

McKinsey  
& Company

# 拐点已至，券商三大制胜 要素与六大核心能力

展望2020中国证券业

作者：

盛海诺

袁伟

王璞

吴抒璠

王鹏

# 目录

## 05

### 第一章：改革元年，拐点已至 —经济下行背景下，中国资本市场步入改革元年，证券行业拐点已至

- 1.1 中国金融体系供需不平衡日益突出，亟需改革
- 1.2 资本市场改革首当其冲，改革力度与速度空前
- 1.3 作为资本市场重要参与者，证券行业拐点已至

## 13

### 第二章：他山之石，可以攻玉 —美国券业整合分化史及其对中国券业的启示

- 2.1 纵览美国证券行业发展历程，整合与分化是发展主旋律
- 2.2 美国证券行业的五种业务模式
- 2.3 错位竞争，国内券商行业的六种演化模式

## 24

### 第三章：守正出奇，战略破局 —中国证券公司三大制胜要素与六大核心能力

- 3.1 顶层设计：路径选择、战略规划与资源配置
- 3.2 问题导向：提升六项能力——资本、客户、人才、科技、国际化与生态圈
- 3.3 底线思维：建设全面风险管理体系，把握业务资本化与客户机构化的多重机遇

# 前言

如果说2018年是中国证券业的凛冬，那2019年则是乍暖还寒的早春。这一年是券商行业整合分化的元年。伴随着科创板的超预期快速落地、外资提前放开以及再融资新政的全面解锁，中国资本市场将迎来改革的历史性时刻。本次改革力度与速度空前，充分说明资本市场改革已上升到国家战略高度，未来券商将充分发挥资源配置等重要功能，更好地服务实体经济。131家券商的整合分化进程将全面提速：头部券商将占据更高的市场份额，精品券商也将迎来发展机遇；部分中小型全牌照券商则举步维艰，面临路径抉择与转型阵痛。随着新冠肺炎在全球范围的蔓延，资本市场面临高度不确定性。但从目前的局势观察，中国资本市场改革的步伐依然坚定。

纵览美国证券业发展历程，整合与分化是贯穿行业发展的主旋律。在监管制度变革与市场变化的共同作用下，美国证券业先后历经模式探索、多元化发展和金融科技与数字化引领的创新分化三大阶段，最终根据各类券商聚焦的客户方向与业务资本化程度不同，演化为五大业务模式：

- 模式一：以高盛 (Goldman Sachs)、摩根士丹利 (Morgan Stanley) 为代表，专注于机构客户、布局全产品线的大型全能类券商；
- 模式二：以Evercore、Lazard为代表，由明星银行家领衔的精品投行；
- 模式三：以嘉信 (Charles Schwab) 为代表，专注于财富管理业务的专业型券商；
- 模式四：以Jefferies为代表，专注于某类客户或深耕某一地区的特色券商；



— 模式五：以Citadel为代表，专注于机构销售交易、深度参与场内及场外做市业务的交易做市商。

反观国内证券行业发展态势，同业兼并、混业融合和中小券商退出已成为行业常态。未来1-3年，行业进一步整合与模式分化将成为国内证券行业的主要趋势。国内券商未来将演化出两条发展路径：追求客户、行业和产品全覆盖的综合型券商与深耕某类核心业务、聚焦某类特定客户的专业型券商。

国内券商应把握“顶层设计”、“问题导向”和“底线思维”三大制胜要素进行差异化发展定位与路径设计，抓住改革元年的发展机遇——大型投行成为航母级、综合型券商，力争上游、顺势腾飞；中小投行作为精品、专业型券商错位竞争、弯道超车。

本报告将聚焦以下三大主题：

- 分析2019年资本市场制度改革对证券行业的影响，并对市场走势及发展逻辑做出判断；
- 回顾美国证券行业整合分化历史，参考成熟市场发展经验，为中国券业未来竞争格局提供启示；
- 提出未来三年中国券商在分化中制胜的三大制胜要素和六大核心能力。





# 第一章：改革元年，拐点已至

## —经济下行背景下，中国资本市场步入改革元年，证券行业拐点已至

### 1.1 中国金融体系供需不平衡日益突出，亟需改革

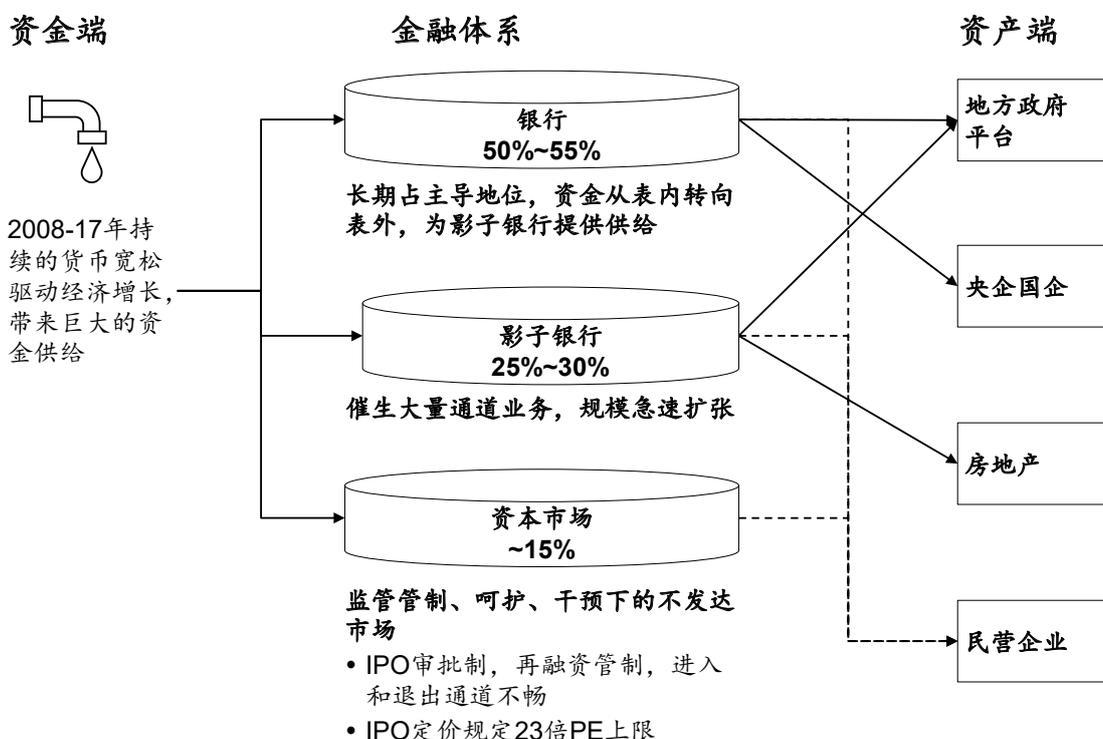
#### 1.1.1 过去10年中国金融体系存在三大问题

回顾中国金融体系的发展历程，政府对金融体系的控制力相对较强，监管管制

和呵护特征明显，形成了以间接融资为主的银行主导模式。2008年以来，政府通过货币政策刺激经济增长，但导致了一系列结构性问题。在经济下行期，我国金融体系面临结构性失衡、资金配置失效和系统性债务风险三大问题（见图1）：

图1

#### 中国金融体系的结构性失衡



资料来源：文案检索；小组分析

- **结构性失衡**：资本市场体量小、在金融体系内重要性不高且监管保护过度，如A股历史上曾9次叫停IPO，导致资产端和资金端供需严重失衡；同时资本市场成熟度低，具体表现在A股上市公司价值扭曲、频繁套利，投资者行为投机化等方面。
- **资金配置失效**：资金进入银行及影子银行体系并形成空转，难以进入实体经济；刚兑造成资金价格扭曲，企业融资成本被抬高，特别是中小企业融资难、融资贵。
- **系统性债务风险**：具有刚兑预期的债务杠杆不断增加，债务占GDP比例达250%，随着经济下行，违约率上升增加了系统性风险。
- **金融支持实体经济**：改变市场短期资金面宽裕、长期资金面紧张的现状，减少资金在金融体系空转，使之更多流向实体经济，特别是服务中小企业。
- **提升资源配置效率**：减少政府对资源的直接配置，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。
- **防范系统性风险**：经济下行期更要防范由于潜在风险不断累积而带来的系统性风险。

### 三大调整手段

- **降杠杆**：在稳定宏观经济的政策指导下，清理过剩债务和资产。
- **发展直接融资**：提升直接融资尤其是股权融资占比，引导资金从影子银行、房地产蓄水池流向资本市场，同时增加资本市场资产供给。
- **提升资本市场成熟度**：完善资本市场制度建设，引入外资，逐步提高资本市场参与者的行为成熟度。

## 1.1.2 随着中国经济从高速发展向高质量发展转型，金融体系结构性调整时机成熟

随着中国经济新旧动能转换，中国工业化进程趋于尾声。传统依靠大规模动员社会资金投向相应领域的间接融资模式，亟需向有利于风险共担、支持创新的股权融资模式转换。大力发展多层次资本市场有助于调动新经济主体和VC/PE的积极性；建设有体量、有质量、开放稳定的资本市场成为国家战略的重要组成部分。围绕三大目标，金融体系的结构调整也有三大手段：

三大调整目标

## 1.2 资本市场首当其冲，推出三大制度性改革，改革力度与速度空前

### 1.2.1 建立以“注册制”为代表的资本市场基本制度，解决资产端问题

2018年起，随着一系列市场化改革措施的密集出台，中国资本市场自上而下深化改革的信号越来越明确。而以“注

册制”为核心的基础性制度逐步落地，标志着中国资本市场迎来转型拐点。

2018年11月习近平总书记在上海宣布设立科创板，时隔8个月，科创板首批25家公司就在上交所挂牌上市交易。相比创业板近10年的酝酿期，科创板的快速落地彰显了政府改革的决心与力度。以科创板为试点的“注册制”将实现资本市场资产端常态化供给，将带来四个关键变化：

**第一、监管思路及行为的变化。**监管将从呵护市场转向适度调控；将从控制发行供给的量、质与价到做合规性审查，放宽盈利性要求。科创板的平均审核周期

控制在3-6个月，明显低于A股IPO的审核周期。

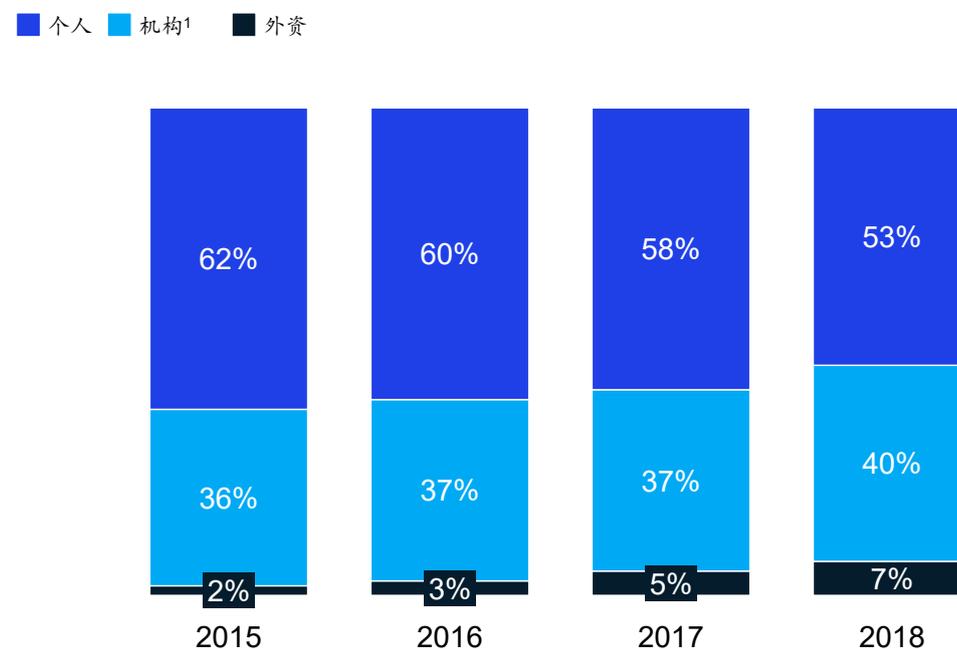
**第二、定价估值逻辑变化。**二级市场估值回归基本面，市场价值加速分化，预计小盘股流动性将会降低。目前科创板破发数已达8家以上，预计未来科创板破发将常态化，上市公司将出现整合与分化。

**第三、上市公司行为变化。**伴随科创板落地，科技型企业不必远赴国外上市；同时随着市场估值回归理性，上市不再具有盲目吸引力。部分估值低、流动性差的企业将被并购，并购重组市场有望更加活跃，向欧美成熟市场看齐。

图2

## A股投资者持股市值占比（自由流通市值）

百分比



1 不包含外资

资料来源：《上海证券交易所统计年鉴2016-2019卷》；麦肯锡分析

**第四、投资者结构及行为变化。**投资者结构将更加机构化与国际化，投资行为将回归价值投资（见图2）。

我们认为这次资本市场改革力度空前。展望未来，IPO闯关现象将不再出现，乐观情况下注册制有望于三年内在主板全面落地。随着修订后的《证券法》实施，中国资本市场在市场化、法治化、国际化和机构化方面取得显著突破。但是与成熟资本市场相比，中国资本市场改革仍然任重道远，包括资本市场配套生态等重点改革措施还需稳步落地。

### 1.2.2 推出以“资管新规”为代表的募/投资基础制度，解决资金端问题

自2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下简称资管新规）正式发布以来，理财、公募基金、信托、保险等监管细则相继下发。资本市场的募/投资基础制度陆续完善，功能监管下逐步消除套利。

对市场来说，一方面资管新规“堵偏门、开正门”，解决了市场资金端“水”的问题。数十万亿级别的资金未来需要从“刚兑”性质产品、不再满足监管要求的非标产品和通道产品中流出。另一方面，当前很多非标资产、通道业务的底层资产未来将不再满足监管要求，短期市场会出现资产供应短缺的局面；而长期来看，资本市场将成为吸纳资金的蓄水池，促进直接融资的发展。

资管新规进一步杜绝了机构投资于不符合投资者风险偏好的资产。根据资金募

集情况，大资管领域大公募、私募、机构委外三个领域边界愈发清晰，各资管机构将在三大领域同台竞技，对机构的主动管理能力和差异化竞争力提出更高要求。

### 1.2.3 加大对外开放力度，在引入资金的同时引入成熟资本市场行为逻辑

对外开放程度一直是资本市场成熟度的重要标志。对外开放包括海外资金进入A股市场和外资进入证券行业两大方向：

一方面，**A股国际化持续推进**。重要国际指数纳入A股和债市、沪深港通每日额度扩大4倍、取消QFII和RQFII投资额度限制、沪伦通正式启动，这些新趋势均有望为境内市场引入增量资金，不断加深A股市场国际化程度。境外资金的流入在优化投资者结构、使之更加国际化的同时，也引导了价值投资，对促进国内资本市场成熟度有积极作用。

另一方面，**证券行业对外开放是资本市场对外开放的重点领域**。2018年以来，金融行业对外开放步伐整体加快，而证券行业又是其中的领跑者，目前已有五家获批外资控股券商，分别是瑞银证券、野村东方国际证券、摩根大通证券、高盛高华证券以及摩根士丹利华鑫证券。监管机构将于2020年4月1日起提前取消对证券公司外资股比的限制，外资全资和控股券商将摆脱过去因表决权有限而对经营管控程度较低的状况，或将投入更多资源开拓中国市场，中国证券行业将迈入与高手同台竞技的新阶段。

### 1.3 作为资本市场重要参与者，证券行业拐点已至

麦肯锡在《展望2019中国证券业：把握五大趋势六大主题》白皮书中提出了行业分化整合、客户机构化、业务资本化、全面数字化和运营智能化五大趋势，2019年的形势基本验证了我们的推论，我们认为这五大趋势未来仍将延续。

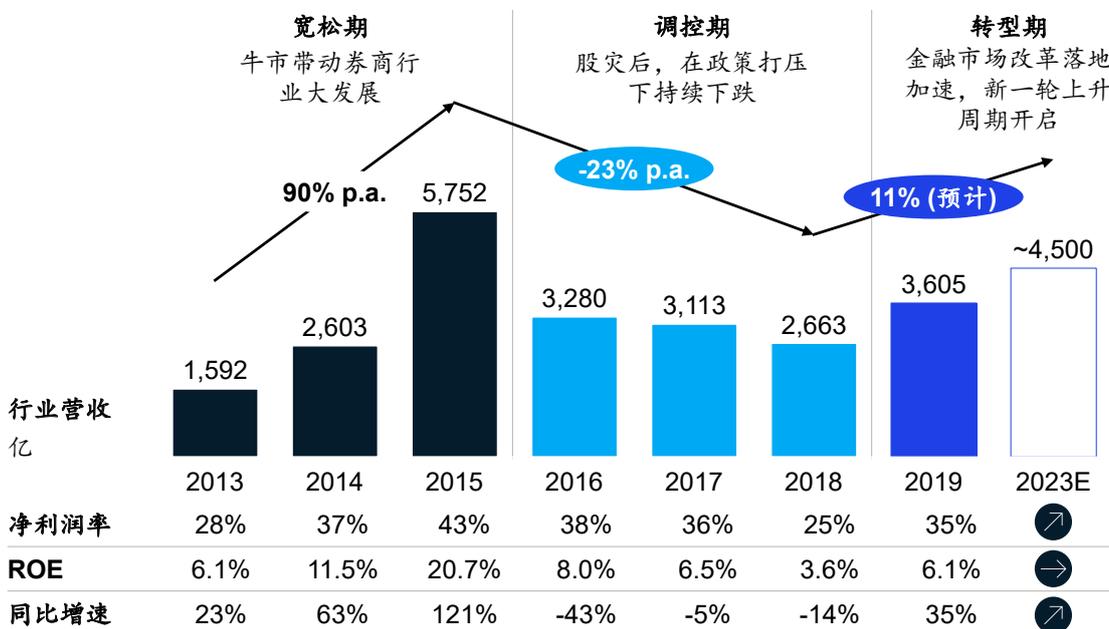
证券业出现业绩增长拐点，即将迎来新一轮上升周期。证券行业将扭转过去几年的下降趋势，预计未来将迎来较为稳定的持续性增长。过去5年，伴随宏观

经济下行和监管调控，证券行业经历了大起大落。2015年股灾以后的三年间，伴随交易和融资量的萎缩，证券行业收入年均下降23%。然而2019年以来，伴随资本市场改革加速，股权融资大发展时代已经到来，市场交易和融资量大幅增长。券商业务费率稳定，迎来增长拐点，2019年券商收入同比增长35%（见图3）。

我们预测未来重资本和资本中介业务占比仍将提升，预计到2023年，券商重资本业务收入将翻倍。科创板并试点注册制的落地，预计将给券商发展直投、做

图3

#### 证券行业发展现状及预测



资料来源：行业报告；麦肯锡分析

市等重资产业务提供新的契机，预计到2023年，券商重资产业务收入将翻倍（见图4）。

券商能力要求提升。随着“客户去低端化”、“业务去渠道化”，券商需要凭借专业化服务能力为客户提供全周期服务，逐步打造成真正意义上的专业投资银行：

图4

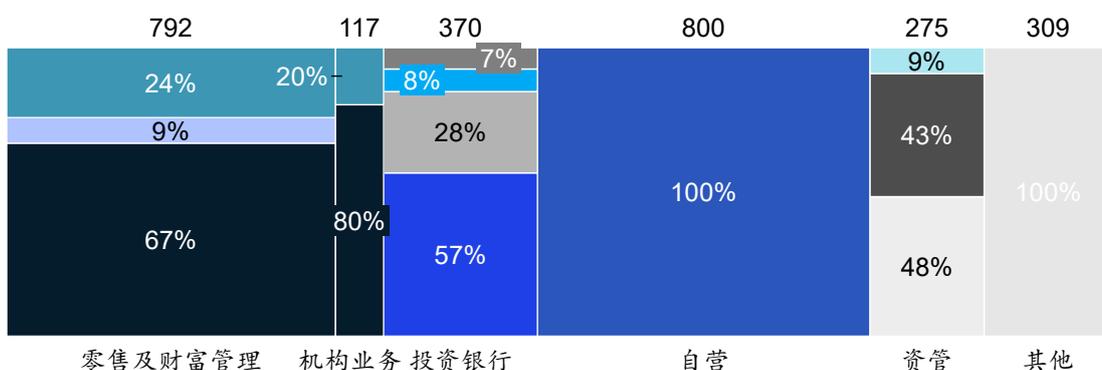
### 证券市场收入规模现状及预测（人民币亿元）

其他 并购顾问 债券承销 专项基金 集合理财 金融产品&投资顾问  
 新三板融资 股权承销 自营 通道业务 融资融券 经纪业务

#### 证券市场收入规模

人民币亿元，2018

市场规模：2,663亿

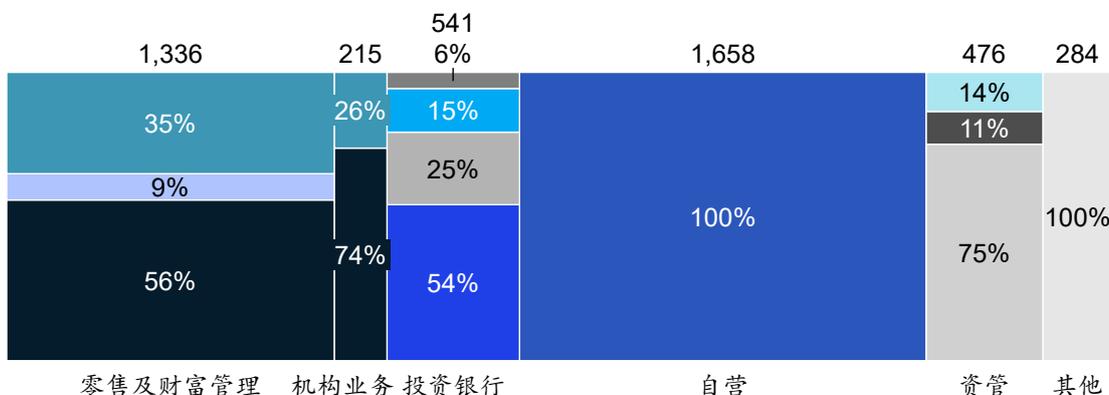


#### 证券市场收入规模预测

人民币亿元，2023

市场规模：4,423亿

CAGR：11%



资料来源：行业报告

**投行业务：**从监管沟通能力转向价值发现、定价承销等专业能力；

**经纪/财富管理：**从通道服务能力转向投资咨询服务能力；

**资产管理：**从牌照和渠道能力转向主动管理和产品创设能力；

**战略管理：**从大而全的战略管理转向精细化、差异化的战略路径选择与战略落地执行能力；

**风险管理：**从市场风险管理转向全面风险管理。

## 疫情下经济将受到冲击

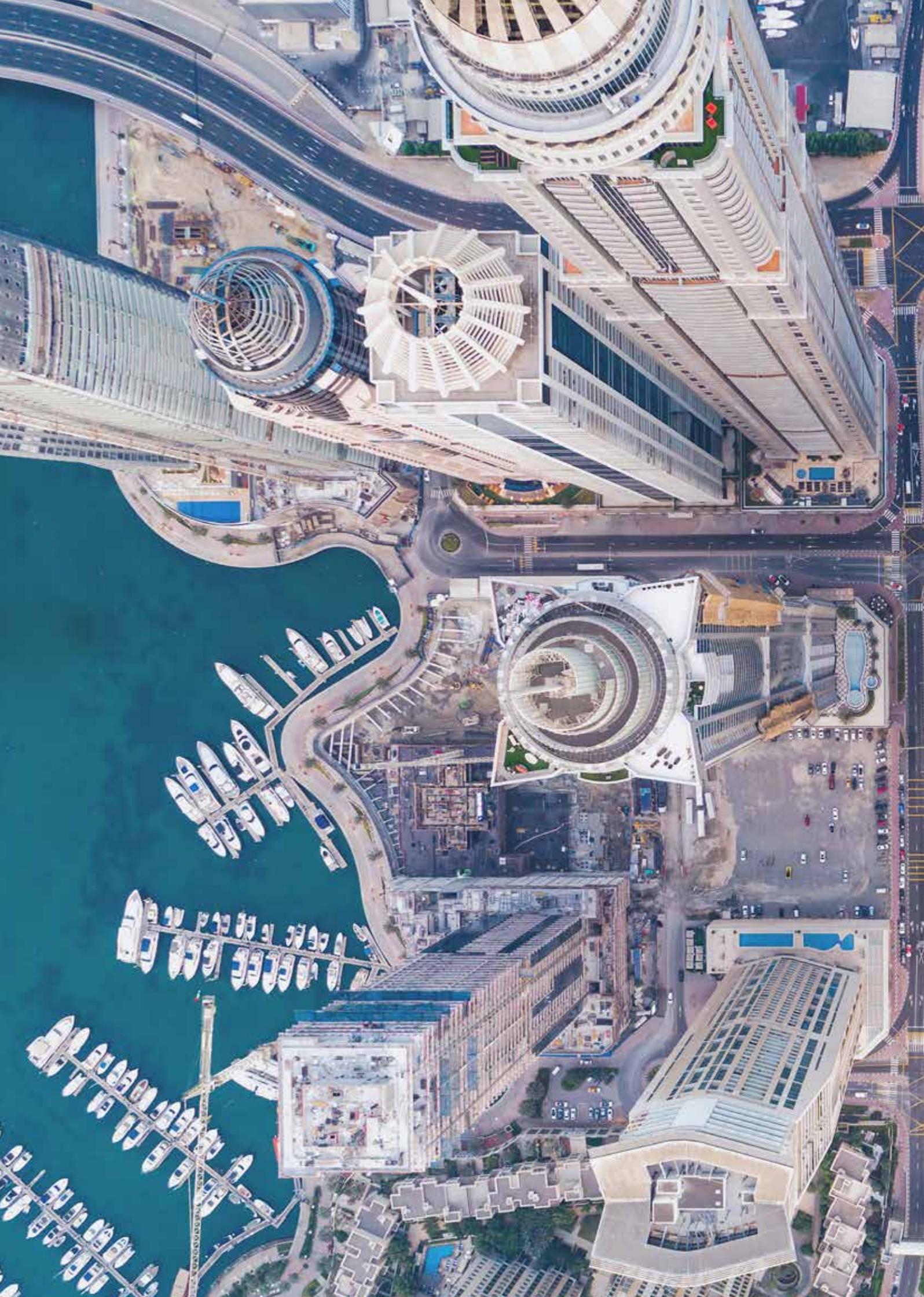
本次疫情影响的范围广、持续时间难以预测，麦肯锡预测了两个假设情景，假设情景一、全球经济复苏延迟，在一系列有效应对措施下，疫情在第二季度后期得到遏制，第四季度，欧美经济才开始真正复苏，2020年全球GDP呈小幅下降；假设情景二、全球经济萎缩期拖长，欧美各国的疫情到5月达到峰值，部分国家出现大流行，成功控制住疫情的国家也将长期面临输入性防控压力；全球经济受到严重冲击，出现“螺旋式”下降，大部分大型经济体的GDP全年大幅萎缩，复苏要等到2021年第二季度才会开始。目前主要经济体的货币政策和财政政策的空间较小，后续对总需求带来的刺激将极为有限，相比而言，中国货币政策和财政政策仍有较大空间，可对冲疫情影响。

## 中国资本市场长期有稳中向上基础

中国资本市场受境外市场波动影响有限，总体平稳，展现出了较强的韧性。资本市场改革开放未受影响，新证券法落地，市场基础制度持续完善，创业板将成为注册制改革首站，中长期资金逐步入市；同时资本市场开放坚定不移，继准入开放之后，未来也将通过推进可投资范围和品种推动市场开放。

## 证券行业利好聚集，券商应坚持转型发展

再融资新规将激发定增市场扩容至万亿，新三板改革等政策利好也将逐步转化为业绩，随着7家券商获得基金投顾试点资格，券商可凭借专业和中立的特性差异化布局，若各行业尽快复工，则全年业绩可期；目前外资券商冲击有限，2019年外资券商收入利润增速均低于行业平均，但资管业务逆势上涨，资产管理和财富管理作为外资控股券商重点发力方向，将会为本土券商带来挑战，因此券商仍需坚定财富管理和数字化转型步伐。



# 第二章：他山之石，可以攻玉

## —美国券业整合分化史及其对中国券业的启示

### 2.1 纵览美国证券行业发展历程，整合与分化是发展主旋律

在监管制度与市场变化的影响下，美国证券公司先后历经模式探索、多元化发展和金融科技与数字化引领的创新分化三大阶段，机构化和数字化分别是第二、第三阶段的驱动因素。

(1) 1970-1990年，业务模式探索时代：

1975年美国国会对1934年《证券交易法》进行修订，要求股票交易所放弃传统的经纪人收取固定佣金的做法，实行佣金自由化制度。经纪业务竞争加剧，佣金收入大幅下滑，迫使券商转型分化，寻求新的业务增长点，行业开始整合。美国证券行业经纪业务收入占比从1975年超过50%持续下降，至今仅约10%。1980年前后401K和IRA法案通过，以养老金和共同基金为代表的机构投资者逐渐占据主导，证券行业逐渐过渡到第二阶段。

(2) 1990-2008年，业务多样化发展时代：

进入上世纪90年代，美国经济强劲，美股经历了史上时间跨度第二长的牛市。券商作为资本中介，将客户抵押物再抵押创造出大量信用，实现了资产负债表大幅扩张。1999年美国通过《金融服务现代化法》，该法开放了商业银行、投资银行和保险公司之间的混业经营，实行全能银行模式，并构建与此相适应的金融监管体制，把规范的重点从金融活动转变到管理和防范金融风险，促进金融市场主体的联合和竞争。在此背景下，金融业并购加快，银行间并购、银行并购金融公司或被金融公司并购、银行并购信托和投行业等事件频繁上演。券商通过横向和纵向并购实现混业经营，加剧了券商整合分化，逐步形成了**全能投行、精品投行、财富管理、低折扣经纪**等多种模式。

(3) 2008年金融危机之后，金融科技与数字化引领创新时代：

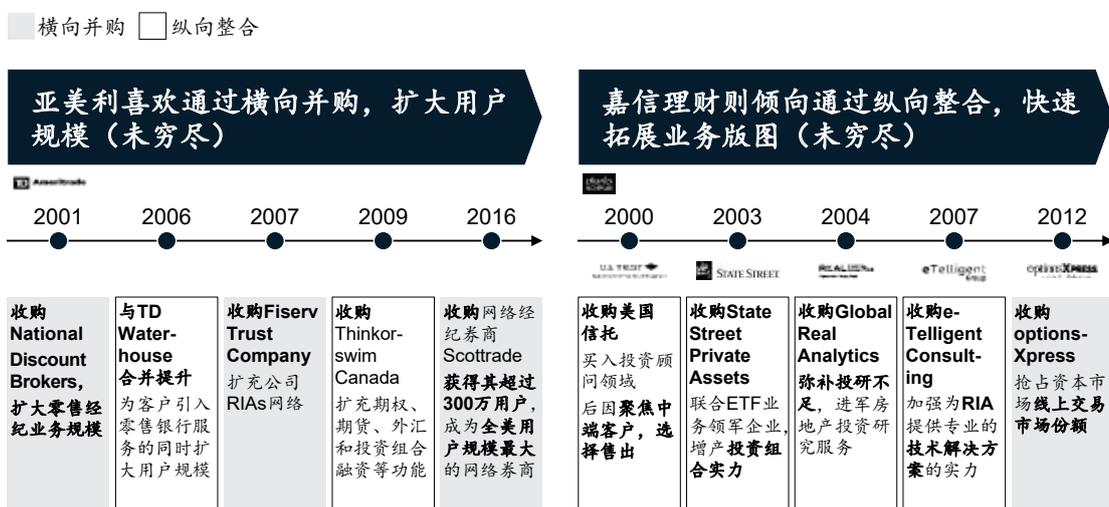
2008年金融危机之后美国监管机构进行了反思。2010年7月21日，奥巴马政府围绕系统性风险和消费者金融保护两大核心问题颁布了《多德-弗兰克法案》，进一步完善金融监管体系，对金融机构的监管趋严。法案中“沃尔克规则”对商业银行混业经营进行了较为严格的限制，提升了监控系统性风险的能力，但混业经营依然是美国金融业尤其是大型金融机构的主要经营业态。与此同时，金融科技和数字化飞速发展，大量互联网企业竞争客户，大型投行也通过数字化平台获取过去未曾覆盖的大众客户，被动投资崛起推动产品费率下降，这对于券商深度挖掘客户需求，为客户提供个性化、差异化理财产品及服务提出要求，券商开始了新一轮转型与整合。

不难看出，美国券商成长史也是一部并购发展史。我们观察到近15年来美国数千家券商不断整合，数量减少了30%；市场高度集中，前10大券商占据的市场份额超过70%。美国券商的并购整合可分为两大类，一类是横向并购，同业并购增强规模效应，扩大用户规模，增强企业核心竞争力，促进产业集中度提高；另一类是纵向整合，混业并购提升综合服务能力，加强用户粘性。

以美国零售券商业排名前两位的嘉信理财和亚美利(TD Ameritrade)为例，嘉信理财和亚美利均通过多次的整合并购奠定了业界龙头的地位(见图5)。嘉信理财倾向通过纵向整合，快速拓展业务版图；亚美利则善于通过横向并购，极速扩大用户规模。最终嘉信理财和亚美

图5

## 美国零售券商整合并购历史概览



### 2019年二者合并，强强联合，打造财富管理新旗舰

#### 嘉信理财收购TD-Ameritrade

- 削减成本，扩大高净值用户规模，缔造5万亿美元AUM的财富管理机构

资料来源：新闻检索；麦肯锡分析

利合并，二者强强联合，提高了综合金融服务能力，扩大高净值用户规模，缔造出管理资产规模（AUM）高达5万亿美元的财富管理机构，打造出财富管理业的新旗舰。

## 2.2 美国证券行业的五种业务模式

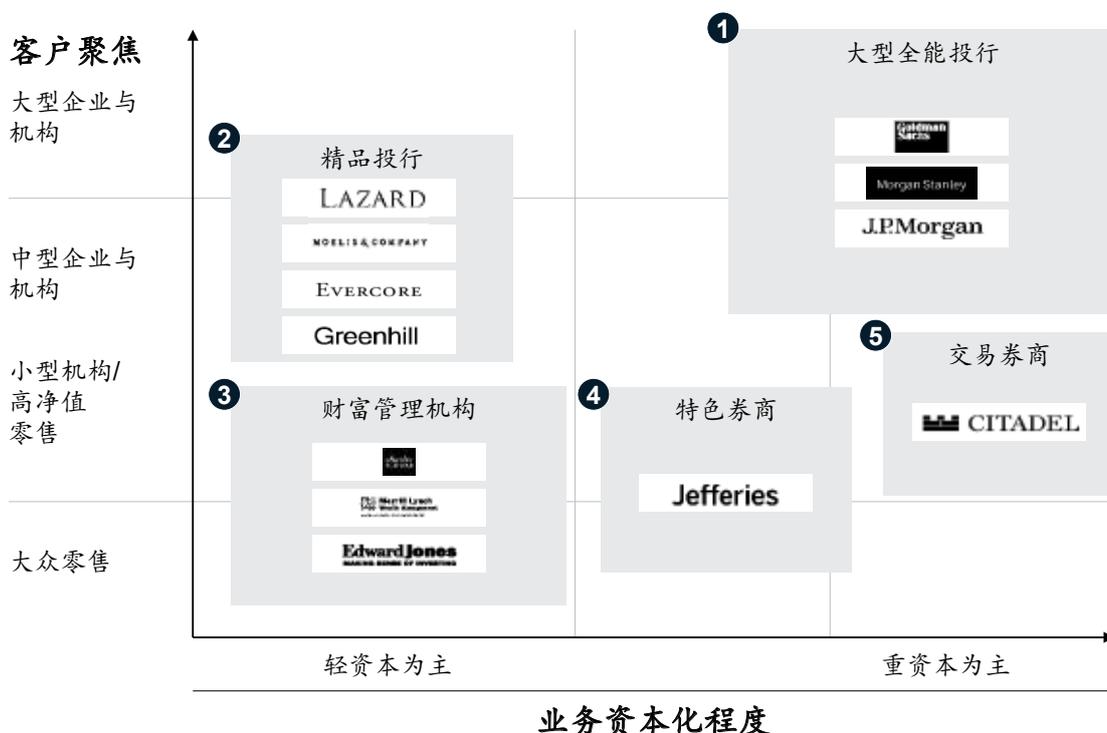
在自身发展及金融监管细化等内外部因素的共同驱动下，美国券商进一步明确了自身定位和战略布局。美国券业在不断整合的同时，逐渐分化为大型全能投行、精品投行、财富管理机构、特色券商、交易做市商五大类型。它们在客户聚

焦和业务资本化程度上各有侧重（见图6）。

五种模式的代表性券商业务规模不同，其核心差异体现在业务结构上（见图7）。全能投行为满足机构和企业客户的全周期需求，业务复杂度最高、业务结构较均衡。而其他类型券商走专业化路线，在做精做深核心业务（如嘉信围绕零售客户理财，Lazard专注并购重组）的同时，向和主业相关度高的业务辐射（如嘉信通过银行账户获取利息收入，Lazard发展资产管理），但其业务布局通常不超过2-3种，对业务扩张持审慎态度，从而保持在专业细分领域的领先优势。

图6

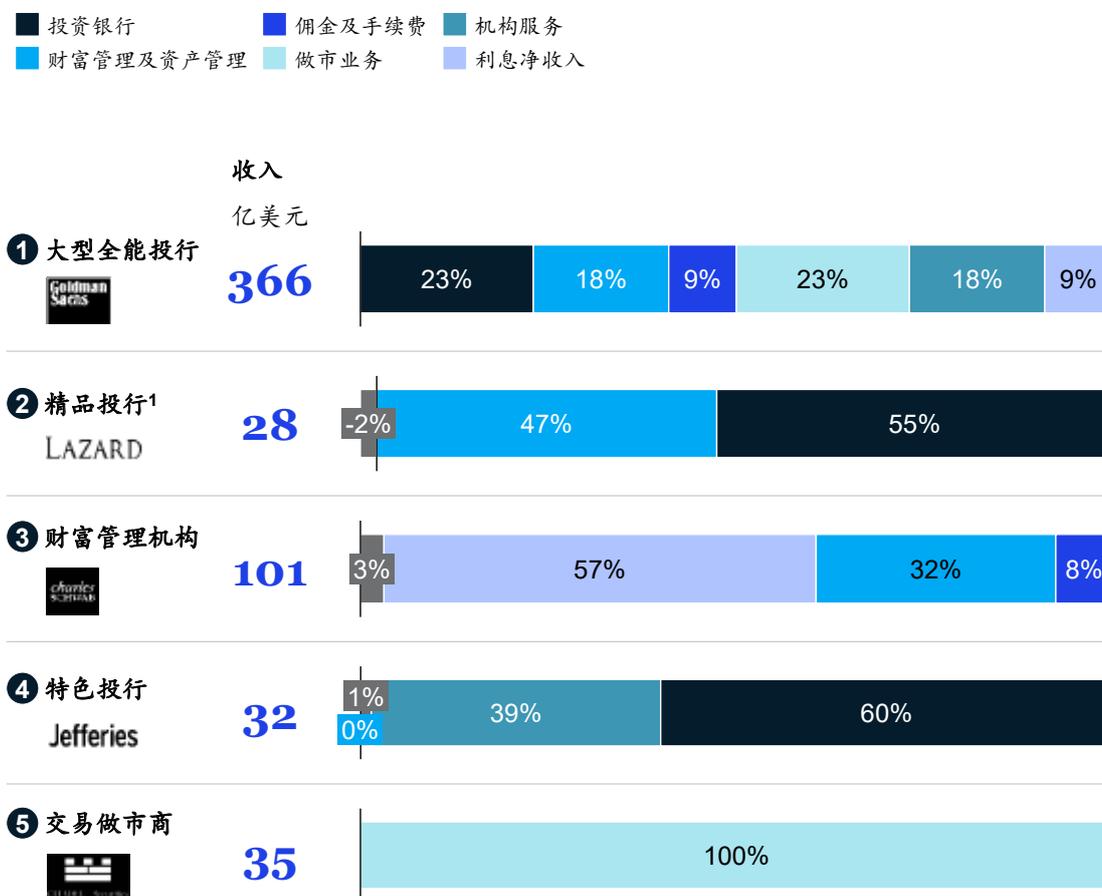
### 美国证券公司业务模式分类和变迁



资料来源：文献调研；麦肯锡分析

图7

## 美国券业五种模式代表券商2018年收入及结构对比



1 Lazard投行业务仅包括并购相关的财务顾问收入等

资料来源：文献调研；麦肯锡分析

### 2.2.1 模式一：大型全能投行

以高盛、摩根士丹利为代表的综合投行专注于机构与企业服务，它们布局全产品线，为客户提供全周期综合服务，并以“One Firm”综合平台能力和科技能力打造竞争壁垒。以高盛为例，其业务模式呈现出业务资本化、客户机构化和覆盖国际化三大特征：

**业务资本化：**在业务结构上聚焦重资本业务，收入高度多元化、各业务发展相对

均衡；**客户机构化：**长期以机构客户和高净值客户为核心客群；**覆盖国际化：**从50年代开始推进国际化战略，抓住区域发展的历史性机遇，先后开拓了日本、欧洲、东南亚和中国市场。

追根溯源，高盛等投行凭借四大成功要素，成功跻身世界顶级全能投行之列：

1. **以客户为中心提供全链条服务：**从客户覆盖模式、组织架构设置、激励和

保障机制、客户关系管理等方面，践行“以客户为中心”的理念。

2. **高效的跨部门协同联动：**建立内部业务贡献报告机制、业绩归属机制和360度考评机制，保障高效的跨部门协同。
3. **强大的风险管理与IT等支撑能力：**培养“甘冒风险文化”，建立严格的全面风险管理体系；积极拥抱最前沿的技术（如区块链应用），实现IT赋能。
4. **顶尖人才战略和高凝聚力文化：**强调“以人为本”的核心理念和“最顶尖”的人才发展战略，将其贯彻到人力资源战略和管理的各关键环节。

## 2.2.2 模式二：精品投行

精品投行是指以Evercore、Moelis和Lazard为代表，规模相对较小、业务针对性更强的投资银行。它们大多聚焦于投融资、上市、重组、并购、公司治理、财务管理中的一项或几项核心咨询顾问业务，并且由明星banker率领团队实现业务突围。

以Lazard为例，在起步阶段，它主要服务于大量家族企业。在1960-2000年，它通过自身积累和并购交易，逐步奠定了行业领先地位。2010年后，该行进行了现代化转型，形成“财务咨询+资产管理并重”的业务结构。在财务咨询业务方面，Lazard专注于并购重组财务顾问服务、无证承销和交易业务；在资产管理业务方面，它以主动管理的权益类产品为主，专注打造特色品牌固定收益。

三大成功要素打造精品模式：

1. **汇聚精英力量，聚焦高价值客户：**招聘具备丰富行业经验和敏锐判断力的领袖人物，聚焦高价值客户；采取精英合伙制模式，倚重首脑的经验和智慧，为客户提供高质量专业服务。
2. **及时转型，提升公司化运营能力：**及时调整业务组合，如Lazard的财务咨询业务从客户驱动转向优质交易驱动；同时逐步深耕消费品等行业；加大资产管理业务的比重，从家族业务外包转向公司化运营。
3. **有选择性进行业务与地域扩张，对抗周期：**在2005-2018年，Lazard从亚洲、美洲、欧洲的29个办公室扩张到亚洲、美洲、欧洲、澳洲的43个办公室，增强抗周期性。

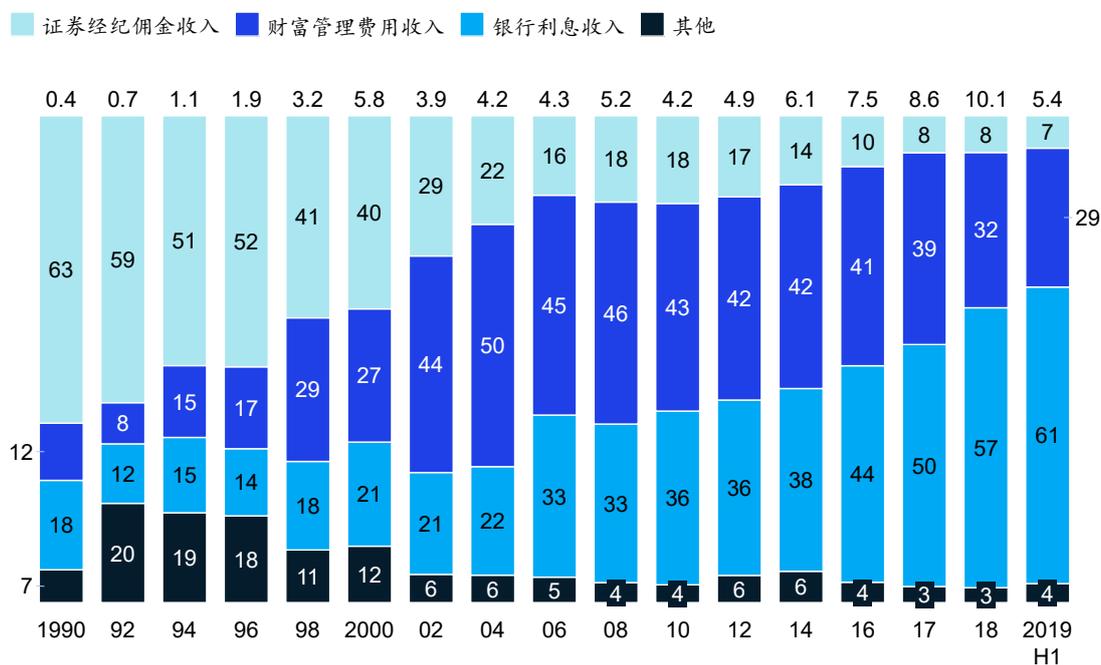
## 2.2.3 模式三：财富管理机构

财富管理机构模式以嘉信和Edward Jones为代表，它们从经纪业务转型，依赖较强的渠道和投顾服务能力，获取投资组合管理收入。

嘉信历经30年的经营，最终成长为全球资产规模最大的财富管理机构，通过多元化产品策略覆盖各层次客户，并通过数字化、收费模式等多维度创新屡次在业界领跑，赢得了客户的长期信任，逐步扩大规模。它通过多次战略转型，最终实现混业经营、优化了收入结构（见图8）。例如在互联网发展时期，它采取低价+O2O战略，实现批量获客。而在互联网泡沫时期，它推出银行服务，打通银行证

图8

## 嘉信理财营收及其结构，十亿美元/百分比



资料来源：公司年报；新闻检索；麦肯锡分析

券账户，赚取息差，其战略聚焦和执行能力在业内首屈一指。

嘉信等券商凭借高度聚焦战略、坚定创新转型与选择性并购三大成功要素，成功转型突围，稳坐财富管理业头把交椅：

1. 战略聚焦，专注中端富裕客户：嘉信在客户群上保持聚焦，专注于当时在美国市场上存在服务空白的富裕客户（25万-100万美元）。它通过混业经营以发挥协同效应，在通过低佣金积累了客户后，将其引流向资管及银行业务，从而拓宽收入来源、分散经营风险。在战略执行过程中，嘉信也能够迅速纠错，始终坚持清晰一致的战略。
2. 引领行业创新，打造比较优势：嘉信还在产品和收费模式上不断创新，在业内首次实现上百种基金一站式选购，同时突破产品收费模式，投资者购买基金时不收交易费。另外，嘉信还在数字化上实现创新，利用数字化手段完善线上产品、交易、服务平台，打造卓越的客户体验，从而有效抢占客户资源。它在服务体系上落实创新，打造“现代”财富管理体系，为多层次客户提供定制化服务组合，创造性地搭建了注册投资顾问服务平台。
3. 选择性外部并购：嘉信围绕自身清晰的战略进行选择性外部并购，以增强业务规模与综合化经营能力，而不是单纯为了并购而并购。其并购及整合

的成功基础是核心业务模式和管理体系，凭借这些，它甚至能够做到“以小吃大”。

## 2.2.4 模式四：特色券商

特色券商模式以Jefferies为代表。它们通常提供较全的产品与服务，但是只专注于某一类客户、或深耕某一地区。Jefferies专注发展中型企业客户，已经成长为中级市场中的佼佼者。其业务涵盖中级市场客户顾问服务、证券研究分析与交易执行等全方位的投资银行服务。在并购、股票交易量等相关市场指标上，即使跟高盛等大行相比，Jefferies也毫不逊色（公司每年仅在纳斯达克上的交易量就占到纳斯达克交易总量的10%以上）。

**Jefferies能够成为世界一流的特色券商，背后的成功因素有：**

1. **客户至上的企业文化：**公司推崇和强调向客户提供更广泛、更好的解决方案；所有员工坚信良好的客户关系可帮助彼此共同成长。
2. **积极的交叉销售意识：**不同产品组和部门积极向现有和潜在客户交叉销售公司产品；确保客户们了解公司的全套服务，实现客户渗透率最大化，从而实现效益最大化。
3. **以人为本的人才发展战略：**从世界顶级商学院及研究所招聘最顶级的员工；重视员工自身发展，注重提高员工

自身价值；设立奖学金项目，奖励优秀员工的杰出贡献。

## 2.2.5 模式五：交易做市商

交易券商以机构销售交易为核心业务，深度参与场内及场外做市业务。Citadel Securities以“实现效率和流动性最大化”为口号，参与全球各大市场做市交易。其业务范围覆盖股票、期权和固定收益证券、外汇及大宗商品（FICC）做市，并且提供Citadel Connect等平台 and Smart Order Routing等智能下单工具，凭借更高效快捷的交易支持服务，其做市规模和交易额全球居首。

**Citadel Securities通过技术驱动和风险控制，成为交易券商中的一流明星：**

1. **技术驱动的量化分析。** Citadel最核心的部门是数量研究部，由数学家、物理学家、工程师和投资分析师组成，共同开发量化模型，为交易决策提供支持。Citadel率先将云计算、机器学习等技术渗透到每种业务类型，甚至提出“Citadel首先是一家科技公司，然后才做交易”。
2. **强有力的风险管控能力。** 风险管理人員每天模拟投资组合在500个极端场景下的压力测试（如金融危机卷土重来或911事件重演）。若模拟测试发现投资损失超过可容忍限度，Citadel就会调整投资组合。Citadel将管理资本的30%作为流动资金，以抵御风险。

## 2.3 错位竞争，国内券商行业的六种演化模式

### 2.3.1 行业整合已经启动，未来将进一步集中

目前国内证券行业近50%的业务都集中在行业前10的券商（见图9-1及9-2），很有可能向成熟市场CR10大于70%的趋势发展。近年来国内证券公司动作频频，呈现出三大整合趋势：

**趋势一、同业兼并：**表现为大中型券商选择性并购部分中小券商；

**趋势二、混业融合：**表现为民营资本进入，如科技龙头联合券商龙头，金融科

技引发券业变革等；外资进入，在扩大资金规模的同时引入国际专业能力；以及新国资进入，以宁波、青岛为代表的地方国资委申请券商牌照等；

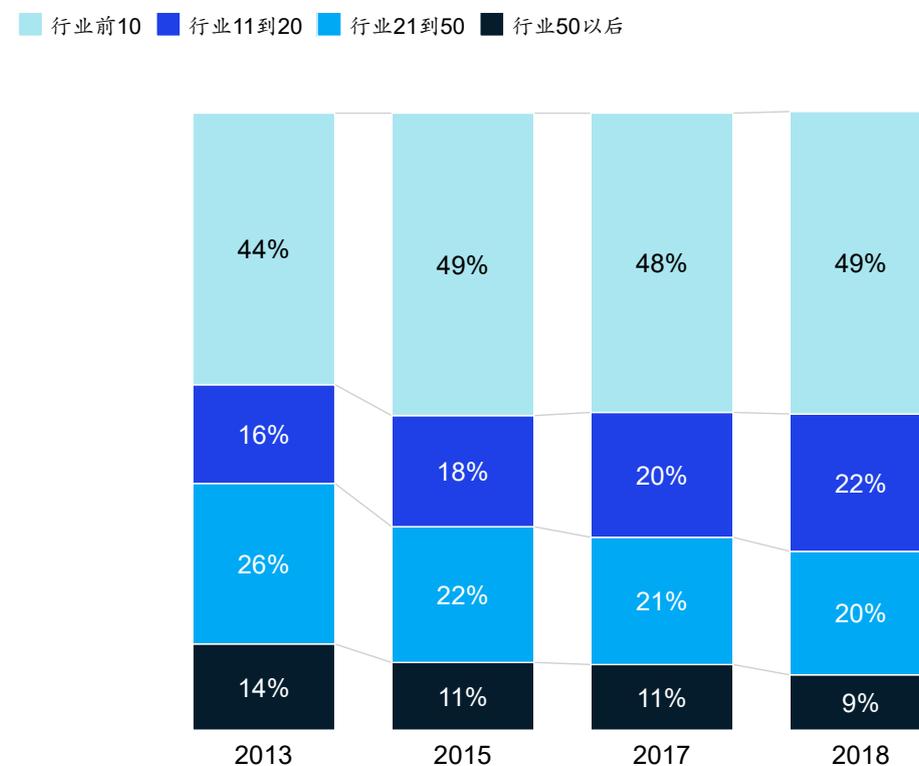
**趋势三、市场退出：**表现为部分中小券商因生存环境恶劣，铤而走险导致被重点监控甚至被接管等。

我们观察到，五大核心驱动因素将推动国内证券行业整合：

1. **头部券商通过并购补齐业务短板或者扩大区域覆盖：**如中金并购中投证券，补足零售经纪业务网点与客户短板，助力中金财富。而中信则通过并购广州证券增强中信在华南区域的业务

图9-1

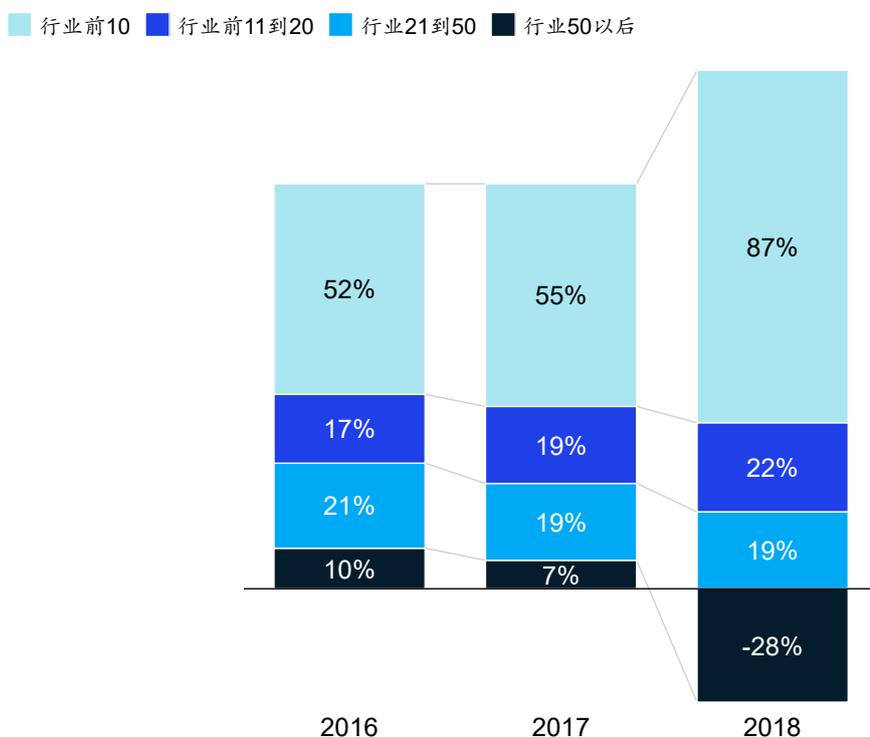
### 中国券商收入（按排名分布）



资料来源：Wind；SNL；文案检索；公司年报；麦肯锡分析

图9-2

## 中国券商利润（按排名分布）



资料来源：Wind；SNL；文案检索；公司年报；麦肯锡分析

协同，同时有望与广州证券前股东越秀集团在珠三角地区深度合作。

2. **头部券商与科技龙头强强联合，实现跨界合作：**以科技龙头为代表的行业新进入者拥有流量、资金、技术等专业能力优势，它们与头部券商合作，实现强强联合。如中金和腾讯于2019年9月联合成立金融科技公司，腾讯提供技术与流量入口，中金提供证券产品和业务能力，从而为中金财富与零售业务提供技术支持和客户拓展。
3. **在监管引导下，券商优化股权结构以实现自身资源禀赋再定位：**2019年7月证监会颁布的《证券公司股权管理规定》释放出鼓励证券公司差异发展的

信号。与此同时，券商也希望通过引入具有特殊资源的股东（如互联网、产业集团、外资等）调整自身资源禀赋。

4. **券商估值低，并购性价比高：**当前券商估值处于低位区，中小券商市净率（P/B）目前约为1.35倍，并购性价比凸显。
5. **中小券商自身发展陷入困境：**行业排名前10之后的券商，2018年净利润份额加总仅为18%，中小券商的发展空间已十分有限。与此同时，部分中小券商频频触及违规开展业务、风控指标不合规的监管红线。如华信证券2019年11月被证监会撤销全部业务许可，实施行政清理和托管。

## 2.3.2 对标国外券商行业发展历程，国内证券行业未来将分化为六类券商

在传统通道业务竞争日益激烈、利润率不断下滑的形势下，券商已逐步减少对经纪业务的依赖，开始呈现出分化发展

的态势。根据各券商业务类型及侧重、战略发展路径不同，国内券商将分化成：综合型的航母级投行和本土全能投行，专业型的零售财富券商、交易券商、精品投行和特色投行，共6类差异化的券商（见图10）。

图10

### 中国证券行业未来可能形成六类不同的券商

	特点	“候选”券商
<b>国际一流投行 (综合型)</b>	整体规模领先的综合性投行 较高(>30%)的国际业务占比 具有全球化的资源禀赋及资本实力	各细分业务领先的龙头券商 已有一定的海外业务布局 股东背景等资源禀赋强
<b>本土全能投行 (综合型)</b>	业务平台化、平台化发展，并形成协同 区域布局完善，全国性经营 具有较强的资本实力	排名靠前的“第一/第二梯队” 券商 领先的外资银行
<b>零售财富券商</b>	聚焦零售财富及资产管理业务 具有独特的获客能力(线上/线下) 相对轻资本运营，科技属性较强	现有零售客户资源多质量好的券商 互联网背景券商(包括未来可能新加入)
<b>特色投行</b>	聚焦特定区域、特定客群(如中小企业) 或/和特定行业 基于客户需求差异化发展业务组合	现有区域型中小券商转型 部分外资券商
<b>精品投行</b>	以并购等业务为特色 明星团队聚焦行业标杆项目 规模有限，轻资本运营	现有投行团队强的小型券商转型 明星团队创业 部分外资券商
<b>交易券商</b>	以机构销售交易为核心业务 深度参与场内及场外做市业务 相对重资本运营	目前A股做市空间有限，短期预计做市商模式较难形成，未来外资券商会有优势

资料来源：麦肯锡分析



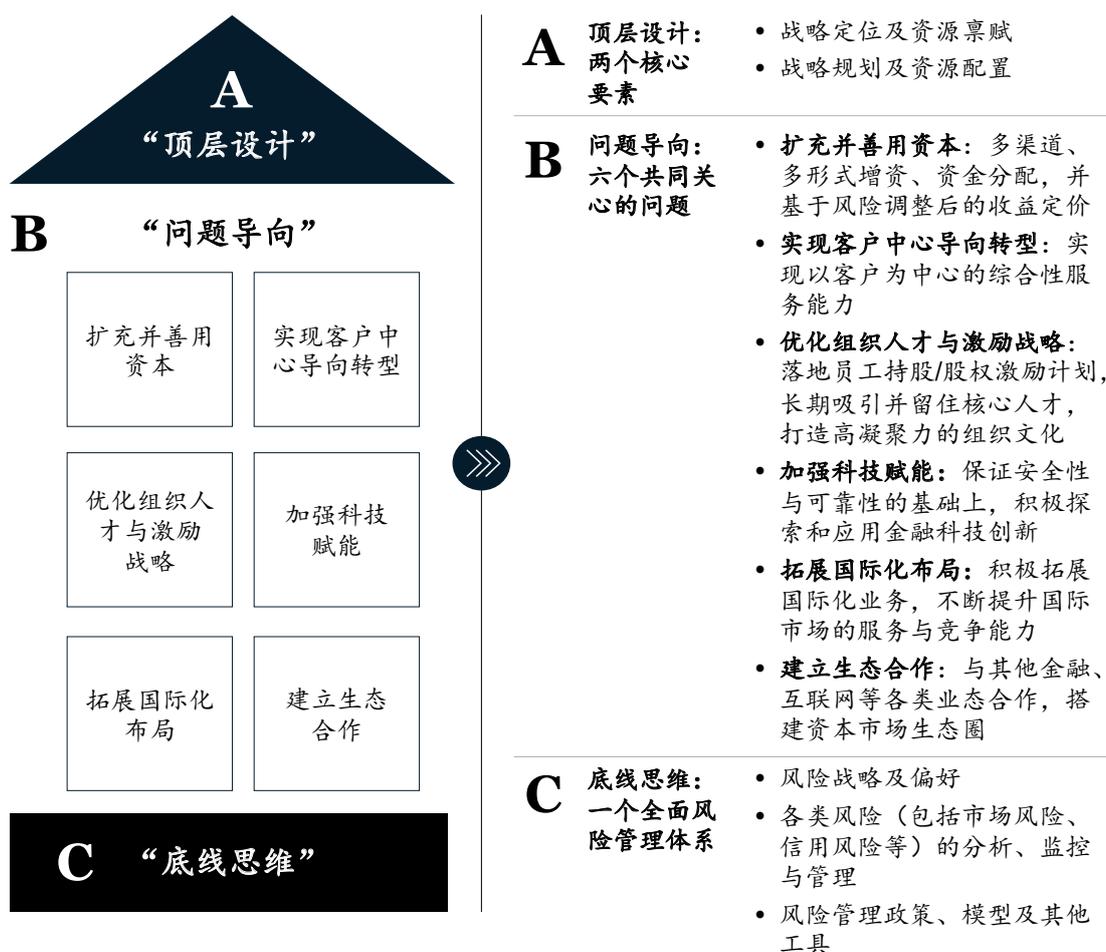
# 第三章：守正出奇，战略破局

## ——中国证券公司三大制胜要素与六大核心能力

在行业加速整合分化的背景下，国内券商要想避免同质化竞争，找准自身定位至关重要。国内券商应把握“顶层设计”、“问题导向”和“底线思维”三大制胜要素进行差异化发展定位与路径设计，抓住改革元年的发展机遇（见图11）。

图11

### “顶层设计”、“问题导向”和“底线思维”三大利器



资料来源：麦肯锡分析

## 3.1 顶层设计：路径选择、战略规划与资源配置

在机遇与挑战并存的新环境下，券商需要对自身资源禀赋有更清晰的认识，战略定位更精准。然而国内券商通常实施体系不健全，资源配置没重点导致“有原则、无细则”，“有战略、无执行”。因此券商在顶层设计上除了通过公司战略回答“去哪里”，还应明确实施路径和资源配置，回答“怎么去”，从而实现多位一体的战略布局。

### 3.1.1 结合自身资源禀赋明确公司战略定位和路径选择

一家公司的战略定位既取决于“先天”禀赋又离不开“后天”的资源获取。如高盛自1869年成立以来一直定位于服务机构客户的大投行，旗下资产管理业务是唯一提供个人服务的业务线。100多年以来高盛虽历经几次业务转型，但服务机构客户的定位始终不变。嘉信基于折扣券商的资源禀赋，专注于财富管理业务。公司历史上的若干次并购交易只是为了扩张业务规模以及提升产品能力，并未盲目扩张至其他客群与业务品类。

中国券商此前在全牌照思维下开展同质化竞争，瓶颈尽现。要继续发展，券商必须结合自身禀赋明确定位，我们认为股东资源作为核心资源禀赋之一，将扮演更重要的角色。金融协同、产业融合、地方资

源和生态合作，将成为券商争取股东资源的四个潜在方向。

1. **金融协同**：券商与银行系或金控集团股东实现资金端、资产端等多项协同，如中银国际、平安集团；
2. **产业融合**：券商利用股东的产业背景，进行产业赋能与资源融合，如五矿集团、首创集团等；
3. **地方资源**：券商背靠地方国资委，助力地方金融发展；
4. **生态合作**：券商与互联网企业进行跨界融合，实现流量入口和科技赋能，达到金融专业能力融合与资源互换。

券商一方面考虑“先天”禀赋，另一方面也可以积极改变股东结构调整资源禀赋。具体而言，它们可以通过以下四大途径调整资源禀赋，从而改变战略定位和路径选择。

**上市**：打开补充资本的重要途径；

**引战**：引入具有优质资源的大股东，如拥有资金资源的银行、拥有客户资源与流量入口的互联网企业等；

**并购**：通过横向整合或纵向并购获取并整合核心资源；

**合作**：不改变股权结构，但是通过与同业或跨业领先玩家进行排他性的战略合作，实现资源共享、能力共建，获取超额利润。

### 3.1.2 结合自身定位制定实施规划、优化资源配置

各券商选择的发展路径不同，其核心资源配置也会有所差异。首先券商应定义盈利目标与风险的关系，明确对不同类型的风险能承受多少敞口，再定义各业务条线的发展优先级，明确主引擎业务。

围绕券商的发展重点和主引擎业务分配资源，加大对主引擎业务在人力、资金和授权等方面的资源倾斜。许多券商的资源分配比较粗放，对各业务线“平均分配”或“按需分配”。鉴于中小券商盈利承压的现状，它们必须精细测算投入产出，集中一个主要业务进行资源投入，同时，也要重视对科技和中后台的投资。面对日益攀升的科技和人才成本，即使致力于发展全业务线的龙头券商，也必须合理分配资源，量入为出。

业绩目标与风险偏好和资源投入挂钩，券商可对各业务设定风险调整后资本收益、风险调整后利润等财务目标，并将激励措施与风险调整后的绩效相挂钩。

## 3.2 问题导向：提升六项能力——资本、客户、人才、科技、国际化与生态圈

战略定位不同的券商，战略重点也不尽相同（见图12），与之相应的差异化能力建设方向和资源投入也各异（见图13）。我

们认为扩充资本、向以客户为中心转型、人才体系建设、科技应用、国际化拓展和打造生态圈是券商面对的六个共性发展主题，定位不同的券商对六大主题的解题思路和破题点也会有差异。

### 3.2.1 扩充并善用资本：多渠道增资，基于风险调整后收益分配并定价

目前国内券商的体量和国际投行相差甚远。未来，重资本业务与轻资本业务的“轻重并举”将成为券业的发展趋势，因此券商需扩充自身资本并建立资本使用机制。

首先，券商应该根据自身业务发展策略明确资金方案。券商应明确自身增资用途（如资本中介业务、并购、国际化发展、科技投入等），然后基于战略定位、业务发展战略和业务组合，了解业务发展对资本金规模的要求，同时还应明确增资来源、方式和时点。

第二，券商要建立长效的资本补充、配置及定价体系。券商要计算并梳理重点业务的资本金缺口，然后根据自身的资源背景，决定并实施资本扩充策略。上市券商宜采取定增、配股、次级债等形式进行融资。非上市券商则可通过上市、引入能带来更大资本规模的股东等方式进行扩资。

图12

## 不同类型的券商，战略关注重点不同

券商类型	战略重点示意
国际化航 母级投行  	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>以创新为突破拓展国际化业务：</b>以衍生品等创新业务带动国际化发展，提升机构客户占比，缩短与国际投行差距并加强海外分支机构布局；同时加强创新业务的风险管理与海外当地业务的政策风险防范</li> <li>• <b>强化资本扩张和资本运用能力，扩张重资本业务：</b>在境内外实现多渠道、多形式融资，发挥头部券商在海外和再融资市场的优势，优化融资结构，多管齐发补充并善用资本金</li> <li>• <b>制定“科技”引领战略：</b>不仅在传统业务实现前中后台的数字化，更要提前布局区块链等前沿金融科技，实现全方位发展</li> </ul>
本土全能 投行  	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>低成本补充资本金：</b>多渠道扩充资本金，如引入具有优质资金资源的大股东（如银行等）</li> <li>• <b>建设灵活高效的治理机制：</b>通过混改、合伙人等创新体制机制吸引并保留核心人才，建立“业务全能化”的人才保障</li> <li>• <b>建立生态合作，实现快速扩张：</b>通过引战、并购等有机发展方式快速扩大业务规模或客户基础，通过弯道超车打造领先优势</li> </ul>
零售财富 券商  	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>转型“资产增值”驱动财富管理，取胜跨牌照竞争：</b>发挥券商在一级市场价值发现、投行与财富管理联动等综合金融服务等方面的优势，并苦练投资研究和产品创设等内功，以帮助客户资产增值为驱动力，建立跨牌照优势</li> <li>• <b>通过生态合作，建立批量获客网络：</b>通过引战、并购、合作等方式获取互联网平台或线下渠道的客户流量与入口，批量获客</li> <li>• <b>金融科技赋能，建立多层次的产品覆盖体系与投顾赋能工具：</b>对外，打造面向客户的智能投顾工具，覆盖大众客户；对内，建立系统工具从财务规划能力到投资咨询能力端到端地赋能投顾</li> </ul>
精品投行  	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>建立有竞争力的激励机制：</b>业务起步期，通过有竞争力的激励机制吸引并购整合明星银行家，以汇聚头部客户，做出知名的交易</li> <li>• <b>逐步拓展“投行生态圈”：</b>围绕头部客户，构建以股权融资、并购咨询、产业资源整合为核心的运作模式，延长业务链条并拓展服务周期</li> <li>• <b>人员能力平台化：</b>业务成熟发展期，通过组织架构重塑，协同作战机制、以公司整体业绩为考核导向等方式将明星银行家的个人能力沉淀为组织能力</li> </ul>
特色投行  	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>找准特色定位并建立壁垒：</b>以股东资源等禀赋为基础，聚焦某一区域、某一行业或某一领域，形成特色化解决方案，打造差异化市场定位并建立壁垒</li> <li>• <b>建设灵活高效的治理机制：</b>通过混改、合伙人等创新体制机制提升特色投行对核心人才的吸引力</li> </ul>
交易券商  	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>强化资本扩张与资本运用能力：</b>多渠道扩充资本金，如引入具有优质资金资源的大股东（如银行等）</li> <li>• <b>科技赋能打造安全、高效的交易基础设施：</b>建立功能强大的交易服务中台和后台业务系统，前者提供接入、路由、策略等交易服务；后者支持一键、分批次实时清算，并支持业务仿真</li> <li>• <b>建设量化风险管理能力：</b>建立数据驱动的、基于统计模型的实时风险监测、预警、上报系统，通过量化风险因子，监控并预测市场性波动带来的预期风险</li> </ul>

资料来源：文献检索；麦肯锡分析

图13

## 券商选择不同的发展路径，能力建设方向也有所差异

	业务构成	资本实力	科技赋能	风控能力	人才能力
综合类 	<b>航母级投行</b> • 全业务线，包括复杂业务和创新业务 • 国际业务占比比较高(>30%)	• 重资本，资本要求 <b>最高</b>	• 全面转型和引领，自主开发，投入 <b>最高</b>	• 业务复杂，风控要求 <b>最高</b>	• 组织能力， <b>高度平台化</b> ，对个人依赖度低
	<b>本土全能投行</b> 	• 业务线较全 • 全国性布局，适当国际化	• 重资本，资本要求 <b>较高</b>	• 全面转型，投入 <b>较高</b>	• 组织能力为主
专业类 	<b>零售财富券商</b> • 专注零售经纪业务和财富管理	• 轻资本，资本要求 <b>较低</b>	• 有侧重投入，投入 <b>中等</b>	• 风控要求 <b>中等</b>	• 平台能力和明星投顾兼具
	<b>精品投行</b> 	• 专注以并购重组为主的投行业务	• 轻资本，资本要求 <b>较低</b>	• 需求较低，投入 <b>最低</b>	• 依赖明星银行家个人能力
	<b>特色券商</b> 	• 深耕特定区域、行业或规模的零售/企业客户	• 轻资本，资本要求 <b>较低</b>	• 有侧重投入，投入 <b>中等</b>	• 平台能力和个人兼具
	<b>交易券商</b> 	• 专注销售交易做市业务	• 重资本，资本要求 <b>较高</b>	• 有侧重投入，投入 <b>中等</b>	• 依赖明星团队能力

资料来源：麦肯锡分析

### 3.2.2 向以客户为中心转型：围绕核心客户实现业务协同、提供综合服务

过去，券商以产品为中心，主要通过价格战占领市场，进行高成本的渠道投入，围绕产品和销售组织内部运营及管理。未来，应该转变为以客户为中心的模式。实现客户驱动，挖掘客户全周期需求，通过增加客户粘性来占领市场；针对客户行为偏好进行渠道建设并围绕客户组织内部

运营及管理。此外，公司业务价值的衡量指标也要从产品销量转变为客户价值。

在我们看来，以客户为中心的转型解决方案应该从客户战略、覆盖模式、组织治理、业务系统和系统支撑五大维度入手。

**确定客户战略：**从企业、零售、机构三类客户的全周期需求出发，明确重点客户和产品的供给；同时梳理现有客户旅程，发现核心业务痛点和待提升点。比如在执委会常设环节，评估关键客户有哪些业务

在其他投行办理，CEO可提出任意问题，由相应合伙人或MD来回答。此外在季度性客户评估中，每个客户的服务代表会汇报客户的关键指标，如业绩表现、收入贡献、产品需求等，探讨客户尚未满足的需求以及潜在新业务机会。

**优化覆盖模式：**优化跨业务条线或产品的客户覆盖模式，对重要的企业和机构客户，可采取“1+N”的覆盖模式，即一位专门的客户关系经理负责客户关系，然后针对客户的各类需求联系相应业务领域专家（如股权，并购，金融衍生品专家）进行服务；同时客户关系经理可以代表公司做出承诺，并能得到公司内部授权。

**组织治理架构：**设置协同机构，如领先投行设立战略潜在客户管理部门（一般是投行部和投资管理部的“合资部门”）专注于投行和资管的跨部门营销和服务，并协调相关交易。对投行关键客户设立了“协同工作小组”，由各业务合伙人组成，共同规划如何协调各业务线，从而最有效地挖掘客户潜力。

**促进业务协同：**建立协同激励机制，通过双边记账、提高交叉销售考核权重占比等手段，促进跨部门、跨业务线的高效协同。如高盛建立了内部业务贡献评价报告制度，跟踪员工在客户关系维护中的具体贡献；同时采用双边记账的业绩归属机制，促进交叉销售。此外在年度薪酬考核中加入了员工360度考评机制，强化了员工的协同意识。

**构建支撑系统：**建立跨业务条线的客户关系管理及服务管理系统，实现客户资料

一体化、中央化，用数据手段实现协同机会自动识别、自动告知和记录。

综合型券商通常需要全客群、全业务线、全渠道覆盖，尤其是针对大型企业、高净值个人和大型机构，券商需要提供一揽子服务。而专业型券商在客户和产品供给上有所侧重，专注于特色业务和产品。在支撑系统构建上，综合型券商业务复杂，客户数量众多，通常要构建集团层面的客户关系管理（CRM）和交叉销售系统，以支持大规模业务协同及核心账户管理。

### 3.2.3 优化人才体系：探索合伙人机制，激发内生动力，打造团队凝聚文化

不论是平台作战的综合型券商，还是依赖明星团队的精品投行，人才始终是第一生产力和业务驱动力。如何通过激发人才的内生动力，实现人才价值最大化，是每家券商都时刻关注的问题。麦肯锡认为，券商人才体系建设有四大抓手，分别是关键岗位识别、合伙人机制、人才价值主张和组织健康度。

**识别出推动变革的关键人才：**依据麦肯锡的Talent to Value方法，通过分解企业战略识别出组织中对战略达成最为关键的2%核心人才，然后将其作为战略执行、甚至备选合伙人重点培养（见图14）。

**建立合伙人机制：**国内券商可借鉴高盛“人力资本”导向的合伙人制度和万科“激励员工”导向的合伙人制度，推出“事业合伙人机制”，采取员工持股、项目跟投、奖金池分红等多种激励手段。更重要的是，这些手段在激励关键

图14

## 关键岗位识别5步法

	1	2	3	4	5
<b>目标</b>	<b>战略目标及价值设定：</b> 明晰公司未来业务目标	<b>一级战略举措分解：</b> 基于目标识别关键差距，列举行动举措	<b>二级战略举措分解：</b> 将一级举措拆解到可执行颗粒度	<b>关键岗位识别：</b> 根据二级举措，链接关键岗位，包括举措负责人，主要贡献者和参与者	<b>价值赋予：</b> 根据整体价值测算与职能分解，结合岗位属性进行价值赋予
<b>目标实现方式</b>	通过高层战略研讨会统一战略目标	组织核心一级举措负责人共同研讨	组织各关键二级举措负责人共同研讨，并引入行业外部专家意见	建立分析模型，赋予岗位价值	
<b>关键成果</b>	定义2021年战略目标	形成投行、资管、风控等8大职能的一级举措	进一步拆解为二级举措	根据二级举措，形成了关键岗位清单	各岗位价值排序

资料来源：麦肯锡分析

人才的同时，还能实现个人与公司利益一致，共同开创事业，持续创新的热情，建立“同愿、同信、同力”的合伙人文化。

**形成人才价值主张：**我们建议券商通过员工价值主张(EVP)方案，围绕“伟大公司”、“优秀员工”、“具有前景的公司”和“有吸引力的回报”四点，建立差异化、具备竞争力的“人才价值主张”，从而明确自身在人才市场的差异化定位，全面提升对人才的吸引力。

**提升组织健康度：**同等关注“财务绩效”和“组织健康”，通过OHI组织健康调研，券商可以量化组织问题，发现能够提升的领域，落实提升举措。

### 3.2.4 加强科技赋能：探索和应用金融科技创新，保证安全与可靠

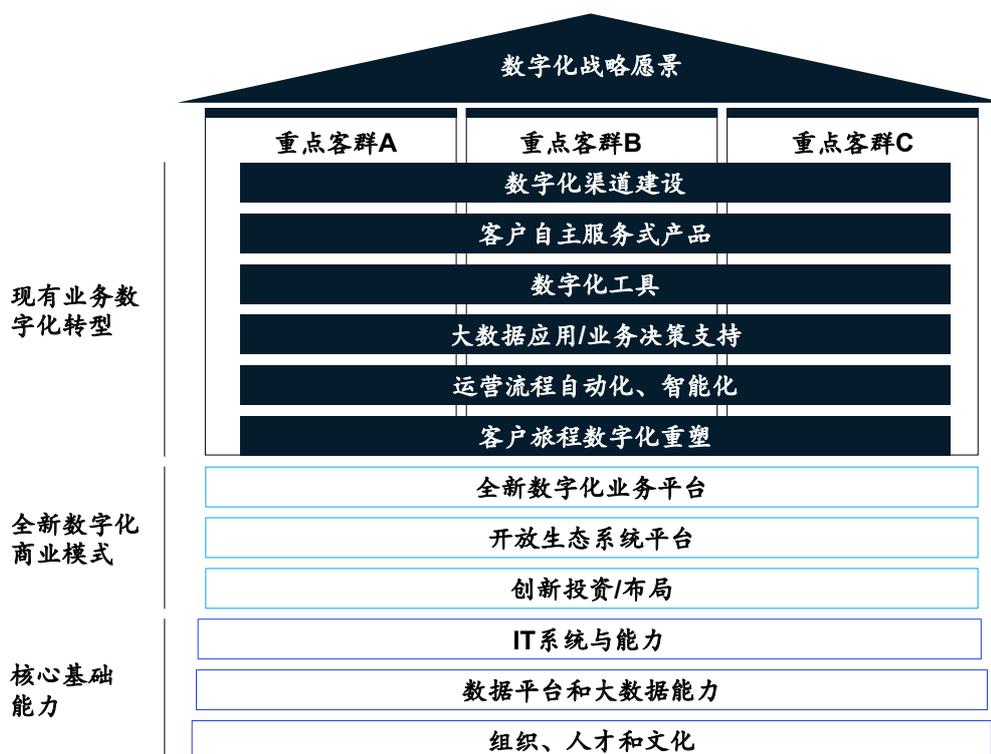
数字化与金融科技引领下的创新已成为时下最重要的趋势，以高盛、摩根士丹利为代表的国外一流投行均在金融科技与数字化转型中投入了大量资源。我们认为国内券商应避免数字化建设与战略方向脱节，要确保数字化战略完全契合整体战略。同时，券商要围绕现有业务转型、新业务模式探索和数字化能力三方面实施十二大重点举措(见图15)。

**数字化和金融科技对资金和人力资本投入的要求很高，不同类型券商应选择适合自身的数字化转型路径和资源投入。**

1. **综合型券商应选择全面数字化转型路径：**传统业务前中后台数字化及前沿金融科技投入双管齐下，要保持较高的投入水平(一般而言，数字化相关投入占到年均收入的~10%或利润的~30%-40%)。组织上技术团队与业务部门一一对应，人才方面，技术

图15

## 十二大重点数字化举措



资料来源：麦肯锡分析

背景人才占比应该逐步增加至30%以上。另外，核心系统和平台应尽量自主开发，仅将少量辅助性功能外包，保证一定技术壁垒。

2. **专业型领先券商应在细分领域实现创新引领：**如在赋能传统业务的基础上，点状投入行业领先的科技创新应用。如嘉信是最早开发智能投顾的财富管理机构，成立了创新项目组进行敏捷开发，以中等程度投入换取最优回报。
3. **专业型普通券商应选择赋能核心业务：**高度重视投入产出比，如专注线

下财富管理的Edward Jones仅在投顾数字工具台等回报最大的1-2项应用上进行投入。

### 3.2.5 国际化布局：拓展国际化业务，提升国际市场服务与竞争能力

金融危机后，国际券商的海外业务占比稳定在20%-40%，从而保证业务结构更加合理。国内券商国际化业务将持续受国家战略和市场国际化需求、境内客户跨境金融服务需求和海外客户在中国投融资服务需求三大因素驱动。领先券商应在市场、业务及组织上推动国际化。

**市场上，踩准政策节奏、制定布局策略。**券商应根据不同国家和地区选择布局节奏和策略，美国投行曾跟随美元国际化的“本土-西欧-亚洲”策略；日本野村证券随着客户走出去，形成“亚洲-美国-欧洲”策略；中国券商过去几年国际化路径趋同，均是“香港-亚太-全球”。纽约、伦敦、新加坡等市场活跃、人才成熟的地区，欧美投行具有先发优势，中国券商可以将增长潜力大且具有政策红利的地区纳入考量范围。

**业务上，循序渐进，从跟随客户做强优势业务到做强新区域的当地特色业务。**参考国际同业最佳实践经验，券商在新市场开拓期应避免全面铺开，要将资源集中在传统优势业务上。同时应重质量而非规模，避免低附加值通道业务。目前中国券商的国际业务仍以中资企业的承销收入为主，经纪、机构服务、资管等业务占比不足20%，下一步需要结合每个地区各自的定位以及牌照资源布局制定清晰的业务发展规划，做强所在国业务是券商国际业务持续发展的关键。

**组织上，先有机后无机。**券商可以从成立分公司、合资公司或独资子公司入手，再逐步过渡到收购国际投行在当地业务，实现逐步发展、逐个突破。并购将成为国内券商跨越式发展国际业务的主要手段，因此如何进行标的选择、收购前的准备工作以及收购后的业务整合能力都非常重要。要实现成功的并购交易，国内券商应该通盘考虑战略、财务、业务、风控合规、运营、人力、文化等各个方面，这将成为其未来的主要挑战。

对于大多数专业类券商，国际化并不是当前发展的第一要务，围绕客户需求先立足香港市场、审慎布局，将成为国内专业类券商的主流选择。

### 3.2.6 建立生态合作：围绕战略客户，跨业搭建资本市场生态圈

麦肯锡认为券商的生态圈战略需要“三步走”，明确三大核心问题——从哪里切入？怎么切入？如何推动实施？

**明确定位：从哪里切入？**金融生态圈的本质是高效连接客户的资金和资产需求，沉淀并打通数据，辅以金融科技手段，更精确地实现价值发现、交易撮合和风险评估。在金融生态圈中，券商可捕捉的机会在于价值发现和交易撮合。具体表现为，B端生态圈中，综合型投行或精品投行围绕客户的融资需求、资产管理+财富管理需求、产业整合和市值管理需求，打造“大投行生态圈”，实现以优质客户为中心的产业资源整合并发挥协同效应。在C端生态圈中，综合型投行或零售财富券商有机会通过满足客户的股票交易、投资理财以及财富传承等需求建立“财富管理生态圈”。

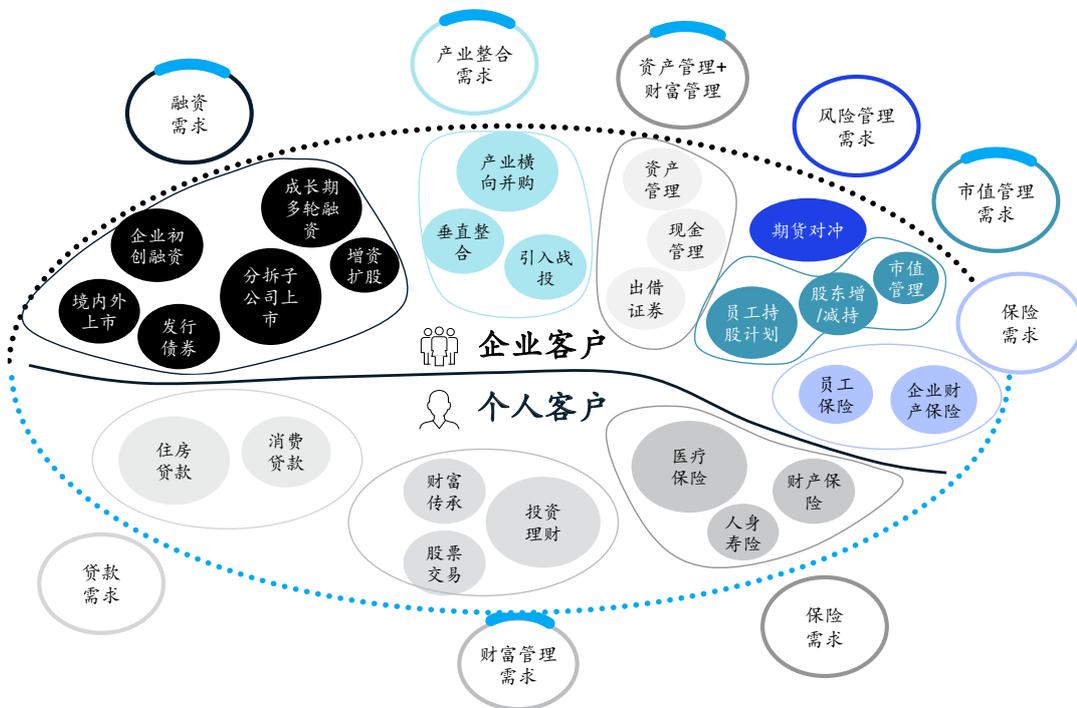
券商可根据自身禀赋明确其在生态圈的定位（见图16）：是成为引领者——生态圈内或跨生态圈主要的价值发现和交易撮合者；抑或是成为参与者——与更大规模的券商战略合作。

**明确方法：怎么切入？**券商基于对生态圈的主导意愿、综合实力和对合作约束力的期望三大因素评估，选择商业合作、战略联盟或股权合作。

图16

## 金融生态圈及券商机遇

券商能把握的机遇



资料来源：麦肯锡分析

**明确能力要求：如何落地？** 券商需要在核心客户布局、产业资源整合、协同作战、科技赋能等方面建立相关能力，并积极应对监管不确定性。

### 3.3 底线思维：建设全面风险管理体系，把握业务资本化与客户机构化的多重机遇

监管部门对券商在风险管理及合规方面的要求越来越严格，与此同时业务资本化也对券商风险管理能力提出更高要求。因此，如何满足外在监管要求和内在发展需求，建设全面风险管理体系、完善风险管理能力已成为国内券商当前的重要议题。

外在监管政策引导良性发展，内在发展要求守住风控底线：近几年各家券商从场外配资、股票质押等业务中汲取了一定经验教训。风控更为有效、业务更加均衡的优质券商，有望实现全业务链综合发展。而风控实力较弱的券商尚不具备与创新业务相匹配的风控实力。

复盘国际领先同业的最佳实践，我们发现，券商在风险管理能力建设上存在四大阶段：1) 风险监控：只关注事后损失控制和合规响应，风险的价值仅限于事后“简单检查”；2) 风险量化：打造风险量化分析能力，开始主动识别风险和潜在问题；3) 价值保护：提升风险/回报以保护业务价值，风险与业务是伙伴关系，风险监督与保护业务，为业务出具风险管控意

见；4) 价值创造：风险管理融入战略并支持业务发展，能够前瞻性、有效和高效地实施风险监测和管理，为战略和运营决策持续创造价值。

目前国内券商风控能力尚处在阶段二，即风险量化的初期，仍存在风控职能与业务脱节、数据收集管理难度大、信息系统陈旧和人才机制不完善等问题。随着创新业务的不断增加，风险敞口计量挑战也将不断增大，根据券商的业务类型与扩张规模，对其风险管理能力的要求也有所不同。

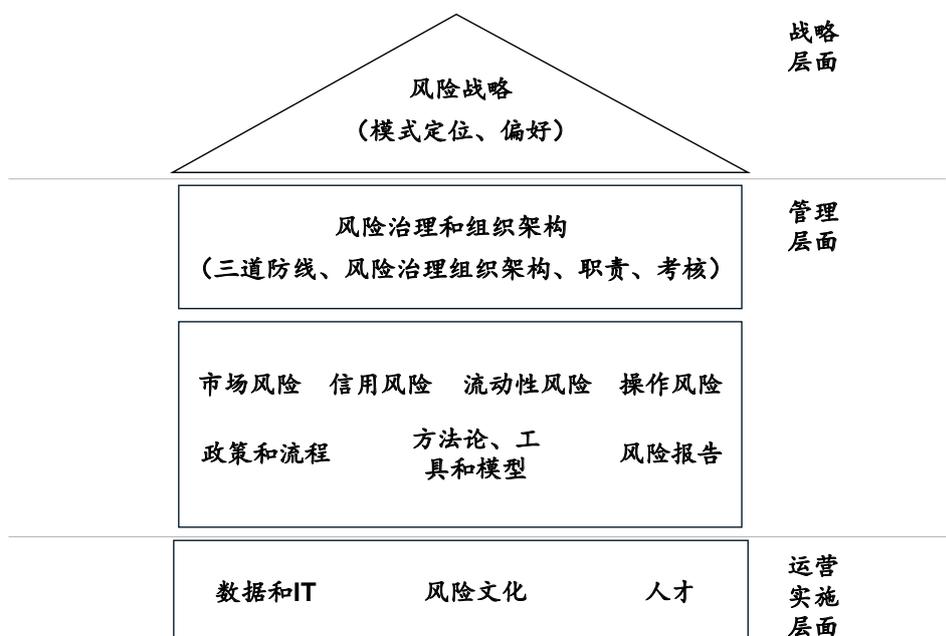
为了支持业务稳健增长，券商需打造全面风险管理体系，在风险战略、风险治理与组织架构、风险政策与流程、工具与模型、风险报告体系、数据与IT赋能、风险

文化和人才团队八个方面持续投入资源（见图17），实现各业务条线、分支机构、子公司、风险类型及人员的全面覆盖。

- 1. 明确风险战略：**明确并量化自身的风险偏好，引入风险量化指标，如风险价值模型（VaR）、风险调整资本收益（RAROC）等。将风险偏好与战略相匹配，确保具备所需资源及系统来应付新业务带来的敞口，同时针对不同的风险种类设定清晰的指标控制，并建立超越限额时的有效缓释举措。
- 2. 实施风险治理与调整风险相关组织架构：**围绕“三道防线”完善组织治理结构，明确一线团队职责；引入风险绩效考核机制，将核心指标纳入业务部门的考核体系中；建立总分结合

图17

## 全面风险管理框架



资料来源：麦肯锡分析

的派驻制风险管理组织，搭建权责明确、边界清晰的风险决策机制；实现有效的资本管理，从而在风险调整的基础上，有效分配并储备充足资本。

3. **健全风险政策和流程：**结合风险战略、风险治理模式和组织架构，进行全面风险诊断（包括政策、工具、报告等）和优化，制定并严格执行风险相关政策；梳理各部门风险职责及相关风险流程；制定全面风险管理办法，提供单一风险管理框架指引，健全以全面风险管理办法为核心的风控流程体系。
4. **构建风险管理所需的工具和模型：**针对主要风险类别，设定量化指标的计量与跟踪方法；落实关键风险指标的预警监控，形成指标超限的应对措施指引；开发各类风险的监控、识别和预警等统计模型，利用业务数据不断优化模型准确率和效率，积极探索机器学习等先进技术的模型应用。
5. **落实风险报告体系：**搭建金字塔式、由上至下层级清晰的差异化风险报告体系；实现风险报告的全自动化生成；发挥预警监控功能，结合计划性与针对性的专项检查，执行飞行巡检，及时发现风险预警并采取风险缓释措施。
6. **实现数据和IT赋能：**建立风险数据集市，作为风险管理数据应用分析的统一调用归口，方便数据的跨产品运用、赋能多样的风险应用；搭建风险管理

系统、风险预警及上报系统等，结合前端业务发展需求，不断提升数据与IT的业务赋能价值。

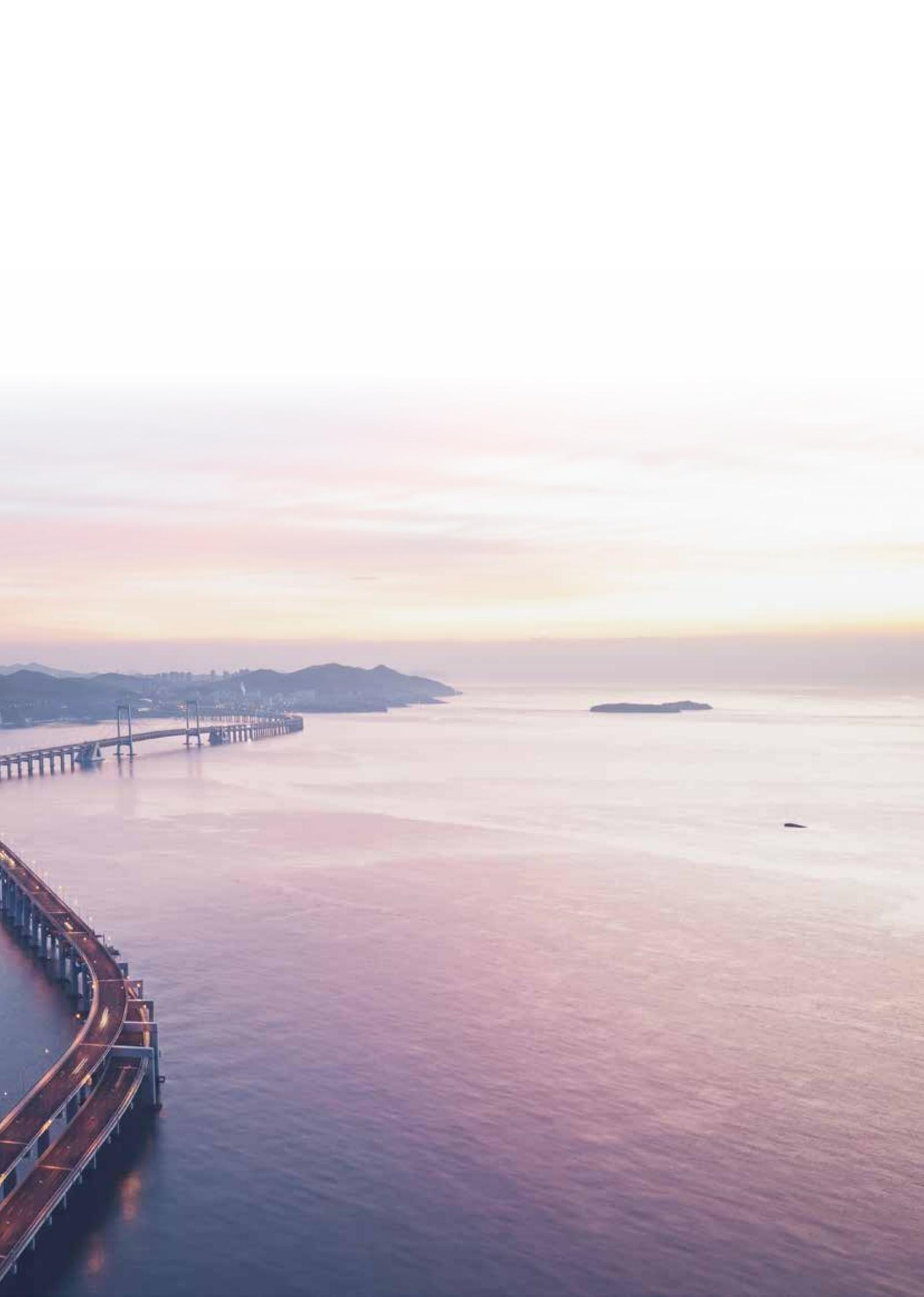
7. **培养风险文化：**在全公司自上而下地建立和推行风险意识和风险管理文化，建立起覆盖所有部门与职能的严格问责与上报文化，鼓励员工积极上报存在潜在风险的做法（甚至可以直接向CEO/CFO/CRO上报）；将风险文化和行为作为绩效考核要素之一，例如在年度绩效考评中对员工在风险管理和声誉相关判断方面的表现进行评价。
8. **建设风险人才队伍：**首席风险官为第一风险负责人，推动风险治理及体系搭建的相关工作；招募熟悉业务流程且具备丰富风险管理实操经验的资深风险专家（包括风险经理、风险建模师等），组建强有力的风险专家团队。

券商应建立风险预警机制、风险指标体系和动态风险监控系統，实现对同一业务条线、同一客户风险的集中统一监控，聚焦风险计量模型和压力测试，尽快实现对信用、自营和资管等业务条线的市场风险、信用风险、流动性风险量化管理。综合性券商创新业务较多、业务复杂程度高，对风控要求更高，应该加大风控的信息系统投入，将风控系统内嵌于公司整体系统，以实现实时动态管理，如高盛的SecDB，贝莱德的阿拉丁等，并不断完善风控组织、人才和文化等配套资源支持。

# 结语

本轮资本市场改革的速度和力度都是空前的，中国证券行业迎来了全面发展的拐点。未来，行业将面临进一步分化整合。券商应该基于自身资源禀赋，通过多位一体的顶层设计、问题导向的能力建设以及全面的风险管理体系三大制胜要素，从资本实力、服务模式、人才梯队、科技赋能、国际化布局与生态圈建设六大维度构建核心能力，从而建立差异化优势。面对历史性的机遇与挑战，明确自身价值主张，制定错位竞争的战略蓝图与发展路径，从而为业务腾飞积聚能量，制胜未来。





## 关于麦肯锡公司

麦肯锡是一家全球领先的管理咨询公司, 1926年创立于美国, 致力于为企业和公共机构提供有关战略、组织、运营和技术方面的咨询, 足迹遍布全球60多个国家和地区的120多座城市。来到中国内地三十余年来, 麦肯锡一直致力于帮助本土领先企业改善管理技能和提升全球竞争力, 并为寻求在本地区扩大业务的跨国企业提供咨询, 同时也积极参与中国公共政策咨询和公共事业建设。目前在中国区开设了北京、上海、深圳、香港、台北及成都等六家分公司, 共有70名合伙人, 500名咨询顾问, 以及150名研究员及350名专业支持人员。

## 关于麦肯锡中国区资本市场咨询业务

麦肯锡资本市场咨询业务主要服务于大中华区领先的证券公司、基金公司、财富管理与资产管理公司等机构, 涉及战略、转型与创新、数字化与金融科技、互联网金融、全球化、组织管控、领导力培养与文化转型等广泛领域。与此同时, 我们依靠麦肯锡遍布全球的资本市场专业咨询顾问和调研及分析人员的庞大资源体系, 汲取智慧并有力地支持我们为本地地区的客户提供服务。

## 关于作者



盛海诺

全球董事合伙人  
香港分公司



袁伟

全球副董事合伙人  
上海分公司



王璞

资深项目经理  
上海分公司



吴抒璠

初级项目经理  
北京分公司



王鹏

咨询顾问  
深圳分公司

作者在此感谢同事于志洋、谢智、邵思怡、胡嘉逸、王培希、鲁志娟、李晓韵、林琳和Glenn Leibowitz对本报告的贡献



