

# 展望2019中国证券业： 把握五大趋势六大主题

麦肯锡资本市场咨询业务 | 2019年1月

作者：  
黄河  
袁伟  
王璞  
李瑞航



# 前言

自2017年以来，A股市场表现不佳，在经济增长放缓、去杠杆以及中美贸易争端等多种宏观因素的影响下，证券行业波动加剧，收入不断下滑、利润空间缩窄，行业分化，马太效应凸显。何去何从？131家券商面临着新的选择。

参考美国、日本、香港等成熟市场的发展经验，中国证券行业有着较大的发展潜力。但目前来看，券业已进入拐点，同质化竞争无以为继，行业因寻求新的增长点而加剧分化，同时数字化和金融科技带来颠覆性变革。结合成熟市场的经验及数字时代的新特征，我们认为证券行业未来有如下五大发展趋势：

**趋势一，行业分化整合：**行业集中度上升，出现整合机会，未来将形成大型全能券商与特色精品券商共存格局；

**趋势二，客户机构化：**投资者机构化提速，对券商行业专业度和产品服务的丰富多样性提出了更高要求；

**趋势三，业务资本化：**重资本业务能力将成为核心竞争力，要求券商具备更强的资产获取、风险定价和主动管理能力；

**趋势四，全面数字化：**端到端数字化和金融科技的应用将成为行业常态，要求券商从组织、人才、理念等方面进行全方位的数字化转型；

**趋势五，运营智能化：**行业业绩下滑，合规成本上升，券商必须持续降本增效，推进运营智能化；

我们认为，券商应聚焦以下六大主题，积极转型求发展：

**主题一，明确差异化战略方向：**131家券商须分化定位，除少数几家大型全能券商之外，大多数券商应摒弃大而全、小而全的定位，向行业专业化转变，进行战略聚焦；

**主题二，打造有特色的业务模式：**抓住财富管理业务转型、机构服务业务和重资本业务快速发展之机；

**主题三，拥抱数字化和金融科技：**加大数字化应用、适时布局金融科技，并从组织、理念和文化方面加以促进；

**主题四，精细化运营；**

**主题五，管理和经营风险；**

**主题六，重塑组织和文化。**

在中国资本市场市场化、法治化的改革方向下，随着监管对加强法制建设、前瞻性地管理引导预期、注重行为监管和坚定开放信心不断加强重视，制度环境将进一步完善，从而助力行业实现健康发展。



# 目录

前言	3
第1章 中国证券行业的发展困局	6
第2章 证券行业的五大中长期发展趋势	10
第3章 券商转型的六大关键议题	16
第4章 成熟市场的监管实践启示	28
关于麦肯锡中国区资本市场咨询业务	32

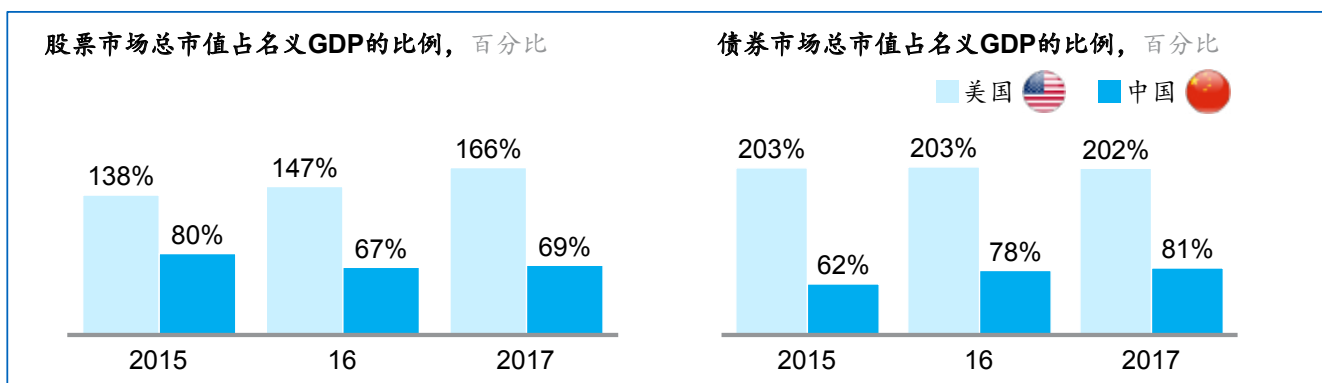
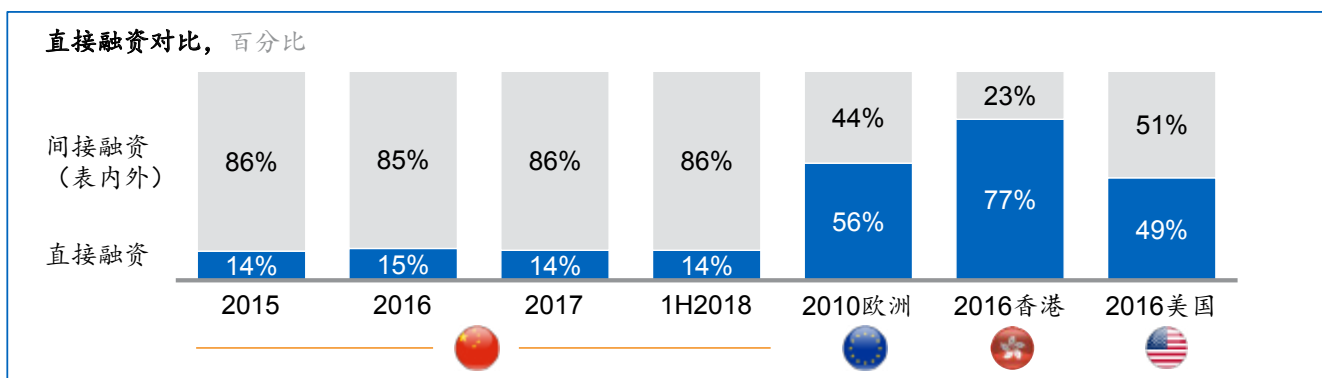
# 第1章

## 中国证券行业的发展困局

“十三五”规划发布已有三年，中国资本市场的发展慢于预期，直接融资（部分债券发行由商业银行承担）占比仍徘徊在14%左右，股票和债券市场市值占GDP的比重也远低于成熟市场（见图1），与规划纲要中提出的“显著提高直接融资特别是股权融资比重”的目标仍有明显差距。与此同时，作为资本市场的重要参与者，证券行业近两年整体业绩下行，券商分化加剧，面临发展困局：

图1

资本市场体量仍有很大发展潜力，目前距离政策目标仍有较大差距



资料来源：Wind；世界银行

### 1.1 行业整体收入下降，费率下行，利润空间持续缩窄

2017年证券行业总收入为3,113亿元人民币，较2016年下滑5.0%，2018年上半年行业总收入为1,266亿元人民币，同期下跌11.9%。2017年以来A股市场表现不佳，波动加剧，市场增长放缓导致交易和融资总量萎缩。券商在各业务线上展开了更激烈的价格竞争，2018上半年经纪业务佣金率较2017年略有下降，加速下滑态势结束，而IPO费率下降，业务量和费率双重下跌导致行业整体收入空间缩小。

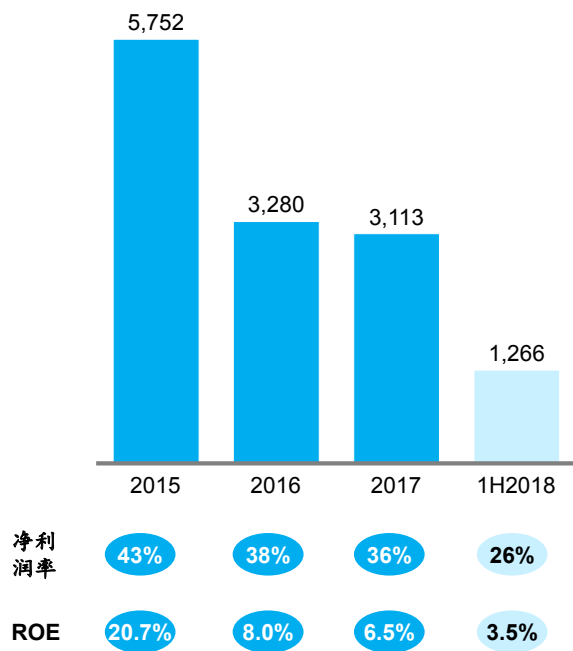
总收入减少的同时，2018年上半年行业净利润率首次跌破30%关口，降至约26%。尽管杠杆率略有回升，但受收入减少和利润空间缩小的双重影响，证券行业净资产回报率显著恶化，2018年上半年行业年化净资产回报率仅为约3.5%（见图2）。

国内券商的利润率和回报率都明显低于国际市场水平。对比国际证券市场，虽然总收入自2014年以来也有约2.7%的下跌，但利润率稳中有升，对冲了收入下降的影响，资产回报率仍保持在8%左右。

图2

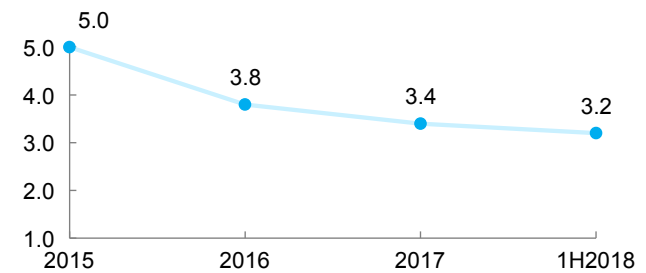
受市场环境影 响，中国证 券行业总收 入自2015年 以来大幅下 跌，净利润 率显著恶化 ，资本回报 率逐步降低

中国证 券行业总收 入及净利润 率变化，亿 元人民币

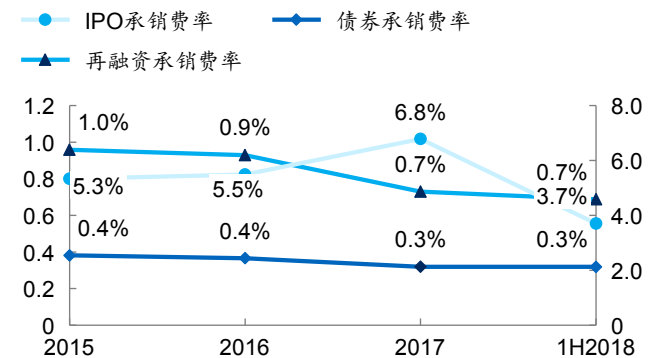


注：均截至到2018年上半年数据  
资料来源：中国证券业协会；小组分析

证 券行业经 纪佣金率 ，万分 之



证 券行业融 资费率 ，百分 比



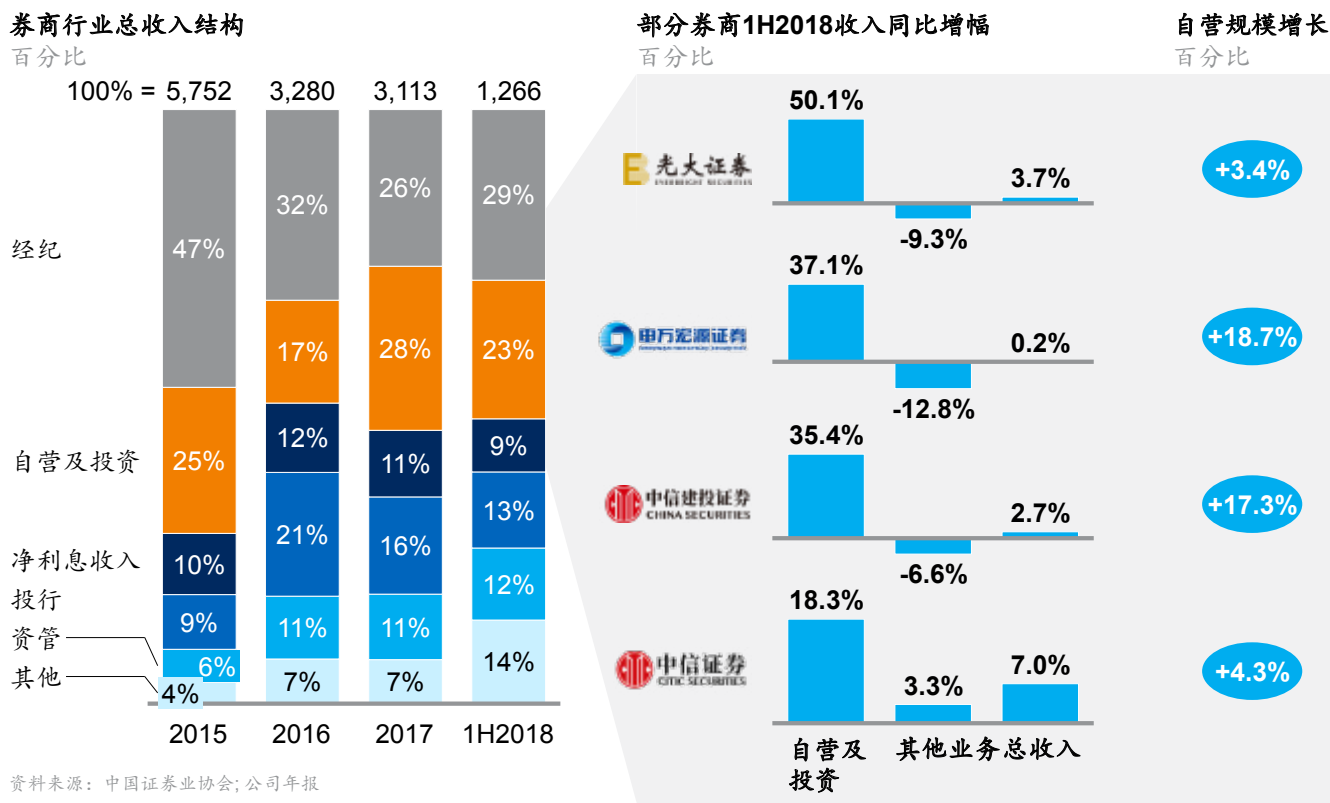
### 1.2 收入结构更多元，经纪和自营业务仍是前两大收入来源

通道型业务（经纪业务以及投行业务）收入贡献持续下降。依靠资产负债表的重资本业务收入贡献提升，其中自营业务在2017年底已超过经纪业务成为券商最大收入来源。虽2018年上半年受累于市场波动以及IFRS9实施，行业整体自营及投资业务收入略有下降，投资能力仍是区分券商竞争力的重要指标，以2018年上半年取得总收入同比增长的几家券商为例，其自营及投资业务的收入增长仍是驱动券商整体收入增长的关键因素（见图3）。

同时，海外业务的重要性凸显。领先券商如中信证券、中金及海通证券的海外业务布局已有扎实基础，2017年海外收入贡献分别达到13%，17%及18%，大幅领先其他券商。资管业务收入贡献占比虽有小幅提高，但受资管新规影响，整体管理资产规模(AUM)自2016年持续收缩，收入绝对值略有回落，两融余额受市场环境影 响有所回落，净利息收入贡献比出现下滑。

图3

行业收入结构发生变化，通道型业务收入贡献显著下降，资本型业务贡献有所提升，自营及投资成为业绩增长的关键支撑



### 1.3 行业分化，集中度提升，行业马太效应凸显

行业集中度上升，2018年上半年收入排名前10的券商占据了52%的总收入份额以及66%的净利润份额，较2017年有明显增长。中小券商业绩明显承压，排名50以后的80家券商2018年上半年收入份额仅5%，相当于一家排名前10的券商，而且受到的市场冲击较大，加总利润为负。

值得注意的是，行业集中度的提高实际由中信证券、海通证券和国泰君安这三家排名前三的券商拉动（见图4）。行业排名前10的第一梯队券商也出现分化，仅华泰和中信两家在2017年和2018年上半年的收入及净利润持续逆市增长。

### 1.4 行业业绩下滑，人员流失加大

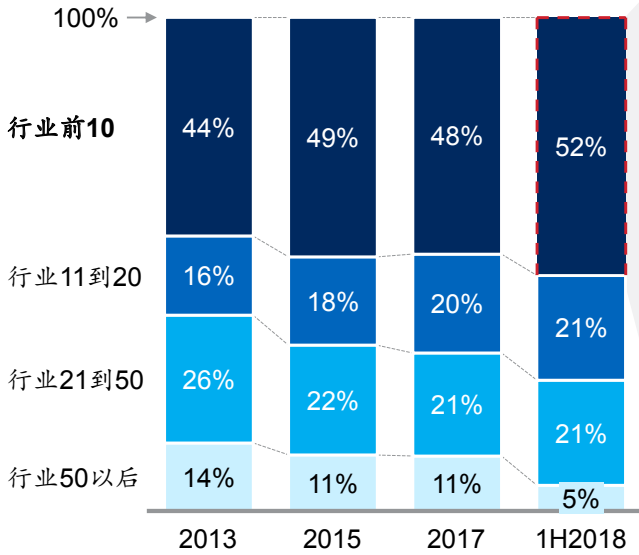
近两年证券从业人员首次出现下滑，经纪人数量减少，2018年月均获批分支机构数比2017年下降40%，更是有18家券商撤销了位于东北和西部地区的多家分支机构，2018年上半年上海地区近四成的营业部出现亏损。券商的短期策略是削减占成本比例最高的人力成本，2018年以来多家券商降薪，中小券商受到的冲击更为明显，行业悲观情绪蔓延。



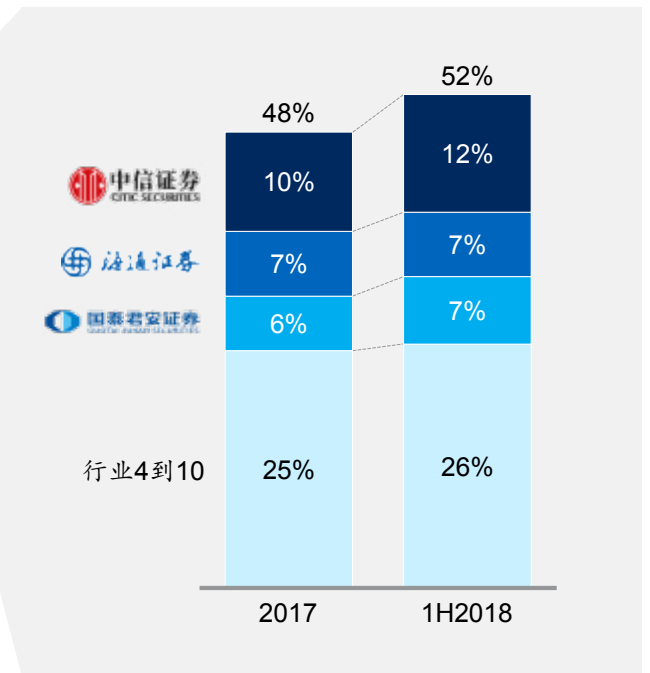
图4.1

行业竞争格局马太效应凸显：券商梯队分化，集中度进一步提升，前三大优势明显

券商行业总收入按排名梯队分布，百分比



前10大券商总收入分布，百分比

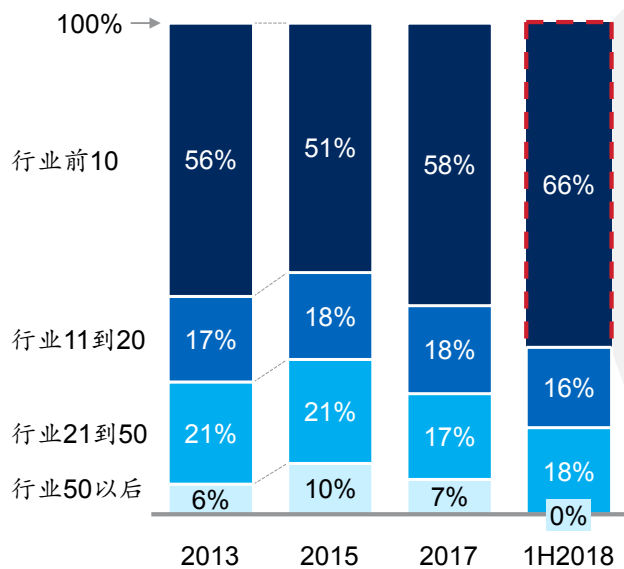


资料来源：中国证券业协会

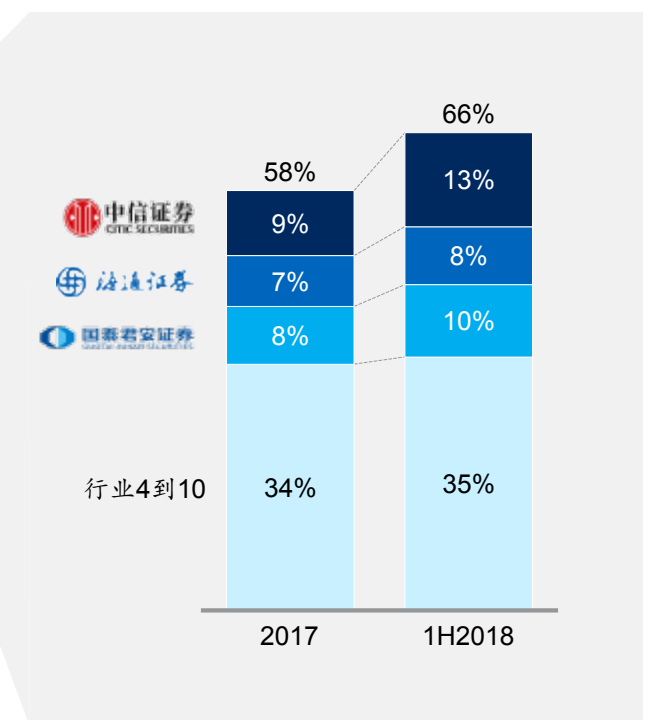
图4.2

2018年上半年行业利润近70%集中于前10名券商

券商行业净利润按排名梯队分布，百分比



前10券商净利润分布，百分比



资料来源：中国证券业协会

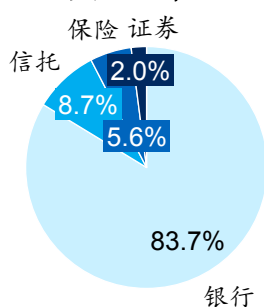
## 第2章 证券行业的五大中长期发展趋势

2017年以来，A股市场表现不佳，证券行业受到经济增长放缓、去杠杆以及中美贸易争端等宏观因素的影响，波动加剧；证券行业整体规模小，在金融系统中的影响力弱，与资本市场和整体经济发展不匹配（见图5）。严监管趋势下，监管机构“扶优限劣”，支持优质券商做大做强，部分资质不足的券商面临挑战。

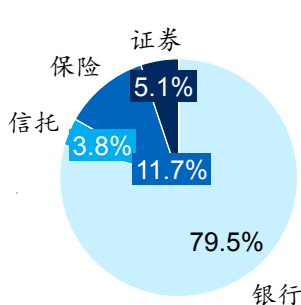
图5

对比其他金融市场，中国证券行业的整体规模较小，与资本市场的整体发展不匹配

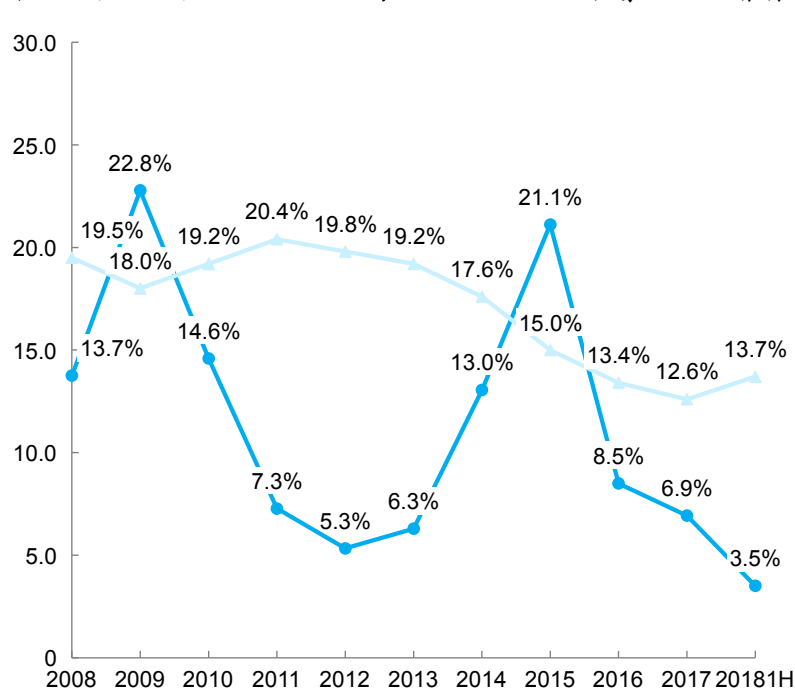
金融行业总资产比例，2017年，百分比



净利润比例，2017年，百分比



中国证券业和商业银行ROE对比，百分比



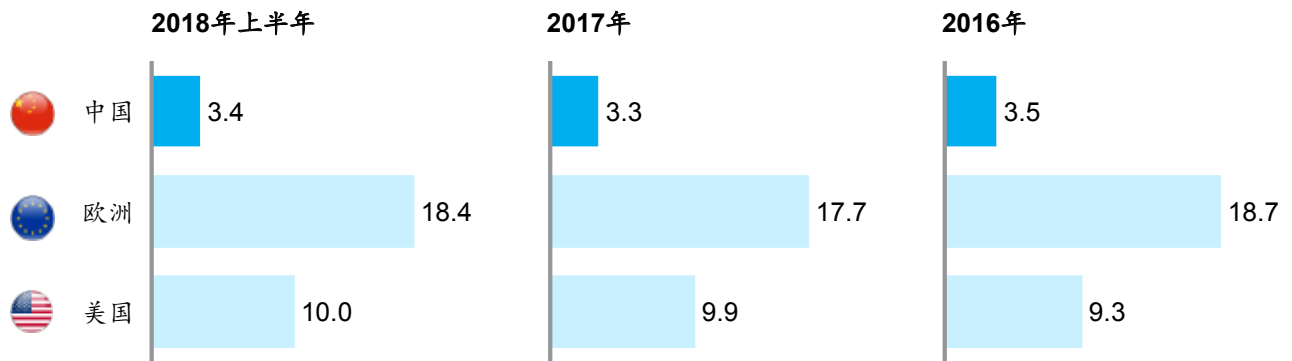
资料来源：证券业协会；银保监会；基金业协会；信托业协会；文献检索

虽然行业正在经历寒冬，但我们认为未来的发展潜力仍非常可观：首先，资本市场在全面深化改革中占据核心地位，制度建设正加快完善，科创板设立与注册制试点以及退市的提速即是信号；其次，对比国际发达市场，中国证券行业在产品和服务多样性，以及整体杠杆率上仍有较大提升空间（见图6）；最后，券业国际化开放进程加速将带来新的活力和契机，外资投资者的引入将推动证券市场机构化，同时外资券商的创新产品服务理念和先进的系统平台，进入中国市场后将带动行业综合能力的提升。

图6

## 对比国际成熟市场，中国证券行业的杠杆率显著偏低

证券行业总资产/净资产杠杆率，倍

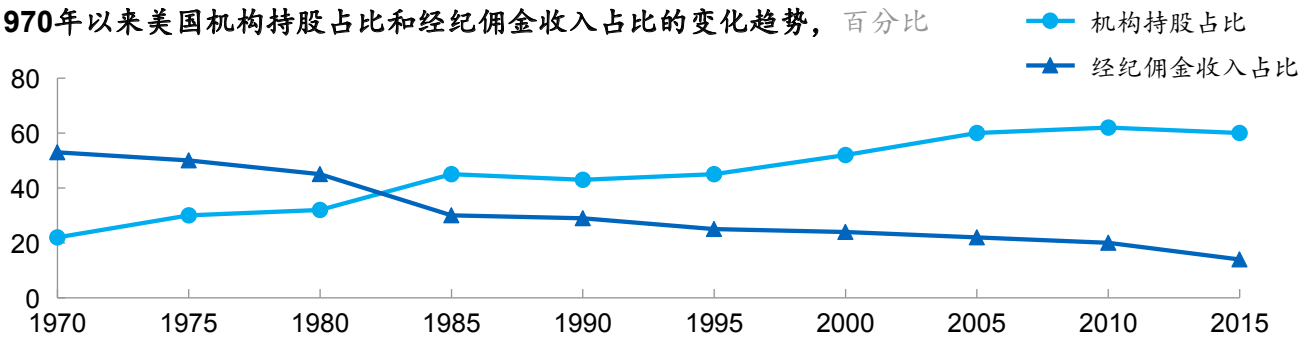


资料来源：证券业协会；银保监会；基金业协会；信托业协会；文献检索

图7

## 1970年以来美国证券行业发展的三个阶段

1970年以来美国机构持股占比和经纪佣金收入占比的变化趋势，百分比



**第一阶段：1975年到1990年**，佣金自由化激发了业务的多元发展，导致券商分化，券商纷纷寻求新的业务增长点

**第二阶段：1990年到2008年**，资产负债表持续扩张，券商分化加剧，全球性航母级投行出现

**第三阶段：2008年金融危机之后**，监管趋严，金融科技和数字化兴起，券商开始新一轮转型

1970

1980

1990

2000

2008

▪ 1975年实行佣金自由化制度

▪ 1980年以来，共同基金高速发展，养老金和境外投资者持股市值逐年提升

▪ 1999年通过《金融服务现代化法》，允许以金融控股公司形式混业经营

▪ 2008年之后，金融科技和数字化应用飞速发展

纵观美国资本市场发展历程的三个主要阶段和期间的关键变化（见图7），我们认为中国证行业目前整体上类似美国证券业发展历程的第一阶段，表现为费率触底、通道业务收缩导致同质化竞争无以为继，行业因寻求新的增长点而分化，同时数字化和金融科技带来行业颠覆性变革。结合成熟市场的经验及数字时代的新特征，我们认为证行业未来有如下五大发展趋势：

## 2.1 行业分化整合: 行业集中度上升, 出现整合机会, 未来将形成大型全能券商与特色精品券商共存格局

行业竞争加剧和监管趋紧使得券商通道业务线均面临能力升级要求, 经纪业务从低价获客转向以用户体验为核心提升客均收入, 投行业务从团队联产承包制转向行业专业化, 资管业务转向主动管理, 券商的核心竞争力变为投顾能力、行业专精、主动管理能力等。

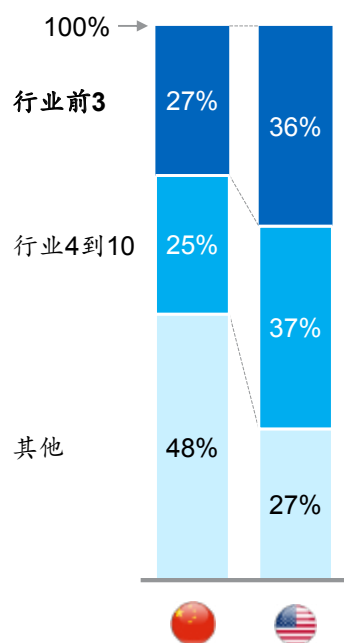
在“通道业务”向“重资本业务”转变下, 大券商在资本金实力、资金成本、风险定价能力、机构客户布局上有着明显的竞争优势, 存在天然的竞争壁垒, 成熟市场前10名投行集中度在70%以上, 虽然券商数量较多, 但自2000年来美国注册券商数已减少30%以上(见图8), 未来中国市场份额将持续向国内领先大型券商集中。

目前即使行业龙头仍与国际领先投行存在差距(见图9), 仅靠自然增长至少需要20年才能实现世界一流投行的目标, 但行业并购整合将加速这一过程。

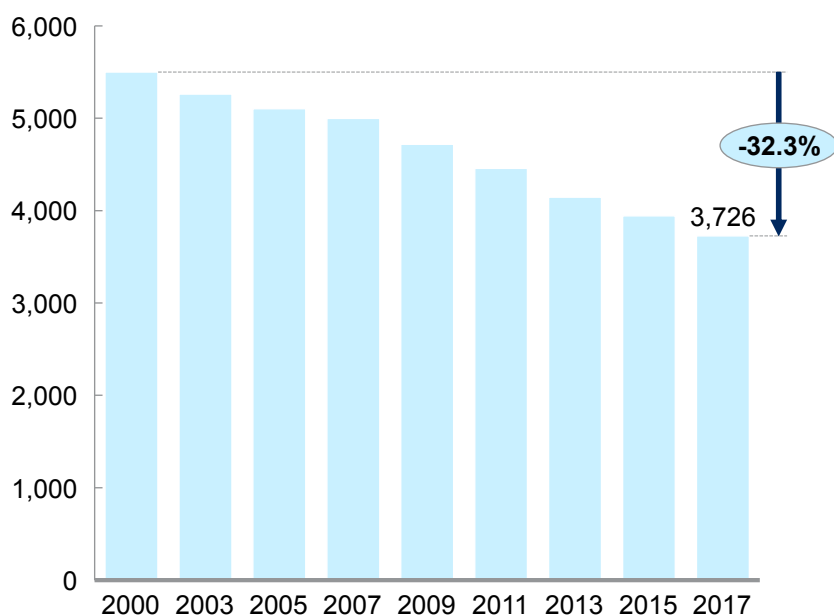
对国内130多家券商而言, 综合实力强的大型券商人才储备充足, 将在各条业务线上保持领先态势, 面对不断加大的数字化系统和风控合规投入, 中小券商资源有限, 过去对所有业务投入扩张的“小而全”模式无以为继, 面临选择。部分中小型券商已凭借自身禀赋, 找准了差异化定位, 打造特定行业或产品专业化的“小而精”, 从而成功突围, 如东方财富专注线上零售, 从折扣券商向财富管理平台演进。未来行业中下游的区域性券商, 若未能找到自身的差异化突围路径, 将面临被整合的风险。

图8  
美国数千家券商不断整合, 近15年来数量减少了30%, 市场高度集中, 前10大券商占据的市场份额超过70%

券商行业集中度对比, 百分比



美国注册券商数, 家

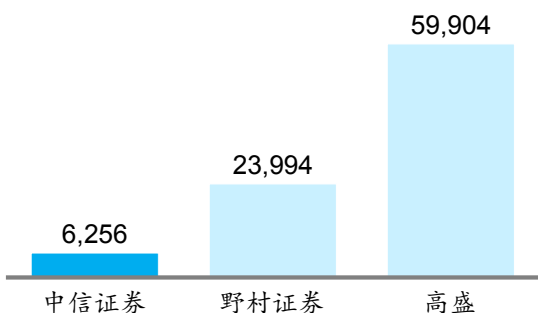


资料来源: Wind, SNL, 公司年报, 小组分析

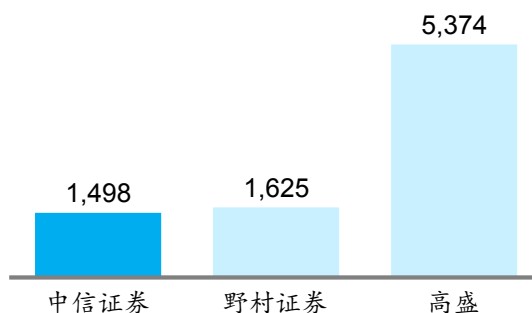
图9

仅依靠自然增长，中国出现航母级一流投行至少需要20年

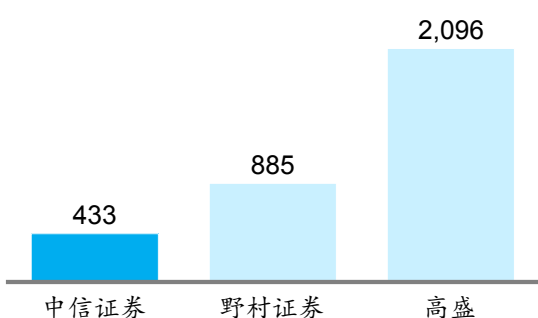
总资产对比，2017年，亿元



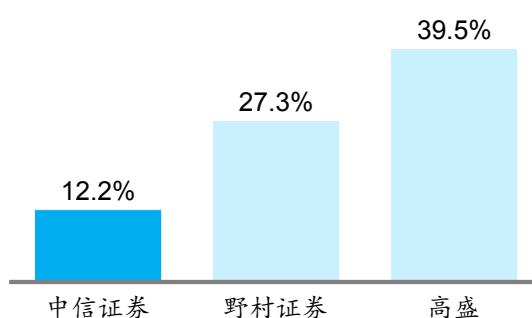
净资产对比，2017年，亿元



营业收入对比，2017年，亿元



海外业务占比，2017年，百分比



资料来源：Wind；文献检索

## 2.2 客户机构化：投资者机构化提速，对券商行业专业度和产品服务的丰富多样性提出了更高要求

外资入市提速，2018年上半年外资占A股流通市值比例已从2017年底约3%提升至6%，全年净流入资金有望逾3000亿元，韩国、台湾地区股市放开后外资持股比例逐年上升，稳定在20%左右。按现有节奏，我们预计2025年外资比例有望增至15-20%。

养老金入市加快，目前委托投资运营的资金规模占总结余比重已经超过10%，保险资金、城乡居民养老保险基金、职业年金、慈善基金等也将纷纷入市，丰富机构投资者种类。机构投资者更偏重于价值投资和长期投资，这也是机构化的重要抓手之一；美国目前养老金配置股票占比在30%以上，其中约50%的资产投向了共同基金。

同时，随着投资品种复杂度和风险的提升，散户将更多地通过资管机构投资，如CDR战略基金直接获得30%的配售比例，科创板鼓励投资者通过公募基金投资，商业银行理财子公司可以直接入市。专业化的机构交易服务需求持续增加。领先大型券商凭借资本实力、服务能力和机构客户基础，在发力机构交易服务业务的转型过程中占据先机。

## 2.3 业务资本化：重资本业务能力将成为券商的核心竞争力，要求券商具备更强的资产获取、风险定价和主动管理能力

依赖于资产负债表扩张的机构销售交易、自营及投资业务将成为券商业绩的主要推动力。未来随着投资者机构化，机构交易服务和风险中介需求增加，资产定价中心和风险管理中心由商业银行转向资本市场，将刺激资产配置产品和风险管理的发展。中国在衍生品产品上仍有较大空白，被动型投资产品（如指数、ETF）配置程度尚未达到成熟市场20年前的水平，资本市场在产品端的短板需补足，同时券商也要强化内部的风险和合规管理。

资管新规下，券商须提高资管产品的设计和主动管理能力，发挥资产端和资金端的连接作用。从资产端看，成熟市场另类资产比重上升，中国也将呈现类似趋势，资产证券化产品如ABS的不断发展要求券商提高资产获取、风险定价和主动管理的能力。从企业融资角度来看，CDR以及多层股权结构的开放将带来投行市场的增长突破点，但一方面需要制度配合，另一方面也需要券商具备更强的资产定价能力。

## 2.4 全面数字化：端到端数字化和金融科技的应用将成为行业常态，券商应从组织、人才、理念等方面进行全方位的数字化转型

国际领先投行近年来对数字化转型和金融科技创新的投入占到税前利润的近20%，技术人才比例高达30%，线上平台已成为标配。2017年国内券商约90%的经纪业务通过线上渠道开展，移动端的使用已超过PC端，数字化转型已不再是“做不做”，而是“怎么做”的问题了。

我们认为未来数字化将从四个维度对证券行业产生影响（见图10）：

图10

### 数字化从客户交互、决策、流程、创新四个方面影响券商



**客户交互提升：**利用网络和科技手段对机构客户和企业客户开展新的服务模式，如高盛开放基于其核心系统的Marquee平台供客户接入，并打造数据与通信平台Symphony，为客户提供基于云计算的加密即时通信，此外，还整合了道琼斯、汤姆路透Eikon等公司服务，作为行业分发平台，帮助机构客户进行安全沟通、定价和报价，最终实现卖方赋能买方。

**大数据驱动决策：**基于数据分析为客户匹配更精准的产品和服务，实现存量客户挖潜。利用算法可以从不完整的客户数据中提炼洞见，而机器识别推介其他产品可弥补客户经理因不了解情况而错失的交叉销售机会；同时数据分析在研究、定价、风险管理上也将发挥重要作用。

**运营流程自动化：**除了提升前台产能，数字化在中后台将提高券商运营效率、减少人工审批环节出现的疏漏，且有助于更及时准确地把控风险。机器人流程自动化（RPA）已在投行运营中台展现出巨大潜能，它能迅速完成数据提取和清洗等日常工作，在交

易风险计算方面，机器人可以下载、验证和分析银行头寸。一些银行已将该流程所需的资源减少了95%，所需时间从10天缩减到20分钟，流动性风险计算也可由机器人代劳。

**金融科技推动创新：**国际投行近几年不断加大对金融科技公司的投资布局力度，仅2017年，高盛在金融科技领域至少投资了15家企业。华尔街六大投行均投资了人工智能投研分析公司Kensho，Digital Asset和Axoni等区块链公司也已获得高盛、花旗等多家投行的投资。

在高盛、摩根士坦利等大投行纷纷宣称向科技公司转型的今天，仅仅增招IT人员、加大投入并不够，许多券商的线上平台尚未以客户体验为导向，内部大数据分析、流程自动化的尝试也常流于形式，未被员工广泛接纳应用。数字化转型需要将公司理念向互联网公司的“客户体验为王”转变，决策机制应更灵活且去中心化，组织架构更敏捷，且应增大技术员工的比例，将数字化真正融入业务之中。

### 2.5 运营智能化：行业业绩下滑，合规成本上升，券商必须持续降本增效，并推进运营智能化

自金融危机以来，全球合规成本上升，产能提升和网点布局优化等传统手段已难以维系进一步的增长，国外券商纷纷在集约运营基础上推动精益化、智能化，以实现降本增效。国内券商正经历从1.0分散运营向2.0集约运营转型，而3.0智能运营才是未来主流。通过在“审核、分析、操作、监控”几大关键流程采用大数据、人工智能、RPA等关键技术，智能运营实现了“实时性、高效率、低差错”，从而极大降低了人工成本、提升了客户响应速度。

从中短期来看，为应对业绩下滑和不断加剧的竞争，国内券商应持续优化运营模式，关注系统整合、运营集中和资金使用效率这三个方面的趋势：

**系统整合：**国际领先投行均具备自行开发的核心系统，如高盛自主开发了SecDB (Securities DataBase)系统，作为内部风险管理与股价分析的主要工具。国内券商缺乏公司层面业务系统的有机整合，风控效率偏低。

**运营集中：**业务“分散受理，集中处理”，前台业务进行全渠道整合和标准化处理。大多数营业部的功能定位和人员架构已不适合客户需求变化，导致成本攀升，未来将更侧重作为客户触点的核心功能，而其他功能如客户管理、投顾服务、金融产品等应由总部统一，做到业务集中、产品集中、数据集中。

**资金策略须更灵活高效：**重资产类资产收益率下跌造成利差收窄，券商目前的资金成本压力开始凸显，信用业务紧缩，两融余额自2018年一季度后显著下跌。同时，受IFRS9实施的影响，券商将更多采用预期减值损失模型，整体将计提更高的信用业务风险减值，意味着信用业务收益水平将可能出现下降，资金使用须更谨慎，券商的资金管理也应更加精细化，且需根据市场变化动态调整资金成本和资金在业务间的分配，从而实现资金使用效率最大化。

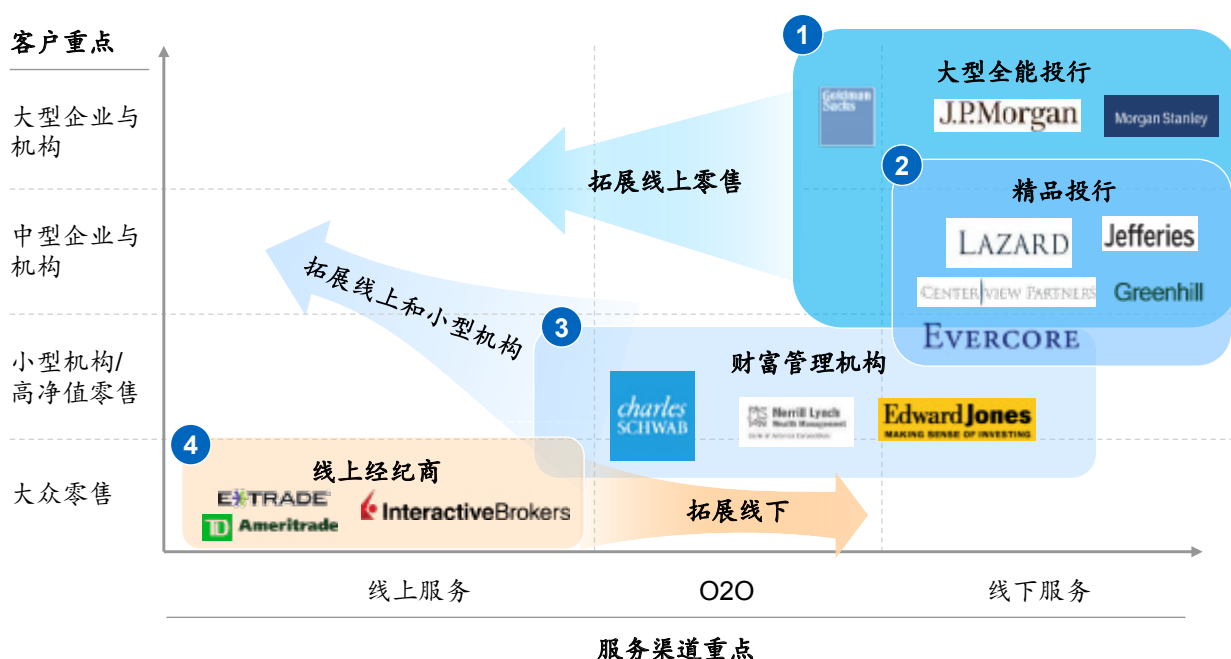
# 第3章 券商转型的六大关键议题

在行业变革背景下,中国证券公司也面临如何转型的难题,结合与各类券商的合作经验,我们认为券商应围绕战略、业务、数字化、运营、风控、组织六个议题,明确和落实未来的转型方向。

**3.1 明确差异化战略方向: 全国131家券商应分化定位, 除少数几家大型全能券商之外, 大多数券商应摒弃大而全、小而全的定位, 向行业专业化转变, 进行战略聚焦**  
参照美国资本市场的发展历程: 20世纪70年代佣金市场化之后, 证券行业迅速分化, 券商对客户、业务等进行聚焦, 形成了大型全能投行、精品投行、财富管理机构和低成本经纪商等四大类型。2008年金融危机以来, 受到监管趋严和数字化的颠覆性影响, 不同类别的券商各自采取了相应策略(见图11):

图11  
自1970年以来, 美国券商逐渐分化为四大类型, 对业务、客户和渠道等有所选择和侧重

美国证券公司业务模式的分类和变迁



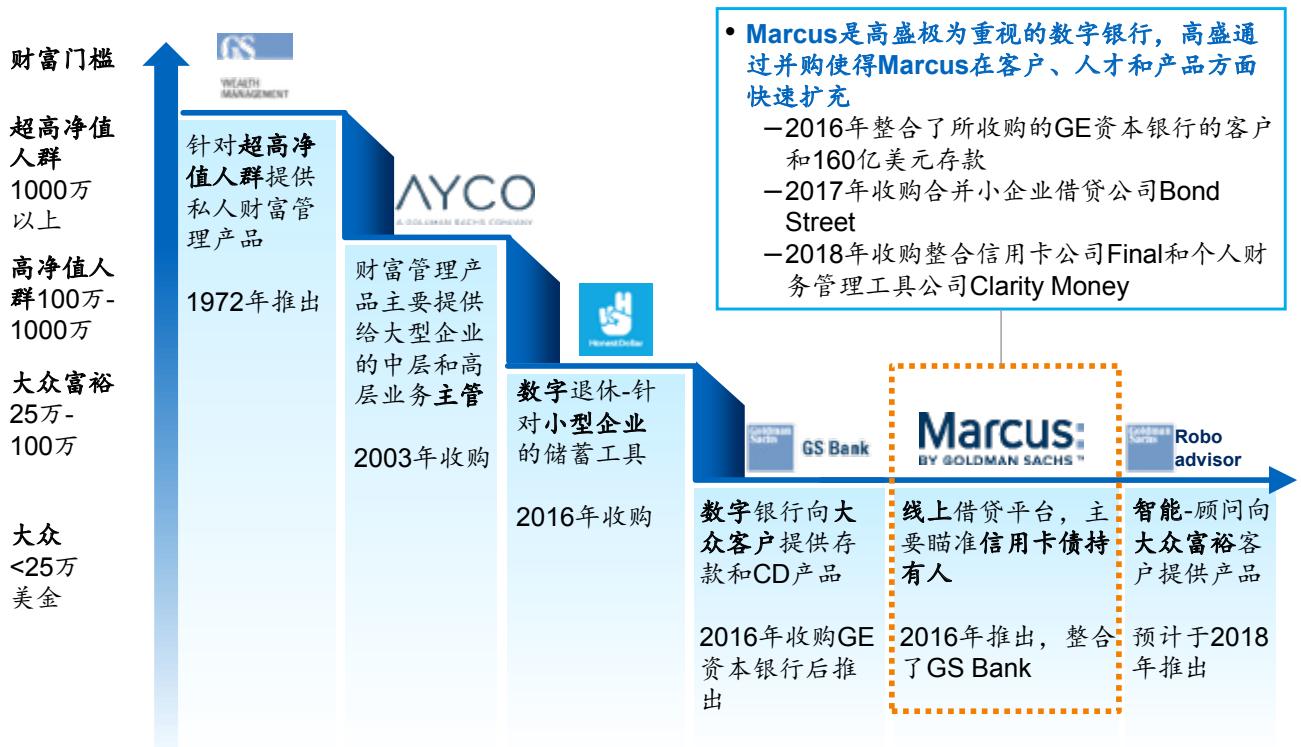
资料来源: 专家访谈; 麦肯锡分析

- **大型全能投行: 专注服务中大型机构和超高净值个人的全产品线需求。**过去几年, 自营业务受限, 投行纷纷通过纯线上渠道拓展零售, 推出了针对年轻客户以及大众富裕客户的线上平台, 例如, 高盛打造了Marcus数字银行(见图12), 预计到2020年贷款收入将超过交易业务收入; 摩根大通推出了免费交易的投资APP——You Invest, 用户平均年龄比摩根大通金融顾问的客户年轻15岁; 摩根士丹利推出了Morgan Stanley Access Investing (“MSAI”) 智能投顾, 结合年轻富裕人群的偏好, 基于摩根士丹利全球投资委员会的专业资产配置建议, 提供一系列特色投资组合(如社会责任、可持续发展主题等)。



图12

高盛通过数字平台，逐渐往低端市场移动，服务更多大众富裕客户



资料来源：高盛网站；媒体搜索

- 精品投行:** 坚持将1-2个业务打造为行业专精，高度人力资本导向。精品投行业务非标准化强，强调以人为本，薪资普遍较高，且坚持深耕主业不盲目扩张，行业专业性逐步得到大型客户认可。金融危机后市场份额稳步扩大，如Evercore投行顾问业务份额从2011年的3%提升至2017年的7%，Evercore ISI研究在机构投资者调研中连续数年排名前3。
- 财富管理机构:** 针对高净值和富裕个人为主的O2O财富管理。白热化的竞争，以及受到大型投行和线上理财机构的双重冲击，财富管理机构一方面通过专业投顾以高质量服务留住客户，另一方面扩大产品线，增加客户覆盖面，如嘉信加大了机构服务平台的建设力度，美林则通过多渠道布局实现了对各类零售客户的覆盖（见图13）。

图13

美林开发了多渠道模式，能更高效地服务于所有客群



顾问水平	产品	客户资产水平	互动渠道			
			线上 / 移动	呼叫中心顾问	分行内顾问	分行内专员 <sup>1</sup>
低	自我引导投资	所有	✓			
	引导投资	5000美金以上K+	✓	✓ <sup>2</sup>		
	顾问中心	2万-25万美金	✓	✓		
		25万-1000万美金	✓		✓	
		300万美金以上	✓		✓	✓
		1000万美金以上	✓		✓	✓
高						

1 示例包括：信托和地产规划专员、慈善事业专员、家族办公室

2 能接触到投资专员，而非一对一顾问

资料来源：美林证券和美国信托网站

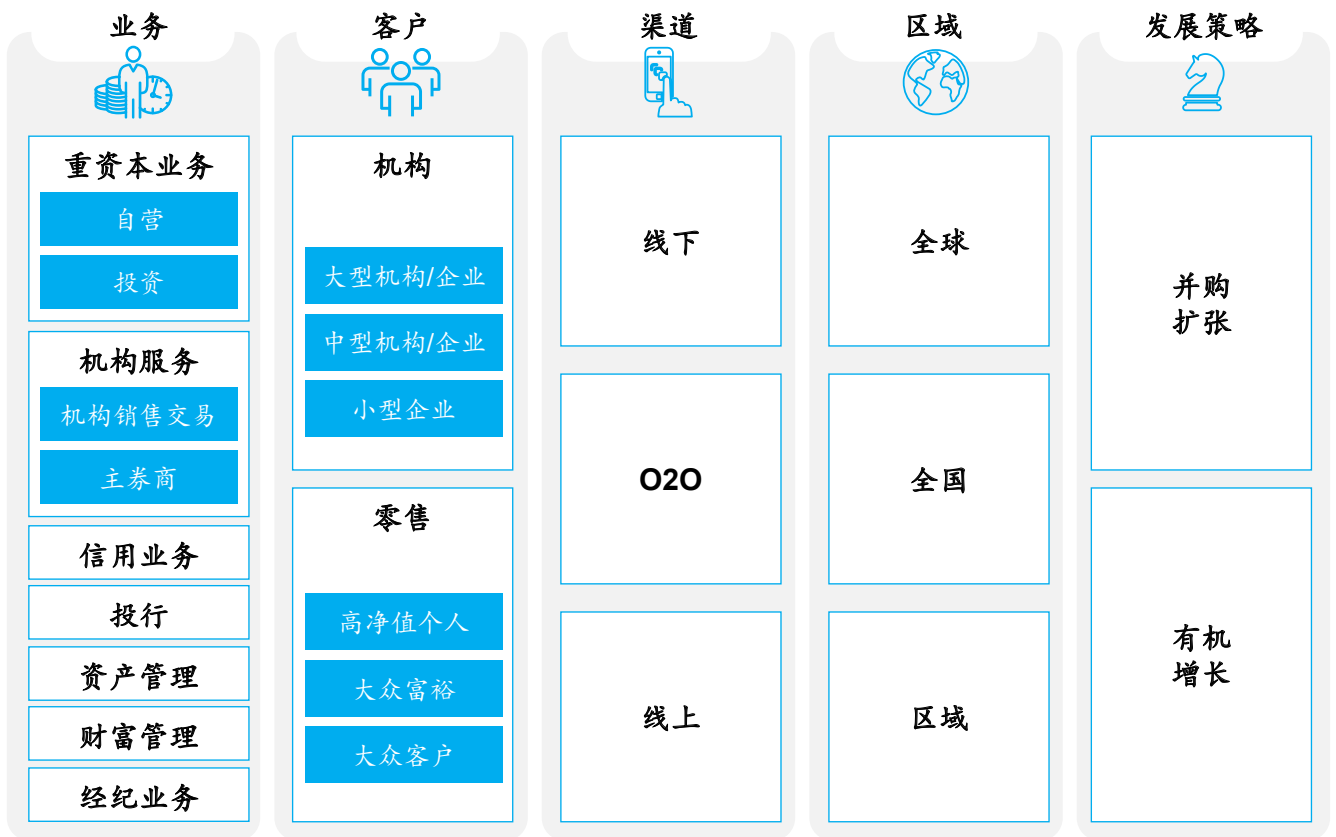
- **线上经纪商：提供低成本的线上股票交易，发挥规模优势。**这一类型呈现出线下化趋势，扩张网点和投资顾问团队，近年来出现整合趋势，如2016年美国最大的线上折扣经纪商TD Ameritrade收购了知名经纪商Scottrade。

中国券商亦然，过去几年，大小券商都往全牌照方向发展，产品同质化严重，而未来行业将加速分化，除了少数几家大型全能券商之外，大多数券商需要战略聚焦，在细分领域实现行业专精（见图14）：

- **业务聚焦：**人力成本和资金成本攀升，除了3-5家头部券商有资本实力进行全业务线扩张之外，大多数券商只能对有限的资源进行倾斜配置，深耕1-2个业务做到行业领先，如专注财富管理业务、主券商业务或投行业务等。
- **客户聚焦：**不同客群需求各异，即使国际领先投行也无法覆盖全客户，券商须结合业务定位，聚焦零售、机构，或企业客户。例如，大型全能券商可专注规模以上的大机构、大企业和高净值个人，中型券商可瞄准中型企业或大众富裕客群。
- **区域聚焦：**券商可选择全国性拓展或深耕本地客户。领先券商的海外布局已有明显优势，但中小券商的海外拓展须谨慎，必须考虑自身的资源、客户需求量，以及与境内业务的协同性等因素。
- **渠道聚焦：**即使线上渠道高度发展的美国，也依然存在爱德华琼斯这样完全依赖线下渠道的券商。线上平台搭建成本高，规模效应强，中小券商应理性投入、量力而行。
- **发展策略：**券商应抓住行业整合的机会，通过并购实现跨越式发展，尤其是大中型券商，应将适时并购纳入未来战略。

图14

券商应进行战略聚焦，集中有限的资源建立差异化竞争优势



### 3.2 打造有特色的业务模式：抓住财富管理业务转型、重资本业务和机构服务业务快速发展之机











从客户需求来看，受个人财富积累和机构化影响，零售财富管理业务和机构服务业务潜力较大。围绕机构客户的需求，机构销售交易业务和主券商业务也将成为券商的未来业绩突破点。从业务贡献来看，重资本业务，尤其是自营和投资业务是券商的核心竞争力，它也将是未来扩大规模的主要抓手和发展方向。以上几方面均值得券商关注。

#### ■ 财富管理：财富管理券商需要在投顾、客户、渠道和产品四方面实现领先。

- **投顾**：从提供股票建议向综合资产配置能力转型，培养一支专业化投顾团队，同时加强总部投顾能力建设和分支机构标准化扩张，并提供针对客户和内部投顾的线上平台。智能投顾已成为美国行业的标配，从高盛、摩根士坦利到富达、先锋，均已进军智能投顾。与此同时，人机结合的“混合模式”愈发普遍，它介于纯线上和纯线下之间，由专业投顾参与关键环节，扩充了财富管理产品线（见图15）。
- **客户**：基于交易特征和行为数据进行客户分群，并提供差异化服务，将线下投顾等资源向高价值客户倾斜。
- **渠道**：差异化线上线下定位，完善线上平台的功能和客户体验，线下网点和投顾侧重高净值和富裕客户服务，同时加强线上线下渠道协同整合。
- **产品**：国际券商正在减少管理费收入，并通过配置自家产品弥补收入。过去几年金融超市热潮过后，券商提供的产品超过了客户所需，未来需简化产品组合、增加自身产品能力，打造1-2款明星产品，并提供产品导购等增值服务。

图 15

投行和财富管理机构纷纷推出智能投顾平台；同时专业投顾参与的远程投顾兴起，成为智能投顾的有效补充

顾问模式	主要供应商	门槛	年费率	投顾参与	提供服务
纯线上	 Betterment Digital	\$0	0.25%	线上客服	401(k)协助；提供高盛 Smart Beta、贝莱德投资组合
	 Fidelity Go	\$10	0.35%	线上客服	
	 Wealthfront	\$500	0.25%	线上客服	提供投资亏损收获减税策略
	 Schwab intelligent portfolio	\$5,000	0%	线上客服	基础投资账户
	 E*TRADE Core Portfolios	\$5,000	0.30%	线上客服	由资本管理部门制定投资计划
	 Morgan Stanley Access Investing	\$5,000	0.35%	线上客服	特定投资主题
	 Merrill Edge Guided Investing	\$5,000	0.45%	投顾通过电话或线上回答简单问题，资产\$20k以上会有定制建议	由财富和投资管理部制定投资计划而非算法
	 Schwab intelligent advisory	\$25,000	0.28%	认证财务规划师 (CFP) 进行开户规划，后续24*7服务	退休账户、税务账户
远程顾问	 Vanguard Personal Advisor Services	\$50,000	0.30%	认证规划师进行规划指导，后续定期视频或电话服务	退休账户、税务账户，消费计划
	 Betterment Premium	\$100,000	0.40%	认证规划师进行规划指导，后续定期视频或电话服务	投顾服务包、自由定制投资组合等

- **机构销售交易：**其核心成功要素是资本金实力、内部业务协同、研究能力、衍生工具的创新设计和开发能力，券商应基于此建立机构投资者客户网络。
  - **资本金实力：**销售交易业务需要较大的资产负债表，以及多种证券库存以满足机构客户的各类需求；还需要为机构投资者的交易提供融资支持，资金实力有限的中小型券商难以布局；同时资本金实力也决定了券商能为客户提供的做市和场外交易的规模。
  - **内部业务协同：**领先券商相当比例客户源于内部引荐。除打造销售团队，券商还需要建立公司层面的机构客户平台和客户引荐机制；投行业务能极大地促进销售交易，公司内部需要信息高度互通，建立销售交易团队和投行团队的协同机制，销售团队第一时间向机构投资者介绍投行部门的股票或债券发行承销信息，投行则和销售交易部门分润。
  - **行业及公司的研究能力：**机构销售需根据机构客户的投资策略和风险偏好，提供全方位的跨资产类别的投资配置建议方案。这样的投顾能力建立在投研能力之上，公司需要优化销售交易部门的投研人员配置，加强对行业、公司以及各类资产的深入理解和对投资价值的把握。研究能力同时也是做市和产品报价的基础。
  - **衍生工具的创新设计和开发：**机构客户对于风险中介和衍生工具的需求十分明显，券商应结合客户需求和市场环境增强风险产品设计的定制能力，如基于单向期权开发的价差期权以及结构性收益凭证等，这些新产品都受到了市场追捧。鉴于目前国内的衍生品市场仍处在早期阶段，产品类型有限，券商的产品创新将是未来机构销售交易服务的重要竞争力。

■ **机构主券商业务**：此业务取得成功的三大要素为高速可定制的交易系统、完善的产品服务和强大的增值服务能力，券商应在三个方面发力。

- **定制化系统**：领先的券商均自主搭建高速交易系统，并提供高度定制化功能，如盈透的PB系统实现了交易前中后台的自动化整合，提供免费托管服务，并推出了智能路由、自适应算法、IBot等新工具。国内多数券商自主开发能力有限，往往采购多个系统，广度够，但深度不足、定制性差，对头部私募吸引力有限。
- **多业务协同**：私募机构需求复杂，券商需要协同经纪、信用、自营、研究等多个业务部门共同服务，同时应为独立主券商业务线设计协同分润机制，而非将业务简单归并在零售或机构业务之下。
- **增值服务**：券商设立种子基金对私募机构十分重要。有客户基础的券商可以帮私募机构分销产品，风控能力较强的券商也可提供风控支持。

虽然大型券商具有天然优势，但主券商业务并非完全适用规模效应。大券商通常会设置门槛，仅服务规模以上机构，而私募机构也通常有3-6家托管机构，并基于服务质量和费率综合评估，因此中小型券商也存在机会，可在定价、细分能力上培育亮点。

■ **自营及投资业务**：从行业发展趋势来看，券商资金配置从融资类业务向投资类业务转移，反映在以融资融券和股票质押为代表的融资类业务规模较去年底出现下滑，而主要券商投资规模较去年底出现较大幅度提升。从业绩归因来看，投资交易业务是制胜关键，衍生品业务则是重要支撑。

- 自营业务与机构销售交易服务所需的能力类似，具备强协同效应。值得注意的是，“自有资金投资”和“机构客户服务”理念并不相同，须对团队的考核激励进行差异化设计。
- 同时，自营和投资业务的发展需要具备明确的投资策略，以及稳健的风控和交易系统。风控和交易系统须根据各家券商的操作流程进行一定程度的定制。
- 对于券商私募类投资，根据监管要求，证券公司私募基金子公司投入单只基金的自有资金比例不能超过20%，其余80%需要向外部募资。券商“保荐+直投”的优势会被削弱，转而更重视围绕“募投管退”的全方位专业投资能力建设。券商投资的核心优势在于建立行业专业度，打通跨部门协同，以获取优质资产，同时需做好合规，防范利益冲突。

### 3.3 拥抱数字化和金融科技：加大数字化应用、适时布局金融科技，并从组织、理念和文化方面加以促进

我们归纳了三类典型的数字化转型模式（见图16）：大型全能投行的全面数字化转型；财富管理细分行业领导者引领特定领域的数字化创新；以及特色券商的聚焦策略，量入为出，围绕核心业务进行数字化或创新。不论哪种模式，领导者的决心和毅力都必不可少。券商首先应明确公司数字化转型和金融科技创新的定位和路径，同时重点关注以下六个方面：

■ **提升线上客户交互体验**：

- **零售财富管理线上平台成为标配**。对外须不断提升客户体验，对内需开发针对投顾和客户经理的内部系统，总部同步更新客户信息和服务建议，增强投顾服务能力。
- **打造机构的线上服务平台**。API和微服务是打造开放式业务的核心，打造对接机构开发接口的平台，将券商的数据分析能力和风控能力赋能给客户

(如嘉信针对RIA的线上平台、盈透的PB平台、高盛对机构企业客户开放多个平台等)。

#### ■ 应用人工智能：

- **客户分析和交叉销售。**CRM系统中经常存在客户信息不完备或数据质量差的问题，导致大数据分析结果失准，而机器学习则可利用有限的数据集作出更准确的分析，自动匹配更适合的产品和服务，直接指导客户经理。
- **自然语言处理。**此技术包括文件自动审核、呼叫中心记录分析回复等，投行业务的文件、各类合同和法务文件等均可通过智能化的算法自动审核纠错。目前国际前十大投行已普遍采用基于AI的文件审核技术，而在嘉信的呼叫中心(基于AI)，电脑可以听取客户需求并提供期权策略。结合机器学习和自然语言，公司甚至可以组建虚拟工作队伍执行任务。
- **行业研究。**基于大数据和人工智能的行业研究，近几年得到了广泛应用。例如，高盛等多家投行投资的Kensho平台已广泛运用，准确度和可信度都比较高，高盛近2年通过“收购+自建”的模式建立起了自动收集整理市场信息的平台，可接入开放机构/企业客户，这也是其服务的一部分。

#### ■ 优化数据平台和IT架构：

- **采取数据治理新模式**，如任命首席数据/信息官。
- **创新数据技术和架构**，如采取数据湖模式以简便数据输入和提取流程。
- **整合数据存储**，如客户信息整合在单一数据存储平台而非分散在各业务之中。
- **加强数据分析和应用**，利用数据驱动获客，欧洲银行应用机器学习实现了新产品销售增长10%，流失率下降20%。
- **采用云计算**，券商有望在云端处理80%以上的工作量，可以将金融机构的IT运营成本降低30%以上。

#### ■ 中后台数字化改造：

- **流程再造：**通过梳理关键业务流程和流程关键步骤自动化，国际领先投行可将业务审批周期缩短至不到1分钟。
- **业务协同平台：**从CRM客户信息的简单收集到客户数据的动态分析使用，企业应建立公司层面的机构客户信息系统，投行等其他业务的企业/机构客户信息应统一输入系统并在整个公司内共享，例如企业客户IPO成功后，系统会自动通知财富管理部企业主信息以推动交叉销售。
- **风控系统提升：**从指标监控到动态管理，企业可自主开发内部核心系统作为风险管理和业务支持的重要工具。

- **打造敏捷组织、转变理念以支持转型：**成功的数字化转型离不开组织保障，国内券商多停留在传统IT部门阶段，技术人员和业务融合度低；而国际投行均以数字化组织为目标，纷纷采用“数字工厂”模式(见图17)，2018年嘉信就增设数据、信息和运营管理岗位，对组织架构进行调整以推动数字化开发服务(见图18)。在理念文化上，管理层需要了解和支持数字化应用，自上而下转变理念，解决“科技人才水土不服”等问题。

- **通过投资并购布局:** 企业可成立金融科技基金, 投资高潜初创企业, 同时沿着证券业务产业链进行数字化布局, 通过投资提前布局区块链等, 并择机并购金融科技企业获取技术人才。

图16

## 我们注意到三类典型的数字化转型模式




		全面数字化转型	引领特定领域的数字化创新	聚焦核心业务的数字化
概括		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 以<b>科技公司</b>为愿景, 业务模式和组织<b>全方位数字化转型</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 将<b>创新金融科技和能力</b>作为核心竞争力, <b>专注在特定领域领先市场</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 以<b>追赶</b>全球趋势、支持<b>核心业务数字化</b>为主</li> </ul>
数字化	前台	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>布局生态圈</b>, 利用大数据、AI等技术提升客户体验及创造价值</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>创新先行</b>, 如嘉信率先推出金融超市, 在智能投顾刚兴起时即推出Schwab Intelligent Advisor平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>仅围绕核心业务的高价值环节进行数字化</b>, 如爱德华琼斯仅专注客户线上平台的体验提升和投顾数字工作台</li> </ul>
	中后台	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>打造技术型组织和能力</b>, IT内嵌业务的扁平组织, 实施敏捷开发优化系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>循序渐进投入</b>中后台的数字化建设</li> </ul>	
	团队	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>内部全能开发团队</b>, 公司技术人员普遍占全公司20%以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>敏捷开发团队</b>, 如嘉信为开发智能投顾迅速将开发团队从3人扩充至300人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 以<b>外包开发</b>为主</li> </ul>
金融科技创新		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 对外通过基金<b>投资金融科技</b>公司, 内部设置<b>创新加速器</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 通过内部<b>创新加速器</b>推动</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 审慎布局</li> </ul>
示例				

图17

数字化转型需要组织架构保障，目前国内券商还处于第一阶段，而国外投行大多数处于“数字工厂”阶段

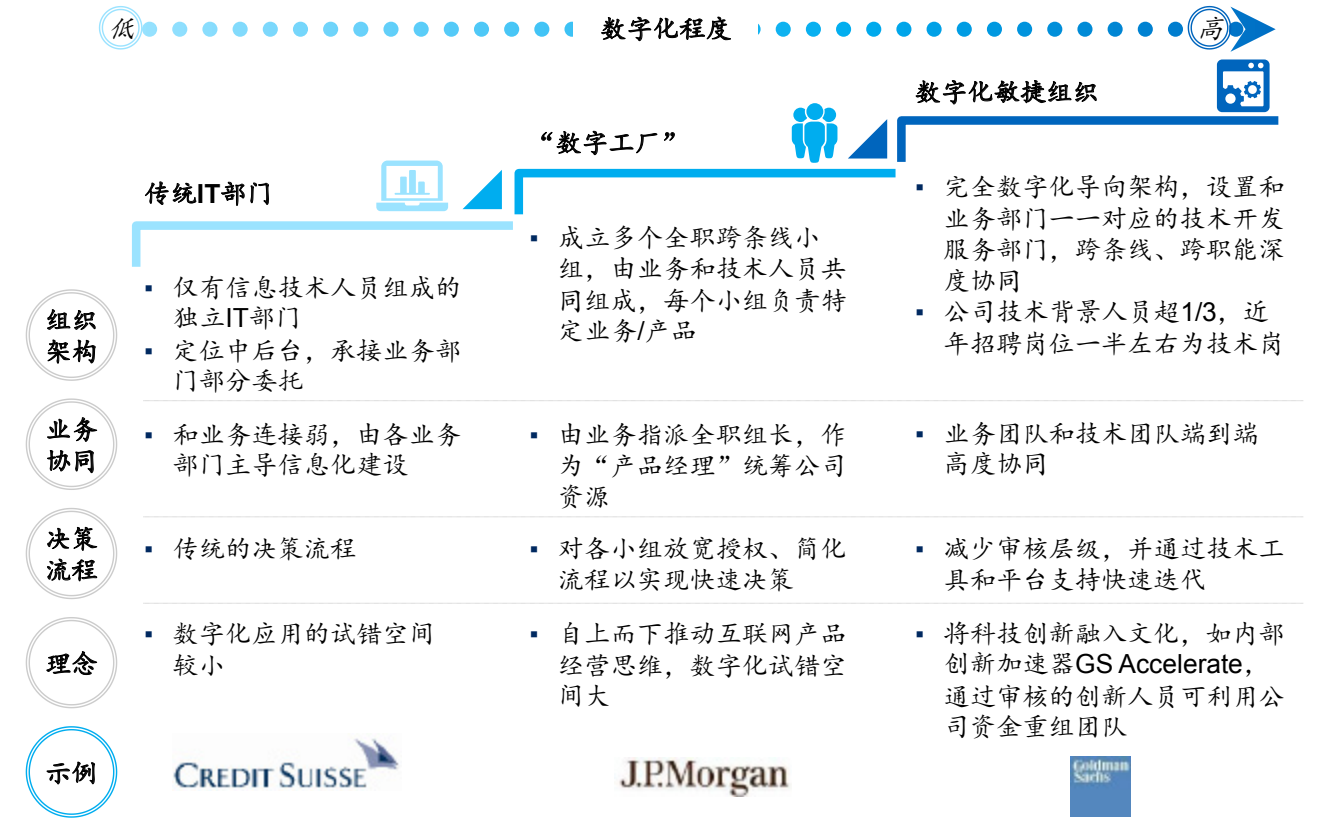


图18

嘉信2018年优化组织架构以实现跨业务、跨渠道协同和数字化敏捷开发





### 3.4 精细化运营

当前市场形势下券商利润率会进一步恶化，必须尽快推进运营提升和成本优化，开展降本增效，提升人均创利。

- **分支机构转型和运营人员精简：**在线上平台的高速发展背景之下，券商营业部的职能早已发生变化，但目前大多数营业部的定位都还没有转变，依旧是各自为政、资源分散、总部管控弱，因此，企业要对营业部进行全面梳理，根据区位优势转型为财富管理中心、机构服务中心等特殊功能网点，对没有区位优势、长期盈利差的分支机构关停转并；此外，零售条线集中了券商大量员工，部分低产能岗位应转岗分流，如部分运营人员转合规等，同时在考核上反映人均产能导向，侧重客均贡献和服务满意度；最后，网点实现完全自动化，成为一站式门店或专一功能服务区，最大化每次和客户接触的机会，收集数据和销售。
- **数字化节省人工成本：**券商对数字化的整体投入逐年增长，目前国内仍集中于投入业务数字化，而国际投行纷纷应用人工智能和信息技术提升内部运营，大幅减少运营成本，以此维持利润率和ROE。未来，券商应对取代重复性审核工作的流程线上化和人工智能加大投入。
- **精益化资金管理：**为了配合未来机构交易等重资本业务的发展，券商需要找到更灵活的融资途径，以保持规模效应、捕捉市场机会并优化资金的使用。除股权债权的融资发行外，券商应一并探索盘活现有存量资产的融资途径，如回购、收益凭证融资等，并基于市场情况对杠杆进行及时、灵活的调整。

### 3.5 管理和经营风险

国际领先投行在风险管理上具备三大核心要素，即信息的透明度、风险的清晰定义以及跨部门的沟通，同时辅以软硬件的支持，如系统、制度流程、人员和风控文化；就架构而言，国际领先投行会先由董事会制定整个公司的风险偏好及策略，并授权风险管理委员会领导风险管理工作，而各风险管理部门则深入各区域及各业务线开展日常的风险监测、衡量和管理。

国内券商应从三方面提升风控能力：

- **完善风控体系、明确分工：**发挥董事会及风险管理委员会对公司风险偏好和制度流程的专业指导作用，加强风控文化的建设和宣贯；建立“各业务——风险管理/法务合规——审计”三道防线，强调各一线业务作为风险第一道防线的职责，风险管理应该明确指标管理（如信用风险指标，持仓敞口指标等）和内部的风控流程，明确各大类风险的归口部门（如流动性风险由财务部或资金部归口管理，操作风险由法务合规归口管理）。
- **加强风控和业务的结合：**国际领先投行风控团队对业务熟悉，具备独立验证业务部门模型等能力，而国内多数券商的风控部仅作为普通中后台部门而存在，面临与业务疏远、专业人才流失多等问题，因此，企业一方面应建立风控和业务的合作机制，如设立针对每个业务的专职团队或岗位，深度参与各业务日常工作，另一方面应调整风控部的激励机制，以吸引和留存懂业务的专业风控人才。
- **加强风控系统建设：**国内券商风控系统建设和国际投行存在较大差距，券商对系统的投入有限且多为外部采购，市场上可供选择的风控系统虽然可以满足券商风险管理的基本需求，但随着业务发展，券商要结合监管要求、各业务的发展策略和实际情况，针对性地开发相应的风控系统。在风控系统建设中应鼓励数字化系统、数据分析和自动化流程的应用。

### 3.6、重塑组织和文化

基业长青的企业无不重视组织和文化建设。目前国内的证券公司，尤其是国资背景证券公司，往往存在总部官僚、各自为政、不协同、不担当等问题。

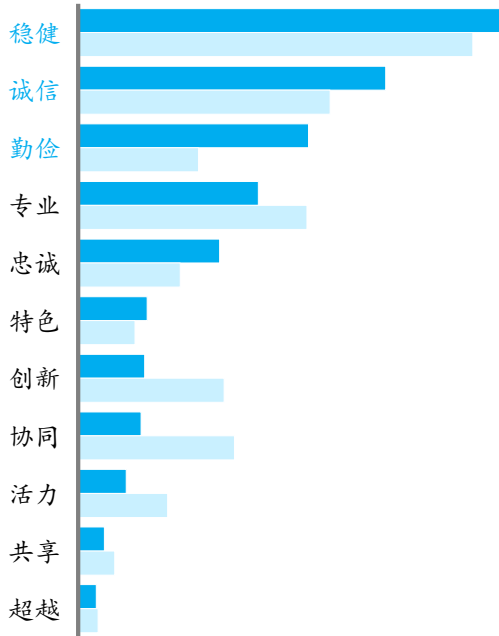
- **组织转型：**以组织架构为核心的保障体系是券商转型的落地抓手，过去几年券商已纷纷开展以“客户为中心”的组织架构调整，从零售、机构、企业客户的服务需求出发划分业务板块，明确业务归属。未来，券商仍需在总部服务能力和跨业务协同方面寻求突破，合理分配资源。
  - **加强总部共享服务，总分联动。**总部需改变管理型总部定位，向管理服务型总部转变，尤其是要增强核心前台如投顾、产品、数字化开发等总部配置应有的能力；**建立总部专业投顾和金融产品团队**，加强数字化开发团队的人员配置，为分支机构提供各类客户服务工具，将分支机构作为客户服务终端。投顾方面的问题尤为突出，很少有券商总部会推出每天的热点、可能的投资方向等，相反，这些都是由各营业部自发完成。**反观国外，券商总部打造“数字工作台”**，提供产品组合概览、事件提醒、风险监控、潜在客户追踪、客户行动规划、话术库、财务模拟器等数十种工具，**投顾可在平板电脑或手机上使用**。拥有数字工具的券商，其投顾管理时间通常会减半。
  - **增强总部市场化考核，做到能上能下、能进能出、能高能低。**证券公司对业务线和营业部的考核是非常市场化的，但对于国资背景公司而言，其总部的考核机关化问题十分严重。薪酬高低主要取决于职级，考核好坏差异普遍在10%以内，更谈不上淘汰。
  - **弱化甚至取消事业部制，建立强协同的体制机制。**过去快速推动各业务发展的事业部制已经无法完全适应券商业务协同发展的新形势，未来券商的优势将极大地依赖经纪、投行、资管、研究等业务间的共享客户和共同服务。国内券商可借鉴领先券商的业务委员会制，不同业务负责人交叉列席委员会，并加强分润激励，或者在经营层办公会中常设协同环节，讨论交叉销售机会并统筹各业务负责人共同推进。
  - **打造敏捷组织，将IT和风控内嵌至业务一线。**目前大多数券商的风控、IT等需要和业务紧密结合的职能仅存在于独立的中后台部门，考核和业务基本脱钩。券商须改变职能和业务割裂现状，从体制上来讲，可任命首席信息官，并将风控、IT内嵌至业务团队，采取双线汇报模式，成立项目制的“数字工厂”并打造创新实验室；从机制上来讲，IT人员的考核激励应和业务强挂钩。
- **文化转型：推行“合伙人”文化，从“认团队”到“认公司”转变，强调“创新”和“协同”。**
  - **推行合伙人文化。**证券公司、资管公司非常适合合伙人制度，例如，高盛上市后仍然保留了合伙人制度。目前国内一些证券公司的本位主义比较严重，**部门利益、团队利益高于公司利益**，而合伙人文化正是解决这一问题的最核心举措之一。受客观因素的影响，虽然目前国内证券公司还难以实施合伙人制，但这并不妨碍公司高层和中间层贯彻和强化“客户和公司利益最大化”的利益共享、风险共担的合伙人文化和薪酬分配机制。企业应摒弃只关注自身的业务模式，而应将个人能力组织化，建立卓越的人才平台，统一思想后共同行动将是关键。
  - **将创新和协同融入文化：**我们对多家券商的组织健康匿名调研显示（见图19），“稳健”和“诚信”是最能被切实感知的文化氛围，而不论是管理层还是员工，都希望感受到“创新”、“专业”和“协同”的公司文化。许多高管提出要加大文化建设力度，在此我们建议通过高管以身作则、加强内部宣导、和激励机制绑定等方式自上而下建立文化，从理念上改变组织创新活力差、业务各自为战的现状。

图19

大多数券商坚持“诚信、稳健”的公司文化，未来需在此基础上进一步增加“创新、专业、协同、活力”等文化元素

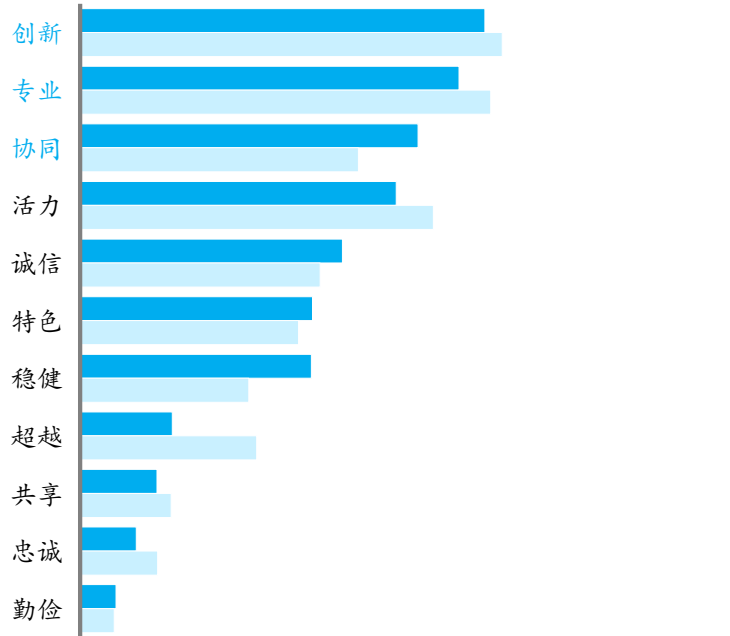
最符合你所切实感受到的公司文化

占分组票数百分比



最希望感受到的公司文化

占分组票数百分比



资料来源: 麦肯锡对多家券商的匿名调研

# 第4章

## 成熟市场的监管实践启示

自金融危机以来，在法制化的基础上，成熟市场的监管机构形成了三个关键发展方向：

### 1. 前瞻性：

- **行业前瞻：**如2008-09年美国先后公布《现代金融监管构架改革蓝图》、《金融监管改革框架》和《金融监管改革：新基础》三个改革方案，《改革蓝图》分别从短、中、长期提出监管改革建议，《改革框架》围绕防范系统性风险、保护投资者利益、消除金融监管漏洞和促进金融监管国际合作提出了一系列具体措施，《新基础》旨在从监管理念、监管制度、监管机构、监管层次、监管手段和监管协调六个维度全面革新美国的金融监管体系。监管机构明确了一系列政策的时间表和目标，市场预期清晰，市场参与方非常了解自己该如何顺势而为。
- **科技前瞻：**成熟市场的监管科技(RegTech)快速发展，他们在数字化监管协议(RegPort)的基础上，将监管政策指令程序化，内嵌于业务系统，实现了动态监管和实时预警，能主动防控风险。2008年金融危机以来，美国证券交易委员会(SEC)始终走在监管科技前列，在证券发行、信息披露、交易监测、风险预警中分别推出了基于大数据、云计算和人工智能的新系统(见图20)。

### 2. 重风险：

成熟市场的监管机构强调对系统性风险的识别和防范，以及对关键指标的把控力度，如限制高风险投资和高风险衍生品交易，维持较高资本充足率等，同时引入“具有重要系统性影响力机构”的概念，对具有系统重要性的金融机构在资本和风险管理方面提出了更高标准。

### 3. 重合规：

**成熟市场的监管机构重视行为监管**，通过立法推动顶层设计。从国际经验来看，《2012年金融服务法案》、《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》是英美两国实施行为监管及金融消费者保护的法律依据，法案对行为监管当局的法定职责、工作内容等事项做出了明确规定。

图20

SEC非常重视监管科技的应用，已推出多个基于最新科技的系统并适时更新



资料来源：SEC网站；文献检索

沿着中国资本市场市场化、法治化的改革方向，中国金融监管采取了一系列举措，并取得较大进展。参考成熟市场的监管实践，我们认为，随着监管对法制建设、预期管理、行为监管和对外开放等四方面持续加以重视，资本市场的制度环境将更加完善，证券行业将得到进一步发展。

### 1. 加强法制化建设

中国证券市场的法制建设在2018年取得了很大进展，如根据相关法律、法规，加速了退市，基本取消了“窗口指导”等，但仍有很大的发展空间，表现在：

- **遵循常识，大幅提高违法违规成本。**改变“重行政、轻民事”的执法现状，完善投资者保护制度，引入并简化集体诉讼流程，加大对违法违规造假企业的处罚力度，甚至可令其强制退市。
- **增加信息透明度，提高投资者信息披露的真实性。**
- **制定清晰的退市标准并严格执行。**自2011年证监会正式推行退市制度至今（2018年底），已有97家公司退市，美国一年的退市企业近400家。过去5年美英等成熟资本市场平均每年的退市率都在5%以上，而A股不足0.3%，导致A股上市公司数（不含新三板）高达3600家，而美国上市公司数则仅约为4400家。过去20年，美国的上市公司数量减少了一半。客观上讲，美国上市公司的品质明显好于中国，更容易“牛长熊短”。

## 2. 保持前瞻性, 管理并引导预期

即使在变化最频繁、最剧烈的行业, 成功的公司也都会制定战略和目标, 并在市场变化和战略定力方面保持平衡, 中国的资本市场也应制定清晰的战略和目标。据我们了解, 中国的监管部门并没有发布证券业或证券监管的“十三五”或类似规划。证券公司普遍反映, 监管政策甚至方向变化频繁, 难以提前布局, 这不利于全行业的健康发展。

- **制定中国资本市场发展的整体蓝图和五年规划, 以及年度计划和目标, 减少政策的随意性和多变性。**健全的资本市场具有清晰的规划和路径图, 能主动优化政策而非被动应对, 同时政策的严肃性和一致性能与市场变化之间保持平衡。**蓝图和规划中应列明一系列重要问题:**直接融资应该占社会融资的多大比例, 阶段性目标是什么? 是否应该在3-5年内恢复证券账户(包含支付在内)的全账户功能, 以彻底扭转银行过于庞大的状况? 如何加速引入机构投资者, 阶段性目标是什么? 是否应该在3年内逐步减少或取消证券交易印花税? 是否要在5年内扩大乃至取消10%涨停板, 或者当具备什么条件时可以这么做?
- **识别并鼓励真正的创新。**对比国际发达市场, 中国证券行业在产品和服务的提供, 以及整体杠杆率方面仍有较大差距。从产品角度看, 在为客户设计和提供结构性产品和衍生品方面, 仍存在巨大空白。此外, 行业杠杆率显著低于国际领先的综合性投行, 因此要区分真正意义的创新和打着创新名号的伪创新, 充分释放券商活力, 发挥券商的独特优势。
- **运用科技手段。**2018年8月证监会印发《中国证监会监管科技总体建设方案》, 为监管科技勾勒了设计蓝图——明确了三大阶段、五大基础数据分析能力、七大类应用场景和十二大运行管理机制。监管科技的全面落地将有助于监管应对快速发展变化的金融科技, 并减少人工成本、提升效率。

## 3. 注重行为监管

- **从投资者便利性的角度出发, 重视投资者保护。**在评价金融机构的政策和做法时, 监管机构应主要关注其行为可能对投资者造成的风险, 从而提升信息透明度。目前各监管机构内设的消费者保护局的人员编制一般为20人左右, 负责处理消费者日常投诉、金融知识宣传教育等事务, 并没有从投资者便利性的角度(即其被侵权时获得救济的便利性)出发, 配备监管资源, 确保监管的有效性。
- **加强行为监管执法。**为实施行为监管及金融消费者保护提供法律保障, 强化执法, 对于扰乱市场秩序或侵害金融消费者权益的市场乱象, 应加大处罚力度, 树立行为监管的权威性及震慑性。

## 4. 坚定开放信心

- **给予实质性支持。**证监会公布《外商投资证券公司管理办法》已有8个多月, 允许外资持股券商比例最高可达51%, 虽然多家外资机构已递交申请, 但至今仍缺乏实质性进展(2018年11月底仅瑞银获批)。我们近期走访了近10家北美和欧洲金融机构的CEO, 他们普遍对中国此次的金融开放怀有较大期待, 也不乏一些疑惑。监管机构应坚定态度, 切实大幅压缩审批环节和时间, 以增强外资机构的信心。
- **引入先进业务模式。**纵观日韩资本市场的开放经验, 对外开放带来了金融产品、科技和先进的运营体系。外资金机构的业务更为成熟更为复杂, 他们广泛运用金融科技和新技术, 在复杂产品创设、大数据平台和专业化精益化的风险管理体系等方面遥遥领先于国内券商, 这对监管同样提出了挑战。虽然外资业务范围不断扩大, 但在业务实际落地过程中时有掣肘, 不得不和监管机构反复沟通磨合, 进展缓慢。监管应在把控大风险的前提下, 支持外资机构引入先进业务模式, 切实推动其在华业务尽快落地, 真正发挥其带动行业进步的作用。



虽然证券行业正在经历低谷,但发展前景可观,随着资本市场改革加速落地和对外开放节奏加快,证券行业将激发出新的活力,对券商的转型发展也提出了迫切要求。国际经验表明,行业转型是优胜劣汰的过程,挑战和机遇并存,券商应抓住行业格局重塑的机遇,尽快围绕六大主题实施转型策略,建立专业能力,打造差异化竞争优势。抢先行动的券商将取得巨大的先发优势,更有可能抓住行业整合机遇,赢在未来,而成功实施转型的券商,将成为新时期中国证券行业的典范,在新的竞争环境下享受改革红利。

# 关于麦肯锡

## 中国区资本市场咨询业务

### 关于麦肯锡

麦肯锡是一家全球领先的管理咨询公司，1926年创立于美国，致力于为企业和公共机构提供有关战略、组织、运营和技术方面的咨询，足迹遍布全球60多个国家和地区的120多座城市。来到中国内地三十余年来，麦肯锡一直致力于帮助本土领先企业改善管理技能和提升全球竞争力，并为寻求在本地区扩大业务的跨国企业提供咨询，同时也积极参与中国公共政策咨询和公共事业建设。目前在中国区开设了北京、上海、深圳、香港、台北及成都等六家分公司，共有70名合伙人，500名咨询顾问，以及150名研究员及350名专业支持人员。

麦肯锡资本市场咨询业务主要服务于大中华区领先的证券公司、基金公司、财富管理与资产管理公司等机构，涉及战略、转型与创新、数字化与金融科技、互联网金融、全球化、组织管控、领导力培养与文化转型等广泛领域。与此同时，我们依靠麦肯锡遍布全球的资本市场专业咨询顾问和调研及分析人员的庞大资源体系，汲取智慧并有力地支持我们为本地地区的客户提供服务。



黄河  
全球董事合伙人，北京分公司  
Richard\_Huang@mckinsey.com



袁伟  
全球副董事合伙人，上海分公司  
David\_Yuan@mckinsey.com



王璞  
项目经理，上海分公司  
Penny\_Wang@mckinsey.com



李瑞航  
咨询顾问，上海分公司  
Eric\_Ruihang\_Li@mckinsey.com

四位作者在此感谢同事林琳和Glenn Leibowitz对本报告的贡献。





麦肯锡资本市场咨询业务

2019年1月

Copyright © McKinsey & Company

Design contact GCO NewMedia

[www.mckinseychina.com](http://www.mckinseychina.com)