边缘化危险逼近 国际话语权缺失

转型凸显旧伤新痛 券业再临尖峰时刻

□本报记者 蔡宗琦

致读者

两百年来的大国兴衰历史揭示，大国经济崛起需要强劲的金融引擎；三十多年的改革开放进程证明，中国经济之躯离不开金融之血的给养。

今天，中国经济巨龙的实体经济翅膀结实有力，而以金融业为主体的虚拟经济翅膀还十分稚嫩，巨龙腾飞期待金融业大发展。而世界第二的经济体量、8%的经济增长潜力、迅速膨胀的财富管理市场……为金融业发展提供了一片沃土，银行、券商、保险、信托、基金等金融机构亟待抓住机会，茁壮成长。

在这个金融业大变革、大发展的时代，本报推出“机构天下”栏目，加大对券商等各类金融机构的报道力度。我们期待见微知著，捕捉金融机构的一举一动，触摸金融市场的脉搏；我们力争见“树木”又见“森林”，扫描全球金融图谱，研判未来发展坐标；我们试图贴近金融巨擘的心脏，聆听财富管理市场成长的力量。我们将加大调研力度，传播权威观点，不断创新尝试，为金融业发展鼓与呼。

规模之痛

“2008年全球性金融危机爆发时，号称有‘19条猫命’的世界第四大投行雷曼兄弟破产倒闭，华尔街主要投行遭受重创。朋友戏言那时在曼哈顿岛上随便扔一个石头，打不中一个补鞋的，能打中两个失业的投行雇员。”谈起与国外一流投行的差距，一家券商CEO如是说，“当时我们还有点沾沾自喜，以为追上世界一流投行的机会来了；目前看来，国际投行恢复速度超出预期。”

尽管已经有中信证券等券商多次踏准机遇，通过并购脱颖而出，奠定了国内龙头地位，并迈出了国际化的实质性步伐。但放眼全球市场，我国券商即使与危机中受到重创的国际投行相比，差距依然很大。横向比较，一组统计数据足以显示规模之间的天壤之别：目前中国证券业净资产大约6200多亿元，与国内一个银行的净资产相当，不到高盛公司的三分之一；整个行业109家券商去年净利润估计400亿元左右，与摩根士丹利一家公司相当。

此外，尽管市盈率颇高，中国券商的市值仍远远小于国际一流投行：目前高盛、摩根士丹利的市盈率分别约为10.5倍和6.4倍，对应的市值分别高达3100亿元和1895亿元。招商证券预计，中信证券对应2011年利润的市盈率高达27.4倍，市值约为1200亿元，广发证券和海通证券次之，市盈率分别为28.5倍和19.1倍，对应市值分别为794亿元和675亿元。

与此同时，伴随GDP的高速增长，过去7年间，A股市场规模陡增：2004年A股市值规模低于澳大利亚、意大利等国家，不足印度、香港地区的一半，仅与台湾、韩国等国家或地区相当。而截至2011年底，沪深两市总市值规模已攀升至全球第二，仅次于美国。

可见，中国券商的规模不仅与国内经济地位不匹配，更不契合中国资本市场的国际地位，也意味着中国券商在国际金融市场上失去话语权。而西方投行在全球金融市场呼风唤雨，甚至可以在全球范围内攻击任何一个开放的经济体。与此相比，国内一流券商的各项业务虽然齐头并进，但尚没有一项业务能够与国际大行分庭抗礼。

结构之殇

证券业之所以出现这样的局面，与资本市场发展尚不完善以及券业早期弊病密切相关。

“证券公司现在主要靠‘管道’赚取佣金，这样作为一个金融机构本质上的能力，就没有发挥出来。”第一创业摩根大通证券首席执行官贝多广如是判断。

“中国证券业目前发展阶段相当于美国20世纪70年代中期水平。”对于券业现状，招商证券分析师洪锦屏试图给出“坐标”，“当时高盛和目前中信证券的收入结构颇为接近，而2010年我国券商ROE为13.8%，也相当于美国投行1977年的水平”。

中国证券业2010年实现营业收入1911亿元，以绝对规模而言，也接近上个世纪70年代中期美国证券业净收入。1975年，美国取消固定佣金制度，经纪业务收入大幅下降，许多小投行面临倒闭困境——这一场景何其相似：目前中国券商以提供通道性质的服务为主，证券经纪、承销保荐、证券自营三大传统业务约占总收入的80%，其中代理证券买卖的佣金收入占60%以上，且业务、产品同质化经营、低水平竞争问题突出。2010年以来，经纪业务逐步市场化之下，中国券商正面临营业部扩展和佣金战下经纪业务节节败退的困局，部分创新能力不足的部分中小券商正再次陷入亏损之中。

拐点突击

“证券行业正在进入一个由创新业务推动发展的新周期。”对于未来中国券业的发展路径，诸多来自行业一线的分析人士认为，可以参照美国券业历史作出如是判断。纵向比较，发达市场的历史数据表明中国券业正处在由传统业务谋利转向创新驱动业绩的拐点上。

美国上世纪70年代投行的发展具有参照意义。以美林为代表的美国投行正是在这个时期开始创新、转型，一度成为行业翘楚。

“这一转折点对美国投行具有非凡的意义。”长江证券分析师刘俊提供的数据显示，1976年以来，美国纽交所会员券商佣金收入比重从45.85%下降到2011年的14.47%，同时，交易、承销收入比重也不同程度下降，而与证券业相关的咨询、财务等其他收入比重急剧上升，由1976年的13.61%上升到2006年的62.47%，2008年金融危机之后有所回落，到2011年比例为27.6%。

截至2011年1月底，在美国券商收入中，咨询及资管收入占27.6%，佣金收入占14.5%，承销收入占12.2%，自营收入占16.7%，投资咨询收入占13.1%，融资融券收入占2.4%，股权投资收入占3.65%，大宗商品等其他收入占10%。不难看出，这一多元化的收入结构使得美国投行风险分散，收入更为稳定。

伴随证券业业绩波动，优质大型投行表现稳定，行业集中度持续提高，美国投行的业绩出现明显分化。1980至2001年间，美国纽交所200余家会员投行中，前25家投行的总收入比重长期保持在70%以上，并保持缓慢上升的趋势，一批国际大投行就此脱颖而出。

目前，中国市场佣金逐步市场化，传统业务依靠牌照垄断赚取暴利的好日子正一去不复返。但在建设一流投行过程中，依靠创新来推进的转型已经迈步，代表创新方向的融资融券及直投业务为行业转型埋下伏笔。

“不要看今天中国券商资产规模很小，但将来有一天我们将在全世界管理财富方面，会发挥很好的作用。”深圳市证券业协会常务副会长、秘书长鄢维民满怀信心。历史经验表明，在经济持续稳定发展时期，证券行业通常都能获得快于经济发展的超额增长。研究显示，美国从1967年到2000年，GDP增长11倍，同期投资银行业净收入增长了57倍；日本从1961年到1989年，GDP增长19倍，证券业净收入增长了38倍。但上述特征在中国还没有充分显现，从1998年到2010年GDP增长了4.7倍，而同期证券业净收入仅增长6.3倍。中国实体经济的快速增长正倒逼券业创新提速，市场巨变，券业面临换挡提速的历史性机遇。

“加强服务，放松管制，改善行业发展的外部环境。”证监会主席郭树清关于建设国际一流投行的讲话在业界引起强烈共鸣，在诸多券商高管看来，券业厉兵秣马，厚积多年，正待薄发，实力券商有望弯道超车，在全球市场谋定新的地位。

“可能建得起来，也可能永远建不起来。”面对中国证券业是否可以建立起类似于摩根士丹利或者高盛一样具有全球影响力国际投行的提问，中信证券董事长王东明给出的答案模棱两可，凸显券业的尴尬。

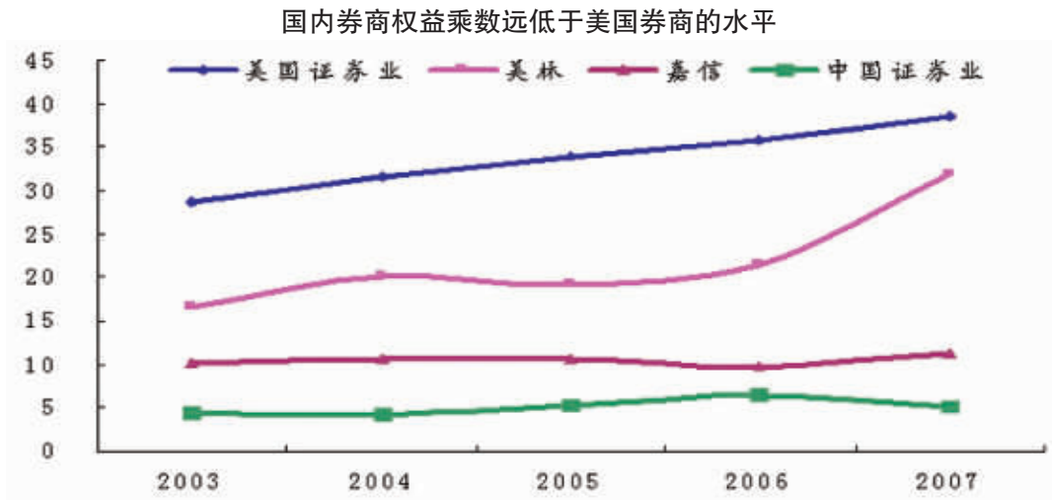
背靠全球第二大经济体，伴随最有活力的世界第二大资本市场，中国却没有出现世界级的一流投行，整个证券业总资产不及高盛的三分之一，净利润仅与摩根士丹利一家公司相当。王东明称此为“逐渐扩大的证券市场和被边缘化的证券业”。

“券业怎么办？”眼下证券业恰似上世纪70年代的美国投行市场，经纪业务亏损阴影下，行业转型拐点已至。成王败寇，这或许是自综合治理以来，券业面临的新一轮生存之战。放松管制大势所趋，行业创新转型刻不容缓。

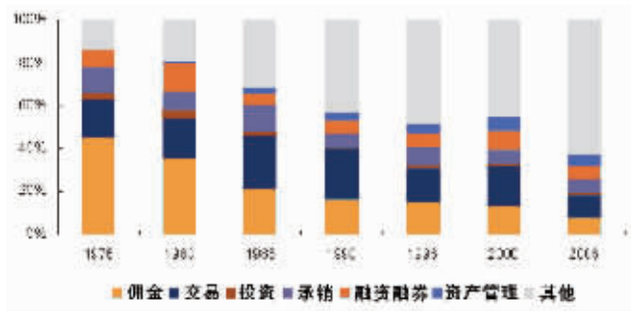
弓拉满，箭上弦。熬过亏损清算、综合治理、金融危机，九死一生的中国券业厚积待薄发。

CFP图片

国内券商权益乘数远低于美国券商的水平



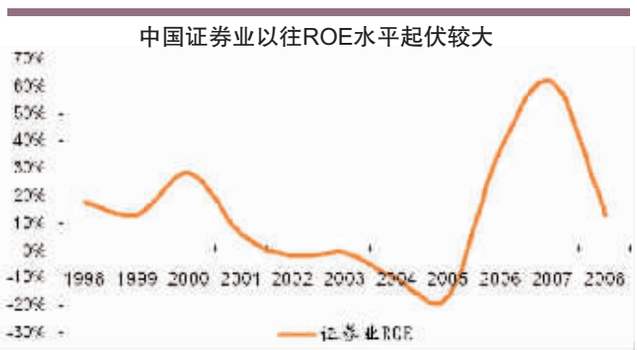
1976年以来不同阶段中纽交所会员券商收入结构的变化



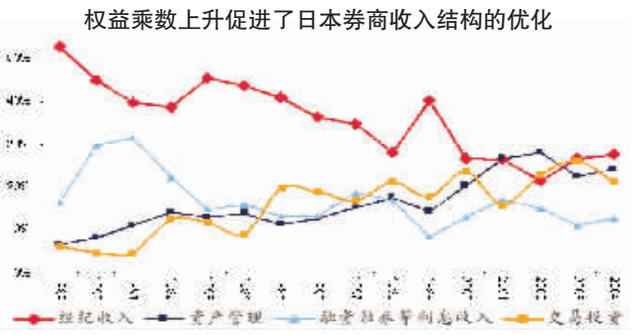
1988年以来美国证券市场市值和证券化率的变化

美国券商经历了ROE水平降低、利润规模增长的过程

中国证券业以往ROE水平起伏较大



权益乘数上升促进了日本券商收入结构的优化



资料来源：长江证券研究部

综合治理化解风险 券商夯实创新基础

□本报记者 申屠青南

历时三年的证券公司综合治理，是在资本市场实施基础性制度改革的关键时期，面对证券公司集中爆发的风险，对全行业进行的一次全面整顿和改革。综合治理让券商“脱胎换骨”，不仅夯实了券商创新基础，增强了公司自主创新能力，也提高了公司核心竞争能力，改善了盈利模式。

有效化解历史遗留风险

我国证券业伴随着股票市场的兴起已经走过了20多年的风雨历程。由于缺乏人才和经验，加之市场不够成熟，早期的证券公司犯了很多错误，绕了不少弯路。2004年，券业基本陷入全行业亏损的窘境。

据事后摸底核查，当时全行业客户交易结算资金缺口640亿元，违规资产管理1853亿元，挪用经纪客户债券134亿元，股东占款195亿元；超比例持股99只，账外经营1050亿元；84家公司存在1648亿元流动性缺口，其中34家公司的资金链随时可能断裂。证券公司的风险已经严重危及证券市场安全，波及社会稳定，成为制约证券市场健康发展的突出问题。

2004年8月，按照党中央、国务院的决策，证监会启动了为期3年的证券公司综合治理。在国际金融危机爆发前，证监会及时果断地处置了31家高风险证券公司，许多当时比较有名的证券公司都在其中。解决了挪用客户交易结算资金、违规委托理财和账外经营等历史遗留问题，有效化解了行业多年积累的风险。与此同时，逐步建立了以净资本为核心的风险监控、客户资金第三方存管和公司合规管理等一批基础性制度，证券公司监管法规和监管制度渐成体系。

“市场上不少人评价说中国证监会是券商‘屠夫’。”时任证监会风险办主任吴清介绍说，三年间，证监会关掉将近四分之一的券商，协助公安机关将上百名犯罪分子缉拿归案，还有近百人被“市场禁入”。

经过近几年的综合治理，证券行业的财务状况全面改善。盈利能力显著增强，各项业务平稳增长，产品创新稳步推进，客户服务水平和专业服务能力也有所提升。2010年证券公司总资产、净资产、营业收入比综合治理初的2004年分别增长了4.45倍、7.81倍和9.98倍。截至2011年11月底，109家证券公司总资产1.65万亿元，净资产6240亿元，净资本4633亿元，1–11月累计实现净利润343亿元，全行业连续6年保持盈利。同时，全行业的依法经营、风险管理意识大大增强，合规、风控机制初步建立，内部管理水平也有较大提升。

为创新夯实基础

“资本市场的改革与发展为证券公司创新发展提供了良好机遇，也对证券公司的综合素质提出了更高要求。”证监会有关负责人指出，券商综合治理期间，集中改革完善了一批基础性制度，包括推进客户交易结算资金第三方存管制度，新国债回购交易制度，新资产管理和自营业务相关制度，实施证券公司信息公开披露制度等。

几乎和综合治理同步进行的是创新类证券公司评审。几年下来，共评选出29家经营稳健、内控良好的创新试点类证券公司。按照“试点先行、逐步推开”的原则，支持这些公司在风险可测、可控、可承受的前提下，推出新产品、试办新业务，拓展业务空间、改善盈利模式，如推出了集合资产管理计划、外汇资产管理专项理财计划、权证创设和资产证券化等新业务、新产品，并有多家公司推出集合理财产品、资产证券化产品；并且在香港设立或收购了证券经营机构。

2008年综合治理结束后，中国证券业协会发布了《证券公司专业评价实施办法》，接受证券公司自主申请和监管委托，从资格评价转入对创新业务的专业评价。其中，协会配合融资融券业务试点，通过专业评价已评出25家融资融券业务实施方案试点公司，为融资融券业务转常规的顺利推出积累了宝贵的实践经验。

展望未来，融资融券转常规、场外市场建设、做市商制度……夯实了基础的证券公司，创新步伐正在加大。

盈利新周期 券业“急”转型

□本报记者 蔡宗琦

对中国证券业来说，转型并非新口号。2000年以来，诸多券商都提出过转型思路但成功者寥寥。有券商高管在接受中国证券报采访时表示，“原因在于前几年多数券商靠佣金还能得过且过，没有改革的勇气”。但以史为鉴，现实将逼迫券商转型提速。

“行业整合的步伐有望加速。”海通证券分析师董乐表示，目前，行业政策对大券商的倾斜已十分明确，无论是在网点新设还是在新业务审批上，大券商均占据了绝对优势。在经历佣金率大幅下滑、市场持续低迷之后，小券商传统业务经营陷入前所未有的困境。在新业务方面，融资融券、直接投资等各类新业务对资本金提出极高的要求，小券商融资能力十分有限，目前融资融券前10名的集中度已高达75%。作为目前经纪业务转型的重要方向，财富管理的成功运营也将仅限于少数大券商，多数小券商难以满足该业务对研究、产品设计、营销等多方面的要求。

小券商经营难度的加重无疑为行业整合带来了机遇。董乐表示，一方面在经历优胜劣汰后，通过兼并收购，未来大券商实力有望进一步壮大；另一方面，部分中小券商也有可能通过自身转型，规避同大券商在劣势业务上的直接竞争。这将从根本上解决目前行业同质化经营所导致的低效率以及券商盈利能力下降问题。

“证券行业将进入创新业务推动的新盈利周期，主要动力来自融资融券和直投业务。”招商证券分析师洪锦屏表示，按照美国15年一个ROE周期计算，中国券商从1992年到2010年已经基本完成了一个周期，ROE近年来处于15%的底部水平，行业即将进入新的周期。

直接投资、融资融券等业务的开展，将有效缓解中国券商权益乘数过低的难题。长江证券分析师刘俊介绍，由于资产管理、交易投资等非经纪类负债业务发展缓慢，总资产规模增长有限，中国券商的杠杆率仅有1.3倍，远远低于美国投行13倍的水平。

2010年，多项券商业务开闸提速，融资融券、直投、股指期货等创新业务的推出及做大，快速放大了权益乘数，成为眼下券商提高融资和资本运作能力的主要途径，但这恐怕只是券业放松管制的开始，券业有望迎来黄金发展期。

业界认为，尽管尚处于美国投行业上个世纪七十年代的水平，但中国建设一流投行未必需要40余年的时间。中国建设一流投行既要借鉴成熟市场经验，更要看到中国与之不同的地方，眼下中国经济增速高达9%，远远高于彼时美国经济4%–5%的增速。此外，经济结构调整、产业升级乃至多层次资本市场的建设，都将为券业发展提供难得的历史机遇。