

证券经纪业务新赛道 头部券商变阵“财富管理”

文/罗辑

2018年年末到2019年年初,短短两月内有3家证券公司将经纪业务相关部门更名为“财富管理”。这标志着券商经纪业务转型的深度探索进入新纪元。

从更大的维度上看,在转型浪潮的汹涌推动和互联网科技进步的大背景下,上世纪90年代到2000年前后大量依靠经纪业务为生的区域性证券公司也以不同模式、不同方式涌入精细化、差异化的竞争赛道。这是行业发展的必然规律,亦是改革开放第40个年头,中国资本市场“晋级”的瞬间。

规范:“创新”发力

实际上,在2004年前后的大洗牌背后,正是监管层对券商行业的清理整顿以及分类监管政策等政策规范相继出台。

彼时“处置和关闭了30多家高风险券商。与此同时,全面推行了客户资金的第三方存管和客户账户的全面清理规范,在证券公司治理层面,实施高管人员的资格管理和问责机制,证券公司信息披露制度得到全面推行。”银河证券分析师田书华对曾经的监管制度变革以及行业重塑如此提及,至此,为期3年的综合治理成为改变中国证券行业发展的划时代历史事件。它使得证券行业多年积累的系统性风险隐患得以根治,行业的基础性制度建设明显加强,证券公司的整体状况显著好转,历史遗留风险彻底化解,合规经营意识和风险管理能力也明显增强。

“如今看到的券商设立、治理、风控体系,几乎都源自那3年。”券商从业者提及,“同时经过2004年的洗牌及规范治理后,券商格局逐渐稳定。”数据显示,到2006年底,我国共有证券公司104家。这

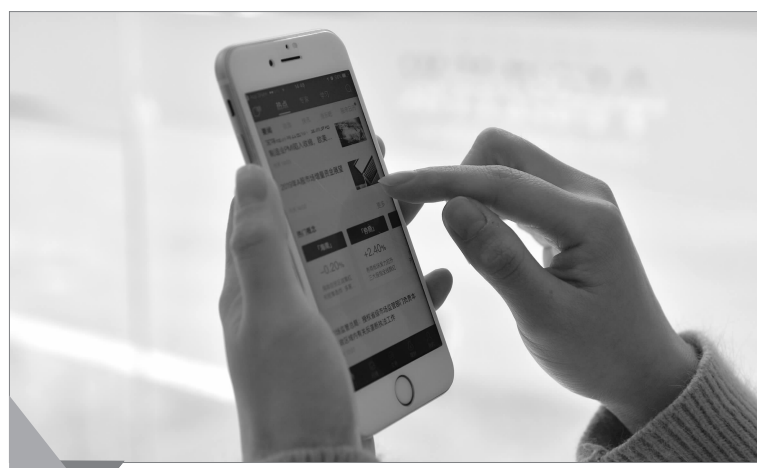
和2018年中国证券业协会公布的券商数量(131家)相差并不大。从市场格局上,2006年的经纪、投行等业务规模前十的券商包括中信证券、银河证券、国泰君安、海通证券、广发证券等。很显然,这也是如今行业的中流砥柱。

在行业整体步入正轨、日趋规范的同时,监管层并没有忘记鼓励和扶持行业内规范稳健的优质券商积极创新、做强做大。在2004年大批券商被关停的同时,中信证券、光大证券、中金公司3家券商成为首批创新试点证券公司,可推出诸如为个人投资者提供委托理财等服务项目。在此后的3年间,集合资产管理计划、外汇资产管理专项理财计划、直接投资、资产证券化等新业务、新产品,融资融券业务陆续落地。

创新大会带来的变化是显著的。上述业内提及,当年创新大会的召开好像一针强心剂,券商各地分公司开始设立财富管理部门,总公司开始设计财富管理转型战略。彼时《中国经营报》记者曾走访申银万国、国泰君安等大型券商在四川设立的分公司及机构,其财富管理相关部门已然运作有序。

从券商资管方面数据来看,在经过创新试点后,2008年共有17家券商累计发行集合理财产品32个,管理资产532亿元。截至2018年12月18日,95家券商及其资管子公司发行集合理财产品3800个,资产规模合计达到3.46万亿元。十年的时间,带来数十倍规模的跨越。而这中间的变化更是惊人。2011年年末的集合理财产品规模为1644亿元;2012年年末,整体规模扩大到了5146亿元;2013年则跃升至2.37万亿元。

与此同时,创新大会后券商的信用业务规模也得到了快速提升。股权质押、融资融券等业务规



开发智能投顾平台和大数据精准营销是券商转型的核心举措之一。王耀华/摄影

模放量,这也带来了盈收结构的变化。其中,经纪业务这一受市场影响较大的数据持续下滑(2014年到2015年牛市期间除外)。根据全球管理咨询公司麦肯锡在2018年发布的报告显示,2017年,中国券商平均佣金率已降至万分之三点四,逼近成本;经纪业务在券商收入(不含融资融券)占比首次跌破30%。传统业务的整体占比也在下降。其中,2015年券商证券经纪、证券自营、承销与保荐三大传统业务占比总和为81%。2016年该数据下降为71%,2017年再度下滑至70.39%。同时,融资融券等创新业务快速成长,被认为是证券公司主要收入来源之一。从数据上看,其占总收入的比重从2013年的11.59%增至2017年的14%。

由于“收入来源高度依托于传统型业务,国内券商的利润水平极大受制于二级市场的繁荣、波动较大,其风险可想而知。”田书华认为,在新业务方面,由于融资融券、转融通、约定购回式证券交易、债券质押式报价回购交易、股票质押式回购交易、现金管理和新三板主办券商等新业务开展时间不长,其竞争程度不如传统业务激烈。从长期来看,这些新业务将成为证券

公司收入的重要来源,行业竞争亦会逐步加剧。

转型:综合收入模式

在行业不断向前的过程中,“证券公司业绩目前仍主要来自经纪、自营和承销保荐等传统业务,受监管和创新能力的制约,现有创新业务对证券业利润贡献十分有限。”田书华表示,随着各项业务管制逐渐放松、各项创新业务逐步推出以及互联网金融迅速发展,证券公司传统业务的转型和创新业务都将快速演进,将逐步向以理财为中心的综合收入模式转型,实现证券公司业务趋于多元化。

在创新大会召开两年后,2014年华泰证券率先鲜明旗帜地亮出“互联网券商”标签。在彼时佣金放开的环境下,这家区域性券商与互联网巨头腾讯进行战略合作,推出了证券行业首个“1+1+1”互联网证券服务产品。通过个人电脑终端及手机终端为投资者7×24小时网上开户,只要成功开户,投资者即可享受“万分之二点五”(含股票交易规费)沪深A股、基金交易佣金率。其佣金宝平台则后续为投资者的股票账户保证金余额提供理财服务、理财咨询以及产品遴选服务。

这是如今券商推出的理财APP前身。彼时有市场人士狭义地认为,佣金宝只是佣金大战下,互联网券商为其降低设立营业部、网点成本、提供用户流量的策略。但事实并非如此。

此后大量头部券商涌入互联网赛道,华泰证券、平安证券、银河证券乃至中信证券均纷纷逐力于互联网技术、金融科技的应用的同时,并未减少营业部、网点。“实际上,网点的获客、留客是必要的。互联网获客成本并不比设立C类营业部的转换率划算多少。互联网券商战略其实更在于对已获得的客户通过互联网科技为其提供更为高效的服务,将其留在平台上。同时利用APP平台深度挖掘用户的理财需求,将单一的证券投资用户,转化为理财用户。”一位从券商离职进入智能投顾行业的创

证券行业向财富管理转型经历的三个阶段

第一阶段

2000~2009年

2000年下半年,随着监管层面对券商佣金自由化改革的推进,行业的平均佣金率水平开始下滑,期间各大券商纷纷开始探讨财富管理转型之路,业内财富管理转型的理念也就此萌发。

● 点评:在2009年之前,大部分券商的财富管理转型探索仍处于早期的萌芽状态,转型的业务也主要围绕基金、理财等产品的代销展开,财富管理的转型之路并未取得实质性进展。

第二阶段

2009~2013年

2009年之后,随着佣金率水平的进一步下滑,券商又开始第二阶段的财富管理业务转型的探索,先后推出了资讯服务套餐、投顾签约服务等财富管理新模式。

● 点评:由于政策及法律法规等层面先天的限制,国内的财富管理模式与国外以客户为中心,进行个性化资产配置,以收取资产管理费用为主要收入来源还存在较大的差距。

第三阶段

2013~2017年

第三方财富管理机构的崛起以及信托非标等产品的快速发展,很多券商又回到以产品销售业务为核心的财富管理模式。

● 点评:自2016年起,随着股市泡沫的破裂与信托刚性兑付遭遇挑战等也迫使券商不得不继续寻找新的业务模式。

这种布局令其从数据上得到了量变。2018年,华泰证券股票成交额排名已经连续6年超越中信证券,问鼎第一。而其2011年的全年交易额才排在第8的位置。

与此同时,华泰证券旗下APP迭代速度几乎与互联网企业持平。如今的版本大量采用了大数据、人工智能、云计算等前沿应用科学,与Fintech技术深度融合。记者在调研华泰证券总部时发现,其IT实力以及对IT的重视程度远超想象。公司研发团队在2016年就已超500人,直逼大中型IT企业。数据显示,华泰证券2016年研发投入资金接近3亿元,2017年这一数据再度升高至4.13亿元。

除了券商互联网战略之外,零售业务从证券经纪向财富管理转型也成为共识。

2015年5月,东方证券率先将经纪业务部门更名为财富管理业务总部并采用事业部管理模式,是行业首家顺应转型发展进行组织架构调整的公司。岁末年初,中信证券、银河证券、兴业证券相继宣布将经纪业务总部变更为财富管理总部,随之而来的是组织架构、激励机制改革。

从某种角度上说,头部券商转型财富管理也与其互联网战略息息相关。海通证券就是以集团化与信息化驱动财富管理。据悉,海通证券的做法是,加大金融科技投入,驱动财富管理转型。其中,“信息化”是海通证券近年来三大战略中的重要一环。

回溯历史可知,券商探索财富管理转型已经走过了18年,而行业每次对于财富管理转型的思考都伴随着传统佣金的持续下滑。然而,在2009年之前,大部分券商的财富管理转型探索仍处于早期的萌芽状态,转型并未取得实质性进展。

2018年,二级市场进入“熊市”已经三年,低位震荡的行情让交易冷淡,同时,券商在资管新规约束下,同时还须面对去通道、信托刚性兑付等多种挑战,这也逼迫券商不得不继续寻找新的业务模式,转型迫在眉睫。来自海外投行的业绩表现无疑是国内证券公司对标

的方向。摩根斯坦利2017年财富管理的净收入占公司净收入的比例达到44%,而其财富管理业务中,账户管理费的收入占比达到55%,交易佣金占比仅为20%。

相较之下,国内券商经纪业务收入结构中,尽管佣金占比不断下降,但收入提升的部分主要体现在融资类业务,产品销售及投资咨询业务相关的财富管理收入占比与国际投行仍有较大差距。

目前券商财富管理业务正处于拐点,未来能否步入一个快速增长阶段,毫无疑问,2019年很关键。

鹏华基金焦文龙:以科学的范式践行养老公募投资

究竟什么是成功的投资?每个人心里的答案不尽相同。面对众多金融产品,我们往往习惯于将注意力集中于收益率,而对其背后承担的风险缺乏足够关注。随着资管新规打破刚性兑付和估值的整体下移,之前许多成功的盈利模式都将经受市场的考验和洗礼。未来市场可能面临重新定价,不管是关于股权风险溢价的中枢、信用利差,还是期限利差等,每一个市场的参与者都需要考虑:自己在市场中承担了什么风险,又是否获得了足够的风险补偿。

聚焦在养老目标基金上,作为一款标准化的功能性产品,成功的投资可能需要做到以下三点:

第一,做时间的朋友。从我的角度理解,这句话包括两个层次的内容:首先,无论以票息还是盈利的形式,随着时间的推移,我们可以通过企业经营主体分享到越来越多的收益。对于债券资产而言,追求收益的前提是确保企业经营主体有偿付能力,对于股权资产而言,就是要确保企业经营增长的持续性和稳健性。合格的投资管理人关注的重点是识别经营主体的优势和劣势。首先避开有瑕疵的企业,和优秀的公司一起成长。其次,投资策略要能在多次博弈中胜出,即运作大概率有效的策略,如此一来随着时间的延长,参与市场博弈次数的增加,投资才能做到最终胜出。但市场又是动态变化的,没有永远有效的策略,我们将在承认策略周期性的基础上,不断努力根据市场的演绎,优化我们的投资策略,通过进化不断提升策略的胜率。

第二,基准有限偏离。任何投资都需要一个起点,这个起点



鹏华基金资产配置与基金投资部执行总经理 焦文龙

既是对客户的承诺,也是对投资管理人的约束。如果我们把市场看做一个整体,市场的回报是Beta,扣除相关的成本后,主动管理群体平均能创造的Alpha应该是负值,当然这并不意味着我们应该放弃主动管理,而是说明主动管理创造显著超额收益的难度很大,从而对于基准的偏离要更加地慎重。更何况,每次偏离实际上都包含两次决策,既要决定退出头寸的时机,也要决定回补头寸的时机,这就进一步加大了获胜的难度。养老基金投资更是如此,养老目标日期基金的下滑路径是基于严谨的资本市场假设,投资者偏好假设、替代率假设等等规划出来的,投资运作过程更多的是对路径的跟踪。主动偏离的幅度应当是受限的,更多的是定位在规避极端市场风险、降低交易成本和挖掘底层标的Alpha。

第三,系统运作规划。长周期的投资如何确保策略的一致性?不因人贵事是首先需要解决的问题,养老基金的投资更是如此。这一点需要从两个层面来保证,第一是组织形式,养老基金的投资是一个公司整体投

资研究能力的输出,我们熟知股票投资大师、“债王”,但很少有投资经理因为管理养老基金而声名鹊起。海外的实践给我们的启示是养老基金的投资是具有整体性的,首先作为管理人要具备多元资产的管理能力,之后通过制度安排和组织安排,整合内部的投资研究能力,形成统一的输出,显性化成为一个产品,更加强调科学而不是艺术;第二是系统化,长周期的策略要通过系统化的安排,固化成为产品的稳定器。鹏华自主开发资产配置系统,将养老基金投资策略的主要依据进行系统化实现,保障产品运营的稳定性和延续性,使得团队中个体的变动难以对长周期的产品运行产生过于显著的影响。

养老基金投资是一场长跑,不仅对投资人,对投资管理人也一样,长跑中比拼的不是100米的加速度,而是谁能在面对疾风恶浪时依然活着,我们将本着先求生再求胜的心态,以科学的范式和长远的视角践行养老公募投资,努力为投资者养老金的保值增值贡献一份力量。

挖掘护城河优势企业 华泰柏瑞核心优势低位布局

尽管当前A股市场仍在震荡,但从未来三到五年周期看,大部分机构投资者认为2019年是一个阶段性低点,在市场情绪最脆弱的时刻也许正是逆向思维、逢低布局的机会。在此背景下,华泰柏瑞核心优势基金正在中行等渠道发行,该只新基金将“专注投资于有护城河、可持续高水平增长且估值有吸引力的公司”。

据悉,拟任基金经理方伦煜先生为华泰柏瑞投资部总监,拥有18年丰富的投资经验,曾于2015年连续获得中证报“金牛基金”、上证报“金基金”以及证券时报“明星基金”三项大奖,是基金行业权威奖项的大满贯得主,当年同时获评第二届“中国基金业英华奖”“五年权益类投资基金经理”。

对于目前低迷的市场行情,方伦煜表示,在市场见底的过

程中,基本面扎实的龙头品种会率先反弹。同时,2019年股市的流动性变量也决定了机构偏好的价值型股票仍将受到重视。未来A股增量资金可期,投资于那些具备核心竞争优势、业绩稳定可持续增长的企业有助于及时把握市场上所涌现的个股投资机会。这些企业因为各自所具备的特质和优势,构筑起了自己的“护城河”,使得企业盈利水平可以领先行业总体的水平,即便在宏观经济或者行业景气度不高的环境下也具备更强大的抵抗力,甚至具备一定的抗周期性。

“目前阶段,市场杀估值基本结束,接下来市场可能还会杀盈利,但杀盈利导致的下跌幅度往往有限。”方伦煜表示,目前上证综指PE估值已经下探至1994年以来的9%分位,

较2008年金融危机冲击后的1664.93点时更低。与此同时,创业板指PE估值仍在持续刷新历史最低水平,估值的调整已基本完成。国际比较来看,A股12倍左右的估值仅略高于韩国、中国香港和俄罗斯等少数市场。而上市公司盈利水平大幅下滑的可能性不大,因此整体而言,A股市场的此轮调整或已接近尾声。

据了解,华泰柏瑞基金权益投资团队近年来整体业绩表现优异——截至2018年三季度末,旗下混合型基金近6年平均回报超过了110%。出众的业绩获得了业内广泛认可,华泰柏瑞基金于2018年获评基金业协会“中国基金业20周年优秀基金管理公司及管理层”奖项,在同组获奖的十家公司中排名第四,并曾于2015年荣膺中证报“金牛基金公司”大奖。