银行行业点评

银行获取券商牌照的五大展望

增持（维持）

2020 年 06 月 28 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

事件：根据《财新周刊》媒体报道，证监会计划向商业银行发放券商牌照，或将从几家大型商业银行中选择至少两家试点设立券商。由于该报道内容尚未经官方确认，我们仅通过假设分析，展望商业银行获取券商牌照对金融体系格局及行业的影响。

投资要点

■ **展望一：银行获取券商牌照的核心是什么？宏观目标是借力银行做强直接融资。**

①发展直接融资是 2018 年至今，科创板等一系列资本市场改革的主线，目标是解决我国融资结构中信贷占比过高的困局（2019 年新增社融中表内信贷占比仍高达 66%）。大型银行作为我国资本最雄厚、企业资源最丰富、风控能力最强的金融机构，不仅需要在传统间接融资领域让利实体，还需要承担做强直接融资的核心使命，决策层对商业银行有更高的期望。

②银行自身也有诉求拓宽金融牌照边界。参考近两年银行理财转型，资管新规的初衷是压降影子银行系统的风险，虽然表观上对银行理财造成负面影响，但转型实操中，理财子公司最终保留了公募牌照优势，目前依然牢牢占据零售财富管理领域的龙头地位。此外，当前金融让利实体导向下，银行本身传统信贷业务的盈利能力也受到影响，存在拓宽业务范围、寻找盈利增长点的诉求。

③关于金融混业经营，我们认为并非制度创新的核心、无需过度解读。一方面我国金融业目前实质上接近混业经营（诸如中行/中信/平安等大型金融集团都拥有银行、券商等各类牌照），另一方面从决策层及监管角度，推动金融混业并非主要目标，金融反哺实体、发展直接融资才是制度改革主线，这一点与 2015 年时提出银行试点券商业务的背景显然不同。

■ **展望二：银行可能通过哪种形式开展券商业务？直接设立子公司聚焦投行业务。**

①银行向来偏好直接设立子公司，因其资本实力雄厚且本身就设有投行部门（开展银行间市场债券承销等业务），参考 2016 年以来国有大行分别以 100 亿注册资本设立债转股子公司直接切入 AMC 领域。银行收购现存中小券商的可行性较低，因为很多券商的控股股东为地方政府或国企，本身出售牌照意愿有限，而兼并规模过小的民营券商又面临不必要的整合风险。

②券商目前拥有经纪/投行/资管/自营投资/投资咨询等主要业务牌照，根据发展直接融资的核心主线，我们判断银行将重点关注投行牌照，且“商行+投行”模式本来就是不少商业银行服务企业客户的主线手段。对于其他券商业务领域，我们预计银行参与意愿相对有限：i）以赚取交易佣金为主的经纪业务本身不是银行客群的核心需求，也不是决策层推动改革的主要诉求，且长期盈利成长空间有限；ii）券商资管业务中，银行本身就是主要机构资金方；iii）权益自营投资业务与银行风险偏好存在显著冲突，因此中短期内不应对银行资本直接投资权益市场有过高预期。

■ **展望三：资源优势强大的银行一定能做好券商业务吗？我们认为并不必然。**

①对于投行业务，与市场观点不同，我们认为激励机制的差异不会明显制约银行发展投行业务的能力，看好资源优势强大的大型银行有能力快速拓展投行业务。目前大型券商投行部的激励模式基本是“个人底薪+团队项目收入决定年度奖金”，而银行客户经理按照每笔信贷业务的模拟利润获取提成。虽然总体上银行激励机制吸引力略低，但 2017 年资本市场严监管以来，大型投行的平台与品牌优势已经越来越显著（对个人资源的依赖逐步弱化），未来随着投行更加复杂化（融合并购重组、直投等），“个人资源转向平台资源”的趋势会更明显。

②但对于主动投资管理类业务，诸如资产管理、基金、自营投资、研究等，我们认为市场化激励机制和人才资源仍将是发展核心，目前大量优秀的主动投资管理人仍然集中于公募或大型私募基金公司。因此在主动投资及研究领域，我们预计短期内银行相对固化的激励机制会制约其发展效率。

③从资源协同角度，虽然银行拥有庞大的客户群，但实操中金融集团的内部资源协同并没有想象中那么容易，独立的风控体系、不同部门差异化的考核激励都是需要解决的问题。近年来，AMC 系券商与股东资源协同比较明显（获取投行业务），我们重点推荐的平安集团及平安银行综合金融模式也表现卓越，但这都需要自上而下

行业走势



相关研究

1、《银行行业点评：1.5 万亿让利，并非对金融系统的直接利润冲减》2020-06-18

2、《银行行业点评：银行股反弹：过度悲观的预期正在改善》2020-05-29

3、《银行行业深度报告：海外龙头银行大幅下滑 Vs 国内核心银行强劲增长》2020-05-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的机制和充足的考核激励推动。

④从历史经验来看，金融机构切入不熟悉的业务领域都会面临挑战，专业业务仍然需要专业机构承做，这涉及到长期的行业经验和企业文化沉淀。以券商为例，2016~2018 年高速发展的股权质押业务本质上是券商切入银行信贷业务，业务实质是以企业股票为质押物投放流动资金贷款，但从实操结果来看，大量券商低估了信贷业务风险，2018 年在流动性风险（金融去杠杆）和市场风险（中美贸易战）叠加冲击下，股权质押信用风险暴露，一度冲击券商资本金安全。

- **展望四：银行会冲击券商竞争格局吗？短期冲击不必高估，长期拓展新兴业务。**

①券商传统赛道本身竞争格局就相当拥挤，传统经纪业务的佣金增长前景有限（受制于佣金率长期下行趋势），权益型自营投资的业绩则天然高波动。但券商同样享有发展机遇，发展直接融资背景下投行业务长期有广阔的增长空间。如果考虑银行作为新进入者的竞争，我们认为对券商会产生一定的压力，但银行入场的核心目标仍然是做大直接融资的增量市场，并非对存量市场的份额争夺，在做大直接融资市场的过程中，有核心竞争力的券商总体上仍将受益于资本市场的扩容。

②非传统业务方面，我们未来看好券商在财富管理领域（即公募理财）成为新兴力量，核心逻辑在于我国固定收益类理财产品吸引力持续降低的大背景下，权益型产品吸引力提升，而券商虽然客户数量少，但客群风险偏好更高，直接受益权益市场发展。我们建议未来重点关注基金投顾牌照，这一牌照赋予了持牌券商/基金公司/银行主动管理客户资产的权限，因此主动管理能力将是关键，这对于熟悉权益市场、激励机制更市场化的券商/基金公司非常有利。

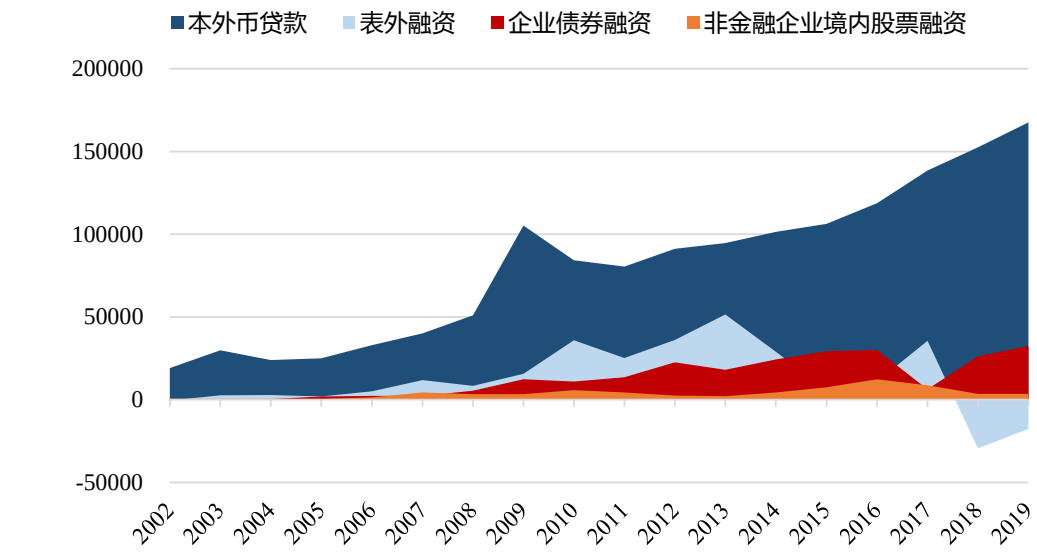
- **展望五：券商业务对银行盈利能力影响如何？短期增量有限，长期值得期待。**

①由于银行与券商行业的体量差异显著，因此大型银行开展券商业务短期内对盈利贡献弹性及 ROA 的提升幅度都比较有限。例如，2019 年工商银行的归母净利润达到 3122.24 亿元，而我国 133 家证券公司（包含证券类子公司）合计净利润 1230.95 亿元，券商龙头中信证券的归母净利润为 122.29 亿元，证券行业及行业龙头盈利分别占工商银行盈利的 39%、3.9%。

②参考海外成熟金融集团，JPMorgan 的投资银行板块 2019 年贡献盈利 119.22 亿美元，占集团总盈利的 32.7%，是盈利贡献仅次于零售社区银行的第二大业务板块。但投资银行业务受制于杠杆较低，ROE 并不高，JPMorgan 投资银行板块 ROE 为 14%，远低于零售银行板块的 31%。

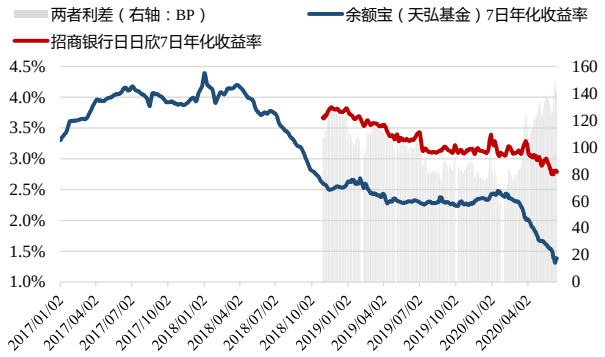
- **投资建议：下半年积极看好核心银行股。**1）银行、券商共同推动直接融资发展，长期利好资本市场，但短期影响有限，更不应对银行资本直接投资权益市场有过高预期，制度创新的核心仍是金融支持实体。2）优质龙头银行如果获取券商牌照，将进一步提升以综合金融模式服务客户的能力，无论零售还是公司业务都将受益。3）银行股上半年预期过度悲观，估值大幅回调，安全边际充足，我们依然重点推荐基本面优质的**招商银行、平安银行、宁波银行、建设银行**。
- **风险提示：**1）银行获取券商牌照的政策能否落地、推行进程、政策细节等均存在较高不确定性，本篇报告仅在假设情形下展望政策影响；2）金融让利实体导向下，商业银行信贷业务盈利能力持续承压；3）宏观经济承压背景下，商业银行信贷资产质量风险超预期上行。

图 1：我国每年新增社融中间接融资属性的表内、表外信贷长期占据主导地位（单位：亿元）



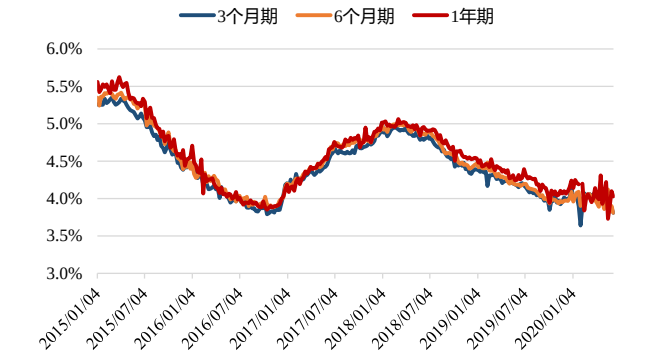
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 2：货币基金与银行理财“类货基”收益率持续下行



数据来源：Wind，招商银行管网，东吴证券研究所

图 3：新发行封闭式理财产品收益率持续下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 4：JPMorgan 分部门业务结构

单位：百万美元	零售银行	投资银行	商业银行	财富管理	集团合计
总收入	55,883	38,298	8,984	14,316	118,692
总收入占比	47%	32%	8%	12%	100%
净利润	16,641	11,922	3,924	2,833	36,431
净利润占比	46%	33%	11%	8%	100%
ROE	31%	14%	17%	26%	15%

数据来源：JPMorgan 年报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn