

# 激活创新提升估值 券商“加杠杆”有望松绑

□本报记者 朱茵

在诸多行业去杠杆之际，证券行业出现“加杠杆”趋势。中国证券报记者获悉，日前证监会向多家证券公司下发《证券公司风险控制指标管理办法（征求意见稿）》，广泛听取意见和建议。新办法将放宽风控限制、净资产比率要求及自营投资净资本的要求，放大券商业务空间，券商杠杆率有望大幅提升至6倍左右。业内人士认为，此举将拓展行业发展空间，有利于提升券商板块估值。



IC图片

## 杠杆上限提升至六倍左右

此次征求意见稿附件有六大表格包括《证券公司净资本计算表》、《证券公司风险资本准备计算表》、《表内外资产总额计算表》、《流动性覆盖率计算表》、《净稳定资金率计算表》和《证券公司风险控制指标监管报表》等。通过对比可以发现，征求意见稿较现有管理办法做出较大的调整，监管指标的设计更趋灵活化和弹性化。新办法将放宽风控限制、净资产比率要求及自营投资净资本的要求，放大券商业务空间，优化杠杆率指标，鼓励发展融资类和资本中介业务。业内人士认为，征求意见稿做出的调整将对券商行业的发展产生多方面的积极意义，充分释放资本压力，资本规模大、净资产收益率高和信用业务规模大的公司，有望获得更大发展空间，而上市证券公司依托强大的资本金保障和各类综合优势，券商板块估值可

望获得提升。

具体来看，相比原有的监管指标，征求意见稿中净资本/净资产、净资本/负债、净资产/负债等三个比例均下调一半，即拟将证券公司的净资本/净资产监管指标由现行的“≥40%”调整为“≥20%”、净资本/负债指标由现行的“≥8%”调整为“≥4%”、净资产/负债指标由“≥20%”调整为“≥10%”。同时，新引入流动性覆盖率和净稳定资金率指标，意在有效进行风险控制的基础上提升证券公司对于净资产和净资本的有效利用。此外，征求意见稿对净资产的扣减方式也进行调整，指标设计更趋合理：一是原有的股票、基金、资管计划等自营投资扣减比例有所提升，二是固定资产和股权投资的扣减比例有所下调。净资产的扣减变化具体为：原有的股票、基金、资管计划等

自营投资扣减比例有所提升，如上海180指数、深圳100指数、沪深300指数成分股扣减比例由5%提升至10%；一般上市股票由10%提升至15%；货币基金由0%变为1%；其他证券公司资管计划由5%变为10%等。下调固定资产和股权投资的扣减比例，原来该两项扣减比例均为100%；征求意见稿将固定资产和股权投资的50%（大概）计入附属净资产，相当于减少了扣减比例。

经专业人士测算，征求意见稿将为证券行业带来两大方面的影响，一是行业净资产将释放约500—700亿元，相当于行业净资产的8%—10%；二是行业杠杆上限将得到提升约2倍左右，如果按照现在的行业平均杠杆3.5—4倍左右，则有望提升到5.5—6倍。行业净资产收益率上限可以从原来的10%—11%提升至13%—15%左右。

## 业务模式创新推动杠杆提升

此次修订和2012年创新大会提出的思路一致，但更为现实的意义在于，当前券商的业务发展与之俱进，信用业务发展迅速，很多券商，尤其是非上市券商风险管理指标来看都快触及到上限了，甚至在一定程度上对开展新业务形成牵制。如果是在现有管理水平之下，只能用自有资金，否则触及监管指标上限，则常常被预警。

相对于传统业务，创新业务基本都是具有更高杠杆度的业务模式，有业内人士介绍说，国际投行的历程就是杠杆应用的历程。花旗乘金融创新浪潮打造“金融超市”，雷曼凭借债券交易在20世纪末迅速崛起，摩根士丹利缔造融资服务的“私人俱乐部”，对业务模式的创新和不同侧重成就了投行业的标杆。我国股指期货和融资融券业务以及股权质押融资类业务的开启推进了我国券商业务模式杠杆提升的新进程；尤其是转融通的推出，大幅提高券商的杠杆化水平。

随着融资融券、约定式回购、直投、并购基金等新业务的壮大，其相对稳定的收益率促使券商

持续扩大业务规模，对资金需求量将大幅增加，直接从需求层面刺激券商通过主动负债提高财务杠杆，进而提升ROE。

本次征求意见稿为证监会在5月15日发布的《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》做了很好的补充。但不同于此前业内2012年证监会发布《完善证券公司风控指标体系总体思路（征求意见稿）》，建议取消证券公司净资本率不得低于40%的监管指标，而是确定了不低于20%的监管指标，并辅以其他灵活的指标。

广发证券分析师认为，意见从现代投行、业务创新、监管转型三个方面明确了主要任务和具体措施，然而由于证券行业严格的净资产，使融资规模的扩大受到限制，创新发展始终后劲乏力。而本次征求意见稿则是解决了推动证券行业发展的资本源动力的问题，净资本监管指标的下调意味着证券行业接下来可以打开更加广阔的创新发展格局，这将有利于证券公司进

一步拓展融资渠道，探索新型融资工具，鼓励融资类业务创新，扩大融资融券、约定购回、股票质押回购等各类创新业务。其中，创新能力、综合实力强，且具显著盈利能力及资本金实力的大型上市券商，尤可获益。

近来券商并购风起云涌，随着公司规模的做大，券商业务空间势必急需拓展。以本次备受关注的申万宏源为例，据国泰君安分析师测算，两公司合并后，2014年净资产收益率有望达到11%，远高于上市证券公司7%左右的净资产收益率均值，在上市证券公司中排名第一。而如果这类行业旗舰军的后续发展，辅以更强的融资能力，资本优势将十分显著。伴随净资产的释放，也将大幅带动融资融券等信用业务的高速增长。如2013年底申银万国和宏源证券合并后融资融券总规模13.2亿元，规模位列第三，其明确提出合并重组之后的新公司，在短期内以将扩大信用业务作为重要业务增长点，这也恰恰与此次监管放松后的行业发展趋势不谋而合。

## 杠杆合理提升成行业发展迫切要求

“从行业发展的现状看，也确实到了修改放松杠杆控制的时候。”一位券商首席经济学家认为，无论是从纵向发展来看，还是横向对比中外券商的现状，都到了放松的时候。

我国证券公司的业务按性质可划分为通道业务、资本中介业务和资本交易业务三大类。之前由于我国证券行业监管过严，证券公司主要覆盖四大传统业务：经纪业务、投行业务、资产管理业务和自营业务；其中经纪业务和投行业务为通道业务，属于中间业务，占比最高；而资本中介的业务（如融资融券业务）才逐步发展起来；证券公司的大部分净资产是以自营业的形式存在。

此前多年的发展来看，通道业务对资本的消耗不算大，并且由于新设营业部的增加最终导致行业整体佣金率的下降，在创新业务推出之前，券商整体ROE水平很难提升。资本交易型业务虽然回报率最高，但券商所承受的风险也最大，自营业绩的波动即是佐证，同时重资本性质的业务通常要求使用自有资金，较难通过负债来提升收益水平。

“只有资本中介业务是券商通道和资本相结合，风险中等，能够通过负债和盘活所管理的资产来提升杠杆率和ROE水平，也是目前我国证券行业创新发展的主要方向。”资深证券行业

的65%下滑至30%。随着行业的转型，证券行业的杠杆持续上升。从国际投行的发展历史看，高盛、美林和摩根士丹利的10年平均杠杆率在20倍以上，次贷危机去杠杆化后也仍维持在15倍左右。目前证券行业平均杠杆1.98倍，其中大券商为2.15倍，远远低于美国1975年佣金自由化的7倍水平。与国际投行10—30倍的杠杆率相比，我国券商行业目前杠杆率处于较低水平。

业内人士认为，目前我国证券行业正处于从传统通道业务向全面中介和投资业务转型时期，已具备杠杆提升条件，有关部门也一直在积极推动。在证监会5月发布的《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》支持券商拓宽融资渠道、明确支持证券经营机构进行股权和债权融资，在境内外发行上市、在全国中小企业股份转让系统挂牌，发行优先股、公司债，开展并购重组；鼓励证券经营机构探索新的融资渠道和新型融资工具；支持证券经营机构开展收益凭证业务试点。

不过，财务杠杆也是把“双刃剑”。造成金融界巨大震荡的2008年金融危机也正是缘于华尔街的高杠杆。因此，适当地控制杠杆、合理地使用杠杆以控制风险仍然是十分必要的；结合其他金融机构和国际投行的经验，选择券商杠杆上限在6倍左右应该是相对合理的。

## 记者观察

### 杠杆是把“双刃剑”

□本报记者 朱茵

杠杆率仿佛一把“双刃剑”，提升或降低，都有其利弊。海外国际投行在金融危机后去杠杆化、降低杠杆率，但国内券商业务发展急需提高杠杆率。不过业内普遍认同，杠杆这一利器，如果长袖善舞，使用得当，则对于当前证券公司的ROE（净资产收益率）提升具有重要的驱动力。

从国际投行的发展历史看，高盛、美林和摩根士丹利的10年平均杠杆率在20倍以上，次贷危机去杠杆化后也仍维持在15倍左右，对于广泛开展买方业务的投资银行来说，10倍左右的杠杆是相对安全的。而中信证券、海通证券等券商即使考虑客户保证金存款的负债，杠杆率仅在2倍上下，即使这2倍的负债中仍存在较大的收益挖掘空间。由于我国证券行业多年实施严格的风控和管制，证券行业的杠杆远低于银行和保险。随着融资渠道和杠杆率的放宽，未来我国证券公司可通过扩展和改善资本结构，推动ROE较快提升。

当前我国证券行业创新和转型的方向是发展创新型买方业务和资本中介业务，通过给券商加杠杆，赚取资本利差，有利于回归佣金中介的本源。当前证券公司的资产负债表中，唯一的负债业务是客户保证金，而这块业务仍然是以同业存款的形式存在，因此证券公司的杠杆极低，如果剔除这部分保证金，证券公司杠杆极小。

资深行业分析师表示，从国际市场看，美国投资银行ROE呈现周期特征。从美国证券行业的数据看，收入和利润的波动频率远高于净利率和ROE，1975年至2010年ROE基本经历3个周期。1975年美国取消固定佣金制后ROE有短暂下滑，随后开始大胆创新，垃圾债券和杠杆收购成为上世纪80年代最富风险的创举，证券公司的税前ROE在1980年达到49.2%的巅峰值，之后逐步收敛。

第二轮ROE的上升动力则来自衍生品的发展和创新。包括佣金收入和承销收入在内的传统业务的波动并不是太大，美国证券公司的佣金收入在90年代稳步上升，增速的波动区间在正负20%。

第三轮是杠杆提升拉动ROE保持较高水平，美国证券行业从2001—2010年的平均杠杆倍数为28.35倍，在2001—2010年的十年间，除次贷危机影响下的2007和2008年之外，美国投资银行的ROE在10%幅度上下波动，最高点为2009年的

24.44%。由此来看，净利润率仅能反映一定资产下的相对收益，传统业务长期会趋于稳定，难以提升ROE水平，对于市场的敏感性也会逐步下降，通过杠杆提升ROE是关键。

2001年以来美国投资银行的ROE主要依靠较高的权益乘数拉动，虽在次贷危机后美国投资银行呈现降低杠杆率的过程，但仍显著高于我国水平；2001—2010年美国证券行业平均杠杆倍数为28.4倍，2006—2012年我国证券行业券商平均杠杆倍数仅为3.7倍。美国投资银行业ROE的推动力主要来源于高权益乘数，而我国证券行业ROE的推动力主要依赖于净利润率的提升，当经纪和投行等业务的净利润率较低时，我国券商的盈利水平也大幅下降。

我国证券业杠杆率处于较低水平。2006年至今我国证券业杠杆率在2.5—6倍间波动，远远低于美国1975年佣金自由化的7倍水平。与国际投行10—30倍的杠杆率相比，我国券商行业目前杠杆率处于极低水平，未来证券行业杠杆具有较大提升空间。

当然，不可否认的是，由于我国证券业经营历史时间较短，在发展过程中出现了很多问题。为规范行业有序健康发展，监管部门制定了相对严厉的以净资本和风险准备资本为主导的风控指标，券商负债筹资扩大业务规模的空间受到限制，这导致券商的资金来源主要以股权融资为主。另外由于历史原因，证券公司自身的融资渠道也比较少，主要局限于银行间市场同业拆借、回购、短期融资券等短期负债工具，中长期的融资工具较少。

但融资渠道可通过业务模式的改变来拓展。证券行业大力发展资本中介等表内业务碰到杠杆上限后，将积极发展表外业务扩展外部杠杆，未来证券公司的杠杆空间将来自管制放松带来的盈利模式和业务模式创新。

有业内人士表示，美林在上世纪70年代推出的CMA账户是通过灵活的产品规则设计，绕开对商业银行的监管，变相开展吸储业务，突破了《格拉斯-斯蒂格尔》法案对分业经营的限制，为美林赢得巨额可管理资产。

目前来看，对于国内券商，融资融券、约定式回购、现金宝、做市商、衍生品交易等业务的开展将提升内部杠杆，风险由证券公司内部承担；而类信托的资产管理业务将提升证券公司的外部杠杆，风险由客户承担，因此风控的层级分化和细化管理十分必要。

## 证券公司风控政策变迁

□本报记者 朱茵

2006年1月，证监会首次就《证券公司风险控制指标管理办法》征求意见。根据《办法》，证券公司可从事的业务范围与规模与其净资产规模挂钩。我国证券公司的风险控制开始由业务准入监管转向实时数据监控。

同年4月，证监会再次就上述办法公开征求意见。与首次征求意见时相比，办法取消了净资产要求，引入了风险准备要求，并将风险准备与券商净资产挂钩。办法设计了两个层次的风险控制指标：一是规定净资产绝对指标和相对指标及其标准，使公司业务范围与其净资产水平相匹配；二是引入风险准备概念，规定证券公司应根据业务规模计算风险准备，以实现对各项业务规模的间接控制，同时配合对部分高风险业务规模进行直接控制，从而建立各项业务规模与净资产水平动态挂钩机制，有效防范业务风险。

可以说，当初设定净资产绝对指标和相对指标的主要目的有两个：一是作为证券公司从事某项业务的资格准入条件之一，实现证券公司业务范围与其净资产水平相匹配；二是要求证券公司必须持续符合规定的净资产充足标准，以满足流动性需要并抵御潜在风险，从而保证客户资产的安全。

2006年7月，经过两次征求意见后，《办法》正式发布，并于当年11月1日实施，恰与10月底的券商整改“大限”相互衔接，这标志着《办法》成为券商常规监管的指南。与征求意见稿相比，《办法》大大放宽了证券公司融资融券业务规模的净资产比例要求，同时降低了承销业务和资产管理业务的风险准备要求，为券商发展业务留足空间。

2007年8月，证监会发出通知，对证券公司净资产计算标准做出调整。其中，证券公司自营股票投资和“其他股权投资”的净资产扣减比例均被提升。这是在

发布《证券公司风险控制指标管理办法》及第一版净资产计算表之后，证监会对净资产计算规则、风险控制指标及其标准、风险准备的计算比例、各项业务规模的计算口径进行的首次调整。2007年9月，证监会开始启动修订《证券公司风险控制指标管理办法》的调研工作。修订后的《办法》日前公开征求意见。

随着行业创新大会的召开，管理层和业内人士都意识到监管指标调整的必要。2012年1月17日，证监会发布《完善证券公司风控指标体系总体思路（征求意见稿）》，建议取消证券公司净资产率不得低于40%的监管指标，取而代之的是核心净资产与资产总额比例不得低于5%的新监管指标，将证券公司的净资产与负债比例从20%调整至10%。但此后征求意见稿迟迟没有出台。

2012年4月11日，证监会发布修改《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》的决定，分别下调自营、资管、融资融券、分支机构等的风险资本准备金计算标准，并下调A、B类公司计算风险资本准备的倍数。2012年11月16日，证监会发布《关于调整证券公司净资产计算标准的规定》，调低券商净资产计算时多个项目的扣减比例。

2013年7月，证监会就券商参与股期、国债期货交易的管理征求意见。认为证券公司参与国债期货交易应当符合现行《证券公司风险控制指标管理办法》及配套文件的要求。初期拟从严要求。对已被国债期货合约占用的交易保证金按100%比例扣减净资产；对已进行风险对冲的国债期货按投资规模的5%计算风险资本准备；将证券公司的净资产与负债比例从20%调整至10%。但此后征求意见稿迟迟没有出台。

2014年8月5日，证监会发布修改《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》的决定，分别下调自营、资管、融资融券、分支机构等的风险资本准备金计算标准，并下调A、B类公司计算风险资本准备的倍数。2014年11月16日，证监会发布《关于调整证券公司净资产计算标准的规定》，调低券商净资产计算时多个项目的扣减比例。