

研究報告

我国券商行业发展现状研究

张晓斐

资本市场研究所

2017年9月

内容摘要

经过近三十年的发展和改革，我国资本市场取得了巨大成就。2016年末，我国A股市值近55万亿，成交额达到126万亿，年均增长40%和53%。伴随着资本市场的高速成长，我国券商行业也实现了飞跃式发展。目前，我国有113家券商和16家券商资产管理公司。过去五年中，券商行业发展迅速。2016年，券商行业的总资产达到5.8万亿，年均增长35%；净资产逐年上升达到1.64万亿，年均增长24%。但是，在发展过程中也出现了一些问题。一是券商规模普遍较小，行业集中度较高。净资产过千亿的券商仅有三家，近六成券商的净资产规模不足100亿元。在业务集中度方面，各业务前十大券商的业务规模合计占到行业一半以上；在盈利集中度方面，净资产前二十大券商营业收入合计占到行业的六成，近一百家券商争夺剩余的四成营业收入，竞争激烈残酷。二是业务模式同质化严重，业绩受二级市场影响明显。经纪业务、交易业务、投行业务及资管业务是券商的主要经营业务。其中，经纪业务、交易业务两项收入与营业收入之比近70%。这两项业务与二级市场同步性过高，市场的波动必然给券商业绩带来较大风险。三是尚无具备全球影响力的券商，亟需拓展海外业务。目前，国内券商的海外业务主要是立足香港，以服务内地企业赴港上市融资及境外收购为主，业务规模小，收入占比低，亟需拓展大中华区以外市场的业务规模。

第五次全国金融工作会议要求金融回归本源，服从服务于经济社会发展，并提出“要把发展直接融资放在重要位置”。这给证券行业带来了新的发展机遇，也提出了新的挑战。券商只有不断提高核心竞争力，才能实现更好地服务实体经济发展的目的。基于我国券商行业的发展现状，本文建议，

一是要推进行业并购，打造综合竞争力强的大型券商。既鼓励大型券商间“强强联合”式合并，也支持大型券商与中小型券商通过合并达到共赢，充分发挥资本规模与竞争力突出券商的优势。通过加快行业整合，支持券商做强做优做大，形成具备综合竞争力的系统重要券商。

二是提供差异化服务，充分发挥券商各自的相对优势。各券商可以根据自身规模及业务相对优势等特点进行自我定位。在经纪业务领域，为客户提供更具针对性的服务；在交易业务领域，规范场外业务发展，丰富交易产品种类；在投资银行业务领域，打造以价值发现为核心的价值业务链，提高投行竞争力区分度；在资产管理业务领域，全面提高主动管理能力。

三是加大国际化步伐，培育有全球影响力的券商。“一带一路”倡议为我国券商走出去提供了有利时机。在配合国内企业海外发展战略的同时，要抓住国外新兴经济体的经济快速增长机遇，充分利用互联网技术兴起所产生的网络交易与移动交易机会。

目录

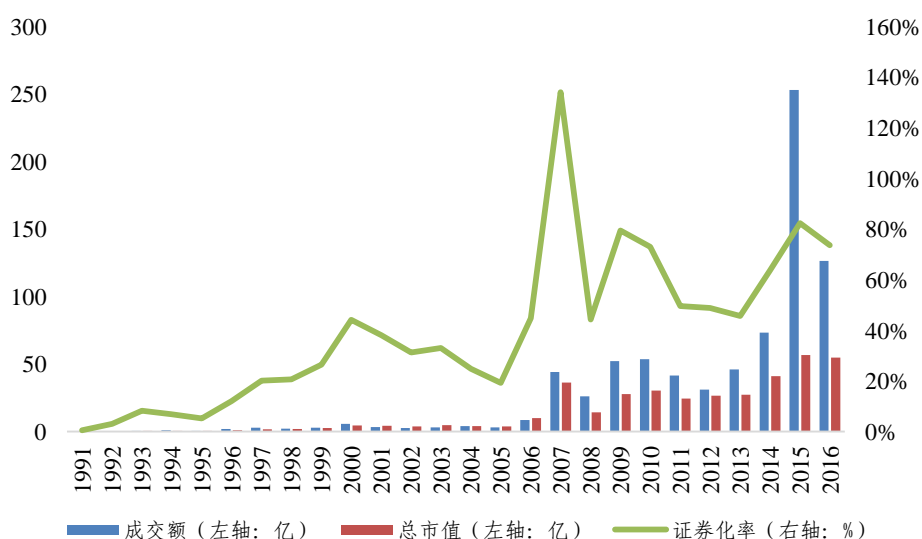
内容摘要	II
一、引言	2
二、我国券商行业发展情况.....	3
(一) 行业概览.....	3
(二) 业务模式.....	5
1. 经纪业务	6
2. 交易业务	8
3. 投资银行业务	12
4. 资产管理业务	16
(三) 海外发展.....	18
(四) 经营业绩.....	20
(五) 国际比较.....	22
三、建议	25
(一) 推进行业并购，打造综合竞争力强的大型券商.....	25
(二) 提供差异化服务，充分发挥券商各自的相对优势.....	26
(三) 加大国际化步伐，培育有全球影响力的券商.....	27

我国券商行业发展现状研究

一、引言

自 1990 年 12 月沪深两交易所成立起，我国资本市场已走过四分之一一个世纪。经过二十多年的发展和改革，我国资本市场取得了巨大的进步。1991 年末，我国 A 股成交额仅有 29 亿，市值 112 亿；2016 年末，我国 A 股成交额已达到 126 万亿，市值近 55 万亿，年均复合增长率分别达到 53% 和 40%。根据世界交易所联合会 (WFE) 的统计，2016 年年底，上海证券交易所、深圳证券交易所市值规模在全球交易所中分列第四、第七位，成交额在全球交易所中分列第六、第四位。我国已经成为全球最大的新兴资本市场。

图 我国证券市场规模变化



资料来源: WIND 资讯

伴随着我国资本市场的发展，券商行业亦取得了巨大进

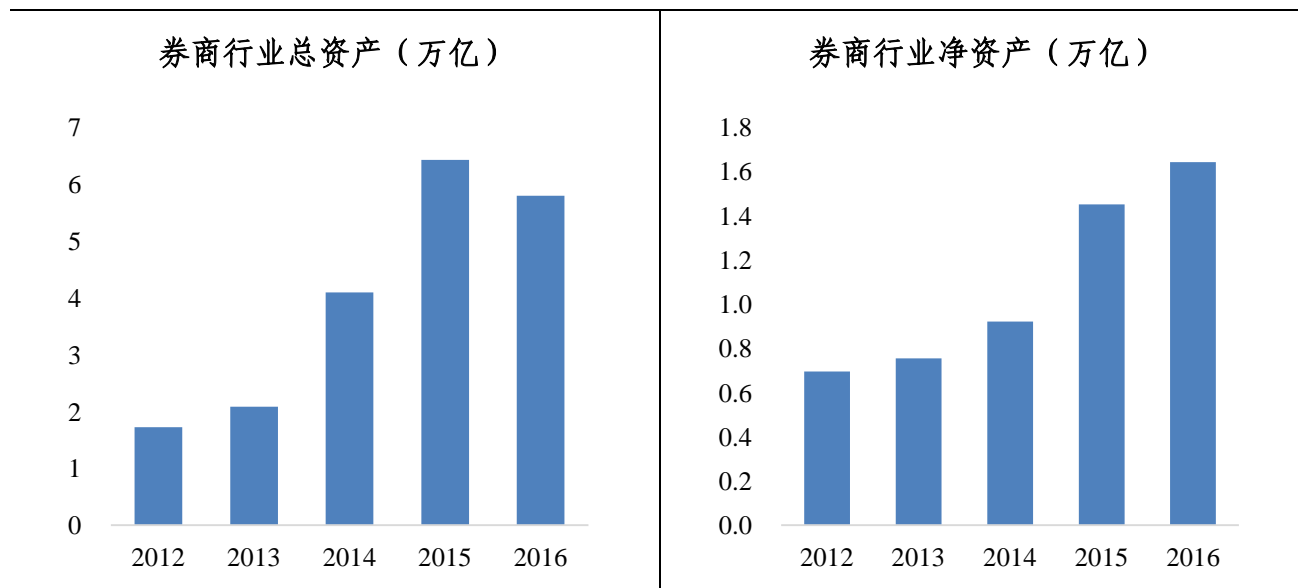
步，但同时，发展过程中暴露的问题也显而易见。在这样的背景下，本文分析了我国券商行业的发展特点，希望为我国券商行业的创新发展提供有益建议。

二、我国券商行业发展情况

（一）行业概览

截至 2017 年 6 月 30 日，我国券商共有 113 家和 16 家券商资产管理公司^①，行业竞争相当激烈。券商总部的地理分布与我国各省市经济发展程度较为契合，主要集中于广东、北京、上海和江苏，分别有 21 家、18 家、18 家和 6 家，约占到全部券商数量的 56%。

图 近几年我国券商行业规模（2012-2016）



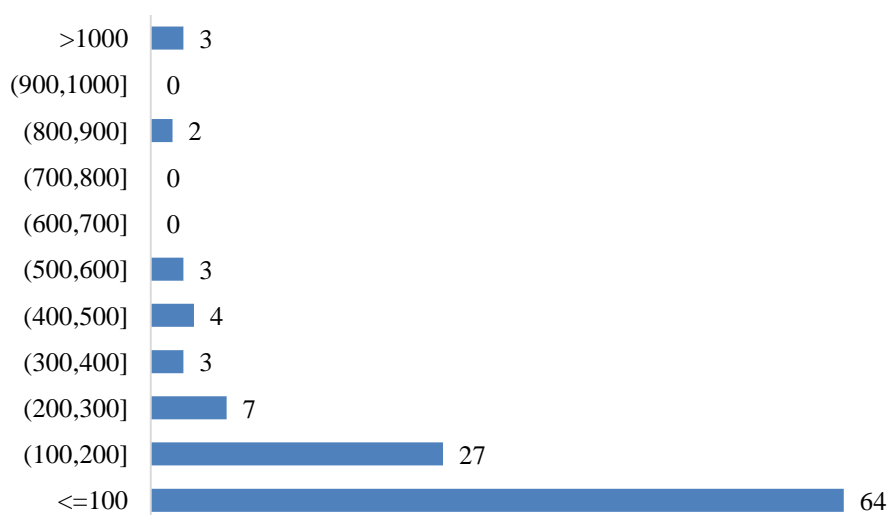
资料来源：证券业协会

券商行业发展迅速。从行业总资产规模来看，2012 年，

^① 这 16 家资产管理公司均是由券商持股 100% 的资产管理公司，其资产管理规模及相应收入均并入券商的财务报表，因此，后文未再对其单独研究。

券商行业的总资产仅有 1.7 万亿；2016 年，券商行业的总资产已达到 5.8 万亿，年均复合增长率达到 35%。在 2015 年上半年牛市的驱动下，券商行业 2015 年的总资产曾达到 6.4 万亿。从行业净资产规模来看，券商行业净资产逐年上升。2012 年，券商行业的净资产仅有 0.69 万亿；2016 年，券商行业的净资产已达到 1.64 万亿，年均增长 2%。

图 我国券商净资产规模分布（2016）



注：单位万亿

资料来源：WIND 资讯

券商规模普遍较小。2016 年，113 家券商中有 64 家的净资产规模不足 100 亿元，占比约为 57%。净资产规模在 300 亿元以上的仅有 22 家券商。其中，中信、海通和国泰君安的净资产规模最大，是仅有的净资产过千亿的三家券商，分别达到 1458 亿元、1220 亿元和 1108 亿元，合计占到行业净资产总规模的 23%。

券商行业盈利集中度高，中小券商生存空间小。以 2016

年为例，从营业收入来看，净资产前二十大券商营业收入约占到行业营收的六成，中信证券、海通和国泰君安营收规模最大，分别达到 380 亿元、280 亿元和 258 亿元，合计占到行业营收总额的 28%；66 家券商的营业收入规模不足 20 亿元。从净利润来看，净资产前二十大券商净利润与行业净利润之比达到 65%，国泰君安、中信和海通的净利润分别达到 116 亿元、110 亿元和 89 亿元，合计占到行业营收总额的 21%。近百家中小型券商共享行业剩余不足的四成利润，竞争相当激烈残酷。投资银行业务的集中度相对较低，前十大券商的投行业务净收入占到三分之一，但前二十大券商占比达到 53%，中小券商在投行业务方面空间依然不大。

表 券商行业盈利集中度（2016）

主要业绩指标	净资产前十大券商	净资产前二十大券商
营业收入	45%	60%
净利润	47%	65%
经纪业务净收入	45%	66%
交易业务净收入	47%	64%
投行业务净收入	33%	53%
资管业务净收入	45%	57%

数据来源：WIND 资讯

（二）业务模式

我国券商经营业务主要分为经纪业务、交易业务、投资银行业务、资产管理业务、研究业务及托管业务、投资业务等。经纪业务、交易业务、投资银行业务是各券商的传统业务，也是主要收入来源。部分券商开始承担私募基金的托管、

外包服务，并开展私募股权投资等业务。合资券商只能从事承销保荐业务。

1. 经纪业务

表 经纪业务规模前十大券商（2010-2016）

股票交易额		基金交易额		债券交易额	
华泰证券	83.2	华泰证券	15.6	中信证券	3.0
银河证券	64.1	海通证券	5.2	国泰君安	1.4
国泰君安	60.7	中信证券	3.9	中信建投	1.4
申万宏源	58.7	银河证券	3.2	广发证券	1.0
广发证券	57.6	中信建投	2.7	申万宏源	0.9
海通证券	57.5	安信证券	2.5	海通证券	0.9
招商证券	52.0	中泰证券	2.3	银河证券	0.9
国信证券	49.7	申万宏源	2.3	华泰证券	0.8
中信证券	49.5	光大证券	2.2	招商证券	0.7
中信建投	39.7	国泰君安	2.2	中金公司	0.5
合计	572.8		42.1		11.5
占比	45%		61%		50%

注：单位为万亿

资料来源：WIND 资讯

经纪业务是券商的传统业务。二级市场走势是影响股票经纪业务规模的首要因素。2010年至2016年，A股累计成交额达到624亿元。2015年，在上半年牛市的带动下，A股成交额达到253万亿，创下历史新高；2016年，伴随着二级市场的走低，A股成交额达到126万亿，仅为2015年的一半。券商交易额也大幅下跌，以华泰证券为例，2010年至2016年间的累计交易额达到83万亿，2015年全年的交易额就达到37万亿，2016年的交易额降至20万亿，降幅达到

46%。机构客户分仓规模是券商经纪业务的另一重要因素。华泰证券经纪业务规模遥遥领先于其他券商，基金分仓是重要原因。华泰证券持有大型基金南方基金 45% 的股权、持有华泰柏瑞 49% 的股权，可以安享稳定的交易量和丰厚的分仓收入。此外，银河证券、国泰君安等大型券商在过去七年的累计交易额均达到 40 万亿，市场份额在 3% 至 5% 之间。

与股票交易额相比，基金交易额与债券交易额规模较小。华泰证券的基金经纪业务规模最大，达到 15.6 万亿；中信证券的债券经纪业务规模最大，达到 3 万亿元，均领先于其他券商。此外，上证 50ETF 期权交易量日益增加。以 2017 年 6 月的交易量为例，期权市场累计成交量 1686.1 万张，日均成交量 76.6 万张，日均成交名义价值 190.4 亿元，日均权利金成交额 3.8 亿元。期权经纪业务的前十大券商成交量占到了行业的 48%，华宝证券当月及当年累计成交量均占到行业的十分之一以上。

伴随着交易量的下降，券商纷纷降低佣金以吸引更多投资者、扩大市场份额。“互联网平台+低佣金”成为券商争夺市场份额的有力武器，以东方财富证券为例，自收购西藏同信证券更名以来，交易额快速增长。2015 年，东方财富证券的交易额排名 68，达到 1.86 万亿；2017 年上半年，东方财富证券的交易额排名升至 38 名，达到 1.91 万亿，超过 2015 年全年交易额水平。未来很长一段时间内，经纪业务仍然是

券商最重要的收入来源，因此，不断创新经纪业务将是每家券商必须面对的挑战。在信息技术和“大数据”的带动下，经纪业务可以以客户为中心提供更具针对性服务；而且，得益于综合金融服务体系的形成，可在零售客户及机构客户中挖掘投行业务、资管业务等。新型经纪业务将为券商带来更广阔的发展前景。

2. 交易业务

交易业务可分为自营业务与资本中介型业务。资本中介型业务包括股权质押回购、约定购回式证券交易等股权衍生品业务、境内外固定收益交易业务、大宗商品业务及大宗经纪业务及场外业务，等等。

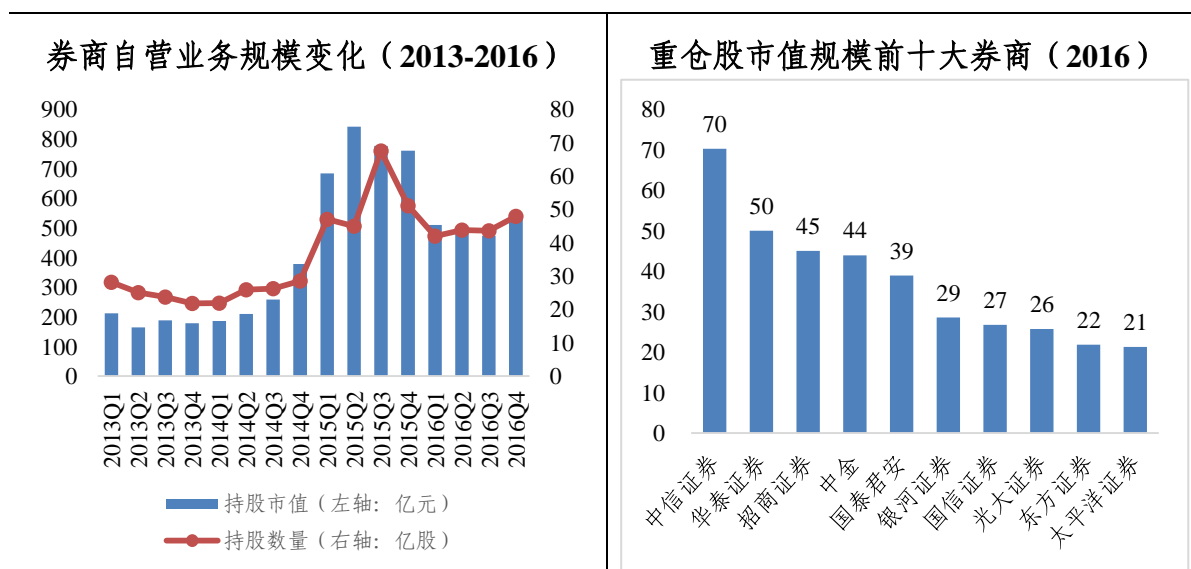
（1）自营业务

二级市场走势对股票自营业务规模影响显著。自 2013 年四季度起，券商自营业务持股数量与市值规模逐渐上升，2015 年二季度，自营市值规模达到峰值，超过 840 亿元。2015 年三季度，股市异常波动期间，券商通过自营业务增持股票，自营业务持股数超过 67 亿股。此后，伴随着 A 股市场的逐渐平稳，券商自营业务规模趋于稳定，2016 年年末，自营业务持股数量和市值分别达到近 48 亿股和 537 亿元。截至 2016 年底，中信证券自营业务市值规模最大，其重仓流通股市值达到 70 亿元，华泰证券等券商的重仓股市值规模在 20 亿元至 50 亿元之间。从自营业务收益来看，2016 年，券商行业

自营投资收益约为 940 亿元，较 2015 年下降 53.41%；收益率降至 4%，较 2015 年的 12% 下降八个百分点。

券商能够准确地把握股票投资时机。2014 年一季度，上证综指在 2100 点左右，券商已开始逐步增持股票。2015 年一季度，伴随着上证综指的持续上涨，券商自营股票增持至 47 亿股，较上季度增加 18.5 亿股。减持时机也较为及时。2015 年 11 月下旬起，随着上证综指的稳步上涨和救市政策“券商自营净卖出限制”的取消，券商自营业务减持了 16 亿股至 51 亿股。

图 券商自营业务情况



注：自营业务规模单位为亿元
资料来源：WIND 资讯

（2）资本中介型业务

资本中介业务发展迅速，大型券商是主要推动力。从发展速度来看，在股权质押业务方面，2016 年底，股权质押市值规模达到 2.6 万亿，年均增长 187%；融资买入额达到 11.5

万亿，年均增长 174%，2015 年的融资额曾达到 32.5 万亿；债券回购交易额达到 438 万亿，年均增长 85%。从业务集中度来看，在股权质押业务方面，前十大券商的股票质押市值规模占大 8 成以上，中信证券的质押市值规模超过五千亿元，远超其他券商。在融资融券业务方面，一半以上的融资买入额集中在前十大券商，华泰证券的累计融资买入规模最大，达到近 5 万亿；截至 2016 年年底，融资余额约为融券余额的三分之一，其中，中信证券的融资余额规模最大，达到 566 亿元，光大证券的融券余额最大，近 8 亿元。在债券回购方面，一半以上的债券回购交易额集中在前十大券商，国泰君安债券回购交易额近 93 万亿，领先其他券商。

表 资本中介业务规模前十大券商（2010-2016）

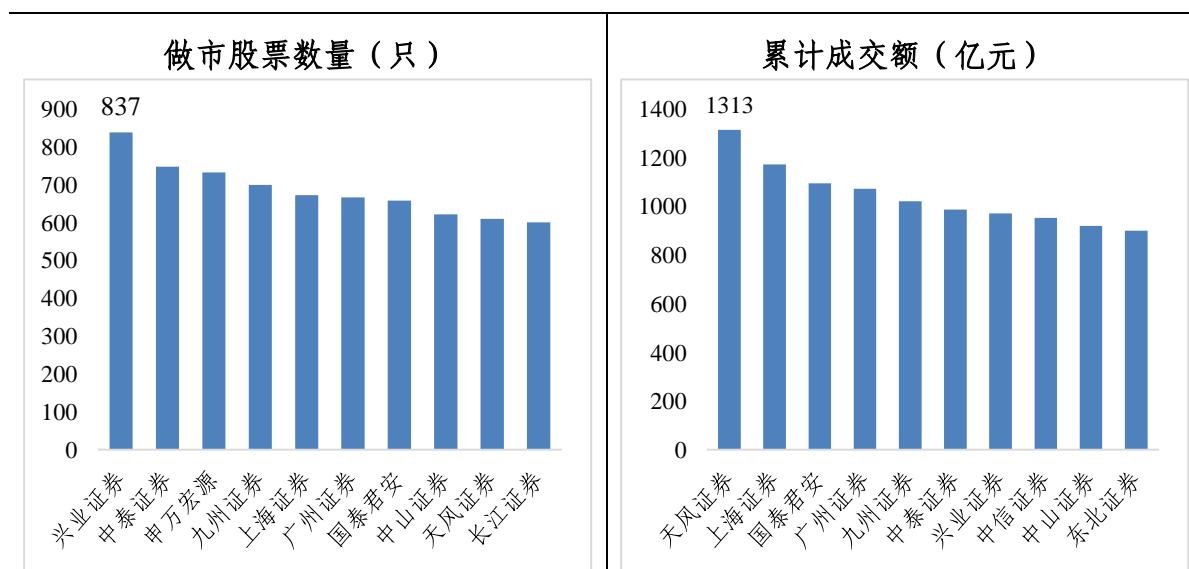
股票质押业务		融资融券业务		债券回购业务	
券商名称	市值	券商名称	累计融资买入额	券商名称	交易额
中信证券	5382	华泰证券	4.8	国泰君安	92.7
海通证券	4507	中国银河	3.8	中信证券	78.1
华泰证券	3062	广发证券	3.6	申万宏源	72.7
国信证券	2785	申万宏源	3.5	海通证券	60.3
国泰君安	2518	国泰君安	3.4	广发证券	55.8
华融证券	2090	海通证券	3.0	世纪证券	47.7
中信建投	1954	招商证券	2.8	中信建投	46.4
申万宏源	1942	国信证券	2.8	国信证券	44.7
兴业证券	1809	光大证券	2.0	招商证券	40.9
广发证券	1678	中信证券	1.8	银河证券	39
合计	27728		31.4		578.4
占比	83%		54%		54%

注：1.市值单位为亿元，融资融券、债券回购交易额的单位为万亿；2.占比是前十大的总和与行业总和之比

资料来源：WIND 资讯

新三板做市业务日益兴起。自 2013 年年末起，股转系统开始接收全国各地企业挂牌申请，做市新三板挂牌公司股票成为券商重要的交易业务。2014 年至 2016 年，做市业务的成交额分别达到 0.1 万亿、2.1 万亿和 1.3 万亿。中小型券商积极布局做市业务。无论是做市股票数量还是做市业务的成交额，前十大券商中不乏九州证券、天风证券等中小型券商的身影。九州证券的累计成交额超过 1300 亿元，远超国泰君安、中信证券的成交额。传统交易业务已几乎被大型券商垄断，而在新三板领域，中小券商正异军突起，成为做市业务的主干力量。

图 新三板做市业务前十大券商（2014-2016）



资料来源：WIND 资讯

场外业务规模尚小。场外业务项目众多，场外自营与做市业务、场外证券销售业务及场外证券资产融资业务是主要构成。目前，场外自营与做市业务是以收益互换和交易期权

等场外衍生品为主。截至 2017 年 6 月底，互换业务未了结初始名义本金 1250 亿元，期权未了结初始名义本金为 3915 亿元，其中，无论是以期权费还是以名义本金衡量，个股期权均超过股指期权，成为投资者重要的风险对冲工具。中金在互换产品领域、国信证券在期权领域优势明显。此外，场外证券资产融资业务标的资金融入融出业务、以上市公司及新三板挂牌公司股权为标的并以自有资金开展场外股权质押业务也正日益兴起。

表 场外衍生品本月交易额前五大券商（2017 年 6 月）

收益互换		期权	
券商名称	本月新增名义本金	券商名称	本月新增名义本金
中金公司	84.2	国信证券	123.2
广发证券	21.3	中信证券	69.5
中信证券	16.1	平安证券	68.0
申万宏源	12.5	九州证券	19.3
华泰证券	9.2	中信建投	9.1
合计	143.3		289.0
占比	93.8%		90.5%

注：单位为亿元

资料来源：证券业协会

3. 投资银行业务

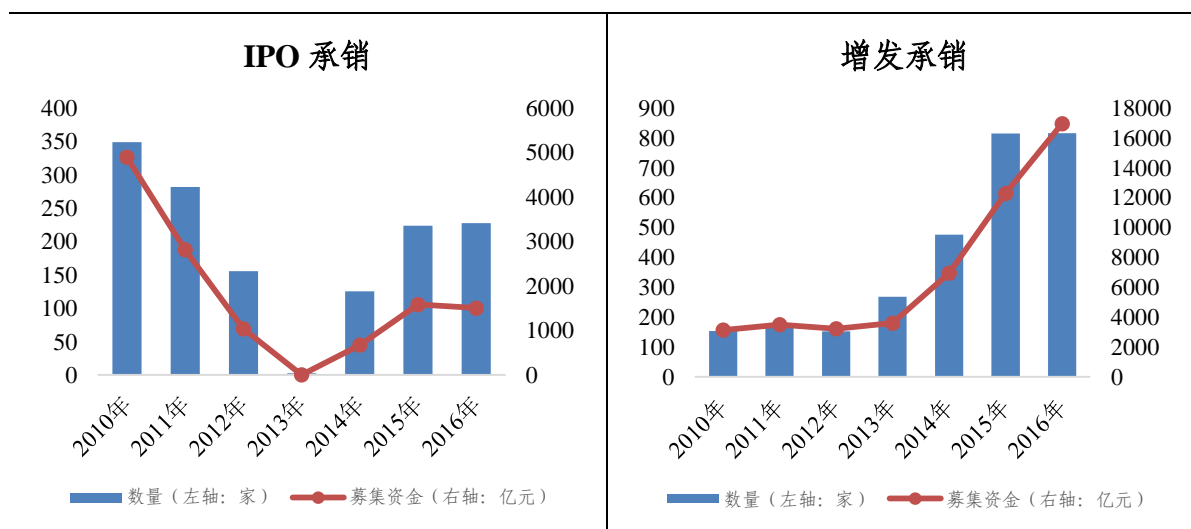
（1）承销业务

承销业务一直是券商的核心业务。券商的承销产品以 IPO 和增发为主，债券承销数量逐年增多，配股及优先股项目数量较少。

股票承销业务逐年增长。自 2013 年起，IPO 及增发的数

量及筹资额逐年增加。在 2014 年至 2016 年三年中，IPO 数量分别达到 125 家、223 家和 227 家，筹资额分别达到 669 亿、1576 亿和 1496 亿。增发自 2013 年起呈“井喷”之势。2013 年，通过增发募集资金的上市公司有 267 家，募集资金 3584 亿元；2016 年，通过增发募集资金的上市公司达到 814 家，募集资金 16918 亿元。

图 近几年股票融资情况（2010-2016）



资料来源：WIND 资讯

近五成的股权融资业务集中在前十大券商。从 2010 年至 2016 年，IPO 主承销商前十大的 IPO 数量占到行业的 51%，其中，国信证券的 IPO 数量超过其他券商，达到 125 家。受益于创业板成立伊始的快速发展，平安证券在 2010 年及 2011 年的 IPO 数量达到 39 家和 34 家，但自因“万福生科”造假受处罚起，IPO 业务发展缓慢，2016 年全年没有一家 IPO。从筹资额来看，IPO 主承销商前十大的 IPO 数量占到行业的 55%，中信证券的 IPO 筹资额最多，达到近 1200 亿元。从增

发来看，2010年至2016年，增发主承销商前十大的数量占到行业的49%，其中，中信建投和华泰联合以196家和194家领先其他券商，西南证券的增发数量超过广发证券等大型券商，位居第四。从筹资额来看，增发主承销商前十大的筹资额占到行业的59%，中信证券的增发筹资额超过5000亿元，遥遥领先其他券商。中信证券在股票融资业务方面的优势明显。

图 股票融资主承销商前十大（2010-2016）

IPO 主承销商前十大				增发主承销商前十大			
IPO 数量（家）		IPO 筹资额（亿）		增发数量（家）		增发筹资额（亿）	
国信证券	125	中信证券	1,119	中信建投	196	中信证券	5076
平安证券	99	国信证券	980	华泰联合	194	国泰君安	3511
广发证券	84	平安证券	834	中信证券	188	海通证券	3395
招商证券	76	中金	645	西南证券	169	华泰联合	3085
中信证券	71	广发证券	607	广发证券	164	中信建投	2929
华泰联合	60	中信建投	582	国泰君安	156	西南证券	2517
中信建投	49	华泰联合	551	海通证券	148	中金	2470
海通证券	47	招商证券	519	国信证券	145	国信证券	2389
安信证券	42	国泰君安	506	国金证券	90	广发证券	2190
国金证券	40	中银国际	448	招商证券	89	招商证券	1334
合计	693		6791		1539		28896
占比	51%		55%		49%		59%

注：占比是指前十大的总和与行业总和之比
资料来源：WIND 资讯

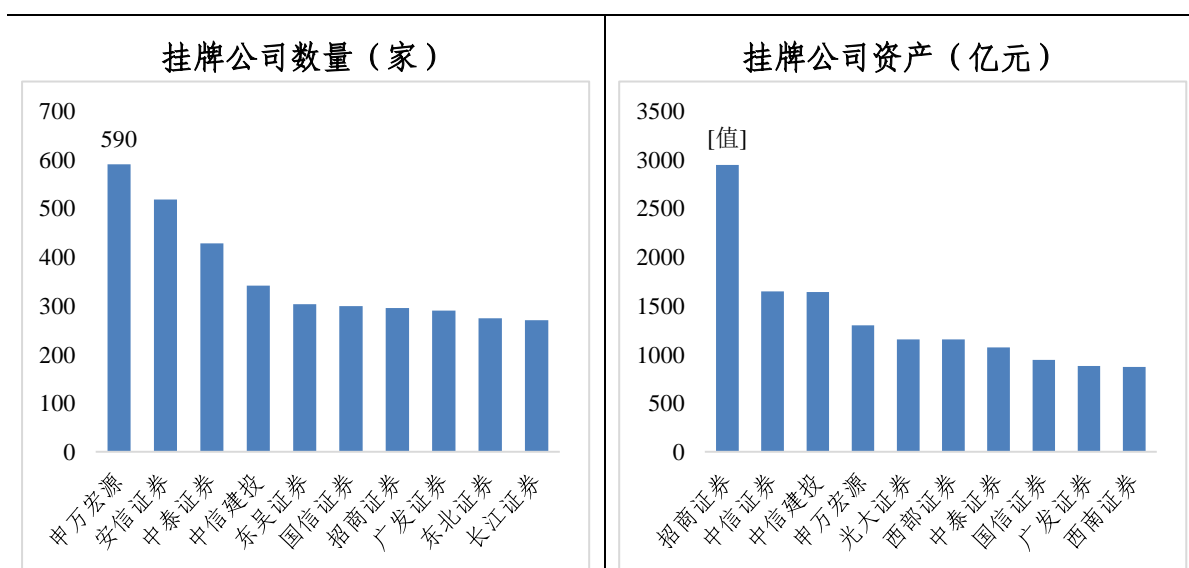
券商的债券承销竞争力显著弱于银行业。2010年至2016年，在债券承销金额前十大机构中，仅有中信证券一家券商，其他均为银行。中信证券承销1405只债券，筹资1.9万亿，约为工商银行债券承销金额的47%。从债券承销数量来看，

无一家券商入围债券承销数量前十大。

（2）新三板挂牌业务

自 2014 年起，股转系统开始接收全国各地企业挂牌申请，新三板挂牌业务成为券商新的争夺领域。2014 年至 2016 年，券商推荐挂牌公司数量分别达到 1229 家、3572 家和 5090 家，挂牌公司总资产合计达到 2856 亿、11831 亿和 9073 亿元。这三年中，申万宏源推荐公司数量累计达到 590 家，招商证券推荐公司资产累计达到近 3000 亿元，远超其他券商。

图 新三板挂牌业务排名前十大券商（2014-2016）



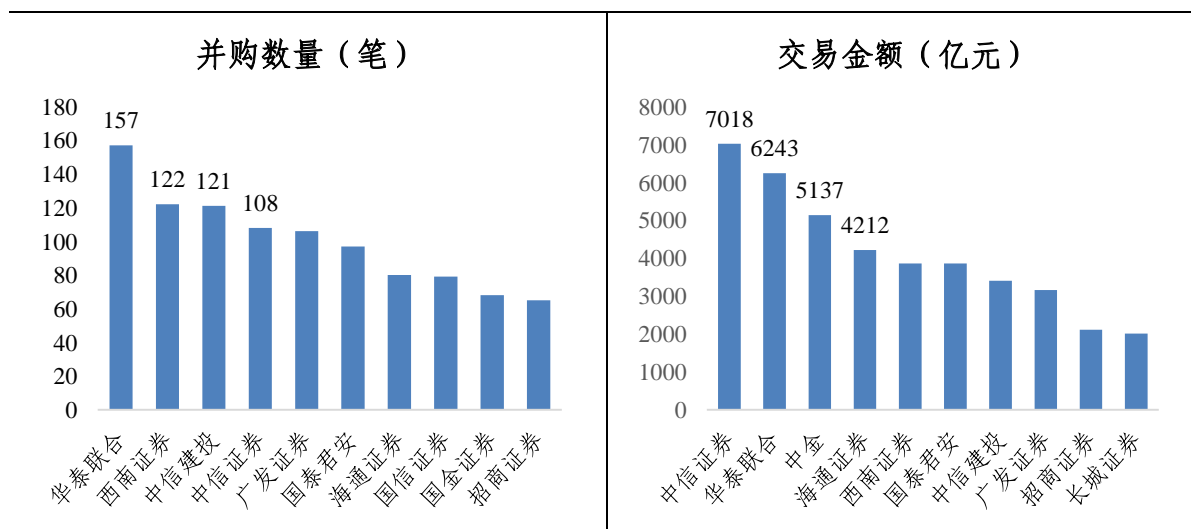
资料来源：WIND 资讯

（3）并购业务

券商并购业务集中度较高。2010 年至 2016 年，并购业务前十大券商完成的并购数量达到 1003 笔，占全部并购数量的 44%；完成的累计交易金额超过 4.1 万亿，占全部并购数量的 59%。在这些并购中，华泰联合参与的并购数量达到 157 笔，中信证券完成的并购金额超过 7000 亿元，领先其他

券商。

图 并购业务前十大券商（2010-2016）



资料来源：WIND 资讯

近两年，中金等实力强的券商成为我国境内企业海外并购的首选财务顾问。2016年，中金公司先后在中国化工收购瑞士先正达、青岛海尔收购通用电气的家电业务等大型境外并购中担任财务顾问，并蝉联全球财务顾问交易金额排行榜第一名。跨境并购业务逐渐成为熟悉欧美监管规则券商的新发展方向。

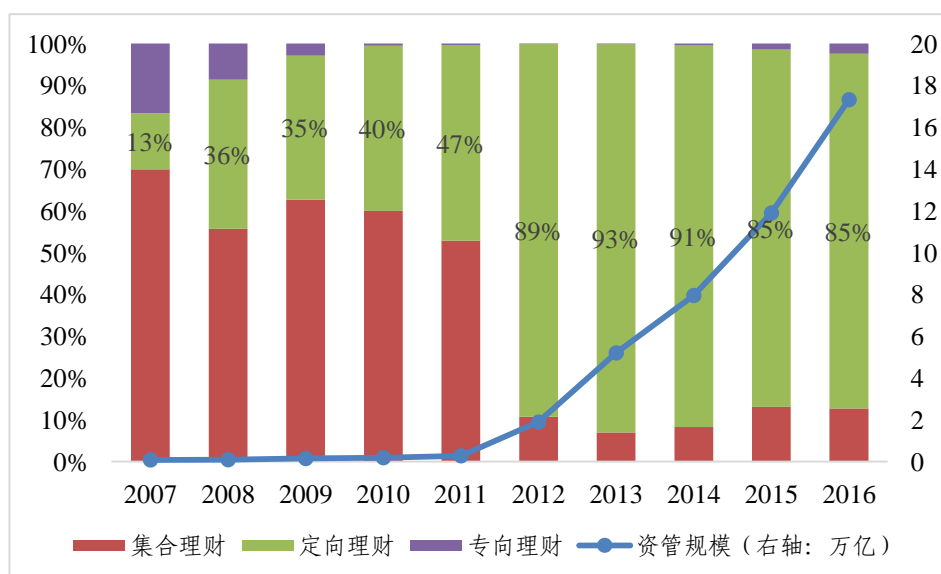
4. 资产管理业务

资产管理业务是券商相对新兴的业务，以定向理财为主的通道业务是券商资产管理的主要构成。

资产管理业务发展迅速。2010年至2016年，券商资产管理业务规模在持牌资管机构资管规模中的占比从不足2%升至15%左右，资管规模从1873亿元飙升至17.3万亿元，年均复合增长113%。2012年10月，证监会颁布的《证券公

司资产管理业务管理办法》允许适度扩大资管投资范围与资产运作方式，券商资管业务开始飞跃式发展，正是从 2012 年起，定向理财占比大幅上升，由 2011 年的 47% 升至 89%，在 2013 年，这一比例达到史上最高的 93%。除了监管政策的放松这一因素外，银行优化资产结构的动机及企业迫切的融资需求也在客观上促进了券商资管业务的爆发式增长。至 2016 年，券商资管规模已超过 17 万亿，其中，中信证券、海通证券和国泰君安的资管规模分别达到 1.8 万亿、1.5 万亿和 0.85 万亿，合计约占到行业规模的四分之一。

图 近十年券商资产管理业务规模变化（2007-2016）



资料来源：证券业协会

然而，伴随着监管政策的转向和银行增量委托资金的减少，券商资管业务也在变化。2014 年 2 月，证券业协会发布《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》，明确要求证券公司“不得通过集合资产管理计划开

展通道业务”，定向理财占比由 2013 年 93%降至 2015 年的 85%。未来，“抱银行大腿”的业务模式将难以为继，券商必须将资管业务重点从被动管理业务转到主动管理业务。

（三）海外发展

券商海外业务以立足香港为主，规模尚小。虽然海外业务内容与国内业务并无本质区别，但规模及盈利相去甚远。目前，国内券商实现国际化的主要路径是“立足香港、布局亚太、辐射全球”。在内地券商国际化战略实施过程中，大多数券商以香港作为公司国际化的首选地，分支机构设立方式包括自主投资设立子公司或者收购、控股香港本地券商。香港中资证券业协会数据显示，内地券商在香港设立分支机构以 2006 年至 2010 年期间最为集中，达到 12 家，在 2005 年以前共有 4 家；2011 年后券商在香港布局逐渐放缓，2011 年至今共有 10 家。部分实力雄厚的券商也开始在香港以外的地方开拓业务。海通证券在美国、英国等 11 个国家设立了分支机构。

图 我国主要券商海外分支机构情况（不含香港）

券商名称	分支机构数量（家）	主要国家
海通证券	11	美国、英国、日本、新加坡、印度、澳大利亚、巴西、墨西哥、爱尔兰、葡萄牙、西班牙
中信证券	5	美国、英国、韩国、斯里兰卡、荷兰
中金公司	3	美国、英国、新加坡
国泰君安	2	美国、新加坡
广发证券	2	英国、加拿大

东吴证券	1	新加坡
太平洋证券	1	老挝

资料来源：2016 年年报

承销与并购业务业绩靓丽。过去几年，不少内地企业纷纷赴港上市，极大地促进了中资券商海外投行业务的持续上升，中资券商已经成为香港券商投行业务的核心力量。2016年，中资券商在 IPO 承销金额方面包揽前 5 名，大幅超越外资投行，海通国际证券的 IPO 承销数量和筹资额均位居第 1。我国企业海外并购步伐的加快也为中资券商扩大海外业务创造了有利条件。Dealogic 数据显示，2016 年，中金公司蝉联全球财务顾问交易金额排行榜第一名，担任财务顾问的中资跨境交易规模达到 698 亿美元，同比增长约 28 倍，参与的并购项目累计成交 1303 亿美元，成为第一家经办中国并购交易规模连续两年突破千亿美元的券商。在海外业务拓展方面，海通证券、中金等多家券商充分有利时机，为内地企业赴港上市、融资及海外并购提供服务，高效地实现了海外业务的盈利，在相关领域的排名迅速进入国际市场前列。

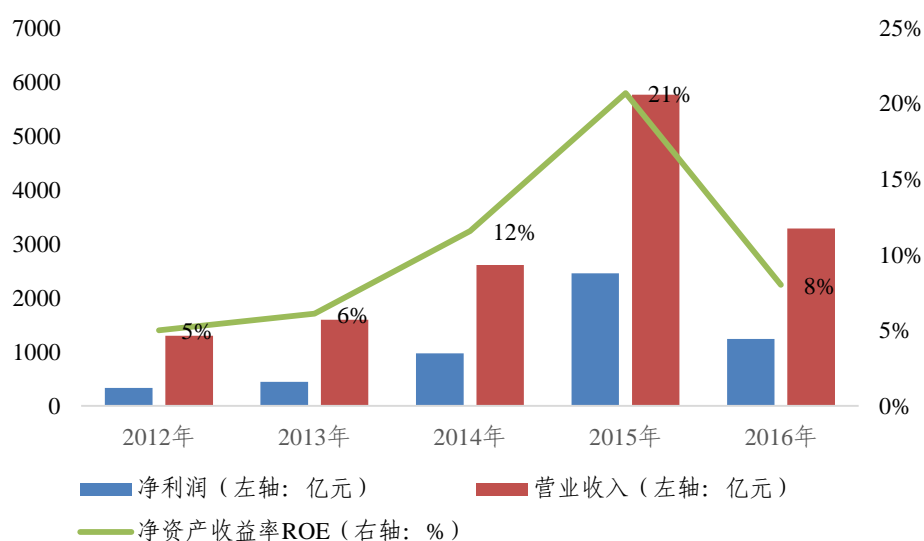
不过，尽管中资券商在承销业务领域的整体竞争力强、市场份额大，但缺乏可与国际大型券商竞争的单个中资券商。而且，中资券商的新股定价能力弱，缺乏全球性的客户体系，难以将大型 IPO 的股票卖到全球投资者手中。

经纪业务表现平平。在香港设立分支机构的多数中资券商都以经纪业务、资产管理作为主要方向，但经纪业务普遍

利润不高甚至出现亏损。究其原因，一是已形成以本地及外国券商为核心的模式，中资券商在进入时存在天然的后发劣势与传统壁垒；二是港股市场与内地市场在投资者结构上的巨大不同，中资券商在内地市场积累的各项资源短期内难以在香港市场有效运用；三是经纪业务竞争日趋激烈，在港券商数量众多，证券交易量相对稳定而佣金率不断下降。中资券商在经纪业务方面的表现不尽如人意。

（四）经营业绩

图 近五年券商行业经营业绩（2012-2016）



资料来源：证券业协会

券商行业经营业绩增长迅猛。过去五年，券商行业经营业绩相当靓丽。2016年，券商行业营业收入达到3280亿元，与2012年的1295亿元相比，年均复合增长率达到26%；净利润达到1234亿元，与2012年的329亿元相比，年均增长39%；ROE达到8%，较2012年增长三个百分点。业绩增速

高于其他行业。但是，券商业绩受二级市场影响巨大。在现有业务模式下，券商行业也是一个“靠天吃饭”的行业。2016年，A股成交额大幅下降，仅为2015年的一半，以经纪业务收入为主的券商业绩显著下滑。券商行业当年的营业收入仅为2015年的57%；净利润仅为2015年的50.4%；ROE较2015年下降13个百分点。

表 近五年券商行业分项业务收入占比（2012-2016）

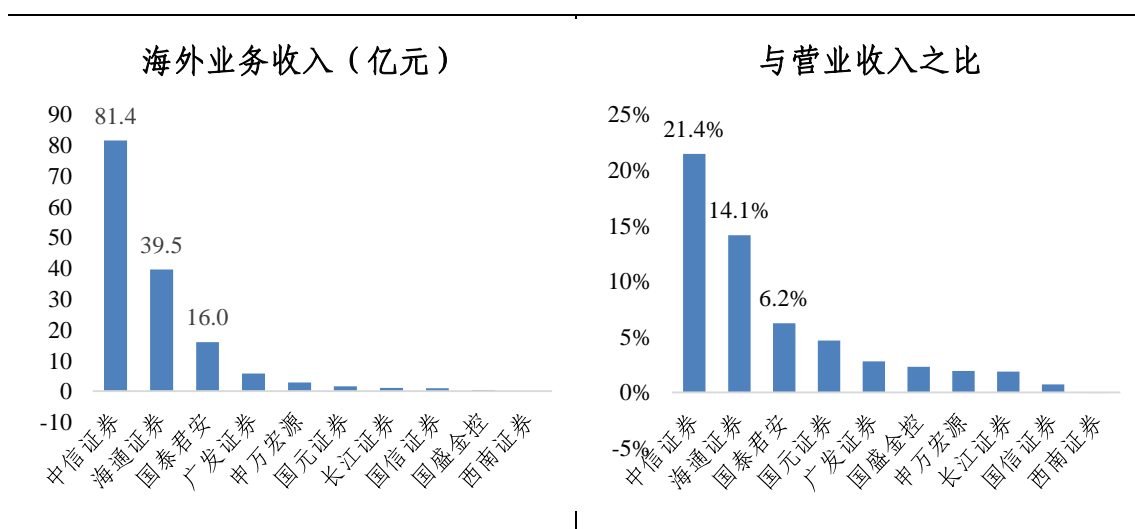
	经纪业务	交易业务	投资银行	资产管理	其他
2012年	40%	26%	16%	2%	15%
2013年	49%	31%	11%	4%	5%
2014年	41%	44%	12%	5%	-2%
2015年	48%	35%	9%	5%	4%
2016年	34%	29%	21%	9%	7%

资料来源：证券业协会

从分项业务收入来看，经纪业务收入占比最高。2016年，全行业的经纪业务收入占比34%，达到1103亿元，尽管占比较以前有所下降，但仍然高出其他业务收入占比。交易业务收入占比在过去五年中呈倒V型，2016年，其收入规模达到950亿元，占到营业收入的29%。经纪业务、交易业务两项收入与营业收入之比近70%，由于这两项业务与二级市场同步性过高，市场波动必然给券商业绩带来较大风险。此外，得益于IPO的提速，投行业务收入占比明显提高，增至21%，达到684亿元，实现最好成绩。资产管理业务收入占比逐年稳步增长，2016年，资管业务收入占比达到9%，达

到 296 亿元,较 2012 年增长 10 倍,是券商增长最快的业务。

图 我国 A 股上市券商海外业务收入 (2016)



资料来源: WIND 资讯

海外业务收入占比低。2016 年,在 30 家 A 股上市券商中,仅 10 家有海外业务收入,中信证券、海通证券和国泰君安的海外业务规模相对较大,收入分别达到 81.4 亿元、39.5 亿元和 16 亿元,在当年营收中占比 21.4%、14.1%和 6.2%。大量承销业务及海外投资为三家券商带来了不菲的境外收入。其他券商的海外业务收入均不到 6 亿元,与营收之比不到 3%,西南证券的海外业务尚处于亏损状态。

(五) 国际比较

美国券商行业已形成寡头垄断格局。摩根斯坦利与高盛两家公司是这一行业的佼佼者。2016 年,摩根斯坦利与高盛的资产规模均超过 8000 亿美元。摩根斯坦利营业收入达到 346 亿美元,净利润达到 59.8 亿美元,营收的年均复合增长率达到 7.2%。高盛的营业收入达到 306 亿美元,净利润达到

74 亿美元，较过去四年小幅下跌。

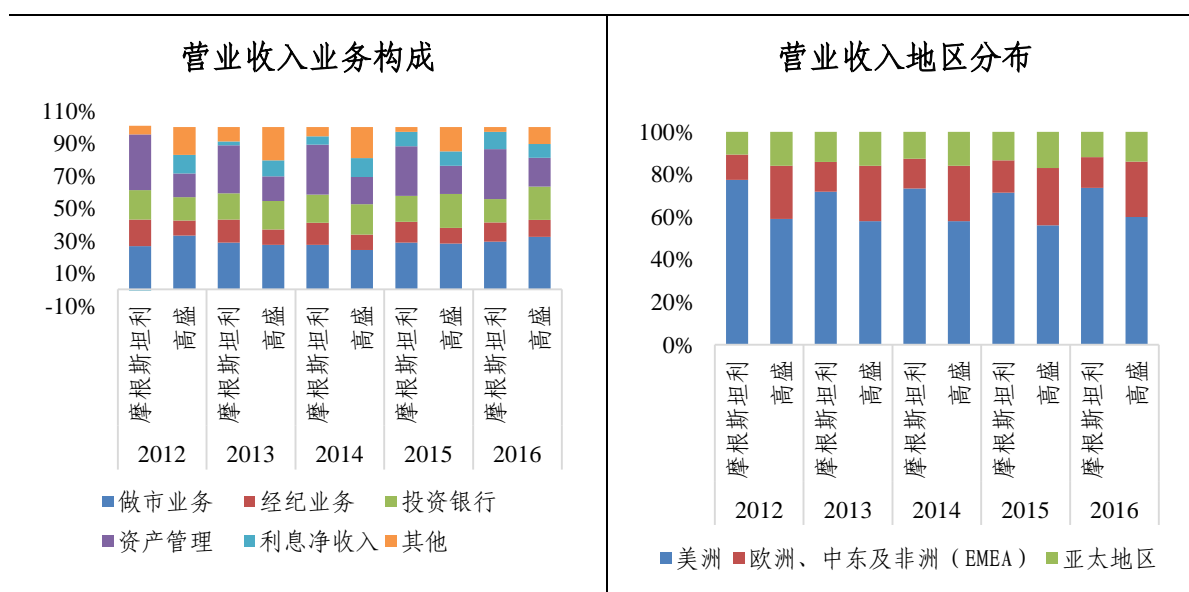
表 美国大型券商简介（2012-2016）

	总资产		营业收入		净利润	
	摩根斯坦利	高盛	摩根斯坦利	高盛	摩根斯坦利	高盛
2012 年	7809.6	9385.6	261.8	341.6	0.7	74.8
2013 年	8327.0	9115.1	324.9	342.1	29.3	80.4
2014 年	8015.1	8562.4	342.8	345.3	34.7	84.8
2015 年	7874.7	8614.0	351.6	338.2	61.3	60.8
2016 年	8149.5	8601.7	346.3	306.1	59.8	74.0

注：单位为亿美元

资料来源：2012 年至 2016 年年报

图 美国大型券商营业收入构成（2012-2016）



摩根斯坦利与高盛业务差异化竞争效果良好。两家券商业务内容相同，但业务发展重点存在显著差异。摩根斯坦利营业收入中约有近三分之一的比例来自资产管理业务，这也是最大的收入来源，占比在 30% 以上；其次是做市业务，过去五年中，做市业务的收入约占到营业收入的 28% 左右；投

资银行与经纪业务收入约占到营业收入的 14% 和 12%。在高盛的营业收入构成中，做市业务是最主要的收入来源。2016 年，做市业务与营业收入之比升至 32%；其次是投资银行业务，这一业务收入约占到营业收入的 20%；资产管理与经纪业务分别占到 18% 和 10%；此外，并购业务也是高盛的强项，过桥贷款等服务为高盛带来了约 10% 的营收。

摩根斯坦利与高盛的国际布局差异明显。过去五年中，美洲市场为摩根斯坦利贡献了近八成的营业收入，而高盛则不足六成。这一差异的根本原因是其业务差异，以美国国内高净值人士为主的资产管理业务一直是摩根斯坦利的发展重点，受益于近几年的美股牛市，摩根斯坦利的资产管理业务大幅增长，并获得不菲的营业收入。此外，欧洲等地区为摩根斯坦利和高盛贡献了 14% 和 26% 的营业收入。亚太地区仅为摩根斯坦利和高盛带来了 13% 和 16% 的营业收入，占比较小。

国外经济高速发展及变革期是国际大型投资银行海外扩张的良好机遇。高盛通过抓住目标市场经济发展与社会变革的机会来确立市场地位，在 20 世纪 80 年代英国国企私有化的进程中，高盛准确地抓住其中的业务机会，奠定了在英国市场的领先地位。摩根士丹利通过与新兴市场本地金融机构合作成立合资公司进入当地市场，1995 年，摩根士丹利与建设银行合资成立中金公司，确立了中金公司在投行业务领

域的领导地位。此后，摩根士丹利与华鑫证券成立摩根士丹利华鑫证券，继续扩大在华业务。此外，美林证券跟随本国资本走出去，不断扩大海外影响力，其国际化进程始于二战后的“马歇尔计划”，计划实施期间，美国以大量制造业投资的形式直接支持欧洲重建。美林证券利用这一时期欧洲各国经济快速增长的机会，在欧洲多国设立了自己的办事处。野村证券自1967年起走出日本开始布局亚太市场，并在1969年成为美国波士顿交易所会员，但其欧美业务则是在2007年和2008年完成对美国经纪商Instinet和雷曼欧洲业务的收购后才有所改观。这些大型投资银行的国际化过程路径较为多元化，但都一直在努力跨越政治与商业文化鸿沟，历经数十年终成为具有全球影响力的券商。

三、建议

第五次全国金融工作会议要求金融回归本源，服从服务于经济社会发展，并提出“要把发展直接融资放在重要位置”。这给证券行业带来了新的发展机遇，也提出了新的挑战。券商靠牌照和通道轻松快速赚钱的日子或将很快结束，行业盈利模式将面临重构。只有不断提高核心竞争力才能实现更好地服务实体经济发展的目的。基于我国券商行业的发展现状，本文建议，

（一）推进行业并购，打造综合竞争力强的大型券商

我国有113家券商，近似处于完全竞争状态，尚无系统

重要性券商。中信证券、国泰君安和海通证券在国内各业务领域虽位居前列，但业务规模与国际影响力远远落后于我国经济实力排名。

推动券商行业并购，支持券商做大做强做优。一是鼓励大型券商间“强强联合”式合并。目前，部分券商在各业务领域的差异化优势已经有所显现，华泰证券在经纪业务领域、国信证券在股票承销领域、华泰联合在境内并购业务领域、中金证券在海外业务方面的份额均领先其他券商。大型券商通过合并，可以扩大资产规模、整合管理资源、降低经营成本，全面提高综合竞争优势。二是支持大型券商与中小型券商通过合并实现优势互补达到共赢。在新三板做市业务领域，天风证券、九州证券等中小券商的优势已超过大型券商，交易业务收益率居于前列，特色化经营策略已初见成效。大型券商与中小型券商合并，有利于充分发挥“1+1>2”的协同效应，从而提高行业竞争力。通过加快行业整合，充分发挥资本规模与竞争力突出券商的优势，形成具备综合竞争力的系统重要券商，这既有利于进一步提升行业竞争力，也将有利于维持更稳定的市场秩序。

（二）提供差异化服务，充分发挥券商各自的相对优势

目前，我国一百多家券商的服务同质化现象严重。在各业务领域，中信证券等几家大型券商的市场份额较高，其他券商的份额小，定价能力弱。未来，随着金融科技不断升级、

监管力度持续提升，竞争力差距将更加显著，行业集中度将进一步提升。券商特别是中小券商必须得找准相对优势，改变发展模式，不断拓展新的业务领域，才能在这一行业生存下去并提高定价能力和市场占有率。

一是要为经纪业务客户提供更具针对性的服务。大型券商可以为机构客户和高净值客户提供增值服务和综合服务。中小型券商可根据客户特征提供差异化服务，对于普通客户，通过互联网提供标准式的服务，收取较低的佣金；为中高净值客户提供佣金率更高的财富管理服务，以满足其对资产盈利的需求；为机构客户提供融资服务、资产管理、投资研究等一站式综合金融服务。二是通过规范场外业务发展，丰富交易业务领域。既可以发展交易模式、金融衍生品等场内业务的创新，也可以发展针对特定产品及客户的个性化需求进行定制的场外业务创新，不断拓展券商的做市功能。三是提高投行业务的价值发现功能。在投行业务领域，应逐步改变现有的投行业务通道化的局面，打造以价值发现为核心的价值业务链，提高投行竞争力区分度。四是全面提高资产管理业务的主动管理能力。充分满足机构客户与个人客户的投资需求，在权益投资、债券投资和资产证券化等投资领域加大投入，提升投资业绩，借助于与经纪业务的互动，进一步拓展盈利空间。

（三）加大国际化步伐，培育有全球影响力的券商

纵观国内外券商国际化的过程，合适的战略定位与有利的扩张时机相配合，有助于更高效地实现国际化过程。“一带一路”是我国券商国际化的有利时机。目前正是我国企业与资本走出去的高峰期，也是我国与周边国家政治经济关系的持续上升期。随着“一带一路”战略的实施以及人民币国际化进程的不断推进，境内资本走出去、境外资本引进来的活动将更加活跃，对跨境金融服务的需求快速上升。券商可以以投资银行业务为切入点，为我国企业和资本走出去服务的战略，高效率地实现国际化战略。

在这一过程中，一是要配合国内企业的海外发展战略。继续大力发展在香港市场的承销业务，满足企业海外筹资需求；在“一带一路”沿线国家及欧美市场以并购业务为切入点，打造具有影响力与竞争力的投资银行。二是在新兴资本市场以发展资产管理业务为契机。在印度、越南等经济快速增长的新兴经济体，抓住其国民财富快速积累急需保值增值的机会，不断提高主动投资管理能力，增加资产管理业务规模。三是要借助互联网技术。以交易中介业务为切入点，充分利用互联网技术兴起所产生的网络交易与移动交易机会。此外，也必须考虑到国际政治格局和商业文化差异等因素对海外业务扩张的影响。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
