

亚太券商 2023 年展望



Bloomberg
Intelligence



目录

- 02 表现和估值
- 04 中国内地的IPO项目储备比较丰富
- 06 香港IPO市场或迎来复苏
- 09 麦格理ROE或仍将高于同业
- 11 监管要求削减薪酬的压力
- 13 日本券商处境艰难

2023年展望：亚太券商

中国退出动态清零政策、美联储放慢加息步伐以及监管环境变化或将奠定亚洲券商 2023 年利润前景的基调。如果自11月初以来的股市反弹能够持续，中资券商的利润将有望增长。由于监管审查高管薪酬，中资券商料将加强成本控制。在截至3月的2023财年，麦格理集团的股本回报率(ROE)或超17%，原因是该集团资产管理部門表现强劲，有望抵消资本市场业务走弱的影响。野村和大和在零售、承销和交易业务方面可能都会面临挑战。

表现和估值

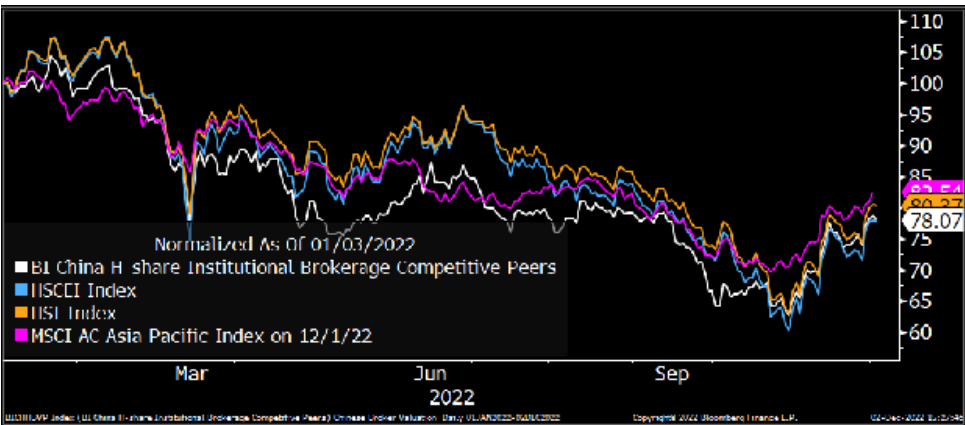
亚洲券商估值将取决于资本市场活动

中资券商的估值可能取决于经济持续复苏的预期以及疫情管控措施的放松。日本券商的估值可能会受到交易和承销业务放缓拖累。麦格理的 ROE 低于澳大利亚其他金融机构，可能需要削减超额资本才能提高 ROE。

中资券商收益的周期性特征

2022 年前 11 个月，在香港上市 13 家规模最大的中资券商平均下跌了 22%，与恒生国企指数的跌幅大致相同。券商板块承压的原因包括避险情绪、疫情封控影响、监管要求降费的压力以及对高管薪酬进行审查。由于有迹象表明政府可能会改变动态清零的政策立场，并出台房地产行业的刺激措施，股市自 11 月初以来出现反弹，而券商的手续费和投资收入有望从中获益。

在 H 股上市券商中，东方证券的股价表现最差，投资亏损及资产管理服务费收入骤降可能是主要原因。光大证券有望实现更强劲的收益增长，再加上减值拨备转回的提振，光大证券的股价跑赢同业。



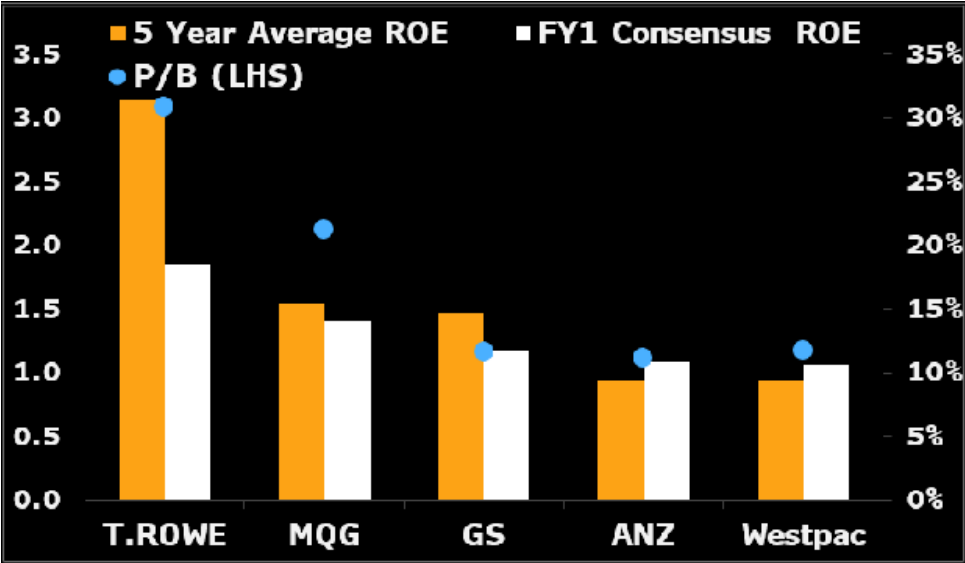
中资券商板块表现不佳

Source: Bloomberg Intelligence

麦格理 2.1 倍的市净率反映较悲观的市场普遍预期

麦格理的市净率为 2.1 倍, 低于过去五年的平均水平, 自 1 月以来已下降 33%, 这似乎反映了市场对该集团 2023 年 14% 的 ROE 的普遍预期 (我们认为偏保守), 远低于 16% 的五年平均水平。麦格理的估值仍比西太平洋银行和澳新银行高出近一倍, 但与资产管理公司平均 2.9 倍的市净率相比, 估值水平存在优势。我们认为, 轻资产运营的资产管理公司与麦格理集团的资管业务更相似, 它们 18% 的五年平均 ROE 也是如此, 因此更有可比性。麦格理对高盛、摩根士丹利和澳大利亚同业都存在估值溢价, 反映出后者的回报率更低 (表明资本要求更高)。

截至 9 月 30 日, 麦格理的超额资本为 120 亿澳元, 只有大幅降低超额资本才能提升 ROE, 而我们认为这或可通过并购实现。收购更多资产管理公司应该会对麦格理的回报率提升十分有利。



回报率与估值 vs. 同业
Source: Company Filings, Bloomberg Intelligence

日本券商或面临销售和承销业务疲软

野村、大和等日本券商或将面临销售和交易收入增速放缓、承销业务下滑以及运营成本上升的挑战。伴随美国利率波动出现的固收类交易收入增长, 可能不足以抵消日本股市大跌导致的股票相关收入下降。但潜在利好因素在于, 日本券商管理的零售和机构资产规模以及并购顾问费收入都颇具韧性。

2022 年前 11 个月, 野村和松井证券的股价总体保持稳定, 跑赢 SBI (大跌 16%)。SBI 的收益倍数可能会很容易受到加密资产市场波动以及该公司在金融科技业务投资的影响。



日本机构券商的股价表现
Source: MRR <GO>, Bloomberg Intelligence

中国内地的IPO项目储备比较丰富

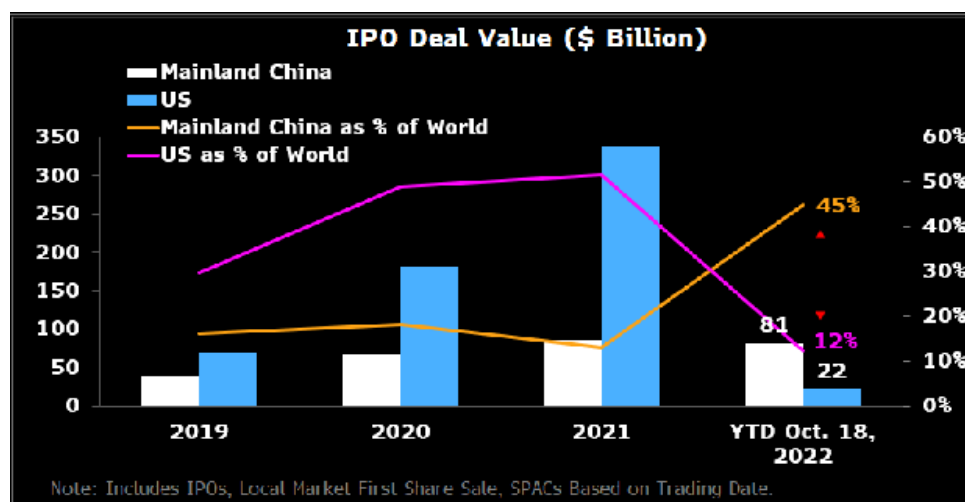
中国IPO集资额达美国三倍；中信、中金的领先优势或将扩大

尽管今年中国内地IPO集资额大幅升至美国市场集资额三倍以上、接近全球集资额的近一半，中国市场IPO活动或将继续增长；相比之下，去年增幅为13%。中信证券、中金公司和中信建投取代高盛、摩根大通和摩根士丹利，跻身全球四大IPO承销商之列。

中国内地IPO集资额逆势大增 全球市场下滑

第三季度，中国内地IPO集资额同比大幅上升17%，与全球市场下降57%、美国市场下降94%形成鲜明对比。由于有大量待进行的IPO交易，强劲势头可能将持续至第四季度。根据彭博汇编的数据，按季度集资额计，上海、深圳和北京交易所合计占全球IPO集资额的一半左右。

中国内地交易所和投行有望受益于因中美紧张局势升级和市场改革而掀起的一波上市“回归”浪潮。中国政府希望为企业创造更加便利的直接股权融资环境。目前正酝酿在全国范围内推出基于注册制的IPO系统，但启动时间尚不确定。



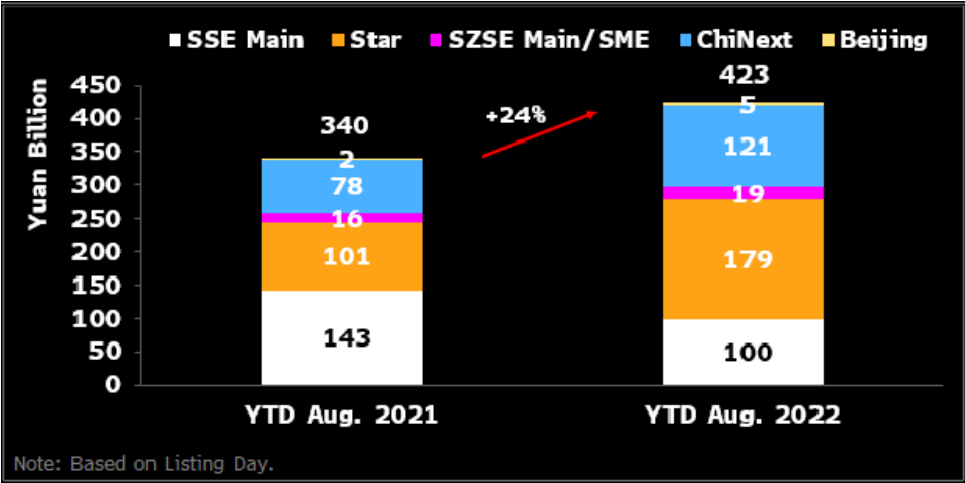
全球交易所IPO集资额 (10亿美元)

Source: Bloomberg Intelligence

从美国退市及国内市场改革利好本土上市

2022年前9个月，中国内地 IPO 集资活动受到规模较小的新经济公司在上海科创板和深圳创业板上市的带动。中小型企业或将受益于政府推出的一些旨在为其提供股权融资便利的举措。为支持初创企业和创新型企业，北京证券交易所于2021年11月开市。

最大的IPO交易是在上海主板上市的中国移动和中海油。美国实施制裁后，这些国企集团便在上交所上市，并从纽交所退市。尽管中美监管机构试图就联合审计安排进行协商，但这一回流趋势恐怕仍将持续。



中国内地 IPO 情况一览
(按交易所划分)

Source: SSE, SZSE, BSE, Bloomberg Intelligence

按IPO交易市场份额计，中信证券、中金居全球之首

与全球同业相比，包括中信证券、中金和中信建投在内的大型中资券商可能会受益于中国数量巨大的待进行的IPO交易。根据彭博编制的全球股票 IPO 承销排行榜，按集资额计，中信证券在全球拥有最大的咨询市场份额；在1月1日至10月18日期间全球进行的1,323宗IPO中，该公司占10.3%，其次是中金，其市场份额为5.65%，超过了花旗和高盛。上半年中金和中信建投收入的20-22%来自投行业务收入，与国内同业相比，它们或许更能够从交易数量大幅增长中受益。

外国公司仍然难以深入参与中国投资银行业务。中国股票 IPO 承销排行榜前20名中没有非中国公司。瑞银的集资额占比为0.63%，排在第26位。

Manager	Rank	Vol (MM USD)↓	Issues	Fees	Table Share (%)
CITIC Securities	1	16,658.73	67	3,750	10.35
China International Capital Corp	2	9,337.05	53	10,013	5.80
Citi	3	6,967.43	31	3,207	4.33
China Securities	4	6,311.88	36	5,083	3.92
Goldman Sachs	5	5,494.24	21	3,178	3.41
Haitong Securities	6	5,419.59	46	6,457	3.37
Huatai Securities	7	4,941.91	33	5,160	3.07
BofA Securities	8	4,273.22	23	2,984	2.65
Morgan Stanley	9	4,025.26	27	2,276	2.50
Guotai Junan Securities	10	3,801.18	39	6,082	2.36
JP Morgan	11	3,433.16	25	4,686	2.13
HSBC	12	2,905.12	13	3,935	1.80
Credit Suisse	13	2,519.51	15	1,553	1.57
Guosen Securities	14	2,215.50	17	8,323	1.38
Minsheng Securities	15	2,191.92	17	7,414	1.36

全球股票 IPO 承销排行榜，
1月1日-10月18日

Source: LEAG <GO>, Bloomberg Intelligence

香港IPO市场或迎来复苏

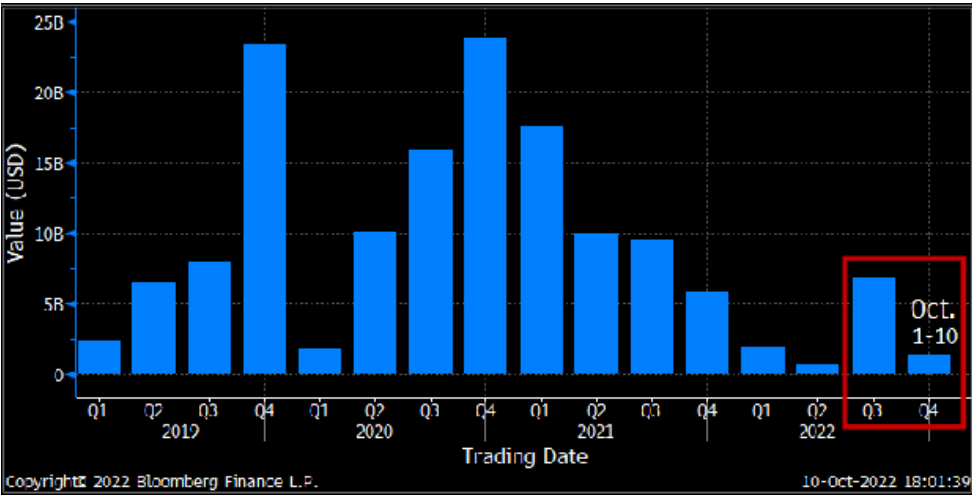
香港 IPO 最艰难的时刻或已过去，但困难依然存在

在上半年筹资规模暴跌91%之后，香港首次公开募股(IPO)可能会在2023年大幅反弹，原因是中国内地政府的网络安全规定范围之外有大量规模较小的公司等待上市，以及在美国上市的中资巨头纷纷回港上市。在监管部门明确境外上市规则之前，重磅IPO回归的可能性不大。

香港 IPO 市场出现复苏迹象

7月1日至10月，香港通过IPO筹集的资金规模反弹至82亿美元，较上半年的低点上涨逾三倍，主要由于受压抑的对新资本的需求得到释放，但受市场情绪紧张的影响，筹资规模仍远低于2021年之前的水平。小型企业推动了新股上市，这一趋势可能会持续下去。在2022年前九个月上市的56家公司中，只有三家公司筹集的资金超过了10亿美元。截至9月底，香港的IPO申请依然强劲，有137宗活跃申请。然而，要推动更具实质意义的复苏，就需要改善市场环境，提高对网络安全、数据安全和境外上市规则的监管透明度。

一些公司（如李泽楷旗下的保险公司富卫集团）虽取得了香港IPO的批准，但推迟了股票发行。



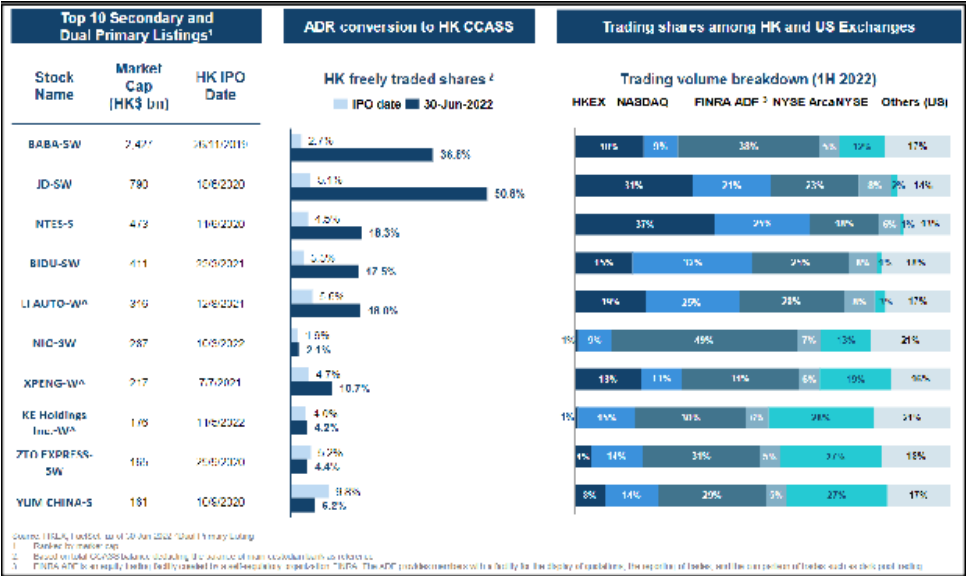
香港 IPO 集资额 (按上市日期)

Source: Bloomberg Intelligence

港交所成交额因ADR转换而上升

在中美关系紧张的情况下, 阿里巴巴、京东等在香港二次上市的中资企业或理想汽车、哔哩哔哩等双重主要上市的中资企业, 将交易活动从美国转移到香港的趋势将会持续下去。截至6月底, 阿里巴巴在香港的自由流通股占其总股份的比例飙升至36.8%, 较不到三年前IPO时的2.7%大幅上升。我们估计, 如果这些两地上市公司的港股成交额占ADR的比例从目前的22%跃升至30%左右, 港交所的成交额可能会增加5%。

为适应这一转变, 港交所自1月1日起放宽了对大中华区传统行业公司和尚未实现收入公司的上市要求, 并将最低市值规定降至30亿港元。



ADR继续转换为港股

Source: Company Filings, Bloomberg Intelligence

更多双重主要上市有望提振沪深港通资金流量

双重主要上市相比二次上市的一大好处是有资格被纳入南向通的股票名单。哔哩哔哩、百盛中国和宝尊电商都在 10 月将其二次上市转为了双重主要上市地位，而阿里巴巴也有类似计划。其他美国上市、香港二次上市的公司，包括京东集团、网易、百度和蔚来汽车也可能很快就会跟进。根据我们的计算，如果上述公司均被纳入沪深港通名单，那么南向交易的成交金额可能获得最高约 19% 的大幅提升，其中 6-8% 来自阿里巴巴。我们在计算中假设这些公司一起贡献的交易活动约等于腾讯加美团的总和，这也符合它们的可比市值。

小鹏汽车、理想汽车、百济神州和百盛中国等双重主要上市公司都已经在沪深港通的股票名单上，哔哩哔哩可能最快在明年三月加入。

	Market Cap. \$ Billion	HK Avg. Daily Turnover (November) HK\$ Billion	Southbound Avg. Daily Turnover (November) HK\$ Billion	Southbound Avg. Daily Turnover as % of Total
Most Actively Traded Tech Stocks Through Stock Connect				
Tencent	382	11	2.7	24%
Meituan	138	7	1.6	23%
Secondary Listings in Hong Kong				
Alibaba	230	6		
JD.com	88	2		
NetEase	46	1		
Other	147	1		
Hong Kong Total	4,559	108	22.1	20%
Tencent and Meituan as % of HK Total	11%	17%	19%	

二次上市转为双重上市提振南向交易

Source: HKEX, Bloomberg
Intelligence

麦格理 ROE 或仍将高于同业

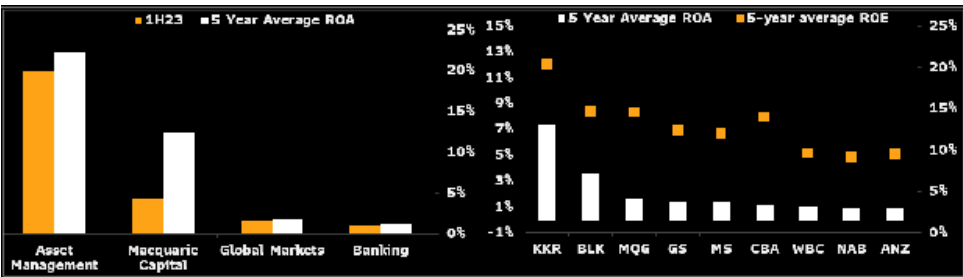
麦格理 2023 财年 ROE 或高于 17%，不受周期性放缓影响

尽管困难重重，麦格理的 2023 财年 ROE 或仍将达到 17%，高于 2016 年以来 15% 的平均水平以及市场普遍预期的 14%。麦格理资产管理部门的资产回报率(ROA)高达 22%，其资产管理规模通过收购增加了 1,600 亿美元，这应该有助于提高回报率，抵消周期性业务可能出现的放缓。其他年金业务也应该比较强劲。

麦格理资管部门 ROE 较高

2023 财年上半年，麦格理资产管理的 ROA 为 20%，远高于集团的其他三项业务以及全球同业，有望推动集团 ROA 高于 2% 的五年平均水平。2022 财年，资本密集程度更高的业务表现出色，资产管理业务的增长或将抵消这些业务的回报率降至正常水平的影响。集团旗下麦格理资本、大宗商品和全球市场以及银行和金融服务部门的五年平均 ROA 分别为 12.4%、1.8% 和 1.2%，与高盛、摩根士丹利和澳大利亚银行的水平相当。

集团 ROA 低于资产管理同业 KKR 和贝莱德，但麦格理的杠杆率更高，从而将其 2017 年以来平均 ROE 推升至更具可比性的 15%。麦格理资产管理的轻资产模式将有利于提高集团层面的杠杆率，从而进一步提升回报率，尤其是如果并购能够延续 2022 财年辉煌的话。



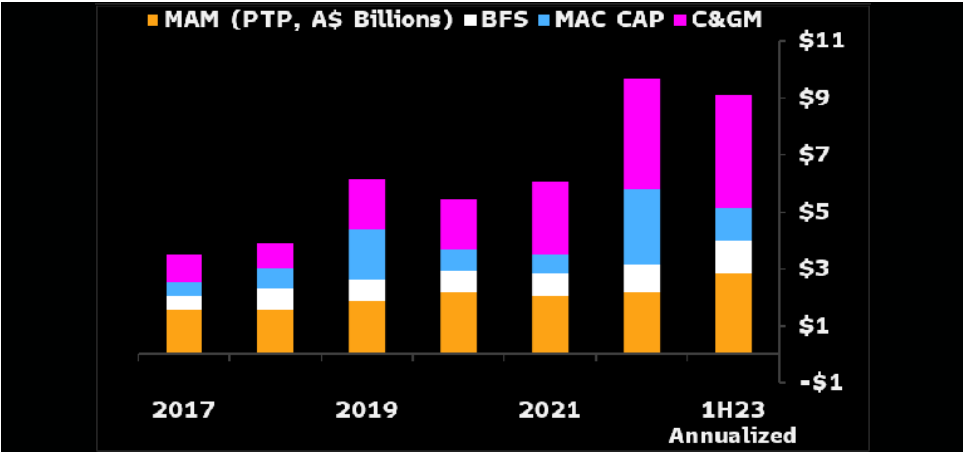
麦格理 MODL

Source: Company Filings, Bloomberg Intelligence

年金业务支撑增长

麦格理的年金式资产管理、企业和资产融资以及零售银行有望在不同经济周期都能实现稳定回报。在2022年9月30日结束的2023财年上半年，年金业务占集团利润的50%，尽管这一占比一般会高于60%。过去16年，年金业务的平均ROE为22%，而资本市场业务为16%。资产管理规模在各种市场环境下可能都会增长，因为该业务在区域、产品、资产类别和投资者类型方面都在扩张，而且还将受到并购的助推。2022财年，并购推动资产管理规模增长超过1,600亿澳元。考虑到122亿澳元的超额资本，2023财年麦格理可能会实施更多并购。

集团的业务遍布多个地区，美洲占2023财年上半年集团利润的38%，接下来是澳大利亚（占28%）、欧洲、中东和非洲（占24%）以及亚洲（占10%）。



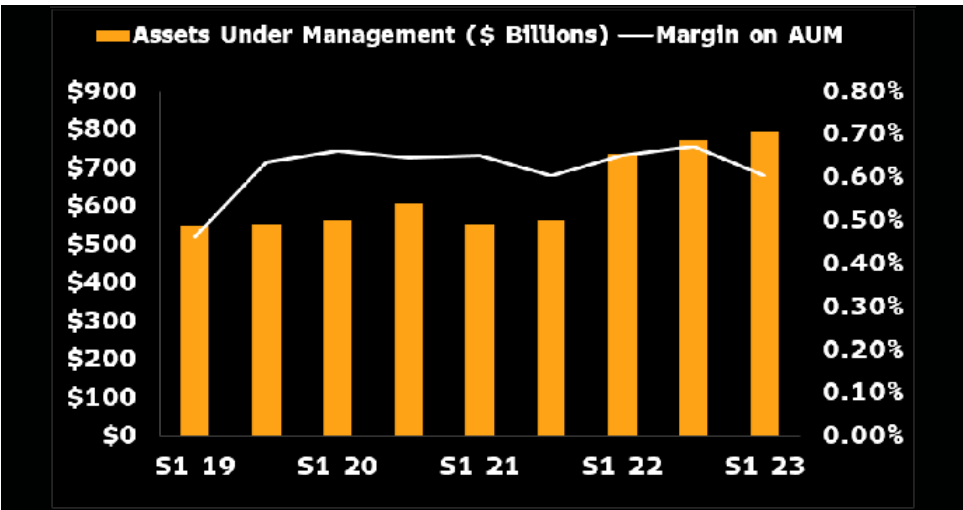
利润构成（按业务）

Source: Bloomberg Intelligence; Company Filings

ROE有望得到进一步提振

如果麦格理资产管理的平均管理费率提高至Platinum收取的1.2%，麦格理2023财年（3月底结束）的ROE有望达到20%。如果平均管理费率提高至Value Partners收取的0.9%（可能性更大），麦格理的ROE或仍将高于17%。鉴于麦格理的私募市场基金长期表现亮丽，将其1%左右的管理费率提高至与同业一致的水平（有些高于1.5%）应该是合理的。

考虑到麦格理资产管理部的平均税前ROA为22%，远高于集团的2%，我们认为该部门的进一步并购亦可作为回报率提供支持。实施更多并购是有可能发生的，因为超额资本高达122亿澳元。与Waddell and Reed的合并凸显出并购可能增厚业绩，因为其1.1%的平均管理费率提高了麦格理资产管理的回报率。



资产管理基础费率和资产管理规模

Source: Company Filings, Bloomberg Intelligence

监管要求削减薪酬的压力

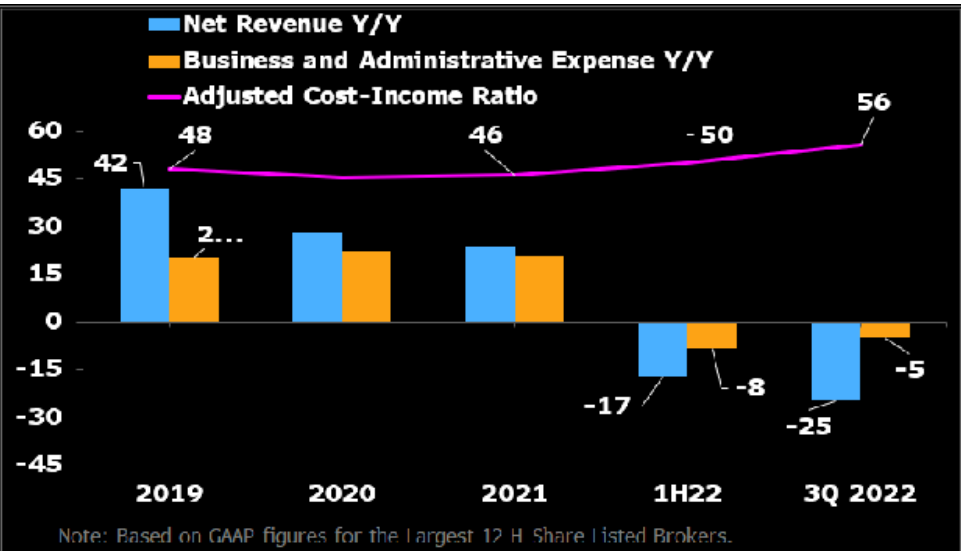
利润大幅下滑或导致中资券商薪酬缩水16%

由于利润可能暴跌，中资券商或在2022年将员工薪酬削减约16%。监管部门警告称，在国家推动共同富裕的过程中，杜绝过度激励和短期激励。我们认为，海通证券和广发证券将在受冲击最严重的公司之列。

中资券商或会进一步削减成本

中资券商可能会大幅削减成本，将成本收入比进一步恶化的可能性降至最低，并遵守券商限薪的新规定。尽管股市在放松防疫限制的预期下出现反弹，但11月股市成交量仍低于一年前水平。中国内地经济增长放缓、手续费利润率收窄以及香港IPO市场低迷，均可能对收入增长前景带来压力。新的监管指引鼓励企业将平均工资增长限制在利润增速水平。市场普遍预期2022年A股十大券商的利润将大幅下降16%，这一预测可能偏乐观，因为这意味着第四季度利润将环比反弹33%。

今年的绩效薪酬可能会大幅减少。2022年前九个月，业务及管理费下降了7%。



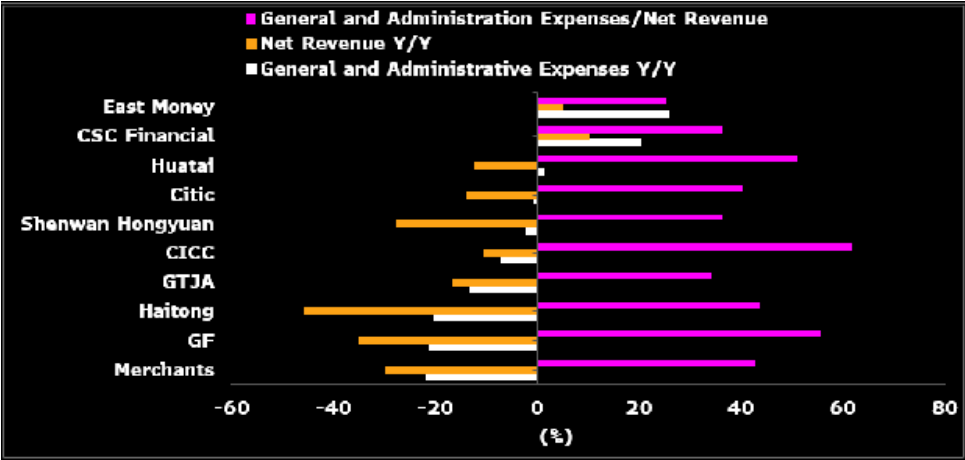
成本收入比还将恶化

Source: Company Filings,
Bloomberg Intelligence

海通和广发成本削减力度最大；东方财富和中信建投具备韧性

在大型券商中，海通和广发的成本削减力度最大，因收入大幅下滑，2022 年前九个月的业务及管理费下降了 20%-22%。海通证券受到其在港上市的亏损子公司海通国际的拖累。广发证券则遭受了巨大的投资损失。即使在市场阻力和防疫封控带来的干扰下继续削减费用，它们第四季度的成本收入比也可能恶化。

东方财富和中信建投则逆势而上。东方财富的经纪和基金销售市场份额增长颇具韧性。中信建投受到投资银行业务的提振，成为行业亮点。根据彭博中国股票 IPO 承销排行榜，该公司所占市场份额为 8.5%。



收入和费用增长 (2022 年前九个月)
Source: Company Filings, Bloomberg Intelligence

监管部门要求券商限制薪酬

中国财政部 7 月要求国有金融机构将高级管理人员基本薪酬限制在薪酬总额的 35% 以内，绩效薪酬的 40% 以上应当采取延期支付方式，延期支付期限一般不少于三年。此前，中国证券监管部门在 4 月份出台规定，要求券商制定长效合理的薪酬标准，中国证券业协会也在 5 月份出台了关于避免过度短期激励的指引，要求递延支付薪酬，并避免将薪酬与承销收入直接挂钩。

2021 年，薪酬成为中国证券业协会评估企业文化的一个关键指标。评分办法在于防止相关机构的平均工资增幅超过净利润增速。当利润下降时，如果平均工资持平则不会被扣分。

日本券商处境艰难

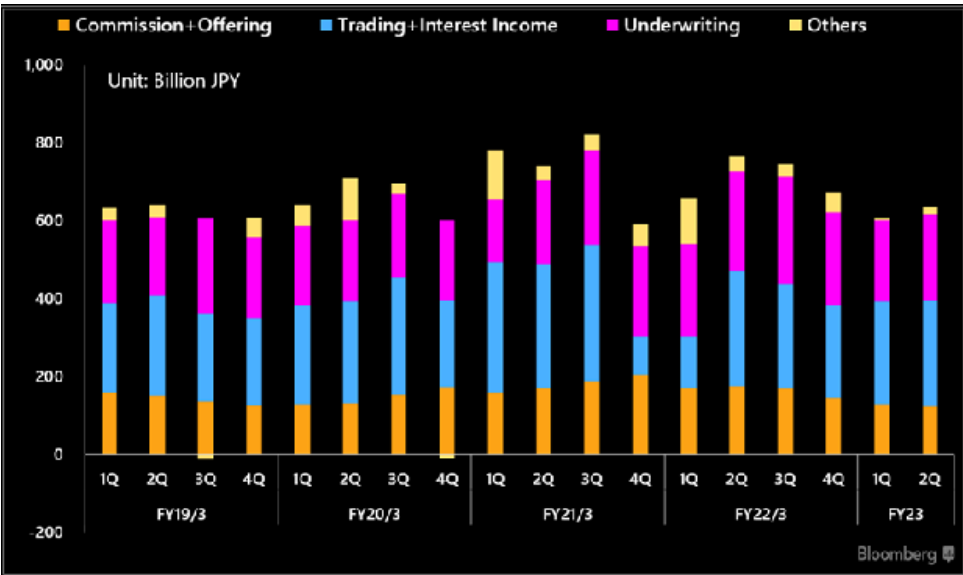
日本前五大券商的业绩：全面疲软

第二财季（7-9月），日本前五大券商连续第三个季度报告业绩疲软。债券相关收入伴随美国利率波动而增加，但未能抵消股票相关收入的减少。由于日本国内市场几乎没有增资和二次发售交易，股票承销收入大幅下降。

承销收入继续大幅减少

第二财季，日本前五大券商的合计营运净收入比上一财年的季度平均水平下降了10%。交易相关手续费收入下降29%，承销收入则大幅下降56%，因为其本土股市基本没有增资或二次上市项目，这影响了股票经纪和交易方面的收入。承销收入和交易相关手续费收入都低于2022年第四财季和2023年第一财季的水平。与上一财年的季度平均水平相比，零售投资信托相关手续费收入接近腰斩，反映出市场的疲软。

由于债券相关收入接近翻倍，交易和利息收入合计较上一财年的季度平均水平增长52%，但不足以抵消其他收入的下降。其他手续费收入（并购顾问费和资产管理服务费）小幅下降2%。



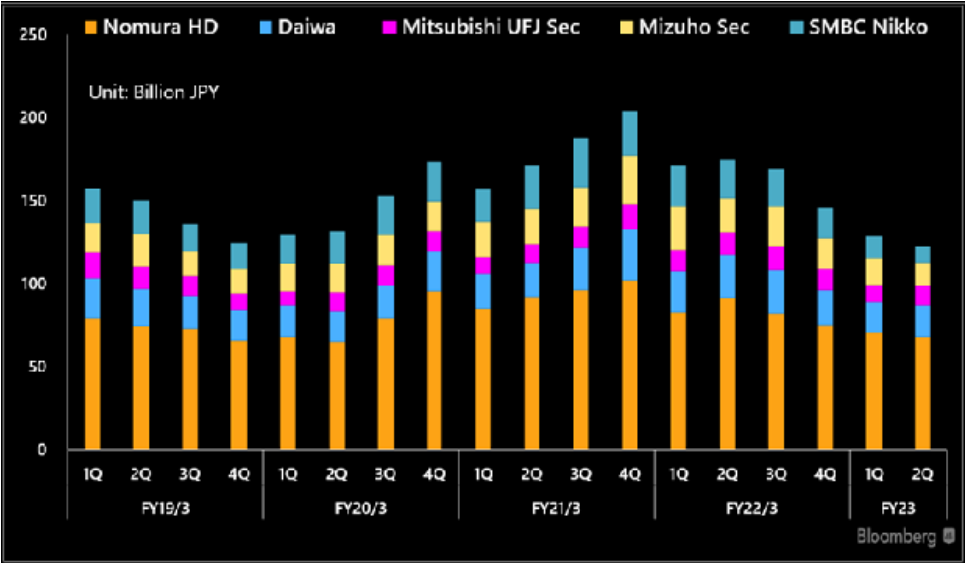
收入构成

Source: Company filings

销售相关收入锐减

与上一财年的季度平均水平和过去 16 个季度的平均水平相比，销售相关收入都下降了 20% 以上。与上述两个期间的水平相比，三菱日联的交易相关收入仅分别下降 15% 和 8%，但野村分别下降了 18% 和 17%，大和证券下降 21% 和 15%，瑞穗证券下降 36% 和 29%，而 SMBC 日兴证券相对这两个期间均大幅下降了 55% 左右，因为丑闻似乎影响了该公司的零售业务。

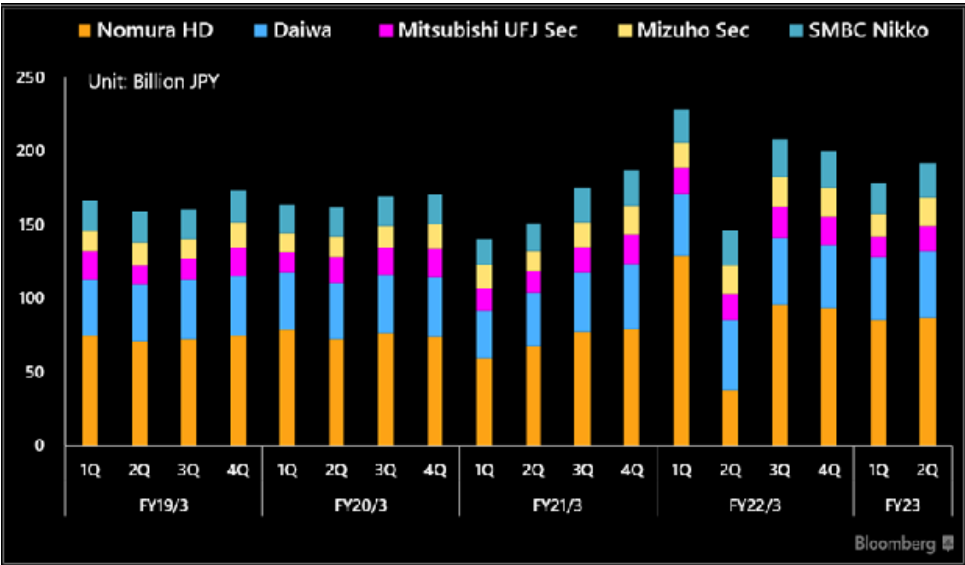
4-9 月，东京证交所主板市场的日均成交额为 3.2 万亿日元，与上一财年同期持平。但标准板和成长板市场（以散户交易为主）的合计成交额为 2,043 亿日元，低于一年前的 2,460 亿日元。



佣金和股票发行收入
Source: Company filings

资产管理：房地产资产功不可没

第二财季，其他手续费收入（包括并购顾问费和资产管理服务费）与上一财年的季度平均水平持平，但比过去 16 个季度的平均水平增长 11%。日本券商的顾问费收入与上一财年的平均水平持平，但美国投行的顾问费收入下滑了 40%。部分受加息影响，美国和欧洲的并购交易数量大幅减少，但日本的并购交易数量在日元贬值和原材料价格上涨的背景下仍相对较高，原因在于日本国内利率总体未变。资产管理余额从 3 月底小幅下降，但另类资产类别（包括房地产）和私募股权的余额增长帮助抵消了传统资产类别（股票、债券和投资信托）的下滑。



其他佣金（资管、并购）
Source: Company filings

关于彭博 行业研究

彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence, BI) 以独立的视角提供全球 2000 多家公司、135 个行业和市场的交互式数据和投资研究。我们的团队拥有 350 多名研究专家，帮助客户在快速变化的投资环境中自信地做出决策。BI 分析拥有来自彭博的实时透明数据和 500 家第三方数据的支持，客户可以借助我们的这些数据来完善及支持他们的构想。彭博行业研究仅可通过彭博终端或彭博专业服务应用获取。如需了解更多信息，请联系彭博客户代表或申请产品介绍及演示。



Functions Menu ▾

Message



ings

Searches Coronavirus, Oil, China

BI

Bloomberg Intelligence

Private Equity Dry Powder Deployment
um Covid-19 Outlook
es May Worsen as Rating Boost Moderates
w: Balance Sheet Over

Spotlight | More »
GE Default Probabilities

40.0%
35.0%
30.0%



了解更多

如需了解更多信息，请在彭博终端®
上按 <HELP> 键两次。

北京	香港	纽约	新加坡
+86 10 6649 7500	+852 2977 6000	+1 212 318 2000	+65 6212 1000
上海	伦敦	旧金山	悉尼
+86 21 6104 3000	+44 20 7330 7500	+1 415 912 2960	+61 2 9777 8600
法兰克福	孟买	圣保罗	东京
+49 69 9204 1210	+91 22 6120 3600	+55 11 2395 9000	+81 3 4565 8900

[bloomberg.com/intelligence](https://www.bloomberg.com/intelligence)

The data included in these materials are for illustrative purposes only. The BLOOMBERG TERMINAL service and Bloomberg data products (the "Services") are owned and distributed by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") except (i) in Argentina, Australia and certain jurisdictions in the Pacific islands, Bermuda, China, India, Japan, Korea and New Zealand, where Bloomberg L.P. and its subsidiaries ("BLP") distribute these products, and (ii) in Singapore and the jurisdictions serviced by Bloomberg's Singapore office, where a subsidiary of BFLP distributes these products. BLP provides BFLP and its subsidiaries with global marketing and operational support and service. Certain features, functions, products and services are available only to sophisticated investors and only where permitted. BFLP, BLP and their affiliates do not guarantee the accuracy of prices or other information in the Services. Nothing in the Services shall constitute or be construed as an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates, or as investment advice or recommendations by BFLP, BLP or their affiliates of an investment strategy or whether or not to "buy", "sell" or "hold" an investment. Information available via the Services should not be considered as information sufficient upon which to base an investment decision. The following are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries: BLOOMBERG, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG MARKETS, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG TERMINAL and BLOOMBERG.COM. Absence of any trademark or service mark from this list does not waive Bloomberg's intellectual property rights in that name, mark or logo. 本材料中所包含数据仅供说明之用。©2023 彭博 2193832 0123