



您的位置：首页 - 文章选登

中国证券业盈利模式路在何方(吴晓求2003年9月29日；)

文章作者：吴晓求

现行盈利模式沉痾在身在中国证券公司十余年的发展中，其盈利模式一直是一种广义意义上的“通道”盈利模式，即证券公司通过为客户提供各种通道来获取收入，实现利润。这些通道主要包括交易通道和发行通道，交易通道对应着券商的经纪业务，而发行通道则对应着承销业务。在发行制度实施核准制和“通道制”以后，中国证券业“通道”盈利模式的特征更得到了强化。在过去，由于严格的行业准入制度，券商的“通道”是一种垄断资源，这也保证了证券公司在长达十年的时间里能获得稳定的高额垄断利润。在行业保护下，这种以“通道”为核心的盈利模式在本质上讲是一种适应于计划经济的市场垄断模式。这些通道不是通过市场竞争行为获得的，而是管理层赋予的。从技术上来讲，这种通道盈利模式没有技术壁垒，很容易被复制，任何一家公司，它只要能从证券监管部门拿到通道，它就可以从事证券服务业务。

这种以“通道”为主的盈利模式造成了证券公司的收入曲线与市场走势高度相关，具有高度不稳定性和周期性，加大了经营风险。当市场下跌时，证券公司的收入也会随之下降，而证券公司的成本结构又十分刚性，导致证券公司的盈利能力大大减弱。而且，通道盈利模式使得证券公司的收入严重依赖于通道的数量和通道的使用率，证券公司只要简单地增加通道或提高通道的使用率就能带来收入的增长，就能获得垄断利润，这在客观上压抑了证券公司创新的积极性，很多证券公司都缺乏内在的冲动去创造新的业务和产品。此外，通道盈利模式使得我国证券公司业务明显同质化，证券公司之间缺乏业务分工，导致证券公司之间常常出现恶性竞争，这种状况对我国证券业的发展危害不浅。2002年证券行业全行业亏损除了市场原因以外，传统的盈利模式也是一个重要因素，这种盈利模式已经不能适应证券市场新的发展格局，证券公司的盈利模式必须创新。

#### 现行盈利模式收入结构畸形

在过去十多年的发展历程中，由于受到政策和行业垄断的多重保护，中国证券公司并没有进行深刻的业务变革，证券公司的盈利结构没有发生多大的变化，利润来源结构比较稳定，主要由六大块组成，即手续费收入(经纪业务收入)、自营收入、证券发行收入、利息收入、金融企业往来收入和其他收入等，其中的核心收入主要来源于手续费收入、证券发行收入、金融企业往来收入和自营收入。

在这六项收入中，服务性的经纪业务收入一直占据了中国证券公司收入结构的主导部分，而实际上金融企业往来收入也是与经纪业务直接相关的，因为只有开展了经纪业务，才能有相应的客户保证金，才能享受客户保证金的利差收入。所以如果算上金融企业往来收入和证券发行收入，那么2001年中国证券公司以提供通道而获得的收入占总收入的比重达到71.52%。这样一种盈利结构直接印证了中国证券公司通道业务盈利模式的判断。从华夏证券、中信证券和宏源证券近三年的收入结构看，经纪业务收入是三家公司当之无愧的主要收入来源，尤其是华夏证券的经纪业务收入占到了总收入的将近一半。中信证券的经纪业务收入占比虽然并不是每年都位居第一，但近三年来这一比例却一直保持上升。三家公司的投行业务收入所占比重均不大，还有很多新的业务可以开创。中信证券2002年投行业务收入占到了总收入的25%左右，比较理想。金融企业往来收入在华夏证券和中信证券都占到了很大的比例，对证券公司的盈利扮演着极为重要的角色。而直接与市场相关的自营和资产管理收入占比则随着二级市场的波动而变化。中信证券2000年这两者的收入总和占到了总收入的57%左右，而宏源证券则在2001年创下了63.38%的纪录。下面我们来具体分析一下各项业务的情况：

第一，经纪业务。经纪业务一直是我国证券公司的主要收入来源。从总量上看，由于近5年内中国证券市场的交易量表现为一个先增后减的走势，相应的证券公司的经纪业务收入也体现为先增后减。我们利用股票、基金的总成交金额对佣金收入进行了测算，得出了平均每个营业部月佣金收入的大致数据，营业部的月佣金收入在2000年达到最高点，平均每个营业部每月佣金收入为70.35万元，2002年为最低点，为25.18万元。而根据业内人士的测算，每个营业部的年运行费用大约为300-500万元，平均每月为25-42万元，也就是说，到了2002年，国内平均每个营业部的佣金收入还不够支付费用，营业部出现整体亏损。

从经纪业务收入的重要性看，在1996-1999年的4年中，国内券商手续费收入占总收入的比重呈下降态势，但仍占据业务核心地位。2000年由于二级市场表现异常火爆，券商手续费收入所占比重有所提高。2001年虽然二级市场开始下跌，经纪收入的总规模也下降了，但由于其他收入下降的更快，经纪业务收入占总收入的比重反而上升了。

一直以来，国内券商实行的都是3.5%的佣金标准，券商坐收丰厚佣金。在固定佣金制下，证券公司对经纪业务的成本没有控制，只是一味的扩大经营规模，增加业务网点。2002年5月1日开始实施的浮动佣金制，使证券公司的经纪业务迅速进入了一个高度竞争的时期，这一时期经纪业务的竞争核心是价格，竞争的重心则是成本控制。国内券商一直谋求的经纪业务转型一直未有明显的成效，目前难以带来利润，更是难以成为主要的利润来源。

第二，投行业务。广义上的投资银行业务所包括的内容是很广泛的，但从国际证券公司的实践来看，主要可以分为证券发行、并购重组、财务顾问等，而在我国又以证券发行占绝对主导地位。数据表明，就证券发行收入占总收入的比重而言，中信证券和宏源证券的比重均有所上升，中信证券2002年证券发行收入占总收入的比例甚至达到了创纪录的25.06%。从我国证券市场筹资情况及测算的总发行收入看，中国证券市场的筹资情况同二级市场的走势也有着高度的正相关性，2000年的募集资金总量规模最大，2001年随着二级市场的下跌募集资金总量有所下降，2002年的募集资金总量还不到2000年的一半。这也印证了中国的证券发行收入同二级市场的正相关性。按照我们的测算，2002年中国证券公司的发行收入达到了15.39亿，以60家具有承销资格的证券公司计算，平均每家券商的发行收入只有2565万元，规模确实太小。

而且，传统的证券承销与发行业务目前受制于新股发行速度和通道制，将来还将受制于保荐人制。目前实施的通道制基本上还是一种带有计划经济分配色彩的政策，通道的分配完全由管理层掌控，通道的调整也由管理层进行。通道制的实施改变了证券公司发行业务的竞争格局，使得这种竞争在很大程度上体现为通道的竞争，券商承销方案再好，没有通道也是白费。通道实际上形成了券商承销业务的瓶颈。针对通道制存在的种种问题，中国证监会正酝酿在年内推出保荐人制度。保荐人制度将进一步加大证券公司对发行上市的连带责任，增加证券公司发行业务的风险。

第三，自营业务收入。自营业务收入是证券公司传统业务收入之一，一直是证券公司重要的收入来源，尤其是在二级市场走势向好的时期，自营收入更是占了总收入很大的比例。由表2、表3我们可以看出，自营收入比重随着二级市场走势疲软而有所下降，而在二级市场走势良好的2000年，中信证券自营业务收入达到了11亿元，占总收入的比例为48.44%，接近一半。对于宏源证券这样的小券商来说，自营收入更是扮演着重要的角色，即使在市场开始下跌的2001年，自营收入占宏源证券总收入的比重也达到了47.26%。与大券商相比，中小券商更注重自营收入，因为在自营上大家的竞争是平等

的。

从中信证券和宏源证券的自营业务情况看，中信证券的自营规模从1999年以来逐年递增，虽然增幅不大，但是其与净资产的比例却频繁波动，但一直保持在80%以下。而宏源证券1999年的自营规模却超过了警戒线。在1999-2002年中，中信证券最高一年的年收益率达到了56.23%，最低的只有0.64%，同二级市场走势高度相关。

第四，资产管理。我国的资产管理业务起步于1996年。在当时，由于没有明文规定，各证券公司都处于探索阶段，归纳起来，主要有三种方式：固定回报型、保底分成型及全权委托型。

从中信证券和宏源证券的资产管理业务情况看，虽然从2001年中开始市场持续下跌，但是中信证券和宏源证券的受托资产仍然实现了增值，这是难能可贵的。但是，其他证券公司的资产管理业务就没有那么幸运了，从上市公司的公告中，我们不难看到延长委托期限或无法收回委托资金的消息，这无疑是在委托资产受到了损失，而且损失还不小，致使证券公司无法如期履行合约。

1975年美国废除股票交易固定佣金制度，各券商展开激烈的价格竞争。在这种情况下，资产管理业务作为以收费为基础的业务创新，使得券商得以摆脱传统的以交易为基础的经纪业务的限制，成为券商收入的重要来源。2002年中国证券业也进入了浮动佣金时代，资产管理业务会像美国一样创造辉煌吗？我们拭目以待。

第五，基金公司投资收益。九十年代初，随着中国证券市场的发展，中国出现了一批投资基金。但是由于历史的原因，这批基金运作并不规范。1997年11月《证券投资基金管理暂行办法》的颁布揭开了中国投资基金业规范发展的序幕。从1998年3月国泰基金管理有限公司和南方基金管理有限公司成立以来，截至2002年底，中国共有21家基金管理公司获准开业，管理着71只基金共1219亿元的资产。基金管理公司的成立让证券公司多了一条新的投资渠道，而基金管理公司稳定的管理费收入所带来的稳定的利润也为证券公司度过行业性危机提供了一点帮助。虽然这部分利润的规模还很小，但是对于一些亏损的证券公司来说，这也是雪中送炭啊。例如中信证券在1999年发起设立长盛基金管理公司，出资2000万元，占其注册资本25%。2001年，长盛基金管理公司实现净利润5320.77万元，中信证券可实现投资收益1330.2万元。2002年，实现净利润3578万元，中信证券可实现投资收益715.6万元。

第六，息差收入。长期以来，息差收入在营业部的收入中占到1/3-1/2，因为投资者将资金存入证券公司，获得的是活期存款利息，目前年利率为0.72%；而证券公司将资金转存银行，获得的是金融机构同业存款利率，为1.89%，券商可获得利差1.17%。据不完全统计，目前证券市场沉淀的保证金总额约为5000亿元，这样，券商每年获得的利差收入约为58.5亿元。全国2900家营业部，平均每个营业部获得利差收入将近200万元。

客户保证金息差收入在证券公司的利润表中体现为金融机构往来收入或利息收入，数据表明，金融企业往来收入是证券公司重要的收入来源，在2002年市场下跌的情况下，中信证券的金融企业往来收入规模仅次于经纪业务收入，其占总收入的比例分别达到30.26%。而且从中我们可以看出一种趋势，无论是中信证券还是宏源证券，从2001年开始，金融企业往来收入占比迅速上升。这也说明市场越是低迷，金融企业往来收入占比就越大，对证券公司的意义也越大。

现行赢利模式弊端丛生

第一，泛银行化。中国所有金融机构从一开始都呈现出泛银行化的特征。以前的信托业，今天的证券公司，都走过了一个泛银行化的道路。以前的信托公司是冒着信托之名，实际上做的是银行的业务；今天的证券公司也是由银行业务把他们养起来，所获利润中很大一部分来源于巨大的息差收入，如果证券公司只靠这个生存下去，没有出路。按照我们的统计，在2001年，整个证券业的金融企业往来收入占到了总收入的14.88%，位居第二。2002年实行浮动佣金制以来，证券公司的佣金收入明显下降，客户保证金的息差收入已经成为证券公司收入的重要来源，占到了部分证券公司收入的1/3左右。也就是说，随着近几年市场的低迷以及佣金自由化改革，证券公司的泛银行化特征反而得到了加强。虽然说在国外的证券公司利息收入也是存在的，但一则利息收入所占的比例一直在下降，二则这个利息收入当中很大一块是融资融券的利息。如果中国的证券公司在泛银行化的道路上越走越远，那么它最终也逃脱不了和信托业一样的历史命运。

第二，缺乏核心竞争力。在越来越激烈的市场竞争中，核心竞争力的培育对于企业和行业至关重要。一个没有核心竞争力的行业将是一个很容易被复制的行业，一个没有核心竞争力的企业则是一个很容易被超越的企业。

在证券公司目前四块业务中，自营是每个合格的市场主体都可以参与的业务，根本算不上独特的竞争优势。而经纪业务则受到了各种力量的挑战，随着网上交易的开展，证监会已经允许IT运营商可以介入证券经纪业务，中国移动甚至推出了“移动证券”业务。对证券公司经纪业务最大的挑战还在于庞大的银行系统，银行系统的技术体系已完全具备展开经纪业务的条件。只缺两个条件：一是准入规则；二是交易所会员资格。随着入世以及金融改革的加快，资产管理业务也不再是国内券商的垄断业务，而面临着外资、基金公司、信托公司以及私募基金的竞争。目前，证券公司稍微可以有点骄傲的就剩发行承销业务了，目前其他机构虽然不能直接介入这一业务，但是随着中国证券业准入限制的放松，其他机构完全可以通过投资组建控股的证券经营机构而间接介入。这样看来，中国证券业在目前的四大业务上似乎已没有什么核心竞争力可言。

第三，证券自营、资产管理与风险管理不匹配，有可能引发整个公司的风险。在证券公司的四大业务中，经纪业务是没有多大风险的，投资银行业务总体上看有一些风险，但从目前的市场状态看，风险不是很大，有风险的主要是后面两个：证券自营和资产管理。其实风险并不可怕，在一个风险和收益对称的世界里，没有风险就没有收益。可怕的是放任风险，甚至盲目创造风险，无谓承担风险。目前，我国券商的资产管理和证券自营存在着与风险管理严重不匹配的问题。这种不匹配性主要表现在两个方面：一是自营业务和资产管理业务内部收益和风险的不匹配；二是证券公司的自营和资产管理与公司风险管理体系的不匹配。目前证券公司的自营和资产管理的规模已经很大，某些证券公司的自营和资产管理的规模甚至达到了其资本规模的数倍。但是对于这么一个巨大的风险源，我国的证券公司并没有建立相应的风险管理制度和技术体系，没有对这个风险源进行识别和管理。一旦市场持续低迷，风险就会爆发，这就可能引起证券公司的整体风险，导致公司的破产倒闭。

第四，证券公司缺乏财富积累机制，市场持续低迷，财务风险即刻凸现。目前我国证券公司还没有形成一种良性的财富积累机制，其抵抗市场风险的能力很弱。这种财富积累机制表现在两个方面：一是证券公司的运营成本过高，收入创造利润的能力较弱，而且即使创造了利润，其利润留存在证券公司的也较少。二是证券公司目前所提取的各种准备金较少，如果市场持续低迷，其财务风险即刻凸现。从财务上看，目前证券公司仅对自营提取自营证券跌价准备。自营证券跌价准备按季提取和清算。但是目前并不是所有的证券公司都真实地按照自营规模来提取准备金的，普遍存在跌价准备金不足的问题。此外，随着证券市场的变化，承销业务、资产管理业务都蕴藏着越来越大的风险。目前，市场上由于包销特别是增发余额包销而给证券公司带来损失的案例已经屡见不鲜，资产管理的风险也是人所共识的，但是很少有证券公司对这类业务提取风险准备金，风险一旦显现，就会给证券公司带来财务危机。

造成证券公司困境病灶何在

第一，制度层面的原因。制度层面的原因表现在两个方面，首先是证券公司法人治理结构的不完善。我国的证券公司由于其形成的历史渊源及垄断经营的行业特点，其产权制度和公司治理结构很不完善。目前中国的证券公司形式上符合现代公司治理结构的要求，但由于证券公司的产权结构的特殊性，其并没有真正形成公司治理的内核。我国证券公司的产权结构比较特殊，在原来严格的市场准入限制下，只有国有资本才有资格进入证券业，使得中国大多数证券公司的终极股东都为国家，国家作为股东使得证券公司的治理结构出现一些问题，要么国家对企业干预太多，导致经营机制僵化，要么国家对企业放羊，导致内部人控制严重。目前许多证券公司的内部人实际上掌握了对企业的控制权，而且这种内部人控制不仅表现在证券公司的总公司

层面，还表现在各个部门和各营业部层面。在公司层面，短期的激励机制使得公司的管理层具有强烈的表达业绩和规模扩张动机，而内部控制又为这种动机的实现创造了条件，证券公司的管理层往往会为了短期的利益而铤而走险，给公司的长远发展带来恶性影响。大连证券和鞍山证券就是两个很好的例子。不完善的公司治理结构还表现在中国证券市场上普遍存在的“老鼠仓”。“老鼠仓”之所以层出不穷的一个重要原因就是不完善的公司治理和内部控制使得一些控制关键岗位和拥有交易信息的内部人员有动机有机会向外部传递交易信息。

制度层面的原因还表现在金融制度上。出于金融风险考虑，我国采取了严格的分业经营、分业管理的金融制度。分业经营、分业管理制度在历史上曾经发挥了很好的作用，但是随着形势的发展，其越来越不适应中国经济和金融发展的需要。严格的分业经营使得证券公司只能在划定的圈圈内进行经营，无论是这个圈圈本身的缩小还是圈圈内头经营者的增多都会导致证券公司的经营出现困境。严格的分业经营恶果不少，它一方面变相“鼓励”证券公司进行违规操作、高风险操作，另一方面又限制了证券公司的创新能力，使得证券公司在行业性衰败面前无能为力。这样一种金融制度在未来必须改变。

第二，政策层面的原因。从政策层面上看，“讲得多，做得少，理论上趋好，实践上迷惘”。监管层及市场各方人士都看好中国证券市场的发展前景，可现阶段却缺乏实质性措施。不仅缺乏实质性的利好措施，而且政策本身所存在的种种问题还给证券市场和证券公司的发展带来了很大的隐患。问题之一是政策的不清晰和不稳定。理论上的混沌导致了政策的左右摇摆。虽然监管部门可能也有苦衷，但政策上的左右摇摆直接影响了市场，影响了证券公司的行为。问题之二表现在政策的相互矛盾。政策的相互矛盾使得传递给市场参与者的信息是紊乱的，投资者无法在紊乱的信息的基础上形成正确的预期，从而也就无法对市场未来的运行方向作出倾向性的判断。这时，一个理性的投资者就会停止其投资行为。问题之三表现为政策的政出多门。目前，政策又开始出现政出多门的现象，导致证券公司发展的外部环境不稳定。

政策层面的问题集中表现为证券业发展战略的模糊，管理层对证券市场没有一个统一的规划，对证券经营机构的成长模式也没有战略性的考虑。一个典型的问题是管理层在证券公司的规模扩张上到底鼓励外延式的增资扩股还是重组兼并式的质量道路，目前在政策层面还看不清楚。而且，就大的战略而言，证券业和银行业的合作势在必行，这一点连管理层的不少人士都表示认同，但是目前的政策却还是严格限制。发展战略的模糊一方面使得管理层无法出台适当可行的政策，即使出台了，也看不到持续性；同时也使证券公司本身无法形成稳定性的长期预期，“头痛医头，脚痛医脚”，不知如何从根本上来维持自身的持续发展。

第三，市场层面的原因。中国证券公司目前的收入和市场有着高度的正相关性，市场的低迷使得证券公司的业务面临着重重困难。从1990年至今，中国证券市场已经发展了13年。但是，对于证券市场，我们越来越看不清楚，一片迷茫。因为缺乏稳定的预期机制，今天的证券市场就像一个混沌的市场，这样一个混沌的市场是没前途的市场。这里所谓的混沌表现在方方面面，包括基础理论上的混沌、政策上的混沌、公司上市目的的混沌、体制上的混沌、信心混沌、市场战略模式的混沌等等。这方方面面的混沌，造成证券市场一片雾水，投资者缺乏稳定性的预期。对于任何一个市场来说，预期都很重要，预期支配着个人的行为，而个人的行为则是市场发展的动力。一个缺乏预期的市场是没有发展前景的，而一个预期不好的市场也是必然要衰败的。市场的低迷给我国证券公司的打击是致命的，因为我国证券公司目前几乎所有的收入都和市场高度相关，无论是经纪业务还是承销业务，自营业务还是资产管理都直接或间接地取决于二级市场的状况。从2001年开始持续两年多的市场低迷已经让中国证券业陷入了全行业亏损的境地。

第四，风险管理方面的原因。风险管理体系的不健全也是造成目前证券公司处于困境的一个重要原因。目前，国内券商基本上都建立了专门的风险控制委员会或风险控制办公室，统一负责整个公司层面风险控制的制度建设。但是，从实施状况来看，这样一个机构基本上是无效的，因为高层管理者的内心对风险管理还是没有深刻的理解，同时也没有相应的制度和技术平台来保证风险管理的实施。严格的进入限制使包括经纪、承销在内的各项证券业务在相当长的时期内处于供求不平衡的状态。有特权的进入者在攫取大量超额垄断利润的同时，也高估了证券业务的这种没有经过市场风险洗礼的“盈利能力”。垄断利润的虚像支撑了资产规模扩张的欲望，利润与资产规模之间形成了一种简单的线性关系，风险被极度忽视。行业和市场的快速成长使众多机构都沉浸在对现实的满足和美好的期望当中，对于可能的风险缺乏必要的认识。风险意识的缺乏导致证券公司在处理业务或设计产品时措施不当，违背风险和收益相匹配的原则，过度地承担风险。而且我国证券公司也缺乏相应的技术平台来实施风险管理，导致对业务的风险监控处于失控状态。我曾经去美国访问花旗集团，花旗集团专门设立了一位负责风险管理的全球副总裁，它可以通过集团内部的风险管理系统随时监控集团内任何一个交易人员、任何一个投资品种的交易行为，我想国内还没有任何一家证券公司能够做到这一点。风险管理的不到位使得证券公司要么承担了过多的风险，要么隐藏着很多风险陷阱，一旦市场发生变化，这些风险就会在短时期内集中释放，给证券公司带来巨大的危害。

#### 创新盈利模式是必由之路

从通道盈利模式向服务盈利模式的转变是我国证券业面临的一个根本性任务。在向服务盈利模式转变后，证券公司的理念、规则、产品、利润结构、收益风险匹配机制都将发生变化。服务盈利模式的理念是为客户提供适合其需求的最佳服务，通过多样性、个性化的服务提供来实现公司的成长。美林证券在其年报的扉页上对客户承诺：作为顾问，我们帮助客户明确目标；作为金融专家，我们帮助客户实现目标；通过向客户提供最好的设计、最好的产品、最好的解决方案和最好的服务来提高客户的价值，最终实现我们持续的增长。在服务盈利模式下，证券公司要切实以客户为中心，以满足客户的需求为导向。产品是服务的载体，没有产品就不可能很好地向客户提供服务，在服务盈利模式下，证券公司要尽可能增加服务型的产品销售，控制自营等投资业务的规模，尽量将投资行为和满足客户的服务连接起来。在产品上可能需要加强以下几个方面：重组现有的经纪服务模式，向以经纪人服务为核心的模式转变；加强承销发行服务；积极探索资产管理服务的新模式；尝试创新性的服务产品，如投资咨询、财务顾问、项目融资、兼并收购等，随着中国证券市场上金融工具的进一步丰富，证券公司可以设计更多的创新性产品。随着证券公司的盈利模式从通道盈利向服务盈利的转变，证券公司的收入与二级市场的相关性将大幅降低，由于服务型产品的风险很小，证券业现存的风险收益结构也会得到很大改善。

文章来源：《中国证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所