

资本市场高级化进程中的证券行业发展机会初探

李相栋 ☎: (8610) 8357 1403

✉: lixiangdong_yj@chinastock.com.cn

一、中国资本市场正在向高级阶段迈进

中国资本市场已经经历了“建设”一个市场的初级规范阶段，正在向“发展”这个市场的高级阶段迈进。无论是初级阶段还是高级阶段，抑或二者之间，推动中国资本市场成长的根本动力都是中国经济的可持续增长。如同中国特色的市场经济为世界所瞩目一样，中国资本市场的高级化进程也必然具有中国“国情”。这就意味着中国资本市场的高级化阶段不仅仅是对美欧成熟金融市场的简单复制。因此，需要立足于中国经济金融的基本现实来审视中国资本市场的高级化进程。

从实体经济来看，经济发展方式转变将是“十二五”乃至更长时期内中国经济转型的主旋律。经济发展方式转变的根本目的是提高提高经济增长质量和可持续性，在实现方式上包括经济结构战略性调整、建设创新型国家、保障和改善民生、发展低碳经济、深化改革等具体途径。从金融业变革来看，经济发展方式转变呼唤金融部门效率的“帕累托改进”。伴随经济结构的调整和大量成长型中小企业登陆资本市场，资本市场配置金融资源的优势有望推动间接融资主导的金融结构得到优化。实体经济转型和金融变革是资本市场高级化进程的“原始推动力”。顺应经济和金融发展的这种趋势，资本市场作为连接最终投资者和融资者的中介，其高级化的可预见后果应该落实并表现为经济运行质量提高、金融部门效率改善和国内居民人均收入提高等方面。

基于以上两点现实，迈向高级阶段的资本市场发展将出现新的特征。整体上，资本市场运行质量将会显著提高！资本市场的价格发现、投资、风险管理、资源整合等功能将会有实质性的发挥！资本市场在金融体系中的重要性将会更加明显！多层次资本市场的联动性日益凸显！单看股票市场，由于机构投资者逐渐掌握股价定价权和价值投资观念深入人心，股票市场将会在一个相对稳定的区间内波动，股价结构会得到优化。投资的逻辑是，结构性行情将是主旋律，“暴涨暴跌”和“齐涨

共跌”的大幅波动行情将成为过去时。伴随着市场化发行和市场化退市制度的完善，资本市场“吐故纳新”和“大浪淘沙”的优胜劣汰能力将会大放异彩。

二、资本市场高级化给证券行业带来的发展机会

资本市场是证券行业所面临的最直接外部经营环境，资本市场迈向高级阶段使证券行业机遇和挑战并存。从业务发展视角来看，证券行业面临的发展机会体现在以下几方面：

（一）政府主导的金融创新将会推动证券行业收入结构的调整

中国金融体系具有政府控制型特征，中国的一切金融创新都是在政府主导下进行的。在资本市场上更是如此，大量资本市场创新产品的“征求意见、备案和报批”等面世步骤即是证明。近两年来，政府主导型的资本市场创新体现为直接投资、融资融券、股指期货、投资顾问业务等诸多方面，这为证券行业盈利方式的变化奠定了基础。伴随市场参与者对这些资本市场新生事物的理解深化和逐渐应用，大量产品创新将会应运而生，行业细分会更加突出，而这会带来证券行业收入结构的持续调整。当前，中国证券行业的收入来源主要体现为代理买卖证券、承销和保荐、资产管理等盈利方式。证券行业盈利方式变化并没有脱离传统的业务来源，而是在此基础之上的变革。证券行业盈利方式变化的后果是在整个行业的收入结构中，随着时间推移，传统的经纪业务收入比重将会大幅度下降，投资银行业务收入将会趋于稳定，而增值服务收入、证券借贷收入、资产管理收入将会经历一个逐渐上升的过程。我们看到，一些领先券商的利润构成已经先于整个行业出现了这种变化。而在行业收入结构调整过程中，大型券商经营架构出现了集团化发展态势。

（二）“泛”机构客户对证券行业提出了更高的服务要求

机构客户和零售客户是证券行业的两类重要服务对象。传统的机构客户包括公募基金、阳光私募、保险资产、社保基金、QFII等，证券行业为之提供的金融服务主要包括研究咨询和交易平台。资本市场高级化必然伴随着机构投资者在资本市场中地位的提升，证券行业自然不能放松对传统机构客户的重视程度。除了这些传统的机构客户之外，一般工商企业、商业银行、政府机关、事业单位等法人主体也应该归入机构客户的范畴，这些法人主体同样对资本市场的产品和服务产生迫切需求，证券行业必须充分重视这部分优质客户的合理要求！比如企业年金管理、中小商业银行的风险管理、地方政府的投融资管理、事业单位的基金保值增值等证券金融服务。区别于传统资产管理型机构客户，这些机构客户不但会产生包含投融资和风险管理在内的综合化资本市场产品需求；而且

这些需求还具有个性化的特点，因此需要证券行业量身订做适宜的综合金融解决方案。

（三）技术进步将继续引发行业的深刻变革

技术进步已经给证券行业带来革命性的影响，比如我们现在熟知的网上交易、手机证券、程序和算法交易、量化投资策略等等。技术进步之于证券行业的永恒魅力在于它可以引发行业的效率提升，这表现在加快信息传播、提供交易便利、提升交易速度、以捕捉无风险套利机会的方式增进市场有效性等相互联系的诸多方面。技术进步对证券行业的持续变革性影响主要体现为客户交易平台和投资盈利方式两方面。从前者来看，金融危机后，以 IPHONE、IPAD 等为代表的移动互联终端的火爆销售预示着基于移动终端的证券交易在未来将会有极大提升空间，伴随 80 后、90 后甚至 2000 后的成长和成熟，这些预期将会逐步兑现。从后者来看，资本市场高级化会促使计算机程序、数学公式和专业投资经理人的相互融合，进而引发大量的证券产品创新。

（四）国内企业和居民的国际化需要证券行业“保驾护航”

资本市场高级化伴随着中国经济金融的全球化，伴随着人民币国际化和资本账户开放。这给中国证券行业带来国际化发展机遇，表现在两方面：一方面，证券行业需要为中国企业和居民走出去“保驾护航”，需要向国际金融市场推介中国企业和为国内居民提供通道、研究等国际金融服务；另一方面，证券行业需要为国外的投资者和融资者提供金融服务，即作为国外企业和居民参与中国资本市场高级化进程的中介。在资本市场当前发展阶段，前者是证券行业国际化的重点，后者是补充。国际化意味着中国证券公司和国际投资银行的“短兵相接”。一些熟悉本土市场、具有人才和资本优势的大型券商在和国际投行的竞争合作中将会赢得国际化发展的先机。当前，国内证券行业的国际化方式体现为两点，一是在本土推行国际化，如设立 QDII、为 QFII 提供服务等。二是离岸国际化：国内证券公司大多选择在香港设立子公司的方式作为走向国际化的一种途径；除此之外，也可以选择亚太、欧美和北非设立代表处的方式试点国际化。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话: 010-83571322

传真: 010-66568641

中国银河证券网址: www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址: <http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>