专题报告之六：
2016 年证券公司固定收益业务发展综述

第一章
2016 年证券公司债券持仓量的变化

第一节　证券公司是中国债券市场中重要的机构投资者

一、债券市场投资者的数量分布

目前，中国债券市场包括银行间市场、交易所市场、中证机构间报价系统及商业银行和证券公司柜台交易市场。从总量托管上来看，由于商业银行的参与，银行间债券市场是中国债券市场的主体，其债券存量和交易量占中国债券市场的 90% 以上。交易所债券市场是中国债券市场的重要组成部分，它的参与者既涵盖了各类机构投资者，又涵盖了个人投资者。交易所债券市场由两部分组成：一是实行集中撮合交易的零售市场，二是由固定收益平台和大宗交易系统构成的批发市场。商业银行柜台交易市场是银行间债券市场的延伸，也属于债券零售市场。中证机构间报价系统作为证券公司间场外衍生品交易市场，将证券公司分散的柜台交易市场联结起来。

目前在银行间市场，我国债券市场的投资者分为特殊结算会员、银行类、非银行金融机构类、非金融机构类、个人类和境外机构这六大类。截至2016年12月底，在中央国债登记结算公司（以下简称“中债登”）开立一级账户的投资者数量为15 300个，证券公司以132个占比0.86%。从投资者数量分布来看，投资者中占比位居前3位的分别为广义基金（81.74%）、商业银行（6.73%）和信用社（3.46%）。这里的基金指广义基金，包括证券投资基金、年金、基金公司、社保基金、基金会、产业基金、保险产品、信托计划、基金特定组合、证券公司资产管理计划等。

与银行间债券市场由机构投资者主导不同，交易所市场的债券投资与股票一样呈现投资者个人化的特征。交易所市场整体作为一个分托管账户存在，截止到2016年12月底，共有11 811.04万个投资者，其中自然人占绝大多数，非自然人仅有32.62万个，共持有的债券（不包括资产证券化产品）市值为70 984.55亿元。因此，与银行间市场相比，交易所市场投资者的平均债券持有量要小得多。

从柜台市场看，截至2016年12月底，柜台市场共有2 020.2万个债券投资者，较2015年底的1 829万个增加约191.2万个。

二、机构投资者在中债登持仓量占比的历史变化

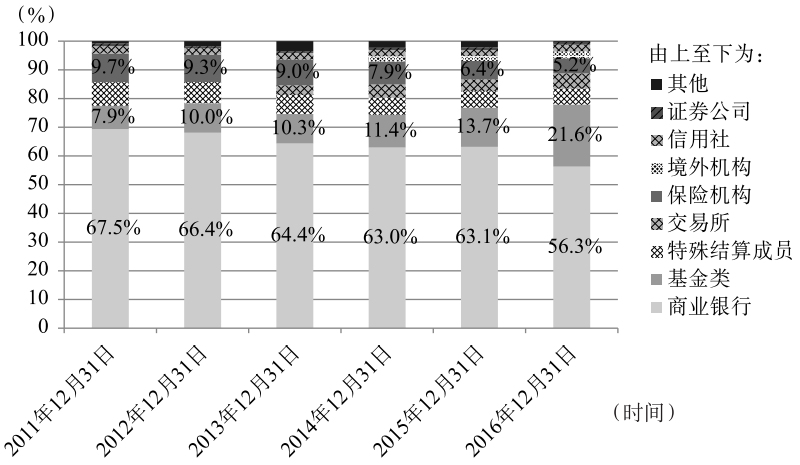
我国债券托管结算体制的明显特征是其分割性，共有两类债券托管结算系统：一类是原先由中国人民银行监管、现由中国银监会与中国人民银行共同监管的中债登，以及由经财政部、中国人民银行批准成立的银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上清所”）。上清所由中国外汇交易中心、中债登、中国印钞造币总公司、中国金币总公司4家单位于2009年共同发起设立。中债登和上清所作为银行间债券市场的后台支撑系统，负责该市场上各类债券的托管与结算事宜。另一类是由中国证监会监管的中国证券登记结算公司（以下简称“中证登”），其下又分上海分公司与深圳分公司，分别负责上海证券交易所与深圳证券交易所包括债券在内的所有场内证券的托管清算结算事宜。

从中债登投资者持仓量结构变化看，商业银行由2011年底的67.5%下降到2016年底的56.3%，广义基金类从2011年底的7.9%上升到2016年底的21.6%，而包含中国人民银行、财政部、政策性银行等机构的特殊结算成员由2011年底的8.0%下降到2016年底的5.6%。商业银行、广义基金和特殊结算机构是2016年底中债登的前三大机构投资者，交易所作为一个整体以分托管账户存在，2016年底占比为5.2%，与保险机构并列排在第4位，不同之处在于2011年底时保险机构占比高达9.7%，是仅次于商业银行的第二大机构投资者，而交易所2011年底占比几乎可以忽略不计。这显示交易所市场在近年来获得了迅速的发展，在中国债券市场中的地位不断提高。

值得注意的是，境外机构的占比总体呈现上升趋势，由2011年的忽略不计上升到2016年底的2.5%，居第5位，显示中国债券市场的开放程度在近年来大幅提高。非银行金融机

构中信用社的占比从 2011 年底的 2.5% 下降到 2016 年底的 2.2%，居第 6 位；证券公司 2011 年和 2016 年底的占比皆为 0.9%，居第 7 位，在机构投资者中的排名高于信托投资公司、财务公司、租赁公司、汽车金融公司等其他非银行金融机构和其他非金融企业以及个人投资者的占比。

因此，从总体上看，证券公司作为中国债券市场重要的机构投资者，在中国债券市场上的实力和地位还有待进一步提高（见图专 6－1）。



图专 6－1　2001—2016 年证券公司在中债登的持仓量及其占比

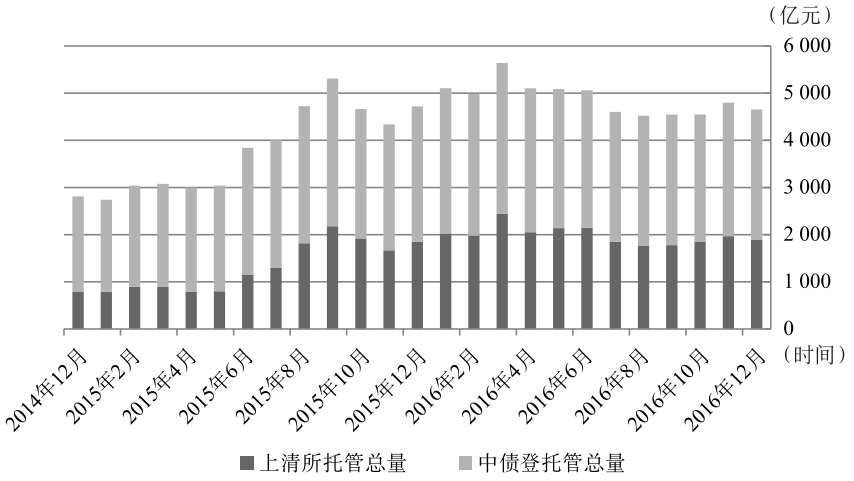
资料来源：根据中国债券信息网 www. chinabond. com. cn 和 Wind 有关数据整理。

第二节　2016 年证券公司托管数据变化分析

一、证券公司托管债券存量分析

截至 2016 年 12 月底，证券公司持有的券种在中债登与上清所托管总量约为 4 652.31 亿元，较 2015 年底的 4 719.21 亿元同比小幅减少 1.4%。其中，中债登与上清所托管量之比大致为 3∶2，近年来由于中票到期累计量逐渐增多，上清所托管量占比有逐年增加的趋势。截至 2016 年 12 月底，证券公司在中债登托管总量共计 2 753.92 亿元，相较于上年同期同比小幅减少 4%；在上清所托管总量共计 1 898.39 亿元，较上年同期同比增加 2.7%（见图专 6－2）。

从托管债券的类别来看，证券公司在中债登托管的债券主要包括国债、政策性金融债、企业债、商业银行债、中票等；在上清所托管的债券主要包括短融、超短融、中票、同业存单、区域集优中小企业集合票据、金融企业短期融资券、信贷资产支持证券、资产管理公司

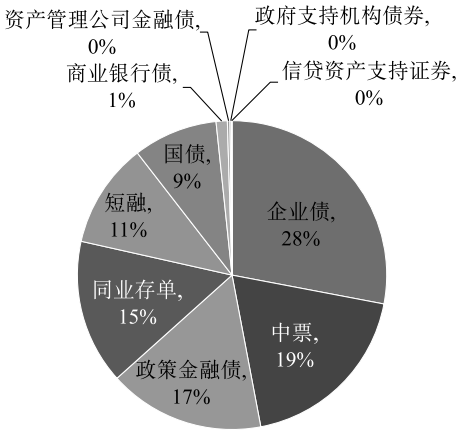


图专 6－2　证券公司在中债登与上清所托管总量

资料来源：根据中国债券信息网有关数据整理。

金融债、政府支持机构债券等。其中，仅中票由于此前转托管的原因目前在两处皆有托管，但在中债登托管的中票因逐步到期因而存量逐渐减少。

从目前证券公司在中债登和上清所托管的各类债券加总量的托管存量结构（见图专 6－3）来看，占比最大的依次为企业债、中票、政策性金融债、同业存单、短融、国债，其他类型券种持有量极少；利率债存量占比大约 1/4，其余 3/4 皆为信用债。



图专 6－3　证券公司持有各类型债券存量结构

资料来源：根据中国债券信息网有关数据整理。

二、证券公司托管债券增量分析

证券公司托管债券增量见表专 6－1。

表专6-1　　证券公司在中债登及上清所托管债券月增加量　　（单位：亿元）

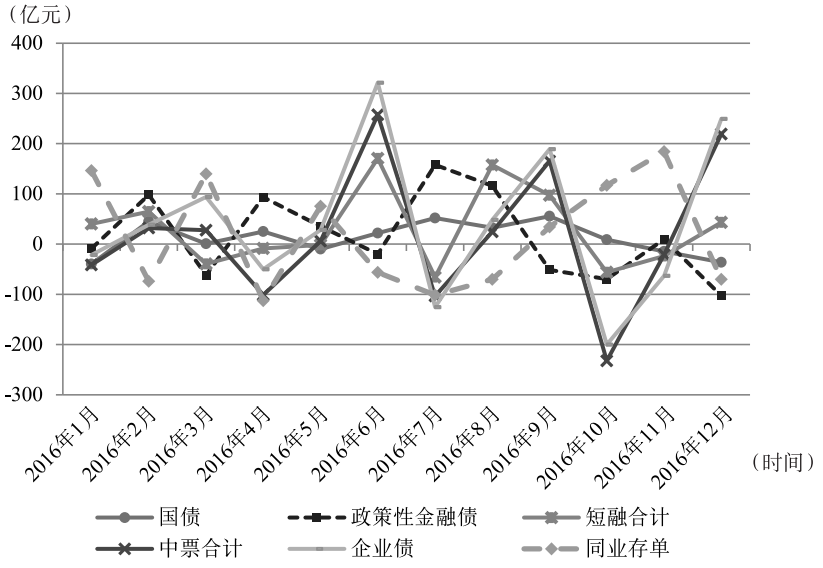
日期	国债	政策金融债	短融合计	中票合计	企业债	商业银行债	同业存单
2015年1月	-39.78	-9.04	40.23	-41.47	-21.78	-0.09	6.4
2月	45.01	97.95	64.51	32.15	38.49	-0.68	13.6
3月	0.70	-61.51	-39.49	27.67	93.73	0.30	7.9
4月	24.86	93.20	-8.76	-101.20	-50.20	0.95	-34.8
5月	-9.88	35.44	-1.58	5.92	28.04	-6.00	-10.7
6月	21.73	-19.80	170.61	257.27	321.26	11.45	35
7月	51.94	157.72	-65.78	-103.32	-125.55	-9.18	260.4
8月	32.46	116.00	157.37	24.40	48.23	0.71	350.2
9月	55.38	-51.33	97.19	165.26	188.94	-3.06	127.1
10月	8.78	-69.80	-56.11	-232.43	-199.99	-2.90	-86.6
11月	-14.56	9.58	-23.87	-20.90	-63.22	4.10	-217.2
12月	-36.32	-102.85	43.35	219.09	249.25	25.10	-18
2016年1月	19.00	334.58	88.63	-125.19	-67.58	-11.00	146.21
2月	-23.52	-41.20	9.28	6.91	12.54	-12.90	-74.01
3月	43.65	-17.48	157.02	165.65	131.24	28.20	139.7
4月	-60.48	95.86	-143.38	-150.53	-137.05	-5.56	-112.6
5月	-14.25	0.92	-17.52	-22.10	-41.36	-3.54	75.3
6月	16.03	-63.33	58.82	0.69	18.26	-6.80	-56.3
7月	-2.38	-15.42	-133.59	-101.20	-126.35	11.80	-101.56
8月	14.92	17.80	-49.04	27.27	-17.65	-1.35	-70.15
9月	22.86	-73.00	-31.17	11.93	72.58	-3.10	34.16
10月	11.77	9.00	-71.32	10.61	-73.08	-0.80	117.05
11月	48.49	94.47	-55.36	-19.28	-13.87	15.90	183.95
12月	-96.45	4.53	-9.91	6.36	11.63	5.60	-70.21

资料来源：根据中国债券信息网有关数据整理。

证券公司持有债券主要以自营资金及来源于委外资金的资产管理项目为主，由于账户性质、资金收益率要求不同，因而债券持有策略较为灵活多变。证券公司为债券市场加杠杆的主要投资者之一，因而在流动性冲击中受到影响更为明显。

证券公司在2016年1—12月累计主要增持了政策性金融债（346.73亿元）和同业存单（211.54亿元），大举减持了企业债（-230.69亿元）、短融（-197.54亿元）、中票（-188.88亿元），小幅减持国债（-20.36亿元）。全年来看，证券公司对国债和政策性金融债的增持较为稳定：对国债的增持一直偏弱，对政策性金融债总体维持增加和减少逐月更替的节奏，并在7—8月利率快速下行的时候增持较多。证券公司对不同的信用债品种持有呈现分化，企业债、中票、短融的增持节奏基本一致，这三类个券或作为整体的信用债配置

底仓考虑，在全年有6月、9月、12月三个增持高峰；同业存单的持仓月度波动较多，在11月大幅增加后，于年底流动性危机去杠杆时大幅减持（见图专6-4）。



图专6-4　证券公司托管主要券种月度新增托管量走势

资料来源：Wind，第一创业证券计算整理。

第二章

2016 年证券公司固定收益业务发展现状

第一节　2016 年证券公司固定收益业务链概况

近年来，随着中国债券市场的不断发展，固定收益业务已经成为国内证券公司的重要业务支柱。但与国外同行明确的 FICC 业务线不同，国内证券公司的固定收益业务主要包括债券承销、销售交易、债券投资、债券投顾和债券研究五大内容，各家证券公司根据自身情况大多分散在各个业务部门中，业务规模悬殊，机构设置又千差万别，因而成为国内证券公司最为复杂的业务。根据中国证券业协会对 2016 年国内证券公司 FICC 业务的专项调查统计，在回收的 96 份问卷中，有 94 份是有效问卷。根据这 94 份问卷的不完全统计，国内证券公司有 10 家未设立专门的一级部门固定收益部，其中两家在分公司下设立了固定收益部，其他证券公司则设立债务融资部、债券销售部、资本市场部、资金（资产）运营部和债券销售（交易）部等，承接了固定收益线的各种业务。

2016 年专项调查统计显示，在 84 家设立专门的固定收益部的证券公司中，有 8 家仅涵盖债券承销业务，有 10 家仅包括债券投资业务，有 5 家仅涵盖销售交易业务，有 1 家仅涵盖债券投资顾问业务。在剩余的 60 家中，有 19 家包括销售交易和债券投资业务，有 36 家包括债券承销（包括结构化融资）、销售交易和债券投资业务，只剩下 5 家的固定收益部包括全部 5 项业务的全业务链。

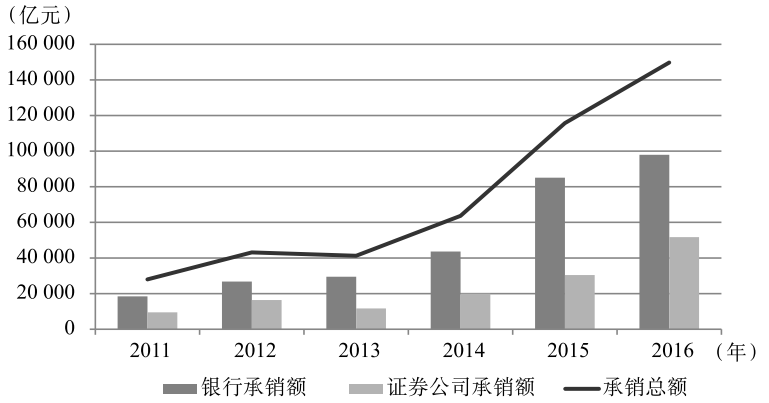
从债券做市、类固收这两项固定收益业务链上的新业务看，2016 年共有 24 家证券公司参与了银行间市场或交易所市场的做市或尝试做市业务。做市规模方面，最大一家的做市规模近千亿元；而最小的一家只有 1 亿元。做市收入方面，有一家做市收入上亿元，有 3 家做市收入几千万元，其他均在百万元级别。从类固收业务的开展情况看，有 34 家证券公司在 2016 年从事类固收业务，其中有 19 家仅从事 ABS 的投资（承销）业务，有 10 家从事分级 A 的投资，还有信托等其他形式的投资。从 FICC 这一固定收益的国外衍生概念看，2016 年共有 15 家证券公司从事大宗商品业务，只有 2 家涉足外汇业务，且业务规模较小。而大宗

商品业务中最大的一家收入达到42亿元，有6家收入达到千万元级别，5家收入相对较少，还有3家亏损。在大宗商品业务品种中，黄金所占的业务规模最大，有5家从事黄金业务，还有6家以贵金属业务为主。

第二节　2016年证券公司固定收益业务发展概况

一、固定收益承销业务竞争总体格局

固定收益承销业务是指债券及结构化融资产品的构建、承销和财务顾问服务，客户类型涵盖了政府支持机构、金融机构、上市公司、非上市公司、地方融资平台企业等，产品范围包括金融债、企业债、公司债、非金融企业债务融资工具（PPN）和多元化的结构性融资产品等。近年来，随着债券发行量的不断增加，债券承销金额呈上升趋势。图专6－5显示，2011—2016年，全市场的债券总承销金额从2.8万亿元增加到近15万亿元。其中，银行的承销额由2011年的1.8万亿元增加到2016年的9.8万亿元；证券公司的承销额由2011年的0.95万亿元增加到2016年的5.17万亿元。随着债券承销市场的发展，2011—2016年，银行和证券公司的债券承销金额均增长4.4倍左右。

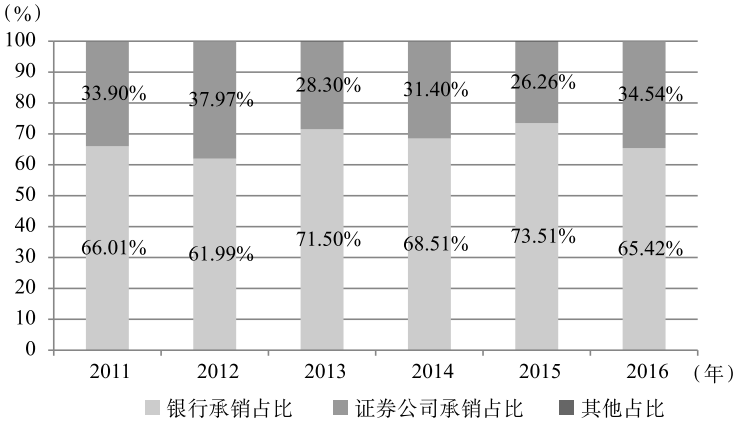


图专6－5　2011—2016年全市场债券总承销金额的变化

资料来源：Wind，第一创业证券整理。

因此，从债券承销的主要竞争者看，债券承销业务呈现银行和证券公司的两强格局，其他信托、资产管理等机构的市场份额较少。图专6－6显示，2011—2016年，银行的市场占有率在62%—73.5%之间波动，而证券公司的市场占有率在26.3%—38%之间波动。

市场集中度（Market Concentration Rate）是对整个行业市场结构集中程度的测量指标，CRn是指该行业的相关市场内前N家最大的企业所占市场份额的总和。根据美国经济学家



图专 6－6　2011—2016 年银行和证券公司债券承销业务的市场份额

资料来源：Wind，第一创业证券整理。

贝恩和日本通产省对产业集中度的划分标准，可将产业市场结构粗分为寡占型（$CR_8 \geq 40$）和竞争型（$CR_8 < 40\%$）两类。其中，寡占型又细分为极高寡占型（$CR_8 \geq 70\%$）和低集中寡占型（$40\% \leq CR_8 < 70\%$）；竞争型又细分为低集中竞争型（$20\% \leq CR_8 < 40\%$）和分散竞争型（$CR_8 < 20\%$）（见表专 6－2）。

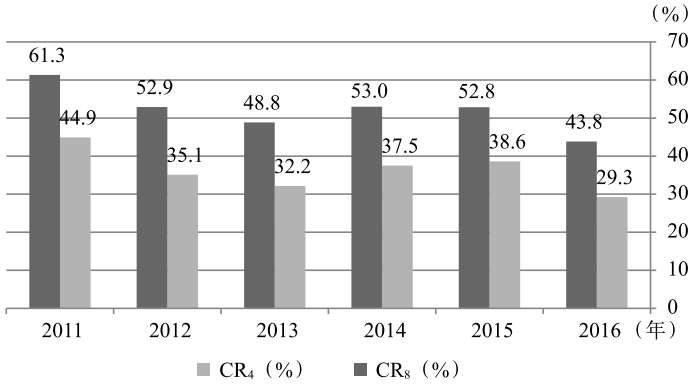
表专 6－2　　美国贝恩对市场结构进行的分类

集中度 / 市场结构	CR_4 值（%）	CR_8 值（%）
寡占Ⅰ型	$CR_4 \geq 85$	
寡占Ⅱ型	$75 \leq CR_4 < 85$	$CR_8 \geq 85$
寡占Ⅲ型	$50 \leq CR_4 < 75$	$75 \leq CR_8 < 85$
寡占Ⅳ型	$35 \leq CR_4 < 50$	$45 \leq CR_8 < 75$
寡占Ⅴ型	$30 \leq CR_4 < 35$	$40 \leq CR_8 < 45$
竞争型	$CR_4 < 30$	$CR_8 < 40$

我们用 CR_4 和 CR_8 来表示在有债券承销业务的证券公司中，排名前 4 家和前 8 家的企业占有的债券承销业务的市场份额。图专 6－7 显示，2016 年排名前 4 位的证券公司的业务集中度为 29.3%，排名前 8 位的证券公司的业务集中度为 43.8%，集中度较 2015 年有较大幅度下降，更是低于 2011 年的水平。根据表专 6－2 的分类，在 2015 年之前证券公司债券承销业务属于低集中寡占Ⅳ型市场结构，2016 年有向竞争型市场结构转变的趋势。

二、固定收益销售交易业务竞争总体格局

固定收益销售业务是以客户为导向，担任代理以收取手续费及佣金收入的业务。目前，



图专 6－7　2011—2016 年证券公司债券承销业务的市场集中度

资料来源：Wind，第一创业证券整理。

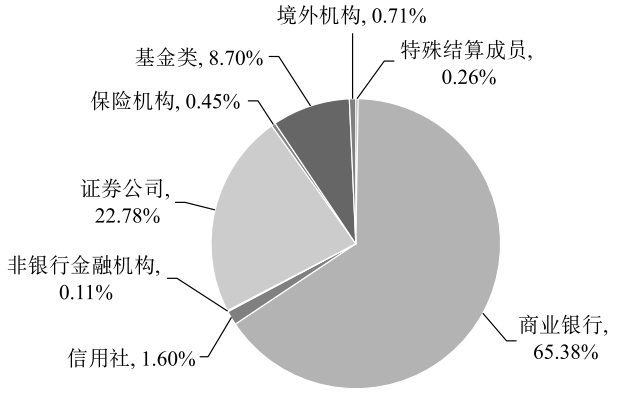
证券公司向客户销售各类固定收益产品，包括国债、央票、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、私募债、资产证券化产品等，客户类型涵盖了银行、信用社、保险、基金、信托、证券公司、财务公司和企业等市场参与机构。

固定收益交易业务是以投资回报为导向进行的投资业务。证券公司使用自营资金，主动承担相应市场、信用风险，获取固定收益产品的资本利得、票息等收入。目前，证券公司可以交易的固定收益产品类型包括国债、央票、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、私募债、资产证券化产品、可转债等，交易方式包括现券、债券远期、回购等，部分证券公司已经开展利率互换等衍生产品业务。

由于缺乏交易所市场的数据，而银行间市场又占据着债券交易业务的绝大部分市场份额，因而以中债登的债券交割量来衡量固定收益销售交易业务的竞争格局，不会有较大的偏差。2016 年，银行间市场的债券交割量达到 723 万亿元，其中现券交割量 159 万亿元。

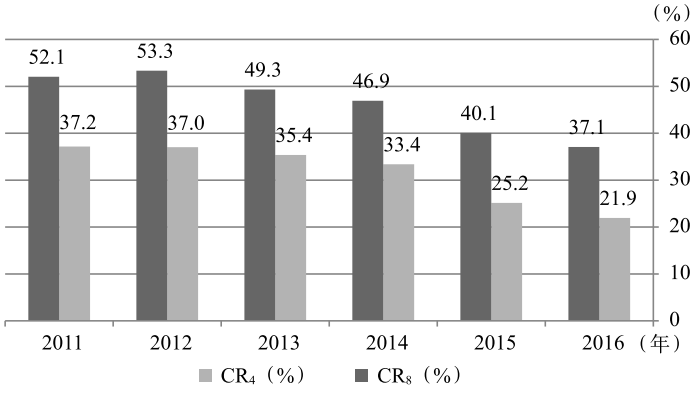
从图专 6－8 中可以看出，2016 年现券交割量占比中，包括国有银行、股份制商业银行、城市商业银行、外资银行、农村合作银行和农村商业银行在内的银行类占比最高，达到 65.4%；其次是证券公司，占比为 22.8%；广义基金排名第 3 位，占比达到 8.7%；信用社排第 4 位，占比为 1.6%；其他公司占比均在 1% 以下。由此可见，银行类金融机构在债券交易业务中占据主导地位，但证券公司在 2016 年的占比比 2015 年提高了 6.4 个百分点。

我们用 CR_4 和 CR_8 来表示在有债券销售交易业务的证券公司中，排名前 4 家和前 8 家的企业占有的债券销售交易业务的市场份额。图专 6－9 显示，2016 年排名前 4 位的证券公司的业务集中度为 21.9%，排名前 8 位的证券公司的业务集中度为 37.1%，集中度与 2011—2015 年相比，呈现逐步下降的走势。根据对市场结构的分类，证券公司债券交易业务已经由 2015 年之前的寡占型市场结构向 2016 年的竞争型市场结构转变。



图专 6－8　2016 年证券公司固定收益业务销售交易业务的市场占有率

资料来源：Wind，第一创业证券整理。



图专 6－9　2011—2016 年证券公司债券交易业务的市场集中度

资料来源：Wind，第一创业证券整理。

第三节　2016 年证券公司固定收益业务中的风险

债市风险总体上可包含市场风险、信用风险、操作风险和流动性风险等，其中市场风险和操作风险在其他投资品种中也比较常见，而信用风险以及流动性风险是近年来债市出现的较频繁的风险，值得投资者重点关注。

从 2014 年债券市场打破刚兑以来，信用违约事件频发，违约主体已经从民企扩散到央企、地方国企，违约券种从公司债扩大到中票 PPN、短融、城投；违约方式从利息违约到本息皆无力偿还，再到提前回购违约，信用风险有逐步向评级高、期限短、股东背景较强的主体演化的趋势，违约方式有向多样化转变的趋势，2016 年发生多次由信用风险引致流动性风险升级的案例，因此防范流动性风险首先要抓好信用风险防控工作。

一、信用风险

通常所说的信用风险是债券发行人到期违约的风险，但随着市场环境的创新，信用风险中的交易对手风险的重要性逐步提升，较为典型的案例是2016年底由国海证券代持事件引发的整个债市流动性风险危机。由于代持采用的是不透明的约定交易方式，容易滋生利益输送等违法违规行为，证券公司应加强从业人员及交易对手的合规管理，强化内控制度，配合监管部门，规范债券市场发展。

二、流动性风险

流动性风险从分类上来看，可以分为负债端流动性风险和资产端流动性风险。其中负债端流动性风险即融资流动性风险，主要由于市场上资金紧张，从而引起金融机构借钱难的情况，体现在资产负债表的负债端。资产端流动性风险即交易性流动性风险，主要由于资产价格下降，因而不能在市场上以估值变现，体现在资产负债表的资产端。

在信用风险爆发时，银行等债市主要参与者信心不足，使得资金融出方提供流动性的意愿不足。基金净值快速下降，很多货币型基金由于采用摊余成本法计价，当基金资产净值与市价的偏离达到或超过基金资产净值的0.5%时，基金管理人可以与基金托管人商定后进行调整，以控制风险，因而货币基金面临负债端的大幅赎回。流动性风险由资产端传导至负债端，市场上卖盘堆积、挤兑风险加剧，流动性被抽走，形成负反馈循环。

综上，信用风险和流动性风险往往会相互作用，彼此增强，需要时刻防范风险。为预防交易对手风险，应逐步完善做市商制度，形成多层次的债券场外交易市场；同时证券公司自身也应完善内控制度，防范违规违法事件发生；此外，机构不仅要加强防风险意识，更要加强风险对冲手段，加强包括买断式回购、远期利率协议、国债期货等做空机制的运用。

第三章
证券公司固定收益业务存在的问题和对策

第一节　国内证券公司固定收益业务中存在的主要问题

一、由于历史与现实原因使国内证券公司开展固定收益业务时处于不利地位

证券公司作为投资银行，有五大基础功能：支付、托管、交易、投资与融资。由于历史原因，证券公司五大业务功能除投资和融资外，支付功能和托管功能被剥离到银行，交易功能大部集中在交易所。支付功能受限、托管功能缺失和交易功能薄弱，严重影响到我国证券公司的自主创新能力，成为制约我国证券公司进一步发展的瓶颈。与国外投行相比，我国证券公司在固定收益业务方面有着先天的缺陷，使得国内证券公司在固定收益产品的设计和创新方面步履维艰。

与股票市场不同，固定收益市场上还有商业银行这样大型的金融机构。商业银行在发行承销、销售交易、客户网络、产品开发等各方面均处于主导地位，进入固定收益市场的证券公司与商业银行在各方面均存在不同程度的竞争。从目前的竞争环境来看，形势不容乐观。在以国债、政策性金融债和央行票据为主的现有利率产品市场上，商业银行凭借其强大的资金实力、长久而广泛的客户关系以及政策的支持已经占据了市场的主导地位。并且，国内固定收益市场主体是银行间市场，证券公司在银行间市场处于较为边缘的地位，能够参与的品种受到严格准入，市场占有率较低，业务话语权也较低；而证券公司能够起到主导作用的交易所债券市场还有待进一步发展。

我国证券公司负债渠道狭窄，整体杠杆率偏低，严重影响着我国证券公司固定收益业务的竞争力和交易能力。2016 年证券行业的平均杠杆值（扣除客户保证金后）仅 2—3 倍，而国际投行目前在 10 倍以上，2008 年金融危机前曾高达 20—30 倍。适当提高公司杠杆水平，可以大力发展固定收益类的资本中介型业务，在提升证券公司盈利能力的同时，解决证券公司交易能力不足的问题，有利于证券公司在银行间市场固定收益类业务经营规模迅速上升，

以及在交易所市场固定收益的交易和产品创新中真正发挥出主导作用。

二、未能形成面向顾客的组织体系和固定收益业务模块

我国证券公司的固定收益业务组织结构安排大致分为三种：一是大部分证券公司将固定收益业务设立为一级业务部门，负责固定收益业务的销售和交易业务，但固定收益的承销业务仍归属投行部门，而固定收益的投资业务有的归自营部门，有的归固定收益部门。二是把固定收益业务设为销售交易部门的二级子部门之一，称为固定收益销售与交易部，同股票销售与交易部、交易与衍生品部二级子部门并列，比如中信证券。三是如平安证券实行的事业部制，平安证券共有三个事业部，分别是投资银行事业部、固定收益事业部和资产管理事业部。

以上三种组织结构的设计是各有优缺点，但总的来看，还是按照业务属性来划分部门，由于按业务而不是客户划分部门，导致我国证券公司的固定收益业务分散在投行、销售交易、资产管理等各业务部门，使得我国证券公司未形成面向机构投资者强有力的客户关系管理，也是我国固定收益业务未能得到充分发展的重要原因。虽然我国大部分证券公司都成立了固定收益部，但由于债券承销业务、交易投资业务、零售柜台业务、资产管理业务、融资融券业务中，都有部分业务属于固定收益业务的范畴，从事固定收益的各部门间缺乏统一协调发展，固定收益各业务线仍然处于分散状态，还没有形成面向机构投资者的业务范围全面的全产业的固定收益业务链。

这与国外投行以客户需求为导向来划分业务部门和板块有着很大的区别。2010 年以后有四个业务模块：投资银行、机构客户、投资与借贷、资产管理。其中机构客户服务又分为 FICC 和股票销售与交易两大块。而 FICC 又分为固定收益业务、商品及其衍生品、外汇及其衍生品三部分。

因此，国外投行在固定收益业务上的竞争力并不体现在债券承销业务上，而主要体现在面向机构的销售和交易业务以及大宗经纪和研究咨询业务上。近年来，以高盛公司为代表的西方投行的业务模式发生了根本性变化，由传统的费用盈利模式转变为价差盈利模式。以固定收益为主的 FICC 的业务在总业务收入中占据了 40%—50% 的比例。

三、资本中介型的固定收益业务有待进一步发展

从海外投行的固定收益业务发展经验看，目前主要形成了交易驱动的资本中介业务模式。资本中介型的固定收益业务是以客户为导向，利用资本优势促使客户交易或向市场提供流动资金的业务。证券公司依托客户网络和产品设计能力，利用公司资产负债表通过产品设计和开发，为客户提供固定收益类交易做市、风险管理、财富管理、投资顾问等服务，满足客户各类投融资需求。这一模式主要是指公司利用资产负债表为客户提供产品和服务，既有

利于满足客户需求，也有利于证券公司通过提升杠杆增加收入。

资本中介业务虽然使用公司的大量资本金，但是以客户为导向，为客户提供各种金融产品、交易工具和风险管理服务，从而满足客户的需求。投行扮演的角色是市场的组织者、流动性提供者、产品与服务的设计和销售者、交易对手方、风险管理者等多重角色，而收入来源则是提供增值服务获得的佣金或提供流动性而获得的交易价差收益。国际投行固定收益业务的收入来源主要有四个方面：一是场内或场外交易业务获得的手续费收入；二是提供产品交易的流动性、做市交易的价差收入；三是根据客户风险控制、投资等需求设计相关的金融产品，从中得到的设计金融产品的销售收入；四是为客户进行风险管理的收入，识别客户资产的价格波动风险，以及所面临的利率和汇率风险，提供对冲策略和套期保值方案。

受益于 2012 年以来市场和行业创新，我国证券公司固定收益类资本中介业务逐渐起步并得到快速发展。借鉴海外投行的经验，国内证券公司的资本中介业务致力于构建由“客户 + 通道 + 资本”驱动、以“手续费 + 交易差价”实现收入的业务模式，是中国证券业摆脱同质化竞争的主要业务方向。但由于我国证券公司的销售交易能力与国外同行相比差距甚远，特别是固定收益产品所依赖的做市交易能力缺乏，导致盈利能力不足。

与海外投行以做市为主的收入结构不同，由于基础制度的原因，国内固定收益做市业务对收入贡献仍然较低。首先，沪、深证券交易所的集中竞价系统采取撮合交易模式，不需要做市商，而固定收益平台成交量较低，做市商作用不明显。其次，银行间市场虽然有做市商制度，但证券公司限于乙类结算成员资格不能代理交易，只能在自己持有的证券和资金范围内进行做市，不能利用代理客户资金和证券的混同效应，很大程度上限制了证券公司做市功能的发挥。此外，银行在国内金融体系中占绝对主导地位，风险偏好和交易需求趋同，由于缺乏需求多样化的交易对手，做市规模和动力都受到很大的制约（见表专 6 – 3）。

表专 6 – 3　　国内证券公司与国际投行在固定收益业务方面的主要差别

	国内证券公司	国际投行
基础功能	无托管代理服务，做市功能和产品设计功能受到制约	基础功能强大，涵盖托管、交易、支付、结算等基础性金融功能
产品范围	以利率、信用产品为主，有少量资产证券化产品和衍生产品，缺少外汇和商品	利率、信用、外汇、商品、资产证券化产品、衍生产品俱全
资本中介业务	处于起步阶段和快速发展期，但做市业务难以做大，收入贡献较低	形成了交易驱动的资本性中介业务模式，收入包括手续费收入、做市收入和金融产品设计与销售收入，做市收入是主要来源
杠杆使用	杠杆较低	杠杆较高，高盛约 12—13 倍

资料来源：第一创业整理。