

大市導航

券商：日本證券行業的榮與觴

金融大爆炸及網路券商的崛起極大的改變了日本證券行業競爭格局。從日本證券行業的發展歷史來看，共經歷了四大階段：高速發展期、大蕭條期、混業經營及網路券商崛起。隨著互聯網的普及和金融創新的大發展，日本券商的業務逐步多元化，券商分層更為清晰。以綜合業務為主的五大綜合券商擁有市場的絕對主導權；以地方為根基的中小券商尋求差異化；網路券商精耕零售業務，市場份額已占到零售業務的80%。我們在研究了日本券商的發展後，總結了以下特點：

1) 交易市場參與者主要以機構客戶為主。從日本證券市場的投資者結構來看，主要有三類客戶，其中海外投資者占比最大，約占整個證券投資市場的60%，國內機構約占10%，剩餘30%為國內個人投資者。對比中國證券市場投資者結構，中國仍以國內個人投資者為主，占比高達81%，而機構投資者占比遠低於日本，一般法人、投資基金及其他專業機構合計僅占19%。

2) 行業集中度非常高。日本券商目前的格局是以5大綜合性券商為首，其次是專注於地區性的中間券商，最後是網路券商。日本證券行業具有集中度非常高的特點，尤其是綜合性大券商在機構業務和一級市場業務中佔據絕對優勢地位，而國內機構投資者由大中小型傳統券商共同服務，網路券商基本沒有任何份額。相對地，網路券商由於提供低廉的傭金以及互聯網服務，搶佔了80%的個人投資者交易份額。

3) 自營收入占比非常高且比例穩定，受市場影響小。在2006年以前日本證券業的經紀傭金收入占比超過50%，但在經歷大蕭條和網路券商加劇競爭後，日本的傳統券商不斷調整業務結構，形成了自營收入占比頗高且比例較為穩定的特殊局面。形成這種局面的主要原因是，在日本自營收入除了包含券商自有資金的投資以外，還包含了大宗商品交易、做市商等。

4) 中小型券商以服務本地客戶為主，傭金率較高。儘管網路券商興起，但是中小券商的傭金率仍處在較高水準。一方面是由於爭取的客戶類型略有不同，另一方面是由於中小券商客戶集中在較為年長的客戶。這類客戶通常更為關注人與人之間的交流，且由於忠誠度較高，僅僅因為低傭金率而更換券商的動力不足。

日本證券行業的榮與觴-對中國證券行業的啟示：相比日本經濟大蕭條及網路券商加劇競爭的市場環境，中國的競爭環境相對更為寬鬆，主要是由於我國仍採取分業經營，牌照優勢仍十分明顯；且在互聯網普及的背景下，本土券商無一不採取比較低端但較為有效的低傭金策略；同質化競爭仍是目前的主流。但我們也看到近年來，中國券商越來越注重業務的轉型和創新業務的佈局。無論從美國還是日本的經驗來看，財富管理、投信及機構業務均是較為普遍的轉型道路。如何降低業務對二級市場的波動，加大穩定性收入的占比，將是未來券商轉型的重點。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。