



THE BOSTON CONSULTING GROUP

顺势而为，在伟大的变革创新时代 成功实现券商转型

——四大抓手，十大战略主题

黄河、刘冰冰、Nick Gardiner、张文琦

2015年5月

目 录

1. 为什么要转型：中国经济转型背景下的中国资本市场和证券行业	1
2. 向哪转型：中国证券业转型的四大方向	8
3. 如何转型：券商需围绕四大抓手，落实十大战略主题	14
4. 战略主题详述——零售业务转型	20
5. 战略主题详述——互联网证券	27
6. 战略主题详述——体制机制和人力资源管理	33
结语	35

顺势而为，在伟大的变革创新时代 成功实现券商转型

——四大抓手，十大战略主题

1. 为什么要转型：中国经济转型背景下的中国资本市场和证券行业

1.1 大背景：中国经济转型与中国梦

经济决定金融，金融服务于经济，特别是实体经济。三中全会以来，国家提出实现民族复兴的“中国梦”。同时经济进入“新常态”，经济发展正处于转型的关键时期。本次经济转型是实现中国梦的重要一环，以转变经济发展方式和完善市场作用为核心手段，以创新驱动、深化改革为核心动力。因此如何盘活存量、扶持增量、改革制度是本次转型成功的关键。

以史为鉴，发达市场经历的类似转型过程中，资本市场扮演了至关重要的角色。同时，发达的资本市场有利于危机复苏和经济发展的长期稳定。可以说，大力发展资本市场是中国经济实现转型，国家实现中国梦的必然要求。

1.1.1 资本市场的发展对中国经济转型成功至关重要

美国历史上两次重要的经济转型——重工业化、高科技浪潮的背后都伴随着资本市场的变革与大发展。

美国经济的第一次重要转型是从农业经济和以小作坊为主的小工业经济向重工业化经济的转型。十九世纪末二十世纪初，钢铁、石油、汽车、电力、化工等美国重要产业都依托资本市场发生了大量的市场主导型并购。1895-1904十年期间，每年平均合并301家公司，合并资产为6.9亿美元。重工业部门通过资本市场平台迅速崛起，并在各个领域涌现出了一批伟大的公司，如美孚石油、通用电气、杜邦化工等。资本市场成功帮助实业完成了重工业化过程，整合了美国经济，使之成长为全球最大的经济体。

美国经济的第二次重要转型是从制造业为主向高科技产业为引领的创新经济时代的转型。以纳斯达克股票市场为代表的资本市场、风险投资（VC）和私募基金（PE）对新兴产业的支持作用巨大。美国成为了高科技产业创业者的摇篮，使得美国垄断了上个世纪最后30年几乎所有的高科技产业，如PC、电信、互联网、生物制药等等。尤其是纳斯达克通过制度创新和技术创新，为新兴产业融资提供了独特的解决方案，为创业投资提供退出通道，造就了微软、英特尔、谷歌和苹果等推动人类进步的世界级大公司。

可以看出，资本市场在两方面推动了美国的经济转型。一方面整合了存量经济以及传统产业，另一方面促进了增量因素，即新兴产业的蓬勃发展。这并非偶然。经济转型是一个巨大的系统性工程，转型成功与否，很大程度取决于其社会资源配置效率的高下；而从长期来看，资本市场配置金融资源的效率远远超越其他方式。

今天的中国经济处在经济转型的关键时期，在某种意义上是美国历史上两个阶段的叠加。资本市场对于攻克中国经济转型的三大难点均意义重大：

- **盘活存量：**加速并完成中国的重工业化，是中国经济存量的整合，需要更多地依托资本的力量，用并购等手段整合和盘活存量；
- **扶持增量：**培育战略新兴产业，是中国经济增量的关键，需要更多地运用风险投资和资本市场的市场化筛选机制来发展增量，提高市场的资源效率；
- **改革制度：**推动包括国企混合所有制在内的体制改革等制度改革，是中国经济转型的基础，需要通过重组、引入战投、整体上市等手段推动。

1.1.2 直接融资占比高更有利于经济的发展和稳定

实证研究证明，以直接融资为主的经济体，在经济危机后具有更快的恢复能力和更强的恢复弹性。国际货币基金组织的两位经济学家早在次贷危机前，就曾经对84次危机后17个经济体的恢复情况进行过研究¹。结果显示，美国、加拿大和澳大利亚等以直接融资为主导的经济体，其复苏速度和质量远高于比利时、意大利、西班牙和葡萄牙等以银行为主导的经济体。

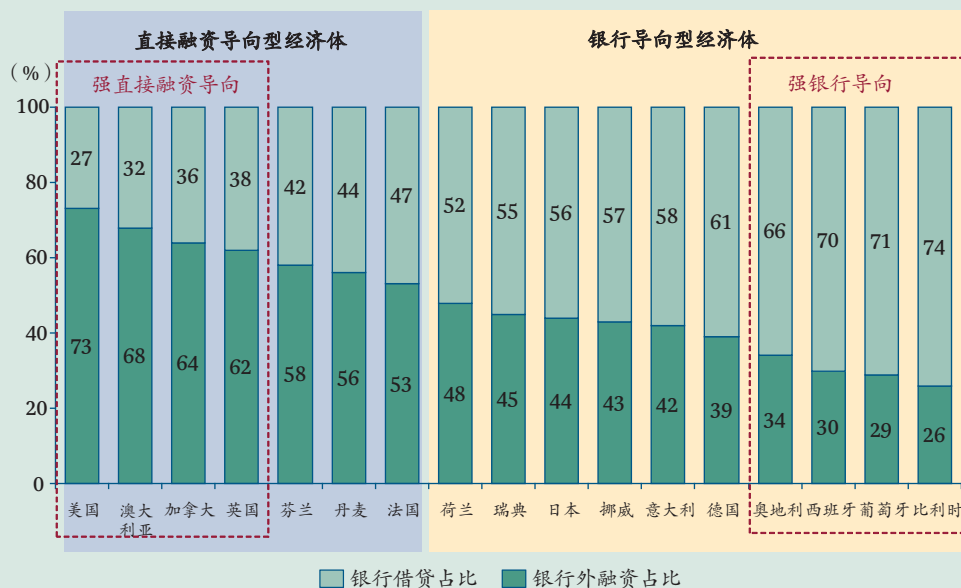
实证研究中通过对非金融私营部门的市场融资和银行借贷的相对比重，对直接融资导向型和银行导向型的国家金融系统进行分类。在金融危机前五年中（2002-2007），若国家从资本市场的融资多于从银行的融资，则定义为直接融资导向型经济体。根据计算，美国、澳大利亚、加拿大、英国具有很强的直接融资导向性，而比利时、葡萄牙、西班牙和奥地利具有很强的银行导向。（参阅图1）

进入复苏期的两年，直接融资导向经济体的GDP平均累计增长比银行导向的经济体高0.8%。危机发生后的两年，两者差距扩大到1.9%。若将高直接融资导向和高银行导向的经济体作对比，则差异愈发明显。累积经济增长率之差在一年和两年后分别变为1.5%和3%。（参阅图2）

2008年金融危机后，美欧经济复苏的差异再次验证了这一点。过去六年中，位于危机中心的美国经济已经基本复苏，而欧元区和日本经济却麻烦不断，复苏缓慢。其主要区别之一在于两种经济和金融体制的弹性、对风险的化解能力和资源配置的效率不同。

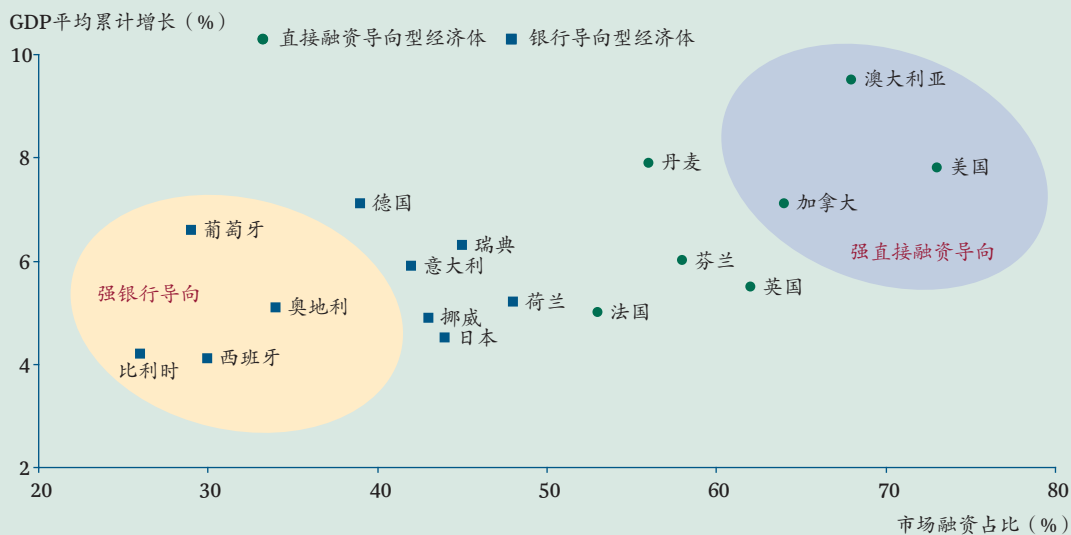
¹世界货币基金组织（IMF）研究论文：“Market Phoenixes and Banking Ducks - Are Recoveries Faster in Market-Based Economies?”（Julien Allard和Rodolphe Blavy，2011年9月）。

图1：私营部门融资（2002-2007年）



来源：世界货币基金组织 (IMF) 研究论文：“Market Phoenixes and Banking Ducks - Are Recoveries Faster in Market-Based Economies?” (Julien Allard和Rodolphe Blavy, 2011年9月); BCG分析。

图2：直接融资导向和银行导向经济体的复苏情况比较（进入复苏期两年后）



来源：世界货币基金组织 (IMF) 研究论文：“Market Phoenixes and Banking Ducks - Are Recoveries Faster in Market-Based Economies?” (Julien Allard和Rodolphe Blavy, 2011年9月); BCG分析。

后金融危机时代欧美经济复苏差异化进程显示：美国有弹性的、多层次的资本市场，虽然因金融企业杠杆的扩张引发了金融体系风险，在短期波动的“市场出清”完成后，仍能快速地实现去杠杆化以及资源要素的重新调配。这是美国经济自身适应能力强的重要表现，也是以直接融资为主的金融体系的优势所在。

综上所述，大力发展资本市场是经济转型的必然要求，是实现盘活存量、扶持增量、改革制度的关键手段，是保证中国经济长期稳定发展，实现中国梦的重要保障。

1.2 中国资本市场发展的三大方向

与发达市场进行对比，中国在资本市场发展的三个主要方向上差距明显：

- **融资直接化**：发达市场普遍以直接融资为主要融资方式；
- **资产金融化**：发达市场实体资产普遍以股票、债券等标准化证券形式在市场流通，并相应衍生出大量基金、衍生品等金融资产；
- **市场国际化**：发达市场投融资服务面向境内外企业和个人。

1.2.1 融资直接化：大幅提升直接融资占比，建立多层次资本市场体系

大幅提升直接融资占比：世界银行数据显示，在上个世纪90年代，发达国家的直接融资水平已经达到了60%的水平，因其经济和金融体系的发展进入相对成熟阶段，金融体系结构趋于稳定。此后呈现缓慢上升趋势，近年接近70%的水平，其中美国直接融资水平在2012年达到了87.2%的水平。比较而言，2012年底，我国直接融资比重为15.9%，不仅低于美国这样的直接融资导向型经济体，也低于德国（69.2%）和日本（74.4%）这样的传统的银行主导型国家。（参阅图3）

建立多层次市场体系：从国际资本发展市场看，金融市场的发展是金融创新不断深化的过程，资本市场经历了从单层次向多层次、产品品种从单一到多元、交易结构从简单到复杂的演变。

以场外市场全球领先的美国为例，整个OTC市场作为美国资本体系中最基础的部分，其规模远远大于主板市场，资本市场结构基本呈现成熟正金字塔型结构。对标海外成熟市场，与境外成熟市场“先有场外，后有场内”的发展模式不同，我国场外市场基础薄弱，发展多层次资本市场作为金融改革的核心内容，将进一步向纵深发展。（参阅图4）

1.2.2 资产金融化：大幅提升证券化率，建立丰富的金融产品和工具

大幅提升证券化率：中国目前债券化率（债券市值/GDP）低于美国20世纪80年代初期水平，股票化率（股票市值/GDP）处于美国20世纪90年代水平。（参阅图5）

建立丰富的金融产品和工具体系：中国市场金融产品和工具的种类和创新程度仍与发达市场相距甚远，尤其在长期债券、信用债、市政债、衍生品等领域。一方面是监管对金融产品创新的审

图3：中国全社会融资结构与发达国家对比

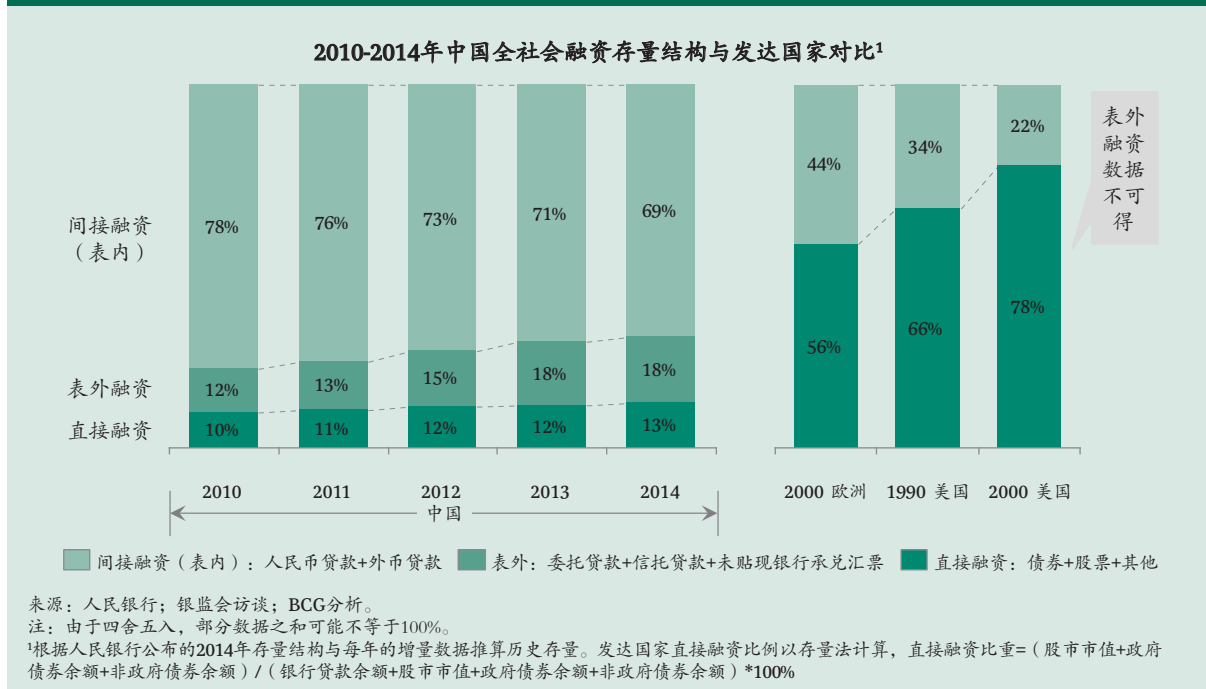


图4：中国与美国资本市场结构比较

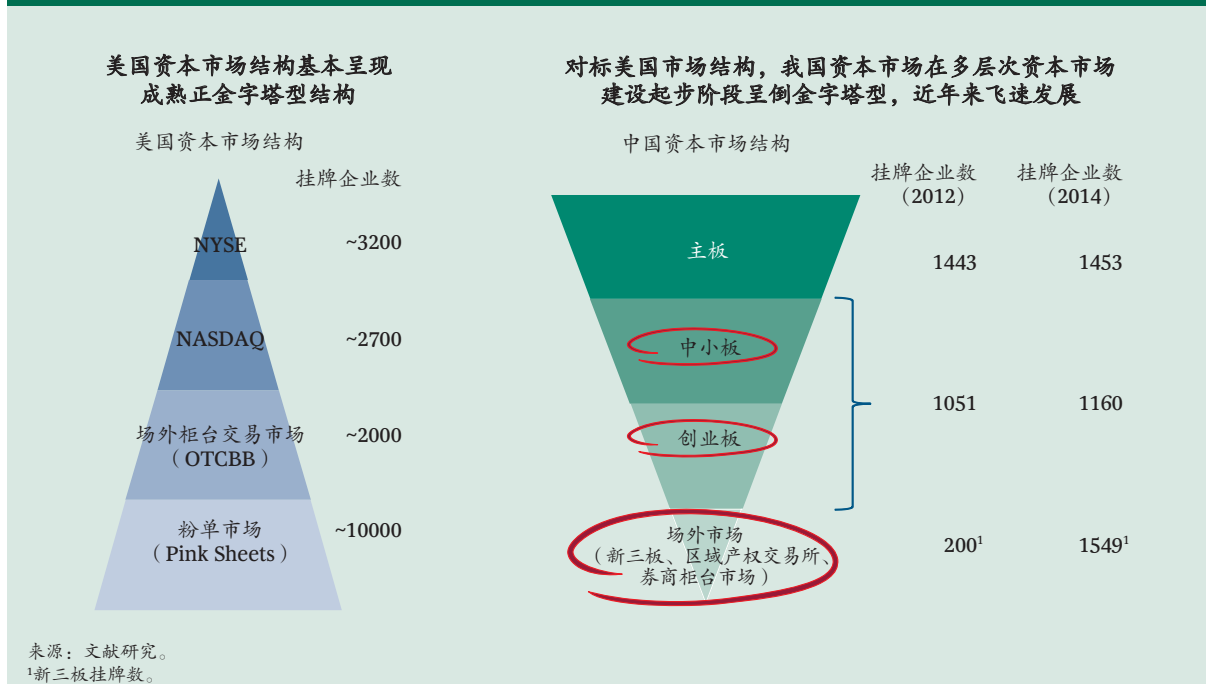
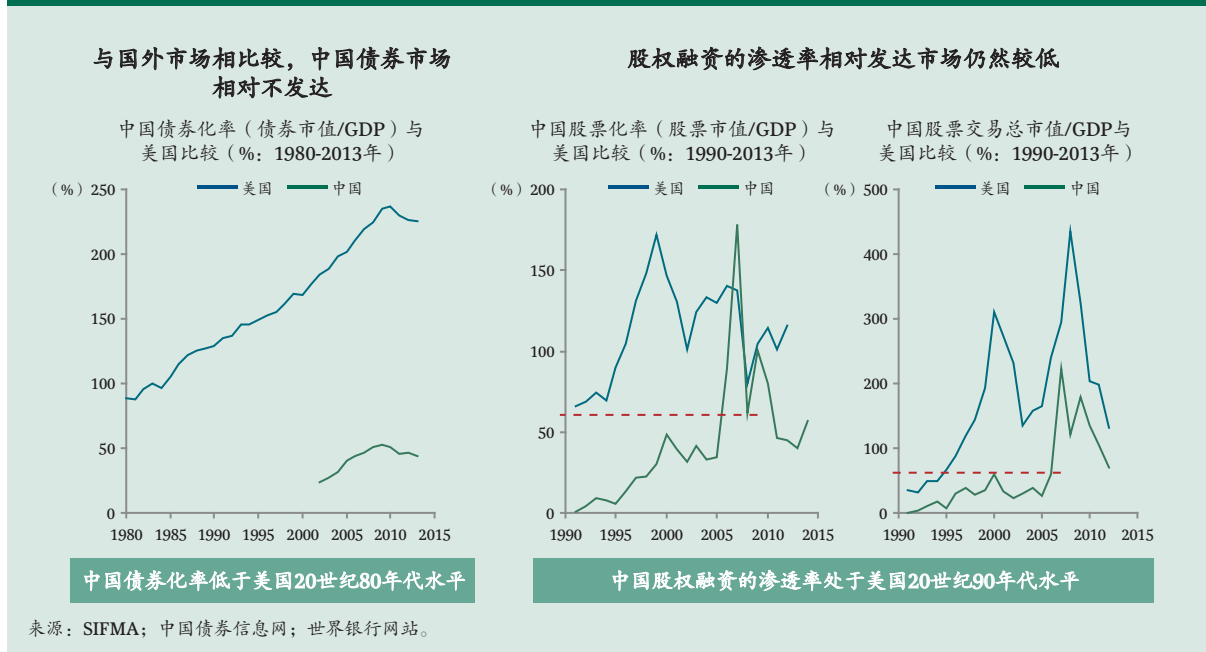


图5：中国与美国证券化率比较



慎管理；另一方面，房地产的长期高回报以及对债券、信托等的隐形担保和刚性兑付扭曲了市场价格，压抑了市场对金融资产的需求。

1.2.3 市场国际化：境内外一体，企业和个人走出去

境内外一体：由于人民币还不能自由兑换以及能力、人才、机制等因素，目前券商还基本不具备香港以外的国际化能力。

企业和个人走出去：中国企业和个人走出去的趋势刚刚起步，潜力巨大，对国内投行/券商的能力提出了新要求。目前这部分需求主要由国际投行和部分有香港市场能力的国内券商满足。

人民币国际化、中国逐步参与到国际金融规则制定（如亚投行的创立等）以及经济发展的必然阶段等因素会使得国际化在中期成为一个极其重要的趋势，有潜力和进取心的券商应该大力布局。

1.3 作为资本市场的重要参与者，证券业发展和转型任重道远

国内证券行业发展的30多年间，市场繁荣与危机相生相伴，主要经历了四个阶段：

- **起步阶段（1979-1991年）：**1984年国内第一只股票“上海飞乐音响”诞生；1986年第一家证券公司“中国工商银行上海信托投资公司静安证券业务部”成立；1990-1991年，上交所、深交所先后成立。由于投资者对股票的需求旺盛，交易非常活跃，但市场极不规范。

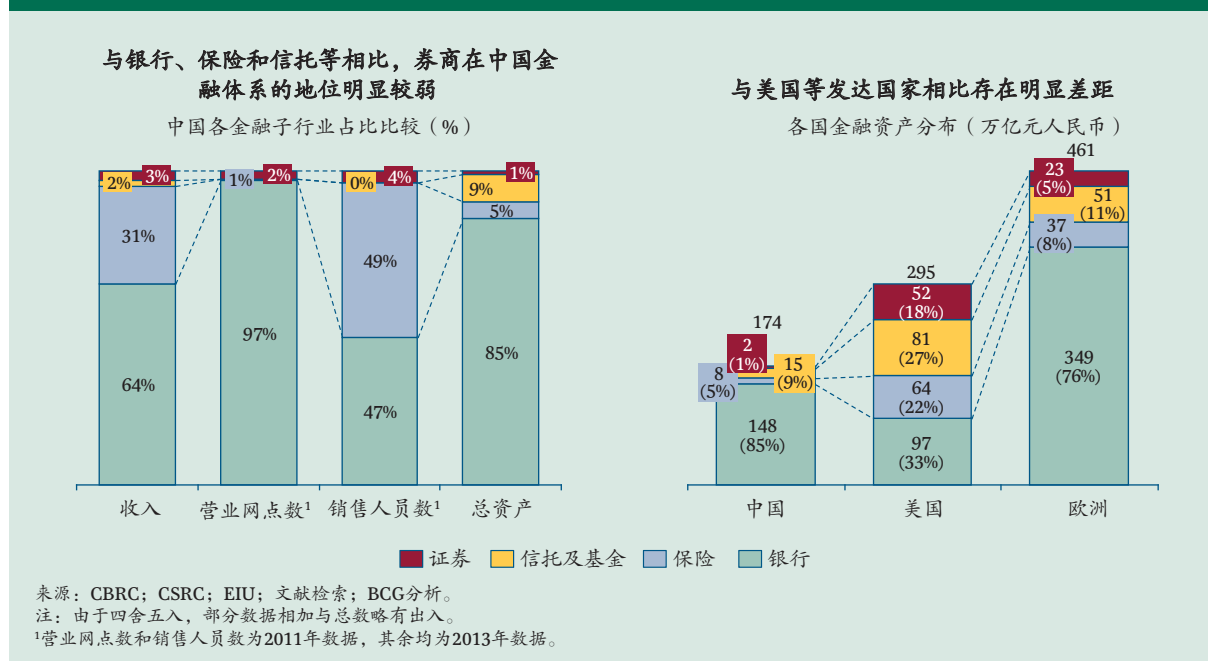
- **调整阶段(1992-2004年)**：随着“8•10事件”、“327国债期货事件”发生，监管开始大力整顿金融秩序，实行银行、证券、保险、信托“分业经营，分业管理”的制度模式；2000年后，受企业经营业绩下滑、股权分置等众多不利因素影响，投资者信心受损，证券市场进入极为萧条的四年，投融资等基本功能几乎丧失。
- **规范发展(2005-2011年)**：国务院发布“国九条”，提出大力发展资本市场的重要意义，被称为“券商整治元年”。股权分置改革等重大举措实施，行业体量逐步增长，专业化逐步提高。
- **创新发展(2012年至今)**：2012年召开行业创新大会，加速改革成为证券业和资本市场发展的重要推动力。券商业务范围加速扩展，行业竞争格局加速转变。

尽管近年来发展迅速，但对比发达市场，中国证券市场的规模和金融行业占比仍差距显著，严重落后于国内的银行、保险等行业。（参阅图6）

更为重要的是，券商能力与实体经济要求仍差距显著。从企业和个人客户的投资、融资、交易、支付、避险等主要需求来看，与银行、信托等金融机构相比，券商长期以来主要在投资和融资领域扮演通道提供者，没有发挥其应该发挥的资源整合、避险等核心作用。

如上所述，中国的经济转型要求一个发达的资本市场。作为资本市场的重要参与者，证券行业的加速发展和转型势在必行。

图6：中国金融市场结构与发达市场对比



2. 向哪转型：中国证券业转型的四大方向

2.1 总体：中国证券行业正从“证券经纪商”向“广义投行”阶段迈进

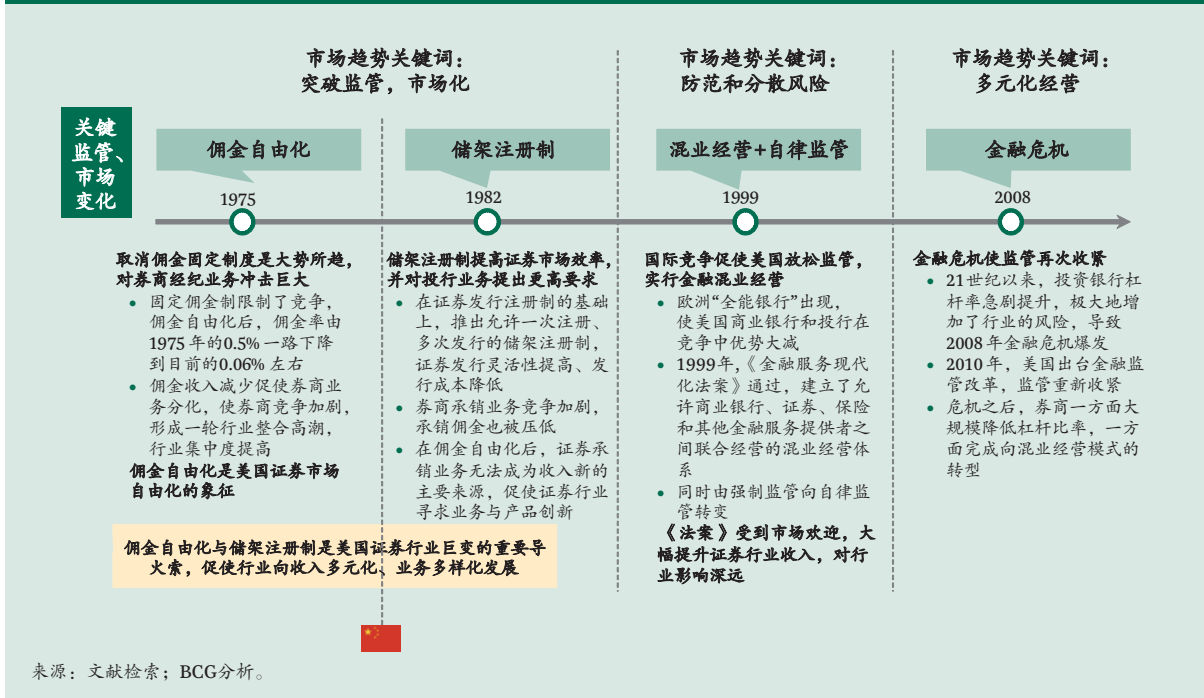
综上所述，经济转型和资本市场发展为证券行业提供了前所未有的机遇，但“小、散、弱”是中国证券行业的客观现状。如何在转型中发展成为了整个证券行业面临的共同课题。

从历史观的角度看，国际证券和投资银行业的发展和转型历程为我国证券行业的发展提供了方向性的借鉴。以美国投资银行业为例，通过对其成熟模式的发展变迁进行分析，来探讨我国证券行业的发展方向。

纵观过去四十年，美国资本市场发生了四次关键性的宏观事件，市场发展可分为三个阶段，紧紧围绕三大趋势“关键词”。（参阅图7）

上世纪70年代初，与目前大部分国内券商的情况相类似，美国证券公司大多扮演的是“证券经纪商”的角色，经纪业务佣金收入在整体营业收入中的占比在50%以上。随后美国经济遭遇了长达十余年的经济危机。经营环境的巨变直接引发了美国证券公司在上世纪70年代后半期开始的转型实践。首先是立足创新，拓展业务范围。美国证券公司相继推出或是扩大兼并收购、资产管理、财务

图7：美国证券行业发展的三个阶段



咨询、私人股权投资、过桥贷款等业务。业务范围的拓展使得其收入来源更加多元化，业务结构也更趋于均衡。以股权承销、债券承销为主的承销业务和经纪通道业务日渐萎缩，佣金收入在营业收入中的占比在20世纪90年代初降至20%以下。

20世纪末，欧洲“全能银行”模式出现，使美国商业银行和投行在竞争中的优势锐减。国际竞争的加剧促使美国放松监管，实行金融混业经营，金融监管体系逐步由强制监管向自律监管转变，并鼓励创新。大部分投资银行大力突进期货期权等金融衍生品市场以及场外交易市场，同时大力发展做市商交易等以自有资金为驱动的资本中介业务，显著提升了自有资金的利用率。在此期间，不同优势促使证券公司类型分化，形成全能型和专业型投资银行。

但自进入21世纪以来，投资银行杠杆率急剧提升，极大地增加了行业风险，导致2008年金融危机爆发。金融危机促使券商审视自身抵御风险的能力，回归稳健的经营模式，行业监管也重新收紧。券商一方面大规模降低杠杆比率，逐步“去杠杆化”，行业杠杆率由2007年的近38倍降低到近年的13-14倍左右。另一方面转向发展长期股权投资业务，降低信用业务规模，削减自营业务。在客户结构上，弱化缺乏理性投资策略的零售客户，以进一步发展机构客户为主。

从政策、市场变化的角度看，中国证券业目前面临的问题与20世纪80年代美国市场的情况较为相似。国内证券行业一直以来将通道业务作为主要收入来源，目前约60%的营业收入来自于通道型业务，其中经纪业务收入占到一半以上，业务结构与上世纪80年代的美国市场相类似。

在业务结构转型的过程中，伴随着业务创新空间的增大和业务范畴的不断拓展，中国证券行业业务结构的演进将与美国市场有相似之处。预计通道业务对收入的贡献将由目前的60%左右下降到2018年的40%左右，资本中介型的收入由目前的20%上升至2018年的40%左右。（参阅图8）

对比成熟市场的发展历史，我们认为中国证券行业正在从“证券经纪商”向“广义投行”阶段迈进。具体而言，券商将发生下面四大转型。

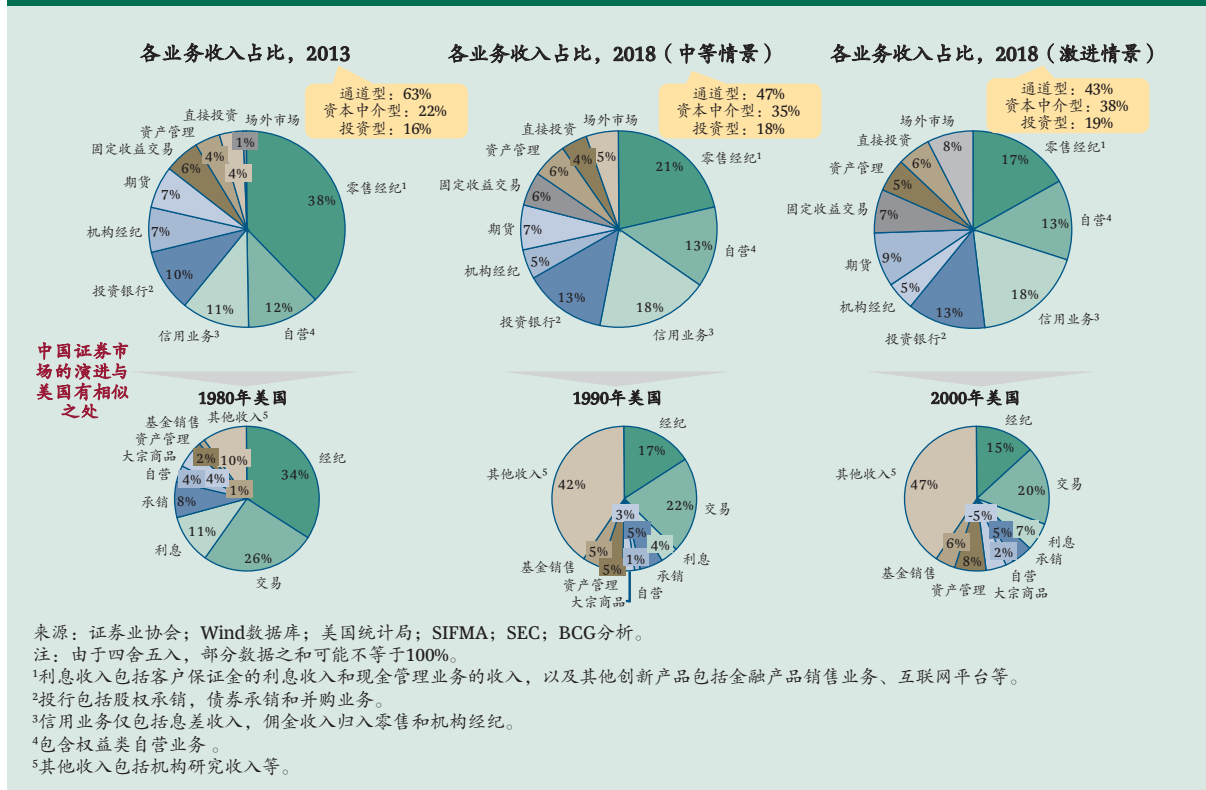
2.2 从“证券经纪商”到“广义投行”阶段，将发生四大转型

2.2.1 转型方向一——服务功能：由“通道服务”向“综合金融服务”升级拓展

过去，券商在金融体系中长期扮演的是“通道”角色，在代理买卖证券和股票、债券的承销发行中发挥了通道作用。未来在证券行业创新空间打开和客户需求向综合化演进的趋势作用下，券商将从“单一通道”向“综合金融机构”迈进。

由“传统通道业务”向“顾问服务”升级：首先，经济的持续增长将长期带动居民财富的积累，股市的复苏将带动股权类投资需求的增长。同时，证券市场的开放和创新导致上市公司数量增加以及交易品种不断扩大。这些都将成为经纪类业务向财富管理业务升级创造良好的条件。对于投行业务来说，随着企业规模的壮大，对产品种类以及整合解决方案的能力要求越来越高，这就要求券商从提供IPO发行通道的传统服务向提供兼并收购顾问、财务咨询顾问等服务升级。

图8：中美市场业务结构演进对比

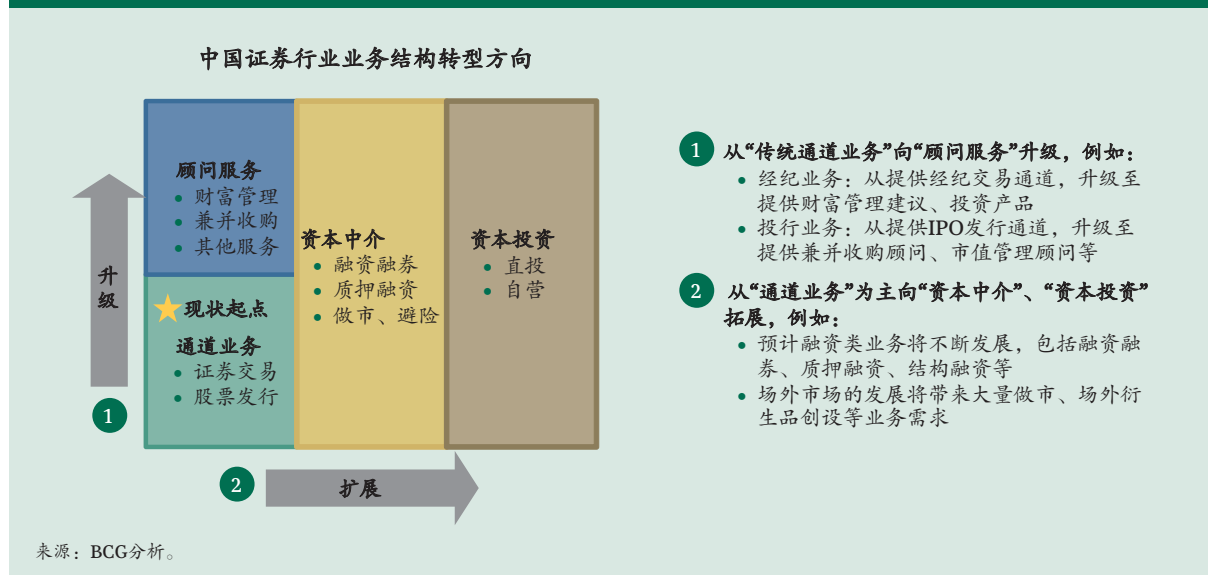


从“以通道型业务为主”向“资本中介和资本投资”拓展：在通道型服务之外，资本中介型业务将成为券商服务功能拓展的关键驱动引擎。一方面，监管政策有望放松，准入门槛降低、多层次资本市场建设所带来的投资标的扩大等将会有力地促进市场总量增长；另一方面，从需求角度来看，庞大的新兴富裕个人投资者对多元化投资产品的需求增强，客户结构也进一步向高净值、机构客户转型。另外，券商行业整体杠杆率的提升将为资本中介型业务的迅速增长提供良好的支撑。

资本投资型业务也将成为券商综合金融服务的重要一环。股指期货和未来个股期权等衍生品品种的开放使得证券公司自营产品有机会通过套利对冲交易获得相对较为稳定的盈利。同时，证券公司资本金的逐步累积将带动自营业务规模的增长，私募股权型融资的渗透率会随金融市场的发展而加深。自营，将成为大型券商未来重要的一环。直投业务也将迎来更大的发展机遇——产业转型将推动私募股权在并购业务和结构性融资交易中的参与度，“新三板”的机遇和并购基金的崛起为私募股权投资提供了更多的退出渠道。

综上所述，券商未来将成为提供通道服务、资本中介、资本投资服务的综合金融服务提供商。面对未来创新业务的发展契机，券商需要寻找各业务领域的转型与创新机会，扩大传统通道类业务之外的收入来源，实现可持续的盈利。（参阅图9）

图9：中国证券行业业务结构转型方向



2.2.2 转型方向二——资产负债结构：从“轻资产、低杠杆”向“重资产、高杠杆”转型

在2013年以前，券商业务除自营外的主要业务包括经纪、投行、资管等中介服务类业务。随着资本中介和资本投资业务的不断发展，我们预计中国证券行业的杠杆水平和资产负债结构将发生根本性变化。如图10所示，尽管2013和2014年融资融券业务的大发展迅速拉升了券商的杠杆水平，但中国证券业的整体杠杆水平仅为4.4，其中杠杆水平最高的中信证券为4.84，仅接近于美国高盛上世纪70年代水平，与金融危机后的11.6倍杠杆相比差距显著。

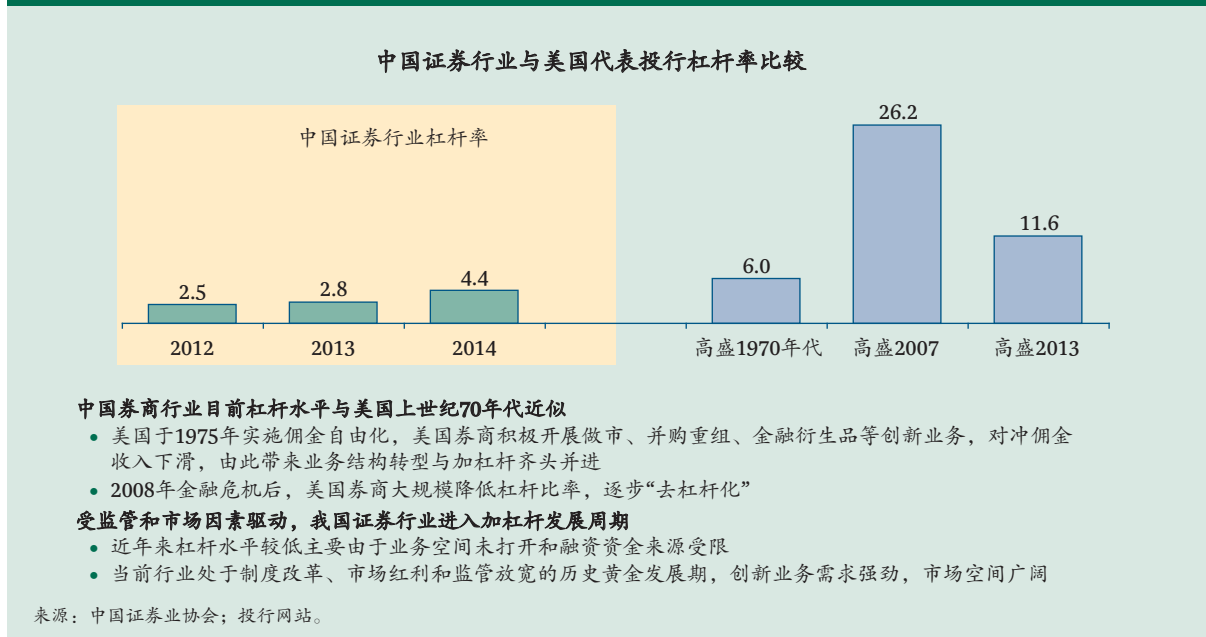
2.2.3 转型方向三——业务模式：从“牌照为中心”向“客户为中心”转型

过去，在通道型业务为主的业务结构下，券商的业务开展高度依赖于业务牌照资源和业务团队的关系网络。同时，由于处在资本市场发展初期，客户在服务模式上的需求较为单一，比如经纪业务的收入主要来源于交易费用，企业客户主要向券商寻求上市帮助等等。

对牌照红利的高度依赖以及客户较为单一的产品和服务需求导致券商的经营模式长期以来形成了“以牌照为中心”的业务模式。内部团队缺乏协同，各业务线分别聚焦于独立的产品和服务，追求单个产品收入最大化。造成的结果往往是产品和服务各自关注客户价值链或生命周期的某个环节，持续服务客户的动力不足。

但我们应该看到，在业务创新空间打开的情况下，通道型业务红利将逐渐削弱，证券公司的业务范畴将不断拓展，成为完善的金融服务商。同时，客户需求已经发生了深刻变化。随着客户日趋成熟，对资本市场的了解增加，其对券商综合性服务的需求日益明显。在这样的现实条件下，单一部门已经很难满足客户的全部需求，难以实现良好的客户体验，因此打破“以牌照为中心”的业务模式，加强部门间的协同，逐步向“以客户为中心”转型是证券行业发展的长期方向。

图10：券商杠杆水平发展趋势及比较分析



业务模式的转型将要求券商建立与之匹配的支撑体系，以实现“以客户为中心”的转变。客户服务模式将由单一点对点转变成客户和产品专家多元型模式，这要求券商加快建立统一的客户销售覆盖团队，覆盖客户全生命周期。其中，零售业务需更多挖掘客户需求，提供更多增值性服务；机构业务需各部门加强协同能力，为客户提供全价值链的金融服务。只有在深刻洞察客户需求的基础上，整合公司资源来提供多元化的产品和服务，才能实现客户总体收入贡献最大化，并提升客户满意度。（参阅图11）

2.2.4 转型方向四——竞争格局：从“规模扩张、同质竞争”向“经营分化、特色发展”转型

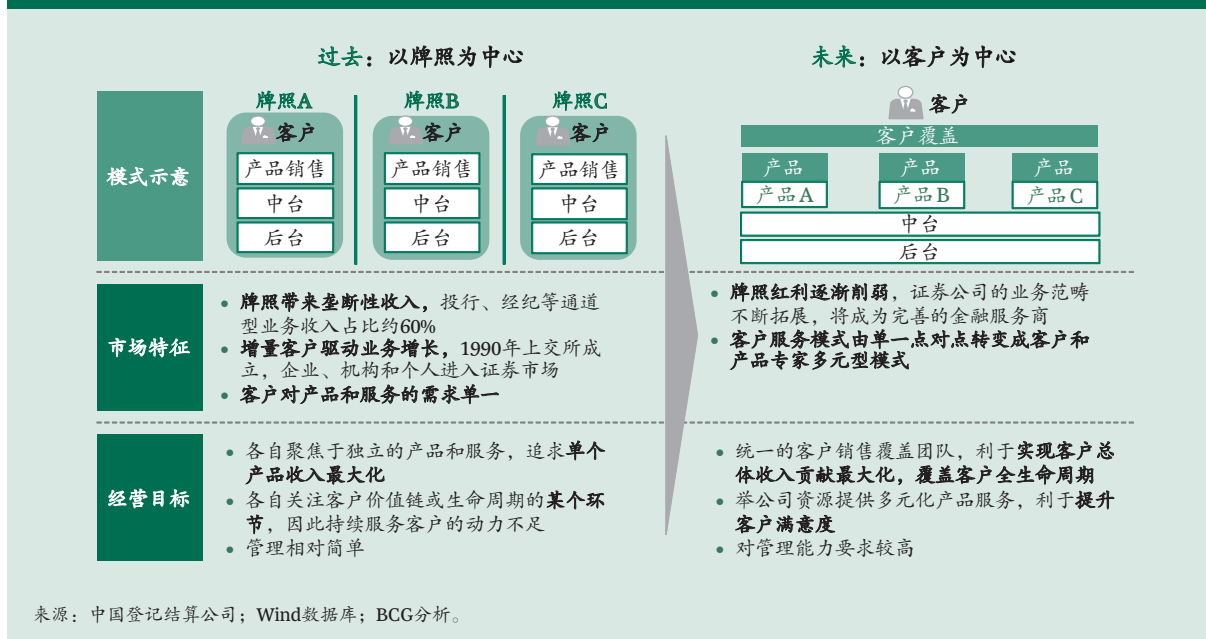
一个行业的竞争程度通常取决于以下三个因素：

- **业务多元化、复杂程度：**当业务单一、简单时，较难产生差异化竞争手段。
- **进入壁垒：**垄断性行业通常竞争程度较弱。
- **市场化程度：**当定价、渠道以及兼并、整合等受政策管制时，通常竞争程度较弱。

从这三个因素来看，行业创新前的中国证券行业竞争程度相对较弱：

- **业务多元化、复杂程度：**券商收入主要来源于通道佣金收入，业务模式简单。

图11：业务模式变化趋势示意



- **进入壁垒：**长期以来，证券行业对牌照的管理极其严格。
- **市场化程度：**例如对最低佣金率的行政管制，承销保荐业务由监管主导的审批制度等；另外，各券商往往有地方国资背景，基于市场化的兼并整合难以进行。

而未来中国证券行业的竞争环境正在发生实质性的改变：

- **业务多元化、复杂程度：**行业大创新，资本中介、资本投资等业务蓬勃发展。
- **进入壁垒：**混业趋势明显，银行、信托等金融机构与证券开展跨界竞争，甚至直接进入市场。除此以外，随着经纪业务等牌照的放开，互联网企业等新型机构将新的理念和工具引入证券行业。
- **市场化程度：**佣金自由化、投行注册制改革等举措将大大提高行业的市场化程度。监管机构鼓励“打造几家航母级的投行”，国家推进混合所有制改革，行业兼并整合难度将显著降低。

竞争程度的提升将带来竞争格局和竞争方式的实质性转变。我们通过观察美国等成熟市场的发展历程来分析中国市场未来竞争格局的潜在变化。如章节2.1所示，回顾美国证券行业40多年来的发展历史，行业市场化程度逐步提升，收入结构发生了巨大变化，行业收入规模从1975到2007年增长了70倍。伴随着行业市场化程度的不断提升，美国证券行业的竞争格局也不断变化。我们观察到两个普适性规律：

行业集中度加大：承销保荐、销售交易等是规模致胜业务。2013年美国市场前十大投行占据市场75%以上的市场份额，而中国市场2013年前十名券商所占据的市场份额仅为45%。

行业高度分化：除高盛、美林、摩根士丹利等少量综合全能型投行外，美国市场存在着大量的精品券商。这类券商充分发挥自身相对优势，围绕满足某一类客户的需求，或专注于某个特定区域，或专注于某项专项业务，或发展某一类产品，走的是特色化经营道路。而反观我国市场，100多家券商普遍开展股票经纪、承销保荐、自营等主要业务，收入结构普遍以零售经纪为主，业务模式同质化程度较为严重。

因此，随着业务日趋多元化、复杂化，进入壁垒放宽，市场化进程加速，我们预计中国证券行业的竞争格局也将向集中、分化的方向发展——少数几家券商可能成为中国的高盛、美林，而大部分券商将需要选择特色化发展的道路，否则可能被领先者兼并甚至走向消亡。

无论是选择综合化还是特色化，都需要结合券商自身的资源禀赋和市场机会进行设计，我们将在章节3.1.1中进一步具体介绍中国券商的潜在战略定位选择。

3. 如何转型：券商需围绕四大抓手，落实十大战略主题

如前文所述，中国证券行业正从“证券经纪商”向“广义投行”阶段迈进，这背后是功能、资产结构、业务模式、竞争格局等四大方面的转型。那么，在行业大转型的背景下，各家证券公司又该如何应对呢？

我们结合近期与各类券商的合作经验，认为券商应从战略、机制、资本、风险四个抓手入手。而围绕这四个抓手，我们进一步识别出国内券商需要回答和落实的十大战略主题。

3.1 转型的四大核心抓手：战略、机制、资本、风险

3.1.1 核心抓手之一——战略：明确方向

如章节2.2.4所述，我们预计中国证券行业的竞争格局将向集中、分化的方向发展——少数几家券商可能成为中国的高盛、美林，而大部分券商将需要选择特色化发展的道路。

因此，在行业加速分化的背景下，找准定位至关重要。然而，面对不断推出的创新业务和市场化变革举措，券商无暇思考。大型券商往往选择全面开花，而中小型券商选择跟随发展。但公司资源都是有限的，每家券商都具备不同的资源禀赋以及优势和劣势，大多数券商不会成为中国的高盛、美林，只有找准方向、集中资源才更有可能在竞争中胜出。

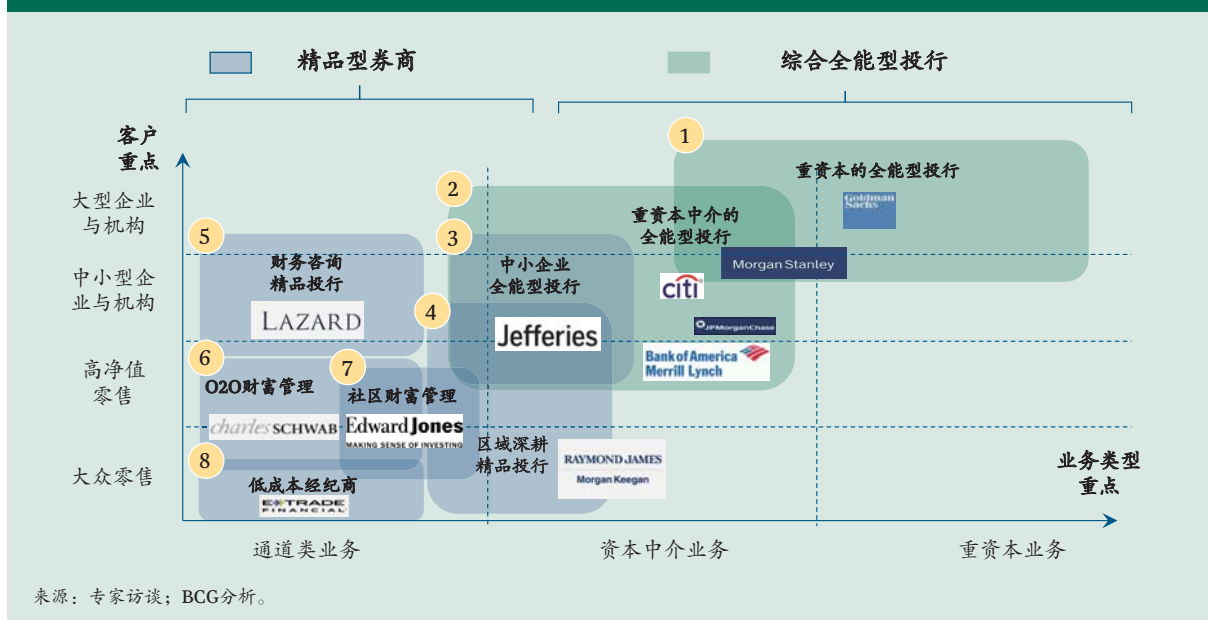
归根结底，战略需要回答“做什么”和“怎么做”的问题。如果从客户视角来看，需要回答的问题

则包括“谁是我的客户”（客户重点）以及“如何服务我的客户”（业务重点）。如图12所示，我们系统总结了美国市场上券商的业务模式。我们依照客户重点和业务类型重点这两个主要维度，将市场上的业务模式分为两大类、八大子类型，供国内证券从业者参考。

第一大类：综合全能型投行——为某几类客群提供全面的投行服务，覆盖广泛的市场。其中我们进一步分为：

- **重资本全能型投行**，以高盛为代表，有以下特点：
 - 主要覆盖最大型的企业和金融、政府等机构，以及超高净值个人客户；
 - 尽管提供全面的服务，但从业务收入重点来看，更加侧重于资本中介和重资本业务。经纪、承销等通道业务主要是为了获取客户资源，但从收入贡献角度占比较小。
- **重资本中介全能型投行**，以美银美林为代表，有以下特点：
 - 除大型企业和机构客户外，还覆盖高净值和富裕个人客户；
 - 与重资本全能型投行相比，业务结构更加均衡，低风险财富管理和资本中介业务占比更高。
- **中小企全能投行**，以Jefferies为代表，与高盛等相比，客户规模相对较小。

图12：美国证券公司业务模式的分类



第二大类：精品型券商——专注于某类客群，或专注于某个特定区域、某项专项业务。由于篇幅原因，在此不一一展开介绍。

除了公司总体层面战略以外，零售经纪、投行等主要业务条线也面临战略方向选择问题。我们将在章节4中以零售业务转型为例，分享BCG对业务条线战略转型的方法论和具体战略方向思考。

3.1.2 核心抓手之二 —— 机制：获取人才

战略制定解决了公司的发展方向问题，但再好的战略也需要良好的执行，而执行的关键在于人，吸引、保留人才的关键在于机制。过去，证券公司以零售经纪、投行等通道业务为主，依赖的是牌照、渠道和掌握资源的关键人物。在行业全面转型的背景下，未来券商需要的不仅仅是掌握资源的“关键人物”，还需要前、中、后台的人才队伍建设和能力的整体提升。

但从目前来看，我国大多数券商均为国有企业，体制、机制是券商行业的普遍问题，尤其是在总部层面，例如：

- **用人和激励机制：**

- 核心人员的长期利益与公司长期利益相关性不大，甚至无关，造成决策和行为的短期化；
- 用人方面“能上不能下，能进难出”；
- 总部层面考核和激励机制市场化不足；
- 关键人才储备不足，人力资源体系落后。

- **管理和文化：**

- 一刀切，不愿意进行分类管理；
- 缺乏“容错”机制，不利于创新，难以打造“应变应变”的关键能力。

- **管控：**

- 经营压力都由一把手和分支机构一把手承担；
- 总部管理职能“机关化”，对分支机构“上传下达”，缺乏增值和服务。

3.1.3 核心抓手之三 —— 资本：获取资源

在2013年以前，券商业务除自营外的主要业务包括经纪、投行、资管等中介服务类业务，资金

需求较低。面对躺在账上的资本金，大部分券商仍处于“发愁钱往哪花”的状态。2013年以来，随着融资融券、质押融资等融资类业务的飞速发展，券商对资金的需求迅速增加。转眼间，“如何找钱”、“资金如何分配”变成了券商管理层最头疼的问题。

券商普遍存在资金分配管理混乱、缺乏资金和资本预测和规划能力、流动性管理能力弱等问题。这些问题背后，我们认为有以下主要原因和挑战：

- **系统性因素：**

- 券商可使用的融资工具和手段匮乏；
- 监管指标限制。

- **券商自身的因素：**

- 领导层缺乏对资产负债管理的理解和重视；
- 资产负债管理相关职能和机制缺失；
- 人才匮乏，工具、系统落后。

其实，与银行业相比，券商的资产负债管理仍处于发展初期，本质上是资金问题，而资本尚未真正成为券商发展的制约，资本分配等问题尚未引起券商的关注。但随着监管逐步完善净资本管理办法，预计行业中长期将进一步由“资金管理”向“资本管理”方向发展。

3.1.4 核心抓手之四 —— 风险：守住底线

我们常说“金融行业的本质就是在经营风险，风险与收益是对应的”，但这对于过去的证券行业来说并不完全适用。对于零售经纪、保荐等通道、顾问类业务而言，券商主要涉及的是操作风险，较少涉及信用、市场等财务风险。因此过去券商的风险管理目标是不出风险，风险管理的主要手段和工具是流程把控，对风险管理的要求主要是熟悉业务。

随着创新业务的发展，尤其是融资类和销售交易类业务，券商业务开始涉及大量的信用、市场风险。对于这类业务来说，承担风险是获取收益的前提和手段。过去的风险管理目标和方式不再适用。因此需要券商从风险管理目标、工具和人才等方面实现全面转型。

与此同时，监管也在大力推进券商风险管理建设。例如，2014年初，中国证券业协会发布了《证券公司全面风险管理规范》和《证券公司流动性风险管理指引》，要求券商建立全面风险管理体系。我们认为这背后体现的主要是三点变化：

- 监管从“裁判+运动员”的角色转变为“守门员”，要求券商从被动合规转变为主动管理风险；

- 要求券商从操作和合规风险管理为主转变为全面风险管理；
- 从基于规模的净资本要求，逐步过渡到基于风险的资本管理。

但是，目前大多数券商的风险管理体系与业务需求和监管要求仍有较大差距。我们从组织和治理、政策、流程、工具、系统、人才等方面简要说明：

- **组织和治理：**

- **组织架构：**多数券商仍按业务线划分风险组织，无法满足市场、信用风险专业化管理要求。
- **核心职能：**创新业务大量涉及的市场、信用风险管理相关职能建设不足。
- **委员会：**风险管理委员会尚未有效发挥作用。
- **前、中、后台风险分工：**未明确设定前、中、后台及各自的风险管理职能职责，尤其是交易审批、监控等中台职能缺失。

- **政策、流程、工具：**

- **风险政策：**针对衍生品等创新业务相关风险政策、流程、能力建设跟不上。
- **风险方法论和工具：**市场风险、信用风险管理方法论和工具尚未有效建立。
- **风险报告：**以持仓、监管指标等为主，缺乏总体风险汇总和报告能力。

- **系统、人才：**

- **风险系统：**现有风险系统以合规指标监控为主，无法满足风险量化等风险管理要求。
- **风险数据：**主要采用半手工方式开展风险敞口的汇总和计算；未建立风险数据集市，风险敞口和数据接口尚未有效梳理和建立。
- **风险人才：**现有人员以熟悉业务流程的“规则审核”人员为主，缺乏掌握市场、信用风险相关专业知识和经验的人才。

综上所述，在行业大转型的背景下，券商应紧紧把握战略、机制、资本、风险四大抓手，顺势转型。

3.2 围绕四大抓手，建议券商具体落实十大战略主题

围绕战略、机制、资本、风险四大抓手，我们认为国内券商亟需回答和落实以下十大战略主题：

- **总体战略定位选择**（部分参见章节3.1.1）
 - 如何选择公司未来的总体发展目标和方向？
 - 如何确定公司的客群重点、业务重点和区域重点？
- **零售经纪业务转型**（参见章节4）
 - 面对客户机构化、佣金市场化、互联网机构等趋势，未来零售经纪业务将如何发展？有哪些转型方向？
 - 如何结合自身能力和市场机会选择转型方向？如何实施？
- **投行业务转型**
 - 面对多层次资本市场体系建设、注册制改革、客户综合化需求等趋势，未来投行业务将如何发展？有哪些转型方向？
 - 如何结合自身能力和市场机会选择转型方向？如何实施？
- **机构业务转型**
 - 面对金融衍生工具不断创新、场外市场发展、客户主体多元化等趋势，未来机构业务将如何发展？有哪些转型方向？
 - 如何结合自身能力和市场机会选择转型方向？如何实施？
- **互联网证券**（参见章节5）
 - 互联网金融对券商带来哪些挑战和机遇？
 - 传统券商应如何定位互联网金融？
- **体制机制和人力资源管理**（参见章节6）
 - 有哪些体制机制优化机会和良好实践？
 - 如何建立符合未来发展要求的人力资源管理体系？

- **客户为中心模式建设**

- 如何有效整合内部资源获取和覆盖客户？
- 如何通过组织架构、流程和系统等调整实现以“客户为中心”的业务模式？

- **融资和资金、资本管理体系建设**

- 有哪些资金获取途径和手段？
- 应建立哪些职能，匹配哪些机制以有效保障资金的获取和有效管理？

- **风险管理转型**

- 券商风险管理转型的方向是什么？
- 需要如何调整组织架构？建立哪些职能、工具、系统？需要哪些人才？

- **IT转型**

- 未来券商业务对IT的要求是什么？
- IT架构需要如何调整？需要哪些重大的投入？如何分阶段规划和实施？
- 如何选择国内外供应商？哪些IT能力需要自建，哪些可以外包？

受篇幅限制，我们无法一一展开介绍。我们从中选择了零售经纪业务转型、互联网证券和体制机制建设三个议题，在后续章节进行详述。

4. 战略主题详述——零售业务转型

4.1 传统通道业务模式难以为继

零售经纪业务一直是券商营业收入的重要来源，目前仍为证券行业贡献了约35%的收入。但未来受到客户结构转变、佣金率持续下滑、行业竞争加剧这三大关键业务趋势的驱动，传统经纪业务的发展受到诸多威胁，转型迫在眉睫。

4.1.1 客户结构改变

参考成熟市场发展经验，零售客户向机构化转变是大势所趋。预计到2018年，机构投资者的

交易额占比将由目前的18%上升至22%。零售客户的机构化转变将导致投资者议价能力更强，同时投资者的交易更趋理性、稳健，频率更低。

未来市场增长要求增量扩展与存量深耕并重，在渠道和服务上利用互联网的更优体验唤醒存量客户，增大存量客户的金融需求黏性，并提供综合产品和服务，从单一的销售股票交易转为财富管理；在营销上逐步从关系营销逐渐转变为专业营销，并调整营销团队激励方式以挖掘存量客户。

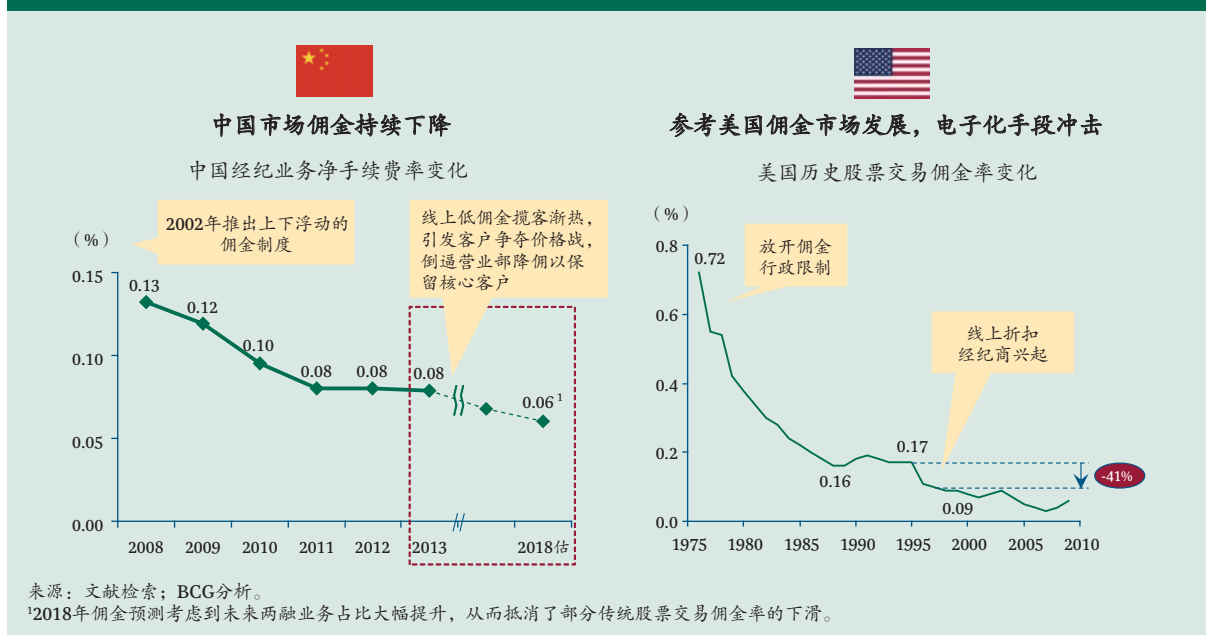
4.1.2 佣金率持续下行

从价格来看，佣金费率下行已是客观趋势。2014年中期行业整体佣金率已下滑至0.076%。面对网络开户的兴盛、“一人一户”规定的取消，券商间经纪业务对客户争夺更加激烈，作为业务价格的佣金费率未来势必随之大幅下行。

从美国的历史经验看，佣金自由化和互联网金融的大发展都引发了交易佣金率的大幅下降。20世纪70年代中期，美国开始佣金自由化，引发第一次佣金价格战。在十几年间，佣金率从0.7%以上持续下降至80年代末的不足0.2%。90年代中期互联网技术投入商业化使用后，证券经纪商开始将其作为一条低成本、高效率的交易渠道进行大力推广。网络经纪业务的出现加剧了本已激烈的佣金战，引发了继佣金自由化之后的第二次佣金价格战。

国内当前所处的市场环境与美国90年代美国的市场环境较为相似，经纪业务市场化已呈现出清晰的路径，佣金率下行已不可阻挡，传统通道业务的盈利能力将进一步衰退。目前同质化现象严重的券商亟需对业务差异化进行探索，抵挡佣金战和价格战的冲击。（参阅图13）

图13：中国与美国佣金率发展趋势对比



4.1.3 行业竞争加剧

随着“新国九条”的颁布和创新大会的召开，监管已经逐步开放民营券商、互联网经纪牌照，并放宽外资准入条件。“门外的野蛮人”将带来充分的竞争，特别是一些有条件的互联网企业，本身具备零售客户流量和客户黏性优势，在获得互联网证券牌照的基础上，将大规模抢夺传统券商客户，并利用网络信息技术实现产品、业务、交易方式的创新，以持续吸引客户。

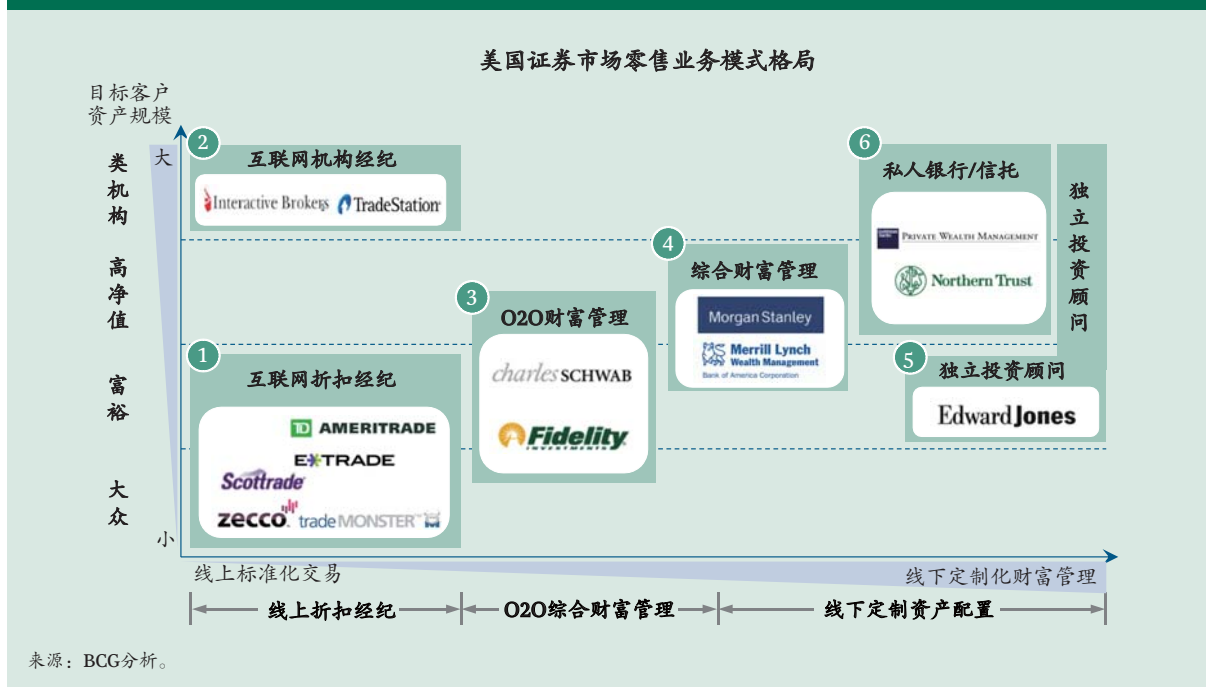
行业的竞争格局也将因为行业准入的开放发生变化。大型券商中会发展出具备国际视野的航母级券商，中小型券商中会涌现出一批具有业务特色的券商。同时，将有一批缺乏改革创新手段的券商在生存和发展的压力下最终被收购或淘汰。

4.2 借鉴海外成熟市场，零售业务存在六大潜在转型方向

如前文所述，受到客户、佣金和竞争格局的驱动，传统经纪业务的增长潜力将十分有限。券商亟需探索差异化模式，拓展新的收入来源。纵观海外券商零售业务格局，依照目标客户资产规模和业务开展渠道选择这两大维度，传统经纪业务存在六大潜在转型方向，包括：互联网折扣经纪、互联网机构经纪、O2O财富管理、综合财富管理、O2O财富管理、综合财富管理、独立投资顾问、私人银行及信托。（参阅图14）

从美国证券业竞争格式的演进来看，各券商的转型之路基于自身战略目标与能力基础的不同，呈现出多样化的特点。

图14：美国证券市场零售业务模式格局



比如，美林证券通过引进财富顾问经纪人制度，为客户提供全方位、个性化的投资咨询与理财服务，成功将传统经纪业务和资产管理业务整合成“大资产管理业务”。强大的财富顾问团队以及强大的研究能力成为美林获得成功的关键要素，使其在美国证券行业资产管理业务上具有十分显著的优势。

嘉信理财采用多渠道战略，凭借富有竞争力的价格，为客户在任何时间、任何地点提供个性化服务，并将之作为核心竞争力。同时，嘉信理财还成功转型为全能型经纪商，推出“金融超市”式的个人理财服务，以提升综合服务能力。

纯网络经纪商E*TRADE完全依靠网络方式提供虚拟的投资与服务，以尽可能低的折扣吸引对价格敏感而对服务要求不高的自助投资者，在业务转型初期乘互联网金融的东风，实现强劲扩张。

就国内市场而言，对于上述六种零售转型模式，根据券商目标客群、渠道布局和内部能力的不同有各自的适应性。对那些已有较强网络平台和技术基础的券商来说，互联网折扣经纪和互联网机构经纪的模式对其更具吸引力。综合财富管理和私人财富管理模式对高端客户基础、高吸引力投行和资管产品以及投顾基础等综合实力要求较高，对于个别大型券商可行性更高。相对而言，O2O财富管理模式的对于目前国内多数大中型券商兼具吸引力和可行性。（参阅图15）

我们将在下文中结合美国嘉信理财的业务模式探讨O2O财富管理模式的 key 成功要素以及对国内券商转型提出的要求。

4.3 如何实施？以O2O财富管理模式为例

4.3.1 关键成功要素（以嘉信理财为例）

嘉信理财成立于1971年，其总部位于旧金山，是一家以经纪通道业务为支撑，在财富管理领域大有作为的全面性金融机构。现有业务包括证券经纪、资产管理、银行、金融咨询服务等。“顺势而为的创新求变”是嘉信理财的基因，也是支持嘉信理财由折扣经纪商演变为财富管理综合服务机构的基础。在零售业务转型的过程中，一个生态、四大成功要素发挥了关键作用。

一个生态：聚合客户、投顾、产品、渠道的财富管理生态体系

综合来看，嘉信理财建立的财富管理平台有效聚合了投资客户、产品提供商、内外部投资顾问和渠道网络，打造了整合的财富管理生态体系。（参阅图16）也就是说，客户在嘉信平台上能够便捷高效地获取产品和投顾服务，产品供应商能够分销产品，内外部投顾和渠道能够有效获取客户。嘉信理财在客户价值管理、产品评价与整合、RIA证券服务、营销和团队管理、渠道资源整合等方面打造的一系列核心能力是其聚合这四大要素的关键基础。同时，非常重要的一点是，嘉信理财打造了强大的信息技术平台作为有力支撑。

客户：较强的中高端客户基础

1995年后，以计算机网络为基础的交易开始成为证券交易的主流。嘉信理财抓住时机，正式推出网上经纪服务系统“eSchwab”，开始进入互联网交易。由于丰富的前期经验积累，嘉信理财

图15：六大零售业务模式格局的模式说明及关键成功因素

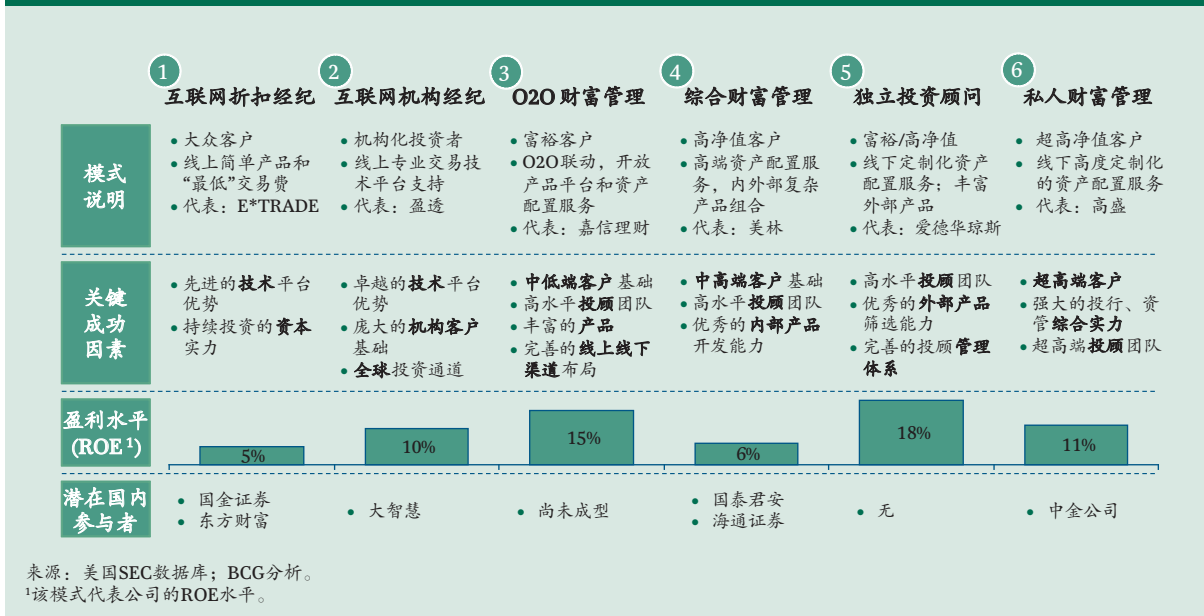
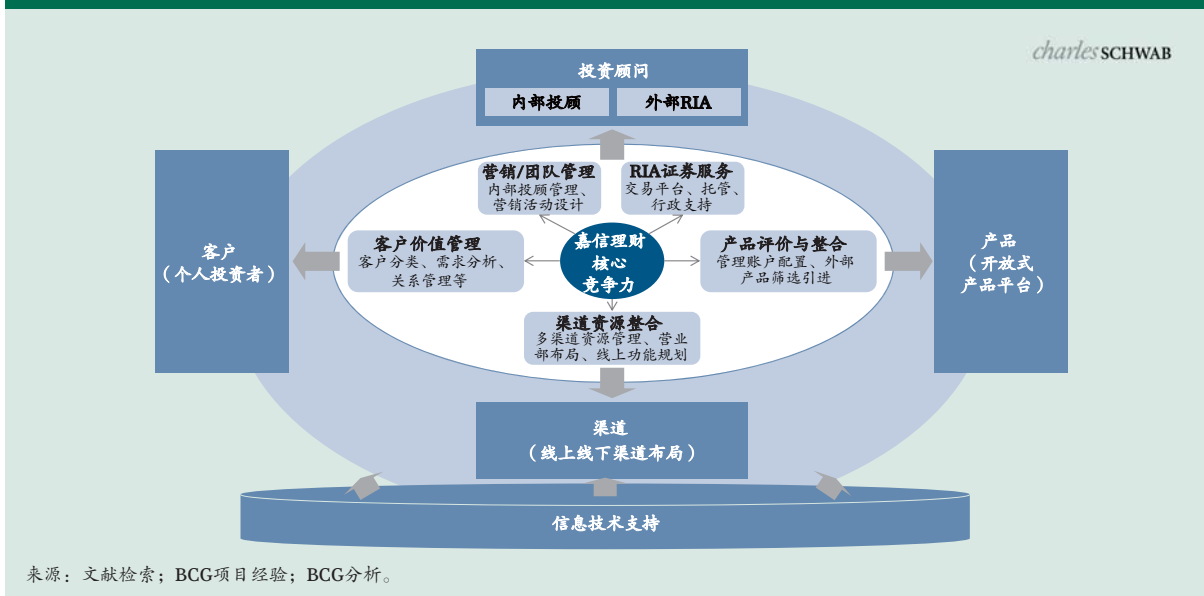


图16：美国嘉信理财的整合财富管理生态体系



在随后几年中迅速占据了经纪业务市场份额第一的宝座。从1996到1998年，其网上客户从60万增加到220万。可以说，嘉信理财正是以互联网证券为契机，培育了扎实的客户基础——至今共积累了910万客户，其中以富裕阶层为主，平均账户资产超过13万美元。

在积累了大量的中高端客户群之后，嘉信理财注重为客户提供多元服务，关注产品设计和客户细分。无论在资产管理种类还是经纪账户分类，该公司均实现了差异化设计。以提供的资产管理组合为例，嘉信理财根据投资者流动性、风险偏好、资产规模等差异因素设计了六种基本资产配置计划，从而有效保持了综合服务的质量，持续吸引客户交易。

投顾：较高水平的投顾团队和管理

20世纪90年代开始，美国新一轮牛市启动。投资者对股票、共同基金、期权等理财产品需求增加，对咨询服务要求加强；而同时嘉信理财客户的平均年龄是47岁，要留住这些年纪较大且富裕程度较高的客户，就要求公司对业务进行转型，提供咨询服务。

对此，嘉信理财实施客户细分，把客户细分为三类：委托投资者、投资意见征求和自我定向投资者，并于1995年推出独立的“注册投资顾问”（RIA, registered investment advisor）项目平台，组建RIA顾问网络。嘉信理财不直接向客户提供咨询，而是让通过资质审核的外部独立金融顾问向客户提供咨询服务。该平台的投资顾问独立于公司，不收取公司固定报酬。这样一方面有利于留住客户，但又避免直接提供咨询资源，控制了相关成本。到2014年底，嘉信理财与超过7000名独立金融顾问合作，受托资产占据全美RIA财富管理总额的25%，服务业绩在行业中遥遥领先。

产品：全面、丰富、专业的产品组合

20世纪80年代，美国共同基金数量的急剧增长给投资者带来了两个问题：如何在大量没有品牌的基金中进行选择？如何才能方便快捷且低成本地进行基金买卖？在嘉信理财的资产集合商模式诞生之前，投资者购买基金往往会面临周期长、成本高的问题，同时有相当一部分投资者并不知道该如何选择基金。

为了解决这一问题，嘉信理财在1992年首先推出以共同基金统一账户为基础的高效交易平台——共同基金“一账通业务”（One Source），相当于基金超市。该账户集合了多家资产管理机构产品，投资者把选中的基金放入一个账户中，省去了开立多个账户的麻烦，而且购买基金不需支付交易费，而是转由基金公司承担，但同时基金公司也降低了承销费用，对于投资者和基金公司而言实现了双赢。

渠道：完善的线上线下渠道整合能力

嘉信理财打造了强大的线上平台，真正实现了提供包括交易平台、产品超市、增值服务为一体的服务，为渠道整合建立了坚实的基础。

1989年，嘉信理财推出TeleBroker业务，在美国建立了四个地方性和一个全国性电话呼叫中心，支持客户与公司进行对话交流。

1996年，面对互联网的普及，嘉信理财成立了独立公司“eSchwab”，开始涉足互联网交易。嘉信理财有效地统一了线上和线下的收费标准，在线上提供快捷的交易方式，在线下提供复杂的支持和咨询，通过线上线下客户任意转换的方式来增加客户对其平台的依赖度。正是这个“eSchwab”与嘉信零售重新合并在一起，开创了将电子商务与传统零售业务相结合的增值新模式，实现了线上

与线下的结合。

近年来，随着移动端渠道的兴起，嘉信理财不断推出移动终端交易产品，客户可以通过移动化链接嘉信理财来完成自己的投资交易和咨询诉求。

营业部的线下渠道作为嘉信理财的起家源头，为线上渠道提供了支撑和补充。嘉信理财目前在美国45个州设有320多家营业部，主要分布在较大型城市，为存量客户服务。

4.3.2 国内券商转型路径：从客户基础、产品和服务、渠道等方面着手进行转变

借鉴嘉信理财的成长经验，我国券商能否成功复制O2O财富管理模式？对比成熟市场经验，目前国内中型券商在四大关键成功要素上均存在明显差距，普遍面临中高端客户基础薄弱、核心团队建设不足、产品欠缺、渠道落后等问题。（参阅图17）

面对客户、投顾、产品、渠道等方面的挑战，我国中型券商如何成功实现零售业务的转型？在确定O2O财富管理模式的转型战略定位之后，中型券商需从客户基础、产品和服务、渠道等方面着手进行转变，解决核心问题。（参阅图18）

在客户基础方面，一方面需快速获取长尾客户、增加客户导入；另一方面需考虑从现阶段的低端客户逐步向中高端客户进行升级，积累中高端客户基础。在产品和服务方面，需要整合内外部产品

图17：国内券商发展O2O财富管理模式存在的挑战

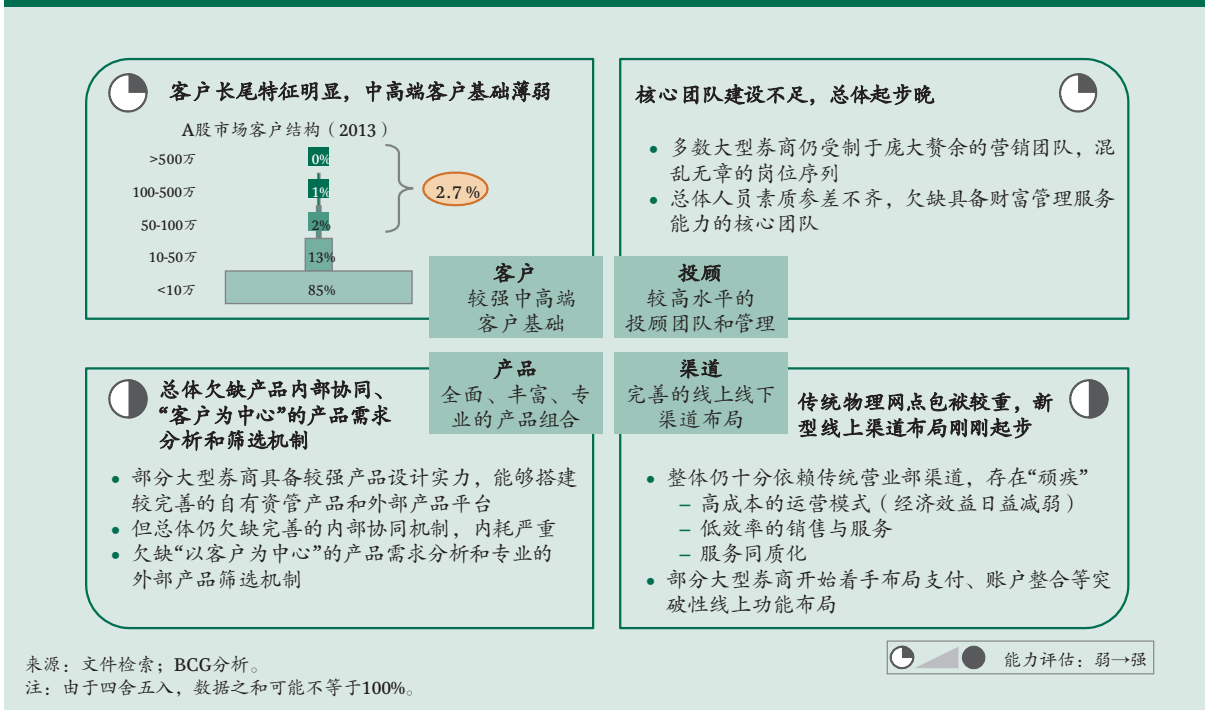
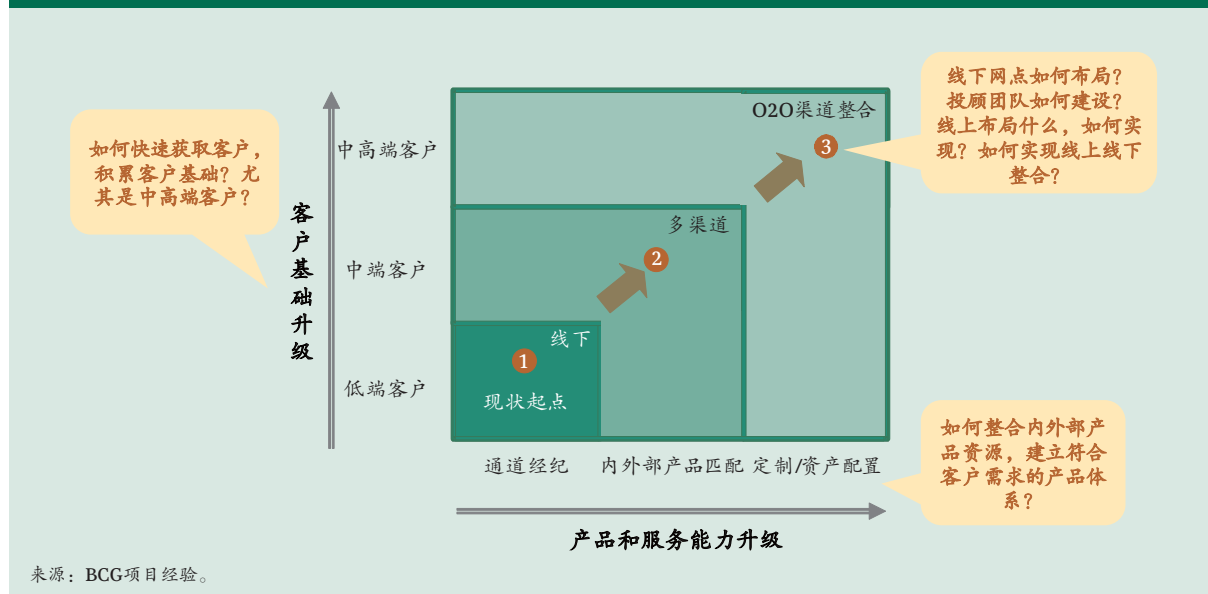


图18：国内券商向O2O财富管理转型的发展路径



资源，加强产品内部协同，“以客户为中心”建立符合客户需求的产品体系；同时建设具备财富管理服务能力的投顾团队，加强定制化产品设计和资产配置，开发出具有竞争力的产品和服务，在聚拢客户的基础上建立平台。在渠道方面，需完善线下网点布局，并加强线上渠道建设和突破性功能布局，推出包括资管产品创设和销售、网上交易、账户整合等多种服务，同时打通线上和线下渠道，实现客户黏着。

5. 战略主题详述——互联网证券

互联网金融热潮产生于互联网经济、金融脱媒、利率市场化等大背景下，脱胎于中国长久以来的金融压抑，由技术的进步、客户的改变驱动，并在监管的包容下不断探索前行。互联网金融并不是简单的“互联网+金融”，也不是复杂到脱离了传统的金融体系。就证券行业而言，在互联网金融背景下，思考如何通过互联网与金融的深度结合，促进传统经营理念、商业模式、运营模式的改革与提升，是券商的机遇所在。

5.1 透过现象看本质：互联网金融的“变”与“不变”

5.1.1 互联网金融在一定程度上改变了金融行业的竞争格局和致胜要素

互联网金融在带来融合与创新的同时也带来了新的竞争。除传统金融机构外，互联网公司、互联网金融新兴业者、通信运营商、基础设施提供商也大量涌入。在不同细分领域，互联网金融正在进入百家争鸣的“春秋战国”时代，而互联网在其中扮演着渠道、授信、支付/平台等不同角色。目前而言，新兴力量和传统机构的积极探索形成了互联网金融的十余类模式，其中五类涉及券商。（参阅图19）

- **风险管理与风险分散：**主要使风险在不同主体之间得到有效配置。

从功能观点看，金融机构、金融市场和金融产品都是实现金融这些基本功能的载体。各载体之间存在着替代性和竞争性，而决定此消彼长的因素就是它们之间的比较成本。随着科技的进步以及金融自由化的发展，具有比较成本优势的金融创新管理模式和金融创新工具不断涌现出来，取代旧的金融功能载体，或者对旧的金融载体功能进行再细分。

互联网金融就是这样一种新的金融功能载体，它的产生可以更好地满足投资者和融资者的需要，提高金融和经济资源的配置效率，使金融体系更好地履行其功能：

- 显著降低交易成本，扩大覆盖市场；
- 缓解信息不对称问题，提高风险定价和风险管理效率；
- 拓展交易可能性边界，使资金供需双方可以直接交易，带来流动性。

因此从本质上来看，互联网金融并未超出传统金融资金融通、发现价格、支付清算、风险管理的功能范围。相对于传统金融，互联网金融的目的是为了更好地满足人们对金融功能的需要，通过互联网技术和理念，在交易技术、交易渠道、交易方式和服务主体等方面进行创新。

5.2 辩证看待互联网金融对券商的影响：挑战与机遇共存

根据金融功能论观点，金融的本质和功能比金融服务的形式更为稳定。对于券商过去提供的金融服务，互联网金融的出现能够以更具比较成本优势的方式实现其中的部分功能，从而对券商的传统优势提出了挑战。因此，分析互联网金融和券商竞合的过程就是在互联网框架下思考金融功能的竞争性配置。

5.2.1 零售业务：低门槛业务将受较大冲击，同时也孕育着大量机遇

对于零售经纪业务，核心竞争力包括渠道便利以及价格优惠。在这方面，互联网平台成本低、覆盖广的优势将加速经纪业务进入“零佣金”时代。从更长远的角度来看，互联网经纪业务在去信息不对称、去中介化的大背景下前景究竟如何，值得进一步探讨和观察。

对于财富管理业务，其中大众客户业务的核心竞争力包括产品的透明度和多样性以及渠道的便利性，这正迎合了互联网的天然优势。相对于传统券商提供的投资理财服务，互联网平台能够以出色的客户体验、较低的获客成本、灵活多样的产品选择和服务方式来满足大众零售客户的理财需求，可能会分流部分目前券商难以提供价值服务的大众客户。而对于高端客户业务，核心竞争力包括产品设计、风险控制、资产配置能力。以目前互联网的资金、人员、风控基础来看，在服务高端客户的复杂需求方面尚无明显竞争优势，因此短期内带来的冲击较小。

我们应该看到，互联网金融在带来诸多挑战之外，也为券商开展零售业务打开了新的发展机遇。互联网技术特征覆盖的客户群体多为长尾市场，与券商此前的目标市场有一定层次分割，为券商带来的发展空间巨大。在增量客户获取方面，互联网金融开启了广大的长尾市场，为零售业务的低成本、大规模获客打开了空间；在存量客户挖掘方面，过去由于考虑服务成本等因素，券商难以有效服务一般收入阶层客户的金融需求，而现在通过互联网平台和技术，能够实现低成本服务“睡眠客户”，在大量存量客户的需求中激发出新的增长点。

5.2.2 机构业务：短期受冲击相对较小，中长期与互联网融合和创新的前景值得进一步观察

相对零售业务而言，机构业务普遍对技术资本、风险管理、价值发现和综合服务具有更高要求，而券商在人才和专业能力方面拥有的竞争力不适合被现有互联网环境改造，因此形成了业务的“护城河”。短期内业务难有颠覆性创新，受冲击的可能性较小。

不过，虽然短期难以取代旧的金融功能载体，互联网仍可能对旧有金融载体功能下的细分领域和功能构成威胁。以投、融、交易核心功能中的融资功能为例，就美国市场网络IPO多年运营经验来说，已经日渐成熟。开放IPO拍卖机制把制定价格和分配股份的权力放到投资者手中，从而消除了承销商的大部分权力。此外，从股权众筹也可能演进成网络IPO，这为网络股权融资提供了另一个范本。

对于券商核心优势领域的类似金融功能，虽然短期内难以颠覆，但在互联网金融向更高层次发展之后会受到多大的冲击，值得进一步探讨和观察。

5.3 互联网金融潮流下，不同券商如何把握机遇，迎接挑战

5.3.1 根据自身资源禀赋和潜在目标客群，明确互联网金融的角色和作用

对于大型券商而言，线下布局大多已较为完备，存量客户较多，未来转型以中高价值客群和机构业务转型为重点，侧重提升客户附加值。在此定位下，互联网金融的定位侧重于以网络作为渠道进行创新。应用互联网技术和思维，对传统业务链条中的渠道进行改良，辅助线下渠道服务存量客户，特别是此前难以低成本覆盖的存量大众客户，沉淀客户数据，深挖客户价值。

对于中小型券商而言，其中存量少、包袱轻、营业网点少的部分券商未来转型以大众客户群为服务重点，可尝试以轻资产方式获取全新增量，并在线上进一步延展服务链条。互联网金融的定位侧重于以网络为基础的商业模式和运营模式，可作为探索“弯道超车”的战略重点。而对于有一定存量客户，但基础相对薄弱、特别是中高端客户缺乏的券商来说，未来在覆盖部分大众客户的基础上，可重点突破富裕客户和部分高净值客户。互联网金融侧重以网络为基础开展渠道和产品创新，一方面增强现有客户基础，重点获取增量；另一方面提升存量客户附加值，低成本覆盖大众存量，同时捕捉中高端客户以服务线下布局。

5.3.2 结合客户需求和自身相对优势设计互联网金融模式

以有一定存量基础的中型券商为例，在明确未来目标客户群为覆盖大众、突破中高端的定位下，

应结合客户需求和自身的资源优势，进一步设计互联网金融的具体创新模式。首先需运用互联网的思维重新规划服务链，并在互联网金融思考框架下探索建立拥有自己核心竞争优势的制高点。

运用互联网的思维重新规划服务链：

- **流量导入和变现：**找准目标客户群之后，券商可通过与互联网企业的跨界合作获取互联网基因，一方面合作营销，利用互联网企业的流量引流线上客户；另一方面通过产品创新、价格优势、渠道便利性转化客户，完成客户积累。
- **客户沉淀和客户价值挖掘：**从客户需求的价值链来看，目前券商通过经纪业务较好地满足了客户的交易需求，对于客户更广阔的财富管理需求尚未深度触及，而互联网金融的发展为满足这一需求提供了更开阔的解决思路。因此，思考如何更好地运用互联网技术和理念，将服务链由经纪业务向财富管理业务延伸，以提升增量和存量客户附加值，抵消增量对存量经纪业务的冲击和侵蚀，是这一环节的探索重点。

首先是细分用户市场，针对不同细分客户的需求和价值诉求，充分发挥互联网的优势领域，并与线下资源有机结合。其次是开发不同的金融服务和产品：对于大众客户，通过互联网平台提供标准化的金融产品是关键；对于中端客户，通过丰富的产品为客户提供一站式财富管理服务是突破重点，同时还需在线上沉淀客户数据，捕捉富裕及高净值人群引流至线下提供增值服务；对于高端客户，重点是在线下发挥投资服务和产品设计的专业优势，提升服务层次，拓宽自己的“护城河”。

借助自身特殊资源优势或业务优势建立拥有自己核心竞争优势的制高点：

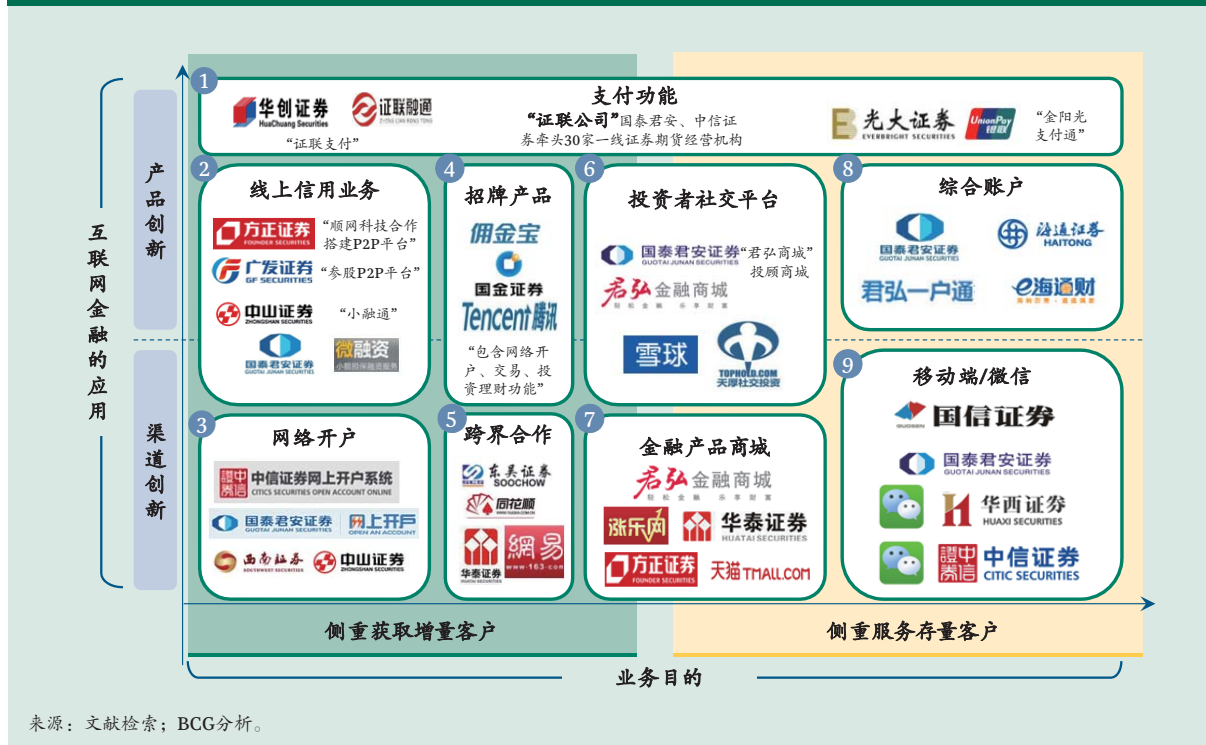
目前券商的网络金融实践层出不穷，但对互联网的应用主要集中在渠道和产品的优化创新。（参阅图20）

然而，针对前文中提到的互联网金融四大制高点，券商布局仍相对滞后，渠道和产品创新大多停留在对传统业务链条中的渠道进行线上改良。未来在渠道端加强整合，平台、场景端加强创新，将成为券商的突破重点。

● 渠道：多渠道整合是关键

多渠道整合，即客户能够自由选择在何时通过何种渠道获得怎样的金融产品和服务，背后是券商的不同渠道在产品或服务、流程、技术上的无缝对接。这需要通过两方面的转型来实现：一是渠道定位从“以我为主”向“以客户为主”转型，在加大对互联网、移动互联网终端布局的同时，更要从客户需求与便利的角度对流程进行改造，提升在线开户、交易、理财体验；二是实体渠道功能和布局的转型，包括通过大量轻型的C型营业部来拓展地域布局，同时将大型实体网点转型为财富管理中心。

图20：互联网证券潜在业务创新机会



● 平台：将互联网商业模式应用于金融服务

平台模式在互联网行业得到了广泛应用，但对券商来说，平台仍是相对陌生和抽象的概念，如何改变思路以及试行平台化运营可能是券商的又一突破点。一个成功的平台需要具备三个关键要素：一是有能力积累巨大规模的用户；二是需要提供给用户有巨大粘性的服务；三是需要有“合作共赢、先人后己”的商业模式。

从这三大致胜要素来看，中型券商自建平台的核心竞争力不足，客户积累、客户粘性均较难满足，建立开放平台可能具有更高的适用性。针对财富管理领域，一方面可通过开放平台集结其他金融机构或新型互联网平台的产品和服务，打造平台化金融电商，以证券账号为中心建立金融生态圈；另一方面，可通过聘用或引入专业的理财咨询顾问，打通线上线下渠道，为客户提供投资理财咨询服务。例如，嘉信理财通过其开放式平台引入了7000多名注册投资顾问，国内中山证券也开始了类似的尝试。

● 场景：占据更多的应用场景

互联网金融版图扩张依靠的一个重要维度是占领客户的生活时间，即占据尽量多的应用场景，形成流量入口。金融产品开始与场景合为一体，单纯依靠产品本身来实现差异化变得越来越困难，只有将产品与场景以及客户需求紧密结合，才能被客户所接受。

因此对券商来说，建立综合账户，打通支付、投资、融资等功能只是第一步，更重要的是加强对场景的布局，触发客户消费、交易或进一步的金融行为。在初期可尝试与社交平台、电商平台、互联网企业合作，创造更多的消费、支付、融资场景，积累和挖掘客户数据，作为探索客户生活主场景的切入点。

5.3.3 创建适应互联网时代的管理变革

在互联网金融浪潮的背后，思维和机制的改变将是每家券商必须正视的挑战。在体制与机制方面，需寻求突破以发展互联网金融。明确流程、标准和时间表后，考核激励需充分平衡创新发展与责权利的统一。

未来应着重打造“应变应变”的能力，特别是试错能力。允许并鼓励“善意的失败”，建立容错机制。建议从七个层面推动应变应变和试错能力建设：

- **顺势而为，酝酿创意。**公司总部进一步提升市场敏感度，如系统性与同业和外脑进行定期实质性交流，订阅高质量报告，鼓励商业思路、创意。
- **增加探索和尝试的梳理。**明确探索尝试的基本流程和标准，并鼓励探索。
- **降低成本，提升速度。**建立行业专业研究能力并习惯投入产出分析；明确时间要求。
- **降低失败的代价。**明确流程、标准和时间表，允许并鼓励“善意的失败”，建立容错机制。
- **增强预判能力。**内部打造行业专精；外部积极利用同业和外脑，加深预判能力。
- **快速推广放大。**对于商业上证明可行的创意和试点，建立迅速推广机制。
- **鼓励探索文化。**通过建立研究创新的机制以及奖惩和不断宣贯，鼓励员工提出创意；全行业培育研究创新之风和相应的文化。

6. 战略主题详述——体制机制和人力资源管理

6.1 各业务转型升级对人才和系统能力提出更高要求，目前体制机制难以支持

在券商的传统经营模式中，投行、经纪等通道型业务占据主导地位，渠道和个人资源决定了客户数量，进而决定了公司的业务规模。未来随着牌照红利逐渐削弱和证券行业创新的不断推进，依赖渠道和个人资源的竞争格局将被打破。面对大投行、资管、交易等业务的兴起，券商的核心竞争优势将向人才和系统能力转移，而体制机制将成为券商能否获取、保留人才和提升系统能力的关键因素。

但目前来看，体制机制一直是国有企业和国有控股企业的一个重大问题，多数券商的体制机制难以支持未来的业务转型与创新。常见的主要弊端包括用人和激励机制、管理和文化、管控等多方面的问题（具体参见3.1.2）。

6.2 从体制机制突破入手，着手人力资源改革，提升人力管理效能

- **利用混合所有制等国企改革契机，从顶层设计进行突破：**在国企长期的体制机制惯性下，顶层设计的市场化改革是激活券商新活力的关键突破口。这一轮证券市场的大发展是中国经济转型和实现“中国梦”的重要一环。基于现在大部分大中型券商属于国有控股的股权结构，券商难以“自我革命”，这使得他们难以充分利用这一轮牛市的契机，实现跨越式的发展，迅速做强做大。
- **混合所有制改革为建设更加市场化经济的体制提供了良好契机：**中信证券早在十年前就进行了混合所有制和关键员工持股等体制机制的探索。在较短的时间内，结合并购，实现了突破，由一家大中型券商迅速发展成为国内最大的券商。与此同时，其实际控制人——中信集团的持股比例由接近95%下降到不足20%，但其持有的中信证券的股票价值则增值了近20倍。
- **完善人力资源管理的机制，获取和保留关键人才：**
 - **人才入口：**明确业务发展对专业人才的具体需求，建立科学、动态的人力资源规划流程，招聘、使用、留住符合新要求的市场化人才。
 - **人才培养：**识别有潜力的关键人才，建立轮岗机制，建立职业发展路径和领导力培养等手段，加强培训体系建设。其中轮岗尤为重要，但并没有得到充分重视。轮岗是解决总部机关化、协同不足以及实现人才能力全面化的重要手段。外资机构和我国中高级公务员的培养都非常重视轮岗。很多外资机构的中高级管理人员不经过多次轮岗很难获得晋升。同时安排轮岗时也会充分照顾家庭团圆、子女教育等现实问题，而不会过于在乎成本。
 - **人才考核、激励和出口：**制定科学的、市场化的人才激励机制和考核机制，实现总部人员的“能进能出”、“能上能下”。作为市场化程度最高的金融机构类型之一，券商的业务条线和经营部的用人机制极为市场化，但总部在这方面则相对落后。这在很大程度上制约了公司的发展和整体水平的提升。在如何解决这一问题上，观念是主要的障碍。“稳定压倒一切”是相对的，有条件的，不应该简单化、绝对化。宁要微词，不要危机。适时推出长期激励机制，积极跟进监管政策，在监管范围内逐步探索对中高层管理人员和专业骨干乃至全员采取股票、股票期权等激励方式，这将使管理层、骨干和全体员工的利益与公司的中长期利益保持一致。

结语

直接融资和资本市场的大发展对于中国经济向创新型经济的转型至关重要，是“万众创新，大众创业”的重要保障，也是实现“中国梦”在经济层面的重要一环。

历史不会简单重复，但大国的经济和资本市场的发展具有一定规律。借鉴美国等发达市场的经验，中国证券行业正快速由“证券经纪商”向“广义投行”转型，由“单一通道”升级拓展至“综合金融服务”，从“牌照为中心”向“客户为中心”发展，从“规模扩张、同质竞争”向“经营分化、特色发展”转变。

券商应顺势而为，围绕战略、体制机制、资本和风险等四大抓手，落实总体战略、零售业务转型、体制机制转型、互联网等十大战略主题，迅速做强做大，形成差异化特色和持续的竞争力，为经济的转型和发展、为客户、股东和员工工作出显著贡献！

关于作者：

黄河是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理，BCG中国金融业务核心成员、政府机构业务负责人，常驻北京办公室。如需联络，请致信huang.richard@bcg.com。

刘冰冰是波士顿咨询公司项目经理，常驻上海办公室。如需联络，请致信liu.bingbing@bcg.com。

Nick Gardiner是波士顿咨询公司合伙人兼董事总经理，常驻香港办公室。如需联络，请致信gardiner.nick@bcg.com。

张文琦是波士顿咨询公司咨询助理，常驻北京办公室。

致谢：

作者要感谢李珂、徐勤、张越、陈本强和邓俊豪等为本文作出的贡献。

波士顿咨询公司 (BCG) 是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户度身订制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球46个国家设有82家办公室。欢迎访问我们的网站：www.bcg.com了解更多资讯。

如需获得更为详尽的相关讯息，请联络：greaterchina.mkt@bcg.com。

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：bcgperspectives.com，或登陆我们的大中华区网站：www.bcg.com.cn。

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信帐号，名称：BCG波士顿咨询；ID：BCG_Greater_China；二维码：



© 波士顿咨询公司2015年版权所有
05/15

BCG

THE BOSTON CONSULTING GROUP