

# 解码证券业攻守之间八大发展主线

■ 本报记者 李文 周尚仔 昌校宇 见习记者 方凌晨 于宏

编者按：2023年，资本市场各项改革加速推进，证券行业业态随之持续鼎新。面对变革和挑战，券商的应对之道颇有看点：有攻有守、有增有降、有破有立……

简要道来，改革带来业务扩容机遇，券商业绩复苏实现整体增长，估值获得提升机会；在行业降本增效的背景下，研究、投行等业务寻找转型路径；财富管理转型全面“进击”，实现规模突破，同时严守合规底线，提升执业质量；行业原有的竞争格局正在被打破，头部券商领先发展，其他优质券商差异化、特色化发展的新生态正在形成。本文从今年证券业最受关注的八大发展主线作为脉络，勾勒行业努力朝着培育一流投资银行、做优做强奋进的一年。

## 培育一流投资银行 更好服务实体经济

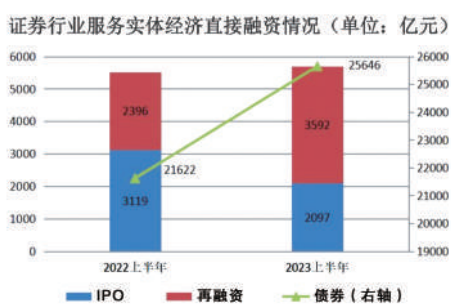
今年召开的多个重磅会议均提及“培育一流投资银行”，引发业内关注。

10月底召开的中央金融工作会议要求，“培育一流投资银行和投资机构”。11月1日，中国证监会召开党委（扩大）会议，传达学习中央金融工作会议精神，研究贯彻落实措施。其中提出，“要加强行业机构内部治理，回归本源、稳健发展，加快培育一流投资银行和投资机构”。

培育一流投资银行是实现更好发挥资本市场枢纽功能的具体路径之一。在今年全面注册制落地背景下，券商主动践行责任担当，有效地推动了科技、资本与实体经济的良性循环，而这正是其走向一流投资银行的重要抓手。

Wind资讯数据显示，今年前11个月，证券公司服务实体经济直接融资5.99万亿元，服务292家企业实现境内首发上市，承销（管理）发行绿色公司债券（含ABS）融资金额1192.99亿元、科技创新公司债券融资金额3205.90亿元、民营企业公司债券融资金额3193.44亿元。

“培育一流投资银行和投资机构”这一要求，为国内券商的高质量发展指明了方向，而打造一流投资银行的愿景也出现在券商的战略目标中。例如，中国银河官网介绍，“到2025年，打造国内一流、国际优秀的现代投资银行。到2030年，打造受人尊敬、国内领先、国际一流的现代投资银行”。中金公司也曾表态，将锚定一流，追赶一流，超越一流，在建设国际一流投行的道路上勇毅前行。



当然，锚定一流投资银行目标，券商还任重道远。尤其是在推动股票发行注册制走深走实的背景下，券商要进一步建立健全与全面注册制相匹配的理念、组织和能力，实现从“可批性”向“可投性”的观念转换，以综合多元的服务为更多具备持续经营能力、有投资价值的优质企业提供资本路径支持。

## 聚焦做优做强 券商并购重组加速

中央金融工作会议对金融机构进一步提升自身能力、服务国民经济高质量发展和金融强国建设提出了更高要求。对于券商来说，要紧紧围绕主责主业做优做强，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石。

11月3日，证监会表示，将支持头部券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做

优做强，打造一流的投资银行。

围绕做优做强，今年行业内不乏焦点事件。最受市场关注的就是券业并购案。12月8日，浙商证券公告，拟从5家公司手中受让国都证券约19%股权；12月15日，2023年首单券商合并案例获得证监会批复，国联证券整合民生证券进入实质阶段。业内普遍认为，随着政策支持力度强化，券业并购预计将加速推进。

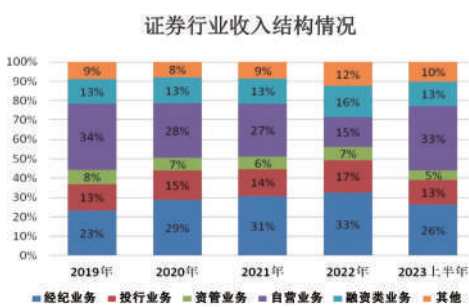
优化证券公司风控指标计算标准、适当放宽对优质证券公司的资本约束是鼓励优质券商做优做强的重要举措。11月份，证监会发布修订后的《证券公司风险控制指标计算标准规定》，向社会公开征求意见。此举旨在进一步发挥风险控制指标对证券公司资源配置的“指挥棒”作用。

从券商具体行动来看，今年以来，头部券商加快做优做强步伐，一些特色券商在战略发展、业务侧重方面做了调整，力争通过差异化竞争实现做优做强。比如，不少券商进一步扩展做市业务，包括增加股票期权等做市业务种类；券商还积极参与公募REITs业务，以实现自身业务的联动发展。

## “三投联动”萌芽 建设大投行生态

在今年全面实行注册制下，券商投行业务模式由通道向全业务链服务转变，以“投行+投资+投研”三投联动的业务发展模式应运而生。“三投联动”成为今年券业热词之一。

“三投联动”发展模式可以带动券商全业务链的发展，延长券商服务链条，提升定价能力、销售能力，增强业务协同效应，并提升业绩的确定性及稳定性、增强客户黏性，带来更多的业务增量。



从投行的角度来看，今年券商投行业务面临一些挑战。监管强调一二级市场平衡，部分券商的投行业务短期承压。不过，该业务长期向好趋势不改。中信建投非银金融与前瞻研究团队预计，2024年券商投行收入将保持稳步上升。由于注册制延长投行服务链条，不少券商在今年特别提到会把握再融资、并购重组、员工持股等业务机遇，打造差异化优势。

从投资的角度来看，在新的展业模式下，券商积极以自有资金或管理资金进行股权投资。“投行+投资”“投行+交易”的协同空间被打开。截至今年11月末，证券行业共有83家券商设立了另类投资公司。多家中小券商及外资控股券商近年来积极申请设立子公司从事另类投资业务，参与科创板项目跟投。国联证券统计数据显示，截至11月末，科创板跟投红利明显，作为券商另类投资公司或相关子公司参与跟投的有36家机构，合计跟投金额47亿元，合计的账面浮盈达4.4亿元。

从投研的角度来看，研究协同贯穿大投行

业务全流程。全面注册制下，不少券商正持续加强研究业务对公司核心业务的推动和支持，使研究贯穿于各业务板块发展，强化协同作战能力，全力提升定价能力、投资能力等。

在以投行为引领、投资为驱动、研究为贯穿的“三投联动”的业务生态下，券商正在搭建大投行业务生态圈，这对券商专业能力和综合服务要求较高，头部券商将优先受益。同时，进行特色化、差异化竞争的中型券商发展趋势不容小觑。

## 财富管理业务“破局” 向买方投顾转型

“财富管理转型”在近几年的券商年度重点业务中占有一席之地。发展至今年，业务转型迎来“破局”。具体来看，三个细分关键词促成了破局之势：ETF、券商结算模式、买方投顾。

代销业务是衡量券商财富管理业务的重要指标。今年，券商借ETF实现渠道基金销售保有规模稳步提升。截至今年三季度末，ETF市场规模再创新高，达1.9万亿元，较前一季度增长11.49%，较年初增25%。ETF成为券商金融产品代销和财富管理业务的新“抓手”。

券商结算模式的兴起也大大助力代销业务的发展。2019年，基金采用券商结算模式从“试点转常规”，此后该模式逐渐受到重视。据天相投顾统计，截至今年6月底，共有793只基金采用券商结算模式，合计规模6263.45亿元。ETF和券商结算模式在帮助券商获得财富管理市场份额的同时，为下一步综合金融服务奠定基础，同时提供更多转型路径。

不论是发力ETF市场，还是券商结算模式带来的增量，都推动了券商财富管理业务的转型。不过，大部分券商的财富管理业务尚处于代销金融产品阶段。在此基础上，由卖方代销向买方投顾转型已经成为财富管理转型的共识和趋势。在向买方投顾转型的过程中，基金投顾模式是券商重要探索方式。目前来看，部分大型券商转型进展更快，基金代销、基金投顾收入具有领先优势。

预期这一转型进程将会加速。今年12月8日，证监会发布的《关于加强公募基金证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》要求，“基金管理人应当建立健全证券公司选择、协议签订、服务评价、交易佣金分配等管理制度，严禁将证券公司选择、交易单元租用、交易佣金分配等与基金销售规模、保有规模挂钩”。在此背景下，券商财富管理业务向买方投顾的转型更为迫切，即加快实现盈利模式从基于单次销售规模的卖方销售模式转向更具持续性的基于保有规模的买方投顾模式。

另外，今年券商在财富管理转型方面，加大了数字化手段的应用和投入，包括利用大数据分析等技术来提升对客户需求的理解，赋能提升财富管理的效率和服务水平。

## 降费让利活跃市场 带动业绩长远增长

为进一步活跃资本市场，提振投资者信心，形成推动经济持续回升向好的工作合力，“降费让利”成为今年券商、公募等机构的重要任务之一，也是市场关注的话题。

8月18日，证监会发布了活跃资本市场、提

振投资者信心的一揽子政策措施，明确提出降低证券交易手续费，同步降低券商佣金费率。其中，降低券商佣金费率会对券商经纪业务业绩造成一定冲击。当前券商服务投资者数量已超2.2亿，截至上半年末，服务经纪业务客户资金余额1.88万亿元，业务体量较大，且近年来券商经纪业务的平均佣金费率已降至万分之二左右，若下一步佣金率持续下调，部分高度依赖经纪业务的券商，短期业绩会受到明显影响。

受合理调降公募基金的证券交易佣金费率影响，券商研究所业务短期内收入将受到较大影响。据机构测算，公募基金降费改革后，基金分仓佣金收入的降幅预计在30%左右，对券商整体经营业绩的影响将在1.5%左右。

从长远来看，一方面，降费让利能够有效降低投资者交易成本，提高投资者交易意愿，进而激发市场活力，券商业绩有望得到成交量增长的带动。另一方面，随着市场交易佣金费率与渠道费率的下降，将助推券商加快财富管理转型，依托资产配置能力，持续优化投资者的服务体验，进而平衡降费让利与业绩增长的需求。此外，公募降费也将倒逼券商研究业务提升研究能力与服务质量，探索更多盈利增长点。

## 自营担当业绩引擎 探索去方向化策略

自营业务成为今年券商业绩增长最大引擎。今年以来，自营业务驱动行业业绩稳步提升，对于绝大多数券商来说，自营的投资成败甚至在一定程度上决定了今年的业绩走向。

以上市券商为例，前三季度，43家券商合计实现自营业务收入1028.05亿元（不含对联营企业和合营企业的投资收益，含公允价值变动），同比增长69.82%。其中，3家券商自营业务收入同比增幅均超1000%，8家券商自营业务去年同期为负，今年前三季度全部为正收益。

图3：证券行业资本中介业务、自营业务规模情况（单位：亿元）

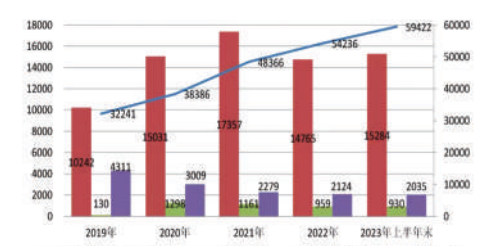
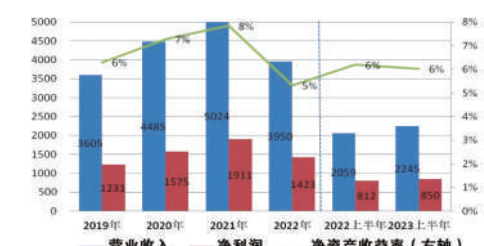


图4：证券行业盈利规模及盈利能力情况（单位：亿元）



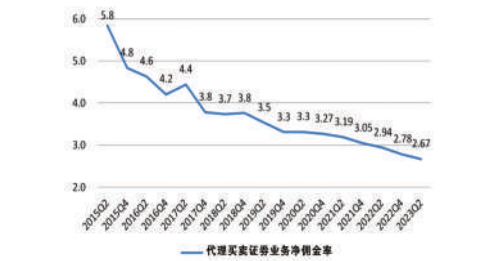
在“成也自营、败也自营”的格局下，自营业务收入的稳定性、持续性对券商盈利与否影响较大，为此不少券商纷纷改变自营策略、调整投资方向。截至上半年末，行业自营业务规模为5.94万亿元，与上年末相比增长9.56%。其中，股票投资、公募基金投资、债券投资占比分别为9.07%、11.91%、65.99%。

今年的券商自营业务还有一个显著的变化：以一二级市场交易商为代表的券商，自营业务进一步探索去方向化策略，表现相对稳健。例如坚持“高配债、低配股”的配置策略，并持续巩固非方向性改革成效、向客需型业务转型。而不少券商权益中性策略运用场外衍生品实施对冲，市场风险敞口相对缩小，提升重资本业务稳定回报能力。

华创证券金融行业研究主管洪锦屏表示：

“未来，自营业务发展转型的目标可分为两个方面：一方面是根据自身特征，构建多元化的自营目标和风格，如中小券商打造‘小而美’的权益投资团队；另一方面是转向客需型、业务联动型自营模式。多家上市券商已经公开披露了自营业务去方向性转型的规划，大力发展场外衍生品、做市等非方向性业务。”

图5：证券行业代理买卖证券业务净佣金率情况（单位：万分之一）



## 利好推动 上市券商迎估值重塑

今年以来，上市券商估值话题热度不减。截至12月20日收盘，证券板块今年以来涨幅约为10.04%，市净率约为1.23倍，估值水平处于相对低位。而受益于活跃资本市场相关措施渐次落地，市场情绪和景气度持续修复以及经营业绩的持续向好，券商板块估值有望迎来抬升。

从政策面来看，监管部门支持头部券商通过并购重组等方式做优做强。有并购重组预期的多只券商个股迎来显著上涨行情。例如，今年以来，太平洋证券的股价涨幅超45%，中国银河的股价涨幅达32%，方正证券的涨幅达29%，带动券商板块估值有所修复。同时，证监会拟优化券商风险控制指标，这将有利于拓展优质券商资本空间，提升资本利用效率，有利于提振优质券商ROE以及板块估值水平。

从券商基本面来看，上市券商的业绩与估值之间依旧存在“剪刀差”。今年前三季度券商整体业绩保持增长，43家上市券商合计实现营业收入3819.17亿元，同比增长1.84%；合计实现净利润1099.73亿元，同比增长6.46%。上市券商业绩的整体增长有利于改善市场预期与情绪，进而提振板块估值。

另外，基于对未来持续稳定发展的信心，多家上市券商积极实施股份回购，也有券商重要股东增持自家股份。这些“真金白银”的行动均有利于稳定公司股价，进而提升估值。

具体来看，8月份以来，东方财富、国投资本、东方证券、国金证券、海通证券等公司陆续公布A股回购方案，证券板块公司回购金额合计已逾13亿元；同时，今年以来，西部证券等多家券商的重要股东宣布增持股份，上述举措均向市场传递了积极信号。

综合多重利好因素判断，券商板块估值未来具有较大的向上弹性和修复空间。

## 强监管持续 66家券商领逾百张罚单

2023年，监管部门始终坚持“零容忍”方针，对证券行业保持从严监管态势。据记者不完全统计，今年以来，证监会及各地证监局对66家券商及分支机构合计开出107张罚单，涉及投行、研究、经纪、资产管理等多业务领域，以及信息技术、公司治理等方面。其中，投行业务和研究业务成为违规“重灾区”。

投行业务方面，有22家券商出现违规情况，其中不乏头部券商。具体来看，券商的保荐业务、债券承销、资产证券化等业务均有涉及，主要包括关联交易管理失当、执行业务未勤勉尽责、合规内控管理薄弱等三大方面，例如，关联方投行业务执业标准低、业务独立性不足、尽调不充分、投行业务人员薪酬奖励和递延管理不符合监管要求等。

研究业务方面，有18家券商研究报告业务存在不合规之处，涉及问题主要包括业务管理制度不健全和研报自身质量问题，例如，未按规定第三方刊载或转发公司研究报告情况的跟踪监测制度，未建立有效的证券研究报告市场影响评估机制，以及信息引用不严谨、观点不审慎等问题。

随着网络安全重要性逐渐提升，多家券商因交易系统“宕机”而收到监管罚单。处罚原因包括机房基础设施建设安全性不足、信息系统设备可靠性管理疏漏、变更重要信息系统前未充分评估技术风险等情况。同时，还有部分券商因在经纪业务、私募资产管理业务等业务领域未规范展业而受处罚。

全面注册制背景下，监管持续压实中介机构责任，通过“长牙带刺”的举措，让违法违规者有了明显“痛感”。例如，因投行业务违规，某大型券商被没收相关保荐承销收入并被处以以上百万元罚款，还有一些中小券商则被责令改正并限制相关业务活动三个月到一年不等。