



薛洪言：对于金融机构，管理层有多重要？



文/意见领袖专栏作家 薛洪言

对于银行业，巴菲特曾说，我们对于以“便宜”的价格购买一家糟糕的银行毫无兴趣，相反，我们仅仅对于以合理的价格购买管理优良的银行感兴趣。对于保险业，巴菲特也表达过类似观点，认为“公司的管理天赋会被放大到不可思议的程度”。

金融业兼具同质化、高杠杆、周期性的特点，管理层的优势会随着时间被慢慢放大，直至差距拉开，难以追赶。对投资者而言，管理层的定力和能力通常是决定金融机构股价长期表现的核心变量：要么成为最宝贵的资产，要么变成最糟糕的负担。



商业模式的优与劣

优秀的投资者在选股时会先看商业模式，就金融机构而言，其商业模式的优点和缺点一样突出。

1、两个优点

一是严格的牌照经营，进入壁垒高。也就是说，金融业虽然赚钱，但进入有门槛，能有效规避各类非理性竞争的冲击。对于这一点，大家可以回顾下过去五年互联网金融对传统金融企业的冲击。在宽松环境下成长起来的互金机构，一度对传统银行业构成了多方面的挑战，直至监管再次趋严，重申金融持牌经营原则，互金渐次退场，传统银行才得以在较大程度上独享金融科技的红利。

二是显著的规模效应和一定的双边效应，强者恒强，是时间的朋友。就规模效应而言，在用户眼中，规模是实力的象征，当用户把身家托付给金融机构时，更青睐于选择大机构。就双边效应而言，金融机构本质上属于配置资源的中介，是资金方和融资方的桥梁，具有一定的类似电商平台的双边效应，商家多了能吸引用户，用户多了也能吸引商家，互相强化，竞争壁垒高。

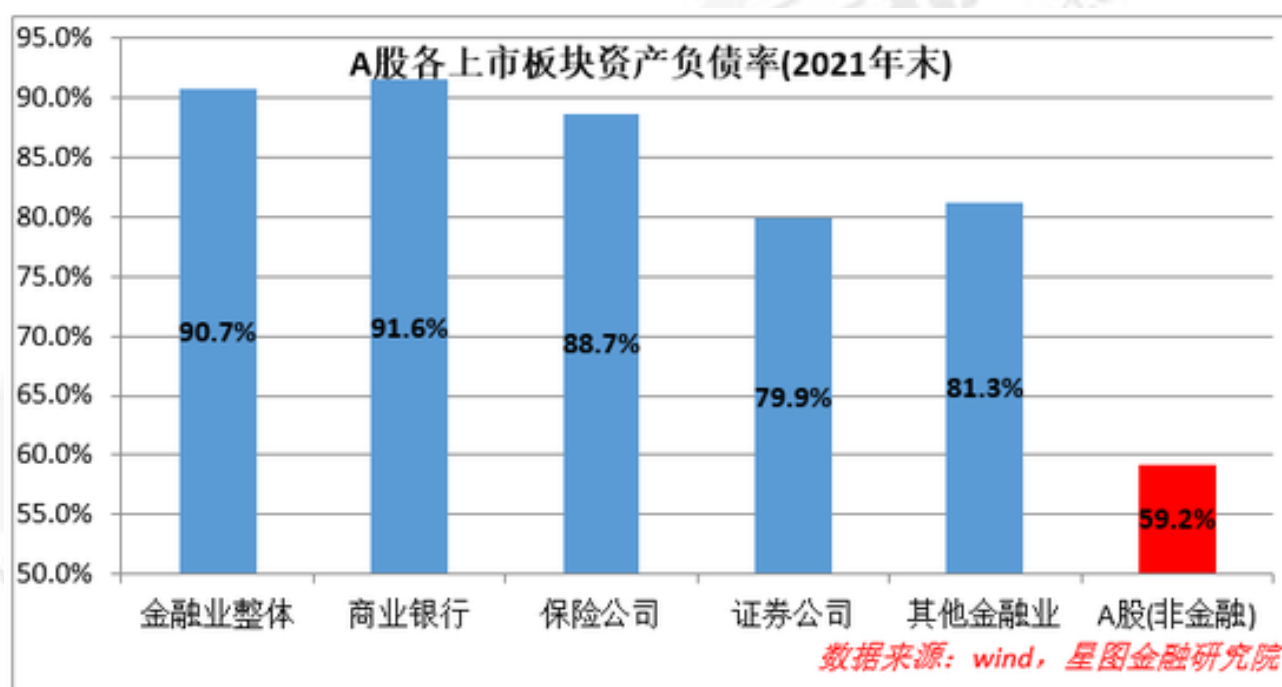
2、三个缺点

一是同质化程度高。金融业务并非没有差异化，而是说最基础的金融业务基本都是同质化的。“基础不牢、地动山摇”，基础业务决定了一家金融机构的根基，基础业务的同质化也赋予了行业“同质化”的标签。同

质化必然带来价格战，如银行的揽储大战、券商的佣金大战、保险公司的代理人战等等，价格战会削弱 ROE（净资产收益率）水平，降低投资吸引力。

二是高杠杆运营。作为配置资源的中介，过高的服务定价会降低资源配置效率，有碍实体经济发展，所以，金融机构很难靠高定价赚钱，主要靠高杠杆赚钱。2021 年末，我国上市金融企业整体资产负债率高达 90.7%，而剔除金融业后的全部 A 股平均资产负债率仅为 59.2%。

杠杆具备放大效果，既能放大盈利，也能放大亏损，既能放大利好，也能放大利空。很多金融企业市净率长期低于 1 倍，主要便是对高杠杆属性下资产质量的担忧。如巴菲特所说，银行业并不是我们的最爱，因为这个行业的特性是资产约为股权的 20 倍（不必在意该数据的准确性），这代表只要资产发生一点问题就有可能把股东权益亏光。



三是周期属性强。金融业服务实体经济，本就跟随实体经济进行周期波动，金融业的高杠杆属性进一步放大了这种周期性，使得金融业的波动远大于实体经济的波动。周期属性通常会增大投资的难度，除非以年度为单位进行跨越周期的长期持股，否则买在错误的时点，即便拿上三五年也未必能回本，最典型的便是券商。

虽然不少投资者擅长通过预判周期波动赚市场博弈的钱，但从估值层面看，过强的周期性在资本市场中通常属于减分项。

优秀管理层可以“化腐朽为神奇”

对金融业的商业模式做初步了解后，投资者会更容易理解巴菲特所称的“金融机构的管理天赋会被放大到不可思议的程度”。就金融业商业模式的优点来看，具备一流生意的潜质，但其缺点使得其只能成为二流生意，与品牌消费企业等典型的一流生意仍有差距。而优秀管理层的价值在于，可以部分弥补金融机构商业模式的缺点，变二流生意为一流生意，实现质的提升。

就金融业商业模式的三个缺点来看，无论是同质化、高杠杆还是周期性，都可以依赖优秀的管理予以部分对冲。

先看同质化。金融业务的本质是同质化的，但在营销、场景、服务、流程、定价等方面都可以做到差异化。以代销基金为例，看似同质化，不同机构在基金数量、申购费率、投顾服务、投资者教育等方面的体验却明

显不同，如有些机构更看重销售佣金，优先推荐火爆基金，明知用户高位买入极易被套牢；而有些机构则能以用户为本，引导投资者低位加仓，着眼于长期增值，长此以往，差距就会显现出来。再比如贷款业务，同一个借款客户，不同银行会给出不同的额度和利率，背后反映的是风控能力和资金成本的差异。

再看高杠杆。为一定程度上摆脱高杠杆的束缚，近年来部分金融机构不断加大对轻资本业务的布局，尤其以财富管理业务为典型代表。过去三年，A股日均成交额年均增长42%至1.06万亿元，沪深300和创业板指数年均涨幅分别为18%和39%，财富管理业务迎来中长期增长的拐点，各类金融机构纷纷将财富管理视作轻资本转型的重要路径，取得了积极成效。以几家标杆银行为例，2021年招行大财富管理收入（包括财富管理、资产管理和托管业务手续费及佣金收入）的营收占比接近16%，宁波银行的占比接近15%。此外，与其他业务不同，财富管理业务的用户逃离成本高，用户粘性强，容易出现强者恒强趋势，先行者的先发优势凸显。

最后看一下周期性。很多产业都具有周期属性，背后根源于供需结构

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_40741

