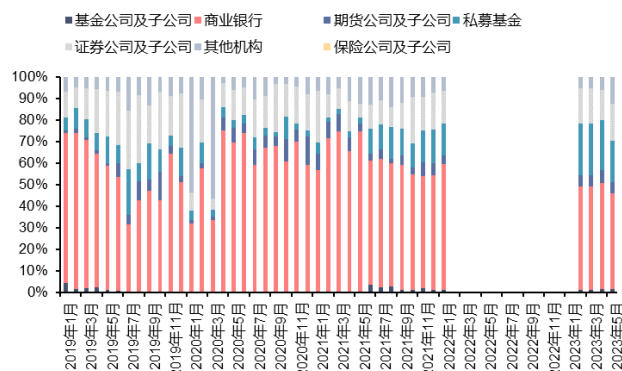
业银行和私募基金分别为场外衍生品主要的需求方。2023 年 1-5 月，新增期权合约的交易对手方主要为商业银行，新增名义本金月度平均占比为 49.6%；新增收益互换的交易对手方主要为私募基金，新增名义本金月度平均占比为 61.2%。

图 9：收益互换新增名义本金交易对手方占比



资料来源：，信达证券研发中心

图 10：场外期权新增名义本金交易对手方占比



资料来源：，信达证券研发中心

从机构的衍生品应用需求来看，我们认为一方面，如商业银行利用场外衍生品实现产品创设，在传统理财产品破刚兑和净值化管理背景下，有利于创设较高收益率的结构性理财，满足投资者收益需求。

图 11：招商银行结构性理财产品示意图



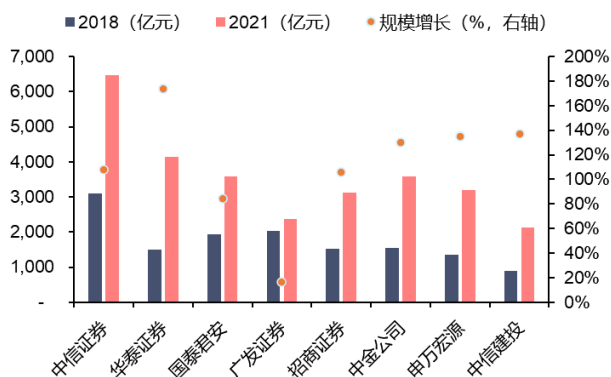
资料来源:招商银行公众号，信达证券研发中心

另一方面，随着 2021 年 12 月 3 日，中国证券业协会发布了《证券公司收益互换业务管理办法》叫停 AB 款收益互换，自 2015 年开始盛行一时的收益互换 AB 款模式退出，多空收益互换模式正式登上舞台，成为量化策略融资的新方式。多空组合收益互换是指客户同时持有挂钩多头和空头组合的互换合约。客户向证券公司支付固定收益并获得标的的浮动收益。DMA 模式下，客户最低缴纳 25% 的保证金（杠杆不超过 4 倍），券商提供 75% 的资金，在券商自营为客户开立多头的子账户和空头的子账户，通过收益互换合约形式呈现。利用互换投资者可开展包括个股互换、保证证券雪球、指数空头互换等业务。

我们认为，2019 年以来的场外衍生品规模高增本质上反映了资管机构的风险管理和产品创设需求。随着行业机构化逻辑演绎，场外衍生品业务成长性有望展现。

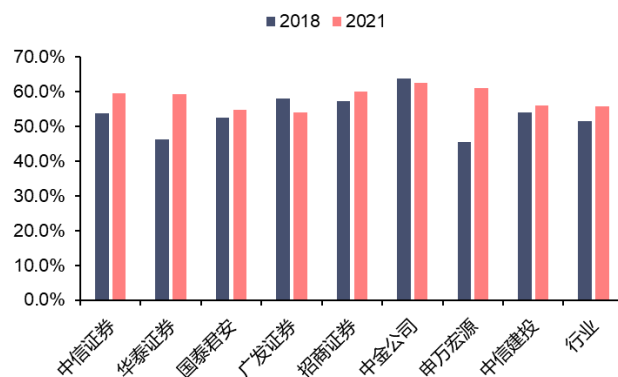
头部券商扩表诉求明显高于行业，2019 年以来，多家券商主动融资扩表做大投资交易业务。2018-2021 年，除广发证券外，8 家场外期权一级交易商金融投资资产规模增速明显高于行业（行业同期增速为 78%），华泰证券、中信建投、申万宏源、中金公司等头部券商扩表进展明显，已逐步实现金融投资资产的体量再造。场外衍生品业务有助于平滑券商业绩波动，2022 年，在较差的市场环境下，除广发证券外，场外期权一级交易商自营业绩波动明显好于行业。

图 12：场外期权一级交易商金融投资资产规模及增幅



资料来源：，信达证券研发中心

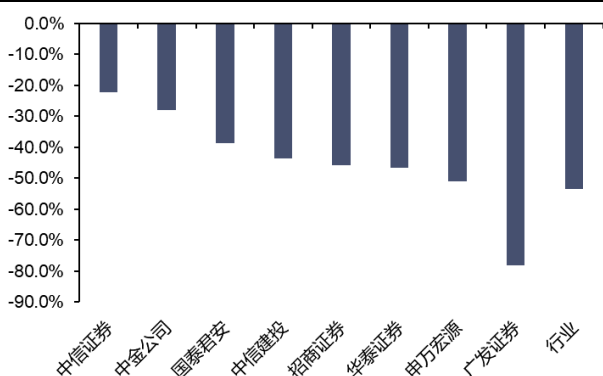
图 13：场外一级交易商及行业金融投资资产规模占比



资料来源：，信达证券研发中心

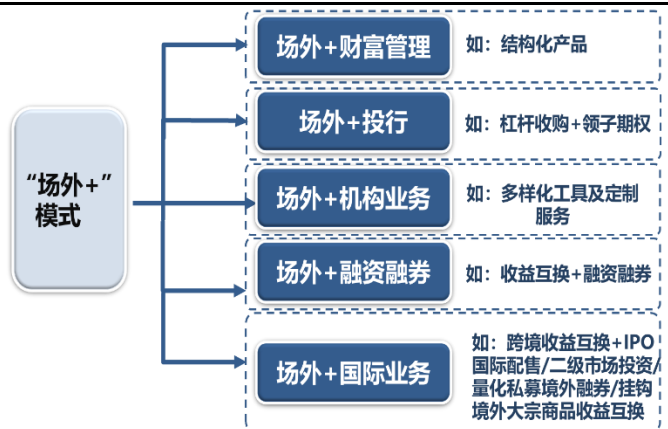
注：总资产为除客户资产口径

图 14：2022 年场外期权一级交易商自营业绩增速与上市券商对比



资料来源：，信达证券研发中心

图 15：“场外+”业务提升券商服务水平



资料来源：深交所研究公众号，信达证券研发中心

场外衍生品业务发展服务机构客户需求同时激活了券商业务各条线协同发展空间，推动行业高质量发展。场外衍生品业务作为金融市场主要的风险对冲与收益增厚工具之一，其特有的可定制化、灵活性、杠杆性较好满足了市场机构客户的投资需求；同时也带动和激活了券商其他业务的共同发展，产生业务协同的“多赢效应”，使得场外衍生品业务或将成为券商差异化竞争的重要突破点。从国际投行发展实践看，场外衍生品是国际投资银行的主要业务模式和重要盈利来源。我们认为，场外衍生品业务将有助于证券公司 1) 打破传统业务模式，推动营收结构多元化发展；2) 场外衍生品业务自身的杠杆性也将给券商带来杠杆效用，有助于提升收益水平。

## 1.2 融资：业务机遇催生融资需求，杠杆率限制下券商再融资受追捧

### 1) 当前行业风险控制监管体系对券商杠杆率形成一定限制

当前行业资本监管限制券商杠杆率在 6 倍左右。2006 年证监会公布《证券公司风险控制指标管理办法》，旨在建立以净资本为核心的风险控制指标体系，加强证券公司风险监管，督促证券公司加强内部控制、防范风险；当前券商行业资本监管适用 2016 年证监会出台的《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》，此次《决定》综合考虑净资本监管和风险监管要求，设置了基于“风险覆盖率”、“资本杠杆率”、“流动性覆盖率”、“净稳定资金率”等的风险控制指标体系。在此框架下，券商杠杆率被限制在 6 倍左右；2020 年证监会公布《关于修改部分证券期货规章的决定》，贯彻落实新修订的《证券法》，在证券公司风险控制指标方面沿用了 2016 年的指标体系框架。

表 4：证券公司风险监管指标体系政策演变

| 发布日期      | 政策名称                                | 风险监管指标体系                                                                                                                                                                                                                                             | 净资本计算                                                                                       |
|-----------|-------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2006/7/20 | 【第 34 号令】《证券公司风险控制指标管理办法》           | (一) 净资本与各项风险准备之和的比例不得低于 100%；<br>(二) 净资本与净资产的比例不得低于 40%；<br>(三) 净资本与负债的比例不得低于 8%；<br>(四) 净资产与负债的比例不得低于 20%；<br>(五) 流动资产与流动负债的比例不得低于 100%。                                                                                                            | 净资本=净资产-金融产品投资的风险调整-应收项目的风险调整-其他流动资产项目的风险调整-长期资产的风险调整-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。        |
| 2008/6/24 | 【第 55 号令】《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》  | (一) 净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100%；<br>(二) 净资本与净资产的比例不得低于 40%；<br>(三) 净资本与负债的比例不得低于 8%；<br>(四) 净资产与负债的比例不得低于 20%。                                                                                                                                        | 净资本=净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-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                                   |
| 2016/6/16 | 【第 125 号令】《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》 | (一) 风险覆盖率不得低于 100%；<br>“ (二) 资本杠杆率不得低于 8%；<br>“ (三) 流动性覆盖率不得低于 100%；<br>“ (四) 净稳定资金率不得低于 100%；<br>“ 风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和×100%；<br>“ 资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额×100%；<br>“ 流动性覆盖率=优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量×100%；<br>“ 净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金×100%。                | 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。<br>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。 |
| 2020/3/20 | 【第 166 号令】《关于修改部分证券期货规章的决定》         | 证券公司必须持续符合下列风险控制指标标准：<br>(一) 风险覆盖率不得低于 100%；<br>(二) 资本杠杆率不得低于 8%；<br>(三) 流动性覆盖率不得低于 100%；<br>(四) 净稳定资金率不得低于 100%；<br>其中： 风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和×100%；<br>资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额×100%；<br>流动性覆盖率=优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量×100%；<br>净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金×100%。 | 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。<br>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  |

资料来源：证监会，信达证券研发中心

指标计算方面，监管调整呈现对业务的差异化安排、对头部放松趋势。2016 年 6 月 16 日，为配套《证券公司风险控制指标管理办法》，证监会发布了风控指标计算标准，完善了以净资本和流动性为核心的证券公司风控指标体系。2020 年 1 月 23 日，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，遵循“框架不变、风险导向、局部完善、宽严相济”的原则，根据不同业务、产品的风险特征进行差异化调整，完善指标体系的科学性和完备性，进一步提升对证券公司资本配置的导向作用。其完善方向主要包括：一是鼓励价值投资，引入长期增量资金。对证券公司投资政策性金融债、指数基金、成分股等适度“松绑”，推动资本市场引入长期增量资金；二是有针对性强化资本约束，防范突出风险点。对高风险业务和

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 11

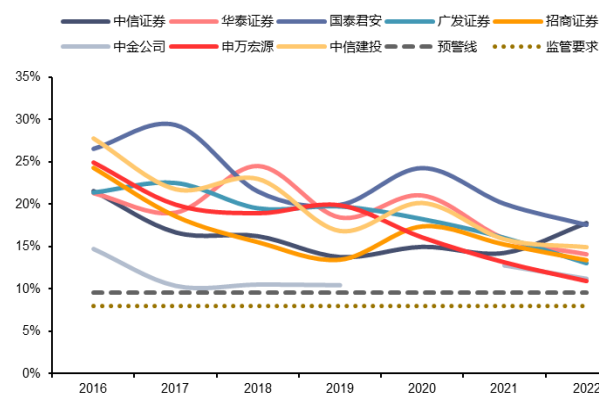
对高杠杆、高集中度资管产品，第一大股东高比例质押、履约保障比例较低等特定情形，进一步优化了计算标准；三是结合市场发展实践，提升指标体系完备性。结合“资管新规”以及近年来相继推出的沪伦通、科创板、信用衍生品、股指期货等新业务，明确风控指标计算标准，实现对证券公司业务和风险的全覆盖；四是满足差异化发展需求，择优释放资本空间。结合证券公司分类评价结果，将“连续三年 A 类 AA 级及以上的证券公司”的风险资本准备调整系数由 0.7 降至 0.5，进一步提升优质券商的资本使用效率。

表 5：风险监管指标计算及表内项目折算影响

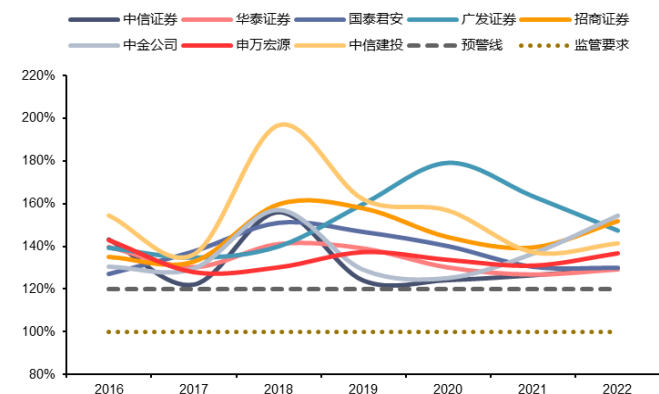
| 指标            | 公式                          | 影响因素            | 折算效果                                                                                                        | 表内项目                                                                                        |
|---------------|-----------------------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 净稳定资金率 (NSFR) | 净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金        | 分子端-可用稳定资金      | 折算率高 (100%)                                                                                                 | 净资产、存续期大于 1 年的借款和负债                                                                         |
|               |                             | 分母端-所需稳定资金      | 折算率高 (50%-100%)                                                                                             | 股票 (受限股)、股票质押式回购融出资金、一般上市股票、约定购回融出资金、信用评级 BBB 以下债券 (剩余存续期大于等于 1 年)、分级基金中非优先级基金              |
|               |                             |                 | 折算率低 (0-30%)                                                                                                | 高流动性资产、国债、中央银行票据、国开债、地方政府债、信用评级 BBB 以下的信用债券 (小于 1 年)、股票 (指数成分股)、融出资金、可转债、大部分基金、衍生产品、股票再融资承诺 |
| 资本杠杆率         | 资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额         | 核心净资本           | 净资本-优先股及永续次级债 (100%) - 资产项目的风险调整 (存出保证金、长期股权投资、投资性房地产、固定资产) - 或有负债的风险调整 (对外担保金额及担保承诺、其他或有负债) - 证监会认定的其他调整项目 |                                                                                             |
|               |                             | 净资本             | 核心净资本+附属净资本 (借入的次级债、证监会认定的其他调整项目)                                                                           |                                                                                             |
| 流动性覆盖率 (LCR)  | 流动性覆盖率=优质流动性资产/未来 30 日现金净流出 | 分子端-优质流动性资产     | 折算率高 (90%-100%)                                                                                             | 货币资金、结算备付金、债券 (未冻结或质押)、货币基金                                                                 |
|               |                             |                 | 折算率低 (40%)                                                                                                  | 上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数成分股及宽基指数 ETF (未冻结或质押)                                          |
|               |                             | 分母端-未来 30 日现金流出 | 折算率高 (100%)                                                                                                 | 短期借款、拆入资金、应付职工薪酬、税费、利息和股利、交易性金融负债、衍生金融负债、不可撤销 30 日内资金流出 (债务、自营投资、长期资产投资、约定购回) 等             |
|               |                             |                 | 折算率低 (0-30%)                                                                                                | 债券类卖出回购、或有负债、自营业务 (衍生品业务)、承销承诺、融资类业务                                                        |
|               |                             | 分母端-未来 30 日现金流入 | 折算率高 (75%-100%)                                                                                             | 银行承兑汇票、买入返售金融资产、30 日内到期 AA 以下信用债券、不可撤销流动性担保承诺、交易清算在途资金                                      |
|               |                             |                 | 折算率低 (50%)                                                                                                  | 拆出资金、应收股利、应收利息、未使用的不可撤销金融机构授信额度                                                             |

资料来源:证监会、信达证券研发中心

衍生品业务驱动下，头部券商加速扩表带来自身风险控制指标承压。1) 资本杠杆率方面，2019-2022 年，头部券商资本杠杆率明显下降。华泰证券、申万宏源资本杠杆率水平从 18%/20%降至 14%/11%，中金公司持续处于 13%以下，均临近 9.6%的预警线。2) 2022 年，净稳定资金率方面，头部 8 家场外期权一级交易券商净稳定资金率水平位于行业后半，其中华泰证券、中信证券净稳定资金率分别为 129%和 130%，贴近 120%的预警线。3) 流动性覆盖率方面，中信证券 2022 年流动性覆盖率为 131%，贴近 120%的预警线。

**图 16：头部券商资本杠杆率**


资料来源：，信达证券研发中心

**图 17：头部券商净稳定资金率**


资料来源：，信达证券研发中心

## 2) 当前风控指标监管框架下，近年头部券商股权融资明显增加

过去三年行业扩表驱动券商连续大幅股权融资，定向增发/配股为主要募集方式。受制于资本杠杆率和净稳定资金率限制，同时用表业务扩张导致监管指标下滑背景下，券商需要进行股权融资以满足净资本监管要求。2020-2022 年，行业再融资明显增加，如中信证券在 2020 年及 2022 年分别定增/配股融资 134.6/224.0 亿元。

**表 6：券商行业 2019 年至今再融资情况**

| 序号 | 代码        | 名称   | 定增发行日/配股公告日 | 发行方式 | 发行价格/配股价格（元） | 实际募资总额(亿元) |
|----|-----------|------|-------------|------|--------------|------------|
| 1  | 601377.SH | 兴业证券 | 2022-08-12  | 配股   | 5.20         | 100.84     |
| 2  | 002939.SZ | 长城证券 | 2022-07-14  | 定向增发 | 8.18         | 76.16      |
| 3  | 600109.SH | 国金证券 | 2022-04-18  | 定向增发 | 8.31         | 58.17      |
| 4  | 600958.SH | 东方证券 | 2022-04-18  | 配股   | 8.46         | 127.15     |
| 5  | 601108.SH | 财通证券 | 2022-03-28  | 配股   | 6.80         | 71.72      |
| 6  | 600030.SH | 中信证券 | 2022-01-14  | 配股   | 14.43        | 223.96     |
| 7  | 601555.SH | 东吴证券 | 2021-12-10  | 配股   | 7.19         | 81.03      |
| 8  | 601198.SH | 东兴证券 | 2021-09-27  | 定向增发 | 9.47         | 44.93      |
| 9  | 601456.SH | 国联证券 | 2021-09-13  | 定向增发 | 11.22        | 50.90      |
| 10 | 601236.SH | 红塔证券 | 2021-07-22  | 配股   | 7.33         | 79.41      |
| 11 | 600909.SH | 华安证券 | 2021-05-28  | 配股   | 3.68         | 39.62      |
| 12 | 601162.SH | 天风证券 | 2021-04-19  | 定向增发 | 4.09         | 81.79      |
| 13 | 601878.SH | 浙商证券 | 2021-04-13  | 定向增发 | 10.62        | 28.05      |
| 14 | 002673.SZ | 西部证券 | 2020-12-16  | 定向增发 | 7.75         | 75.00      |
| 15 | 601066.SH | 中信建投 | 2020-12-08  | 定向增发 | 35.21        | 38.84      |
| 16 | 601990.SH | 南京证券 | 2020-10-15  | 定向增发 | 11.29        | 43.75      |
| 17 | 000728.SZ | 国元证券 | 2020-10-09  | 配股   | 5.44         | 54.31      |
| 18 | 002736.SZ | 国信证券 | 2020-07-17  | 定向增发 | 10.62        | 150.00     |
| 19 | 600837.SH | 海通证券 | 2020-07-17  | 定向增发 | 12.80        | 200.00     |
| 20 | 601375.SH | 中原证券 | 2020-07-16  | 定向增发 | 4.71         | 36.45      |
| 21 | 600369.SH | 西南证券 | 2020-07-13  | 定向增发 | 4.90         | 49.00      |
| 22 | 600999.SH | 招商证券 | 2020-07-07  | 配股   | 7.46         | 127.04     |
| 23 | 002797.SZ | 第一创业 | 2020-07-01  | 定向增发 | 6.00         | 42.00      |
| 24 | 002500.SZ | 山西证券 | 2020-06-12  | 配股   | 5.00         | 38.05      |
| 25 | 601555.SH | 东吴证券 | 2020-03-10  | 配股   | 6.80         | 59.88      |
| 26 | 601162.SH | 天风证券 | 2020-03-06  | 配股   | 3.60         | 53.49      |

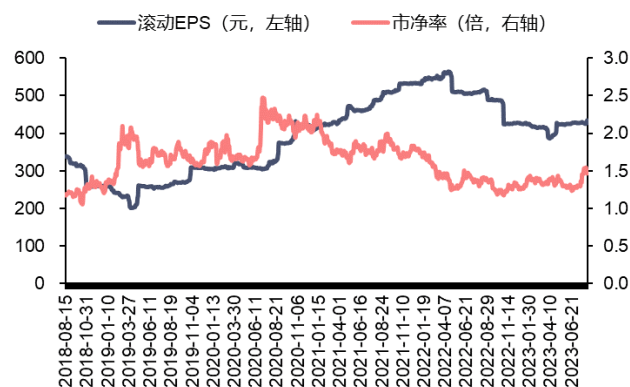
|    |           |      |            |      |       |        |
|----|-----------|------|------------|------|-------|--------|
| 27 | 600030.SH | 中信证券 | 2020-01-10 | 定向增发 | 16.62 | 134.60 |
| 28 | 000750.SZ | 国海证券 | 2019-12-31 | 配股   | 3.25  | 39.94  |

资料来源：，信达证券研发中心

### 1.3 估值：大幅再融资叠加业绩下行压力，行业估值承压

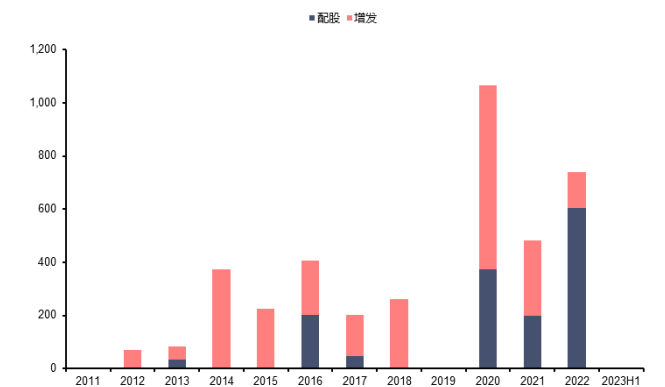
**2020 年 7 月以来行业估值进入下行通道。**一方面近年来券商再融资规模陡增带来短期 EPS 摊薄压力。2020 年以来，统计范围内的上市券商累计再融资 2287 亿元，相当于 2012-2018 年合计再融资规模的 141%。大幅再融资或导致股权融资稀释原股东股权致短期 EPS 被摊薄，行业估值水平承压。

图 18：券商指数滚动 EPS 及 PB



资料来源：，信达证券研发中心

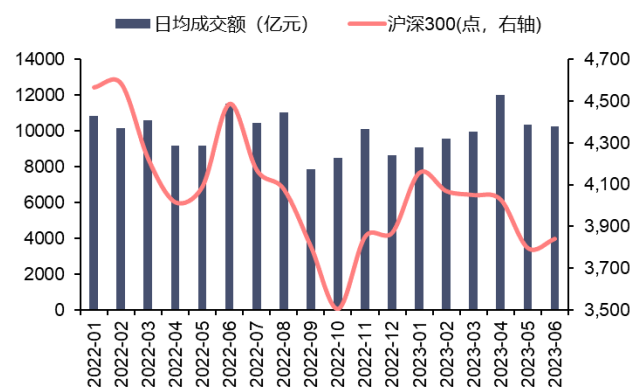
图 19：上市券商再融资情况（亿元）



资料来源：，信达证券研发中心

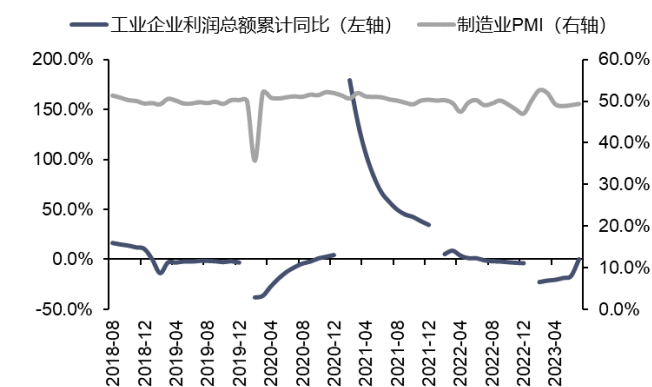
另一方面 2023 年以来，经济预期的不确定性叠加行业费率下行预期致行业长时间处于历史估值低位。一是受经济修复的不确定性影响，股票市场震荡，指数表现及交投活跃度承压。经济层面，PMI 连续数月处于荣枯线以下，宽信用受阻，工业企业净利润同比增速承压等因素对股票市场指数表现和交投活跃度形成一定压制。2023H1，市场日均股基交易额 1.06 亿元，同比-0.7%，而截至二季度末，沪深 300 指数报 3842 点，较年初-0.8%，已回到年初水平。

图 20：沪深 300 指数表现及市场股基日均成交额



资料来源：，信达证券研发中心

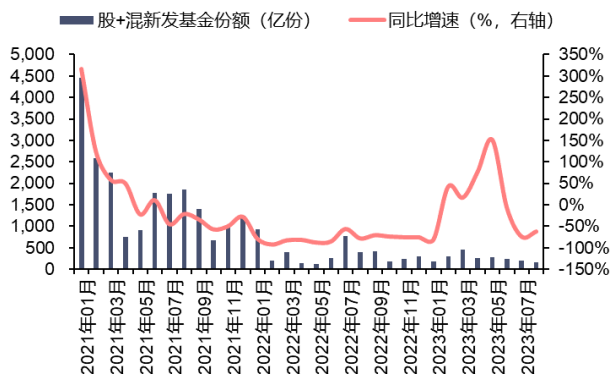
图 21：工业企业利润总额累计同比增速及制造业 PMI



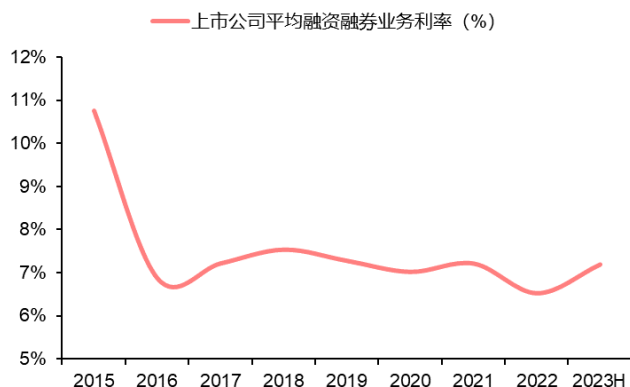
资料来源：，信达证券研发中心

二是财富管理逻辑调整背景下，创新业务规模承压和业务费率下行等因素对行业估值形成压制。一方面，市场风险偏好下行，2022 年以来财富管理主线下的新增权益基金管理规模增速明显放缓，券商财富管理和场外衍生品业务增长遇到瓶颈。另一方面，公募基金费率改革背景下机构交易佣金率或调降、两融费率市场化下行等或将对行业盈利、估值水平形成压制。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

**图 22：“股+混”新发公募基金规模**


资料来源：，信达证券研发中心

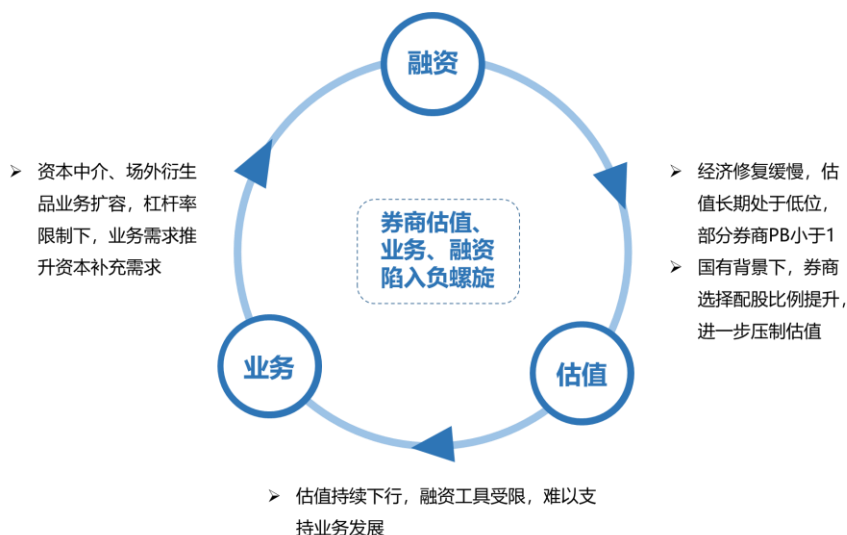
**图 23：上市券商平均两融费率**


资料来源：，信达证券研发中心

#### 1.4 行业业务、融资、估值或陷入“负螺旋”，ROE 成长受限

**行业长期低估值对再融资形成限制。**多因素叠加影响下，2022 年下半年以来，券商行业估值持续位于历史三年中位数以下，截至 2023 年二季度末，行业 PB 估值仅 1.27XPB。统计范围内的 43 家券商中，11 家已破净，占比 25.6%。由于券商多具备国央企背景，而国央企上市公司 PB 小于 1 则难以进行定增融资，券商资本补充受限。

**此外，2023 年以来行业再融资亦面临较严监管规范，行业再融资需审慎决策。**今年 1 月 3 日，证监会发布了《证监会新闻发言人答记者问》。针对上市证券公司再融资行为，证监会表示，作为已上市的证券公司，更应该为市场树立标杆，提高公司治理质效，结合股东回报和价值创造能力、自身经营状况、市场发展战略等合理确定融资计划及方式，董事会和股东大会要统筹平衡，审慎决策，切实维护各类投资者特别是中小投资者合法权益。同时，证监会也会支持证券公司合理融资，更好发挥证券公司对实体经济高质量发展的功能作用。

**图 24：券商业务、融资、估值或陷入负螺旋**


资料来源:信达证券研发中心

**我们认为，当前券商再融资意愿较弱，2023 年上半年券商再融资停滞或对业务发展及券商 ROE 修复形成限制，行业或正处于融资、业务、估值的“负螺旋”。**2023 年初至 7 月底，券商再融资已处于停滞状态，存量再融资计划也正面临方案修改、撤回申请等，如中原证券已宣布定增终止。

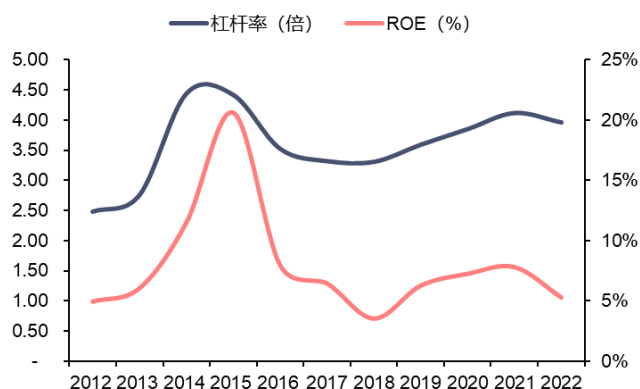
**表 7：上市券商 2023 年以来再融资计划**

| 代码        | 名称   | 首次披露预案日    | 最新公告日      | 方案进度   | 发行方式 | 预计募集资金(亿元) | 定向增发目的 |
|-----------|------|------------|------------|--------|------|------------|--------|
| 601375.SH | 中原证券 | 2022-04-30 | 2023-07-22 | 停止实施   | 定向增发 | 70.00      | 项目融资   |
| 600918.SH | 中泰证券 | 2023-07-01 | 2023-07-20 | 股东大会通过 | 定向增发 | 60.00      | 项目融资   |
| 601990.SH | 南京证券 | 2023-04-29 | 2023-06-21 | 股东大会通过 | 定向增发 | 50.00      | 补充流动资金 |
| 601878.SH | 浙商证券 | 2023-01-19 | 2023-03-18 | 股东大会通过 | 定向增发 | 80.00      | 项目融资   |
| 000750.SZ | 国海证券 | 2021-01-30 | 2023-03-22 | 证监会通过  | 定向增发 | 85.00      | 补充流动资金 |
| 601162.SH | 天风证券 | 2023-04-28 | 2023-05-19 | 股东大会通过 | 定向增发 | 40.00      | 补充流动资金 |

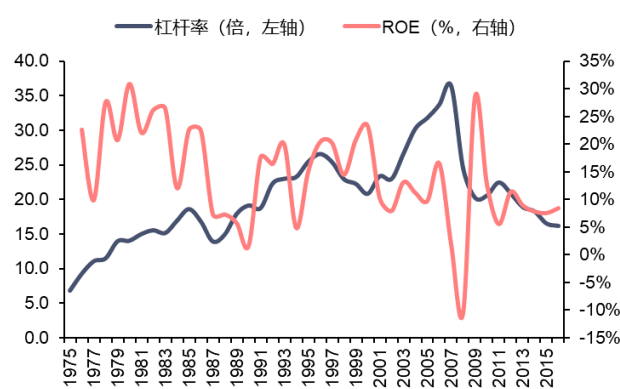
资料来源：，信达证券研发中心

## 二、美国投行杠杆提升对国内证券行业有何启示？

**ROE 视角下，我国券商 ROE 水平 2018 年后进入上行通道，但当前与美国投行相比仍差距较大，主因杠杆率水平较低。**境内券商过往 ROE 波动较大，2018 年触及低谷后，随着市场修复、财富管理业务发展和资本中介业务扩容，行业 ROE 稳步上行。但从平均值来看，国内券商较美国投行仍有较大提升空间，国内券商近十年行业 ROE 平均值为 8.0%，而对比美国券商从 1976 年至 2016 年，ROE 平均水平为 14.4%。核心在于国内券商相较于美国投行杠杆率水平较低，2008 年以前，美国券商杠杆率水平最高时达 36.4 倍，尽管金融危机后杠杆率有所下滑，截至 2016 年杠杆率水平仍在 16.2 倍，而国内券商 2012-2022 年杠杆率平均水平为 3.62 倍。

**图 25：国内券商 ROE 及杠杆率**


资料来源：证券业协会，信达证券研发中心

**图 26：美国券商 ROE 及杠杆率**


资料来源：SEC，信达证券研发中心

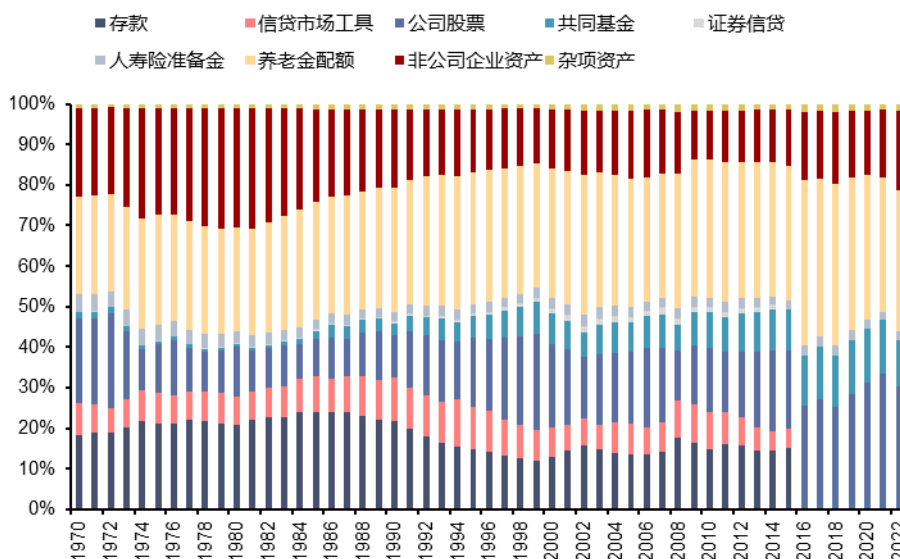
注：数据来源为税前净利润，以 25% 税率推算 ROE

我们认为通常而言，券商加杠杆水平从业务角度主要考虑融资渠道及资金成本、产品需求，以及风险资本监管指标对杠杆率的约束。在机构化业务需求激增、较低债务成本、杠杆监管宽松的背景下，美国投行 20 世纪 70 年代以来的杠杆提升对业务发展和股东回报提供明显支撑。

### 2.1 业务端：重资产机构业务需求推动券商扩表

佣金自由化后，机构化驱动下美国券商杠杆率呈现长达 30 年的中枢提升。1975 年以来，美国证监会放弃了对股票交易手续费限制，佣金自由化打破了美国券商传统通道业务的垄断利润。同一时期，伴随个人养老金崛起、共同基金发展等，美国居民财富投资者机构化程度加速提升。

图 27：美国住户和非盈利组织金融资产结构

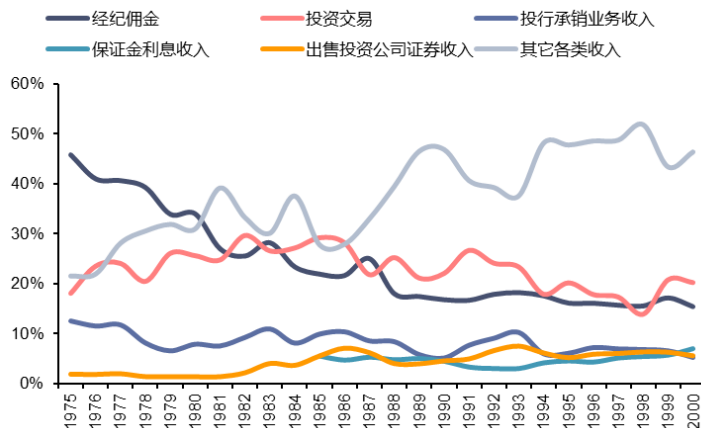


资料来源：，信达证券研发中心

**机构化趋势下，一方面，市场投资风格向长期价值投资转变。**由于机构投资者相较于个人投资者更为理性，更加注重投资收益的稳定性，随着权益市场的机构化程度加深，市场投资风格向长期价值投资转变，形成了美股独特的财富效应。**另一方面，机构投资者投资范围和服务需求更加多元。**机构投资者的交易量、交易速度以及交易策略明显不同于个人投资者，他们不仅投资于美国国内资本市场，也投资于国际资本市场；不仅投资金融产品，也投资商品市场；不仅需要投资银行提供咨询和经纪服务，也希望投资银行在必要时能为其提供流动性、充当做市商、辅助管理金融风险等。

投资者机构化亦驱动了证券业务的机构化，证券公司由传统通道向做市商转型，加速了券商主动扩表。20 世纪 80 年代以来，服务于机构的重资产用表类业务如交易做市、衍生品业务，FICC 业务等亦得到快速成长机遇。美国券商逐步开始以资产负债表服务机构客户的交易、杠杆、风险管理等需求，行业杠杆率水平从 1975 年的 6.8 倍提升至 2007 年的 36.4 倍。从收入结构上看，1975 年以来，美国投行经纪业务佣金占比持续下滑，由 1975 年的 46% 降至 2000 年的 15%，而投资交易业务从 1975 年的 18% 最高提升至 1982 年的 30%，投资交易收入与经纪佣金收入占比差异明显收窄。

图 28：美国投行收入结构（1975-2000）

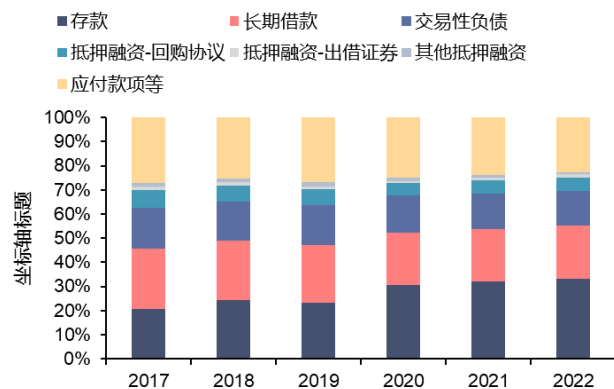


资料来源:SEC, 信达证券研发中心

## 2.2 成本端：混业经营优势和低利率环境为券商加杠杆带来廉价的资金成本

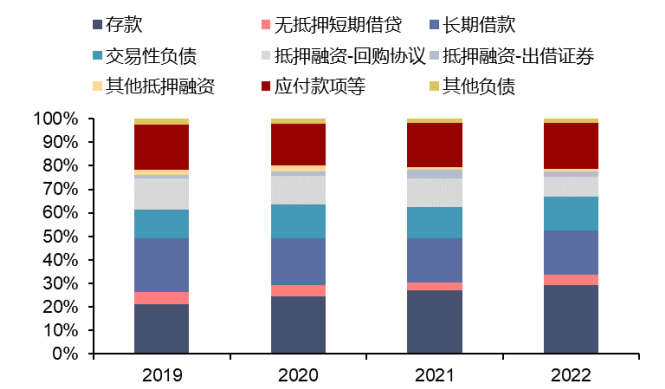
美国投行融资成本低廉，主要主动负债方式包括存款、抵押融资、无抵押融资（短期借款、长期借款）。从摩根士丹利和高盛债务融资结构来看，2022 年，存款、抵押融资、无抵押融资占比分别为 29%/12%/23%和 33%/8%/22%。

图 29：摩根士丹利负债结构



资料来源：，信达证券研发中心

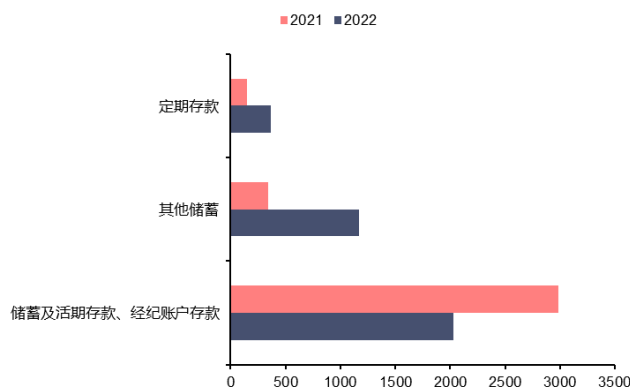
图 30：高盛负债结构



资料来源：，信达证券研发中心

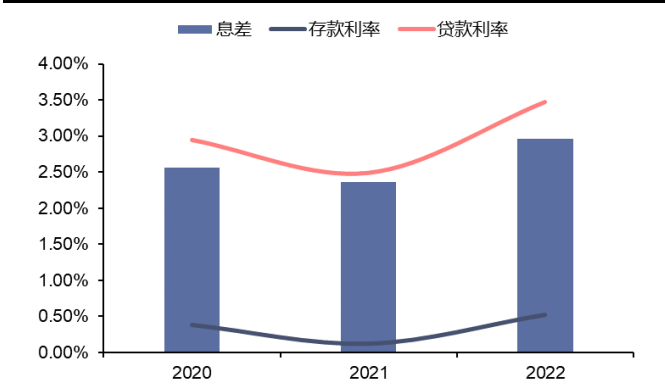
**1) 存款：**美国 SEC 于 1999 年通过了《金融服务现代化法案》，允许金融机构从事混业经营，美国投行的存款主要来自于私人银行客户（private bank clients）、机构客户（transaction banking clients, other institutional clients）、第三方经纪商（internal and third-party broker-dealers）等。从付息水平来看，存款为美国投行提供了廉价的负债成本和较稳定的息差。此外，美国投行可将客户抵押物再抵押以获取融资，助推了其杠杆提升，但国内证券公司客户交易结算资金为第三方存管模式，不能挪用或抵押，无法作为杠杆融资来源。

图 31：摩根士丹利客户存款构成（亿美元）



资料来源：摩根士丹利公司公告，信达证券研发中心

图 32：摩根士丹利存贷款利率及息差



资料来源：摩根士丹利公司公告，信达证券研发中心

**2) 无抵押融资：**无担保借款对于中美投行而言均为主要融资渠道，具体融资工具略有差异。美国主要通过如次级债、公司债、中期票据等融资，由于通常期限较长，为公司发展提供了长期稳定的资本。国内证券公司无担保借款同样是主要负债来源，融资途径主要为短期融资券、公司债和次级债等品种。

**3) 抵押融资：**抵押融资包括主要以高流动性债券作为抵押物的回购协议（Repurchase agreements）和主要以权益证券为抵押物的证券出借协议（Securities loaned）、其他抵押融资等。美国投行的抵押融资中，回购协议占主要地位。金融危机后美国投行利用投机级债券及资产证券化产品融资的难度增加，其规模占比大幅收缩，高盛表内抵押融资规模已由

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

2007 年的 21%降至 2022 年的 11%。

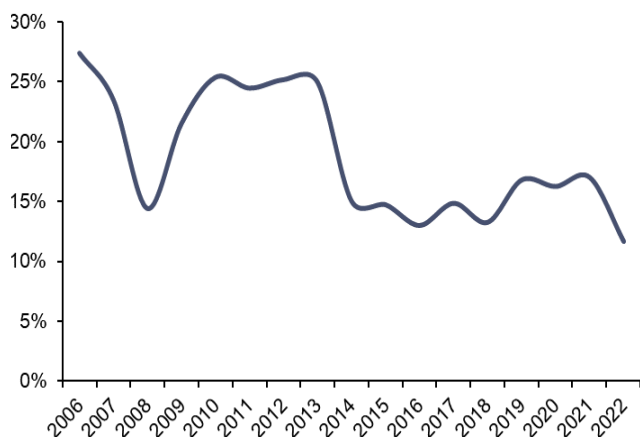
表 8：高盛 2022 年抵押融资-回购协议、借出证券抵押物结构（百万美元）

| 抵押物       | 回购协议   | 借出证券  |
|-----------|--------|-------|
| 货币市场工具    | 10     |       |
| 美国政府机构债券  | 112825 | 55    |
| 非美国政府机构债券 | 87828  | 594   |
| 商业地产支持证券  | 172    |       |
| 住宅支持证券    | 466    |       |
| 公司债券      | 11398  | 295   |
| 地方债券      | 143    |       |
| 其他债券      | 108    |       |
| 权益证券      | 6324   | 40365 |
| 合计        | 219274 | 41309 |

资料来源：，信达证券研发中心

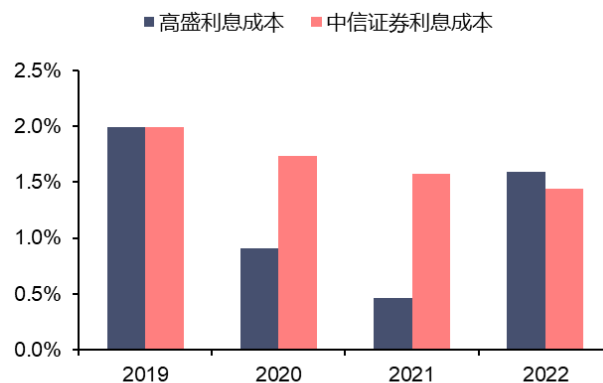
从整体负债成本来看，由于美国市场长期处于较低利率水平，负债端利率较低有助于提升投行主动负债意愿。2019-2022 年，高盛负债端平均负债成本为 1.2%，低于同期中信证券 1.7% 的负债成本水平。

图 33：高盛抵押融资在负债中占比



资料来源：，信达证券研发中心

图 34：高盛整体负债成本



资料来源：，信达证券研发中心

### 2.3 监管端：长期友好宽松的净资本监管为券商加杠杆扫除障碍

美国证券交易委员会（SEC）基于本国的交易制度和证券经营模式，在 1934 年的《证券交易法》15C3-1 规则中指出，衡量资本充足与否有两个准则：一是**最低资本准备额**，二是**净资本比例限制**，这是对资本监管有较大影响的“原始方案”。该方案定义净资本为“净资产+部分次级债-资产中不能立即转换为现金或变现后产生一定比例损失的项目扣减额”。

在**最低资本准备额规则**下，从事经纪业务或自营业务的证券公司净资本不得低于 25 万美元，净资本扣减比例由 SEC 根据不同资产的风险特性事先确定。在**净资本比率准则**下，衡量资本充足与否可以采取两种计算方式，一是要求证券公司营业第一年，总负债不能超过净资本的 8 倍，第二年起总负债不超过净资本的 15 倍。

1975 年，美国证监会进一步颁布了“替代方案”，大型投行杠杆获得更大杠杆空间。此次方案要求证券公司净资本不得低于借方余额（证券公司向债务人或客户应收款项—主要是客户现金及保证金账户余额）的 2%，同时不得低于 25 万美元。美国证监会规定证券公司可以任选一种方案向主管机构申报。因此，对净资本监管的优化使拥有较多交易账户的大投资银行获得了更大的杠杆空间。

**表 9：债券投资扣减比例表**

| 债券的存续期  | 美国政府发行或担保证券 | 公司债券               |        |        |
|---------|-------------|--------------------|--------|--------|
|         |             | 在债券等级分类中的前四类非可转换债券 | 其他债券 1 | 其他债券 2 |
| 0-3 个月  | 0.00%       |                    |        |        |
| 3-6 个月  | 0.50%       | 1.00%              |        |        |
| 6-9 个月  | 0.75%       |                    |        |        |
| 9-12 个月 | 1.00%       |                    |        |        |
| 1-2 年   | 1.50%       | 2.00%              | 3.00%  | 4.00%  |
| 2-3 年   | 2.00%       | 3.00%              |        |        |
| 3-5 年   | 3.00%       | 4.00%              |        |        |
| 5-7 年   | 4.00%       | 5.00%              |        |        |
| 7-10 年  | 4.00%       | 5.50%              |        |        |
| 10-15 年 | 4.50%       | 6.00%              |        |        |
| 15-20 年 | 5.00%       | 6.50%              |        |        |
| 20-25 年 | 5.50%       | 7.00%              |        |        |
| 25 年以上  | 6.00%       | 7.00%              |        |        |

资料来源：祝瑞敏、李长强《证券业净资本监管规则国际比较》，信达证券研发中心

注：其他债券 1 一般包括有 3-4 个做市商的债券；其他债券 2 一般包括有 1 到 2 个做市商的债券

### 三、对标来看，当前国内券商提杠杆的适用性如何？

对比国内外券商业经营差异和业绩波动性水平，我们认为，美国大型投行能够驾驭较高杠杆率一方面是由于其业务经营的稳健性，重资产业务收益率波动较小，ROA 波动小；另一方面，美国投行重资本业务收益率水平较低，“低收益率、低 ROA”背景下，提升杠杆或为支持资本市场业务发展、服务股东回报的必经之路。

#### 3.1 高杠杆同时美国投行具备较低且较稳定的 ROA

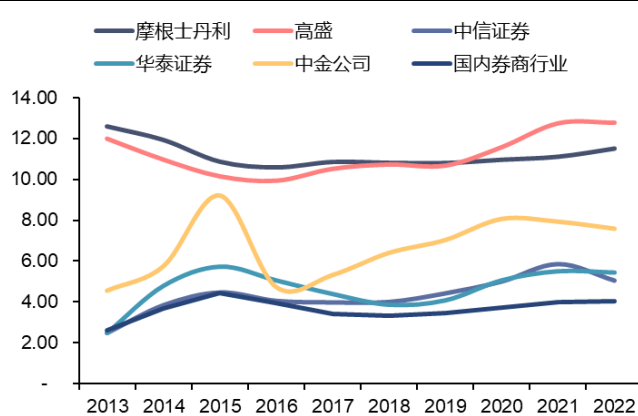
美国大型投行“低 ROA、高杠杆，高 ROE”特征明显。以摩根士丹利、高盛为例，与国内证券行业对比，近五年，高盛、摩根士丹利平均 ROE 水平分别为 11.9%/12.5%，ROA 分别为 1.1%/1.1%，杠杆率水平（权益乘数）分别为 11.0/11.7，而国内券商行业平均 ROE 水平为 6.1%，平均 ROA 水平为 1.6%，平均杠杆率水平为 3.7。

图 35：美国投行与国内券商 ROE 对比



资料来源：，信达证券研发中心

图 36：美国投行与国内券商杠杆（权益乘数）对比

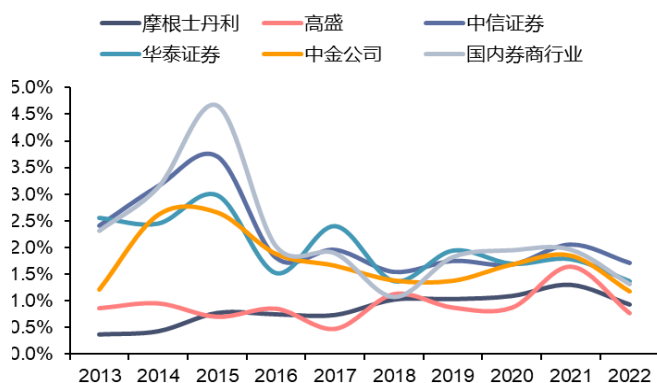


资料来源：，信达证券研发中心

我们认为，所以美国投行可以驾驭较高杠杆水平主要因为其 ROA 波动较小。回顾美国投行与国内券商历史 ROA 水平可发现，美国投行 ROA 低且波动较小。从绝对水平来看，2013-2022 年，摩根士丹利、高盛的 ROA 标准差仅为 0.28% 和 0.29%，远低于国内券商行业 0.97%

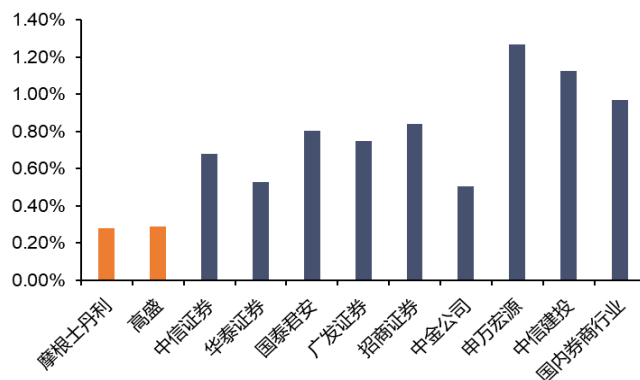
的水平。

图 37：美国投行与国内券商 ROA 对比



资料来源：，信达证券研发中心

图 38：2013-2022 年美国投行与国内券商 ROA 标准差

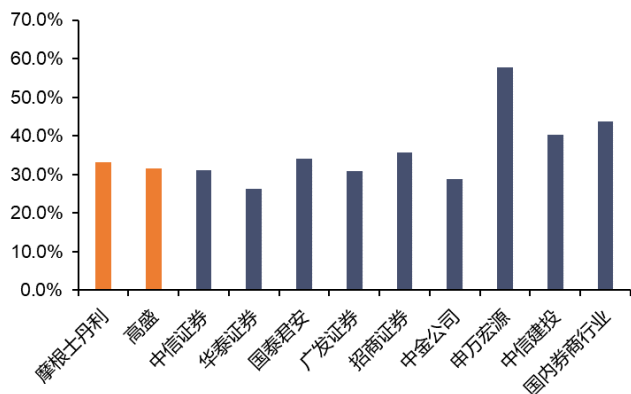


资料来源：，信达证券研发中心

### 3.2 重资产业务收益率稳定性是海内外券商用表能力的核心差异

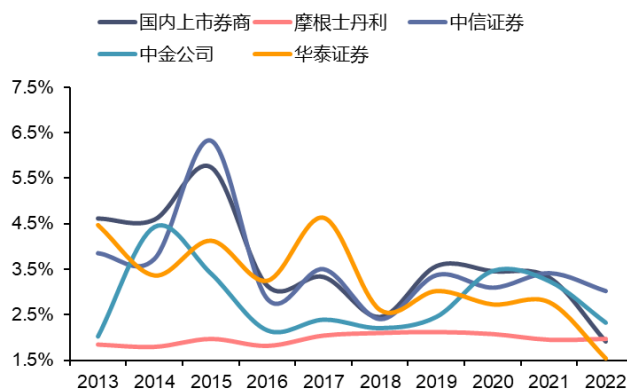
美国投行资产负债表运用能力较强，国内头部券商亦具备稳定的资产负债表运用表现。考虑到 ROA 均值的差异，我们进一步从离散系数观察美国大型投行与国内券商行业的 ROA 稳定性差异。2013-2022 年，摩根士丹利、高盛的 ROA 离散系数分别为 33.3%和 31.6%，小于国内券商平均 43.7%的水平，说明其具备较强的资产负债表运用能力，能较好的控制资产盈利波动。此外，国内头部券商的 ROA 离散系数与美国投行相接近且明显好于行业水平，或表明当前头部券商具备提升杠杆的潜力，华泰证券、中金公司的 ROA 稳定性优势明显。

图 39：2013-2022 年美国投行与国内券商 ROA 离散系数



资料来源：，信达证券研发中心

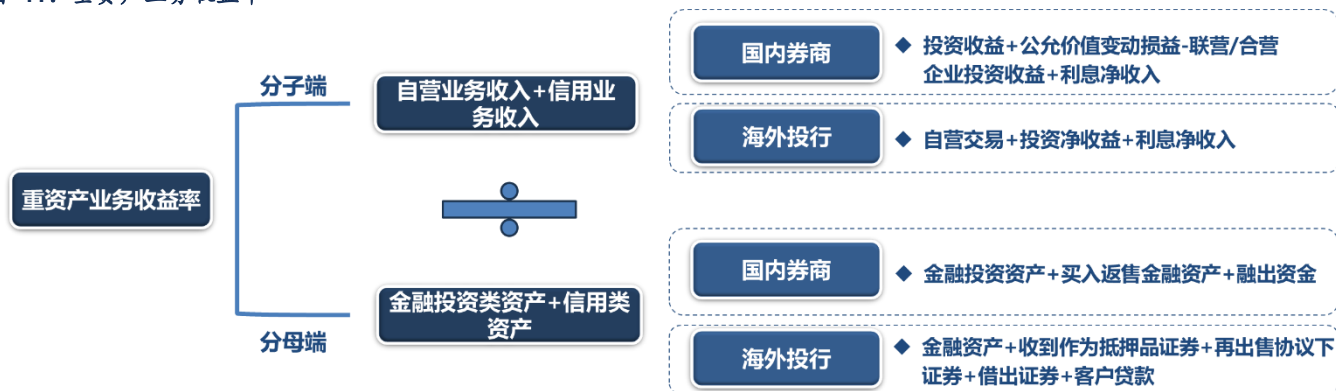
图 40：美国投行及国内券商重资产业务收益率



资料来源：，信达证券研发中心

业务角度看，美国投行稳定的重资产业务表现印证了其优异的资产负债表能力，国内头部券商重资产业务稳定性近年明显改善。我们进一步以国内外券商的自营业务收入、信用业务收入之和为分子，以金融投资类资产、信用类资产之和为分母，求得“重资产业务收益率”。

图 41：重资产业务收益率



资料来源：信达证券研发中心

美国投行的重资产业务收益率表现十分稳定。以摩根士丹利为例，由于“多德弗兰克法案”的强制要求，摩根士丹利于2012年剥离了旗下全部的自营交易部门，从2013年至2022年，摩根士丹利的重资产业务收益率介于1.80%至2.11%，均值为1.97%，标准差和离散系数均较低。国内头部券商近年来重资产收益率波动性明显下降。从国内头部券商近五年的重资产业务收益率表现来看，如中信证券、中金公司的相关指标标准差与离散系数水平已明显下降。

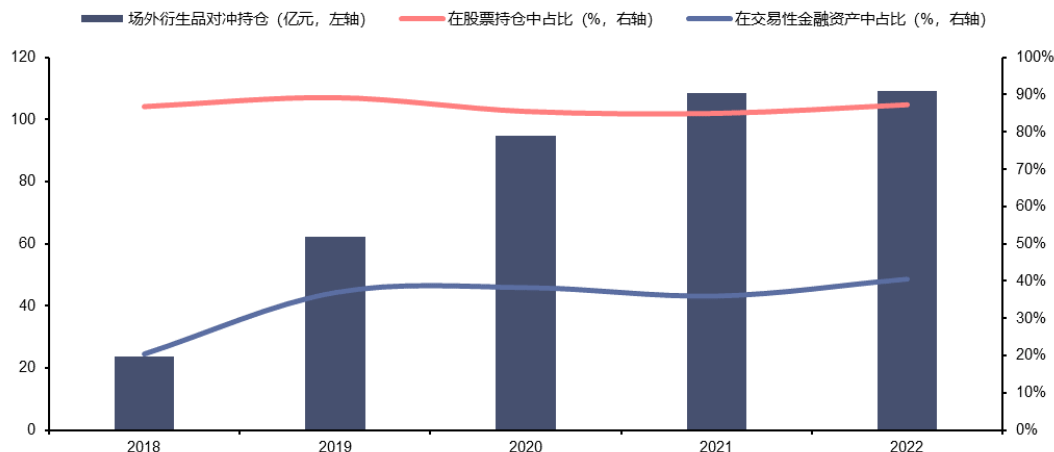
表 10：美国投行及国内券商重资产业务收益率统计

| 重资产业务收益率 | 十年维度  |       |       | 五年维度  |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 标准差   | 平均值   | 离散系数  | 标准差   | 平均值   | 离散系数  |
| 国内上市券商   | 1.06% | 3.61% | 29.4% | 0.65% | 2.94% | 22.1% |
| 摩根士丹利    | 0.11% | 1.97% | 5.5%  | 0.07% | 2.04% | 3.3%  |
| 中信证券     | 1.01% | 3.56% | 28.3% | 0.36% | 3.06% | 11.8% |
| 中金公司     | 0.74% | 2.81% | 26.5% | 0.51% | 2.73% | 18.7% |
| 华泰证券     | 0.90% | 3.25% | 27.6% | 0.51% | 2.53% | 20.3% |

资料来源：，信达证券研发中心

以场外衍生品业务为方向的扩表有助于提升资产收益稳定性。衍生品业务广泛应用于机构业务领域，能够提升资金使用效益，同时熨平波动。如前文提到，场外衍生品业务是本轮国内券商加杠杆的核心驱动力，也是我国券商业务的下一片蓝海杠杆工具。相较于传统方向性自营持仓，其非方向性特点有利于提升表内自营资产收益稳定性。

图 42：中金公司场外衍生品对冲持仓及占比



资料来源：中金公司年报，信达证券研发中心

## 四、杠杆率放开对券商 ROE 的影响？

投资端改革背景下，政策或将适当放开对券商杠杆率的限制，我们预计头部券商将有望受益。8月18日，证监会明确表示将“优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率”。如前文所述，此次表态一方面与2020年修订《证券公司风险指标计算标准规定》时具有相似背景和驱动逻辑，另一方面，头部券商如中金、中信、华泰等近年来用表能力改善明显，我们认为，头部券商有望在此轮政策机遇中受益。

若头部券商杠杆指标松绑，杠杆率提升，我们预计有望带动头部券商 ROA 提升 0.1-0.5pct，带动 ROE 提升 1.2-5.0pct。以中信证券为例，我们以 2022 年业绩及资产负债情况为基数，假设杠杆率提升 0.5x、1x、2x 三种情形，对应提增后杠杆（权益乘数）分别达到 5.67/6.17/7.17。假设 1) 净资产规模不变；2) 杠杆资金都用于重资产业务；3) 重资产业务收益率同 2022 年水平；3) 增量收入税率假设为 25%。则预计三种情形下，ROA 提升分别为 0.1/0.3/0.5pct，ROE 提升分别为 1.2/2.5/5.0pct。

表 11：中信证券提升杠杆对 ROE 的影响测算

| 中信证券              | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     | 假设情形 1   | 假设情形 2   | 假设情形 3   |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 客户资金（亿元）          | 1,184    | 1,995    | 2,225    | 2,457    | 2,457    | 2,457    | 2,457    |
| 重资产合计（亿元）         | 5,322    | 6,621    | 8,211    | 7,760    | 9,026    | 10,292   | 12,823   |
| 券商总资产（亿元）         | 7,917    | 10,530   | 12,787   | 13,083   | 14,348   | 15,614   | 18,145   |
| 归属于母公司所有者权益合计（亿元） | 1,616.25 | 1,817.12 | 2,091.71 | 2,531.18 | 2,531.18 | 2,531.18 | 2,531.18 |
| 重资产业务收益率          | 3.4%     | 3.1%     | 3.4%     | 3.0%     | 3.0%     | 3.0%     | 3.0%     |
| 重资产业务收入（亿元）       | 179.36   | 204.94   | 280.20   | 234.42   | 272.65   | 310.88   | 387.34   |
| 重资产收入增量（亿元）       |          |          |          |          | 38.23    | 76.46    | 152.92   |
| 税率                |          |          |          |          | 25%      | 25%      | 25%      |
| 归母净利润（亿元）         | 122.29   | 149.02   | 231.00   | 213.17   | 241.85   | 270.52   | 327.86   |
| ROE               | 7.8%     | 8.7%     | 11.8%    | 9.2%     | 10.5%    | 11.7%    | 14.2%    |
| ROA               | 1.7%     | 1.6%     | 2.0%     | 1.6%     | 1.8%     | 1.9%     | 2.1%     |
| 杠杆（权益乘数，倍）        | 4.90     | 5.79     | 6.11     | 5.17     | 5.67     | 6.17     | 7.17     |
| 杠杆（除客户资金，倍）       | 4.17     | 4.70     | 5.05     | 4.20     | 4.70     | 5.20     | 6.20     |

资料来源:wind, 信达证券研发中心

## 五、风险因素

**政策落地不及预期：**若券商净资本监管政策落地不及预期，对杠杆率的影响不及预期，将影响券商对业绩推演的实际效果。

**机构化趋势不及预期：**若资本市场机构化趋势不及预期，或将影响券商机构业务发展，导致券商扩表进展放缓，实际杠杆水平难以提升。

**行业竞争加剧：**若与用表相关的场外衍生品、融资融券等业务费率竞争加剧或将导致重资产业务的收益率下行。

**测算具有主观性：**本文关于券商杠杆及 ROE 的测算具有主观性。

## 研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。