

# 五大因素力促证券业2014年走向分化

外资券商有望入驻、网络经纪商或出现、注册制推行、资金紧张局面持续、新三板扩容在新一年里都将深度影响证券业

证券时报记者 李东亮

证券行业深度分化的基因正清晰植入2014年。券商牌照放开、网络经纪商成立、钱荒抬高券商融资成本、注册制重构投行商业模式、新三板扩容这五大重磅事件正左右券业未来格局。

国内知名证券分析师如何看待未来两年的深度变化事件给国内证券业带来的影响?证券时报记者特邀新财富最佳分析师广发证券李聪团队、招商证券罗毅和长江证券刘俊为投资者分享思想盛宴。其中,广发证券李聪团队成员还包括张黎、曹恒乾。

## 外资券商带来鲶鱼效应

影响指数:★★★★☆

美国证券业务适用于二八法则,未来国内券业格局也将走向这一趋势,大券商会更大,中小券商的生存空间会被压缩。

证券时报记者:监管层已表态正对证券公司设立审批监管政策进行统筹研究。业界预计,明年有望允许台湾地区券商在内地设立券商子公司,后将放开外资在内地设立券商的资格。这些变化将给券业带来哪些影响?

罗毅:这将为证券业带来鲶鱼效应,短期内中小券商受冲击更大,但这一变化将提升行业集中度,长期利好证券业。

随着改革开放的进一步推进,券商牌照放开是大趋势,但不会一次性放开,而是逐步放开的过程。这一过程中,证券业会出现明显分化,机制不够灵活、体质僵化的券商受到冲击最大,市场份额将被优秀券商分割。

对整个证券业而言,这一变化构成中长期利好。从历史上看,一批向外资开放的行业均实现了崛起,例如银行业和家电行业,开放后证券业也会呈现“强者逐步显现,弱者逐步消亡”的分化过程。长期来看,中国资本市场的主导者还是本土券商,但外资也会占据一定空间。

李聪团队:首先,证券行业市场化进程是大趋势,专业门槛较低的传统中介业务利润率近年来逐渐下降,国内证券公司已经纷纷加大专业要求更高的资本中介、资本投资等业务,并形成自身专业竞争优势。在此背景下,预计监管部门对于证券公司牌照的放开将逐渐临近。

其次,行业竞争加剧的影响有利有弊。负面影响在于,激烈的竞争将导致国内部分低竞争力券商的业务份额和利润受到挤压;市场化竞争也将带来正面影响,有利于国内券商提高竞争力,同时有利于提高证券投资者福利。

第三,行业格局、盈利模式将有所分化。随着场外市场的壮大,证券衍生品品种的增加,机构投资者占比将逐渐提高,国内证券行业的细分市场也将逐渐清晰,预计包括专注机构客户、专注零售客户、综合类等模式的证券公司将逐渐成型。

刘俊:牌照放开以后会给投资者造成心理上的影响。但可能会出乎投资者意料的是,证券业牌照放开后,证券行业的业务空间也打开了。可以借鉴的例子是,这些年银行的设立是放开的,很多农信社转成了城商行,生存能力也大大提高。这是因为这个阶段他们得到了更大的业务空间。

而未来证券业也将拥有更多自主创新能力和业务空间,即便同步放开证券牌照,也不算特别坏的一件事。外资牌照放开后,证券业的集中度可能会进一步提升。大券商会更大,中小券商的生存空间会被压缩。

## 网络经纪商带来冲击

影响指数:★★★★☆

未来的格局演进,将是低端证券业务交由网络公司去做,传统券商做好中高端业务,共同把蛋糕做大。

证券时报记者:目前更多的国内投资者选择了网上交易,而且随着网

上开户等政策的出台,网络公司正觐觐券商通道业务收益,我国成立网络经纪商的各种条件已经成熟。韩国网络经纪商 Kiwoom 于 2000 年成立后,当年就将行业平均佣金拉低了 50%。网络经纪商成立后将给国内券商带来哪些影响?

罗毅:中国出现网络经纪商是大势所趋,这无疑将对中小区域券商,尤其是对经纪业务更为倚重的券商冲击较大,但对整个证券业的冲击有限。

综观美国、日本、韩国等国外行业,投行、并购重组、资本中介业务等高端业务均未掌握在网络经纪商手中,网络经纪商仅仅提供通道业务,例如,美国 E-Trade 以 100 美金就可以进行包月交易。因此,预计网络经纪商和传统大型券商将形成错位竞争。

网络经纪商对沿海地区的大型券商影响较为有限,这类券商的低端业务通道费现在已低无可低,很多大客户的佣金费率已达万分之三的成本



招商证券 罗毅



广发证券 李聪



长江证券 刘俊

线。此外,机构化是投资者结构未来的变化趋势,机构投资者在意的往往不是佣金费率的高低,而是更为专业化的资本中介类业务。因此未来的格局演进,将是低端业务交由网络公司去做,传统券商做好中高端业务,共同把蛋糕做大。

网络经纪商对地方性中小券商冲击比较大,一是因为这些券商的佣金费率较高,有的甚至维持在千分之一的高价格区,二是这些券商过度依赖经纪业务,一旦经纪业务收入下降,将缺乏必要手段来弥补损失。因此中小券商一定要转型,不能仅凭经纪业务的单一模式。中小券商也确实存在转型空间,比如结合当地特色,将理财产品与当地产业偏好结合起来,为经济转型效力。

李聪团队:互联网金融的主要优势,在于可提供标准化产品及服务,如经纪、代销等。

一方面,长远来看,国内证券业务预计仍将由证券公司主导,互联网公司将在标准化业务占据一席之地。一是因为,证券业务存在大量非标准化产品和服务,仍然需要通过线下完成,尤其是未来场外市场壮大、机构投资者占比提高之后,非标业务还将继续增加;二是因为,证券公司在产品设计、风控合规、融资渠道等核心能力方



### 外资券商

明年台湾地区券商有望在内地设立公司,后将放开外资在内地设立证券公司。

### 钱荒

利率提高将影响融资融券业务利率和机会成本。

### 注册制

券商将由同质化通道的比拼,步入高端资本市场服务能力的比拼。

### 网络经纪商

短期会对券商佣金费率造成冲击。

新三板  
预计3年后  
将为行业增收  
10%。

面拥有更强的专业优势。

参照海外成熟市场,嘉信、E-Trade 等网络经纪模式发展壮大,并未妨碍摩根等五大投行在过去占据行业领先地位,而这主要归于美国证券行业大市场之下的多元化生态。同时,嘉信、E-Trade 等网络经纪商在经历了 2000 年以来佣金收入增速放缓后,也开始从网上逐渐向网下业务拓展。

另一方面,互联网金融对于国内标准化证券业务市场的影响仍然不容小视,其影响可能基于海外成熟市场,一是因为国内证券行业以零售客户、场内市场为主,标准化服务占比更高;二是因为海外成熟市场先有证券行业巨头,后有互联网巨头,国内则正好相反。

我们预计,互联网金融进入证券行业初期,“触网”券商将获益较大,存在深度合作潜力的券商预计来自机制灵活、网点较少的券商;随着合作公司的增加,证券行业经纪业务整体将面临压力。

刘俊:我国成立网络经纪商后,对证券业佣金率的影响将显著低于当年韩国。一是因为国内的佣金费率自由化制度已实行 10 余年,平均佣金费率下降幅度已超过 70%,而韩国网络经纪商出现时,韩国刚刚启动佣金费率自由化。

二是因为我国大型网络公司本身客户规模较大,未来进入证券业的切入点将在资管业务,例如目前已经颇具规模的淘宝模式,采用的是直接销售理财产品方式。这也说明网络公司直接介入交易端的积极性并不会太高,从逻辑上也缺乏必要性。

但网络经纪商的影响也是客观存在的,比如短期内会对券商存量客户的佣金费率造成冲击。

## 钱荒抬高券商资金成本

影响指数:★★☆☆☆

未来广谱利率有望再度提高,将会进一步影响券商杠杆业务的利率以及机会成本。

证券时报记者:融资融券近年来成为国内券商的明星业务,凭借着收益稳

定、风险较低的优势,在券商集体提杠杆的大环境下,该业务已经成为券商盘活存量客户的最大法宝。巧合的是,钱荒来袭,严重挤压了融资融券业务的利差空间,个别券商 11 月底发行的短融券利率已高达 6.8%。有观点认为,未来广谱利率将再度提高,而这是否会影响到券商杠杆业务的利率以及机会成本?

罗毅:我不同意钱荒的说法。流动性目前的确偏紧,但偏紧原因并未共识,有的认为央行不肯放水,有的认为银行不愿意转型。我们从银行渠道了解的信息是,实体经济成本在下降,而这与钱荒概念显然不符。

银行间市场利率高企不会成为常态,券商对融资融券业务的融资成本高企的担心也并非必要。事实上,银行并非真正意义上的缺钱,钱荒是结构性的,资金更多流向了流动性欠缺的领域,才导致时点流动性的紧张。

因此我们判断,银行间市场利率维持在 6% 以上不会成为常态。何时回落到 5% 以内,要看银行转型的积极性,时间应该不会超过 1 个月。而一旦银行间市场利率回落到 5% 以内,融资融券利率就会回到稳定状态。

李聪团队:2013 年下半年以来,市场利率持续攀升,在国内推进利率市场化背景下,预计市场利率可能会持续处于较高水平。

证券公司当前债务融资成本较 2013 年年初已显著提高,比如,中信证券年初发行短融的利率为 4.09%,而 12 月份的短融利率已大幅提高到 6.4%,尤其是部分券商在当前高利率环境下发行了长期限债券,未来若干年份内将面临持续的高资金成本压力。

同时,两融等重资产业务收益率盯紧基准利率变动,会使资金价格缺乏应有弹性,这也导致利差面临收窄压力。刘俊:今年两次钱荒都导致了银行间的利率大幅飙升,但钱荒应该是阶段性的,短期利率不可能长期维持在 6% 的水平。

可以佐证的是,一旦短期利率长期维持在 6% 以上,地方融资平台的大量企业债要么发不出去,要么将付出较高的资金成本。而令实体经济承受如此之高的利率水平,也不符合国家金融改革

的初衷。

## 注册制深度影响券业

影响指数:★★★★☆

证券公司将由同质化通道的比拼,步入高端资本市场服务能力的比拼;将一些功能向市场让渡,会增大中介提供优秀回报的空间。

证券时报记者:首次公开发行(IPO)新政带有明显的向注册制过渡特征,注册制有望在未来两年推出。有业界人士认为,注册制后会有大量公司上市,这会给券商带来更多机会,如并购重组、定向增发等。也有观点认为,注册制会使得券商的通道价值下降,进而拉低券商的收费水平。注册制究竟会给证券业带来哪些影响?

罗毅:这对券商而言是重大利好。简政放权,让市场发挥决定性作用,从根本上来讲提高了券商的话语权,让券商拥有更大的谈判空间。一是券商将由同质化通道的比拼,步入高端资本市场服务能力的比拼;二是政府的一些权利向市场化让渡,将增大服务中介提供优秀回报的空间。

李聪团队:股票发行注册制改革,机遇大于挑战。首先,发行改革启动了存量 IPO 项目上市,有利于 2014 年投行收入大幅增长;其次,注册制提升未来增量 IPO 项目的发行速度,投行项目数量有望增加;再次,对于综合实力强的券商来说,新股定价、配售权等配套改革措施有利于增强机构客户黏性。

此外,新股定价降低,可能会导致单笔承销费收入的减少。但考虑到保荐责任增加、包销难度提高等对承销费收入的正面促进,预计单笔承销费收入下降幅度将有所缓解。

刘俊:发行注册制将提高发行和承销费率,增厚投行收入。其一,表面上看上市流程的简化将减少企业的发行费用,其实不然,投行部门为顺利完成承销,同时减小上市企业的被做空及退市风险,会加大对企业的辅导和审核力度。这也

意味着,在注册制下,投行业务将相应提高发行和承销费率。

其二,实行注册制的美国股票 IPO 费率和再融资费率均高于实行核准制的欧洲、亚洲一些国家。IPO 费率上,2008 年金融危机前,美国的承销费率高于中国 3 个百分点,再融资费率上,美国的费率维持在 3.5% 水平,而中国的费率仅为 1.5%~2%。

## 新三板业务带来新机遇

影响指数:★★☆☆☆

未来,融资、转板、做市商、直投都将融入到新三板中去,2-3 年后,新三板对券业的利润贡献将达到总利润的 6%-10%。

证券时报记者:新三板扩容已获国务院通过,相关细则也将于年底公布,这一业务明年将迎来大发展。新三板业务将如何影响券商的业绩,未来将怎样形成国内券商的新格局?

罗毅:经历了 2 年的积淀期,融资融券才迎来爆发式增长,新三板业务在初始阶段利润贡献也不会太高。但新三板业务贡献的绝非挂牌费这样一个简单收入,融资、转板、做市商、直投都将融入到新三板中去,预计 3 年后将会给证券业收入带来 10% 的提升空间。

李聪团队:新三板扩容有利于增强企业客户黏性,并提高券商业绩。基于新三板将扩容至全国、企业挂牌不设财务门槛、审批流程简化、可转板上市等特征,企业挂牌数量有望迅速增加。

新三板一方面拓展了中小微企业的融资渠道,另一方面也将加强券商与中小企业的联系,提高券商在股份公开转让、股权融资、债券融资、并购重组等方面的业务收入。除了显性收入贡献外,新三板的扩容及制度改革有利于券商将业务覆盖到企业的更长生命周期,增加企业客户黏性,拓展更多业务收入。

刘俊:2-3 年后,新三板对券业的利润贡献将达到总利润的 6%-10%。

翟超/制图