

证券行业嬗变：经纪、投行、自营业务趋于均衡

文/罗辑

自改革开放的号角吹响，历经40年日月轮转，代表的是一个时代的前行。这其中，对于改革开放而言最为重要的一个组成部分证券市场，也经历了开启到兴盛，野蛮到稳健，疯狂到冷静。这里亦有着无数机构的岁月峥嵘，无数共建者、共享者的人生跌宕。券商，证券从业者，正是这些不可替代的主角。它们作为资本市场第一线的参与者，作为证券市场的“守门员”，在这些岁月中，和证券市场的建设、规范一道，在摸索中砥砺前行，在展望中励精图治。

在2018年，改革开放40周年这一特别的年份，证券公司交出了一张漂亮的成绩单。曾经看天吃饭，经纪业务“一统江湖”，只靠佣金过活的粗放时代在此走向了尾声。一方面，从券商业绩上看，各业务条线营收逐渐趋于均衡，大部分券商经纪业务占比已经不再“一统江山”，在证券市场建立初中期的“看天吃饭”困局有积极转变。另一方面，在券商经营策略上，在2018年12月中旬，两大头部券商正式将经纪业务部门（委员会）更名为财富管理（委员会）。其说明曾经靠佣金走天下的野蛮策略已走向提供多样化、系统化的精细服务。

初生：业务单一

1986年11月14日，纽约证券交易所董事长约翰·范尔森来华访问，邓小平赠其一张面值50元的上海飞乐音响股份有限公司的股票。在四川的某券商营业部，至今还保留并展示着那时候的纸质“股票”，飞乐音响必定是他们要重点讲解的部分。虽然那时候尚没有设立证券公司，但是证券从业者却已经开始认识并参与了市场。

“那时候的证券都是纸质的，人们推着车骑着自行车，从街头到

街尾，买进卖出，就完成了交易。”某大型券商四川分公司负责人谈及国内最早的证券市场，“上海、深圳的投资者手拎大包钱飞到成都的红庙子（红庙子股票自发交易市场），又装满股票回去。”

为什么要回到上海、深圳？这背后是券商机构陆续成立、崛起的故事。

1987年9月27日经央行批准，深圳市12家金融机构出资组成了全国第一家证券公司——深圳经济特区证券公司（以下简称“特区证券”），揭开股票交易市场序幕。彼时，正是深市第一只股票深发展（000001.SZ，2012年更名为“平安银行”）股票发行。作为完全新生的事物，深发展发行并不顺利，最后一度演变为“摊派式”发行。同样的情况还有国库券，其时，国库券尚不能买卖，只能到期兑付。为了真正实现流通，央行牵头成立了特区证券，不仅国库券可以在其柜台流通，在深交所试营业之前，深发展等“深市老五股”也是在其柜台上市交易。

这对于如今的券商是难以想象的，因为特区证券不仅是一家证券公司，还承担了交易所、登记公司的角色。不过这种情况也没有持续太久，交易所很快就挂牌成立了。

特区证券的诞生拉开了证券公司如雨后春笋般涌现的序幕。1988年最早一批成立的证券公司多达33家。这其中，就有着后来在资本市场上“翻手为云覆手为雨”的万国证券、申银证券、海通证券（600839.SH）。

“早期的券商系股东非常单一，即信托、银行和地方。同时其业务也相对简单，营收主要依托经纪业务，能做承销的少之又少。当之无愧的‘看天吃饭’。”一位有近20年从业经历的券商人士提及，例如万国证券就是由上海信托等股东筹建，而特区证券、申银证券则

出自央行，海通证券是交通银行旗下的。而到了上世纪90年代，很多地方国资开始组建证券公司，成为一股新的力量。

发展：格局裂变

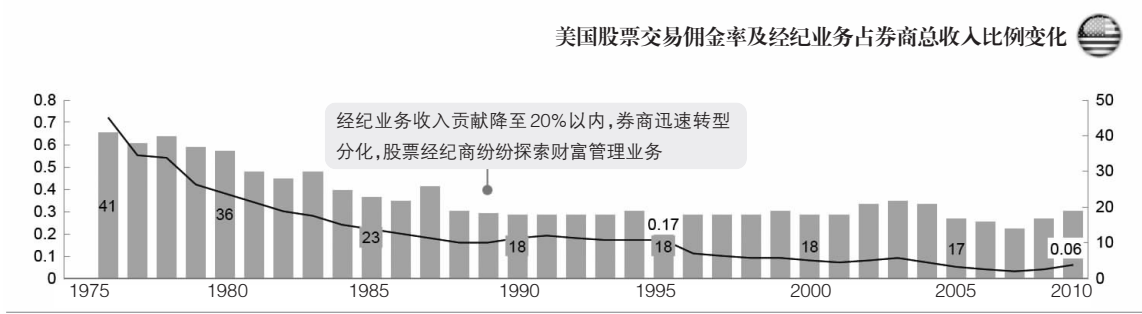
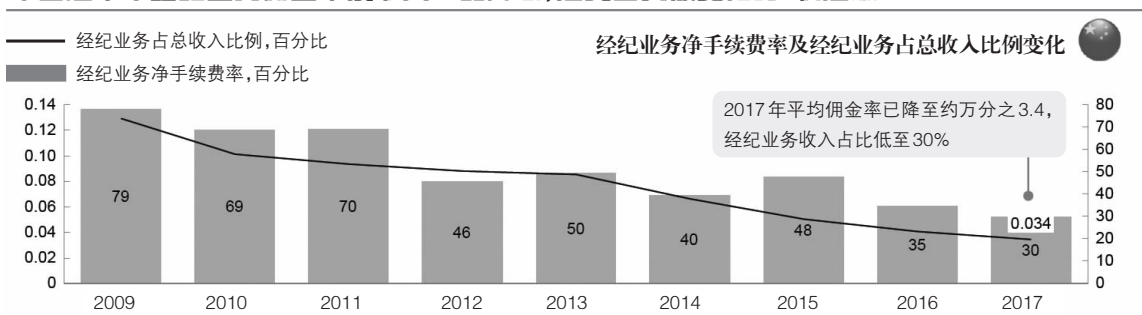
在上世纪90年代到2000年前后，随着证券市场的发展，券商格局发生了巨大的变化。有巨头倒下，有后生崛起，重组、新生成为那时候不断重复的“新闻关键词”。这一轮巨变被称为券商行业的“第一次洗牌”。这一次“洗牌”背后的始作俑者，是所有从业者都无法绕开的“327国债期货事件”。“它决定了券商此后的10年甚至20年的走向，这不仅是万国证券倒下后，全行业参与者势力范围的重新划分，而且重新定义了整个行业的发展调性。”上述人士强调。

“证券教父”管金生掌舵的万国证券成立不到两个月，就拿下了国际上一单证券承销项目。他秉承“走向全球、走向国际”的雄心抱负，短短6年的时间就发展成资产规模数十亿

元的综合性券商。1994年，万国证券经纪业务市场占比达到40%。IPO主承销市场占比达到60%。还在新加坡、伦敦均设有分公司，“万国证券，证券王国”的广告词成为全国证券市场上最为响亮的名号。这时候，在证券市场的格局中，万国证券当仁不让地“一家独大”。

然而，故事很快发生了反转。1995年，“327国债期货事件”发生后，国家监察部会同证监会、国家保密局联合组成的调查小组认定，上海证券交易所国债期货“327”品种发生的事件，是一起在国债市场发展过快、交易所监管不严和风险控制滞后的情况下，由万国证券公司、辽宁国发（集团）股份有限公司（以下简称“辽国发”）等少数交易大户蓄意违规、操纵市场、扭曲价格、严重扰乱市场秩序所引发的国债期货风波，最终被认为是违规操作。万国证券经此一役，溃不成军，管金生不久后入狱，万国证券则被同属上海的申银证券重组，成为此后在市场上颇具实力的申银万国。

中国近十年经纪业务佣金率及收入占比降低，是美国类似变化的“快速版”



数据来源：麦肯锡《2017年中国券商零售客户调研 大浪淘沙，沉者为金：券商零售经纪业务转型》

政策初现萌芽 资产端合规调整

从今年8月开始，全国P2P网络借贷风险专项整治工作领导小组办公室向各省网贷整治办下发《关于开展P2P网络借贷机构合规检查工作的通知》，网贷行业掀起了一场全国范围的整改自查工作。这既是一次对过往业务的合规性大考，也预示着未来行业的高准入门槛即将建立。

随着合规检查工作的展开，一系列细化、深入的监管政策出台，网贷行业迎来合规意识高峰，平台重新审视自己的初心，用户更加重视平台的资产质量。

向前金服首席风险官金可治认为，“政策相继落地，一些



非合规业务必定淡出人们的视线，资产端的合规调整是整个行业的动作。在这样的大环境

下，始终坚持信息中介、小额分散原则的向前金服，优势将更加凸显。”

战略稳健，方能以不变应万变

回顾网贷行业诞生始末，“普惠金融”是其初心和使命。作为信息中介，网贷平台连接两端需求，为借贷双方提供信息撮合服务。

需求庞大、供给不足的市场，叠加双轮驱动和资本红利，吸引了大批创业者涌入。这之中，有在国外互联网环境中生活多年，深谙互联网之道的“海归”；有出身于传统金融行业又对创新趋势十分敏锐的金融人士；以及以向

用户为先，筑就长期发展护城河

稳健运营多年，向前金服深耕核心业务，深刻理解用户并不断提升为之服务的能力。“向前金服的业务发展核心是‘为用户创造价值’，为此，我们构筑了优质资产挖掘及出借人保护等方面的核心优势。”金可治介绍道。

在优质服务资产挖掘方面：向前金服聚焦天地广阔、更有普惠意义的三四线城市，把目标客群定位于难以通过传统金融满足资金需求的个人。他们主要由自主经营的小微企业主、收入稳定的企业白领构成，

前金服为代表的，兼具金融和互联网基因的探索者。

向前金服的创始团队背景与其业务有极高的匹配度，他们懂互联网、敬畏风险，这也决定了其业务风格以稳健著称。一方面，他们把握互联网红利，借助成熟且应用面广泛的互联网技术，把服务辐射至不被传统金融覆盖的地区；另一方面，潜心打造风控等核心能力，推出自主研发的智能风控平台，通过贷前

年龄多在30岁~45岁之间，借款用途以生意周转、教育培训、住宅装修、出行旅游、家电车辆等大项家庭支出为主，平均借款额不足7万元，小额分散，防范信贷集中风险。

反欺诈、风险定价、贷中监测、贷后管理等环节对信贷资产进行全生命周期风险管理。

金可治说，“欲速则不达。向前金服一直坚持稳健发展战略，对行业发展有耐心，也对合规运营的未来自有信心。”为此，向前金服一直采取严格的风控策略，借款端从初筛到成功放款的平均通过率仅为20%~25%。同时，向前金服业务发展专注而深入，始终聚焦于小额分散的信贷资产。可证，向前金服属于“三证齐全”平台之一。同时，向前金服对出借人风险偏好进行评测、分级、充分提示风险，并在官网、官方APP上开设信息披露专栏，对包含财务审计报告、合规审查报告在内的企业信息进行详尽、实时的披露，帮助出借人在信息透明的基础上进行理性决策，全方位保障其合法权益。

未来，稳健战略及核心能力将帮助向前金服构筑护城河，助力其持续提升市场竞争力，实现长期可持续发展。

中民普惠深入挖掘社区人需求 提升金融服务频率

文/叶广陵

多年以来，银行一直试图进入社区攻克这“最后一公里”。国内的社区银行门店也曾如雨后春笋般出现，然而一段时间过后都逐渐冷清，银行都开始回收社区门店。

随着互联网科技的发展，社区金融也出现了新的发展，中民普惠董事长庄诺表示，传统金融机构往往“坐等”客户上门，没有

行为轨迹+科技把控风险

消费者对互联网金融尚持保守态度，往往更愿意去持牌金融机构购买理财产品。在这一情况下，作为新兴出现的业态，要如何获取消费者的信任？

对此，庄诺表示，社区居民对于传统金融机构来说，没能得到其重视的同时接受的服务也并不全面。而中民普惠在社

提高消费金融服务频率

庄诺认为，社区金融可以通过金融打开市场，将消费金融的服务频率提高。“消费金融要有交易才会产生金融，所以也要把消费这一端做起来。”

“挖掘这些客群的需求，中民普惠通过旗下小贷公司也提供消费信贷的服务。除了房贷外，还根据沉淀在社区的三类人群：退休老人、全职妈妈、孩童的需求，推出针对性信贷产品。比如老年人的牙齿健康状况差，可能需要种植牙，于是我们推出齿贷产品，并且不指定种牙单位。通过我们、服务机构、消费者三方合作，实现互惠互利。”

“另外，全职妈妈需要育儿用品、孩童需要家教等，我们都相应的服务。”



真正渗透到社区居民中，而互联网与社区之间则能天然地结合。此外，庄诺认为，可以通过

与物业合作了解居民的行为轨迹加强风控，并深挖社区人群的特定需求，提供针对性服务。

区周边设立服务网点，还时常举办养生、音乐、书法等社区活动，积极融入居民社区生活，日积月累地增强居民对我们的信任。

另一方面，中民普惠与十余家大型物业签署合作协议，其母公司中民未来收购了科瑞、上房、明华等大型物业公司。庄

诺表示，这也利于公司贴近服务客户。

“收购众多物业公司也使我们更多了一层优势。”庄诺表示，“通过物业，我们可以了解客户的真实需求。平台还通过与其他平台合作，通过科技手段了解用户行为轨迹进行风险把控。”

同时，社惠拼运营过程中不仅能满足家庭的生活服务需求，还能通过“邻里”这一特殊人群基础促进社区拼团和口碑传播，从而通过社交手段，促进社区邻里关系，也提升用户黏性。

而随着社区金融前景的明朗，也有越来越多主体进入行业，

不过20余人，只有经纪业务。

整体而言，虽然“327国债期货事件”导致整个行业经历了第一轮洗牌。但行业业务范围狭窄、内部治理严重缺失、内部人控制的局面均没有彻底扭转，同时，证券公司普遍体量偏小的现状，也使其竞争格外激烈。这为下一轮更大规模的“洗牌”埋下了隐患。

上述与君安证券进行重组的国泰证券，彼时也只有10亿元注册资本，即已经是最大的三家之一。另两家曾一起在1992年加入“10亿元注册资本俱乐部”的华夏证券、南方证券随后就因为内控、治理等一系列问题在下一轮危机中彻底折戟。

在2003年前后因为违规委托理财、过度投资实业而引起的券商机构“大清洗”中，上述两家曾经的行业巨头从市场中远去，相关重点资产、条线被并入其他机构或托生出新的券商。

2005年8月，中信证券（600030.SH）与中国建银投资有限责任公司共同出资筹建了中信建投和建投中信资产管理，分别受让华夏证券的全部证券业务及相关资产和非证券类资产。华夏证券公司名称得到保留，但成为没有任何业务的空壳公司，承接原华夏证券的债务。

与此同时，监管层在同期对券商全行业的摸排、清理、整顿中，大量区域券商也暴露了同样的问题，情节严重、风险高企的被迫重组、卖身，退出市场。有数据显示，这类被“清洗出局”的券商高达四分之一。其中就有上文提及的全国第一家证券公司特区证券。与中国40年改革开放如出一辙，第一家证券公司从诞生到退出，也是国内最第一批证券先行者摸着石头过河、在实践中探索并付出了相当的代价。而对于中国资本市场、证券行业而言，却是一次浴火涅槃。新生，正等着它们。