



黄大智：北交所要来了 证券 指数基金应该怎么投？



文/意见领袖专栏作家 黄大智

9月2日晚间，资本市场再次迎来了爆炸性的新闻。

根据官方消息，国家将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立“北京证券交易所”。

消息一出，立刻刷遍全网。

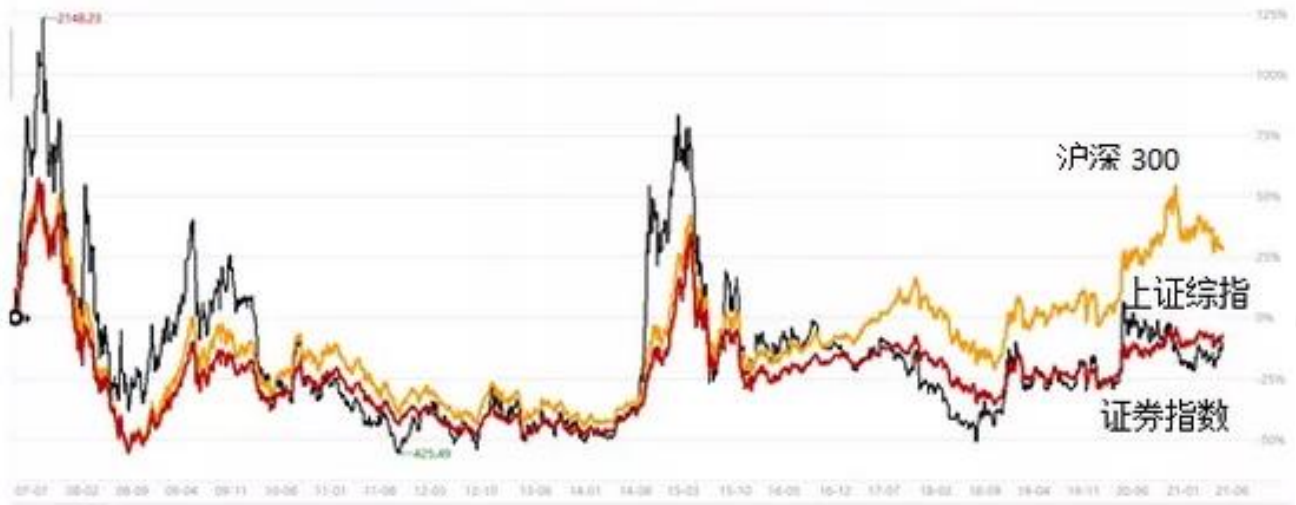
而证券行业，作为成立新交易所最直接受益的板块，也掀起了讨论的热度。那么，与券商行情直接相关证券指数基金，又要怎么投？

一、证券行业近期和历史的表現如何？

证券行业是一个典型的周期性质的行业，但是与其它周期性的行业不同，证券行业跟随的并不是经济的周期，而是“股市的周期”。由于证券行业几大类业务都与股市的表现息息相关，因此当市场对股市的未来预期变好时，证券公司会成为最直接的受益者，行情也会率先启动，所以素有“牛市发动机”的称呼。

不过如果放到比较长的历史维度去考察，券商行业与市场平均水平（沪深300）并无超额收益，其走势与上证综指基本同步。

长期来看，证券指数与上证综指同步，且并无超额业绩



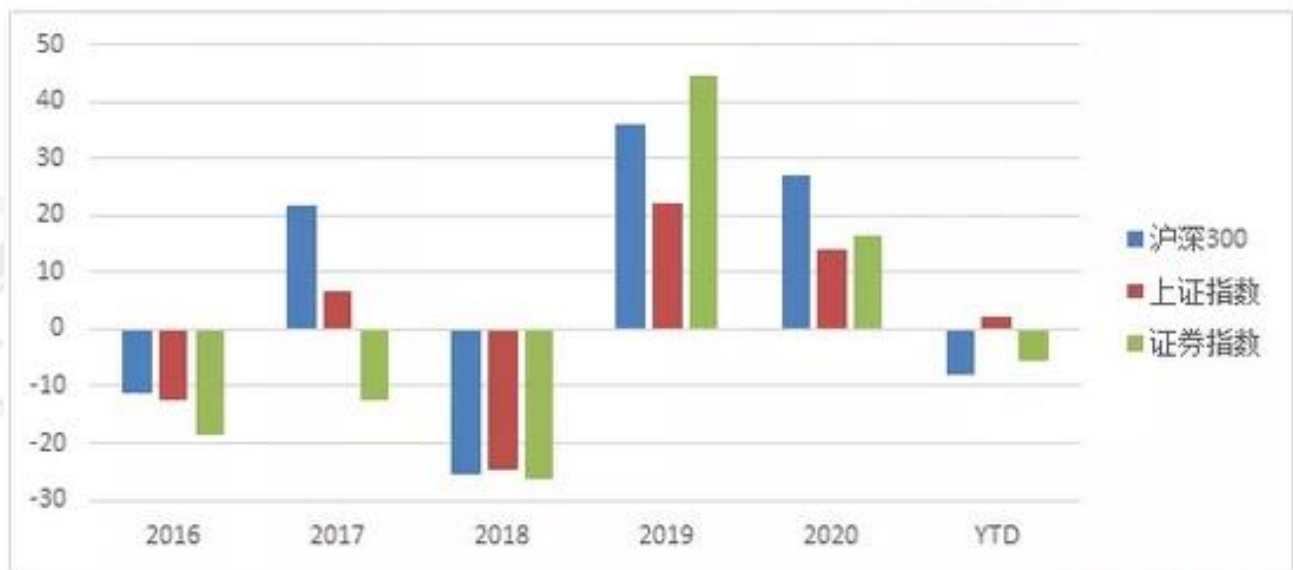
数据来源: Wind

注: 如无特别说明, 日期皆截至 20210831

证券行业具有明显的“脉冲式”涨跌的特点，市场情绪好转时，证券行业快速上涨且幅度远超市场宽基指数，股市随即变暖。市场情绪转熊时，证券行业领跌，且跌幅和跌速也超过市场宽基指数。因此，证券行业也被称之为“周期之王”。

分年度看，这种特点更加明显，在市场表现较差的 2018 年，证券指数跌幅比沪深 300 和上证综指更大。在由熊转牛的 2019 年，证券指数的涨幅也比沪深 300 和上证综指更大。

相比于宽基指数，证券指数的涨跌幅更大（%）



数据来源：Wind

二、证券行业的投资逻辑？

近年来证券行业盈利模式的变化，使行业的投资逻辑也在发生变化，逐渐从轻资产运营过渡到重资产模式，以盈利模式（ $ROE = ROA \times \text{权益乘数}$ ）来看，ROA 由轻资产业务决定，杠杆由重资产业务决定。

分业务来看，作为一种和股市伴生的行业，证券公司业务非常的清晰明了。可以分为自营业务、经纪业务、承销业务、资管业务、类贷款业务以及其它业务。

自营业务即使用自有资金进行投资，主要取决于股市的整体走势及券商的投研水平。

经纪业务即收取证券交易的手续费，取决于股市中的换手率和佣金率。

承销业务即投行业务，包括对于股票和债券的承销，取决于承销债/

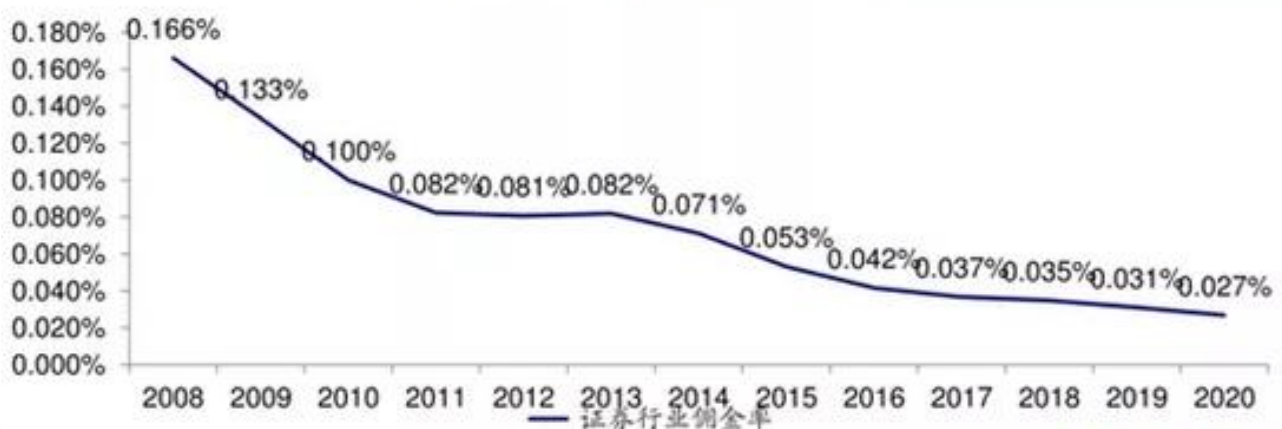
股的量和承销费率。

资管业务则主要包括证券公司资管计划及代销、托管的基金等产生的收入，取决于规模及代销的费率。

类贷款业务则是证券公司提供的融资、融券的两融业务，取决于规模和利差。

经纪及自营业务为券商的传统业务，是证券公司核心的驱动力之一。但是，网上开户的普及和一人多户的政策，使券商传统业务的佣金率逐渐下降，因此该部分对于券商的驱动力越来越弱。但是，作为最传统也是最基本的业务，当股市交易量明显放大且情绪高涨时，就是证券行情最大的催化剂，此时券商的杠杆率会明显上升，并进而带动 ROE 的上升。

证券行业佣金率快速下行



传统的业务之外，另一个很重要的新的驱动力在于证券公司的财富管理业务，这也决定了行业的 ROA 边际变化水平，其中核心在于基金的代销业务，而公募基金市场的爆发则源于居民的财富配置需求，在“房住不炒”

的调控理念下，房地产在财富配置中的作用将逐渐削弱，居民资产配置将进一步转向权益，权益财富管理市场潜力较大，也会带动券商基本面的长期抬升。

从这个角度而言，就可以很好的理解为何东方财富的市值能够力压老牌龙头中信证券。核心原因就在于，同等的杠杆水平上，轻资产业务（基金代销）上的边际大幅度增加，能够带来 ROE 的较大增长。

三、证券指数包含哪些成分股？

在行业指数中，证券行业指数在国内算是一个比较早的指数。目前有基金跟踪的指数主要就是中证全指证券公司指数（以下简称“证券指数”），并以此为标准衡量证券行业的市场表现。

证券指数中成分股的选择是依托于中证全指的行业分类进行，在其细分的“证券行业”中，按照日均成交额、日均市值等一系列指标精选 50 只股票，作为证券指数的成分股。当中证全指的行业分类发生调整时，证券指数成分股随之而调整。

证券指数十大重仓股

代码	简称	权重 (%)	总市值 (亿)	自由流通市值(亿)	PETTM	申万三级行业
300059	东方财富	14.889	3198.92	2356.99	47.77	证券Ⅲ
600030	中信证券	12.926	3319.6	2006.88	18.27	证券Ⅲ
600837	海通证券	7.251	1660.46	1037.52	12.24	证券Ⅲ
601688	华泰证券	4.985	1486.76	850.11	12.2	证券Ⅲ
601211	国泰君安	4.733	1582.14	753.91	11.56	证券Ⅲ
600999	招商证券	3.982	1579.29	547.77	14.48	证券Ⅲ
600958	东方证券	3.694	1046.95	628.6	26.86	证券Ⅲ
000776	广发证券	3.321	1447.24	518.44	14.22	证券Ⅲ
601377	兴业证券	3.147	665.65	473.16	13.8	证券Ⅲ
000166	申万宏源	2.503	1176.88	466.22	14.26	证券Ⅲ
总计		61.431	17163.89	9639.6	-	-

数据来源: Wind

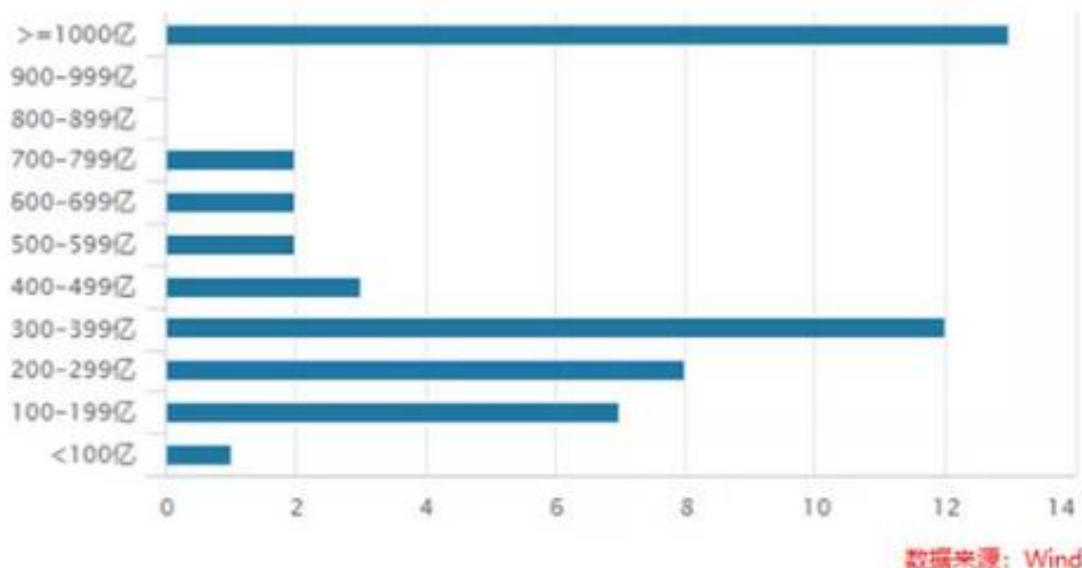
市值风格方面，证券指数中的成分股多数是大盘价值股，主要权重集中在沪深 300 成分股重，指数风格比较偏向大盘价值。

四、证券指数集中度如何？

集中度方面，证券指数前十大权重股占比为 61%，前三大权重股分别为东方财富、中信证券、海通证券，三者权重合计占比近 35%。指数的龙头效应非常显著，指数的上涨主要依靠龙头券商的上涨，而非证券公司整体上涨。

市值分布方面，证券指数中超过 1000 亿的成分股有 13 家，占比超过 25%，市值在 200 亿以下的成分股仅有 8 家。

大市值券商数量较多，仅有一家成分股低于 100 亿



五、证券行业的盈利情况如何？

盈利能力方面，截止 2020 年底，证券指数（整体）ROE 为 8.33%。得益于牛市的行情，ROE 连续两年上升，并在过去两年中几乎翻倍增长。而如果与申万其他行业相比，券商的盈利处在中游位置。

盈利周期性显著，近两年提升较快



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34780

